

## 上海家化（600315）

增持（维持）

走出疫情影响阴霾，重回增长赛道

2023年5月4日

## 市场数据

日期	2023-04-26
收盘价(元)	28.50
总股本(百万股)	678.87
流通股本(百万股)	673.19
净资产(百万元)	7487.07
总资产(百万元)	12573.69
每股净资产(元)	11.03

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **公司公告:** 2022年营收71.06亿元, 同比降低7.06%; 归母净利润4.72亿元, 同比降低27.29%; 毛利率和净利率分别为57.12%/6.64%, 同比-1.61pct/-1.85pct。2022Q4营业收入17.52亿元, 同比降低3.49%; 归母净利润1.59亿元, 同比-30.58%, 毛利率和净利率分别为53.84%/9.06%, 同比+8.10pct/-3.54pct。2023Q1营业收入19.80亿元/同比降低6.49%; 归母净利润2.30亿元, 同比增加15.59%; 毛利率和净利率分别为61.20%/11.64%, 同比-1.46pct/+2.22pct。
- **全年营收小幅下降, 主要受疫情、电商业务调整、汇率波动等因素影响。**2022年营收同比降低7.06%至71.06亿元。
- **22年归母净利润为4.72亿元, 同比-27.29%。毛利率同比降低1.61pct至57.12%。**主要是产品结构的原因, 即相对高毛利的护肤品类收入下降, 拉低整体的毛利率, 同时也有消化前期的原材料上涨对成本端的压力。销售费用率为37.32%, 同比下降1.21pct, 销售效率进一步提升, 其中佰草集/玉泽分别千人触达成本同比下降23%/30%, 互动成本下降18%/15%, 爆文率提升58%/109%; 管理费用率降低1.39pct至11.09%, 主要系股份支付费用、存货损失及报废费用和折旧摊销费用同比减少; 研发费用率相对稳定。
- **盈利预测与投资建议:** 随着线下渠道回暖、线上运营能力的逐步优化, 以及产品线的进一步梳理, 家化已逐渐走出疫情、电商业务调整等影响, 2023年业绩具有较大弹性。2023年公司将以“产品力、营销力、利润力”为主旨, 打造好产品, 提高客单及毛利。玉泽将聚焦“专业化”, 以“特护、舒敏”为核心, 推新拓展产品矩阵; 佰草集将深化内容营销, 且目前在电商渠道销售情况已呈现明显转好趋势; 六神将贯彻“年轻化、升级化”, 推陈出新。我们预计上海家化2023-2025归母净利润分别为7.99/9.65/11.08亿元, 同比增长69.3%/20.8%/14.7%, EPS为1.18/1.42/1.63元, 对应4月26日收盘价的pe为24.2x/20.0x/17.5x, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新品销售不及预期, 线下渠道复苏不及预期。

## 相关报告

《【兴证社服&零售】上海家化半年报点评: 疫情影响上半年业绩, 下半年有望实现恢复性增长》2022-08-23

《【兴证社服&零售】2022上海家化一季报点评: 疫情影响下收入持平, 盈利能力持续改善》2022-04-29

《【兴证社服&零售】2021上海家化年报点评: 护肤品类增长超行业增速, 盈利能力提升明显》, 2022-03-17

## 分析师:

代凯燕  
daiky@xyzq.com.cn  
S0190519050001

徐鸥鹭  
xuoulu@xyzq.com.cn  
S0190519080008

金秋  
jinqiu@xyzq.com.cn  
S0190520080004

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7106	8762	9939	11016
同比增长	-7.1%	23.3%	13.4%	10.8%
归母净利润(百万元)	472	799	965	1108
同比增长	-27.3%	69.3%	20.8%	14.7%
毛利率	57.1%	59.0%	59.4%	59.8%
ROE	6.5%	10.0%	10.8%	11.1%
每股收益(元)	0.70	1.18	1.42	1.63
市盈率	41.0	24.2	20.0	17.5

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

## 事件

**公司公告：**2022 年营收 71.06 亿元，同比降低 7.06%；归母净利润 4.72 亿元，同比降低 27.29%；扣非归母净利润 5.41 亿元/同比-20.01%；毛利率和净利率分别为 57.12%/6.64%，同比分别-1.61pct/-1.85pct。

2022Q4 营业收入 17.52 亿元，同比降低 3.49%；归母净利润 1.59 亿元，同比-30.58%；扣非归母净利润 1.72 亿元/同比-14.52%；毛利率和净利率分别为 53.84%/9.06%，同比+8.10pct/-3.54pct。

2023Q1 营业收入 19.80 亿元/同比降低 6.49%；归母净利润 2.30 亿元，同比增加 15.59%；扣非归母净利润 2.27 亿元/同比+7.08%；毛利率和净利率分别为 61.20%/11.64%，同比-1.46pct/+2.22pct。

## 点评

全年营收小幅下降，主要受疫情、电商业调整、汇率波动等因素影响。2022 年营收同比降低 7.06%至 71.06 亿元。

## 按品类划分：

- 护肤品类营收 19.75 亿元，同比下降 26.78%，占主营业务收入比重为 27.82%；
- 个护家清品类营收 26.72 亿元，同比增长 10.88%，占主营业务收入比重为 37.63%；
- 母婴品类营收 21.42 亿元，同比下降 0.75%，占主营业务收入比重为 30.17%；
- 合作品牌营收 3.11 亿元，同比下降 16.69%，占主营业务收入比重为 4.38%。

## 按渠道划分：

- 2022 年线上营收 27.86 亿元，同比-13.21%，占主营业务收入比重为 39.24%。  
线下营收 43.13 亿元，同比-2.59%，占主营业务收入比重为 60.76%。
- 2022 年，线上兴趣电商渠道实现同比增长 200%+，其中抖音/快手分别同比增长 160%/4788%；  
线下屈臣氏 O2O 渠道/社区团购/商超 O2O 到家分别同比增长 147%/137%/76%。

## 按品牌划分：

- 六神自 21 年底官宣了年轻化的代言人肖战，通过内容营销带动品牌实现高客户数增长，其中电商同比增长 35%+；玉泽受到超头停播影响较大，但除天猫外线上渠道均实现高速增长，剔除超头高基数影响，全年基本持平；
- 佰草集整合原有 23 条产品线，同时面临百货人流减少带来的经营压力，全年同比略下降，但 Q4 已实现增长，其中电商增速为 35%+，产品方面太极系列、七白系列、双石斛系列等产品全年占比达 52%，客群也呈现高端化趋势；
- 启初持续打造在新生儿领域医研共创的专业形象，在推出针对湿疹有效的青

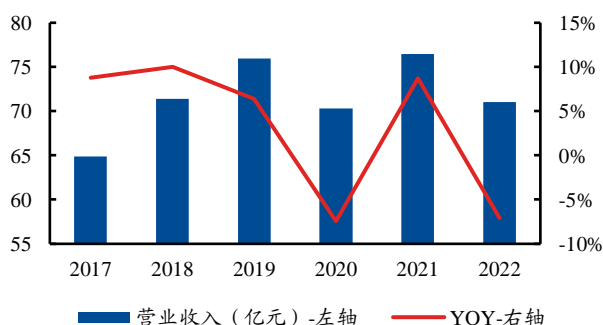
高舒缓系列之后,通过与北京儿童医院马琳教授的合作以及老爸测评的推广,推动了9月起电商业务的改善,扭转了上半年流量及生意下滑的状况;

- 男士护肤的高夫22年坚持高端化的策略方向,聚焦高端的蓝色线,下半年在抖音男士护肤套装排名第一。

**22年归母净利润为4.72亿元,同比-27.29%。毛利率同比降低1.61pct至57.12%。**主要是产品结构的原因,即相对高毛利的护肤品类收入下降,拉低整体的毛利率,同时也有消化前期的原材料上涨对成本端的压力。

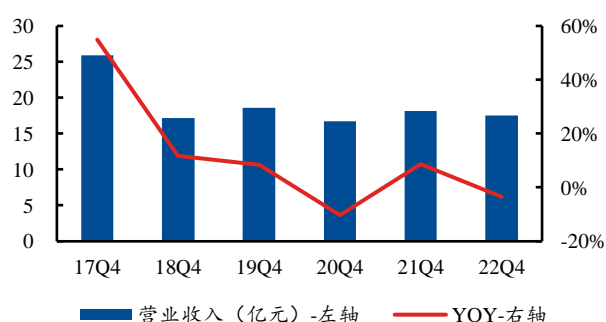
- 销售费用率为37.32%,同比下降1.21pct,销售效率进一步提升,其中佰草集/玉泽分别千人触达成本同比下降23%/30%,互动成本下降18%/15%,爆文率提升58%/109%;
- 管理费用率降低1.39pct至11.09%,主要系股份支付费用、存货损失及报废费用和折旧摊销费用同比减少;研发费用率相对稳定。

图 1、2022 年营业收入 71.06 亿元/-7.06%



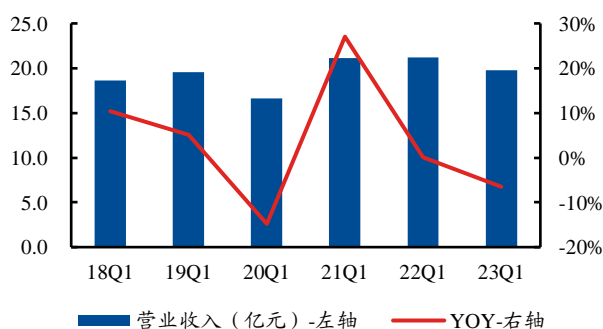
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2022Q4 营业收入 17.52 亿元/-3.49%



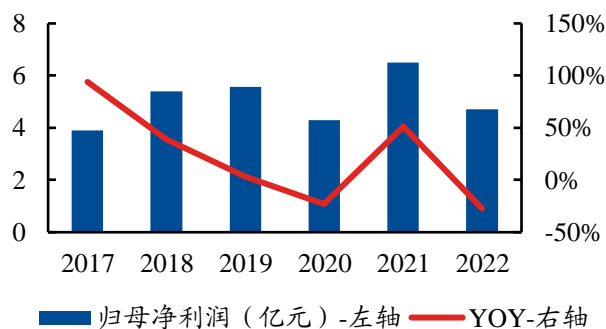
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2023Q1 营业收入 19.80 亿元/-6.49%



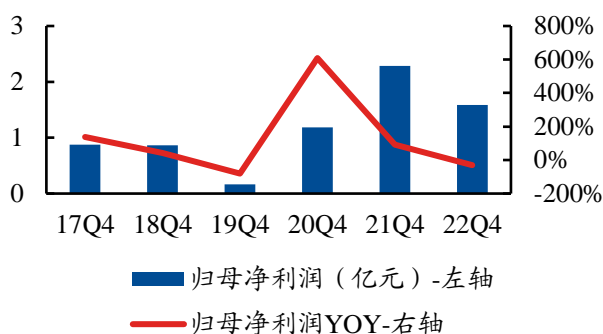
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2022 年归母净利润 4.72 亿元/-27.29%



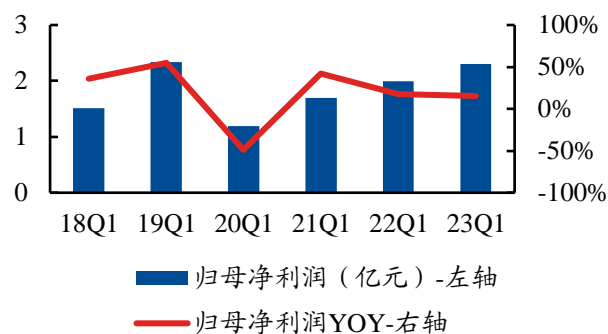
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2022 年 Q4 归母净利润 1.59 亿元/-30.58%



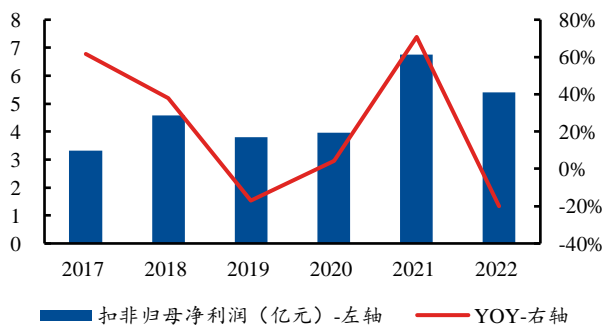
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2023 年 Q1 归母净利润 2.30 亿元/+15.59%



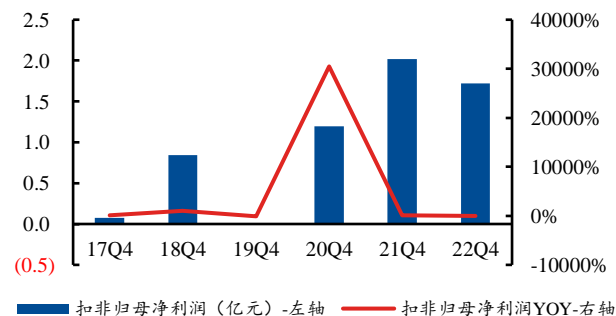
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2022 年扣非归母净利润 5.41 亿元/-20.01%



