

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

日用化学品

上海家化（600315.SH）

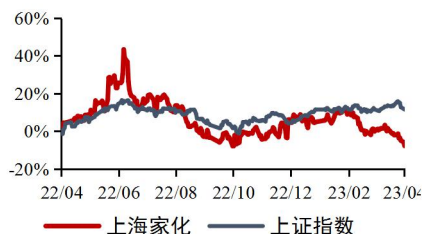
增持-A(维持)

疫情影响下 22 年业绩承压、期待边际持续改善

2023 年 4 月 25 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023 年 4 月 25 日

|                |             |
|----------------|-------------|
| 收盘价（元）：        | 27.25       |
| 年内最高/最低（元）：    | 43.53/26.83 |
| 流通 A 股/总股本（亿）： | 6.73/6.79   |
| 流通 A 股市值（亿）：   | 183.45      |
| 总市值（亿）：        | 184.99      |

基础数据：2023 年 3 月 31 日

|           |       |
|-----------|-------|
| 基本每股收益：   | 0.34  |
| 摊薄每股收益：   | 0.34  |
| 每股净资产（元）： | 11.03 |
| 净资产收益率：   | 3.08  |

资料来源：最闻

分析师：

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496309

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

事件描述

- 公司发布 2022 年年报，实现营收 71.06 亿元/-7.06%，归母净利润 4.72 亿元/-27.29%；扣非后归母净利润为 5.41 亿元/-20.01%；EPS 为 0.70 元；其中单 Q4 实现营收 17.52 亿元/-3.49%，归母净利润 1.59 亿元/-30.58%，扣非后归母净利润 1.72 亿元/-14.52%。
- 同时，公司发布 23 年 1 季报：公司实现营收 19.80 亿元/-6.49%，归母净利润 2.3 亿元/+15.59%。

事件点评

- 2022 年受疫情扰动影响、超头缺失带来的电商业务调整，收入下降。2022 年，公司实现营收 71.06 亿元同比下降 7.06%，其中 22Q1-Q4 营收分别为 21.17、15.98、16.39、17.52 亿元，同比增长 0.11%、-23.75%、1.17%、-3.49%。2022 年，公司实现归母净利润 4.72 亿元，同比下降 27.29%，其中 22Q1-Q4 归母净利润分别为 1.99、-0.42、1.56、1.59 亿元，同比增长 17.81%、-135.75%、15.55%、-30.58%。全年维度公司收入端高个位数下降，主要受 Q2 工厂及物流基地停摆影响、21 年末至 22 年三季度经历部分合作超头缺失带来的电商业务调整影响，同时原材料成本上升，带来经营业绩下降。

- 护肤品下降较快、个护家清实现 2 位数增长。分品类看，2022 年，1）公司护肤品类实现营收 19.75 亿元/-26.78%，收入占比为 27.82%。2）个护家清实现营收 26.72 亿元/+10.88%，收入占比为 37.63%。3）母婴业务实现收入 21.42 亿元/-0.75%，收入占比为 30.17%；4）合作品牌收入 3.11 亿元/-16.69%，收入占比为 4.38%。2022 年，护肤、个护家清、母婴、合作品牌的毛利率分别为 69.36%、55.09%、51.67%、34.75%，同比-1.86、-0.05、+0.59、-1.8pct。公司护肤品类 22 年受超头缺失影响、物流工厂停摆影响有所下降，我们预计环比边际已出现改善，佰草集天猫旗舰店及百货复购率由 2021 年 42%上升至 2022 年的 46%、玉泽在天猫旗舰店由 43%上升至 47%，未来随着营销投入的加大、拉新进一步提升，有望推动品牌终端销售上升。

- 线上业务剔除超头缺失影响实现正增长、兴趣电商快速增长。分渠道看，2022 年，1）线上业务实现营收 27.86 亿元，同比下降 13.21%，收入占比近 40%，其中国内线上电商/特渠/海外线上分别实现收入 16.95/4.03/6.88 亿元，占比 23.87%/5.68%/9.69%。2）线下实现营收 43.13 亿元，同比增长 20.1%，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



收入占比 3.1%。其中商超、百货、化妆品专营店、海外线下分别实现收入 25.86/3.31/2.51/11.45 亿元，占比分别为 36.43%/4.66%/3.54%/16.13%；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；其中兴趣电商增速超 200%，兴趣电商占国内电商业务比例约 9%；公司在多平台的达播拓展自 Q4 也获得突破。公司特殊渠道不断推进零售业务，年末已开始实现月销售额同比正增长。线下业务中，公司推进新零售，2022 年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%；百货渠道继续调整，关闭 210 家专柜及门店，截至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。

