

➤ **事件：上海家化披露 23 年三季度业绩。**23Q1-3，公司实现营收 50.91 亿元，同比-4.91%；归母净利润 3.94 亿元，同比+25.83%；扣非归母净利 2.98 亿元，同比-19.07%。单 Q3，公司实现营收 14.62 亿元，同比-10.82%；归母净利润 0.93 亿元，同比-40.12%；扣非归母净利 0.36 亿元，同比-78.67%。

➤ **Q3 整体收入承压，护肤品类多品牌实现双位数增长。**23Q1-3，公司实现营收 50.91 亿元，同比-4.91%。分品类看，**1) 护肤品类：**实现营收 12.86 亿元，同比+1.54%。护肤品类中，玉泽品牌积极上新，7 月推出修敏精华，9 月推出修护面霜，品类矩阵持续完善，Q3 收入实现双位数增长；佰草集品牌 Q3 线上销售份额显著提升，天猫品牌年度会员日活动期间新客成交同比增长 200%+；双妹品牌 Q3 收入实现双位数增长，9 月上市升级款明星单品玉容霜 3.0，主打抗光老、抗氧、抗糖功效，帮助消费者解决皮肤老化问题；美加净品牌充分享受组织机构调整试点的红利，9 月自播团队“老 Baby 天团”在抖音渠道成功出圈，直播首秀为品牌带来 1290 万人次曝光，10 月携手代言人苏有朋推出金维 E 系列，品牌势能持续提升。**2) 个护家清品类：**实现营收 22.69 亿元，同比-5.44%；个护家清品类中，六神举办“第二届清凉节”，发力营销助力品牌触达年轻群体，进一步推动品牌年轻化。**3) 母婴品类：**实现营收 13.54 亿元，同比-8.62%；**4) 合作品牌：**实现营收 1.73 亿元，同比-13.92%。

➤ **Q3 营销投入加大，销售费用率提升影响盈利水平。****1) 毛利率方面，**23Q1-3，公司毛利率为 59.52%，同比+1.34pct；单 Q3 看，公司毛利率为 57.73%，同比+3.45pct。**2) 费用率方面，**23Q1-3，公司销售费用率为 43.43%，同比+3.78pct；管理费用率为 9.18%，同比-0.35pct；研发费用率为 2.24%，同比+0.27pct。单 Q3 看，公司销售费用率为 43.20%，同比+11.71pct；管理费用率为 11.23%，同比-0.40pct；研发费用率为 2.51%，同比+0.06pct。**3) 净利润率方面，**23Q1-3，公司归母净利 3.94 亿元，对应归母净利率 7.74%，同比+1.89pct；扣非归母净利 2.98 亿元，对应扣非归母净利率 5.86%，同比-1.03pct。单 Q3 看，公司归母净利 0.93 亿元，对应归母净利率 6.37%，同比-3.12pct；扣非归母净利 0.36 亿元，对应扣非归母净利率 2.45%，同比-7.78pct。

➤ **积极优化组织结构，提升公司运营质量，助力业务可持续发展。**2023 年 10 月 25 日，公司发布通过组织机构调整议案的公告。公告显示，为进一步提升公司运营质量、激活组织效率、加速业务增长，公司将对国内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，其中美容护肤与母婴事业部负责双妹、佰草集、玉泽、高夫、典萃、启初、汤美星等品牌，个护家清事业部负责六神、美加净、家安等品牌，海外事业部负责合作品牌，业务开展以事业部为决策主体，并对业绩结果负责。未来随着事业部制的组织架构落地，公司业务有望得到深化调整和提升，推动公司长期可持续发展。

➤ **投资建议：**公司为化妆品行业龙头企业，短期受益于多款创新性新品贡献的业绩增量，中长期看公司主线产品逐渐清晰、销售渠道逐步优化、营销方式不断创新、组织架构优化带来的内生增长，我们预计 23-25 年归母净利润为 5.80/6.99/8.03 亿元，同比增速 22.8%/20.7%/14.9%，当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 28x、23x、20x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；新品推出不及预期；战略调整不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,106	7,589	8,275	8,869
增长率（%）	-7.1	6.8	9.0	7.2
归属母公司股东净利润（百万元）	472	580	699	803
增长率（%）	-27.3	22.8	20.7	14.9
每股收益（元）	0.70	0.86	1.03	1.19
PE	34	28	23	20
PB	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**23.68 元**

**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**分析师 解慧新**

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

**研究助理 杨颖**

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

### 相关研究

1. 上海家化 (600315.SH) 2023 年半年报点评：护肤品类恢复性增长，23H1 归母利润同比高增 90%-2023/08/29

2. 上海家化 (600315.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：22 年经营承压，23Q1 逐步修复，全年增长可期-2023/04/26

