

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

优于大市

核心观点

二季度公司业绩加速向好。公司 2025 上半年实现营收 25.00 亿/yoy+9.02%；归母净利润 1.23 亿/yoy+16.54%；扣非归母净利润 1.21 亿/yoy+1.04%。单 Q2 实现营收 14.14 亿/yoy+12.16%；归母净利润 0.81 亿/yoy+23.76%；扣非归母净利润 0.79 亿/yoy+20.27%。公司二季度业绩加速增长，经营持续向好，主要得益于公司聚焦高端品牌建设，品牌结构进一步改善。

分业务看，自有品牌端，2025 年上半年实现收入 10.39 亿，占总营收比重为 41.55%，自有品牌毛利率为 76.83%，同比提升 5.7pct。在高端化与全球化战略推进中，公司持续深化高奢品牌伊菲丹、佩尔赫乔、Revive 的全渠道品牌体系建设，其中，伊菲丹保持良性稳定发展，利润率受益于投放效率提升而大幅提高，同时下半年会加强 Rich 面霜以及臻金线推广；去年底收购的高奢品牌 Revive 并表贡献收入增量，上半年国内收入已超过去年全年；佩尔赫乔聚焦大单品融雪面膜，并不断拓宽品类矩阵；同时御泥坊也大幅减亏。代运营业务端，业务回归正常发展轨道，主动收缩低效品牌，并不断聚焦大宝、美斯蒂克等头部品牌，带动整体利润率稳定提升。

分品类看，2025H1 水乳膏霜实现收入 19.97 亿/yoy+11.70%；面膜实现收入 4.23 亿/yoy+17.96%。分渠道看，公司以线上电商渠道为主，其中，淘系平台实现收入 5.95 亿/yoy+3.63%，抖音平台实现收入 9.98 亿/yoy+16.11%。

盈利能力持续改善，营运能力保持稳定。2025Q2 公司毛利率/净利率分别为 65.27%/5.77%，同比+3.67/0.48pct，高毛利高端品牌占比持续提升叠加经营改善带动毛利率提升。费用率方面，2025Q2 销售/管理/研发费用率分别为 48.47%/4.80%/1.62%，同比分别+1.20/0.90/0.52pct；销售费用率提升主要系线上流量成本增加；管理费用率提升主要系并表 Revive 海外团队，并对其进行调整优化导致投入提升。营运能力和现金流都保持稳定。

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：公司二季度呈现积极增长态势，经营质量持续提升，在高端化战略的深化推进中，自有品牌业务表现强劲，伊菲丹、佩尔赫乔和 Revive 等通过全球拓展强化市场地位并提升盈利能力；同时代运营业务稳步复苏，逐步回归正常发展轨道。考虑到短期公司进一步加大品牌投放，但长期高端美妆品牌持续稳步推进运营，平价品牌御泥坊等也大幅减亏，我们略下调 2025 年并上调 2026-2027 年归母净利润至 2.27/2.96/3.52（原值为 2.33/2.66/2.90 亿，对应 PE 分别为 35/27/23x，维持“优于大市”评级。

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

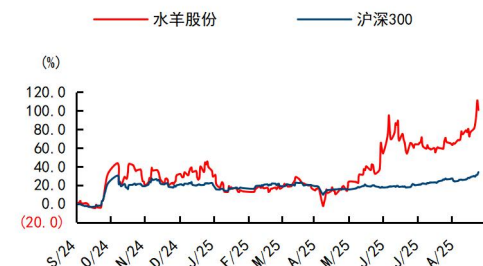
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市（维持）
合理估值	
收盘价	20.52 元
总市值/流通市值	8003/7367 百万元
52 周最高价/最低价	22.36/9.60 元
近 3 个月日均成交额	453.57 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）-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
- 《水羊股份（300740.SZ）-一季度扣非归母净利润同比增长 45%，伊菲丹表现持续亮眼》——2024-04-24
- 《水羊股份（300740.SZ）-2023 年业绩预告增长 124%-156%，品牌运营效益进一步提升》——2024-01-19

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,493	4,237	4,741	4,936	5,049
(+/-%)	-4.9%	-5.7%	11.9%	4.1%	2.3%
净利润(百万元)	294	110	227	296	352
(+/-%)	135.8%	-62.6%	106.6%	30.1%	18.9%
每股收益(元)	0.75	0.28	0.59	0.76	0.91
EBIT Margin	9.6%	5.5%	6.8%	8.4%	9.7%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	5.2%	10.3%	12.5%	13.9%
市盈率 (PE)	27.2	72.5	35.1	27.0	22.7
EV/EBITDA	20.6	34.2	22.1	17.7	14.7
市净率 (PB)	3.85	3.80	3.61	3.38	3.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

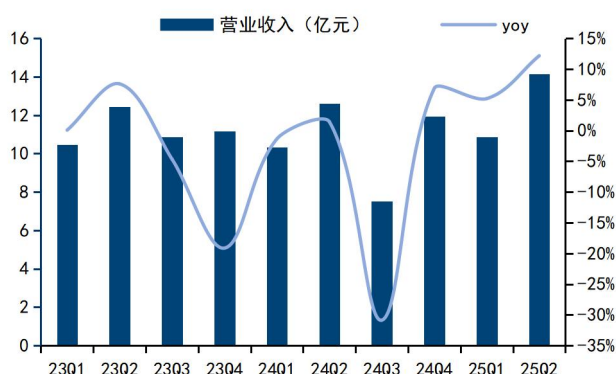
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 2025 年上半年实现营收 25.00 亿/yoy+9.02%；归母净利润 1.23 亿/yoy+16.54%；扣非归母净利润 1.21 亿/yoy+1.04%。单 Q2 实现营收 14.14 亿/yoy+12.16%；归母净利润 0.81 亿/yoy+23.76%；扣非归母净利润 0.79 亿/yoy+20.27%。公司二季度业绩加速增长，经营持续向好，主要得益于公司聚焦高端品牌建设，品牌结构进一步改善。

分业务看，自有品牌端，2025 年上半年实现收入 10.39 亿，占总营收比重为 41.55%，自有品牌毛利率为 76.83%，同比提升 5.7pct。在高端化与全球化战略推进中，公司持续深化高奢品牌伊菲丹、佩尔赫乔、Revive 的全渠道品牌体系建设，其中，伊菲丹保持良性稳定发展，利润率受益于投放效率提升而大幅提高，同时下半年会加强 Rich 面霜以及臻金线推广；去年底收购的高奢品牌 Revive 并表贡献收入增量，上半年国内收入已超过去年全年；佩尔赫乔聚焦大单品融雪面膜，并不断拓宽品类矩阵；同时御泥坊也大幅减亏。代运营业务端，业务回归正常发展轨道，主动收缩低效品牌，并不断聚焦大宝、美斯蒂克等头部品牌，带动整体利润率稳定提升。

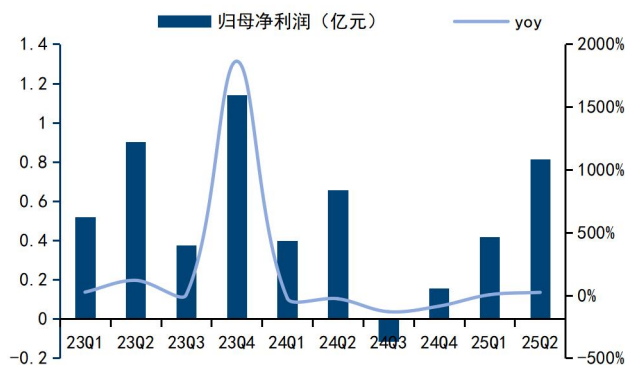
分品类看，水乳膏霜实现收入 19.97 亿/yoy+11.70%；面膜实现收入 4.23 亿/yoy+17.96%。分渠道看，公司以线上电商渠道为主。其中，淘系平台实现收入 5.95 亿/yoy+3.63%，抖音平台实现收入 9.98 亿/yoy+16.11%。

