

2025年08月22日

上海家化 (600315)

—— Q2 业绩超预期，新品&线上动能加速释放

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

市场数据： 2025年08月21日

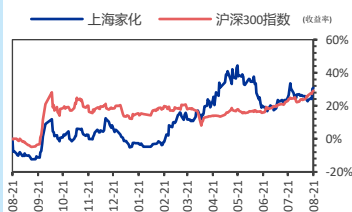
收盘价(元)	23.40
一年内最高/最低(元)	26.87/13.67
市净率	2.3
股息率(分红/股价)	0.13
流通A股市值(百万元)	15,730
上证指数/深证成指	3,771.10/11,919.76

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日

每股净资产(元)	10.37
资产负债率%	33.84
总股本/流通A股(百万)	672/672
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
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com

联系人

王盼
(8621)23297818x
wangpan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司发布 2025 年半年报，业绩超预期。** 1) **整体情况**：25H1 营收 34.8 亿元，同比增长 4.7%；归母净利润 2.7 亿元，同比增长 11.7%；扣非归母净利润 2.2 亿元，同比下降 5.9%； 2) **单 Q2 表现**：25Q2 营收 17.7 亿元，同比增长 25.4%；归母净利润 0.5 亿元，同比增长 367.1%；扣非归母净利润 0.3 亿元，同比增长 150.1%； 3) **分红预案**：每 10 股派 0.39 元(含税)，现金分红 2596.6 万元，分红比例 10%。
- **盈利能力优化，研发投入提升。** 1) **盈利能力**：25H1 毛利率 63.4% (yoy+2.2pct)，净利率 7.6% (yoy+0.5pct)； 2) **费用率**：销售费用率 43.9% (yoy+0.4pct)，管理费用率 8.1% (yoy+0.5pct)，研发费用率 2.5% (yoy+0.4pct)。
- **美妆业务拉动增长，核心品牌表现突出，分事业部看**： 1) **25H1 个护事业部**实现收入 15.7 亿元，占比 45%；新品六神驱蚊蛋登天驱蚊水热销榜 Top1，25 全年目标达到 1 亿 GMV，带动线上花露水品类市场份额提升 3 个百分点； 2) **25H1 美妆事业部**实现收入 8.2 亿元，占比 23.6%；全渠道收入同比增长 55.7%，玉泽收入呈两位数增长且季度加速，抖音自播间 GMV 同比增长 100%+；佰草集突破性增长，面部护肤品类市场份额提升 19 位，大白泥单品持续领跑相关榜单； 3) **25H1 创新事业部**实现收入约 4 亿元，占比 11.5%； 4) 25H1 海外子公司等实现收入 7 亿元，占比 20%。
- **渠道布局持续优化，分渠道看**： 1) **线上**：25H1 收入线上占比 44.2%，国内线上渠道表现亮眼，同比提升 34.64%，抖音自播体系完善 + 达播标杆带动增长，618 大促已验证链路，618 公司主要品牌实现线上全渠道双位数增长(如玉泽 GMV 增 20%、佰草集增 50%)； 2) **线下**：25H1 收入线下占比 55.8%，线下新增 40 个成长型渠道经销商，开拓终端 4.1 万家，全国县城以上覆盖率提升至 92%；供应链端，物流履约时长下降 1/4，线上 24 小时订单揽收率达 97.4%，全链路效率提升。
- **公司是国内老牌美容日化企业，持续深化“四聚焦”战略，已构建起品牌、渠道、供应链协同发力的增长框架。**下半年随着核心品牌势能释放 + 线上渠道突破 + 供应链效率提升，有望持续释放核心品类与渠道的增长潜力，战略价值持续兑现实现利润转正。我们维持盈利预测，预计 25-27 年实现归母净利润 3.18 亿元/3.79 亿元/4.64 亿元，对应 25-27 年 PE 为 50/41/34 倍，维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧，新品销量不及预期，核心技术人员流失，海外收入受汇率波动影响。上市公司于 6 月公告《关于上海家化联合股份有限公司 2024 年年度报告的信息披露监管问询函》《关于上海家化联合股份有限公司员工持股计划事项的监管工作函》及公司回复相关公告，请投资者注意相关风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,679	3,478	6,276	7,152	8,387
同比增长率(%)	-13.9	4.8	10.5	13.9	17.3
归母净利润(百万元)	-833	266	318	379	464
同比增长率(%)	-266.6	11.7	-	19.4	22.4
每股收益(元/股)	-1.24	0.40	0.47	0.56	0.69
毛利率(%)	57.6	63.4	59.1	59.8	60.5
ROE(%)	-12.4	3.8	4.5	5.1	5.9
市盈率	-19		50	41	34

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,598	5,679	6,276	7,152	8,387
其中：营业收入	6,598	5,679	6,276	7,152	8,387
减：营业成本	2,707	2,408	2,565	2,872	3,313
减：税金及附加	46	43	47	54	63
主营业务利润	3,845	3,228	3,664	4,226	5,011
减：销售费用	2,770	2,652	2,762	3,182	3,774
减：管理费用	616	610	439	501	587
减：研发费用	147	151	151	179	210
减：财务费用	5	31	51	47	19
经营性利润	307	-216	261	317	421
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-29	18	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-35	-609	-20	0	0
加：投资收益及其他	201	31	76	60	39
营业利润	556	-860	317	378	461
加：营业外净收入	7	30	30	30	30
利润总额	563	-830	348	408	491
减：所得税	63	3	30	29	27
净利润	500	-833	318	379	464
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	500	-833	318	379	464

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

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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

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。