

公司研究

25年业绩拐点，期待26年经营效率进一步提升

——上海家化（600315.SH）2025年年报及2026年一季报点评

增持（维持）

当前价：20.65元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001
021-52523672
sunww@ebscn.com

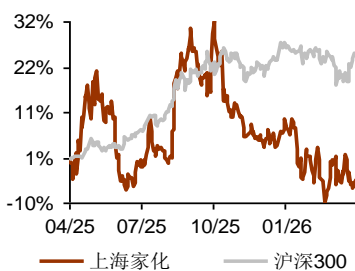
分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004
021-52523842
zhujiayu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.72
总市值(亿元):	138.82
一年最低/最高(元):	19.27/29.71
近3月换手率:	67.37%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.99	-4.90	-33.46
绝对	-2.78	-3.77	-7.30

资料来源：Wind

相关研报

二季度业绩改善，期待改革效果进一步夯实
——上海家化（600315.SH）2025年中报点评（2025-08-22）

要点

事件：

上海家化发布2025年年报。公司2025年实现营业收入63.2亿元，同比增长11.2%，归母净利润2.7亿元，同比扭亏，扣非归母净利润0.4亿元，同比扭亏，EPS（基本）为0.4元。公司拟每股派发现金红利0.2元（含税），对应全年合计派息比例为60%。

分季度来看，25Q1~Q4公司单季度收入分别为17/17.7/14.8/13.6亿元，分别同比-10.6%/+25.4%/+28.3%/+12.8%，归母净利润分别为2.2/0.5/1.4/-1.4亿元，分别同比-15.3%/扭亏/扭亏/减亏86.2%。

同时，**公司发布2026年一季报**，26Q1实现营业收入18亿元，同比增长5.4%，归母净利润2.2亿元，同比增长2.3%，扣非归母净利润2.7亿元，同比增长38.2%，扣非净利润增速较高主要为毛利率同比提升贡献、以及公允价值变动损失0.9亿元影响。

点评：

25年美妆事业部增长54%表现突出，线上/线下渠道收入分别增长22%/5%向好

25年收入**按事业部拆分**：个护（六神、美加净等品牌）、美妆（玉泽、佰草集、双妹、典萃等品牌）、创新（启初、家安、高夫等品牌）、海外（汤美星）事业部收入分别占总收入38%/26%/13%/23%，收入分别同比+1.7%/+53.7%/-2.3%/+3.9%。

按渠道拆分：25年线上、线下销售收入分别占总收入42%/58%，特殊渠道业务由线上调整至线下核算，不考虑该影响、可比口径下25年线上、线下渠道营业收入分别同比+21.9%/+4.6%，线上线下渠道收入均实现增长、趋势向好。

毛利率同比提升明显，费用率控制优化

毛利率：25年毛利率同比提升5PCT至62.6%，主要为高毛利的美妆品类收入占比提升，以及规模效应和原材料采购成本下降贡献。分事业部来看，个护、美妆、创新、海外事业部毛利率分别为64.9%/73.8%/49.8%/53.6%，分别同比+1.3/+4.1/+8.8/+5.3PCT；分渠道来看，线上、线下销售毛利率分别为65.7%/60.3%，可比口径下分别同比+3.3/+5.8PCT。分季度来看，25Q1~26Q1单季度毛利率分别同比+0.1/+5.1/+7/+11/+2.4PCT至63.4%/63.3%/61.5%/61.8%/65.8%。

费用率：25年期间费用率为60.6%同比持平，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为48%/9.3%/3.2%/0.1%，分别同比+1.3/-1.5/+0.6/-0.4PCT。25Q1~26Q1单季度期间费用率分别同比+4.7/-5.4/-2.4/-2.2/+0.7PCT，其中销售费用率分别同比+3.2/-4.6/-0.1/+4/+1.6PCT，可见25Q2以来公司总体费用率端虽有控制，但业务相关的销售费用率在25Q4以来仍有提升，费用结构进行了优化。

其他财务指标：1) **存货** 25年末同比减少7.6%至6.2亿元，26年3月末同比增加4%至6.7亿元，较年初增加8%，存货周转天数25年/26Q1分别为99/95天，同比-10天/持平。

2) **应收账款** 25 年末同比减少 26.5%至 5.7 亿元, 26 年 3 月末同比减少 16.6%至 6.3 亿元, 较年初增加 10.8%, 25 年/26Q1 应收账款周转天数分别为 38/30 天, 同比-23/-10 天。

3) **资产减值损失** 25 年为 2569 万元, 同比减少 95.8% (上年为损失 6.1 亿元)。26Q1 为 480 万元, 同比减少 59.5%。

4) **公允价值变动收益** 25 年为 1.1 亿元、上年为损失, 同比净增加 1.9 亿元。26Q1 为损失 0.9 亿元、上年同期为收益。

5) **经营活动净现金流** 25 年为 8 亿元, 同比增加 193.3%, 26Q1 为 3.8 亿元, 同比减少 38.6%。

经营改革成效初现, 期待收入增速提升和盈利能力继续改善

公司 25 年线上、线下渠道均实现增长, 各事业部中个护表现平稳、美妆增长突出, 显示公司聚焦核心品牌和核心大单品的策略起效, 同时毛利率向上、费用率控制, 存货、应收账款周转及经营现金流均有改善, 运营效率实现提升, 期待 26 年公司收入增速提升和盈利能力继续改善。

