

2025 年 10 月 27 日

战略调整效果显现，Q3 业绩增长亮眼

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：	29.75/15.3
目标价格：		总市值(亿)	183.92
最新收盘价：	27.36	自由流通市值(亿)	183.92
		自由流通股数(百万)	672.23

事件概述

公司发布 2025 年三季报，2025 前三季度公司实现营收 49.61 亿元，同比上升 10.83%；归母净利润 4.05 亿元，同比上升 149.12%；扣非后净利为 2.31 亿元，同比上升 92.35%。2025Q3 公司实现营收 14.83 亿元，同比上升 28.29%；实现归母净利润 1.40 亿元，同比上升 285.35%；扣非后归母净利润为 0.10 亿元，同比上升 108.33%。

分析判断：

▶ 收入端：战略调整效果逐步释放，线上表现抢眼

2025Q3 公司（1）聚焦核心品牌，重点实施①细分品类突破，在核心品牌体系内精选优势品类、锚定细分赛道，持续提升细分市场占有率，建立深度用户心智认知和创造可持续的用户价值；②培育战略大单品，前三季度，公司率先跑出三大亿元级单品——六神驱蚊蛋、玉泽第二代屏障修护面霜、佰草集新七白大白泥，并带动整体品牌业绩增长。同时，公司当季新品加速爆发，如六神清爽香氛沐浴露系列，佰草集仙草油，美加净蜂胶香氛手霜，夯实品牌发展基础。（2）聚焦品牌建设，营销端布局强化。六神签约明星代言人、加大梯媒曝光、联名宝可梦 IP，创新推出“逢六必爽节”专属节日营销；玉泽官宣樊振东为身体护理代言人，借 F1 跨界、母亲节企划等破圈营销夯实医学护肤公信力；佰草集官宣刘涛担任品牌全新代言人夯实中医中草药养肤定位，通过产品特征升级与文化联名重塑经典“大白泥”系列，叠加消费者使用场景教育，实现客单价与用户复购率提升；高夫转型青少年控油祛痘市场，官宣付航代言强化年轻认知，推出创新洁面巾，线上销售占比提升；启初官宣张柏芝为品牌代言人，聚焦婴幼儿肌肤修复领域，以创新青蒿面霜系列产品占领湿疹护理心智，凭借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，不断优化电商组织，进一步提升线上运营能力。具体分产品看，2025Q3 个护/美妆/创新/海外分别实现收入 6.06/3.54/1.58/3.65 亿元，同比+13.8%/+272.25%/4.50%/-2.58%。2025Q3 个护/美妆/创新/海外 ASP 分别为 9.48/40.68/10.17/16.71 元/支，分别同比+4.75%/+85.25%（系去年同期公司主动实施战略调整，本期伴随业务健康度提升，单位售价实现回升）/+12.50%/+9.86%。

▶ 利润端：收入规模提升致费率同比下降，盈利同比提升

2025Q3 公司毛利率为 61.48%（同比+6.99pct）。期间费率 63.30%（同比-2.37pct），具体管理费率 10.38%（同比-1.02pct）、销售费率 49.89%（同比-0.13pct）、财务费率 0.07%（同比-1.10pct）；研发费率 2.96%（同比-0.12pct）。综合作用下 2025Q3 净利率达到 9.41%（同比+15.93pct）。

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，结合公司三季报情况，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入为 65.04/81.61/97.32 亿元（前值为 61.99/67.63/73.15 亿元），归母净利润为 5.18/6.65/7.98 亿元（前值为 3.63/4.58/5.33 亿元），EPS 为 0.77/0.99/1.19 元（前值为 0.54/0.68/0.79 元）。对应 2025 年 10 月 27 日 27.36 元/股收盘价，PE 分别为 35/28/23 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	6,504	8,161	9,732
YoY (%)	-7.2%	-13.9%	14.5%	25.5%	19.3%
归母净利润(百万元)	500	-833	518	665	798
YoY (%)	5.9%	-266.6%	162.2%	28.2%	20.1%
毛利率 (%)	59.0%	57.6%	59.4%	59.8%	60.2%
每股收益 (元)	0.75	-1.24	0.77	0.99	1.19
ROE	6.5%	-12.4%	7.2%	8.5%	9.3%
市盈率	36.48	-22.06	35.49	27.67	23.04

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:

分析师: 吴菲菲

邮箱: wuff@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525090001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,679	6,504	8,161	9,732	净利润	-833	518	665	798
YoY (%)	-13.9%	14.5%	25.5%	19.3%	折旧和摊销	222	205	211	218
营业成本	2,408	2,643	3,280	3,869	营运资金变动	137	-35	28	14
营业税金及附加	43	46	59	71	经营活动现金流	273	659	863	981
销售费用	2,652	2,647	3,346	4,029	资本开支	-93	-37	-37	-28
管理费用	610	455	571	681	投资	-98	-50	-50	-50
财务费用	31	-9	-17	-24	投资活动现金流	-106	-337	-97	-88
研发费用	151	163	204	243	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-609	0	0	0	债务募资	-215	84	-376	-208
投资收益	-51	0	0	0	筹资活动现金流	-545	104	-412	-250
营业利润	-860	559	717	862	现金净流量	-387	403	354	643
营业外收支	30	35	43	52					
利润总额	-830	593	761	914					
所得税	3	75	96	115					
净利润	-833	518	665	798					
归属于母公司净利润	-833	518	665	798					
YoY (%)	-266.6%	162.2%	28.2%	20.1%					
每股收益	-1.24	0.77	0.99	1.19					
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	550	953	1,308	1,951	成长能力 (%)				
预付款项	62	66	82	97	营业收入增长率	-13.9%	14.5%	25.5%	19.3%
存货	673	749	929	1,096	净利润增长率	-266.6%	162.2%	28.2%	20.1%
其他流动资产	3,977	4,175	4,542	4,898	盈利能力 (%)				
流动资产合计	5,262	5,944	6,862	8,042	毛利率	57.6%	59.4%	59.8%	60.2%
长期股权投资	256	256	256	256	净利率	-14.7%	8.0%	8.1%	8.2%
固定资产	751	708	659	606	总资产收益率 ROA	-7.7%	5.0%	6.0%	6.6%
无形资产	768	714	658	601	净资产收益率 ROE	-12.4%	7.2%	8.5%	9.3%
非流动资产合计	4,683	4,787	4,666	4,538	偿债能力 (%)				
资产合计	9,944	10,731	11,528	12,580	流动比率	1.96	2.50	2.35	2.35
短期借款	49	52	55	58	速动比率	1.46	1.86	1.72	1.73
应付账款及票据	500	587	729	860	现金比率	0.21	0.40	0.45	0.57
其他流动负债	2,134	1,737	2,137	2,508	资产负债率	32.7%	32.6%	31.8%	31.5%
流动负债合计	2,682	2,376	2,921	3,426	经营效率 (%)				
长期借款	0	590	211	0	总资产周转率	0.52	0.63	0.73	0.81
其他长期负债	570	533	533	533	每股指标 (元)				
非流动负债合计	570	1,123	744	533	每股收益	-1.24	0.77	0.99	1.19
负债合计	3,253	3,500	3,665	3,959	每股净资产	9.95	10.76	11.70	12.82
股本	672	672	672	672	每股经营现金流	0.41	0.98	1.28	1.46
少数股东权益	0	0	0	0	每股股利	0.03	0.04	0.05	0.06
股东权益合计	6,692	7,231	7,863	8,621	估值分析				
负债和股东权益合计	9,944	10,731	11,528	12,580	PE	-22.06	35.49	27.67	23.04
					PB	1.70	2.54	2.34	2.13

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。