

# 上海家化（600315）

## 2023 半年报点评：护肤品类增长趋势良好，毛利率结构性优化

买入（维持）

2023 年 08 月 29 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

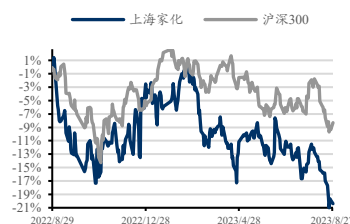
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	7,106	7,676	8,540	9,479
同比	-7%	8%	11%	11%
归属母公司净利润（百万元）	472	681	815	972
同比	-27%	44%	20%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.70	1.00	1.20	1.43
P/E（现价&最新股本摊薄）	38.20	26.46	22.11	18.56

关键词：#新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- **2023H1 营收同减 2.3%，归母净利同增 90.9%，扣非归母净利同增 30.7%：**2023H1 公司实现营收 36.3 亿元（同比-2.3%，下同），归母净利 3.0 亿元（+90.9%），扣非净利 2.6 亿元（+30.7%）。归母净利增速快于扣非净利增速，主要系投资的平安消费科技基金公允价值变动同比增加。单 Q2 看，实现营收 16.5 亿元（+3.3%），归母净利 0.7 亿元，扣非净利 0.4 亿元，扭亏为盈。2023H1 公司业绩位于此前业绩预告中值。
- **2023H1 毛利率结构性提升，研发费用率有所提升：**2023H1 毛利率/净利率分别为 60.3%/8.3%，分别同比增加 0.3pct/4.1pct。毛利率结构性提升，主要系高毛利的护肤品类占比提升。2023H1 公司期间费用率同比增加 0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化+0.3pct/-0.2pct/+0.4pct/-0.1pct。公司自 2023Q2 起调整经营策略，加强品牌投放，控制促销投放，2023Q2 销售费用率同比下降 0.94pct。此外，公司持续重视研发投入，研发费用率有所提升。
- **护肤品类增长趋势良好，国内线上电商增速较快：（1）按品类：**2023H1 护肤/个护家清/母婴/合作品牌分别实现营收 8.71/17.24/9.11/1.16 亿元，分别同比变化+7%/-0.5%/-11%/-19%，占主营业务收入比例分别为 24%/48%/25%/3%。护肤品类呈现良好增长趋势，其中玉泽品牌增速领跑。**（2）按渠道：**2023H1 国内线上/国内线下/海外线上/海外线下分别实现营收 9.83/18.53/3.35/4.51 亿元，占主营业务收入比例分别为 27.14%/51.16%/9.25%/12.45%。其中，在兴趣电商高速增长带动下国内线下电商增速趋势良好，海外业务由于英国通胀压力较大消费意愿下降暂时承压。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内多品牌的日化龙头，聚焦核心 SKU 和爆款打造，创新渠道和营销模式。考虑到海外业务阶段性承压，我们将公司 2023-25 年归母净利润从 7.90/9.69/11.30 亿元下调为 6.81/8.15/9.72 亿元，2023-25 年归母净利润分别同比+44%/+20%/+19%，当前市值对应 2023-25 年 PE26/22/19X，鉴于长期多品牌多品类竞争优势稳固，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	26.02
一年最低/最高价	25.68/34.21
市净率(倍)	2.33
流通 A 股市值(百万元)	17,516.52
总市值(百万元)	17,664.28

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.16
资产负债率(%，LF)	39.21
总股本(百万股)	678.87
流通 A 股(百万股)	673.19

### 相关研究

《上海家化(600315)：2022 年报和 2023 年一季报点评：2022 年受疫情影响业绩短暂承压，关注品牌焕新升级》

2023-04-27

《上海家化(600315)：2022 年业绩快报点评：疫情影响业绩短暂承压，夯实内功期待改革焕新》

2023-03-15

## 上海家化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>6,555</b>	<b>7,000</b>	<b>7,882</b>	<b>8,749</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,106</b>	<b>7,676</b>	<b>8,540</b>	<b>9,479</b>
货币资金及交易性金融资产	3,807	4,469	5,112	5,707	营业成本(含金融类)	3,048	3,027	3,283	3,597
经营性应收款项	1,396	1,154	1,282	1,422	税金及附加	48	60	67	74
存货	929	923	1,001	1,096	销售费用	2,652	2,948	3,382	3,716
合同资产	0	0	0	0	管理费用	628	779	891	988
其他流动资产	423	454	488	522	研发费用	160	173	205	218
<b>非流动资产</b>	<b>5,715</b>	<b>5,346</b>	<b>5,091</b>	<b>5,054</b>	财务费用	(11)	15	(10)	(30)
长期股权投资	415	392	375	385	加:其他收益	69	75	94	95
固定资产及使用权资产	990	1,135	1,242	1,302	投资净收益	43	123	171	142
在建工程	28	56	54	53	公允价值变动	(103)	(70)	(20)	0
无形资产	790	764	747	720	减值损失	(47)	0	0	0
商誉	1,938	1,953	1,968	1,983	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	38	39	40	41	<b>营业利润</b>	<b>544</b>	<b>803</b>	<b>968</b>	<b>1,154</b>
其他非流动资产	1,517	1,008	665	570	营业外净收支	5	8	3	3
<b>资产总计</b>	<b>12,269</b>	<b>12,346</b>	<b>12,974</b>	<b>13,803</b>	<b>利润总额</b>	<b>549</b>	<b>811</b>	<b>971</b>	<b>1,157</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,533</b>	<b>3,458</b>	<b>3,701</b>	<b>4,018</b>	减:所得税	77	130	155	185
短期借款及一年内到期的非流动负债	427	427	427	427	<b>净利润</b>	<b>472</b>	<b>681</b>	<b>815</b>	<b>972</b>
经营性应付款项	915	909	986	1,080	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	74	74	80	88	<b>归属母公司净利润</b>	<b>472</b>	<b>681</b>	<b>815</b>	<b>972</b>
其他流动负债	2,117	2,049	2,208	2,424	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.70	1.00	1.20	1.43
非流动负债	1,487	1,187	1,037	887	EBIT	592	690	713	887
长期借款	751	451	301	151	EBITDA	827	973	1,035	1,255
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	57.12	60.57	61.56	62.06
租赁负债	114	114	114	114	归母净利率(%)	6.64	8.88	9.55	10.25
其他非流动负债	622	622	622	622	收入增长率(%)	(7.06)	8.02	11.26	10.99
<b>负债合计</b>	<b>5,020</b>	<b>4,645</b>	<b>4,737</b>	<b>4,905</b>	归母净利润增长率(%)	(27.29)	44.34	19.68	19.15
归属母公司股东权益	7,249	7,701	8,236	8,898					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,249</b>	<b>7,701</b>	<b>8,236</b>	<b>8,898</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,269</b>	<b>12,346</b>	<b>12,974</b>	<b>13,803</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	665	1,157	1,056	1,257	每股净资产(元)	10.68	11.34	11.34	11.34
投资活动现金流	(155)	146	61	(186)	最新发行在外股份(百万股)	679	679	679	679
筹资活动现金流	(384)	(640)	(475)	(475)	ROIC(%)	6.09	6.73	6.74	7.98
现金净增加额	88	663	642	596	ROE-摊薄(%)	6.51	8.85	9.90	10.92
折旧和摊销	234	283	322	368	资产负债率(%)	40.91	37.62	36.51	35.54
资本开支	(113)	(441)	(425)	(417)	P/E (现价&最新股本摊薄)	38.20	26.46	22.11	18.56
营运资本变动	(166)	242	(123)	(134)	P/B (现价)	2.49	2.34	2.34	2.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>