

上海家化（600315.SH）

核心品牌线上高增，毛利改善驱动业绩释放

优于大市

核心观点

收入稳健增长，扣非归母净利润大幅提升。公司 2026H1 实现营收 37.91 亿元/yoy+8.99%，归母净利润 3.81 亿元/yoy+43.35%。其中 2026Q2 实现营收 19.96 亿元/yoy+12.5%，归母净利润 1.59 亿元/yoy+226.7%，扣非归母净利润 0.86 亿元/yoy+195.6%，非经常收益主要来自金融资产相关收益，同时公司收到海外子公司的美国退税约 3200 万。同时公司公告拟向 Sephora Asia 出售所持丝芙兰上海及丝芙兰北京各 19%股权，产生一次性收益约 4.74 亿。

分渠道看，26H1 国内线上业务同比增长 40%以上，占国内业务比重达到 45%，同比提升 9pct 以上，其中抖音收入同比增长 80%以上，是公司线上业务增长的主要驱动力，自播收入占比超过 60%；天猫收入实现个位数增长；京东、唯品会、拼多多等其他电商渠道合计增长 40%以上。上半年六神线下收入同比小幅下降，预计全年线下能够实现持平至低个位数增长。海外业务收入略降，受产品结构优化、供应链提效及美国关税返还影响，海外业务实现扭亏。

分品牌看，26H1 六神、佰草集、玉泽线上收入分别同比增长 69%、81%和 34%，三大品牌抖音收入大多实现接近翻倍增长。六神驱蚊蛋 3.0 上半年 GMV 同比增长 150%以上，累计 GMV 达到约 1.2 亿元；佰草集大白泥 GMV 同比增长 120%以上，抖音投放 ROI 达到 2.7，仙草油进入抖音相关品类榜单前三；玉泽继续聚焦干敏霜、油敏霜、保湿霜及青蒿次抛精华，下半年将通过代言人合作及专业学术活动提升品牌知名度。

毛利率持续上行，销售费用率有所提升。2026Q2 公司毛利率为 66.75%/yoy+3.41pct，主要得益于高毛利美妆品类销售占比提升、新品毛利率较高、采购成本下降及海外供应链提效。销售/管理/研发费用率分别同比 +4.74/-1.31/-0.32pct。销售费用率提升主要系公司将品牌营销投放前置于上半年，同时新品上市初期投放效率相对较低，抖音收入占比提升及平台费率上涨也带来一定影响。受品牌投入前置影响，经营性现金流短期有所下降。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司“四个聚焦”战略持续落地，二季度收入及利润增速较一季度进一步提升，国内线上业务及美妆品类成为主要增长驱动力。六神、佰草集、玉泽三大核心品牌线上业务均实现较快增长，驱蚊蛋 3.0、大白泥等亿元大单品延续强劲表现，仙草油等新品逐步放量。同时高毛利美妆品类收入占比提升，带动公司毛利率持续上行。我们维持 2026-2028 年归母净利润至 3.92/4.85/5.65 亿，对应 PE 为 31/25/22 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,679	6,317	7,082	7,726	8,290
(+/-%)	-13.9%	11.2%	12.1%	9.1%	7.3%
净利润(百万元)	-833	268	392	485	565
(+/-%)	-266.6%	132.1%	46.4%	23.8%	16.5%
每股收益(元)	-1.24	0.40	0.58	0.72	0.84
EBIT Margin	-0.6%	4.5%	4.3%	4.8%	5.6%
净资产收益率(ROE)	-12.4%	3.9%	5.5%	6.5%	7.3%
市盈率(PE)	-14.6	45.4	31.0	25.1	21.5
EV/EBITDA	107.8	32.4	40.6	34.1	28.3
市净率(PB)	1.82	1.76	1.71	1.64	1.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

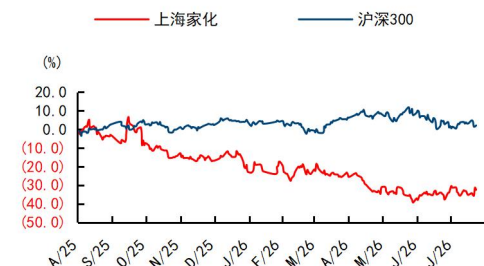
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.09 元
总市值/流通市值	12161/12161 百万元
52 周最高价/最低价	29.75/16.12 元
近 3 个月日均成交额	120.89 百万元

市场走势

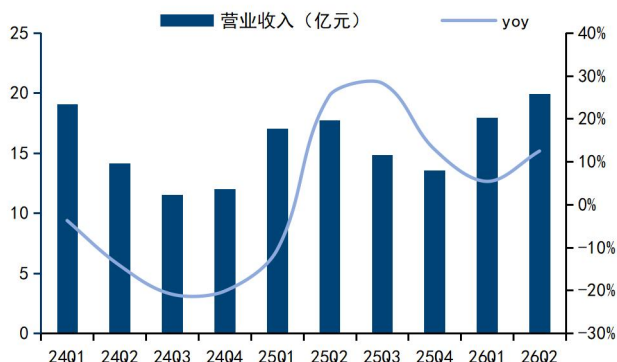


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

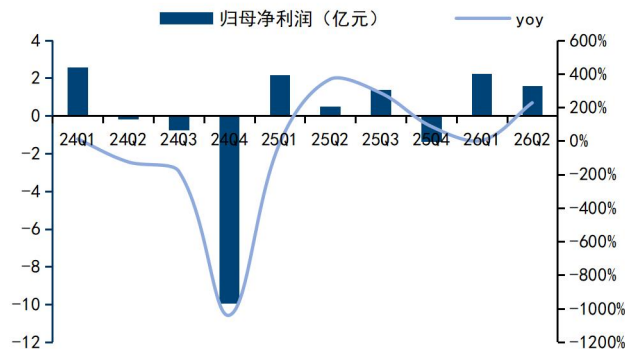
- 《上海家化（600315.SH）-扣非归母净利润同比增长 38%，线上业务成为增长引擎》——2026-04-29
- 《上海家化（600315.SH）-三季度营收加速增长 28%，经营质量同步跃升》——2025-10-28
- 《上海家化（600315.SH）-改革调整成效显著，新品迭出持续推进健康发展》——2025-08-23
- 《上海家化（600315.SH）-一季度业绩降幅收窄，员工持股绑定核心管理层》——2025-04-28
- 《上海家化（600315.SH）-战略调整致业绩阶段性承压，静待后续转型成效落地》——2024-10-30

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



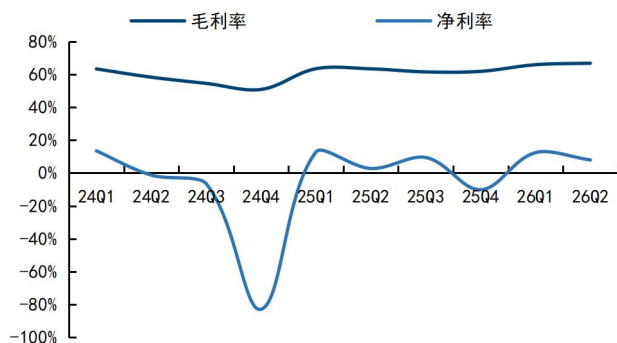
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



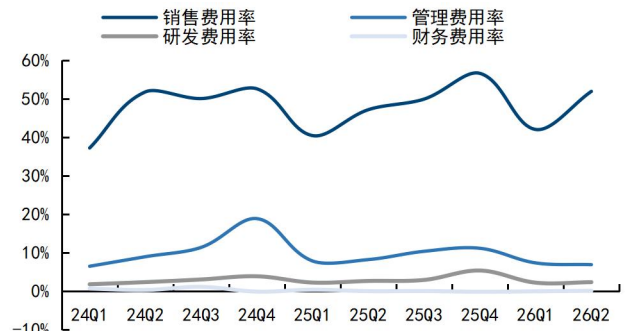
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率及净利率情况



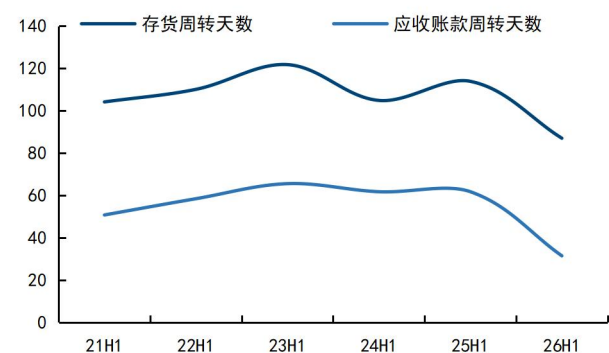
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率情况



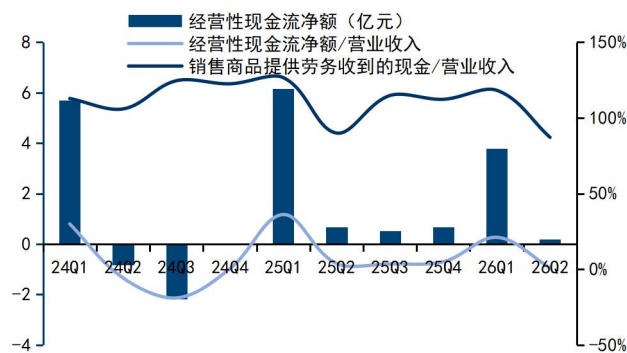
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2026-8-21)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (25A)	PEG (26E)	投资评级
				25E	26E	27E	28E	25E	26E	27E	28E			
600315.SH	上海家化	18.09	122	0.40	0.58	0.72	0.84	56.58	31.04	25.07	21.52	3.88	0.67	优于大市
603605.SH	珀莱雅	57.00	226	3.78	4.17	4.68	4.94	18.10	13.68	12.19	11.54	24.39	1.34	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	550	543	1410	1343	1362	营业收入	5679	6317	7082	7726	8290
应收款项	804	611	1028	1122	1204	营业成本	2408	2363	2500	2681	2835
存货净额	673	622	745	725	918	营业税金及附加	43	50	50	54	58
其他流动资产	680	512	287	373	497	销售费用	2652	3032	3406	3747	4029
流动资产合计	5262	4803	5926	6018	6437	管理费用	610	586	823	874	901
固定资产	764	697	927	1179	1398	财务费用	31	7	17	19	15
无形资产及其他	768	757	727	696	666	投资收益	(51)	41	30	40	50
投资性房地产	2895	3839	3839	3839	3839	资产减值及公允价值变动	525	132	120	150	130
长期股权投资	256	160	180	200	220	其他收入	(1270)	(155)	0	0	0
资产总计	9944	10256	11599	11933	12560	营业利润	(860)	298	435	541	632
短期借款及交易性金融负债	588	562	1295	1069	1106	营业外净收支	30	17	10	10	10
应付款项	500	575	677	725	765	利润总额	(830)	315	445	551	642
其他流动负债	1595	1711	1868	2026	2154	所得税费用	3	47	53	66	77
流动负债合计	2682	2848	3840	3820	4025	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(833)	268	392	485	565
其他长期负债	570	512	628	690	774						
长期负债合计	570	512	628	690	774	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	3253	3359	4468	4510	4798	净利润	(833)	268	392	485	565
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	574	(584)	12	9	9
股东权益	6692	6897	7132	7423	7762	折旧摊销	176	193	107	119	132
负债和股东权益总计	9944	10256	11599	11933	12560	公允价值变动损失	(525)	(132)	(120)	(150)	(130)
						财务费用	31	7	17	19	15
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	1228	(984)	72	119	(139)
每股收益	(1.24)	0.40	0.58	0.72	0.84	其它	(574)	584	(12)	(9)	(9)
每股红利	0.34	0.08	0.23	0.29	0.34	经营活动现金流	46	(655)	451	573	428
每股净资产	9.95	10.26	10.61	11.04	11.55	资本开支	0	424	(200)	(200)	(200)
ROIC	1%	7%	6%	6%	7%	其它投资现金流	(76)	40	59	0	0
ROE	-12%	4%	5%	7%	7%	投资活动现金流	56	560	(161)	(220)	(220)
毛利率	58%	63%	65%	65%	66%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-1%	5%	4%	5%	6%	负债净变化	(502)	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	8%	6%	6%	7%	支付股利、利息	(229)	(54)	(157)	(194)	(226)
收入增长	-14%	11%	12%	9%	7%	其它融资现金流	970	197	733	(226)	37
净利润增长率	-267%	132%	46%	24%	16%	融资活动现金流	(491)	88	576	(420)	(189)
资产负债率	33%	33%	39%	38%	38%	现金净变动	(389)	(7)	867	(66)	19
息率	1.9%	0.4%	1.3%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	940	550	543	1410	1343
P/E	(14.6)	45.4	31.0	25.1	21.5	货币资金的期末余额	550	543	1410	1343	1362
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6	企业自由现金流	1371	(123)	246	364	204
EV/EBITDA	107.8	32.4	40.6	34.1	28.3	权益自由现金流	1839	74	964	122	228

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032