

上海家化 (600315.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 归母净利润同比+16%，关注 Q2 低

基数下恢复性增长

业绩简评

公司4月25日公告22年营收/归母净利润71.06/4.72亿元、同比-7.06%/-27.29%，单Q4营收/归母净利润同比-3.5%/-30.6%。1Q23营收/归母净利润/扣非归母净利润19.8/2.3/2.27亿元、同比-6.5%/+15.6%/+7.1%，其中国内/海外同比-5.3%/-11.5%，海外承压主要系英国婴童市场疲软、经销商进货需求减少。

经营分析

看好护肤品类23年趋势向好。1) 护肤：1Q23收入同比-8%，其中玉泽同比-13%，百货渠道拖累佰草集同比-18%（电商渠道表现亮眼、4Q22-1Q23同增35%+），典萃/高夫/美加净同比+7%/-11%/降高个位数，23年3月中下旬逐步加码护肤品牌营销投放、预计Q2开始显效。2) 个护家清：1Q23收入同比持平、其中六神/家安同比持平/两位数增长，23年六神聚焦年轻化+升级化+全季化、持续提升毛利率&客单价。3) 母婴：1Q23收入同比-10%左右，启初个位数下降。

线上坚持多平台协同发展&精细化运营、自播+多矩阵达播双轮驱动，线下持续发力新零售。1) 线上：1Q23收入同降低个位数，国内电商同比-5.5%，其中兴趣电商延续高增、同增130%+、占国内电商收入比例提升至19%；特渠业务恢复至高个位数增长。2) 线下：1Q23收入同降高个位数，百货受消化高库存影响降幅较大。

1Q23毛利率降、3月开始加大投放销售费用率同比提升。1Q23毛利率61.2%（同比-1.46PCT），主要系终端促销力度加大+to B业务占比提升+海外业务毛利率报表层面同比下降；预计Q2开始高毛利护肤品类增速回升，叠加成本压力缓解+单产品毛利率持续提升+继续加强价格管控，2023起综合毛利率不断优化。1Q23销售/管理费用率40.68%/9.12%、同比+0.91/-0.61PCT，Q2逐步加大投放下预计23年销售费用率有所提升。

盈利预测、估值与评级

23年疫情/特渠/超头高基数拖累因素基本消除、业绩望加速修复，关注Q2低基数下恢复性增长。预计23-25年归母净利润8/9.19/10.07亿元，同比+69%/+15%/+10%，对应23-25年PE分别为25/21/20倍，维持“买入”评级。

风险提示

新品孵化/渠道拓展/营销投放不及预期。

商贸零售组

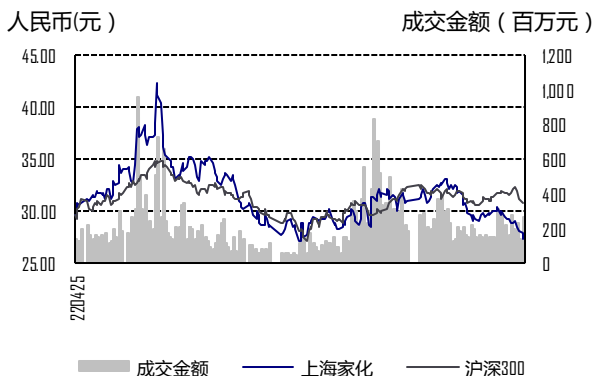
分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：27.25元

相关报告：

- 1.《上海家化：低谷已过，期待疫情&特渠&超头缺失多拖累因素消除下迎来黎明曙光》，2023.3.15
- 2.《Q3疫后改善，看好Q4进一步发力-上海家化3Q22业绩点评》，2022.10.26
- 3.《低谷已过，期待2H22恢复性增长-上海家化2Q22业绩点评》，2022.8.20



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,646	7,106	8,609	9,663	10,546
营业收入增长率	8.73%	-7.06%	21.14%	12.25%	9.14%
归母净利润(百万元)	649	472	800	919	1,007
归母净利润增长率	50.92%	-27.29%	69.47%	14.83%	9.66%
摊薄每股收益(元)	0.955	0.695	1.178	1.353	1.484
每股经营性现金流净额	1.46	0.98	1.80	1.32	1.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.32%	6.51%	10.14%	10.88%	11.13%
P/E	42.30	45.81	24.67	21.48	19.59
P/B	3.94	2.98	2.50	2.34	2.18

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	7,032	7,646	7,106	8,609	9,663	10,546
增长率	8.7%	-7.1%	21.1%	12.3%	9.1%	
主营业务成本	-2,816	-3,156	-3,048	-3,309	-3,656	-3,986
%销售收入	40.0%	41.3%	42.9%	38.4%	37.8%	37.8%
毛利	4,216	4,491	4,059	5,300	6,008	6,560
%销售收入	60.0%	58.7%	57.1%	61.6%	62.2%	62.2%
营业税金及附加	-57	-59	-48	-55	-62	-67
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-2,924	-2,947	-2,652	-3,383	-3,865	-4,218
%销售收入	41.6%	38.5%	37.3%	39.3%	40.0%	40.0%
管理费用	-721	-791	-628	-758	-850	-907
%销售收入	10.2%	10.3%	8.8%	8.8%	8.8%	8.6%
研发费用	-144	-163	-160	-189	-213	-232
%销售收入	2.1%	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	370	531	570	914	1,017	1,135
%销售收入	5.3%	6.9%	8.0%	10.6%	10.5%	10.8%
财务费用	-43	-13	11	-19	-7	3
%销售收入	0.6%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-86	-19	-47	0	0	0
公允价值变动收益	28	-42	-103	0	0	0
投资收益	171	209	43	68	110	90
%税前利润	32.1%	27.3%	7.8%	7.1%	9.8%	7.3%
营业利润	534	752	544	964	1,120	1,228
%销售收入	7.6%	9.8%	7.6%	11.2%	11.6%	11.6%
营业外收支	0	12	5	0	0	0
税前利润	534	764	549	964	1,120	1,228
利润率	7.6%	10.0%	7.7%	11.2%	11.6%	11.6%
所得税	-104	-115	-77	-164	-202	-221
所得税率	19.4%	15.1%	14.0%	17.0%	18.0%	18.0%
净利润	430	649	472	800	919	1,007
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	430	649	472	800	919	1,007
净利率	6.1%	8.5%	6.6%	9.3%	9.5%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	430	649	472	800	919	1,007
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	321	285	282	123	128	133
非经营收益	-146	-155	80	-46	-52	-33
营运资金变动	38	214	-168	342	-101	-20
经营活动现金净流	643	993	665	1,219	894	1,088
资本开支	-105	-139	-113	-252	-170	-160
投资	-673	-368	-251	0	0	0
其他	107	123	209	68	110	90
投资活动现金净流	-671	-384	-155	-184	-60	-70
股权募资	132	47	12	162	0	0
债权募资	-62	-4	-95	-217	10	10
其他	-205	-271	-301	-379	-425	-460
筹资活动现金净流	-136	-228	-384	-434	-415	-450
现金净流量	-222	311	88	601	418	568

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,287	1,597	1,685	2,255	2,651	3,202
应收款项	1,177	1,312	1,398	1,616	1,813	1,979
存货	867	872	929	952	1,052	1,147
其他流动资产	2,825	2,999	2,542	2,508	2,517	2,525
流动资产	6,155	6,780	6,555	7,330	8,033	8,853
%总资产	54.5%	55.8%	53.4%	55.5%	57.6%	59.9%
长期投资	917	925	1,217	1,217	1,217	1,217
固定资产	1,043	964	891	912	938	977
%总资产	9.2%	7.9%	7.3%	6.9%	6.7%	6.6%
无形资产	2,821	2,744	2,774	2,817	2,840	2,833
非流动资产	5,140	5,365	5,715	5,867	5,909	5,936
%总资产	45.5%	44.2%	46.6%	44.5%	42.4%	40.1%
资产总计	11,295	12,146	12,269	13,197	13,941	14,789
短期借款	10	151	427	300	300	300
应付款项	2,325	2,509	2,601	2,938	3,026	3,202
其他流动负债	540	550	506	739	856	930
流动负债	2,876	3,210	3,533	3,977	4,182	4,432
长期贷款	1,062	925	751	761	771	781
其他长期负债	858	1,047	736	568	545	529
负债	4,796	5,182	5,020	5,306	5,498	5,742
普通股股东权益	6,499	6,963	7,249	7,892	8,443	9,047
其中：股本	678	680	679	679	679	679
未分配利润	4,578	5,092	5,369	5,849	6,400	7,005
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	11,295	12,146	12,269	13,197	13,941	14,789

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.635	0.955	0.695	1.178	1.353	1.484
每股净资产	9.586	10.246	10.679	11.625	12.437	13.327
每股经营现金净流	0.949	1.461	0.979	1.796	1.316	1.603
每股股利	0.200	0.290	0.210	0.471	0.541	0.594
回报率						
净资产收益率	6.62%	9.32%	6.51%	10.14%	10.88%	11.13%
总资产收益率	3.81%	5.35%	3.85%	6.06%	6.59%	6.81%
投入资本收益率	3.89%	5.52%	5.74%	8.38%	8.68%	9.10%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.43%	8.73%	-7.06%	21.14%	12.25%	9.14%
EBIT 增长率	12.62%	43.44%	7.38%	60.41%	11.27%	11.58%
净利润增长率	-22.78%	50.92%	-27.29%	69.47%	14.83%	9.66%
总资产增长率	1.33%	7.53%	1.02%	7.56%	5.64%	6.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.2	52.5	62.5	62.5	62.5	62.5
存货周转天数	116.1	100.5	107.9	105.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	99.9	83.1	97.8	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	52.9	44.8	44.3	35.0	29.8	26.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.34%	-46.25%	-36.26%	-42.01%	-43.84%	-46.89%
EBIT 利息保障倍数	8.5	42.4	-53.6	49.1	139.7	-356.8
资产负债率	42.46%	42.67%	40.91%	40.20%	39.44%	38.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-27	买入	42.50	N/A
2	2022-01-19	买入	41.70	N/A
3	2022-03-17	买入	35.00	N/A
4	2022-03-19	买入	37.04	N/A
5	2022-04-28	买入	31.14	N/A
6	2022-08-20	买入	33.10	N/A
7	2022-10-26	买入	27.23	N/A
8	2023-03-15	买入	29.07	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402