下载日志已记录，仅供内部参考

水羊股份（300740.SZ）

品牌结构升级持续兑现，二季度费用投放压制利润释放

优于大市

核心观点

Q2收入与利润阶段性承压。2026H1公司实现营业收入25.10亿元/yoy+0.40%，归母净利润0.87亿元/yoy-29.36%，扣非归母净利润0.83亿元/yoy-30.95%;单Q2实现营业收入13.12亿元/yoy-7.23%,归母净利润0.52亿元/yoy-35.65%，扣非归母净利润0.48亿元/yoy-39.61%。同时公司拟推出2026年员工持股计划。Q2收入由Q1的同比+10.34%转为下滑，主要系自主大众品牌战略性收缩、CP品牌矩阵调整，同时公司持续加大高端品牌的品牌、研发及市场投入，以及员工持股计划支付费用导致利润端下滑更多。

分品牌看，2026H1自有品牌实现收入11.48亿元/yoy+10.55%，占营业收入45.75%/yoy+4.20pct；CP品牌收入约13.61亿元/yoy-6.82%，基本抵消自有品牌增长。其中伊菲丹大单品超级CP组合保持增长，中国区累计开设30余家直营门店，全球市场覆盖31个国家和地区、600余家门店；Revive完成中美市场品牌升级，北美电商收入同比增长超过100%，“一夜回春油”保持高端精华油品类领先；PA继续强化PDRN技术及融雪面膜心智。

分渠道看，2026H1淘系实现收入5.98亿元/yoy+0.56%，占营业收入23.82%/yoy+0.04pct，收入基本稳定；抖音实现收入8.41亿元/yoy-15.67%，占营业收入33.52%/yoy-6.39pct，是公司整体收入承压的核心渠道。其他第三方平台合计实现收入约6.37亿元/yoy+12.10%。公司持续清理低效店铺、优化线上渠道结构。

Q2毛利率明显提升，但销售费用率上升幅度更大，毛销差继续收窄。单Q2毛利率69.35%/yoy+4.08pct，受益于自有高端品牌占比提升及业务结构优化；销售/管理/研发费用率分别为54.70%/5.03%/1.84%，同比分别+6.23/+0.22/+0.22pct。销售费用率提高主要由于公司进行高端品牌国内外市场推广、线下渠道建设及品牌升级投入。营运能力整体稳定。

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：公司高端化、全球化战略已由单品牌突破转向EDB、RV、PA矩阵化扩张，自有品牌收入逆势增长、占比持续提升，并带动Q2毛利率显著改善。抖音渠道收缩与高强度品牌投放压制短期业绩，但不改高端品牌放量和渠道多元化趋势；随着高毛利自有品牌规模扩大及费用投入逐步形成产出，盈利弹性有望释放。考虑到公司会加大品牌投放，我们下调2026-2028年归母净利润至1.78/2.09/2.31（2026-2027年原值为2.07/2.38/2.68)亿，对应PE分别为50/43/39x，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	5,210	5,739	6,120
(+/-%)	-5.7%	17.5%	4.7%	10.1%	6.6%
净利润(百万元)	110	148	178	209	231
(+/-%)	-62.6%	34.9%	20.1%	17.4%	10.3%
每股收益（元）	0.28	0.38	0.46	0.54	0.59
EBIT Margin	5.5%	5.4%	4.5%	5.0%	5.3%
净资产收益率（ROE）	5.2%	6.7%	7.7%	8.6%	9.1%
市盈率（PE）	80.6	60.0	50.0	42.6	38.6
EV/EBITDA	37.2	32.2	30.3	25.0	21.7
市净率（PB）	4.23	3.99	3.84	3.67	3.51

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：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980523090004

证券分析师：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.90元
总市值/流通市值	10074/9366百万元
52周最高价/最低价	28.33/15.16元
近3个月日均成交额	512.51百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

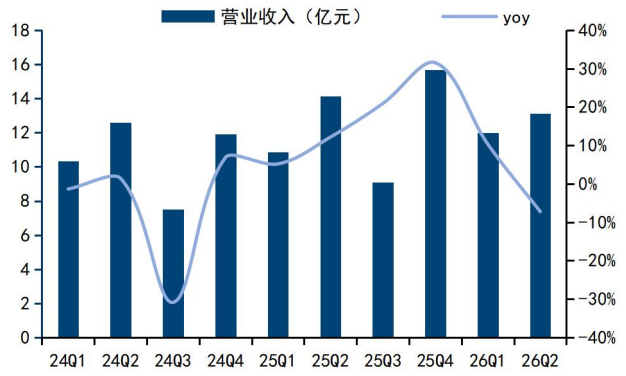
相关研究报告

《水羊股份（300740.SZ）-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》——2026-04-25
《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

