

美容护理

2026年04月27日

水羊股份 (300740)

—— 全域布局势能释放，自有品牌与高端化双轮驱动增长

报告原因：有业绩公布需要点评

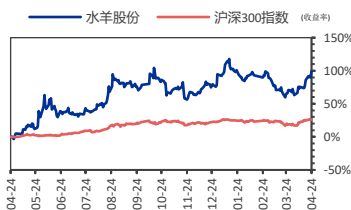
增持 (下调)

市场数据: 2026年04月24日	
收盘价(元)	24.44
一年内最高/最低(元)	27.65/11.64
市净率	4.3
股息率%(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	8,830
上证指数/深证成指	4,079.90/14,940.30

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2026年03月31日	
每股净资产(元)	5.65
资产负债率%	49.04
总股本/流通A股(百万)	392/361
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com

联系人

王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **公司发布 25 年年报及 26 年一季度报告，业绩符合预期。** 25 年营收 49.77 亿元，同比+17.47%；归母净利润 1.48 亿元，同比+34.92%；扣非净利润 1.37 亿元，同比+15.85%。26Q1 营收 11.98 亿元，同比+10.34%，增长稳健；归母净利润 0.35 亿元，同比-17.12%。
- **盈利能力方面。** 1) 25 年毛利率 65.53% (+2.52pct)，系品牌结构优化，高毛利自有品牌占比提升所致；2) 归母净利率 2.98% (+0.39pct)；3) 销售费用率 51.84% (+2.78pct)，系加大海外投放和推广所致；4) 管理费用率 5.69% (-0.47pct)；5) 研发费用率 2.22% (+0.28pct)，主因本期研发投入增加。
- **自有品牌高增领跑，高端品牌矩阵势能充分释放。** 1) 自有品牌：25 年收入 20.96 亿元，占比 42.11%，同比+26.97%，毛利率 78.20%，显著拉升整体盈利；其中 EDB、RV、PA 等高端品牌放量增长，大众品牌同步迭代升级、量利齐升。2) CP 品牌：整体运营稳健，强生系品牌基本盘稳固，同时新锐高端品牌起量提速。
- **核心品类增长向好，产品结构持续高端升级。** 按产品分，1) 水乳膏霜：25 年营收 40.20 亿元，同比+19.95%，占比 80.76%，高端面霜、精华等大单品放量增长；2) 面膜：25 年营收 8.18 亿元，同比+11.33%，占比 16.44%，高端面膜产品表现亮眼；3) 品牌管理服务及其他业务：25 年收入 1.09 亿元，同比+7.35%，占比 2.20%，发展态势稳。整体产品结构不断向高毛利、高单价品类倾斜。
- **线上基本盘持续夯实，线下高端渠道拓展提速。** 25 年线上渠道收入 44.50 亿元，占比 89.41%，同比+15.10%；其中抖音自营营收 17.81 亿元，同比+21.70%，为核心增长引擎，淘系营收 11.97 亿元，同比+8.97%，平台基本盘稳固；2) 线下渠道：高奢门店、SKP、丝芙兰、高端百货等高势能渠道布局加速，EDB 品牌线下体验店持续落地，有效拉升品牌势能与用户复购，全域渠道协同效应持续释放。
- **公司聚焦美妆护肤赛道，以自有品牌高增为核心，联动 CP 代理品牌协同发展。** 未来随着高毛利产品放量、渠道布局持续深化，整体竞争优势将进一步凸显。根据公司业绩情况，我们下调 26-27 年并新增 28 年盈利预测，预计 26-28 年归母净利润为 2.1/2.5/2.7 亿元（原预测 26-27 年为 2.9/3.6 亿元），对应 PE 为 46/39/36 倍。考虑到华熙生物、壹网壹创 2 家可比公司 26 年平均 PE 为 48 倍，我们下调原有评级至“增持”评级。
- **风险提示：** 行业竞争加剧风险，销售费用上行风险，线下渠道拓展进度不及预期等风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4,977	1,198	5,622	6,163	6,640
同比增长率(%)	17.5	10.3	13.0	9.6	7.7
归母净利润(百万元)	148	35	209	245	268
同比增长率(%)	34.9	-17.1	41.1	17.2	9.1
每股收益(元/股)	0.38	0.09	0.53	0.63	0.68
毛利率(%)	65.5	65.0	66.2	66.3	66.2
ROE(%)	6.7	1.5	8.6	9.3	9.4
市盈率	65		46	39	36

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,237	4,977	5,622	6,163	6,640
其中：营业收入	4,237	4,977	5,622	6,163	6,640
减：营业成本	1,567	1,716	1,902	2,078	2,241
减：税金及附加	15	20	22	24	26
主营业务利润	2,655	3,241	3,698	4,061	4,373
减：销售费用	2,079	2,580	2,924	3,205	3,453
减：管理费用	261	283	337	370	398
减：研发费用	82	111	141	154	166
减：财务费用	69	94	63	56	54
经营性利润	164	173	233	276	302
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	5	-13	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-37	-35	0	0	0
加：投资收益及其他	-8	15	15	15	15
营业利润	125	148	248	290	316
加：营业外净收入	0	0	0	0	0
利润总额	125	148	248	290	316
减：所得税	14	-1	37	43	47
净利润	112	148	211	247	269
少数股东损益	2	0	2	2	1
归属于母公司所有者的净利润	110	148	209	245	268

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。