

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

## 上海家化(600315)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师  
执业编号: S1500522110002  
联系电话: 15000310173  
邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护分析师  
执业编号: S1500522110001  
联系电话: 13276656366  
邮箱: zhousixin@cindasc.com

## 相关研究

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 上海家化(600315.SH) 22 年年报与 23 年一季报点评: 内外因素导致 22 年承压, 期待重归增长轨道

2023 年 04 月 27 日

**事件:** 公司发布 2022 年年报, 公司 2022 年实现营业收入 71.06 亿元/yoy-7.06%, 实现归母净利润 4.72 亿元/yoy-27.29%, 净利率为 6.64%/yoy-1.85pct; 单 Q4 看, 公司 22Q4 实现营业收入 17.52 亿元/yoy-3.49%, 实现归母净利润 1.59 亿元/yoy-30.58%, 净利率为 9.06%/yoy-3.54pct; 23Q1 年实现营业收入 19.80 亿元/yoy-6.49%, 实现归母净利润 2.30 亿元/yoy+15.59%, 净利率为 11.64%/yoy+2.22pct。

➤ **分品类看:** 内外因素影响导致护肤增速偏弱, 个护家清实现逆势增长。

**1) 护肤类目:** 疫情叠加超头缺失导致增速承压。实现营收 19.75 亿元/yoy-26.78%/占比 27.82%, 毛利率为 69.36%/yoy-1.86pct; 22 年佰草集、玉泽在客群维护方面表现亮眼, 复购率分别同比+4.49/+4.45pct, 品牌粘性持续提升。

**①佰草集:** 产品梳理聚焦战略成效可观, 线下压力减弱推动品牌增速回升。随着品牌梳理聚焦升级, 太极、七白、双石斛等核心产品线占比提升至 52%, 推动消费人群画像逐渐向高端化发展, 品牌精致妈妈、资深白领消费者占比较 21 年增长 43%; 渠道来看, 品牌电商渠道重拾增长, 线下渠道库存负累逐渐摆脱, 并借线下客流恢复趋势着力开展获客拉新, 品牌拐点可见;

**②玉泽:** 以“问题皮肤分型解决方案”概念打造爆品, 通过多渠道品宣推动销售。以专业化+升级化的产品策略, 夯实医研共创基础, 针对干敏、油敏等问题肌肤提出分型解决方案, 并针对核心大单品进行升级、提升连带, 并在通过天猫超品日等品宣曝光进一步推动销售, 或可期待品牌于 Q2 有更优表现。

**2) 个护家清类目:** 外部压力下实现逆势增长。实现营收 26.72 亿元/yoy+10.88%/占比 37.63%, 毛利率为 55.09%/yoy-0.05pct。六神沐浴露的线上下份额分别提升 0.2/0.1pct 至 1.7%/5.7%, 彰显其作为“国民品牌”的优秀品牌力, 23 年六神继续发力“年轻化、升级化、全季化”战略, 看好品牌 23 年增速环比继续提升。**3) 母婴类目:** 实现营收 21.42 亿元/yoy-0.75%/占比 30.17%, 毛利率为 51.67%/yoy+0.59pct。其中启初品牌通过合作马琳主任团队, 推出添加青蒿素的婴幼儿多维舒缓系列, 塑造专业婴童护理专家形象, 进而带动客单价提升。**4) 合作品牌:** 实现营收 3.11 亿元/yoy-16.69%/占比 4.38%, 毛利率为 34.75%/yoy-1.80pct。

➤ **分渠道看:** 22 年超头缺失、特渠调整影响明显, 期待 23 年品宣带动全渠道增长。

**1) 国内线上渠道:** 实现收入 20.98 亿元/yoy-16%。其中, **①电商渠道(同比-12%):** 受到部分超头缺失的影响, 如剔除该影响, 电商渠道实现约 4%增长, 其中: 兴趣电商(抖音、快手等)增速超 200%, 公司积极布局潜力渠道实现高速增长, 同时公司着力提升私域运营能力带来更优数据表现, 电商私域的客单提升 75%、连带率提升 18%, 均呈增长趋势; **②特渠(同比-29%):** 受寿险业务改革调整影响导致增速偏弱, 但 22H2 销售呈现企稳趋势。**2) 国内线下渠道:** 实现收入 31.68 亿元/yoy-5%, 其中商超/百货/CS 渠道分别同比+2%/-30%/-24%。22 年公司持续优化线下渠道布局, 截至 22 年底专柜及门店数为 656 家/关闭 210 家, 并逐步推进线下业务线上化, 其中, 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%。**3) 海外业务:** 海外线上/线下分别实现收入 6.88/11.45 亿元, 同比分别-3%/+6%。

➤ **行业趋势向好之下经营营销策略回归主动, 盈利能力恢复可期。**公司 2022 年毛利率/期间费用率/净利率分别为 57.12%/48.27%/6.64%, 同比分别-1.61/-2.91/-1.85pct, 毛利率主要受到高毛利的护肤类目占比下降以及各个品类毛利率波动影响; 费用率方面, 2022 年销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 37.32%/8.84%/0.15%/2.25%, 同比分别-1.21/-1.50/-0.31/+0.12pct, 公司在不确定环境中主动采取较为保守的营销策略, 费用端优化明显。外部环境波动导致公允价值变动损益增加(因权益工具投资和基金投资、银行理财公允价值变动损益同比减少)以及权益法核算的长期股权投资收益减少对于盈利端造成压力。公司 23Q1 年毛利率/期间费用率/净利率分别为 61.20%/50.71%/11.64%, 同比分别-1.46/-0.46/+2.22pct, 由于 Q1 仍受到疫情余波影响, 行业增长处于恢复阶段, 公司营销投放有所保留, 盈利端已明显好转, 随着进

