

上海家化（600315.SH）

一季度业绩降幅收窄，员工持股绑定核心管理层

优于大市

核心观点

公司内部调整致短期业绩承压，一季度降幅有所收窄。公司2024年实现营收56.79亿/yoy-13.93%；归母净利润-8.33亿/yoy-266.60%；扣非归母净利润-8.38亿/yoy-366.41%。24年业绩大幅下滑主要系对前期收购的海外婴童业务计提商誉减值6.1亿元，以及国内业务主动战略调整带来的阶段性影响。2025年Q1实现营收17.04亿/yoy-10.59%；归母净利润2.17亿/yoy-15.25%；扣非净利润1.92亿/yoy-34.49%。主要系公司主动调整六神价格致经销商进货节奏延迟，以及优化渠道库存及非战略合作品牌收缩等。

分品类看，2025年Q1公司美妆部门实现3.29亿收入，同比+10.7%，占比提升3.7pct至19.3%，受佰草集部分产品降价及清理库存影响均价下滑65.4%；个护部门实现收入7.91亿，均价下滑13.4%；创新/海外部门分别实现2.33亿/3.47亿。**分渠道看**，2025Q1公司线上渠道实现收入增速10.4%，收入占比为29%/yoy+5.5pct，玉泽、六神、佰草集等品牌Q1在抖音平台直播业务GMV实现三位数增长；同时公司积极拓展新兴渠道，一季度拓店3.8万家，新兴渠道销售额同比高两位数增长，并计划上半年完成万店目标。

2024年调整期盈利水平下滑，2025Q1毛利率有所提升。盈利能力方面，2024年公司毛利率/净利率分别同比-1.37/-22.25pct；2025Q1毛利率/净利率分别同比+0.14/-0.70pct，Q1净利率小幅下滑主要系库存调整与加大营销投放影响。费用率方面，2024年和2025Q1费用率均有所上升，主要由于收入端压力。Q1销售/管理/研发费用率分别同比+3.21/+1.36/+0.44pct。

公司新增员工持股计划绑定核心管理层。本次计划总人数不超过45人，回购价格16.03元/股，其中CEO林小海，以及CFO罗总共拟认购最多100.8万股，占比20.85%；中层管理及骨干43人认购占比73.09%，并预留股份比例6.06%。该员工持股分3期解锁，对应公司层面考核指标分别为2025年归母净利润为正，2026-2027年归母净利润同比增长不低于10%。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：自2024年年中公司进行中高层领导层换届后，内部调整持续推进中，从结果看，2024年战略清理历史包袱导致较多亏损，而2025年一季度初具成效，公司美护部门和线上渠道均已实现正增长，后续有望在持续的调整改革中实现品牌矩阵的长期稳定健康发展。考虑到目前公司仍处于内部调整期，且行业竞争压力加大，公司加大品牌投放以维持一定品牌声量，我们下调2025年维持2026年并新增2027年归母净利润至4.33/5.04/5.81（原值为4.73/5.03）亿元，对应PE分别为35/30/26x，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.80元
总市值/流通市值	15327/15327百万元
52周最高价/最低价	23.36/13.67元
近3个月日均成交额	158.21百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《上海家化（600315.SH）-战略调整致业绩阶段性承压，静待后续转型成效落地》——2024-10-30

《上海家化（600315.SH）-上半年营收同比下滑8.5%，期待新管理新气象》——2024-08-22

《上海家化（600315.SH）-2023年受多因素影响业绩承压，战略转型有望激发经营活力》——2024-03-18

《上海家化（600315.SH）-三季度业绩有所承压，组织架构调整有望激发经营活力》——2023-10-26

《上海家化（600315.SH）-二季度归母净利润扭亏为盈，护肤品类实现积极恢复》——2023-08-31

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,598	5,679	6,258	6,827	7,373
(+/-%)	-7.2%	-13.9%	10.2%	9.1%	8.0%
净利润(百万元)	500	-833	433	504	581
(+/-%)	5.9%	-266.6%	-152.0%	16.4%	15.2%
每股收益(元)	0.74	-1.24	0.64	0.75	0.86
EBIT Margin	6.9%	-0.6%	5.5%	6.7%	7.3%
净资产收益率(ROE)	6.5%	-12.4%	6.2%	7.0%	7.6%
市盈率(PE)	30.8	-18.4	35.4	30.4	26.4
EV/EBITDA	30.6	130.0	37.6	29.9	26.1
市净率(PB)	2.00	2.29	2.20	2.11	2.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 2024 年实现营收 56.79 亿/yoy-13.93%；归母净利润-8.33 亿/yoy-266.60%；扣非归母净利润-8.38 亿/yoy-366.41%。单 Q4 实现营收 12.02 亿/yoy-20.20%，归母净利润-9.96 亿/yoy-1,040.16%，扣非归母净利润-9.58 亿/yoy-5,945.94%。此前已披露快报，本期业绩大幅下滑主要系对前期收购的海外婴童业务（汤美星）计提商誉减值 6.1 亿元，以及国内业务主动战略调整，如百货渠道降库存、线上经销转自营退货、线下销售部架构调整等带来的阶段性影响。

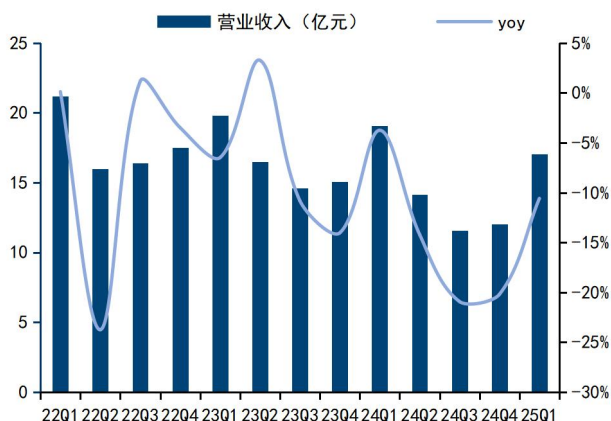
分品类看，2024 年个护部门实现营收 23.79 亿/yoy-3.42%，美妆部门实现收入 10.50 亿/yoy-29.81%，创新部门实现收入 8.30 亿/yoy-19.38%，海外部门实现收入 14.15 亿/yoy-11.43%。毛利率分别同比变动+2.57/-2.68/-5.36/-3.02pct。**分渠道看**，2024 年线上渠道实现营收 25.39 亿/yoy-9.66%，占比提升 2.08pct 至 44.74%，毛利率 63.53%/yoy+1.80pct，预计系高毛利美妆类占比提升影响。线下渠道实现营收 31.36 亿/yoy-16.97%。

2025Q1 实现营收 17.04 亿/yoy-10.59%；归母净利润 2.17 亿/yoy-15.25%；扣非净利润 1.92 亿/yoy-34.49%。主要系公司主动调整六神价格策略致经销商进货节奏延迟；优化渠道库存及非战略合作品牌收缩等影响。

2025Q1 美妆部门实现 3.29 亿，收入同比+10.7%，占比同比提升 3.7pct 至 19.3%，受佰草集部分产品降价及清理库存影响均价下滑 65.4%；个护部门实现收入 7.91 亿，均价下滑 13.4%；创新部门实现 2.33 亿，均价下滑 31.2%，主要系部分品牌清理产品线；海外部门实现 3.47 亿，均价同比提升 7.5%。2025Q1 公司线上渠道实现收入增速 10.4%，收入占比为 29%/yoy+5.5pct，主要由于季节性影响一季度线上占比较高，玉泽、六神、佰草集等品牌 Q1 在抖音平台直播业务 GMV 实现三位数增长；同时公司积极拓展新兴渠道，一季度拓店 3.8 万家，新兴渠道销售额同比高两位数增长，并计划上半年完成万店万堆陈列目标。

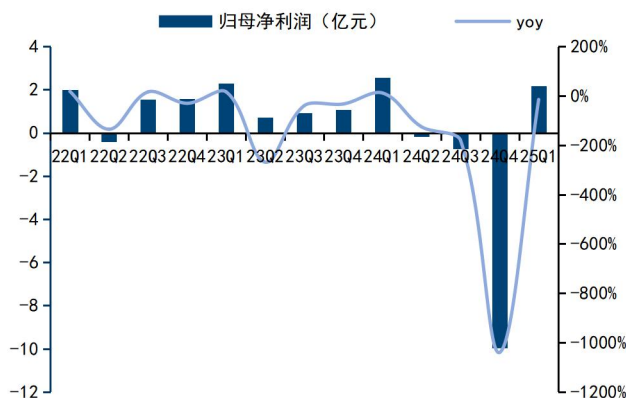
同时公司新增员工持股计划总人数不超过 45 人，回购价格 16.03 元/股，其中 CEO 林小海+CFO 董秘罗总共拟人工最多 100.8 万股，占比 20.85%；中层管理及骨干 43 人认购占比 73.09%，并预留股份比例 6.06%。该员工持股分 3 期解锁，对应考核指标在公司层面分别为 2025 年归母净利润为正，2026-2027 年归母净利润同比增长不低于 10%。并设置个人考核指标。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）

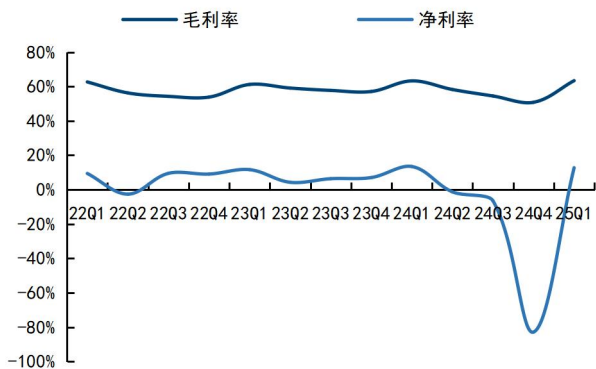


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率分别为 57.60%/-14.67%，同比 -1.37pct/-22.25pct；2025Q1 毛利率/净利率分别为 63.40%/12.75%，同比

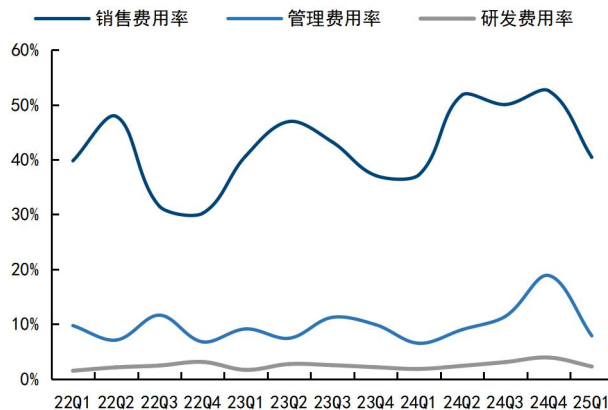
+0.14pct/-0.70pct，净利率小幅下滑主要系库存调整与加大营销投放影响。**费用率方面**，2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 46.69%/10.74%/2.66%，同比分别+4.71pct/+1.40pct/+0.44pct；2025Q1 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 40.41%/7.87%/2.27%，同比分别+3.21pct/+1.36pct/+0.44pct，受到收入端压力费用率均有所提升。

图3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

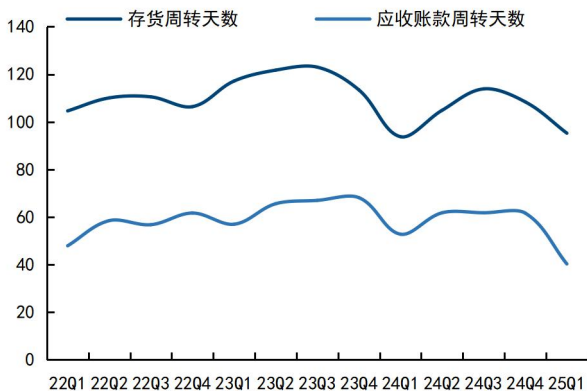
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

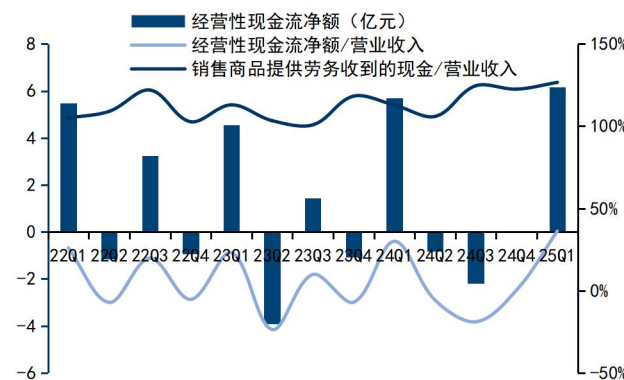
营运能力方面，公司 2024 年存货周转天数为 108 天，同比减少 5 天；应收账款周转天数为 62 天，同比减少 7 天。2025Q1 存货周转天数为 95 天，同比增加 1 天；应收账款周转天数为 40 天，同比减少 13 天。**现金流方面**，公司 2024 年经营性现金流净额为 2.73 亿元/yoy+164.86%，主要系上年同期支付高额股权激励行权现金与本期战略举措调整影响；2025Q1 经营性现金流净额为 6.16 亿元/yoy+7.96%；经营质量进一步改善，营运健康度提升。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

