

上海家化（600315.SH）

改革调整成效显著，新品迭出持续推进健康发展

优于大市

核心观点

公司调整成效持续显现。公司 2025 年上半年实现营收 34.78 亿/yoy+4.75%；归母净利润 2.66 亿/yoy+11.66%；单 Q2 实现营收 17.75 亿/yoy+25.4%，归母净利润 0.49 亿，实现扭亏为盈。分业务看，上半年国内业务实现突破性增长，单二季度营收同比增长 36.8%，其中美妆业务营收增速 55.7%，国内线上整体营收增长 34.6%。海外业务上半年实现营收 7.03 亿/yoy-1.8%，利润端亏损近 3200 万，其中二季度受美国关税政策影响，导致单二季度营收同比下降 6.2%至 3.55 亿，对利润影响约 2800 万。

分品牌来看，六神由于发货节奏错期单二季度快速增长，同时上半年新品驱蚊系列 2.0 版有望成为上市首年破亿单品；佰草集上半年依托大单品大白泥实现 50%营收增长，其中单二季度增速接近翻倍，未来定位将聚焦中医中草药古方与现代科技的结合，8 月底有望推出新产品线并官宣新代言人夯实品牌定位；美加净下半年将聚焦手霜赛道，8 月底上线秦岭蜂胶修复香氛手霜，含 99% 纯度秦岭蜂胶，将面护级滋润技术应用于手部，逐步明确品牌心智。

盈利能力持续改善。2025Q2 毛利率 63.34%/yoy+5.09pct，毛利率提升主要系高毛利的美妆品类和线上自营渠道占比提升，以及供应链通过包材成本优化、物流效率提升等方式实现降本增效。费用率方面，2025Q2 销售/管理/研发费用率分别为 47.15%/8.24%/2.69%，同比分别-4.6/-0.75/+0.30pct，经营效率提升带动整体费用率下降。

营运能力方面，公司 2025 年上半年存货周转天数 114 天，同比增加 9 天。应收账款周转天数为 62 天，同比持平。现金流方面，公司 2025Q2 经营性现金流净额为 0.67 亿，去年同期为-0.82 亿，主要由于公司经营改善。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：自去年公司管理层换届后调整转型持续推进，围绕“聚焦核心品牌、聚焦品牌建设、聚焦线上渠道、聚焦效率”四大战略进行深度改革，品牌焕新、产品创新和渠道变革共同驱动了公司二季度业绩的强劲反弹，核心业务清晰的向上拐点和健康的经营质量为长期发展奠定了坚实基础。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润至 4.33/5.04/5.81 亿元，对应 PE 分别为 40/34/30x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,598	5,679	6,258	6,827	7,373
(+/-%)	-7.2%	-13.9%	10.2%	9.1%	8.0%
净利润(百万元)	500	-833	433	504	581
(+/-%)	5.9%	-266.6%	-152.0%	16.4%	15.2%
每股收益(元)	0.74	-1.24	0.64	0.75	0.86
EBIT Margin	6.9%	-0.6%	5.5%	6.7%	7.3%
净资产收益率(ROE)	6.5%	-12.4%	6.2%	7.0%	7.6%
市盈率(PE)	34.8	-20.8	39.9	34.3	29.8
EV/EBITDA	33.8	143.8	41.4	33.0	28.8
市净率(PB)	2.26	2.59	2.49	2.39	2.28

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：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

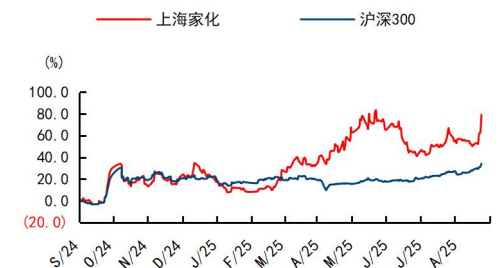
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.74 元
总市值/流通市值	17303/17303 百万元
52 周最高价/最低价	26.87/13.67 元
近 3 个月日均成交额	254.82 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

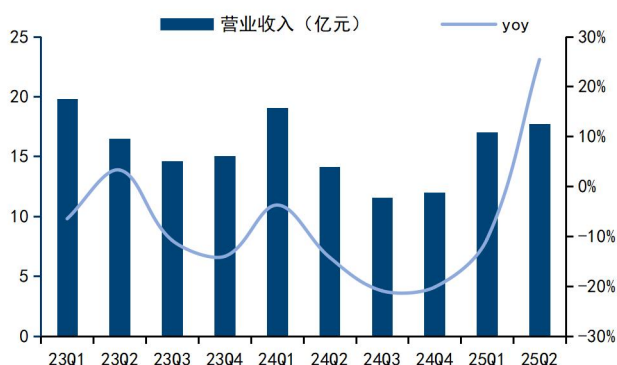
相关研究报告

- 《上海家化（600315.SH）——一季度业绩降幅收窄，员工持股绑定核心管理层》——2025-04-28
- 《上海家化（600315.SH）——战略调整致业绩阶段性承压，静待后续转型成效落地》——2024-10-30
- 《上海家化（600315.SH）——上半年营收同比下滑 8.5%，期待新管理新气象》——2024-08-22
- 《上海家化（600315.SH）——2023 年受多因素影响业绩承压，战略转型有望激发经营活力》——2024-03-18
- 《上海家化（600315.SH）——三季度业绩有所承压，组织架构调整有望激发经营活力》——2023-10-26

