

水羊股份 (300740.SZ)

优于大市

战略投放致利润阶段性承压，高端化与全球化战略成效显著

核心观点

收入端持续稳健增长。2025 年全年实现营收 49.77 亿/yoy+17.47%，归母净利润 1.48 亿/yoy+34.92%，扣非归母净利润 1.37 亿元/yoy+15.85%。25Q4 营收利润增速分别为 31.52%/ -20.05%。2026Q1 实现营收 11.98 亿/yoy+10.34%，归母净利润 0.35 亿/yoy-17.12%，扣非归母净利润 0.35 亿/yoy-14.25%。25Q4 及 26Q1 利润承压主要由于公司从 25Q4 开始加大费用投放，以及公司去年底发布员工持股，因此 26 年全年摊销约 4000 万，Q1 约 900 万+，剔除相关影响 Q1 利润未下滑。

分品牌看，2025 年公司自有品牌实现营收 20.96 亿/yoy+26.97%，占总收入比重提升至 42.11%。其中，伊菲丹作为核心增长动力，大单品超级 CP 组合持续蝉联高端涂抹面膜 TOP1，升级后的 rich 面霜单品销售高速增长，同时线下渠道加速扩张，中国区直营门店已达 24 家；ReVive (RV) 在小红书、天猫、抖音等多平台实现热度与规模双高增；PA 经营业绩实现跨越式增长，平台型渠道成为核心增长引擎。代理业务收入 28.81 亿/yoy+11.4%，增速回暖主要由于强生增长复苏拉动。分渠道看，线上自营收入达 37.95 亿/yoy+23.27%，占比至 76.23%；经销及代销模式增速则相对平稳，其中抖音收入 17.81 亿/yoy+21.70%淘系收入 11.97 亿/yoy+8.97%。

战略投放增加导致销售费用率上行。2025 年公司整体毛利率为 65.53%/yoy+2.52pct，主要受益于毛利率高达 78.20%的自有品牌收入占比提升。销售/管理/研发费用率分别同比 +2.78/-0.46/+0.28pct。2026Q1 毛利率为 65.04%/yoy+1.28pct，销售/管理/研发费用率分别为 50.95%/6.45%/2.32%，分别同比+1.40/+0.68/+0.40pct。公司加大投放导致销售费用率上行，管理费用率增加主要由于员工持股计划支付费用。存货周转天数 25 年和 26Q1 均有所下降，公司库存管理能力强化；现金流方面，25 年和 26Q1 均大幅改善，主要由于收入增加。

风险提示：宏观环境风险，销售增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司“自有品牌 + 品牌代理”双轮驱动战略成效持续凸显，自有品牌收入实现高速增长，同时持续推进产品创新升级与品牌矩阵优化，产品毛利率稳步提升，并夯实研发与供应链核心能力，深化全渠道精细化运营，不断拓展海外市场与高端消费场景，为长期高质量发展持续积蓄动能。考虑到公司会加大品牌投放，我们下调 2026-2027 年并新增 2028 年归母净利润至 2.07/2.38/2.68 (2026-2027 年原值为 2.71/3.21) 亿，对应 PE 分别为 46/40/36x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,237	4,977	5,669	6,072	6,333
(+/-%)	-5.7%	17.5%	13.9%	7.1%	4.3%
净利润(百万元)	110	148	207	238	268
(+/-%)	-62.6%	34.9%	39.4%	15.3%	12.4%
每股收益(元)	0.28	0.38	0.53	0.61	0.69
EBIT Margin	5.5%	5.4%	4.7%	5.3%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	5.2%	6.7%	8.9%	9.7%	10.4%
市盈率 (PE)	86.3	64.3	46.1	40.0	35.6
EV/EBITDA	39.3	34.0	29.5	24.5	21.2
市净率 (PB)	4.53	4.27	4.08	3.89	3.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

美容护理 · 化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔蓉若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.44 元
总市值/流通市值	9586/8830 百万元
52 周最高价/最低价	27.65/11.64 元
近 3 个月日均成交额	242.70 百万元

