



## 组织架构调整为事业部制，公司旗下多品牌资产有望进一步提升运营质量 —上海家化（600315.SH）投资价值分析报告

### ● IMF 上调经济增速预测，美容及个人护理市场规模有望稳步增长

据 IMF 最新发布的《世界经济展望》，由于我国第三季度经济增长表现强于预期以及最新发布的一系列政策，IMF 预计 2023 及 2024 年我国经济增速将分别达到 5.4%、4.6%，较此前预测上调了 0.4 个百分点。颜值经济、悦己消费以及良好的经济增速有望推动美容及个人护理市场规模不断扩大，根据欧睿数据，预计 2023 年美容及个人护理市场规模有望达到 5,791.66 亿元，同比增长 8.90%，未来 3 年复合增速有望达到 7.21%，至 2025 年行业规模有望达到 6,554.09 亿元。

### ● 借助国货风潮，公司有望持续受益于旗下品牌资产

今年 9 月，受李佳琦等事件影响，消费者对国货品牌关注度提升，上海家化旗下多个国货品牌再次进入消费者视野，如美加净、上海等品牌，多品牌在抖音等渠道表现积极。受益于源远流长的品牌资产以及在美妆、个护家清、母婴品类的全面布局，公司市场规模有望稳步增长。

### ● 组织架构变更为事业部制，有望进一步提升运营质量

公司之前的组织架构是以职能为主轴，线上、线下业务分散在不同部门，对市场的反应速度慢。10 月 25 日，为提升公司运营质量、激活组织效率，公司发布了组织机构调整公告。公司将从职能化转为事业部架构，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。本次调整有利于简化组织内部的沟通流程，加速对市场的反应速度，同时建立起赛马机制，新的架构也将使线下业务加速调整，并持续推动线上业务。

### ● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 76.21、80.22、84.47 亿元，YOY 分别为 7.24%、5.26%、5.30%；EPS 分别为 0.80、1.07、1.22 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 28.80 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

### ● 投资风险提示

行业竞争加剧、行业增速放缓

### ● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,106.31	7,620.76	8,021.99	8,447.15
YOY	-7.06%	7.24%	5.26%	5.30%
归母净利润	472.04	542.75	720.82	825.68
EPS	0.70	0.80	1.07	1.22
P/E	33.89	29.48	22.20	19.38

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

### 公司投资评级

推荐（首次）

### 公司深度报告

华通证券国际有限公司研究部

美容护理行业组

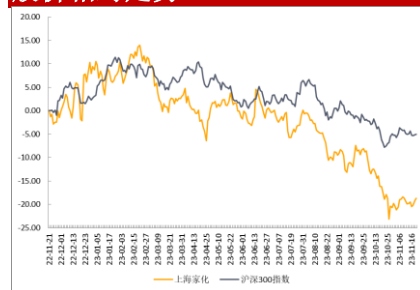
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

### 主要数据 2023.11.21

收盘价（元）	23.66
一年中最低/最高（元）	22.10/33.56
总市值（亿元）	160.0
ROE（加权）	5.30%
PE（TTM）	28.93

### 股价相对走势





## 目录

一、公司所属主要行业情况分析.....	4
二、公司主要业务板块经营情况分析 .....	5
2.1 公司主营业务及产品介绍 .....	5
2.2 公司经营业绩情况 .....	7
2.3 公司核心资源和竞争优势分析 .....	8
2.3.1 品牌知名度 .....	8
2.3.2 研发优势 .....	8
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析 .....	9
三、2023-2025 年公司整体业绩预测.....	12
四、公司估值分析.....	13
4.1 P/E 模型估值.....	13
4.2 DCF 模型.....	14
五、公司未来六个月内投资建议.....	14
5.1 公司股价催化剂分析 .....	14
5.2 公司六个月内的目标价 .....	15
六、公司投资评级.....	15
七、风险提示 .....	15



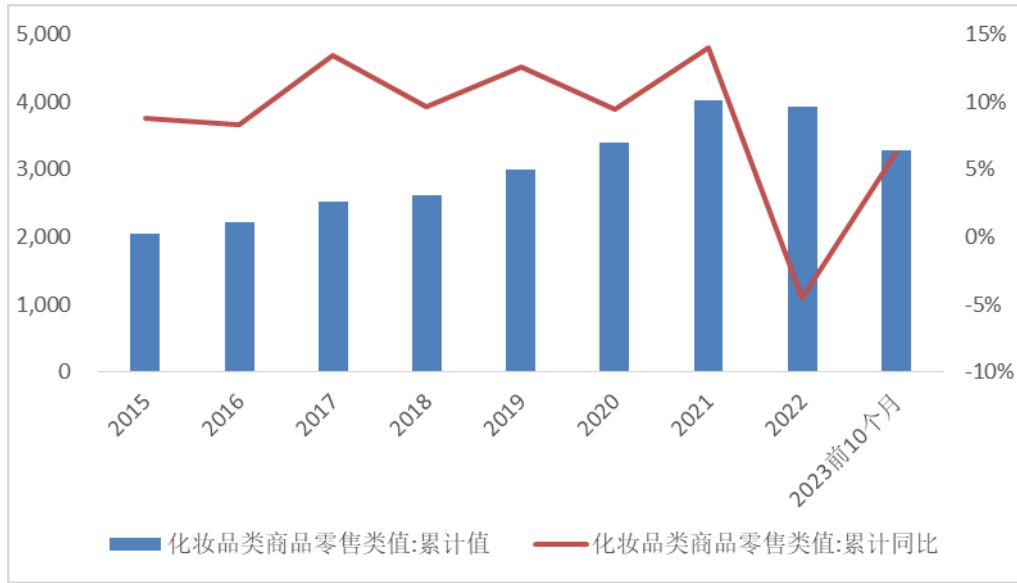
## 图表目录

图 1: 限额以上单位化妆品类商品零售额及增速 .....	4
图 2: 2017 年国内美容及个人护理公司份额 .....	4
图 3: 2022 年国内美容及个人护理公司份额 .....	4
图 4: 美容及个人护理市场规模及增速预测 .....	5
图 5: 公司营收及增速 .....	7
图 6: 公司归母净利润及增速 .....	7
图 7: 公司分产品营收 .....	7
图 8: 公司分产品毛利率 .....	7
图 9: 公司毛利率及净利率走势 .....	8
图 10: 公司费用率走势 .....	8
图 11: 可比公司存货周转率对比 .....	10
图 12: 可比公司应收账款周转率对比 .....	10
图 13: 可比公司总资产周转率对比 .....	10
图 14: 可比公司销售费用率对比 .....	10
图 15: 可比公司管理费用率对比 .....	10
图 16: 可比公司财务费用率对比 .....	11
图 17: 可比公司毛利率对比 .....	11
图 18: 可比公司净利率对比 .....	11
图 19: 可比公司 ROE 对比 .....	11
图 20: 可比公司 PE(TTM)对比 .....	13
表 1: 2023-2025 年公司收入预测 .....	12
表 2: 可比公司估值表 (截止 2023 年 11 月 21 日) .....	13
表 3: DCF 模型估值 .....	14

