

公司研究

26Q1 费用率提升致利润下滑，高端品牌势能持续放大

——水羊股份（300740.SZ）2025 年年报及 2026 年一季报点评

买入（维持）

当前价：23.20 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004
021-52523842
zhujiayu@ebscn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001
021-52523672
sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.92
总市值(亿元)	91.00
一年最低/最高(元)	11.64/27.65
近3月换手率	168.72%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.64	-7.47	70.55
绝对	18.97	-5.69	96.94

资料来源：Wind

相关研报

发布员工持股计划，彰显长期发展信心——水羊股份（300740.SZ）员工持股计划（草案）点评（2025-12-02）
单季度收入增速环比向上，高奢美妆集团持续夯实——水羊股份（300740.SZ）2025 年三季报点评（2025-10-30）
二季度业绩增速环比提升，业务结构优化逐步显效——水羊股份（300740.SZ）2025 年中报点评（2025-08-23）

要点

事件：

水羊股份发布 2025 年报及 2026 年一季报。公司 2025 年实现营业收入 49.8 亿元，同比增长 17.5%，归母净利润 1.5 亿元，同比增长 34.9%，扣非净利润 1.4 亿元，同比增长 15.9%，EPS（基本）为 0.38 元。

分季度来看，25Q1~Q4 公司单季度收入分别为 10.9/14.1/9.1/15.7 亿元，分别同比 +5.2%/+12.2%/+20.9%/+31.5%，归母净利润分别为 4188/8141/1258/1247 万元，分别同比 +4.7%/+23.8%/扭亏为盈/-20.1%。26Q1 公司实现收入 12.0 亿元，同比增长 10.3%，归母净利润 3471 万元，同比下滑 17.1%，收入增长而利润下滑主要系费用率提升超毛利率所致。

点评：

25 年自有品牌/代理品牌收入分别同比+27.0%/+11.4%

分业务板块来看：25 年自有品牌（包括 EDB、RV、PA、御泥坊、H&B 等）合计营业收入为 21.0 亿元，占总收入比例为 42.1%（占比同比提升 3.2PCT），收入同比增长 27.0%，代理品牌收入为 28.8 亿元，占总收入比例为 57.9%，收入同比增长 11.4%。

分渠道来看：公司线上、线下渠道收入 25 年在总收入中占比分别为 89.4%/10.6%，收入分别同比+15.1%/+42.0%。线上渠道按平台拆分来看，自有平台、第三方平台收入在总收入中占比分别为 4.5%/84.9%，收入分别同比-19.0%/+17.7%，第三方平台中，淘系、抖音在总收入中占比分别为 24.1%/35.8%，收入分别同比+9.0%/+21.7%。

分品类来看：25 年水乳膏霜、面膜收入在总收入中占比分别为 80.8%/16.4%，收入分别同比+20.0%/+11.3%。

26Q1 费用率提升超毛利率，经营现金流明显好转

毛利率：25 年毛利率同比下降 2.5PCT 至 63.0%，主要系自有品牌占比提升贡献，自有品牌毛利率同比提升 3.9PCT 至 78.2%，另外分产品来看，水乳膏霜、面膜毛利率分别为 62.9%/76.0%，分别同比+2.7/+3.7PCT。分季度来看，25Q1~26Q1 单季度毛利率分别同比+2.4/+3.7/+1.8/+1.7/+1.3PCT。

费用率：25 年期间费用率同比提升 2.9PCT 至 61.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 51.8%/5.7%/2.2%/1.9%，分别同比 +2.8/-0.5/+0.3/+0.3PCT。25Q1~26Q1 单季度期间费用率分别同比+4.1/+2.5/-1.1/+3.6/+2.0PCT，其中 26Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.4/+0.7/+0.4/-0.5PCT。

其他财务指标：1) 存货 25 年末同比减少 9.3%至 7.5 亿元，26 年 3 月末较年初减少 2.8%，存货周转天数 25 年/26Q1 为 166/160 天，同比-21/-27 天。2) 应收账款 25 年末同比增加 19.2%至 4.1 亿元，26 年 3 月末较年初减少 0.6%，应收账款周转天数 25 年/26Q1 为 28/31 天，同比-4 天/持平。3) 经营净现金流 25 年为 5.7 亿元，同比增加 114.9%，26Q1 为 9371 万元，同比转为净流入。

下调盈利预测，维持“买入”评级

25年公司自有品牌实现较快增长，毛利率亦有所提升，带动公司整体业绩增长。考虑终端需求存不确定性，我们下调公司26~27年盈利预测（归母净利润较前次预测分别下调42%/42%），新增28年盈利预测，对应26~28年归母净利润分别为1.9/2.4/3.0亿元，按最新股本计算，EPS分别为0.47/0.60/0.77元，当前股价对应PE分别为49/39/30倍，公司旗下拥有多个高端品牌、在美妆上市公司中具备一定稀缺性，未来发展可期，维持“买入”评级。

风险提示：国内消费疲软；线上渠道整体增长放缓，流量见顶；线下门店开设或者销售爬坡不及预期；新产品/新品牌推出或者拓展不及预期；费用投入不当或者效果不及预期；行业竞争加剧；并购整合不当。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,237	4,977	5,795	6,740	7,771
营业收入增长率	-5.69%	17.47%	16.42%	16.31%	15.31%
归母净利润（百万元）	110	148	186	235	303
归母净利润增长率	-62.63%	34.92%	25.42%	26.57%	28.58%
EPS（元）	0.28	0.38	0.47	0.60	0.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.24%	6.65%	7.83%	9.01%	10.38%
P/E	83	61	49	39	30
P/B	4.3	4.1	3.8	3.5	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-04-23

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,237	4,977	5,795	6,740	7,771
营业成本	1,567	1,716	1,952	2,221	2,516
折旧和摊销	63	77	78	84	90
税金及附加	15	20	23	27	31
销售费用	2,079	2,580	3,025	3,562	4,138
管理费用	261	283	330	384	443
研发费用	82	111	133	155	179
财务费用	69	94	108	117	123
投资收益	-15	4	4	4	4
营业利润	125	148	205	254	321
利润总额	125	148	205	253	320
所得税	14	-1	17	16	15
净利润	112	148	188	237	305
少数股东损益	2	0	2	2	2
归属母公司净利润	110	148	186	235	303
EPS(元, 按最新股本计算)	0.28	0.38	0.47	0.60	0.77

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	266	571	225	272	336
净利润	110	148	186	235	303
折旧摊销	63	77	78	84	90
净营运资金增加	111	-128	268	439	353
其他	-18	473	-307	-487	-409
投资活动产生现金流	-335	-141	-96	-96	-96
净资本支出	-262	-69	-100	-100	-100
长期投资变化	28	41	0	0	0
其他资产变化	-102	-112	4	4	4
融资活动现金流	31	-261	61	101	-65
股本变化	-1	2	2	0	0
债务净变化	198	-88	208	218	59
无息负债变化	-81	151	30	42	46
净现金流	-37	165	190	277	175

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	63.0%	65.5%	66.3%	67.0%	67.6%
EBITDA 率	9.2%	8.0%	7.8%	7.7%	7.8%
EBIT 率	6.8%	6.3%	6.5%	6.5%	6.7%
税前净利润率	3.0%	3.0%	3.5%	3.8%	4.1%
归母净利润率	2.6%	3.0%	3.2%	3.5%	3.9%
ROA	2.6%	3.3%	3.9%	4.5%	5.3%
ROE (摊薄)	5.2%	6.7%	7.8%	9.0%	10.4%
经营性 ROIC	7.0%	9.4%	9.1%	9.7%	10.7%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	51%	50%	51%	51%	49%
流动比率	2.38	1.86	1.81	1.82	1.93
速动比率	1.46	1.24	1.23	1.27	1.36
归母权益/有息债务	1.28	1.44	1.35	1.32	1.43
有形资产/有息债务	2.05	2.25	2.20	2.21	2.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	4,251	4,448	4,836	5,333	5,743
货币资金	477	679	869	1,146	1,321
交易性金融资产	128	135	135	135	135
应收账款	347	414	490	570	657
应收票据	5	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	47	51	58	67	78
存货	830	752	833	927	1,029
其他流动资产	316	226	238	260	283
流动资产合计	2,150	2,258	2,623	3,104	3,503
其他权益工具	60	78	78	78	78
长期股权投资	28	41	41	41	41
固定资产	918	914	938	951	957
在建工程	12	17	8	5	4
无形资产	285	278	275	272	269
商誉	443	508	508	508	508
其他非流动资产	354	355	364	374	383
非流动资产合计	2,101	2,190	2,213	2,229	2,239
总负债	2,157	2,220	2,458	2,718	2,823
短期借款	353	314	522	740	799
应付账款	126	141	156	178	201
应付票据	12	3	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	412	754	772	793	815
流动负债合计	903	1,212	1,450	1,710	1,815
长期借款	545	287	287	287	287
应付债券	637	635	635	635	635
其他非流动负债	72	85	85	85	85
非流动负债合计	1,254	1,008	1,008	1,008	1,008
股东权益	2,094	2,229	2,378	2,615	2,920
股本	388	390	392	392	392
公积金	473	495	511	535	565
未分配利润	1,194	1,342	1,471	1,683	1,955
归属母公司权益	2,097	2,230	2,378	2,613	2,916
少数股东权益	-2	-2	0	2	4

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	49.06%	51.84%	52.20%	52.85%	53.25%
管理费用率	6.15%	5.69%	5.70%	5.70%	5.70%
财务费用率	1.64%	1.90%	1.87%	1.74%	1.59%
研发费用率	1.94%	2.22%	2.30%	2.30%	2.30%
所得税率	11%	0%	8%	6%	5%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.68	1.46	0.57	0.69	0.86
每股净资产	5.35	5.69	6.06	6.66	7.43
每股销售收入	10.80	12.69	14.77	17.18	19.81

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	83	61	49	39	30
PB	4.3	4.1	3.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	29.8	26.6	23.4	20.7	17.9
股息率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