



上海家化（600315.SH）

增持（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

业绩拐点确立，弯道追赶在即

公司变化

2024 年 5 月公司再次换帅，由林小海接任董事长兼 CEO。林拥有宝洁、阿里及大润发等跨渠道管理经验，上任后迅速推行“四个聚焦”改革，并对品牌实施梯队化管理。25Q3 改革已初见成效，前三季度营收达 49.61 亿元，同比增长 10.8%；净利润 4.05 亿元，同比大幅增长 149.1%，国内线上收入占比首次过半。

投资逻辑

- 动销显著改善，业绩拐点确立。**不同于 2021 年潘秋生任期内内利润表和经营指标的短期改善，本轮改革推动动销显著优化，截至 25Q3 存货规模降至 6.18 亿元，存货周转天数压降至 94 天，均为 2020 年以来最优水平，并首次反超珀莱雅；应收账款周转天数降至 40 天，创十年来新低，经营性现金流大幅提升至 7.34 亿元。
- 大单品战略驱动品牌升级，提前完成三个亿元大单品建设。**截至 25Q3 六神驱蚊蛋、玉泽面霜及佰草集大白泥面膜三款单品销售额均突破亿元，提前完成年度目标。各品牌升级路径清晰，六神通过拓展户外场景与香氛赛道推动年轻化转型；玉泽专注皮肤屏障修护系列产品升级；佰草集回归本草定位重塑东方品牌形象。公司长期目标打造 10 个亿元级单品，目前佰草集仙草油、玉泽身体乳等新品市场表现良好，为持续增长提供产品梯队支撑。
- 线上全渠道双位数增长，自播达播双轮驱动。**25Q3 公司自播端已完成超 10 个标准化直播间建设，经历 618 实战后效率已接近行业平均水平；达播端佰草集通过头部合作与腰尾部拓展形成良性循环，经验有望复制至玉泽、六神等品牌，线上策略有效性初步验证，驱动估值重估。

盈利预测、估值和评级

公司业绩拐点确认，亿元大单品战略驱动品牌升级，渠道转型深化，线上运营效率提升驱动利润释放。我们预测，2025/2026/2027 年公司实现营业收入 63.15 亿/70.27 亿/78.02 亿元，同比 +11.21%/+11.28%/+11.02%，归母净利润 2.52 亿/3.86 亿/4.88 亿元，2025/2026/2027 年同比-34.09%/+52.89%/+26.46%。考虑到全年经营性利润扭亏确定性高，短期内公司迎来利润、估值双重上修机会，给予上海家化 2026 年 42 倍估值，对应目标价 24.11 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

公司管理层变动；新品销售不达预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价（人民币）：23.20 元

目标价（人民币）：24.11 元



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,598	5,679	6,315	7,027	7,802
营业收入增长率	-7.16%	-13.93%	11.21%	11.28%	11.02%
归母净利润(百万元)	500	-833	252	386	488
归母净利润增长率	5.93%	-266.60%	-134.09%	52.89%	26.46%
摊薄每股收益(元)	0.739	-1.239	0.375	0.574	0.725
每股经营性现金流净额	0.15	0.41	0.59	0.94	1.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.50%	-12.45%	3.69%	5.45%	6.62%
P/E	28.64	-13.64	64.57	42.24	33.40
P/B	1.86	1.70	2.38	2.30	2.21

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、管理层再换帅，本轮品牌+渠道双改革	4
1.1 平安控股地位稳定，新 CEO 渠道经验丰富	4
1.2 动销持续改善，拐点已到来	6
二、亿元单品布局初具成效，线上渠道再发展	8
2.1 复盘珀莱雅反超：曾经的家化在哪一步掉队？	8
2.2 现在的品牌：聚焦大单品打造，穿越流量周期	10
2.3 现在的渠道：线上多元增长，线下渠道再优化	12
盈利预测与投资建议	14
风险提示	16

图表目录

图表 1： 2011 年后上海家化陷入人事战略频繁变动-业绩滑坡的长期恶性循环	4
图表 2： 平安稳居控股位置	5
图表 3： 六神、玉泽作为品牌打造第一梯队	6
图表 4： 口径调整后个护、美妆品类收入环比高增（亿元）	6
图表 5： 公司 24Q4 大幅降价清理库存	6
图表 6： 25 年以来公司动销环比改善	7
图表 7： 海外业务收入占比（%）	8
图表 8： 分板块毛利率（%）	8
图表 9： 2023 年珀莱雅收入规模反超家化成为美护行业 TOP1	8
图表 10： 公司销售费用率显著低于同期积极布局线上的美护公司	9
图表 11： 2023 年行业格局差异化显著，上美、珀莱雅收入领涨，家化再次负增长	9
图表 12： 2020-2025 年美妆行业毛利率快速提升	9
图表 13： 珀莱雅新品支撑价格上行，玉泽 2024 年前提价阻力较大（单位：元）	9
图表 14： 公司 2020-2024 年间线上投入力度和效率均低于珀莱雅	10
图表 15： 公司 2020-2024 年间单品矩阵表现乏力，2025 年开始快速突破	10
图表 16： 六神驱蚊蛋 8 月线上销售占比超 50%	11
图表 17： 六神线上收入同比增速（%）	11
图表 18： 玉泽定位大众护肤品	11
图表 19： 佰草集定价低于功效性护肤品大单品	12
图表 20： 佰草集抖音渠道同比高速增长（单位：%）	12
图表 21： 创新品类产销情况平稳	12



图表 22: 佰草集率先发力抖音渠道, 成熟经验有望复用至玉泽等子品牌	13
图表 23: 玉泽线上 GMV (亿元) 与同比增速 (%)	13
图表 24: 珀莱雅线上 GMV (亿元) 与同比增速 (%)	13
图表 25: 韩束线上 GMV (亿元) 与同比增速 (%)	13
图表 26: 佰草集线上 GMV (亿元) 与同比增速 (%)	13
图表 27: 分板块盈利预测	14
图表 28: 费用预测	15
图表 29: 可比公司估值 (截至 2025 年 11 月 25 日)	15



一、管理层再换帅，本轮品牌+渠道双改革

上海家化是中国历史最悠久的美妆日化企业之一，公司业务主要涵盖护肤、个护家清和母婴三大领域，旗下拥有包括六神、佰草集、玉泽以及美加净、高夫等诸多知名品牌。自中国平安于 2011 年控股后，公司经历了频繁的管理层更迭与战略调整，在约十一年间四度换帅，先后历经谢文坚（2013-2016，推行激进渠道改革）、张东方（2016-2020，推动高端化转型）和潘秋生（2020-2024，推行事业部制改革）等阶段，但业绩增长长期承压，净利润一度不及十年前水平。2024 年 5 月，公司再次换帅，由拥有阿里系背景的林小海接任董事长兼 CEO，上任后迅速推行以四个聚焦（核心品牌、品牌建设、线上渠道、运营效率）为核心的改革，并对品牌实施梯队化管理。从 2025 年三季报来看，改革已初见成效：前三季度营收达 49.61 亿元，同比增长 10.8%；净利润 4.05 亿元，同比大幅增长 149.1%；其中，第三季度单季营收同比增长 28.3%，美妆板块成为增长引擎，营收同比激增 2.7 倍，国内线上收入占比也首次过半。

图表1：2011 年后上海家化陷入人事战略频繁变动-业绩滑坡的长期恶性循环



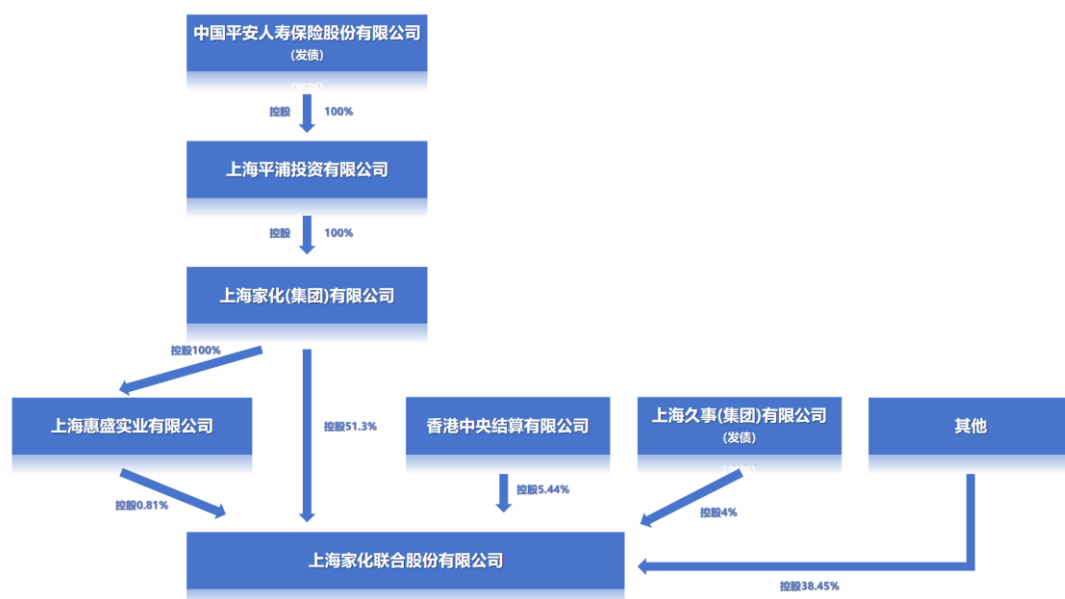
来源：wind，公司年报，上海家化公众号，青眼，化妆品观察，中国经济周刊，国金证券研究所

1.1 平安控股地位稳定，新 CEO 渠道经验丰富

平安稳居控股地位，2021 年来股权持有始终过半。截止 2025 年 11 月 24 日，中国平安人寿保险股份有限公司通过上海家化集团有限公司持有公司 51.31% 的股份，奠定平安的控股地位。同时平安系成员在公司董事会中占据重要位置，四位关联董事（邓明辉、刘东、成建新、胥洪擎）均来自平安系或与平安相关。虽然平安系高管均缺乏日化行业经验，但为公司带来大量资本支持，支撑改革所需费用。



图表2：平安稳居控股位置



来源：Wind，国金证券研究所

新任 CEO 林小海拥有宝洁、阿里及高鑫零售等跨渠道管理经验，其日化行业背景与线上线下一融合的履历，更契合公司当前品牌与渠道双向改革的实际需求，有望为公司带来更适配的发展路径。尽管上一任 CEO 潘秋生具备化妆品行业及线上化经验，但其推动美妆业务全面线上化的策略在个护占比仍高的业务结构下略显激进。在潘任期内，公司产品力未能得到实质性强化，增长主要依赖渠道调整与费用控制，缺乏可持续性。同期竞争对手如珀莱雅、润本等通过持续推出爆款单品实现快速增长，而公司未能建立起具备市场竞争力的核心单品体系，导致增长动能不足。林小海上任后推行“四大聚焦”战略，从组织、品牌、渠道三端推动系统性改革，带动经营效率与增长质量全面提升：

- 组织上将公司拆分设立个护、美妆、创新、海外四大事业部，使品牌成为独立作战单元，拥有产品、营销与渠道的完整决策权，并通过 100%轮岗品牌总监打破原有壁垒，提升响应速度。

- 品牌端实施梯队资源策略，第一梯队包括六神、玉泽，追求收入增长；第二梯队包括佰草集、美加净；高夫、启初等其他品牌作为第三梯队，聚焦减亏。该策略已显成效，2025Q2 个护、美妆收入分别增长 42%、56%，Q3 仍保持 14%与 242%的高增，美妆韧性凸显。

- 渠道端中线上聚焦抖音自播与头部达播协同，提升内容与转化效率；线下推进“万店万堆”，铺设 1.4 万个地堆，覆盖率达 92%，实现渠道结构优化与终端动销强化。

改革成效已在财务与单品层面显现：2025Q3 线上收入占比首次突破 50%，佰草集大白泥、六神驱蚊蛋两大单品迈向亿元级，推动公司营收同比增长 10.8%，美妆板块全渠道增长 2.7 倍，经营现金流等效率指标亦同步改善。

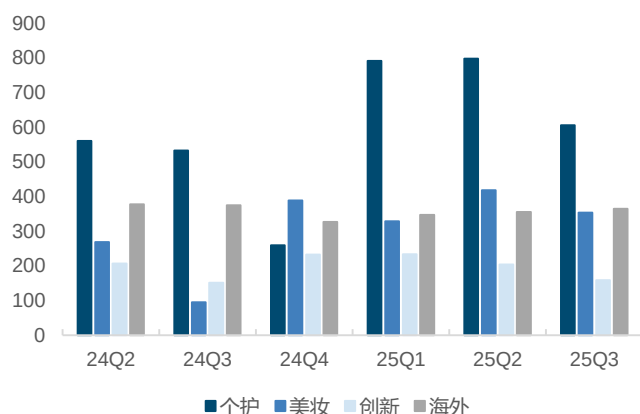


图表3：六神、玉泽作为品牌打造第一梯队

	第一梯队	第二梯队	第三梯队
个护	六神	美加净 maxam	
美妆	玉泽 Dr.Yu	佰草集 HERBORIST	
创新			高夫 g.f. 启初 GIVING
海外			tommy tippee

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

图表4：口径调整后个护、美妆品类收入环比高增（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 动销持续改善，拐点已到来

经营效率迎来实质性拐点，经营指标健康度显著优于往期。与此前潘秋生任期主要体现为利润表修复不同，本轮改革在经营质量上呈现全面优化。尽管潘任期内部分经营指标曾短期改善，但存货水平持续累积至2023年、应收账款周转天数仍处历史高位。

大幅库存清理基本完成，运营回归常态。从产销数据来看，公司于24Q4进行大规模库存清理，美妆与创新板块销售均价分别同比下滑39.16%和25.34%，销量环比激增，导致当季毛利率降至51%，为2023年以来单季度最低水平。至2025年第二季度，清理工作基本完成，销售均价同比转正，存货规模降至5.77亿元，为2015年以来最低，毛利率同步回升，说明公司运营步入正常轨道。

图表5：公司24Q4大幅降价清理库存

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
收入占比											
个护家清	54%	40%	37%	18%	58%	45%	41%	21%	47%	45%	41%
护肤	21%	28%	28%	47%	18%	19%	8%	32%↑	19%	24%↑	24%
合作品牌	3%	3%	4%	2%	3%	15%	13%	19%	14%	11%	11%
母婴	22%	29%	30%	33%	21%	27%	32%	27%	20%	20%	25%
销量（亿支）											
个护家清	1.14	0.70	0.60	0.28	1.10	0.56	0.59	0.44	0.90	0.78	0.64
护肤	0.13	0.13	0.25	0.31	0.08	0.06	0.04	0.54↑	0.20↑	0.10	0.09
合作品牌	0.06	0.06	0.06	0.02	0.06	0.13	0.17	0.29	0.22	0.12	0.16
母婴	0.29	0.31	0.29	0.37	0.26	0.25	0.25	0.29	0.22	0.22	0.22
均价（元）											
个护家清	9.39	9.44	9.04	9.82	10.08	9.94	9.05	5.93	8.77	10.26	9.48
yoy (%)	-3.27	3.26	8.81	24.74	6.9	2.31	4.7	-25.06	-0.134	3.2	4.75
护肤	32.33	36.24	16.65	22.95	44.03	41.98	21.96	7.2	16.38	43.24	40.68
yoy (%)	50.42	20.16	36.8	3.57	8.27	-6.8	-0.36	-39.16	-65.42	3.01	85.22
合作品牌	19.26	19.08	18.55	25.08	20.68	15.56	9.04	8.08	10.5	17.24	10.17
yoy (%)	7.03	-0.46	23.68	15.8	7.34	14.91	-19.34	-25.34	-0.31	10.79	12.51
母婴	15.13	15.11	15.52	13.59	15.03	15.32	15.21	11.22	15.55	16.23	16.71
yoy (%)	15.36	9.52	9.04	-16.21	-0.67	5.71	0.53	-10.8	0.075	5.95	9.84
存货（亿元）	10.71	10.23	9.48	7.77	6.81	7.27	7.55	6.73	6.46	5.77	6.18
存货变动（亿元）	1.42	-0.48	-0.74	-1.72	-0.96	0.45	0.29	-0.82	-0.27	-0.69	0.41
销售费用率	40.68%	46.94%	43.20%	37.10%	37.21%	51.77%	50.03%	52.55%	40.41%	47.15%	49.89%



