

证券研究报告

公司研究

事项点评

上海家化(600315.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服轻工行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

联系电话: +86 18516582264

邮箱: liyuanyuan1@cindasc.com

相关研究

《上海家化(600615.SH):迎接新机遇,百年国日龙头再起航》2020.7

《上海家化(600615):佰草集复兴见效,毛利率提升带来盈利改善》2021.4

《上海家化(600615):佰草集持续复兴,毛结构优化带动净利率提升》2021.8

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

疫情冲击影响 Q2 业绩, 利空出尽改善可期

2022 年 8 月 21 日

事件: 公司公布 2022 年中报告, 22H1 实现收入 37.2 亿元, 同降 11.8%, 实现归母净利润 1.58 亿元, 同减 44.8%, 扣非净利润 2.00 亿元, 同降 39.6%, EPS 为 0.23 元; 其中 22Q2 实现收入 16.0 亿元, 同降 24%, 实现归母净利润-0.41 亿元, 扣非净利润-0.11 亿元。公司收入业绩低于预期, 主要由于 3 月上海疫情等因素对公司业务带来较大冲击。

点评:

- **六神带动个护品类基本持平, 美容护肤品类受疫情冲击降幅较大。**分品类看: 1) 22H1 个护品类实现收入 17.3 亿元, 同增 1.2%, 尽管受疫情冲击, 六神受益于夏季炎热、提价等因素仍获得增长, 家安受特渠冲击双位数下滑; 2) 22H1 母婴品类实现收入 10.2 亿元, 低个位数降幅, 主要受英镑汇率影响, 剔除该因素可获得高个位数增长; 3) 22H1 护肤品实现收入 8.1 亿元, 同降 34.9%, 主要受疫情冲击, 公司总部位于上海, 仓库封锁、工厂停工、物流受限, 叠加超头缺席等因素, 下滑幅度较大, 玉泽、佰草集两大品牌均出现 30% 以上降幅。
- **商超表现稳健线下降幅有限, 超头缺位加重线上承压。**分渠道看: 1) 22H1 线上实现收入 12.4 亿元, 同降超过 20%, 其中国内电商同降 20% 以上, 主要受疫情下订单受限、超头缺位等因素影响, 特渠同降 45% 以上, 受平安寿险业务改革影响, 兴趣电商高增 600% 以上, 达播自播平衡发展良好; 2) 22H1 线下实现收入 24.7 亿元, 同降小个位数, 其中商超受益于六神品牌强劲表现低个位数降幅, 百货受制于客流下降同降约 30%, CS 渠道得益于屈臣氏的快速发展同降约 15%。
- **产品结构变化拖累毛利率, 非经营性因素带动净利率大幅下降。**公司 22H1 毛利率为 59.9%, 同降 1.35pct, 主要受工厂停工等带来折摊占比提升、高毛利护肤品类降幅较大等因素影响; 公司 22H1 销售管理、管理费率为 43.3%、8.6%, 同降 0.82pct、0.03pct, 持续优化费率, 费用管控良好; 公司 22H1 归母净利率同降 2.6pct 至 4.2%, 除上述因素影响外: 1) 公司联营公司受疫情影响长期投资收益减少约 5800 万; 2) 受平安基金、国泰君安股票影响非经常性损益亏损 4300 万。
- **调整及新增股权激励留人才, 利空出尽改善可期。**公司调整 20 年股权激励目标, 并新增 22 年股权激励(激励对象为 10 名中层管理人员), 调整后的股权激励对应 22 年收入 A/B 目标分别为 75 亿元、80 亿元, 累计净利润 A/B 目标分别为 11.1 亿元、13.1 亿元, 若公司完成今年股权激励目标, 下半年 A/B 目标对应收入分别为 37.9 亿元、42.9 亿元, 同增分别为 10.2%/24.7%, 净利润分别为 3.6/5.0 亿元, 同比分别为 -16.5%/+38.6%。我们认为, 下半年多重因素将助力增长, 短期利空出尽: 1) 去年三季度开始受特渠、海运、原材料等因素冲击, 下半年收入承压, 毛利率承压, 公司积极调整逐步出现改善, 低基数下有望恢复; 2) 坚持全渠道布局, 把握各电商平台促销节点, 类目、人群精细化运

营，大力布局兴趣电商，有望带动线上增长；3）聚焦玉泽、佰草集、六神等品牌，集中资源投放，提升产品聚合度，伴随新品推进及爆品打造，下半年护肤品有望恢复。

➤ **盈利预测与投资评级：**公司二季度受疫情冲击较大，我们调整公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入分别为 77.1 亿、86.1 亿、95.9 亿元，归母净利润分别为 5.8 亿元、8.1 亿元、10.2 亿元，摊薄每股收益分别为 0.86 元（原预测 1.21 元）、1.20 元（原预测 1.56 元）、1.51 元（原预测 1.85 元），对应估值为 38.7 倍、27.7 倍、22.0 倍，公司上半年受疫情冲击较大，下半年有望改善，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**玉泽等品牌收入不达预期；疫情反复行业需求不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7,032	7,646	7,716	8,612	9,593
增长率 YoY %	-7.4%	8.7%	0.9%	11.6%	11.4%
归属母公司净利润 (百万元)	430	649	582	813	1,023
增长率 YoY%	-22.8%	50.9%	-10.4%	39.7%	25.9%
毛利率%	55.9%	58.7%	57.9%	58.9%	59.9%
净资产收益率ROE%	6.6%	9.3%	7.8%	9.8%	11.0%
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.97	0.86	1.20	1.51
市盈率 P/E(倍)	54.27	41.66	38.66	27.68	21.99
市净率 P/B(倍)	3.62	3.94	3.02	2.72	2.42

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,155	6,780	7,258	8,522	10,015
货币资金	1,287	1,597	1,876	2,799	3,957
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,090	1,109	1,194	1,345	1,498
预付账款	47	83	55	60	65
存货	867	872	1,098	1,211	1,316
其他	2,865	3,119	3,036	3,107	3,179
非流动资产	5,140	5,365	5,566	5,416	5,264
长期股权投	476	434	434	434	434
固定资产(合	1,019	939	868	796	722
无形资产	769	761	743	725	707
其他	2,877	3,231	3,521	3,461	3,401
资产总计	11,295	12,146	12,824	13,938	15,279
流动负债	2,876	3,210	3,679	3,980	4,298
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	718	718	827	901	979
其他	2,157	2,491	2,852	3,079	3,319
非流动负债	1,920	1,972	1,693	1,693	1,693
长期借款	1,062	925	925	925	925
其他	858	1,047	767	767	767
负债合计	4,796	5,182	5,372	5,673	5,990
少数股东权	0	0	0	0	0
益					
归属母公司	6,499	6,963	7,453	8,265	9,288
负债和股东	11,295	12,146	12,824	13,938	15,279
权益					

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	7,032	7,646	7,716	8,612	9,593	
同比 (%)	-7.4%	8.7%	0.9%	11.6%	11.4%	
归属母公司净利润	430	649	582	813	1,023	
同比 (%)	-22.8%	50.9%	-10.4%	39.7%	25.9%	
毛利率 (%)	55.9%	58.7%	57.9%	58.9%	59.9%	
ROE%	6.6%	9.3%	7.8%	9.8%	11.0%	
EPS (摊薄)(元)	0.64	0.97	0.86	1.20	1.51	
P/E	54.27	41.66	38.66	27.68	21.99	
P/B	3.62	3.94	3.02	2.72	2.42	
EV/EBITDA	37.28	31.23	25.90	21.20	16.84	

利润表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,032	7,646	7,716	8,612	9,593
营业成本	3,102	3,156	3,246	3,537	3,843
营业税金及	57	59	49	55	61
销售费用	2,638	2,947	2,971	3,315	3,693
管理费用	721	791	656	732	815
研发费用	144	163	139	172	192
财务费用	43	13	25	22	10
减值损失合	-69	-40	-19	-5	-5
投资净收益	171	209	56	86	115
其他	104	65	16	95	113
营业利润	534	752	683	954	1,201
营业外收支	0	12	2	2	2
利润总额	534	764	685	956	1,203
所得税	104	115	103	143	181
净利润	430	649	582	813	1,023
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	430	649	582	813	1,023
EBITDA	626	867	854	1,000	1,190
EPS (当	0.64	0.97	0.86	1.20	1.51
年)(元)					

现金流量表				单位:百万元	
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现					
金流	643	993	737	937	1,142
净利润	430	649	582	813	1,023
折旧摊销	236	265	199	200	202
财务费用	63	21	46	46	46
投资损失	-171	-209	-56	-86	-115
营运资金变	38	214	-82	-39	-18
其它	48	52	48	3	3
投资活动现	-671	-384	-341	33	62
资本支出	-105	-139	-63	-63	-63
长期投资	-673	-368	35	0	0
其他	107	123	-313	96	125
筹资活动现	-136	-228	-117	-46	-46
吸收投资	132	47	0	0	0
借款	1,068	0	0	0	0
支付利息或	-205	-166	-46	-46	-46
现金流净增					
加额	-222	311	278	924	1,157

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 16/17/18/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，五年消费品行业研究经验，2020 年加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

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	章嘉婕	13693249509	zhangjiatie@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	李若琳	13122616887	liuolin@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	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

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都不曾与，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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。