



## 增持(维持)

所属行业: 美容护理/化妆品  
当前价格(元): 15.02

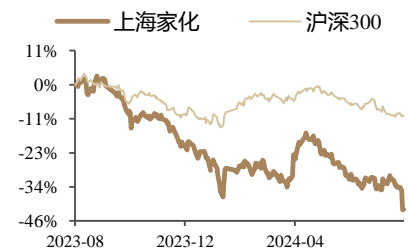
### 证券分析师

易丁依

资格编号: S0120523070004

邮箱: yidy@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.57	-14.82	-24.23
相对涨幅(%)	-7.91	-10.52	-16.62

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 《上海家化: 24Q1 扣非净利+29%, 组织架构改革成效明显》, 2024.4.23
- 《上海家化: 23 年业绩承压, 看好组织架构调整释放增长活力》, 2024.3.17
- 《上海家化: 23Q3 业绩承压, 组织架构调整有望焕发新活力》, 2023.10.26
- 《上海家化: 23H1 恢复性增长, 电商转型成效明显》, 2023.8.29

# 上海家化: 24H1 仍有承压, 静待换帅后的经营拐点

## 投资要点

- 24H1 业绩承压, 组织架构调整控制费用支出。(1) 整体业绩:** 营收 33.21 亿元/yoy-8.51%, 归母净利润 2.38 亿/yoy-20.93%, 扣非后净利 2.35 亿/yoy-10.36%, 按同口径测算扣非后净利同比增长 9.06%, 主要系 24 年公司继续坚持聚焦高毛利、高增速、高品牌溢价品类, 国内及国外业务营收均略有收缩, 海外 24H1 营收 7.16 亿/yoy-9.06%。**(2) 24Q2 业绩:** 营收 14.15 亿/yoy-14.21%, 归母净利润-0.18 亿/yoy-125.80%, 组织架构调整期间起伏加剧。**(3) 盈利能力:** 24H1 年毛利率 61.13%、同比增加 0.88pcts, 同时部分原材料和包装材料采购价格下调, 营业成本降幅高于收入, 销售费用率 43.41%/-0.11pcts, 管理费用率 7.56%/-0.79pcts, 公司组织架构人员调整后工资福利类费用同比下降, 且股权激励计划结束后股份支付费用缩减, 研发费用率 2.07%/-0.07pct, 研发部分资产折旧到期降低折旧费用, 归母净利率 7.17%/-1.13pcts。
- 再次换帅, 持续深化组织架构调整。**聘任林小海担任公司 CEO 兼总经理, 在中国快消品行业积累了 30 年丰富的线下和线上管理经验, 曾就职于宝洁公司、阿里巴巴副总裁&零售通事业部总经理、高鑫零售 CEO。同时, 公司分梯队经营品牌聚焦资源, 第一梯队六神、玉泽细分行业领跑品牌, 第二梯队佰草集、美加净追求极致性价比, 梯队设置实现品牌导向闭环设计; 组织上调整业务部门, 成立市场营销中台统合品牌建设, 预期 24 年 8 月底完成组织设计, 后续集中建设团队; 渠道上, 线上将重点突破兴趣电商, 加强内容运营, 线下拓宽零售渠道, 寻找成长中的客户渠道, 加强 O2O、B2B 渠道, 高效打造差异化渠道矩阵。
- 聚焦终端消费者, 深化品牌文化建设。(1) 美妆品类:** 持续塑造中国特色本草品牌, 24H1 营收 5.66 亿, 玉泽针对敏感皮肤细分人群同店推出干敏霜和油敏霜, 短期内已做好品牌货盘和平台计划, 等候后续货盘清理及内容投放; 佰草集营收同比下降约 16%, 品牌转型亟待设计线上体验场景, 电商渠道整体增长约 10%, 新品太极精华油数日霸榜国货之光第一; 双妹上半年高增 61%, 多款联名演绎文化之美;**(2) 个护品类:** 面向大众, 24H1 收入达 15.88 亿, 美加净增长约 42%, 酵米焕白系列聚焦熬夜场景, 温和修护肌底、高效内源美白; 六神持续“出圈”, 随身系列新增“止痒蛋”、“祛味蛋”满足更多夏日场景, 再度强化品牌资产;**(3) 创新品类:** 24H1 营收 4.47 亿元。
- 投资建议:** 短期业绩承压, 品牌建设形势暂不明朗, 组织架构转型静待拐点。调整 2024-2026 年营收为 64.7 亿/71.0 亿/77.3 亿(原 76.5 亿/86.6 亿/96.5 亿), 归母净利润为 4.66 亿/5.59 亿/6.68 亿(原 6.22 亿/7.88 亿/9.79 亿), 同比增速为 -7%/+20%/+20%, PE 为 21.8X/18.1X/15.2X, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 化妆品行业景气度下降风险; 化妆品行业竞争加剧风险; 战略推进不及预期风险; 新产品推广情况不及预期。

### 股票数据

总股本(百万股):	675.26
流通 A 股(百万股):	672.23
52 周内股价区间(元):	15.01-26.59
总市值(百万元):	10,142.34
总资产(百万元):	11,816.02
每股净资产(元):	11.49

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,106	6,598	6,470	7,100	7,734
(+/-)YOY(%)	-7.1%	-7.2%	-1.9%	9.7%	8.9%
净利润(百万元)	472	500	466	559	668
(+/-)YOY(%)	-27.3%	5.9%	-6.9%	20.1%	19.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.70	0.75	0.69	0.83	0.99
毛利率(%)	57.1%	59.0%	59.8%	60.7%	61.4%
净资产收益率(%)	6.5%	6.5%	5.8%	6.7%	7.7%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.75	0.69	0.83	0.99
每股净资产	11.39	11.81	12.31	12.91
每股经营现金流	0.15	0.85	1.15	1.28
每股股利	0.29	0.27	0.33	0.39
价值评估(倍)				
P/E	28.24	21.78	18.14	15.19
P/B	1.86	1.27	1.22	1.16
P/S	1.54	1.57	1.43	1.31
EV/EBITDA	24.39	15.74	12.66	10.34
股息率%	1.4%	1.8%	2.2%	2.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	59.0%	59.8%	60.7%	61.4%
净利润率	7.6%	7.2%	7.9%	8.6%
净资产收益率	6.5%	5.8%	6.7%	7.7%
资产回报率	4.3%	3.9%	4.5%	5.1%
投资回报率	3.8%	5.4%	6.2%	7.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-7.2%	-1.9%	9.7%	8.9%
EBIT 增长率	-38.5%	43.1%	21.6%	18.5%
净利润增长率	5.9%	-6.9%	20.1%	19.5%
偿债能力指标				
资产负债率	34.4%	32.9%	33.0%	32.9%
流动比率	2.0	2.1	2.1	2.1
速动比率	1.7	1.8	1.8	1.8
现金比率	0.3	0.4	0.5	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	64.9	60.0	55.0	52.0
存货周转天数	104.7	100.0	95.0	90.0
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	8.0	7.6	8.0	8.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	500	466	559	668
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	286	107	117	126
非经营收益	-109	-49	-55	-61
营运资金变动	-574	52	157	129
经营活动现金流	103	576	777	862
资产	-119	-149	-169	-189
投资	-372	-55	-45	-35
其他	130	65	71	77
投资活动现金流	-361	-139	-143	-147
债权募资	-208	0	0	0
股权募资	0	-1	0	0
其他	-291	-204	-244	-289
融资活动现金流	-499	-205	-244	-289
现金净流量	-747	232	390	426

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 23 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,598	6,470	7,100	7,734
营业成本	2,707	2,599	2,793	2,985
毛利率%	59.0%	59.8%	60.7%	61.4%
营业税金及附加	46	45	50	54
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	2,770	2,750	3,039	3,325
营业费用率%	42.0%	42.5%	42.8%	43.0%
管理费用	616	537	568	603
管理费用率%	9.3%	8.3%	8.0%	7.8%
研发费用	147	142	153	162
研发费用率%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
EBIT	364	521	633	750
财务费用	5	15	12	8
财务费用率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-35	0	0	0
投资收益	85	65	71	77
营业利润	556	498	613	734
营业外收支	7	8	8	8
利润总额	563	506	621	742
EBITDA	586	628	750	877
所得税	63	40	62	74
有效所得税率%	11.3%	8.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	500	466	559	668

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	940	1,171	1,561	1,987
应收账款及应收票据	1,172	1,064	1,070	1,102
存货	777	712	727	736
其它流动资产	2,693	2,688	2,698	2,708
流动资产合计	5,582	5,635	6,056	6,533
长期股权投资	388	443	488	523
固定资产	824	846	885	938
在建工程	21	23	25	27
无形资产	800	825	845	860
非流动资产合计	6,148	6,253	6,358	6,464
资产总计	11,730	11,888	12,414	12,997
短期借款	47	47	47	47
应付票据及应付账款	751	641	689	736
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,051	2,034	2,174	2,306
流动负债合计	2,848	2,721	2,909	3,089
长期借款	502	502	502	502
其它长期负债	690	690	690	690
非流动负债合计	1,191	1,191	1,191	1,191
负债总计	4,040	3,913	4,101	4,280
实收资本	676	675	675	675
普通股股东权益	7,690	7,975	8,314	8,717
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	11,730	11,888	12,414	12,997

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。