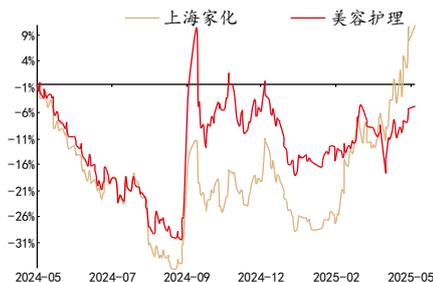


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	24.10
总股本/流通股本(亿股)	6.72 / 6.72
总市值/流通市值(亿元)	162 / 162
52周内最高/最低价	24.10 / 13.97
资产负债率(%)	32.7%
市盈率	-19.44
第一大股东	上海家化(集团)有限公司

研究所

分析师: 李媛媛
SAC 登记编号: S1340523020001
Email: liyuanyuan@cnpsec.com

上海家化(600315)

主动调整 24 年业绩承压，25Q1 企稳，静待改善

● 事件回顾

公司公布 2024 年年报及 25Q1 季报，2024 年公司实现营收 56.79 亿元，同比-13.9%，实现归母净利润-8.33 亿元，同比-266.6%，扣非归母净利润-8.38 亿元，同比-366.4%。2025Q1 实现营收 17.04 亿元，同比-10.6%，归母净利润 2.17 亿元，同比-15.3%，扣非归母净利润 1.92 亿元，同比-34.5%。公司 24 年业绩亏损主要系海外业务商誉减值以及主业主动调整，25Q1 环比改善。

● 事件点评

个护稳健，美妆海外承压。24 年分品来看：1) 个护业务实现收入 23.8 亿元，同比-3.42%，毛利率 63.59%，同比+2.6pct，六神升级驱蚊蛋系列产品，整体表现稳健；2) 美妆业务实现营收 10.5 亿元，同比-29.81%，毛利率 69.67%，同比-2.7pct，主动去库及调整带动美妆业务下降，玉泽将升级面霜与防晒产品，同时将推出械字号重组胶原蛋白系列产品以及主打 17 型环肽的修护产品，丰富产品线；3) 创新业务实现营收 8.3 亿元，同比-19.38%，毛利率 40.93%，同比-5.4pct，主动调整下有所承压；4) 海外业务实现营收 14.2 亿元，同比-11.43%，毛利率 48.32%，同比-3.0pct，实现净利润-7.1 亿元，主要系商誉减值。

线上提升直营，线下主动去库。24 年分渠道来看：1) 线上渠道营收 25.4 亿元，同比-9.7%，毛利率 64%，同比+1.8pct，公司将部分线上经销业务由代理模式转为自营模式，优化物流及客服效率，提升毛利率；2) 线下渠道营收 31.4 亿元，同比-17.0%，毛利率 53%，同比-4.1pct，公司进一步关闭低效门店，降低社会库存，优化效率，提升终端把控。

发布股权激励，利空落地改善可期。公司公布 2025 年员工持股计划，激励员工数量 45 人，含董事长、首席财务官、中层骨干等；考核业绩目标为 2025 年-2027 年净利润分别扭亏为盈/同增不低于 10%/同增不低于 10%，每期解锁比例分别为 30%/30%/40%，新一轮股权激励有助于绑定核心中高层员工，有助于长期健康稳定发展。

● 盈利预测及投资建议

公司 24 年因海外业务商誉减值及国内业务战略调整等因素亏损，目前在组织架构、品牌打法、产品推新布局、渠道运营等多方面调整改善，25Q1 基本面拐点已现，期待持续发力。我们预计公司 25 年-27 年归母净利润分别为 3.1 亿元/3.9 亿元/4.8 亿元，对应 PE 分

别为 52 倍/42 倍/34 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

行业景气度不及预期风险；品牌调整不及预期；盈利能力改善不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024N	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5679	6229	6852	7555
增长率(%)	-13.93	9.69	10.00	10.26
EBITDA（百万元）	139.73	511.80	593.79	679.66
归属母公司净利润（百万元）	-833.09	311.79	385.36	478.69
增长率(%)	-266.60	137.43	23.60	24.22
EPS（元/股）	-1.24	0.46	0.57	0.71
市盈率（P/E）	-13.64	51.96	42.04	33.84
市净率（P/B）	2.42	2.33	2.19	2.05
EV/EBITDA	82.22	32.01	26.14	22.35

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	5679	6229	6852	7555	营业收入	-13.9%	9.7%	10.0%	10.3%
营业成本	2408	2560	2797	3062	营业利润	-254.6%	141.1%	23.9%	24.5%
税金及附加	43	44	48	53	归属于母公司净利润	-266.6%	137.4%	23.6%	24.2%
销售费用	2652	2616	2878	3173	获利能力				
管理费用	610	592	617	650	毛利率	57.6%	58.9%	59.2%	59.5%
研发费用	151	156	171	189	净利率	-14.7%	5.0%	5.6%	6.3%
财务费用	31	-10	-9	-26	ROE	-12.4%	4.5%	5.2%	6.0%
资产减值损失	-609	-30	-30	-30	ROIC	-1.1%	4.3%	4.9%	5.5%
营业利润	-860	353	438	545	偿债能力				
营业外收入	33	7	7	7	资产负债率	32.7%	33.7%	32.3%	33.4%
营业外支出	3	2	2	2	流动比率	1.96	1.99	2.18	2.20
利润总额	-830	358	443	550	营运能力				
所得税	3	47	58	72	应收账款周转率	5.85	6.00	6.00	6.00
净利润	-833	312	385	479	存货周转率	3.32	3.43	3.43	3.43
归母净利润	-833	312	385	479	总资产周转率	0.52	0.61	0.64	0.66
每股收益(元)	-1.24	0.46	0.57	0.71	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-1.24	0.46	0.57	0.71
货币资金	550	491	1348	1680	每股净资产	9.95	10.34	10.99	11.77
交易性金融资产	2554	2554	2554	2554	估值比率				
应收票据及应收账款	771	1306	978	1540	PE	-13.64	51.96	42.04	33.84
预付款项	62	64	70	77	PB	2.42	2.33	2.19	2.05
存货	673	820	811	975	现金流量表				
流动资产合计	5262	5906	6422	7507	净利润	-833	312	385	479
固定资产	751	678	605	532	折旧和摊销	222	137	137	137
在建工程	13	13	13	13	营运资本变动	137	-418	322	-296
无形资产	768	741	714	687	其他	748	8	4	-1
非流动资产合计	4683	4583	4483	4383	经营活动现金流净额	273	38	848	319
资产总计	9944	10489	10905	11889	资本开支	-93	-31	-31	-30
短期借款	49	49	49	49	其他	-14	37	41	45
应付票据及应付账款	500	780	618	913	投资活动现金流净额	-106	7	10	15
其他流动负债	2134	2138	2282	2443	股权融资	0	-103	0	0
流动负债合计	2682	2968	2949	3405	债务融资	-215	0	0	0
其他	570	570	570	570	其他	-330	-1	-1	-1
非流动负债合计	570	570	570	570	筹资活动现金流净额	-545	-104	-1	-1
负债合计	3253	3538	3520	3975	现金及现金等价物净增加额	-387	-60	858	332
股本	672	666	666	666					
资本公积金	880	784	784	784					
未分配利润	4721	5036	5414	5871					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	418	465	522	594					
所有者权益合计	6692	6950	7386	7914					
负债和所有者权益总计	9944	10489	10905	11889					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048