

上海家化 (600315)

证券研究报告
2025年04月27日

25Q1 业绩好于预期，拟实施股权激励看好破旧立新

上海家化发布 2024 年年报及 2025 年一季报：

2024A 营收 56.79 亿元/同比-13.93%；归母净利润-8.33 亿元/同比-266.60%；扣非归母净利润-8.38 亿元/同比-366.41%。24Q4 营收 12.02 亿元/同比-20.20%；归母净利润-9.96 亿元/同比-1,040.16%；扣非归母净利润-9.58 亿元/同比-5,945.94%。2025Q1 营收 17.04 亿元/同比-10.59%；归母净利润 2.17 亿元/同比-15.25%；扣非归母净利润 1.92 亿元/同比-34.49%；主要由于今年六神价格策略调整，线下经销商进货节奏有所延迟；同时进一步优化渠道库存和非战略合作品牌，相关业务的营收同比有所下降、毛利同比减少。

毛利率修复，费用端基本保持稳定

2024A 毛利率 57.60%/同比-1.37pp，归母净利率-14.67%/同比-22.25pp，销售费用率 46.69%/同比+4.71pp；管理费用率 2.45%/同比-0.74pp；研发费用率 2.66%/同比+0.17pp。25Q1 毛利率 63.40%/同比+0.13pp；归母净利率 12.75%/同比-0.70pp，销售费用率 40.41%/同比+3.20pp；管理费用率 3.69%/同比-0.63pp；研发费用率 3.20%/同比-0.93pp。

战略调整阵痛期，各版块短暂承压

分产品，个护（含六神、美加净品牌）2024 年收入 23.79 亿元/同比-3.42%，占比 41.93%，毛利率 63.59%/同比+2.57pp。美妆（含玉泽、佰草集、双妹、典萃品牌）收入 10.50 亿元/同比-29.81%，占比 18.50%，毛利率 69.67%/同比-2.68pp。创新（含启初、家安、高夫等品牌）收入 8.30 亿元/同比-19.38%，占比 14.63%，毛利率 40.93%/同比-5.36pp。海外（汤美星）收入 14.15 亿元/同比-11.43%，占比 24.94%，毛利率 48.32%/同比-3.02pp。分渠道，线上收入 25.39 亿元/同比-9.66%，占主营业务收入比 44.74%，毛利率 63.53%/同比+1.80pp。线下收入 31.36 亿元/同比-16.97%，占主营业务收入比 55.26%，毛利率 52.78%/同比-4.09pp。

拟实施股权激励计划，破旧立新持续向好

公司拟激励不超过 7,750.6653 万份股权（占总股本 0.72%），行权价格 16.03 元/份，激励对象包括公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、中层管理人员及骨干员工，合计不超过 45 人。考核分为 2025-2027 年三期，目标分别为 2025 年净利润为正实现扭亏为盈、2026 年净利润增长率不低于 10%、2027 年净利润增长率不低于 10%。

投资建议：考虑到公司战略调整期业绩承压，预计 2025-2027 年营收为 62.3/66.7/71.2（原 2025-2026 为 78.7/85.0）亿元，归母净利润为 3.4/4.9/5.5（原 2025-2026 为 7.1/8.0）亿元，对应 PE45/31/28x。展望未来公司多维度改善向上，深化事业部改革、渠道结构优化，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险、经营不及预期风险、宏观经济波动风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,597.60	5,678.51	6,230.46	6,669.71	7,121.92
增长率(%)	(7.16)	(13.93)	9.72	7.05	6.78
EBITDA(百万元)	866.79	617.40	483.55	596.06	616.29
归属母公司净利润(百万元)	500.05	(833.09)	337.37	486.72	552.50
增长率(%)	5.93	(266.60)	140.50	44.27	13.51
EPS(元/股)	0.74	(1.24)	0.50	0.72	0.82
市盈率(P/E)	30.83	(18.40)	45.43	31.49	27.74
市净率(P/B)	2.00	2.29	2.24	2.10	1.97
市销率(P/S)	2.34	2.70	2.46	2.30	2.15
EV/EBITDA	11.18	12.10	22.23	16.99	15.53

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	美容护理/化妆品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	672.23
流通 A 股股本(百万股)	672.23
A 股总市值(百万元)	15,326.75
流通 A 股市值(百万元)	15,326.75
每股净资产(元)	10.19
资产负债率(%)	34.23
一年内最高/最低(元)	23.36/13.67

作者

何富丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120003	
hefuli@tfzq.com	
耿荣晨	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524120006	
gengrongchen@tfzq.com	
都春竹	联系人
duchunzhu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《上海家化-季报点评:24Q1 归母净利润同增 11.2%，业绩稳扎稳打》 2024-04-25
- 《上海家化-年报点评报告:线下承压，静待经营策略优化&组织架构调整后拐点释放》 2024-03-21
- 《上海家化-季报点评:23Q1-3 归母净利润 yoy+25.83%，经营策略持续优化&组织架构历经调整!》 2023-10-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	939.62	550.47	759.59	1,381.96	2,092.06	营业收入	6,597.60	5,678.51	6,230.46	6,669.71	7,121.92
应收票据及应收账款	1,172.26	770.71	1,436.69	952.86	1,551.02	营业成本	2,707.00	2,407.91	2,623.42	2,791.06	2,980.29
预付账款	82.71	61.59	85.63	75.63	97.05	营业税金及附加	45.93	42.66	44.15	47.93	51.71
存货	776.75	673.11	921.23	790.59	1,020.62	销售费用	2,769.97	2,651.51	2,616.83	2,705.21	2,890.40
其他	2,610.25	3,206.02	3,018.65	2,916.34	3,117.15	管理费用	616.27	609.70	564.46	611.11	644.75
流动资产合计	5,581.59	5,261.90	6,221.80	6,117.37	7,877.90	研发费用	146.52	151.12	129.43	144.05	142.40
长期股权投资	387.74	255.67	255.67	255.67	255.67	财务费用	4.67	30.77	(30.58)	(58.00)	(94.09)
固定资产	823.60	750.95	660.23	569.52	478.80	资产/信用减值损失	(64.00)	(591.94)	(44.44)	(41.69)	(34.40)
在建工程	21.00	13.26	13.26	13.26	13.26	公允价值变动收益	111.44	(84.18)	0.00	0.00	0.00
无形资产	817.09	800.04	719.78	639.52	559.26	投资净收益	85.43	(50.87)	25.77	20.11	(1.67)
其他	4,098.78	2,862.62	3,151.20	3,146.26	3,040.75	其他	116.03	82.12	89.49	95.88	89.16
非流动资产合计	6,148.21	4,682.54	4,800.14	4,624.22	4,347.74	营业利润	556.12	(860.02)	353.56	502.64	559.54
资产总计	11,729.80	9,944.44	11,021.94	10,741.59	12,225.64	营业外收入	13.01	33.15	17.76	21.30	24.07
短期借款	46.83	49.04	0.00	0.00	0.00	营业外支出	5.67	2.98	3.47	4.04	3.50
应付票据及应付账款	750.95	499.55	961.33	612.42	1,016.85	利润总额	563.46	(829.85)	367.85	519.91	580.11
其他	2,050.56	2,133.71	2,566.99	2,199.77	2,793.09	所得税	63.41	3.24	30.49	33.19	27.62
流动负债合计	2,848.33	2,682.29	3,528.31	2,812.19	3,809.94	净利润	500.05	(833.09)	337.37	486.72	552.50
长期借款	501.78	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	500.05	(833.09)	337.37	486.72	552.50
其他	689.56	570.40	665.15	641.70	625.75	每股收益(元)	0.74	(1.24)	0.50	0.72	0.82
非流动负债合计	1,191.34	570.40	665.15	641.70	625.75						
负债合计	4,039.68	3,252.69	4,193.47	3,453.90	4,435.69	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	676.22	672.23	672.23	672.23	672.23	营业收入	-7.16%	-13.93%	9.72%	7.05%	6.78%
资本公积	983.54	880.28	880.28	880.28	880.28	营业利润	2.32%	-254.65%	-141.11%	42.17%	11.32%
留存收益	6,121.63	5,113.76	5,385.01	5,793.47	6,284.72	归属于母公司净利润	5.93%	-266.60%	140.50%	44.27%	13.51%
其他	(91.28)	25.48	(109.04)	(58.28)	(47.28)	获利能力					
股东权益合计	7,690.12	6,691.75	6,828.47	7,287.70	7,789.95	毛利率	58.97%	57.60%	57.89%	58.15%	58.15%
负债和股东权益总计	11,729.80	9,944.44	11,021.94	10,741.59	12,225.64	净利率	7.58%	-14.67%	5.41%	7.30%	7.76%
						ROE	6.50%	-12.45%	4.94%	6.68%	7.09%
						ROIC	16.88%	-27.19%	10.59%	18.47%	21.22%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	34.44%	32.71%	38.05%	32.15%	36.28%
净利润	500.05	(833.09)	337.37	486.72	552.50	净负债率	-1.80%	0.56%	-5.20%	-13.50%	-21.12%
折旧摊销	191.39	193.66	170.98	170.98	170.98	流动比率	1.96	1.96	1.76	2.18	2.07
财务费用	40.47	36.21	(30.58)	(58.00)	(94.09)	速动比率	1.69	1.71	1.50	1.89	1.80
投资损失	(85.43)	50.87	(25.77)	(20.11)	1.67	营运能力					
营运资金变动	(818.37)	124.42	85.25	(2.12)	(11.87)	应收账款周转率	5.29	5.85	5.65	5.58	5.69
其它	275.04	701.12	0.00	0.00	0.00	存货周转率	7.74	7.83	7.82	7.79	7.86
经营活动现金流	103.15	273.20	537.25	577.47	619.19	总资产周转率	0.55	0.52	0.59	0.61	0.62
资本支出	316.63	(535.52)	(94.76)	23.45	15.95	每股指标(元)					
长期投资	(27.04)	(132.07)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.74	-1.24	0.50	0.72	0.82
其他	(650.46)	561.25	120.52	(3.34)	(17.62)	每股经营现金流	0.15	0.41	0.80	0.86	0.92
投资活动现金流	(360.88)	(106.34)	25.77	20.11	(1.67)	每股净资产	11.37	9.95	10.16	10.84	11.59
债权融资	(381.62)	(243.61)	(153.26)	52.29	142.83	估值比率					
股权融资	(74.91)	(10.66)	(200.64)	(27.50)	(50.25)	市盈率	30.83	-18.40	45.43	31.49	27.74
其他	(42.51)	(291.17)	0.00	(0.00)	(0.00)	市净率	2.00	2.29	2.24	2.10	1.97
筹资活动现金流	(499.05)	(545.44)	(353.90)	24.79	92.58	EV/EBITDA	11.18	12.10	22.23	16.99	15.53
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.04	16.94	34.40	23.83	21.50
现金净增加额	(756.78)	(378.58)	209.12	622.37	710.10						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com