	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
毛利率	61%	59%	58%	57%	63%	58%	54%	51%↓	63%↑	63%↑	61%
	2023			24H1		24H2		25H1			
个护家清	58.44%			个护	64.64%	61.49%		67.00%			
护肤	68.82%			美妆	73.64%	65.03%		73.85%			
母婴	52.24%			海外	53.79%	42.75%		52.78%			
				创新	44.21%	37.11%		49.29%			

来源：Wind，国金证券研究所

今年以来公司动销持续改善。公司 2024 年末线下库存天数由 300 天降至 90 天，且 25Q1、25Q2 存货周转天数持续环比下降至 88 天，10 年内首次低于 2015 年存货周转天数 91 天，并首次在 2022 年后反超珀莱雅（118 天），周转效率已具行业领先优势。虽然 25Q3 为双十一备货导致存货水平有所上升，但 25Q3 存货周转天数仍低于珀莱雅，经营效率保持良好。伴随线上收入占比突破 50%，公司应收账款周转天数进一步降至 40 天，创十年来新低。经营性现金流大幅改善，2025 年前三季度达 7.34 亿元，。应付账款周转天数也同步下降，显著低于珀莱雅、上美股份等同业。

图表6：25 年以来公司动销环比改善

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3
收入增速 (%)	9.58	-8.98	8.82	10.01	6.43	-7.43	8.73	-7.06	-7.16	-13.93	-10.59	25.39	28.29
毛利率 (%)	59.18	61.26	64.93	62.79	61.88	59.95	58.73	57.12	58.97	57.60	63.40	63.34	61.48
净利润 (%)	22.10	2.16	3.90	5.40	5.57	4.30	6.49	4.72	5.00	-8.33	2.17	0.49	1.40
净利率 (%)	37.80	4.06	6.01	7.57	7.33	6.12	8.49	6.64	7.58	-14.67	12.75	2.74	9.41
经营性现金流量 (亿元)	5.03	0.54	8.62	8.95	7.49	6.43	9.93	6.65	1.03	2.73	6.16	0.67	0.52
存货 (亿元)	6.77	5.94	7.50	8.75	9.25	8.67	8.72	9.29	7.77	6.73	6.46	5.77	6.18
存货周转天数 (天)	90.63	110.97	106.32	110.15	111.88	114.52	99.17	106.37	113.42	108.38	95.22	88.33	94.46
对比：珀莱雅	106.34	114.15	105.43	89.08	87.38	102.97	106.16	103.91	98.57	85.14	96.74	81.35	118.41
对比：上美股份	-	-	-	-	-	163.21	171.45	210.18	158.12	128.48	-	122.92	-
应收账款周转天数 (天)	39.80	46.94	43.07	49.35	53.53	59.34	51.76	61.62	68.10	61.59	40.22	41.19	39.68
对比：珀莱雅	14.48	18.69	11.98	9.99	16.56	23.18	16.45	6.79	9.03	14.40	17.15	15.82	15.91
对比：上美股份	-	-	-	-	-	39.27	35.60	50.38	29.86	19.79	-	17.51	-
应付账款周转天数 (天)	117.82	118.64	110.89	126.08	114.65	113.61	106.54	81.82	100.44	98.93	71.31	75.15	76.63
对比：珀莱雅	85.68	98.28	92.44	102.44	102.65	98.57	81.94	96.46	110.77	93.48	112.47	109.02	122.28
对比：上美股份	-	-	-	-	-	190.84	159.52	182.66	144.88	123.74	-	109.91	-

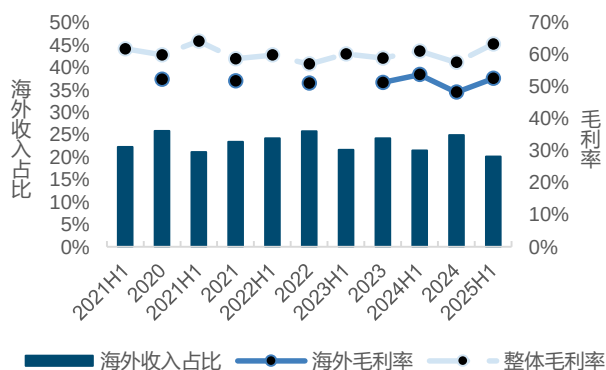
来源：Wind，国金证券研究

海外业务战略性收缩，减亏成效显著。汤美星在 2024 年计提商誉减值 6.1 亿元，实现轻装上阵。尽管 2024 年收入同比下降 11.45%，但 2025 年以来亏损大幅收窄，第二、三季度收入同比降幅分别收窄至-6%与-3%。2025 年上半年，汤美星实现收入 7.03 亿元，同比-1.64%，在公司总收入中占比由 2024 年的 24.93%下降至 20.20%，业务结构调整下经营效率提升。

公司 2025 年上半年毛利率提升至 63.37%，改善得益于短期与长期结构性优化的共同作用。短期内 24Q4 公司大幅清理低价库存，同时由于海外收入主要集中在第四季度确认，且海外业务毛利率约 50%，随着 25H1 海外收入占比从 24H2 的 25%降至 20%，给短期毛利率带来周期性的改善。长期毛利率存在结构性改善机会，线上渠道占比持续提升，同时低毛利的海外与创新板块收入占比下降，高毛利的美妆板块收入占比上升，对整体毛利率长期向上形成有力支撑。

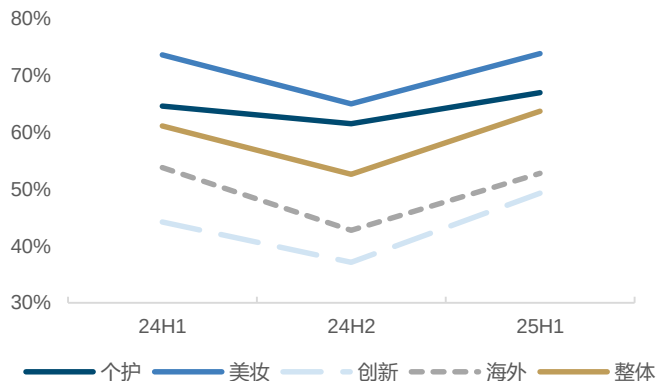


图表7：海外业务收入占比（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：分板块毛利率（%）



来源：公司年报，国金证券研究所

二、亿元单品布局初具成效，线上渠道再发展

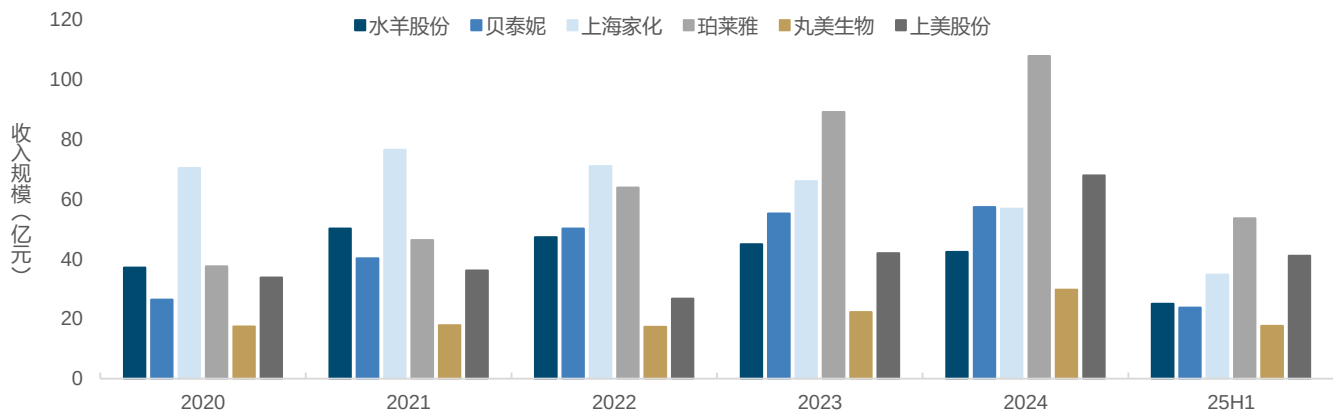
潘秋生任内的改革虽在短期内推动 2021 年营收增长 8.73%、毛利率提升至 58.73%，但其增长主要依赖渠道调整与产品提价，未能构建可持续的产品力基础。线上收入占比在 2021 年达到 42% 后长期停滞，玉泽等品牌在提价后复购率出现下滑，反映品牌价值支撑不足，增长动能难以为继。相比之下，林小海上任后推动“四大聚焦”战略，从产品、渠道与组织三方面系统纠偏，有望实现从短期红利向长期能力的转变

从行业格局演变来看，公司自跌落榜首后，美护行业龙头趋势两度变更：珀莱雅凭借大单品策略实现反超，上美股份则借助渠道精细化运营占据一席之地。公司此前未能把握任一路径，既缺乏持续迭代的爆款产品，又未建立起稳健的渠道体系，直至本轮改革才逐步回归正轨。

2.1 复盘珀莱雅反超：曾经的家化在哪一步掉队？

2020-2023 年间，美护行业头部公司普遍借助线上直营与产品迭代实现价格带上移，推动毛利率与收入同步增长。珀莱雅凭借大单品策略于 2023 年在营收规模上实现超越，成为行业第一。而公司未能把握此轮行业红利，2024 年高毛利美妆业务收入占比仍仅为 18.49%，业务结构升级滞后。在利润端，公司主要依赖严控销售费用以维持短期稳定，2020-2023 年间其销售费用率显著低于同期积极投入线上的珀莱雅、丸美等同行。由于未能建立起以产品力为核心的成长动能，公司在 2021 年后陷入连续三年营收负增长，增长韧性存在系统性不足。

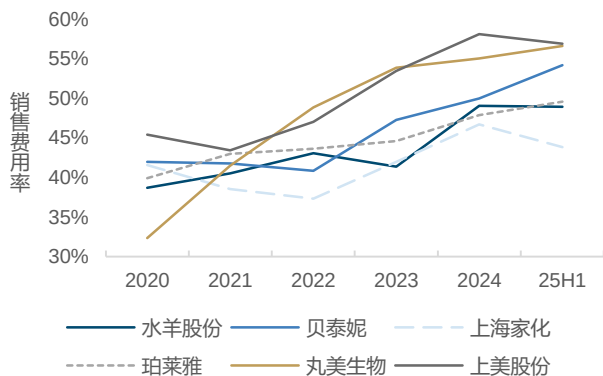
图表9：2023 年珀莱雅收入规模反超家化成为美护行业 TOP1



来源：Wind，国金证券研究所

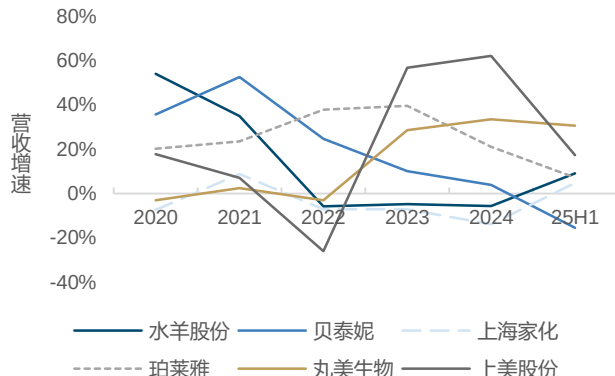


图表10：公司销售费用率显著低于同期积极布局线上的美护公司



来源：Wind，国金证券研究所

图表11：2023 年行业格局差异化显著，上美、珀莱雅收入领涨，家化再次负增长



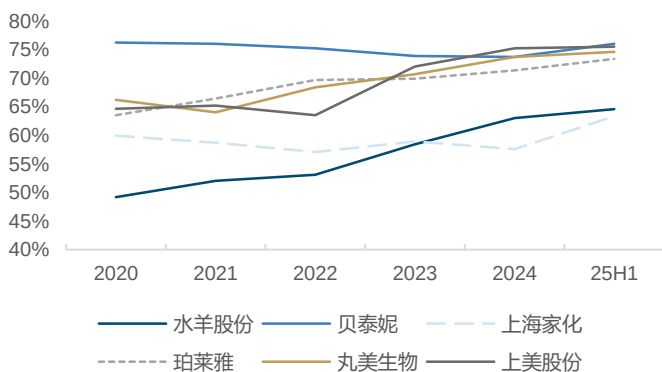
来源：Wind，国金证券研究所

珀莱雅在 2020-2023 年间凭借大单品策略实现业绩跨越，核心在于以持续迭代的明星产品构建品牌壁垒，并借助线上渠道快速扩大优势，毛利率稳步提升。

• 产品上珀莱雅围绕抗衰与抗氧化两大核心需求，推动红宝石精华、双抗精华等核心单品持续升级，客单价同步提高。红宝石精华在四年间完成从 1.0 至 3.0 的迭代，并引入专利环肽-161 等成分强化科技叙事。珀莱雅 2023-2024 年蝉联天猫双十一美妆、抖音美妆与京东国货美妆总榜 TOP1，具备强产品力与用户黏性。珀莱雅将进一步大单品逻辑复用于彩棠、OR 等子品牌，构建多品牌矩阵，2024 年双十一彩棠获天猫彩妆榜第二，OR 在天猫、抖音、京东三大平台成交额分别为超 150%、450%、200%。主品牌 2020-2024 年营收自 29.86 亿元增长至 85.81 亿元，年复合增长率达 30.2%，持续贡献总收入的近八成，成为增长的稳定基石。

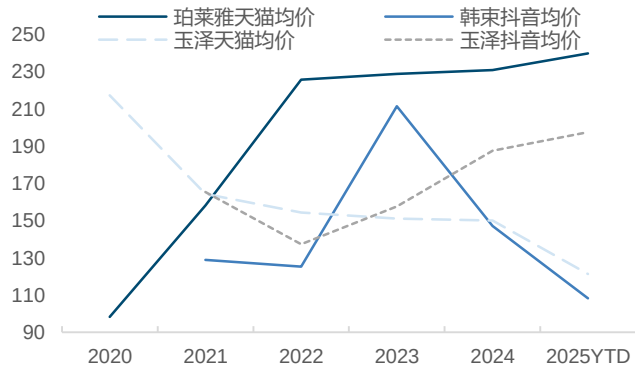
• 珀莱雅线上收入占比由 2020 年 70% 快速提升至 2024 年 95.06%，线上收入年复合增长率达 40.53%，带动珀莱雅区间收入持续高增。2020 年-2024 年直营模式收入从 2020 年 15.91 亿元快速提升至 2024 年 81.22 亿元，年复合增长 50.31%。

图表12：2020-2025 年美妆行业毛利率快速提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表13：珀莱雅新品支撑价格上行，玉泽 2024 年前提价阻力较大（单位：元）



来源：久谦，国金证券研究所

反观公司在 2020-2024 年间未能把握线上化与产品迭代的行业机遇，陷入品牌分散、单品老化、渠道滞后的增长困境。

• 公司缺乏清晰的大单品驱动策略，品牌矩阵虽广但未能形成持续爆发力。至 2023 年，核心产品仍依赖玉泽屏障霜、六神花露水等经典单品，新品推出缓慢且迭代不足。竞争对手润本 2023 年已推出户外便携设计的精油手环、精油贴等，多样化驱蚊产品驱动 2023 年润本同比增长 20.66% 至 10.33 亿元，而家化直至 2025 年才推出六神驱蚊蛋与玉泽二代面霜，产品节奏明显滞后。佰草集虽在 2022 年升级新七白系列，但弱化本草特色、侧重于引入烟酰胺等热门成分。玉泽和佰草集的天猫重复购买客户数大幅下滑，分别由 2021 年 153.77 万/80.13 万人下滑至 2023 年 116.51 万/58.46 万人，品牌市场认可度降低。



• 公司线上进展缓慢，2024 年线上收入占比仅为 44.7%，不足珀莱雅一半，且严重依赖超头主播带货。玉泽、佰草集等品牌在 2019–2021 年间先后绑定李佳琦、薇娅等主播，短期内拉动销售，但 2022 年两大主播相继离场后，高毛利美护品类收入大幅降低 26.78%，公司整体营收与净利润亦随之下滑，暴露渠道结构单一、缺乏自播与内容运营能力的短板。

以上问题导致公司的投入效率远低于珀莱雅。珀莱雅稳步提升销售费用率，2020–2024 年间提高 8 个百分点至 47.9%，有效推动线上收入占比从 70%提升至 95.1%，毛利率随之提升 7.8 个百分点至 71.4%。在产品力支撑下，其复购率保持高位，2021–2023 年间销售费用率趋于稳定，形成高转化、高复购的可持续增长模式。公司则在行业线上化关键阶段反而降低销售费用率，至 2022 年线上收入占比降至 39.2%，错失发展黄金期。尽管 2023 年起加大投入，2022–2024 年间销售费用率提升 9.4 个百分点，但线上收入占比仅提高 5.5 个百分点，投入转化效率远低于同业，叠加产品力支撑不足，导致连续三年业绩下滑。

图表 14：公司 2020–2024 年间线上投入力度和效率均低于珀莱雅

上海家化					珀莱雅				
	销售费用率	线上收入占比	收入增速	毛利率		销售费用率	线上收入占比	收入增速	毛利率
2020	41.6%	42.3%	-7.4%	60.0%	2020	39.9%	70.0%	20.1%	63.6%
2021	38.5%	42.0%	8.7%	58.7%	2021	43.0%	84.9%	23.5%	66.5%
2022	37.3%	39.2%	-7.1%	57.1%	2022	43.6%	91.0%	37.8%	69.7%
2023	42.0%	42.7%	-7.2%	59.0%	2023	44.6%	93.1%	39.5%	69.9%
2024	46.7%	44.7%	-13.9%	57.6%	2024	47.9%	95.1%	21.0%	71.4%
2025Q1-Q3	45.7%	超 50%	10.8%	62.8%	2025Q1-Q3	49.7%	95.39%	1.9%	73.7%

来源：Wind，国金证券研究所

2.2 现在的品牌：聚焦大单品打造，穿越流量周期

公司增长引擎已切换至品牌驱动，大单品矩阵战略成效显著。公司已成功从渠道驱动模式转向以品牌建设为核心的增长路径，聚焦核心品牌打造爆款产品的策略取得实质性突破。截至 2025 年第三季度，公司已提前达成 2025 年打造三大亿元单品的目标（六神驱蚊蛋、玉泽屏障修护面霜、佰草集新七白大白泥）。后续储备产品中，佰草集仙草油、玉泽身体乳等潜力单品市场反应良好，有望接棒亿元产品矩阵。参照珀莱雅等国货美妆龙头的发展路径，大单品战略将成为公司未来三年收入增长与毛利率提升的核心驱动力。

图表 15：公司 2020–2024 年间单品矩阵表现乏力，2025 年开始快速突破



来源：公司官网，公司公告，FBeauty 未来迹，三联生活周刊，国金证券研究所

六神作为公司个护核心品牌，2025H1 与美加净合计营收占比达 45.7%，品牌围绕专业驱蚊+年轻化双核推进产品焕新与场景拓展，协同大单品驱动成效显著，六神 2025 年增长提速，

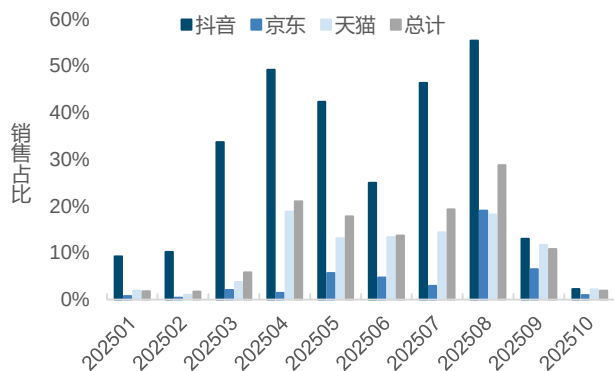


截至 92025 年 9 月，除 5 月外单月线上销售额同比增速均保持在 30%以上。

• 专业驱蚊赛道深化，以硬核科技拓展户外场景，成功打造亿元级单品驱蚊蛋。2025 年 4 月推出二代产品，采用 20%羟哌酯配方实现 8.2 小时长效驱蚊，并联名宝可梦 IP 强化年轻化定位。驱蚊蛋系列定价约 48 元/48ml 显著高于经典花露水 17 元/支（195ml），截至 25Q3 全平台 GMV 突破亿元，Q3 天猫、京东、抖音合计 GMV 同比增长 256%，抖音渠道销售占比超 50%。

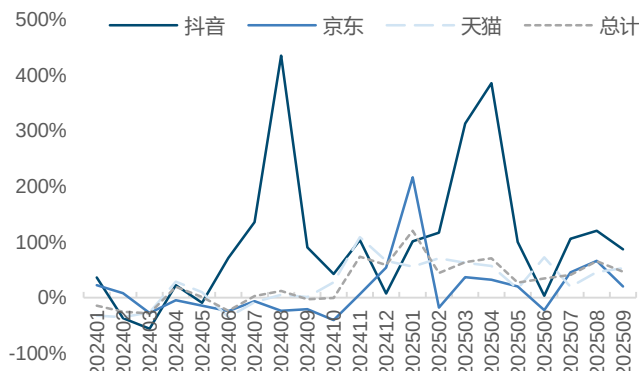
• 身体护理品类拓展，推出香氛沐浴露系列，以雨后栀子、深海龙涎等创新香型切入细分市场，有效弥补驱蚊品类季节性限制。据久谦数据，品牌沐浴露线上份额从 2024 年的 2% 提升至 2025 年的 2.2%。

图表16：六神驱蚊蛋 8 月线上销售占比超 50%



来源：久谦，国金证券研究所

图表17：六神线上收入同比增速（%）



来源：久谦，国金证券研究所

玉泽专注皮肤屏障修护赛道，以敏感肌护理为核心定位，通过产品迭代与品类拓展实现高速增长，2025 年 1-10 月品牌在天猫、京东、抖音三大平台 GMV 同比增长 140.22%至 6.56 亿元；其中核心单品完成升级，第二代专研修护面霜（含干/油敏霜）表现突出，同期 GMV 增长 152%至 3.04 亿元，增速超越品牌整体，大分子防晒与 B5 系列则作为第二梯队强化专业心智。品牌进一步拓展身体护理品类，推出强调临床验证功效的修护身体乳，上市至 10 月底三大平台 GMV 达 0.18 亿元。在营销与定位方面，玉泽签约乒乓球运动员樊振东为身体护理代言人，强化医学护肤专业形象；价格策略上定位大众性价比市场，干/油敏霜定价高于敷尔佳、薇诺娜等基础修护产品，但显著低于可复美等高端功能性护肤品，形成差异化竞争格局。

图表18：玉泽定位大众护肤品

产品名称	品牌	所属公司	规格	价格
玉泽油敏霜	玉泽	上海家化联合股份有限公司	50g	199 元
敷尔佳积雪草舒缓修护霜	敷尔佳	哈尔滨敷尔佳科技发展有限公司	50g	140 元
溪木源油敏肌保湿霜	溪木源	溪木源（广州）生物科技有限公司	50ml	148 元
可复美秩序霜 50g/瓶	可复美	陕西巨子生物技术有限公司	50g	218 元
玉泽干敏霜	玉泽	上海家化联合股份有限公司	50g	196 元
薇诺娜舒敏保湿特护霜	薇诺娜	云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司	50g	149 元
皮宝舒缓修护特润霜	皮宝	广东太安堂药业股份有限公司	50g	169 元
至本舒颜修护倍润霜	至本	上海澄穆生物科技有限公司	50ml	136 元
相宜本草龙胆乳霜	相宜本草	上海相宜本草化妆品股份有限公司	50g	128 元
可复美焦点面霜	可复美	陕西巨子生物技术有限公司	50g	349 元

来源：京东，淘宝，国金证券研究所

佰草集回归中国特色本草养肤定位，通过大单品策略实现品牌增长，2025 年 1-10 月全平台 GMV 同比增长 50%至 5.59 亿元。太极系列专注抗初老领域，以黑乌药精萃与白牡丹原生细胞为核心成分，主打紧致修护功效。系列核心产品包括 2021 年上市的肌源修护面霜及 2023 年推出的精华水，面霜定价 480 元/50g，确立品牌中高端定位。新七白系列主攻美白赛道，凝聚白芍、白茯苓等七种本草精华，面向改善暗沉需求的年轻客群，定价 300-400 元。2025 年 3 月完成大白泥单品升级，实现从面部到身体的使用场景拓展，1-10



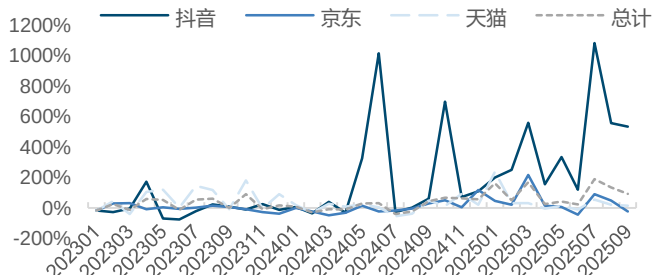
月 GMV 达 2 亿元，同比激增 350%，成功跻身亿元单品阵营。品牌于第三季度推出品牌首款 60%高浓度仙草油精华油，产品融合汝瓷设计元素与东方美学，并签约刘涛代言强化品牌认知。新品上市后迅速登顶天猫精华油新品榜，截至 10 月 GMV 已达 838 万元，展现出接棒大单品的潜力。

从今年双十一消费趋势看，自然堂、百雀羚等大众国货品牌表现亮眼，说明尽管国货护肤品市场竞争已趋白热化，但传统品牌凭借深厚的市场口碑叠加产品创新，相较白牌产品仍具备明显竞争优势。在此背景下，佰草集回归本草养肤的差异化定位，精准契合当前国货崛起与植萃成分兴起的双重趋势，有望通过抖音等新兴渠道实现高效流量转化，推动品牌持续复苏。

图表19：佰草集定价低于功效性护肤品大单品

图表20：佰草集抖音渠道同比高速增长（单位：%）

产品名称	品牌	所属公司	规格	价格
新七白大白泥面膜	佰草集	上海家化	500g	199元
欧莱雅奶白面膜	欧莱雅	欧莱雅	20片装	369元
珀莱雅双抗面膜	珀莱雅	珀莱雅	20片装	379元
薇诺娜修白冻干面膜	薇诺娜	贝泰妮	18片装	259元
自然堂烟酰胺安瓶面	自然堂	伽蓝	30片装	135元
可复美胶原舒舒贴面	可复美	巨子生物	5片装	96元

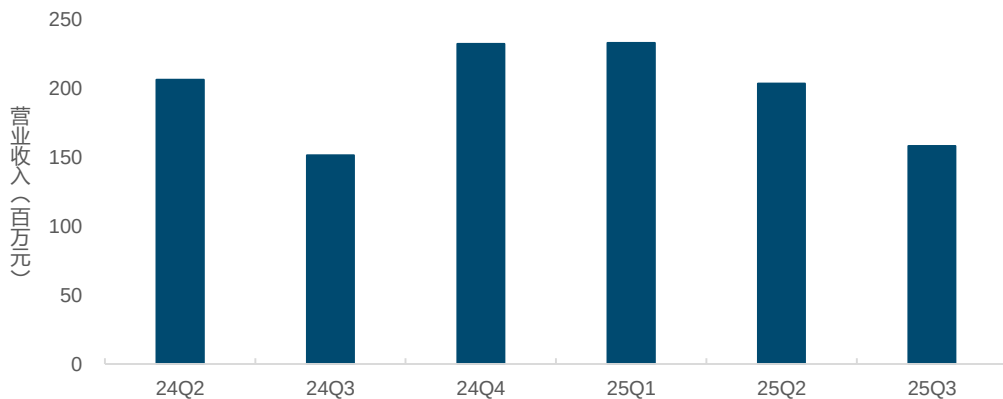


来源：京东，国金证券研究所

来源：久谦，国金证券研究所

创新品类收入总体保持稳定，25Q2/Q3 创新品类收入分别同比-1.36%/+4.5%。品牌建设上高夫于第三季度官宣品牌代言人付航，强化在年轻消费群体中的认知；启初同期官宣张柏芝为品牌代言人，带动品牌热度显著提升。在产品策略上，高夫积极推进战略转型，聚焦青少年控油祛痘市场，推动线上销售占比快速提升；启初则深耕婴幼儿肌肤修复领域，通过创新研发青蒿面霜系列成功占领湿疹护理心智，以差异化产品定位突破客单价瓶颈，实现品牌价值提升。

图表21：创新品类产销情况平稳



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 现在的渠道：线上多元增长，线下渠道再优化

在当前线上与线下渠道博弈的新阶段，内容电商因高投流费用和高佣金导致性价比逐渐弱于完成优化的线下渠道，行业已出现向线下回流趋势。公司有望在此轮渠道周期拐点中从两方面受益：①线下渠道通过关闭低效门店、优化库存，并入驻新兴优质渠道，实现稳中有升；②原先线上占比不高的现状反而成为新机会，在中高占比攀升的区间恰能实现最优线上投入产出比，从而实现线上全渠道的快速增长。公司凭借稳固的线下基本盘与快速提升的线上能力，有望在本轮周期中实现加速追赶。

公司线上全渠道双位数增长，自播达播双轮驱动。公司强化自播体系与达播矩阵，自播端已完成超 10 个标准化直播间建设，618 实战后效率已接近行业平均水平，Q2；达播端佰草集通过头部合作与腰尾部拓展形成良性循环，其经验有望复制至玉泽、六神等品牌。



收缩线下低效渠道，积极探索新渠道。公司自 2023 年起系统性关闭百货渠道低效门店，2024 年重点推进库存清理。截至 2025 年第三季度，存货规模降至 6.18 亿元为 2020 年以来最优水平，存货周转天数压降至 94 天，2024 年末线下门店库存由 300 天降至 90 天。在渠道优化上，KA 渠道撤场不盈利产品；经销商渠道则依托零食店、便利店、闪电仓及 B2B 平台等新兴渠道实现单位数增长，现阶段仍以老产品铺货为主。未来公司将继续以线上渠道为核心，同时积极探索线下新模式，计划为新渠道开发小包装、差旅装等定制化产品，提升渠道匹配效率和终端动销能力。

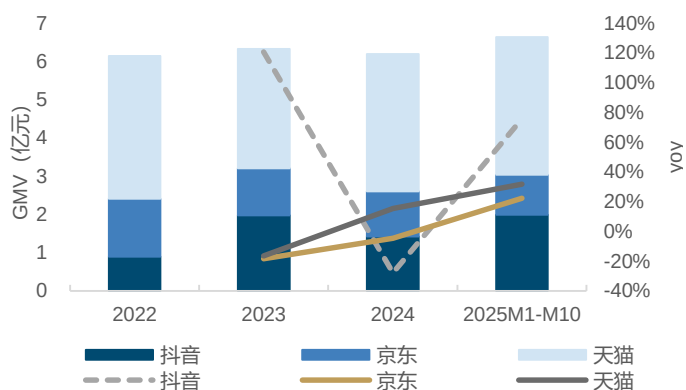
图表22：佰草集率先发力抖音渠道，成熟经验有望复用至玉泽等子品牌

品牌	韩束	佰草集	珀莱雅	玉泽
2025YTD抖音占比	79.6%↓	38%↑	31.1%↓	30%↑
公司线上收入占比	25H1线上占比 83.3%	25Q3线上收入占 比过半	25H1线上收入占 比95.39%	25Q3线上收入占 比过半

抖音渠道占比

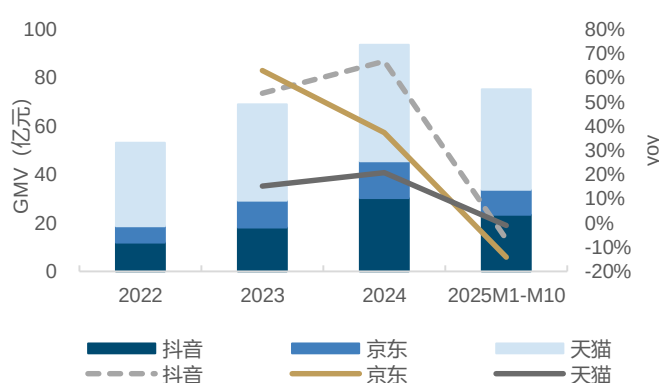
来源：久谦，公司年报，国金证券研究所

图表23：玉泽线上 GMV (亿元) 与同比增速 (%)



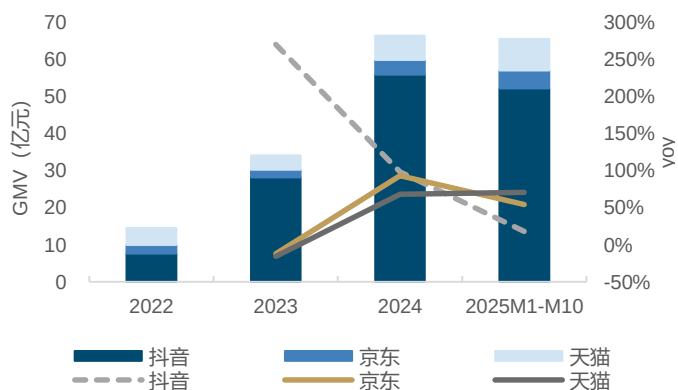
来源：久谦，国金证券研究所

图表24：珀莱雅线上 GMV (亿元) 与同比增速 (%)



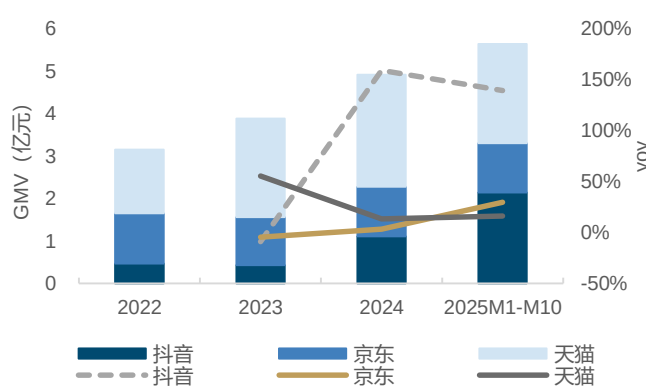
来源：久谦，国金证券研究所

图表25：韩束线上 GMV (亿元) 与同比增速 (%)



来源：久谦，国金证券研究所

图表26：佰草集线上 GMV (亿元) 与同比增速 (%)



来源：久谦，国金证券研究所



盈利预测与投资建议

分板块：

- (1) 个护板块（六神、美加净）：2025H1 板块收入 15.9 亿元，同比+0.1%，六神作为公司资源倾斜的第一梯队，通过驱蚊蛋、香氛沐浴露等大单品成功拓展户外场景与香氛赛道，推动品牌收入增长与产品结构优化。新品定价显著高于传统花露水，叠加线上占比提升带动毛利率上行。预计 25-27 年个护板块收入同比+10%/+10%/+10%，毛利率 67.5%/70%/71%。
- (2) 美妆板块（玉泽、佰草集等）：作为公司资源倾斜的核心品牌，玉泽与佰草集成功打造屏障修护面霜、大白泥面膜两大亿元单品，后续佰草集仙草油、玉泽身体乳等新品有望接棒，持续带动品牌增长。佰草集在抖音平台的爆发式增长正逐步复刻至玉泽，推动线上占比提升从而改善毛利率。2025H1 美妆板块收入 7.5 亿元，同比+32.05%，毛利率提升至 73.85%，预计 25-27 年个护板块收入同比+40%/+25%/+20%，毛利率 71%/74%/75%。
- (3) 创新板块（高夫、启初等）：作为资源分配的第三梯队，板块当前战略重心在于减亏增效。高夫品牌积极转型青少年祛痘市场，并于 2025 年第三季度完成代言人更新，目前仍处于产品储备与品牌培育阶段。2025H1 板块实现收入 4.36 亿元，同比小幅下降 2.31%。预计 25-27 年创新板块收入同比+0%/+10%/+10%，毛利率 50%/52%/52%。
- (4) 海外板块（汤美星）：短期内仍聚焦减亏，2025 年以来亏损大幅收窄，第二、三季度收入同比降幅分别收窄至-6%与-3%。由于海外收入主要集中在第四季度确认，且海外业务毛利率约 50%，随着下半年海外收入占比从上半年的 20%提升至 25%，预计下半年整体毛利率将面临一定的下行压力。2025H1 汤美星实现收入 7.03 亿元，同比-1.64%，预计 25-27 年海外板块收入同比-1.5%/+0%/+2%，毛利率 52.5%/52.5%/52.5%。

图表27：分板块盈利预测

单位：百万元	2022	2023	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营收	7106	6598	5679	3478.34	6315	7027	7802
yoy	-7.06%	-7.16%	-13.93%	4.75%	11.21%	11.28%	11.02%
毛利	4059	3891	3271	2204	3959	4584	5173
yoy	-9.61%	-4%	-16%	9%	21%	16%	13%
毛利率	57.12%	58.97%	57.60%	63.37%	62.70%	65.23%	66.30%
成本	3,047.54	2707	2408	1274	2356	2444	2629
个护							
营收	2,671.63	2,541.13	2,379.33	1589.67	2617.26	2878.99	3166.89
yoy	10.88%	-4.88%	-6.37%	0.10%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	55.09%	58.44%	63.59%	67.00%	67.50%	70.00%	71.00%
毛利	1,471.81	1,485.15	1,513.07	1065.13	1766.65	2015.29	2248.49
yoy	10.77%	0.91%	1.88%	3.77%	16.76%	14.07%	11.57%
成本	1,199.82	1,055.98	866.26	524.54	850.61	863.70	918.40
美妆							
营收	1,974.80	1,994.25	1,049.70	747.08	1469.58	1836.98	2204.37
yoy	-26.78%	0.98%	-47.36%	32.05%	40.00%	25.00%	20.00%
毛利率	69.36%	68.82%	69.67%	73.85%	71.00%	74.00%	75.00%
毛利	1,369.75	1,372.52	731.31	551.75	1043.40	1359.36	1653.28
yoy	-28.70%	0.20%	-46.72%	32.44%	42.68%	30.28%	21.62%
成本	605.05	621.73	318.39	195.33	426.18	477.61	551.09
创新							
营收			830.22	436.36	830.22	913.24	1004.57
yoy				-2.31%	0.00%	10.00%	10.00%



单位：百万元	2022	2023	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
毛利率			40.93%	49.29%	50.00%	52.00%	52.00%
毛利			339.81	215.06	415.11	474.89	522.37
yoy				8.91%	22.16%	14.40%	10.00%
成本			490.41	221.30	415.11	438.36	482.19
海外							
营收			1,415.37	702.62	1394.14	1394.14	1422.02
yoy				-1.64%	-1.50%	0.00%	2.00%
毛利率			48.32%	52.78%	52.50%	52.50%	52.50%
毛利			683.95	370.85	731.92	731.92	746.56
yoy				-3.48%	7.01%	0.00%	2.00%
成本			731.42	331.77	662.22	662.22	675.46
其他							
营收	7.08	10.52	3.89	2.61	3.89	3.89	3.89
yoy	-14.18%	48.64%	-63.05%	-55.51%	0%	0%	0%
毛利率	34.48%	75.51%	63.27%	56.87%	56.87%	56.87%	56.87%
毛利	2.44	7.94	2.46	1.48	2.21	2.21	2.21
yoy	23.65%	225.53%	-69.04%	-71.26%	-10.07%	0.00%	0.00%
成本	4.64	2.58	1.43	1.12	1.68	1.68	1.68

来源：Wind，国金证券研究所

费用端：

(1) 销售费用率：公司持续发力线上渠道，抖音仍是新品核心推广阵地。伴随佰草集在抖音渠道的成功经验逐步复制至玉泽、六神等品牌，叠加自播体系日趋成熟，公司费用控制能力增强。2025 年第三季度在双十一费用前置背景下，销售费用率为 45.66%，较 2024 年全年微降。预计 25-27 年销售费用率 46%/46.8%/47.2%。

(2) 管理费用率：考虑到以往 CEO 任期平均任期位 4 年，公司管理层结构趋于稳定，且核心管理人员多具备平安背景，预计 25-27 年管理费用率 9%/9%/9%。

(3) 研发费用率：稳定投入以支持新品持续推出，预计 25-27 年研发费用率 2.5%/2.5%/2.5%。

图表28：费用预测

	2022	2023	2024	25H1	2025E	2026E	2027E
销售费用率	37.32%	41.98%	46.69%	43.85%	46.00%	46.80%	47.20%
管理费用率	8.84%	9.34%	10.74%	8.06%	9.00%	9.00%	9.00%
研发费用率	2.25%	2.22%	2.66%	2.49%	2.50%	2.50%	2.50%

来源：Wind，国金证券研究所

我们选取珀莱雅、水羊股份、贝泰妮、丸美生物、上美股份作为可比公司，可比公司截至 2025 年 11 月 25 日静态 PE 均值为 43 倍。基于公司业绩拐点确认，全年经营性利润扭亏确定性高，长期来看大单品战略和线上渠道转型持续深化，我们认为公司迎来利润、估值双重修复机会，给予上海家化 2026 年 42 倍估值，对应目标价 24.11 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表29：可比公司估值（截至 2025 年 11 月 25 日）

证券代码	公司	市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)				静态		动态 PE			25-27 年
			24A	25E	26E	27E	PE	25E	26E	27E	CAGR%		
603605.SH	珀莱雅	281.26	15.52	16.88	19.15	21.63	18.12	16.66	14.69	13.01	13%		
300740.SZ	水羊股份	75.47	1.10	2.10	3.05	3.82	68.63	35.86	24.74	19.76	35%		
300957.SZ	贝泰妮	177.20	5.03	4.82	6.00	6.81	35.22	36.75	29.51	26.00	19%		
603983.SH	丸美生物	138.63	3.42	4.06	5.10	6.28	40.58	34.18	27.19	22.07	24%		



2145. HK	上美股份	335.41	7.81	10.88	13.69	16.82	42.93	30.86	24.03	20.21	24%
1318. HK	毛戈平	442.39	8.81	12.08	16.35	21.86	50.24	37.49	27.71	20.72	35%
均值		-	-	-	-	-	42.62	32.52	25.61	21.14	-
600315. SH	上海家化	154.95	-8.33	2.52	3.86	4.88	-18.60	64.57	42.24	33.40	39%

来源：Wind，国金证券研究所；毛戈平盈利预测采用国金证券预测，其他采用 Wind 一致预期

风险提示

- **公司管理层变动：**公司历史上管理层更迭频繁，平均任期约 4 年，先后历经葛文耀（2013 年离任）、谢文坚（2013-2016）、张东方（2016-2020）和潘秋生（2020-2024）阶段，若未来再次发生管理层变动，可能影响战略执行的连续性。
- **新品销售不达预期：**公司于 25H1 增加当前亿元单品的高增长部分受益于低基数效应，长期市场接受度仍需验证。目前公司存货水平已降至 10 年最低水平，长期计划打造 10 个亿元单品，目前完成 3 个，若后续新品（如仙草油、身体乳等）推出节奏迟缓或市场表现不及预期，将导致存货水平再次上升。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	7,106	6,598	5,679	6,315	7,027	7,802
增长率		-7.2%	-13.9%	11.2%	11.3%	11.0%
主营业务成本	-3,048	-2,707	-2,408	-2,356	-2,444	-2,629
%销售收入	42.9%	41.0%	42.4%	37.3%	34.8%	33.7%
毛利	4,059	3,891	3,271	3,959	4,584	5,173
%销售收入	57.1%	59.0%	57.6%	62.7%	65.2%	66.3%
营业税金及附加	-48	-46	-43	-32	-35	-39
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-2,652	-2,770	-2,652	-2,905	-3,289	-3,682
%销售收入	37.3%	42.0%	46.7%	46.0%	46.8%	47.2%
管理费用	-628	-616	-610	-568	-632	-702
%销售收入	8.8%	9.3%	10.7%	9.0%	9.0%	9.0%
研发费用	-160	-147	-151	-158	-176	-195
%销售收入	2.3%	2.2%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	570	312	-184	297	452	554
%销售收入	8.0%	4.7%	n.a	4.7%	6.4%	7.1%
财务费用	11	-5	-31	-23	-43	-31
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.5%	0.4%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-47	-64	-592	-13	0	-1
公允价值变动收益	-103	111	-84	0	0	0
投资收益	43	85	-51	20	20	20
%税前利润	7.8%	15.2%	n.a	7.1%	4.7%	3.7%
营业利润	544	556	-860	280	428	542
营业利润率	7.6%	8.4%	n.a	4.4%	6.1%	6.9%
营业外收支	5	7	30	0	0	0
税前利润	549	563	-830	280	428	542
利润率	7.7%	8.5%	n.a	4.4%	6.1%	6.9%
所得税	-77	-63	-3	-28	-43	-54
所得税率	14.0%	11.3%	n.a	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	472	500	-833	252	386	488
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	472	500	-833	252	386	488
净利率	6.6%	7.6%	n.a	4.0%	5.5%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	472	500	-833	252	386	488
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	282	286	814	134	120	118
非经营收益	80	-109	156	-37	36	26
营运资金变动	-168	-574	137	47	89	93
经营活动现金净流	665	103	273	397	631	725
资本开支	-113	-119	-93	-275	-26	-18
投资	-251	-372	-98	-300	0	0
其他	209	130	84	20	20	20
投资活动现金净流	-155	-361	-106	-555	-6	2
股权募资	12	0	0	0	0	0
债权募资	-95	-208	-215	953	-282	-337
其他	-301	-291	-330	-134	-211	-242
筹资活动现金净流	-384	-499	-545	819	-493	-578
现金净流量	88	-747	-387	660	132	149

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,685	940	550	1,186	1,301	1,438
应收账款	1,398	1,215	804	822	915	1,015
存货	929	777	673	633	656	706
其他流动资产	2,542	2,650	3,234	3,305	3,308	3,313
流动资产	6,555	5,582	5,262	5,945	6,179	6,472
%总资产	53.4%	47.6%	52.9%	53.7%	55.1%	56.7%
长期投资	1,217	1,113	870	1,170	1,170	1,170
固定资产	891	845	764	649	546	437
%总资产	7.3%	7.2%	7.7%	5.9%	4.9%	3.8%
无形资产	2,774	2,939	2,312	2,345	2,360	2,374
非流动资产	5,715	6,148	4,683	5,130	5,037	4,938
%总资产	46.6%	52.4%	47.1%	46.3%	44.9%	43.3%
资产总计	12,269	11,730	9,944	11,076	11,216	11,411
短期借款	427	299	588	1,952	1,670	1,333
应付款项	2,601	2,159	1,687	1,884	2,037	2,234
其他流动负债	506	390	407	318	374	427
流动负债	3,533	2,848	2,682	4,154	4,081	3,995
长期贷款	751	502	0	0	0	0
其他长期负债	736	690	570	78	61	49
负债	5,020	4,040	3,253	4,233	4,142	4,043
普通股股东权益	7,249	7,690	6,692	6,843	7,074	7,367
其中：股本	679	676	672	672	672	672
未分配利润	5,369	5,729	4,721	4,873	5,104	5,397
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	12,269	11,730	9,944	11,076	11,216	11,411

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.695	0.739	-1.239	0.375	0.574	0.725
每股净资产	10.679	11.372	9.955	10.180	10.524	10.959
每股经营现金净流	0.979	0.153	0.406	0.590	0.939	1.079
每股股利	0.210	0.230	0.030	0.150	0.229	0.290
回报率						
净资产收益率	6.51%	6.50%	-12.45%	3.69%	5.45%	6.62%
总资产收益率	3.85%	4.26%	-8.38%	2.28%	3.44%	4.27%
投入资本收益率	5.74%	3.21%	-2.52%	3.03%	4.65%	5.73%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.06%	-7.16%	-13.93%	11.21%	11.28%	11.02%
EBIT 增长率	7.38%	-45.29%	-159.11%	-260.84%	52.31%	22.72%
净利润增长率	-27.29%	5.93%	-266.60%	-130.25%	52.89%	26.46%
总资产增长率	1.02%	-4.40%	-15.22%	11.38%	1.27%	1.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.5	69.0	62.4	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	107.9	115.0	109.9	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	97.8	112.3	94.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	44.3	45.6	48.3	37.1	27.8	20.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.26%	-34.03%	-37.61%	-26.13%	-30.89%	-36.09%
EBIT 利息保障倍数	-53.6	66.7	-6.0	12.7	10.6	17.6
资产负债率	40.91%	34.44%	32.71%	38.22%	36.93%	35.44%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	11	15	25	38	57
增持	1	2	4	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.08	1.12	1.14	1.19	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究