

## 上海家化 (600315.SH)

## 买入 (首次评级)

### 美妆业务表现亮眼，毛利率及毛销差改善

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,679	6,317	7,069	7,888	8,738
增长率 yoy (%)	-13.9	11.2	11.9	11.6	10.8
归母净利润 (百万元)	-833	268	409	506	618
增长率 yoy (%)	-266.6	132.1	53.0	23.7	22.1
ROE (%)	-12.4	3.9	5.7	6.7	7.7
EPS 最新摊薄 (元)	-1.24	0.40	0.61	0.75	0.92
P/E (倍)	-	50.5	33.0	26.7	21.8
P/B (倍)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

**公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报：**2025 年公司实现营业收入 63.17 亿元，同比+11.25%；归母净利润 2.68 亿元，同比+132.12%；扣非后归母净利润 0.45 亿元，同比+105.32%。2025Q4 公司实现营业收入 13.56 亿元，同比+12.83%；2025Q4 归母净利润-1.38 亿元，2024Q4 为-9.96 亿元；2025Q4 扣非后归母净利润-1.86 亿元，2024Q4 为-9.58 亿元。2026Q1 营业收入为 17.95 亿元，同比+5.38%；归母净利润 2.22 亿元，同比+2.30%；扣非后归母净利润 2.66 亿元，同比+38.21%。2026Q1 公司扣非后归母净利润实现快速增长，根据上海家化 2026 年第一季度业绩说明会会议纪要，主要因为 1) 主业增长，2026Q1 国内业务同比增长 6.6%，其中线上业务同比增长 47.0%且投产、ROI 等指标优化；2) 受益于产品结构优化、新品推出及成本压降，毛利率同比+2.4pct；3) 渠道费用率整体下降，规模效应、品效、人效优化效果显著。

**美妆业务收入高增，核心产品表现突出。**根据上海家化 2025 年年报，2025 年公司美妆、个护、创新、海外业务分别实现收入 16.13 亿元、24.19 亿元、8.11 亿元、14.71 亿元，分别同比+53.70%、+1.65%、-2.31%、+3.90%；根据上海家化 2025Q1 及 2026Q1 经营数据公告，2026Q1 公司美妆、个护、创新、海外业务收入分别为 4.68 亿元、7.75 亿元、1.99 亿元、3.53 亿元，分别同比+42.24%、-2.06%、-14.46%、+1.74%。根据上海家化 2026 年第一季度业绩说明会会议纪要公告，公司美妆业务（含玉泽、佰草集、双妹、典萃品牌）表现突出，从单品来看，2026Q1 佰草集大白泥、玉泽干敏霜的 GMV 实现良好增长，佰草集仙草油展现出了品牌第二增长曲线的潜力。个护业务方面，2026Q1 六神驱蚊蛋的 GMV 也实现了良好的增长，从后续布局来看，六神将持续拓展户外赛道，驱蚊蛋和沐浴露计划推出新款香型，扩大人群覆盖，且通过新品牌“小六神”切入婴童赛道。

**毛利率、毛销差的同比数据连续两个季度改善。**2025Q4、2026Q1 公司归母净利率分别为-10.16%、12.37%，分别同比+72.69pct、-0.37pct；毛利率分别为 61.81%、65.85%，分别同比+10.99pct、+2.44pct；毛销差来看，分别为 5.24%、23.83%，分别同比+6.97pct、+0.84pct。根据上海家化 2026 年第一季度业绩说明会会议纪要公告，美妆品类销售占比提升，采购端价格优化导致整体毛利同比上升。

#### 股票信息

行业	基础化工
2026年05月11日收盘价(元)	20.09
总市值(百万元)	13,505.02
流通市值(百万元)	13,505.02
总股本(百万股)	672.23
流通股本(百万股)	672.23
近3月日均成交额(百万元)	156.98

#### 作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 吕科佳

SAC: S1070526010001

邮箱: lvkejia@cgws.com



分析师 黄淑妍

SAC: S1070514080003

邮箱: huangsy@cgws.com

#### 相关研究

**盈利预测及投资建议。**公司美妆业务实现快速增长，逐步兑现产品矩阵扩张、渠道及内容营销优化的成效，我们看好公司的发展，预测公司 2026-2028 年实现归母净利润 4.09 亿元、5.06 亿元、6.18 亿元，对应 PE 33.0X、26.7X、21.8X，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**新品牌开拓不及预期，线上渠道费用超预期，线下渠道开拓不及预期，原材料价格大幅波动，行业竞争加剧。

