

上海家化 (600315)

证券研究报告
2024年03月21日

线下承压，静待经营策略优化&组织架构调整后拐点释放

事件：

公司发布2023年报，23年营收65.98亿元，yoy-7.16%，归母净利润5.0亿元，yoy+5.93%，扣非后归母净利润3.15亿元，yoy-41.82%。单Q4营收15.06亿元，yoy-14.04%；归母净利润1.06亿元，yoy-33.31%；扣非后归母净利润0.16亿元，yoy-90.49%。

财报重点：

1) 营收端：

■分品类看，23年①护肤19.94亿，yoy+0.98%。玉泽通过皮肤屏障自修护，建立差异化竞争优势，专为油敏肌研制的油敏霜23年4月上市，全年开票突破1亿，快速成为品牌贡献TOP2 SKU。佰草集聚焦四大系列产品线，核心人群占比增长了44.3%，高端产品线（抗老、修护、美白）占比达70%。②个护家清25.41亿元，yoy-4.88%，商超渠道承压。③母婴营收18.56亿元，yoy-13.35%，主要受海外市场出生率下降及海外高通胀消费下降影响。

■分渠道看，23年公司整体线上营收28.10亿元，yoy+0.85%，线下营收37.8亿元，yoy-12.4%，线上渠道表现分化，传统电商面临下滑压力，以抖音为代表的兴趣电商引领增长。

2) 费用端，2023期间费用率53.62%，同增5.35pct，其中销售/管理/财/研发分别为41.98%/9.34%/0.07%/2.22%，同比+4.66%/+0.50%/+0.22%/-0.03pct。

3) 成本端，2023毛利率58.97%，同增1.85pct，主要系高毛利的护肤类目销售提升以及个护家清&母婴品类毛利率提升。

投资建议：组织调整持续优化，公司调整内部组织结构，设立美容护肤与母婴事业部、个护家清事业部、海外事业部。对中高层团队进行优化调整，引入外部优秀人才，并加强年轻化人才梯队建设。看好架构调整后组织效率进一步激活、公司运营质量进一步提升。考虑海外阶段性承压，我们将24-25年归母净利润由6.9/8.1亿元下调至6.1/7.1亿元，对应PE22/18x，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、行业景气度下行、新品推广不及预期

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7,106.31 | 6,597.60 | 7,270.56 | 7,874.01 | 8,503.93 |
| 增长率(%) | (7.06) | (7.16) | 10.20 | 8.30 | 8.00 |
| EBITDA(百万元) | 873.85 | 866.79 | 941.50 | 1,067.58 | 1,154.94 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 472.04 | 500.05 | 605.09 | 713.97 | 803.88 |
| 增长率(%) | (27.29) | 5.93 | 21.01 | 17.99 | 12.59 |
| EPS(元/股) | 0.70 | 0.74 | 0.89 | 1.06 | 1.19 |
| 市盈率(P/E) | 27.81 | 26.25 | 21.69 | 18.38 | 16.33 |
| 市净率(P/B) | 1.81 | 1.71 | 1.64 | 1.50 | 1.37 |
| 市销率(P/S) | 1.85 | 1.99 | 1.81 | 1.67 | 1.54 |
| EV/EBITDA | 19.82 | 11.18 | 8.48 | 6.57 | 5.39 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 美容护理/化妆品 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 19.41元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 676.22 |
| 流通A股股本(百万股) | 673.19 |
| A股总市值(百万元) | 13,125.51 |
| 流通A股市值(百万元) | 13,066.70 |
| 每股净资产(元) | 11.37 |
| 资产负债率(%) | 34.44 |
| 一年内最高/最低(元) | 31.12/15.61 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 何富丽 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110521120003 | |
| hefuli@tfzq.com | |
| 耿荣晨 | 联系人 |
| gengrongchen@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《上海家化-季报点评:23Q1-3 归母净利润 yoy+25.83%，经营策略持续优化&组织架构历经调整》 2023-10-27
- 《上海家化-半年报点评:23H1 归母净利润 yoy+90.9%，Q2 经营策略逐步调整&成效凸显》 2023-08-30
- 《上海家化-季报点评:22Q3 扣非归母净利润 yoy+17.91%，内外同步优化边际向好，向业绩目标奋力进发》 2022-10-31

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 1,685.17 | 939.62 | 2,269.44 | 3,213.01 | 3,814.70 |
| 应收票据及应收账款 | 1,323.95 | 1,172.26 | 1,271.23 | 1,502.50 | 1,521.21 |
| 预付账款 | 72.38 | 82.71 | 62.56 | 103.69 | 75.00 |
| 存货 | 928.96 | 776.75 | 941.92 | 809.26 | 1,175.15 |
| 其他 | 2,544.17 | 2,610.25 | 2,744.76 | 2,549.06 | 2,676.61 |
| 流动资产合计 | 6,554.63 | 5,581.59 | 7,289.91 | 8,177.52 | 9,262.66 |
| 长期股权投资 | 414.78 | 387.74 | 387.74 | 387.74 | 387.74 |
| 固定资产 | 863.39 | 823.60 | 722.55 | 621.51 | 520.46 |
| 在建工程 | 27.53 | 21.00 | 22.50 | 24.60 | 25.50 |
| 无形资产 | 798.82 | 817.09 | 753.11 | 698.35 | 640.26 |
| 其他 | 3,610.33 | 4,098.78 | 3,888.74 | 3,921.97 | 4,073.03 |
| 非流动资产合计 | 5,714.86 | 6,148.21 | 5,774.65 | 5,654.16 | 5,646.98 |
| 资产总计 | 12,269.49 | 11,729.80 | 13,064.56 | 13,831.69 | 14,909.65 |
| 短期借款 | 5.21 | 46.83 | 3.20 | 2.50 | 3.00 |
| 应付票据及应付账款 | 914.86 | 750.95 | 807.17 | 963.69 | 949.60 |
| 其他 | 2,538.76 | 1,942.28 | 2,644.42 | 2,542.51 | 2,826.04 |
| 流动负债合计 | 3,458.84 | 2,740.06 | 3,454.78 | 3,508.70 | 3,778.63 |
| 长期借款 | 751.27 | 501.78 | 800.00 | 850.00 | 825.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 735.50 | 689.56 | 824.12 | 749.73 | 754.47 |
| 非流动负债合计 | 1,486.77 | 1,191.34 | 1,624.12 | 1,599.73 | 1,579.47 |
| 负债合计 | 5,020.00 | 4,039.68 | 5,078.90 | 5,108.43 | 5,358.10 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 678.87 | 676.22 | 676.22 | 676.22 | 676.22 |
| 资本公积 | 1,070.54 | 983.54 | 983.54 | 983.54 | 983.54 |
| 留存收益 | 5,761.40 | 6,121.63 | 6,537.63 | 7,251.60 | 8,055.49 |
| 其他 | (261.33) | (91.28) | (211.74) | (188.12) | (163.71) |
| 股东权益合计 | 7,249.48 | 7,690.12 | 7,985.66 | 8,723.25 | 9,551.54 |
| 负债和股东权益总计 | 12,269.49 | 11,729.80 | 13,064.56 | 13,831.69 | 14,909.65 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 472.04 | 500.05 | 605.09 | 713.97 | 803.88 |
| 折旧摊销 | 196.14 | 191.39 | 175.33 | 176.36 | 177.26 |
| 财务费用 | 27.60 | 40.47 | 2.18 | (1.26) | 1.86 |
| 投资损失 | (42.75) | (85.43) | (98.86) | (62.32) | (107.55) |
| 营运资金变动 | (1,035.17) | (818.37) | 259.36 | 50.51 | (345.27) |
| 其它 | 1,047.03 | 275.04 | (288.94) | 58.65 | (14.96) |
| 经营活动现金流 | 664.89 | 103.15 | 654.16 | 935.91 | 515.23 |
| 资本支出 | 436.72 | 316.63 | (122.76) | 97.04 | 14.28 |
| 长期投资 | (19.03) | (27.04) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (573.14) | (650.46) | 787.69 | (174.67) | 104.17 |
| 投资活动现金流 | (155.45) | (360.88) | 664.94 | (77.63) | 118.45 |
| 债权融资 | 112.06 | (381.62) | 320.27 | 61.68 | (56.40) |
| 股权融资 | (133.00) | 80.40 | (309.55) | 23.62 | 24.40 |
| 其他 | (362.90) | (197.82) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (383.84) | (499.05) | 10.72 | 85.30 | (31.99) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 125.61 | (756.78) | 1,329.82 | 943.58 | 601.69 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 7,106.31 | 6,597.60 | 7,270.56 | 7,874.01 | 8,503.93 |
| 营业成本 | 3,047.54 | 2,707.00 | 2,909.68 | 3,149.60 | 3,350.55 |
| 营业税金及附加 | 48.20 | 45.93 | 51.62 | 55.91 | 59.99 |
| 销售费用 | 2,652.33 | 2,769.97 | 2,602.86 | 3,007.87 | 3,256.16 |
| 管理费用 | 628.30 | 616.27 | 639.81 | 746.46 | 788.31 |
| 研发费用 | 159.89 | 146.52 | 145.41 | 174.80 | 185.39 |
| 财务费用 | (10.64) | 4.67 | 2.18 | (1.26) | 1.86 |
| 资产/信用减值损失 | (47.15) | (64.00) | (56.05) | (41.68) | (29.75) |
| 公允价值变动收益 | (103.10) | 111.44 | (288.94) | 58.65 | (14.96) |
| 投资净收益 | 42.75 | 85.43 | 98.86 | 62.32 | 107.55 |
| 其他 | 144.69 | (381.77) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 543.51 | 556.12 | 672.87 | 819.92 | 924.52 |
| 营业外收入 | 7.12 | 13.01 | 9.20 | 13.32 | 14.35 |
| 营业外支出 | 1.75 | 5.67 | 2.19 | 1.88 | 3.25 |
| 利润总额 | 548.88 | 563.46 | 679.88 | 831.36 | 935.62 |
| 所得税 | 76.84 | 63.41 | 74.79 | 117.39 | 131.74 |
| 净利润 | 472.04 | 500.05 | 605.09 | 713.97 | 803.88 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 472.04 | 500.05 | 605.09 | 713.97 | 803.88 |
| 每股收益(元) | 0.70 | 0.74 | 0.89 | 1.06 | 1.19 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -7.06% | -7.16% | 10.20% | 8.30% | 8.00% |
| 营业利润 | -27.75% | 2.32% | 20.99% | 21.86% | 12.76% |
| 归属于母公司净利润 | -27.29% | 5.93% | 21.01% | 17.99% | 12.59% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 57.12% | 58.97% | 59.98% | 60.00% | 60.60% |
| 净利率 | 6.64% | 7.58% | 8.32% | 9.07% | 9.45% |
| ROE | 6.51% | 6.50% | 7.58% | 8.18% | 8.42% |
| ROIC | 18.55% | 16.88% | 19.63% | 24.68% | 30.49% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 40.91% | 34.44% | 38.88% | 36.93% | 35.94% |
| 净负债率 | -7.00% | -1.80% | -14.35% | -23.26% | -28.12% |
| 流动比率 | 1.86 | 1.96 | 2.11 | 2.33 | 2.45 |
| 速动比率 | 1.59 | 1.69 | 1.84 | 2.10 | 2.14 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 5.84 | 5.29 | 5.95 | 5.68 | 5.62 |
| 存货周转率 | 7.89 | 7.74 | 8.46 | 8.99 | 8.57 |
| 总资产周转率 | 0.58 | 0.55 | 0.59 | 0.59 | 0.59 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.70 | 0.74 | 0.89 | 1.06 | 1.19 |
| 每股经营现金流 | 0.98 | 0.15 | 0.97 | 1.38 | 0.76 |
| 每股净资产 | 10.72 | 11.37 | 11.81 | 12.90 | 14.12 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 27.81 | 26.25 | 21.69 | 18.38 | 16.33 |
| 市净率 | 1.81 | 1.71 | 1.64 | 1.50 | 1.37 |
| EV/EBITDA | 19.82 | 11.18 | 8.48 | 6.57 | 5.39 |
| EV/EBIT | 24.79 | 14.04 | 10.43 | 7.87 | 6.36 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |