

日用化学品

上海家化（600315.SH）

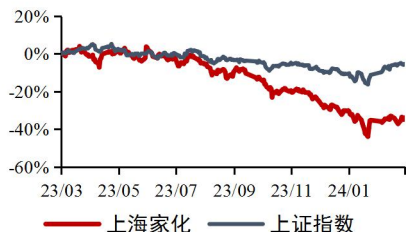
增持-A(维持)

主动优化调整组织架构，创新迭代优化产品矩阵

2024年3月17日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年3月15日

收盘价(元):	19.24
年内最高/最低(元):	31.12/15.61
流通A股/总股本(亿):	6.73/6.76
流通A股市值(亿):	129.52
总市值(亿):	130.11

基础数据：2023年12月31日

基本每股收益:	0.75
摊薄每股收益:	0.75
每股净资产(元):	11.37
净资产收益率:	6.50

资料来源：最闻

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2023年报，期内实现营收65.98亿元（-7.16%），归母净利润5亿元（+5.93%），扣非归母净利润3.15亿元（-41.82%），EPS0.75元，拟向全体股东每10股派2.3元现金红利（含税）。2023Q4实现营收15.06亿元（-14.04%），归母净利润1.06亿元（-33.31%），扣非归母净利润0.16亿元（-90.49%）。

➢ 公司年内扣非归母净利润同比下滑主要系，1）公司投资众消基金公允价值变动和投资收益同比增加，2）海外业务净利润同比减少1.4亿元；3）证监会规定变动致使公司购买理财产品相关公允价值变动和投资收益本期归属于非经常性损益。

事件点评

➢ **护肤营收微增0.98%，线下渠道仍占主要份额。**按主营业务分类，护肤/个护家清/母婴/合作品牌分别实现营收19.94亿元/25.41亿元/18.56亿元/1.96亿元，分别同比+0.98%/-4.88%/-13.35%/37%。按销售渠道分类，线上/线下分别实现营收28.1亿元/37.77亿元，其中线上销售主要依靠电商渠道实现营收17.73亿元、占收入比重26.91%；线下主要依靠商超渠道实现营收23.81亿元、占比36.14%。

➢ **公司持续创新，推动品牌升级迭代，提升复购率。**1）玉泽首次针对油性干性敏感肌人群开发修护产品；2）佰草集针对熬夜初老人群提升太极皴皴霜产品力；3）双妹上市以油抗老精华油；4）高夫针对男性熬夜人群推出修护乳；5）启初针对中国宝宝打造胚米系列第三代；6）六神上市新款沐浴泡泡乳；7）美加净上市维E系列强化功效。期内佰草集、玉泽加大品牌投放，天猫、抖音旗舰店复购率分别为43.23%/40.96%。

➢ **受多重因素影响公司营收规模同比下降约7.2%表现不及预期。**主要系1）海外业务受出生率、国际政治等因素影响营收同比下降约12.9%。2）国内消费市场复苏整体不及预期，线下渠道受消费者习惯改变等冲击致使部分大型商超、卖场闭店。3）线上渠道表现分化，传统电商增长乏力，以抖音为主兴趣电商增长显著。期内公司百货渠道战略性收缩，关闭82家专柜及门店；兴趣电商保持超100%增长。

➢ 期内公司毛利率58.97%（+1.85pct），净利率7.58%（+0.94pct）。整体费用率53.62%（+5.35pct），其中销售费用率41.98%（+4.66pct）、管理费用率9.34%（+0.5pct）、研发费用率2.22%（-0.03pct）、财务费用率0.07%（+0.22pct）。经营活动现金流净额1.03亿元（-84.49%）系公司向海外公司管理人员一次



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



性支付股权激励费用、新版标签产品备货生产、支付营销投放同比增加。

投资建议

➤ 国货品牌深耕美妆日化，组织架构调整后设立三大事业部提升运营效率，个护、家清、母婴等业务条线持续推出新品升级迭代。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.01\1.18\1.33 元，对应公司 3 月 15 日收盘价 19.24 元，2024-2026 年 PE 分别为 19.1\16.3\14.5 倍，维持“增持-A”。

风险提示

➤ 居民消费不及预期风险；海外市场经营情况下滑风险；高端外资品牌及本土新锐品牌带来市场竞争加剧风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,106	6,598	7,369	8,152	8,693
YoY(%)	-7.1	-7.2	11.7	10.6	6.6
净利润(百万元)	472	500	682	801	900
YoY(%)	-27.3	5.9	36.4	17.4	12.5
毛利率(%)	57.1	59.0	59.6	59.7	60.4
EPS(摊薄/元)	0.70	0.74	1.01	1.18	1.33
ROE(%)	6.5	6.5	8.1	8.8	9.1
P/E(倍)	27.6	26.0	19.1	16.3	14.5
P/B(倍)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
净利率(%)	6.6	7.6	9.3	9.8	10.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6555	5582	7429	7574	9222
现金	1685	940	2143	2429	3619
应收票据及应收账款	1324	1172	1616	1469	1820
预付账款	72	83	91	101	103
存货	929	777	924	952	1015
其他流动资产	2544	2610	2655	2624	2665
非流动资产	5715	6148	6019	5920	5804
长期投资	415	388	399	436	453
固定资产	863	824	772	710	634
无形资产	799	817	752	688	633
其他非流动资产	3638	4120	4096	4086	4084
资产总计	12269	11730	13448	13494	15026
流动负债	3533	2848	3990	3459	4309
短期借款	5	47	46	46	46
应付票据及应付账款	915	751	1081	939	1179
其他流动负债	2613	2051	2863	2474	3084
非流动负债	1487	1191	1085	981	877
长期借款	751	502	396	291	187
其他非流动负债	736	690	690	690	690
负债合计	5020	4040	5076	4440	5185
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	679	676	676	676	676
资本公积	1071	984	984	984	984
留存收益	5761	6122	6647	7280	8014
归属母公司股东权益	7249	7690	8372	9054	9841
负债和股东权益	12269	11730	13448	13494	15026

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	665	103	1344	389	1266
净利润	472	500	682	801	900
折旧摊销	196	191	170	153	149
财务费用	-11	5	-25	-50	-76
投资损失	-43	-85	-127	-116	-93
营运资金变动	-166	-540	651	-391	392
其他经营现金流	216	33	-7	-7	-7
投资活动现金流	-155	-361	94	69	67
筹资活动现金流	-384	-499	-234	-172	-143
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.74	1.01	1.18	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.15	1.99	0.58	1.87
每股净资产(最新摊薄)	10.72	11.37	12.38	13.39	14.55

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7106	6598	7369	8152	8693
营业成本	3048	2707	2977	3283	3441
营业税金及附加	48	46	54	59	62
营业费用	2652	2770	2800	3057	3216
管理费用	628	616	626	668	739
研发费用	160	147	147	163	174
财务费用	-11	5	-25	-50	-76
资产减值损失	-47	-64	-46	-41	-43
公允价值变动收益	-103	111	7	7	7
投资净收益	43	85	127	116	93
营业利润	544	556	968	1136	1280
营业外收入	7	13	10	11	10
营业外支出	2	6	3	3	4
利润总额	549	563	974	1144	1286
所得税	77	63	292	343	386
税后利润	472	500	682	801	900
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	472	500	682	801	900
EBITDA	744	763	1115	1242	1355

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-7.1	-7.2	11.7	10.6	6.6
营业利润(%)	-27.8	2.3	74.1	17.3	12.6
归属于母公司净利润(%)	-27.3	5.9	36.4	17.4	12.5
获利能力					
毛利率(%)	57.1	59.0	59.6	59.7	60.4
净利率(%)	6.6	7.6	9.3	9.8	10.4
ROE(%)	6.5	6.5	8.1	8.8	9.1
ROIC(%)	5.2	5.6	7.0	7.6	7.9
偿债能力					
资产负债率(%)	40.9	34.4	37.7	32.9	34.5
流动比率	1.9	2.0	1.9	2.2	2.1
速动比率	1.5	1.6	1.6	1.9	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.8	5.3	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	3.7	3.3	3.3	3.3	3.3
估值比率					
P/E	27.6	26.0	19.1	16.3	14.5
P/B	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.8	14.4	8.5	7.3	5.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