考虑到短期国内外需求仍有不确定性, 我们下调 26~27 年归母净利润预测 (较前次预测下调 30%/25%)、新增 28 年归母净利润为 3.8/5/5.7 亿元, 对应 26~28 年 EPS 分别为 0.57/0.74/0.85 元, PE 分别为 36/28/24 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 终端消费需求持续疲软; 新品推广和销售不及预期; 行业竞争加剧; 渠道调整不及预期; 控费不当或者营销推广投放效果不及预期; 国际贸易政策和环境波动影响海外业务业绩。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,679	6,317	6,887	7,494	8,101
营业收入增长率	-13.9%	11.2%	9.0%	8.8%	8.1%
归母净利润 (百万元)	-833	268	383	496	574
归母净利润增长率	-266.6%	NA	43.2%	29.5%	15.8%
EPS (元)	-1.24	0.40	0.57	0.74	0.85
ROE (归属母公司) (摊薄)	-12.4%	3.9%	5.3%	6.6%	7.3%
P/E	NA	52	36	28	24
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2026-04-27

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5679	6317	6887	7494	8101
营业成本	2408	2363	2407	2615	2810
折旧和摊销	176	193	196	192	188
税金及附加	43	50	54	59	64
销售费用	2652	3032	3237	3507	3783
管理费用	610	586	627	637	668
研发费用	151	204	220	232	251
财务费用	31	7	5	-14	-19
投资收益	-51	41	40	40	40
营业利润	-860	298	436	569	661
利润总额	-830	315	451	584	676
所得税	3	47	68	88	102
净利润	-833	268	383	496	574
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-833	268	383	496	574
EPS(元)	-1.24	0.40	0.57	0.74	0.85

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	273	801	474	602	674
净利润	-833	268	383	496	574
折旧摊销	176	193	196	192	188
净营运资金增加	366	-546	122	86	84
其他	564	887	-227	-172	-173
投资活动产生现金流	-106	-538	952	-70	-70
净资本支出	-93	-67	-99	-110	-110
长期投资变化	256	160	0	0	0
其他资产变化	-269	-631	1,052	40	40
融资活动现金流	-545	-240	-589	-177	-230
股本变化	-4	0	0	0	0
债务净变化	-213	-26	-527	0	0
无息负债变化	-574	133	16	76	72
净现金流	-387	-7	838	355	375

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	57.6%	62.6%	65.0%	65.1%	65.3%
EBITDA 率	13.4%	6.4%	9.5%	10.2%	10.5%
EBIT 率	10.0%	3.1%	6.6%	7.6%	8.2%
税前净利润率	-14.6%	5.0%	6.5%	7.8%	8.3%
归母净利润率	-14.7%	4.2%	5.6%	6.6%	7.1%
ROA	-8.4%	2.6%	3.8%	4.7%	5.3%
ROE (摊薄)	-12.4%	3.9%	5.3%	6.6%	7.3%
经营性 ROIC	13.3%	5.8%	10.2%	12.6%	14.7%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	32.7%	32.8%	28.3%	28.0%	27.6%
流动比率	1.96	1.69	2.45	2.57	2.68
速动比率	1.71	1.47	2.18	2.29	2.40
归母权益/有息债务	11.38	12.28	207.14	215.88	225.24
有形资产/有息债务	12.83	13.97	221.85	234.45	247.33

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	9,944	10,256	10,071	10,452	10,851
货币资金	550	543	1,381	1,736	2,111
交易性金融资产	2,554	2,514	2,514	2,514	2,514
应收账款	771	566	645	702	759
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	34	45	50	54	58
存货	673	622	623	663	698
其他流动资产	680	512	513	520	526
流动资产合计	5,262	4,803	5,727	6,190	6,667
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	256	160	160	160	160
固定资产	751	684	660	630	597
在建工程	13	13	9	7	5
无形资产	768	757	690	632	581
商誉	1,486	1,544	1,544	1,544	1,544
其他非流动资产	1,409	2,295	1,281	1,288	1,296
非流动资产合计	4,683	5,453	4,344	4,263	4,184
总负债	3,253	3,359	2,848	2,925	2,997
短期借款	49	527	0	0	0
应付账款	500	575	586	637	684
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,134	1,746	1,751	1,776	1,801
流动负债合计	2,682	2,848	2,337	2,413	2,485
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	570	512	512	512	512
非流动负债合计	570	512	512	512	512
股东权益	6,692	6,897	7,223	7,528	7,854
股本	672	672	672	672	672
公积金	1,273	1,292	1,292	1,292	1,292
未分配利润	4,721	4,963	5,186	5,490	5,817
归属母公司权益	6,692	6,897	7,223	7,528	7,854
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	46.7%	48.0%	47.0%	46.8%	46.7%
管理费用率	10.7%	9.3%	9.1%	8.5%	8.3%
财务费用率	0.5%	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.2%
研发费用率	2.7%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
所得税率	-0.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.03	0.24	0.28	0.37	0.43
每股经营现金流	0.41	1.19	0.71	0.90	1.00
每股净资产	9.95	10.26	10.74	11.20	11.68
每股销售收入	8.45	9.40	10.24	11.15	12.05

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	NA	52	36	28	24
PB	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	16	30	16	13	12
股息率	0.1%	1.2%	1.4%	1.8%	2.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