



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 积极变革，重塑增长

### 买入（维持）

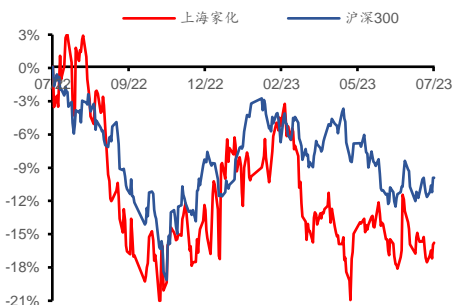
行业：美容护理  
日期：2023年07月15日

分析师：王盼  
Tel: 021-53686243  
E-mail: wangpan@shzq.com  
SAC 编号: S0870523030001

#### 基本数据

最新收盘价（元）	28.99
12mth A 股价格区间（元）	27.23-35.59
总股本（百万股）	678.87
无限售 A 股/总股本	99.16%
流通市值（亿元）	195.16

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

- 《22 年业绩承压，关注 23 年改善弹性》  
——2023 年 04 月 27 日
- 《匠心百年，日新月异》  
——2023 年 04 月 06 日
- 《匠心百年，日新月异》  
——2023 年 04 月 06 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

7月14日，公司发布23H1业绩预告。预计23H1实现归母净利润2.85-3.15亿元（中枢为3亿元，下同），同增81%-100%（90.5%）；扣非归母净利润2.49-2.75亿元（2.62亿元），同增24%-37%（30.5%）。我们推算，预计23Q2归母净利润0.55-0.85亿元（0.70亿元），同增232%-304%（268%）；扣非归母净利润0.22-0.48亿元（0.35亿元），同增304%-518%（411%）。

##### 分析与判断

国内业务恢复性增长，预计高毛利护肤收入占比进一步提升。国内业务方面，22Q2由于疫情原因，公司生产、物流、渠道等方面均受到较大影响，23H1公司实现恢复性增长。公司自23Q2开始加大品牌投入，驱动高毛利护肤品类收入快速增长，带动毛利率提升。同时保持销售费用率、管理费用率稳中有降，23H1国内业务扣非净利润同比增长约80%，盈利能力稳中有升。海外业务方面，受英国通胀压力持续加大及喂哺品类竞争加剧等因素影响，公司海外业务承压，预计23Q2海外业务净利润下降约25%。23H2公司将通过在产品和营销上的更有效应对，逐步减轻海外经营压力。

产品、渠道多措并举，“618”销售亮眼。线上恢复快速增长，23年“618”大促期间，公司全渠道全品牌销售收入同增34%。分品类看，美妆类目同增51%，个护家清同增29%；分渠道看，全品牌线上平台均实现增长，其中天猫同增31%，抖音同增270%，快手同增275%；分品牌看，全渠道口径下，玉泽、佰草集、六神、典萃分别同增73%、46%、29%、144%。此外，公司持续进行产品升级与创新，六神品牌年轻化战略升级增强年轻人对产品的认知，玉泽推出油敏霜定位油敏肌人群。其中，“618”期间六神驱蚊蛋&清凉蛋全渠道销售超22万件，玉泽新品油敏霜全渠道销售超24万件。

#### ■ 投资建议

上海家化拥有百年历史，是国货美妆集团中稀有的在护肤、个护家清、母婴等多维赛道均有品牌声量的老字号企业。公司坚持“123”方针，推进品牌高端化、年轻化、专业化，驱动品牌价值提升，精简产品 SKU、顺应“产品为王”消费趋势、重新定义品牌定位，持续优化运营模式、推动产品渠道变革，在多重不利影响因素退却后，经营有望迎来积极改善。预计 2023-2025 年营收分别为 85.31、94.51、100.89 亿元，对应增速分别+20.1%、+10.8%、+6.8%；归母净利润分别为 7.31、8.83、10.19 亿元，同比分别+54.8%、+20.8%、+15.4%；预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.08、1.30、1.50 元/股，对应 PE 为 27、22、19 倍，维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示