## 一、公司所属主要行业情况分析

随着生活水平提高，消费者的个人护理及皮肤护理意识提升，带动我国化妆品市场规模不断上涨。根据同花顺 iFinD 数据显示，2015-2022 年，我国化妆品商品零售总额从 2,049.40 亿元增长至 3,935.60 亿元，期间复合增速为 9.77%。2022 年受出行受阻等因素影响，我国化妆品零售额较上年下降 4.50%。随着出行恢复，2023 年 1-10 月化妆品类商品零售累计额为 3,291.30 亿元，同比增长 6.20%。

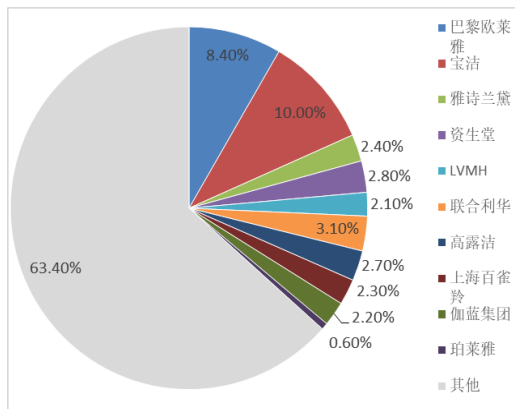
图 1：限额以上单位化妆品类商品零售额及增速



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券国际有限公司研究部

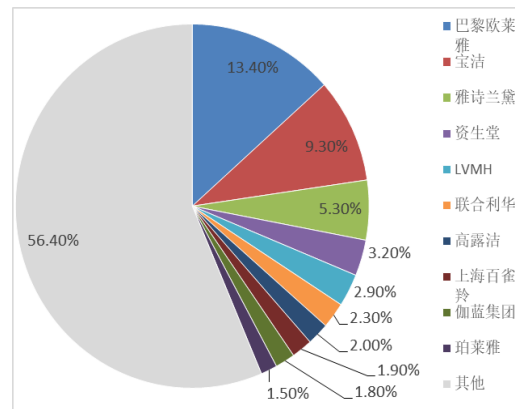
我国美容及个人护理市场主要由外资品牌占据，其中巴黎欧莱雅、雅诗兰黛市场份额逐年提升，根据欧睿数据，巴黎欧莱雅市场份额从 2017 年的 8.4% 提升至 2022 年的 13.40%，雅诗兰黛市场份额从 2017 年的 2.4% 提升至 5.3%。近几年，随着消费者对国货品牌关注度提升，国内品牌如珀莱雅、贝泰妮市场份额逐步提升，珀莱雅市场份额从 2017 年的 0.6% 提升至 2022 年的 1.5%。

图 2：2017 年国内美容及个人护理公司份额



数据来源：欧睿数据、华通证券研究部

图 3：2022 年国内美容及个人护理公司份额

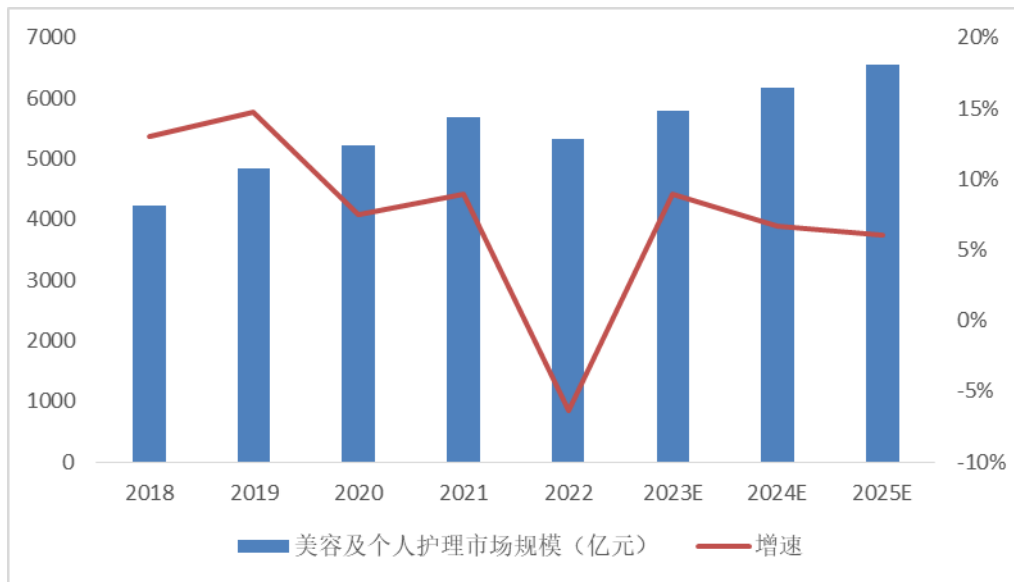




近几年，随着颜值经济及悦己消费崛起，我国化妆品市场规模不断扩大。同时，个人护理不断向精细化方向延伸，护理诉求的不断进阶，推动个人护理市场向高端化、功能化升级。美容及个人护理消费支出主要受个人收入影响，据 IMF10 月发布的《世界经济展望》，由于我国第三季度经济增长表现强于预期以及最新发布的一系列政策，IMF 上调此前预测的 2023 及 2024 年中国经济增长预测，预计我国实际 GDP 在 2023 年将增长 5.4%，2024 年将增长 4.6%，相比此前发布预测，此次发布的预测值均上调了 0.4 个百分点。

良好的经济增速有望推动美容及个人护理市场规模不断扩大，根据欧睿数据，预计 2023 年美容及个人护理市场规模有望达到 5,791.66 亿元，同比增长 8.90%，未来 3 年复合增速有望达到 7.21%，至 2025 年行业规模有望达到 6,554.09 亿元。

图 4：美容及个人护理市场规模及增速预测



数据来源：欧睿数据，华通证券国际有限公司研究部

## 二、公司主要业务板块经营情况分析

### 2.1 公司主营业务及产品介绍

上海家化是中国美妆日化行业历史悠久的民族企业之一，前身是成立于 1898 年的香港广生行，2017 年，公司完成了历史上最大并购案，全资收购全球母婴喂哺领导品牌——总部位于英国的 Tommee Tippee。至此，上海家化成为了一家国际化的美妆日化公司，在中国的海、海南、广东，以及非洲摩洛哥和欧洲英国设有制造工厂，具有全球领先的生产能力，销售网络也已从中国拓展至亚洲、欧洲、非洲、北美洲、大洋洲。

公司在美妆、个护家清、母婴三大领域进行多品牌布局，各品牌在细分领域拥有较高的品牌知名度。护肤品类包括佰草集、玉泽、典萃、高夫、双妹；个护家清品类包括六神、家安、美加净等；母婴品类包括启初、汤美星。此外，公司还拥有国民品牌：雅霜、友谊、海



鸥、百爱神、春蕾、上海，以及合作品牌包括片仔癀、艾禾美、碧缇丝、芳芯。

公司不断推动产品及营销升级，2022年，六神着力于产品升级化、传播年轻化和渠道数字化，上市新品“驱蚊蛋”、“清凉蛋”，消费者可在户外出行时随身携带，618大促期间在电商销售突破22万件，登上天猫驱蚊水热卖榜TOP2。此外，六神推出众多跨界联名，为品牌积累消费者资产，如：醉鹅娘联名产品“六神风味莫吉托酒”、敦煌美术研究所联名“敦煌神奇乐兔花露水”。

玉泽持续夯实品牌心智，打造分型肌肤护理解决方案，推出新品皮肤屏障修护专研清透保湿霜，推动玉泽品牌在上半年实现双位数增长。下半年玉泽将借势多个平台IP营销，推出焕新升级的皮肤屏障修护专研保湿霜，满足干敏肌消费者需求，进一步加强产品安全性和功效性的同时，提升消费者使用体验，通过“双面霜”产品策略提升玉泽面霜品类市场份额。

佰草集在“BIG DAY”当日佰草集天猫旗舰店位列天猫美妆行业第一名。头部产品聚焦度持续提升，太极系列和新七白系列在旗舰店的占比达70%，招新效率持续提升，并在抖音、快手渠道实现翻倍增长。下半年，佰草集将不断强化“前沿中国特色本草科研级护肤专家”的品牌形象，聚焦资源通过打造爆品。

高夫聚焦电竞游戏圈层，推出新品恒润熬夜保湿乳，于天猫大牌日推出王者荣耀IP联名礼盒，在“BIG DAY”当日成为男士礼盒类目排名NO.1。下半年，高夫将聚焦“亚运会王者荣耀电竞赛事”进行营销传播。

雙妹携手上海宋庆龄故居纪念馆“宋文创”品牌共同推出联名礼盒，礼盒上市即进入天猫护肤礼盒新品榜TOP4，天猫国货之光直播榜TOP1。下半年，雙妹将和上海博物馆推出跨界联名，通过文化和艺术领域的营销活动进一步提升品牌价值感和品牌体验。

启初签约世界大满贯妈妈李娜作为品牌代言人，全新升级水润防晒露并上市舒缓冰沙霜，新品冰沙霜首发全店链接TOP1，防晒同比增长55%（注：2023年5月16日-6月20日），初步建立夏季整体护肤矩阵；下半年，明星单品胚米润肤系列即将焕新上市，以8倍胚米精华和家化专利糯米醇元全面升级，提升启初在婴童护肤市场份额。

公司之前的组织架构是以职能为主轴，线上、线下业务分散在不同部门，对市场的反应速度慢。10月25日，为提升公司运营质量、激活组织效率，公司发布了组织机构调整公告。公司将从职能化转为事业部架构，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。本次调整有利于简化组织内部的沟通流程，加速对市场的反应速度，同时建立起赛马机制，新的架构也将使线下业务加速调整，并持续推动线上业务。

本次调整后，母婴品类并入美容护肤事业部，美加净品牌划入个护。在组织机构调整的前期试点中，国货品牌美加净在9月国货崛起热潮中表现积极，9月19日美加净抖音平台首



播最高同时在线人数达 4.6 万人，新增粉丝数超 10 万人，截至目前美加净抖音官旗粉丝数已超 60 万。

## 2.2 公司经营业绩情况

国内美妆产品销售主要在年中及年末大促时期，国外业务受通胀及消费者信心下降等因素影响，2023 年前三季度，公司实现营业收入 50.91 亿元，同比下降 4.91%，实现归母净利润 3.94 亿元，同比增长 25.83%。

图 5：公司营收及增速

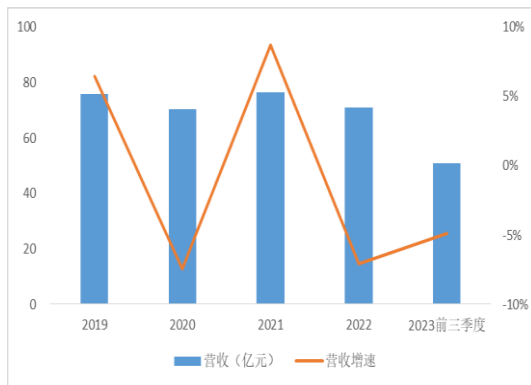
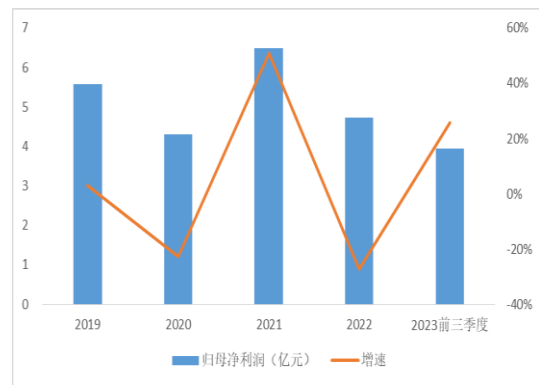


