申万宏源研究 SWS RESEARCH

美容护理

2025 年 05 月 06 日

上海家化 (600315)

——25Q1 业绩势能向上，员工持股计划绑定核心

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：	2025 年 04 月 30 日
收盘价（元）	23.42
一年内最高/最低（元）	24.30/13.67
市净率	2.3
股息率%（分红/股价）	1.11
流通 A 股市值（百万元）	15,744
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	10.19
资产负债率%	34.23
总股本/流通 A 股(百万)	672/672
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

-

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com

联系人

王立平
(8621)23297818×
wanglp@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 24 年年报及 25Q1 季报，业绩符合市场预期。1）2024 年**营收 56.79 亿元，同比下滑 13.93%；归母净利润亏损 8.33 亿元，同比下滑 266.60%；扣非归母净利润亏损 8.38 亿元，同比下滑 366.41%。业绩下滑主要受公司战略调整及海外低出生率、婴童品类竞争加剧和经销商降低库存致海外业务收入下降影响。**2）25Q1** 营收 17.04 亿元，同比下滑 10.59%，归母净利润 2.17 亿元，同比下滑 15.25%，扣非归母净利润 1.92 亿元，同比下滑 34.49%。

- **盈利能力短期承压，费用率高位运行。1)盈利能力：**24 年毛利率 57.6%，同比下降 1.37pct，净利率-14.67%，同比下降 22.25pct，主要受商誉减值、渠道结构调整及投资收益下滑等多重因素影响。**2）费用率：**销售费用率 46.69%，同比增长 4.71pct；管理费用率 10.74%，同比上升 1.4pct；研发费用率 2.66%，同比上升 0.44pct。**3）运营能力**：24 年末应收账款 7.71 亿元，同比下降 34.22%；经营活动现金流净额 2.73 亿元，同比增长 165.05%，主要为上年同期股权激励一次性支付基数较高，24 年销售收现扣除采购及服务付现后的净额同比减少所致。

- **分品类看，个护毛利逆势提升支撑整体利润表现，美妆与海外业务承压。24 年 1）个护品类**营收 23.79 亿元，同比下滑 3.42%，毛利率增加 2.57pct 至 63.59%；**2）美妆品类**营收 10.50 亿元，同比下滑 29.81%，毛利率同比下滑 2.68pct 至 69.67%；**3） 创新**营收 8.30 亿元，同比下滑 19.38%，毛利率减少 5.36pct 至 40.93%；**4) 海外**营收 14.15 亿元，同比下滑 11.43%，毛利率减少 3.02pct 至 48.32%。**分渠道看，线上线下均承压。**24 年 **1) 线上**营收 25.39 亿元，同比下滑 9.66%， **2) 线下**营收 31.36 亿元，同比下滑 16.97%。

- **发布员工持股计划，考核门槛相对较低，绑定核心人员。**公司公告 25 年员工持股计划，激励包括董事长林总等在内的 45 名中高层员工，员工持股规模不超过 483.51 万股（占总股本比例约为 0.72%），回购均价为 16.03 元/股。考核目标：25 年净利润扭亏，26-27 年净利润同比增速 10%，3 年每期解锁 30%/30%/40%。业绩考核门槛相对较低，重在绑定员工并与公司人才共享发展成果。

- **公司是国内老牌美容日化企业，知名度高历史辉煌，品牌矩阵完善。24 年挺过战略调整与海外业务波动等因素造成的业绩低谷，25Q1 业绩拐点已现。**根据 25Q1 实际业绩，下调 25-26 年盈利预测并新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年实现归母净利润 3.18 亿元/3.79 亿元/4.64 亿元(原 25-26 年盈利预测为 6.43/7.04 亿元)，对应 25-27 年 PE 为 50/42/34 倍。参考国内个护、化妆品公司华熙生物、若羽臣，以及海外资生堂公司估值，维持“增持“评级。

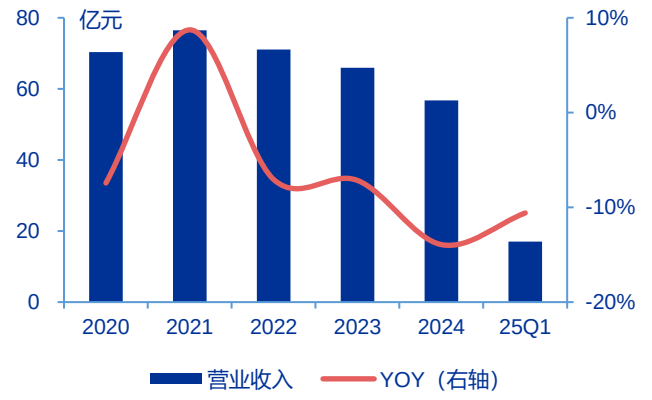
- **风险提示：**疫情反复，市场竞争加剧，新品销量不及预期，海外收入受汇率波动影响。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5,679	1,704	6,276	7,152	8,387
同比增长率（%）	-13.9	-10.6	10.5	13.9	17.3
归母净利润（百万元）	-833	217	318	379	464
同比增长率（%）	-266.6	-15.3	-	19.4	22.4
每股收益（元/股）	-1.24	0.32	0.47	0.56	0.69
毛利率（%）	57.6	63.4	59.1	59.8	60.5
ROE（%）	-12.4	3.2	4.5	5.1	5.9
市盈率	-19		50	42	34

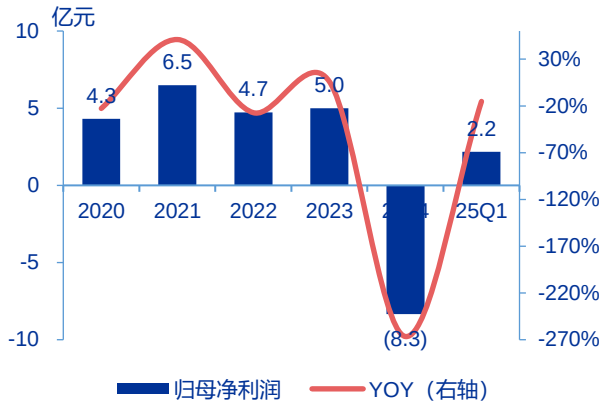
注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1：25Q1 营收 17.0 亿元，同比下降 10.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：25Q1 归母净利润 2.2 亿元，同比下降 15.3%

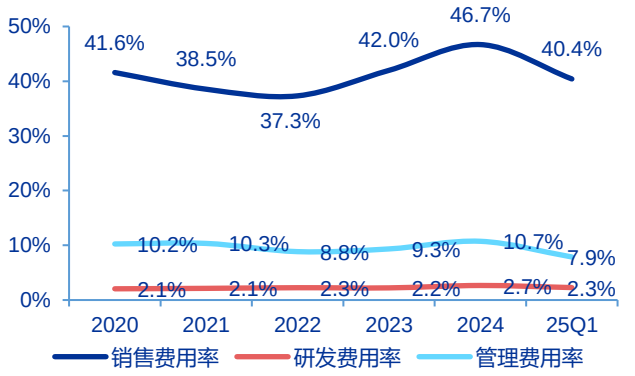


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：25Q1 毛利率 63.4%，净利率 12.7%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：25Q1 销售费用率 40.4%，研发费用率 2.3%，管理费用率 7.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元，百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,598	5,679	6,276	7,152	8,387
其中：营业收入	6,598	5,679	6,276	7,152	8,387
减：营业成本	2,707	2,408	2,565	2,872	3,313
减：税金及附加	46	43	47	54	63
主营业务利润	3,845	3,228	3,664	4,226	5,011
减：销售费用	2,770	2,652	2,762	3,182	3,774
减：管理费用	616	610	439	501	587
减：研发费用	147	151	151	179	210
减：财务费用	5	31	51	47	19
经营性利润	307	-216	261	317	421
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-29	18	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-35	-609	-20	0	0
加：投资收益及其他	201	31	76	60	39
营业利润	556	-860	317	378	461
加：营业外净收入	7	30	30	30	30
利润总额	563	-830	348	408	491
减：所得税	63	3	30	29	27
净利润	500	-833	318	379	464
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	500	-833	318	379	464

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。