



# 上海家化 (600315.SH)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 扭亏为盈，聚焦战略成效显著

### 业绩简评

2026年3月25日公司披露2025年年报，2025年公司实现营业收入63.17亿元(同比+11.25%)，归母净利2.68亿元，扣非净利润0.45亿元，均实现扭亏为盈。全年毛利率同比提5pct至62.59%，经营性现金8.01亿，同大幅增长193.3%，经营质量显著改善。

### 经营分析

**聚焦战略成效显著，亿元单品打造能力得到验证。**公司聚焦潜力细分赛道，报告期内成功培育三大亿元单品：佰草集大白泥(全年GMV超2亿元)、玉泽干敏霜和六神驱蚊蛋。爆款单品大幅拉动了相关品类增长，美妆品类全年收入同比高速增长53.70%至16.13亿元，成为增长最快的业务板块。公司26年有望持续复用成功经验，重点打造佰草集仙草油、六神香氛沐浴露等潜力单品。其中，仙草油作为公司在“以油养肤”赛道的重要布局，在2026年初与头部主播的单场合作GMV已实现超千万，有望接力新增长引擎。

**渠道转型加速，线上业务成为核心增长引擎。**公司聚焦线上，渠道转型成果显著。2025年线上渠道收入同比增长21.89%，对国内主营业务收入贡献占比44.4%，同比提升7.5pct，成为驱动公司增长的核心引擎。公司在线上渠道采取精细化运营，通过分层运营达人直播和标准化建设自播间，有效提升了转化效率。抖音平台公司核心品牌持续高速增长，佰草集抖音自播GMV同比增长249.9%、玉泽抖音自播GMV同比增长130.8%、六神抖音自播GMV同比增长91.2%。线下渠道商公司主动调整，优化KA渠道货盘结构，同时积极拓展经销商渠道至新业态，同比增长4.60%。

**盈利能力逐步修复，Q4战略性投入蓄力长远发展。**公司全年实现扭亏，盈利能力开始修复，毛利率同比提升5pct，主要得益于高毛利的美妆品类占比提升、新品上市等。公司Q4有所亏损，主要系在双十一等大促节点集中增加品牌代言、梯媒投放等营销费用，全年销售费用同比增长14.36%。当前战略性投入旨在修复品牌资产、提升品牌势能，为26年的持续增长奠定基础。

### 盈利预测、估值与评级

公司四个聚焦战略改革成效显著，大单品孵化能力得到验证，线上渠道增长强劲，经营质量明显改善。我们看好公司在品牌势能修复、产品矩阵优化和渠道效率提，预测公司2022/2023/2024年EPS分别为0.32/0.41/0.5元，公司股票现价对应PE估值为66/51/42倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

新品推广未达预期；行业竞争加剧。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨欣 (执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

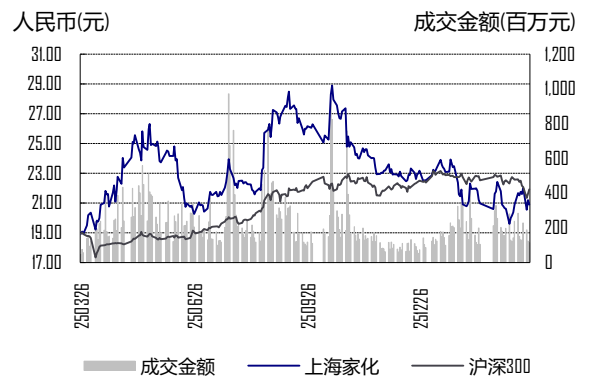
分析师：杨雨钦 (执业S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价(人民币)：20.89元

### 相关报告：

1.《上海家化公司深度研究：业绩拐点确立，弯道追赶在即》，2025.12.4



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,679	6,317	7,117	8,001	8,914
营业收入增长率	-13.93%	11.25%	12.66%	12.41%	11.41%
归母净利润(百万元)	-833	268	211	275	336
归母净利润增长率	-266.6%	-132.12%	-20.98%	29.94%	22.35%
摊薄每股收益(元)	-1.239	0.398	0.315	0.409	0.500
每股经营性现金流净额	0.41	1.19	-0.02	0.70	0.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	-12.45%	3.88%	2.97%	3.77%	4.49%
P/E	-13.64	56.58	66.42	51.11	41.78
P/B	1.70	2.20	1.97	1.93	1.87

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	6,598	5,679	6,317	7,117	8,001	8,914
增长率		-13.9%	11.2%	12.7%	12.4%	11.4%
主营业务成本	-2,707	-2,408	-2,363	-2,541	-2,763	-3,044
%销售收入	41.0%	42.4%	37.4%	35.7%	34.5%	34.2%
毛利	3,891	3,271	3,954	4,576	5,237	5,870
%销售收入	59.0%	57.6%	62.6%	64.3%	65.5%	65.8%
营业税金及附加	-46	-43	-50	-57	-64	-71
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-2,770	-2,652	-3,032	-3,487	-3,944	-4,395
%销售收入	42.0%	46.7%	48.0%	49.0%	49.3%	49.3%
管理费用	-616	-610	-586	-660	-760	-847
%销售收入	9.3%	10.7%	9.3%	9.3%	9.5%	9.5%
研发费用	-147	-151	-204	-228	-256	-285
%销售收入	2.2%	2.7%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	312	-184	83	144	213	272
%销售收入	4.7%	n.a	1.3%	2.0%	2.7%	3.0%
财务费用	-5	-31	-7	-14	-13	-3
%销售收入	0.1%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-64	-592	-23	0	0	0
公允价值变动收益	111	-84	107	0	0	0
投资收益	85	-51	41	20	20	20
%税前利润	15.2%	n.a	13.1%	8.5%	6.6%	5.4%
营业利润	556	-860	298	235	305	373
营业利润率	8.4%	n.a	4.7%	3.3%	3.8%	4.2%
营业外收支	7	30	17	0	0	0
税前利润	563	-830	315	235	305	373
利润率	8.5%	n.a	5.0%	3.3%	3.8%	4.2%
所得税	-63	-3	-47	-23	-31	-37
所得税率	11.3%	n.a	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	500	-833	268	211	275	336
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	500	-833	268	211	275	336
净利率	7.6%	n.a	4.2%	3.0%	3.4%	3.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	500	-833	268	211	275	336
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	286	814	250	112	110	107
非经营收益	-109	156	-144	-52	0	-9
营运资金变动	-574	137	427	-283	88	89
经营活动现金净流	103	273	801	-11	472	524
资本开支	-119	-93	-67	285	-26	-18
投资	-372	-98	-649	0	0	0
其他	130	84	177	20	20	20
投资活动现金净流	-361	-106	-538	305	-6	2
股权募资	0	0	0	103	0	0
债权募资	-208	-215	-53	-200	-252	-295
其他	-291	-330	-187	-105	-130	-146
筹资活动现金净流	-499	-545	-240	-202	-381	-440
现金净流量	-747	-387	-7	92	85	85

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	940	550	543	620	694	772
应收款项	1,215	804	611	829	932	1,038
存货	777	673	622	696	757	834
其他流动资产	2,650	3,234	3,026	3,026	3,033	3,041
流动资产	5,582	5,262	4,803	5,171	5,416	5,685
%总资产	47.6%	52.9%	46.8%	50.6%	52.1%	53.8%
长期投资	1,113	870	1,172	1,172	1,172	1,172
固定资产	845	764	697	590	495	394
%总资产	7.2%	7.7%	6.8%	5.8%	4.8%	3.7%
无形资产	2,939	2,312	2,331	2,346	2,361	2,376
非流动资产	6,148	4,683	5,453	5,054	4,971	4,881
%总资产	52.4%	47.1%	53.2%	49.4%	47.9%	46.2%
资产总计	11,730	9,944	10,256	10,226	10,386	10,566
短期借款	299	588	562	744	493	198
应付款项	2,159	1,687	1,773	1,871	2,073	2,296
其他流动负债	390	407	513	427	484	542
流动负债	2,848	2,682	2,848	3,042	3,049	3,035
长期贷款	502	0	0	0	0	0
其他长期负债	690	570	512	56	46	38
负债	4,040	3,253	3,359	3,099	3,095	3,073
普通股股东权益	7,690	6,692	6,897	7,127	7,292	7,493
其中：股本	676	672	672	672	672	672
未分配利润	5,729	4,721	4,963	5,090	5,254	5,456
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	11,730	9,944	10,256	10,226	10,386	10,566

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.739	-1.239	0.398	0.315	0.409	0.500
每股净资产	11.372	9.955	10.259	10.602	10.847	11.147
每股经营现金净流	0.153	0.406	1.192	-0.016	0.703	0.779
每股股利	0.230	0.090	0.039	0.126	0.163	0.200
回报率						
净资产收益率	6.50%	-12.45%	3.88%	2.97%	3.77%	4.49%
总资产收益率	4.26%	-8.38%	2.61%	2.07%	2.65%	3.18%
投入资本收益率	3.21%	-2.52%	0.94%	1.65%	2.46%	3.18%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.16%	-13.93%	11.25%	12.66%	12.41%	11.41%
EBIT 增长率	-45.29%	-159.11%	-145.03%	73.92%	47.41%	27.63%
净利润增长率	5.93%	-266.60%	-132.12%	-20.98%	29.94%	22.35%
总资产增长率	-4.40%	-15.22%	3.13%	-0.30%	1.57%	1.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.0	62.4	38.6	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	115.0	109.9	100.0	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	112.3	94.8	83.0	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	45.6	48.3	39.5	29.9	22.1	15.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.03%	-37.61%	-36.19%	-33.53%	-37.24%	-41.21%
EBIT 利息保障倍数	66.7	-6.0	11.3	10.0	16.9	85.2
资产负债率	34.44%	32.71%	32.76%	30.30%	29.80%	29.08%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	9	16	20	56
增持	0	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.18	1.16	1.20	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	earchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究