

# 上海家化 (600315.SH)

## 2023 年受多因素影响业绩承压，战略转型有望激发经营活力

买入

### 核心观点

**国内外多重因素导致公司全年业绩承压。**公司 2023 年实现营收 65.97 亿/yoy-7.16%，实现归母净利润 5.00 亿/yoy+5.93%，其中投资产生的公允价值变动和收益为 2.04 亿，扣非归母净利润实现 3.15 亿/yoy-41.82%。单 Q4 实现营收 15.06 亿/yoy-14.04%；实现归母净利 1.06 亿/yoy-33.31%。全年国内业务收入同比下滑 5.26%，主要由于公司收入占比较高的线下业务仍承压及线上平台多元化运营要求提升，而公司仍处于转型初期。海外业务由于受到通胀以及局部战争多因素影响，营收同比下滑 12.9%。

**护肤品类保持稳健，线下渠道承压显著。分品类来看，**护肤品类全年实现收入 19.94 亿/yoy+0.98%，其中玉泽收入同比提升 9%+；双妹收入同比增 6%+；佰草集聚焦四大系列产品线，电商渠道收入增速超 8%，线下百货渠道在主动去库存下增速承压。个护家清品类全年实现收入 25.41 亿/yoy-4.88%，主要由于线下渠道受到部分商超闭店影响较大。母婴品类 2023 年实现收入 18.56 亿/yoy-13.35%，主要受到海外业务汤美星业绩下滑影响。**分渠道来看，**2023 年线上实现收入 28.10 亿/yoy+0.86%，其中国内电商增速达 4.6%，兴趣电商收入实现翻倍；线下实现收入 37.77 亿/yoy-12.43%，商超和百货渠道仍持续承压，新零售渠道发展强化，同比增长约 21%。

**毛利率大幅提升，销售费用投放加大。**2023 年公司毛利率/净利率分别为 58.97%/7.58%，同比+1.85pct/+0.94pct，主要因为原料成本降低、六神提价，同时高毛利护肤品类占比提升。费用方面，2023 年销售/管理/研发费用率分别同比+4.66pct/+0.50pct/-0.03pct，销售费用率提升主要由于公司战略性加大营销投放，其中 Q4 主要投向佰草集品牌的代言相关费用。

**营运能力有所提升，短期因素扰动现金流水平。**2023 年存货/应收账款周转天数同比下降 6 天/3 天；经营性现金流量净额同比下降 84.49%，主要由于一次性支付股权激励行权现金以及提前备货和支付营销投放增加。

**风险提示：**宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**2023 年公司在转型初期受到国内外多重因素影响，整体业绩有所承压。随着公司加速战略转型，聚焦高毛利高增长业务，同时优化组织结构，以品类为决策主体运营，加速营销创新并提升投产效率，有望带动整体业绩稳步回升。考虑到海外市场销售持续承压，同时线下渠道仍在转型中，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年归母净利润至 5.66/6.14/6.56 (原值为 6.67/7.09) 亿元，对应 PE 分别为 23/21/20x，维持中长期“买入”评级。

### 公司研究 · 财报点评

#### 美容护理 · 化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

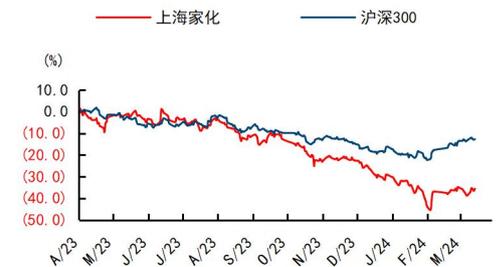
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 19.24 元         |
| 总市值/流通市值    | 13011/12952 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 31.12/15.61 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 89.15 百万元       |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《上海家化 (600315.SH) - 三季度业绩有所承压，组织架构调整有望激发经营活力》——2023-10-26
- 《上海家化 (600315.SH) - 二季度归母净利润扭亏为盈，护肤品类实现积极恢复》——2023-08-31
- 《上海家化 (600315.SH) - 2023 年一季度利润端有所改善，日化龙头走出阴霾稳步复苏》——2023-04-26
- 《上海家化 (600315.SH) - 2022 年多因素致业绩承压，积极调整转型蓄力复苏》——2023-03-15
- 《上海家化 (600315.SH) - 业绩实现恢复性增长，未来多品类发展可期》——2022-10-27

### 盈利预测和财务指标

|              | 2022     | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)    | 7,106.31 | 6,597.60 | 6,971.44 | 7,244.21 | 7,432.23 |
| (+/-%)       | -7.06%   | -7.16%   | 5.67%    | 3.91%    | 2.60%    |
| 净利润(百万元)     | 472.04   | 500.05   | 566.02   | 614.14   | 655.70   |
| (+/-%)       | -27.29%  | 5.93%    | 13.19%   | 8.50%    | 6.77%    |
| 每股收益(元)      | 0.70     | 0.74     | 0.84     | 0.91     | 0.97     |
| EBIT Margin  | 10.27%   | 6.95%    | 7.22%    | 7.93%    | 8.35%    |
| 净资产收益率 (ROE) | 6.51%    | 6.50%    | 7.05%    | 7.31%    | 7.46%    |
| 市盈率 (PE)     | 27.67    | 26.02    | 22.99    | 21.18    | 19.84    |
| EV/EBITDA    | 19.98    | 26.86    | 27.42    | 23.91    | 22.27    |
| 市净率 (PB)     | 1.80     | 1.69     | 1.62     | 1.55     | 1.48     |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**国内外多重因素导致公司全年业绩承压。**公司 2023 年实现营收 65.97 亿/yoy-7.16%，实现归母净利润 5.00 亿/yoy+5.93%，其中公司投资产生的公允价值变动和收益为 2.04 亿；扣非归母净利润实现 3.15 亿，同比下降 41.82%。单四季度实现营收 15.06 亿/yoy-14.04%；实现归母净利润 1.06 亿/yoy-33.31%。

国内业务实现营收 49.89 亿/yoy-5.26%，一方面由于公司收入占比较高的线下业务仍承压，其中商超受行业闭店潮影响，百货渠道主动降低社会库存；另一方面，目前线上各渠道规则玩法复杂化，公司仍处于转型初期，仍需要逐步调整以提升多平台运营能力。海外业务由于受到出生率下降（业务主要为母婴品类）、通胀以及局部战争影响，营收同比下降 12.9%。

**分品类来看**，护肤品类 2023 年实现收入 19.94 亿/yoy+0.98%，收入占比超 30%，同比提升 2pct。其中玉泽收入同比提升 9%+，核心单品油敏霜开票达 1 亿；双妹收入同比增超 6%；佰草集不断缩短长尾品类，聚焦四大系列产品线，2023 年电商渠道增速超 8%，线下百货渠道在主动降低库存下较为承压。

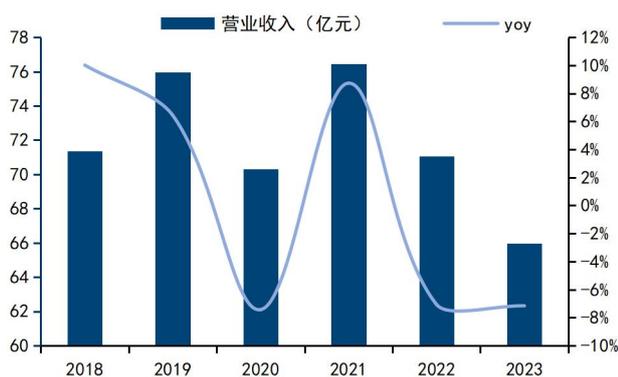
个护家清品类 2023 年实现收入 25.41 亿/yoy-4.88%，六神电商渠道增速近 20%，美加净电商增速超 34%，线下均受到商超渠道受闭店影响而较为承压。

母婴品类 2023 年实现收入 18.56 亿/yoy-13.35%，受海外出生率下降、通胀以及局部战争影响，主营母婴品牌汤美星的海外子公司 Abundant Merit Limited 净利润减少 1.4 亿至 9156 万元。

合作品牌 2023 年实现收入 1.96 亿/yoy-37.00%，主要由于一方面片仔癀适应法规改稿全面升级包装于第四季度产品下架，另一方面公司主动收缩 CHD 代理业务。

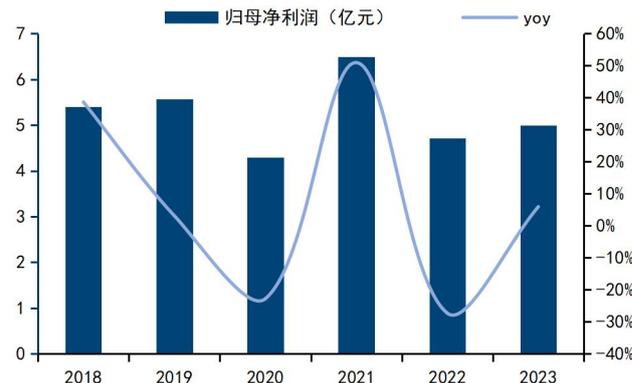
**分渠道来看**，2023 年线上渠道实现收入 28.10 亿/yoy+0.86%，其中国内电商增速达 4.6%，兴趣电商收入实现翻倍，占国内线上收入比重达 18%；特渠收入增速下滑 10.42%。线下渠道实现收入 37.77 亿/yoy-12.43%，线下商超和百货渠道仍持续承压，新零售渠道表现较好，同比增长约 21%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

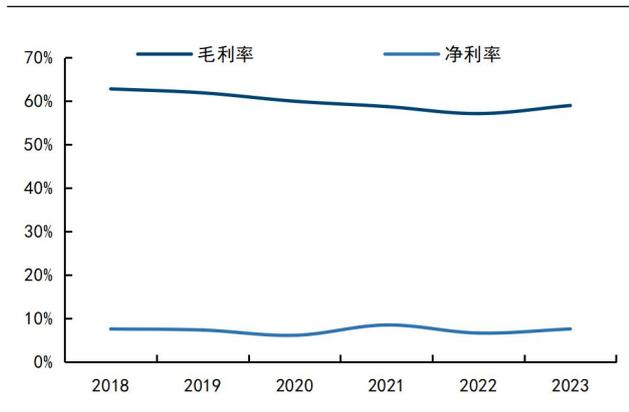
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

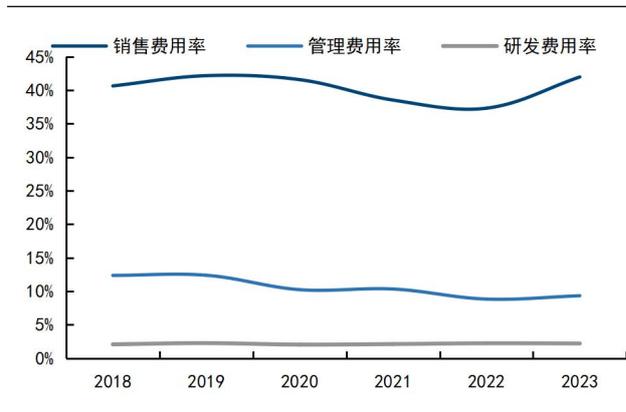
**盈利能力方面**，2023 年公司毛利率/净利率分别为 58.97%/7.58%，同比 +1.85pct/+0.94pct，主要由于 1) 原材料采购价格降低；2) 六神品牌进行提价；3) 高毛利护肤品类占比提升。费用率方面，2023 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 41.98%/9.34%/2.22%，同比分别 +4.66pct/+0.50pct/-0.03pct，主要由于公司战略性加大营销投放，其中 Q4 主要投向佰草集代言相关费用。

图3: 公司毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

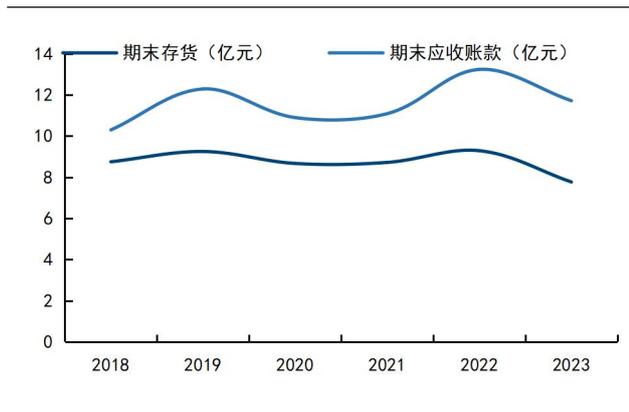
图4: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

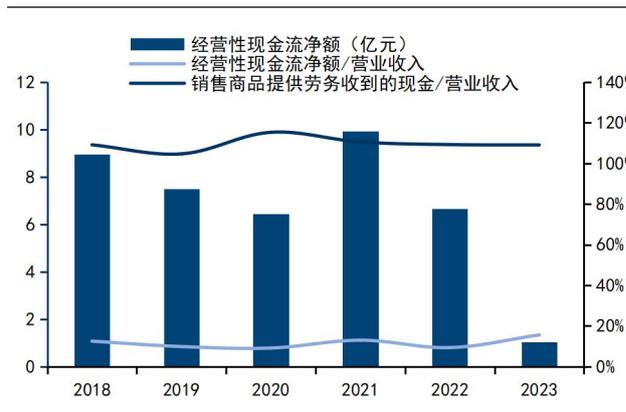
**营运能力方面**, 2023 年公司期末存货为 7.77 亿元/yoy-16.38%; 存货周转天数同比下降 6 天; 期末应收账款为 11.72 亿元/yoy-11.46%; 应收账款周转天数同比下降 3 天。公司通过有效管理库存和应收, 经营质量有所提升。**现金流方面**, 公司 2023 年经营性现金流净额为 1.03 亿元/yoy-84.49%, 主要由于一次性向 Financial Wisdom Global Limited 的管理人员支付股权激励行权现金约 2,807 万英镑, 以及提前备货和支付营销投放增加。

图5: 公司期末存货和期末应收账款



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议:

2023 年公司在转型初期受到国内外多重因素的影响, 整体业绩有所承压。随着公司加速战略转型, 聚焦高毛利高增长业务, 同时调整优化组织结构, 以品类为决策主体运营, 加速营销创新并提升投产效率, 有望带动整体业绩稳步回升。考虑到海外市场销售持续承压, 同时线下渠道仍在转型中, 我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年归母净利润至 5.66/6.14/6.56(原值为 6.67/7.09) 亿元, 对应 PE 分别为 23/21/20x, 维持中长期“买入”评级。

**表1: 盈利预测主要调整项**

|          | 2024  |       | 2025 |       | 原因   |
|----------|-------|-------|------|-------|--|
|          | 现值    | 原值    | 现值   | 原值    |  |
| 汤美星收入增速  | -7%   | -4.8% | -5%  | -2.6% | 海外出生率及经济环境不确定性增大, 预计未来收入仍处于下滑态势, 但降幅逐年收窄。  |
| 护肤品类收入增速 | 11.0% | 8.2%  | 7.9% | 5.1%  | 由于2023年护肤品类收入低于预期, 预计2024年在降本增效下有望实现恢复性增长。 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表2: 可比公司估值表**

| 代码        | 公司简称 | 股价<br>(2024-3-15) | 总市值<br>亿元 | EPS  |      |      |      | PE    |       |       |       | ROE (%) | PEG   | 投资<br>评级 |
|-----------|------|-------------------|-----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|----------|
|           |      |                   |           | 22A  | 23E  | 24E  | 25E  | 22A   | 23E   | 24E   | 25E   | (22A)   | (23E) |          |
| 600315.SH | 上海家化 | 19.24             | 130       | 0.70 | 0.74 | 0.84 | 0.91 | 45.81 | 28.64 | 22.99 | 21.18 | 6.5     | 2.17  | 买入       |
| 300957.SZ | 贝泰妮  | 68.20             | 289       | 2.48 | 3.03 | 3.85 | 4.89 | 60.14 | 22.49 | 17.73 | 13.95 | 18.93   | 1.01  | 买入       |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 95.37             | 378       | 2.88 | 2.91 | 3.69 | 4.51 | 58.09 | 32.82 | 25.86 | 21.15 | 23.19   | 0.95  | 买入       |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |              |              |              |              |              | 利润表（百万元）       |              |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |                | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 现金及现金等价物         | 1685         | 940          | 1410         | 1429         | 1591         | 营业收入           | 7106         | 6598         | 6971         | 7244         | 7432         |
| 应收款项             | 1398         | 1215         | 1012         | 1052         | 1079         | 营业成本           | 3048         | 2707         | 2805         | 2891         | 2951         |
| 存货净额             | 929          | 777          | 832          | 777          | 949          | 营业税金及附加        | 48           | 46           | 49           | 51           | 52           |
| 其他流动资产           | 421          | 171          | 283          | 350          | 446          | 销售费用           | 2652         | 2770         | 2812         | 2905         | 2973         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6555</b>  | <b>5582</b>  | <b>5993</b>  | <b>6063</b>  | <b>6520</b>  | 管理费用           | 628          | 616          | 802          | 823          | 835          |
| 固定资产             | 891          | 845          | 948          | 1042         | 1124         | 财务费用           | (11)         | 5            | 12           | (0)          | (11)         |
| 无形资产及其他          | 790          | 800          | 768          | 736          | 704          | 投资收益           | 43           | 85           | 150          | 120          | 110          |
| 投资性房地产           | 3619         | 4116         | 4116         | 4116         | 4116         | 资产减值及公允价值变动    | (74)         | 147          | 0            | 1            | 2            |
| 长期股权投资           | 415          | 388          | 408          | 428          | 448          | 其他收入           | (166)        | (130)        | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>12269</b> | <b>11730</b> | <b>12233</b> | <b>12384</b> | <b>12911</b> | 营业利润           | 544          | 556          | 641          | 696          | 743          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 427          | 299          | 363          | 10           | 10           | 营业外净收支         | 5            | 7            | 2            | 2            | 2            |
| 应付款项             | 915          | 751          | 757          | 777          | 791          | 利润总额           | 549          | 563          | 643          | 698          | 745          |
| 其他流动负债           | 2192         | 1798         | 1776         | 1829         | 1866         | <b>所得税费用</b>   | <b>77</b>    | <b>63</b>    | <b>77</b>    | <b>84</b>    | <b>89</b>    |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3533</b>  | <b>2848</b>  | <b>2896</b>  | <b>2617</b>  | <b>2667</b>  | 少数股东损益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款及应付债券        | 751          | 502          | 502          | 502          | 502          | 归属于母公司净利润      | 472          | 500          | 566          | 614          | 656          |
