

➤ **事件：上海家化披露 2024 年一季度业绩。** 24Q1，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 2.93 亿元，同比+29.17%。

➤ **海外市场下滑影响 Q1 收入增长，期待后续营销投入加大、新品上市等举措助力下业务逐步改善。** 24Q1，公司营收 19.05 亿元，同比-3.76%，主要系海外业务受英国市场整体下降及减少营销投入等因素影响承压。分业务看，**1) 护肤业务：**包括佰草集、玉泽、典萃、高夫、双妹品牌，24Q1 营收 3.39 亿元，其中，①佰草集：聚焦发展保湿修护、美白、抗初老和抗衰老四大核心产品线，优化品牌产品结构；同时合作成毅、檀健次进行双流量代言，驱动品牌热度提升与品牌销售增长，24Q1 佰草集的传统电商业务实现约 49% 的同比增长；根据公司公众号，24Q2 品牌将上市率先运用 TCM 精准注能科技的高端抗老系列“紫御龄”，抗老产品线持续完善，高端化建设进一步深化。②玉泽：深耕“皮肤屏障修护”，推出身体乳、精华乳、油敏霜、干敏霜等多种产品，满足不同人群护肤需求；24H1，玉泽使用精选专利医用重组三型人源化胶原蛋白核心成分，上线用于轻医美术后修复产品，其中医用修护敷料面膜目前已上市，修护次抛精华将于 Q2 上市，新品推出有望进一步夯实品牌医学专业力。③双妹：24Q1 同比三位数高增长；未来将在玉容霜、玉容精华油两大热门产品的基础上推出玉容眼霜，持续完善高端产品管线，夯实品牌高端化定位。**2) 个护家清业务：**包括六神、美加净、家安等品牌，24Q1 营收 11.11 亿元，其中①六神：通过产品创新、营销创新继续向年轻化发展，24Q1 上市新品第 3 代手枪泵喷雾驱蚊花露水，当月销量突破 27 万瓶；24Q2 将在“驱蚊蛋”、“冰凉蛋”基础上推出新品“止痒蛋”及“祛味蛋”，打造六神随身蛋系列，同时在营销方面通过故宫 IP 等跨界联名，吸引更多年轻消费者的关注。②美加净：品牌在 23 年 9 月自播团队“老 Baby 天团”在抖音渠道成功出圈后，继续推进内容场的打造，加速兴趣电商破局，并通过线上声量提升带动线下渠道同步增长；此外，品牌在产品侧切入高增速、专业化的防晒美白赛道，布局春夏季产品矩阵，助力品牌突破季节性消费限制。**3) 母婴业务：**包括启初、汤美星品牌，24Q1 营收 3.90 亿元；**4) 合作品牌：**包括片仔癀、碧缇丝、芳芯品牌，24Q1 营收 0.61 亿元。

➤ **推进聚焦“高毛利、高增速、高品牌溢价”品类，盈利能力增强，24Q1 归母净利润同比+1.8pct。** **1) 毛利率方面，** 24Q1，公司毛利率为 63.27%，同比+2.07pct。**2) 费用率方面，** 24Q1 公司销售费用率为 37.21%，同比-3.47pct；管理费用率为 6.51%，同比-2.62pct；研发费用率为 1.83%，同比+0.18pct。**3) 净利率方面，** 24Q1，公司归母净利润 2.56 亿元，对应归母净利率 13.45%，同比+1.81pct；扣非归母净利 2.93 亿元，对应扣非归母净利率 15.40%，同比+3.93pct。

➤ **品类发展战略转型持续推进，组织架构“事业部制”调整落地，业务可持续发展可期。** 23 年，公司调整品类发展战略，聚焦发展“高毛利、高增速、高品牌溢价”的品类，逐渐加大美妆业务占比并通过差异化提升个护业务盈利性；同时，为实现新战略的落地和执行，公司于 23 年 10 月开始实行事业部制组织架构，设立美容护肤与母婴事业部、个护家清事业部、海外事业部，以品类为决策主体，加快品类闭环决策速度和对市场的反应速度。24Q1，公司组织架构转换及战略调整成效初显，毛利率有所提升；未来随公司坚定推进战略转型，利用数字化赋能整体运营，通过加大研发投入和高效营销投放，推动业务不断实现高质量、可持续、创新化和突破性发展。

➤ **投资建议：**公司为化妆品行业龙头企业，短期受益于多款创新性新品贡献的业绩增量，中长期看公司主线产品逐渐清晰、销售渠道逐步优化、营销方式不断创新带来的内生增长，我们预计 24-26 年归母净利润为 5.94/6.92/7.99 亿元，同比增速 18.7%/16.5%/15.5%，对应 PE 分别为 23X、20X、17X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；新品推出不及预期；战略调整不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,598	7,416	8,181	8,831
增长率 (%)	-7.2	12.4	10.3	7.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	500	594	692	799
增长率 (%)	5.9	18.7	16.5	15.5
每股收益 (元)	0.74	0.88	1.02	1.18
PE	27	23	20	17
PB	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
20.06 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

- 上海家化 (600315.SH) 2023 年三季报点评：Q3 营销投入加大影响盈利能力，组织架构优化促未来健康发展-2023/10/26
- 上海家化 (600315.SH) 2023 年半年报点评：护肤品类恢复性增长，23H1 归母净利润同比高增 90%-2023/08/29
- 上海家化 (600315.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：22 年经营承压，23Q1 逐步修复，全年增长可期-2023/04/26
- 上海家化 (600315.SH) 2022 年三季报点评：六神品牌强势增长，单 Q3 业绩增速转正-2022/10/26
- 上海家化 (600315.SH) 2022 年半年报点评：疫情扰动致短期业绩承压，静待下半年边际改善-2022/08/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,598	7,416	8,181	8,831
营业成本	2,707	3,026	3,322	3,567
营业税金及附加	46	52	57	62
销售费用	2,770	2,966	3,256	3,488
管理费用	616	690	753	795
研发费用	147	171	192	212
EBIT	364	614	709	821
财务费用	5	23	17	13
资产减值损失	-35	-28	-37	-41
投资收益	85	79	93	98
营业利润	556	642	749	866
营业外收支	7	7	7	7
利润总额	563	649	756	873
所得税	63	55	64	74
净利润	500	594	692	799
归属于母公司净利润	500	594	692	799
EBITDA	586	845	957	1,074

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	940	1,308	1,884	2,467
应收账款及票据	1,172	1,250	1,434	1,522
预付款项	83	81	90	101
存货	777	870	952	1,008
其他流动资产	2,610	2,682	2,660	2,667
流动资产合计	5,582	6,191	7,019	7,765
长期股权投资	388	395	395	395
固定资产	824	916	988	1,049
无形资产	800	809	817	825
非流动资产合计	6,148	6,180	6,243	6,308
资产合计	11,730	12,370	13,262	14,072
短期借款	47	119	119	119
应付账款及票据	751	812	937	984
其他流动负债	2,051	2,672	2,942	3,131
流动负债合计	2,848	3,604	3,998	4,234
长期借款	502	0	0	0
其他长期负债	690	664	654	644
非流动负债合计	1,191	664	654	644
负债合计	4,040	4,267	4,652	4,878
股本	676	676	676	676
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7,690	8,103	8,610	9,194
负债和股东权益合计	11,730	12,370	13,262	14,072

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-7.16	12.40	10.32	7.94
EBIT 增长率	-38.54	68.64	15.53	15.76
净利润增长率	5.93	18.74	16.49	15.47
盈利能力 (%)				
毛利率	58.97	59.19	59.40	59.61
净利润率	7.58	8.01	8.45	9.04
总资产收益率 ROA	4.26	4.80	5.22	5.68
净资产收益率 ROE	6.50	7.33	8.03	8.69
偿债能力				
流动比率	1.96	1.72	1.76	1.83
速动比率	1.63	1.43	1.48	1.55
现金比率	0.33	0.36	0.47	0.58
资产负债率 (%)	34.44	34.50	35.08	34.66
经营效率				
应收账款周转天数	68.10	58.79	59.04	60.25
存货周转天数	113.42	97.92	98.72	98.91
总资产周转率	0.55	0.62	0.64	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.88	1.02	1.18
每股净资产	11.37	11.98	12.73	13.60
每股经营现金流	0.15	1.39	1.35	1.49
每股股利	0.23	0.27	0.32	0.37
估值分析				
PE	27	23	20	17
PB	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	22.14	15.36	13.56	12.09
股息收益率 (%)	1.15	1.36	1.58	1.83

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	500	594	692	799
折旧和摊销	222	231	248	253
营运资金变动	-574	152	-17	-41
经营活动现金流	103	942	913	1,005
资本开支	-119	-292	-284	-289
投资	-372	-25	0	0
投资活动现金流	-361	-170	-190	-191
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-208	-149	100	50
筹资活动现金流	-499	-403	-148	-231
现金净流量	-747	369	575	583

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026