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	5262	4803	5775	6076	7084
现金	550	543	634	1518	1559
应收票据及应收账款	771	566	1148	676	1376
其他应收款	34	45	45	55	56
预付账款	62	75	86	91	106
存货	673	622	838	736	979
其他流动资产	3173	2951	3025	3000	3008
<b>非流动资产</b>	4683	5453	4982	4983	4852
长期股权投资	256	160	90	50	30
固定资产	751	684	699	710	713
无形资产	800	768	696	626	550
其他非流动资产	2876	3841	3497	3598	3559
<b>资产总计</b>	9944	10256	10758	11060	11936
<b>流动负债</b>	2682	2848	3055	2991	3382
短期借款	49	527	458	421	403
应付票据及应付账款	500	575	651	666	771
其他流动负债	2134	1746	1946	1904	2208
<b>非流动负债</b>	570	512	531	525	527
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	570	512	531	525	527
<b>负债合计</b>	3253	3359	3586	3516	3909
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	672	672	672	672	672
资本公积	880	900	900	900	900
留存收益	5114	5355	5559	5811	6118
归属母公司股东权益	6692	6897	7172	7544	8027
<b>负债和股东权益</b>	9944	10256	10758	11060	11936

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	273	801	-134	1070	64
净利润	-833	268	409	506	618
折旧摊销	194	205	161	160	167
财务费用	31	7	31	13	-2
投资损失	51	-41	-65	-55	-60
营运资金变动	137	408	-572	537	-575
其他经营现金流	694	-45	-98	-91	-85
<b>投资活动现金流</b>	-106	-538	475	5	125
资本支出	96	77	56	103	89
长期投资	-98	-649	70	40	20
其他投资现金流	87	187	460	68	194
<b>筹资活动现金流</b>	-545	-240	-340	-101	-148
短期借款	2	478	-69	-37	-18
长期借款	-502	0	0	0	0
普通股增加	-4	0	0	0	0
资本公积增加	-103	20	0	0	0
其他筹资现金流	61	-737	-271	-63	-130
<b>现金净增加额</b>	-387	-7	0	974	41

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	5679	6317	7069	7888	8738
营业成本	2408	2363	2585	2816	3057
营业税金及附加	43	50	56	62	69
销售费用	2652	3032	3336	3707	4089
管理费用	610	586	636	710	786
研发费用	151	204	212	237	262
财务费用	31	7	31	13	-2
资产和信用减值损失	-592	-23	-14	-16	-17
其他收益	82	88	86	86	86
公允价值变动收益	-84	107	105	100	95
投资净收益	-51	41	65	55	60
资产处置收益	0	9	6	7	7
<b>营业利润</b>	-860	298	461	576	707
营业外收入	33	21	25	24	24
营业外支出	3	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	-830	315	482	596	727
所得税	3	47	72	90	109
<b>净利润</b>	-833	268	409	506	618
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-833	268	409	506	618
EBITDA	-611	527	670	767	889
EPS (元/股)	-1.24	0.40	0.61	0.75	0.92

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-13.9	11.2	11.9	11.6	10.8
营业利润 (%)	-254.6	134.7	54.5	25.1	22.7
归属母公司净利润 (%)	-266.6	132.1	53.0	23.7	22.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	57.6	62.6	63.4	64.3	65.0
净利率 (%)	-14.7	4.2	5.8	6.4	7.1
ROE (%)	-12.4	3.9	5.7	6.7	7.7
ROIC (%)	-10.5	3.5	5.4	6.2	6.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	32.7	32.8	33.3	31.8	32.7
净负债比率 (%)	7.0	6.1	3.3	-9.1	-9.3
流动比率	2.0	1.7	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.6	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	5.8	9.4	8.2	8.6	8.5
应付账款周转率	3.9	4.4	4.2	4.3	4.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	-1.24	0.40	0.61	0.75	0.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	1.19	-0.20	1.59	0.10
每股净资产 (最新摊薄)	9.95	10.26	10.67	11.22	11.94
<b>估值比率</b>					
P/E	-	50.5	33.0	26.7	21.8
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	-18.7	21.7	16.7	13.4	11.5

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

### 北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686