图 6：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

公司营收主要来自个人护理用品，2023 年上半年，个人护理用品、母婴用品、化妆品、合资及代理品牌分别实现营业收入 17.24、9.11、8.72、1.16 亿元，上述业务占营业收入比重分别为 47.49%、25.09%、24.01%、3.20%。各产品毛利率相对稳定，其中，化妆品业务毛利率较高，2022 年，个人护理用品、母婴用品、化妆品、合资及代理品牌毛利率分别为 55.09%、51.67%、69.36%、34.75%。

图 7：公司分产品营收

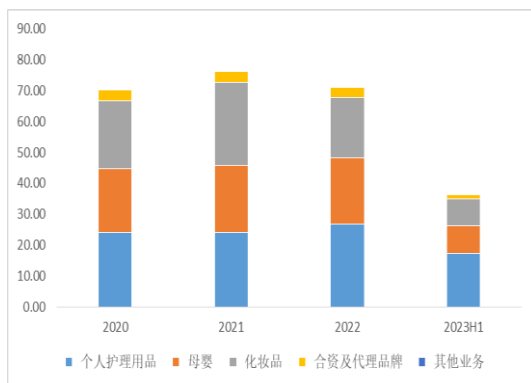
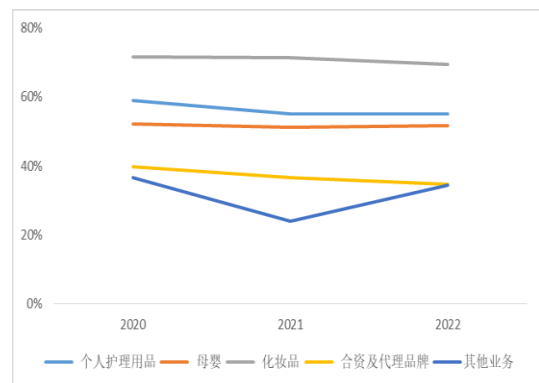


图 8：公司分产品毛利率



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

公司整体毛利率及净利率相对稳定，2023 年前三季度，公司毛利率、净利率分别为 59.52%、7.74%。品牌投放加大导致今年前三季度销售费用率有所上升，2023 年前三季度，销售费用率、管理费用率、财务费用率及研发费用率分别为 43.43%、11.42%、0.14%、2.24%。



图 9：公司毛利率及净利率走势

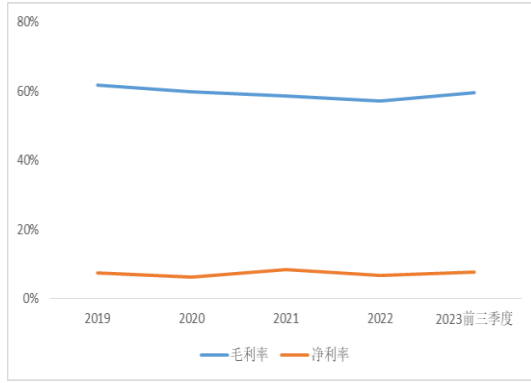
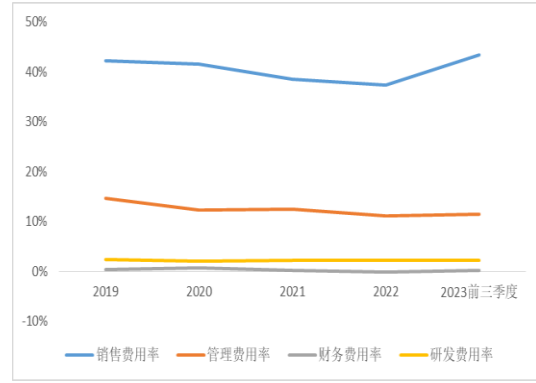


图 10：公司费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

## 2.3 公司核心资源和竞争优势分析

### 2.3.1 品牌知名度

公司实行多品牌战略，并且各品牌在细分领域拥有较高的品牌知名度。今年 9 月，受李佳琦等事件影响，消费者对国货品牌关注度提升，上海家化旗下多个品牌均具有深厚历史及品牌知名度，例如，双妹创立于 1898 年，美加净创立于 1962 年，六神创立于 1990 年，高夫创立于 1992 年（中国首个男士化妆品品牌）。

自成立发展至今，雙妹品牌曾广受民国名媛的欢迎，代表中国赢得了国际至高荣誉——巴拿马金奖；美加净品牌生产的中国的发蜡、摩丝、护手霜，是三代人的集体记忆；高夫品牌是男性护肤品牌的领导者；Tommee Tippee 汤美星品牌是享誉全球的婴幼儿喂哺品牌；六神品牌在花露水中创新加入了中草药元素，是花露水产品类的主导者，据凯度消费者发布的《2023 品牌足迹》，2022 年六神品牌消费者触及数 1.35 亿人，渗透率达到 35.1%，在健康美容类品牌中排名第 6，品牌知名度较高。借此国货热潮，公司旗下多个国民品牌再次进入消费者视野，如雅霜、美加净、上海等品牌，未来公司有望持续受益于旗下品牌资产。

### 2.3.2 研发优势

随着消费者对产品成分、配方、功能的关注度提升，美妆日化企业通过建立完善的研发系统实力以及消费者洞察驱动的研发方法论，提升自身差异化水平。

公司持续探索数字化赋能的方式实现消费者洞察，依托全流程的项目管理和整链式研发模式，从基础研究、应用创新以及产品价值塑造三个维度实现科技赋能，截至 2022 年，上海家化共获得 427 项授权有效专利，其中国家发明专利 96 项，涉外专利授权 22 项，拓展了全球化技术的领先布局。2022 年上海家化共提交 99 项专利申请，其中国内发明专利申请 43 项，PCT11 项，实用新型 4 项，外观设计 40 项，海牙外观设计 1 项，公司 2022 年专利申请数比 2019 年和 2020 年基本翻倍。





