

# 上海家化（600315）

## 2024Q1 业绩点评：扣非归母净利同增 29%， 战略转型成效初显

买入（维持）

2024 年 04 月 23 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

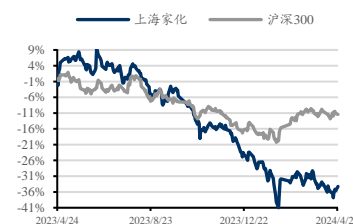
研究助理 郝越

执业证书：S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	7,106	6,598	7,292	8,148	9,231
同比（%）	(7.06)	(7.16)	10.52	11.75	13.28
归母净利润（百万元）	472.04	500.05	568.01	672.78	800.64
同比（%）	(27.29)	5.93	13.59	18.45	19.00
EPS-最新摊薄（元/股）	0.70	0.74	0.84	0.99	1.18
P/E（现价&最新摊薄）	26.06	24.60	21.66	18.28	15.36

### 股价走势



### 投资要点

- **2024Q1 归母净利增速转正。**2024Q1 公司实现营收 19.1 亿元（同比-3.76%，下同），归母净利 2.6 亿元（+11.2%），扣非归母净利 2.9 亿元（+29.2%），因法规变化，若按同等口径测算 24Q1 扣非归母净利同比增长约 45%。24Q1 收入下降主要系英国市场销售下滑所致，归母净利增速回正主要为国内业务增长 63% 带动。
- **个护家清实现增长，美加净增速靓丽。**2024Q1 个护家清品类实现营收 11.1 亿元（+4.2%），维持正增长。护肤/母婴/合作品牌分别实现营收 3.4/3.9/0.6 亿元，分别同比-17.2%/-11.6%/+2.9%。**分品牌看**，佰草集 38 大促期间天猫/抖音 GMV 分别同增 119%/41%；双妹 24Q1 实现三位数高增长；美加净 24Q1 同比约+44%，增速较为靓丽。
- **盈利能力提升，费用管控较好，存货消化顺利。**①**盈利能力**：2024Q1 公司毛利率/净利率分别为 63.3%/13.5%，分别同比+2.1pct/+1.8pct，盈利能力同比改善。②**期间费用率**：2024Q1 公司期间费用率为 46.2%、同比-4.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 37.2%/6.5%/1.8%/0.7%，同比分别-3.5/-2.6/0.2/1.5pct，费用管控较好。③**现金流**：24Q1 经营性净现金流 5.7 亿元（+25.1%），截至 24Q1 货币资金 13.4 亿元，现金流同比改善，在手现金充足。④**存货**：截至 24Q1 存货 6.8 亿元（-36.4%），存货周转天数 94 天（-23.4 天），公司库存消化较为顺利。
- **2023Q4 完成组织架构转型，期待未来经营持续提效。**公司在 2023 年第四季度成功转换组织架构并实施新的事业布局，建立了三大事业部：个护家清、美妆母婴和海外事业部，以实现从产品设计到推广营销的全方位闭环运作，从而提升销售和营销的一致性。同时聚焦高毛利、高增速、高品牌溢价，加快渠道调整。战略改革后 24Q1 公司经营质量稳步提升，改革成效初显，期待 24 年全年组织变革持续带动经营提效。
- **盈利预测与投资评级**：公司是国内多品牌的日化龙头，聚焦核心 SKU 和爆款打造。公司 24Q1 海外业务仍承压，未来有望通过推动新品上市等举措促收入逐季改善，同时战略转型后经营效率有望进一步提升。我们维持公司 2024-26 年归母净利润 5.68/6.73/8.01 亿元，分别同比+14%/+18%/+19%，当前市值对应 2024-26 年 PE 为 22/18/15X，鉴于长期多品牌多品类竞争优势稳固，维持“买入”评级。
- **风险提示**：行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

### 市场数据

收盘价(元)	18.19
一年最低/最高价	15.61/30.63
市净率(倍)	1.55
流通 A 股市值(百万元)	12,245.41
总市值(百万元)	12,300.51

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.71
资产负债率(%,LF)	33.03
总股本(百万股)	676.22
流通 A 股(百万股)	673.19

### 相关研究

《上海家化(600315)：上海家化 2023 年年报点评：短期业绩有所承压，组织&战略调整后期待提效》

2024-03-19

《上海家化(600315)：2023 年三季报点评：玉泽持续趋势较好，拟组织结构调整优化》

2023-10-26

## 上海家化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>5,582</b>	<b>6,508</b>	<b>7,340</b>	<b>8,175</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,598</b>	<b>7,292</b>	<b>8,148</b>	<b>9,231</b>
货币资金及交易性金融资产	3,418	4,207	4,769	5,320	营业成本(含金融类)	2,707	2,963	3,274	3,665
经营性应收款项	1,255	1,289	1,440	1,579	税金及附加	46	51	57	65
存货	777	850	939	1,052	销售费用	2,770	3,062	3,422	3,877
合同资产	0	0	0	0	管理费用	616	671	766	868
其他流动资产	132	161	192	224	研发费用	147	162	181	205
<b>非流动资产</b>	<b>6,148</b>	<b>6,062</b>	<b>6,033</b>	<b>6,027</b>	财务费用	5	1	(33)	(59)
长期股权投资	388	363	345	355	加:其他收益	116	131	147	166
固定资产及使用权资产	946	920	894	863	投资净收益	85	95	106	120
在建工程	21	26	31	36	公允价值变动	111	20	20	0
无形资产	800	795	789	783	减值损失	(64)	0	0	0
商誉	2,087	2,102	2,117	2,132	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	35	36	37	38	<b>营业利润</b>	<b>556</b>	<b>628</b>	<b>754</b>	<b>898</b>
其他非流动资产	1,872	1,821	1,821	1,821	营业外净收支	7	13	4	5
<b>资产总计</b>	<b>11,730</b>	<b>12,570</b>	<b>13,373</b>	<b>14,202</b>	<b>利润总额</b>	<b>563</b>	<b>640</b>	<b>758</b>	<b>902</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,848</b>	<b>3,358</b>	<b>3,638</b>	<b>4,013</b>	减:所得税	63	72	85	101
短期借款及一年内到期的非流动负债	299	590	600	610	<b>净利润</b>	<b>500</b>	<b>568</b>	<b>673</b>	<b>801</b>
经营性应付款项	751	822	908	1,017	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	108	120	134	151	<b>归属母公司净利润</b>	<b>500</b>	<b>568</b>	<b>673</b>	<b>801</b>
其他流动负债	1,690	1,826	1,996	2,234	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.74	0.84	0.99	1.18
非流动负债	1,191	981	831	681	EBIT	364	641	725	843
长期借款	502	302	152	2	EBITDA	586	818	902	1,024
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	58.97	59.37	59.82	60.30
租赁负债	111	111	111	111	归母净利率(%)	7.58	7.79	8.26	8.67
其他非流动负债	578	567	567	567	收入增长率(%)	(7.16)	10.52	11.75	13.28
<b>负债合计</b>	<b>4,040</b>	<b>4,338</b>	<b>4,469</b>	<b>4,693</b>	归母净利润增长率(%)	5.93	13.59	18.45	19.00
归属母公司股东权益	7,690	8,231	8,904	9,509					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,690</b>	<b>8,231</b>	<b>8,904</b>	<b>9,509</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,730</b>	<b>12,570</b>	<b>13,373</b>	<b>14,202</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	103	728	758	948	每股净资产(元)	11.37	12.17	13.17	14.06
投资活动现金流	(361)	35	(38)	(51)	最新发行在外股份(百万股)	676	676	676	676
筹资活动现金流	(499)	27	(159)	(345)	ROIC(%)	3.77	6.38	6.77	7.48
现金净增加额	(747)	789	562	551	ROE-摊薄(%)	6.50	6.90	7.56	8.42
折旧和摊销	222	176	177	181	资产负债率(%)	34.44	34.51	33.42	33.05
资本开支	(119)	(152)	(161)	(161)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.60	21.66	18.28	15.36
营运资本变动	(574)	101	20	81	P/B (现价)	1.60	1.49	1.38	1.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>