

22年业绩承压，23年重回正轨

上海家化(600315)

事件概述

公司发布2022年年报与2023年一季度报，2022年公司实现营业收入71.06亿元，同比-7.06%；归母净利润4.72亿元，同比-27.29%；扣非后归母净利润为5.41亿元，同比-20.01%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为6.65亿元，同比-33.05%，主要系由于销售收入同比下降使得本期销售收现扣除购货付现的经营性现金流同比下降。单季度看，2022年Q4公司实现营业收入17.52亿元，同比-3.49%；实现归母净利润1.59亿元，同比-30.58%；扣非后净利润为1.72亿元，同比-14.52%。2023年Q1公司实现营业收入19.8亿元，同比+6.49%；归母净利润2.3亿元，同比+15.59%；扣非后净利润2.27亿元，同比+7.08%。

分析判断：

► 收入端：个护家清增长，渠道持续进阶

分产品看，2022年公司护肤品类产品/个护家清品类产品/母婴品类产品/合作品牌产品分别实现收入19.75/26.72/21.42/3.11亿元，同比-26.78%/10.88%/-0.75%/-16.69%。分渠道看，公司国内线上渠道实现收入20.98亿元，同比下滑16.11%。在报告期内，公司电商渠道持续以精细化运营推动多平台布局，逐步消化过去对单一打法的依赖，如剔除天猫超头缺失影响，整体实现约4%的增长。其中兴趣电商（抖音、快手等）增速超200%。公司国内线下渠道实现收入31.68亿元，同比下滑5.26%。公司持续推进线下业务线上化，通过新零售的增长寻找突破。商超的新零售到家业务、社区团购业务快速增长，屈臣氏的线上业务占比超30%，线下渠道新零售业务占比超20%。

► 利润端：23年Q1利润率环比有所修复

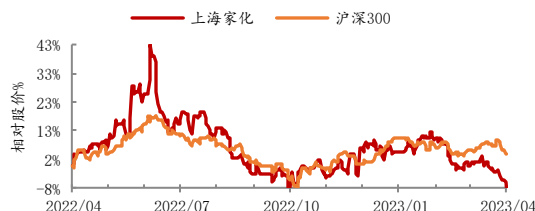
盈利能力方面，由于受到二季度公司工厂及物流基地停摆以及原材料成本上升等外部环境影响，公司2022年毛利率同比下滑了1.61pct至57.12%，净利率同比下滑了1.85pct至6.64%。2023年Q1，公司毛利率同比下滑了1.46pct至61.2%，环比提升了7.36pct。净利率同比提升了2.22pct至11.64%，环比提升了2.58pct。费用方面，2022年公司费用率为48.27%，同比下降了2.91pct。其中销售费用率为37.32%，同比下滑了1.21pct。管理费用率为8.84%，同比下滑了1.5pct。财务费用率为-0.15%，同比下滑了0.31pct。研发费用率同比提升了0.12pct至2.25%。公司品牌投入总费用为10.6亿元，同比下降了7.01%。2023年Q1，公司期间费用率为50.71%，同比下滑了0.46pct。

► 其他重要财务指标

2022年，公司期末存货为9.29亿元，存货周转天数同比上升

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	27.25
股票代码：	600315
52周最高价/最低价：	43.53/26.83
总市值(亿)	184.99
自由流通市值(亿)	183.45
自由流通股数(百万)	673.19



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002
联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100001
联系电话：

研究助理：宋妹旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

10 天；期末应收账款为 13.24 亿元，应收账款周转天数同比上升 13 天。报告期内，公司实现经营性现金流 6.65 亿元，同比下降 33.05%。

► 产品创新和价值重塑起成效

报告期内，公司持续探索数字化赋能的方式实现消费者洞察，依托全流程的项目管理和整链式研发模式，从基础研究、应用创新以及产品价值塑造三个维度实现科技赋能。公司还融合国内领先的 AI 算法能力与国人肤质体质研发理念，和国内顶尖人工智能公司合作，推出一款业内领先的基于千万人脸数据的 AI 智能肌肤检测系统，并成功在上海家化私域试点应用，帮助消费者进行肌肤检测并推荐适合的美妆产品。公司科学性地把功效和安全有机地融合到一起。在去年升级了全链路爆品打造模型，产品的复购率在 2022 年有较大的提升，其中佰草集品牌在天猫旗舰以及百货渠道的复购率由 2021 年的 41.61% 提升至 46.1%，玉泽品牌在天猫旗舰店的复购率由 2021 年的 42.58% 提升至 47.03%。

投资建议

公司作为日化领域龙头，旗下产品品类齐全，覆盖了中低高端产品线。2023 年公司将围绕 1-2-3 方针持续迭代优化，持续将业务做到可量化、可视化、可优化。通过精细化运营不断提升组织效率，公司将在品牌代言人、达播矩阵发展、口碑种草提升、平台及营销 IP 合作等多方面大力拓展。考虑到公司 Q1 营收有所下滑，我们下调公司 23-24 年的盈利预测，预计 2023-2024 年公司营收由 86.86/98.70 亿元下调至 86/96.69 亿元，EPS 分别由 1.19/1.53 元下调至 1.18/1.38 元，预计 2025 年公司将实现营收 106.37 亿元，EPS 为 1.6 元。对应 2023 年 4 月 25 日 27.25 元/股收盘价，PE 分别为 23.14/19.71/16.98 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧。2) 公司经营改善不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,646	7,106	8,600	9,669	10,637
YoY (%)	8.7%	-7.1%	21.0%	12.4%	10.0%
归母净利润(百万元)	649	472	799	939	1,089
YoY (%)	50.9%	-27.3%	69.4%	17.4%	16.1%
毛利率 (%)	58.7%	57.1%	59.7%	60.0%	60.6%
每股收益 (元)	0.97	0.70	1.18	1.38	1.60
ROE	9.3%	6.5%	9.9%	10.3%	10.7%
市盈率	28.09	38.93	23.14	19.71	16.98

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：个护家清增长，渠道持续进阶.....	4
3. 利润端：23年Q1利润率环比有所修复.....	5
4. 其他重要财务指标.....	6
5. 产品创新和价值重塑起成效.....	6
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

图表目录

图 1 公司营业收入.....	5
图 2 公司单季度营业收入.....	5
图 3 公司归母净利润.....	6
图 4 公司单季度归母净利润.....	6
图 5 公司毛利率/净利率.....	6
图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率.....	6

1. 事件概述

公司发布 2022 年年报，2022 年全年公司实现营收 71.06 亿元，同比-7.06%；归母净利润 4.72 亿元，同比-27.29%；扣非后归母净利润为 5.41 亿元，同比-20.01%。单季度看，2022 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 21.17/15.98/16.39/17.52 亿元，同比+0.11%/-23.75%/+1.17%/-3.49%；分别实现归母净利润 1.99/-0.42/1.56/1.59 亿元，同比+17.81%/-135.75%/+15.55%/-30.58%。公司经营活动产生的现金流量净额为 6.65 亿元，同比-33.05%，主要系由于销售收入同比下降使得本期销售收现扣除购货付现的经营性现金流同比下降。

公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度公司实现营收 19.8 亿元，同比-6.49%；归母净利润 2.3 亿元，同比+15.59%；扣非后净利润 2.27 亿元，同比+7.08%。

2. 收入端：个护家清增长，渠道持续进阶

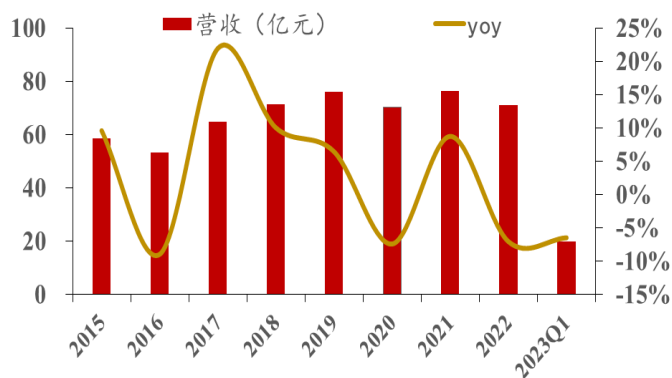
2022 年，公司经历了部分合作超头缺失带来的电商业务调整以第二季度工厂及物流基地停摆的影响，经营业绩有所下滑。

分产品看，2022 年公司护肤品类产品/个护家清品类产品/母婴品类产品/合作品牌产品分别实现收入 19.75/26.72/21.42/3.11 亿元，同比-26.78%/10.88%/-0.75%/-16.69%。2022 年 Q4，护肤品类产品共生产约 4560 万支，销售约 3199 万支，平均售价为 22.16 元，同比增长 32.29%；个护家清品类共生产约 5655 万支，销售约 3459 万支，平均售价为 7.87 元，同比增长 26.82%；公司母婴品类共生产约 3457 万支，销售约 4069 万支，平均售价为 16.22 元，同比增长 18.28%。公司合作品牌品类共生产约 381 万支，销售约 507 万支，平均售价为 21.65 元，同比上升 2.34%。

分渠道来看，公司国内线上渠道实现收入 20.98 亿元，同比下滑 16.11%。不过在报告期内，公司电商渠道持续以精细化运营推动多平台布局，逐步消化过去对单一打法的依赖，如剔除天猫超头缺失影响，整体实现约 4%的增长：其中兴趣电商（抖音、快手等）增速超 200%，兴趣电商占国内电商业务比例约 9%，其中抖音小店同比增长 160%，快手小店同比增长 4788%；公司在多平台的达播拓展自第四季度也获得突破。公司国内线下渠道实现收入 31.68 亿元，同比下滑 5.26%。在报告期内，公司持续推进线下业务线上化，通过新零售的增长寻找突破。商超的新零售到家业务、社区团购业务快速增长，屈臣氏的线上业务占比超 30%，线下渠道新零售业务占比超 20%。同时，公司百货渠道继续策略性闭店缩编，2022 年共关闭 210 家专柜及门店，截至 2022 年年底现存专柜及门店数合计 656 家。同时，百货的四季 SPA 项目私域运营初步建成，会员购买人数和金额逐步增长。

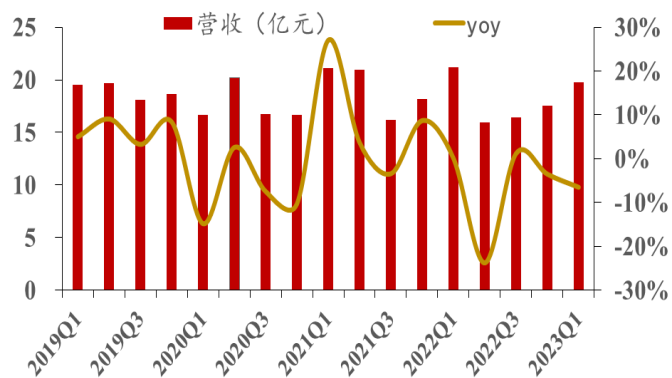
2023 年 Q1，公司营业收入有所下滑，主要是受海外需求不振的影响。2023 年 Q1，公司护肤品类产品共生产约 3202 万支，销售约 1266 万支，平均售价为 32.33 元，同比增长 50.42%；公司个护家清品类共生产约 1.08 亿支，销售约 1.14 亿支，平均售价为 9.39 元，同比下滑 3.27%；公司母婴品类共生产约 3440 万支，销售约 2917 万支，平均售价为 15.13 元，同比上升 15.36%。公司合作品牌品类共生产约 325 万支，销售约 308 万支，平均售价为 19.26 元，同比上升 7.03%。

图 1 公司营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



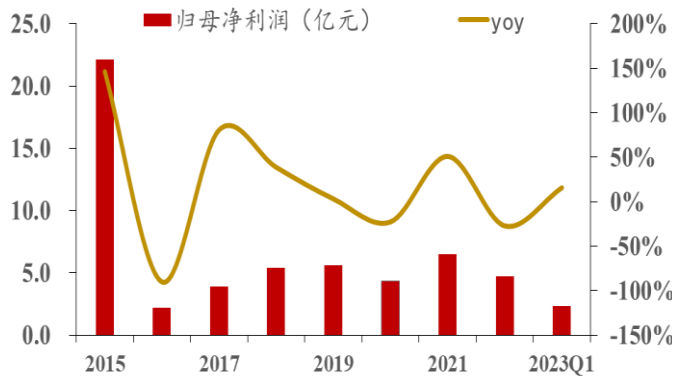
资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 利润端：23 年 Q1 利润率环比有所修复

盈利能力方面，由于受到二季度公司工厂及物流基地停摆以及原材料成本上升等外部环境影响，公司 2022 年毛利率同比下滑了 1.61pct 至 57.12%，净利率同比下滑了 1.85pct 至 6.64%。分产品看，公司护肤类产品的毛利率下滑了 1.86pct 至 69.36%，个护家清类产品毛利率下滑了 0.05pct 至 55.09%，母婴类产品毛利率提升了 0.59pct 至 51.67%，而合作类产品毛利率则下滑了 1.8pct 至 34.75%。2023 年 Q1，公司毛利率同比下滑了 1.46pct 至 61.2%，环比提升了 7.36pct。净利率同比提升了 2.22pct 至 11.64%，环比提升了 2.58pct。

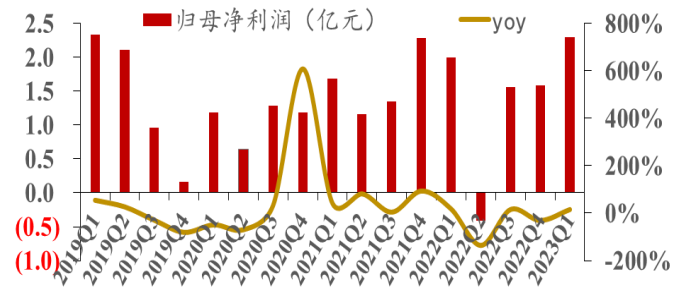
费用方面，2022 年公司费用率为 48.27%，同比下降了 2.91pct。其中销售费用率为 37.32%，同比下滑了 1.21pct。管理费用率为 8.84%，同比下滑了 1.5pct，主要系股份支付费用、存货损失及报废费用和折旧摊销费用同比减少。财务费用率为 -0.15%，同比下滑了 0.31pct，主要系国外分部由于美元汇率变化导致汇兑收益较上年同期增加。研发费用率同比提升了 0.12pct 至 2.25%。公司品牌投入总费用为 10.6 亿元，同比下降了 7.01%。2023 年 Q1，公司期间费用率为 50.71%，同比下滑了 0.46pct。其中销售费用率为 40.68%，同比上升了 0.91pct。管理费用率为 9.12%，同比下降 0.61pct。财务费用率为 -0.75%，同比下滑了 0.92pct。研发费用率为 1.65%，同比提升了 0.16pct。

图3 公司归母净利润



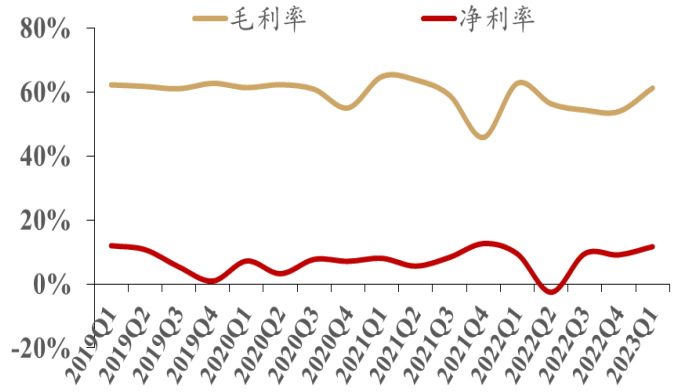
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司单季度归母净利润



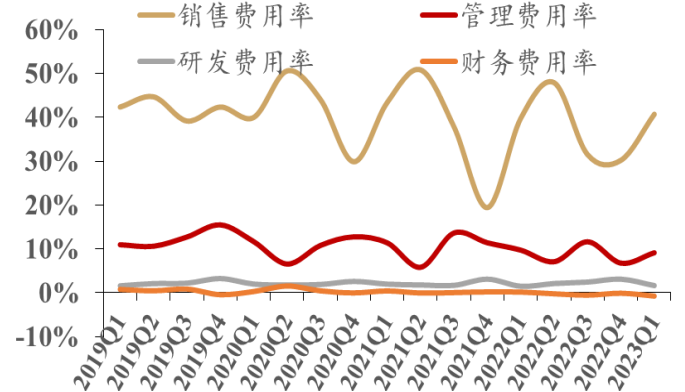
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 公司毛利率/净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2022年，公司期末存货为9.29亿元，存货周转天数同比上升10天；期末应收账款为13.24亿元，应收账款周转天数同比上升13天。报告期内，公司实现经营性现金流6.65亿元，同比下降33.05%。

5. 产品创新和价值重塑起成效

报告期内，公司持续探索数字化赋能的方式实现消费者洞察，依托全流程的项目管理和整链式研发模式，从基础研究、应用创新以及产品价值塑造三个维度实现科技赋能，用匠心打造致美的产品和服务。截至2022年，公司共获得427项授权有效专利，其中国家发明专利96项，涉外专利授权22项，拓展了全球化技术的领先布局。2022年公司共提交99项专利申请，其中国内发明专利申请43项，PCT11项，实用新型4项，外观设计40项，海牙外观设计1项。公司2022年专利申请数比2019年和2020年基本翻倍。公司还融合国内领先的AI算法能力与国人肤质体质研发理念，结合中西科技理念，公司和国内顶尖人工智能公司合作，推出一款业内领先的基于千万

人脸数据的 AI 智能肌肤检测系统，并成功在上海家化私域试点应用，帮助消费者进行肌肤检测并推荐适合的美妆产品。

公司一直秉承“功效安全平衡之美”的产品设计理念。科学性地把功效和安全有机地融合到一起。在去年升级了全链路爆品打造模型，产品的设计来源于对全域消费者以及前沿技术发展的洞察。公司产品的复购率在 2022 年有较大的提升，其中佰草集品牌在天猫旗舰以及百货渠道的复购率由 2021 年的 41.61% 提升至 46.1%，玉泽品牌在天猫旗舰店的复购率由 2021 年的 42.58% 提升至 47.03%。