人在草木间

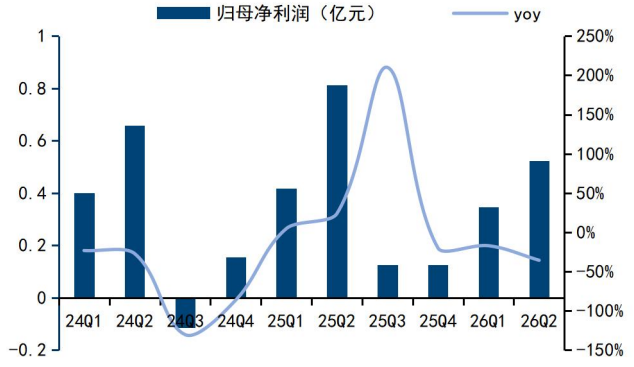
下载日志已记录，仅供内部参考

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



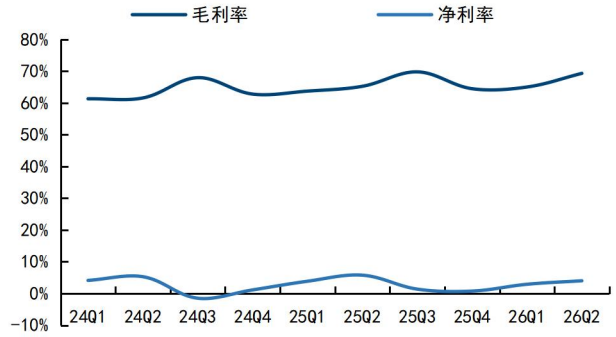
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



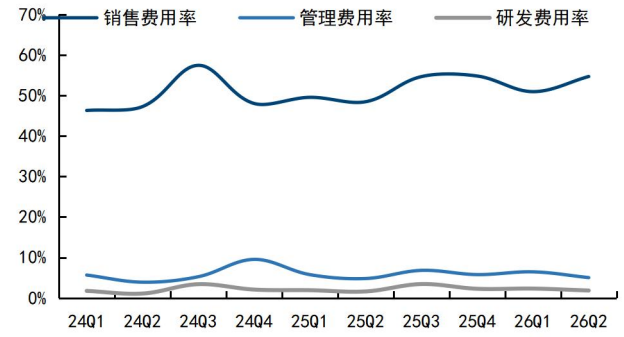
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率及净利率情况



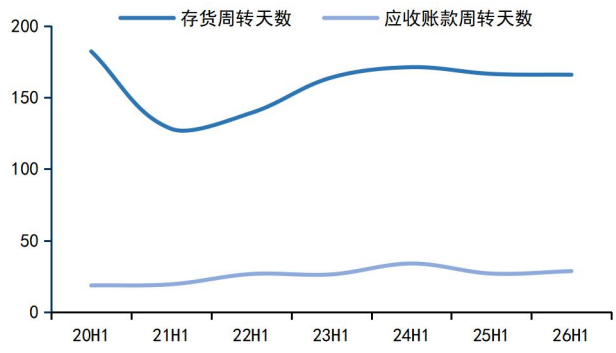
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率情况



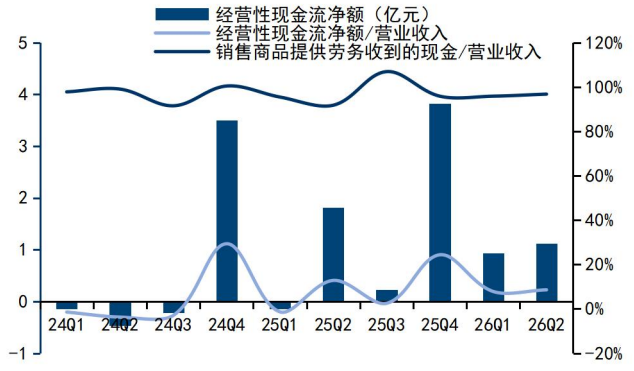
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（2026-8-31）	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	22.83	100	0.38	0.46	0.54	0.59	62.68	49.98	42.56	38.57	6.65	2.49	优于大市
603605.SH	珀莱雅	60.33	239	3.78	4.17	4.68	4.94	18.10	14.48	12.90	12.22	24.39	1.42	优于大市

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	477	679	450	450	450
应收款项	400	465	343	377	402
存货净额	830	752	440	469	497
其他流动资产	316	226	208	230	245
流动资产合计	**2150**	**2258**	**1576**	**1660**	**1729**
固定资产	930	930	1610	2056	2081
无形资产及其他	285	278	267	256	245
投资性房地产	857	941	941	941	941
长期股权投资	28	41	41	41	41
资产总计	**4251**	**4448**	**4435**	**4955**	**5037**
短期借款及交易性金融负债	455	626	718	1102	1044
应付款项	138	144	154	164	174
其他流动负债	310	441	237	258	274
流动负债合计	**903**	**1212**	**1109**	**1525**	**1492**
长期借款及应付债券	1182	923	923	923	923
其他长期负债	72	85	85	85	85
长期负债合计	**1254**	**1008**	**1008**	**1008**	**1008**
负债合计	**2157**	**2220**	**2117**	**2533**	**2500**
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)
股东权益	2097	2230	2320	2424	2540
负债和股东权益总计	**4251**	**4448**	**4435**	**4955**	**5037**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.28	0.38	0.46	0.54	0.59
每股红利	0.18	0.09	0.23	0.27	0.30
每股净资产	5.40	5.72	5.95	6.22	6.51
ROIC	4.44%	5.26%	4%	5%	5%
ROE	5.24%	6.65%	8%	9%	9%
毛利率	63%	66%	67%	68%	68%
EBIT Margin	6%	5%	4%	5%	5%
EBITDA Margin	7%	7%	7%	8%	9%
收入增长	-6%	17%	5%	10%	7%
净利润增长率	-63%	35%	20%	17%	10%
资产负债率	51%	50%	48%	51%	50%
股息率	0.8%	0.4%	1.0%	1.2%	1.3%
P/E	80.6	60.0	50.0	42.6	38.6
P/B	4.2	4.0	3.8	3.7	3.5
EV/EBITDA	37.2	32.2	30.3	25.0	21.7

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4237**	**4977**	**5210**	**5739**	**6120**
营业成本	1567	1716	1700	1843	1971
营业税金及附加	15	20	26	29	31
销售费用	2079	2580	2819	3128	3335
管理费用	261	283	324	338	348
研发费用	82	111	109	115	110
财务费用	69	94	54	67	74
投资收益	(15)	4	0	0	0
资产减值及公允价值变动	37	41	30	26	20
其他收入	(61)	(72)	0	0	0
营业利润	125	148	209	246	271
营业外净收支	0	(0)	0	0	0
利润总额	**125**	**148**	**209**	**246**	**271**
所得税费用	14	(1)	31	37	41
少数股东损益	2	(0)	(0)	(0)	(1)
归属于母公司净利润	**110**	**148**	**178**	**209**	**231**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	110	148	178	209	231
资产减值准备	(17)	16	31	19	7
折旧摊销	63	77	131	172	199
公允价值变动损失	(37)	(41)	(30)	(26)	(20)
财务费用	69	94	54	67	74
营运资本变动	(339)	184	289	(34)	(36)
其它	18	(16)	(31)	(20)	(7)
经营活动现金流	**(203)**	**368**	**568**	**321**	**374**
资本开支	0	(121)	(800)	(600)	(200)
其它投资现金流	132	(6)	0	0	0
投资活动现金流	**124**	**(140)**	**(800)**	**(600)**	**(200)**
权益性融资	1	1	0	0	0
负债净变化	187	(258)	0	0	0
支付股利、利息	(71)	(36)	(89)	(105)	(115)
其它融资现金流	(232)	561	92	384	(59)
融资活动现金流	**2**	**(26)**	**3**	**279**	**(174)**
现金净变动	**(77)**	**202**	**(229)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	554	477	679	450	450
货币资金的期末余额	477	679	450	450	450
企业自由现金流	0	410	(183)	(218)	240
权益自由现金流	0	713	(136)	108	118

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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