

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

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护行业分析师

执业编号: S1500522110001

邮箱: zhouzixin@cindasc.com

李文静 美护行业研究助理

邮箱: liwenjing@cindasc.com

相关研究

上海家化(600315.SH) 2023 年三季度报
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

上海家化(600315.SH) 2023 年中报点
评: 护肤业务增长稳健向好, 静待海外
压力缓解释放增长更多动力

上海家化(600315.SH): Q2 国内业务
恢复性增长, 期待海外业务未来改善

信达证券股份有限公司

上海家化(600315.SH) 23 年年报点评: 线下压力影响增长表现, 期待组织架构&策略调整带来增长提效

2024 年 03 月 17 日

事件: 公司发布 2023 年年报, 公司 2023 年实现营业收入 65.98 亿元/yoy-7.16%, 归母净利润 5.00 亿元/yoy+5.93%, 扣非归母净利润 3.15 亿元/yoy-41.82%。单 Q4 看, 公司 22Q4 实现营业收入 15.06 亿元/yoy-14.04%, 归母净利润 1.06 亿元/yoy-33.31%, 扣非归母净利润 0.16 亿元/yoy-90.5%。

► **分品类看:** 1) **护肤类目: 加码营销积累品牌资产, 期待后续增长提速。** 23 年护肤业务实现营收 19.94 亿元/yoy+0.98%/占比 30.28%, 毛利率为 68.82%/yoy-0.54pct。通过增加营销投放积累品牌资产, 拓宽人群, 23 年佰草集天猫&抖音&百货、玉泽天猫&抖音客户数分别增长 13%/12%, 为长期增长奠定基础。① **佰草集: 聚焦战略成效显著, 品牌代言人官宣整合营销赋能全渠道共振。** 23 年品牌高端产品线(抗老、修护、美白)占比达 70%, 其中新太极系列“啵啵水”销售破亿, 并通过代言人官宣项目助力新客、GMV 增长, 推动品牌年轻化; 线下渠道方面公司着力消化社会库存, 24 年有望轻装上阵。② **玉泽: 差异化大单品推动品牌持续增长。** 通过针对敏感肌肤质分型实现差异化人群定位, 23 年 4 月上市的油敏霜销售额突破 1 亿, 成为品牌贡献 TOP2 SKU。

2) **个护家清类目: 多维度发力缓解线下渠道不利因素影响。** 实现营收 25.41 亿元/yoy-4.88%/占比 38.58%, 毛利率为 58.44%/yoy+3.35pct。商超渠道承压影响美加净、六神品牌表现, 但在电商渠道取得较好增长, 其中美加净抖音“老 Baby”营销为其他品牌提供高效运营标杆, 未来有望向更多品牌复制。3) **母婴类目: 实现营收 18.56 亿元/yoy-13.35%/占比 28.17%, 毛利率为 52.24%/yoy+0.57pct, 主要源于出生率下降、欧美高通胀导致消费下降以及零售商去库存导致增长承压。** 4) **合作品牌: 实现营收 1.96 亿元/yoy-37.00%/占比 2.98%, 毛利率为 28.31%/yoy-6.45pct, 主要由于片仔癀适应法规改稿于 23Q4 下架全面升级包装; 收缩 CHD 代理业务。**

► **分渠道看: 线下渠道仍待恢复, 运营提效把握线上增长机遇。** 1) **国内线上渠道: 实现收入 21.34 亿元/yoy+1.72%。** 其中, ① **电商渠道(同比+4.60%):** 线上渠道表现分化, 公司把握兴趣电商机遇, 保持超 100%增速; ② **特渠(同比-10.42%)。** 2) **国内线下渠道: 实现收入 28.55 亿元/yoy-9.88%, 其中商超/百货/CS 渠道分别同比-7.93%/-31.72%/-1.20%。** 线下业务承压主要源于商超渠道受行业闭店潮影响, 百货渠道主动降低社会库存、继续策略性闭店缩编(2023 年共关闭 82 家专柜及门店至 574 家); 线下业务线上化进程持续推进, 线下渠道新零售业务实现较好增长, 占比接近 30%。3) **海外业务: 海外线上/线下分别实现收入 6.76/9.22 亿元, 同比分别-1.74%/-19.48%。**

► **加大营销费用投入力度建设品牌力, 有望驱动品牌长期增长。** 公司 23 年毛利率/净利率分别为 58.97%/7.58%, 同比分别+1.85/+0.94pct, 主要源于高毛利的护肤类目占比上升以及个护家清&母婴品类毛利率提升影响; 费用率方面, 2023 年销售/管理/财务/研发分别为 41.98%/9.34%/0.07%/2.22%, 同比分别+4.66/+0.50/+0.22/-0.03pct, 营销投放支出增长导致销售费用率提升, 或可期待营销投入对于品牌长期发展的推动作用。

