

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

上海家化 (600315. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

上海家化 (600315. SH) 24H1 点评: Q2 业绩承压, 期待组织架构变革后续进展

2024年8月24日

事件: 公司发布 2024H1 业绩, 实现营收 33.2 亿元/yoy-8.51%, 归母净利润 2.38 亿元/yoy-20.93%, 扣非归母净利润 2.35 亿元/23H1 同口径下 yoy+9.06%。2024H1 公司拟每 10 股派发现金红利 0.3 元 (含税)。

点评:

24Q2 收入、利润承压。 24Q1/24Q2 分别实现营收 19.05/14.15 亿元, 同比 -3.76%/-14.21%, 归母净利润 2.56/-0.18 亿元, 同比+11.18%/由盈转亏, 扣非归母净利润 2.93/-0.58 亿元, 同比+29.17%/由盈转亏。

分产品看: 2024H1 个人护理品类营收 15.88 亿元, 同比-7.87%, 毛利率 64.64%; 美妆营收 5.66 亿元, 同比-35.08%, 毛利率 73.64%; 新设创新业务 (含启初、家安、高夫等品牌), 营收 4.47 亿元, 毛利率 44.21%。具体分品牌, 24H1 个护事业部六神/美加净收入分别同比-2.8%/+42%, 美妆事业部佰草集同比下降约 16%, 其中电商渠道整体增长约 10%, 玉泽/双妹分别同比-22%/+61%。分地区, 24H1 境内/海外营收分别为 26.06/7.14 亿元, 同比-8.33/-9.13%, 毛利率分别为 63.14%/53.79%。

成本管控、产品结构优化带动毛利率小幅改善, 组织架构调整、费用率优化: 公司 24H1 毛利率 61.13%, 同比+0.88pct, 毛利率提升主要由于部分原材料和包装材料的采购价格下降、高毛利产品销售比重增加; 费用率方面, 24H1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 43.41%/7.56%/0.55%/2.07%, 同比分别-0.11/-0.79/+0.62/-0.07pct。其中, 管理费用率下降主要来自①公司组织架构人员调整, 工资福利类费用同比下降, ②公司股权激励计划结束, 本期股份支付费用同比下降; 财务费用率提升主要为外汇汇率波动影响, 24H1 汇兑损失同比增加; 研发费用率下降主要为①工资福利类费用同比下降, ②研发部分资产折旧到期使得折旧费用同比下降。

管理层变更后推动公司组织架构调整, 商业模式从渠道推动转为品牌驱动。 2024 年 5 月, 原董事长潘秋生辞任, 公司聘任林小海为公司首席执行官兼总经理。管理层变更后, 公司对国内业务组织机构进行了进一步调整, 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、双妹、典萃品牌)、新设创新事业部 (含启初、家安、高夫等品牌), 商业模式从渠道推动转为品牌驱动。在品牌策略上, 公司分梯队梳

理品牌发展的优先级并聚焦资源，确立第一梯队品牌包括六神、玉泽，将努力打造成为细分行业中的领跑品牌；第二梯队品牌包括佰草集、美加净，将力求打造规模赛道中的“质价比”品牌。

盈利预测与投资评级：期待管理层变动&组织架构调整完毕后公司品牌&渠道&运营的新变化，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.04/5.66/6.34 亿元，同比分别+0.7%/12.3%/12.0%，对应 PE 分别为 20/18/16X，维持“买入”评级。

风险因素：组织架构调整效果不及预期，消费力恢复不及预期，渠道竞争加剧&大促表现不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,106	6,598	6,745	7,337	7,965
增长率 YoY %	-7.1%	-7.2%	2.2%	8.8%	8.6%
归属母公司净利润 (百万元)	472	500	504	566	634
增长率 YoY%	-27.3%	5.9%	0.7%	12.3%	12.0%
毛利率%	57.1%	59.0%	58.6%	59.3%	59.7%
净资产收益率ROE%	6.5%	6.5%	6.3%	6.7%	7.1%
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.74	0.75	0.84	0.94
市盈率 P/E(倍)	21.49	20.28	20.14	17.93	16.01
市净率 P/B(倍)	1.40	1.32	1.26	1.20	1.14

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,555	5,582	5,762	6,441	7,093	
货币资金	1,685	940	781	913	1,481	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,324	1,172	1,061	1,273	1,175	
预付账款	72	83	112	104	112	
存货	929	777	763	959	946	
其他	2,544	2,610	3,045	3,192	3,379	
非流动资产	5,715	6,148	6,065	5,987	5,905	
长期股权投资	415	388	388	388	388	
固定资产	863	824	818	806	787	
无形资产	790	800	757	719	685	
其他	3,646	4,137	4,103	4,075	4,046	
资产总计	12,269	11,730	11,827	12,429	12,998	
流动负债	3,533	2,848	3,099	3,305	3,441	
短期借款	5	47	47	47	47	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	915	751	799	860	833	
其他	2,613	2,051	2,253	2,398	2,561	
非流动负债	1,487	1,191	690	690	690	
长期借款	751	502	0	0	0	
其他	736	690	690	690	690	
负债合计	5,020	4,040	3,788	3,994	4,131	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	7,249	7,690	8,038	8,434	8,868	
负债和股东权益	12,269	11,730	11,827	12,429	12,998	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,106	6,598	6,745	7,337	7,965	
同比 (%)	-7.1%	-7.2%	2.2%	8.8%	8.6%	
归属母公司净利润	472	500	504	566	634	
同比	-27.3%	5.9%	0.7%	12.3%	12.0%	
毛利率 (%)	57.1%	59.0%	58.6%	59.3%	59.7%	
ROE%	6.5%	6.5%	6.3%	6.7%	7.1%	
EPS (摊薄)(元)	0.70	0.74	0.75	0.84	0.94	
P/E	21.49	20.28	20.14	17.93	16.01	
P/B	1.40	1.32	1.26	1.20	1.14	
EV/EBITDA	25.68	24.39	15.91	13.66	11.60	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,106	6,598	6,745	7,337	7,965	
营业成本	3,048	2,707	2,789	2,985	3,209	
营业税金及附加	48	46	47	51	56	
销售费用	2,652	2,770	2,833	3,074	3,333	
管理费用	628	616	600	649	705	
研发费用	160	147	142	154	167	
财务费用	-11	5	6	-3	-5	
减值损失合计	-29	-35	-10	-10	-10	
投资净收益	43	85	90	80	80	
其他	-51	199	167	147	147	
营业利润	544	556	575	642	717	
营业外收支	5	7	7	7	7	
利润总额	549	563	582	649	724	
所得税	77	63	78	84	91	
净利润	472	500	504	566	634	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	472	500	504	566	634	
EBITDA	827	586	614	706	782	
EPS (当年)(元)	0.70	0.75	0.75	0.84	0.94	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	665	103	827	386	851	
净利润	472	500	504	566	634	
折旧摊销	234	222	186	188	192	
财务费用	28	40	25	13	13	
投资损失	-43	-85	-90	-80	-80	
营运资金变动	-168	-574	287	-237	157	
其它	142	0	-84	-64	-64	
投资活动现金流	-155	-361	-304	-71	-71	
资本支出	-113	-119	-105	-104	-104	
长期投资	-251	-372	-400	-130	-130	
其他	209	130	201	163	163	
筹资活动现金流	-384	-499	-682	-183	-213	
吸收投资	12	0	0	0	0	
借款	-169	-208	-502	0	0	
支付利息或股息	-234	-198	-180	-183	-213	
现金流净增加额	88	-747	-159	132	568	

研究团队简介

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。