基础研究领域，公司围绕医研共创、中医中草药、细胞生物、安全和功效评估设备、功效筛选、包装设计以及 AI 定制化、美容仪器八大基础平台，打造技术壁垒，通过产学研医的外部开放合作平台的打造加速技术转化。公司不断深入推进，从机理研究、靶向成分、合作转化再到功效验证，全链路加速基础研究及落地。同时，公司积极布局美妆科技，以更智能、更年轻、更时尚的产品语言更好地与消费者沟通。

医研共创领域，上海家化与上海交通大学医学院附属瑞金医院的“医研共创”模式已进入第 19 年，玉泽品牌在“皮肤屏障修护”身体乳和精华乳等的基础上，持续不断地优化升级其 PBS 核心成分。基于皮肤代谢组学、皮肤免疫学及皮肤神经美容学等多个屏障领域的研究，进一步扩展和优化油脂组成和配比，以满足敏感肌肤人群更细分化、场景化的功效诉求。公司与首都医科大学附属北京儿童医院马琳主任团队开展合作，共同研究发现 2 款活性物，能有效缓解和改善儿童周期性干痒红等症状，并联合研发推出启初婴儿多维舒缓常护霜和特护霜。

中医中草药领域，公司通过与国内多个顶级中草药研究所合作，开展中国特色植物的成分靶点和功效的相关研究，借助网络药理学，实现从成分到机理的精准靶向，不断增强消费者对中医药美容的现代理解。公司与百年国货企业恒顺醋业强强联手，共建“家化-恒顺美容发酵研究平台”，联合推出首个独家发酵核心专利成分——“V 醇元”，并作为核心成分应用于启初特护霜。

细胞生物领域，公司和国内高校院所合作研究，洞察敏感肌人群痛点和需求，紧跟“天然活性物-受体活性调节”神经美容学新进展，钻研敏感肌多维协同修护解决方案，专研高功效的细胞通道天然抑制小分子、生物活性肽等，建立敏肌人群肌肤问题一站式解决方案的技术护城河，赋能在敏感肌赛道上的领跑实力。

## 2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取美容护理领域珀莱雅、水羊股份、两面针、拉芳家化为可比公司。存货周转率方面，上海家化、珀莱雅、水羊股份、两面针、拉芳家化 2023 年前三季度存货周转率依次为 2.20、1.72、1.54、2.60、1.66；应收账款周转率方面，上述公司 2023 年前三季度应收账款周转率依次为 4.03、34.61、9.16、6.97、7.04；总资产周转率方面，上海家化在可比公司中处于中等水平，上述公司 2023 年前三季度总资产周转率依次为 0.42、0.83、0.86、0.27、0.28。



图 11: 可比公司存货周转率对比

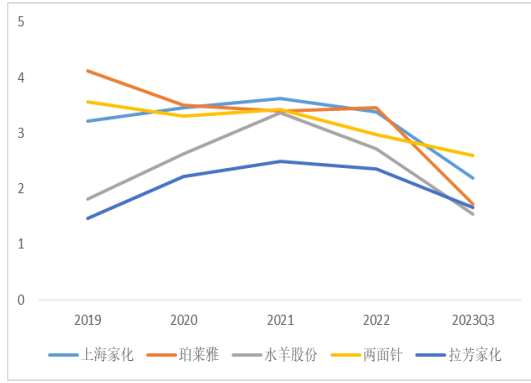


图 12: 可比公司应收账款周转率对比

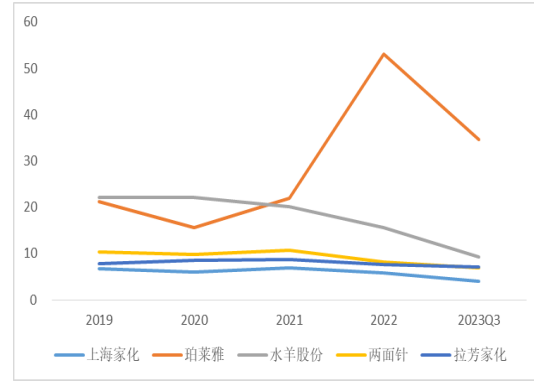
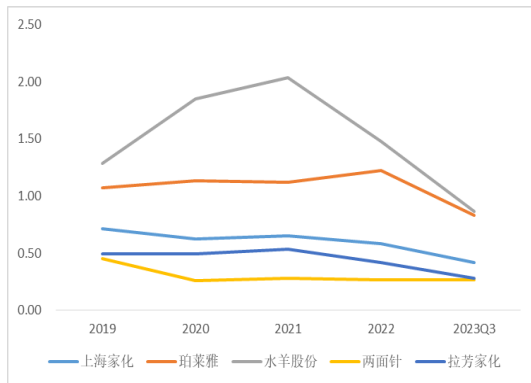


图 13: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面, 品牌化妆品企业销售费用率高于个护家清企业, 上海家化销售费用率在可比公司中处于中等水平, 上海家化、珀莱雅、水羊股份、两面针、拉芳家化 2023 年 (TTM) 销售费用率依次为 40.04%、43.74%、42.89%、10.11%、24.91%; 管理费用率方面, 上述公司 2023 年 (TTM) 管理费用率依次为 8.56%、4.93%、3.61%、7.79%、6.73%; 财务费用率方面, 上述公司 2023 年 (TTM) 财务费用率依次为 0.08%、-0.69%、1.56%、-4.16%、-2.05%。