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

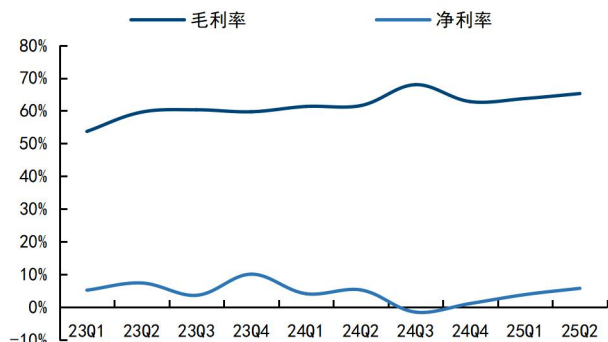
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

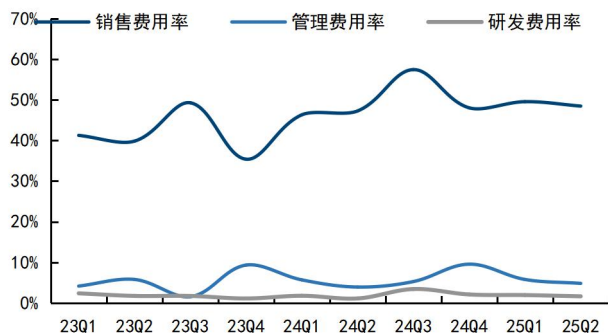
盈利能力方面，2025Q2 公司毛利率/净利率分别为 65.27%/5.77%，同比+3.67/0.48pct，高毛利高端品牌占比持续提升叠加经营改善带动毛利率提升。**费用率方面**，2025Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 48.47%/4.80%/1.62%，同比分别+1.20/0.90/0.52pct；销售费用率提升主要系线上流量成本增加；管理费用率提升主要系并表 Revive 海外团队，并对其进行调整优化导致投入提升。

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

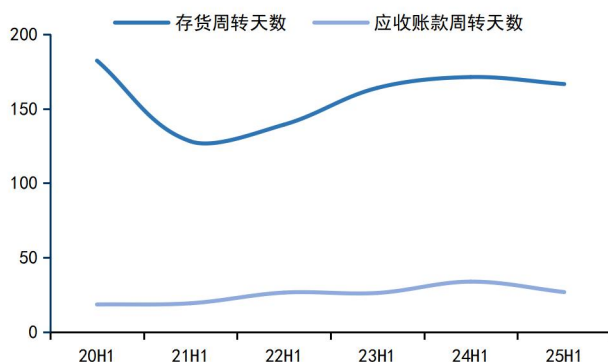
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

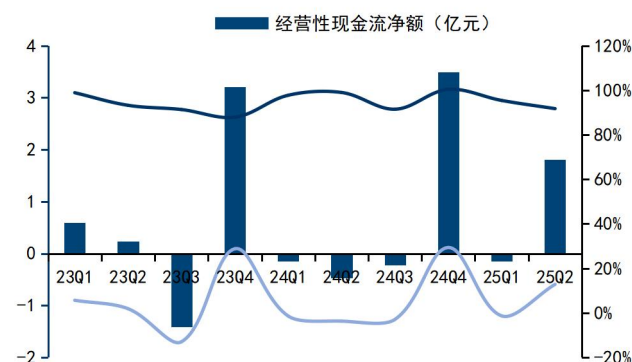
营运能力方面，2025Q2 存货周转天数为 167 天，同比减少 5 天；应收账款周转天数为 27 天，同比减少 7 天。**现金流方面**，公司 2025Q2 经营性现金流净额为 1.81 亿，去年同期为-0.47 亿，主要系公司盈利能力提升及精细化管理下对采购计划的合理制定。

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

投资建议：

公司二季度呈现积极增长态势，经营质量持续提升，在高端化战略的深化推进中，自有品牌业务表现强劲，伊菲丹、佩尔赫乔和 Revive 等通过全球拓展强化市场地位并提升盈利能力；同时代运营业务稳步复苏，逐步回归正常发常轨道。考虑到短期公司进一步加大品牌投放，但长期高端美妆品牌持续稳步推进运营，平价品牌御泥坊等也大幅减亏，我们略下调 2025 年并上调 2026-2027 年归母净利润至 2.27/2.96/3.52（原值为 2.33/2.66/2.90 亿，对应 PE 分别为 35/27/23x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-08-22)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
300740.SZ	水羊股份	20.52	80	0.28	0.59	0.76	0.91	46.69	35.07	26.95	22.66	5.24	0.33	优于大市
600315.SH	上海家化	25.74	173	-1.24	0.64	0.75	0.86	-13.64	39.94	34.32	29.78	-12.45	0.26	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	554	477	450	450	450	营业收入	4493	4237	4741	4936	5049
应收款项	466	400	312	325	332	营业成本	1868	1567	1637	1664	1651
存货净额	795	830	421	418	407	营业税金及附加	23	15	19	20	20
其他流动资产	240	316	190	197	202	销售费用	1858	2079	2375	2483	2550
流动资产合计	2315	2150	1501	1518	1519	管理费用	235	261	286	263	249
固定资产	859	930	1599	2035	2044	研发费用	77	82	100	94	91
无形资产及其他	260	285	274	262	251	财务费用	65	69	60	66	69
投资性房地产	660	857	857	857	857	投资收益	16	(15)	0	0	0
长期股权投资	20	28	28	28	28	资产减值及公允价值变动	26	37	7	7	0
资产总计	4115	4251	4259	4701	4700	其他收入	(63)	(61)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	467	455	439	728	552	营业利润	347	125	272	353	420
应付款项	280	138	147	146	142	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	299	310	209	213	214	利润总额	347	125	272	353	420
流动负债合计	1046	903	796	1087	908	所得税费用	48	14	41	53	63
长期借款及应付债券	972	1182	1182	1182	1182	少数股东损益	5	2	4	5	6
其他长期负债	22	72	72	72	72	归属于母公司净利润	294	110	227	296	352
长期负债合计	994	1254	1254	1254	1254	现金流量表（百万元）					
负债合计	2040	2157	2050	2341	2161	净利润	294	110	227	296	352
少数股东权益	(1)	(2)	(0)	2	5	资产减值准备	26	(17)	20	12	4
股东权益	2076	2097	2210	2358	2534	折旧摊销	55	63	130	170	198
负债和股东权益总计	4115	4251	4259	4701	4700	公允价值变动损失	(26)	(37)	(7)	(7)	0
关键财务与估值指标						财务费用	65	69	60	66	69
每股收益	0.75	0.28	0.59	0.76	0.91	营运资本变动	(274)	(339)	551	(2)	(0)
每股红利	0.19	0.18	0.29	0.38	0.45	其它	(22)	18	(18)	(10)	(1)
每股净资产	5.33	5.40	5.69	6.07	6.52	经营活动现金流	53	(203)	903	459	552
ROIC	10.50%	4.44%	6%	8%	9%	资本开支	0	(148)	(800)	(600)	(200)
ROE	14.17%	5.24%	10%	13%	14%	其它投资现金流	(161)	132	0	0	0
毛利率	58%	63%	65%	66%	67%	投资活动现金流	(161)	(25)	(800)	(600)	(200)
EBIT Margin	10%	6%	7%	8%	10%	权益性融资	6	2	0	0	0
EBITDA Margin	11%	7%	10%	12%	14%	负债净变化	(85)	187	0	0	0
收入增长	-5%	-6%	12%	4%	2%	支付股利、利息	(76)	(71)	(114)	(148)	(176)
净利润增长率	136%	-63%	107%	30%	19%	其它融资现金流	630	(85)	(16)	289	(176)
资产负债率	50%	51%	48%	50%	46%	融资活动现金流	316	150	(130)	141	(352)
股息率	0.9%	0.9%	1.4%	1.9%	2.2%	现金净变动	208	(77)	(27)	0	0
P/E	27.2	72.5	35.1	27.0	22.7	货币资金的期初余额	346	554	477	450	450
P/B	3.9	3.8	3.6	3.4	3.1	货币资金的期末余额	554	477	450	450	450
EV/EBITDA	20.6	34.2	22.1	17.7	14.7	企业自由现金流	0	(217)	156	(81)	413
						权益自由现金流	0	(115)	90	151	179

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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