

上海家化 (600315)

2024 开局积极，期待转型成效逐步显现

行业：美容护理/化妆品
 投资评级：增持（维持）
 当前价格：18.19 元
 目标价格：21.26 元

事件：

公司发布业绩：2023 年营收 65.98 亿元（同比-7.2%），归母净利润 5 亿元（同比+5.9%），扣非归母净利润 3.15 亿元（同比-41.8%）；2024Q1 营收 19.05 亿元（同比-3.8%），归母净利 2.56 亿元（同比+11.2%），扣非归母净利润 2.93 亿元（同比+29.2%）。

2023 年内外部因素扰动，营收利润承压

国内业务：历史上公司整体固定成本偏高，品牌投资不足，公司积极进行战略调整，推动新组织架构落地，持续加码投资扭转品牌人群基数下降的趋势，且 2023 年主动优化价格管控政策，2023 年国内收入同比下降约 5.2%。**海外业务：**人口出生率下降及欧美高通胀导致消费下降，战争因素影响中东及欧洲地区销售，大零售商去库存减少采购量等外部因素，叠加公司海外业务前期聚焦短期利润、缺乏必要品牌投入，导致市场份额丢失，2023 年收入同比下降约 12.9%。

2024 年持续夯实新战略，期待转型成效逐步显现

2023 年公司主动推进**战略转型**（向高毛利、高增速、高品牌溢价的品类进行聚焦）与**组织架构调整**（改变原有的职能制，转换成更以消费者为中心，品牌和渠道更协同，线上和线下渠道更协同的事业部制组织架构），有助于加快公司产品闭环决策速度，以及对市场的反应速度。公司不停调整优化策略打法，在线上渠道突破、爆品打造等方面进行创新探索，2024 年 1 季度转型成效初步显现，期待 2024 年进一步夯实新战略，转型成效不断兑现。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2024-2026 年收入分别为 76.07/83.07/87.72 亿元，对应增速分别为 15.3%/9.2%/5.6%；归母净利润分别为 6.54/7.43/8.14 亿元，对应增速分别为 30.7%/13.7%/9.5%；EPS 分别为 0.97/1.10/1.20 元/股。依据可比公司估值，给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应目标价 21.26 元人民币，维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧；新品推广不及预期；流量成本上升，影响公司盈利能力

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	676.22/673.19
流通 A 股市值(百万元)	12,245.41
每股净资产(元)	11.71
资产负债率(%)	33.03
一年内最高/最低(元)	30.63/15.61

股价相对走势



作者

分析师：邓文慧
 执业证书编号：S0590522060001
 邮箱：dengwh@glsc.com.cn
 分析师：李英
 执业证书编号：S0590522110002
 邮箱：liy@glsc.com.cn

相关报告

1、《上海家化 (600315)：国内业务恢复性增长，海外业务压力消化》2023.08.27

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7106	6598	7607	8307	8772
增长率 (%)	-7.06%	-7.16%	15.30%	9.20%	5.60%
EBITDA (百万元)	734	760	1045	1128	1173
归母净利润 (百万元)	472	500	654	743	814
增长率 (%)	-27.29%	5.93%	30.70%	13.72%	9.52%
EPS (元/股)	0.70	0.74	0.97	1.10	1.20
市盈率 (P/E)	26.1	24.6	18.8	16.5	15.1
市净率 (P/B)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	25.3	15.1	8.5	7.1	6.1

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 22 日收盘价

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1685	940	1455	2185	2943	营业收入	7106	6598	7607	8307	8772
应收账款+票据	1324	1172	1291	1409	1488	营业成本	3048	2707	2891	3115	3237
预付账款	72	83	85	93	98	营业税金及附加	48	46	53	58	61
存货	929	777	836	901	937	营业费用	2652	2770	3203	3506	3728
其他	2544	2610	2819	2850	2871	管理费用	788	763	880	960	1014
流动资产合计	6555	5582	6487	7439	8337	财务费用	-11	5	8	-10	-29
长期股权投资	415	388	411	434	456	资产减值损失	-29	-35	-37	-40	-43
固定资产	990	946	801	655	509	公允价值变动收益	-103	111	0	0	0
在建工程	28	21	18	14	11	投资净收益	43	85	112	112	112
无形资产	790	800	669	538	406	其他	52	87	80	79	78
其他非流动资产	3492	3993	3973	3953	3950	营业利润	544	556	728	829	909
非流动资产合计	5715	6148	5871	5593	5331	营业外净收益	5	7	8	8	8
资产总计	12269	11730	12358	13033	13669	利润总额	549	563	736	838	917
短期借款	5	47	0	0	0	所得税	77	63	83	94	103
应付账款+票据	915	751	776	836	869	净利润	472	500	654	743	814
其他	2613	2051	2357	2545	2651	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	3533	2848	3133	3381	3520	归属于母公司净利润	472	500	654	743	814
长期带息负债	865	613	435	268	115	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	622	578	578	578	578		2022	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	1487	1191	1013	846	693	成长能力					
负债合计	5020	4040	4146	4227	4214	营业收入	-7.06%	-7.16%	15.30%	9.20%	5.60%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT	-30.72%	5.55%	31.12%	11.05%	7.35%
股本	679	676	676	676	676	EBITDA	-25.50%	3.42%	37.57%	7.98%	3.95%
资本公积	1071	984	984	984	984	归属于母公司净利润	-27.29%	5.93%	30.70%	13.72%	9.52%
留存收益	5500	6030	6552	7146	7796	获利能力					
股东权益合计	7249	7690	8212	8805	9455	毛利率	57.12%	58.97%	62.00%	62.50%	63.10%
负债和股东权益总计	12269	11730	12358	13033	13669	净利率	6.64%	7.58%	8.59%	8.95%	9.28%
现金流量表						ROE	6.51%	6.50%	7.96%	8.44%	8.61%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	ROIC	13.97%	9.45%	13.44%	15.31%	17.29%
净利润	472	500	654	743	814	偿债能力					
折旧摊销	196	191	300	301	285	资产负债率	40.91%	34.44%	33.55%	32.44%	30.83%
财务费用	-11	5	8	-10	-29	流动比率	1.9	2.0	2.1	2.2	2.4
存货减少(增加为“-”)	-57	152	-60	-65	-35	速动比率	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0
营运资金变动	-166	-540	-58	25	-1	营运能力					
其它	192	-236	-29	-23	-53	应收账款周转率	5.4	5.6	5.9	5.9	5.9
经营活动现金流	627	72	815	971	980	存货周转率	3.3	3.5	3.5	3.5	3.5
资本支出	-401	-163	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
长期投资	-251	-372	0	0	0	每股指标(元)					
其他	497	174	65	65	65	每股收益	0.7	0.7	1.0	1.1	1.2
投资活动现金流	-155	-361	65	65	65	每股经营现金流	0.9	0.1	1.2	1.4	1.4
债权融资	-193	-210	-225	-167	-153	每股净资产	10.7	11.4	12.1	13.0	14.0
股权融资	-1	-3	0	0	0	估值比率					
其他	-190	-286	-140	-140	-135	市盈率	26.1	24.6	18.8	16.5	15.1
筹资活动现金流	-384	-499	-365	-307	-288	市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
现金净增加额	50	-778	516	730	758	EV/EBITDA	25.3	15.1	8.5	7.1	6.1
						EV/EBIT	34.5	20.2	11.9	9.7	8.0

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 22 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