

# 2023年三季报点评：玉泽持续趋势较好，拟组织结构调整优化

**买入（维持）**

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,106	7,021	7,796	8,648
同比	-7%	-1%	11%	11%
归属母公司净利润(百万元)	472	522	606	706
同比	-27%	10%	16%	16%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.70	0.77	0.90	1.04
P/E(现价&最新股本摊薄)	33.92	30.70	26.42	22.69

**关键词：#新产品、新技术、新客户**

## 投资要点

- 2023Q1~Q3 营收同比-4.91%，归母净利润同增+25.83%，扣非净利润同比-19.07%。**2023Q1~Q3，公司实现营收 50.91 亿元(同比-4.91%，下同)，实现归母净利 3.94 亿元(+25.83%)，实现扣非归母净利 2.98 亿元(-19.07%)。单 Q3 看，公司实现营收 14.62 亿元(-10.82%)，实现归母净利 0.93 亿元(-40.12%)，实现扣非归母净利 0.36 亿元(-78.67%)。公司营收、业绩增速略低于市场预期。非经常性收益同比增加，主要系投资的平安基金、国泰君安股票的公允价值以及投资收益的增长所致。
- 毛利率同比提升，品牌推广费用战略增加使得销售费用率同比有所提升。**2023Q3 毛利率/净利率分别为 57.73%/6.37%，分别同比+3.45pct/+3.12pct。2023Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 43.2%/11.23%/2.51%/0.66%，分别同比变化 +11.71pct/-0.40pct/+0.07pct/+1.20pct。营销费用率同比提升，主要系公司推广六神、佰草集等品牌和布局兴趣电商渠道的费用大幅提升。截至 2023Q3 末，公司存货同比下降 1.2%，存货周转天数同比上升了 8 天。
- 线上增长趋势好于线下，兴趣电商实现高增长，玉泽持续趋势较好。(1)分渠道看：**2023Q1~Q3 线上增长趋势好于线下。线上渠道看，兴趣电商实现高增长，传统电商略增，特渠渠道受平台流量影响略降。线下渠道看，受 KA 客户整体基本面影响，我们预计商超渠道有所下降，百货渠道也持续调整。**(2)分品牌看：**玉泽持续趋势较好，在 4 月份推出新品“油敏霜”后，9 月份推出升级版的“干敏霜”。受品牌投入恢复拉动，玉泽和佰草集人群基数均有一定恢复。六神受商超渠道影响暂时承压。
- 公司拟进行组织结构调整，设立三大事业部，提升综合运营效率。**为进一步提升公司运营质量、激活组织效率、加速业务增长，公司拟对国内业务组织机构进行调整，具体包括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，并对业绩结果负责。
- 盈利预测与投资评级：**公司是国内多品牌的日化龙头，聚焦核心 SKU 和爆款打造。考虑海外阶段性承压，我们将公司 2023-25 年归母净利润从 6.81/8.15/9.72 亿元下调为 5.22/6.06/7.06 亿元，2023-25 年归母净利润分别同比+10%/+16%/+16%，当前市值对应 2023-25 年 PE 为 31/26/23X，鉴于长期多品牌多品类竞争优势稳固，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

2023 年 10 月 26 日

**证券分析师 吴劲草**

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

**证券分析师 张家璇**

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

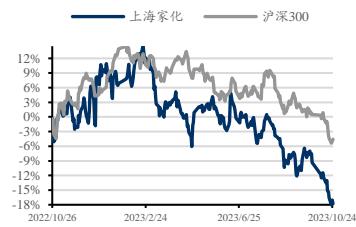
**证券分析师 汤军**

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	23.68
一年最低/最高价	23.51/33.56
市净率(倍)	2.11
流通 A 股市值(百万元)	15,941.24
总市值(百万元)	16,012.98

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.20
资产负债率(% ,LF)	37.13
总股本(百万股)	676.22
流通 A 股(百万股)	673.19

## 相关研究

《上海家化(600315): 2023 半年报点评：护肤品类增长趋势良好，毛利率结构性优化》

2023-08-29

《上海家化(600315): 2022 年报和 2023 年一季报点评：2022 年受疫情影响业绩短暂承压，关注品牌焕新升级》

2023-04-27

## 上海家化三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>6,555</b>	<b>6,629</b>	<b>7,307</b>	<b>7,893</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,106</b>	<b>7,021</b>	<b>7,796</b>	<b>8,648</b>
货币资金及交易性金融资产	3,807	4,266	4,715	5,048	营业成本(含金融类)	3,048	2,820	3,083	3,383
经营性应收款项	1,396	1,057	1,172	1,300	税金及附加	48	55	61	67
存货	929	859	940	1,031	销售费用	2,652	2,759	3,118	3,459
合同资产	0	0	0	0	管理费用	628	713	842	942
其他流动资产	423	447	480	514	研发费用	160	158	203	199
<b>非流动资产</b>	<b>5,715</b>	<b>5,346</b>	<b>5,091</b>	<b>5,054</b>	<b>财务费用</b>	<b>(11)</b>	<b>15</b>	<b>(7)</b>	<b>(24)</b>
长期股权投资	415	392	375	385	加:其他收益	69	68	86	86
固定资产及使用权资产	990	1,135	1,242	1,302	投资净收益	43	112	156	130
在建工程	28	56	54	53	公允价值变动	(103)	(70)	(20)	0
无形资产	790	764	747	720	减值损失	(47)	0	0	0
商誉	1,938	1,953	1,968	1,983	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	38	39	40	41	<b>营业利润</b>	<b>544</b>	<b>613</b>	<b>719</b>	<b>837</b>
其他非流动资产	1,517	1,008	665	570	营业外净收支	5	8	3	3
<b>资产总计</b>	<b>12,269</b>	<b>11,975</b>	<b>12,398</b>	<b>12,947</b>	<b>利润总额</b>	<b>549</b>	<b>621</b>	<b>722</b>	<b>840</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,533</b>	<b>3,248</b>	<b>3,494</b>	<b>3,797</b>	<b>减:所得税</b>	<b>77</b>	<b>99</b>	<b>115</b>	<b>134</b>
短期借款及一年内到期的非流动负债	427	427	427	427	<b>净利润</b>	<b>472</b>	<b>522</b>	<b>606</b>	<b>706</b>
经营性应付款项	915	846	925	1,016	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	74	69	75	83	<b>归属母公司净利润</b>	<b>472</b>	<b>522</b>	<b>606</b>	<b>706</b>
其他流动负债	2,117	1,906	2,067	2,273					
非流动负债	1,487	1,187	1,037	887	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.70	0.77	0.90	1.04
长期借款	751	451	301	151	EBIT	592	517	490	597
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	827	799	812	966
租赁负债	114	114	114	114					
其他非流动负债	622	622	622	622					
<b>负债合计</b>	<b>5,020</b>	<b>4,434</b>	<b>4,531</b>	<b>4,684</b>	<b>毛利率(%)</b>	<b>57.12</b>	<b>59.84</b>	<b>60.46</b>	<b>60.88</b>
归属母公司股东权益	7,249	7,541	7,867	8,263	归母净利率(%)	6.64	7.43	7.77	8.16
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,249</b>	<b>7,541</b>	<b>7,867</b>	<b>8,263</b>	<b>收入增长率(%)</b>	<b>(7.06)</b>	<b>(1.20)</b>	<b>11.04</b>	<b>10.92</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,269</b>	<b>11,975</b>	<b>12,398</b>	<b>12,947</b>	<b>归母净利润增长率(%)</b>	<b>(27.29)</b>	<b>10.49</b>	<b>16.20</b>	<b>16.46</b>

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	665	965	877	1,007	每股净资产(元)	10.72	11.15	11.63	12.22
投资活动现金流	(155)	135	47	(198)	最新发行在外股份(百万股)	676	676	676	676
筹资活动现金流	(384)	(640)	(475)	(475)	ROIC(%)	6.09	5.08	4.77	5.68
现金净增加额	88	460	448	334	ROE-摊薄(%)	6.51	6.92	7.70	8.54
折旧和摊销	234	283	322	368	资产负债率(%)	40.91	37.03	36.54	36.18
资本开支	(113)	(441)	(425)	(417)	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.92	30.70	26.42	22.69
营运资本变动	(166)	335	(111)	(121)	P/B(现价)	2.21	2.12	2.04	1.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

### 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

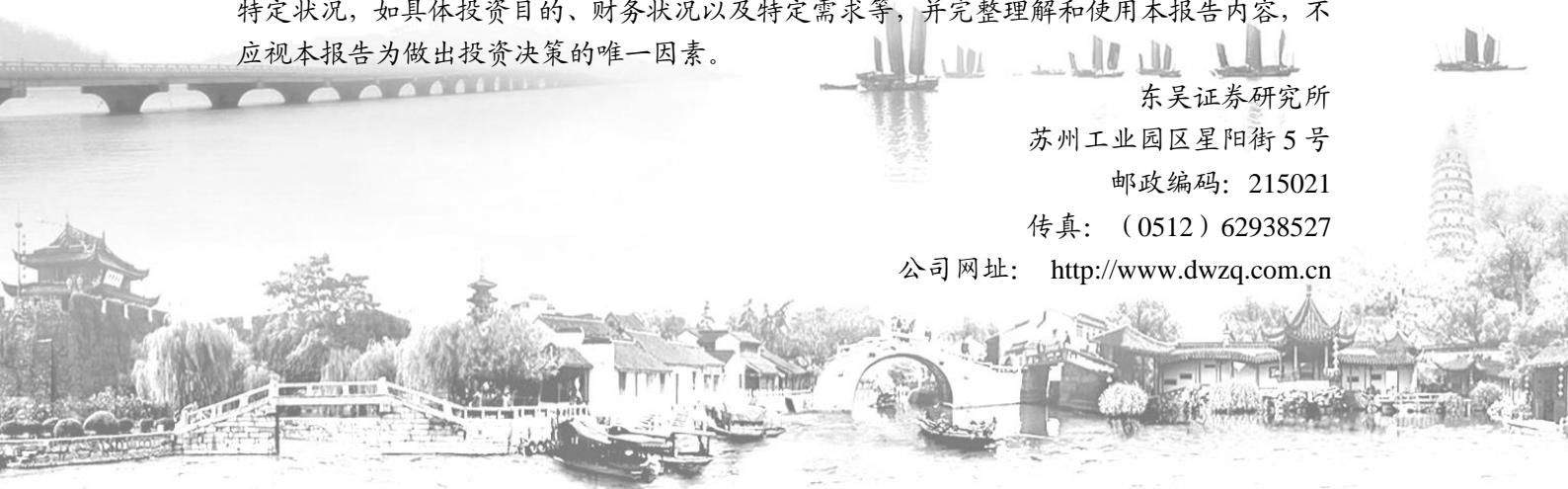
#### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

#### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>