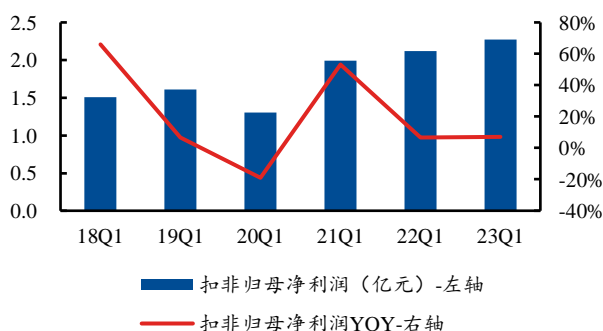
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2022 年 Q4 扣非归母净利润 1.72 亿元/-14.52%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2023 年 Q1 扣非归母净利润 2.27 亿元/+7.08%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

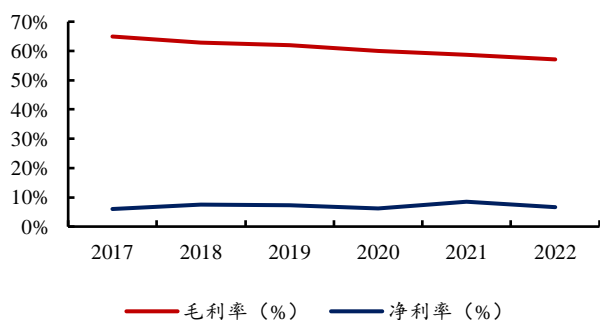
**2023 年 Q1 毛利率为 61.2%，同比下降 1.46pct。**

主要源于：1) 公司提高终端动销的力度，促销力度加大；2) 渠道结构的变化。ToB 业务的提升，对毛利率产生影响；3) 海外业务毛利率的下跌。主要是汇率的影响，若剔除汇率影响，海外业务毛利率实有增长。预计今年随着品牌投入力度的加大，

达播矩阵的加速推进，将带动高毛利的护肤品类的增速回升。

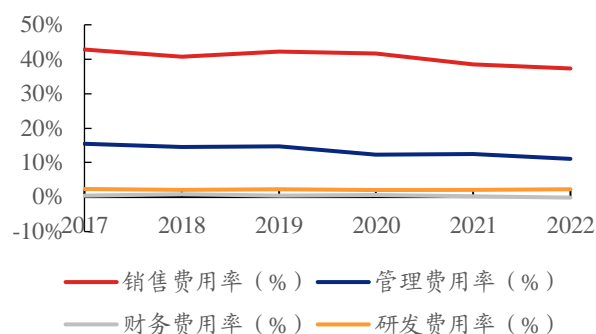
- 销售费用率增加 0.91pct 至 40.68%。主要源于品牌营销投入的扩大。
- 管理费用率降低 0.45pct 至 10.78%。保持稳定
- 研发费用率增加 0.16pct 至 1.65%。保持稳定。

图 10、2022 年毛利率同比降低 1.61pct



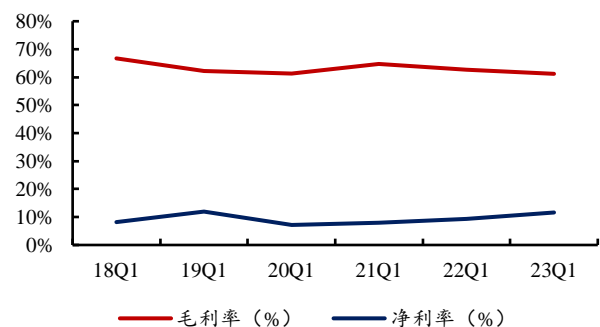
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2022 年销售费用率 37.32%，同比下降 1.21pct



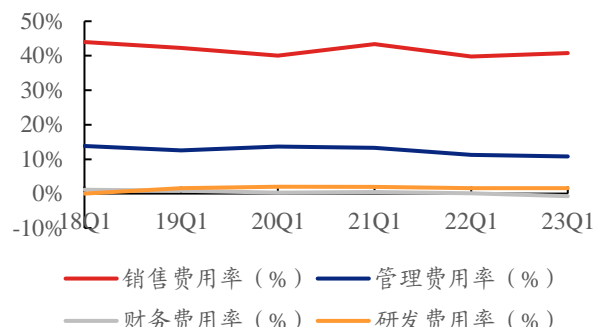
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2023Q1 毛利率同比降低 1.46pct



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2023Q1 研发费用率、管理费用率稳定



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**盈利预测与投资建议：**随着线下渠道回暖、线上运营能力的逐步优化，以及产品线的进一步梳理，家化已逐渐走出疫情、电商业务调整等影响，2023 年业绩具有较大弹性。2023 年公司将以“产品力、营销力、利润力”为主旨，打造好产品，提高客单及毛利。玉泽将聚焦“专业化”，以“特护、舒敏”为核心，推新拓展产品矩阵；佰草集将深化内容营销，且目前在电商渠道销售情况已呈现明显转好趋势；六神将贯彻“年轻化、升级化”，推陈出新。我们预计上海家化 2023-2025 归母净利润分别为 7.99/9.65/11.08 亿元，同比增长 69.3%/20.8%/14.7%，EPS 为 1.18/1.42/1.63 元，对应 4 月 26 日收盘价的 pe 为 24.2/20.0/17.5x，维持“增持”评级。

**风险提示：**新品销售不及预期，线下渠道复苏不及预期。

## 附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6555	8163	9692	11227
货币资金	1685	2818	4068	5210
交易性金融资产	2122	2314	2250	2271
应收票据及应收账款	1324	1418	1608	1801
预付款项	72	79	88	104
存货	929	1027	1147	1268
其他	423	507	532	573
<b>非流动资产</b>	5715	5056	4922	4743
长期股权投资	415	421	419	420
固定资产	863	779	689	594
在建工程	28	14	7	3
无形资产	790	728	662	606
商誉	1938	1973	1955	1947
长期待摊费用	38	-18	-74	-120
其他	1643	1160	1264	1293
<b>资产总计</b>	12269	13219	14614	15970
<b>流动负债</b>	3533	3520	3900	4147
短期借款	5	3	4	4
应付票据及应付账款	915	827.14	967.67	1,105.88
其他	2613	2689	2929	3037
<b>非流动负债</b>	1487	1742	1803	1820
长期借款	751	871	941	981
其他	736	871	862	839
<b>负债合计</b>	5020	5262	5703	5966
股本	679	679	679	679
资本公积	1071	1071	1071	1071
未分配利润	5369	6026	6991	8099
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	7249	7957	8911	10004
<b>负债及权益合计</b>	12269	13219	14614	15970

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	472	799	965	1108
折旧和摊销	196	192	191	189
资产减值准备	29	193	13	-1
资产处置损失	-1	0	0	0
公允价值变动损失	103	40	40	40
财务费用	28	-9	-10	-11
投资损失	-43	-88	-140	-170
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-166	-237	34	-72
<b>经营活动产生现金流量</b>	665	1329	1017	994
<b>投资活动产生现金流量</b>	-155	-72	129	102
<b>融资活动产生现金流量</b>	-384	-124	104	45
现金净变动	88	1133	1250	1142
现金的期初余额	1588	1685	2818	4068
现金的期末余额	1676	2818	4068	5210

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7106	8762	9939	11016
营业成本	3048	3596	4032	4424
税金及附加	48	60	71	80
销售费用	2652	3330	3797	4219
管理费用	628	762	860	947
研发费用	160	197	224	248
财务费用	-11	-9	-10	-11
其他收益	69	90	95	95
投资收益	43	88	140	170
公允价值变动收益	-103	-40	-40	-40
信用减值损失	-18	0	0	0
资产减值损失	-29	-30	-30	-30
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	544	933	1131	1304
营业外收入	7	8	8	8
营业外支出	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	549	940	1138	1311
所得税	77	141	173	203
净利润	472	799	965	1108
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	472	799	965	1108
<b>EPS(元)</b>	0.70	1.18	1.42	1.63

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-7.1%	23.3%	13.4%	10.8%
营业利润增长率	-27.8%	71.7%	21.2%	15.2%
归母净利润增长率	-27.3%	69.3%	20.8%	14.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	57.1%	59.0%	59.4%	59.8%
归母净利率	6.6%	9.1%	9.7%	10.1%
ROE	6.5%	10.0%	10.8%	11.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.9%	39.8%	39.0%	37.4%
流动比率	1.86	2.32	2.48	2.71
速动比率	1.59	2.03	2.19	2.40
<b>营运能力</b>				
资产周转率	58.2%	68.8%	71.4%	72.0%
应收账款周转率	564.6%	617.3%	618.0%	613.4%
存货周转率	313.8%	351.9%	341.0%	337.5%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.70	1.18	1.42	1.63
每股经营现金	0.98	1.96	1.50	1.46
每股净资产	10.68	11.72	13.13	14.74
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	41.0	24.2	20.0	17.5
PB	2.7	2.4	2.2	1.9



## 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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn