

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	20.71
总股本/流通股本(亿股)	6.72 / 6.72
总市值/流通市值(亿元)	139 / 139
52周内最高/最低价	28.92 / 19.61
资产负债率(%)	32.8%
市盈率	51.77
第一大股东	上海家化(集团)有限公司

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

上海家化(600315)

美妆品类高增，业绩扭亏为盈

● 事件

上海家化发布 2025 年度业绩公告，2025 年公司实现营收 63.2 亿元，同比增长 11.2%，归母净利润 2.68 亿元，扭亏为盈。经营性现金流 8 亿元，同比大幅提升，财务健康度显著改善。

● 投资要点

收入分析：聚焦核心品牌，美妆品类高增。我们拆分来看：

1) **个护：传统基本盘保持稳健增长。**以国民品牌六神为核心，2025 年实现营收 24.19 亿元，同比增长 1.65%，毛利率 64.89%，同比+1.3pct。公司通过产品迭代持续挖掘增量，驱蚊蛋全新升级，以 20%羟派酯配方实现 8.2 小时长效驱蚊，兼具实用性与潮流属性；清香香氛沐浴露升级香氛浓度与留香时长，新增多元香型，进一步巩固国民洗护龙头地位。

2) **美妆：美妆板块高增，亿元单品突破。**以玉泽、佰草集为核心增长引擎，2025 年实现营收 16.13 亿元，同比+53.7%，毛利率 73.8%，同比+4.13pct，全渠道增速达 53.7%，营收占比+7.1pct，成为公司业绩增长核心驱动力。品牌端，佰草集结合达人矩阵的营销打法，全年 GMV 超过 2 亿元；玉泽官宣樊振东代言，大众知名度与专业护肤心智持续提升。

3) **创新：深耕细分赛道。**以启初、高夫为核心，2025 年实现营收 8.11 亿元，同比-2.31%，毛利率 49.75%，同比+8.82pct，公司通过新品迭代优化产品结构，持续深耕细分赛道。

4) **海外：稳步推进。**以汤美星为核心，2025 年实现营收 14.71 亿元，同比增长 3.90%，毛利率 53.59%，同比+5.27pct，盈利能力持续改善，全球化布局稳步推进，为公司长期增长打开新空间。

渠道拆分：线上占比持续提升，线下拓展新业态。我们拆分来看：

1) **线上：**2025 年公司国内业务线上收入 26.64 亿元，同比增长 21.89%，占主营业务收入比例提升至 42.2%，毛利率 65.72%，同比+3.28pct，达播端分层运营集中资源打造亿元单品，自播端完成直播间标准化建设，核心品牌抖音自播业务实现较好增长；

2) **线下：**线下收入 36.50 亿元，同比增长 4.60%，占比 57.8%，毛利率 60.31%，同比+5.75pct，主要得益于公司与成长型客户协同发展，通过拥抱新业态，新增成长型渠道经销商提升市场覆盖率，同时强化终端场景化组货营销，优化 KA 渠道货盘结构，持续改善整体运营质量。

利润分析：销售高举高打，带动收入高增，盈利能力修复，运营

效率提高。25年归母净利润2.68亿元，较上年扭亏为盈。毛利率62.6%，同比+5pct，我们认为主要系：1) 美妆等高毛利品类占比提升；2) 新品推出带动毛利增长；3) 品效提升及原材料成本下降。净利率4.24%，成功扭亏为盈。

期间费用率60.61%，与去年基本持平，其中销售费用率48%，同比+1.2pct，主要因为公司加大品牌营销投入以驱动增长；管理费用率9.27%，同比-1.47pct，公司通过精细化运营管控降本增效，效率持续优化。此外公司应收账款、存货等营运资产周转效率提升，公司资产周转能力显著改善，应收账款同比下降26.5%至5.66亿元，存货同比下降7.6%至6.22亿元，运营效率大幅提升。

未来展望：26年聚焦深化突破，品牌+渠道+管理值得期待。我们认为26年有如下看点：**1) 品牌深化：亿元单品做大做强，第二梯队加速培育。**公司持续推进核心品牌建设，依托佰草集、玉泽、六神等核心品牌，做大做强成熟单品，同时完善品牌矩阵布局，推出婴童品牌“小六神”，拓展母婴赛道。**2) 线下复苏：六神打假+价盘优化，渠道利润提升。**六神经典玻璃瓶花露水完成包装升级，通过价盘管控与打假维护渠道秩序，提升渠道利润，推进线下渠道复苏；佰草集同步推进线下渠道能力建设，优化门店运营与库存管理。**3) 组织与创新：激励机制深化改革，创新品牌储备动能。**公司深化内部激励机制，优化品牌间考核与奖金分配，激活销售团队活力；聚焦高夫、启初等品牌增长，推进经典国货焕新，同时推动海外业务实现增长与盈利改善。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司26-28年营业收入增速为14%、11%、11%，归母净利润增速为38%、28%、21%，EPS分别为0.55元/股、0.70元/股、0.85元/股，当下股价对应PE分别为38x、29x、24x。首次覆盖，给与公司“买入”评级。

● 风险提示：

战略执行未达预期风险；行业竞争加剧风险；消费复苏不达预期风险；人才流失风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6317	7186	8012	8888
增长率(%)	11.25	13.75	11.49	10.94
EBITDA(百万元)	381.34	674.35	786.99	886.32
归属母公司净利润(百万元)	267.58	369.20	472.62	569.58
增长率(%)	132.12	37.98	28.01	20.52
EPS(元/股)	0.40	0.55	0.70	0.85
市盈率(P/E)	51.80	37.54	29.33	24.34
市净率(P/B)	2.01	1.98	1.92	1.87
EV/EBITDA	39.88	20.21	16.70	14.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	6317	7186	8012	8888	营业收入	11.2%	13.8%	11.5%	10.9%
营业成本	2363	2578	2810	3076	营业利润	134.7%	39.4%	29.3%	21.2%
税金及附加	50	54	60	67	归属于母公司净利润	132.1%	38.0%	28.0%	20.5%
销售费用	3032	3449	3846	4266	获利能力				
管理费用	586	575	641	711	毛利率	62.6%	64.1%	64.9%	65.4%
研发费用	204	216	240	267	净利率	4.2%	5.1%	5.9%	6.4%
财务费用	7	7	-2	-16	ROE	3.9%	5.3%	6.6%	7.7%
资产减值损失	-26	0	0	0	ROIC	1.7%	4.9%	6.0%	6.9%
营业利润	298	415	537	651	偿债能力				
营业外收入	21	20	20	20	资产负债率	32.8%	33.3%	34.0%	34.8%
营业外支出	4	1	1	1	流动比率	1.69	1.77	1.85	1.92
利润总额	315	434	556	670	营运能力				
所得税	47	65	83	101	应收账款周转率	9.45	11.87	11.76	11.73
净利润	268	369	473	570	存货周转率	3.65	3.85	3.76	3.76
归母净利润	268	369	473	570	总资产周转率	0.63	0.69	0.75	0.80
每股收益(元)	0.40	0.55	0.70	0.85	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.40	0.55	0.70	0.85
货币资金	543	844	1336	1881	每股净资产	10.26	10.43	10.72	11.06
交易性金融资产	2514	2514	2514	2514	估值比率				
应收票据及应收账款	566	644	718	797	PE	51.80	37.54	29.33	24.34
预付款项	75	82	90	98	PB	2.01	1.98	1.92	1.87
存货	622	716	780	854	现金流量表				
流动资产合计	4803	5289	5932	6645	净利润	268	369	473	570
固定资产	684	518	351	184	折旧和摊销	227	233	233	233
在建工程	13	13	13	13	营运资本变动	427	-49	69	84
无形资产	757	691	625	559	其他	-121	5	5	5
非流动资产合计	5453	5221	4988	4755	经营活动现金流净额	801	557	779	891
资产总计	10256	10510	10920	11400	资本开支	-67	19	19	19
短期借款	527	527	527	527	其他	-471	0	0	0
应付票据及应付账款	575	573	624	684	投资活动现金流净额	-538	19	19	19
其他流动负债	1746	1884	2054	2246	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2848	2984	3205	3457	债务融资	-53	0	0	0
其他	512	512	512	512	其他	-187	-245	-307	-365
非流动负债合计	512	512	512	512	筹资活动现金流净额	-240	-245	-307	-365
负债合计	3359	3496	3717	3968	现金及现金等价物净增加额	-7	301	492	545
股本	672	672	672	672					
资本公积金	900	900	900	900					
未分配利润	4963	5025	5143	5286					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	362	417	488	574					
所有者权益合计	6897	7014	7204	7432					
负债和所有者权益总计	10256	10510	10920	11400					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048