

上海家化 (600315.SH)

强烈推荐 (维持)

24 年调整期亏损, 25 年拟推股权激励, 期待业绩修复

公司 2024 年业绩出现亏损, 主要系战略调整及大额商誉减值计提; 25Q1 营收同比-10.59%、归母净利润-15.25%, 短期业绩端仍有压力, 但据久谦跟踪, 25 年美妆事业部品牌在线上增速较快, 呈现向好趋势。公司同时发布 2025 年员工持股计划草案, 设定 2025 年净利润目标扭亏为盈、2026-2027 年净利润增速均不低于 10%, 有望实现较好激励。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.30 亿元、3.77 亿元、4.24 亿元, 同比分别扭亏为盈、+14%、+12%, 维持“强烈推荐”评级。

□ 2024 年业绩出现亏损, 主要系战略调整及大额商誉减值计提。1) 2024 年公司实现营收 56.79 亿元, 同比-13.93%; 归母净利润-8.33 亿元、扣非净利润-8.38 亿元, 业绩出现亏损主要系汤美星计提商誉减值准备 6.1 亿元、国内业务主动实施战略调整及金融资产公允价值和投资收益大幅减少。2) 单 24Q4 实现营收 12.02 亿元, 同比-20.20%; 归母净利润-9.96 亿元、扣非净利润-9.58 亿元。3) 25Q1 实现营收 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%。

□ 2024 年收入拆分: 1) 分产品看, 个护事业部 (六神、美加净) 收入 23.79 亿元, 同比-3.42%, 相对更具韧性; 美妆事业部 (玉泽、佰草集等) 收入 10.50 亿元, 同比-29.81%; 创新事业部收入 8.30 亿元, 同比-19.38%; 海外业务 (汤美星) 收入 14.15 亿元, 同比-11.43%。其中, 美妆业务下滑幅度较大, 主要受百货渠道调整及佰草集品牌调整影响; 海外业务受低出生率、竞争加剧及经销商去库存影响下滑。2) 分渠道看, 2024 年线上收入 25.39 亿, 同比-9.66%; 线下 31.36 亿, 同比-16.97%。

□ 受收入规模缩减影响费用率提升, 25Q1 利润率表现相对稳健。1) 2024 年: 毛利率 57.60% (同比-1.37pct), 销售费用率 46.69% (+3.28pct), 管理费用率 10.74% (+1.71pct), 研发费用率 2.66% (+0.59pct), 费用率提升主要系收入规模缩减导致。2) 2025Q1 毛利率 63.40% (+0.13pct), 销售费用率 40.41% (+3.20pct)、管理费用率 7.87% (+1.36pct)、研发费用率 2.27% (+0.44pct); 综合影响下 25Q1 销售净利率 12.75% (-0.70pct)。

□ 2024 年现金流状况明显改善。2024 年经营性现金流净额 2.73 亿元, 同比 +164.86%, 主要系 2023 年支付股权激励行权现金带来较大现金流出。25Q1 经营活动现金流净额 6.16 亿元, 同比+7.96%。

□ 盈利预测及投资建议。公司发布 2025 年员工持股计划草案, 设定 2025 年净利润目标扭亏为盈、2026-2027 年净利润增速均不低于 10%, 有望实现较好激励。据久谦平台跟踪, 25 年美妆事业部品牌在线上呈现较快增长, 同时预计 25 年暂不会出现较大额商誉减值, 因此我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.30 亿元、3.77 亿元、4.24 亿元, 同比分别扭亏为盈、+14%、+12%, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 改革效果不及预期的风险, 行业消费需求不及预期的风险, 新品推广和销售不及预期的风险, 行业竞争加剧的风险。

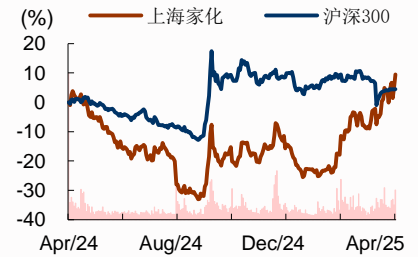
消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 22.8 元

基础数据

总股本 (百万股)	672
已上市流通股 (百万股)	672
总市值 (十亿元)	15.3
流通市值 (十亿元)	15.3
每股净资产 (MRQ)	10.2
ROE (TTM)	-12.7
资产负债率	34.2%
主要股东	上海家化(集团)有限公司
主要股东持股比例	51.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	33	15
相对表现	23	37	8



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《上海家化 (600315) — 转型期业绩压力较大, 期待长期改革效果》2024-08-22
- 《上海家化 (600315) — 23Q3 业绩承压, 期待组织架构调整激发经营活力》2023-10-29
- 《上海家化 (600315) — 23Q2 业绩边际好转, 护肤品增长致毛利率结构性改善》2023-08-30

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 研究助理

wangxueyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6598	5679	6125	6584	7100
同比增长	-7%	-14%	8%	7%	8%
营业利润(百万元)	556	(860)	342	398	452
同比增长	2%	-	-	16%	14%
归母净利润(百万元)	500	(833)	330	377	424
同比增长	6%	-	-	14%	12%
每股收益(元)	0.74	-1.24	0.49	0.56	0.63
PE	30.7	-	46.5	40.7	36.2
PB	2.0	2.3	2.2	2.1	2.0

资料来源：公司数据、招商证券。由于 2024 年利润出现亏损，PE 及利润增速不列示。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5582	5262	5426	5900	6500
现金	940	550	599	917	1337
交易性投资	2478	2554	2554	2554	2554
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1172	771	810	871	939
其它应收款	43	34	36	39	42
存货	777	673	694	733	782
其他	171	680	731	785	845
非流动资产	6148	4683	4382	4113	3872
长期股权投资	388	256	256	256	256
固定资产	824	751	684	625	573
无形资产商誉	2904	2286	2057	1851	1666
其他	2033	1390	1385	1381	1377
资产总计	11730	9944	9807	10012	10372
流动负债	2848	2682	2236	2163	2212
短期借款	47	49	112	0	0
应付账款	751	500	521	551	588
预收账款	108	116	121	128	136
其他	1942	2018	1481	1484	1488
长期负债	1191	570	570	570	570
长期借款	502	0	0	0	0
其他	690	570	570	570	570
负债合计	4040	3253	2806	2733	2782
股本	676	672	672	672	672
资本公积金	876	880	880	880	880
留存收益	6138	5139	5449	5727	6037
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	7690	6692	7001	7279	7590
负债及权益合计	11730	9944	9807	10012	10372

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	103	273	354	349	346
净利润	500	(833)	330	377	424
折旧摊销	191	194	325	293	264
财务费用	40	36	16	(3)	(9)
投资收益	(85)	51	(230)	(200)	(200)
营运资金变动	(590)	841	(87)	(119)	(134)
其它	47	(15)	(0)	1	1
投资活动现金流	(361)	(106)	208	178	178
资本支出	(119)	(96)	(22)	(22)	(22)
其他投资	(242)	(10)	230	200	200
筹资活动现金流	(499)	(545)	(512)	(209)	(104)
借款变动	(265)	(285)	(476)	(112)	0
普通股增加	(3)	(4)	0	0	0
资本公积增加	(32)	4	0	0	0
股利分配	(143)	(176)	(20)	(99)	(113)
其他	(57)	(85)	(16)	3	9
现金净增加额	(757)	(379)	49	318	419

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6598	5679	6125	6584	7100
营业成本	2707	2408	2513	2655	2832
营业税金及附加	46	43	46	49	53
营业费用	2770	2652	2676	2877	3102
管理费用	616	610	596	641	691
研发费用	147	151	145	155	168
财务费用	5	31	16	(3)	(9)
资产减值损失	(64)	(592)	(20)	(10)	(10)
公允价值变动收益	111	(84)	100	80	80
其他收益	116	82	80	80	80
投资收益	85	(51)	50	40	40
营业利润	556	(860)	342	398	452
营业外收入	13	33	33	33	33
营业外支出	6	3	3	3	3
利润总额	563	(830)	372	428	482
所得税	63	3	43	52	59
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	500	(833)	330	377	424

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-7%	-14%	8%	7%	8%
营业利润	2%	-	-	16%	14%
归母净利润	6%	-	-	14%	12%
获利能力					
毛利率	59.0%	57.6%	59.0%	59.7%	60.1%
净利率	7.6%	-14.7%	5.4%	5.7%	6.0%
ROE	6.7%	-11.6%	4.8%	5.3%	5.7%
ROIC	5.8%	-10.6%	4.3%	4.8%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	34.4%	32.7%	28.6%	27.3%	26.8%
净负债比率	6.8%	5.9%	1.1%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	2.0	2.4	2.7	2.9
速动比率	1.7	1.7	2.1	2.4	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.2	3.3	3.7	3.7	3.7
应收账款周转率	5.3	5.8	7.7	7.8	7.8
应付账款周转率	3.3	3.9	4.9	5.0	5.0
每股资料(元)					
EPS	0.74	-1.24	0.49	0.56	0.63
每股经营净现金	0.15	0.41	0.53	0.52	0.51
每股净资产	11.44	9.95	10.41	10.83	11.29
每股股利	0.23	0.03	0.15	0.17	0.19
估值比率					
PE	30.7	-	46.5	40.7	36.2
PB	2.0	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	26.4	-	25.7	25.5	24.8

资料来源：公司数据、招商证券。由于2024年利润出现亏损，估值比率及利润增速不列示。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。