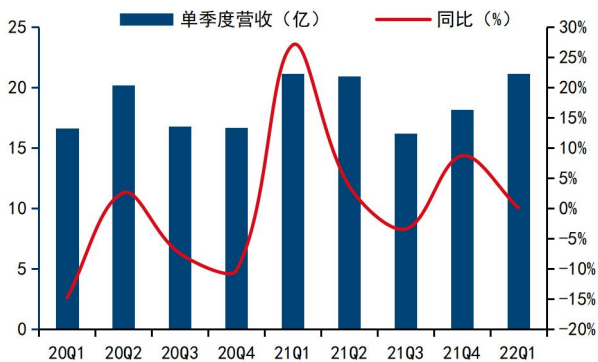


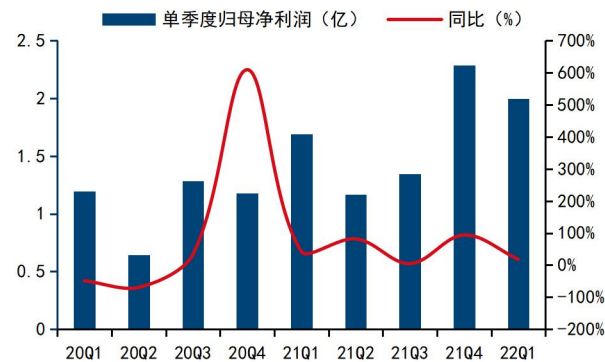
22Q1 实现营收 21.17 亿元，利润同比+17.81%。公司 2022 年 Q1 实现营收 21.17 亿元，同比+0.11%，实现归母净利润 1.99 亿元，同比+17.81%，实现扣非净利润 2.12 亿元，同比+6.55%。今年一季度整体消费大环境承压，线下渠道受到疫情影响，特渠和超头主播影响持续消化，在多重不利因素背景下公司业绩表现坚韧，预计今年三四季度特渠和超头影响将有所减弱。

图1：上海家化单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：上海家化单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



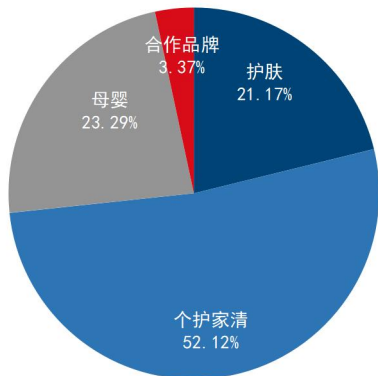
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类来看，22 年 Q1 个护家清、母婴、护肤、合作品牌分别占比 52.15%、23.30%、21.18%和 3.37%；其中护肤品类同比下降约 18%，收入占比同比-5pct 左右，主要系疫情影响，美加净、典萃以线下为主导受到影响较大，以及特渠改革和超头影响目前还在消化当中；个护家清品类同比增长约 10%；母婴品类同比略有增长。

分品牌来看，护肤品类：玉泽同比基本持平，佰草集约同比-10%，典萃、美加净等分别有 15-30%不同程度下滑。个护家清：六神实现双位数增长，家安受特渠影响，同比双位数下降；母婴品类：启初下降约 15%；海外业务同比持平。

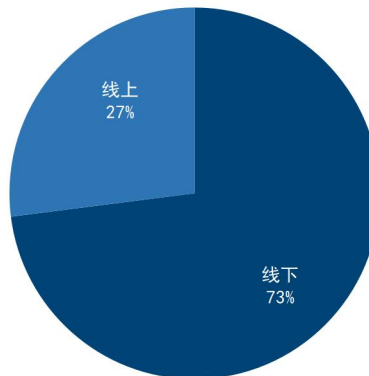
分渠道来看，线上业务：电商渠道同比基本持平，剔除超头因素增速约 13%。特渠业务同比-40%。线上业务整体下降 13%左右；线下业务当中，商超增速为 10%左右，百货基本持平，CS 下降 20%以上，线下业务整体增速在 6%以上。22Q1 线上、线下分别占比 27%、73%，其中线上同比约-5pct。

图3：公司分品类营收占比情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

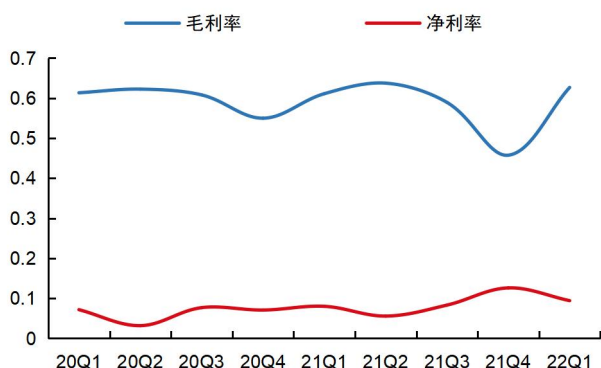
图4：公司分渠道营收占比情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

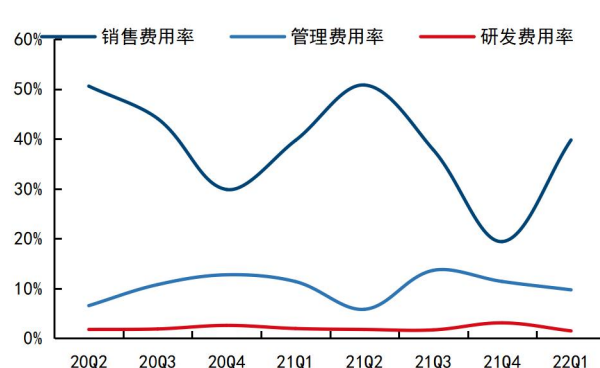
盈利能力方面，公司 22 年 Q1 毛利率为 62.66%，同比+1.57pct，毛利率的提升主要是公司持续聚焦头部 SKU，以及六神系列产品量价齐升，消化了原材料价格上涨的影响；净利率为 9.42%，同比提升 1.41pct。费用率方面，22 年 Q1 公司销售费率为 39.77%，同比+0.88pct，管理费率为 9.73%，同比-1.66ct；主要系在疫情环境下，公司减少了一些线下活动、会议和差旅费用；研发费率为 1.50%，同比下降 0.48pct。

图5：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

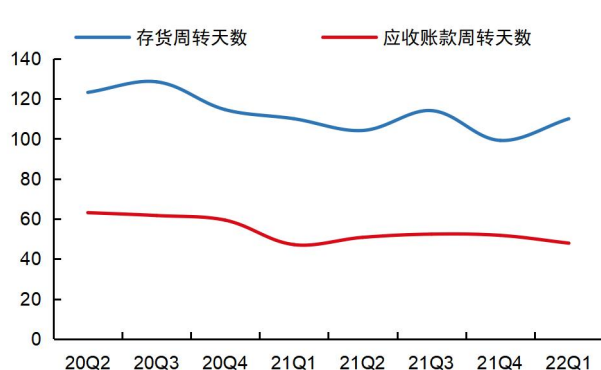
图6：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

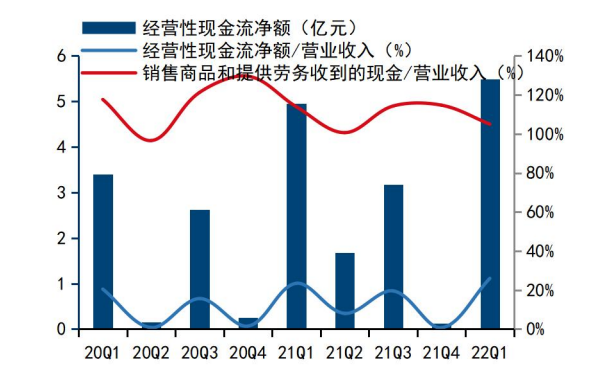
营运能力方面，公司 22 年 Q1 存货周转天数为 110 天，同比基本稳定；应收账款周转天数同比+1 天至 43 天；现金流方面，公司 22 年 Q1 经营性现金流净流入 5.50 亿元，同比上升 10.84%，单季度现金流净流入绝对值创历史新高。

图7：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：百年龙头持续复苏进行时，维持“买入”评级。

考虑公司持续打造创新产品，并积极调整电商渠道，支撑公司逐季复苏，且在聚焦 SKU 和精细化投放下，盈利水平有望得到进一步支撑，我们上调盈利预测，预计 22-24 年收入 88/100/109 亿元(原值 83/96/109 亿元)，同比增速 15%/13%/9%，预计 22-24 年归母净利润 8.14/10.18/12.23 亿元(原为 7.10/9.15/11.61 亿元)，同比增速 25%/25%/21%；摊薄 EPS 为 1.20/1.50/1.81 元，当前股价对应 PE 为 26/21/17x。公司持续聚焦头部 SKU 提升毛利率水平，主要护肤品牌通过大单品和创新新品持续巩固行业地位，营销方面持续创新输出品牌价值，发力新零售和兴趣电商进行渠道进阶，进一步夯实竞争优势，维持“买入”评级。

表1：盈利预测主要调整项

	2022		2023		2024		原因
	原值	现值	原值	现值	原值	现值	
收入端							
个护家清品类增速	5.40%	12.50%	6.20%	9.80%	6.47%	7.00%	六神通过品类升级下取得良好市场反馈，实现量价齐升
母婴品类增速	10.20%	13.50%	7.89%	10.20%	6.53%	9.38%	预计伴随海外疫情恢复，母婴品类通过产品升级有望放量
成本端							
毛利率	60.62%	61.02%	60.90%	61.40%	61.10%	61.50%	公司通过品类结构、产品创新、聚焦头部 SKU 提升毛利率水平

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(22E)	(22E)	
600315	上海家化	30.80	209.33	0.96	1.20	1.50	1.80	32.24	25.66	20.56	17.12	9.32	1.0	买入
300740	水羊股份	11.00	45.28	0.57	0.82	1.13	1.40	19.30	13.41	9.73	7.86	18.12	0.31	增持
300957	贝泰妮	197.30	835.76	2.04	2.81	3.80	5.14	96.72	70.21	51.92	38.39	20.83	1.46	买入
603605	珀莱雅	195.67	393.32	2.87	3.64	4.48	5.44	68.18	53.76	43.68	35.97	21.42	2.00	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	1287	1597	2131	2821	3229	营业收入	7032	7646	8811	9988	10925
应收款项	1177	1184	1279	1450	1586	营业成本	2816	3156	3436	3855	4195
存货净额	867	872	1023	1043	1362	营业税金及附加	57	59	62	70	76
其他流动资产	93	427	358	482	655	销售费用	2924	2947	3457	3886	4217
流动资产合计	6155	6780	7246	8252	9288	管理费用	721	791	1013	1099	1178
固定资产	1043	964	1036	1088	1185	财务费用	43	13	6	(12)	(26)
无形资产及其他	769	761	731	700	670	投资收益	171	209	150	150	150
投资性房地产	2853	3206	3206	3206	3206	资产减值及公允价值变动	97	(2)	(20)	(30)	30
长期股权投资	476	434	454	474	494	其他收入	(205)	(136)	0	0	0
资产总计	11295	12146	12673	13720	14843	营业利润	534	752	967	1210	1465
短期借款及交易性金融负债	10	151	10	10	10	营业外净收支	0	12	2	2	2
应付款项	718	718	930	1043	1135	利润总额	534	764	969	1212	1467
其他流动负债	2147	2340	2193	2454	2662	所得税费用	104	115	155	194	235
流动负债合计	2876	3210	3133	3507	3807	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1062	925	925	925	925	归属于母公司净利润	430	649	814	1018	1232
其他长期负债	858	1047	1163	1226	1309	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	1920	1972	2088	2151	2234	净利润	430	649	814	1018	1232
负债合计	4796	5182	5221	5658	6041	资产减值准备	(5)	(29)	3	1	4
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	180	174	135	147	160
股东权益	6499	6963	7452	8063	8802	公允价值变动损失	(97)	2	20	30	(30)
负债和股东权益总计	11295	12146	12673	13720	14843	财务费用	43	13	6	(12)	(26)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	259	(348)	7	122	(241)
每股收益	0.63	0.96	1.20	1.50	1.81	其它	5	29	(3)	(1)	(4)
每股红利	0.30	0.24	0.48	0.60	0.73	经营活动现金流	772	477	976	1317	1121
每股净资产	9.59	10.25	10.96	11.86	12.95	资本开支	0	(5)	(200)	(200)	(200)
ROIC	10%	14%	15%	20%	23%	其它投资现金流	(798)	33	244	0	0
ROE	7%	9%	11%	13%	14%	投资活动现金流	(882)	69	24	(220)	(220)
毛利率	60%	59%	61%	61%	62%	权益性融资	132	47	0	0	0
EBIT Margin	7%	9%	10%	11%	12%	负债净变化	(76)	(137)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	11%	12%	13%	支付股利、利息	(205)	(166)	(326)	(407)	(493)
收入增长	-7%	9%	15%	13%	9%	其它融资现金流	218	324	(141)	0	0
净利润增长率	-23%	51%	25%	25%	21%	融资活动现金流	(212)	(236)	(467)	(407)	(493)
资产负债率	42%	43%	41%	41%	41%	现金净变动	(322)	311	534	690	408
息率	1.0%	0.8%	1.6%	1.9%	2.4%	货币资金的期初余额	1609	1287	1597	2131	2821
P/E	48.5	32.2	25.7	20.6	17.0	货币资金的期末余额	1287	1597	2131	2821	3229
P/B	3.2	3.0	2.8	2.6	2.4	企业自由现金流	853	410	650	974	776
EV/EBITDA	37.0	30.1	26.7	21.7	19.0	权益自由现金流	996	597	504	985	798

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032