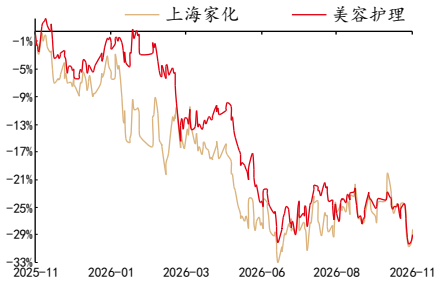
股票投资评级

买入 | 维持

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）	17.40
总股本/流通股本（亿股）	6.72 / 6.72
总市值/流通市值（亿元）	117 / 117
52 周内最高/最低价	24.68 / 16.46
资产负债率(%)	32.8%
市盈率	43.50
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)

美妆驱动增长，聚焦战略兑现

- **事件**

公司发布 2026 年第三季度报告，2026 年前三季度营收 53.6 亿元，同比+8.06%；归母净利润 8.06 亿元（含丝芙兰股权出售投资收益），同比+98.95%；扣非净利润 3.76 亿元，同比+63.01%。Q3 营收 15.7 亿元，同比+5.87%；归母净利润 4.25 亿元，同比+204.8%；扣非净利润 0.25 亿元，同比+157.32%。利润弹性加速释放，主业经营效率实质性提升。

- **投资要点**

收入分析：美妆品类高增，个护基本盘稳健。前三季度营收 53.6 亿元，同比+8.06%（Q1：+5.38%；Q2：+12.45%；Q3：+5.87%）。我们拆分来看：

1）个护：单季度增长减缓，新品类打开增量空间。以六神为核心，2026Q3 实现营收 5.87 亿元，同比-3.1%，受同期高基数影响，占总营收 37.39%。六神深耕“清凉舒爽、驱蚊止痒”的个人护理赛道，花露水品类实现单位数增长，线上份额提升。核心单品驱蚊蚤保持较快增长；清爽香氛沐浴露与奈娃 IP 联名预热上线；小六神婴童护理产品首次亮相 2026CBME 国际孕婴童展，打开新的增长空间。

2）美妆：高增长引擎，品牌爆品延续放量+潜力单品快速贡献。以玉泽、佰草集为核心，2026Q3 实现营收 4.86 亿元，同比+37.3%，占总营收 31.0%。高增长来自两大驱动力：一是品牌爆品延续放量，佰草集大白泥保持双位数增长，玉泽干敏霜、油敏霜、保湿霜构成玉泽面霜矩阵，获得 7 月、8 月抖音商城面霜榜 Top1、Top2；二是潜力单品快速贡献，佰草集仙草油，小白油布局第二梯队爆品矩阵；双妹玉容油玉容霜全新升级配方和包装，西摩公馆旗舰店开业，打造全新海派文化地标；玉泽 500 光电防晒建立独有大分子防晒体系。

3）创新：品类整体承压，品牌多点突破。以启初、家安、高夫等品牌为核心，2026Q3 实现营收 1.48 亿元，同比-6.8%，占总营收 9.43%。其中高夫推出全新单品高夫多效修护乳，启初全胚米面霜呈回升态势。

4）海外：营收小幅承压，渠道+国家高速增长。以汤美星为核心，2026Q3 实现营收 3.49 亿元，同比-4.4%，占总营收 22.23%，主要受在英国和欧洲具有一定占比的非核心品类垃圾桶业务的衰退影响和战争导致业绩抵消美国退税的原因。渠道上，亚马逊高速增长；国家上，美国、澳洲健康增长。

利润分析：毛利率提升，经营效率实质改善。前三季度扣非净利润 3.76 亿元，同比+63.01%（其中：Q1：+38%；Q2：+196%；Q3：+157%）。

单 Q3 来看，毛利率 62.82%，同比+1.34pct，主要系高毛利美妆

品类收入占比提升、价盘管控有效与供应链降本增效；销售费用率51.06%，同比+1.17pct，主因品牌营销费用前置影响及高费率渠道占比提升；管理费用率7.64%，同比-2.75pct，降本增效持续兑现；研发费用率3.25%，同比+0.3pct，基本持平。

未来展望：持续围绕“四个聚焦”做强核心品牌，线上转型+新品梯队+渠道优化值得期待。我们认为有如下看点：**1）品牌深化：亿元单品梯队成型，潜力产品展现增长潜能。**公司持续推进核心品牌建设，六神驱蚊蚤3.0、佰草集大白泥等成熟单品持续放量，仙草油、香氛沐浴露等潜力单品有望进入亿元单品俱乐部，小白油明年预获美白认证，新品仙草泥转化效率高于仙草油，有望成为下一个爆品；玉泽举办青蒿溯源活动，夯实”青蒿修护”品牌认知。**2）线上转型：种草到成交实现高效闭环**；自建内容团队，以抖音、天猫为中心，同时全渠道平行发展，保留高盈利的拼多多、储备视频号等新兴渠道，进一步优化渠道效率。**3）线下与海外：线下渠道持续生根，海外盈利改善趋势明确。**佰草集进入屈臣氏，门店将会持续拓展，逐步优化门店，探索购物中心专柜商业模式；双妹线下首开西摩公馆旗舰店，推动线下持续生根。海外业务聚焦核心品类、聚焦线上、聚焦核心国家，有望维持利润贡献。需关注创新品牌（高夫、启初等）的复苏节奏。

● 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152%（含丝芙兰股权出售）、-29%、22%，EPS分别为1元/股、0.71元/股、0.87元/股，当下股价对应PE分别为17x、24x、20x。维持公司“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	1033.66	786.99	886.32
归属母公司净利润（百万元）	267.58	674.61	479.02	582.69
增长率(%)	132.12	152.12	-28.99	21.64
EPS(元/股)	0.40	1.00	0.71	0.87
市盈率（P/E）	43.71	17.34	24.42	20.07
市净率（P/B）	1.70	1.59	1.49	1.40
EV/EBITDA	39.88	10.94	13.41	10.93

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
利润表				
营业收入	6317	7186	8012	8888
营业成本	2363	2578	2810	3076
税金及附加	50	54	60	67
销售费用	3032	3521	3846	4266
管理费用	586	575	641	711
研发费用	204	216	240	267
财务费用	7	7	-9	-32
资产减值损失	-26	0	0	0
营业利润	298	775	545	667
营业外收入	21	20	20	20
营业外支出	4	1	1	1
利润总额	315	794	564	686
所得税	47	119	85	103
净利润	268	675	479	583
归母净利润	268	675	479	583
每股收益（元）	0.40	1.00	0.71	0.87
资产负债表				
货币资金	543	1096	1850	2717
交易性金融资产	2514	2514	2514	2514
应收票据及应收账款	566	644	718	797
预付款项	75	82	90	98
存货	622	716	780	854
流动资产合计	4803	5540	6446	7481
固定资产	684	518	351	184
在建工程	13	13	13	13
无形资产	757	691	625	559
非流动资产合计	5453	5388	5155	4922
资产总计	10256	10928	11601	12403
短期借款	527	527	527	527
应付票据及应付账款	575	573	624	684
其他流动负债	1746	1975	2145	2337
流动负债合计	2848	3075	3296	3548
其他	512	475	475	475
非流动负债合计	512	475	475	475
负债合计	3359	3550	3771	4023
股本	672	672	672	672
资本公积金	900	900	900	900
未分配利润	4963	5468	5849	6312
少数股东权益	0	0	0	0
其他	362	337	409	497
所有者权益合计	6897	7378	7830	8380
负债和所有者权益总计	10256	10928	11601	12403

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	11.2%	13.8%	11.5%	10.9%
营业利润	134.7%	159.9%	-29.7%	22.4%
归属于母公司净利润	132.1%	152.1%	-29.0%	21.6%
获利能力				
毛利率	62.6%	64.1%	64.9%	65.4%
净利率	4.2%	9.4%	6.0%	6.6%
ROE	3.9%	9.1%	6.1%	7.0%
ROIC	1.7%	8.4%	5.5%	6.1%
偿债能力				
资产负债率	32.8%	32.5%	32.5%	32.4%
流动比率	1.69	1.80	1.96	2.11
营运能力				
应收账款周转率	9.45	11.87	11.76	11.73
存货周转率	3.65	3.85	3.76	3.76
总资产周转率	0.63	0.68	0.71	0.74
每股指标（元）				
每股收益	0.40	1.00	0.71	0.87
每股净资产	10.26	10.98	11.65	12.47
估值比率				
PE	43.71	17.34	24.42	20.07
PB	1.70	1.59	1.49	1.40

现金流量表				
净利润	268	675	479	583
折旧和摊销	227	233	233	233
营运资本变动	427	-49	69	84
其他	-121	-460	5	5
经营活动现金流净额	801	399	786	904
资本开支	-67	19	19	19
其他	-471	292	0	0
投资活动现金流净额	-538	310	19	19
股权融资	0	0	0	0
债务融资	-53	85	0	0
其他	-187	-212	-50	-56
筹资活动现金流净额	-240	-126	-50	-56
现金及现金等价物净增加额	-7	552	754	867

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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家另类投资子公司。

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融资服务，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：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔
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