自 2024 年年中公司进行中高领导层换届后，内部调整持续推进中，从结果看，2024 年战略清理历史包袱导致较多亏损，而 2025 年一季度初具成效，公司美护部门和线上渠道均已实现正增长，后续有望在持续的调整改革中实现品牌矩阵的长期稳定健康发展。考虑到目前公司仍处于内部调整期，且行业竞争压力加大，公司加

大品牌投放以维持一定品牌声量，我们下调 2025 年维持 2026 年并新增 2027 年归母净利润至 4.33/5.04/5.81(原值为 4.73/5.03)亿元,对应 PE 分别为 35/30/26x, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-04-25)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
600315.SH	上海家化	22.80	153	-1.24	0.64	0.75	0.86	-13.64	35.38	30.40	26.38	-12.45	0.23	优于大市
600223.SH	福瑞达	7.55	77	0.24	0.29	0.32	0.35	31.56	26.22	23.78	21.67	5.93	1.30	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	940	550	1410	1343	1362	营业收入	6598	5679	6258	6827	7373
应收款项	1215	804	909	991	1071	营业成本	2707	2408	2522	2669	2839
存货净额	777	673	730	702	895	营业税金及附加	46	43	44	48	52
其他流动资产	171	680	254	330	442	销售费用	2770	2652	2689	2952	3197
流动资产合计	5582	5262	5758	5822	6226	管理费用	616	610	660	701	746
固定资产	845	764	1374	1419	1453	财务费用	5	31	14	7	(6)
无形资产及其他	800	768	737	706	676	投资收益	85	(51)	150	120	110
投资性房地产	4116	2895	2895	2895	2895	资产减值及公允价值变动	147	525	0	1	2
长期股权投资	388	256	276	296	316	其他收入	(130)	(1270)	0	0	0
资产总计	11730	9944	11040	11138	11565	营业利润	556	(860)	479	571	658
短期借款及交易性金融负债	299	588	1131	701	526	营业外净收支	7	30	2	2	2
应付款项	751	500	664	702	746	利润总额	563	(830)	481	573	660
其他流动负债	1798	1595	1608	1732	1858	所得税费用	63	3	48	69	79
流动负债合计	2848	2682	3402	3135	3130	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	502	0	0	0	0	归属于母公司净利润	500	(833)	433	504	581
其他长期负债	690	570	686	749	832						
长期负债合计	1191	570	686	749	832	现金流量表（百万元）					
负债合计	4040	3253	4088	3884	3963	净利润	500	(833)	433	504	581
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	6	574	(552)	1	1
股东权益	7690	6692	6952	7254	7603	折旧摊销	176	176	173	185	198
负债和股东权益总计	11730	9944	11040	11138	11565	公允价值变动损失	(147)	(525)	0	(1)	(2)
						财务费用	5	31	14	7	(6)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(510)	1228	5	96	(130)
每股收益	0.74	(1.24)	0.64	0.75	0.86	其它	(6)	(574)	552	(1)	(1)
每股红利	0.29	0.34	0.26	0.30	0.35	经营活动现金流	20	46	611	784	646
每股净资产	11.37	9.95	10.34	10.79	11.31	资本开支	0	(1114)	(200)	(200)	(200)
ROIC	8%	1%	7%	8%	10%	其它投资现金流	(357)	(76)	99	0	0
ROE	7%	-12%	6%	7%	8%	投资活动现金流	(330)	(1058)	(121)	(220)	(220)
毛利率	59%	58%	60%	61%	62%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	-1%	5%	7%	7%	负债净变化	(249)	(502)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	3%	8%	9%	10%	支付股利、利息	(198)	(229)	(173)	(202)	(232)
收入增长	-7%	-14%	10%	9%	8%	其它融资现金流	460	2084	542	(429)	(175)
净利润增长率	6%	-267%	-152%	16%	15%	融资活动现金流	(436)	623	369	(631)	(407)
资产负债率	34%	33%	37%	35%	34%	现金净变动	(746)	(389)	859	(66)	19
息率	1.3%	1.5%	1.1%	1.3%	1.5%	货币资金的期初余额	1685	940	550	1410	1343
P/E	30.8	(18.4)	35.4	30.4	26.4	货币资金的期末余额	940	550	1410	1343	1362
P/B	2.0	2.3	2.2	2.1	2.0	企业自由现金流	73	256	287	483	343
EV/EBITDA	30.6	130.0	37.6	29.9	26.1	权益自由现金流	284	1839	817	48	173

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032