

上海家化 (600315.SH)

强烈推荐 (维持)

战略调整成效显著，25年业绩扭亏为盈重回增长轨道

2025年业绩扭亏为盈，美妆业务&线上渠道快速增长，盈利能力边际改善，公司组织架构调整及品牌聚集策略效果持续体现。我们预计2026-2028年归母净利润分别为3.45亿元、4.02亿元、4.68亿元，同比分别+29%、+17%、+16%，维持“强烈推荐”评级。

□ 2025年业绩扭亏为盈。1) 2025年公司实现营收63.17亿元，同比增11.25%；归母净利润2.68亿元、扣非净利润4462.07万元，业绩扭亏为盈主要系主营业务增长、毛利率提升、投资的基金投资收益和公允价值变动损益同比增加，同时上年同期计提大额商誉减值。2) 单25Q4实现营收13.56亿元，同比增12.83%；归母净利润-1.38亿元、扣非净利润-1.86亿元，Q4亏损主要由于公司在大促期间为推动核心品牌增长，加大了营销费用投放。

□ 美妆业务&线上渠道快速增长。1) 分产品看，个护事业部(六神、美加净)收入24.19亿元，同比+1.65%；美妆事业部(玉泽、佰草集等)收入16.13亿元，同比+53.70%；创新事业部(启初、家安等)收入8.11亿元，同比-2.31%；海外业务(汤美星)收入14.71亿元，同比+3.90%。其中，美妆业务实现高速增长，主要受益于公司聚焦核心品牌、成功打造亿元单品(佰草集大白泥全年GMV超2亿元，玉泽干敏霜、六神驱蚊蛋过亿)以及线上渠道的强劲表现。2) 分渠道看，线上收入26.64亿元，同比+4.92%(同口径调整后为+21.89%)；线下收入36.5亿元，同比+16.39%(同口径调整后为+4.60%)，主要因特殊渠道业务核算调整所致。

□ 盈利能力边际明显改善。2025年毛利率62.59%，同比+5.00pct。毛利率提升主要系高毛利单品带动、美妆品类收入占比提升以及原材料采购成本下降。费用端，2025年销售费用率48.00%(同比+1.30pct)，管理费用率9.27%(同比-1.47pct)，研发费用率3.22%(同比+0.56pct)。销售及研发费用率提升主要系公司为推动品牌建设和产品创新，相关营销及研发投入增速高于收入增速。

□ 经营性现金流大幅提升，经营质量持续改善。2025年经营性现金流净额8.01亿元，同比大幅增长193.33%，主要系本年收入上升，相应销售收现增加。同时，公司加强营运资金管理，期末应收账款同比下降26.5%，存货同比下降7.6%。

□ 盈利预测及投资建议。公司组织架构及品牌策略调整效果持续体现，短期以收入增长为先，持续投入品牌建设及产品迭代，期待中长期可持续增长的同时带来利润释放。我们预计2026年公司的产品结构改善依旧可带来毛利率提升，但随着线上平台流量成本的增加，费用率优化空间有限；同时由于2025年净利润略低于先前预测，我们预计2026-2028年归母净利润分别为3.45亿元、4.02亿元、4.68亿元，同比分别+29%、+17%、+16%，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：改革效果不及预期的风险，行业消费需求不及预期的风险，新品推广和销售不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

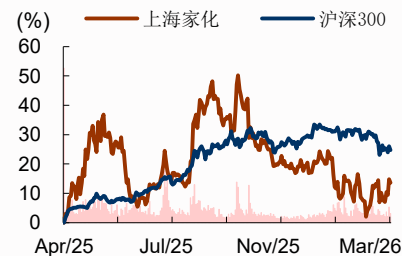
当前股价：21.83元

基础数据

总股本(百万股)	672
已上市流通股(百万股)	672
总市值(十亿元)	14.7
流通市值(十亿元)	14.7
每股净资产(MRQ)	10.3
ROE(TTM)	3.9
资产负债率	32.8%
主要股东	上海家化(集团)有限公司
主要股东持股比例	51.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-16	8
相对表现	3	-13	-7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《上海家化(600315)——改革效果持续体现，核心品牌驱动较快增长》2025-10-28
- 《上海家化(600315)——24年调整期亏损，25年拟推股权激励，期待业绩修复》2025-04-28
- 《上海家化(600315)——转型期业绩压力较大，期待长期改革效果》2024-08-22

