

上海家化(600315)

化妆品/美容护理

发布时间: 2023-04-26

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

盈利能力边际改善, 业绩弹性有望释放

上次评级: 买入

报告摘要:

事件:

上海家化发布 2022 年年报, 2022 年公司实现营收 71.06 亿元/-7.06%, 归母净利润 4.72 亿元/-27.29%, 扣非归母净利润 5.41 亿元/-20.01%, 非经常性损益-0.69 亿元, 主要来自投资亏损; 2022Q4 单季度实现营收 17.52 亿元/-3.49%, 归母净利润 1.59 亿元/-30.58%, 扣非归母净利润 1.72 亿元/-14.52%。公司发布 2023 年一季报, 2023Q1 公司实现营收 19.80 亿元/-6.49%, 归母净利润 2.30 亿元/+15.59%, 扣非归母净利润 2.27 亿元/+7.08%。公司拟每 10 股派发现金红利 2.1 元(含税)。

点评:

22 年收入承压, Q4 营收降幅收窄。2022 年公司营收 71.06 亿元/-7.06%, 主营业务分品类看: 1) 护肤品类营收 19.75 亿/-26.78%/占比 27.82%, 超头停播等因素导致多数品牌收入出现下滑, 大部分品牌营收降幅在 22H2 逐渐收窄。2) 个护家清品类营收 26.72 亿/+10.88%/占比 37.63%, 其中六神表现优异, 家安略有下降。3) 母婴品类营收 21.42 亿/-0.75%/占比 30.17%, 启初同比下滑。4) 合作品牌营收 3.11 亿/-16.69%/占比 4.38%。**分渠道看:** 1) 线上渠道营收 27.87 亿/-13.21%/占比 39.24%, 其中国内电商 16.95 亿/-12.45%/占比 23.87%, 国内特殊渠道 4.03 亿/-28.67%/占比 5.68%, 海外线上 6.88 亿/-2.96%/占比 9.69%。2) 线下渠道营收 43.13 亿/-2.59%/占比 60.76%, 其中国内商超 25.86 亿/+1.77%/占比 36.43%, 国内百货 3.31 亿/-30.02%/占比 4.66%, 国内化妆品专营店 2.51 亿/-23.94%/占比 3.54%, 海外线下 11.45 亿/+5.63%/占比 16.13%。

投资建议: 公司品牌知名度及渠道运营能力持续彰显, 看好疫后公司业绩弹性。考虑到公司一季度业绩出现明显回升趋势, 调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年营收分别为 84.27 亿/93.44 亿/99.04 亿, 归母净利润分别为 7.96 亿/9.39 亿/10.48 亿, 对应 PE 分别为 23 倍/20 倍/18 倍。维持“买入”评级。

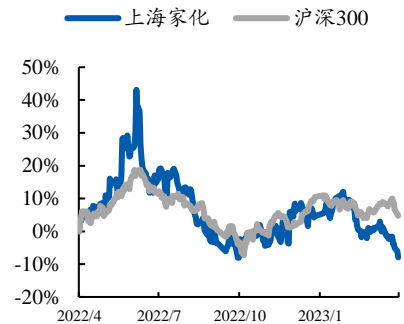
风险提示: 行业竞争加剧; 新品推广不及预期; 业绩预测和估值判断不达预期。

股票数据

2023/04/25

| | |
|--------------|-------------|
| 6 个月目标价(元) | -- |
| 收盘价(元) | 27.25 |
| 12 个月股价区间(元) | 27.23-42.75 |
| 总市值(百万元) | 18,499.29 |
| 总股本(百万股) | 679 |
| A 股(百万股) | 679 |
| B 股/H 股(百万股) | 0/0 |
| 日均成交量(百万股) | 10 |

历史收益率曲线



| | | | |
|--------|-----|------|------|
| 涨跌幅(%) | 1M | 3M | 12M |
| 绝对收益 | -8% | -12% | -8% |
| 相对收益 | -6% | -7% | -12% |

相关报告

《上海家化(600315): 疫情下业绩承压, 品牌创新助推经营向好》

--20230315

《上海家化(600315): Q3 业绩恢复增长, 品牌矩阵凸显经营韧性》

--20221026

| 财务摘要(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,646 | 7,106 | 8,427 | 9,344 | 9,904 |
| (+/-)% | 8.73% | -7.06% | 18.58% | 10.89% | 5.99% |
| 归属母公司净利润 | 649 | 472 | 796 | 939 | 1,048 |
| (+/-)% | 50.92% | -27.29% | 68.60% | 17.94% | 11.63% |
| 每股收益(元) | 0.97 | 0.70 | 1.17 | 1.38 | 1.54 |
| 市盈率 | 41.66 | 45.50 | 23.24 | 19.71 | 17.66 |
| 市净率 | 3.94 | 2.98 | 2.31 | 2.10 | 1.91 |
| 净资产收益率(%) | 9.63% | 6.64% | 9.93% | 10.64% | 10.80% |
| 股息收益率(%) | 1.06% | 0.77% | 0.73% | 0.92% | 1.10% |
| 总股本(百万股) | 680 | 679 | 679 | 679 | 679 |

证券分析师: 李森蔓

执业证书编号: S0550520030003

18521943685 lism@nesc.cn

事件:

上海家化发布 2022 年年报, 2022 年公司实现营收 71.06 亿元/-7.06%, 归母净利润 4.72 亿元/-27.29%, 扣非归母净利润 5.41 亿元/-20.01%, 非经常性损益-0.69 亿元, 主要来自投资亏损; 2022Q4 单季度实现营收 17.52 亿元/-3.49%, 归母净利润 1.59 亿元/-30.58%, 扣非归母净利润 1.72 亿元/-14.52%。公司发布 2023 年一季报, 2023Q1 公司实现营收 19.80 亿元/-6.49%, 归母净利润 2.30 亿元/+15.59%, 扣非归母净利润 2.27 亿元/+7.08%。公司拟每 10 股派发现金红利 2.1 元 (含税)。

点评:

22 年收入承压, Q4 营收降幅收窄。2022 年公司营收 71.06 亿元/-7.06%, 主营业务分品类看: 1) 护肤品类营收 19.75 亿/-26.78%/占比 27.82%, 超头停播等因素导致多数品牌收入出现下滑, 大部分品牌营收降幅在 22H2 逐渐收窄。2) 个护家清品类营收 26.72 亿/+10.88%/占比 37.63%, 其中六神表现优异, 家安略有下降。3) 母婴品类营收 21.42 亿/-0.75%/占比 30.17%, 启初同比下滑。4) 合作品牌营收 3.11 亿/-16.69%/占比 4.38%。**分渠道看:** 1) 线上渠道营收 27.87 亿/-13.21%/占比 39.24%, 其中国内电商 16.95 亿/-12.45%/占比 23.87%, 国内特殊渠道 4.03 亿/-28.67%/占比 5.68%, 海外线上 6.88 亿/-2.96%/占比 9.69%。2) 线下渠道营收 43.13 亿/-2.59%/占比 60.76%, 其中国内商超 25.86 亿/+1.77%/占比 36.43%, 国内百货 3.31 亿/-30.02%/占比 4.66%, 国内化妆品专营店 2.51 亿/-23.94%/占比 3.54%, 海外线下 11.45 亿/+5.63%/占比 16.13%。

个护家清品类持续发力, 护肤品类有望迎来回升。23Q1 公司实现营收 19.80 亿元/-6.49%, 分品类看: 1) 护肤品类营收 4.09 亿/同降约 8%/占比 21%, 其中玉泽延续下滑趋势, 其在 4 月份超品日表现优异, 趋势逐渐转好; 佰草集下降明显, 主要系百货渠道承压; 由于外部环境等因素, 公司主动减少护肤品的投放, 4 月份有望见到护肤品的转变。2) 个护家清品类营收 10.67 亿/同比持平/占比 54%, 其中六神持平, 家安两位数增长。3) 母婴品类营收 4.41 亿/同降约 10%/占比 22%, 海外下降超 10%, 启初个位数下降。4) 合作品牌 0.59 亿/占比 3%。**分渠道看:** 1) 线上业务占比 28%, 下降约 9%, 其中兴趣电商增速大幅提升, 传统电商小幅下降, 特殊渠道略有增长。2) 线下业务占比 72%, 下降约 8%, 其中商超单位数下降, 百货降幅明显。

持续优化运营效率, 费用率延续下降趋势。2022 年公司费用率 48.27%/-2.91pct, 其中: 1) 销售费用 26.52 亿/-9.98%, 销售费用率 37.32%/-1.21pct, 当期营销费用略有降低; 2) 管理费用 6.28 亿/-20.56%, 管理费用率 8.84%/-1.50pct, 主要系股份支付费用大幅降低; 3) 研发费用 1.60 亿/-1.98%, 研发费用率 2.25%/+0.12pct; 4) 财务费用-0.11 亿, 财务费用率-0.15%/-0.31pct。**2022Q4 单季度:** 公司销售费用率 30.20%/+10.79pct; 管理费用率 6.76%/-4.64pct; 研发费用率 3.10%/-0.01pct; 财务费用率-0.10%/-0.31pct。**2023Q1:** 公司销售费用率 40.68%/+0.91pct; 管理费用率 9.12%/-0.61pct; 研发费用率 1.65%/+0.16pct; 财务费用率-0.75%/-0.92pct。

2022 全年盈利能力下滑, 23Q1 毛利率边际改善。盈利能力: 2022 年公司

毛利率 57.12%/-1.61pct, 归母净利率 6.64%/-1.85pct, 主要系护肤品类当期毛利率下降明显; 2022Q4 公司毛利率 53.80%/+8.10pct, 归母净利率 9.10%/-3.54pct。2023Q1 公司毛利率 61.20%/-1.46pct, 归母净利率 11.64%/+2.22pct。
周转能力: 2022 年公司存货周转天数 106 天/+7 天; 应收账款周转天数 62 天/+10 天; 经营性现金流 6.65 亿/ -33.05%, 现金流入额随营收同步下降。

以品牌创新与渠道进阶为基石, 持续满足消费者多层次需求。品牌打造上, 公司将继续通过新品种草、与明星达人合作、IP 合作等方式推进市场营销, 并针对不同品牌制定相应的营销策略, 不断强化品牌创新。渠道建设上, 在传统电商精细化运营的基础上, 发挥兴趣电商自播与达播等的协同效果, 同时在线下推进商超的新零售转型和百货的招新引流。结合公司持续的研发投入, 不断推出创新产品满足消费者的多样化需求, 稳固公司在国内的美妆日化行业标杆形象。

投资建议: 公司品牌知名度及渠道运营能力持续彰显, 看好疫后公司业绩弹性。考虑到公司一季度业绩出现明显回升趋势, 调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年营收分别为 84.27 亿/93.44 亿/99.04 亿, 归母净利润分别为 7.96 亿/9.39 亿/10.48 亿, 对应 PE 分别为 23 倍/20 倍/18 倍。维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧; 新品推广不及预期; 业绩预测和估值判断不达预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,685 | 2,455 | 3,482 | 4,396 |
| 交易性金融资产 | 2,122 | 2,102 | 2,082 | 2,062 |
| 应收款项 | 1,324 | 883 | 1,898 | 1,081 |
| 存货 | 929 | 1,065 | 1,073 | 1,205 |
| 其他流动资产 | 348 | 348 | 348 | 348 |
| 流动资产合计 | 6,555 | 7,182 | 9,090 | 9,459 |
| 可供出售金融资产 | | | | |
| 长期投资净额 | 415 | 475 | 475 | 488 |
| 固定资产 | 863 | 826 | 788 | 748 |
| 无形资产 | 790 | 790 | 790 | 790 |
| 商誉 | 1,938 | 1,938 | 1,938 | 1,938 |
| 非流动资产合计 | 5,715 | 5,730 | 5,680 | 5,643 |
| 资产总计 | 12,269 | 12,912 | 14,770 | 15,103 |
| 短期借款 | 5 | 8 | 10 | 14 |
| 应付款项 | 915 | 496 | 1,280 | 602 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 一年内到期的非流动负债 | 421 | 421 | 421 | 421 |
| 流动负债合计 | 3,533 | 3,407 | 4,462 | 3,916 |
| 长期借款 | 751 | 751 | 751 | 751 |
| 其他长期负债 | 736 | 736 | 736 | 736 |
| 长期负债合计 | 1,487 | 1,487 | 1,487 | 1,487 |
| 负债合计 | 5,020 | 4,893 | 5,949 | 5,403 |
| 归属于母公司股东权益合计 | 7,249 | 8,019 | 8,821 | 9,700 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和股东权益总计 | 12,269 | 12,912 | 14,770 | 15,103 |

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 7,106 | 8,427 | 9,344 | 9,904 |
| 营业成本 | 3,048 | 3,461 | 3,810 | 4,005 |
| 营业税金及附加 | 48 | 67 | 75 | 79 |
| 资产减值损失 | -29 | -25 | -28 | -30 |
| 销售费用 | 2,652 | 3,303 | 3,635 | 3,833 |
| 管理费用 | 628 | 748 | 820 | 860 |
| 财务费用 | -11 | 14 | 16 | 17 |
| 公允价值变动净收益 | -103 | -20 | -20 | -20 |
| 投资净收益 | 43 | 211 | 234 | 248 |
| 营业利润 | 544 | 928 | 1,096 | 1,225 |
| 营业外收支净额 | 5 | 8 | 8 | 8 |
| 利润总额 | 549 | 936 | 1,104 | 1,233 |
| 所得税 | 77 | 140 | 166 | 185 |
| 净利润 | 472 | 796 | 939 | 1,048 |
| 归属于母公司净利润 | 472 | 796 | 939 | 1,048 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 472 | 796 | 939 | 1,048 |
| 资产减值准备 | 47 | 15 | 18 | 20 |
| 折旧及摊销 | 234 | 109 | 110 | 112 |
| 公允价值变动损失 | 103 | 20 | 20 | 20 |
| 财务费用 | 28 | 43 | 43 | 43 |
| 投资损失 | -43 | -211 | -234 | -248 |
| 运营资本变动 | -168 | -26 | 129 | -48 |
| 其他 | -8 | -8 | -8 | -8 |
| 经营活动净现金流量 | 665 | 738 | 1,018 | 939 |
| 投资活动净现金流量 | -155 | 99 | 185 | 185 |
| 融资活动净现金流量 | -384 | -67 | -176 | -210 |
| 企业自由现金流 | 1,262 | 714 | 999 | 924 |

| 财务与估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.70 | 1.17 | 1.38 | 1.54 |
| 每股净资产 (元) | 10.68 | 11.81 | 12.99 | 14.29 |
| 每股经营性现金流量 (元) | 0.98 | 1.09 | 1.50 | 1.38 |
| 成长性指标 | | | | |
| 营业收入增长率 | -7.1% | 18.6% | 10.9% | 6.0% |
| 净利润增长率 | -27.3% | 68.6% | 17.9% | 11.6% |
| 盈利能力指标 | | | | |
| 毛利率 | 57.1% | 58.9% | 59.2% | 59.6% |
| 净利润率 | 6.6% | 9.4% | 10.0% | 10.6% |
| 运营效率指标 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 61.62 | 47.09 | 53.49 | 54.07 |
| 存货周转天数 | 106.37 | 105.00 | 103.52 | 104.96 |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 40.9% | 37.9% | 40.3% | 35.8% |
| 流动比率 | 1.86 | 2.11 | 2.04 | 2.42 |
| 速动比率 | 1.47 | 1.67 | 1.70 | 1.99 |
| 费用率指标 | | | | |
| 销售费用率 | 37.3% | 39.2% | 38.9% | 38.7% |
| 管理费用率 | 8.8% | 8.9% | 8.8% | 8.7% |
| 财务费用率 | -0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 分红指标 | | | | |
| 股息收益率 | 0.8% | 0.7% | 0.9% | 1.1% |
| 估值指标 | | | | |
| P/E (倍) | 45.50 | 23.24 | 19.71 | 17.66 |
| P/B (倍) | 2.98 | 2.31 | 2.10 | 1.91 |
| P/S (倍) | 3.04 | 2.20 | 1.98 | 1.87 |
| 净资产收益率 | 6.6% | 9.9% | 10.6% | 10.8% |

资料来源：东北证券

研究团队简介:

李森蔓：香港大学硕士，浙江大学本科，现任东北证券商贸零售组组长。2018 年以来具有 4 年证券研究从业经历，2019 年金牛奖研究团队第 3 名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的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。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | | | |
|----------------------|------|--------------------------------|---|
| 股票 投资 评级 说明 | 买入 | 未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。 | 投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。 |
| | 增持 | 未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。 | |
| | 中性 | 未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。 | |
| | 减持 | 未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。 | |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。 | |
| 行业 投资 评级 说明 | 优于大势 | 未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。 | |
| | 同步大势 | 未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。 | |
| | 落后大势 | 未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。 | |

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjisu0

| 地址 | 邮编 |
|--|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号 | 130119 |
| 中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座 | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层 | 200127 |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D | 518038 |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 | 510630 |

