

护肤品表现强劲，持续产品升级与创新

上海家化(600315)

评级:	买入	股票代码:	600315
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	34.21/25.68
目标价格:		总市值(亿)	176.64
最新收盘价:	26.02	自由流通市值(亿)	175.17
		自由流通股数(百万)	673.19

事件概述

公司发布 2023 年半年报，2023 年 H1 公司实现营收 36.29 亿元，同比-2.3%；归母净利润 3.01 亿元，同比+90.9%；扣非后归母净利为 2.62 亿元，同比+30.72%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 0.66 亿元，比去年同期-84.91%，主要系由于本期向 Financial Wisdom Global Limited 的相关管理人员支付股权激励行权现金约 2,807 万英镑以及支付的营销投放和研发费用同比增加。单季度看，2023 年 Q2 公司实现营收 16.5 亿元，同比+3.26%；实现归母净利润 0.71 亿元，同比+269.22%。

分析判断:

► 收入端：护肤品收入快速增长，海外业务有所承压。

2023 年上半年，公司自第二季度开始调整经营策略，加大品牌营销投入，各项品牌活动陆续开展，通过持续打造产品力、营销力、渠道力、资源力、组织力，定位于高毛利快速发展的护肤品类取得恢复性增长，公司上半年实现护肤品类收入 8.71 亿元，同比增长 7.16%，在护肤品类收入增长的带动下，上半年国内业务实现营业收入 28.43 亿元，其中第二季度同比增长 10.20%。海外业务方面，受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的影响，公司海外业务承压，上半年实现营业收入 7.86 亿元，同比下降 12.28%。

具体分产品看，2023 年 H1 公司护肤品类产品/个护家清品类产品/母婴品类产品/合作品牌产品分别实现收入 8.71/17.24/9.11/1.16 亿元，同比增长+7.16%/-0.5%/-10.91%/-19.37%。根据公司 2023Q2 主要经营数据公告，2023 年 Q2，护肤品类产品共生产约 5509 万支，销售约 1275 万支，平均售价为 36.24 元，同比增长 20.16%；个护家清品类共生产约 1.84 亿支，销售约 6957 万支，平均售价为 9.44 元，同比增长 3.26%；公司母婴品类共生产约 6332 万支，销售约 3106 万支，平均售价为 15.11 元，同比增长 9.52%。公司合作品牌品类共生产约 615 万支，销售约 298 万支，平均售价为 19.08 元，同比下滑 0.46%。

分渠道来看，报告期内公司整体线上渠道实现了 13.18 亿元收入，占公司主营收入比重为 36.39%，其中国内电商渠道实现了 8.16 亿元收入，占公司主营收入比重为 22.53%。国内线下渠道依然以商超为主，国内线下商超实现了 15.68 亿元，占公司主营收入比重为 43.29%。

► 利润端：H1 利润率同比有所提升。

盈利能力方面，公司 2023 年 H1 毛利率同比提升了 0.34pct 至 60.25%，净利率同比提升了 4.05pct 至 8.29%。单季度看，2023 年 Q2 公司毛利率同比提升了 2.83pct 至 59.1%，环比则下滑了 2.1pct。净利率同比提升了 6.89pct 至 4.28%，环比则下滑了 7.36pct。

费用方面，2023 年 H1 公司费用率为 53.94%，同比提升了 0.33pct。其中销售费用率为 43.52%，同比提升了 0.27pct。管理费用率为 8.35%，同比下滑了 0.25pct。财务费用率为-0.07%，同比下滑了 0.07pct，主要系公司定期存款利息收入同比增加以及受今年上半年外汇汇率波动影响汇兑收益同比增加。而研发费用率同比提升了 0.37pct 至 2.14%，主要系本期公司研发项目投入同比增加所致。

► 持续产品升级与创新。

公司旗下各品牌不断洞察消费者需求，持续进行产品升级与创新，在各品类发展上实现新的突破。六神着力于产品升级化、传播年轻化和渠道数字化，上市新品“驱蚊蛋”、“清凉蛋”，消费者可在户外出行时随身携带，618 大促期间在电商销售突破 22 万件，登上天猫驱蚊水热卖榜 TOP2。此外，六神推出众多跨界联名，为品牌积累消费者资产，如：醉鹅娘联名产品“六神风味莫吉托酒”、敦煌美术研究所联名“敦煌神奇乐兔花露水”，守护国民的炎炎夏日；举办第二届六神清凉节，联合上海市大学路及天猫欢聚日合力打造夏日清凉街区。玉泽持续夯实品牌心智，打造分型肌肤护理解决方案，推出新品皮肤屏障修护专研清透保湿霜，推动玉泽品牌在上半年实现双位数增长。天猫超品日“BIG DAY”当日，玉泽天猫旗舰店位列美妆行业第一名。油敏霜 618 期间（注：2023 年 5 月 31 日-6 月 20 日）线上共售出 24 万件，成为 TOP1 单品；下半年将借势多个平台 IP 营销，推出焕新升级的皮肤屏障修护专研保湿霜，满足干敏肌消费者需求，进一步加强产品安全性和功效性的同时，提升消费者使用体验，通过“双面霜”产品策略提升玉泽面霜品类市场份额。佰草集官宣全球品牌代言人（面膜品类）并联动天猫大牌日，在“BIG DAY”当日佰草集天猫旗舰店位列天猫美妆行业第一名。头部产品聚焦度持续提升，太极系列和新七白系列在旗舰店的占比达 70%，招新效率持续提升，并在抖快渠道实现翻倍增长。下半年，佰草集将不断强化“前沿中国特色本草科研级护肤专家”的品牌形象，聚焦资源通过打造爆品。启初签约世界大满贯妈妈李娜作为品牌代言人，全新升级水润防晒露并上市舒缓冰沙霜，新品冰沙霜首发全店链接 TOP1，防晒同比增长 55%（注：2023 年 5 月 16 日-6 月 20 日），初步建立夏季整体护肤矩阵；下半年，明星单品胚米润肤系列即将焕新上市，以 8 倍胚米精华和家化专利糯米酵元全面升级，提升启初在婴童护肤市场份额。

投资建议

公司作为日化领域龙头，旗下产品品类齐全，覆盖了中低高端产品线。2023 年公司将围绕 1-2-3 方针持续迭代优化，持续将业务做到可量化、可视化、可优化。通过精细化运营不断提升组织效率，公司将在品牌代言人、达播矩阵发展、口碑种草提升、平台及营销 IP 合作等多方面大力拓展。考虑到公司海外业务承压，我们下调公司 23-25 年的盈利预测，预计 2023-2025 年公司营收由 86/96.69/106.37 亿元下调至 81.17/90.86/100.14 亿元，EPS 分别由 1.18/1.38/1.6 元下调至 1.01/1.22/1.4 元。对应 2023 年 8 月 28 日 26.02 元/股收盘价，PE 分别为 25.65/21.41/18.57 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧。2) 公司经营改善不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,646	7,106	8,117	9,086	10,014
YoY (%)	8.7%	-7.1%	14.2%	11.9%	10.2%
归母净利润(百万元)	649	472	689	825	951
YoY (%)	50.9%	-27.3%	45.9%	19.8%	15.3%
毛利率 (%)	58.7%	57.1%	60.9%	60.9%	61.0%
每股收益 (元)	0.97	0.70	1.01	1.22	1.40
ROE	9.3%	6.5%	8.6%	9.3%	9.7%
市盈率	26.82	37.17	25.65	21.41	18.57

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,106	8,117	9,086	10,014	净利润	472	689	825	951
YoY (%)	-7.1%	14.2%	11.9%	10.2%	折旧和摊销	234	183	183	183
营业成本	3,048	3,175	3,549	3,907	营运资金变动	-168	-177	-71	-76
营业税金及附加	48	59	65	72	经营活动现金流	665	696	920	1,005
销售费用	2,652	3,304	3,680	4,066	资本开支	-113	-5	-16	-12
管理费用	628	708	805	888	投资	-251	578	578	578
财务费用	-11	38	-13	-43	投资活动现金流	-155	654	652	667
研发费用	160	163	190	213	股权募资	12	0	0	0
资产减值损失	-29	-50	-40	-30	债务募资	-95	-174	-174	-174
投资收益	43	81	91	100	筹资活动现金流	-384	-211	-203	-194
营业利润	544	797	965	1,105	现金净流量	88	1,139	1,370	1,478
营业外收支	5	7	-3	5	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	549	804	962	1,110	成长能力 (%)				
所得税	77	115	137	158	营业收入增长率	-7.1%	14.2%	11.9%	10.2%
净利润	472	689	825	951	净利润增长率	-27.3%	45.9%	19.8%	15.3%
归属于母公司净利润	472	689	825	951	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-27.3%	45.9%	19.8%	15.3%	毛利率	57.1%	60.9%	60.9%	61.0%
每股收益	0.70	1.01	1.22	1.40	净利率	6.6%	8.5%	9.1%	9.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	3.8%	5.3%	5.9%	6.3%
货币资金	1,685	2,824	4,193	5,671	净资产收益率 ROE	6.5%	8.6%	9.3%	9.7%
预付款项	72	74	85	92	偿债能力 (%)				
存货	929	924	1,041	1,150	流动比率	1.86	2.05	2.17	2.30
其他流动资产	3,868	3,514	3,268	3,005	速动比率	1.57	1.77	1.88	2.01
流动资产合计	6,555	7,336	8,587	9,919	现金比率	0.48	0.79	1.06	1.31
长期股权投资	415	415	415	415	资产负债率	40.9%	38.0%	36.6%	35.0%
固定资产	863	775	686	598	经营效率 (%)				
无形资产	790	755	722	692	总资产周转率	0.58	0.63	0.65	0.66
非流动资产合计	5,715	5,541	5,370	5,202	每股指标 (元)				
资产合计	12,269	12,877	13,957	15,121	每股收益	0.70	1.01	1.22	1.40
短期借款	5	5	5	5	每股净资产	10.68	11.77	13.04	14.49
应付账款及票据	915	840	959	1,068	每股经营现金流	0.98	1.03	1.36	1.48
其他流动负债	2,613	2,731	3,001	3,248	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,533	3,576	3,965	4,322	估值分析				
长期借款	751	577	403	230	PE	37.17	25.65	21.41	18.57
其他长期负债	736	736	736	736	PB	2.98	2.21	2.00	1.80
非流动负债合计	1,487	1,313	1,139	965					
负债合计	5,020	4,889	5,104	5,287					
股本	679	679	679	679					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	7,249	7,988	8,853	9,834					
负债和股东权益合计	12,269	12,877	13,957	15,121					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。