

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

上海家化 (600315)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhousixin@cindasc.com

李汶静 美护行业研究助理

联系电话: 17380152149

邮箱: liwenjing@cindasc.com

上海家化 (600315.SH) 2023 年三季报点评：线上增长缓解线下压力，组织架构调整促品牌经营提效

2023 年 10 月 26 日

事件：公司发布 2023 年三季报：2023 年 Q1-Q3 实现营业收入 50.91 亿元/yoys-4.91%，实现归母净利润 3.94 亿元/yoys+25.83%，实现扣非归母净利润 2.98 亿元/yoys-19.07%，净利率为 7.74%/yoys+1.89pct；单 Q3 看，公司 23Q3 实现营业收入 14.62 亿元/yoys-10.82%，实现归母净利润 0.93 亿元/yoys-40.12%，实现扣非归母净利润 0.36 亿元/yoys-78.67%。

➤ **分品类看：**1) 护肤类目：23Q3 护肤类目实现营收 4.14 亿元/yoys-8.5% (前三季度累计 yoys+1.5%)，线上渠道持续向好，线下压力仍待缓解。分品牌看：

①玉泽：新品+代言营销推动品牌发展向好，Q2-Q3 持续取得双位数增长；今年分别于 4 月/7 月/9 月上市新品油敏霜/修敏精华/干敏霜升级版，干敏霜在抖音开新日活动首日 GMV 达 700 万，新品已积累一定消费者认可，叠加营销推广方面通过代言人空降等形式增强品牌曝光，双十一大促通过“双面霜”策略驱动销售增长。

②佰草集：线下渠道持续消化经销商库存压力，线上销售份额显著提升，在天猫品牌年度会员日实现优异增长，活动期间 GMV 破 1100 万，新客成交同比增长 205%，天猫美妆个护直播间成交排行 TOP1；天猫双十一合作李佳琦《所有女生的 offer3》继续建立太极系列（啵啵水、啵啵霜）核心单品的消费者认知，双十一预售首日李佳琦直播间 GMV 超 1500w。

2) 个护家清类目：23Q3 个护家清类目实现营收 5.45 亿元/yoys-18.3% (前三季度累计 yoys-5%)，线下业态影响导致增长承压，积极拓展新零售渠道寻找新增量。核心品牌六神线下业务占比高，部分线下业态自身经营存在困难、叠加前三季度平均气温较往年偏低等因素导致六神品牌表现稍弱，公司持续发力拓展线上渠道或为品牌提供新增长点。

3) 母婴类目：23Q3 母婴类目实现营收 4.43 亿元/yoys-3.5% (前三季度累计 yoys-8.6%)，国内业务受人口出生率以及商超渠道的压力、海外业务受通胀压力持续加大&喂哺品类竞争加剧等不利因素影响，Q3 持续通过加强营销投入、提升品牌知名度以及增加产品的差异化，类目营收降幅逐步收窄。

➤ **持续费用投入招募新客蓄能长期发展，短期非经常性收益增长缓解净利压力。**公司 23Q3 毛利率为 57.73%/yoys+3.45pct，主要为高毛利的护肤业务占比提升推动毛利率结构性增长；费用率方面，23Q3 期间费用率同比+12.57pct，其中，销售/管理/财务/研发费用率同比分别+11.71/-0.40/+1.19/+0.06pct，销售费用率显著提升主要系投在佰草集、六神等品牌的推广费增加，以及为推动兴趣电商的快速增长和头部达人合作的达播费用等，通过增加投放招募新客，为长期发展蓄能。23Q3 净利率为 6.37%/yoys-3.12pct，基金、股票公允价值变动和投资收益同比增加部分缓解净利端压力。

➤ **组织结构优化形成闭环，品牌创造力迅速释放。**公司优化组织架构，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，调整后，母婴品类并入美容护肤事业部，美加净品牌划入个护板块。此次优化形成品牌闭环，聚焦品牌和品类的维度，加强市场反应速度，更快做出决策，减少组织内耗。目前，重回个护板块的美加净迅速反应，通过优化直播内容——管理层组成“老 baby 天团”坐镇抖音直播间，首播曝光量达 1290 万人次，直播观看人次达 545 万，带动近期抖音渠道日销明显向好。

➤ **盈利预测与投资评级：**公司具备覆盖多品类的品牌矩阵，线下业态自身经营压力拖累品牌整体表现，线上渠道布局新品打造、品牌营销积累势能，有望

于双十一集中释放；公司组织架构调整梳理后有助于提升品牌反应速度，调整成效已在美加净品牌初步体现，期待更多品牌在架构调整后实现更优表现。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.14/7.35/8.39 亿元，同比分别增长 30.0%/19.9%/14.0%，对应 PE 分别为 26/22/19X，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**消费力恢复不及预期、新产品推广销售效果不及预期、部分渠道恢复趋势不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,646	7,106	7,516	8,655	9,584
增长率 YoY %	8.7%	-7.1%	5.8%	15.2%	10.7%
归属母公司净利润(百万元)	649	472	614	735	839
增长率 YoY%	50.9%	-27.3%	30.0%	19.9%	14.0%
毛利率%	58.7%	57.1%	59.2%	59.6%	60.1%
净资产收益率ROE%	9.3%	6.5%	8.0%	8.9%	9.5%
EPS(摊薄)(元)	0.96	0.70	0.91	1.09	1.24
市盈率 P/E(倍)	24.66	33.92	26.10	21.77	19.10
市净率 P/B(倍)	2.30	2.21	2.09	1.95	1.81

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产		6,780	6,555	6,898	7,934	9,065	营业收入		7,646	7,106	7,516	8,655	9,584
货币资金		1,597	1,685	2,136	2,563	3,838	营业成本		3,156	3,048	3,068	3,494	3,821
应收票据		0	0	0	0	0	营业税金及附加		59	48	45	52	58
应收账款		1,109	1,324	1,166	1,593	1,359	销售费用		2,947	2,652	3,006	3,445	3,815
预付账款		83	72	123	122	134	管理费用		791	628	661	762	843
存货		872	929	931	985	1,011	研发费用		163	160	165	199	230
其他		3,119	2,544	2,542	2,670	2,723	财务费用		13	-11	6	-10	-18
非流动资产		5,365	5,715	5,556	5,412	5,273	减值损失合计		-40	-29	-15	-10	-10
长期股权投资		434	415	415	415	415	投资净收益		209	43	110	100	100
固定资产(合计)		939	863	780	700	622	其他		65	-51	67	67	67
无形资产		761	790	747	709	675	营业利润		752	544	725	871	993
其他		3,231	3,646	3,614	3,588	3,561	营业外收支		12	5	5	5	5
资产总计		12,146	12,269	12,454	13,346	14,338	利润总额		764	549	730	876	998
流动负债		3,210	3,533	3,602	3,928	4,282	所得税		115	77	117	140	160
短期借款		0	5	5	5	5	净利润		649	472	614	735	839
应付票据		0	0	0	0	0	少数股东损益		0	0	0	0	0
应付账款		718	915	960	981	1,099	归属母公司净利润		649	472	614	735	839
其他		2,491	2,613	2,637	2,941	3,177	EBITDA		867	827	836	968	1,081
非流动负债		1,972	1,487	1,187	1,187	1,187	EPS(当年)(元)		0.97	0.70	0.91	1.09	1.24
长期借款		925	751	451	451	451							
其他		1,047	736	736	736	736							
负债合计		5,182	5,020	4,789	5,115	5,468							
少数股东权益		0	0	0	0	0							
归属母公司股东权益		6,963	7,249	7,666	8,231	8,870							
负债和股东权益		12,146	12,269	12,454	13,346	14,338							

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入		7,646	7,106	7,516	8,655	9,584
同比(%)		8.7%	-7.1%	5.8%	15.2%	10.7%
归属母公司净利润		649	472	614	735	839
同比(%)		50.9%	-27.3%	30.0%	19.9%	14.0%
毛利率(%)		58.7%	57.1%	59.2%	59.6%	60.1%
ROE%		9.3%	6.5%	8.0%	8.9%	9.5%
EPS(摊薄)(元)		0.96	0.70	0.91	1.09	1.24
P/E		24.66	33.92	26.10	21.77	19.10
P/B		2.30	2.21	2.09	1.95	1.81
EV/EBITDA		31.23	25.68	17.78	14.92	12.18

现金流量表		单位:百万元				
会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流		993	665	1,185	598	1,481
净利润		649	472	614	735	839
折旧摊销		265	234	172	169	168
财务费用		21	28	40	33	33
投资损失			-209	-43	-110	-100
营运资金变动		214	-168	446	-258	523
其它		52	142	23	18	18
投资活动现金流		-384	-155	-196	32	27
资本支出		-139	-113	-17	-21	-26
长期投资		-368	-251	-300	-50	-50
其他		123	209	121	103	103
筹资活动现金流		-228	-384	-538	-203	-233
吸收投资		47	12	-55	0	0
借款		0	5	-300	0	0
支付利息或股息		-166	-234	-182	-203	-233
现金流净增加额		311	88	451	427	1,275

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。