

水羊股份（300740）

从美妆平台到高奢品牌集团，高端化转型开启成长新周期

增持（首次）

2026 年 08 月 14 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,237	4,977	5,677	6,364	7,085
同比（%）	(5.69)	17.47	14.05	12.10	11.33
归母净利润（百万元）	109.95	148.35	181.93	253.40	316.53
同比（%）	(62.63)	34.92	22.64	39.28	24.92
EPS-最新摊薄（元/股）	0.25	0.34	0.41	0.58	0.72
P/E（现价&最新摊薄）	89.94	66.66	54.36	39.03	31.24

投资要点

■ **水羊股份通过收并购推进自有品牌快速发展，逐渐升级为全球高奢美妆集团。**公司成立于 2006 年，于 2018 年在深交所上市，初期主要通过代理品牌业务，以独家 CP（China Partner）模式为国际美妆品牌提供在中国市场运营服务。后续逐渐通过收购完善自有品牌矩阵，2008 年公司收购御泥坊品牌，2022 年收购法国高端护肤 PA 品牌及伊菲丹品牌，2024 年收购 RV 品牌。截至 2025 年底，公司共有伊菲丹、RêVive、PIER AUGÉ、HAWKINS & BRIMBLE、御泥坊、大水滴、小迷糊及 VAA 等多个自有品牌。公司 25 年收入同比+17.5%至 49.77 亿元，自有品牌营收占比约 42%；25 年实现扣非后归母净利润 1.37 亿元，同比+15.9%。

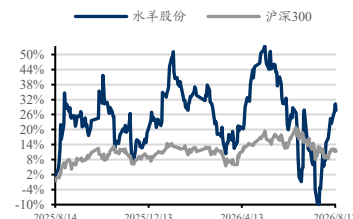
■ **国际高端护肤景气度回升，公司有望持续受益。**国内高端护肤赛道景气度显著领先。沙利文预计 2025-2030 年期间国内化妆品行业 CAGR 达 5.1%；其中护肤品为最大细分赛道。高端护肤市场成长性更为突出，灼识咨询预计 2024-2029 年期间高端护肤行业 CAGR 达 13.8%，显著高于大众护肤市场同期 6.7%的 CAGR。公司持续推进国际高端品牌战略，业务布局与行业高景气方向高度契合，有望持续受益。

■ **自有品牌高端化加速兑现，CP 业务贡献稳定增量。**①**自有品牌：**25 年收入同比增长 27%至 21.0 亿元，显著快于整体收入增速，占总收入比重提升至 42%。此前 CP 业务为公司积累成熟的品牌运营经验和大量项目储备，有望持续复制成功经验。品牌端，伊菲丹持续强化高端品牌定位，已打造超级面膜、超级精华及高倍防晒等多个核心大单品；产品端，产品矩阵不断丰富，高客单价优势持续强化，RV/PA 等高奢品牌持续完善细分赛道布局，有望接棒成长。御泥坊/大水滴等国民品牌梳理升级见效，利润有望释放。②**CP 业务：**25 年收入同比增长 11%至 28.8 亿元，营收占比 58%，多品牌矩阵贡献稳定增长。公司依托全球美妆最佳 CP 模式，不断完善护肤、彩妆、个护、香水及健康食品等细分赛道布局，为长期业绩增长提供坚实支撑。

■ **盈利预测与投资评级：**公司通过收并购整合逐渐升级为全球化高奢美妆品牌集团，2025 年以来自有品牌高增验证公司高奢美妆运营能力，整合梳理叠加产品推新后利润有望加速释放。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 181.9/253.4/316.5 百万元，对应同比增速分别为 +22.6%/+39.3%/+24.9%，公司当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 54.4/39.0/31.2 倍。考虑到公司自有品牌高端化持续推进、CP 品牌业务稳步扩张、利润率改善带动业绩进入加速释放阶段，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**代理品牌续约风险；自有品牌增速低于预期；销售费用率持续增长；竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.48
一年最低/最高价	15.16/28.33
市净率(倍)	3.98
流通 A 股市值(百万元)	9,193.80
总市值(百万元)	9,889.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.65
资产负债率(% ,LF)	49.04
总股本(百万股)	439.90
流通 A 股(百万股)	408.98

相关研究

内容目录

1. 全国领先的高端美妆集团，自有与 CP 品牌双轮驱动	4
1.1. 公司概况：全国领先的高端美妆集团，自有品牌与 CP 品牌协同发展	4
1.2. 发展历程：初创企业起家，现已成长为全国美妆巨头	4
1.3. 公司治理：创始人深度绑定，复合型人才汇聚，组织能力持续强化	5
2. 2025 年起业绩显著修复，盈利质量不断优化	7
2.1. 收入端：2025 年起业绩显著修复，收入恢复增长	7
2.2. 利润端：自有品牌占比提升有望优化盈利质量	8
2.3. 费用端：品牌建设期销售费用率提升	9
2.4. 现金端：货币资金储备持续改善，现金创造能力持续增强	10
3. 高端护肤市场成长性突出，公司布局国际高奢有望受益	10
4. 自有品牌高端化加速兑现，CP 业务贡献稳定增量	13
4.1. 伊菲丹：定位国际高端护肤品牌，线上线下双渠道拓展	14
4.2. RV：高奢科学抗衰护肤品牌，覆盖多品类产品线	18
4.3. PA：品牌势能持续提升	19
4.4. 其他自有品牌：多品牌战略持续深化，多品牌矩阵贡献增量成长	20
4.4.1. H&B：品牌影响力稳步提升	20
4.4.2. 御泥坊：向高端美妆品牌持续转型	20
4.4.3. VAA：技术创新驱动品牌升级	21
4.4.4. 大水滴：科研创新构筑熬夜肌赛道壁垒	21
4.4.5. 小迷糊：大单品竞争优势进一步巩固	22
4.5. CP 品牌：全球品牌运营能力持续验证，多品牌矩阵贡献稳定增长	23
5. 盈利预测与投资建议	24
5.1. 盈利预测	24
5.2. 投资建议	25
6. 风险提示	26

图表目录

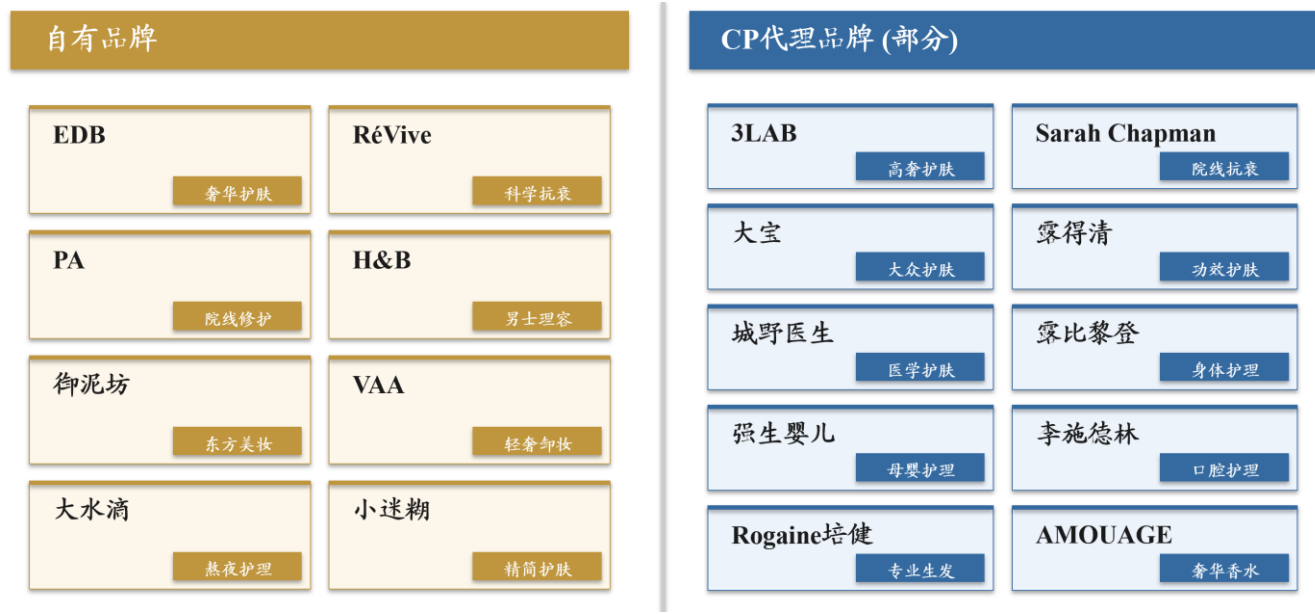
图 1:	公司现有品牌矩阵（截至 2025 年底）	4
图 2:	公司发展历程	5
图 3:	公司股权架构图（截至 2026 年 7 月 15 日）	6
图 4:	25 年起公司业绩显著修复，收入恢复增长	7
图 5:	自有品牌与 CP 品牌收入均保持稳健增长	8
图 6:	自有品牌收入占比不断提高	8
图 7:	扣非后归母净利经历多轮调整后逐步恢复增长	9
图 8:	毛利率持续提升，盈利质量不断优化	9
图 9:	期间总费用整体呈现增加态势	9
图 10:	费用率整体呈现上升趋势	9
图 11:	货币资金储备持续改善	10
图 12:	经营性现金流 2020 年以来延续净流入态势	10
图 13:	化妆品行业 2023 年以来重回增长轨道	11
图 14:	护肤是中国化妆品行业最大细分赛道	11
图 15:	精华和面霜是护肤行业增长最快的细分赛道	12
图 16:	线上渠道保持快速增长	13
图 17:	高端护肤市场保持高景气度	13
图 18:	伊菲丹品牌以“Rich 3D by 3D”为核心技术	14
图 19:	伊菲丹品牌 26H1 抖音平台前 5 大单品	15
图 20:	伊菲丹品牌 25M6-26M6 抖音平台销售额指数走势	16
图 21:	伊菲丹品牌 26H1 抖音平台销售额走势	16
图 22:	伊菲丹品牌 25M6-26M6 抖音渠道销售占比	17
图 23:	伊菲丹品牌 26H1 抖音渠道达人结构	17
图 24:	RV 品牌 25M6-26M6 抖音渠道销售占比	18
图 25:	RV 品牌 26H1 抖音渠道达人结构	18
图 26:	PA 品牌 26H1 热销 SPU	19
图 27:	PA 品牌 25M6-26M6 抖音销售额指数走势	19
图 28:	H&B 品牌 26H1 热销 SPU	20
图 29:	H&B 品牌 25M6-26M6 抖音销售额指数走势	20
图 30:	御泥坊品牌 25M6-26M6 抖音平台销售额指数走势：26 年来恢复增长	21
图 31:	大水滴品牌 26H1 热销 SPU	22
图 32:	大水滴品牌 25M6-26M6 抖音销售额指数走势	22
图 33:	小迷糊品牌 26H1 热销 SPU	23
图 34:	小迷糊品牌 25M6-26M6 抖音销售额指数走势	23
表 1:	公司管理层概况（截至 2025 年底）	6
表 2:	伊菲丹品牌部分产品概况：产品矩阵完善，覆盖多种护肤需求	15
表 3:	水羊股份收入拆分	25
表 4:	可比公司估值表	26

1. 全国领先的高端美妆集团，自有与 CP 品牌双轮驱动

1.1. 公司概况：全国领先的高端美妆集团，自有品牌与 CP 品牌协同发展

全国领先的高端美妆集团，中国互联网消费品品牌第一股。水羊集团股份有限公司（300740.SZ）成立于 2006 年，并于 2018 年正式在深圳证券交易所上市。公司是一家“以自有品牌与 CP 品牌双业务驱动”的新消费品美妆品牌企业。截至 2025 年底，公司共有伊菲丹、RéVive、PIER AUGÉ、HAWKINS & BRIMBLE、御泥坊、大水滴、小迷糊、VAA 等多个自有品牌，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁等多个领域。

图1：公司现有品牌矩阵（截至 2025 年底）



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所
注：公司的代理品牌业务，即通过旗下“水羊国际”平台，以独家 CP（China Partner）模式，为国际美妆品牌提供在中国市场的全链路、一站式运营服务。

1.2. 发展历程：初创企业起家，现已成长为全国美妆巨头

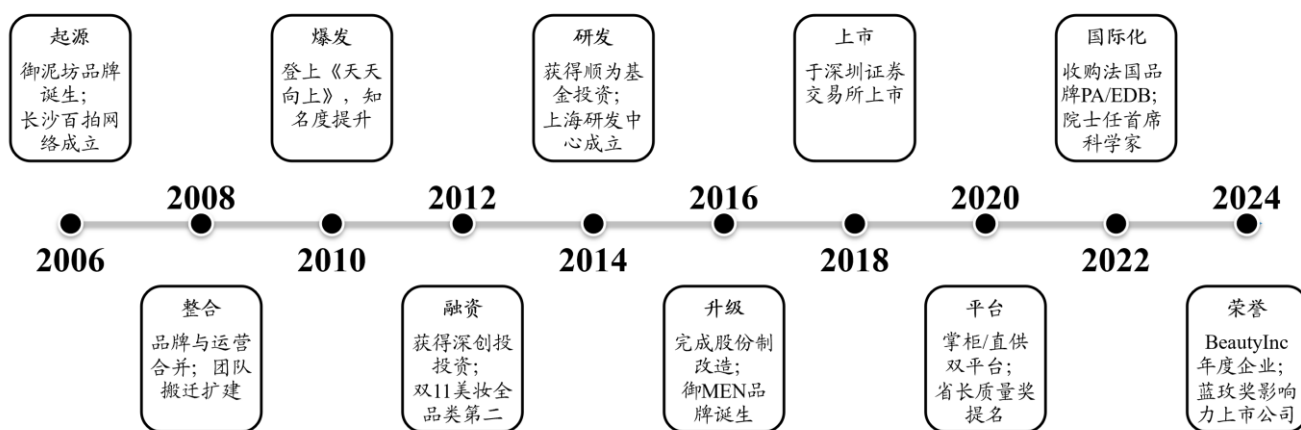
公司迄今已有近 20 年发展历程，通过“自有品牌发展+代理品牌外延”不断拓展业务版图。公司从小型初创企业起家，经历近 20 年的发展，现已成为全国历史沿革较为悠久、规模体量较大、品牌矩阵较为多元的美妆集团之一。我们梳理公司自成立以来的关键发展节点，并将其历史沿革划分为以下主要阶段：

①2006~2010 年：品牌孵化期。2006 年，御泥坊品牌正式创立；2006 年，公司前身长沙百拍网络有限公司成立；2007 年，公司开始在淘宝平台销售御泥坊产品；2008 年，御家汇成功收购御泥坊品牌。

②2011~2017 年：多品牌建设期。2011 年，创立民族品牌花瑶花；2012 年，创立护肤品牌师夷家；2013 年，创立护肤品牌小迷糊；2015 年，公司收购薇风品牌，后更名为大水滴；2016 年，创立男士品牌御 MEN；2016 年，公司正式开启国际代理业务，首次代理韩国面膜品牌丽得姿；2017 年，公司与强生集团首次达成战略合作，代理城野医生品牌。

③2018 年~至今：双业务驱动增长期。2018 年，公司于深圳证券交易所上市；2020 年，公司与强生集团达成全面战略合作，承接其旗下全线消费品牌在中国的电商业务；2022 年，公司正式收购法国高端护肤 PA 品牌及伊菲丹；2023 年，公司获得妮尚希品牌中国区域代理权；2024 年，公司正式收购 RV 品牌，品牌矩阵持续完善。

图2：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

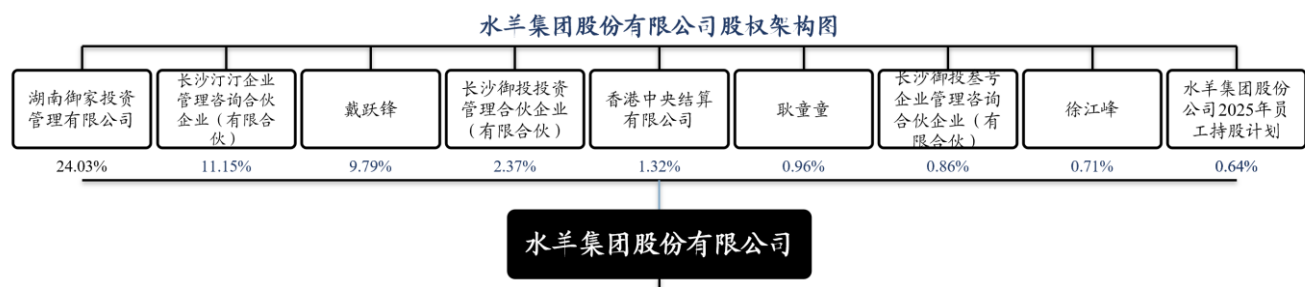
1.3. 公司治理：创始人深度绑定，复合型人才汇聚，组织能力持续强化

创始人深度绑定，股权结构稳定，员工持股彰显长期发展信心。公司创始人兼董事长、总经理戴跃锋先生通过直接及间接持股方式保持对公司的实际控制权。截至2026年7月15日，公司第一大股东湖南御家投资管理有限公司持股24.03%。同时公司亦推出员工持股计划，进一步完善长效激励机制，有利于吸引和留住核心人才，充分调动团队积极性。整体来看，公司股权结构兼顾稳定性与市场化激励，控制权集中且治理架构完善，利于为公司战略落地和长期稳健发展提供坚实保障。

管理层经验丰富，复合型人才汇聚，组织能力持续强化。公司管理层兼具创业经验、品牌运营能力和国际化视野，核心团队稳定且行业积淀深厚。董事长兼总经理戴跃锋先生作为公司创始人，深耕美妆行业多年，具备卓越的战略前瞻性和产业整合能力，是公司成长为多品牌美妆集团的重要推动者。管理团队多数伴随公司成长多年，拥有品

牌运营、供应链管理、渠道营销等丰富经验，其中黄晨泽先生、张虎儿先生等核心高管均由公司内部培养成长，对品牌孵化及组织运营具有深刻理解。同时，公司近年来持续引入外部优秀人才，副总经理兼董事会秘书吴小瑾女士具备产业投资背景，财务总监邹飞先生拥有华为、腾讯等头部企业财务管理经验。此外，公司管理层学历背景较为优异，拥有多位博士及硕士人才，团队年龄结构合理，兼具经验沉淀与创新活力。整体来看，公司已形成一支兼具创业精神、专业能力和国际化视野的高素质管理团队，有利于为公司长期高质量发展和全球化布局提供强有力的人才保障。

图3：公司股权架构图（截至 2026 年 7 月 15 日）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

表1：公司管理层概况（截至 2025 年底）

姓名	职务	学历	年龄	履历
戴跃锋	董事长 总经理	本科	44	公司创始人及实际控制人，现任公司董事长兼总经理。
张虎儿	董事	硕士	40	历任御泥坊品牌人力总监/后端总监/执行总经理，公司供应链部长/总监。2013/7~2019/9 任公司副总经理，2014/12 至今任公司董事。
黄晨泽	董事 副总经理	本科	36	历任小迷糊品牌事业部总监、小迷糊品牌事业部总经理、新锐品牌事业部总经理、御泥坊品牌事业部总经理，达播体系部总经理。
吴小瑾	副总经理 董事会秘书	博士	45	曾任职于拓维信息系统股份有限公司、招商湘江产业投资管理有限公司；2015/6 至今任公司董秘；2016/9 至今任公司副总经理。
邹飞	财务总监	硕士	36	曾任华为财务主管，腾讯高级财务分析经理；2021/7 起任水羊制造财务部部门总监、财务直属部部门总监、自有品牌财务部部门总监；2024/4 至今任公司财务总监。
王英平	董事	大专	53	2017/12 至今，任公司公共事务总监；2022 至今，任公司工会主席；2024 至今，任公司党委书记；2025/8 至今任公司董事。
旷毅	副总经理	本科	39	2021/12 至今任公司人力资源总监；2016/9 至 2025/8 任公司监事；2025/8 至今任公司副总经理。

颜红玉	副总经理	博士	37	2016/12 任水羊国际事业部经理；2020/8 任 KIKO 品牌学院经理；2020/10 任伊菲丹品牌部经理；2021/11 任伊菲丹品牌部总监；2023/1 至今任伊菲丹品牌事业部总经理；2025/8 至今任公司副总经理。
沈志安	副总经理	本科	45	2021/7 至今担任公司大行政负责人，2025/8 至今任公司副总经理。

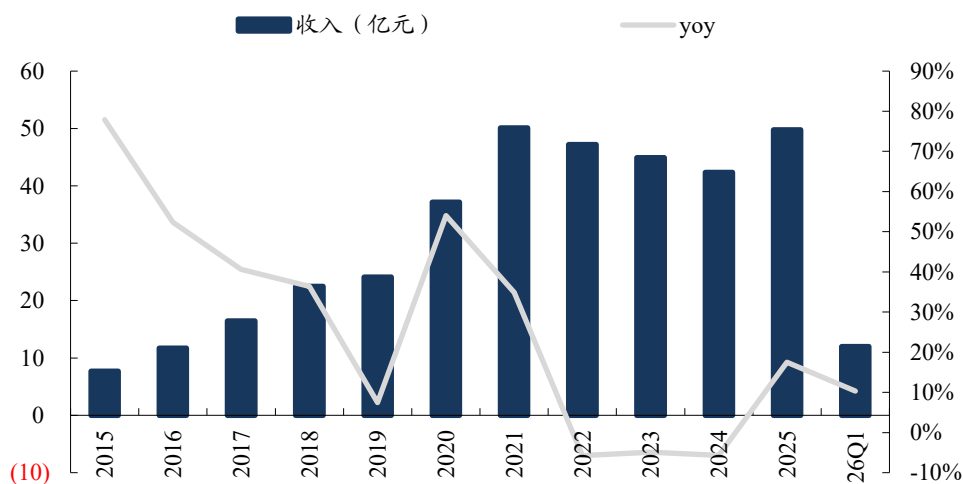
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 2025 年起业绩显著修复，盈利质量不断优化

2.1. 收入端：2025 年起业绩显著修复，收入恢复增长

2025 年起业绩显著修复，营收恢复增长。复盘公司 2015~2026Q1 期间收入情况，公司收入情况整体呈现“高速增长—阶段调整—恢复增长”的趋势。①**2015~2021：**公司营收由 2015 年的 7.69 亿元增至 2021 年的 50.10 亿元，2015-2021 年期间 CAGR 达 36.7%。此期间除 2019 年可能受行业环境及基数提升等因素影响，同比增速放缓至 7%，其余年份同比增速均保持在 35% 以上。②**2022-2024：**公司进入阶段性调整期，同比增速分别下降 6%/5%/6%，收入规模亦由 2022 年的 47.22 亿元回落至 2024 年的 42.37 亿元，可能与公司 CP 业务合作波动较大有关。③**2025 年以来：**公司 2025 年收入同比大幅+17.5% 至 49.77 亿元，其中约 42% 为自有品牌、约 58% 为 CP 品牌。自有品牌方面，高端品牌伊菲丹继续贡献主要增量，RV、PA 等品牌海外及新品放量进一步贡献第二增长曲线。

图4：25 年起公司业绩显著修复，收入恢复增长

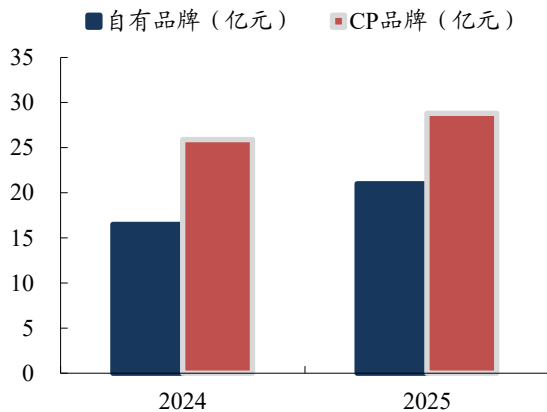


数据来源：iFinD，东吴证券研究所

收入结构持续优化，自有品牌成为增长重要驱动。品牌层面，自有品牌 2025 年收

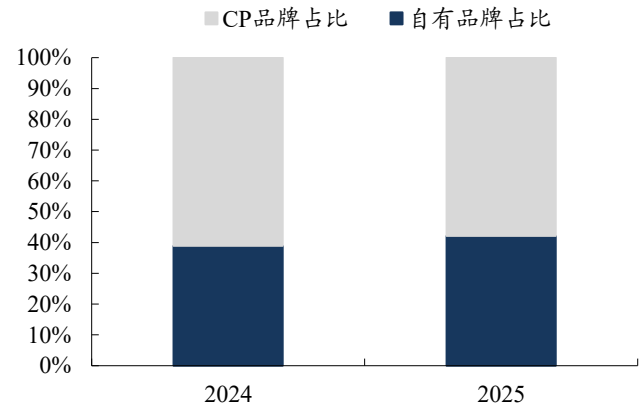
入同比增长 27%至 21.0 亿元，略快于整体收入增速，占总收入比重提升至 42%；**CP 品牌** 2025 年收入同比增长 11%至 28.8 亿元，整体保持稳健增长。公司业务重心未来有望进一步向自有品牌集中，收入质量有望持续提升。

图5：自有品牌与 CP 品牌收入均保持稳健增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：自有品牌收入占比不断提高



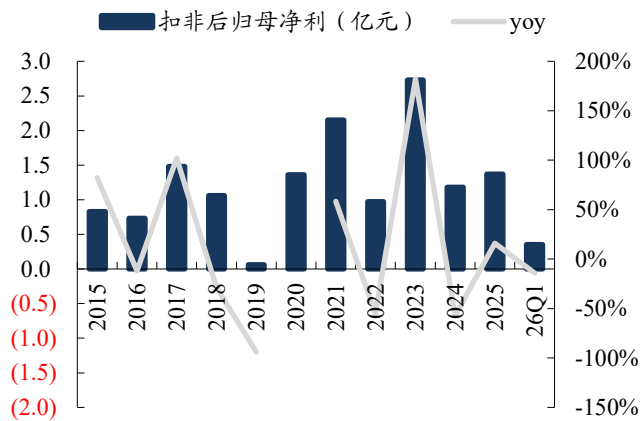
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 利润端：自有品牌占比提升有望优化盈利质量

盈利能力波动上升，扣非后归母净利经历多轮调整后逐步恢复增长。①**2015-2021：**公司扣非后归母净利由 2015 年的 0.83 亿元增至 2021 年的 2.15 亿元，期间盈利波动较大，可能受行业竞争加剧、费用投入增加及外部环境变化等因素影响。②**2022 年以来：**公司利润端波动较为显著，2023 年扣非后归母净利同比大幅+181.9%至 2.73 亿元，2024 年回落至 1.18 亿元。2025 年公司实现扣非后归母净利 1.37 亿元，同比+15.9%，盈利能力重新进入修复通道；2026Q1 公司实现扣非后归母净利润 0.35 亿元，同比-14.3%，短期利润表现有所承压。

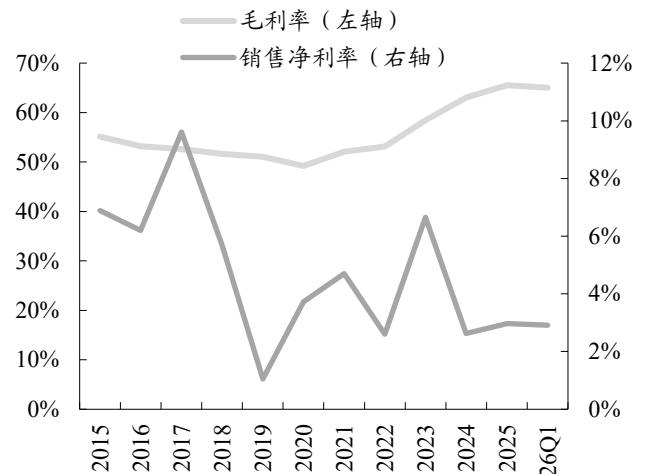
毛利率持续提升，盈利质量不断优化，销售净利率仍有进一步改善空间。公司毛利率由 2015 年的 55.1%小幅回落至 2020 年的 49.2%；2021 年起，公司毛利率呈上升态势，2021-2025 年毛利率累计提升约 16.3pct。2026Q1 毛利率仍维持在约 65%的高位水平。销售净利率方面，公司销售净利率整体波动较大：2015-2025 年期间基本在 1%-7%区间波动，2025 年为 3.0%，2026Q1 为 2.9%，自有品牌建设期间销售推广等宣传投放力度加大。未来随着收入规模扩大和经营杠杆逐步释放，销售净利率仍具提升空间。

图7: 扣非后归母净利经历多轮调整后逐步恢复增长



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所; 注: 2020 年扣非后归母净利同比增速为 2,094.56%, 此处不予显示

图8: 毛利率持续提升, 盈利质量不断优化

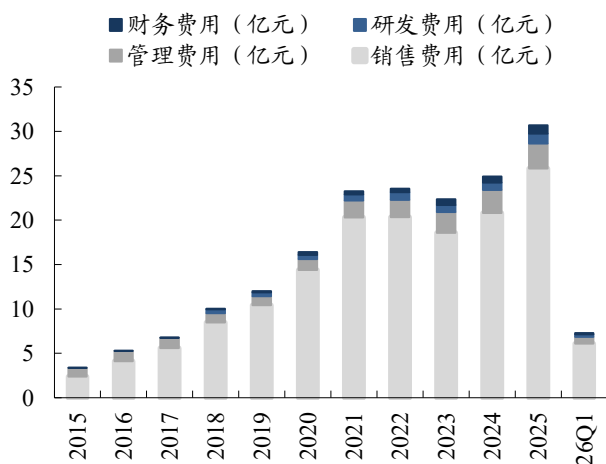


数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

2.3. 费用端: 品牌建设期销售费用率提升

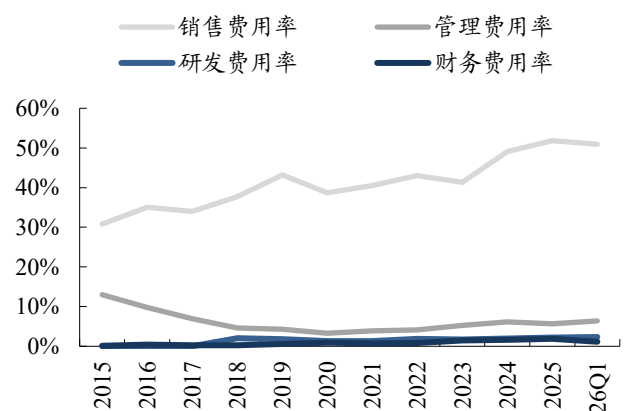
费用率整体呈现上升趋势。①销售费用: 2025 年公司销售费用同比+24%至 25.80 亿元; 销售费用率进一步提升至 51.8%, 较 2022 年提升约 8.7pct, 或与自有品牌业务持续加大品牌营销、渠道投放及新品推广力度等因素有关。②管理及研发费用: 公司管理费用整体保持稳定, 2025 年管理费用率为 5.69%, 维持在合理水平; 研发投入持续增加, 研发费用由 2018 年的 0.46 亿元提升至 2025 年的 1.11 亿元, 2025 年研发费用率升至 2.23%。2026Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 50.92%/6.43%/2.34%, 整体费用投入强度仍处于较高水平。

图9: 期间总费用整体呈现增加态势



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图10: 费用率整体呈现上升趋势



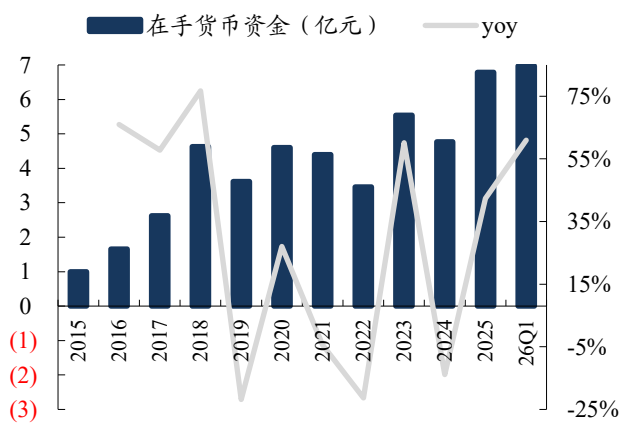
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

2.4. 现金端：货币资金储备持续改善，现金创造能力持续增强

货币资金储备持续改善，资金实力不断增强。截至 2025 年末，公司在手货币资金为 6.79 亿元，同比+42.3%；2026Q1 公司货币资金继续保持在 6.97 亿元的较高水平。公司在手货币资金整体呈增长趋势，充裕的现金储备利于为公司品牌建设、研发投入及未来业务拓展提供坚实保障。

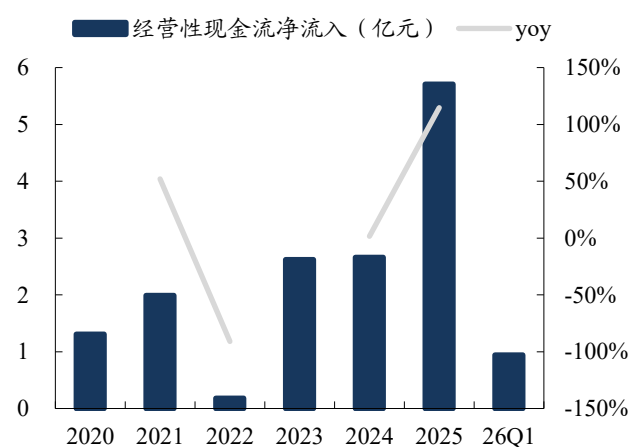
经营性现金流显著改善，现金创造能力持续增强。2025 年公司经营性现金流净流入 5.71 亿元，同比+114.7%，创历史新高，增速高于收入增速，反映出公司经营质量和资金周转效率明显提升。2023~2025 年连续保持较高净流入水平。2026Q1，公司实现经营性现金流净额 0.94 亿元，延续正向流入态势。

图11：货币资金储备持续改善



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图12：经营性现金流 2020 年以来延续净流入态势



数据来源：iFinD，东吴证券研究所；注：2023 年经营性现金流同比增速为+1355.56%，此处不予显示

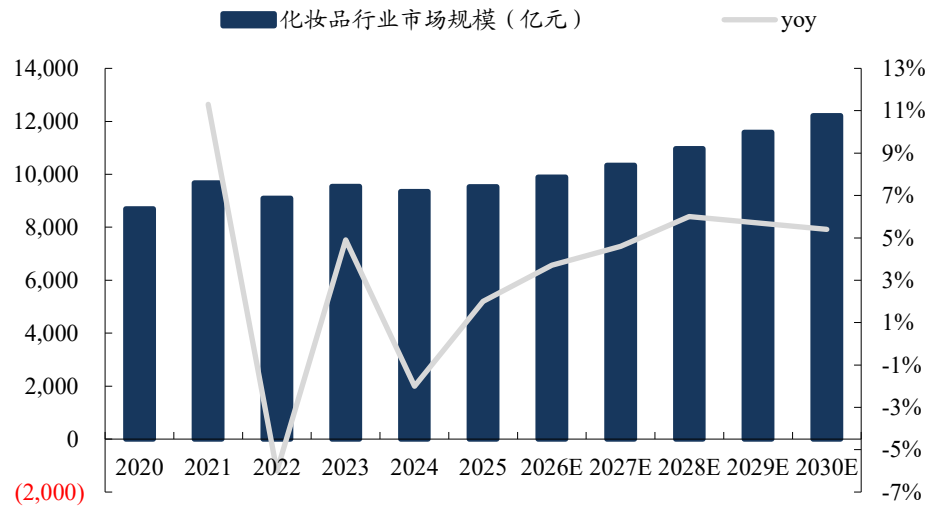
3. 高端护肤市场成长性突出，公司布局国际高奢有望受益

化妆品行业重回增长轨道。化妆品主要包括护肤、洗护、彩妆及其他个护产品（如香水、母婴护理、脱毛剂等）。2023 年以来，化妆品行业逐步恢复增长，行业景气度持续改善。据国家统计局及弗若斯特沙利文，中国化妆品行业市场规模由 2020 年的 8,609 亿元增至 2025 年的 9,534 亿元，2020-2025 年期间 CAGR 为 2.1%。据弗若斯特沙利文预测数据，中国化妆品行业市场规模有望从 2025 年的约 9,534 亿元进一步增至 2030 年的约 12,211 亿元，2025-2030 年期间 CAGR 达 5.1%，行业增长动能较前一阶段提升。

护肤为化妆品行业最大细分赛道。据国家统计局及弗若斯特沙利文，护肤仍是中国化妆品行业最大的细分赛道，2025 年护肤市场规模达 4,615 亿元，占行业整体市场规模约 48%，稳居最大品类。另据国家统计局及弗若斯特沙利文，洗护市场、彩妆 2025 年

市场规模分别为 2,671 亿元和 1,171 亿元，占比分别为 28%和 12%。据弗若斯特沙利文预测，2025-2030 年期间护肤品市场同期 CAGR 预计为 5.4%，较 2020-2025 年的 2.4% 进一步提速。

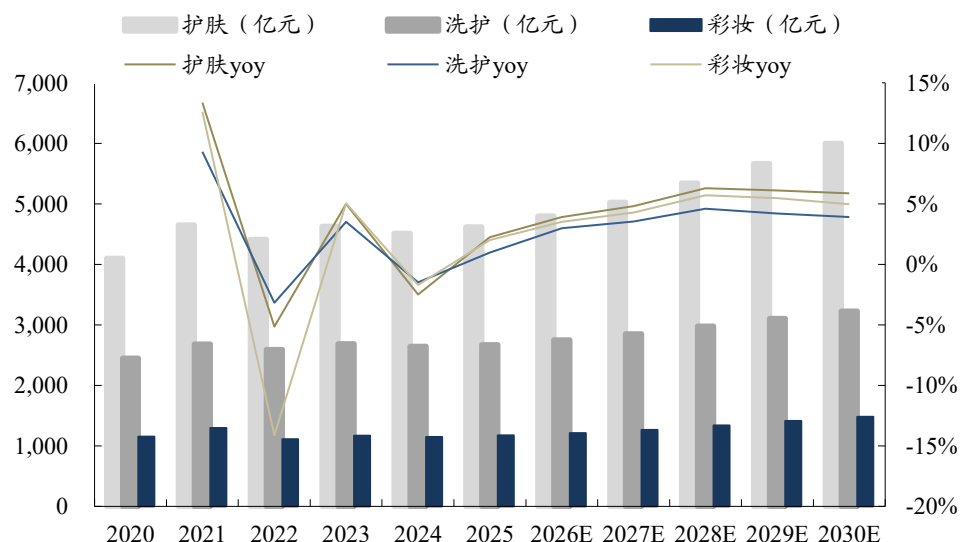
图13：化妆品行业 2023 年以来重回增长轨道



数据来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所；

注：援引自珀莱雅港股招股书

图14：护肤是中国化妆品行业最大细分赛道

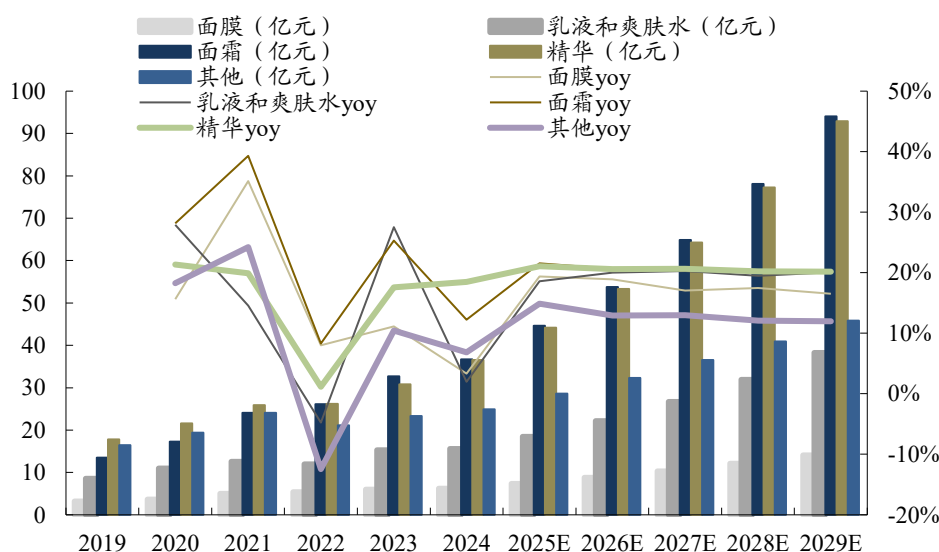


数据来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所；

注：援引自珀莱雅港股招股书

精华和面霜是护肤行业增长最快的细分赛道，功效护肤需求驱动产品结构升级。据灼识咨询等，从细分品类来看，精华和面霜已成为抗皱紧致类护肤品中的重要增长品类。2024 年精华和面霜市场规模分别达到 365 亿元和 367 亿元，市场比重持续提升。随着消费者对抗衰、修护和功效护肤需求不断增强，以及品牌持续推出高浓度活性成分和创新配方产品，灼识咨询预计 2024-2029 年期间精华和面霜市场 CAGR 将分别达到 20.6%和 20.7%，显著高于行业整体增速。

图15：精华和面霜是护肤行业增长最快的细分赛道



数据来源：国家统计局，海关总署，灼识咨询，东吴证券研究所

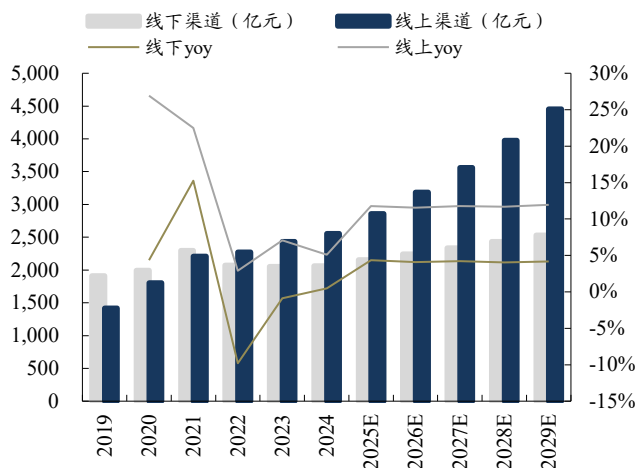
注：援引自林清轩港股招股书

线上渠道成为护肤品行业增长核心引擎，线下渠道仍具重要价值。据灼识咨询等，2024 年中国护肤品线上市场规模达到 2,555 亿元，较 2019 年的 1,419 亿元增长 80%，期间 CAGR 达 12.5%。受益于电商平台普及、社交媒体种草及直播电商快速发展等因素，线上已成为消费者获取产品信息和完成购买的重要渠道，灼识咨询预计 2024-2029 年期间线上市场 CAGR 将进一步达到 11.8%，到 2029 年市场规模有望达到 4,453 亿元。相比之下，线下渠道市场规模由 2019 年的 1,910 亿元增长至 2024 年的 2,064 亿元，期间 CAGR 为 1.6%，但线下门店在品牌展示、消费者教育和购物体验方面仍具重要作用。灼识咨询预计到 2029 年线下市场规模将达到 2,532 亿元，保持稳健增长。

高端护肤市场保持高景气度，成为行业增长的重要驱动力。据灼识咨询等，中国消费者对高品质、高功效护肤产品的需求持续提升，高端护肤市场规模由 2019 年的 749 亿元增长至 2024 年的 1,144 亿元，期间 CAGR 达 8.8%，显著高于大众护肤市场的 6.1%。未来，伴随消费升级趋势延续以及消费者对产品功效、品牌价值和护肤体验要求不断提

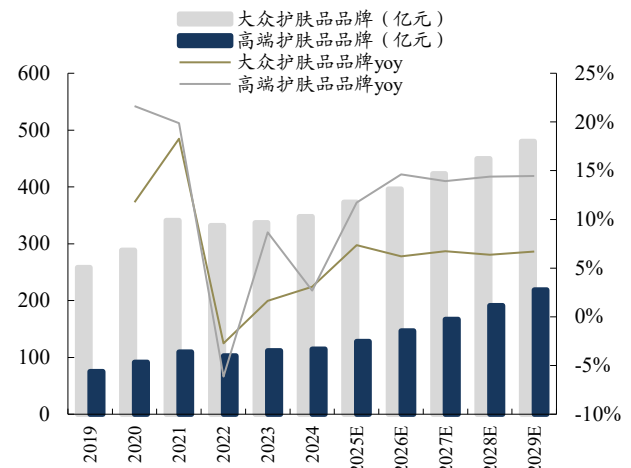
高, 高端护肤市场有望继续保持较快增长, 灼识咨询预计到 2029 年市场规模将达到 2,185 亿元, 2024-2029 年 CAGR 达 13.8%; 相比之下, 大众护肤市场预计同期 CAGR 为 6.7%。整体来看, 高端化已成为中国护肤品行业重要发展趋势之一, 并将持续推动行业结构升级和价值提升。

图 16: 线上渠道保持快速增长



数据来源: 国家统计局, 海关总署, 灼识咨询, 东吴证券研究所; 注: 援引自林清轩招股书

图 17: 高端护肤市场保持高景气度



数据来源: 国家统计局, 海关总署, 灼识咨询, 东吴证券研究所; 注: 援引自林清轩招股书

4. 自有品牌高端化加速兑现, CP 业务贡献稳定增量

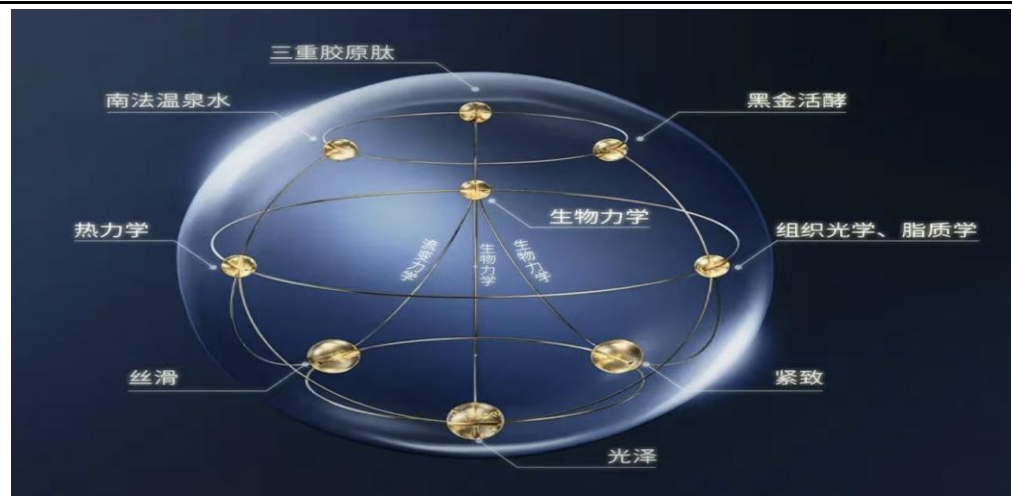
高端品牌持续放量, 多品牌矩阵协同成长。我们认为, 公司未来成长空间不仅来自伊菲丹等自有品牌的持续放量, 更来自多品牌矩阵协同发展的长期价值释放。①**自有品牌方面:** 伊菲丹已成功打造超级面膜等多个核心大单品, 高端品牌定位和产品溢价能力持续强化; 同时渠道结构不断优化, 达播占比逐步下降, 自播及商品卡占比持续提升, 盈利能力具备进一步释放空间。御泥坊经过品牌升级及产品结构调整后已进入恢复增长通道, 东方肌肤专研定位逐步获得消费者认可, 东方抗衰系列有望持续贡献增长。RV/PA/VAA/大水滴等品牌亦分别围绕高端抗衰、院线修护、高端卸妆及熬夜肌护理等细分赛道持续打造品牌竞争力, 为公司贡献第二增长曲线。②**代理品牌方面:** 公司依托“全球美妆最佳 CP”模式持续验证全球品牌运营能力, 3LAB、Sarah Chapman、AMOUAGE、Kenvue 等 CP 品牌经营质量不断提升, 多品牌矩阵持续扩容。我们认为, 随着自有品牌利润贡献持续提升、代理品牌经营规模稳步扩大以及全球品牌矩阵不断完善, 公司品牌集团战略有望进入业绩兑现阶段, 未来收入与利润增长空间仍值得期待。

4.1. 伊菲丹：定位国际高端护肤品牌，线上线下双渠道拓展

①品牌端：专为敏感肌抗衰老研发的法国高奢护肤品牌

定位高端护肤市场的法国护肤品牌。伊菲丹品牌由出身法国世袭贵族家庭的 Charles-Edouard Barthes 先生于 2007 年创立。“Evidence”一词源于拉丁语，意为“显而易见的证据”，以创始人家族传承 800 年的贵族族徽为标识。伊菲丹品牌以“Rich 3D by 3D”为核心技术，融合三大学科，实现 12 项技术突破，让用户实现优雅肌肤形态。

图18：伊菲丹品牌以“Rich 3D by 3D”为核心技术



数据来源：伊菲丹品牌微信公众号，东吴证券研究所

品牌高奢形象持续强化，品牌势能持续提升。伊菲丹品牌于 2025 年在上海开设张园城堡店，并与劳斯莱斯、宝诗龙等高奢圈层品牌合作，贵妇精英圈层持续礼赠种草，以及联动上海前滩太古里、南京德基等重奢商圈为品牌顶奢臻金系列定制私享会等活动，精准触达高净值客户群体。

②产品端：商品卡及自播占比提升，大单品矩阵逐步成熟，经营质量持续改善

➤ 产品矩阵：产品矩阵完善，核心单品贡献主要销售增量

产品矩阵完善，覆盖多种护肤需求，高端抗衰定位突出。伊菲丹品牌产品涵盖卸妆、洁面、精华、面霜、面膜、水乳及身体护理等多个品类，形成较为完整的高端护肤解决方案。据蝉妈妈数据，26H1，面部护肤是伊菲丹品牌在抖音平台的核心销售品类，该品类销售额占品牌抖音总销售额的约 61%。品牌聚焦抗衰、修护、紧致和胶原再生等高功效护肤需求，单品价格最高可达 1 万元人民币以上（淘宝官旗数据），具备较强的品牌溢价能力。整体来看，伊菲丹品牌以“较高功效+较高客单价+较全品类布局”为核心特征，产品矩阵契合高端护肤行业向抗衰化、功效化和精细化发展的趋势。

超级面膜/超级精华/高倍防晒等核心单品持续贡献主要销售增量。据蝉妈妈数据，从热销产品来看，臻护高倍防晒乳、第二代超级面膜 JOUR 长期位居销售前列，26H1 分别约占伊菲丹品牌抖音平台的销售额的 9%/8%，我们认为其体现出品牌已具备较强的爆品打造能力和产品心智沉淀。

图19：伊菲丹品牌 26H1 抖音平台前 5 大单品

商品	销量	销售额	关联达人	关联视频	关联直播	近30天销量趋势
 EviDenS de Beauté伊菲丹臻护高倍防晒乳50mL+30mL氧气 EviDenS de Beauté伊菲丹海外旗舰店	2.5w~5w 5,985	100w+ 2,900,996	37	2	110	
 【琪宝专属】EviDenS de Beauté伊菲丹二代超级JOURCP紧致修护 EviDenS de Beauté伊菲丹官方旗舰店	1w~2.5w 2,400	100w+ 2,600,727	46	7	228	
 【官方直营】EviDenS de Beauté伊菲丹第二代亮泽CP组合（50+200mL） EviDenS de Beauté伊菲丹官方旗舰店	5000~1w 2,053	100w+ 2,230,305	7	4	229	
 【官方直营】EviDenS de Beauté伊菲丹臻护高倍防晒乳50mL+30mL氧气 EviDenS de Beauté伊菲丹海外旗舰店	1w~2.5w 2,612	100w+ 1,198,591	1	0	36	
 【赵露思同款】EviDenS de Beauté伊菲丹第二代超级面膜JOUR*50mL EviDenS de Beauté伊菲丹官方旗舰店	5000~1w 1,310	100w+ 1,164,793	2	0	433	

数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

表2：伊菲丹品牌部分产品概况：产品矩阵完善，覆盖多种护肤需求

产品分类	价格区间（元）	部分核心单品
面膜	1,990	第二代超级面膜（RMB1,990/50ml）
面霜	2,220~3,180	第二代 rich 面霜（RMB3,180/50ml），rich 面霜（RMB2,880/50ml），
水乳	650~1,290	胶原水（RMB990/200ml），樱花精萃液（RMB650/150ml）
精华	2,260~2,950	眼部修护精华（RMB2,260/15ml），胶原精华（RMB2,950/30ml）
洁面/卸妆	580~950	焕肤去角质凝胶（RMB950/50ml），卸妆乳（RMB920/200ml）
身体 SAHO	560~950	唇部莹润护理膏（RMB560/10ml），按摩油（RMB950/100ml）

数据来源：伊菲丹淘宝官方旗舰店，伊菲丹京东自营旗舰店，东吴证券研究所

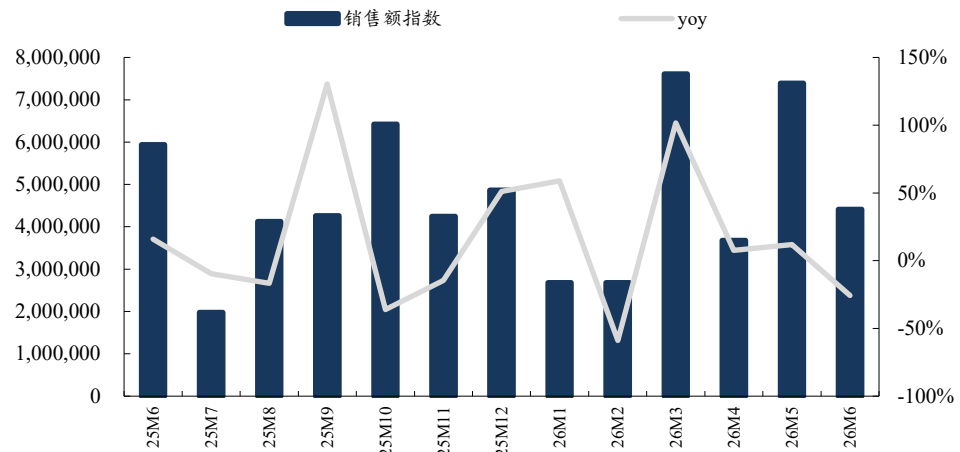
注：产品信息源自 2026 年 7 月伊菲丹品牌淘宝官方旗舰店及京东自营旗舰店，实际或有差异，仅供参考。

➤ 销售表现：大促节点表现突出

从抖音渠道看，品牌整体保持高成长性，大促节点表现突出。伊菲丹抖音销售额呈现出“大促驱动+日销提升”特征。据蝉妈妈数据，2026 年以来，品牌销售额指数（非 GMV 数据，下同）整体保持较高景气度，中长期成长趋势仍然向好。从经营趋势图来看，品牌销售峰值主要集中于 38 大促、618 及双十一等营销节点，单日销售额多次突破

千万元，显示出较强的品牌号召力和消费者心智。整体来看，我们认为伊菲丹品牌势能未来有望持续提升，并持续受益高端护肤消费扩容。

图20: 伊菲丹品牌 25M6-26M6 抖音平台销售额指数走势



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

图21: 伊菲丹品牌 26H1 抖音平台销售额走势



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所；注：单位为元

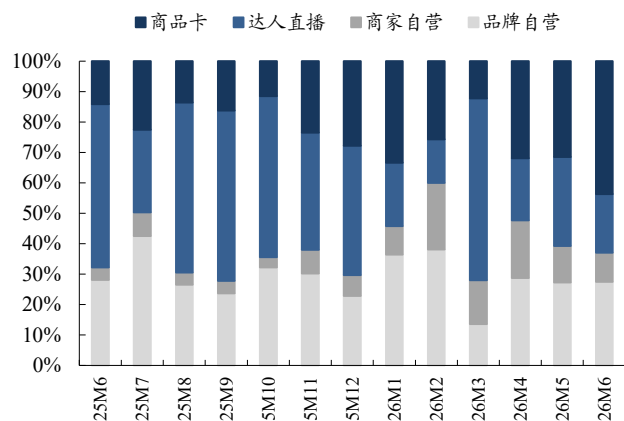
③渠道端：自播能力持续增强，线下渠道持续推进

➤ 线上（抖音）：抖音自播能力持续增强，对单一头部主播依赖度较低

渠道结构：抖音自播能力持续增强，对达人渠道依赖逐步下降。据蝉妈妈数据，26M3以前，达人直播是品牌最主要的销售来源，销售额占比维持在约40%~50%。26M3以来，品牌渠道结构持续优化，达人直播销售额占比逐步下降至26M6的约19%，商品卡和品牌自营销售额占比分别提升至26M6的约44%/28%，商品卡首次成为第一大成交来源。商品卡和品牌自营占比提升意味着品牌自然流量沉淀增强、复购用户占比提升以及消费者主动搜索购买行为增加，品牌心智逐步建立。26M4~26M6期间，品牌自营及商家自

