

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

上海家化(600315)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护行业首席分析师

执业编号: S1500522110002

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护行业分析师

执业编号: S1500522110001

邮箱: zhouzixin@cindasc.com

李文静 美护行业研究助理

邮箱: liwenjing@cindasc.com

相关研究

上海家化(600315.SH)23 年年报点评:
线下压力影响增长表现, 期待组织架构
&策略调整带来增长提效

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

上海家化(600315.SH) 24Q1 财报点评: Q1 扣非归母净利+29%, 组织提效促进毛利&费率端明显优化

2024 年 04 月 23 日

事件: 公司发布 2024 年一季报, 公司 24Q1 年实现营业收入 19.05 亿元/yoy-3.76%, 归母净利润 2.56 亿元/yoy+11.18%, 扣非归母净利润 2.93 亿元/yoy+29.17%, 若剔除法规变化, 同口径扣非归母净利润增长约 45%。

► **分事业部看:** 1) **美护母婴:** ① **佰草集:** 24Q1 传统电商同比+49%, 38 大促期间天猫/抖音渠道 GMV 分别同比增长 119%/41%, 天猫新客数同比+105%/抖音新增会员同比+522%, 通过加码营销推动新客数实现优异增长; 佰草集线下渠道仍有一定压力, 公司继续主动降低社会库存。② **玉泽:** 核心单品油敏&干敏霜将持续发力, 并持续加强品牌专业化形象, 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, 针对于医美术后人群提供专业修护; ③ **双妹:** 24Q1 实现三位数增长, 联动观夏推出的 475 号百货浓香水当月即入选天猫香水新品榜, 推动高端定位深入消费者认知, 此外, 品牌在玉容霜、玉容精华油两大爆品的基础上将推出玉容眼霜, 持续夯实高端化的市场定位。2) **个护:** ① **六神:** 继续推动产品年轻化, Q2 将在“驱蚊蛋”、“冰凉蛋”基础上上市“止痒蛋”&“祛味蛋”, 打造六神随身蛋系列, 营销方面通过更多跨界联名合作实现品牌年轻化; ② **美加净:** 24Q1 同比+44%, 线上趣味营销驱动线下同步实现增长。

► **组织架构调整推动管理效率提升, 进而驱动毛利率/费用率端持续优化。** 公司 24Q1 毛利率/净利率分别为 63.27%/13.45%, 同比分别+2.07/+1.81pct, 我们预计毛利率的明显提升主要源于: ① 公司坚持高毛利、高增速、高品牌溢价的产品策略; ② 全渠道闭环协同管理之下价格管控更为严格。费用率方面, 24Q1 销售/管理/财务/研发费率分别为 37.21%/6.51%/0.70%/1.83%, 同比分别-3.47/-2.62/+1.45/+0.18pct, 管理费率&销售费率均明显优化, 我们预计销售费率的优化或源于: ① 公司组织架构调整后管理效率提升; ② 品牌投放节奏调整。非经常损益方面, 金融资产/负债公允价值变动损益对于归母净利润产生 0.49 亿元负面影响, 若后续影响因素消除则净利率有望继续向好。

► **盈利预测与投资评级:** 23Q4 以来公司逐步完成组织架构调整以及中高层团队的人才引入, 事业部全渠道闭环管理模式渠道协同、费用管理效率不断提升促进毛利&费率端显著优化, 后续可期待新品推出+运营能力增强推动公司收入、业绩增长继续向好。我们预测 2024-2026 年归母净利润分别为 6.05/7.02/7.90 亿元, 同比分别增长 21.0%/16.0%/12.5%, 对应 PE 分别为 22/19/17X, 维持“买入”评级。

► **风险因素:** 消费力恢复不及预期、新产品推广销售效果不及预期、部分渠道恢复趋势不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,106	6,598	7,242	7,888	8,566
增长率 YoY %	-7.1%	-7.2%	9.8%	8.9%	8.6%
归属母公司净利润(百万元)	472	500	605	702	790
增长率 YoY %	-27.3%	5.9%	21.0%	16.0%	12.5%
毛利率%	57.1%	59.0%	59.8%	60.7%	60.8%
净资产收益率ROE%	6.5%	6.5%	7.3%	8.0%	8.4%
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.74	0.89	1.04	1.17
市盈率 P/E(倍)	28.67	27.06	22.37	19.27	17.14
市净率 P/B(倍)	1.87	1.76	1.63	1.53	1.44

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 23 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,555	5,582	6,417	7,194	8,128	
货币资金	1,685	940	1,188	1,647	2,235	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,324	1,172	1,227	1,285	1,350	
预付账款	72	83	116	109	118	
存货	929	777	831	959	1,035	
其他	2,544	2,610	3,055	3,195	3,390	
非流动资产	5,715	6,148	6,027	5,915	5,813	
长期股权投资	415	388	388	388	388	
固定资产(合计)	863	824	779	733	694	
无形资产	790	800	757	719	685	
其他	3,646	4,137	4,103	4,075	4,046	
资产总计	12,269	11,730	12,444	13,109	13,941	
流动负债	3,533	2,848	3,257	3,391	3,632	
短期借款	5	47	47	47	47	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	915	751	867	857	915	
其他	2,613	2,051	2,344	2,487	2,671	
非流动负债	1,487	1,191	891	891	891	
长期借款	751	502	202	202	202	
其他	736	690	690	690	690	
负债合计	5,020	4,040	4,149	4,282	4,524	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	7,249	7,690	8,295	8,827	9,417	
负债和股东权益	12,269	11,730	12,444	13,109	13,941	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,106	6,598	7,242	7,888	8,566	
同比(%)	-7.1%	-7.2%	9.8%	8.9%	8.6%	
归属母公司净利润	472	500	605	702	790	
同比(%)	-27.3%	5.9%	21.0%	16.0%	12.5%	
毛利率(%)	57.1%	59.0%	59.8%	60.7%	60.8%	
ROE%	6.5%	6.5%	7.3%	8.0%	8.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.74	0.89	1.04	1.17	
P/E	28.67	27.06	22.37	19.27	17.14	
P/B	1.87	1.76	1.63	1.53	1.44	
EV/EBITDA	25.68	24.39	18.38	15.10	13.01	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,106	6,598	7,242	7,888	8,566	
营业成本	3,048	2,707	2,912	3,103	3,358	
营业税金及附加	48	46	51	55	60	
销售费用	2,652	2,770	3,027	3,285	3,546	
管理费用	628	616	645	698	754	
研发费用	160	147	152	166	180	
财务费用	-11	5	11	-1	-11	
减值损失合计	-29	-35	-10	-10	-10	
投资净收益	43	85	90	80	80	
其他	-51	199	167	147	147	
营业利润	544	556	692	799	896	
营业外收支	5	7	7	7	7	
利润总额	549	563	699	806	903	
所得税	77	63	94	104	113	
净利润	472	500	605	702	790	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	472	500	605	702	790	
EBITDA	827	586	705	828	915	
EPS(当年)(元)	0.70	0.75	0.89	1.04	1.17	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	665	103	812	652	822	
净利润	472	500	605	702	790	
折旧摊销	234	222	154	152	152	
财务费用	28	40	30	22	22	
投资损失	-62	-43	-85	-90	-80	
营运资金变动	-168	-574	453	54	111	
其它	142	0	-83	-63	-63	
投资活动现金流	-155	-361	-215	13	8	
资本支出	-113	-119	-16	-20	-25	
长期投资	-251	-372	-400	-130	-130	
其他	209	130	201	163	163	
筹资活动现金流	-384	-499	-330	-192	-222	
吸收投资	12	0	0	0	0	
借款	5	44	-300	0	0	
支付利息或股息	-234	-198	-30	-192	-222	
现金流净增加额	88	-747	249	458	588	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。