

# 上海家化 (600315.SH)

## 上半年营收同比下滑 8.5%，期待新管理新气象

优于大市

### 核心观点

**公司内部管理层及组织架构调整，导致整体业绩承压。**公司上半年实现营收 33.21 亿/yoy-8.51%，归母净利润实现 2.38 亿/yoy-20.93%，扣非净利润同比-10.36%；其中金融资产和金融负债产生的公允价值变动亏损 1976 万，由于报告披露要求调整，若按同口径编制，扣非净利同比+9.06%。单 Q2 实现营收 14.15 亿/yoy-14.21%，归母净利润亏损 0.18 亿，由盈转亏。同时公司计划中期拟派发 2026 万元现金红利，每 10 股派发现金红利 0.30 元（含税）。

**国内业务上半年实现收入 26.1 亿/yoy-8.3%。**其中个护事业部实现收入 15.9 亿，六神/美加净营收分别同比变动-2.8%/+42%。美妆事业部实现营收 5.7 亿，其中佰草集营收同比-16%，主要系上半年主动降低百货渠道社会库存压力 1.2 亿影响，电商渠道增长 40%。玉泽/双妹营收分别同比变动-22%/+61%。

**海外业务上半年实现营收 7.1 亿/yoy-9%。**海外市场大盘承压叠加公司自身份额下降，整体收入下滑，但自 4 月公司加大品牌投放，Q2 跌幅有所收窄。

**毛利率受高毛利护肤品占比降低而下滑，海外投入增多带动销售费用率提高。**2024Q2 公司毛利率/净利率分别为 58.25%/-1.29%，同比下滑 0.85/5.56pct，高毛利护肤类收入下滑较多导致毛利率下行。2024Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+4.83pct/+1.57pct/-0.33pct/-0.41pct，海外业务投入增加导致销售费用率提升，同时英国子公司 Mayborn 计提奖金同比提升较多导致管理费用率有所上行。

**营运及现金流稳中向好。**上半年存货周转天数 105 天，同比下降 17 天；应收账款周转天数 62 天，同比下降 4 天。2024Q2 经营性现金流净额为-0.82 亿，去年同期为-3.90 亿，主要由于去年同期一次性向海外外子公司管理人员支付股权激励行权现金 2807 万英镑，以及法规改稿导致生产备货提前。

**风险提示：**宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**上半年国内外市场竞争加剧，叠加公司内部调整，整体业绩有所承压。但随着公司新管理层上任后，积极推动重新规划未来战略及内部组织架构，加速处理历史遗留问题，并梳理品牌优先级进行资源聚焦，有望逐步释放旗下的优质品牌资产潜力，推动未来公司长期健康和持续发展。考虑到目前公司正处于内部结构和品牌调整期，且国内外市场竞争压力加大，我们下调 2024-2026 年归母净利至 4.27/4.73/5.03（原值为 5.66/6.14/6.56）亿元，对应 PE 分别为 26/24/22x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,106	6,598	6,387	6,887	7,163
(+/-%)	-7.1%	-7.2%	-3.2%	7.8%	4.0%
净利润(百万元)	472	500	427	473	503
(+/-%)	-27.3%	5.9%	-14.6%	10.7%	6.4%
每股收益(元)	0.70	0.74	0.63	0.70	0.74
EBIT Margin	10.3%	6.9%	5.4%	6.1%	6.3%
净资产收益率 (ROE)	6.5%	6.5%	5.4%	5.7%	5.9%
市盈率 (PE)	24.0	22.5	26.4	23.9	22.4
EV/EBITDA	18.0	24.1	32.6	27.5	25.5
市净率 (PB)	1.56	1.47	1.42	1.37	1.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.67 元
总市值/流通市值	11257/11206 百万元
52 周最高价/最低价	27.48/15.61 元
近 3 个月日均成交额	77.86 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

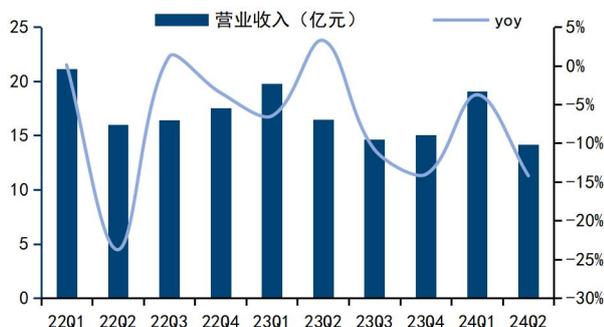
- 《上海家化 (600315.SH) -2023 年受多因素影响业绩承压，战略转型有望激发经营活力》——2024-03-18
- 《上海家化 (600315.SH) -三季度业绩有所承压，组织架构调整有望激发经营活力》——2023-10-26
- 《上海家化 (600315.SH) -二季度归母净利扭亏为盈，护肤品类实现积极恢复》——2023-08-31
- 《上海家化 (600315.SH) -2023 年一季度利润端有所改善，日化龙头走出阴霾稳步复苏》——2023-04-26
- 《上海家化 (600315.SH) -2022 年多因素致业绩承压，积极调整转型蓄力复苏》——2023-03-15

**公司内部管理层及组织架构调整，导致整体业绩承压。**公司上半年实现营收 33.21 亿，同比下滑 8.51%，归母净利润实现 2.38 亿元，同比下降 20.93%，其中金融资产和金融负债产生的公允价值变动亏损 1976 万，导致扣非归母净利实现 2.35 亿，同比下滑 10.36%，由于报告披露要求调整，新规要求理财相关受益需计入非经常性科目，若上年同期按同口径编制，扣非净利同比上升 9.06%。单 Q2 实现营收 14.15 亿，同比下滑 14.21%，归母净利润亏损 0.18 亿，由盈转亏。公司上半年进行管理层及事业部调整改革，并推动扁平化管理，有望带动运营效率提升。同时公司计划中期拟派发 2026 万元现金红利，每 10 股派发现金红利 0.30 元（含税）。

**分地区来看**，上半年海外实现营收 7.1 亿/yoy-9%，海外市场大盘叠加公司自身市场份额下降，整体收入下滑，但自 4 月以来公司加大品牌投放，Q2 跌幅有所收窄。

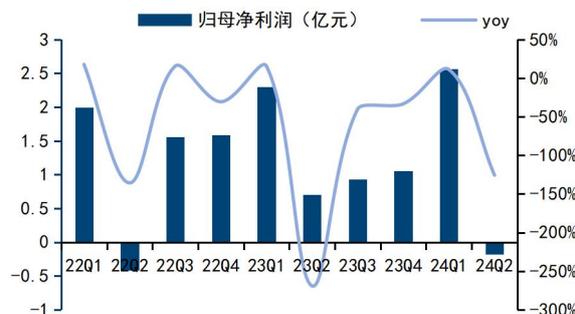
上半年国内实现收入 26.1 亿/yoy-8.3%。其中个护事业部实现收入 15.9 亿，六神/美加净营收分别同比变动-2.8%/+42%；美妆事业部实现营收 5.7 亿，其中佰草集营收下降 16%，上半年主动降低百货渠道社会库存压力 1.2 亿，电商渠道增长 40%，玉泽/双妹营收分别同比变动-22%/+61%；创新事业部实现营收 4.5 亿。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

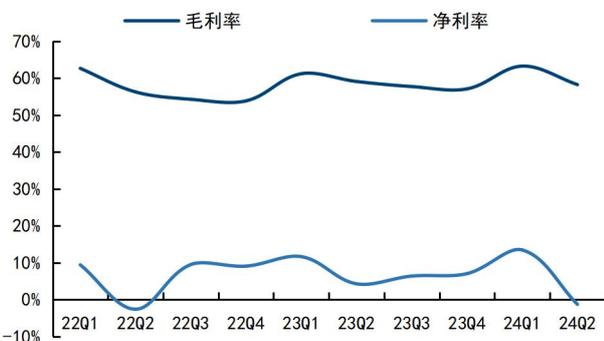
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

