

上海家化（600315.SH）

改革效果持续体现，核心品牌驱动较快增长

公司发布 2025 年三季报，Q3 收入延续增势，其中美妆业务高速增长、个护业务增速稳健，产品渠道结构改善及降本增效下盈利能力改善，公司改革效果持续体现。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 4.28 亿元、4.82 亿元、5.44 亿元，同比分别扭亏为盈、+13%、+13%，维持“强烈推荐”评级。

□ 公司三季度收入端延续较好增长，扣非净利润回正。25Q3 公司实现营业收入 14.83 亿元，同比+28.29%；归母净利润 1.40 亿元，扣非净利润 0.10 亿元，较去年同期均扭亏为盈，非经常性损益主要来自金融资产公允价值变动收益。2025 年前三季度公司实现营业收入 49.61 亿元，同比+10.83%；归母净利润 4.05 亿元，同比+149.12%；扣非净利润 2.31 亿元，同比+92.35%。

□ 线上渠道与核心品牌增长势头强劲，改革效果持续体现。收入分品类看，25Q3 美妆业务全渠道同比+272.3%，玉泽通过产品升级、新代言人樊振东签约等持续提升品牌声量，佰草集同样通过产品迭代（大白泥、新品仙草油）、头部达人合作、重新签约代言人刘涛等表现超预期，后续仍有望贡献较高增长。25Q3 个护业务全渠道同比+13.8%，六神作为核心品牌基本盘稳固，通过驱蚊蛋、香氛沐浴露等新品及线下渠道深耕维持稳健增长。分渠道看，国内业务线上渠道同比+173.3%，线上占比已达到 50%。

□ 毛利率受益于结构优化，费用投入加大以支持长期增长。25Q3 公司毛利率同比+7.0pct 至 61.5%，预计主要得益于高毛利新品销售占比增加、线上占比提升以及原材料成本下降。25Q3 销售费用率同比-0.1pct 至 49.9%，管理费用率同比-1.0pct 至 10.4%，公司仍在持续加大品牌建设和营销推广的投入，同时提升运营及供应链各环节效率。综合下来 25Q3 净利率为 9.41%（去年同期为负）。

□ 经营性现金流大幅改善。前三季度公司经营性现金流净额达 7.34 亿元，同比大幅增长 172.77%，预计主要系国内业务收入及毛利增加，销售回款情况良好。

□ 盈利预测及投资建议。公司组织架构及品牌策略调整效果持续体现，短期以收入增长为先，持续投入品牌建设及产品迭代，期待中长期可持续发展的同时带来利润释放。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 4.28 亿元、4.82 亿元、5.44 亿元，同比分别扭亏为盈、+13%、+13%，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：改革效果不及预期的风险，行业消费需求不及预期的风险，新品推广和销售不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

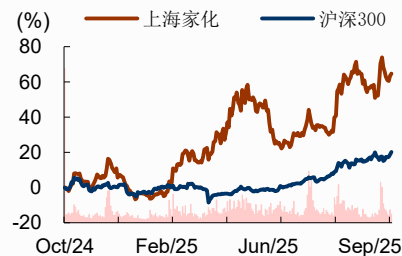
当前股价：27.36 元

基础数据

总股本（百万股）	672
已上市流通股（百万股）	672
总市值（十亿元）	18.4
流通市值（十亿元）	18.4
每股净资产（MRQ）	10.5
ROE（TTM）	-8.4
资产负债率	32.7%
主要股东	上海家化(集团)有限公司
主要股东持股比例	51.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	25	60
相对表现	2	1	41



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《上海家化（600315）—24 年调整期亏损，25 年拟推股权激励，期待业绩修复》2025-04-28
- 2、《上海家化（600315）—转型期业绩压力较大，期待长期改革效果》2024-08-22
- 3、《上海家化（600315）—23Q3 业绩承压，期待组织架构调整激发经营活力》2023-10-29

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

wangxueyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6598	5679	6500	7466	8485

同比增长	-7%	-14%	14%	15%	14%
营业利润(百万元)	556	(860)	451	518	605
同比增长	2%	-	-	15%	17%
归母净利润(百万元)	500	(833)	428	482	544
同比增长	6%	-	-	13%	13%
每股收益(元)	0.74	-1.24	0.64	0.72	0.81
PE	36.8	-22.1	42.9	38.1	33.8
PB	2.4	2.7	2.6	2.5	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5582	5262	5571	6125	6856
现金	940	550	636	869	1249
交易性投资	2478	2554	2554	2554	2554
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1172	771	860	988	1123
其它应收款	43	34	38	44	50
存货	777	673	709	784	876
其他	171	680	773	885	1005
非流动资产	6148	4683	4382	4113	3872
长期股权投资	388	256	256	256	256
固定资产	824	751	684	625	573
无形资产商誉	2904	2286	2057	1851	1666
其他	2033	1390	1385	1381	1377
资产总计	11730	9944	9953	10238	10729
流动负债	2848	2682	2283	2214	2305
短期借款	47	49	144	0	0
应付账款	751	500	533	589	658
预收账款	108	116	123	136	152
其他	1942	2018	1482	1488	1496
长期负债	1191	570	570	570	570
长期借款	502	0	0	0	0
其他	690	570	570	570	570
负债合计	4040	3253	2853	2784	2876
股本	676	672	672	672	672
资本公积金	876	880	880	880	880
留存收益	6138	5139	5547	5901	6300
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	7690	6692	7100	7454	7853
负债及权益合计	11730	9944	9953	10238	10729

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	103	273	259	347	398
净利润	500	(833)	428	482	544
折旧摊销	191	194	325	293	264
财务费用	40	36	17	(2)	(8)
投资收益	(85)	51	(330)	(180)	(140)
营运资金变动	(590)	841	(182)	(250)	(264)
其它	47	(15)	1	3	3
投资活动现金流	(361)	(106)	308	158	118
资本支出	(119)	(96)	(22)	(22)	(22)
其他投资	(242)	(10)	330	180	140
筹资活动现金流	(499)	(545)	(481)	(271)	(136)
借款变动	(265)	(285)	(444)	(144)	0
普通股增加	(3)	(4)	0	0	0
资本公积增加	(32)	4	0	0	0
股利分配	(143)	(176)	(20)	(128)	(145)
其他	(57)	(85)	(17)	2	8
现金净增加额	(757)	(379)	85	233	380

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6598	5679	6500	7466	8485
营业成本	2707	2408	2568	2838	3170
营业税金及附加	46	43	49	56	64
营业费用	2770	2652	2905	3315	3767
管理费用	616	610	665	749	843
研发费用	147	151	153	161	175
财务费用	5	31	17	(2)	(8)
资产减值损失	(64)	(592)	(20)	(10)	(10)
公允价值变动收益	111	(84)	150	50	50
其他收益	116	82	100	80	60
投资收益	85	(51)	80	50	30
营业利润	556	(860)	451	518	605
营业外收入	13	33	33	33	20
营业外支出	6	3	3	3	3
利润总额	563	(830)	482	549	622
所得税	63	3	53	66	79
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	500	(833)	428	482	544

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-7%	-14%	14%	15%	14%
营业利润	2%	-	-	15%	17%
归母净利润	6%	-	-	13%	13%
获利能力					
毛利率	59.0%	57.6%	60.5%	62.0%	62.6%
净利率	7.6%	-14.7%	6.6%	6.5%	6.4%
ROE	6.7%	-11.6%	6.2%	6.6%	7.1%
ROIC	5.8%	-10.6%	5.6%	6.1%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	34.4%	32.7%	28.7%	27.2%	26.8%
净负债比率	6.8%	5.9%	1.4%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	2.0	2.4	2.8	3.0
速动比率	1.7	1.7	2.1	2.4	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.2	3.3	3.7	3.8	3.8
应收账款周转率	5.3	5.8	8.0	8.1	8.0
应付账款周转率	3.3	3.9	5.0	5.1	5.1
每股资料(元)					
EPS	0.74	-1.24	0.64	0.72	0.81
每股经营净现金	0.15	0.41	0.39	0.52	0.59
每股净资产	11.44	9.95	10.56	11.09	11.68
每股股利	0.23	0.03	0.19	0.22	0.24
估值比率					
PE	36.8	-	42.9	38.1	33.8
PB	2.4	2.7	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	31.0	-	26.0	25.5	23.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。