

上海家化（600315）

2024 年半年报点评：换帅开启转型新篇章，期待品牌改革成果释放

买入（维持）

2024 年 08 月 22 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

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	7106	6598	6163	6896	7845
同比（%）	(7.06)	(7.16)	(6.59)	11.90	13.76
归母净利润（百万元）	472.04	500.05	457.87	524.08	602.38
同比（%）	(27.29)	5.93	(8.43)	14.46	14.94
EPS-最新摊薄（元/股）	0.70	0.74	0.68	0.78	0.89
P/E（现价&最新摊薄）	23.85	22.51	24.58	21.48	18.69

投资要点

- **公司披露 24H1 业绩：**2024H1 营收 33.21 亿元，yoy-8.51%；归母净利润 2.38 亿元，yoy-20.93%；扣非归母净利 2.35 亿元，yoy-10.36%，若剔除规则变化影响同比+9.06%。24Q2 营收 14.15 亿元，yoy-14.21%；归母净利润 -0.18 亿元，同比转负；扣非归母净利-0.58 亿元，同比转负，24Q2 亏损主要系期间费用率同比大幅提升 4pct 所致。
- **回归品牌本质，组织调整进行时。**分地区看，24H1 国内/海外营收分别为 26.1/7.1 亿元，同比分别-8.3%/-9%。分品类看，24 年 5 月公司启动并落地组织架构调整，回归品牌建设，设立事业部制架构，对国内业务组织架构进行进一步调整：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），24Q2 个护/美妆/创新/海外营收分别为 5.6 亿元/2.7 亿元/2.1 亿元/3.8 亿元，个护事业部中美加净表现较好，24H1 同比增长约 42%，六神品牌 24H1 同比-28%；美妆事业部中佰草集 24H1 同比-16%，玉泽 24H1 同比-22%，双妹同比+61%。
- **期间费用率提升导致利润率承压，现金流大幅增长。**①**毛利率：**24H1 毛利率 61.13%，同比+0.88pct；由于产品结构变化，24Q2 毛利率同比-0.85pct 至 58.25%；②**期间费用率：**24H1 期间费用率为 53.59%，同比-0.35pct；24Q2 期间费用率同比+4.02pct，其中销售/管理费用率同比分别+4.83/+1.57pct，费用率提升较大主因部分费用支出较为刚性；③**销售净利率：**24H1 销售净利率同比-1.13pct 至 7.17%；由于期间费用率提升较多，24Q2 净利率转负；④**现金流：**24H1 经营性现金流净额 4.88 亿元，同比上升 643.94%，大幅提升。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内多品牌的日化龙头，24 年 5 月换帅后，公司深化组织改革，加强品牌建设，一方面对品牌进行梯队管理，集中资源优先支持核心品牌；另一方面针对核心品牌，重新梳理并明确品牌目标用户、品牌价值，未来战略转型、品牌焕新后，公司经营效率有望提升。考虑到短期战略调整影响，我们将公司 2024-26 年归母净利润 5.68/6.73/8.01 亿元下调至 4.58/5.24/6.02 亿元，分别同比-8%/+14%/+15%，对应 PE 分别为 25/21/19X，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.67
一年最低/最高价	15.61/27.27
市净率(倍)	1.45
流通 A 股市值(百万元)	11,206.01
总市值(百万元)	11,256.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.47
资产负债率(% ,LF)	34.35
总股本(百万股)	675.26
流通 A 股(百万股)	672.23

相关研究

《上海家化(600315)：2024Q1 业绩点评：扣非归母净利同增 29%，战略转型成效初显》

2024-04-23

《上海家化(600315)：上海家化 2023 年年报点评：短期业绩有所承压，组织&战略调整后期待提效》

2024-03-19

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,582	6,036	6,682	7,280	营业总收入	6,598	6,163	6,896	7,845
货币资金及交易性金融资产	3,418	4,064	4,474	4,817	营业成本(含金融类)	2,707	2,534	2,806	3,156
经营性应收款项	1,255	1,090	1,220	1,343	税金及附加	46	43	48	55
存货	777	727	805	906	销售费用	2,770	2,588	2,931	3,358
合同资产	0	0	0	0	管理费用	616	567	634	722
其他流动资产	132	154	184	215	研发费用	147	137	153	174
非流动资产	6,148	5,993	5,964	5,958	财务费用	5	1	(29)	(50)
长期股权投资	388	363	345	355	加:其他收益	116	111	124	141
固定资产及使用权资产	946	920	894	863	投资净收益	85	80	90	102
在建工程	21	26	31	36	公允价值变动	111	20	20	0
无形资产	800	795	789	783	减值损失	(64)	0	0	0
商誉	2,087	2,102	2,117	2,132	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	35	36	37	38	营业利润	556	503	587	674
其他非流动资产	1,872	1,752	1,752	1,752	营业外净收支	7	13	4	5
资产总计	11,730	12,029	12,646	13,238	利润总额	563	516	591	679
流动负债	2,848	2,959	3,203	3,539	减:所得税	63	58	66	76
短期借款及一年内到期的非流动负债	299	590	600	610	净利润	500	458	524	602
经营性应付款项	751	703	778	875	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	108	101	113	129	归属母公司净利润	500	458	524	602
其他流动负债	1,690	1,565	1,711	1,925	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.74	0.68	0.78	0.89
非流动负债	1,191	971	821	671	EBIT	364	517	562	628
长期借款	502	302	152	2	EBITDA	586	694	739	810
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	58.97	58.89	59.32	59.77
租赁负债	111	111	111	111	归母净利率(%)	7.58	7.43	7.60	7.68
其他非流动负债	578	558	558	558	收入增长率(%)	(7.16)	(6.59)	11.90	13.76
负债合计	4,040	3,931	4,024	4,210	归母净利润增长率(%)	5.93	(8.43)	14.46	14.94
归属母公司股东权益	7,690	8,098	8,622	9,028					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	7,690	8,098	8,622	9,028					
负债和股东权益	11,730	12,029	12,646	13,238					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	103	545	622	758	每股净资产(元)	11.37	11.99	12.77	13.37
投资活动现金流	(361)	105	(54)	(70)	最新发行在外股份(百万股)	675	675	675	675
筹资活动现金流	(499)	9	(159)	(345)	ROIC(%)	3.77	5.19	5.36	5.80
现金净增加额	(747)	646	409	343	ROE-摊薄(%)	6.50	5.65	6.08	6.67
折旧和摊销	222	176	177	181	资产负债率(%)	34.44	32.68	31.82	31.80
资本开支	(119)	(156)	(161)	(161)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.51	24.58	21.48	18.69
营运资本变动	(574)	32	16	71	P/B(现价)	1.47	1.39	1.31	1.25

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>