

# 上海家化 (600315.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 组织改革进行时、聚焦核心品牌与品 牌建设，期待后续逐步改善

### 业绩简评

- 公司8月21日公告1H24营收33.21亿元、同比-8.51%，归母净利润2.38亿元、同比-20.93%，扣非净利润2.35亿元、同比-10.36%，存货周转天数同比下降26天。
- 单季度看，2Q24营收14.15亿元、同比-14.2%，归母净利润亏损1820万元/扣非净利润亏损5820万元。

### 经营分析

- 主动调整&组织改革，短期扰动业绩表现。**2Q24毛利率同比-0.85PCT至58.25%，销售费用率同比+4.8PCT至51.8%，管理费用率同比+1.6PCT至9%，归母净利率同比-5.6PCT至-1.3%，主要系收入规模下降。
- 持续深化事业部制改革，由渠道驱动转向品牌驱动，扁平化管理助于提升运行和决策效率。**调整个护事业部（含六神、美加净品牌）、美妆事业部（含玉泽、佰草集、典萃、双妹品牌）、新设创新事业部（含启初、家安、高夫等品牌）。
- 加强品牌建设和梯队管理，资源聚焦核心品牌。**1) 第一梯队品牌：力争将玉泽、六神打造成为细分品类领跑品牌，下半年玉泽专注敏肌护肤、凸显医研共创的专业化竞争优势；2) 第二梯队品牌（美加净、佰草集）：定位规模赛道中的质价比品牌，佰草集持续塑造中国特色本草品牌、主攻抗老和美白功效，美加净主攻大众赛道。
- 以品牌为核心打造差异化渠道矩阵。**线上渠道将重点突破兴趣电商，发展新兴电商，稳固平台电商，重点发力以内容为中心的线上运营能力；线下渠道注重效率提升。

### 盈利预测、估值与评级

- 下半年公司将持续深化事业部制改革，品牌端聚焦终端用户和品牌建设、提升核心品牌市场份额，渠道端聚焦线上、重点突破兴趣电商，期待改革显效、业绩逐步向好。
- 考虑解决历史包袱仍需一定时间，短期扰动业绩表现，下调盈利预测，预计24-26年归母净利润5.01/5.71/6.7亿元、同比+0.1%/+14%/+17%，对应24-26年PE分别为22/20/17倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

新品孵化/渠道拓展/营销投放不及预期。

国金证券研究所

分析师：罗晓婷 (执业S1130520120001)

luoxiaoting@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.67元

### 相关报告：

- 《上海家化点评：1Q24业绩超预期，期待战略转型&组织优化促持续提效》，2024.4.23
- 《上海家化点评：24年轻装上阵，期待组织调整、战略转型落地后效能逐步释放》，2024.3.19
- 《上海家化：营销投入加码拖累Q3业绩，事业部制正式落地》，2023.10.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,106	6,598	6,437	7,239	8,254
营业收入增长率	-7.06%	-7.16%	-2.43%	12.46%	14.02%
归母净利润(百万元)	472	500	501	571	670
归母净利润增长率	-27.29%	5.93%	0.13%	13.99%	17.34%
摊薄每股收益(元)	0.695	0.739	0.742	0.845	0.992
每股经营性现金流净额	0.98	0.15	0.83	0.97	1.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.51%	6.50%	6.23%	6.76%	7.52%
P/E	45.81	28.64	22.48	19.72	16.81
P/B	2.98	1.86	1.40	1.33	1.26

来源：公司年报、国金证券研究所 (股价更新至2024年8月21日)

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,646</b>	<b>7,106</b>	<b>6,598</b>	<b>6,437</b>	<b>7,239</b>	<b>8,254</b>	货币资金	1,597	1,685	940	1,139	1,449	1,847
增长率	-7.1%	-7.2%	-7.2%	-2.4%	12.5%	14.0%	应收账款	1,312	1,398	1,215	1,340	1,408	1,606
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,156</b>	<b>-3,048</b>	<b>-2,707</b>	<b>-2,476</b>	<b>-2,731</b>	<b>-3,058</b>	存货	872	929	777	800	860	905
%销售收入	41.3%	42.9%	41.0%	38.5%	37.7%	37.1%	其他流动资产	2,999	2,542	2,650	2,631	2,638	2,647
毛利	4,491	4,059	3,891	3,961	4,509	5,196	流动资产	6,780	6,555	5,582	5,911	6,355	7,004
%销售收入	58.7%	57.1%	59.0%	61.5%	62.3%	63.0%	%总资产	55.8%	53.4%	47.6%	48.7%	50.3%	52.6%
营业税金及附加	-59	-48	-46	-45	-51	-58	长期投资	925	1,217	1,113	1,113	1,113	1,113
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	964	891	845	870	899	943
销售费用	-2,947	-2,652	-2,770	-2,807	-3,178	-3,640	%总资产	7.9%	7.3%	7.2%	7.2%	7.1%	7.1%
%销售收入	38.5%	37.3%	42.0%	43.6%	43.9%	44.1%	无形资产	2,744	2,774	2,939	2,974	2,996	2,999
管理费用	-791	-628	-616	-489	-543	-619	非流动资产	5,365	5,715	6,148	6,236	6,282	6,323
%销售收入	10.3%	8.8%	9.3%	7.6%	7.5%	7.5%	%总资产	44.2%	46.6%	52.4%	51.3%	49.7%	47.4%
研发费用	-163	-160	-147	-135	-152	-173	<b>资产总计</b>	<b>12,146</b>	<b>12,269</b>	<b>11,730</b>	<b>12,147</b>	<b>12,637</b>	<b>13,327</b>
%销售收入	2.1%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	短期借款	151	427	299	252	252	252
息税前利润 (EBIT)	531	570	312	485	585	706	应付款项	2,509	2,601	2,159	2,248	2,304	2,528
%销售收入	6.9%	8.0%	4.7%	7.5%	8.1%	8.6%	其他流动负债	550	506	390	462	519	532
财务费用	-13	11	-5	-22	-14	-6	流动负债	3,210	3,533	2,848	2,962	3,075	3,312
%销售收入	0.2%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	长期贷款	925	751	502	502	502	502
资产减值损失	-19	-47	-64	0	0	0	其他长期负债	1,047	736	690	642	620	604
公允价值变动收益	-42	-103	111	0	0	0	负债	5,182	5,020	4,040	4,106	4,197	4,418
投资收益	209	43	85	52	45	30	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,963</b>	<b>7,249</b>	<b>7,690</b>	<b>8,041</b>	<b>8,440</b>	<b>8,909</b>
%税前利润	27.3%	7.8%	15.2%	9.0%	6.9%	3.9%	其中：股本	680	679	676	676	676	676
营业利润	752	544	556	546	646	760	未分配利润	5,092	5,369	5,729	6,080	6,479	6,948
%营业利润率	9.8%	7.6%	8.4%	8.5%	8.9%	9.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	12	5	7	30	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,146</b>	<b>12,269</b>	<b>11,730</b>	<b>12,147</b>	<b>12,637</b>	<b>13,327</b>
税前利润	764	549	563	576	656	770	<b>比率分析</b>						
利润率	10.0%	7.7%	8.5%	8.9%	9.1%	9.3%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-115	-77	-63	-75	-85	-100	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.1%	14.0%	11.3%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.955	0.695	0.739	0.742	0.845	0.992
净利润	649	472	500	501	571	670	每股净资产	10.246	10.679	11.372	11.908	12.499	13.193
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.461	0.979	0.153	0.829	0.974	1.161
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>649</b>	<b>472</b>	<b>500</b>	<b>501</b>	<b>571</b>	<b>670</b>	每股股利	0.290	0.210	0.230	0.222	0.253	0.297
净利率	8.5%	6.6%	7.6%	7.8%	7.9%	8.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.32%	6.51%	6.50%	6.23%	6.76%	7.52%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.35%	3.85%	4.26%	4.12%	4.52%	5.03%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	5.52%	5.74%	3.21%	4.74%	5.46%	6.28%
净利润	649	472	500	501	571	670	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	8.73%	-7.06%	-7.16%	-2.43%	12.46%	14.02%
非现金支出	285	282	286	119	124	129	EBIT 增长率	43.44%	7.38%	-45.29%	55.62%	20.51%	20.65%
非经营收益	-155	80	-109	-72	-14	0	净利润增长率	50.92%	-27.29%	5.93%	0.13%	13.99%	17.34%
营运资金变动	214	-168	-574	14	-21	-14	总资产增长率	7.53%	1.02%	-4.40%	3.56%	4.04%	5.46%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>993</b>	<b>665</b>	<b>103</b>	<b>561</b>	<b>659</b>	<b>785</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-139	-113	-119	-143	-160	-160	应收账款周转天数	52.5	62.5	69.0	70.0	65.0	65.0
投资	-368	-251	-372	0	0	0	存货周转天数	100.5	107.9	115.0	118.0	115.0	108.0
其他	123	209	130	52	45	30	应付账款周转天数	83.1	97.8	112.3	105.0	105.0	105.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-384</b>	<b>-155</b>	<b>-361</b>	<b>-91</b>	<b>-115</b>	<b>-130</b>	固定资产周转天数	44.8	44.3	45.6	44.7	38.2	31.9
股权募资	47	12	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-4	-95	-208	-47	0	0	净负债/股东权益	-46.25%	-36.26%	-34.03%	-35.61%	-37.60%	-40.08%
其他	-271	-301	-291	-194	-212	-241	EBIT 利息保障倍数	42.4	-53.6	66.7	22.2	42.1	119.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-228</b>	<b>-384</b>	<b>-499</b>	<b>-240</b>	<b>-212</b>	<b>-241</b>	资产负债率	42.67%	40.91%	34.44%	33.81%	33.21%	33.15%
<b>现金净流量</b>	<b>311</b>	<b>88</b>	<b>-747</b>	<b>230</b>	<b>332</b>	<b>414</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	8	11	47
增持	0	0	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.27	1.31	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-26	买入	27.23	N/A
2	2023-03-15	买入	29.07	N/A
3	2023-04-26	买入	27.25	N/A
4	2023-07-16	买入	28.99	N/A
5	2023-10-26	买入	23.68	N/A
6	2024-03-19	买入	18.85	N/A
7	2024-04-23	买入	18.19	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806