

2025 年 04 月 25 日

2024 深度调整阵痛期，期待 2025 业绩修复

上海家化(600315)

评级：	买入	股票代码：	600315
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	22.89/13.67
目标价格：		总市值(亿)	147.08
最新收盘价：	21.88	自由流通市值(亿)	147.08
		自由流通股数(百万)	672.23

事件概述

公司发布 2024 年年报及 2025 一季报，2024 年公司实现营收 56.79 亿元，同比下降 13.93%；归母净利润-8.33 亿元，同比下滑 266.60%（利润下滑系海外业务计提商誉减值、国内业务战略调整及非可控投资收益下降，其中 2024 年计提商誉减值准备 6.13 亿元）；扣非后净利为-8.38 亿元，同比下滑 366.41%。2025Q1 公司实现营收 17.04 亿元，同比下降 10.59%；实现归母净利润 2.17 亿元，同比下降 15.25%；扣非后归母净利润为 1.92 亿元，同比下降 34.49%。

分析判断：

► 收入端：2024 改革调整阵痛期，营收短暂承压

公司 2024 年营收下滑系（1）2024 年国内业务公司主动实施战略调整包括：百货渠道主动降低社会库存及闭店、线上经销商代理模式转自营模式形成退货、线下销售部架构调整等；（2）海外业务受海外低出生率、婴童品类竞争加剧和经销商低库存等因素的持续影响，使得收入同比下降。2024 年公司经历了深刻的变革与调整：

（1）顺应行业消费线上化迁移趋势，坚定推动线上化转型，线上重点突破兴趣电商、发展新兴电商，重点打造内容为中心的线上运营能力；（2）线下通过系统性的库存管理策略，有效降低了百货渠道的社会库存水平，在百货渠道的门店网络布局上，果断关闭了经营效率低下、持续亏损的门店，优化了线下门店结构；此外在运营模式上，将部分线上业务由代理模式转为自营模式，强化对终端市场的把控能力同时对线下销售部门进行组织架构调整，提升了运营效率。（3）海外方面，公司已派驻更具本土化运营经验的人员加入运营团队，在产品方面将加大研发投入、聚焦英美等核心市场，通过精准营销提升品牌影响力；同时通过优化供应链管理和营销资源配置，提升整体盈利能力。

具体分产品看，2024 年个护/美妆/创新/海外分别实现收入 23.79/10.50/8.30/14.15 亿元，同比增长-3.42%/-29.81%/-19.38%/-11.43%。分渠道看，线上/线下分别实现营收 25.39/31.36 亿元，分别同比-9.66%/-16.97%。2025Q1 个护/美妆/创新/海外分别实现收入 7.91/3.29/2.33/3.47 亿元，ASP 分别为 8.77/16.38/10.50/15.55 元/支，分别同比-13.40%/-65.42%/-31.19%/+7.50%。

► 利润端：费率环降，盈利修复

2025Q1 公司毛利率为 63.40%（同比+0.14pct，环比+12.58pct）。期间费率 50.97%（同比+4.73pct，环比-24.27pct），具体管理费率 7.87%（同比+1.36pct，环比-11.00pct）、销售费率 40.41%（同比+3.21pct，环比-12.14pct）、财务费率 0.42%（同比-0.28pct，环比+0.50pct），研发费率 2.27%（同比+0.44pct，环比-1.63pct）。综合作用下 2025Q1 净利率达到 12.75%（同比-0.70pct，环比+95.59pct）。

► 推出股权激励计划，彰显未来发展信心

公司推出 2025 年员工持股计划：拟向董事长、首席财务官、中层管理人员及骨干人员、首次授予份额共计 45 名以 16.03 元/股价格授予不超过 483.51 万股限制性股票，占公司总股本 0.72%。限制性股票分 3 期解锁，解锁比例分别为 30%、30%、40%，对应业绩考核目标为 2025 年扭亏为盈，净利润为正、2026 年净利润同比增长不低于 10%、2027 年度净利润增长不低于 10%。（注：业绩考核中的净利润为归母净利润）

投资建议

2024 年公司处于改革与调整的阵痛期，业绩短期承压，我们看好公司渠道、组织架构调整后带来的业绩释放，参考公司股权激励目标，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入为 61.99/67.63/73.15 亿元（2025 年前值为 100.14 亿元），归母净利润为 3.63/4.58/5.33 亿元（2025 前值为 9.51 亿元），EPS 0.54/0.68/0.79 元（2025 前值为 1.40 元）。对应 2025 年 4 月 24 日 21.88 元/股收盘价，PE 分别为 40.51/32.12/27.57 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 宏观经济景气度不及预期，2) 行业竞争加剧，3) 公司经营改善不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,598	5,679	6,199	6,763	7,315
YoY (%)	-7.2%	-13.9%	9.2%	9.1%	8.2%
归母净利润(百万元)	500	-833	363	458	533
YoY (%)	5.9%	-266.6%	143.6%	26.1%	16.5%
毛利率 (%)	59.0%	57.6%	58.1%	58.7%	59.3%
每股收益 (元)	0.75	-1.24	0.54	0.68	0.79
ROE	6.5%	-12.4%	5.1%	6.1%	6.7%
市盈率	29.17	-17.65	40.51	32.12	27.57

资料来源：wind, 华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,679	6,199	6,763	7,315	净利润	-833	363	458	533
YoY (%)	-13.9%	9.2%	9.1%	8.2%	折旧和摊销	222	205	211	218
营业成本	2,408	2,595	2,790	2,974	营运资金变动	137	-26	-67	-71
营业税金及附加	43	44	49	53	经营活动现金流	273	525	569	644
销售费用	2,652	2,542	2,759	2,977	资本开支	-93	-48	-44	-41
管理费用	610	490	521	571	投资	-98	-50	-50	-50
财务费用	31	-9	-13	-14	投资活动现金流	-106	-413	-104	-101
研发费用	151	155	169	183	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-609	0	0	0	债务募资	-215	87	-376	-208
投资收益	-51	0	0	0	筹资活动现金流	-545	99	-402	-237
营业利润	-860	383	488	572	现金净流量	-387	204	63	306
营业外收支	30	33	36	39					
利润总额	-830	416	524	611	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	3	52	66	77	成长能力 (%)				
净利润	-833	363	458	533	营业收入增长率	-13.9%	9.2%	9.1%	8.2%
归属于母公司净利润	-833	363	458	533	净利润增长率	-266.6%	143.6%	26.1%	16.5%
YoY (%)	-266.6%	143.6%	26.1%	16.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	-1.24	0.54	0.68	0.79	毛利率	57.6%	58.1%	58.7%	59.3%
					净利率	-14.7%	5.9%	6.8%	7.3%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-7.7%	3.5%	4.3%	4.8%
货币资金	550	754	817	1,124	净资产收益率 ROE	-12.4%	5.1%	6.1%	6.7%
预付款项	62	65	70	74	偿债能力 (%)				
存货	673	735	790	843	流动比率	1.96	2.44	2.41	2.49
其他流动资产	3,977	4,135	4,359	4,582	速动比率	1.46	1.79	1.74	1.80
流动资产合计	5,262	5,690	6,037	6,622	现金比率	0.21	0.32	0.33	0.42
长期股权投资	256	256	256	256	资产负债率	32.7%	33.0%	30.4%	28.7%
固定资产	751	708	659	606	经营效率 (%)				
无形资产	768	714	658	601	总资产周转率	0.52	0.60	0.63	0.66
非流动资产合计	4,683	4,860	4,738	4,610	每股指标 (元)				
资产合计	9,944	10,549	10,775	11,233	每股收益	-1.24	0.54	0.68	0.79
短期借款	49	52	55	58	每股净资产	9.95	10.52	11.16	11.92
应付账款及票据	500	577	620	661	每股经营现金流	0.41	0.78	0.85	0.96
其他流动负债	2,134	1,701	1,825	1,942	每股股利	0.03	0.03	0.03	0.04
流动负债合计	2,682	2,330	2,500	2,661	估值分析				
长期借款	0	590	211	0	PE	-17.65	40.51	32.12	27.57
其他长期负债	570	561	561	561	PB	1.70	2.08	1.96	1.84
非流动负债合计	570	1,151	771	561					
负债合计	3,253	3,480	3,271	3,222					
股本	672	672	672	672					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	6,692	7,069	7,504	8,011					
负债和股东权益合计	9,944	10,549	10,775	11,233					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。