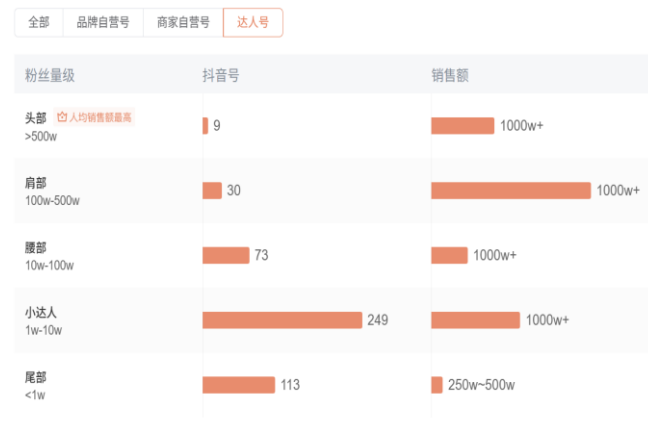
营每月销售额占比合计已超过 35%，伊菲丹品牌从依赖流量投放逐步向精细化运营过渡，经营质量和盈利能力有望持续提升。

图22：伊菲丹品牌 25M6-26M6 抖音渠道销售占比



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

图23：伊菲丹品牌 26H1 抖音渠道达人结构



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

达人结构：达人矩阵分散，对单一头部主播依赖度较低，经营韧性较强。据蝉妈妈数据，从达人结构来看，26H1 伊菲丹品牌合作达人数量达 474 位，其中小达人和尾部达人数量占比约 76%，形成广覆盖、多层级的内容种草生态；头部达人数量仅为 9 位，肩部达人 30 位，整体达人结构较为分散，已形成“头部达人造势+中腰部达人转化+尾部达人广泛种草”的健康达人生态，渠道抗风险能力和经营稳定性更强，也有利于品牌长期价值沉淀。

➤ 线下：高奢渠道结构持续完善，全球化布局持续推进

线下渠道结构持续完善。品牌创始人 Charles-Edouard Barthes 先生匠心打造的品牌亚洲首家城堡店，于 25M2 在上海历史文化街区张园正式开业，为消费者提供高端护肤体验，带动品牌高奢形象进一步强化。截至 2025 年底，品牌中国区已经开设上海前滩太古里、上海张园城堡店、杭州武林银泰、深圳湾万象城、广州天环、武汉 SKP、西安开元等 24 家正式直营门店，各直营门店通过品牌独创 SAHO 护肤艺术，创新五感 SPA，为消费者提供高品质的护肤体验。

全球化市场形象及品牌影响力持续提升。伊菲丹品牌全球品牌网点目前已经遍布法国、英国、德国、墨西哥、意大利、新加坡、日本、韩国、中国香港、中国澳门等多个国家与地区，新开业法国最大百货公司沙马丽丹门店和欧洲顶级购物地标巴黎老佛爷免税店，品牌独立站开始加大美国市场的推广，品牌的全球化市场形象及品牌影响力持续提升。

4.2. RV：高奢科学抗衰护肤品牌，覆盖多品类产品线

①品牌端：源自美国的奢华科学功效护肤品牌，品牌美誉度持续提升

源自美国的高奢科学护肤品牌。美国奢华科学功效护肤品牌 RéVive/RV，由整形外科医生 Gregory Brown 于 1997 年推出，是一个源自科技先锋背景的高奢护肤品牌。RV 品牌首创在护肤品中运用表皮生长因子成分并取得美容专利，此后逐步进化为融合 EGF、KGF 和 IGF 的活性寡肽体系（包括生物新活肽、丰盈寡肽、紧致寡肽），主打“皮肤重生”理念及强效抗衰效果。2024 年，公司完成收购 RV 品牌，原品牌创始人及美国管理团队将继续持股并维持独立运营，未来计划重点发力其在中国市场增长及美国电商业务拓展，同时借助公司在全球供应链、渠道资源上的整合能力，为品牌带来协同推动效应。

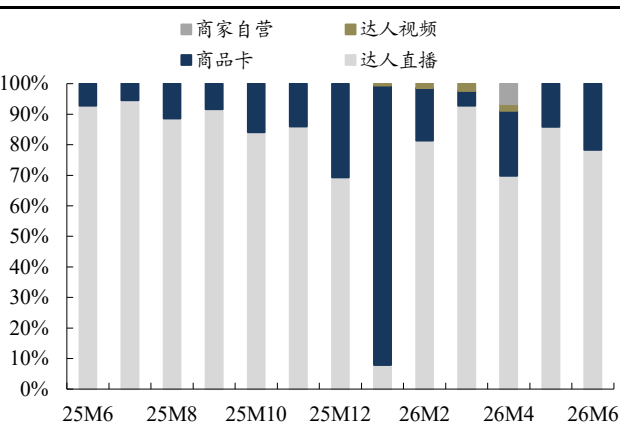
核心技术全面升级。核心技术全面升级为 RVGF 科技，品牌三大肽 RV 新活肽、RV 丰盈肽和 RV 紧致肽，在保证高活性稳定性的同时，更精准抵达关键蛋白靶点，高效渗透，由内而外焕活肌肤，三大独有肽已全面完成美国 INCI 官方注册。

②渠道端：抖音商品卡占比提升，线下全球化市场形象及品牌影响力持续提升

➤ 线上（抖音）：商品卡占比提升，对超头主播依赖度较低

渠道结构：达人直播仍是品牌当前核心销售驱动力，商品卡占比提升显示品牌已开始形成自然流量和主动购买需求。从 25M6-26M6 期间渠道结构看，该期间内达人直播长期贡献约 80%-95%的 GMV，品牌仍处于消费者教育和快速起量阶段，销售增长主要依赖达人内容种草与直播转化。

图24：RV 品牌 25M6-26M6 抖音渠道销售占比



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

图25：RV 品牌 26H1 抖音渠道达人结构



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

达人结构：腰部达人矩阵驱动增长，对超头主播依赖度较低，经营韧性较强。26H1

品牌合作达人主要以腰部和小达人为主，是品牌核心成交力量。未来随着品牌认知进一步提升和达人矩阵持续扩张，RV 有望逐步降低对单一达人流量的依赖，并通过“达人种草+自然流量承接”的模式实现更加健康和可持续的增长。

➤ 线下：全球化市场形象及品牌影响力持续提升，旅游零售业务增势强劲

线下渠道结构持续完善，全球化市场形象及品牌影响力持续提升。北美线下、海外电商及旅游零售渠道均实现高质量增长，品牌高奢价值与经营规模同步提升。其中，北美线下渠道持续深化与塞克斯全球、诺德斯特龙、霍尔特·伦弗鲁等高奢百货，以及 Blue Mercury、Cos Bar 等高奢集合店的稳定合作，夯实品牌高奢调性，稳步拉动业绩增长。此外，品牌旅游零售业务增势亦表现强劲，DFS 港澳地区 10 家门店销售额同比实现高速增长，并持续拓展免税业务，充分展现高奢品牌势能。

4.3. PA：品牌势能持续提升

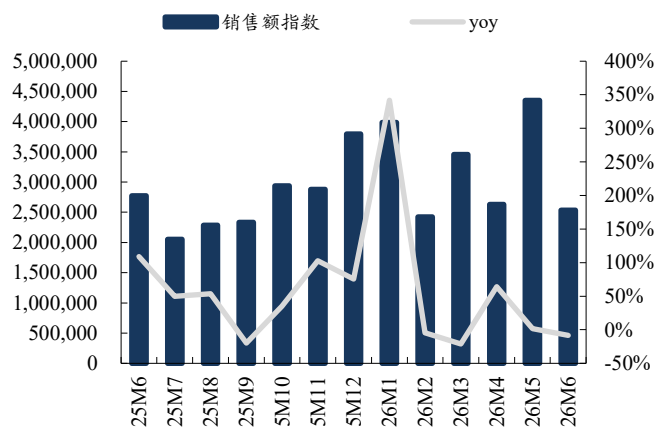
PA：品牌势能持续提升，国际化营销与渠道优化共振驱动业绩实现较快增长。品牌端，2025 年 PA 品牌持续深化品牌资产建设，围绕“先锋”主题先后举办“闪耀的她·先锋论坛”“巴黎戛纳·双城溯源”以及“PDRN 先锋发布会”等国内外品牌活动，成功强化“63 年法国院线级修护”的差异化标签，品牌认知度和国际影响力显著提升，并带动法国、美国等海外市场业务回暖。产品端，核心大单品“融雪面膜”凭借优异产品力和用户口碑，在睡眠面膜及 PDRN 等细分赛道保持领先地位，全球研发体系持续赋能产品创新和产品矩阵完善。渠道端，平台型渠道成为重要增长引擎，同时自播与达播渠道协同发展，渠道结构进一步优化，品牌经营质量和盈利韧性持续增强。

图26：PA 品牌 26H1 热销 SPU

商品	SPU	SPU销售TOP5	更多 >
SPU		销售额	
	【限定礼盒】法国佩尔赫乔融雪面...	1000w+ 占比70.76%	
	法国佩尔赫乔PDRN修护焕亮cp礼...	100w~250w 占比1.16%	
	法国佩尔赫乔赋活焕颜保湿DNA精...	50w~100w 占比0.45%	
4	【重磅新品】佩尔赫乔PDRN 3D...	50w~100w 占比0.42%	
5	【达播】法国佩尔赫乔柔和净肤洁...	25w~50w 占比0.25%	

数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

图27：PA 品牌 25M6-26M6 抖音销售额指数走势



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

4.4. 其他自有品牌：多品牌战略持续深化，多品牌矩阵贡献增量成长

4.4.1. H&B：品牌影响力稳步提升

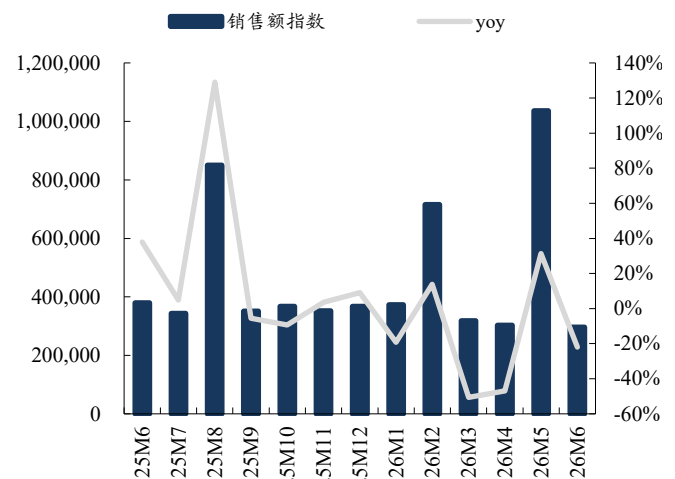
H&B：聚焦高端男士理容赛道，多渠道布局推动品牌影响力稳步提升。品牌端，2025 年 H&B 品牌持续聚焦资深中产及新锐白领男士客群，携手沈震轩、陈展鹏等明星及达人，并结合情人节、520、七夕等重要礼赠节点开展营销活动，持续传播英式理容文化，进一步夯实中高端男士理容品牌定位。渠道端，品牌积极推进天猫、抖音、京东等线上平台建设，实现品牌认知和销售规模同步提升；同时持续拓展山姆全球购、SKP 等优质线下渠道，不断提升品牌形象和消费者信任度。凭借精准的人群定位和全渠道布局，H&B 品牌势能持续积累，有望进一步提升在高端男士护理市场的竞争力。

