


2024年04月23日
上海家化(600315.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

日用化学品

投资评级

增持-A
维持评级

6个月目标价

21.49元

股价(2024-04-22)

18.19元

交易数据

总市值(百万元)	12,300.51
流通市值(百万元)	12,245.41
总股本(百万股)	676.22
流通股本(百万股)	673.19
12个月价格区间	16.32/30.44元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.3	-12.2	-22.8
绝对收益	-3.7	-2.5	-35.3

王朔

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030005

wangshuo2@essence.com.cn

都春竹

联系人

SAC 执业证书编号: S1450123070047

ducz@essence.com.cn

相关报告

2023 年业绩承压, 组织调整全面变革	2024-03-18
组织架构调整落地, 品牌推广逐渐加码	2023-10-26
23H1 业绩恢复, 护肤表现优异	2023-08-28
2022 年业绩受疫情影响较大, 2023 年有望恢复	2023-04-26
Q3 盈利能力环比改善, “六	2022-10-26

24Q1 减收而增利, 降本增效成果显著

目 公司发布 2024 年第一季度报告:

2024Q1, 公司实现营收 19.05 亿元/同比-3.76%; 归母净利润 2.56 亿元/同比+11.18%; 扣非归母净利润 2.93 亿元/同比+29.17%。; 经营性现金流量净额 5.70 亿元/同比+25.06%。

目 毛利率明显提升, 费用端管控良好:

2024Q1, 公司盈利能力有所提升, 归母净利率 13.45%/+1.81pcts, 毛利率 63.27%/+2.07pcts。另外公司在费用端严格把控, 特别是营销费用投入更加精准, 销售费用率 37.21%/-3.47pcts, 管理费用率 6.51%/-2.62pcts, 研发费用率 1.83%/-0.18pct。

目 护肤品牌高端化、专业化, 个护家清稳健增长:

1) 护肤: 2024 年 Q1 收入 3.39 亿元/-17.16%, 占比 18%。其中, 佰草集传统电商增长约 49%, 太极啵啵乳趋势品布局, 夯实核心太极家族; 玉泽有望卡位专业护肤赛道; 双妹玉容系列大单品在高端市场逐渐站稳脚跟, 品类不断拓展。

2) 个护家清: 2024 年 Q1 收入 11.11 亿元/+4.15%, 占比 58%。其中, 新品手枪泵驱蚊花露水上市当月销售 27 万瓶+, 美加净增速约 44%, 防晒小金瓶升级。

3) 母婴: 2024 年 Q1 收入 3.90 亿元/-11.60%, 占比 21%。其中, 启初小黄帽纯物理防晒霜新品上市, 儿童防晒赛道大有可为。

4) 合作品牌: 2024 年 Q1 收入 0.61 亿元/+2.89%, 占比 3%。

目 投资建议:

增持-A 投资评级, 6 个月目标价 21.49 元。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 13.0%、10.9%、8.6%, 净利润的增速分别为 16.3%、11.6%、12.6%; 给予增持-A 的投资评级, 6 个月目标价为 21.49 元, 相当于 2024 年 25 倍的动态市盈率。

目 风险提示: 市场竞争加剧、消费需求不及预期、产品推广不及预期等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,106.3	6,597.6	7,457.1	8,266.8	8,979.8
净利润	472.0	500.0	581.4	648.7	730.5
每股收益(元)	0.70	0.74	0.86	0.96	1.08
每股净资产(元)	10.72	11.37	12.19	12.99	13.94

神”领衔个护家清增长

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	27.6	26.0	22.4	20.1	17.8
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
净利润率	6.6%	7.6%	7.8%	7.8%	8.1%
净资产收益率	6.5%	6.5%	7.1%	7.4%	7.7%
股息收益率	1.1%	0.0%	0.9%	0.8%	0.7%
ROIC	18.6%	16.9%	18.8%	24.4%	26.2%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,106.3	6,597.6	7,457.1	8,266.8	8,979.8	成长性					
减:营业成本	3,047.5	2,707.0	2,974.2	3,248.7	3,498.5	营业收入增长率	-7.1%	-7.2%	13.0%	10.9%	8.6%
营业税费	48.2	45.9	53.4	57.6	63.1	营业利润增长率	-27.8%	2.3%	21.5%	11.9%	12.7%
销售费用	2,652.3	2,770.0	3,039.7	3,360.2	3,650.0	净利润增长率	-27.3%	5.9%	16.3%	11.6%	12.6%
管理费用	628.3	616.3	694.6	774.7	841.5	EBITDA 增长率	-21.7%	0.9%	19.1%	9.0%	10.7%
研发费用	159.9	146.5	164.2	184.0	199.1	EBIT 增长率	-26.9%	0.9%	24.6%	11.4%	13.2%
财务费用	-10.6	4.7	2.1	-1.4	2.5	NOPLAT 增长率	-29.5%	8.6%	15.8%	11.4%	13.2%
资产减值损失	-29.1	-35.1	-34.6	-32.9	-34.2	投资资本增长率	19.3%	3.8%	-14.0%	5.4%	-15.7%
加:公允价值变动收益	-103.1	111.4	-	-	-	净资产增长率	4.1%	6.1%	7.2%	6.5%	7.3%
投资和汇兑收益	42.7	85.4	112.3	80.1	92.6						
营业利润	543.5	556.1	675.7	756.2	851.9	利润率					
加:营业外净收支	5.4	7.3	8.3	7.0	7.5	毛利率	57.1%	59.0%	60.1%	60.7%	61.0%
利润总额	548.9	563.5	684.0	763.1	859.4	营业利润率	7.6%	8.4%	9.1%	9.1%	9.5%
减:所得税	76.8	63.4	102.6	114.5	128.9	净利润率	6.6%	7.6%	7.8%	7.8%	8.1%
净利润	472.0	500.0	581.4	648.7	730.5	EBITDA/营业收入	10.0%	10.9%	11.5%	11.3%	11.5%
						EBIT/营业收入	7.6%	8.2%	9.1%	9.1%	9.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	46	46	37	29	22
						流动营业资本周转天数	-24	-20	-21	-16	-15
						流动资产周转天数	338	331	304	317	326
						应收账款周转天数	65	71	64	67	67
						存货周转天数	46	47	42	43	43
						总资产周转天数	618	655	587	558	545
						投资资本周转天数	137	164	137	118	102
						投资回报率					
						ROE	6.5%	6.5%	7.1%	7.4%	7.7%
						ROA	3.8%	4.3%	4.6%	5.0%	5.2%
						ROIC	18.6%	16.9%	18.8%	24.4%	26.2%
						费用率					
						销售费用率	37.3%	42.0%	40.8%	40.6%	40.6%
						管理费用率	8.8%	9.3%	9.3%	9.4%	9.4%
						研发费用率	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
						财务费用率	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
						四费/营业收入	48.3%	53.6%	52.3%	52.2%	52.3%
						偿债能力					
						资产负债率	40.9%	34.4%	34.5%	32.7%	33.2%
						负债权益比	69.2%	52.5%	52.7%	48.6%	49.8%
						流动比率	1.86	1.96	1.99	2.14	2.22
						速动比率	1.59	1.69	1.71	1.86	1.93
						利息保障倍数	-50.63	116.38	321.70	-540.67	347.24
						分红指标					
						DPS(元)	0.21	-	0.17	0.16	0.13
						分红比率	30.2%	0.0%	20.2%	16.8%	12.3%
						股息收益率	1.1%	0.0%	0.9%	0.8%	0.7%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	472.0	500.0	581.4	648.7	730.5	EPS(元)	0.70	0.74	0.86	0.96	1.08
加:折旧和摊销	196.1	191.4	179.7	179.7	179.7	BVPS(元)	10.72	11.37	12.19	12.99	13.94
资产减值准备	29.1	35.1	-	-	-	PE(X)	27.6	26.0	22.4	20.1	17.8
公允价值变动损失	103.1	-111.4	-	-	-	PB(X)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
财务费用	27.6	40.5	2.1	-1.4	2.5	P/FCF	135.8	1,309.7	26.9	23.8	11.5
投资收益	-42.7	-85.4	-112.3	-80.1	-92.6	P/S	1.8	2.0	1.7	1.6	1.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	24.3	13.5	8.6	7.5	5.7
营运资金的变动	-936.7	-784.5	628.6	-437.0	227.2	CAGR (%)	11.2%	13.5%	-3.6%	11.2%	13.5%
经营活动产生现金流量	664.9	103.1	1,279.5	309.8	1,047.2	PEG	2.5	1.9	-6.2	1.8	1.3
投资活动产生现金流量	-155.5	-360.9	112.3	80.1	92.6	ROIC/WACC	1.8	1.6	1.8	2.3	2.5
融资活动产生现金流量	-383.8	-499.0	-553.9	-66.2	-127.4	REP	3.3	2.0	1.6	1.1	1.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034