

水羊股份（300740.SZ） 全球化布局投入增加，品牌结构持续改善

2026 年 09 月 01 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

初敏（分析师）

程婧雅（分析师）

huangzpeng@kysec.cn

chumin@kysec.cn

chengjingya@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

证书编号: S0790522080008

证书编号: S0790525070010

● 加大高端品牌投入，2026H1 整体业绩承压

2026H1: 公司实现营收 25.1 亿元, yoy+0.4%, 归母净利 8710 万元, yoy-29.4%; 扣非归母净利 8327 万元, yoy-31%; **2026Q2:** 公司实现营收 13 亿元, yoy-7.2%, 归母净利 5239 万元, yoy-35.6%, 扣非归母净利 4796 万元, yoy-39.6%。2026H1 经营性现金流 2.1 亿元/yoy+24%, 主要系应收账款、应付账款管理优化、营运资本管理效率提升。公司持续加大高端品牌的品牌、研发、市场等长期投入, 同时战略性收缩自主大众品牌, CP 品牌矩阵亦调整优化, 推动品牌结构进一步改善。我们维持盈利预测不变, 预计 2026-2028 年归母净利 2.2/2.9/3.6 亿元, yoy+47.8%/+30.4%/+24.9%, 当前股价对应 PE 40.8/31.3/25.1 倍。公司高奢美妆品牌集团定位不断夯实, 阶段性费用投入将助力长期成长, 维持“买入”评级。

● 自有品牌占比持续提升带动毛利率改善，高奢品牌全球线下布局持续深化

自有品牌: 2026H1 营收 11.5 亿元/yoy+10.6%，占收入比重 45.75%，相比 2025 年全年比重提升 3.64pct，毛利率 78.8%，yoy+1.98pct。品牌结构进一步改善，带动公司毛利率显著提升。2026Q2 公司毛利率 69.3%，yoy+4.08pct/环比+4.3pct。

EDB: 超级 CP 组合 2026H1 业绩稳增长，线上有节奏地降低头部主播占比，线下 2026H1 新开 9 家直营门店，全国已经开设 30 余家正式直营门店，公司预计 2026 年中国区拓展至 40-45 家，品牌全球网点共 600 余家，美国市场已布局 9 家高端酒店及 SPA 门店。**PA:** 2026H1 推出 3D 抗衰精华等 5 款新品，公司预计 2027 年迎来品牌全面升级。**RV:** 全球市场持续深化高奢布局，新拓展免税渠道快速增长；SKP、DFS 两大亚洲高奢零售商开设新柜台，北美市场拓展高奢 SPA 渠道。**大众线自主品牌（御泥坊、大水滴、小迷糊等）:** 战略性收缩市场投入，缩减亏损幅度。

● 全球化布局投入增加，全球化组织架构稳步推进

2026Q2/2026H1 净利率 4%/3.5%, yoy-1.76pct/-1.46pct。(1)销售费用率: 2026H1 为 52.9%, yoy+3.97pct。高端及高奢品牌处于建设阶段, 新品宣发、品牌升级、全球化布局投入增加。(2)研发费用率: 2026H1 为 2.1%, yoy+0.32pct, 占自有品牌营收比重为 4.52%。(3)管理费用率: 2026H1 为 5.7%, yoy+0.49pct, 主要源于全球化组织架构推进、海内外人才及研发人才招聘投入, 以及员工持股计划股份支付摊销。(4)财务费用率: 2026H1 为 1.3%, yoy-0.27pct。

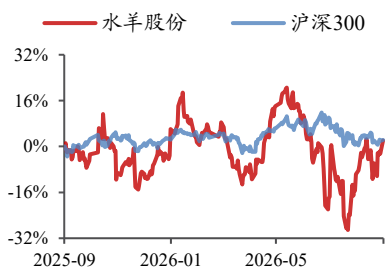
● **风险提示：**行业竞争加剧；收购品牌培育不及预期；新品研发不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,237	4,977	5,726	6,485	7,246
YOY(%)	-5.7	17.5	15.0	13.3	11.7
归母净利润(百万元)	110	148	219	286	357
YOY(%)	-62.6	34.9	47.8	30.4	24.9
毛利率(%)	63.0	65.5	66.3	66.6	67.0
净利率(%)	2.6	3.0	3.8	4.4	4.9
ROE(%)	5.3	6.6	9.0	10.6	11.7
EPS(摊薄/元)	0.28	0.38	0.56	0.73	0.91
P/E(倍)	81.4	60.4	40.8	31.3	25.1
P/B(倍)	4.5	4.1	3.8	3.4	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《加大费用投入赋能长期发展，高端赛道竞争优势凸显—公司信息更新报告》-2026.4.28

《战略性投入致利润修复放缓，长期
增长势能充足—公司信息更新报告》
-2025.11.1

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2150	2258	2874	2879	3462	营业收入	4237	4977	5726	6485	7246
现金	477	679	781	885	989	营业成本	1567	1716	1932	2165	2392
应收票据及应收账款	352	414	530	546	634	营业税金及附加	15	20	23	26	29
其他应收款	47	51	62	66	77	营业费用	2079	2580	2983	3365	3753
预付账款	202	145	254	197	307	管理费用	261	283	321	357	391
存货	830	752	1029	968	1239	研发费用	82	111	126	136	152
其他流动资产	242	217	217	217	217	财务费用	69	94	64	79	86
非流动资产	2101	2190	2338	2491	2616	资产减值损失	-37	-35	-47	-52	-56
长期投资	28	41	53	66	80	其他收益	7	11	14	14	11
固定资产	918	914	983	1070	1157	公允价值变动收益	0	7	5	-1	3
无形资产	285	278	313	356	371	投资净收益	-15	4	1	1	-2
其他非流动资产	869	958	989	1000	1009	资产处置收益	0	0	1	1	1
资产总计	4251	4448	5212	5370	6078	营业利润	125	148	244	315	387
流动负债	903	1212	1889	1917	2441	营业外收入	6	2	3	3	4
短期借款	353	314	1028	1056	1481	营业外支出	6	2	3	3	3
应付票据及应付账款	138	144	311	151	327	利润总额	125	148	244	315	387
其他流动负债	412	754	550	710	633	所得税	14	-1	24	27	28
非流动负债	1254	1008	874	736	575	净利润	112	148	220	288	359
长期借款	1182	923	788	650	490	少数股东损益	2	-0	1	2	2
其他非流动负债	72	85	85	85	85	归属母公司净利润	110	148	219	286	357
负债合计	2157	2220	2763	2653	3016	EBITDA	309	292	370	467	542
少数股东权益	-2	-2	-1	1	3	EPS(元)	0.28	0.38	0.56	0.73	0.91
股本	388	390	390	390	390	主要财务比率					
资本公积	444	465	465	465	465	成长能力					
留存收益	1224	1372	1567	1838	2182	营业收入(%)	-5.7	17.5	15.0	13.3	11.7
归属母公司股东权益	2097	2230	2450	2716	3058	营业利润(%)	-64.0	18.2	65.4	29.1	22.9
负债和股东权益	4251	4448	5212	5370	6078	归属于母公司净利润(%)	-62.6	34.9	47.8	30.4	24.9
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	266	571	-80	537	137	毛利率(%)	63.0	65.5	66.3	66.6	67.0
净利润	112	148	220	288	359	净利率(%)	2.6	3.0	3.8	4.4	4.9
折旧摊销	99	85	78	89	86	ROE(%)	5.3	6.6	9.0	10.6	11.7
财务费用	69	94	64	79	86	ROIC(%)	5.0	5.5	5.9	7.5	8.0
投资损失	15	-4	-1	-1	2	偿债能力					
营运资金变动	-14	241	-442	78	-404	资产负债率(%)	50.7	49.9	53.0	49.4	49.6
其他经营现金流	-15	7	1	5	8	净负债比率(%)	55.5	39.1	50.4	38.1	39.5
投资活动现金流	-335	-141	-219	-240	-209	流动比率	2.4	1.9	1.5	1.5	1.4
资本支出	278	69	212	230	197	速动比率	1.1	1.1	0.8	0.9	0.8
长期投资	126	-70	-13	-13	-14	营运能力					
其他投资现金流	-183	-2	6	2	1	总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
筹资活动现金流	31	-261	-314	-221	-249	应收账款周转率	11.3	13.1	12.2	12.2	12.5
短期借款	121	-39	715	28	425	应付账款周转率	7.9	12.8	9.0	9.9	10.6
长期借款	210	-259	-134	-138	-161	每股指标(元)					
普通股增加	-1	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.38	0.56	0.73	0.91
资本公积增加	-51	22	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	1.46	-0.20	1.37	0.35
其他筹资现金流	-248	14	-895	-111	-513	每股净资产(最新摊薄)	5.12	5.53	6.09	6.77	7.64
现金净增加额	-37	165	-613	76	-321	估值比率					
						P/E	81.4	60.4	40.8	31.3	25.1
						P/B	4.5	4.1	3.8	3.4	3.0
						EV/EBITDA	32.2	33.0	27.1	21.0	18.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn