

23 年收入利润承压，组织变革落地未来可期

买入|维持

——上海家化(600315) 2023 年年报点评

事件：

公司发布 2023 年年报。

点评：

● 内外部多重因素致收入利润承压，盈利能力优化

2023 年公司实现营业收入 65.98 亿元，同比-7.16%，实现归母净利润 5 亿元，同比+5.93%，扣非归母净利润 3.15 亿元。主要系 1) 海外业务受出生率下降，通胀及局部战争影响收入同比下降；2) 国内消费市场复苏不及预期，线下传统商超受到线上冲击，部分大型连锁商超、大卖场闭店；3) 渠道转型期品牌投放效果短期内未显现；4) 非经常性损益相关准则变动影响。盈利能力方面，2023 年公司毛利率 58.97%，同比提升 1.85 个百分点，净利率 7.58%，同比提升 0.94 个百分点。费用率方面，2023 年公司销售费用率为 41.98%，同比提升 4.66 个百分点，管理费用率为 9.34%，同比提升 0.5 个百分点，研发费用率为 2.58%，同比基本持平。

● 护肤品类基本持平，个护母婴品类承压

分品类来看，23 年公司护肤品类实现收入 19.94 亿元，同比+0.98%，毛利率 68.82%，同比下滑 0.54 个百分点；个护家清品类实现收入 25.41 亿元，同比-4.88%，毛利率 58.44%，同比提升 3.35 个百分点；母婴品类实现收入 18.56 亿元，同比-13.35%，毛利率 52.24%，同比提升 0.57 个百分点；合作品牌实现收入 1.96 亿元，同比-37%，系片仔癀适应法规改稿以及 CHD 代理业务收缩所致。护肤品牌中，佰草集及玉泽加大品牌投放客户数均有明显增长，复购率维持 40%+，佰草集双代言人官宣贡献显著。个护品牌中，六神拓展花露水多场景应用，打造驱蚊蛋和冰凉蛋两大时尚单品；美加净通过抖音老 BABY 自播，推动消费人群年轻化，客单价提升超过 50%。

● 兴趣电商增速亮眼，新零售占比提升，百货渠道持续缩编

分渠道，23 年国内线上/特渠分别实现收入 17.73/3.61 亿元，电商渠道同比+4.6%，兴趣电商增速超 100%。线下商超/百货/化妆品专营店分别实现收入 23.81/2.26/2.48 亿元，商超渠道同比-7.93%。公司持续推进线下业务线上化，23 年新零售业务线下占比近 30%，同比提升约 10%。百货渠道持续闭店缩编，23 年关闭 82 家专柜及门店，截至年底专柜及门店合计 574 家。

● 组织结构调整落地，人才梯队年轻化赋能成长

公司 Q4 基本完成组织架构向事业部制的切换，同时对中高层团队进行了汰换和梯队引入。全年新招及置换 346 人，平均年龄 30 岁左右，其中招聘经理级以上人员 79 人。在销售管理和数字化运营岗位上，从阿里，抖音，欧莱雅和宝洁等优秀公司引入人才，力争 2024 年收入同比实现两位数增长。

● 投资建议与盈利预测

上海家化为国内老牌日化企业，品牌、产品、渠道及组织持续调整升级。我们预计 2024-2026 年公司实现收入 73.70/80.33/86.50 亿元，归母净利润 6.33/7.42/8.48 亿元，EPS 0.94/1.10/1.25 元，对应 PE21/18/15x，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业景气度下滑风险，市场竞争加剧风险，品牌与渠道调整不及预期风险。

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 30.5 / 16.32

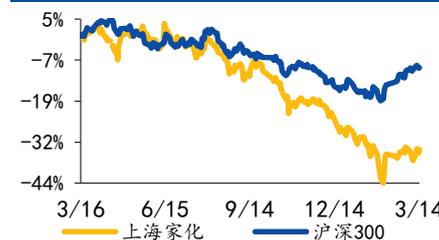
A 股流通股 (百万股): 673.19

A 股总股本 (百万股): 676.22

流通市值 (百万元): 12952.26

总市值 (百万元): 13010.55

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-上海家化 (600315) 2023 年三季度报点评: Q3 收入利润承压, 组织变革提升运营效率》
2023.10.26

《国元证券公司研究-上海家化 (600315) 2023 年中报点评: 上半年收入同比微降, 护肤品类表现较好》
2023.08.29

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

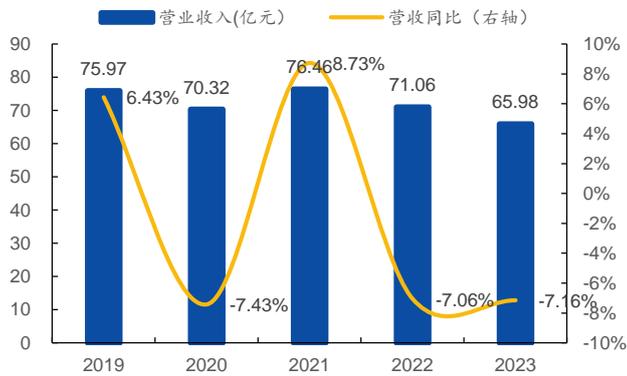
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7106.31	6597.60	7369.68	8032.82	8649.76
收入同比(%)	-7.06	-7.16	11.70	9.00	7.68
归母净利润(百万元)	472.04	500.05	632.86	741.86	847.93
归母净利润同比(%)	-27.29	5.93	26.56	17.22	14.30
ROE(%)	6.51	6.50	7.75	8.56	9.19
每股收益(元)	0.70	0.74	0.94	1.10	1.25
市盈率(P/E)	27.56	26.02	20.56	17.54	15.34

资料来源：Wind,国元证券研究所

图 1：2019-2023 公司收入及增速



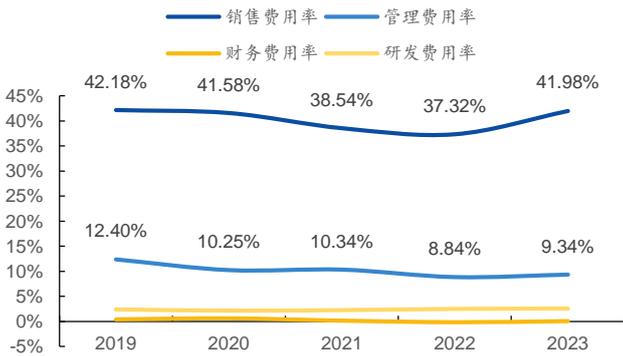
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 2：2019-2023 公司归母净利润及增速



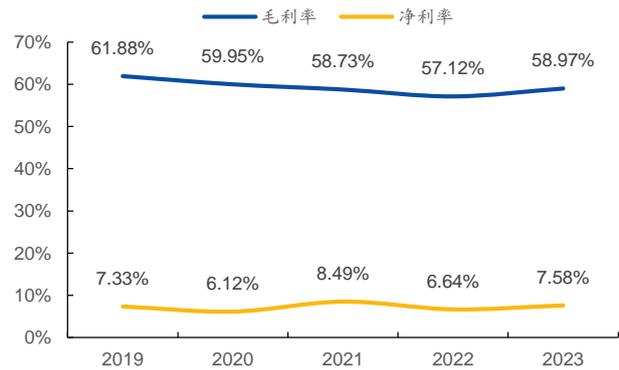
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 3：2019-2023 公司期间费用率



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 4：2019-2023 公司毛利率和净利率



资料来源：iFind, 国元证券研究所

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6554.63	5581.59	6367.50	6824.40	7623.66	
现金	1685.17	939.62	1740.42	2196.61	3024.89	
应收账款	1323.95	1172.26	1031.76	1044.27	1037.97	
其他应收款	74.20	43.14	58.96	40.16	43.25	
预付账款	72.38	82.71	77.96	84.64	91.62	
存货	928.96	776.75	847.36	848.10	810.42	
其他流动资产	2469.97	2567.11	2611.04	2610.62	2615.50	
非流动资产	5714.86	6148.21	5989.93	5835.19	5634.07	
长期投资	414.78	387.74	564.36	564.36	564.36	
固定资产	863.39	823.60	733.05	634.25	532.33	
无形资产	790.26	799.94	747.14	694.63	640.23	
其他非流动资产	3646.42	4136.92	3945.38	3941.96	3897.15	
资产总计	12269.49	11729.80	12357.43	12659.60	13257.73	
流动负债	3533.23	2848.33	3162.34	3207.57	3304.95	
短期借款	5.21	46.83	13.01	16.26	20.33	
应付账款	914.86	750.95	875.61	969.26	1069.76	
其他流动负债	2613.15	2050.56	2273.72	2222.05	2214.87	
非流动负债	1486.77	1191.34	1027.64	787.89	724.98	
长期借款	751.27	501.78	339.08	160.20	90.20	
其他非流动负债	735.50	689.56	688.56	627.69	634.78	
负债合计	5020.00	4039.68	4189.98	3995.46	4029.94	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	678.87	676.22	676.22	676.22	676.22	
资本公积	1070.54	983.54	983.54	983.54	983.54	
留存收益	5761.40	6121.63	6598.96	7095.65	7659.31	
归属母公司股东权益	7249.48	7690.12	8167.44	8664.14	9227.80	
负债和股东权益	12269.49	11729.80	12357.43	12659.60	13257.73	

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	664.89	103.15	1131.06	746.28	989.88	
净利润	472.04	500.05	632.86	741.86	847.93	
折旧摊销	196.14	191.39	189.27	189.82	190.80	
财务费用	-10.64	4.67	0.93	-29.61	-45.66	
投资损失	-42.75	-85.43	-114.68	-108.78	-103.53	
营运资金变动	-165.61	-540.26	662.01	65.97	146.63	
其他经营现金流	215.71	32.72	-239.32	-112.98	-46.29	
投资活动现金流	-155.45	-360.88	22.72	101.10	142.94	
资本支出	114.22	119.28	0.00	0.00	0.00	
长期投资	251.50	371.91	202.50	-8.63	2.88	
其他投资现金流	210.27	130.31	225.22	92.48	145.81	
筹资活动现金流	-383.84	-499.05	-352.98	-391.20	-304.54	
短期借款	5.21	41.62	-33.82	3.25	4.07	
长期借款	-173.92	-249.49	-162.70	-178.88	-70.00	
普通股增加	-0.76	-2.65	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	-11.16	-87.00	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-203.21	-201.52	-156.46	-215.57	-238.61	
现金净增加额	87.92	-746.68	800.80	456.19	828.28	

资料来源: wind, 国元证券研究所

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	7106.31	6597.60	7369.68	8032.82	8649.76	
营业成本	3047.54	2707.00	2824.53	3028.93	3241.69	
营业税金及附加	48.20	45.93	46.43	48.20	51.90	
营业费用	2652.33	2769.97	3132.11	3413.95	3632.90	
管理费用	628.30	616.27	688.39	750.34	807.96	
研发费用	159.89	146.52	176.87	192.79	207.59	
财务费用	-10.64	4.67	0.93	-29.61	-45.66	
资产减值损失	-29.06	-35.07	-35.07	-35.07	-35.07	
公允价值变动收益	-103.10	111.44	55.00	55.00	55.00	
投资净收益	42.75	85.43	114.68	108.78	103.53	
营业利润	543.51	556.12	713.79	834.06	956.18	
营业外收入	7.12	13.01	9.73	11.05	10.23	
营业外支出	1.75	5.67	2.98	3.38	3.22	
利润总额	548.88	563.46	720.54	841.73	963.19	
所得税	76.84	63.41	87.69	99.86	115.25	
净利润	472.04	500.05	632.86	741.86	847.93	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	472.04	500.05	632.86	741.86	847.93	
EBITDA	729.01	752.19	903.99	994.27	1101.32	
EPS (元)	0.70	0.74	0.94	1.10	1.25	

主要财务比率						
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力						
营业收入(%)	-7.06	-7.16	11.70	9.00	7.68	
营业利润(%)	-27.75	2.32	28.35	16.85	14.64	
归属母公司净利润(%)	-27.29	5.93	26.56	17.22	14.30	
获利能力						
毛利率(%)	57.12	58.97	61.67	62.29	62.52	
净利率(%)	6.64	7.58	8.59	9.24	9.80	
ROE(%)	6.51	6.50	7.75	8.56	9.19	
ROIC(%)	13.43	14.06	21.70	26.42	34.33	
偿债能力						
资产负债率(%)	40.91	34.44	33.91	31.56	30.40	
净负债比率(%)	23.46	19.82	14.42	10.73	9.00	
流动比率	1.86	1.96	2.01	2.13	2.31	
速动比率	1.55	1.64	1.75	1.86	2.06	
营运能力						
总资产周转率	0.58	0.55	0.61	0.64	0.67	
应收账款周转率	5.43	4.83	6.30	7.74	8.31	
应付账款周转率	3.73	3.25	3.47	3.28	3.18	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.74	0.94	1.10	1.25	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.15	0.00	0.00	0.00	
每股净资产(最新摊薄)	10.72	11.37	12.08	12.81	13.65	
估值比率						
P/E	27.56	26.02	20.56	17.54	15.34	
P/B	1.79	1.69	1.59	1.50	1.41	
EV/EBITDA	11.37	11.02	9.17	8.33	7.52	

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188