

**600315.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 28.50

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.9)	(7.8)	(12.1)	(8.6)
相对上证综指	(18.7)	(7.7)	(12.1)	(20.1)

发行股数 (百万)	678.87
流通股 (百万)	673.19
总市值 (人民币 百万)	18,499.29
3个月日均交易额 (人民币 百万)	194.00
主要股东	
上海家化(集团)有限公司	50.81

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2023年4月26日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**
**美容护理: 化妆品**
**证券分析师: 郝帅**

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

**证券分析师: 丁凡**

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521090001

**联系人: 杨雨钦**

yuqin.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080061

# 上海家化

## 收入短期波动, 品牌强化蓄力长期增长

公司于2023年4月25日公布2022年报&2023一季报, 2022年收入同降7.06%至71.06亿元, 归母净利润同降27.29%至4.72亿元。2023Q1收入同降6.49%至19.80亿元, 归母净利润同增15.59%至2.30亿元。公司积极进行品牌优化, 不断加深渠道布局, 长期向好趋势不改, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 2022年多因素致收入波动, 但公司多品牌矩阵升级, 优势不断巩固。**公司2022年收入71.06亿元, 同降7.06%, 疫情影响、特渠调整及前三季度超头合作缺失致收入短期波动; 归母净利润4.72亿元, 同降27.29%。2023Q1收入同降6.49%至19.80亿元, 归母净利润同增15.59%至2.30亿元。2022年护肤品收入同降26.78%至19.75亿元, 佰草集进行产品线清理和品牌高端化定位重塑; 玉泽品牌加强产品研发创新, 推出清爽倍防晒乳等新品, 消费者认可度提升; 2022年个护家清收入26.72亿元, 同增10.88%, 六神在原有品类基础上, 进一步通过IP联名、整合营销、产品创新等增加在沐浴露等品类的市占率。2022年线上收入同降13.21%至27.87亿元, 公司推进多电商平台精细化运营, 为长期发展奠基; 2022年线下收入同降2.59%至43.13亿元, 基本平稳。
- 毛利短期波动, 销售投入增加, 存货、现金流短期承压但长期期待改善。**外部零售压力和成本上行背景下, 2022/2023Q1毛利率分别下滑1.61pct/1.46pct至57.12%/61.20%。2022年销售费用率同比下降1.22pct至37.32%, 2023Q1公司增强品牌建设投入致销售费用率同比上升0.91pct至40.68%。公司积极控费, 2022/2023Q1管理费用率分别同比下降1.5pct/0.61pct至8.84%/9.12%。2023Q1末增强备货致存货周转天数同比放缓22天至174天。2023Q1末经营现金流净额同比下降17.02%至4.56亿元, 但公司持续不断优化运营模式, 经营情况整体保持稳健。
- 品牌专业化、高端化、体验化持续提升, 具有良好成长潜力。**佰草集完成产品线清理及品牌重塑, 包括升级新太极品类等产品并上新双石斛系列, 实现保湿、修护等四大赛道的升级。玉泽扩大和权威医生的深度合作, 2023年3月推出油敏肌专业产品油敏霜, 有望为品牌提供新增长点。六神专注年轻群体需求, 实现高端化、年轻化、全季化突破。

### 估值

- 考虑到2023年公司品牌优化有一定过程, 下调预测EPS, 2024年复苏弹性大, 上调EPS, 预计2023至2025年EPS为1.12/1.32/1.53亿元, 同比增长61.3%/17.5%/15.7%; PE分别为25/22/19倍, 维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 线下恢复不及预期; 新品类拓展不达预期; 行业竞争加剧。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	7,646	7,106	8,551	9,460	10,338
增长率(%)	8.7	(7.1)	20.3	10.6	9.3
EBITDA(人民币 百万)	740	766	1,119	1,270	1,434
归母净利润(人民币 百万)	649	472	762	895	1,035
增长率(%)	50.9	(27.3)	61.3	17.5	15.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.96	0.70	1.12	1.32	1.53
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.13	1.31	-
调整幅度(%)			(0.9)	0.8	-
市盈率(倍)	29.8	41.0	25.4	21.6	18.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,646	7,113	8,558	9,467	10,345
营业收入	7,646	7,106	8,551	9,460	10,338
营业成本	3,156	3,048	3,557	3,907	4,260
营业税金及附加	59	48	58	64	70
销售费用	2,947	2,652	3,068	3,375	3,662
管理费用	791	628	779	824	869
研发费用	163	160	184	227	248
财务费用	13	(11)	(11)	(11)	(11)
其他收益	88	69	69	69	69
资产减值损失	(40)	(29)	(27)	(31)	(33)
信用减值损失	20	(18)	(18)	(18)	(18)
资产处置收益	(2)	1	1	1	1
公允价值变动收益	(42)	(103)	(103)	(103)	(103)
投资收益	209	43	43	43	43
汇兑收益	7	(22)	(22)	(22)	(22)
营业利润	752	544	880	1,035	1,198
营业外收入	14	7	7	7	7
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	764	549	886	1,041	1,204
所得税	115	77	124	146	169
净利润	649	472	762	895	1,035
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	649	472	762	895	1,035
EBITDA	740	766	1,119	1,270	1,434
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.96	0.70	1.12	1.32	1.53

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>6,780</b>	<b>6,555</b>	<b>6,986</b>	<b>7,576</b>	<b>8,288</b>
货币资金	1,597	1,685	1,785	2,144	2,365
应收账款	1,109	1,324	1,480	1,572	1,763
应收票据	0	0	0	0	0
存货	872	929	1,092	1,215	1,304
预付账款	83	72	86	88	97
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,118	2,542	2,540	2,554	2,753
<b>非流动资产</b>	<b>5,365</b>	<b>5,715</b>	<b>5,723</b>	<b>5,753</b>	<b>5,797</b>
长期投资	925	1,217	1,217	1,217	1,218
固定资产	939	863	840	837	844
无形资产	761	790	806	822	839
其他长期资产	48	38	41	46	50
<b>资产合计</b>	<b>12,146</b>	<b>12,269</b>	<b>12,709</b>	<b>13,330</b>	<b>14,085</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,210</b>	<b>3,533</b>	<b>3,689</b>	<b>3,795</b>	<b>3,951</b>
短期借款	0	5	5	5	5
应付账款	718	915	1,008	1,048	1,136
其他流动负债	2,491	2,613	2,676	2,741	2,809
<b>非流动负债</b>	<b>1,972</b>	<b>1,487</b>	<b>1,336</b>	<b>1,336</b>	<b>1,336</b>
长期借款	925	751	600	600	600
其他长期负债	1,047	736	736	736	736
<b>负债合计</b>	<b>5,182</b>	<b>5,020</b>	<b>5,024</b>	<b>5,130</b>	<b>5,286</b>
股本	680	679	679	679	679
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,963	7,249	7,684	8,200	8,799
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>12,146</b>	<b>12,269</b>	<b>12,709</b>	<b>13,330</b>	<b>14,085</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	649	472	762	895	1,035
折旧摊销	(209)	(196)	(214)	(206)	(205)
营运资金变动	0	0	0	0	0
其他	553	389	271	303	281
<b>经营活动现金流</b>	<b>993</b>	<b>665</b>	<b>819</b>	<b>991</b>	<b>1,111</b>
资本支出	(141)	(114)	(103)	(93)	(83)
投资变动	(243)	(41)	(41)	(41)	(41)
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(384)</b>	<b>(155)</b>	<b>(144)</b>	<b>(134)</b>	<b>(125)</b>
银行借款	0	(5)	0	0	(1)
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(228)	(379)	(566)	(499)	(764)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(228)</b>	<b>(384)</b>	<b>(566)</b>	<b>(499)</b>	<b>(765)</b>
<b>净现金流</b>	<b>381</b>	<b>126</b>	<b>109</b>	<b>358</b>	<b>221</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	8.7	(7.1)	20.3	10.6	9.3
营业利润增长率(%)	40.9	(27.8)	62.0	17.6	15.8
归属于母公司净利润增长率(%)	50.9	(27.3)	61.3	17.5	15.7
息税前利润增长率(%)	43.4	7.4	58.8	17.5	15.5
息税折旧前利润增长率(%)	22.1	3.6	46.0	13.5	12.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	50.6	(27.2)	61.3	17.5	15.8
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	7.5	8.0	10.6	11.2	11.9
营业利润率(%)	9.8	7.6	10.3	10.9	11.6
毛利率(%)	58.7	57.1	58.4	58.7	58.8
归母净利润率(%)	8.5	6.6	8.9	9.5	10.0
ROE(%)	9.3	6.5	9.9	10.9	11.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
负债权益比	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
流动比率	2.1	1.9	1.9	2.0	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	7.0	5.8	6.1	6.2	6.2
应付账款周转率	4.4	3.7	3.7	3.8	3.9
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	38.5	37.3	35.9	35.7	35.4
管理费用率(%)	10.3	8.8	9.1	8.7	8.4
研发费用率(%)	2.1	2.2	2.2	2.4	2.4
财务费用率(%)	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.0	0.7	1.1	1.3	1.5
每股经营现金流(最新摊薄)	1.5	1.0	1.2	1.5	1.6
每股净资产(最新摊薄)	10.3	10.7	11.3	12.1	13.0
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	29.8	41.0	25.4	21.6	18.7
P/B(最新摊薄)	2.8	2.7	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	18.8	27.7	22.2	18.0	15.8
价格/现金流(倍)	19.5	29.1	23.6	19.5	17.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371