



增持（维持）

所属行业：美容护理/化妆品
当前价格(元)：20.01

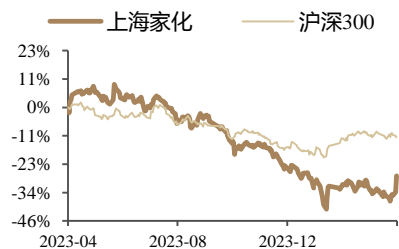
证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.99	6.44	6.44
相对涨幅(%)	7.08	5.88	-2.49

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《上海家化：23年业绩承压，看好组织架构调整释放增长活力》，2024.3.17
- 《上海家化：23Q3业绩承压，组织架构调整有望焕发新活力》，2023.10.26
- 《上海家化：23H1恢复性增长，电商转型成效明显》，2023.8.29
- 《上海家化(600315.SH)：22年业绩承压，看好23年利润弹性释放》，2023.4.26

上海家化：24Q1扣非净利+29%，组织架构改革成效明显

投资要点

- 24Q1业绩高增长，单季度利润率创近期新高。(1)整体业绩：**营收19.05亿元/yoy-3.76%，归母净利润2.56亿/yoy+11.18%，扣非后净利2.93亿/yoy+29.17%，按同口径测算扣非后净利同比增长约45%，主要系23年底公司开始聚焦高毛利、高增速、高品牌溢价的品类，加快渠道调整，24Q1国内业务扣非净利同口径增幅已达63%，国外业务受英国市场整体下降及减少营销投入等因素承压。**(2)盈利能力：**24Q1年毛利率63.27%、同比增加2.07pcts，公司向高毛利、高增速、高品牌溢价的品类进行聚焦，同时加快渠道布局，主动收缩低毛利的渠道业务和代理业务，销售费用率37.21%/-3.47pcts，对品牌投放略有收缩，管理费用率6.51%/-2.62pcts，公司组织变革后展现积极成效，研发费用率1.83%/+0.18pct，归母净利率13.45%/+1.81pcts，单季度归母净利率创近期新高。
- 战略转型助力护肤、个护家清品类不断推新。(1)护肤品类：**高端化策略持续助力品牌获增长动能。玉泽品牌以专利医用重组III型人源化胶原蛋白为核心成分，推出玉泽医用修护敷料面膜，修护次抛精华也即将上市；佰草集传统电商业务24Q1增速约49%，高端抗老系列即将上市，将率先运用TCM精准注能科技；双妹一季度获三位数高速增长，继玉容霜、玉容精华油后将推出玉容眼霜，定位高端；启初新品“小黄帽”纯物理防晒霜采用非纳米二氧化钛成分作为防晒剂；**(2)个护家清：**战略转型助推下向年轻化、全季化、专业化持续进阶。美加净24Q1增速约44%，防晒美白赛道防晒小金瓶24Q1全渠道翻倍增长，在抖音倍护防晒乳获人气榜第一、好评榜第二，兴趣电商带动线下渠道同步实现增长，内容场打造持续推进品牌年轻化；六神持续在产品、营销上创新，3月新品第3代手枪泵喷雾驱蚊花露水当月销量突破27万瓶，24Q2将上市“止痒蛋”及“祛味蛋”，携同“驱蚊蛋”、“冰凉蛋”打造随身蛋系列。
- 分渠道看：组织架构调整，电商平台展现拐点。**公司调整国内业务组织架构，以事业部制推动各板块的业务发力线上、优化线下，公司设立美容护肤与母婴事业部、个护家清事业部、海外事业部。同时公司加强年轻化人才梯队建设，例如全年招新及置换346人、平均年龄30岁，从阿里、抖音、欧莱雅、宝洁等公司招聘新鲜血液，本次组织架构调整后有望进一步激活组织效能，提升整体运营效率。
- 投资建议：**23年积极转型电商及线下新零售渠道，品牌不断推新品完善品牌结构，中长期看好公司“123经营方针”提升经营质量。维持2024-2026年营收为76.5亿/86.6亿/96.5亿，归母净利润为6.22亿/7.88亿/9.79亿，同比增速为+24%/+27%/+24%，PE为21.8X/17.2X/13.8X，维持“增持”评级。
- 风险提示：**化妆品行业景气度下降风险；化妆品行业竞争加剧风险；战略推进不及预期风险；新产品推广情况不及预期。

股票数据

总股本(百万股)：	676.22
流通A股(百万股)：	673.19
52周内股价区间(元)：	16.32-30.19
总市值(百万元)：	13,531.24
总资产(百万元)：	11,827.30
每股净资产(元)：	11.71

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,106	6,598	7,646	8,662	9,649
(+/-)YOY(%)	-7.1%	-7.2%	15.9%	13.3%	11.4%
净利润(百万元)	472	500	622	788	979
(+/-)YOY(%)	-27.3%	5.9%	24.3%	26.8%	24.2%
全面摊薄EPS(元)	0.70	0.75	0.92	1.17	1.45
毛利率(%)	57.1%	59.0%	59.2%	60.0%	60.7%
净资产收益率(%)	6.5%	6.5%	7.7%	9.2%	10.7%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.75	0.92	1.17	1.45
每股净资产	11.37	11.92	12.64	13.54
每股经营现金流	0.15	1.19	1.52	1.75
每股股利	0.29	0.37	0.45	0.55
价值评估(倍)				
P/E	28.24	21.77	17.17	13.82
P/B	1.86	1.68	1.58	1.48
P/S	2.05	1.77	1.56	1.40
EV/EBITDA	24.39	15.33	11.84	9.19
股息率%	1.4%	1.8%	2.3%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	59.0%	59.2%	60.0%	60.7%
净利润率	7.6%	8.1%	9.1%	10.1%
净资产收益率	6.5%	7.7%	9.2%	10.7%
资产回报率	4.3%	5.0%	5.9%	6.9%
投资回报率	3.8%	7.1%	8.4%	9.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-7.2%	15.9%	13.3%	11.4%
EBIT 增长率	-38.5%	104.9%	25.7%	23.3%
净利润增长率	5.9%	24.3%	26.8%	24.2%
偿债能力指标				
资产负债率	34.4%	35.2%	35.5%	35.4%
流动比率	2.0	1.9	2.0	2.0
速动比率	1.7	1.6	1.7	1.7
现金比率	0.3	0.4	0.6	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	64.9	60.0	55.0	52.0
存货周转天数	104.7	100.0	95.0	90.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	8.0	9.0	9.8	10.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	500	622	788	979
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	286	107	117	126
非经营收益	-109	-83	-97	-109
营运资金变动	-574	162	218	184
经营活动现金流	103	807	1,026	1,180
资产	-119	-149	-169	-189
投资	-372	-55	-45	-35
其他	130	99	113	125
投资活动现金流	-361	-105	-101	-99
债权募资	-208	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-291	-274	-329	-394
融资活动现金流	-499	-274	-329	-394
现金净流量	-747	428	595	688

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 23 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,598	7,646	8,662	9,649
营业成本	2,707	3,116	3,466	3,792
毛利率%	59.0%	59.2%	60.0%	60.7%
营业税金及附加	46	54	61	68
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	2,770	3,082	3,482	3,860
营业费用率%	42.0%	40.3%	40.2%	40.0%
管理费用	616	696	771	839
管理费用率%	9.3%	9.1%	8.9%	8.7%
研发费用	147	168	186	203
研发费用率%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
EBIT	364	746	938	1,156
财务费用	5	15	10	4
财务费用率%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-35	0	0	0
投资收益	85	99	113	125
营业利润	556	723	919	1,144
营业外收支	7	8	8	8
利润总额	563	731	927	1,152
EBITDA	586	853	1,054	1,283
所得税	63	110	139	173
有效所得税率%	11.3%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	500	622	788	979

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	940	1,368	1,963	2,651
应收账款及应收票据	1,172	1,257	1,305	1,375
存货	777	854	902	935
其它流动资产	2,693	2,711	2,728	2,744
流动资产合计	5,582	6,190	6,899	7,705
长期股权投资	388	443	488	523
固定资产	824	846	885	938
在建工程	21	23	25	27
无形资产	800	825	845	860
非流动资产合计	6,148	6,253	6,358	6,464
资产总计	11,730	12,442	13,257	14,169
短期借款	47	47	47	47
应付票据及应付账款	751	768	855	935
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,051	2,374	2,619	2,842
流动负债合计	2,848	3,189	3,521	3,824
长期借款	502	502	502	502
其它长期负债	690	690	690	690
非流动负债合计	1,191	1,191	1,191	1,191
负债总计	4,040	4,381	4,712	5,015
实收资本	676	676	676	676
普通股股东权益	7,690	8,062	8,545	9,154
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	11,730	12,442	13,257	14,169

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。