3. 上海家化 (600315.SH) 2022 年三季报点评：六神品牌强势增长，单 Q3 业绩增速转正-2022/10/26

4. 上海家化 (600315.SH) 2022 年半年报点评：疫情扰动致短期业绩承压，静待下半年边际改善-2022/08/21

5. 上海家化 (600315) 2021 年年报点评：利润创 6 年最佳成绩，聚焦护肤品类多品牌发展-2022/03/17

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>7,106</b>	<b>7,589</b>	<b>8,275</b>	<b>8,869</b>
营业成本	3,048	3,254	3,530	3,738
营业税金及附加	48	53	58	62
销售费用	2,652	2,945	3,186	3,370
管理费用	628	706	761	798
研发费用	160	190	215	235
EBIT	592	442	524	666
财务费用	-11	-10	-12	-14
资产减值损失	-29	-4	-2	-2
投资收益	43	99	89	102
<b>营业利润</b>	<b>544</b>	<b>626</b>	<b>758</b>	<b>871</b>
营业外收支	5	8	7	7
<b>利润总额</b>	<b>549</b>	<b>633</b>	<b>764</b>	<b>878</b>
所得税	77	54	65	75
净利润	472	580	699	803
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>472</b>	<b>580</b>	<b>699</b>	<b>803</b>
EBITDA	827	684	783	945

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,685	2,029	2,310	2,681
应收账款及票据	1,324	1,230	1,361	1,516
预付款项	72	71	85	87
存货	929	933	1,021	1,098
其他流动资产	2,544	2,595	2,668	2,602
<b>流动资产合计</b>	<b>6,555</b>	<b>6,858</b>	<b>7,445</b>	<b>7,983</b>
长期股权投资	415	415	415	415
固定资产	863	884	914	959
无形资产	790	808	833	862
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,715</b>	<b>5,741</b>	<b>5,797</b>	<b>5,838</b>
<b>资产合计</b>	<b>12,269</b>	<b>12,599</b>	<b>13,242</b>	<b>13,821</b>
短期借款	5	5	5	5
应付账款及票据	915	824	919	1,014
其他流动负债	2,613	2,757	2,975	3,106
<b>流动负债合计</b>	<b>3,533</b>	<b>3,586</b>	<b>3,899</b>	<b>4,125</b>
长期借款	751	651	531	381
其他长期负债	736	736	736	736
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,487</b>	<b>1,387</b>	<b>1,267</b>	<b>1,117</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,020</b>	<b>4,973</b>	<b>5,166</b>	<b>5,242</b>
股本	679	676	676	676
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>7,249</b>	<b>7,626</b>	<b>8,076</b>	<b>8,579</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>12,269</b>	<b>12,599</b>	<b>13,242</b>	<b>13,821</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-7.06	6.79	9.03	7.19
EBIT 增长率	-1.61	-25.33	18.51	27.06
净利润增长率	-27.29	22.79	20.66	14.86
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	57.12	57.13	57.33	57.86
净利润率	6.64	7.64	8.45	9.06
总资产收益率 ROA	3.85	4.60	5.28	5.81
净资产收益率 ROE	6.51	7.60	8.66	9.36
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.86	1.91	1.91	1.94
速动比率	1.57	1.63	1.63	1.65
现金比率	0.48	0.57	0.59	0.65
资产负债率 (%)	40.91	39.47	39.01	37.93
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	68.00	59.16	60.03	62.40
存货周转天数	111.26	104.69	105.61	107.19
总资产周转率	0.58	0.60	0.62	0.64
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.70	0.86	1.03	1.19
每股净资产	10.72	11.28	11.94	12.69
每股经营现金流	0.98	1.20	1.29	1.53
每股股利	0.21	0.24	0.27	0.30
<b>估值分析</b>				
PE	34	28	23	20
PB	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	18.90	22.19	18.86	15.09
股息收益率 (%)	0.89	1.01	1.14	1.27
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	472	580	699	803
折旧和摊销	234	242	259	279
营运资金变动	-168	93	58	57
<b>经营活动现金流</b>	<b>665</b>	<b>811</b>	<b>873</b>	<b>1,032</b>
资本开支	-113	-264	-310	-314
投资	-251	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-155</b>	<b>-165</b>	<b>-221</b>	<b>-212</b>
股权募资	12	-3	0	0
债务募资	-95	-100	-120	-150
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-384</b>	<b>-303</b>	<b>-370</b>	<b>-450</b>
<b>现金净流量</b>	<b>88</b>	<b>344</b>	<b>281</b>	<b>370</b>

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026