

评级：买入（维持）
市场价格：14.49 元/股
分析师：郑澄怀
执业证书编号：S0740524040004

Email: zhengch@zts.com.cn

分析师：张前
执业证书编号：S0740524080002

Email: zhangqian08@zts.com.cn

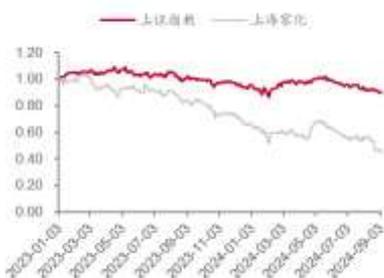
公司盈利预测及估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7106.31	6597.60	6323.40	6997.34	7654.49
增长率 yoy%	-7.1%	-7.2%	-4.2%	10.7%	9.4%
净利润(百万元)	472.04	500.05	467.41	526.34	611.13
增长率 yoy%	-27.3%	5.9%	-6.5%	12.6%	16.1%
每股收益(元)	0.70	0.74	0.69	0.78	0.91
每股现金流量	0.98	0.15	1.32	0.98	1.15
净资产收益率	0.07	0.07	0.06	0.06	0.07
P/E	45.56	28.60	20.93	18.59	16.01
PEG	—	4.82	—	1.47	0.99
P/B	2.97	1.86	1.20	1.12	1.05

备注：股价选取日期为 24 年 9 月 6 日。

基本状况

总股本(亿股)	6.75
流通股本(亿股)	6.72
市价(元)	14.49
市值(亿元)	98
流通市值(亿元)	97

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 公司发布 24H1 业绩报告：1) 24H1：营收 33.2 亿/YOY-8.51%，归母净利润 2.38 亿/-20.93%；扣非归母净利 2.35 亿元/YOY-10.36%。但若按同口径计算，则同比上升 9.06%。2) 24Q2：公司 24Q2 实现营收 14.15 亿/YOY-14.21%，实现归母净利润-0.18 亿元，扣非归母为-0.58 亿元，23Q2 分别为 0.71/0.35 亿元。**
- 从品牌结构来看，玉泽、佰草集仍有承压。24H1 公司个护（含六神、美加净品牌）/美妆（含玉泽、佰草集、双妹、典萃品牌）/创新（含启初、家安、高夫等品牌）、/海外（汤美星）收入分别为 5.6、2.7、2.1、3.8 亿元，占比分别为 47.9%/17.1%/13.5%/21.6%。个护理品牌六神/美加净在上半年国内业务中同比-2.8%/+42%，美妆品牌玉泽/佰草集/双妹同比-22%/-16%/61%，其中佰草集电商渠道整体增长 10%。**
- 毛利率略有提升，费用率整体稳定。公司毛利率提升，2024H1 公司毛利率为 61.13%，同比增加 0.88pct。主要原因系原材料采购价格下降，高毛利产品销售比重增加。销售费率 43.41%/-0.11pct，研发费率 2.07%/-0.1pct；管理费用率 7.56%/-0.8pct，主要系公司组织架构人员调整与公司股权激励计划结束，本期股份支付费用同比下降。财务费率 0.55%/+0.6pct，主要系受今年上半年外汇汇率波动影响，汇兑损失同比增加。归母净利率为 7.2%，同比-1pct。**
- 组织架构变革，底层模式由渠道驱动转向品牌驱动。1) 组织架构层面调整为：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）。后续将上海家化销售公司旗下子公司、分公司进行关闭，相关业务归入上海家化销售有限公司，更多将资源聚焦在销售层面，提高效率。公司此前已经聘任林小海先生担任公司董事长、CEO 兼总经理，林总此前曾担任宝洁公司大中华区营销总裁、阿里巴巴副总裁&零售通事业部总经理、高鑫零售 CEO，具备丰富快消品运营经验；同时，此前 7 月，公司先后聘任科蒂中国前总经理陈旻为美妆事业部总经理，钱薇为创新事业部总经理。2) 品牌梳理方面，公司将品牌分为三个梯队，包括第一梯队的玉泽、六神，第二梯队的美加净、佰草集。以品牌为导向，配合团队的搭建以及渠道的梳理，期待未来良性循环发展。**
- 投资建议：考虑到宏观不确定性以及公司上半年业绩暂时承压，我们下调此前盈利预测，预计 24-25 年归母净利润为 4.7/5.3 亿元(此前 23 年 10 月预测值为 6.9/8.1 亿元)，并新增 26 年预测 6.1 亿元。目前公司组织架构及品牌重新改革梳理，期待后续经营拐点，维持“买入”评级。**
- 风险提示：行业竞争加剧、渠道结构变革带来的转型挑战，行业增速放缓，战略执行未达预期等**

盈利预测表

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	6,598	6,323	6,997	7,654
每股收益	0.74	0.69	0.78	0.91	营业成本	2,707	2,585	2,840	3,079
每股净资产	11.39	12.11	12.89	13.80	毛利率%	59.0%	59.1%	59.4%	59.8%
每股经营现金流	0.15	1.32	0.98	1.15	营业税金及附加	46	38	42	46
每股股利	1.15	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	2,770	2,643	2,939	3,215
P/E	28.60	20.93	18.59	16.01	营业费用率%	42.0%	41.8%	42.0%	42.0%
P/B	1.86	1.20	1.12	1.05	管理费用	616	579	630	681
P/S	1.54	1.65	1.50	1.37	管理费用率%	9.3%	9.2%	9.0%	8.9%
EV/EBITDA	26.76	13.31	14.81	12.77	研发费用	147	139	147	153
股息率%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用率%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
盈利能力指标 (%)					EBIT	312	340	400	480
毛利率	59.0%	59.1%	59.4%	59.8%	财务费用	5	2	8	11
净利率	7.6%	7.4%	7.5%	8.0%	财务费用率%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
净资产收益率	6.5%	5.7%	6.0%	6.6%	资产减值损失	-35	0	0	0
资产回报率	4.3%	3.8%	4.1%	4.4%	投资收益	85	95	105	115
投资回报率	3.2%	3.3%	3.7%	4.2%	营业利润	556	521	588	684
盈利增长 (%)					营业外收支	7	7	7	7
营业收入增长率	-7.2%	-4.2%	10.7%	9.4%	利润总额	563	528	595	691
EBIT增长率	-45.3%	8.9%	17.7%	20.1%	EBITDA	534	762	670	763
净利润增长率	5.9%	-6.5%	12.6%	16.1%	所得税	63	61	68	79
偿债能力指标					有效所得税率%	11.3%	11.5%	11.5%	11.5%
资产负债率	34.4%	33.2%	32.9%	32.6%	少数股东损益	0	0	0	0
流动比率	2.0	2.0	2.0	2.1	归属母公司所有者净利润	500	467	526	611
速动比率	1.7	1.4	1.5	1.5					
现金比率	0.3	0.3	0.4	0.4	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营效率指标					货币资金	940	856	1,085	1,276
应收帐款周转天数	64.9	25.0	25.0	25.0	应收账款及应收票据	1,172	433	479	524
存货周转天数	104.7	135.0	135.0	135.0	存货	777	956	1,050	1,139
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	其它流动资产	2,693	3,403	3,611	3,916
固定资产周转率	8.0	5.8	6.1	6.2	流动资产合计	5,582	5,648	6,226	6,855
					长期股权投资	388	408	428	448
					固定资产	824	1,099	1,150	1,245
					在建工程	21	28	29	30
					无形资产	800	730	713	687
					非流动资产合计	6,148	6,589	6,755	6,957
					资产总计	11,730	12,237	12,981	13,812
					短期借款	47	47	47	47
					应付票据及应付账款	751	747	804	881
					预收账款	0	0	0	0
					其它流动负债	2,051	2,084	2,231	2,372
					流动负债合计	2,848	2,878	3,082	3,299
					长期借款	502	492	506	508
					其它长期负债	690	690	690	690
					非流动负债合计	1,191	1,181	1,195	1,197
					负债总计	4,040	4,059	4,277	4,496
					实收资本	676	697	697	697
					普通股股东权益	7,690	8,178	8,704	9,315
					少数股东权益	0	0	0	0
					负债和所有者权益合计	11,730	12,237	12,981	13,812

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。