行业竞争风险；疫情反复风险；第三方数据统计误差风险；新品推出不及预期风险；战略调整不及预期风险。

## ■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7106	8531	9451	10089
年增长率	-7.1%	20.1%	10.8%	6.8%
归母净利润	472	731	883	1019
年增长率	-27.3%	54.8%	20.8%	15.4%
每股收益 (元)	0.70	1.08	1.30	1.50
市盈率 (X)	41.69	26.94	22.29	19.31
市净率 (X)	2.71	2.47	2.22	1.99

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2023 年 07 月 14 日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1685	2411	3709	4618
应收票据及应收账款	1324	1423	1630	1658
存货	929	1135	1126	1278
其他流动资产	2617	2767	2692	2802
流动资产合计	6555	7737	9156	10355
长期股权投资	415	405	387	372
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	863	773	681	585
在建工程	28	29	30	32
无形资产	790	794	803	814
其他非流动资产	3619	3631	3647	3655
非流动资产合计	5715	5632	5549	5459
<b>资产总计</b>	<b>12269</b>	<b>13369</b>	<b>14706</b>	<b>15814</b>
短期借款	5	8	11	14
应付票据及应付账款	915	888	1095	1022
合同负债	74	104	110	116
其他流动负债	2539	2902	3139	3293
流动负债合计	3533	3902	4356	4445
长期借款	751	751	751	751
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	736	736	736	736
非流动负债合计	1487	1487	1487	1487
<b>负债合计</b>	<b>5020</b>	<b>5389</b>	<b>5843</b>	<b>5932</b>
股本	679	679	679	679
资本公积	1071	1071	1071	1071
留存收益	5761	6492	7375	8394
归属母公司股东权益	7249	7980	8863	9882
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>7249</b>	<b>7980</b>	<b>8863</b>	<b>9882</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>12269</b>	<b>13369</b>	<b>14706</b>	<b>15814</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>665</b>	<b>676</b>	<b>1268</b>	<b>882</b>
净利润	472	731	883	1019
折旧摊销	234	183	193	204
营运资金变动	-168	-90	329	-204
其他	127	-148	-137	-137
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-155</b>	<b>48</b>	<b>26</b>	<b>24</b>
资本支出	-113	-99	-130	-130
投资变动	-251	9	18	15
其他	209	138	138	138
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-384</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
债权融资	-95	3	3	3
股权融资	12	0	0	0
其他	-301	0	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>88</b>	<b>726</b>	<b>1297</b>	<b>909</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>7106</b>	<b>8531</b>	<b>9451</b>	<b>10089</b>
营业成本	3048	3588	3922	4154
营业税金及附加	48	62	68	72
销售费用	2652	3317	3656	3859
管理费用	628	759	802	848
研发费用	160	186	204	205
财务费用	-11	0	0	0
资产减值损失	-29	-2	-1	-1
投资收益	43	138	138	138
公允价值变动损益	-103	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>544</b>	<b>848</b>	<b>1036</b>	<b>1195</b>
营业外收支净额	5	13	0	0
<b>利润总额</b>	<b>549</b>	<b>861</b>	<b>1036</b>	<b>1195</b>
所得税	77	130	153	176
净利润	472	731	883	1019
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>472</b>	<b>731</b>	<b>883</b>	<b>1019</b>

**主要指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	57.1%	57.9%	58.5%	58.8%
净利率	6.6%	8.6%	9.3%	10.1%
净资产收益率	6.5%	9.2%	10.0%	10.3%
资产回报率	3.8%	5.5%	6.0%	6.4%
投资回报率	6.0%	6.5%	7.5%	8.1%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	-7.1%	20.1%	10.8%	6.8%
EBIT 增长率	-1.6%	20.4%	26.1%	17.8%
归母净利润增长率	-27.3%	54.8%	20.8%	15.4%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.70	1.08	1.30	1.50
每股净资产	10.68	11.75	13.06	14.56
每股经营现金流	0.98	1.00	1.87	1.30
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.58	0.64	0.64	0.64
应收账款周转率	5.37	6.00	5.80	6.08
存货周转率	3.28	3.16	3.48	3.25
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	40.9%	40.3%	39.7%	37.5%
流动比率	1.86	1.98	2.10	2.33
速动比率	1.47	1.58	1.74	1.94
<b>估值指标</b>				
P/E	41.69	26.94	22.29	19.31
P/B	2.71	2.47	2.22	1.99
EV/EBITDA	25.68	20.73	15.82	12.97

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断