| 其他长期负债           | 736          | 690          | 805          | 868          | 951          |                |              |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1487</b>  | <b>1191</b>  | <b>1307</b>  | <b>1370</b>  | <b>1453</b>  | 现金流量表（百万元）     |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>5020</b>  | <b>4040</b>  | <b>4203</b>  | <b>3986</b>  | <b>4120</b>  | 净利润            | 472          | 500          | 566          | 614          | 656          |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值准备         | (11)         | 6            | 4            | 3            | 3            |
| 股东权益             | 7249         | 7690         | 8030         | 8398         | 8792         | 折旧摊销           | 175          | 176          | 124          | 137          | 149          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>12269</b> | <b>11730</b> | <b>12233</b> | <b>12384</b> | <b>12911</b> | 公允价值变动损失       | 74           | (147)        | 0            | (1)          | (2)          |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用           | (11)         | 5            | 12           | (0)          | (11)         |
| 关键财务与估值指标        |              |              |              |              |              | 营运资本变动         | (951)        | (510)        | 139          | 88           | (158)        |
| 每股收益             | 0.70         | 0.74         | 0.84         | 0.91         | 0.97         | 其它             | 11           | (6)          | (4)          | (3)          | (3)          |
| 每股红利             | 0.35         | 0.29         | 0.33         | 0.36         | 0.39         | <b>经营活动现金流</b> | <b>(230)</b> | <b>20</b>    | <b>830</b>   | <b>837</b>   | <b>644</b>   |
| 每股净资产            | 10.68        | 11.37        | 11.87        | 12.42        | 13.00        | 资本开支           | 0            | (210)        | (200)        | (200)        | (200)        |
| ROIC             | 12%          | 8%           | 8%           | 9%           | 9%           | 其它投资现金流        | 578          | (357)        | 23           | 0            | 0            |
| ROE              | 7%           | 7%           | 7%           | 7%           | 7%           | <b>投资活动现金流</b> | <b>597</b>   | <b>(540)</b> | <b>(197)</b> | <b>(220)</b> | <b>(220)</b> |
| 毛利率              | 57%          | 59%          | 60%          | 60%          | 60%          | 权益性融资          | 12           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 10%          | 7%           | 7%           | 8%           | 8%           | 负债净变化          | (174)        | (249)        | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 13%          | 10%          | 9%           | 10%          | 10%          | 支付股利、利息        | (234)        | (198)        | (226)        | (246)        | (262)        |
| 收入增长             | -7%          | -7%          | 6%           | 4%           | 3%           | 其它融资现金流        | 525          | 669          | 64           | (353)        | 0            |
| 净利润增长率           | -27%         | 6%           | 13%          | 9%           | 7%           | <b>融资活动现金流</b> | <b>(279)</b> | <b>(226)</b> | <b>(163)</b> | <b>(599)</b> | <b>(262)</b> |
| 资产负债率            | 41%          | 34%          | 34%          | 32%          | 32%          | <b>现金净变动</b>   | <b>88</b>    | <b>(746)</b> | <b>470</b>   | <b>19</b>    | <b>162</b>   |
| 息率               | 1.8%         | 1.5%         | 1.7%         | 1.9%         | 2.0%         | 货币资金的期初余额      | 1597         | 1685         | 940          | 1410         | 1429         |
| P/E              | 27.7         | 26.0         | 23.0         | 21.2         | 19.8         | 货币资金的期末余额      | 1685         | 940          | 1410         | 1429         | 1591         |
| P/B              | 1.8          | 1.7          | 1.6          | 1.5          | 1.5          | 企业自由现金流        | (148)        | (136)        | 507          | 530          | 336          |
| EV/EBITDA        | 20.0         | 26.9         | 27.4         | 23.9         | 22.3         | 权益自由现金流        | 203          | 284          | 560          | 177          | 346          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准  | 类别         | 级别 | 说明                     |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上     |
|   |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
|   |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间    |
|   |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上     |
|   | 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上   |
|   |            | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间  |
|   |            | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上   |

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032