

战略聚焦焕发品牌活力

核心观点

公司连续两个季度收入提速，前三季度扭亏为盈效果显著，此前制定的员工持股计划（对应考核年份 25-27 年，指标为 25 年净利润为正，26&27 年净利润同比增长不低于 10%）可实现度大大增强。从目标的设定来看，一方面公司今年预计更加注重清理历史问题&恢复收入增长态势，另一方面此前公司激励的完成度并不高，核心员工流失率较高，此次目前设定通过解锁周期形成了实际的绑定作用，更加关注长期发展。

事件

2025 年前三季度公司实现营业收入 49.61 亿元，同比增长 10.83%，其中第三季度实现营业收入 14.83 亿元，同比增长 28.29%。

2025 年前三季度公司实现归属股东净利润 4.05 亿元，同比增长 149.12%；扣非净利润 2.31 亿元，同比增长 92.35%。其中，2025 年第三季度归属股东净利润 1.40 亿元，同比增长-285.35%；扣非净利润 0.10 亿元，同比增长-108.33%。

简评

聚焦核心品牌、聚焦核心细分赛道，聚焦亿元单品

公司在单二季度收入增速 25.39%的基础上，在单三季度增速进一步提升至 28.29%，主要受益于公司制定的聚焦战略。公司梳理一二三梯队品牌及各自的核心系列产品，今年陆续推出六神驱蚊蛋、升级佰草集大白泥、玉泽修护面霜等系列，打造 GMV 上亿的单品。同时公司储备了佰草集特色的仙草油、六神香氛沐浴露、美加净蜂胶手霜等新品接续成长。佰草集、玉泽品牌实现了线上 GMV30-40%的增长，

品牌投入有效转化，新代言扩大受众基础。

公司优化采购和配送成本，聚焦核心品牌使得三季度毛利率提升 6.99pct 至 61.48%，同时销售费用率下降至 49.89%，毛销差继续改善为佰草集官宣代言人刘涛，体现品牌回归初心；为玉泽官宣樊振东作为代言人，扩大知名度；为高夫匹配代言人付航，响应校园需求；为启初聘请张柏芝代言，扩大修护和母婴赛道基础。同时，公司在各品牌的电商闭环筹备充分后，在抖音渠道的达播和自播增加更多投入，积极备战双十一大促及明年持续增长。

上海家化(600315.SH)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025 年 10 月 28 日

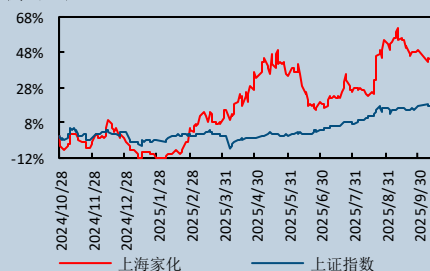
当前股价：27.36 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.43/0.02	17.42/6.20	58.06/36.93
12 月最高/最低价(元)		28.92/15.51
总股本(万股)		67,222.60
流通 A 股(万股)		67,222.60
总市值(亿元)		183.92
流通市值(亿元)		183.92
近 3 月日均成交量(万)		1093.68
主要股东		
上海家化(集团)有限公司		51.31%

股价表现



相关研究报告

- 25.08.22 【中信建投社服商贸】上海家化(600315):品牌营销精彩层出,扭亏为盈带动正向循环
- 25.04.28 【中信建投社服商贸】上海家化(600315):主动调整下业绩承压,静待新团队新气象
- 24.10.29 【中信建投美容护理】上海家化(600315):主动调整下业绩承压,静待新团队新气象

员工持股计划可实现性明显提升，促进正向循环

公司在 6 月 25 日召开股东大会通过了最新的员工持股计划公告，本次计划总人数不超过 45 人，回购价格 16.03 元/股，募集资金上限 7751 万元，其中 CEO 林小海+CFO 董秘罗总共拟认购最多 100.8 万股，中层管理及骨干 43 人认购最多 353.41 万股，预留 29.3 万股。分三期解锁，对应考核年份 25-27 年，指标为 25 年净利润为正，26&27 年净利润同比增长不低于 10%。从目标的设定来看，一方面公司今年预计更加注重清理历史问题&恢复收入增长态势，另一方面此前公司激励的完成度并不高，核心员工流失率较高，此次目前设定通过解锁周期形成了实际的绑定作用，更加关注长期发展。由于公司此次前三季度已经实现了大幅扭亏为盈，即使考虑四季度的投放力度加大，股权激励 2025 年目标具有极高的可达性。

盈利预测与投资建议：2025 年为公司转型元年，新管理层主导的战略转型已在渠道、产品等方面初具效果。三季度各项指标继续提升，我们上调预测：2025-2027 年实现归母净利润 4.78/5.34/6.32 亿元，对应 PE 为 38/34/29 倍，维持增持评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,597.60	5,678.51	6,433.01	7,202.09	8,011.97
YoY (%)	-7.16	-13.93	13.29	11.96	11.25
净利润(百万元)	500.05	-833.09	478.12	534.18	632.35
YoY (%)	5.93	-266.60	157.39	11.73	18.38
毛利率 (%)	58.97	57.60	60.64	61.72	62.06
净利率 (%)	7.58	-14.67	7.43	7.42	7.89
ROE (%)	6.50	-12.45	6.80	7.22	8.06
EPS (摊薄/元)	0.74	-1.24	0.71	0.79	0.94
P/E (倍)	36.78	-22.08	38.47	34.43	29.09
P/B (倍)	2.39	2.75	2.62	2.49	2.35

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

- 1.行业竞争加剧的风险：入局品牌不断增加使得竞争加剧，对公司拓展业务造成影响；行业快速变化，消费者偏好、电商平台运营日新月异，影响公司营销投放，存在获客成本提升的风险。
- 2.消费者边际消费倾向可能下降、消费复苏不达预期的风险：消费者消费认知与习惯可能发生改变，尽管经济处于复苏过程中，但也存在边际消费倾向下降的可能性，消费复苏不及预期对公司业绩产生影响。
- 3.公司战略执行未达预期的风险：公司战略规划地完成度受到具体执行情况以及外部经济环境与竞争环境等各方面不确定性因素的印象，存在不达预期的风险。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk