

# 上海家化（600315）

## 2025 年年报点评：扭亏为盈，美妆品类高增，经营质量显著改善

买入（维持）

2026 年 03 月 26 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

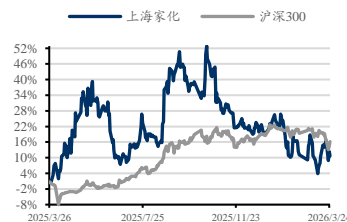
xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	5,679	6,317	7,195	8,044	8,919
同比（%）	(13.93)	11.25	13.89	11.80	10.87
归母净利润（百万元）	(833.09)	267.58	364.39	445.84	534.45
同比（%）	(266.60)	132.12	36.18	22.35	19.87
EPS-最新摊薄（元/股）	(1.24)	0.40	0.54	0.66	0.80
P/E（现价&最新摊薄）	(16.86)	52.48	38.54	31.50	26.28

### 投资要点

- **25 年扭亏为盈，Q4 利润阶段性承压：**25 年公司实现营收 63.2 亿元（yoy+11.3%），归母净利润 2.68 亿元（同比扭亏），扣非归母净利润 0.45 亿元（同比扭亏），非经常性损益主要系基金公允价值变动及投资收益影响。分季度看，25Q4 营收 13.6 亿元（yoy+12.8%），归母净利润-1.38 亿元（减亏），Q4 亏损主要为加大品牌费用投放导致。
- **美妆爆发亮眼，线上同口径高增：分品类看，**25 年个护/美妆/创新/海外分别实现营收 24.2/16.1/8.1/14.7 亿元，同比分别+1.7%/+53.7%/-2.3%/+3.9%，毛利率分别为 64.9%/73.8%/49.8%/53.6%，同比分别+1.3pct/+4.1pct/+8.8pct/+5.3pct。美妆品类大白泥 GMV 超 2 亿，玉泽干敏霜二代 2025 年 GMV 同比两位数增长，成为最大增量来源。**分渠道看，**同口径线下收入同比+21.9%，线下同比+4.6%；线上自播完成团队自建，核心品牌抖音自播实现较好增长，线下逢六必爽等场景化活动效果显现。
- **毛利率大幅提升，管理效率持续优化：①毛利率：**25 年综合毛利率 62.6%，同比+5.0pct，主要受美妆品类占比提升及原材料采购成本下降驱动。**②费用率：**25 年销售费用率 48.0%（yoy+1.3pct），研发费用率 3.2%（yoy+0.6pct）；管理费用率 9.3%（yoy-1.5pct），财务费率 0.1%（yoy-0.4pct）。**③净利率：**25 年归母净利率 4.2%，同比实现扭亏；扣非净利率 0.7%。**④现金流：**25 年经营活动产生的净现金流 8.0 亿元（yoy+193%），存货 6.2 亿元（yoy-7.6%），应收账款 5.7 亿元（yoy-26.5%），经营质量显著改善。
- **三大亿元单品落地，新品矩阵持续扩张：**25 年成功培育三大亿元单品：佰草集大白泥（全年 GMV 超 2 亿）、玉泽干敏霜二代（2025 年 GMV 同比两位数增长）、六神驱蚊蛋（精准破圈 Z 世代）。此外佰草集仙草油、六神清爽香氛沐浴露等潜力单品亦表现亮眼，亿元单品孵化体系日趋成熟，品牌矩阵推陈出新持续推进。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为国内知名日化品牌企业，25 年扭亏为盈，品牌矩阵持续焕新，经营拐点已然确立。公司明确 26 年营收目标同比两位数增长，线上自播体系完善、美妆板块延续高增、员工持股计划激励绑定核心人员长期成长，考虑到短期品牌宣传投放增加，我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测由 4.8/6.0 亿元降至 3.6/4.5 亿元，新增 2028 年归母净利润预测 5.3 亿元，同比分别+36%/+22%/+20%，对应最新收盘价 PE 分别为 39/32/26 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、消费复苏不及预期、战略改革不及预期、新品推广不及预期、海外市场关税风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	20.89
一年最低/最高价	18.60/29.75
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	14,042.80
总市值(百万元)	14,042.80

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.26
资产负债率(% ,LF)	32.76
总股本(百万股)	672.23
流通 A 股(百万股)	672.23

### 相关研究

《上海家化(600315)：2025 年三季度报点评：25Q3 收入同增 28.3%，调改焕新盈利能力显著提升》

2025-10-28

《上海家化(600315)：2025 年半年报点评：25Q2 收入同增 25%，改革焕新成效显著》

2025-08-22

上海家化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>4,803</b>	<b>5,503</b>	<b>6,386</b>	<b>7,351</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,317</b>	<b>7,195</b>	<b>8,044</b>	<b>8,919</b>
货币资金及交易性金融资产	3,057	3,512	4,164	5,068	营业成本(含金融类)	2,363	2,558	2,704	2,851
经营性应收款项	642	815	958	983	税金及附加	50	50	56	0
存货	622	668	724	753	销售费用	3,032	3,526	4,103	4,682
合同资产	0	0	0	0	管理费用	586	648	684	758
其他流动资产	482	509	539	547	研发费用	204	216	241	268
<b>非流动资产</b>	<b>5,453</b>	<b>5,371</b>	<b>5,291</b>	<b>5,199</b>	财务费用	7	1	(2)	13
长期股权投资	160	160	160	160	加:其他收益	88	108	121	134
固定资产及使用权资产	755	672	588	501	投资净收益	41	94	105	116
在建工程	13	18	23	28	公允价值变动	107	0	0	0
无形资产	757	751	751	741	减值损失	(23)	(10)	(5)	(5)
商誉	1,544	1,544	1,544	1,544	资产处置收益	9	0	0	0
长期待摊费用	19	20	20	20	<b>营业利润</b>	<b>298</b>	<b>389</b>	<b>479</b>	<b>591</b>
其他非流动资产	2,206	2,206	2,206	2,206	营业外净收支	17	25	28	16
<b>资产总计</b>	<b>10,256</b>	<b>10,874</b>	<b>11,677</b>	<b>12,550</b>	<b>利润总额</b>	<b>315</b>	<b>414</b>	<b>507</b>	<b>607</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,848</b>	<b>3,122</b>	<b>3,474</b>	<b>3,962</b>	减:所得税	47	50	61	73
短期借款及一年内到期的非流动负债	562	735	953	1,243	<b>净利润</b>	<b>268</b>	<b>364</b>	<b>446</b>	<b>534</b>
经营性应付款项	575	621	625	682	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	184	158	192	223	<b>归属母公司净利润</b>	<b>268</b>	<b>364</b>	<b>446</b>	<b>534</b>
其他流动负债	1,526	1,607	1,703	1,814	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.40	0.54	0.66	0.80
非流动负债	512	512	512	512	EBIT	154	415	505	620
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	381	583	669	777
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	62.59	64.45	66.39	68.03
租赁负债	52	52	52	52	归母净利率(%)	4.24	5.06	5.54	5.99
其他非流动负债	460	460	460	460	收入增长率(%)	11.25	13.89	11.80	10.87
<b>负债合计</b>	<b>3,359</b>	<b>3,633</b>	<b>3,985</b>	<b>4,474</b>	归母净利润增长率(%)	132.12	36.18	22.35	19.87
归属母公司股东权益	6,897	7,240	7,691	8,076					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,897</b>	<b>7,240</b>	<b>7,691</b>	<b>8,076</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,256</b>	<b>10,874</b>	<b>11,677</b>	<b>12,550</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	801	316	435	766	每股净资产(元)	10.26	10.77	11.44	12.01
投资活动现金流	(538)	53	68	67	最新发行在外股份(百万股)	672	672	672	672
筹资活动现金流	(240)	137	169	71	ROIC(%)	1.76	4.70	5.31	6.04
现金净增加额	(7)	475	672	904	ROE-摊薄(%)	3.88	5.03	5.80	6.62
折旧和摊销	227	169	165	156	资产负债率(%)	32.76	33.41	34.13	35.65
资本开支	(67)	(60)	(57)	(49)	P/E (现价&最新股本摊薄)	52.48	38.54	31.50	26.28
营运资本变动	427	(146)	(97)	138	P/B (现价)	2.04	1.94	1.83	1.74

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>