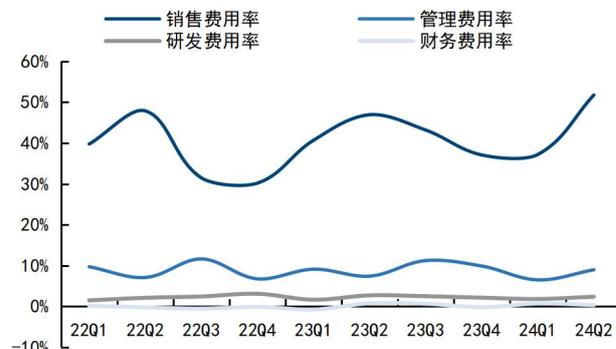
**盈利能力方面**，2024Q2 公司毛利率/净利率分别为 58.25%/-1.29%，同比下滑 0.85pct/5.56pct，主要由于高毛利美妆品类收入下滑较多。费用率方面，2024Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 51.77%/8.99%/2.39%/0.35%，分别同比 +4.83pct/+1.57pct/-0.33pct/-0.41pct，海外业务投入增加带动销售费用率上行，同时英国子公司 Mayborn 计提奖金同比提升较多带动管理费用率上行。

图3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

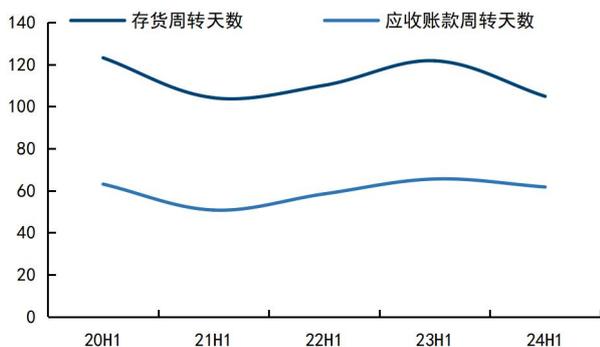
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

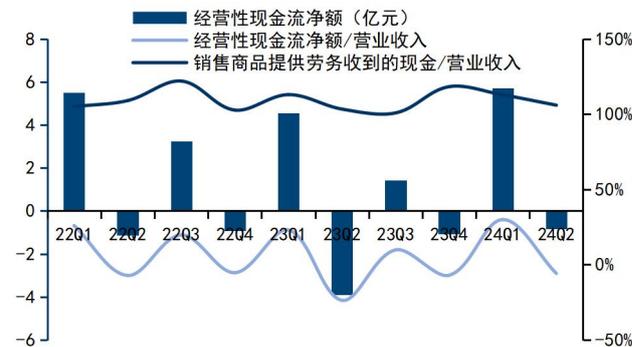
营运能力方面，2024上半年存货周转天数105天，同比下降17天；应收账款周转天数62天，同比下降4天，营运能力稳中有升。现金流方面，2024Q2经营性现金流净额为-0.82亿，去年同期为-3.90亿，主要由于去年同期一次性向Financial Wisdom Global Limited的管理人员支付股权激励行权现金约2,807万英镑，以及法规改稿需提前生产备货。

图5：公司存货和应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议：

上半年国内外市场竞争加剧，叠加公司内部调整，整体业绩有所承压。但随着公司新管理层上任后，积极推动重新规划未来战略及内部组织架构，加速处理历史遗留问题，并梳理品牌优先级进行资源聚焦，有望逐步释放旗下的优质品牌资产潜力，推动未来公司长期健康和持续发展。考虑到目前公司正处于内部结构和品牌调整期，且国内外市场竞争压力加大，我们下调2024-2026年归母净利润至4.27/4.73/5.03（原值为5.66/6.14/6.56）亿元，对应PE分别为26/24/22x，维持“优大于市”评级。

