



# 上海家化 (600315.SH): 23 年整体表现偏弱, 24 年 Q1 显著改善

2024 年 4 月 26 日

推荐/维持

上海家化

公司报告

**事件:** 上海家化发布 2023 年年报和 2024 年一季度, 全年实现营业收入 65.98 亿元, 同比-7.16%; 实现归母净利润 5.00 亿元, 同比+5.93%; 2024 年 Q1 实现营业收入 19.05 亿元, 同比-3.76%; 实现归母净利润 2.56 亿元, 同比+11.18%。

**受海外母婴市场及国内美妆市场销售疲软及国内线下渠道调整影响, 23 年营收表现较弱。** 2023 年分品类看, 护肤品营收实现同比增长 0.98%, 但仍略低于社零化妆品同比+5.1%的水平; 母婴品类营收同比-13.35%, 主要源于海外出生率、通胀及战争等因素导致市场低迷; 个护营收同比-4.88%, 去年同期高基数下增长减弱。分渠道看, 线上营收占比提升 3.42pct.至 42.66%, 公司持续推进渠道的线上化转型, 线上兴趣电商业务高速发展, 保持 100%以上增长; 策略性缩减百货渠道门店数, 23 年共关闭 82 家门店, 优化渠道结构, 叠加家乐福商超在行业闭店潮影响下, 主动降低社会库存, 导致国内线下营收同比-9.9%, 占营收比率略有下降。

**品类毛利率提升及结构优化拉动整体毛利率提升, 但费用率的增加影响盈利能力提升。** 2023 年个护和母婴毛利率分别上涨 3.35pct.和 0.57pct.达到 58.44%和 52.24%, 叠加毛利率较高的美妆业务占比提升, 拉动公司整体毛利率增加 1.85pct.至 58.97%。销售费用率同比+4.66pct.至 41.98%, 管理费用率和财务费用率小幅增长, 影响了盈利能力的提升。公司 22 年调降品牌投入费用导致消费者人群基数减少, 23 年希望扭转趋势增加了营销费用投放, 叠加低基数影响, 23 年销售费用率增长较多。公司扣非净利润同比下降 41.82%, 非经常性损益来源于购买的理财产品公允价值变动和投资收益。

**2024 年 Q1 业绩显著改善, 呈现向好趋势。** 24 年 Q1 营收同比-3.76%, 降幅相较 23 年有所收窄。利润端显著回升, 归母净利润同比+11.18%, 扣非归母净利润同比+29.17%。一方面源于原材料采购成本下降及产品结构优化带来毛利率同比+2.07pct.至 63.27%, 另一方面源于公司对费用的管控以及两年费用投放节奏不同的影响, 23 年 Q1 公司为扭转人群基数下降趋势增大营销投入, 24 年 Q1 恢复到正常节奏, 叠加较强的管控力度, 24 年 Q1 销售费用率和管理费用率分别同比-3.47pct.和-2.61pct.至 37.21%和 6.51%。

**从产品创新、渠道优化与组织架构调整等维度推进战略转型, 提高成长质量。** 公司明确了未来几年向高毛利、高增速、高品牌溢价的品类进行聚焦的战略, 并从多个维度变革推进战略执行。**产品和品牌方面,** 玉泽医研共创首次区分了油敏、干敏护肤需求, 打造差异化竞争优势; 佰草集聚焦高端化, 巩固核心产品的同时丰富产品矩阵, 专研核心成分。**渠道方面,** 主动降低百货库存, 推动线上化转型。老 baby 抖音营销破圈, 助推爆品与品牌全渠道知名度提升。**组织结构**调整为事业部制, 围绕品类打造线上线下协同管理机制。中高层团队更新换代, 引入平均年龄约 30 岁的年轻团队, 增强活力。公司多维度调整有望释放增长潜力, 推动公司高质量成长。

**盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 6.08、7.13 和 7.98 亿元, 对应 EPS 分别为 0.9、1.05 和 1.18 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 22、19 和 17 倍。公司 24 年 Q1 边际改善显著, 多维度改革

## 公司简介:

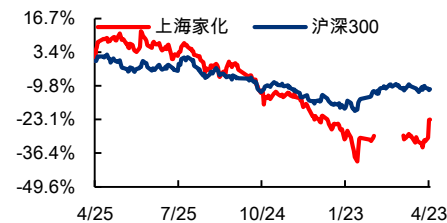
上海家化主要从事化妆品、个人护理和家居护理用品的研发、设计、生产、销售及服务, 是中国历史最悠久的日化企业之一, 主要品牌含佰草集、六神、美加净、启初、高夫、家安等。

资料来源: 公司公告、恒生聚源

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	30.44-16.32
总市值 (亿元)	135.65
流通市值 (亿元)	135.04
总股本/流通 A 股 (万股)	67,622/67,622
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	1.69

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 分析师: 魏宇萌

010-66555446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480522090004

## 分析师: 刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480522090005

下趋势向好, 给予“推荐”评级。

风险提示: 行业需求疲软, 市场竞争加剧, 公司改革调整不及预期。

### 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,554.63	6,597.60	7,318.87	8,007.60	8,665.56
增长率 (%)	-7.06%	-7.16%	10.93%	9.41%	8.22%
归母净利润 (百万元)	472.04	500.05	608.47	712.59	797.67
增长率 (%)	-27.29%	5.93%	21.68%	17.11%	11.94%
净资产收益率 (%)	6.51%	6.50%	7.22%	7.90%	8.24%
每股收益 (元)	0.70	0.75	0.90	1.05	1.18
PE	28.66	26.75	22.29	19.04	17.01
PB	1.88	1.76	1.61	1.50	1.40

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	6555	5582	7168	7938	8780	<b>营业收入</b>	7106	6598	7319	8008	8666
货币资金	1685	940	1761	1745	1651	<b>营业成本</b>	3048	2707	2978	3274	3544
应收账款	1324	1172	1332	1440	1568	营业税金及附加	48	46	51	56	60
其他应收款	74	43	48	52	57	营业费用	2652	2770	2891	3163	3380
预付款项	72	83	83	89	92	管理费用	628	616	659	721	737
存货	929	777	881	954	1041	财务费用	-11	5	23	18	18
其他流动资产	348	89	89	89	89	研发费用	160	147	161	177	195
<b>非流动资产合计</b>	5715	6148	5074	4969	4869	资产减值损失	29.06	35.07	32.07	33.57	32.82
长期股权投资	415	388	388	388	388	公允价值变动收益	-103.10	111.44	4.17	57.81	30.99
固定资产	863	824	741	659	577	投资净收益	42.75	85.43	64.09	74.76	69.42
无形资产	790	800	792	784	776	加: 其他收益	69.23	116.02	92.62	104.32	98.47
其他非流动资产	529	994	0	0	0	<b>营业利润</b>	544	556	686	803	899
<b>资产总计</b>	12269	11730	12242	12907	13649	营业外收入	7.12	13.01	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	3533	2848	2845	2911	2996	营业外支出	1.75	5.67	0.00	0.00	0.00
短期借款	5	47	0	0	0	<b>利润总额</b>	549	563	686	803	899
应付账款	915	751	848	914	999	所得税	77	63	77	90	101
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	472	500	608	713	798
一年内到期非流动负债	421	252	252	252	252	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	1487	1191	1071	1071	1071	归属母公司净利润	472	500	608	713	798
长期借款	751	502	502	502	502	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>负债合计</b>	5020	4040	3916	3982	4067	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-7.06%	-7.16%	10.93%	9.41%	8.22%
实收资本 (或股本)	679	676	676	676	676	营业利润增长	-27.75%	2.32%	23.29%	17.11%	11.94%
资本公积	1071	984	984	984	984	归属于母公司净利润增长	-27.29%	5.93%	21.68%	17.11%	11.94%
未分配利润	5369	5729	6143	6627	7168	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	7249	7690	8425	9024	9681	毛利率 (%)	57.12%	58.97%	59.31%	59.11%	59.11%
<b>负债和所有者权益</b>	12269	11730	12242	12907	13649	净利率 (%)	6.64%	7.58%	8.31%	8.90%	9.21%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润 (%)	3.85%	4.26%	4.97%	5.52%	5.84%
						ROE (%)	6.51%	6.50%	7.22%	7.90%	8.24%
<b>经营活动现金流</b>	665	103	352	617	718	<b>偿债能力</b>					
净利润	472	500	608	713	798	资产负债率 (%)	41%	34%	32%	31%	30%
折旧摊销	86.87	93.80	90.36	82.36	82.36	流动比率	1.86	1.96	2.52	2.73	2.93
财务费用	-11	5	23	18	18	速动比率	1.59	1.69	2.21	2.40	2.58
应收帐款减少	0	0	-160	-108	-128	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.55	0.61	0.64	0.65
<b>投资活动现金流</b>	-155	-361	627	-388	-538	应收账款周转率	6	5	6	6	6
公允价值变动收益	-103	111	4	58	31	应付账款周转率	8.70	7.92	9.15	9.09	9.06
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	43	85	64	75	69	每股收益 (最新摊薄)	0.70	0.75	0.90	1.05	1.18
<b>筹资活动现金流</b>	-384	-499	-158	-246	-274	每股净现金流 (最新摊薄)	0.19	-1.12	1.22	-0.02	-0.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	10.68	11.37	12.46	13.34	14.32
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	-1	-3	0	0	0	P/E	28.66	26.75	22.29	19.04	17.01
资本公积增加	-11	-87	0	0	0	P/B	1.88	1.76	1.61	1.50	1.40
<b>现金净增加额</b>	126	-757	822	-17	-94	EV/EBITDA	9.11	9.17	15.72	13.81	12.58

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	化工行业 2024 年投资展望: 行业景气预期改善, 聚焦三类投资机会	2023-11-30
行业深度报告	化工行业 2023 年中期策略报告 PPT	2023-07-21
行业深度报告	化工行业 2023 年中期策略报告: 行业景气回落, 细分领域仍存投资机会	2023-07-04
公司普通报告	上海家化 (600315): 疫情扰动下 22 年业绩承压, 23 年改善可期	2023-03-20
行业深度报告	化工行业 2023 年策略报告: 行业景气回落, 细分领域迎来机遇期	2022-11-28

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019 年 1 月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020 年 7 月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

### 刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020 年 8 月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (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):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526