入 Q2 行业表现有望逐季转好，公司重点发力高毛利的护肤品类，毛利率有望重新进入增长轨道。

➤ **盈利预测与投资评级：**公司具备覆盖多品类的品牌矩阵，22 年内外部因素影响下导致增速承压，随着行业逐步回暖，公司通过产品打造、品牌营销、渠道建设修炼内功，618 大促有望释放公司 Q1&Q2 “种草”效果，在 22 年同期相对低基数下有望实现恢复性增长。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.41/8.80/10.16 亿元，同比分别增长 57.0%/18.8%/15.4%，对应 EPS 分别为 1.09/1.30/1.50 元，对应 PE 分别为 26/22/19X，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**消费力恢复不及预期、新产品推广销售效果不及预期、部分渠道恢复趋势不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,646	7,106	8,265	9,341	10,294
增长率 YoY %	8.7%	-7.1%	16.3%	13.0%	10.2%
归属母公司净利润(百万元)	649	472	741	880	1,016
增长率 YoY%	50.9%	-27.3%	57.0%	18.8%	15.4%
毛利率%	58.7%	57.1%	58.5%	59.5%	60.5%
净资产收益率 ROE%	9.3%	6.5%	9.4%	10.3%	10.8%
EPS(摊薄)(元)	0.96	0.70	1.09	1.30	1.50
市盈率 P/E(倍)	29.80	40.99	26.11	21.98	19.04
市净率 P/B(倍)	2.78	2.67	2.46	2.26	2.06

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	6,780	6,555	7,653	8,917	10,127	
货币资金	1,597	1,685	2,274	3,413	4,258	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,109	1,324	1,416	1,564	1,609	
预付账款	83	72	86	95	102	
存货	872	929	1,055	1,015	1,106	
其他	3,119	2,544	2,821	2,830	3,053	
<b>非流动资产</b>	5,365	5,715	5,556	5,412	5,273	
长期股权投资	434	415	415	415	415	
固定资产(合计)	939	863	780	700	622	
无形资产	761	790	747	709	675	
其他	3,231	3,646	3,614	3,588	3,561	
<b>资产总计</b>	12,146	12,269	13,209	14,329	15,401	
<b>流动负债</b>	3,210	3,533	3,872	4,281	4,537	
短期借款	0	5	5	5	5	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	718	915	932	1,085	1,130	
其他	2,491	2,613	2,934	3,191	3,402	
<b>非流动负债</b>	1,972	1,487	1,487	1,487	1,487	
长期借款	925	751	751	751	751	
其他	1,047	736	736	736	736	
<b>负债合计</b>	5,182	5,020	5,358	5,768	6,024	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	6,963	7,249	7,851	8,561	9,377	
<b>负债和股东权益</b>	12,146	12,269	13,209	14,329	15,401	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,646	7,106	8,265	9,341	10,294	
同比(%)	8.7%	-7.1%	16.3%	13.0%	10.2%	
归属母公司净利润	649	472	741	880	1,016	
同比(%)	50.9%	-27.3%	57.0%	18.8%	15.4%	
毛利率(%)	58.7%	57.1%	58.5%	59.5%	60.5%	
ROE%	9.3%	6.5%	9.4%	10.3%	10.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.96	0.70	1.09	1.30	1.50	
P/E	29.80	40.99	26.11	21.98	19.04	
P/B	2.78	2.67	2.46	2.26	2.06	
EV/EBITDA	31.23	25.68	19.22	15.56	13.21	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	7,646	7,106	8,265	9,341	10,294	
营业成本	3,156	3,048	3,427	3,781	4,067	
营业税金及附加	59	48	58	65	72	
销售费用	2,947	2,652	3,157	3,596	4,015	
管理费用	791	628	744	841	926	
研发费用	163	160	190	215	237	
财务费用	13	-11	14	2	-21	
减值损失合计	-40	-29	-15	-15	-10	
投资净收益	209	43	150	150	150	
其他	65	-51	67	67	67	
<b>营业利润</b>	752	544	877	1,043	1,205	
营业外收支	12	5	5	5	5	
<b>利润总额</b>	764	549	882	1,048	1,210	
所得税	115	77	141	168	194	
<b>净利润</b>	649	472	741	880	1,016	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	649	472	741	880	1,016	
EBITDA	867	827	955	1,107	1,240	
EPS(当年)(元)	0.97	0.70	1.09	1.30	1.50	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	993	665	632	1,274	1,015	
净利润	649	472	741	880	1,016	
折旧摊销	265	234	172	169	168	
财务费用	21	28	47	47	47	
投资损失	-209	-43	-209	-43	-150	
营运资金变动	214	-168	-201	304	-85	
其它	52	142	23	23	18	
<b>投资活动现金流</b>	-384	-155	94	82	77	
资本支出	-139	-113	-17	-21	-26	
长期投资	-368	-251	-50	-50	-50	
其他	123	209	161	153	153	
<b>筹资活动现金流</b>	-228	-384	-137	-217	-247	
吸收投资	47	12	0	0	0	
借款	0	5	0	0	0	
支付利息或股息	-166	-234	-187	-217	-247	
<b>现金流净增加额</b>	311	88	589	1,138	845	

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**林凌**，厦门大学经济学院金融硕士，2023年1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hangjiuyue@cindasc.com">hangjiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	王爽	18217448943	<a href="mailto:wangshuang3@cindasc.com">wangshuang3@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>



华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。