

消费行业研究组

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

联系人：黄燕芝

执业证书编号：S1410123120005

投资评级： 买入（维持）

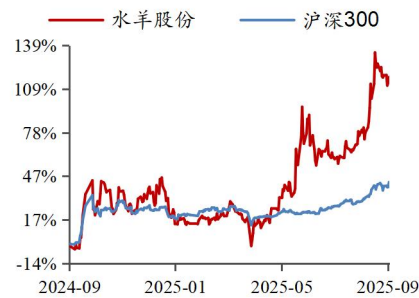
当前价格： 22.05元

市场数据

总股本(百万股)	390.01
A 股股本(百万股)	390.01
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	100.00
12 个月最高/最低(元)	24.88/9.60
第一大股东 湖南御家投资管理有限公司	
第一大股东持股比例(%)	24.59
上证综指/沪深 300	3875.31/4548.03

数据来源：聚源 注：2025 年 9 月 11 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	10.30	-0.11	72.17
绝对收益	20.62	16.67	114.91

数据来源：聚源 注：相对收益与沪深 300 相比

相关研究报告

1. 公司点评报告-水羊股份-300740: 2024 年中报点评：费用投放增加导致净利率下降，伊菲丹延续高增长 - 2024.09.27

水羊股份 300740.SZ

美容护理行业

2025 年中报点评：高端自有品牌持续增长，盈利能力提升

事件：

公司发布 2025 年半年度业绩报告。报告显示，水羊股份实现营业收入 25.00 亿元，同比增长 9.02%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 16.54%，实现扣非归母净利润 1.21 亿元，同比增长 1.04%。从单季度来看，2025 年单二季度公司实现营业收入 14.14 亿元，同比增长 12.16%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比增长 23.76%，实现扣非归母净利润 0.79 亿元，同比增长 20.27%。

投资要点：

◆自有品牌与 CP 品牌双轮驱动，公司持续聚焦高端品牌，品牌结构进一步优化。2025 年上半年公司水乳膏霜/面膜分别实现营业收入 19.97 亿元/4.23 亿元，分别同比+11.70%/+17.96%。公司水乳膏霜/面膜收入占比 79.91%/16.91%，分别同比+1.91pct/+1.28pct。公司上半年自有品牌实现收入 10.39 亿元，占收入比重 41.55%，自有品牌毛利率 76.83%/+5.7pct。公司自有品牌 EDB 保持稳健增长，持续深化线上线下布局，线上以自播为代表的自主销售占比提升，线下方面计划 2027 年全国开出 50 家带 SPA 的门店；RV 并表贡献收入增量，品牌曝光度提升，小红书平台用户自发发布笔记占比高达 80%，产品中的核心大单品一夜回春油持续霸榜天猫进口精华油热销榜第一，奇肌眼精华多次荣登进口眼部精华热销榜第一；PA、VAA、HB 品牌销售快速增长。

◆毛利率提升明显，净利率小幅提升。2025H1 公司毛利率 64.61%/+3.13pct，净利率 4.94%/+0.17pct。销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别 48.94%/5.22%/1.75%/1.59%，分别同比+2.10pct/+0.53pct/+0.36pct/+0.21pct。销售费用率提升主要系线上流量成本增加，各大线上平台销售费比提升。

◆估值和投资建议：公司持续聚焦高端品牌发展，预计高端品牌收入占比有望稳步提升，毛利率或将进一步提升。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 46.90/52.20/58.50 亿元，同比增长 10.7%/11.3%/12.1%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.75/3.25/3.77 亿元，同比增长 149.9%/18.3%/16.0%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 31.3/26.5/22.8 倍，维持“买入”评级。

◆风险提示：行业竞争风险；宏观经济波动风险；投资风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,493.11	4,237.23	4,689.53	5,220.19	5,849.87
增长率（%）	-4.86%	-5.69%	10.67%	11.32%	12.06%
归母净利润（百万元）	294.20	109.95	274.77	324.96	376.99
增长率（%）	135.42%	-62.63%	149.89%	18.27%	16.01%
ROE（%）	14.40%	5.33%	11.62%	12.19%	12.55%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.75	0.28	0.70	0.83	0.97
P/E（倍）	29.23	78.21	31.30	26.46	22.81
P/B（倍）	4.33	4.28	3.77	3.32	2.92

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2315	2150	2373	2543	2754
现金	554	477	610	588	658
应收票据及应收账款	404	352	484	447	597
其他应收款	62	47	74	61	90
预付账款	121	202	155	243	203
存货	795	830	809	963	964
其他流动资产	379	242	242	242	242
非流动资产	1800	2101	2175	2280	2407
长期股权投资	20	28	28	28	27
固定资产	845	918	926	955	1010
无形资产	260	285	322	366	420
其他非流动资产	674	869	900	931	950
资产总计	4115	4251	4549	4823	5161
流动负债	1046	903	1140	1313	1496
短期借款	232	353	353	561	625
应付票据及应付账款	280	138	283	173	323
其他流动负债	534	412	504	579	547
非流动负债	994	1254	1039	833	632
长期借款	972	1182	967	762	560
其他非流动负债	22	72	72	72	72
负债合计	2040	2157	2179	2146	2127
少数股东权益	-1	-2	-1	-0	4
股本	390	388	388	388	388
资本公积	494	444	444	444	444
留存收益	1152	1224	1468	1750	2094
归属母公司股东权益	2076	2097	2371	2677	3030
负债和股东权益	4115	4251	4549	4823	5161

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	262	266	415	215	486
净利润	299	112	275	326	381
折旧摊销	67	99	79	73	82
财务费用	65	69	60	57	58
投资损失	-16	15	-2	-0	-1
营运资金变动	-203	-14	2	-241	-39
其他经营现金流	50	-15	1	-0	5
投资活动现金流	-281	-335	-147	-173	-208
资本支出	178	278	154	179	209
长期投资	-172	126	0	0	1
其他投资现金流	70	-183	6	5	1
筹资活动现金流	192	31	-136	-273	-271
短期借款	-476	121	0	208	64
长期借款	530	210	-215	-205	-201
普通股增加	1	-1	0	0	0
资本公积增加	-2	-51	0	0	0
其他筹资现金流	139	-248	79	-275	-134
现金净增加额	179	-37	133	-230	7

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4493	4237	4690	5220	5850
营业成本	1868	1567	1581	1709	1859
营业税金及附加	23	15	21	24	26
销售费用	1858	2079	2345	2636	2983
管理费用	235	261	281	318	363
研发费用	77	82	98	115	135
财务费用	65	69	60	57	58
资产和信用减值损失	-49	-32	-5	-5	-5
其他收益	23	7	15	15	15
公允价值变动收益	-14	0	3	4	-2
投资净收益	16	-15	2	0	1
资产处置收益	4	0	1	1	2
营业利润	347	125	320	377	437
营业外收入	2	6	3	3	3
营业外支出	2	6	3	3	3
利润总额	347	125	320	377	438
所得税	48	14	44	50	57
净利润	299	112	275	326	381
少数股东损益	5	2	1	1	4
归属母公司净利润	294	110	275	325	377
EBITDA	468	278	440	489	560
EPS (元)	0.75	0.28	0.70	0.83	0.97

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.9	-5.7	10.7	11.3	12.1
营业利润(%)	137.9	-64.0	156.1	17.9	16.1
归属于母公司净利润(%)	135.4	-62.6	149.9	18.3	16.0
获利能力					
毛利率(%)	58.4	63.0	66.3	67.3	68.2
净利率(%)	6.6	2.6	5.9	6.3	6.5
ROE(%)	14.4	5.3	11.6	12.2	12.5
ROIC(%)	9.8	4.3	7.9	8.5	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	49.6	50.7	47.9	44.5	41.2
净负债比率(%)	42.8	55.5	40.3	36.9	26.2
流动比率	2.2	2.4	2.1	1.9	1.8
速动比率	1.2	1.1	1.1	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	12.3	11.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.2	7.9	25.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.28	0.70	0.83	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.68	1.07	0.55	1.25
每股净资产(最新摊薄)	5.09	5.15	5.85	6.63	7.54
估值比率					
P/E	29.2	78.2	31.3	26.5	22.8
P/B	4.3	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	19.6	34.5	21.3	19.3	16.5

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。