上海家化（600315.SH）

商誉减值及战略调整致 2024 年业绩承压，积极推动线上化转型

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,598	5,679	6,185	6,685	7,187
增长率 yoy（%）	-7.2	-13.9	8.9	8.1	7.5
归母净利润（百万元）	500	-833	352	462	544
增长率 yoy（%）	5.9	-266.6	142.3	31.2	17.7
ROE（%）	6.5	-12.4	5.0	6.2	6.8
EPS 最新摊薄（元）	0.74	-1.24	0.52	0.69	0.81
P/E（倍）	33.6	-20.2	47.8	36.4	31.0
P/B（倍）	2.2	2.5	2.4	2.2	2.1

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

商誉减值及实施战略调整影响，公司 2024 业绩承压。公司 2024 年实现营业收入 56.79 亿元，同比下降 13.93%；实现归母净利润归母净利润为-8.33 亿元，同比由盈转亏，降幅达 266.6%；实现扣非后净利润为-8.38 亿元，同比下降 366.41%；基本每股收益-1.24 元，去年同期为 0.75 元。净利润同比下降，主要由于：1、商誉减值计提影响，公司对前期收购的婴童护理产品及母婴喂养产品业务形成的商誉资产进行减值测试，因公司海外业务受海外低出生率、婴童品类竞争加剧和经销商降低库存等因素的持续影响，导致收入及毛利同比下降；2、主营业务方面，公司主动实施战略调整举措，对当期收入、利润产生较大程度负面影响，包括百货渠道主动降低社会库存及闭店使得开票收入减少、线上经销商代理模式转自营模式形成退货、线下销售部架构调整等，从中长期看，调整将有利于公司未来健康可持续发展；3、公司投资的金融资产报告期内公允价值和投资收益大幅减少；4、公司投资的联营公司报告期内亏损增加，公司投资收益同比减少。分产品来看，个护产品实现收入 23.79 亿元，同比下滑 3.42%；美妆产品实现收入 10.50 亿元，同比下滑 29.81%；创新业务实现收入 8.30 亿元，同比下滑 19.38%；海外业务实现收入 14.15 亿元，同比下滑 11.43%。

期间费用率上升显著，净利率下降明显。公司 2024 毛利率为 57.60%，同比下降 1.37pct；费用端，2024 年期间费用率为 60.63%，同比上升 7.02pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 46.69%、10.74%、0.54%、2.66%，同比分别上升 4.71pct、上升 1.40pct、上升 0.47pct、上升 0.44pct。2024 年公司归母净利率为-14.67%，同比大幅下降 22.25pct。

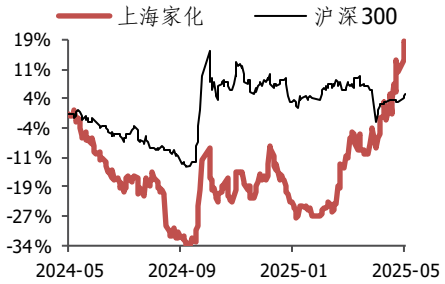
积极应对行业变革，坚定推动线上化转型。2024 年，面对传统零售渠道增长放缓、消费行为线上化迁移等外部环境变化，公司主动应对行业变革，坚定推动线上化转型，在线上渠道重点突破兴趣电商，发展新兴电商，稳固平台电商，重点打造内容为中心的线上运营能力；同时，也在线下渠道实施了一系列战略性调整举措：在渠道优化方面，公司通过系统性的库存管理策略，有效降低了百货渠道的社会库存水平，在百货渠道的门店网络布局上，果断关闭了经营效率低下、持续亏损的门店，优化了线下门店结构；在运营模式创新上，将部分线上经销业务由代理模式转为自营模式，强化了对终端市场的把控力；同时，对线下销售部门进行了组织架构调整，提升了运营效率。

增持（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2025 年 5 月 8 日收盘价（元）	25.03
总市值（百万元）	16,825.82
流通市值（百万元）	16,825.82
总股本（百万股）	672.23
流通股本（百万股）	672.23
近 3 月日均成交额（百万元）	176.32

股价走势



作者

分析师 黄淑妍
执业证书编号：S1070514080003
邮箱：huangsy@cgws.com

相关研究

这些调整措施虽然在短期内对公司的经营收入和利润产生了一定影响，但从战略层面来看，将为公司构建健康、可持续的渠道体系奠定基础在海外业务板块，由于核心管理团队的人员变动、品牌营销投放效率不足及性价比竞争加剧，整体业绩呈现下滑态势。公司已派驻更具本土化运营经验的人员加入运营团队，在产品方面将加大研发投入、聚焦英美等核心市场，通过精准营销提升品牌影响力；同时通过优化供应链管理和营销资源配置，提升整体盈利能力。

推出员工持股计划，公布未来 3 年考核指标。公司推出 2025 年员工持股计划，参加对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用和影响的公司董事、高级管理人员、中层管理人员及骨干员工，参加本次持股计划的总人数预计不超过 45 人（不含预留份额持有人），其中董事、高级管理人员为 2 人，计划使用资金总额不超过 7,751 万元。本持股计划首次授予对应的标的股票分三期解锁，每期解锁的标的股票比例分别为 30%、30%、40%，各批次解锁条件中业绩考核指标为 2025 年扭亏为盈、净利润为正，2026 年净利润同比增长率不低于 10%，2027 年净利润同比增长率不低于 10%。

投资建议：公司主要从事日化产品的研发、生产和销售，主要品牌包括六神、玉泽、佰草集、美加净等。公司具有差异化的品牌资产、采用线上与线下相结合的销售模式，持续不断地为消费者带来更好的产品与服务。公司拥有完善的研发系统实力、源远流长的品牌资产、全面的渠道覆盖和强大的客户资源、先进的生产能力和供应链管理能力。预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.52 元、0.69 元、0.81 元，对应 PE 分别为 47.8X、36.4X、31.0X，维持“增持”的投资评级。

风险提示：战略执行未达预期的风险，行业竞争加剧的风险，营销投放效果未达预期的风险，消费复苏不达预期、行业增速放缓的风险，人才流失的风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5582	5262	6270	6042	7709
现金	940	550	600	1070	1689
应收票据及应收账款	1172	771	1452	892	1659
其他应收款	43	34	50	40	57
预付账款	83	62	96	74	108
存货	777	673	900	794	1023
其他流动资产	2567	3173	3173	3173	3173
非流动资产	6148	4683	4585	4507	4434
长期股权投资	388	256	276	296	316
固定资产	824	751	734	708	674
无形资产	817	800	730	670	610
其他非流动资产	4120	2876	2844	2834	2833
资产总计	11730	9944	10854	10550	12142
流动负债	2848	2682	3209	2409	3422
短期借款	47	49	200	49	49
应付票据及应付账款	751	500	973	549	1117
其他流动负债	2051	2134	2037	1812	2257
非流动负债	1191	570	570	570	570
长期借款	502	0	0	0	0
其他非流动负债	690	570	570	570	570
负债合计	4040	3253	3780	2980	3993
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	676	672	672	672	672
资本公积	984	880	880	880	880
留存收益	6122	5114	5466	5928	6471
归属母公司股东权益	7690	6692	7075	7570	8150
负债和股东权益	11730	9944	10854	10550	12142

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	103	273	318	517	507
净利润	500	-833	352	462	544
折旧摊销	191	194	165	156	155
财务费用	5	31	14	7	-13
投资损失	-85	51	-100	-100	-100
营运资金变动	-540	137	-25	69	-12
其他经营现金流	33	694	-88	-78	-67
投资活动现金流	-361	-106	133	111	99
资本支出	119	96	47	59	61
长期投资	-372	-98	-20	-20	-20
其他投资现金流	130	87	200	190	180
筹资活动现金流	-499	-545	-553	-7	13
短期借款	42	2	151	-151	0
长期借款	-249	-502	0	0	0
普通股增加	-3	-4	0	0	0
资本公积增加	-87	-103	0	0	0
其他筹资现金流	-202	61	-704	144	13
现金净增加额	-747	-387	-102	621	619

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6598	5679	6185	6685	7187
营业成本	2707	2408	2613	2815	3019
营业税金及附加	46	43	46	50	54
销售费用	2770	2652	2629	2774	2947
管理费用	616	610	618	635	668
研发费用	147	151	165	178	191
财务费用	5	31	14	7	-13
资产和信用减值损失	-64	-592	-12	-13	-14
其他收益	116	82	82	82	82
公允价值变动收益	111	-84	100	90	80
投资净收益	85	-51	100	100	100
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	556	-860	369	485	570
营业外收入	13	33	33	33	33
营业外支出	6	3	3	3	3
利润总额	563	-830	400	515	600
所得税	63	3	47	53	57
净利润	500	-833	352	462	544
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	500	-833	352	462	544
EBITDA	778	-611	572	671	734
EPS（元/股）	0.74	-1.24	0.52	0.69	0.81

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入（%）	-7.2	-13.9	8.9	8.1	7.5
营业利润（%）	2.3	-254.6	143.0	31.3	17.5
归属母公司净利润（%）	5.9	-266.6	142.3	31.2	17.7
获利能力					
毛利率（%）	59.0	57.6	57.7	57.9	58.0
净利率（%）	7.6	-14.7	5.7	6.9	7.6
ROE（%）	6.5	-12.4	5.0	6.2	6.8
ROIC（%）	5.8	-10.5	4.7	5.8	6.1
偿债能力					
资产负债率（%）	34.4	32.7	34.8	28.2	32.9
净负债比率（%）	4.1	7.0	0.5	-7.8	-15.0
流动比率	2.0	2.0	2.0	2.5	2.3
速动比率	1.6	1.5	1.5	1.9	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.3	5.8	5.6	5.7	5.6
应付账款周转率	3.3	3.9	3.6	3.7	3.6
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.74	-1.24	0.52	0.69	0.81
每股经营现金流（最新摊薄）	0.15	0.41	0.47	0.77	0.75
每股净资产（最新摊薄）	11.44	9.95	10.48	11.17	11.97
估值比率					
P/E	33.6	-20.2	47.8	36.4	31.0
P/B	2.2	2.5	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	18.9	-24.1	25.0	20.4	17.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES