

上海家化（600315）：疫情扰动下 22年业绩承压，23年改善可期

2023年3月20日

推荐/维持

上海家化 公司报告

事件：上海家化发布2022年度业绩快报，公司实现营业总收入71.06亿元，同比下降7.06%，实现归母净利润4.72亿元，同比下降27.29%。Q4实现营业收入17.52亿元，同比下降3.49%，归母净利润1.6亿元，同比下降30.6%。

疫情封控影响公司业绩表现，产品结构调整叠加疫情下刚性支出拉低了毛利率水平，利润端表现弱于收入端。2022年疫情反复影响美妆消费需求的释放，社零化妆品销售额同比-4.5%。公司总部、工厂和仓库等均位于上海疫区，受疫情封控的影响相对较大。叠加自2021年以来的特渠业务调整和超级主播合作伙伴停播的影响，公司全年收入表现较弱，增速略低于行业平均水平。在消费需求减弱以及行业竞争加剧的背景下，品牌毛利率提升难度加大，高毛利率的护肤品类占比下降也从结构上拉低了毛利率水平，同时叠加厂房、设备等固定折旧成本和刚性支出等因素影响，公司毛利率水平或承压，相关费用率也维持在相对高位，公司整体净利率水平略有下降。

2022年不断夯实基础厚积薄发，2023年业绩改善可期。公司2022年在品牌创新、渠道进阶和数字化等多领域不断优化。**研发端**对八大创新基础研究平台和开放式研发合作持续推动；**品牌发展**上持续推进高端化、年轻化、专业化，其中佰草集成功实现产品线清理和品牌定位的重新塑造，六神推动年轻化、高端化和全季化并初见成效；**渠道方面**，线上渠道持续以精细化运营推动多平台布局，特殊渠道不断推进零售化，线下渠道的智慧零售持续转型等。公司不断夯实基础，销售表现已呈现边际改善。核心品牌佰草集、玉泽2022年淘系GMV分别同比-38%和-54%，表现较弱；品牌2023年2月淘系GMV分别同比+63%和-36%，呈现出较大改善。我们认为，随着疫情影响逐渐消退，在2022年底基数的背景下，公司2023年有望实现较好的复苏。

召开2023年战略发布会，明确未来发展思路，指引公司长期发展。2023年3月17日公司召开战略发布会，公司2023年将继续围绕123方针，积极推动“品牌创心”策略，围绕专业化、高端化和体验化三大方面驱动品牌价值提升。专业化主要体现在品牌、赛道和产品的专业化；高端化主要体现在定位、产品、消费人群和包装的专业化；同时从三大维度持续改善消费者体验。公司自2020年起执行“123经营方针”，并不断推进战略升级，使其更贴近市场且与时俱进，有望指引公司中长期发展。

盈利预测：公司短期受疫情扰动较大，业绩表现承压。但随着疫情影响消退，新品推出和营销推广步伐将提速，2023年生产经营将恢复至正常水平，利润端有望得到显著改善。长期看好公司在新战略指引下业务持续向好，产品力和品牌力不断增强。预计公司22-24年归母净利润为4.7、7.2和9亿元，同比下降27%、增长52%和24%，EPS为0.7、1.06和1.32元。对应22-24年PE为42、27和22倍。维持“推荐”评级。

风险提示：行业新规和政策变化，市场竞争加剧风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,154.91	7,646.12	7,106.20	8,307.87	9,383.88
增长率（%）	-7.43%	8.73%	-7.06%	16.91%	12.95%

公司简介：

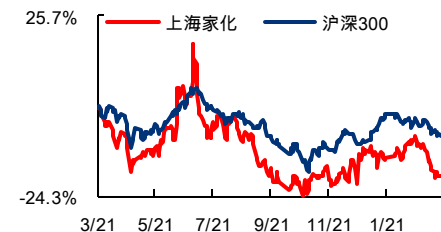
公司是中国历史最悠久的日化企业之一，主要从事化妆品、个人护理、家居护理用品的研发、设计、生产、销售及服务，主要品牌包括佰草集、高夫、美加净、启初、六神、家安等。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	42.75-27.23
总市值（亿元）	199.18
流通市值（亿元）	197.52
总股本/流通A股（万股）	67,887/67,887
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	2.31

52周股价走势图



资料来源：Wind，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 weiy m@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

归母净利润(百万元)	430.20	649.25	474.90	722.47	896.07
增长率(%)	-22.78%	50.92%	-26.85%	52.13%	24.03%
净资产收益率(%)	6.62%	9.32%	6.36%	9.09%	10.47%
每股收益(元)	0.64	0.97	0.70	1.06	1.32
PE	45.31	29.90	41.50	27.28	22.00
PB	3.03	2.83	2.64	2.48	2.30

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				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	6155	6780	7725	8378	9499	营业收入	7032	7646	7106	8308	9384
货币资金	1287	1597	2165	1909	1960	营业成本	2816	3156	3031	3361	3667
应收账款	1090	1109	1066	1225	1396	营业税金及附加	57	59	55	64	73
其他应收款	87	75	70	82	92	营业费用	2924	2947	2736	3157	3566
预付款项	47	83	83	103	114	管理费用	721	791	711	831	938
存货	867	872	885	955	1056	财务费用	43	13	46	44	55
其他流动资产	46	216	216	216	216	研发费用	144	163	188	216	248
非流动资产合计	5140	5365	4741	4621	4508	资产减值损失	68.76	39.74	54.25	47.00	50.62
长期股权投资	476	434	434	434	434	公允价值变动收益	28.09	-41.83	-6.87	-24.35	-15.61
固定资产	1019	939	845	751	657	投资净收益	171.20	208.58	189.89	199.24	194.57
无形资产	769	761	754	746	739	加：其他收益	94.19	88.10	91.15	89.62	90.38
其他非流动资产	220	396	0	0	0	营业利润	534	752	559	851	1055
资产总计	11295	12146	12466	12999	14007	营业外收入	4.44	14.36	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2876	3210	3142	3198	3597	营业外支出	4.21	2.31	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	317	利润总额	534	764	559	851	1055
应付账款	718	718	721	777	860	所得税	104	115	84	128	159
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	430	649	475	722	896
一年内到期的非流动负债	10	151	151	151	151	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1920	1972	1849	1849	1849	归属母公司净利润	430	649	475	722	896
长期借款	1062	925	925	925	925	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	4796	5182	4991	5047	5446	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-7.43%	8.73%	-7.06%	16.91%	12.95%
实收资本（或股本）	678	680	680	680	680	营业利润增长	-23.77%	40.94%	-25.68%	52.13%	24.03%
资本公积	978	1082	1082	1082	1082	归属于母公司净利润增长	-22.78%	50.92%	-26.85%	52.13%	24.03%
未分配利润	4578	5092	5450	5994	6668	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6499	6963	7471	7949	8557	毛利率(%)	59.95%	58.73%	57.35%	59.54%	60.93%
负债和所有者权益	11295	12146	12466	12999	14007	净利率(%)	6.12%	8.49%	6.68%	8.70%	9.55%
现金流量表						单位：百万元					
						总资产净利润(%)	3.81%	5.35%	3.81%	5.56%	6.40%
						ROE(%)	6.62%	9.32%	6.36%	9.09%	10.47%
经营活动现金流	643	993	355	560	733	偿债能力					
净利润	430	649	475	722	896	资产负债率(%)	42%	43%	40%	39%	39%
折旧摊销	180.10	123.99	101.52	93.91	93.91	流动比率	2.14	2.11	2.46	2.62	2.64
财务费用	43	13	46	44	55	速动比率	1.84	1.84	2.18	2.32	2.35
应收帐款减少	0	0	43	-160	-170	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.63	0.65	0.58	0.65	0.69
投资活动现金流	-671	-384	157	-593	-722	应收账款周转率	6	7	7	7	7
公允价值变动收益	28	-42	-7	-24	-16	应付账款周转率	9.12	10.65	9.87	11.09	11.46
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	171	209	190	199	195	每股收益(最新摊薄)	0.64	0.97	0.70	1.06	1.32
筹资活动现金流	-136	-228	57	-223	40	每股净现金流(最新摊薄)	-0.24	0.56	0.84	-0.38	0.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.59	10.25	10.99	11.70	12.59
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	7	2	0	0	0	P/E	45.31	29.90	41.50	27.28	22.00
资本公积增加	113	103	0	0	0	P/B	3.03	2.83	2.64	2.48	2.30
现金净增加额	-164	381	568	-256	51	EV/EBITDA	13.18	11.69	26.35	18.95	15.80

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
公司普通报告	上海家化（600315）：短期受疫情扰动较大，新股权激励下 H2 复苏可期	2022-08-21
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
行业深度报告	基础化工行业：行业高景气有望持续，竞争格局将进入新阶段	2022-05-19

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

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526