6. 投资建议

公司作为日化领域龙头，旗下产品品类齐全，覆盖了中低高端产品线。2023 年公司围绕 1-2-3 方针持续迭代优化，持续将业务做到可量化、可视化、可优化。通过精细化运营不断提升组织效率，公司将在品牌代言人、达播矩阵发展、口碑种草提升、平台及营销 IP 合作等多方面大力拓展。考虑到公司 Q1 营收有所下滑，我们下调公司 23-24 年的盈利预测，预计 2023-2024 年公司营收由 86.86/98.70 亿元下调至 86/96.69 亿元，EPS 分别由 1.19/1.53 元下调至 1.18/1.38 元，预计 2025 年公司将实现营收 106.37 亿元，EPS 为 1.6 元。对应 2023 年 4 月 25 日 27.25 元/股收盘价，PE 分别为 23.14/19.71/16.98 倍。我们坚定看好公司的中长期投资价值，维持公司“买入”评级。

7. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧。
- 2) 公司经营改善不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,106	8,600	9,669	10,637	净利润	472	799	939	1,089
YoY (%)	-7.1%	21.0%	12.4%	10.0%	折旧和摊销	234	183	183	183
营业成本	3,048	3,468	3,871	4,189	营运资金变动	-168	-81	-70	-106
营业税金及附加	48	63	70	76	经营活动现金流	665	899	1,029	1,107
销售费用	2,652	3,320	3,757	4,191	资本开支	-113	-5	-17	-12
管理费用	628	750	857	943	投资	-251	578	578	578
财务费用	-11	38	-17	-48	投资活动现金流	-155	659	658	673
研发费用	160	173	202	227	股权募资	12	0	0	0
资产减值损失	-29	-50	-40	-30	债务募资	-95	-174	-174	-174
投资收益	43	86	97	106	筹资活动现金流	-384	-211	-203	-194
营业利润	544	927	1,097	1,266	现金净流量	88	1,346	1,484	1,585
营业外收支	5	7	-3	5	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	549	933	1,094	1,271	成长能力 (%)				
所得税	77	134	156	181	营业收入增长率	-7.1%	21.0%	12.4%	10.0%
净利润	472	799	939	1,089	净利润增长率	-27.3%	69.4%	17.4%	16.1%
归属于母公司净利润	472	799	939	1,089	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-27.3%	69.4%	17.4%	16.1%	毛利率	57.1%	59.7%	60.0%	60.6%
每股收益	0.70	1.18	1.38	1.60	净利率	6.6%	9.3%	9.7%	10.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	3.8%	6.0%	6.5%	6.9%
货币资金	1,685	3,031	4,516	6,101	净资产收益率 ROE	6.5%	9.9%	10.3%	10.7%
预付款项	72	81	93	99	偿债能力 (%)				
存货	929	1,009	1,135	1,233	流动比率	1.86	2.00	2.13	2.30
其他流动资产	3,868	3,603	3,377	3,122	速动比率	1.57	1.72	1.85	2.01
流动资产合计	6,555	7,724	9,120	10,556	现金比率	0.48	0.79	1.06	1.33
长期股权投资	415	415	415	415	资产负债率	40.9%	38.9%	37.4%	35.3%
固定资产	863	775	686	598	经营效率 (%)				
无形资产	790	755	722	692	总资产周转率	0.58	0.65	0.67	0.68
非流动资产合计	5,715	5,541	5,370	5,202	每股指标 (元)				
资产合计	12,269	13,265	14,490	15,757	每股收益	0.70	1.18	1.38	1.60
短期借款	5	5	5	5	每股净资产	10.68	11.93	13.37	15.02
应付账款及票据	915	917	1,046	1,145	每股经营现金流	0.98	1.32	1.52	1.63
其他流动负债	2,613	2,931	3,222	3,445	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,533	3,854	4,274	4,595	估值分析				
长期借款	751	577	403	230	PE	38.93	23.14	19.71	16.98
其他长期负债	736	736	736	736	PB	2.98	2.28	2.04	1.81
非流动负债合计	1,487	1,313	1,139	965					
负债合计	5,020	5,166	5,413	5,560					
股本	679	679	679	679					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	7,249	8,099	9,077	10,197					
负债和股东权益合计	12,269	13,265	14,490	15,757					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。