

2025年08月23日

2025Q2 持续深化战略调整，业绩扭亏为盈

上海家化(600315)

评级:	买入	股票代码:	600315
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	26.87/13.67
目标价格:		总市值(亿)	173.03
最新收盘价:	25.74	自由流通市值(亿)	173.03
		自由流通股数(百万)	672.23

事件概述

公司发布2025年中报，2025H1公司实现营收34.78亿元，同比上升4.75%；归母净利润2.66亿元，同比上升11.66%；扣非后净利润为2.21亿元，同比下滑5.89%（公司非经主要是持有的金融资产和负债产生的公允价值变动损益以及处置金融资产和金融负债产生的损益）。2025Q2公司实现营收17.75亿元，同比上升25.39%；实现归母净利润0.49亿元，同比上升367.09%；扣非后归母净利润为0.29亿元，同比上升150.06%。分红方面，拟每股派现0.039元（含税），合计派发现金红利约0.30亿元，分红率9.77%。

分析判断:

► 收入端：战略调整持续深化，线上表现抢眼

2025H1公司（1）聚焦核心品牌，重点实施①细分品类突破，在核心品牌精选优势品类、锚定细分赛道，不断提升细分市场占有，建立深度用户心智认知和创造可持续的用户价值；②打造潜力新品如六神驱蚊蛋系列，玉泽干敏霜&油敏霜、佰草集大白泥面膜，同时培育潜力单品如六神香氛沐浴露、高夫、启初品牌的明星单品或产品线。（2）聚焦品牌建设。六神签约明星代言人、增加梯媒曝光量、联名宝可梦IP开展合作，并创新打造“逢六必爽节”品牌专属节日营销活动；玉泽采用多元式驱动品牌声量，从F1跨界到母亲节特别企划，破圈营销深入人心；佰草集通过产品特征升级与文化联名，成功重塑经典“大白泥”系列，同时深化消费者使用场景教育，有效提升客单价与用户复购率；高夫战略转型青少年控油祛痘市场，推出创新洁面中产品，线上渠道销售占比快速提升；启初聚焦婴幼儿肌肤修复领域，创新研发青蒿面霜系列产品，迅速占领湿疹护理心智，通过差异化产品定位成功突破客单价瓶颈。（3）聚焦线上渠道。公司聚焦线上渠道，着力突破抖音商业模式，电商组织持续优化，进一步提升线上运营能力，其中第二季度国内线上渠道同比提升34.64%。

具体分产品看，2025Q2个护/美妆/创新/海外分别实现收入7.98/4.18/2.03/3.55亿元，同比+42.4%/+55.7%/-1.4%/-6.0%。2025Q2个护/美妆/创新/海外ASP分别为10.26/43.24/17.24/16.23元/支，分别同比+3.20%/+3.01%/+10.79%/+5.95%。

► 利润端：收入规模提升致费率同比下降，盈利同比提升

2025Q2公司毛利率为63.34%（同比+5.09pct）。期间费率58.12%（同比-5.37pct），具体管理费率8.24%（同比-0.75pct）、销售费率47.15%（同比-4.62pct）、财务费率0.04%（同比-0.30pct）（系①借款本金及利率同比下降导致利息支出同比减少，②受外汇波动影响，本期汇兑损失同比下降）；研发费率2.69%（同比+0.30pct）（系本期创新工艺设计等项目的研发费用投入同比增加）。综合作用下2025Q2净利率达到2.74%（同比+4.03pct）。

投资建议

2025H1公司持续深化战略调整与改革，局部改革效果显现，线上增长表现抢眼同时核心品牌逐步发力。我们看好公司渠道、组织架构调整后带来的业绩释放，我们维持盈利预测，预计2025-2027年公司收入为61.99/67.63/73.15亿元，归母净利润为3.63/4.58/5.33亿元，EPS 0.54/0.68/0.79元。对应2025年8月22日25.74元/股收盘价，PE分别为48/38/32倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 宏观经济景气度不及预期, 2) 行业竞争加剧, 3) 公司经营改善不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,598	5,679	6,199	6,763	7,315
YoY (%)	-7.2%	-13.9%	9.2%	9.1%	8.2%
归母净利润(百万元)	500	-833	363	458	533
YoY (%)	5.9%	-266.6%	143.6%	26.1%	16.5%
毛利率 (%)	59.0%	57.6%	58.1%	58.7%	59.3%
每股收益 (元)	0.75	-1.24	0.54	0.68	0.79
ROE	6.5%	-12.4%	5.1%	6.1%	6.7%
市盈率	34.32	-20.76	47.66	37.79	32.43

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,679	6,199	6,763	7,315	净利润	-833	363	458	533
YoY (%)	-13.9%	9.2%	9.1%	8.2%	折旧和摊销	222	205	211	218
营业成本	2,408	2,595	2,790	2,974	营运资金变动	137	-26	-67	-71
营业税金及附加	43	44	49	53	经营活动现金流	273	525	569	644
销售费用	2,652	2,542	2,759	2,977	资本开支	-93	-48	-44	-41
管理费用	610	490	521	571	投资	-98	-50	-50	-50
财务费用	31	-9	-13	-14	投资活动现金流	-106	-413	-104	-101
研发费用	151	155	169	183	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-609	0	0	0	债务募资	-215	87	-376	-208
投资收益	-51	0	0	0	筹资活动现金流	-545	99	-402	-237
营业利润	-860	383	488	572	现金净流量	-387	204	63	306
营业外收支	30	33	36	39					
利润总额	-830	416	524	611	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	3	52	66	77	成长能力 (%)				
净利润	-833	363	458	533	营业收入增长率	-13.9%	9.2%	9.1%	8.2%
归属于母公司净利润	-833	363	458	533	净利润增长率	-266.6%	143.6%	26.1%	16.5%
YoY (%)	-266.6%	143.6%	26.1%	16.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	-1.24	0.54	0.68	0.79	毛利率	57.6%	58.1%	58.7%	59.3%
					净利率	-14.7%	5.9%	6.8%	7.3%
					总资产收益率 ROA	-7.7%	3.5%	4.3%	4.8%
					净资产收益率 ROE	-12.4%	5.1%	6.1%	6.7%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力 (%)				
货币资金	550	754	817	1,124	流动比率	1.96	2.44	2.41	2.49
预付款项	62	65	70	74	速动比率	1.46	1.79	1.74	1.80
存货	673	735	790	843	现金比率	0.21	0.32	0.33	0.42
其他流动资产	3,977	4,135	4,359	4,582	资产负债率	32.7%	33.0%	30.4%	28.7%
流动资产合计	5,262	5,690	6,037	6,622	经营效率 (%)				
长期股权投资	256	256	256	256	总资产周转率	0.52	0.60	0.63	0.66
固定资产	751	708	659	606	每股指标 (元)				
无形资产	768	714	658	601	每股收益	-1.24	0.54	0.68	0.79
非流动资产合计	4,683	4,860	4,738	4,610	每股净资产	9.95	10.52	11.16	11.92
资产合计	9,944	10,549	10,775	11,233	每股经营现金流	0.41	0.78	0.85	0.96
短期借款	49	52	55	58	每股股利	0.03	0.03	0.03	0.04
应付账款及票据	500	577	620	661	估值分析				
其他流动负债	2,134	1,701	1,825	1,942	PE	-20.76	47.66	37.79	32.43
流动负债合计	2,682	2,330	2,500	2,661	PB	1.70	2.45	2.31	2.16
长期借款	0	590	211	0					
其他长期负债	570	561	561	561					
非流动负债合计	570	1,151	771	561					
负债合计	3,253	3,480	3,271	3,222					
股本	672	672	672	672					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	6,692	7,069	7,504	8,011					
负债和股东权益合计	9,944	10,549	10,775	11,233					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。