

# 水羊股份 (300740)

 证券研究报告  
2026年04月27日

## 25Q4 及 26Q1 业绩承压，自有品牌建设成效显著

水羊股份发布 2025 年年报和 2026 年一季报：

2025A 营业收入 49.77 亿元/同比+17.47%；归母净利润 1.48 亿元/同比+34.92%；扣非归母净利润 1.37 亿元/同比+15.85%。主因公司聚焦高端品牌品牌建设，高端品牌品牌势能持续放大。2026Q1 营业收入 11.98 亿元/同比+10.34%；归母净利润 0.35 亿元/同比-17.12%；扣非归母净利润 0.35 亿元/同比-14.25%。2025Q4 营业收入 15.68 亿元/同比+31.52%；归母净利润 0.12 亿元/同比-20.05%；扣非归母净利润 0.06 亿元/同比-44.32%。

### 盈利能力持续向好，销研费用率提高

2025A 毛利率 65.53%/同比+2.52pp，其中，自有品牌毛利率为 78.20%，品牌结构改善，带动公司整体毛利率提升；归母净利率 2.98%/同比+0.39pp；销售费用率 51.84%/同比+2.78pp；管理费用率 5.69%/同比-0.47pp；研发费用率 2.22%/同比+0.28pp。2026Q1 毛利率 65.04%/同比+1.29pp；归母净利率 2.90%/同比-0.96pp；销售费用率 50.96%/同比+1.40pp；管理费用率 6.45%/同比+0.69pp；研发费用率 2.32%/同比+0.40pp。

### 高端自有品牌矩阵完成初步转型，经营成果多点开花

公司自有品牌体系已初步完成高端化、全球化的转型升级。EDB 大单品超级 CP 组合持续蝉联高端涂抹面膜 TOP1，革新升级超级面膜，rich 面霜焕新升级销售高速增长。渠道端，国内已开设 24 家正式直营门店，新开业沙马丽丹门店、巴黎老佛爷免税店，独立站加大美国市场推广。RV2025 年小红书热度同比大增，用户自发笔记占 80%；海外官网销售额增长超 50%，亚马逊、TikTok 渠道均达成翻倍以上增长，DFS 港澳 10 店销售额高速增长。PA 经营业绩实现跨越式增长，品牌端，三场国内外线下活动，推动品牌认知度大幅提升，产品端，大单品融雪面膜用户心智与市场地位领先。

### 全球化研发布局深化，研发实力持续夯实

公司坚持全球化的研发战略布局，2025Q3 巴黎抗衰实验室升级开业，Q4 大阪 SC 抗衰实验室揭幕。EDB、RV、PA 等高端品牌多线升级，通过自主研发与外部研发机构合作等多路径并行推进，快速推动产品新品研发及配方升级，为品牌发展做好完善的产品体系储备。

**投资建议：**展望未来，看好公司高端护肤矩阵持续推新经营向好，研发实力不断夯实助力业绩增长，预计公司 2026-2028 年营收为 55.12/60.54/65.91（原 2026-2027 为 52.8/57.4）亿元，考虑公司加码品牌端建设投入或影响利润，预计 2026-2028 年归母净利润为 2.09/2.76/3.54（原 2026-2027 为 2.8/3.8）亿元，对应 PE48/36/28x，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济波动风险、行业竞争激烈风险、经营不及预期风险

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,237.23	4,977.28	5,511.74	6,054.40	6,591.02
增长率(%)	(5.69)	17.47	10.74	9.85	8.86
EBITDA(百万元)	400.72	501.50	427.00	501.58	587.40
归属母公司净利润(百万元)	109.95	148.35	208.91	275.62	353.56
增长率(%)	(62.63)	34.92	40.83	31.93	28.28
EPS(元/股)	0.28	0.38	0.53	0.70	0.90
市盈率(P/E)	89.81	66.86	47.74	36.19	28.21
市净率(P/B)	4.92	4.57	4.06	3.66	3.25
市销率(P/S)	2.33	1.99	1.81	1.65	1.51
EV/EBITDA	14.35	19.14	23.45	19.81	16.10

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	美容护理/化妆品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.43 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	392.23
流通 A 股股本(百万股)	361.30
A 股总市值(百万元)	9,974.36
流通 A 股市值(百万元)	9,187.93
每股净资产(元)	5.65
资产负债率(%)	49.04
一年内最高/最低(元)	27.65/11.64

### 作者

**何富丽** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521120003  
hefuli@tfzq.com

**都春竹** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110525090003  
duchunzhu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《水羊股份-季报点评:25Q3 收入高增，高端品牌矩阵逐步丰富》  
2025-10-30
- 《水羊股份-半年报点评:25Q2 业绩超预期，经营企稳进入兑现期》  
2025-08-22
- 《水羊股份-年报点评报告:25Q1 业绩表现稳健，看好高奢美妆集团化转型》  
2025-04-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	476.96	679.16	951.44	995.77	1,446.51	营业收入	4,237.23	4,977.28	5,511.74	6,054.40	6,591.02
应收票据及应收账款	352.23	414.03	434.52	497.57	517.13	营业成本	1,567.28	1,715.54	1,852.26	1,983.65	2,106.49
预付账款	202.28	144.54	112.72	162.79	129.78	营业税金及附加	15.09	19.66	23.39	23.72	26.61
存货	829.65	752.44	585.31	847.33	674.02	销售费用	2,078.75	2,580.08	2,882.64	3,169.48	3,453.69
其他	289.05	267.77	297.53	296.72	298.91	管理费用	260.73	283.04	314.17	345.10	375.69
<b>流动资产合计</b>	<b>2,150.18</b>	<b>2,257.93</b>	<b>2,381.52</b>	<b>2,800.18</b>	<b>3,066.35</b>	研发费用	82.18	110.54	132.28	148.33	164.78
长期股权投资	28.48	40.62	40.62	40.62	40.62	财务费用	69.30	94.41	37.78	33.27	27.92
固定资产	918.05	913.67	941.96	926.30	902.19	资产/信用减值损失	(31.85)	(48.07)	(43.00)	(40.97)	(44.01)
在建工程	12.02	16.53	21.04	25.55	30.06	公允价值变动收益	0.18	6.76	0.00	0.00	0.00
无形资产	285.14	278.06	257.58	236.75	215.91	投资净收益	(15.07)	4.08	1.63	(3.12)	0.86
其他	857.23	941.49	885.05	896.90	890.03	其他	7.71	10.77	14.92	11.13	12.27
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,100.93</b>	<b>2,190.37</b>	<b>2,146.25</b>	<b>2,126.12</b>	<b>2,078.81</b>	<b>营业利润</b>	<b>124.87</b>	<b>147.54</b>	<b>242.77</b>	<b>317.88</b>	<b>404.97</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,251.11</b>	<b>4,448.31</b>	<b>4,527.77</b>	<b>4,926.30</b>	<b>5,145.16</b>	营业外收入	6.12	1.99	3.46	3.86	3.10
短期借款	352.93	313.54	308.00	296.00	278.00	营业外支出	5.63	2.01	3.19	3.61	2.93
应付票据及应付账款	138.36	144.19	160.87	165.83	181.10	<b>利润总额</b>	<b>125.35</b>	<b>147.52</b>	<b>243.04</b>	<b>318.13</b>	<b>405.14</b>
其他	411.83	753.95	660.04	794.53	692.24	所得税	13.72	(0.54)	32.13	40.42	49.79
<b>流动负债合计</b>	<b>903.12</b>	<b>1,211.68</b>	<b>1,128.91</b>	<b>1,256.36</b>	<b>1,151.35</b>	<b>净利润</b>	<b>111.63</b>	<b>148.06</b>	<b>210.91</b>	<b>277.71</b>	<b>355.35</b>
长期借款	545.08	287.25	253.00	237.00	219.00	少数股东损益	1.68	(0.28)	2.00	2.09	1.78
应付债券	636.91	635.27	628.92	633.70	632.63	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>109.95</b>	<b>148.35</b>	<b>208.91</b>	<b>275.62</b>	<b>353.56</b>
其他	71.61	85.44	59.74	72.26	72.48	每股收益(元)	0.28	0.38	0.53	0.70	0.90
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,253.60</b>	<b>1,007.97</b>	<b>941.66</b>	<b>942.96</b>	<b>924.11</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,156.72</b>	<b>2,219.64</b>	<b>2,070.57</b>	<b>2,199.33</b>	<b>2,075.46</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
少数股东权益	(2.18)	(1.81)	0.10	2.16	3.91	<b>成长能力</b>					
股本	388.34	390.01	392.23	392.23	392.23	营业收入	-5.69%	17.47%	10.74%	9.85%	8.86%
资本公积	443.64	465.31	465.31	465.31	465.31	营业利润	-64.00%	18.15%	64.55%	30.94%	27.40%
留存收益	1,223.55	1,371.90	1,571.62	1,843.19	2,189.83	归属于母公司净利润	-62.63%	34.92%	40.83%	31.93%	28.28%
其他	41.04	3.24	27.94	24.07	18.42	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,094.39</b>	<b>2,228.66</b>	<b>2,457.20</b>	<b>2,726.97</b>	<b>3,069.70</b>	毛利率	63.01%	65.53%	66.39%	67.24%	68.04%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,251.11</b>	<b>4,448.31</b>	<b>4,527.77</b>	<b>4,926.30</b>	<b>5,145.16</b>	净利率	2.59%	2.98%	3.79%	4.55%	5.36%
						ROE	5.24%	6.65%	8.50%	10.12%	11.53%
						ROIC	7.41%	8.95%	9.62%	12.28%	14.13%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	50.73%	49.90%	45.73%	44.64%	40.34%
						净负债率	55.40%	39.01%	22.43%	17.73%	-0.14%
						流动比率	2.38	1.86	2.11	2.23	2.66
						速动比率	1.46	1.24	1.59	1.55	2.08
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	11.21	12.99	12.99	12.99	12.99
						存货周转率	5.22	6.29	8.24	8.45	8.66
						总资产周转率	1.01	1.14	1.23	1.28	1.31
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.28	0.38	0.53	0.70	0.90
						每股经营现金流	0.68	1.46	1.10	0.42	1.46
						每股净资产	5.17	5.56	6.26	6.95	7.82
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	89.81	66.86	47.74	36.19	28.21
						市净率	4.92	4.57	4.06	3.66	3.25
						EV/EBITDA	14.35	19.14	23.45	19.81	16.10
						EV/EBIT	17.03	22.61	28.96	23.81	18.89

  

现金流量表(百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	111.63	148.06	208.91	275.62	353.56
折旧摊销	98.59	85.06	81.18	84.27	86.71
财务费用	56.90	60.50	37.78	33.27	27.92
投资损失	15.07	(4.08)	(1.63)	3.12	(0.86)
营运资金变动	(53.00)	251.79	102.21	(234.21)	104.64
其它	36.46	29.66	2.00	2.09	1.78
<b>经营活动现金流</b>	<b>265.66</b>	<b>571.00</b>	<b>430.45</b>	<b>164.16</b>	<b>573.76</b>
资本支出	265.60	133.60	119.20	39.76	46.06
长期投资	8.19	12.14	0.00	0.00	0.00
其他	(609.22)	(286.62)	(211.07)	(95.17)	(91.48)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(335.42)</b>	<b>(140.88)</b>	<b>(91.87)</b>	<b>(55.41)</b>	<b>(45.42)</b>
债权融资	128.25	(182.91)	(83.92)	(56.49)	(64.99)
股权融资	(50.48)	(14.45)	17.63	(7.94)	(12.61)
其他	(46.85)	(64.02)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>30.92</b>	<b>(261.37)</b>	<b>(66.29)</b>	<b>(64.43)</b>	<b>(77.60)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(38.85)</b>	<b>168.75</b>	<b>272.29</b>	<b>44.32</b>	<b>450.74</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com