

上海家化 (600315.SH)

强烈推荐 (维持)

26Q1 线上高增长, 扣非净利率明显改善

26Q1 业绩稳中有进, 扣非净利快速增长。佰草集、玉泽双品牌驱动美妆业务全渠道高增长, 个护线上渠道高增长, 整体结构优化带来毛利率提升。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%, 对应 26PE40.6X, 维持“强烈推荐”评级。

□ 26Q1 业绩稳中有进, 扣非净利快速增长。公司 2026Q1 实现收入 17.95 亿元, 同比+5.38%; 归母净利润 2.22 亿元, 同比+2.30%; 扣非归母净利润 2.66 亿元, 同比+38.21%。扣非净利润增长亮眼, 主要系高毛利的美妆品类销售占比提升、采购端优化成本带来毛利率改善, 以及 0.58 亿的金融资产及负债的公允价值变动亏损等计入非经常性损益项目 (25Q1 此项为正收益)。

□ 双品牌驱动美妆业务全渠道高增长, 个护线上渠道高增长。1) 分品类看, 26Q1 个护业务收入 7.75 亿/-2%, 美妆业务 4.68 亿/+42%, 创新业务 1.99 亿/-14%, 海外业务 3.53 亿/+2%。美妆业务高增长, 26Q1 全渠道同比+42.2%, 其中线上渠道+62.5%; 个护业务全渠道-2%, 其中线上+37.9%。具体品牌线上表现来看: 26Q1 玉泽同比+43%, 佰草集+100%, 六神+70%, 且核心单品佰草集大白泥、玉泽干敏霜 GMV 同比均翻倍以上增长, 六神驱蚊蛋 GMV 同增超 350%。2) 分渠道看, 26Q1 公司线上渠道收入 6.3 亿/+27.7%, 线下渠道收入 11.6 亿/-3.4%, 线下受发货节奏调整影响出现下滑。

□ 结构优化带来毛利率提升, 品牌投放前置致销售费用率增长。2026Q1 公司毛利率为 65.8%, 同比+2.4pct, 延续优化趋势。费用端, 26Q1 销售费用率 42.0%, 同比+1.6pct, 主要系公司为支持线上业务发展, 将品牌投资节奏前置; 管理费用率 7.4%, 同比-0.5pct; 研发费用率 2.3%, 同比基本持平。综合影响下 26Q1 销售净利率为 12.4%, 同比-0.4pct, 但扣非净利率同比+3.5pct 至 14.8%。

□ 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 2026-2028 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%, 对应 26PE40.6X, 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。

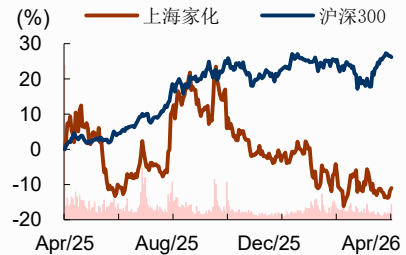
消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 20.8 元

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)	14.0
流通市值 (十亿元)	14.0
每股净资产 (MRQ)	10.5
ROE (TTM)	3.9
资产负债率	33.4%
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	1	-24	-9
相对表现	-5	-25	-34



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《上海家化 (600315) — 战略调整成效显著, 25 年业绩扭亏为盈重回增长轨道》2026-04-04
- 《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

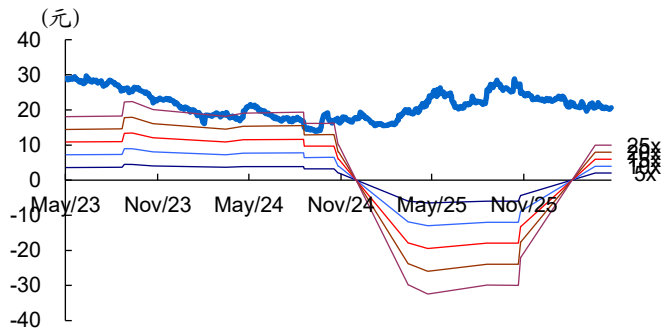
刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
王雪玉 S1090525070005
wangxueyu@cmschina.com.cn

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	-16.8	52.3	40.6	34.8	29.9
PB	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8

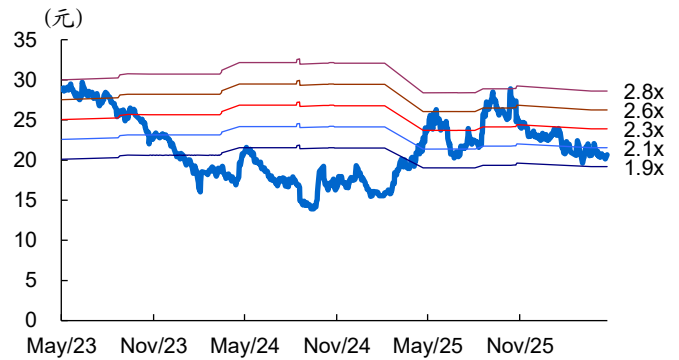
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 上海家化历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 上海家化历史 PB Band



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	-16.8	52.3	40.6	34.8	29.9
PB	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8
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。