图 14: 可比公司销售费用率对比

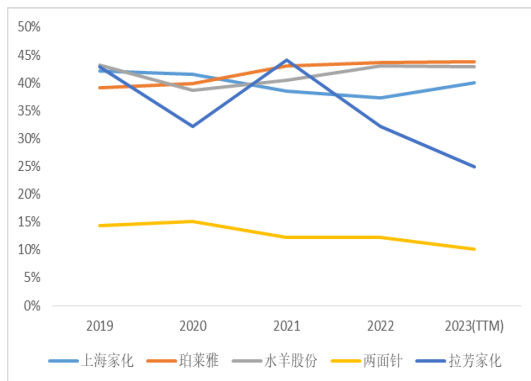


图 15: 可比公司管理费用率对比

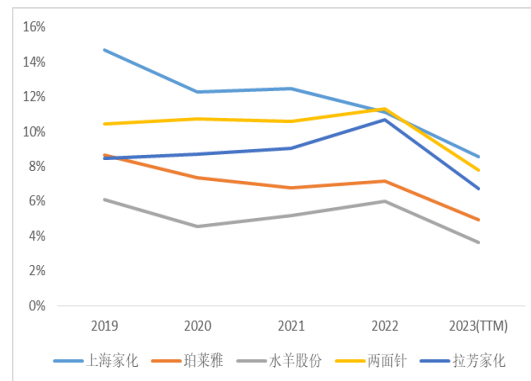
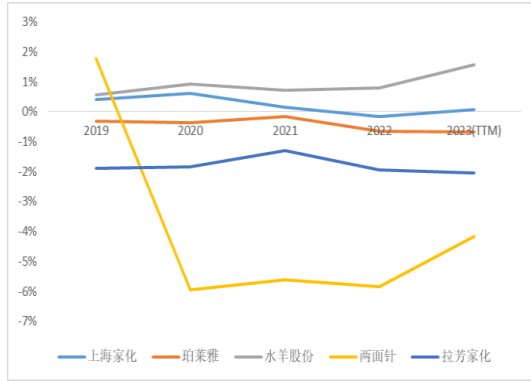




图 16: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 品牌化妆品毛利率高于个护家清产品, 上海家化毛利率在可比公司中处于中等水平, 上海家化、珀莱雅、水羊股份、两面针、拉芳家化 2023 年 (TTM) 毛利率依次为 58.07%、70.85%、55.12%、16.38%、48.00%; 净利率方面, 上海家化在可比公司中处于第二位, 上述公司 2023 年 (TTM) 净利率依次为 8.08%、14.36%、4.01%、5.13%、7.70%; 净资产收益率方面, 上海家化在可比公司中处于中等水平, 上述公司 2023 年 (TTM) ROE 依次为 7.30%、27.12%、9.16%、2.05%、3.69%。

图 17: 可比公司毛利率对比

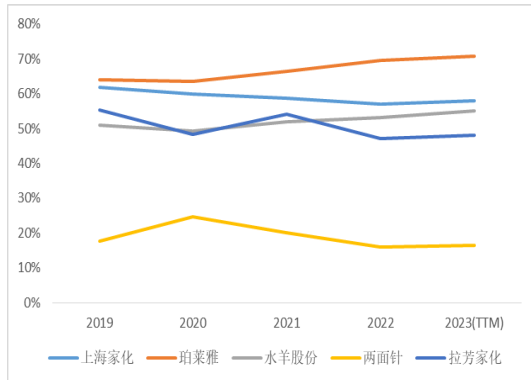


图 18: 可比公司净利率对比

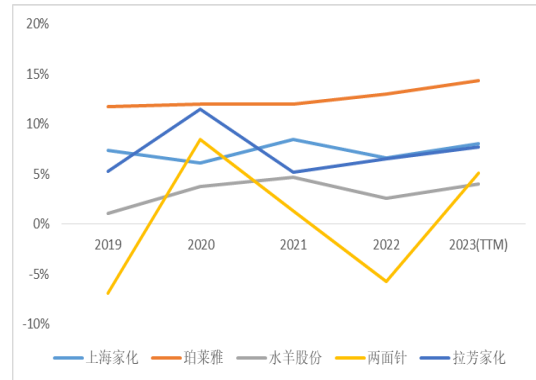
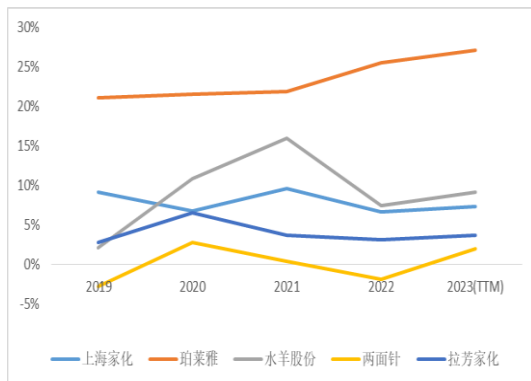


图 19: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部



### 三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设：

a. 公司多个品牌在细分领域具有较高的品牌知名度，借助国货风潮，公司旗下多个国民品牌再次进入消费者视野，如美加净、上海、雅霜等品牌，凭借品牌资产，公司市场规模有望逐步扩大。六神作为个护家清业务核心，通过推动品牌年轻化、高端化和全季化，市场份额逐步提升，未来预计仍将贡献稳定收入。母婴产品领域，由于新生儿数量不断减少，市场通过推动高端化实现客单价提升，公司在该领域有望实现小幅增长。

b. 随着消费者对功效、成分、配方关注度提升，旗下玉泽有望受益于功效护肤概念，佰草集、典萃等品牌有望受益于植萃概念热度。化妆品业务毛利率较高，同时公司逐步推进品牌的高端化、年轻化、专业化，未来随着化妆品业务收入占比逐步提升，公司整体毛利率水平有望进一步提升。

c. 结合往年数据，将个人护理用品、母婴产品、化妆品、合资及代理产品、其他业务的2023年收入增长预测均设为7%、5%、10%、7%、5%；参考往年数据进行预测，将2024及2025年上述行业的收入增长设定为5%、3%、8%、5%、5%。

d. 结合往年数据，将个人护理用品、母婴产品、化妆品、合资及代理产品、其他业务的2023年毛利率预测设为55%、52%、71%、35%、34%；参考往年数据进行预测，将2024及2025年上述行业的毛利率设定为56%、53%、73%、36%、34%。

表 1: 2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
个人护理用品	收入 (亿元)	26.72	28.59	30.02	31.52
	YOY	10.88%	7.00%	5.00%	5.00%
	成本 (亿元)	12.00	12.87	13.21	13.87
	毛利率	55.09%	55.00%	56.00%	56.00%
母婴产品	收入 (亿元)	21.42	22.49	23.17	23.86
	YOY	-0.75%	5.00%	3.00%	3.00%
	成本 (亿元)	10.35	10.80	10.89	11.21
	毛利率	51.67%	52.00%	53.00%	53.00%
化妆品	收入 (亿元)	19.75	21.73	23.46	25.34
	YOY	-26.78%	10.00%	8.00%	8.00%
	成本 (亿元)	6.05	6.30	6.34	6.84
	毛利率	69.36%	71.00%	73.00%	73.00%
合资及代理品牌	收入 (亿元)	3.11	3.33	3.49	3.67
	YOY	-16.69%	7.00%	5.00%	5.00%
	成本 (亿元)	2.03	2.16	2.24	2.35
	毛利率	34.75%	35.00%	36.00%	36.00%
其他业务	收入 (亿元)	0.07	0.07	0.08	0.08
	YOY	-14.18%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本 (亿元)	0.05	0.05	0.05	0.05



