

# 上海家化 (600315.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 24 年轻装上阵，期待组织调整、战略

### 转型落地后效能逐步释放

#### 事件简评

■ 公司 3 月 18 日成功举办“致美 致时代”2024 年发布会。

#### 经营分析

- 内部主动调整经营（如百货降低社会库存、收缩代理业务&传统 CS 渠道等）处阵痛期，外部国内线下消费恢复不及预期、海外市场因低出生率、高通胀等表现疲软，致使 23 年业绩承压。23 年营收/归母净利润/扣非归母净利润 65.98/5/3.15 亿元、同比-7.16%/+5.93%/-41.82%，其中国内业务净利润同比增长 75%。单 Q4 营收/归母净利润/扣非归母净利润 15.06/1.06/0.16 亿元、同比-14.04%/-33.31%/-90.49%。
- 毛利率改善，品牌投放战略性增加致使销售费用率上升。23 年毛利率同比+1.85PCT 至 58.97%，主要系高毛利护肤品类占比提升、六神提价、原材料成本下降；销售费用率 41.98%、同比+4.66PCT，主要系加大对品牌建设和人群招新的投入；管理费用率同比+0.5PCT 至 9.34%；扣非净利率 4.77%、同比-2.2PCT（剔除准则调整影响）。
- 美加净“老 Baby 天团”破圈，兴趣电商表现亮眼。分品类看，23 年护肤/个护家清/母婴/合作品牌同比+0.98%/-4.88%/-13.35%/-37%。分品牌看，玉泽高个位数增长；美加净自播“老 Baby 天团”帮助品牌 5A 人群增长超 8000 万，25-40 岁的主流消费人群接近 60%，客单价提升 50%+，后续六神、家安望复制方法论。分渠道看，线上同比+1%，其中兴趣电商增速超 100%；线下同比-12%、系部分大型连锁商超、大卖场闭店。

#### 盈利预测、估值与评级

- 23 年末事业部制正式落地，设立美容护肤与母婴事业部、个护家清事业部、海外事业部，打造品牌与销售协同、线上与线下协同，24 年继续向高毛利、高增速、高品牌溢价的品类聚焦，期待组织调整、战略转型落地后效能逐步释放。
- 下调盈利预测，预计 24-26 年归母净利润 6.13/7.18/8.22 亿元，同比+22.51%/+17.24%/+14.48%，对应 24-26 年 PE 分别为 21/18/16 倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示

新品孵化/渠道拓展/营销投放不及预期。

商贸零售组

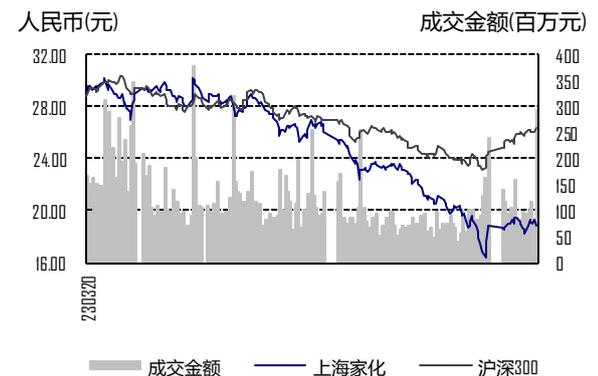
分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：18.85 元

相关报告：

1. 《上海家化：营销投入加码拖累 Q3 业绩，事业部制正式落地、期待业务加速向好》，2023.10.26
2. 《上海家化 2Q23 预告：Q2 净利同比扭亏，国内业务低基数下恢复性增长》，2023.7.16
3. 《上海家化 1Q23 业绩点评：Q1 归母净利同比+16%，关注 Q2 低基数下恢复性增长》，2023.4.26



#### 公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,106	6,598	7,784	8,909	9,802
营业收入增长率	-7.06%	-7.16%	17.98%	14.46%	10.02%
归母净利润(百万元)	472	500	613	718	822
归母净利润增长率	-27.29%	5.93%	22.51%	17.24%	14.48%
摊薄每股收益(元)	0.695	0.739	0.906	1.062	1.216
每股经营性现金流净额	0.98	0.15	1.04	1.14	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.51%	6.50%	7.50%	8.36%	9.05%
P/E	45.81	28.64	20.81	17.75	15.50
P/B	2.98	1.86	1.56	1.48	1.40

来源：公司年报、国金证券研究所（股价更新至 2024 年 3 月 18 日）

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,646</b>	<b>7,106</b>	<b>6,598</b>	<b>7,784</b>	<b>8,909</b>	<b>9,802</b>	货币资金	1,597	1,685	940	1,717	2,032	2,516
增长率	-7.1%	-7.2%	18.0%	14.5%	10.0%		应收账款	1,312	1,398	1,215	1,621	1,733	1,907
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,156</b>	<b>-3,048</b>	<b>-2,707</b>	<b>-2,994</b>	<b>-3,361</b>	<b>-3,632</b>	存货	872	929	777	968	1,059	1,075
%销售收入	41.3%	42.9%	41.0%	38.5%	37.7%	37.1%	其他流动资产	2,999	2,542	2,650	2,645	2,654	2,662
<b>毛利</b>	<b>4,491</b>	<b>4,059</b>	<b>3,891</b>	<b>4,790</b>	<b>5,549</b>	<b>6,170</b>	流动资产	6,780	6,555	5,582	6,951	7,479	8,159
%销售收入	58.7%	57.1%	59.0%	61.5%	62.3%	63.0%	%总资产	55.8%	53.4%	47.6%	54.2%	55.8%	57.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-59</b>	<b>-48</b>	<b>-46</b>	<b>-47</b>	<b>-53</b>	<b>-59</b>	长期投资	925	1,217	1,113	1,113	1,113	1,113
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	964	891	845	870	899	943
<b>销售费用</b>	<b>-2,947</b>	<b>-2,652</b>	<b>-2,770</b>	<b>-3,308</b>	<b>-3,804</b>	<b>-4,215</b>	%总资产	7.9%	7.3%	7.2%	6.8%	6.7%	6.7%
%销售收入	38.5%	37.3%	42.0%	42.5%	42.7%	43.0%	无形资产	2,744	2,774	2,939	2,974	2,996	2,999
<b>管理费用</b>	<b>-791</b>	<b>-628</b>	<b>-616</b>	<b>-662</b>	<b>-766</b>	<b>-843</b>	非流动资产	5,365	5,715	6,148	5,873	5,919	5,960
%销售收入	10.3%	8.8%	9.3%	8.5%	8.6%	8.6%	%总资产	44.2%	46.6%	52.4%	45.8%	44.2%	42.2%
<b>研发费用</b>	<b>-163</b>	<b>-160</b>	<b>-147</b>	<b>-167</b>	<b>-196</b>	<b>-216</b>	<b>资产总计</b>	<b>12,146</b>	<b>12,269</b>	<b>11,730</b>	<b>12,824</b>	<b>13,398</b>	<b>14,119</b>
%销售收入	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	短期借款	151	427	299	342	300	300
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>531</b>	<b>570</b>	<b>312</b>	<b>606</b>	<b>729</b>	<b>838</b>	应付款项	2,509	2,601	2,159	2,715	2,836	3,004
%销售收入	6.9%	8.0%	4.7%	7.8%	8.2%	8.6%	其他流动负债	550	506	390	568	644	710
<b>财务费用</b>	<b>-13</b>	<b>11</b>	<b>-5</b>	<b>-17</b>	<b>-3</b>	<b>7</b>	流动负债	3,210	3,533	2,848	3,625	3,780	4,014
%销售收入	0.2%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	-0.1%	长期贷款	925	751	502	512	522	532
<b>资产减值损失</b>	<b>-19</b>	<b>-47</b>	<b>-64</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	1,047	736	690	522	500	484
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-42</b>	<b>-103</b>	<b>111</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	5,182	5,020	4,040	4,659	4,802	5,030
<b>投资收益</b>	<b>209</b>	<b>43</b>	<b>85</b>	<b>115</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,963</b>	<b>7,249</b>	<b>7,690</b>	<b>8,165</b>	<b>8,596</b>	<b>9,089</b>
%税前利润	27.3%	7.8%	15.2%	16.3%	12.1%	10.6%	其中：股本	680	679	676	676	676	676
<b>营业利润</b>	<b>752</b>	<b>544</b>	<b>556</b>	<b>704</b>	<b>826</b>	<b>945</b>	未分配利润	5,092	5,369	5,729	6,097	6,528	7,021
%利润率	9.8%	7.6%	8.4%	9.0%	9.3%	9.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,146</b>	<b>12,269</b>	<b>11,730</b>	<b>12,824</b>	<b>13,398</b>	<b>14,119</b>
<b>税前利润</b>	<b>764</b>	<b>549</b>	<b>563</b>	<b>704</b>	<b>826</b>	<b>945</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	10.0%	7.7%	8.5%	9.0%	9.3%	9.6%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>所得税</b>	<b>-115</b>	<b>-77</b>	<b>-63</b>	<b>-92</b>	<b>-107</b>	<b>-123</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.1%	14.0%	11.3%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.955	0.695	0.739	0.906	1.062	1.216
<b>净利润</b>	<b>649</b>	<b>472</b>	<b>500</b>	<b>613</b>	<b>718</b>	<b>822</b>	每股净资产	10.246	10.679	11.372	12.074	12.712	13.441
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.461	0.979	0.153	1.038	1.136	1.373
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>649</b>	<b>472</b>	<b>500</b>	<b>613</b>	<b>718</b>	<b>822</b>	每股股利	0.200	0.290	0.210	0.362	0.425	0.486
净利率	8.5%	6.6%	7.6%	7.9%	8.1%	8.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.32%	6.51%	6.50%	7.50%	8.36%	9.05%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.35%	3.85%	4.26%	4.78%	5.36%	5.82%
							投入资本收益率	5.52%	5.74%	3.21%	5.79%	6.66%	7.28%
净利润	649	472	500	613	718	822	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	8.73%	-7.06%	-7.16%	17.98%	14.46%	10.02%
非现金支出	285	282	286	119	124	129	EBIT增长率	43.44%	7.38%	-45.29%	94.41%	20.19%	15.00%
非经营收益	-155	80	-109	-155	-58	-60	净利润增长率	50.92%	-27.29%	5.93%	22.51%	17.24%	14.48%
营运资金变动	214	-168	-574	126	-16	37	总资产增长率	7.53%	1.02%	-4.40%	9.32%	4.48%	5.38%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>993</b>	<b>665</b>	<b>103</b>	<b>702</b>	<b>768</b>	<b>929</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-139	-113	-119	221	-170	-170	应收账款周转天数	52.5	62.5	69.0	70.0	65.0	65.0
投资	-368	-251	-372	0	0	0	存货周转天数	100.5	107.9	115.0	118.0	115.0	108.0
其他	123	209	130	115	100	100	应付账款周转天数	83.1	97.8	112.3	105.0	105.0	105.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-384</b>	<b>-155</b>	<b>-361</b>	<b>336</b>	<b>-70</b>	<b>-70</b>	固定资产周转天数	44.8	44.3	45.6	37.0	31.1	26.9
股权募资	47	12	0	107	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-4	-95	-208	-47	-32	10	净负债/股东权益	-46.25%	-36.26%	-34.03%	-40.94%	-42.92%	-45.80%
其他	-271	-301	-291	-290	-329	-369	EBIT利息保障倍数	42.4	-53.6	66.7	35.2	225.8	-119.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-228</b>	<b>-384</b>	<b>-499</b>	<b>-230</b>	<b>-361</b>	<b>-359</b>	资产负债率	42.67%	40.91%	34.44%	36.33%	35.84%	35.62%
<b>现金净流量</b>	<b>311</b>	<b>88</b>	<b>-747</b>	<b>808</b>	<b>337</b>	<b>500</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	8	10	13	45
增持	8	9	11	17	3
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.53	1.53	1.52	1.57	1.18

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-19	买入	37.04	N/A
2	2022-04-28	买入	31.14	N/A
3	2022-08-20	买入	33.10	N/A
4	2022-10-26	买入	27.23	N/A
5	2023-03-15	买入	29.07	N/A
6	2023-04-26	买入	27.25	N/A
7	2023-07-16	买入	28.99	N/A
8	2023-10-26	买入	23.68	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806