► **盈利预测与投资评级:** 23Q4 公司完成组织架构调整以及中高层团队的人才引入, 有望推动品类内部优质资源、经验复用, 品牌内部高效协同决策, 期待 24 年运营效能提升带动增长恢复。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 6.27/7.78/9.13 亿元, 同比分别增长 25.3%/24.3%/17.3%, 对应 PE 分别为 21/17/14X。

► **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。

CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,106	6,598	7,476	8,379	9,313
增长率 YoY %	-7.1%	-7.2%	13.3%	12.1%	11.2%
归属母公司净利润(百万元)	472	500	627	778	913
增长率 YoY%	-27.3%	5.9%	25.3%	24.3%	17.3%
毛利率%	57.1%	59.0%	60.1%	61.2%	61.5%
净资产收益率ROE%	6.5%	6.5%	7.5%	8.7%	9.5%
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.74	0.93	1.15	1.35
市盈率 P/E(倍)	27.56	26.02	20.77	16.71	14.25
市净率 P/B(倍)	1.79	1.69	1.56	1.46	1.35

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年3月15日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,555	5,582	6,739	7,354	8,942	
货币资金	1,685	940	1,509	2,216	3,079	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,324	1,172	1,305	1,365	1,503	
预付账款	72	83	119	114	126	
存货	929	777	1,037	749	1,125	
其他	2,544	2,610	2,769	2,911	3,110	
非流动资产	5,715	6,148	5,984	5,834	5,690	
长期股权投资	415	388	388	388	388	
固定资产(合计)	863	824	736	653	572	
无形资产	790	800	757	719	685	
其他	3,646	4,137	4,103	4,075	4,046	
资产总计	12,269	11,730	12,723	13,189	14,632	
流动负债	3,533	2,848	3,515	3,372	4,102	
短期借款	5	47	47	47	47	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	915	751	1,072	733	1,220	
其他	2,613	2,051	2,395	2,592	2,835	
非流动负债	1,487	1,191	891	891	891	
长期借款	751	502	202	202	202	
其他	736	690	690	690	690	
负债合计	5,020	4,040	4,406	4,263	4,994	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	7,249	7,690	8,317	8,925	9,638	
负债和股东权益	12,269	11,730	12,723	13,189	14,632	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,106	6,598	7,476	8,379	9,313	
同比(%)	-7.1%	-7.2%	13.3%	12.1%	11.2%	
归属母公司净利润	472	500	627	778	913	
同比(%)	-27.3%	5.9%	25.3%	24.3%	17.3%	
毛利率(%)	57.1%	59.0%	60.1%	61.2%	61.5%	
ROE%	6.5%	6.5%	7.5%	8.7%	9.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.74	0.93	1.15	1.35	
P/E	27.56	26.02	20.77	16.71	14.25	
P/B	1.79	1.69	1.56	1.46	1.35	
EV/EBITDA	25.68	24.39	16.08	12.23	9.87	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,106	6,598	7,476	8,379	9,313	
营业成本	3,048	2,707	2,984	3,250	3,587	
营业税金及附加	48	46	52	59	65	
销售费用	2,652	2,770	3,129	3,490	3,856	
管理费用	628	616	665	733	801	
研发费用	160	147	164	184	205	
财务费用	-11	5	11	-8	-22	
减值损失合计	-29	-35	-10	-10	-10	
投资净收益	43	85	90	80	80	
其他	-51	199	167	147	147	
营业利润	544	556	718	888	1,038	
营业外收支	5	7	6	6	6	
利润总额	549	563	724	894	1,044	
所得税	77	63	97	115	131	
净利润	472	500	627	778	913	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	472	500	627	778	913	
EBITDA	827	586	754	933	1,068	
EPS(当年)(元)	0.70	0.75	0.93	1.15	1.35	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	665	103	1,113	887	1,078	
净利润	472	500	627	778	913	
折旧摊销	234	222	177	175	174	
财务费用	28	40	30	22	22	
投资损失	-62	-43	-85	-90	-80	
营运资金变动	-168	-574	453	54	111	
其它	142	0	-83	-63	-63	
投资活动现金流	-155	-361	-215	13	8	
资本支出	-113	-119	-16	-20	-25	
长期投资	-251	-372	-400	-130	-130	
其他	209	130	201	163	163	
筹资活动现金流	-384	-499	-330	-192	-222	
吸收投资	12	0	0	0	0	
借款	5	44	-300	0	0	
支付利息或股息	-234	-198	-30	-192	-222	
现金流净增加额	88	-747	569	707	863	

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。

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；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

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。