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

wangxueyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5679	6317	7036	7869	8723
同比增长	-14%	11%	11%	12%	11%
营业利润(百万元)	(860)	298	389	464	544
同比增长	-255%	135%	31%	19%	17%
归母净利润(百万元)	(833)	268	345	402	468
同比增长	-267%	132%	29%	17%	16%
每股收益(元)	-1.24	0.40	0.51	0.60	0.70
PE	-17.6	54.8	42.6	36.5	31.4
PB	2.2	2.1	2.1	2.0	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	5262	4803	5034	5438	6125
现金	550	543	630	820	1278
交易性投资	2554	2514	2514	2514	2514
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	771	566	609	682	756
其它应收款	34	45	50	56	62
存货	673	622	662	732	812
其他	680	512	568	634	703
非流动资产	4683	5453	5158	4894	4658
长期股权投资	256	160	160	160	160
固定资产	751	684	624	571	525
无形资产商誉	2286	2312	2081	1873	1685
其他	1390	2297	2293	2290	2288
资产总计	9944	10256	10192	10332	10783
流动负债	2682	2848	2600	2441	2544
短期借款	49	527	250	0	0
应付账款	500	575	621	686	761
预收账款	116	184	199	220	244
其他	2018	1561	1529	1534	1539
长期负债	570	512	512	512	512
长期借款	0	0	0	0	0
其他	570	512	512	512	512
负债合计	3253	3359	3111	2953	3056
股本	672	672	672	672	672
资本公积金	880	797	797	797	797
留存收益	5139	5428	5612	5910	6258
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	6692	6897	7081	7379	7726
负债及权益合计	9944	10256	10192	10332	10783

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	273	801	397	403	429
净利润	(833)	268	345	402	468
折旧摊销	194	205	325	293	265
财务费用	36	11	20	2	(8)
投资收益	51	(41)	(210)	(170)	(170)
营运资金变动	841	356	(83)	(126)	(128)
其它	(15)	3	1	2	3
投资活动现金流	(106)	(538)	182	142	142
资本支出	(96)	(77)	(28)	(28)	(28)
其他投资	(10)	(461)	210	170	170
筹资活动现金流	(545)	(240)	(492)	(355)	(112)
借款变动	(285)	(45)	(312)	(250)	0
普通股增加	(4)	0	0	0	0
资本公积增加	4	(84)	0	0	0
股利分配	(176)	(46)	(161)	(103)	(121)
其他	(85)	(65)	(20)	(2)	8
现金净增加额	(379)	23	87	190	458

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5679	6317	7036	7869	8723
营业成本	2408	2363	2551	2820	3126
营业税金及附加	43	50	55	62	69
营业费用	2652	3032	3377	3753	4134
管理费用	610	586	638	706	782
研发费用	151	204	206	222	246
财务费用	31	7	20	2	(8)
资产减值损失	(592)	(13)	(10)	(10)	0
公允价值变动收益	(84)	107	80	80	80
其他收益	82	88	80	60	60
投资收益	(51)	41	50	30	30
营业利润	(860)	298	389	464	544
营业外收入	33	21	21	20	20
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	(830)	315	406	480	559
所得税	3	47	62	78	92
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(833)	268	345	402	468

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-14%	11%	11%	12%	11%
营业利润	-255%	135%	31%	19%	17%
归母净利润	-267%	132%	29%	17%	16%
获利能力					
毛利率	57.6%	62.6%	63.7%	64.2%	64.2%
净利率	-14.7%	4.2%	4.9%	5.1%	5.4%
ROE	-11.6%	3.9%	4.9%	5.6%	6.2%
ROIC	-10.6%	3.4%	4.6%	5.2%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	32.7%	32.8%	30.5%	28.6%	28.3%
净负债比率	5.9%	5.5%	2.5%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	1.7	1.9	2.2	2.4
速动比率	1.7	1.5	1.7	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.3	3.7	4.0	4.0	4.0
应收账款周转率	5.8	9.4	12.0	12.2	12.1
应付账款周转率	3.9	4.4	4.3	4.3	4.3
每股资料(元)					
EPS	-1.24	0.40	0.51	0.60	0.70
每股经营净现金	0.41	1.19	0.59	0.60	0.64
每股净资产	9.95	10.26	10.53	10.98	11.49
每股股利	0.03	0.24	0.15	0.18	0.21
估值比率					
PE	-17.6	54.8	42.6	36.5	31.4
PB	2.2	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	-22.8	41.9	22.8	22.1	20.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。