

**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): Q2 国内业务恢复性增长, 期待海外业务未来改善

2023年07月16日

**事件: 公司发布 2023 年半年度业绩预告:** 公司发布 2023 年上半年业绩预告: 预计 23H1 实现归母净利润 2.85~3.15 亿元, yoy+81%~100% (单 Q2 实现归母净利润 0.55~0.85 亿元, yoy+132%~204%); 预计 23H1 实现扣非归母净利润 2.49~2.75 亿元, yoy+24%~37% (单 Q2 实现扣非归母净利润 0.21~0.48 亿元, yoy+189%~418%), 公司投资的平安消费科技基金 (一期和三期) 公允价值增加导致非经常性收益明显提升。

- **国内业务: 实现恢复性增长, 护肤品类增速更优。**自 23Q2 公司开始经营策略调整, 持续加大品牌营销投入 (新品投放、代言人官宣等), 推动 618 大促线上渠道实现较好表现, 护肤品类线上同比增速 51%, 玉泽/佰草集线上分别同比增长 73%/46%, 高毛利护肤品类收入实现了优于整体收入增速的表现, 带动毛利率结构性提升。费率方面, 公司持续降本增效, 销售费用率、管理费用率稳中有降, 23H1 国内业务扣非净利润同比增长约 80%。
- **海外业务: 海外通胀压力影响消费需求, 期待后续改善效果。**23 年初以来英国通胀压力持续加大造成消费意愿下降, 英国婴童市场整体呈现下降趋势, 且随着喂哺品类内竞争加剧, 以及经销商降低库存等因素导致公司海外业务承压, 净利润同比下降约 25%。23H2 公司将通过产品和营销上更有效应对, 逐步减轻海外经营压力。
- **盈利预测与投资评级:** 公司具备覆盖多品类的品牌矩阵, 23Q2 以来通过经营策略转变、加大营销投入为品牌获取优质新客, 国内业务明显回暖、实现恢复性增长; 海外业务受经济环境因素影响短期承压, 我们认为可期待业务调整后改善效果。预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.4/8.8/10.2 亿元, 同比分别增长 57%/19%/15%, 对应 EPS 分别为 1.09/1.30/1.50 元, 对应 PE 分别为 27/22/19X, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 化妆品消费情绪偏弱、新产品/新品牌表现不及预期、国内外需求恢复较慢、渠道变化风险。

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)	30.31	41.69	26.56	22.36	19.37
市净率 P/B(倍)	2.83	2.71	2.51	2.30	2.10

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 07 月 14 日收盘价

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

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	30.31	41.69	26.56	22.36	19.37
P/B	2.83	2.71	2.51	2.30	2.10
EV/EBITDA	31.23	25.68	19.57	15.86	13.48

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
<b>营业税金及附加</b>	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
<b>投资净收益</b>	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

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	-150	-150
营运资金变动	75	19	-47	-247	89
其它	84	153	123	123	123
<b>投资活动现金流</b>	-342	-298	-97	-18	-22
资本支出	-194	-167	-3	-3	-3
长期投资	-70	-131	-90	0	0
其他	-78	0	-4	-15	-19
<b>筹资活动现金流</b>	490	-65	-24	-24	-24
吸收投资	1	166	0	0	0
借款	947	300	0	0	0
支付利息或股息	-154	-183	-24	-24	-24
<b>现金流净增加额</b>	976	747	1,103	1,268	1,927

## 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。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**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2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

## 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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com



华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@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	粟琳	18810582709	<a href="mailto:sulin@cindasc.com">sulin@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>
华南区销售	张佳琳	13923488778	<a href="mailto:zhangjialin@cindasc.com">zhangjialin@cindasc.com</a>
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>

## 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。