

25Q3 收入高增，持续期待变革进度

2025 年 11 月 01 日

► **事件：**公司披露 2025 年三季报，25Q3 公司实现收入 14.83 亿元，同比 28.29%，实现归母净利润 1.40 亿元，实现扣非归母净利润 958.71 万元，归母净利润与扣非归母净利润均扭亏。

► **美妆品类引领增长，电商渠道表现较快。**分业务看，25Q3 个护实现收入 6.06 亿元，同比+13.8%，毛利率 61.5%；25Q3 美妆实现收入 3.54 亿元，同比+273.3%，毛利率 61.6%；25Q3 创新产品实现收入 1.58 亿元，同比+4.5%，毛利率 61.1%；25Q3 海外实现收入 3.65 亿元，同比-2.6%，毛利率 61.5%。美妆实现较大增幅，个护和创新均实现增幅，海外业务略有下滑，对整体增速有影响。分渠道来看，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，Q3 国内业务线上渠道收入同比增长 1.7 倍。

► **25Q3 毛利率同比+7pct，销售费用率基本维稳。**25Q3 公司毛利率为 61.5%，同比+7.0pct，提升较为明显，25Q3 公司销售费用率为 49.89%，同比-0.14pct，基本维持稳定，管理费用率 10.38%，同比-1.02pct。净利率方面：25Q3 公司归母净利率为 9.41%，扣非归母净利率为 0.65%。

► **玉泽、六神新品表现优异，佰草集后续值得期待。**截至 25Q3，公司已成功打造出六神驱蚊蛋、佰草集大白泥、玉泽皮肤屏障修护专研清透保湿霜等亿元单品，带动公司销售增长。核心品牌方面：1) 六神：2025 年 4 月推出六神全新便携式驱蚊蛋产品作为公司的核心战略单品，目前已成为公司的亿元单品。同时培育潜力单品如六神香氛沐浴露，其线上渠道销售市场排名稳中提升。第三季度加码梯媒投放，带动曝光量同比提升 50%达到 58 亿次，同时叠加出行场景与户外人群定向曝光，有效触达年轻群体。2) 玉泽：核心单品面霜已成为亿元级产品，收入贡献突出，同时 Q3 官宣新代言人樊振东，有效提升了品牌在大众消费者中的知名度。3) 佰草集：25H1 对大白泥进行产品升级，目前双 11 淘宝定价 219 元/500g，在中式美白秘方《七白方》的基础上迭代产品开发《新七白方》，能有效抑制黑色素生成，目前大白泥已成为公司又一款亿元单品。2025 年 8 月底佰草集旗下全新“仙草油”上市，目前双 11 淘宝定价 439 元/30ml，凭借“60%高浓添加，并做到 100%植萃，0 基础润肤合成脂”的配方，上市即成为天猫渠道精华油新品榜 No.1、抖音渠道舒缓精油好物榜 No.1，持续期待仙草油及佰草集品牌后续表现。

► **投资建议：**自 2024 年下半年起，公司完成四大核心任务：定方向、明治理、提士气、清包袱，核心品牌发力带动业绩增长，后续新品上新和品宣强化值得期待，预计 25-27 年公司归母净利润分别为 3.96 亿元、5.00 亿元、6.45 亿元，当前市值对应 PE 分别为 43X/34X/26X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧、消费复苏不达预期、新品推广不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,679	6,303	7,060	7,864
增长率 (%)	-13.9	11.0	12.0	11.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	-833	396	500	645
增长率 (%)	-266.6	147.6	26.1	29.1
每股收益 (元)	-1.24	0.59	0.74	0.96
PE	/	43	34	26
PB	2.5	2.4	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.08 元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@glms.com.cn

相关研究

1.上海家化 (600315.SH) 2024 年三季报点评：Q3 完成核心人才迭代，经营质量持续改善，期待增长拐点-2024/10/31

2.上海家化 (600315.SH) 2024 年半年报点评：品牌&渠道&组织架构改革持续深化，期待公司调整后再出发-2024/08/22

3.上海家化 (600315.SH) 2024 年一季报点评：组织架构转换及战略调整成效初显，盈利能力提升，期待公司后续良性成长-2024/04/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,679	6,303	7,060	7,864
营业成本	2,408	2,364	2,612	2,870
营业税金及附加	43	44	49	0
销售费用	2,652	2,931	3,290	3,673
管理费用	610	548	600	653
研发费用	151	142	155	157
EBIT	-82	374	463	613
财务费用	31	21	21	15
资产减值损失	-609	-46	0	0
投资收益	-51	126	106	110
营业利润	-860	434	548	709
营业外收支	30	7	7	8
利润总额	-830	440	555	717
所得税	3	44	56	72
净利润	-833	396	500	645
归属于母公司净利润	-833	396	500	645
EBITDA	140	601	693	843

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	550	603	1,133	780
应收账款及票据	771	893	980	0
预付款项	62	118	131	0
存货	673	704	768	0
其他流动资产	3,206	3,232	3,235	3,173
流动资产合计	5,262	5,550	6,247	3,953
长期股权投资	256	256	256	256
固定资产	751	710	667	623
无形资产	768	742	715	675
非流动资产合计	4,683	5,347	5,261	5,173
资产合计	9,944	10,897	11,509	9,126
短期借款	49	49	49	89
应付账款及票据	500	667	721	0
其他流动负债	2,134	2,611	2,788	591
流动负债合计	2,682	3,327	3,558	680
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	570	533	533	533
非流动负债合计	570	533	533	533
负债合计	3,253	3,860	4,091	1,213
股本	672	672	672	672
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,692	7,037	7,418	7,913
负债和股东权益合计	9,944	10,897	11,509	9,126

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-13.93	11.00	12.00	11.40
EBIT 增长率	-122.50	556.77	23.72	32.56
净利润增长率	-266.60	147.58	26.06	29.07
盈利能力 (%)				
毛利率	57.60	62.50	63.00	63.50
净利率	-14.67	6.29	7.08	8.20
总资产收益率 ROA	-8.38	3.64	4.34	7.07
净资产收益率 ROE	-12.45	5.63	6.74	8.15
偿债能力				
流动比率	1.96	1.67	1.76	5.81
速动比率	1.46	1.24	1.33	4.90
现金比率	0.21	0.18	0.32	1.15
资产负债率 (%)	32.71	35.42	35.55	13.29
经营效率				
应收账款周转天数	61.59	47.51	47.77	22.44
存货周转天数	108.38	104.86	101.43	48.16
总资产周转率	0.52	0.60	0.63	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	-1.24	0.59	0.74	0.96
每股净资产	9.95	10.47	11.03	11.77
每股经营现金流	0.41	1.45	1.05	-0.28
每股股利	0.03	0.18	0.22	0.29
估值分析				
PE	/	43	34	26
PB	2.5	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	122.23	28.42	24.64	20.26
股息收益率 (%)	0.12	0.71	0.89	1.15

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-833	396	500	645
折旧和摊销	222	227	230	230
营运资金变动	137	410	63	-976
经营活动现金流	273	977	708	-191
资本开支	-93	-229	-110	-105
投资	-98	0	0	0
投资活动现金流	-106	-788	-4	5
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-215	-6	0	40
筹资活动现金流	-545	-136	-175	-166
现金净流量	-387	53	530	-352

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048