

## 上海家化 (600315.SH)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

## 营销投入加码拖累 Q3 业绩，事业部

## 制正式落地、期待业务加速向好

## 业绩简评

- 公司10月25日公告3Q23营收/归母净利润/扣非归母净利润14.62/0.93/0.36亿元、同比-10.82%/-40.12%/-78.7%。营收同比下降主要系国内线下零售+海外业务承压，营销投入加码短期拖累业绩表现；组织结构调整初步完成，事业部制落地望助力公司运营质量、组织效率进一步提升。

## 经营分析

- 玉泽抖音快速增长、美加净抖音自播团队“老Baby天团”出圈。1) 护肤：Q3玉泽同增13%、连续两个季度双位数增长，7月/9月分别上新修敏精华/修护面霜升级版；Q3佰草集同降28%（其中百货&电商均双位数下降）；双妹延续靓丽、Q2&Q3均同增50%+。2) 个护家清：气温偏低、六神Q3同降15%，其中商超承压、电商双位数增长；1-3Q家安同增个位数。3) 母婴：海外Q3降幅收窄，1-3Q启初同降双位数。
- 分渠道，线下新零售优化调整成效显现，兴趣电商表现亮眼。1) 线上：Q3同增高个位数，1-3Q兴趣电商同增近200%；2) 线下：1-3Q同降10.6%，其中商超/CS/百货/线下新零售同比-8%/+1%/-30%/+23%。
- 毛利率持续优化，加大投入蓄力中长期致使短期销售费用率上升。Q3毛利率同比+3.45PCT至57.73%，主要系高毛利护肤品类占比提升、以及受益成本下降六神毛利率提升；销售费用率43.2%、同比大幅提升11.7PCT，主要系加大对品牌建设和人群招新的投入；持续加强管控，管理费用率同比-0.4PCT至11.2%；归母净利率6.37%、同比-3.1PCT。

## 盈利预测、估值与评级

- Q2来营销投入加大、聚焦人群招新，蓄力长期势能；新品+代言人+平台IP合作+多矩阵达播运营模式逐步成熟，叠加事业部制正式落地，期待业务加速向好。
- 考虑到营销投入加码拖累短期业绩表现，下调盈利预测，预计23-25年归母净利润5.58/6.88/8.28亿元，同比+18%/+23%/+20%，对应23-25年PE分别为29/23/19倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

新品孵化/渠道拓展/营销投放不及预期。

## 商贸零售组

分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：23.68元

## 相关报告：

- 《上海家化2Q23预告：Q2净利同比扭亏，国内业务低基数下恢复...》，2023.7.16
- 《上海家化1Q23业绩点评：Q1归母净利同比+16%，关注Q2...》，2023.4.26
- 《上海家化：低谷已过，期待疫情&特渠&超头缺失多拖累因素消除下...》，2023.3.15



## 公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,646	7,106	6,966	7,974	8,760
营业收入增长率	8.73%	-7.06%	-1.97%	14.46%	9.86%
归母净利润(百万元)	649	472	558	688	828
归母净利润增长率	50.92%	-27.29%	18.20%	23.34%	20.39%
摊薄每股收益(元)	0.955	0.695	0.825	1.018	1.225
每股经营性现金流净额	1.46	0.98	0.56	1.08	1.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.32%	6.51%	7.20%	8.43%	9.57%
P/E	42.30	45.81	28.70	23.27	19.33
P/B	3.94	2.98	2.07	1.96	1.85

来源：公司年报、国金证券研究所（股价更新至10月25日）

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,032</b>	<b>7,646</b>	<b>7,106</b>	<b>6,966</b>	<b>7,974</b>	<b>8,760</b>	<b>货币资金</b>	1,287	1,597	1,685	1,625	2,026	2,525
增长率	8.7%	7.1%	-2.0%	14.5%	9.9%		<b>应收款项</b>	1,177	1,312	1,398	1,451	1,551	1,704
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,816</b>	<b>-3,156</b>	<b>-3,048</b>	<b>-2,700</b>	<b>-3,016</b>	<b>-3,262</b>	<b>存货</b>	867	872	929	925	950	965
%销售收入	40.0%	41.3%	42.9%	38.8%	37.8%	37.2%	<b>其他流动资产</b>	2,825	2,999	2,542	2,492	2,500	2,506
<b>毛利</b>	<b>4,216</b>	<b>4,491</b>	<b>4,059</b>	<b>4,266</b>	<b>4,957</b>	<b>5,498</b>	<b>流动资产</b>	6,155	6,780	6,555	6,492	7,028	7,701
%销售收入	60.0%	58.7%	57.1%	61.2%	62.2%	62.8%	%总资产	54.5%	55.8%	53.4%	52.5%	54.3%	56.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-57</b>	<b>-59</b>	<b>-48</b>	<b>-42</b>	<b>-48</b>	<b>-53</b>	<b>长期投资</b>	917	925	1,217	1,217	1,217	1,217
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	<b>固定资产</b>	1,043	964	891	912	938	977
<b>销售费用</b>	<b>-2,924</b>	<b>-2,947</b>	<b>-2,652</b>	<b>-2,989</b>	<b>-3,429</b>	<b>-3,723</b>	%总资产	9.2%	7.9%	7.3%	7.4%	7.2%	7.2%
%销售收入	41.6%	38.5%	37.3%	42.9%	43.0%	42.5%	<b>无形资产</b>	2,821	2,744	2,774	2,817	2,840	2,833
<b>管理费用</b>	<b>-721</b>	<b>-791</b>	<b>-628</b>	<b>-592</b>	<b>-670</b>	<b>-736</b>	<b>非流动资产</b>	5,140	5,365	5,715	5,867	5,909	5,936
%销售收入	10.2%	10.3%	8.8%	8.5%	8.4%	8.4%	%总资产	45.5%	44.2%	46.6%	47.5%	45.7%	43.5%
<b>研发费用</b>	<b>-144</b>	<b>-163</b>	<b>-160</b>	<b>-150</b>	<b>-175</b>	<b>-193</b>	<b>资产总计</b>	<b>11,295</b>	<b>12,146</b>	<b>12,269</b>	<b>12,359</b>	<b>12,936</b>	<b>13,637</b>
%销售收入	2.1%	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	<b>短期借款</b>	10	151	427	300	300	300
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>370</b>	<b>531</b>	<b>570</b>	<b>494</b>	<b>635</b>	<b>794</b>	<b>应付款项</b>	2,325	2,509	2,601	2,449	2,545	2,679
%销售收入	5.3%	6.9%	8.0%	7.1%	8.0%	9.1%	<b>其他流动负债</b>	540	550	506	535	616	691
<b>财务费用</b>	<b>-43</b>	<b>-13</b>	<b>11</b>	<b>-25</b>	<b>-20</b>	<b>-10</b>	<b>流动负债</b>	2,876	3,210	3,533	3,284	3,461	3,670
%销售收入	0.6%	0.2%	-0.1%	0.4%	0.3%	0.1%	<b>长期贷款</b>	1,062	925	751	761	771	781
<b>资产减值损失</b>	<b>-86</b>	<b>-19</b>	<b>-47</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>其他长期负债</b>	858	1,047	736	568	545	529
<b>公允价值变动收益</b>	<b>28</b>	<b>-42</b>	<b>-103</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	4,796	5,182	5,020	4,613	4,777	4,980
<b>投资收益</b>	<b>171</b>	<b>209</b>	<b>43</b>	<b>180</b>	<b>185</b>	<b>180</b>	<b>普通股股东权益</b>	6,499	6,963	7,249	7,746	8,159	8,656
%税前利润	32.1%	27.3%	7.8%	27.7%	23.1%	18.7%	其中：股本	678	680	679	676	676	676
<b>营业利润</b>	<b>534</b>	<b>752</b>	<b>544</b>	<b>649</b>	<b>800</b>	<b>963</b>	未分配利润	4,578	5,092	5,369	5,704	6,117	6,614
<b>营业利润率</b>	7.6%	9.8%	7.6%	9.3%	10.0%	11.0%	<b>少数股东权益</b>	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	0	12	5	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>11,295</b>	<b>12,146</b>	<b>12,269</b>	<b>12,359</b>	<b>12,936</b>	<b>13,637</b>
<b>税前利润</b>	<b>534</b>	<b>764</b>	<b>549</b>	<b>649</b>	<b>800</b>	<b>963</b>							
<b>利润率</b>	7.6%	10.0%	7.7%	9.3%	10.0%	11.0%							
<b>所得税</b>	<b>-104</b>	<b>-115</b>	<b>-77</b>	<b>-91</b>	<b>-112</b>	<b>-135</b>							
所得税率	19.4%	15.1%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%							
<b>净利润</b>	<b>430</b>	<b>649</b>	<b>472</b>	<b>558</b>	<b>688</b>	<b>828</b>							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>430</b>	<b>649</b>	<b>472</b>	<b>558</b>	<b>688</b>	<b>828</b>							
净利率	6.1%	8.5%	6.6%	8.0%	8.6%	9.5%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>430</b>	<b>649</b>	<b>472</b>	<b>558</b>	<b>688</b>	<b>828</b>	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.635	0.955	0.695	0.825	1.018	1.225
非现金支出	321	285	282	123	128	133	每股净资产	9.586	10.246	10.679	11.455	12.066	12.801
非经营收益	-146	-155	80	-158	-127	-123	每股经营现金净流	0.949	1.461	0.979	0.563	1.083	1.293
营运资金变动	38	214	-168	-143	43	35	每股股利	0.200	0.290	0.210	0.330	0.407	0.490
<b>经营活动现金净流</b>	<b>643</b>	<b>993</b>	<b>665</b>	<b>380</b>	<b>732</b>	<b>874</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-105	-139	-113	-252	-170	-160	净资产收益率	6.62%	9.32%	6.51%	7.20%	8.43%	9.57%
投资	-673	-368	-251	0	0	0	总资产收益率	3.81%	5.35%	3.85%	4.51%	5.32%	6.08%
其他	107	123	209	180	185	180	投入资本收益率	3.89%	5.52%	5.74%	4.77%	5.86%	6.94%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-671</b>	<b>-384</b>	<b>-155</b>	<b>-72</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	132	47	12	162	0	0	主营业务收入增长率	-7.43%	8.73%	-7.06%	-1.97%	14.46%	9.86%
债权募资	-62	-4	-95	-217	10	10	EBIT增长率	12.62%	43.44%	7.38%	-13.36%	28.66%	24.89%
其他	-205	-271	-301	-283	-333	-389	净利润增长率	-22.78%	50.92%	-27.29%	18.20%	23.34%	20.39%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-136</b>	<b>-228</b>	<b>-384</b>	<b>-337</b>	<b>-323</b>	<b>-379</b>	总资产增长率	1.33%	7.53%	1.02%	0.73%	4.67%	5.41%
现金净流量	-222	311	88	-29	424	515	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	60.2	52.5	62.5	70.0	65.0	65.0
							存货周转天数	116.1	100.5	107.9	125.0	115.0	108.0
							应付账款周转天数	99.9	83.1	97.8	105.0	105.0	105.0
							固定资产周转天数	52.9	44.8	44.3	43.2	36.2	31.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-45.34%	-46.25%	-36.26%	-34.67%	-37.71%	-41.19%
							EBIT利息保障倍数	8.5	42.4	-53.6	19.6	31.4	77.2
							资产负债率	42.46%	42.67%	40.91%	37.32%	36.93%	36.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

## 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

## 市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

## 最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

来源: 聚源数据

## 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-17	买入	35.00	N/A
2	2022-03-19	买入	37.04	N/A
3	2022-04-28	买入	31.14	N/A
4	2022-08-20	买入	33.10	N/A
5	2022-10-26	买入	27.23	N/A
6	2023-03-15	买入	29.07	N/A
7	2023-04-26	买入	27.25	N/A
8	2023-07-16	买入	28.99	N/A

来源: 国金证券研究所



## 投资评级的说明:

买入: 预期未来6-12个月内上涨幅度在15%以上;

增持: 预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-15%;

中性: 预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%;

减持: 预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

---

**上海**

电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806

---