

上海家化（600315）

2024年报&2025一季报点评：经营拐点初显，发布员工持股计划激励成长

买入（维持）

2025年04月28日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

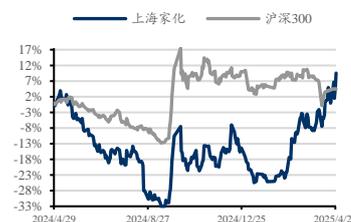
zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.80
一年最低/最高价	13.67/23.36
市净率(倍)	2.24
流通A股市值(百万元)	15,326.75
总市值(百万元)	15,326.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.19
资产负债率(% ,LF)	34.23
总股本(百万股)	672.23
流通A股(百万股)	672.23

相关研究

- 《上海家化(600315): 2024 年业绩预告点评: 计提减值+战略重塑影响利润, 2025 年轻装上阵开启转型新篇章》
2025-01-26
- 《上海家化(600315): 2024 年三季报点评: 改革期业绩承压, 静待战略转型成效落地》
2024-10-30

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,598	5,679	6,277	6,950	7,688
同比(%)	(7.16)	(13.93)	10.54	10.72	10.62
归母净利润(百万元)	500.05	(833.09)	321.76	408.13	537.26
同比(%)	5.93	(266.60)	138.62	26.84	31.64
EPS-最新摊薄(元/股)	0.74	(1.24)	0.48	0.61	0.80
P/E(现价&最新摊薄)	30.65	(18.40)	47.63	37.55	28.53

投资要点

- 公司公布 2024 年及 2025Q1 业绩：2024 年公司实现营收 56.79 亿元（-13.93%，代表同比增速，下同），归母净利润-8.33 亿元（-266.60%），扣非归母净利润-8.38 亿元（-366.41%）。2025Q1 实现营收 17.04 亿元（-10.59%），归母净利润 2.17 亿元（-15.25%），扣非归母净利润 1.92 亿元（-34.49%）。
- 线上渠道更具韧性，线下调整持续优化：2024 年线上/线下分别收入 25.39/31.36 亿元，同比分别-10%/-17%，占比分别 44.74%/55.26%，线上/线下毛利率分别 64%/53%，同比分别+1.8pct/-4.1pct。公司持续优化线下门店结构，如关闭低效门店、降低社会库存等，线上渠道毛利率提升受益于精准营销、优化物流及客服效率。
- 个护板块较为稳健，美妆业务竞争承压。24 年个护/美妆/创新/海外分别实现营收 23.79/10.49/8.30/14.15 亿元，同比-3%/-30%/-19%/-11%，占比 42%/19%/15%/25%，毛利率分别 64%/70%/41%/48%，同比分别+2.6pct/-2.7pct/-5.4pct/-3.0pct。个护板块表现相对稳健；美妆业务毛利率下滑，主因公司业务调整与竞争加剧；创新及海外业务受海外出生人口下滑承压明显。
- 25 年以来核心品牌推陈出新，品牌焕新在即。六神 2025 年推出升级版驱蚊蛋及高端香型，持续破圈；玉泽聚焦屏障修护，25Q1 发布二代面霜与大分子防晒霜；佰草集升级新七白系列并推出太极啵啵乳。公司持续推进核心品牌大单品迭代及渠道结构优化，有望重塑品牌声誉。
- 战略转型期盈利能力有所下滑。①毛利率：2024 年毛利率 57.60%（同比-1.37pct）；25Q1 毛利率 63.40%（同比+0.14pct），产品结构优化和成本管控措施初见成效。②期间费用率：24 年/25Q1 期间费用率分别为 60.6%/51.0%，同比分别+7/+5pct，其中 24 年销售费用率 46.7%（同比+4.7pct），25Q1 销售费用率 40.4%（同比+3.2pct）。③归母净利率：24 年归母净利率为-14.67%，主要受商誉减值计提及战略调整影响；25Q1 归母净利率 12.75%（同比-0.70pct）。
- 发布股权激励，绑定核心人员长期成长。公司同步发布 25 年员工持股计划，参与员工人数 45 名，包括董事长林小海总、首席财务官罗总，以及中层及骨干等，业绩考核目标为 2025-2027 年净利润分别扭亏/同增 10%/+同增 10%+，每期解锁比例分别为 30%/30%/40%，不断吸引和留住优秀人才。
- 盈利预测与投资评级：公司作为国内知名日化品牌企业，品牌矩阵完善且渠道覆盖广泛。2024 年公司因海外业务计提减值及战略调整等因素影响，业绩出现亏损。25 年以来公司在品牌、产品、营销端积极调整，由于 25Q1 公司经营拐点初显，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测 2.6/3.4 亿元上调至 3.2/4.1 亿元，预计 2027 年归母净利润为 5.4 亿元，2025-2027 年 PE 对应 25/4/25 收盘价分别为 48/38/29 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧、战略改革不及预期、新品推广不及预期等。

上海家化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,262	4,940	5,526	6,108	营业总收入	5,679	6,277	6,950	7,688
货币资金及交易性金融资产	3,105	2,621	3,046	3,453	营业成本(含金融类)	2,408	2,523	2,645	2,787
经营性应收款项	832	935	1,031	1,137	税金及附加	43	44	49	54
存货	673	701	735	774	销售费用	2,652	2,963	3,336	3,752
合同资产	0	0	0	0	管理费用	610	502	556	615
其他流动资产	652	684	714	743	研发费用	151	126	139	154
非流动资产	4,683	5,017	4,978	4,932	财务费用	31	(33)	(19)	(32)
长期股权投资	256	238	248	248	加:其他收益	82	113	104	115
固定资产及使用权资产	841	779	715	649	投资净收益	(51)	82	90	100
在建工程	13	18	23	28	公允价值变动	(84)	0	0	0
无形资产	768	762	756	756	减值损失	(592)	(20)	(10)	(5)
商誉	1,486	1,501	1,516	1,531	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	26	27	28	28	营业利润	(860)	328	428	569
其他非流动资产	1,292	1,692	1,692	1,692	营业外净收支	30	30	25	28
资产总计	9,944	9,958	10,504	11,040	利润总额	(830)	358	453	597
流动负债	2,682	2,337	2,465	2,600	减:所得税	3	36	45	60
短期借款及一年内到期的非流动负债	588	94	104	104	净利润	(833)	322	408	537
经营性应付款项	500	561	588	619	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	116	103	114	126	归属母公司净利润	(833)	322	408	537
其他流动负债	1,479	1,579	1,659	1,750	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.24)	0.48	0.61	0.80
非流动负债	570	561	561	561	EBIT	(82)	324	435	565
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	140	493	605	731
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	57.60	59.81	61.94	63.75
租赁负债	83	83	83	83	归母净利率(%)	(14.67)	5.13	5.87	6.99
其他非流动负债	487	478	478	478	收入增长率(%)	(13.93)	10.54	10.72	10.62
负债合计	3,253	2,898	3,026	3,161	归母净利润增长率(%)	(266.60)	138.62	26.84	31.64
归属母公司股东权益	6,692	7,060	7,478	7,879					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	6,692	7,060	7,478	7,879					
负债和股东权益	9,944	9,958	10,504	11,040					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	273	403	435	544	每股净资产(元)	9.95	10.50	11.12	11.72
投资活动现金流	(106)	(386)	4	28	最新发行在外股份(百万股)	672	672	672	672
筹资活动现金流	(545)	(474)	6	(145)	ROIC(%)	(1.03)	4.00	5.25	6.47
现金净增加额	(387)	(464)	445	427	ROE-摊薄(%)	(12.45)	4.56	5.46	6.82
折旧和摊销	222	168	170	166	资产负债率(%)	32.71	29.10	28.81	28.63
资本开支	(93)	(92)	(95)	(92)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(18.40)	47.63	37.55	28.53
营运资本变动	137	(14)	(42)	(40)	P/B (现价)	2.29	2.17	2.05	1.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>