

主动调整下业绩承压，静待 新团队新气象

核心观点

2024 年营收 56.79 亿元/-13.93%，归母净利润-8.33 亿元（主要因计提汤美星商誉减值 6.1 亿元及海外业务亏损 1 亿元），扣非净利润-8.38 亿元。2025Q1 核心品牌六神进行价格策略调整，导致部分线下经销商进货节奏后移。美妆事业部 25Q1 销售占比提升 3.7pct 至 19.3%，对应收入增速约 10.6%，线上高增带动业务已恢复增长态势。公司同步公告计划开展员工持股计划，对应考核年份 25-27 年，指标为 25 年净利润为正，26&27 年净利润同比增长不低于 10%。从目标的设定来看，一方面公司今年预计更加注重清理历史问题&恢复收入增长态势，另一方面此前公司激励的完成度并不高，核心员工流失率较高，此次目标设定通过解锁周期形成了实际的绑定作用，更加关注长期发展。

事件

公司披露 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年营收 56.79 亿元/-13.93%，归母净利润-8.33 亿元（主要因计提汤美星商誉减值 6.1 亿元及海外业务亏损 1 亿元）。

2025 年一季度营收 17.04 亿元/-10.59%，归母净利润 2.17 亿元/-15.25%，扣非净利润 1.92 亿元/-34.49%。

简评

战略调整与商誉减值致去年业绩承压，美妆 Q1 已恢复增长

2024 年业绩此前已有业绩快报，2024 年公司主动实施战略调整，国内业务方面，百货渠道主动降低社会库存及关闭低效门店、线上部分经销商代理模式转为自营模式产生退货、线下销售部门架构调整等措施，对当期收入和利润产生较大负面影响；二是海外业务（汤美星）受行业及竞争等影响，收入（14.15 亿元/-11.43%）和毛利率（48.32%/-3.02pct）同比下降，有一定亏损并形成商誉计提 6.1 亿元减值准备。公司已调整海外业务管理层，聚焦核心市场并优化供应链。2025Q1 核心品牌六神进行价格策略调整，导致部分线下经销商进货节奏后移。美妆事业部 25Q1 销售占比提升 3.7pct 至 19.3%，对应收入增速约 10.6%，线上高增带动业务已恢复增长态势。

上海家化(600315.SH)

维持

增持

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025 年 04 月 28 日

当前股价：22.80 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
18.81/21.04	42.41/41.11	13.66/5.44
12 月最高/最低价(元)		22.80/13.97
总股本(万股)		67,222.60
流通 A 股(万股)		67,222.60
总市值(亿元)		153.27
流通市值(亿元)		153.27
近 3 月日均成交量(万)		825.88
主要股东		
上海家化(集团)有限公司		51.31%

股价表现



品牌梯队建设资源重点分配，线上转型效果体现

2024 年公司确立“四个聚焦”战略，重点聚焦线上渠道发展，2024 年公司线上渠道收入 25.39 亿元，同比下降 9.66%，降幅小于线下渠道（-16.97%），线上占比提升至 44.7%。收入下滑费用率有所上升（销售费用率 46.7%/+4.6pct，管理费用率 10.7%/+1.4pct），但绝对额角度销售费用同比下降 4.28%；管理费用同比下降 1.07%，费用结构已开始优化。2025 年核心护肤品牌玉泽、佰草集在线上渠道加速增长，Q1 抖音自播 GMV 玉泽/六神/佰草集分别增长 179%/114%/184%。在线下新兴渠道方面，公司同样拓展社区团购、零食连锁等，一季度拓店近 4 万家，新兴渠道销售额双位数增长。公司积极推进大单品策略，对现有核心单品进行升级，并对品牌进行重塑。系统 SKU 从超 1 万个压缩至 3000 个，清退老旧库存超 70%。品牌方面，玉泽完成品牌形象、配方、科技全方位升级，第二代屏障修护面霜及大分子防晒产品上市后 GMV 高两位数增长；六神驱蚊蛋系列以“科技+年轻化”破圈；佰草集聚焦高端线“紫御龄”，一季度百货渠道零售额双位数增长；美加净定位重塑中。

拟推出员工持股计划，更加关注核心团队的绑定机制

公司同步公告计划开展员工持股计划，本次计划总人数不超过 45 人，回购价格 16.03 元/股，募集资金上限 7751 万元，其中 CEO 林林海+CFO 董秘罗总共拟认购最多 100.8 万股，中层管理及骨干 43 人认购最多 353.41 万股，预留 29.3 万股。分 3 期解锁，对应考核年份 25-27 年，指标为 25 年净利润为正，26&27 年净利润同比增长不低于 10%。从目标的设定来看，一方面公司今年预计更加注重清理历史问题&恢复收入增长态势，另一方面此前公司激励的完成度并不高，核心员工流失率较高，此次目标设定通过解锁周期形成了实际的绑定作用，更加关注长期发展。

盈利预测与投资建议：2025 年为公司本轮转型元年，公司新管理层主导的战略转型已在渠道、产品等方面初具效果。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 3.43/4.67/5.93 亿元，对应 PE 为 45/33/26 倍，维持增持评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,597.60	5,678.51	6,133.23	6,782.28	7,461.30
YOY(%)	-7.16	-13.93	8.01	10.58	10.01
净利润(百万元)	500.05	-833.09	343.37	466.93	592.92
YOY(%)	5.93	-266.60	141.22	35.98	26.98
毛利率(%)	58.97	57.60	60.49	61.73	62.16
净利率(%)	7.58	-14.67	5.60	6.88	7.95
ROE(%)	6.50	-12.45	4.95	6.43	7.73
EPS(摊薄/元)	0.74	-1.24	0.51	0.69	0.88
P/E(倍)	30.65	-18.40	44.64	32.82	25.85
P/B(倍)	1.99	2.29	2.21	2.11	2.00

资料来源：iFind，中信建投

风险分析

- 1.行业竞争加剧的风险：入局品牌不断增加使得竞争加剧，对公司拓展业务造成影响；行业快速变化，消费者偏好、电商平台运营日新月异，影响公司营销投放，存在获客成本提升的风险。
- 2.消费者边际消费倾向可能下降、消费复苏不达预期的风险：消费者消费认知与习惯可能发生改变，尽管经济处于复苏过程中，但也存在边际消费倾向下降的可能性，消费复苏不及预期对公司业绩产生影响。
- 3.公司战略执行未达预期的风险：公司战略规划地完成度受到具体执行情况以及外部经济环境与竞争环境等各方面不确定性因素的影响，存在不达预期的风险。

分析师介绍

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk