

2025 年 10 月 31 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

内调深化成效初显，品牌势能持续提升

—上海家化（600315.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

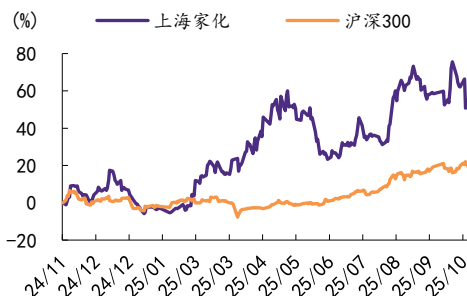
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-10-31

当前股价（元）	25.08
总市值（亿元）	169
总股本（百万股）	672
流通股本（百万股）	672
52 周价格范围（元）	15.51-28.92
日均成交额（百万元）	212.97

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

2025 年 10 月 27 日，上海家化发布 2025 年三季报。前三季度总营收 49.61 亿元（同增 11%），归母净利润 4.05 亿元（同增 149%），扣非净利润 2.31 亿元（同增 92%）。其中 2025Q3 总营收 14.83 亿元（同增 28%），归母净利润 1.40 亿元（扭亏为盈），扣非净利润 0.10 亿元（扭亏为盈）。

投资要点

■ 营收稳健增长，利润显著改善

2025Q3 公司毛利率同增 7pct 至 61.48%，主要系公司产品结构优化及部分原料采购价格所致；销售/管理费用率分别同减 0.1pct/1pct 至 49.89%/10.38%，费用端整体稳健；净利率同增 16pct 至 9.41%，主要系毛利提升、投资基金公允价值及联营公司收益增加所致。2024 年同期国内业务因行业下行，公司实施战略调整导致业务承压，2025 年公司深化四个聚焦战略落地，发力品牌营销带动新品放量，叠加渠道运营提效，整体业绩稳步回升。

■ 战略调整成效初显，个护美妆量价齐升

分业务看，2025Q3 公司个护/美妆/创新/海外业务营收分别同比+14%/+272%/+5%/-3%至 6.06/3.54/1.58/3.65 亿元，国内业务线上渠道同增 173%，主要系去年同期公司进行战略调整使收入基数较低所致；海外业务受关税等因素影响阶段性承压，目前仍处于逐步恢复期。拆分量价来看，2025Q3 公司个护/美妆销量分别同增 9%/101%，均价同增 5%/85%，战略调整见效推动量价齐升；创新/海外业务以量换价，均价分别上调 13%/10%而销量同减 7%/11%。

■ 聚焦亿元大单品打造，品牌建设加速推进

2025Q3 公司持续聚集大单品打造与品牌建设，深耕细分赛道，产品推新叠加营销投放提升品牌势能。分品牌来看，**六神**亿元级大单品二代驱蚊蛋贡献客群增量，新品香氛沐浴露助力品牌突破季节限制；**美加净**差异化打造蜂胶香氛手霜，上市即登抖音护手霜礼盒超值爆款榜与人气榜榜首；**佰草集**仙草油全渠道势能提升登顶多平台细分榜单 TOP1，全新官宣刘涛代言，回归中医中草药养肤定位；**玉泽**基于医学护肤专业背书，官宣代言人樊振东带来可观曝光；**高夫**聚焦青少年

抗油祛痘，官宣付航代言强化年轻客群品牌认知；启初官宣张柏芝代言，品牌热度显著提升。

盈利预测

公司持续深化战略调整，局部改革效果初显，核心品牌聚焦细分赛道差异化发力，品牌势能持续提升。根据 2025 年三季报，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.62/0.76/0.91 元，当前股价对应 PE 分别为 41/33/28 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧风险、原材料价格上涨风险、新品推广不及预期、渠道拓展不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	5,679	6,343	7,066	7,851
增长率（%）	-13.9%	11.7%	11.4%	11.1%
归母净利润（百万元）	-833	414	511	613
增长率（%）	-266.6%		23.5%	19.9%
摊薄每股收益（元）	-1.24	0.62	0.76	0.91
ROE（%）	-12.4%	6.0%	7.1%	8.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	5,679	6,343	7,066	7,851
现金及现金等价物	550	1,437	1,722	2,078	营业成本	2,408	2,535	2,774	3,040
应收款	804	904	1,026	1,162	营业税金及附加	43	44	49	55
存货	673	565	596	636	销售费用	2,652	2,823	3,130	3,462
其他流动资产	3,234	3,252	3,290	3,297	管理费用	610	539	579	628
流动资产合计	5,262	6,158	6,634	7,172	财务费用	31	-19	-27	-37
非流动资产：					研发费用	151	165	177	188
金融类资产	2,554	2,512	2,512	2,512	费用合计	3,443	3,508	3,859	4,242
固定资产	751	709	665	622	资产减值损失	-609	-20	-20	-20
在建工程	13	5	2	1	公允价值变动	-84	100	80	60
无形资产	768	730	691	655	投资收益	-51	55	55	55
长期股权投资	256	217	197	177	营业利润	-860	476	583	694
其他非流动资产	2,895	2,895	2,895	2,895	加：营业外收入	33	4	4	4
非流动资产合计	4,683	4,555	4,449	4,349	减：营业外支出	3	18	16	14
资产总计	9,944	10,713	11,083	11,521	利润总额	-830	462	571	684
流动负债：					所得税费用	3	48	59	71
短期借款	49	532	532	532	净利润	-833	414	511	613
应付账款、票据	500	565	619	678	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2,018	2,018	2,018	2,018	归母净利润	-833	414	511	613
流动负债合计	2,682	3,202	3,266	3,336					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	570	570	570	570	营业收入增长率	-13.9%	11.7%	11.4%	11.1%
非流动负债合计	570	570	570	570	归母净利润增长率	-266.6%		23.5%	19.9%
负债合计	3,253	3,773	3,836	3,906	盈利能力				
所有者权益					毛利率	57.6%	60.0%	60.7%	61.3%
股本	672	672	672	672	四项费用/营收	60.6%	55.3%	54.6%	54.0%
股东权益	6,692	6,940	7,247	7,615	净利率	-14.7%	6.5%	7.2%	7.8%
负债和所有者权益	9,944	10,713	11,083	11,521	ROE	-12.4%	6.0%	7.1%	8.1%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	32.7%	35.2%	34.6%	33.9%
净利润	-833	414	511	613	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
折旧摊销	176	88	84	79	应收账款周转率	7.1	7.0	6.9	6.8
公允价值变动	-84	100	80	60	存货周转率	3.6	4.6	4.7	4.9
营运资金变动	1014	-15	-127	-113	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	273	588	548	639	EPS	-1.24	0.62	0.76	0.91
投资活动现金净流量	-106	131	67	64	P/E	-20.2	40.7	33.0	27.5
筹资活动现金净流量	719	317	-205	-245	P/S	3.0	2.7	2.4	2.1
现金流量净额	886	1,036	411	458	P/B	2.5	2.4	2.3	2.2

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。