公司 2025 年上半年实现营收 34.78 亿/yoy+4.75%；归母净利润 2.66 亿/yoy+11.66%；单 Q2 实现营收 17.75 亿/yoy+25.4%，归母净利润 0.49 亿，实现扭亏为盈。其中分业务看，2025 年上半年国内业务实现突破性增长，二季度营收同比增长 36.8%，其中美妆业务营收 yoy+55.7%，国内品牌线上整体营收 yoy+34.6%。海外业务上半年实现营收 7.03 亿/yoy-1.8%，利润端亏损近 3200 万。其中二季度受美国关税政策影响，美国业务销量减少，导致单二季度营收同比下降 6.2%至 3.55 亿，对利润影响约 2800 万。

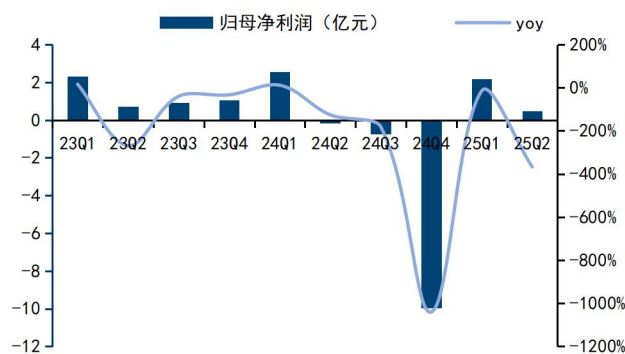
分品牌来看，六神由于发货节奏错期单二季度快速增长，同时上半年新品驱蚊系列 2.0 版有望成为上市首年破亿单品；佰草集上半年依托大单品大白泥实现 50% 营收增长，其中单二季度增速接近翻倍，未来定位将聚焦中医中草药古方与现代科技的结合，8 月底有望推出新产品线并官宣新代言人夯实品牌定位；美加净下半年将聚焦手霜赛道，8 月底上线秦岭蜂胶修复香氛手霜，含 99% 纯度秦岭蜂胶，将面护级滋润技术应用于手部，逐步明确品牌心智。

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

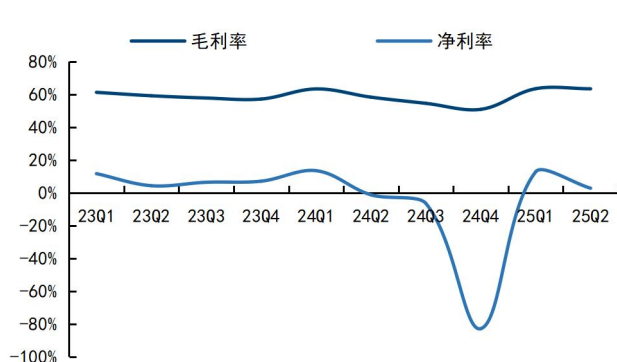
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

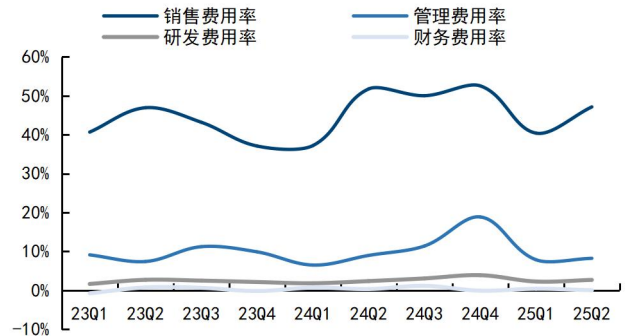
盈利能力方面，2025Q2 毛利率 63.34%/yoy+5.09pct。毛利率提升主要系高毛利的美妆品类和线上自营渠道占比提升，以及供应链通过包材成本优化、物流效率提升等方式实现降本增效。费用率方面，2025Q2 销售/管理/研发费用率分别为 47.15%/8.24%/2.69%，同比分别-4.6/-0.75/+0.30pct，经营效率提升带动整体费用率下降。

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

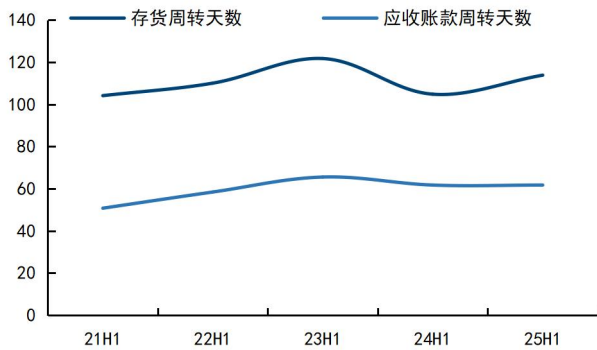
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

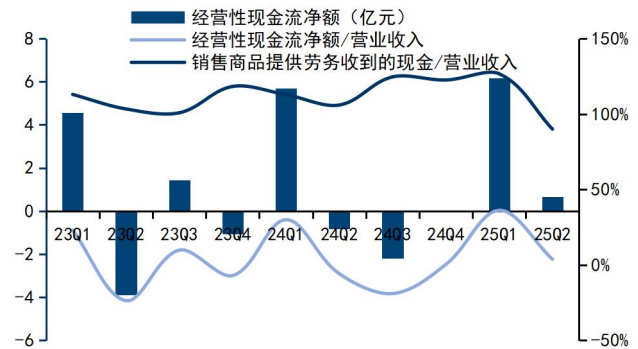
营运能力方面，营运能力方面，公司 2025 年上半年存货周转天数 114 天，同比增加 9 天。应收账款周转天数为 62 天，同比持平。**现金流方面**，公司 2025Q2 经营性现金流净额为 0.67 亿，去年同期为-0.82 亿，主要由于公司经营改善。

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:

自去年公司管理层换届后调整转型持续推进，围绕“聚焦核心品牌、聚焦品牌建设、聚焦线上渠道、聚焦效率”四大战略进行深度改革，品牌焕新、产品创新和渠道变革共同驱动了公司二季度业绩的强劲反弹，核心业务清晰的向上拐点和健康的经营质量为长期发展奠定了坚实基础。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润至 4.33/5.04/5.81 亿元，对应 PE 分别为 40/34/30x，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			
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
603605.SH	珀莱雅	88.26	350	3.92	4.71	5.40	6.02	21.63	18.74	16.34	14.67	28.73	0.92	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	940	550	1410	1343	1362	营业收入	6598	5679	6258	6827	7373
应收款项	1215	804	909	991	1071	营业成本	2707	2408	2522	2669	2839
存货净额	777	673	730	702	895	营业税金及附加	46	43	44	48	52
其他流动资产	171	680	254	330	442	销售费用	2770	2652	2689	2952	3197
流动资产合计	5582	5262	5758	5822	6226	管理费用	616	610	660	701	746
固定资产	845	764	1374	1419	1453	财务费用	5	31	14	7	(6)
无形资产及其他	800	768	737	706	676	投资收益	85	(51)	150	120	110
投资性房地产	4116	2895	2895	2895	2895	资产减值及公允价值变动	147	525	0	1	2
长期股权投资	388	256	276	296	316	其他收入	(130)	(1270)	0	0	0
资产总计	11730	9944	11040	11138	11565	营业利润	556	(860)	479	571	658
短期借款及交易性金融负债	299	588	1131	701	526	营业外净收支	7	30	2	2	2
应付款项	751	500	664	702	746	利润总额	563	(830)	481	573	660
其他流动负债	1798	1595	1608	1732	1858	所得税费用	63	3	48	69	79
流动负债合计	2848	2682	3402	3135	3130	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	502	0	0	0	0	归属于母公司净利润	500	(833)	433	504	581
其他长期负债	690	570	686	749	832						
长期负债合计	1191	570	686	749	832	现金流量表（百万元）					
负债合计	4040	3253	4088	3884	3963	净利润	500	(833)	433	504	581
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	6	574	(552)	1	1
股东权益	7690	6692	6952	7254	7603	折旧摊销	176	176	173	185	198
负债和股东权益总计	11730	9944	11040	11138	11565	公允价值变动损失	(147)	(525)	0	(1)	(2)
						财务费用	5	31	14	7	(6)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(510)	1228	5	96	(130)
每股收益	0.74	(1.24)	0.64	0.75	0.86	其它	(6)	(574)	552	(1)	(1)
每股红利	0.29	0.34	0.26	0.30	0.35	经营活动现金流	20	46	611	784	646
每股净资产	11.37	9.95	10.34	10.79	11.31	资本开支	0	(1114)	(200)	(200)	(200)
ROIC	8%	1%	7%	8%	10%	其它投资现金流	(357)	(76)	99	0	0
ROE	7%	-12%	6%	7%	8%	投资活动现金流	(330)	(1058)	(121)	(220)	(220)
毛利率	59%	58%	60%	61%	62%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	-1%	5%	7%	7%	负债净变化	(249)	(502)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	3%	8%	9%	10%	支付股利、利息	(198)	(229)	(173)	(202)	(232)
收入增长	-7%	-14%	10%	9%	8%	其它融资现金流	460	2084	542	(429)	(175)
净利润增长率	6%	-267%	-152%	16%	15%	融资活动现金流	(436)	623	369	(631)	(407)
资产负债率	34%	33%	37%	35%	34%	现金净变动	(746)	(389)	859	(66)	19
息率	1.1%	1.3%	1.0%	1.2%	1.3%	货币资金的期初余额	1685	940	550	1410	1343
P/E	34.8	(20.8)	39.9	34.3	29.8	货币资金的期末余额	940	550	1410	1343	1362
P/B	2.3	2.6	2.5	2.4	2.3	企业自由现金流	73	256	287	483	343
EV/EBITDA	33.8	143.8	41.4	33.0	28.8	权益自由现金流	284	1839	817	48	173

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