

上海家化 (600315.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

1Q24 业绩超预期，期待战略转型&组织优化促持续提效

业绩简评

■ 公司4月22日公告1Q24营收19.05亿元、同比-3.8%，归母净利润2.56亿元、同比+11.2%，扣非净利润2.93亿元、同比+29.2%，剔除法规调整影响、同增约45%（其中国内业务同增约63%）；经营性现金流同比+25%，应收、存货及周转天数下降，经营指标稳步向好。

经营分析

■ 毛利率持续优化&投放节奏错期&加强成本管控、Q1盈利水平提升明显，全年维度将加大品牌费用投放蓄力成长。1Q24毛利率同比+2.1PCT，主要系原材料价格下降、产品结构优化、主动收缩低毛利的渠道业务和代理业务；销售费用率&管理费用率合计同比-6.1PCT、改善明显，品牌投放费用同比下降（去年Q1前置投放、今年Q1恢复正常节奏），全年维度加大品牌投放费用+加强管控渠道促销费用，持续优化固定成本；扣非净利率15.4%、同比+3.93PCT。

■ 战略转型初显成效。佰草集Q1传统电商渠道同增约49%，高端抗老系列即将上市；双妹Q1同增三位数，玉容霜、玉容精华油销售亮眼，后续将推出玉容眼霜；玉泽24年营销推广侧重高毛利的油敏霜和干敏霜，医用修护敷料面膜和即将上市的修护次抛精华以专利医用重组III型人源化胶原蛋白为核心成分；六神Q2预计上市“止痒蛋”及“祛味蛋”、丰富随身蛋系列；美加净Q1增速约44%，通过内容场打造持续推进品牌年轻化、“老Baby学霸天团”持续发力，防晒小金瓶Q1全渠道翻倍增长。

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、高品牌溢价的品类和渠道聚焦，Q1初显成效，期待持续提效。

■ 上调盈利预测，预计24-26年归母净利润6.6/7.7/8.8亿元（前值6.13/7.18/8.22亿元），同比+32%/+17%/+14%，对应24-26年PE分别为19/16/14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)：18.19元

相关报告：

- 《上海家化点评：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》，2024.3.19
- 《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
- 《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



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	7,633	8,737	9,613
营业收入增长率	-7.06%	-7.16%	15.70%	14.46%	10.02%
归母净利润(百万元)	472	500	660	770	880
归母净利润增长率	-27.29%	5.93%	32.07%	16.61%	14.23%
摊薄每股收益(元)	0.695	0.739	0.977	1.139	1.301
每股经营性现金流净额	0.98	0.15	1.09	1.21	1.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.51%	6.50%	8.00%	8.75%	9.34%
P/E	45.81	28.64	18.62	15.97	13.98
P/B	2.98	1.86	1.49	1.40	1.31

来源：公司年报、国金证券研究所 (股价更新至2024年4月22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
主营业务收入	7,646	7,106	6,598	7,633	8,737	9,613	货币资金	1,597	1,685	940	1,759	2,227	2,833
增长率	-7.1%	-7.2%	15.7%	14.5%	10.0%		应收账款	1,312	1,398	1,215	1,589	1,700	1,870
主营业务成本	-3,156	-3,048	-2,707	-2,936	-3,296	-3,561	存货	872	929	777	949	1,038	1,054
%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	2,643	2,653	2,660
毛利	4,491	4,059	3,891	4,698	5,442	6,051	流动资产	6,780	6,555	5,582	6,941	7,617	8,416
%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%	56.3%	58.5%
营业税金及附加	-59	-48	-46	-46	-52	-58	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
销售费用	-2,947	-2,652	-2,770	-3,179	-3,661	-4,057	%总资产	7.9%	7.3%	7.2%	6.8%	6.6%	6.6%
%销售收入	38.5%	37.3%	42.0%	41.7%	41.9%	42.2%	无形资产	2,744	2,774	2,939	2,974	2,996	2,999
管理费用	-791	-628	-616	-649	-751	-827	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%	43.7%	41.5%
研发费用	-163	-160	-147	-164	-192	-211	资产总计	12,146	12,269	11,730	12,813	13,536	14,376
%销售收入	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	短期借款	151	427	299	300	300	300
息税前利润 (EBIT)	531	570	312	660	785	899	应付款项	2,509	2,601	2,159	2,646	2,765	2,929
%销售收入	6.9%	8.0%	4.7%	8.6%	9.0%	9.3%	其他流动负债	550	506	390	574	651	718
财务费用	-13	11	-5	-15	1	12	流动负债	3,210	3,533	2,848	3,520	3,716	3,946
%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
资产减值损失	-19	-47	-64	0	0	0	其他长期负债	1,047	736	690	522	500	484
公允价值变动收益	-42	-103	111	0	0	0	负债	5,182	5,020	4,040	4,554	4,737	4,962
投资收益	209	43	85	115	100	100	普通股股东权益	6,963	7,249	7,690	8,260	8,799	9,415
%税前利润	27.3%	7.8%	15.2%	15.1%	11.3%	9.9%	其中：股本	680	679	676	676	676	676
营业利润	752	544	556	759	885	1,011	未分配利润	5,092	5,369	5,729	6,192	6,731	7,346
营业利润率	9.8%	7.6%	8.4%	9.9%	10.1%	10.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	12	5	7	0	0	0	负债股东权益合计	12,146	12,269	11,730	12,813	13,536	14,376
税前利润	764	549	563	759	885	1,011	比率分析						
利润率	10.0%	7.7%	8.5%	9.9%	10.1%	10.5%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-115	-77	-63	-99	-115	-131	每股指标						
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	0.977	1.139	1.301
净利润	649	472	500	660	770	880	每股净资产	10.246	10.679	11.372	12.214	13.012	13.922
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	1.090	1.215	1.459
归属于母公司的净利润	649	472	500	660	770	880	每股股利	0.290	0.210	0.230	0.293	0.342	0.390
净利率	8.5%	6.6%	7.6%	8.7%	8.8%	9.2%	回报率						
							净资产收益率	9.32%	6.51%	6.50%	8.00%	8.75%	9.34%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.35%	3.85%	4.26%	5.15%	5.69%	6.12%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	5.52%	5.74%	3.21%	6.26%	7.02%	7.56%
净利润	649	472	500	660	770	880	增长率						
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%	15.70%	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%	111.45%	18.96%	14.55%
非经营收益	-155	80	-109	-157	-59	-60	净利润增长率	50.92%	-27.29%	5.93%	32.07%	16.61%	14.23%
营运资金变动	214	-168	-574	114	-13	38	总资产增长率	7.53%	1.02%	-4.40%	9.24%	5.64%	6.21%
经营活动现金净流	993	665	103	737	821	987	资产管理能力						
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
投资活动现金净流	-384	-155	-361	336	-70	-70	固定资产周转天数	44.8	44.3	45.6	37.7	31.7	27.4
股权募资	47	12	0	107	0	0	偿债能力						
债权募资	-4	-95	-208	-89	10	10	净负债/股东权益	-46.25%	-36.26%	-34.03%	-41.47%	-44.13%	-47.58%
其他	-271	-301	-291	-241	-272	-304	EBIT利息保障倍数	42.4	-53.6	66.7	42.8	-1,350.6	-72.9
筹资活动现金净流	-228	-384	-499	-223	-262	-294	资产负债率	42.67%	40.91%	34.44%	35.54%	35.00%	34.51%
现金净流量	311	88	-747	850	490	623							

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	0	3	19	21	53
增持	0	2	12	14	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.40	1.39	1.40	1.11

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	2022-04-28	买入	31.14	N/A
2	2022-08-20	买入	33.10	N/A
3	2022-10-26	买入	27.23	N/A
4	2023-03-15	买入	29.07	N/A
5	2023-04-26	买入	27.25	N/A
6	2023-07-16	买入	28.99	N/A
7	2023-10-26	买入	23.68	N/A
8	2024-03-19	买入	18.85	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