

➤ **事件: 上海家化披露 2024 年三季度业绩。** 24Q1-3, 公司实现营收 44.77 亿元, 同比-12.07%; 归母净利润 1.63 亿元, 同比-58.72%; 扣非归母净利润 1.20 亿元, 同比-59.74%。单 Q3 看, 公司实现营收 11.56 亿元, 同比-20.93%; 归母净利润-0.75 亿元, 同比-180.85%; 扣非归母净利润-1.15 亿元, 同比-421.81%。

➤ **处于战略转型阵痛期, 盈利能力短期承压。** 1) **毛利率端**, 24Q1-3/Q3, 公司毛利率为 59.41%/54.49%, 同比-0.11/-3.24pct; 2) **费用率端**, 24Q1-3/Q3, 公司销售费用率为 45.12%/50.03%, 同比+1.69/+6.83pct; 管理费用率为 8.55%/11.40%, 同比-0.62/+0.17pct; 研发费用率为 2.33%/3.07%, 同比+0.08/+0.57pct; 3) **净利率端**, 24Q1-3/Q3, 公司归母净利率为 3.63%/-6.51%, 同比-4.11/-12.89pct; 扣非归母净利率 2.68%/-9.96%, 同比-3.17/-12.41pct。

➤ **持续推进组织架构调整, Q3 完成核心人才迭代。** 24 年来公司持续深化事业部制改革, 进一步调整国内业务组织机构, 扎实推进扁平化管理, 进一步提升运行和决策效率。公司整体组织架构划分为前、中、后台, 前台包括美妆事业部 (含玉泽、佰草集、典萃、双妹品牌)、个护事业部 (含六神、美加净品牌)、创新事业部 (含启初、家安、高夫等品牌)、海外事业部以及线下销售部; 其中, 线下销售部由所有线下部门整合而成, 成为上海家化独立的前台业务, 中台包括市场营销部、研发部及供应链部门, 后台包括财务部、人事部等; 截至 24Q3 末, 五个前台事业部总经理已全部上任, 包括品牌及市场营销、研发、财务在内的中后台也已完成家化干部的轮岗和新人引入。

➤ **聚焦和加强品牌建设, 多品牌精准曝光、持续出圈。** 24Q3 公司持续深化改革, 进一步聚焦核心品牌进行资源投放和营销助力品牌破圈; 其中, ①**六神**: 聚焦培育清凉蛋等年轻化产品, 强化年轻群体的品牌心智, 7 月启动的第三届六神“清凉节”活动有效曝光量超 4 亿, 有效互动量 575 万, 新增粉丝数同比增长 10%, 营销转化率高; ②**玉泽**: 进一步夯实敏感皮肤护理医研共创基石, 大力加强专业皮肤科研领域投入并打造和全国重点三甲医院医研合作优势, 聚焦培育干敏霜、油敏霜以及身体乳等医研共创产品; ③**佰草集**: Q3 携手新生代明星继续打造品牌年轻化, 8 月独家冠名檀健次首站个人演唱会, 登场天猫超级品牌日, 首秀业绩 GMV 破 2000 万, 媒体总曝光超 2.5 亿, 并在 Q3 首发紫御龄至臻抚纹系列, 成为品牌 TOP3 热门产品; ④**美加净**: 持续运营自有 IP “老 baby”, 邀请“雪姨”王琳和范湉湉做客品牌抖音直播间, 并于 9 月进入与辉同行直播间, Q3 末粉丝数量较年初增长近 20 万。

➤ **“双 11”期间线上渠道战略改革成效初显, 线下调整稳步推进, 期待后续增长拐点。** 24 年“双 11”启动以来, 公司充分撬动多平台资源优势, 进一步增强品牌曝光, 携手众多美妆头部达人, 在天猫、抖音、快手跨平台连环发力, 实现品牌声量与销量齐升; 其中, 玉泽品牌截止预售第一阶段结束各平台均取得较快增长, 双妹的玉容霜李佳琦首播 1 分钟售罄, 公司线上渠道改革成效初显; 短期看, 公司仍处于调整期, Q4 业绩增长或仍受业务调整略微承压, 期待后续公司战略调整稳步推进带来的增长拐点。

➤ **投资建议:** 公司为化妆品行业龙头企业, 看好中长期公司主线产品逐渐清晰、销售渠道效率提升、组织架构调整优化带来的内生增长, 我们预计 24-26 年归母净利润为 2.72/3.93/4.93 亿元, 同比增速-45.5%/44.3%/25.5%, 对应 PE 分别为 41X、28X、23X, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 行业竞争加剧; 新品推出不及预期; 战略调整不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,598	7,083	7,587	8,385
增长率 (%)	-7.2	7.4	7.1	10.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	500	272	393	493
增长率 (%)	5.9	-45.5	44.3	25.5
每股收益 (元)	0.74	0.41	0.58	0.73
PE	22	41	28	23
PB	1.4	1.4	1.4	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
16.58 元


分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书: S0100522100001

邮箱: xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书: S0100123070030

邮箱: yangying@mszq.com

相关研究

- 上海家化 (600315.SH) 2024 年半年报点评: 品牌&渠道&组织架构改革持续深化, 期待公司调整后再出发-2024/08/22
- 上海家化 (600315.SH) 2024 年一季报点评: 组织架构转换及战略调整成效初显, 盈利能力提升, 期待公司后续良性成长-2024/04/24
- 上海家化 (600315.SH) 2023 年三季度报点评: Q3 营销投入加大影响盈利能力, 组织架构优化促未来健康发展-2023/10/26
- 上海家化 (600315.SH) 2023 年半年报点评: 护肤品类恢复性增长, 23H1 归母净利润同比高增 90%-2023/08/29
- 上海家化 (600315.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 22 年经营承压, 23Q1 逐步修复, 全年增长可期-2023/04/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,598	7,083	7,587	8,385
营业成本	2,707	2,885	3,071	3,368
营业税金及附加	46	50	53	59
销售费用	2,770	3,223	3,392	3,731
管理费用	616	637	660	713
研发费用	147	163	171	184
EBIT	364	247	361	460
财务费用	5	34	18	13
资产减值损失	-35	8	0	0
投资收益	85	75	87	93
营业利润	556	296	430	541
营业外收支	7	7	7	7
利润总额	563	303	437	548
所得税	63	30	44	55
净利润	500	272	393	493
归属于母公司净利润	500	272	393	493
EBITDA	586	474	597	694

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	940	1,068	1,563	2,076
应收账款及票据	1,172	1,038	1,075	1,165
预付款项	83	144	154	168
存货	777	863	914	990
其他流动资产	2,610	2,985	2,985	2,989
流动资产合计	5,582	6,099	6,691	7,388
长期股权投资	388	338	338	338
固定资产	824	777	727	675
无形资产	800	775	750	721
非流动资产合计	6,148	5,847	5,756	5,674
资产合计	11,730	11,947	12,446	13,062
短期借款	47	105	105	105
应付账款及票据	751	774	866	929
其他流动负债	2,051	2,602	2,698	2,875
流动负债合计	2,848	3,481	3,669	3,910
长期借款	502	0	0	0
其他长期负债	690	664	664	664
非流动负债合计	1,191	664	664	664
负债合计	4,040	4,145	4,333	4,573
股本	676	672	672	672
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7,690	7,802	8,113	8,489
负债和股东权益合计	11,730	11,947	12,446	13,062

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-7.16	7.36	7.12	10.51
EBIT 增长率	-38.54	-32.11	46.22	27.31
净利润增长率	5.93	-45.55	44.29	25.55
盈利能力 (%)				
毛利率	58.97	59.27	59.53	59.83
净利润率	7.58	3.84	5.18	5.88
总资产收益率 ROA	4.26	2.28	3.16	3.78
净资产收益率 ROE	6.50	3.49	4.84	5.81
偿债能力				
流动比率	1.96	1.75	1.82	1.89
速动比率	1.63	1.37	1.44	1.51
现金比率	0.33	0.31	0.43	0.53
资产负债率 (%)	34.44	34.69	34.81	35.01
经营效率				
应收账款周转天数	68.10	56.18	50.14	48.07
存货周转天数	113.42	102.33	104.20	101.80
总资产周转率	0.55	0.60	0.62	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.41	0.58	0.73
每股净资产	11.44	11.61	12.07	12.63
每股经营现金流	0.15	0.68	0.98	1.06
每股股利	0.23	0.12	0.18	0.22
估值分析				
PE	22	41	28	23
PB	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	19.14	23.69	18.78	16.16
股息收益率 (%)	1.39	0.73	1.06	1.33

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	500	272	393	493
折旧和摊销	222	227	236	234
营运资金变动	-574	40	92	56
经营活动现金流	103	456	658	714
资本开支	-119	-190	-107	-115
投资	-372	-67	0	0
投资活动现金流	-361	72	-20	-21
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-208	-153	0	0
筹资活动现金流	-499	-400	-144	-180
现金净流量	-747	129	494	513

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026