图28：H&B 品牌 26H1 热销 SPU

商品	SPU	SPU销售TOP5	更多 >
SPU	销售额		
		【爆款单品】英国进口霍金斯小银...	1000w+ 占比68.18%
		【定型喷雾】霍金斯小银罐定型喷...	50w~100w 占比2.70%
		HAWKINS & BRIMBLE霍金斯海盐...	1w~2.5w 占比0.09%
4		【男士护肤】英国进口霍金斯控油...	1w~2.5w 占比0.07%
5		【蓬松套装】霍金斯蓬松2件套小...	1w~2.5w 占比0.05%

数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

图29：H&B 品牌 25M6-26M6 抖音销售额指数走势



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

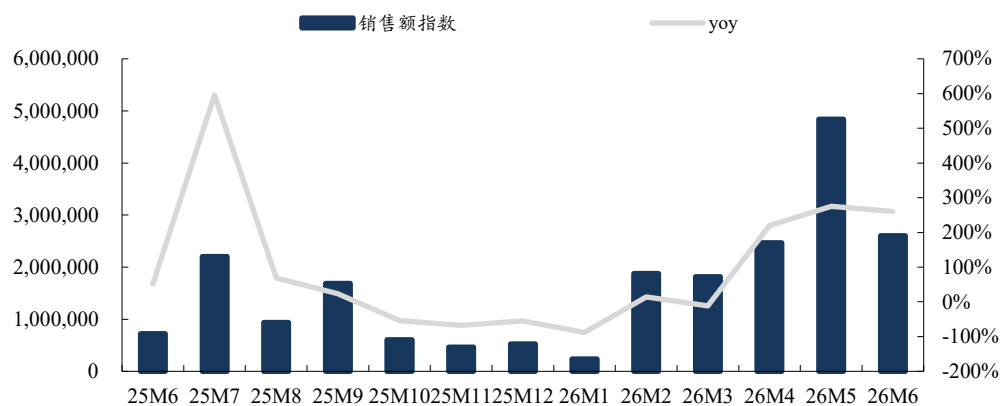
4.4.2. 御泥坊：向高端美妆品牌持续转型

深耕东方美学与科研创新，品牌升级持续推进。自 2008 年公司完成对御泥坊品牌收购以来，公司始终致力于打造兼具鲜明东方文化标签与高质价比优势的国民美妆品牌。据公司公告：2021 年起，御泥坊正式开启中高端转型升级之路，品牌定位和产品矩阵持续迭代：2021 年携手院士团队，与陈坚合作研发微 800 玻尿酸修护次抛精华原液，以科技创新夯实产品力；2022 年推出“春江花月夜”系列，进一步强化东方美学表达；2023 年提出“东方护肤”理念，推动品牌价值升级；2024 年召开品牌战略发布会，正式推出“东方肌肤”概念，聚焦中国及东亚人群的肌肤特征与护理需求，成为行业内较早以“东方肌肤专研”为核心定位的护肤品牌。

研发为本，东方特色鲜明的国民美妆核心竞争力持续夯实。品牌坚持研发为本，25

年建成全球首个东方肌肤方程式研究院。成功自研“黑参精粹”、国家药监局认可的“灵芝精粹”、“雪莲精粹”等核心成分；其中，“灵芝精粹”、“绿豆提取物”、“水飞泥浆精华”亮相 2025 IFSCC 国际化妆品科技大会，“灵芝精粹”斩获化妆品权威学会 GDCA 科学技术奖特等奖，彰显品牌科研实力。此外，品牌深耕东方文化沃土，深度联动湘绣/蜡染/手工秤三大非遗传承人，并成功入驻长白山人参博物馆开设品牌专题展厅，以文化底蕴与真实原料溯源为品牌赋能，强化东方美妆辨识度与信任资产。

图30：御泥坊品牌 25M6-26M6 抖音平台销售额指数走势：26 年来恢复增长



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

4.4.3. VAA：技术创新驱动品牌升级

VAA：技术创新驱动品牌升级，爆品矩阵助力实现从高速成长向市场引领的跨越。
品牌端，2025 年 VAA 品牌持续深耕高端卸妆赛道，以卸妆膏 3.0 升级为核心抓手，并创新添加红山茶花蜜油专利成分，推动消费者认知由“好用”向“可感知的养肤体验”升级。品牌亦参与主导制定多项行业标准，并荣获荣格技术创新奖、ICIC 科技创新瞩目原料奖及清洁产品奖等多项行业荣誉，进一步巩固行业领先地位。**产品端**，大单品“VAA 卸妆膏”多次登顶抖音榜单，25 年达播位列高端卸妆类 TOP1；新品“养肤粉霜”25 年达人单场 GMV 突破 1,300 万元。**渠道端**，品牌与吴小白、井唐、梦洁等头部达人深度合作，实现销售和口碑双重突破，全渠道 GMV 保持高速增长，品牌影响力持续提升。

4.4.4. 大水滴：科研创新构筑熬夜肌赛道壁垒

大水滴：科研创新构筑熬夜肌赛道壁垒，新品放量验证产品创新能力。**品牌端**，大水滴品牌持续深耕熬夜肌护理领域，依托全球首个熬夜肌实验室推进前沿研究，成功将核心修护成分“CLOCK-F”升级为“CLOCK-F Pro”，并在国际权威期刊 HAPPI 发表节律调控相关成果；同时完成“PQQ”升级至“PQQ Pro”，其研究成果多次被欧洲皮肤学术大会 EADV 收录，并牵头制定行业应用标准。**产品端**，基于科研成果推出的“3 点回

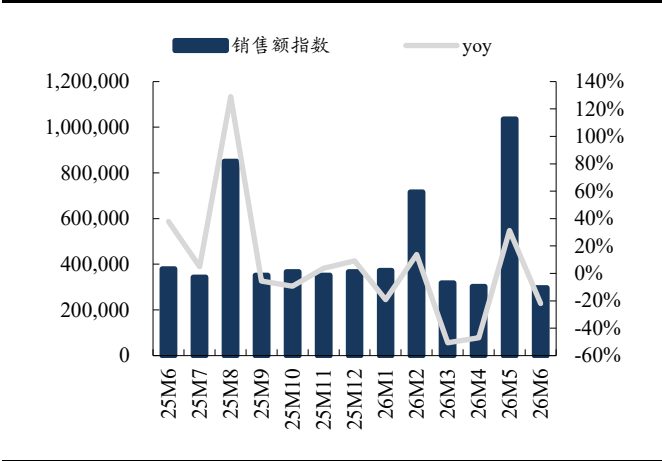
血面膜”上线两个月销售额突破 500 万元，腰部产品“3 点熬夜水乳”实现 15 个以上百万专场案例爆发，验证品牌产品创新和市场转化能力。未来品牌将持续以科研创新驱动产品创新，为熬夜人群提供更加科学的肌肤解决方案。

图31：大水滴品牌 26H1 热销 SPU

商品 SPU		SPU销售TOP5	更多 >
SPU		销售额	
1		【爆款单品】英国进口霍金斯小银...	1000w+ 占比68.18%
2		【定型喷雾】霍金斯小银罐定型喷...	50w~100w 占比2.70%
3		HAWKINS & BRIMBLE霍金斯海盐...	1w~2.5w 占比0.09%
4		【男士护肤】英国进口霍金斯控油...	1w~2.5w 占比0.07%
5		【蓬松套装】霍金斯蓬松2件套小...	1w~2.5w 占比0.05%

数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

图32：大水滴品牌 25M6-26M6 抖音销售额指数走势



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

4.4.5. 小迷糊：大单品竞争优势进一步巩固

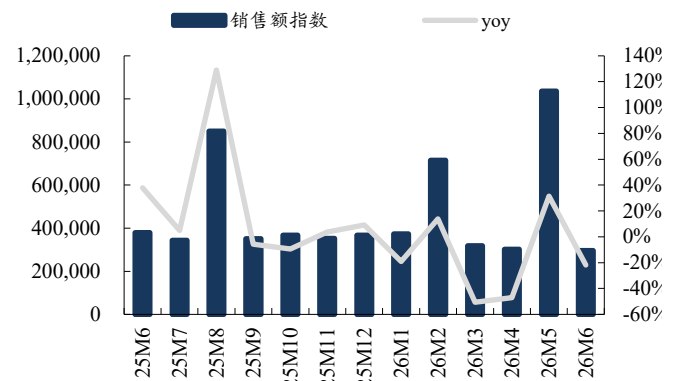
小迷糊：持续深化“精简护理”品牌心智，洁面大单品竞争优势进一步巩固。**品牌端，**小迷糊品牌围绕“精简护理”持续开展品牌建设，联合三甲医院皮肤科主任杨荣华医生打造科学洁面系列栏目，持续向消费者传递“精简清洁”理念；同时联名国民级 IP “乖巧宝宝”，并签约王琳凯担任品牌代言人，通过内容营销和跨界合作不断增强与年轻消费者的互动和情感连接。**产品端，**“洁颜蜜 4.0 升级版” 2025 年内正式推出，并创新搭载“MIHOO™净-水质改善因子”，通过科学改善水中杂质进一步强化“比清水洗脸更温和”的产品定位，产品荣获荣格创新技术奖和“美丽修行 2024 年度洁面奖”，并登顶抖音清爽洗面奶人气榜 TOP1。

图33: 小迷糊品牌 26H1 热销 SPU

商品 SPU		SPU销售TOP5		更多 >
SPU		销售额		
1		【爆款单品】英国进口霍金斯小银...	1000w+	占比68.18%
		【定型喷雾】霍金斯小银罐定型喷...	50w~100w	占比2.70%
		HAWKINS & BRIMBLE霍金斯海盐...	1w~2.5w	占比0.09%
4		【男士护肤】英国进口霍金斯控油...	1w~2.5w	占比0.07%
5		【蓬松套装】霍金斯蓬松2件套小...	1w~2.5w	占比0.05%

数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

图34: 小迷糊品牌 25M6-26M6 抖音销售额指数走势



数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

4.5. CP 品牌: 全球品牌运营能力持续验证, 多品牌矩阵贡献稳定增长

CP 品牌: 全球品牌运营能力持续验证, 多品牌矩阵贡献稳定增长。公司依托全球美妆最佳 CP 模式, 持续深化与全球优质美妆品牌合作, 不断完善护肤、彩妆、个护、香水及健康食品等细分赛道布局。凭借成熟的品牌运营、本土化营销及全渠道管理能力, 公司持续提升品牌经营质量, 实现多个国际品牌协同发展, CP 品牌矩阵已经成为公司重要增长极, 为长期业绩增长提供坚实支撑。

➤ 具体品牌概况

3LAB: 持续强化高奢科技护肤定位, 线上线下协同推动品牌规模快速增长。3LAB 持续深耕中国市场, 加速品牌建设和渠道拓展, 品牌影响力与经营规模同步提升。**品牌端**, 2025 年于上海举办品牌发布会, 品牌创始人 Erica Chung 首次到访中国并分享品牌发展理念, 标志着 3LAB 正式开启中国市场发展的新阶段, 进一步强化品牌高奢科技护肤定位。**产品端**, 公司聚焦核心大单品“M 面霜”开展精准营销投放, 持续积累目标消费人群资产, 进一步夯实明星产品竞争优势。**渠道端**, 线上持续完善达人直播及分销矩阵建设, 提升品牌触达效率; 线下持续拓展 SKP-S 等高端百货渠道, 实现重点城市覆盖, 推动品牌规模快速增长, 线上线下协同效应进一步显现。

Sarah Chapman: 聚焦精准抗衰赛道, 明星单品带动品牌热度、口碑与销售共振提升。Sarah Chapman 持续深耕功效油养精准护肤领域, 品牌热度、消费者口碑及销售表现同步提升。**品牌端**, 公司围绕明星达人资源开展深度合作, 2025 年全年累计曝光量超 1 亿次, 全平台搜索指数同比+106%, 品牌影响力持续提升, 并带动小红书、天猫等核心渠道销售实现翻倍增长。**产品端**, 明星单品“熬夜油”2025 年全年销售 2.5 万瓶, 在小红书平台位列 2025 年度海外精华油品类 TOP2, 并在 2025 年 618 及双十一期间登顶天猫进口抗皱精华热销榜 TOP1, 持续巩固品牌在高端抗衰精华油赛道的竞争优势, 实

现品牌声量向销售增长的有效转化。

AMOUAGE：线上线下同步发力，高端香氛品牌影响力持续提升。AMOUAGE 持续推进品牌建设和渠道拓展，实现品牌规模快速增长。**品牌端**，围绕亚太首家旗舰店及华南首店开业打造系列营销活动，结合海洋主题街道装置及限定新品发布，累计获得 1300 万以上曝光，有效提升品牌知名度和市场影响力。**渠道端**，线下直营门店 2025 年增至 5 家，并通过限时店、集合店等形式覆盖全国六大区域及十大核心城市，高端百货渠道表现亮眼，2025 年 SKP-S 门店销售额同比增长 381%，连续一年位居香氛品类 TOP1。线上方面，品牌已完成天猫、抖音、微信、京东、小红书等六大官方平台布局，全渠道体系持续完善，为品牌长期增长奠定基础。

科赴/Kenvue：多品牌矩阵持续发力，核心品牌竞争优势进一步巩固。公司持续发挥品牌运营能力，推动科赴旗下多个品牌实现稳健发展。**产品端**，2025 年“大宝 SOD”持续稳居淘系乳液面霜 TOP1，ABC 功效系列上市一年销售占比持续提升，多款套装及单品登顶平台爆款榜；“露得清超 A 面霜”位列抖音紧致面霜超值爆款榜及修护面霜好价榜 TOP1，“超 A 精华”累计热销超过 10 万件；“城野医生 377 美白精华”持续保持美白精华领先地位，并获得“SIA100 科盟医研共创护肤品”认证，新品 VC100 高光精粹水首发即售罄。与此同时，“强生婴儿润肤油”荣登 2025 年天猫全年热卖榜 TOP1，“李施德林”连续十年保持漱口水品类 TOP1，“Lubriderm 露比黎登”位列天猫进口身体乳 TOP1，“Rogaine 培健”全年蝉联天猫国际及京东医药跨境生发品类 TOP1。多品牌协同优势持续显现，进一步夯实公司 CP 品牌矩阵的经营基础。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

➤ 收入端：自有品牌持续放量，CP 品牌稳健增长，共同驱动收入增长

我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 5,676.7/6,363.6/7,084.8 百万元，对应同比分别为+14.1%/+12.1%/+11.3%。我们按照品牌归属将公司收入拆分为自有品牌板块和代理品牌（水羊国际）两大板块，对 2026-2028 年收入分别进行预测。我们预计 2026-2028 年公司自有品牌板块收入分别为 2,613.6/3,175.0/3,761.9 百万元，对应同比增速分别为+24.7%/+21.5%/+18.5%。我们预计 2026-2028 年公司代理品牌板块收入分别为 3,063.2/3,188.6/3,322.8 百万元，对应同比增速分别为+6.3%/+4.1%/+4.2%，整体进入低增长稳态期。

➤ 利润端：高毛利自有品牌占比提升，产品结构优化推动盈利能力改善

我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 181.9/253.4/316.5 百万元，对应同比

分别为+22.6%/+39.3%/+24.9%，利润增速高于收入增速。我们认为利润弹性的核心驱动主要来自公司收入结构性优化与销售费用率拐点释放。

➤ 费用端：品牌投入维持较高水平

①销售费用：考虑到公司自有品牌仍处市场投入期，获客成本和品牌传播费用较高，我们预计 2026-2028 年公司销售费用率仍维持在约 54.7%~57.1% 的高位水平。**②管理费用：**考虑到公司海外品牌矩阵扩张带来管理半径扩大等，我们预计管理费用率将缓步抬升至 2028 年的约 6.7%。**③研发费用：**考虑到伊菲丹等核心大单品迭代和配方升级、PA/RV/H&B 等海外品牌的本地化配方研发等，我们预计 2026-2028 年公司研发费用率分别为 2.3%/2.5%/2.5%。

表3：水羊股份收入拆分

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	4,237.23	4,977.28	5,676.74	6,363.64	7,084.75
YoY	-5.69%	17.47%	14.05%	12.10%	11.33%
毛利润	2,669.95	3,261.73	3,821.19	4,420.63	5,110.63
YoY	1.69%	22.16%	17.15%	15.69%	15.61%
净利润	111.63	148.06	200.59	262.36	325.75
YoY	-62.63%	32.63%	35.48%	30.79%	24.16%
归母净利润	109.95	148.35	181.93	253.40	316.53
YoY	-62.63%	34.92%	22.64%	39.28%	24.92%
毛利率	63.01%	65.53%	67.31%	69.47%	72.14%
归母净利率	2.59%	2.98%	3.20%	3.98%	4.47%
自有品牌收入					
自有品牌收入	1,650.08	2,096.11	2,613.58	3,175.00	3,761.94
YoY	-9.98%	27.03%	24.69%	21.48%	18.49%
水羊国际收入					
水羊国际收入	2,587.15	2,881.17	3,063.16	3,188.63	3,322.81
YoY	-2.74%	11.36%	6.32%	4.10%	4.21%

数据来源：iFinD，东吴证券研究所预测

5.2. 投资建议

我们采用 PE 估值法对公司进行估值。考虑到公司主营业务涵盖自有品牌及品牌代理业务，其中 **自有品牌业务** 和国货龙头上海家化、线上渠道高增的丸美生物有一定相似性，**代理业务** 与代运营龙头壹网壹创具有一定可比性，因此选取上述三家公司作为可比公司。按 2026 年 8 月 13 日收盘价计算，可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 36.5/29.7/24.3 倍。

我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 181.9/253.4/316.5 百万元，按 2026 年 8 月 13 日收盘价计算，对应当前股价 PE 分别为 54.4/39.0/31.2 倍。随着自有品牌高端化持续推进、核心品牌盈利能力释放，以及 CP 品牌业务稳步扩张，公司业绩有望保持较快增长。

综合考虑公司未来成长性、盈利改善趋势及可比公司估值水平，虽然公司 PE 估值较可比公司平均更高，但是由于 26-28 年归母净利 CAGR 增速领先，且公司卡位高奢美妆集团，收购的伊菲丹、RV、PA 等国际大牌稀缺性强，我们认为公司具备一定估值溢价空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表4：可比公司估值表

股票代码	股票名称	当前市值 (百万)	归母净利润 (百万)				PE (倍)				26-28 归 母净利润 CAGR
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600315.SH	上海家化	11,797.57	267.58	364.39	445.84	534.45	44.09	32.38	26.46	22.07	21.11%
603983.SH	丸美生物	11,765.34	247.24	306.10	379.51	468.92	47.59	38.44	31.00	25.09	23.77%
300792.SZ	壹网壹创	5,941.56	107.56	153.19	187.49	229.67	55.24	38.79	31.69	25.87	22.44%
可比公司平均			207.46	274.56	337.61	411.01	48.97	36.53	29.72	24.34	22.35%
300740.SZ	水羊股份	9,889.01	148.35	181.93	253.40	316.53	66.66	54.36	39.03	31.24	31.90%

数据来源：iFinD，Wind，东吴证券研究所预测。

注：1、当前市值数据截至 2026/08/13 收盘；2、上海家化和丸美生物盈利预测来自东吴证券研究所，壹网壹创盈利预测采用 Wind 一致预期（2026/08/13 行情数据）；3、货币单位均为人民币。

6. 风险提示

（1）代理品牌续约风险。公司代理运营的多个国际品牌若合作期满后，品牌方选择不续约，公司将面临收入来源收缩的风险。

（2）自有品牌增速低于预期。若自有品牌在新品推新节奏、复购率提升或品牌调性升级方面的效果不及规划，将影响公司业务进展与收入增长。

（3）销售费用率持续增长。若销售费用率持续提高，净利润可能受到压制。

（4）竞争加剧等。我国美妆行业竞争格局较为激烈，可能面临市场份额被蚕食、促销力度被动加大以及存货周转压力上升等多重风险。

水羊股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,258	2,480	2,831	3,229	营业总收入	4,977	5,677	6,364	7,085
货币资金及交易性金融资产	814	948	1,123	1,533	营业成本(含金融类)	1,716	1,856	1,943	1,974
经营性应收款项	559	623	720	761	税金及附加	20	23	25	25
存货	752	760	835	774	销售费用	2,580	3,103	3,517	4,045
合同资产	0	0	0	0	管理费用	283	335	414	475
其他流动资产	133	149	152	160	研发费用	111	128	159	177
非流动资产	2,190	2,084	1,958	1,830	财务费用	94	0	0	0
长期股权投资	41	41	41	41	加:其他收益	11	6	8	0
固定资产及使用权资产	983	877	768	657	投资净收益	4	1	2	0
在建工程	17	17	17	17	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	278	261	245	228	减值损失	(48)	(39)	(32)	(34)
商誉	508	508	508	508	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	31	31	31	31	营业利润	148	202	284	355
其他非流动资产	333	349	349	349	营业外净收支	0	3	1	0
资产总计	4,448	4,564	4,789	5,059	利润总额	148	204	285	356
流动负债	1,212	1,232	1,270	1,306	减:所得税	(1)	22	31	39
短期借款及一年内到期的非流动负债	626	643	643	643	净利润	148	182	253	317
经营性应付款项	144	199	181	187	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	26	37	42	43	归属母公司净利润	148	182	253	317
其他流动负债	415	352	404	432	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.34	0.41	0.58	0.72
非流动负债	1,008	1,007	1,007	1,007	EBIT	235	204	285	356
长期借款	287	287	287	287	EBITDA	344	357	440	514
应付债券	635	635	635	635	毛利率(%)	65.53	67.31	69.47	72.14
租赁负债	44	44	44	44	归母净利率(%)	2.98	3.20	3.98	4.47
其他非流动负债	42	41	41	41	收入增长率(%)	17.47	14.05	12.10	11.33
负债合计	2,220	2,239	2,277	2,313	归母净利润增长率(%)	34.92	22.64	39.28	24.92
归属母公司股东权益	2,230	2,327	2,514	2,748					
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(2)					
所有者权益合计	2,229	2,325	2,512	2,746					
负债和股东权益	4,448	4,564	4,789	5,059					

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	571	229	269	522	每股净资产(元)	5.56	5.16	5.58	6.11
投资活动现金流	(141)	(27)	(27)	(30)	最新发行在外股份(百万股)	440	440	440	440
筹资活动现金流	(261)	(61)	(66)	(83)	ROIC(%)	6.21	4.69	6.29	7.47
现金净增加额	165	134	175	410	ROE-摊薄(%)	6.65	7.82	10.08	11.52
折旧和摊销	109	152	155	158	资产负债率(%)	49.90	49.06	47.54	45.72
资本开支	(69)	(27)	(30)	(30)	P/E(现价&最新股本摊薄)	66.66	54.36	39.03	31.24
营运资本变动	239	(124)	(169)	13	P/B(现价)	4.04	4.36	4.03	3.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>