市场走势

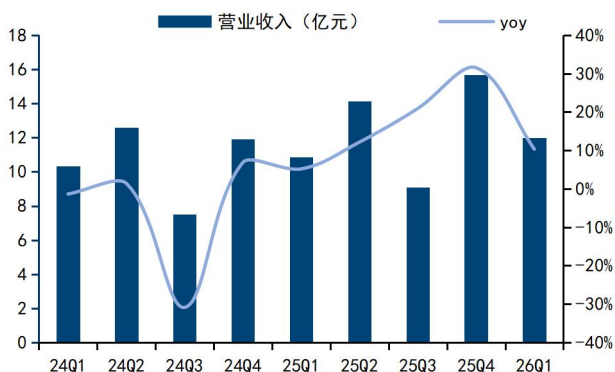


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

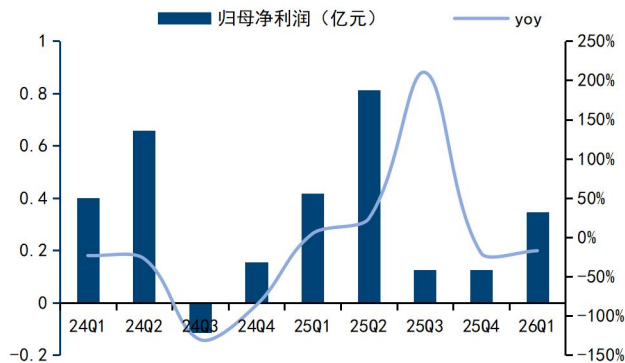
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 三季度营收同比增长 21%，中长期盈利能力有望持续改善》——2025-10-30
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 二季度归母净利润同比增长 24%，高端化转型成效显著》——2025-08-24
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 多因素致 2024 年业绩承压，高端化带动盈利拐点初步显现》——2025-05-06
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 调整转型致短期业绩承压，外延驱动全球化高端化进程》——2024-10-30
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 营销投放加大短期利润承压，伊菲丹持续优异表现》——2024-07-31

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



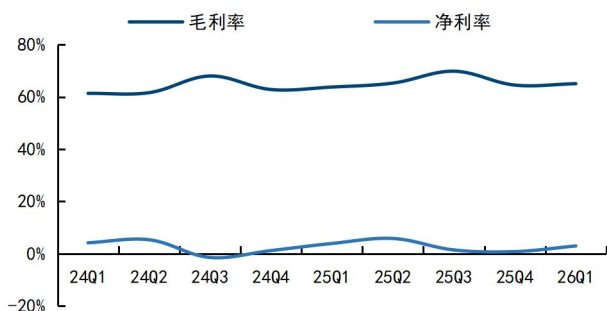
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



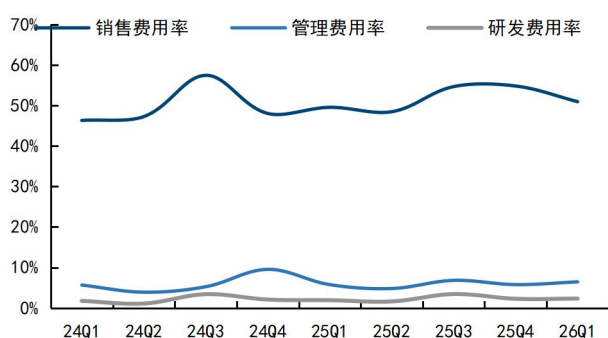
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率及净利率情况



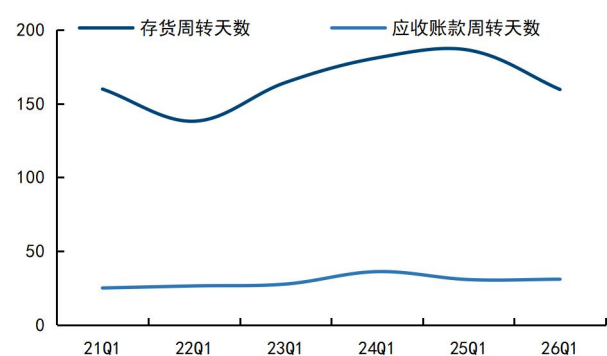
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率情况



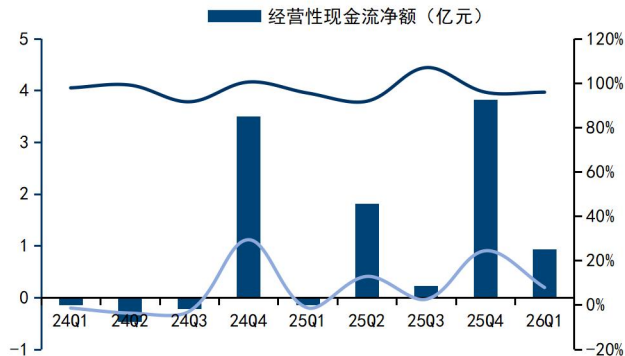
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2026-4-24)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	(25A)	(26E)	
300740.SZ	水羊股份	24.44	96	0.38	0.53	0.61	0.69	62.68	46.10	39.99	35.57	6.65	1.17	优于大市
603605.SH	珀莱雅	60.84	241	3.78	4.09	4.54	4.79	18.10	14.87	13.40	12.69	24.39	1.83	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 盈利预测主要调整项

	2026		2027		原因
	现值	原值	现值	原值	
管理费用率	6.8%	5.4%	5.8%	5.0%	今年公司需要支付员工股权支付费用, 预计今年管理费用上行, 后续随着规模效应持续下行。
销售费用率	53.1%	51.2%	53.9%	51.7%	整体线上流量成本持续上行, 同时公司预计将加大品牌建设, 销售费用率持续走高。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示: 宏观环境风险, 销售增加不及预期, 行业竞争加剧。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	477	679	450	450	450	营业收入	4237	4977	5669	6072	6333
应收款项	400	465	373	399	416	营业成本	1567	1716	1861	1968	2033
存货净额	830	752	483	502	512	营业税金及附加	15	20	23	24	25
其他流动资产	316	226	227	243	253	销售费用	2079	2580	3010	3273	3439
流动资产合计	2150	2258	1667	1729	1767	管理费用	261	283	384	363	353
固定资产	930	930	1610	2056	2081	研发费用	82	111	125	121	114
无形资产及其他	285	278	267	256	245	财务费用	69	94	55	68	74
投资性房地产	857	941	941	941	941	投资收益	(15)	4	0	0	0
长期股权投资	28	41	41	41	41	资产减值及公允价值变动	37	41	30	26	20
资产总计	4251	4448	4527	5023	5075	其他收入	(61)	(72)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	455	626	760	1116	1021	营业利润	125	148	243	280	315
应付款项	138	144	169	176	179	营业外净收支	0	(0)	0	0	0
其他流动负债	310	441	257	273	283	利润总额	125	148	243	280	315
流动负债合计	903	1212	1187	1564	1483	所得税费用	14	(1)	36	42	47
长期借款及应付债券	1182	923	923	923	923	少数股东损益	2	(0)	(0)	(1)	(1)
其他长期负债	72	85	85	85	85	归属于母公司净利润	110	148	207	238	268
长期负债合计	1254	1008	1008	1008	1008	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2157	2220	2195	2572	2491	净利润	110	148	207	238	268
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	资产减值准备	(17)	16	31	19	7
股东权益	2097	2230	2334	2453	2587	折旧摊销	63	77	131	172	199
负债和股东权益总计	4251	4448	4527	5023	5075	公允价值变动损失	(37)	(41)	(30)	(26)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	69	94	55	68	74
每股收益	0.28	0.38	0.53	0.61	0.69	营运资本变动	(339)	184	233	(20)	(18)
每股红利	0.18	0.09	0.27	0.31	0.34	其它	18	(16)	(31)	(20)	(7)
每股净资产	5.40	5.72	5.98	6.29	6.63	经营活动现金流	(203)	368	540	364	429
ROIC	4.44%	5.26%	5%	6%	6%	资本开支	0	(121)	(800)	(600)	(200)
ROE	5.24%	6.65%	9%	10%	10%	其它投资现金流	132	(6)	0	0	0
毛利率	63%	66%	67%	68%	68%	投资活动现金流	124	(140)	(800)	(600)	(200)
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%	6%	权益性融资	1	1	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	7%	8%	9%	负债净变化	187	(258)	0	0	0
收入增长	-6%	17%	14%	7%	4%	支付股利、利息	(71)	(36)	(103)	(119)	(134)
净利润增长率	-63%	35%	39%	15%	12%	其它融资现金流	(232)	561	134	355	(95)
资产负债率	51%	50%	48%	51%	49%	融资活动现金流	2	(26)	31	236	(229)
股息率	0.7%	0.4%	1.1%	1.3%	1.4%	现金净变动	(77)	202	(229)	0	0
P/E	86.3	64.3	46.1	40.0	35.6	货币资金的期初余额	554	477	679	450	450
P/B	4.5	4.3	4.1	3.9	3.7	货币资金的期末余额	477	679	450	450	450
EV/EBITDA	39.3	34.0	29.5	24.5	21.2	企业自由现金流	0	410	(209)	(174)	295
						权益自由现金流	0	713	(122)	123	137

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032