

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&amp;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: zhouzixin@cindasc.com

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) 2023年中报点评: 护肤业务增长稳健向好, 静待海外压力缓解释放增长更多动力

2023年08月29日

**事件: 公司发布2023年中报:** 公司23H1实现营业收入36.29亿元/yoy-2.30%, 实现归母净利润3.01亿元/yoy+90.90%, 净利率为8.29%/yoy+4.05pct; 单Q2看, 公司23Q2实现营业收入16.50亿元/yoy+3.26%, 实现归母净利润0.71亿元/yoy+269.22%, 净利率为4.28%/yoy+6.89pct。

➢ **分品类看: 护肤类目稳健增长, 海外经营压力扰动影响母婴类目表现。**

1) **护肤类目: 核心品牌表现向好驱动类目稳健增长。** 23H1护肤类目实现营收8.71亿元/yoy+7.16%/占比24.06%。

**①玉泽: 油敏霜爆品实现优异“双面霜”策略塑造品牌竞争力。** 23H1收入实现双位数增长, 品牌心智持续夯实, 打造分型肌肤护理解决方案, 推出新品油敏霜, 油敏霜618期间线上销售量达24万件, 成为TOP1单品, 下半年将推出“干敏霜”升级版, 通过“双面霜”产品策略提升玉泽面霜品类市场份额。

**②佰草集: 通过产品聚焦以及品牌营销驱动表现改善。** 品牌通过聚焦头部产品(太极&新七白系列旗舰店的占比达70%)加强宣传投入(官宣代言人并联动天猫大牌日)等因素的驱动之下, 品牌招新效率不断提升, 线上渠道实现更优增速。

2) **个护家清类目: 线下部分渠道经营承压影响核心品牌表现。** 23H1个护家清类目实现收入17.24亿元/yoy-0.5%/占比47.59%, 六神聚焦“产品升级化、传播年轻化、渠道数字化”, 新品“驱蚊蛋”、“清凉蛋”618大促期间电商销售破22万件, 为天猫驱蚊水热卖榜TOP2, 线下受到部分KA商超客户出现基本面风险、个别零售终端/经销商存在低价出货情况, 叠加上半年平均气温较往年偏低导致六神品牌表现稍弱, 未来随着新品持续推动渠道和新客拓展, 品牌增速表现有望改善。

3) **母婴类目: 海外经营压力影响母婴类目表现。** 23H1母婴类目实现收入9.11亿元/yoy-10.91%/占比25.14%, 其中海外子公司Abundant Merit Limited实现收入7.87亿元/yoy-12.62%, 净利率7.55%/yoy-2.21pct, 主要源于年初以来英国通胀压力持续加大影响消费意愿, 同时喂哺品类竞争加剧, 经销商降低库存, 导致收入及毛利同比下降。

➢ **分渠道看: 海外业务明显承压, 国内线上业务拉动增长。**

1) **国内线上渠道:** 实现收入9.83亿元/yoy+11%。其中, 电商渠道/特渠分别同比增长13%/2%。2) **国内线下渠道:** 实现收入18.53亿元/yoy-4%, 其中商超/百货/CS渠道分别同比-4%/-22%/+14%, 线下渠道增长承压或源于部分线下渠道自身经营情况不佳导致渠道流量持续下滑。3) **海外业务:** 海外线上/线下分别实现收入3.35/4.51亿元, 同比分别-7%/-16%。

➢ **以费用投入驱动高毛利类目增长, 短期非经常性收益增长推升净利率。** 公司23H1年毛利率/期间费用率/净利率分别为60.25%/53.94%/8.29%, 同比分别+0.34/+0.33/+4.05pct, 公司通过加大品牌投入驱动高毛利护肤品类收入增长, 结构性提升了毛利率; 公司投资的平安消费科技基金(一期和三期)公允价值变动同比增加推动公允价值变动净收益率提升2.82pct达1.89%, 贡献部分净利润率提升; 费用率方面, 23H1年销售/管理/财务/研发费用率分别为43.52%/8.35%/-0.07%/2.14%, 同比分别+0.27/-0.25/-0.07/+0.37pct, 整体费用率保持稳定。

- **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。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.11/8.40/9.56 亿元，同比分别增长 50.7%/18.1%/13.8%，对应 PE 分别为 25/21/18X，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  | 7,906 | 8,946 | 9,838 |
| 增长率 YoY %     | 8.7%  | -7.1%  | 11.3% | 13.2% | 10.0% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 649   | 472    | 711   | 840   | 956   |
| 增长率 YoY%      | 50.9% | -27.3% | 50.7% | 18.1% | 13.8% |
| 毛利率%          | 58.7% | 57.1%  | 58.9% | 59.8% | 60.6% |
| 净资产收益率ROE%    | 9.3%  | 6.5%   | 9.1%  | 9.9%  | 10.3% |
| EPS(摊薄)(元)    | 0.96  | 0.70   | 1.05  | 1.24  | 1.41  |
| 市盈率 P/E(倍)    | 27.21 | 37.42  | 24.83 | 21.02 | 18.48 |
| 市净率 P/B(倍)    | 2.54  | 2.44   | 2.26  | 2.08  | 1.91  |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 28 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  | 7,402  | 8,719  | 9,756  |  |
| 货币资金           | 1,597  | 1,685  | 2,260  | 3,220  | 4,146  |  |
| 应收票据           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 应收账款           | 1,109  | 1,324  | 1,296  | 1,556  | 1,474  |  |
| 预付账款           | 83     | 72     | 81     | 90     | 97     |  |
| 存货             | 872    | 929    | 955    | 1,023  | 1,000  |  |
| 其他             | 3,119  | 2,544  | 2,809  | 2,829  | 3,039  |  |
| <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 | 12,958 | 14,131 | 15,029 |  |
| <b>流动负债</b>    | 3,210  | 3,533  | 3,650  | 4,153  | 4,295  |  |
| 短期借款           | 0      | 5      | 5      | 5      | 5      |  |
| 应付票据           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 应付账款           | 718    | 915    | 835    | 1,084  | 1,024  |  |
| 其他             | 2,491  | 2,613  | 2,810  | 3,064  | 3,266  |  |
| <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  | 5,137  | 5,640  | 5,782  |  |
| 少数股东权益         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 归属母公司股东权益      | 6,963  | 7,249  | 7,821  | 8,491  | 9,247  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 12,146 | 12,269 | 12,958 | 14,131 | 15,029 |  |

| 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  | 7,906 | 8,946 | 9,838 |  |
| 同比(%)      | 8.7%  | -7.1%  | 11.3% | 13.2% | 10.0% |  |
| 归属母公司净利润   | 649   | 472    | 711   | 840   | 956   |  |
| 同比(%)      | 50.9% | -27.3% | 50.7% | 18.1% | 13.8% |  |
| 毛利率(%)     | 58.7% | 57.1%  | 58.9% | 59.8% | 60.6% |  |
| ROE%       | 9.3%  | 6.5%   | 9.1%  | 9.9%  | 10.3% |  |
| EPS(摊薄)(元) | 0.96  | 0.70   | 1.05  | 1.24  | 1.41  |  |
| P/E        | 27.21 | 37.42  | 25    | 21    | 18    |  |
| P/B        | 2.54  | 2.44   | 2.26  | 2.08  | 1.91  |  |
| EV/EBITDA  | 31.23 | 25.68  | 17.30 | 14.24 | 12.12 |  |

| 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  | 7,906 | 8,946 | 9,838 |  |
| 营业成本            | 3,156 | 3,048  | 3,247 | 3,597 | 3,871 |  |
| 营业税金及附加         | 59    | 48     | 55    | 63    | 69    |  |
| 销售费用            | 2,947 | 2,652  | 3,020 | 3,444 | 3,837 |  |
| 管理费用            | 791   | 628    | 712   | 805   | 885   |  |
| 研发费用            | 163   | 160    | 174   | 197   | 216   |  |
| 财务费用            | 13    | -11    | 14    | 2     | -17   |  |
| 减值损失合计          | -40   | -29    | -10   | -10   | -10   |  |
| 投资净收益           | 209   | 43     | 100   | 100   | 100   |  |
| 其他              | 65    | -51    | 67    | 67    | 67    |  |
| <b>营业利润</b>     | 752   | 544    | 842   | 995   | 1,133 |  |
| 营业外收支           | 12    | 5      | 5     | 5     | 5     |  |
| <b>利润总额</b>     | 764   | 549    | 847   | 1,000 | 1,138 |  |
| 所得税             | 115   | 77     | 135   | 160   | 182   |  |
| <b>净利润</b>      | 649   | 472    | 711   | 840   | 956   |  |
| 少数股东损益          | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 649   | 472    | 711   | 840   | 956   |  |
| EBITDA          | 867   | 827    | 965   | 1,105 | 1,222 |  |
| EPS(当年)(元)      | 0.97  | 0.70   | 1.05  | 1.24  | 1.41  |  |

| 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    | 668   | 1,146 | 1,145 |  |
| 净利润            | 649   | 472    | 711   | 840   | 956   |  |
| 折旧摊销           | 265   | 234    | 172   | 169   | 168   |  |
| 财务费用           | 21    | 28     | 47    | 47    | 47    |  |
| 投资损失           |       | -209   | -43   | -100  | -100  |  |
| 营运资金变动         | 214   | -168   | -169  | 124   | 73    |  |
| 其它             | 52    | 142    | 18    | 18    | 18    |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -384  | -155   | 44    | 32    | 27    |  |
| 资本支出           | -139  | -113   | -17   | -21   | -26   |  |
| 长期投资           | -368  | -251   | -50   | -50   | -50   |  |
| 其他             | 123   | 209    | 111   | 103   | 103   |  |
| <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     | 575   | 960   | 925   |  |

## 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。

**李汶静**，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。

## 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。

| 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）；<br>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。   |                         |

## 评级说明

## 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。