➤ **原材料成本上升、品类结构变化影响毛利率、费用控制良好。**2022 年销售毛利率/净利润率有所下滑。盈利能力方面，2022 年，公司毛利率为 57.14%，同比-1.63pct，毛利率下降主要是原材料成本上升、高毛利率的护肤品类占比下降所致。22Q4 毛利率为 53.84%，同比提升 8.1pct。费用率方面，2022 年，公司期间费用率合计下降 2.91pct 至 48.27%，其中销售/管理/财务费用率为 37.32%/11.09%/-0.15%，同比-1.21/-1.39/-0.31pct，公司管理费用下降 20.56% 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。财务费用下降 185.03% 主要是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。综合影响下，2022 年公司销售净利率为 6.64%，同比下滑 1.85pct，22Q4 销售净利率为 9.06%，同比下降 3.54pct。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%，主要是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。

➤ **23Q1 收入端继续承压，净利润提升，销售端环比边际有望持续改善。**1 季度公司实现营收 19.80 亿元/-6.49%，归母净利润 2.3 亿元/+15.59%。23Q1 公司毛利率同比下滑 1.46pct 至 61.2%，净利率同比+2.22pct 至 11.64%。预计 Q1 收入国内好于海外、线上业务好于线下；公司 Q1 毛利率同比略有下降主要是促销力度加大、海外业务汇率因素影响。Q1 公司在 1-2 月进行销售费用率管控、3 月逐步增加营销投入；Q1 管理/财务费用下降、以及公允价值变动收益提升净利润。

### 投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.19/1.37/1.52，对应公司 4 月 25

日收盘价 27.25 元, 2023-2025 年 PE 分别为 24\20\18, 维持“增持-A”评级。

### 风险提示

➤ 终端销售不及预期；高端外资品牌及本土新锐品牌带来市场竞争加剧风险。

### 财务数据与估值：

| 会计年度      | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,646 | 7,106 | 8,376 | 9,342 | 10,339 |
| YoY(%)    | 8.7   | -7.1  | 17.9  | 11.5  | 10.7   |
| 净利润(百万元)  | 649   | 472   | 805   | 927   | 1,031  |
| YoY(%)    | 50.9  | -27.3 | 70.5  | 15.2  | 11.2   |
| 毛利率(%)    | 58.7  | 57.1  | 58.0  | 58.9  | 59.0   |
| EPS(摊薄/元) | 0.96  | 0.70  | 1.19  | 1.37  | 1.52   |
| ROE(%)    | 9.3   | 6.5   | 10.0  | 10.5  | 10.5   |
| P/E(倍)    | 29.1  | 40.0  | 23.5  | 20.4  | 18.3   |
| P/B(倍)    | 2.7   | 2.6   | 2.3   | 2.1   | 1.9    |
| 净利率(%)    | 8.5   | 6.6   | 9.6   | 9.9   | 10.0   |

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 6780  | 6555  | 7631  | 8069  | 9725  |
| 现金             | 1597  | 1685  | 2103  | 2620  | 3559  |
| 应收票据及应收账款      | 1109  | 1324  | 1543  | 1655  | 1885  |
| 预付账款           | 83    | 72    | 111   | 94    | 133   |
| 存货             | 872   | 929   | 1151  | 1119  | 1386  |
| 其他流动资产         | 3119  | 2544  | 2723  | 2582  | 2762  |
| <b>非流动资产</b>   | 5365  | 5715  | 5783  | 5789  | 5779  |
| 长期投资           | 434   | 415   | 465   | 504   | 536   |
| 固定资产           | 939   | 863   | 961   | 997   | 1021  |
| 无形资产           | 772   | 799   | 742   | 681   | 621   |
| 其他非流动资产        | 3220  | 3638  | 3615  | 3607  | 3601  |
| <b>资产总计</b>    | 12146 | 12269 | 13414 | 13858 | 15504 |
| <b>流动负债</b>    | 3210  | 3533  | 4020  | 3820  | 4709  |
| 短期借款           | 0     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 应付票据及应付账款      | 718   | 915   | 971   | 1087  | 1184  |
| 其他流动负债         | 2491  | 2613  | 3043  | 2728  | 3520  |
| <b>非流动负债</b>   | 1972  | 1487  | 1340  | 1182  | 1022  |
| 长期借款           | 925   | 751   | 604   | 446   | 287   |
| 其他非流动负债        | 1047  | 736   | 736   | 736   | 736   |
| <b>负债合计</b>    | 5182  | 5020  | 5360  | 5002  | 5731  |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 680   | 679   | 679   | 679   | 679   |
| 资本公积           | 1082  | 1071  | 1071  | 1071  | 1071  |
| 留存收益           | 5485  | 5761  | 6381  | 7112  | 7951  |
| 归属母公司股东权益      | 6963  | 7249  | 8054  | 8856  | 9773  |
| <b>负债和股东权益</b> | 12146 | 12269 | 13414 | 13858 | 15504 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b>  | 993   | 665   | 900   | 802   | 1194  |
| 净利润             | 649   | 472   | 805   | 927   | 1031  |
| 折旧摊销            | 209   | 196   | 166   | 158   | 162   |
| 财务费用            | 13    | -11   | -32   | -52   | -83   |
| 投资损失            | -209  | -43   | -144  | -142  | -134  |
| 营运资金变动          | 100   | -166  | 98    | -120  | 172   |
| 其他经营现金流         | 231   | 216   | 8     | 31    | 46    |
| <b>投资活动现金流</b>  | -384  | -155  | -98   | -54   | -65   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -228  | -384  | -385  | -231  | -191  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.96  | 0.70  | 1.19  | 1.37  | 1.52  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.46  | 0.98  | 1.33  | 1.18  | 1.76  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 10.26 | 10.68 | 11.86 | 13.05 | 14.40 |

利润表(百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 7646  | 7106  | 8376  | 9342  | 10339 |
| 营业成本            | 3156  | 3048  | 3520  | 3841  | 4238  |
| 营业税金及附加         | 59    | 48    | 62    | 70    | 76    |
| 营业费用            | 2947  | 2652  | 3141  | 3503  | 3877  |
| 管理费用            | 791   | 628   | 712   | 808   | 902   |
| 研发费用            | 163   | 160   | 182   | 203   | 225   |
| 财务费用            | 13    | -11   | -32   | -52   | -83   |
| 资产减值损失          | -19   | -47   | -65   | -68   | -63   |
| 公允价值变动收益        | -42   | -103  | -8    | -31   | -46   |
| 投资净收益           | 209   | 43    | 144   | 142   | 134   |
| <b>营业利润</b>     | 752   | 544   | 941   | 1085  | 1206  |
| 营业外收入           | 14    | 7     | 8     | 9     | 9     |
| 营业外支出           | 2     | 2     | 2     | 3     | 2     |
| <b>利润总额</b>     | 764   | 549   | 947   | 1091  | 1213  |
| 所得税             | 115   | 77    | 142   | 164   | 182   |
| <b>税后利润</b>     | 649   | 472   | 805   | 927   | 1031  |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 649   | 472   | 805   | 927   | 1031  |
| EBITDA          | 986   | 744   | 1079  | 1196  | 1295  |

主要财务比率

| 会计年度         | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 8.7   | -7.1  | 17.9  | 11.5  | 10.7  |
| 营业利润(%)      | 40.9  | -27.8 | 73.1  | 15.3  | 11.2  |
| 归属于母公司净利润(%) | 50.9  | -27.3 | 70.5  | 15.2  | 11.2  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 58.7  | 57.1  | 58.0  | 58.9  | 59.0  |
| 净利率(%)       | 8.5   | 6.6   | 9.6   | 9.9   | 10.0  |
| ROE(%)       | 9.3   | 6.5   | 10.0  | 10.5  | 10.5  |
| ROIC(%)      | 7.8   | 5.5   | 8.7   | 9.2   | 9.3   |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 42.7  | 40.9  | 40.0  | 36.1  | 37.0  |
| 流动比率         | 2.1   | 1.9   | 1.9   | 2.1   | 2.1   |
| 速动比率         | 1.7   | 1.5   | 1.5   | 1.7   | 1.7   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率      | 7.0   | 5.8   | 5.8   | 5.8   | 5.8   |
| 应付账款周转率      | 4.4   | 3.7   | 3.7   | 3.7   | 3.7   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 29.1  | 40.0  | 23.5  | 20.4  | 18.3  |
| P/B          | 2.7   | 2.6   | 2.3   | 2.1   | 1.9   |
| EV/EBITDA    | 16.3  | 22.0  | 14.4  | 12.5  | 10.7  |

资料来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

## 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

## 山西证券研究所:

### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话: 010-83496336

