

600315.SH

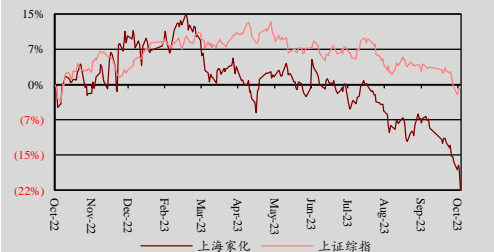
增持

原评级: 买入

市场价格: 人民币 23.17

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(29.3)	(15.7)	(20.6)	(22.6)
相对上证综指	(25.2)	(12.0)	(13.4)	(22.2)

发行股数 (百万)	676.22
流通股 (百万)	673.19
总市值 (人民币 百万)	15,133.89
3个月日均交易额 (人民币 百万)	99.99
主要股东	
上海家化(集团)有限公司	51.01

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2023年10月27日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

美容护理: 化妆品

证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

证券分析师: 丁凡

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521090001

上海家化

Q3 收入波动, 产品升级推进盈利能力增长

公司于2023年10月25日公布2023年三季报, 2023Q1-Q3收入同降4.91%至50.91亿元, 归母净利润同增25.83%至3.94亿元。公司品牌矩阵持续优化, 多渠道布局不断加深, 考虑到线下渠道处于调整期, 下调至**增持**评级。

支撑评级的要点

- **2023Q3 收入波动, 公司多品牌优势不断巩固, 产品升级、价格带提升。**公司2023Q1~Q3收入同降4.91%至50.91亿元, 归母净利润同增25.83%至3.94亿元。Q3单季收入同比下降10.82%至14.62亿元, 主要由于线下渠道调整, 以及Q3单季天气较往年偏冷影响六神销售所致; 归母净利润0.93亿元, 下降40.12%。分品类看, 公司2023Q3单季护肤/个护/母婴收入分别同比下降8.5%/18.3%/3.5%至4.14/5.45/4.43亿元。Q3单季产品持续升级, 佰草集新七白系列升级版深受消费者认可, Q3推出成毅联名礼盒, 进一步扩充客群; 玉泽大单品干敏霜完成升级, 此外新品油敏霜逐渐放量。综合来看护肤品类高毛利产品占比提升拉动产品均价上升36.8%, 产品竞争力不断加强。六神继续加强核心产品社交媒体营销布局, 受到年轻消费群体的喜爱。启初完成胚芽系列升级, 产品功效性增强。2023Q3公司加大投入兴趣电商, 线上营销效率提升; 线下渠道仍在优化进程中。
- **产品均价提升促盈利能力增长, 增强营销打造品牌优势, 备货致存货周转放缓。**产品结构优化下2023Q1~Q3毛利率提升1.33pct至59.52%, 盈利能力提升; 销售费用率43.43%, 同增3.77pct, 加大多品牌宣传投入力度, 加强控费下管理费用下降0.34pct至9.18%, 旺季备货致公司Q3期末存货周转天数同比增长13天至123天。应收账款12.01亿元, 比去年同期增加6008万元, 应收账款周转天数增加10天至67天。预付账款为1.34亿元, 比去年同期增加5144万元。综合来看, 2023Q3期末经营性现金流量净额同比减少72.4%至2.09亿元。
- **打造高端化、年轻化、专业化品牌矩阵, 叠加多渠道转型升级, 有望共驱长期增长。**佰草集完成主线聚焦新太极系列、新七白系列, 塑造高端化形象。玉泽巩固“医研共创”差异化定位, 期待油敏霜放量; 下半年新升级干敏霜市场反馈较好, 有望在Q4贡献销售收入增长。六神专注年轻群体需求, 沐浴露、洗发水等全季化产品布局日趋完善。婴童品牌启初胚芽米系列升级, 后续消费者认可度有望进一步提升。

估值

- 考虑到公司线下渠道调整, 下调盈利预测, 预计2023至2025年EPS为0.86/0.95/1.06元; 市盈率为27/25/22倍, 下调至**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 线下恢复不及预期; 新品类拓展不达预期; 行业竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	7,646	7,106	7,398	7,925	8,418
增长率(%)	8.7	(7.1)	4.1	7.1	6.2
EBITDA(人民币 百万)	740	766	901	971	1,050
归母净利润(人民币 百万)	649	472	580	640	713
增长率(%)	51	(27)	23	10	11
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.96	0.70	0.86	0.95	1.06
原先预测摊薄每股收益(人民币)	0.96	0.70	0.96	1.21	1.36
调整幅度(%)			(10.7)	(21.8)	(22.3)
市盈率(倍)	23.9	33.1	27.0	24.5	22.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,646	7,113	7,405	7,932	8,425
营业收入	7,646	7,106	7,398	7,925	8,418
营业成本	3,156	3,048	3,109	3,316	3,518
营业税金及附加	59	48	50	54	57
销售费用	2,947	2,652	2,722	2,882	3,032
管理费用	791	628	670	718	763
研发费用	163	160	159	190	202
财务费用	13	(11)	(11)	(11)	(11)
其他收益	88	69	69	69	69
资产减值损失	(40)	(29)	(21)	(29)	(24)
信用减值损失	20	(18)	(18)	(18)	(18)
资产处置收益	(2)	1	1	1	1
公允价值变动收益	(42)	(103)	(103)	(103)	(103)
投资收益	209	43	43	43	43
汇兑收益	7	(22)	(22)	(22)	(22)
营业利润	752	544	669	738	824
营业外收入	14	7	7	7	7
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	764	549	674	744	829
所得税	115	77	94	104	116
净利润	649	472	580	640	713
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	649	472	580	640	713
EBITDA	740	766	901	971	1,050
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.96	0.70	0.85	0.94	1.05

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,780	6,555	6,633	7,243	7,518
货币资金	1,597	1,685	2,134	2,041	2,522
应收账款	1,109	1,324	1,102	1,455	1,261
应收票据	0	0	0	0	0
存货	872	929	808	1,113	933
预付账款	83	72	66	82	71
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,119	2,544	2,523	2,552	2,732
非流动资产	5,365	5,715	5,723	5,753	5,797
长期投资	925	1,217	1,217	1,217	1,218
固定资产	939	863	840	837	844
无形资产	761	790	806	822	839
其他长期资产	48	38	41	46	50
资产合计	12,146	12,269	12,355	12,996	13,315
流动负债	3,210	3,533	3,447	3,726	3,639
短期借款	0	5	5	5	5
应付账款	718	915	766	979	825
其他流动负债	2,491	2,613	2,676	2,741	2,809
非流动负债	1,972	1,487	1,336	1,336	1,336
长期借款	925	751	600	600	600
其他长期负债	1,047	736	736	736	736
负债合计	5,182	5,020	4,782	5,061	4,975
股本	680	679	676	676	676
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,963	7,249	7,573	7,935	8,341
负债和股东权益合计	12,146	12,269	12,355	12,996	13,315

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	649	472	580	640	713
折旧摊销	(209)	(196)	(214)	(206)	(205)
营运资金变动	0	0	0	0	0
其他	553	389	739	6	743
经营活动现金流	993	665	1,105	440	1,250
资本支出	(141)	(114)	(103)	(93)	(83)
投资变动	(243)	(41)	(41)	(41)	(41)
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(384)	(155)	(144)	(134)	(125)
银行借款	0	(5)	0	0	(1)
债券融资	0	0	0	0	0
其他	(228)	(379)	(500)	(399)	(644)
筹资活动现金流	(228)	(384)	(500)	(399)	(645)
净现金流	381	126	461	(93)	481

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	8.7	(7.1)	4.1	7.1	6.2
营业利润增长率(%)	40.9	(27.8)	23.1	10.4	11.6
归属于母公司净利润增长率(%)	50.9	(27.3)	22.9	10.3	11.5
息税前利润增长率(%)	43.4	7.4	20.5	11.3	10.5
息税折旧前利润增长率(%)	22.1	3.6	17.6	7.8	8.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	50.6	(27.2)	22.9	10.3	11.6
获利能力					
息税前利润率(%)	7.5	8.0	9.3	9.6	10.0
营业利润率(%)	9.8	7.6	10.3	10.9	11.6
毛利率(%)	58.7	57.1	58.0	58.2	58.2
归母净利润率(%)	8.5	6.6	7.8	8.1	8.5
ROE(%)	9.3	6.5	7.7	8.1	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
负债权益比	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
流动比率	2.1	1.9	1.9	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	7.0	5.8	6.1	6.2	6.2
应付账款周转率	4.4	3.7	3.7	3.8	3.9
费用率					
销售费用率(%)	38.5	37.3	36.8	36.4	36.0
管理费用率(%)	10.3	8.8	9.1	9.1	9.1
研发费用率(%)	2.1	2.2	2.2	2.4	2.4
财务费用率(%)	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	0.7	0.9	0.9	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	1.5	1.0	1.6	0.6	1.8
每股净资产(最新摊薄)	10.3	10.7	11.2	11.7	12.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	23.9	33.1	27.0	24.5	22.0
P/B(最新摊薄)	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	17.5	25.7	14.9	37.7	12.9
价格/现金流(倍)	18.2	27.1	16.3	41.0	14.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371