表1：盈利预测主要调整项

	现值	2024		2025		原因
		原值	现值	原值	现值	
营业收入增速	-3.19%	5.67%	7.82%	3.91%	由于国内外竞争压力较大，同时公司目前正处于品牌调整期，预计今年收入端仍有较大压力，明年有望有所好转。	
销售费用率	41.73%	40.33%	41.81%	40.10%	公司不断进行渠道改革，提升线上收入占比，预计销售费用率将不断提升。	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-8-21)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)		PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)		
600315.SH	上海家化	16.98	115	0.74	0.63	0.70	0.74	22.96	28.64	24.30	22.83	6.5	-1.96	优大于市	
300957.SZ	贝泰妮	42.80	181	1.79	2.40	2.79	3.13	38.16	17.84	15.33	13.68	12.91	0.52	优大于市	
603605.SH	珀莱雅	84.74	336	3.01	3.77	4.57	5.39	33.03	22.48	18.55	15.73	27.45	0.89	优大于市	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1685	940	1410	1343	1363	营业收入	7106	6598	6387	6887	7163
应收款项	1398	1215	927	1000	1040	营业成本	3048	2707	2592	2761	2857
存货净额	929	777	767	741	917	营业税金及附加	48	46	45	48	50
其他流动资产	421	171	259	332	430	销售费用	2652	2770	2665	2879	2998
<b>流动资产合计</b>	<b>6555</b>	<b>5582</b>	<b>5819</b>	<b>5872</b>	<b>6205</b>	管理费用	628	616	738	780	806
固定资产	891	845	948	1042	1124	财务费用	(11)	5	14	4	(5)
无形资产及其他	790	800	768	736	704	投资收益	43	85	150	120	110
投资性房地产	3619	4116	4116	4116	4116	资产减值及公允价值变动	(74)	147	0	1	2
长期股权投资	415	388	408	428	448	其他收入	(166)	(130)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12269</b>	<b>11730</b>	<b>12059</b>	<b>12194</b>	<b>12597</b>	营业利润	544	556	483	535	569
短期借款及交易性金融负债	427	299	452	80	10	营业外净收支	5	7	2	2	2
应付款项	915	751	697	741	764	利润总额	549	563	485	537	571
其他流动负债	2192	1798	1656	1773	1837	<b>所得税费用</b>	<b>77</b>	<b>63</b>	<b>58</b>	<b>64</b>	<b>69</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3533</b>	<b>2848</b>	<b>2805</b>	<b>2594</b>	<b>2612</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	751	502	502	502	502	归属于母公司净利润	472	500	427	473	503
其他长期负债	736	690	805	868	951						
<b>长期负债合计</b>	<b>1487</b>	<b>1191</b>	<b>1307</b>	<b>1370</b>	<b>1453</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>5020</b>	<b>4040</b>	<b>4112</b>	<b>3964</b>	<b>4065</b>	净利润	472	500	427	473	503
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(11)	6	4	3	3
股东权益	7249	7690	7946	8230	8532	折旧摊销	175	176	124	137	149
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12269</b>	<b>11730</b>	<b>12059</b>	<b>12194</b>	<b>12597</b>	公允价值变动损失	74	(147)	0	(1)	(2)
						财务费用	(11)	5	14	4	(5)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(951)	(510)	134	106	(139)
每股收益	0.70	0.74	0.63	0.70	0.74	其它	11	(6)	(4)	(3)	(3)
每股红利	0.35	0.29	0.25	0.28	0.30	<b>经营活动现金流</b>	<b>(230)</b>	<b>20</b>	<b>685</b>	<b>714</b>	<b>511</b>
每股净资产	10.68	11.37	11.75	12.17	12.62	资本开支	0	(210)	(200)	(200)	(200)
ROIC	12%	8%	6%	7%	7%	其它投资现金流	578	(357)	23	0	0
ROE	7%	7%	5%	6%	6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>597</b>	<b>(540)</b>	<b>(197)</b>	<b>(220)</b>	<b>(220)</b>
毛利率	57%	59%	59%	60%	60%	权益性融资	12	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	7%	5%	6%	6%	负债净变化	(174)	(249)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(234)	(198)	(171)	(189)	(201)
收入增长	-7%	-7%	-3%	8%	4%	其它融资现金流	525	669	153	(371)	(70)
净利润增长率	-27%	6%	-15%	11%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(279)</b>	<b>(226)</b>	<b>(18)</b>	<b>(560)</b>	<b>(271)</b>
资产负债率	41%	34%	34%	33%	32%	<b>现金净变动</b>	<b>88</b>	<b>(746)</b>	<b>470</b>	<b>(66)</b>	<b>19</b>
息率	2.1%	1.8%	1.5%	1.7%	1.8%	货币资金的期初余额	1597	1685	940	1410	1343
P/E	24.0	22.5	26.4	23.9	22.4	货币资金的期末余额	1685	940	1410	1343	1363
P/B	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	企业自由现金流	(148)	(136)	364	410	208
EV/EBITDA	18.0	24.1	32.6	27.5	25.5	权益自由现金流	203	284	504	35	142

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032