

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

买入

核心观点

公司三季度业绩有所承压。前三季度实现营收 50.91 亿元/yoY-4.91%；归母净利润 3.94 亿元/yoY+25.83%，单 Q3 实现营收 14.62 亿元/yoY-10.82%；归母净利润 9313.44 万元/yoY-40.12%。三季度业绩有所承压主要由于国内业务品牌投放加大，导致利润有所承压，同时国外业务受通胀和消费者信心下降而有所下滑。此外，公司对组织进行调整，设立美容护肤与母婴事业部、个护家清事业部、海外事业部，进一步提升公司组织效率。

护肤品类保持稳健，兴趣电商渠道快速增长。分品类来看，护肤品类前三季度增长 1.5%，其中玉泽 Q3 增长 13%。佰草集 Q3 下降 28%，未来公司将通过聚焦太极系列促进电商渠道的增长，扭转品牌业绩。个护家清类前三季度下降 5.4%，主要系行业线下零售有所承压，同时气候原因影响六神等品类需求。母婴品类前三季度下降 8.6%，启初下降约 15%，主要受新增人口减少以及商超渠道压力较大。**分渠道来看**，前三季度线上渠道整体增长 6%，其中兴趣电商渠道增长约 200%；国内线下渠道下降约 9.4%，但公司加大线下新零售业务转型发展，前三季度新零售渠道实现增速 23%，占收入比重提升至 27.5%。

毛利率不断改善，销售费用投放加大。三季度公司实现毛利率/净利率分别为 57.73%/6.37%，同比+3.45pct/-3.12pct，毛利率提升主要由于原料成本有所降低，同时高毛利护肤品类收入增长改善产品结构。费用方面，单 Q3 公司销售/管理/研发费用率分别同比+11.71pct/-0.40pct/0.06pct，公司为推动线上渠道快速增长，加大投入形象推广费用，推动销售费用率大幅上行。

外部因素短期扰动营运能力和现金流水平。前三季度存货周转天数 123 天，同比增 13 天，主要由于国内法规改稿库存备货增加。前三季度经营性现金流量净额同比下降 72.41%，一方面由于向海外子公司管理人员支付股权激励约 2807 万英镑；同时销售收入下降，导致销售收现减购货付现同比减少。

风险提示：宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：三季度由于公司国内外经营压力较大，同时费用投放较高，导致公司业绩有所承压。未来随着公司不断加大拉新力度，以及持续坚持降本增效，整体业绩有望回升，同时新组织架构的落地也将不断提升公司经营效率。考虑到线下零售渠道销售压力，以及费用投放加大带来的净利率下行，我们下调 23-25 年归母净利润至 6.02/6.67/7.09(原值为 6.62/7.95/9.03)亿元，对应 PE 分别为 27/24/23x，维持中长期“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,646.12	7,106.31	6,840.54	7,136.05	7,396.51
(+/-%)	8.73%	-7.06%	-3.74%	4.32%	3.65%
净利润(百万元)	649.25	472.04	602.06	667.16	709.38
(+/-%)	50.92%	-27.29%	27.54%	10.81%	6.33%
每股收益(元)	0.96	0.70	0.89	0.98	1.04
EBIT Margin	9.08%	10.27%	8.44%	9.02%	9.25%
净资产收益率(ROE)	9.32%	6.51%	7.91%	8.33%	8.41%
市盈率(PE)	24.79	34.06	26.70	24.10	22.66
EV/EBITDA	24.50	23.31	28.72	25.93	24.48
市净率(PB)	2.31	2.22	2.11	2.01	1.91

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

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

23.68 元

收盘价

16013/15941 百万元

总市值/流通市值

33.56/23.51 元

52周最高价/最低价

97.68 百万元

近3个月日均成交额

公司三季度业绩有所承压。前三季度营收约 50.91 亿元，同比减少 4.91%；归母净利润约 3.94 亿元，同比增加 25.83%。单 Q3 实现营业收入 14.62 亿元，同比下降 10.82%；归母净利润 9313.44 万元，同比下降 40.12%。公司业绩有所承压主要来自于：1) 国内业务收入前三季度同比下降 3.6%，同时品牌投放加大，导致利润有所承压；2) 前三季度国外业务受通胀和消费者信心下降而收入下滑 9.3%。

同时为进一步提升公司组织效率，加速业务增长，公司对业务组织机构进行调整，设立美容护肤与母婴事业部、个护家清事业部、海外事业部，以事业部为决策主体，进行业务管理。

护肤品类保持稳健，兴趣电商渠道快速增长

分品类来看，护肤品类前三季度增长 1.5%，占整体收入比重达 25.3%。其中玉泽 Q3 增长 13%，两个季度实现双位数增长；佰草集 Q3 下降 28%，百货和电商渠道均有双位数下滑，未来公司将通过聚焦太极系列，促进电商渠道的增长，带动整体业绩扭转；双妹 Q3 增长 56%，延续高增长态势。

个护家清类 1-9 月同比下降 5.4%，其中六神 Q3 同比下降 15%，电商渠道增长 18%，商超渠道下降 22%；家安 Q3 下降 23%。一方面由于个护家清行业线下零售呈现下降趋势，同时由于前三季度整体气温较低，导致经销商库存有所上升。

母婴品类前三季度下降 8.6%，启初下降约 15%，主要由于新增人口减少以及商超渠道压力较大。

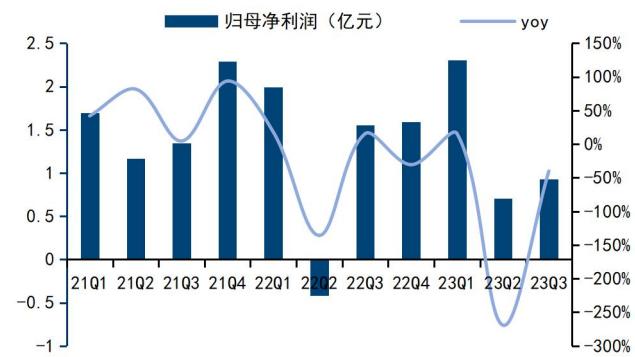
分渠道来看，前三季度线上整体增长 6%，兴趣电商渠道增长约 200%，传统电商增长 1%，特渠渠道下降约 9%。线下渠道下降约 10.6%，其中国内渠道下滑 9.4%，商超/cs/百货增速分别为 -8%/+1%/-30%。为应对行业变化，公司加大线下新零售业务转型发展，前三季度实现增速 23%，占比达 27.5%，创历史新高。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



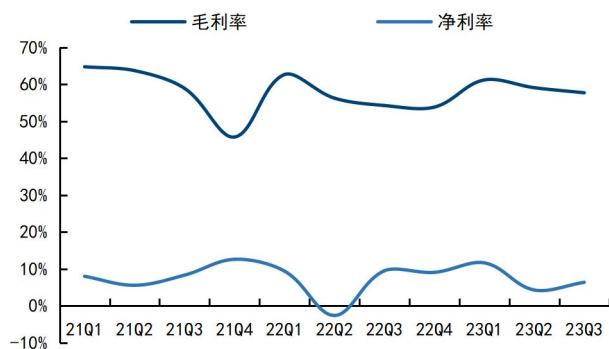
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

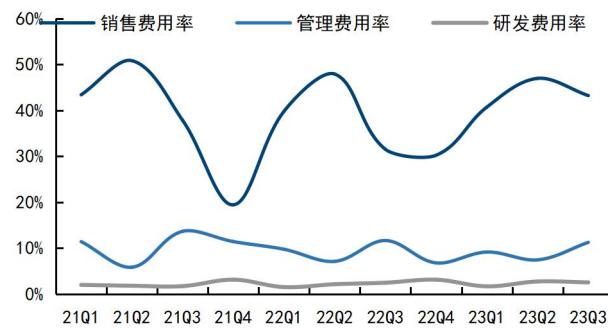


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，三季度公司实现毛利率/净利率分别为 57.73%/6.37%，同比 +3.45pct/-3.12pct，毛利率提升主要由于高毛利护肤品类收入增长改善产品结构，同时原料成本有所降低。费用方面，单 Q3 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 43.20%/11.23%/2.51%，同比 +11.71pct/-0.40pct/0.06pct。公司为推动线上渠道快速增长，加大投入形象推广费用，带动销售费用率大幅上行。

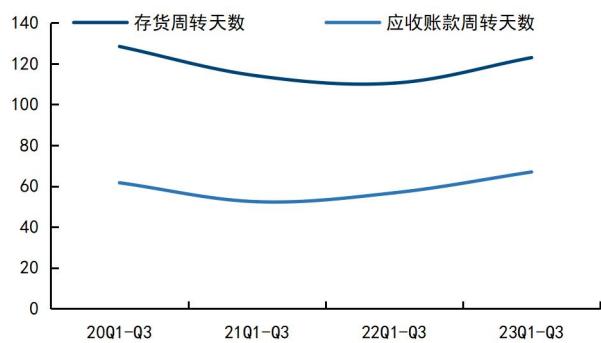
图3：公司单季度毛利率及净利率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

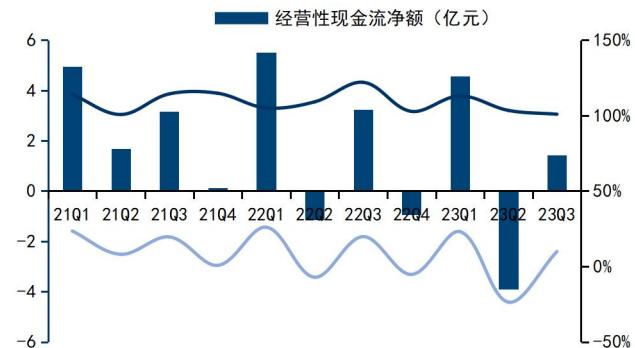
图4：公司单季度费用率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力和现金流方面，前三季度存货周转天数 123 天，同比增 13 天，主要由于国内法规改稿库存备货增加，若剔除相关影响，国内存货同比减少 5%；应收账款周转天数 67 天，同比增 11 天。公司前三季度经营性现金流量净额为 2.09 亿元，同比下降 72.41%，主要由于一方面本年向 Financial Wisdom Global Limited 的相关管理人员支付股权激励行权现金约 2,807 万英镑；同时销售收入下降，导致销售收现减购货付现同比减少。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数


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：

三季度由于公司国内外经营压力较大，同时费用投放较高，导致公司业绩有所承压。未来随着公司不断加大拉新力度，以及持续坚持降本增效，整体业绩有望回升，同时新组织架构的落地也将不断提升公司经营效率。考虑到线下零售渠道销售压力，以及费用投放加大带来的净利率下行，我们下调 23-25 年归母净利润至 6.02/6.67/7.09(原值为 6.62/7.95/9.03) 亿元，对应 PE 分别为 27/24/23x，维持中长期“买入”评级。

表1：盈利预测主要调整项

		2023 现值	2023 原值	2024 现值	2024 原值	原因
护肤品类收入 增速		3.65%	13.24%	2.83%	7.62%	护肤品线下渠道增速下滑较大，线上增速仍有压力，带动整体增长放缓。
销售费用率		38.65%	37.65%	38.61%	37.57%	由于公司加大护肤品牌线上投放，销售费用率上升，同时由于公司加大费用管控，明年销售费用率预计略下行。

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 (2023-10-25)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资评级	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600315.SH	上海家化	23.68	160	0.70	0.89	0.98	1.04	45.81	26.70	24.10	22.66	6.51	1.00	买入
300957.SZ	贝泰妮	74.91	317	2.48	3.04	3.95	5.01	60.14	24.64	18.96	14.95	18.93	1.09	买入
603605.SH	珀莱雅	99.41	394	2.88	2.91	3.69	4.51	58.09	34.21	26.95	22.05	23.19	0.99	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1597	1685	1410	1755	1957	营业收入	7646	7106	6841	7136	7397
应收款项	1184	1398	993	1036	1074	营业成本	3156	3048	2829	2919	3013
存货净额	872	929	839	785	969	营业税金及附加	59	48	51	54	55
其他流动资产	427	421	278	344	444	销售费用	2947	2652	2644	2755	2854
流动资产合计	6780	6555	5975	6375	6899	管理费用	791	628	739	764	790
固定资产	964	891	984	1074	1152	财务费用	13	(11)	12	2	(6)
无形资产及其他	761	790	759	727	695	投资收益	209	43	150	150	150
投资性房地产	3206	3619	3619	3619	3619	资产减值及公允价值变动	(2)	(74)	0	1	2
长期股权投资	434	415	435	455	475	其他收入	(136)	(166)	0	0	0
资产总计	12146	12269	11771	12250	12840	营业利润	752	544	715	792	842
短期借款及交易性金融负债	151	427	77	10	10	营业外净收支	12	5	2	2	2
应付款项	718	915	763	785	808	利润总额	764	549	717	794	844
其他流动负债	2340	2192	1718	1779	1837	所得税费用	115	77	115	127	135
流动负债合计	3210	3533	2558	2574	2654	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	925	751	751	751	751	归属于母公司净利润	649	472	602	667	709
其他长期负债	1047	736	851	914	997						
长期负债合计	1972	1487	1603	1665	1749	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	5182	5020	4161	4239	4403	净利润	649	472	602	667	709
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(29)	(11)	11	3	3
股东权益	6963	7249	7611	8011	8437	折旧摊销	174	175	128	140	152
负债和股东权益总计	12146	12269	11771	12250	12840	公允价值变动损失	2	74	0	(1)	(2)
						财务费用	13	(11)	12	2	(6)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(348)	(951)	139	92	(154)
每股收益	0.96	0.70	0.89	0.98	1.04	其它	29	11	(11)	(3)	(3)
每股红利	0.24	0.35	0.35	0.39	0.42	经营活动现金流	477	(230)	869	899	706
每股净资产	10.25	10.68	11.21	11.80	12.43	资本开支	0	41	(200)	(200)	(200)
ROIC	14%	12%	9%	10%	11%	其它投资现金流	33	578	(334)	0	0
ROE	9%	7%	8%	8%	8%	投资活动现金流	75	638	(554)	(220)	(220)
毛利率	59%	57%	59%	59%	59%	权益性融资	47	12	0	0	0
EBIT Margin	9%	10%	8%	9%	9%	负债净变化	(137)	(174)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(166)	(234)	(241)	(267)	(284)
收入增长	9%	-7%	-4%	4%	4%	其它融资现金流	318	483	(350)	(67)	0
净利润增长率	51%	-27%	28%	11%	6%	融资活动现金流	(241)	(321)	(590)	(334)	(284)
资产负债率	43%	41%	35%	35%	34%	现金净变动	311	88	(275)	345	202
息率	1.0%	1.5%	1.5%	1.7%	1.8%	货币资金的期初余额	1287	1597	1685	1410	1755
P/E	24.8	34.1	26.7	24.1	22.7	货币资金的期末余额	1597	1685	1410	1755	1957
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	企业自由现金流	415	(107)	552	573	373
EV/EBITDA	24.5	23.3	28.7	25.9	24.5	权益自由现金流	597	203	192	504	378

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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