	毛利率	34.48%	34.00%	34.00%	34.00%
合计	收入 (亿元)	71.06	76.21	80.22	84.47
	YOY	-7.06%	7.24%	5.26%	5.30%
	成本 (亿元)	30.48	32.17	32.72	34.33
	毛利率	57.12%	57.78%	59.21%	59.36%

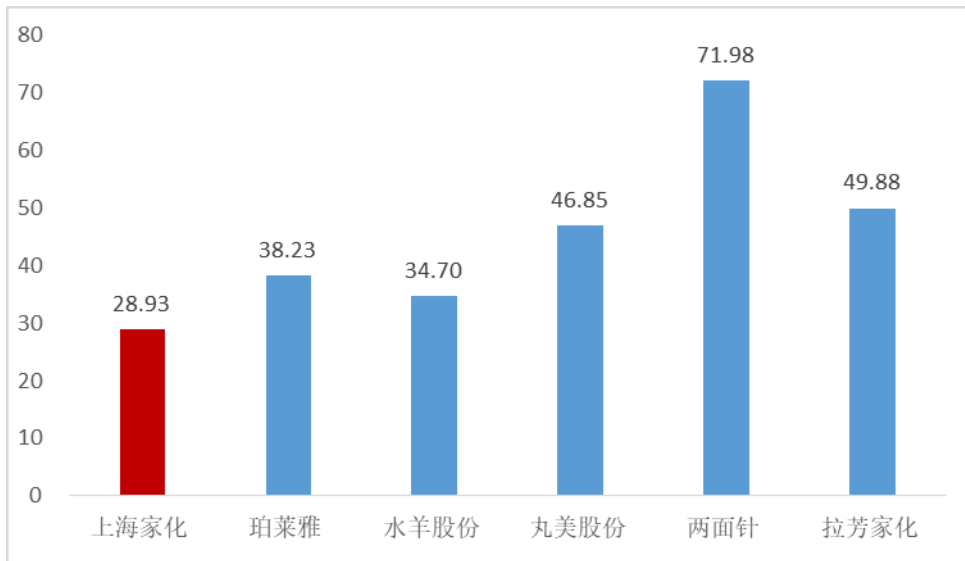
我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 76.21、80.22、84.47 亿元，同比增长 7.24%、5.26%、5.30%，归属于母公司股东净利润分别为 5.43、7.21、8.26 亿元，对应 EPS 分别为每股 0.80、1.07、1.22 元。

#### 四、公司估值分析

##### 4.1 P/E 模型估值

选取美容护理领域珀莱雅、水羊股份、丸美股份、两面针、拉芳家化为可比公司，以 2023 年 11 月 21 日数据为基准，可看出上海家化 PE (TTM) 处于较低水平。

图 20: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFind, 华通证券国际有限公司研究部

对比珀莱雅、贝泰妮、水羊股份、丸美股份估值水平，综合考虑公司业绩成长性，我们给予公司 PE 估值 30X-37X，对应股价 24.00 元/股-29.60 元/股为合理估值区间。

表 2: 可比公司估值表 (截止 2023 年 11 月 21 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
珀莱雅	102.90	2.90	2.83	3.57	4.42	71.90	36.58	29.01	23.48
贝泰妮	74.12	2.48	3.07	3.87	4.84	91.65	24.16	19.13	15.31
水羊股份	16.56	0.32	0.77	1.02	1.24	37.07	21.53	16.23	13.36
丸美股份	26.64	0.43	0.71	0.90	1.10	84.65	37.59	29.67	24.31
平均值						71.32	29.97	23.51	19.12

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部



## 4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 0.80、1.07、1.22 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 29.83 元。

表 3: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.50%	2.84	24.06	26.89
组合二	8.00%	4.50%	2.84	31.23	34.07
组合三	8.00%	5.00%	2.84	36.61	39.45
组合四	9.00%	3.50%	2.81	19.32	22.13
组合五	9.00%	4.50%	2.81	23.85	26.65
组合六	9.00%	5.00%	2.81	26.95	29.76
<b>平均值</b>					<b>29.83</b>

数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

估值说明：（1）永续增长率采用略低于 GDP 增长率；

（2）DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为 2023-2025 年，永续期自 2026 年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

## 五、公司未来六个月内投资建议

### 5.1 公司股价催化剂分析

今年 9 月，受李佳琦等事件影响，消费者对国货品牌关注度提升，上海家化旗下多个国货品牌再次进入消费者视野，如美加净、上海等品牌，多品牌在抖音等渠道表现积极。受益于源远流长的品牌资产以及在美妆、个护家清、母婴品类的全面布局，公司市场规模有望稳步增长。

公司之前的组织架构是以职能为主轴，线上、线下业务分散在不同部门，对市场的反应速度慢。10 月 25 日，为提升公司运营质量、激活组织效率，公司发布了组织机构调整公告。公司将从职能化转为事业部架构，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。本次调整有利于简化组织内部的沟通流程，加速对市场的反应速度，同时建立起赛马机制，新的架构也将使线下业务加速调整，并持续推动线上业务。



## 5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 28.80 元/股，对应 2023 年 PE 为 36 倍。以 2023 年 11 月 21 日收盘价 23.66 元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 21.72% 的上涨空间。

## 六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

### 华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

## 七、风险提示

### 1、行业竞争加剧

个护家清及美妆行业持续涌入更多新品牌，导致竞争加剧，线上及线下渠道获客成本增加，公司销售费用及管理难度加大。

### 2、行业增速放缓

个护家清及美妆行业主要受消费者个人收入影响，当前经济环境下，消费者信心将影响个护家清等方面支出，行业增速放缓将进一步影响公司业绩增速。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	902.74	3,827.69	4,353.28	4,783.37	
应收和预付款项	1,470.53	1,463.26	1,619.12	1,625.98	
存货	928.96	972.38	961.21	1,067.43	
其他流动资产	2,469.97	2,324.85	2,377.30	2,390.56	
长期股权投资	414.78	555.78	686.78	822.78	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	890.93	790.55	697.81	632.19	
无形资产和开发支出	2,736.59	681.84	564.86	447.88	
其他非流动资产	1,495.67	821.23	802.40	802.40	
<b>资产总计</b>	<b>11,310.17</b>	<b>11,437.60</b>	<b>12,062.76</b>	<b>12,572.59</b>	
短期借款	5.21	5.21	5.21	5.21	
应付和预收款项	2,600.70	2,495.07	2,629.94	2,581.26	
长期借款	773.83	773.83	773.83	773.83	
其他负债	680.94	554.37	554.37	581.90	
<b>负债合计</b>	<b>4,060.69</b>	<b>3,828.49</b>	<b>3,963.36</b>	<b>3,942.20</b>	
股本	678.87	678.87	678.87	678.87	
资本公积	908.33	908.33	908.33	908.33	
留存收益	5,662.28	6,021.91	6,512.19	7,043.18	
归属母公司股东权益	7,249.48	7,609.12	8,099.40	8,630.39	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>股东权益合计</b>	<b>7,249.48</b>	<b>7,609.12</b>	<b>8,099.40</b>	<b>8,630.39</b>	
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>11,310.17</b>	<b>11,437.60</b>	<b>12,062.76</b>	<b>12,572.59</b>	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	531.31	363.94	575.59	667.36	
折旧摊销	196.14	190.34	190.34	172.42	
净营运资金增加	-165.61	3.33	-62.25	-175.03	
经营活动产生现金流量	608.49	634.37	732.23	653.98	
投资活动产生现金流量	-155.45	2,504.61	14.23	22.32	
融资活动产生现金流量	-383.84	-214.03	-220.87	-246.21	
现金净增加额(减)	31.51	2,924.95	525.59	430.09	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBIT	559.75	645.41	817.15	897.64	
EBITDA	755.89	835.75	1,007.50	1,070.06	
NOPLAT	468.20	404.80	577.03	637.68	
税前经营利润	533.55	423.18	669.29	776.00	
EPS	0.70	0.80	1.07	1.22	
BPS	10.72	11.25	11.98	12.76	
PE	33.89	29.48	22.20	19.38	
PB	2.21	2.10	1.98	1.85	
PS	2.25	2.10	1.99	1.89	
PCF	26.29	25.22	21.85	24.46	
EV/EBIT	27.13	19.00	14.37	12.61	
EV/EBITDA	20.09	14.68	11.66	10.58	
EV/NOPLAT	32.43	30.30	20.35	17.75	
EV/IC	2.38	3.22	3.11	2.91	
股息率%	1.22	1.14	1.44	1.84	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	7,106.3	7,620.7	8,021.9	8,447.1	
减: 营业成本	3,047.5	3,217.3	3,271.8	3,432.7	
营业税金及附加	48.20	51.68	54.41	57.29	
营业费用	2,652.3	2,933.9	3,048.3	3,209.9	
管理费用	628.30	747.64	775.33	797.33	
财务费用	-10.64	24.70	-16.88	-61.83	
研发费用	159.89	171.47	180.49	190.06	
资产减值损失	29.06	45.85	38.22	37.71	
加: 投资收益	42.75	141.00	131.00	136.00	
公允价值变动损益	-103.10	-39.00	-61.33	-50.17	
其他经营损益	-18.09	-4.92	-0.89	-7.97	
<b>营业利润</b>	<b>473.20</b>	<b>525.18</b>	<b>738.96</b>	<b>861.84</b>	
加: 其他非经营损益	75.68	89.31	87.87	84.29	
利润总额	548.88	614.50	826.82	946.12	
减: 所得税	76.84	71.75	106.00	120.44	
<b>净利润</b>	<b>472.04</b>	<b>542.75</b>	<b>720.82</b>	<b>825.68</b>	
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>472.04</b>	<b>542.75</b>	<b>720.82</b>	<b>825.68</b>	
EBIT	559.75	645.41	817.15	897.64	
EBITDA	755.89	835.75	1,007.5	1,070.0	
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	57.12%	57.78%	59.21%	59.36%	
三费/营业收入	46.02%	48.63%	47.45%	46.71%	
EBIT/营业收入	7.88%	8.47%	10.19%	10.63%	
EBITDA/营业收入	10.64%	10.97%	12.56%	12.67%	
销售净利率	6.64%	7.12%	8.99%	9.77%	
资产获利率					
ROE	6.51%	7.13%	8.90%	9.57%	
ROA	4.95%	5.64%	6.77%	7.14%	
ROIC	7.10%	6.35%	15.14%	16.87%	
增长率					
销售收入增长率	-7.06%	7.24%	5.26%	5.30%	
EBIT 增长率	-27.13%	15.30%	26.61%	9.85%	
EBITDA 增长率	-22.63%	10.56%	20.55%	6.21%	
净利润增长率	-27.29%	14.98%	32.81%	14.55%	
总资产增长率	1.68%	1.13%	5.47%	4.23%	
股东权益增长率	4.11%	4.96%	6.44%	6.56%	
经营营运资本增长率	-22.82%	0.10%	3.73%	9.74%	
资本结构					
资产负债率	35.90%	33.59%	32.96%	31.24%	
投资资本/总资产	56.34%	33.33%	31.34%	30.91%	
带息债务/总负债	18.63%	19.69%	19.03%	19.26%	
流动比率	1.82	2.80	2.91	3.13	
速动比率	1.53	2.48	2.61	2.79	
股利支付率	41.35%	33.74%	31.98%	35.69%	
收益留存率	58.65%	66.26%	68.02%	64.31%	
资产管理效率					
总资产周转率	0.63	0.67	0.68	0.69	
固定资产周转率	7.89	9.22	10.78	12.70	
应收账款周转率	5.84	5.84	5.84	5.84	
存货周转率	3.38	3.38	3.38	3.38	

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部





## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别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。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。