

# 疫情导致业绩承压，力争H2恢复性增长

## 上海家化(600315)

### 事件概述

公司发布2022年半年报，2022年H1公司实现营收37.15亿元，同比下滑11.76%；归母净利润1.58亿元，同比下滑44.84%；扣非后归母净利润为2.01亿元，同比下滑39.58%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为4.35亿元，比去年同期减少34.46%，主要原因是受疫情影响，公司营业收入同比减少，同时原材料等成本上升，使得本期销售收现扣除购货付现的经营性现金净流量同比减少。单季度看，2022年Q1/Q2分别实现营收21.17/15.98亿元，同比增长0.11%/ -23.75%；分别实现归母净利润1.99/ -0.42亿元，同比增长17.81%/ -135.75%。

### 分析判断：

#### ► 收入端：受疫情影响有所下滑

3月以来，受疫情影响，公司在生产、物流、渠道等方面分别遭遇工厂停工、仓库封闭物流受限、线下零售终端闭店等多重不利情况，线下、线上业务受到不同程度冲击导致了公司营收同比有所下滑。分产品看，2022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

8.13/17.33/10.22/1.44亿元，同比增长-34.84%/1.27%/ -

3.71%/ -22.43%。分渠道来看，报告期内公司整体线上渠道实现了12.44亿元收入，占公司主营收入比重为33.52%。国内线下渠道依然以商超为主，国内线下商超实现了16.3亿元，占公司主营收入比重为43.91%。

#### ► 利润端：利润率有所下滑

2022年H1，公司毛利率同比下滑了1.35pct至59.91%，净利率同比下滑了2.55pct至4.24%。毛利率的下滑主要是由于公司营业收入同比下降，叠加土地、厂房、设备等固定折旧成本和刚性支出等因素所致。而公司的联营公司受疫情影响，公司按照权益法核算的长期股权投资收益同比减少也导致了净利率的下滑。费用方面，2022年H1公司费用率为53.61%，同比下降了4.14pct。其中销售费用率为43.26%，同比下滑了

3.81pct，是期间费用率下滑的主要原因；销售费用率的下滑主要是由于受疫情影响，公司主动调整营销活动节奏，后置营销资源，使得营销类费用同比下降。管理费用率为8.59%，同比下滑了0.03pct，主要系工资福利类费用同比下降。财务费用率为0.00%，同比下滑了0.19pct，主要系①定期存款利息收入同比增加；②受今年上半年外汇波动影响，汇兑收益同比增加。研发费用率同比下滑了0.12pct至1.76%，主要系受疫情影响，公司研发项目投入同比有所减少。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	33.1
股票代码：	600315
52周最高价/最低价：	52.36/29.3
总市值(亿)	224.96
自由流通市值(亿)	222.70
自由流通股数(百万)	672.81



#### 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：

#### 分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120520080001  
联系电话：

#### 相关研究

- 【华西轻工】上海家化(600315.SH)2022年一季度点评：Q1业绩符合预期，经营质量稳中有进  
2022.04.28
- 【华西轻工】上海家化(600315.SH)2021年年报点评：利润高速增长，品牌创新和渠道进阶卓有成效  
2022.03.17
- 【华西轻工】上海家化(600315)2021年三季度报点评：电商业务快速增长，数字化营销初见成效  
2021.10.27

### ▶ 其他重要财务指标

2022 年 H1，公司为应对疫情，在 6 月份进行了原材料备货，期末存货为 9.49 亿元，存货周转天数同比上升 18 天；期末应收账款为 13.03 亿元，应收账款周转天数同比上升 7 天。

### ▶ 健全公司长效激励机制

公司为了进一步健全公司长效激励机制，制定了新的股权激励计划，新的股权激励计划的解除限售考核年度为 2022-2023 年两个会计年度，每个会计年度考核一次，考核指标与 2020 年限制性股票激励计划一致。同时，公司对 2020 年年限制性股票激励计划部分业绩考核指标做出了调整，2022 年营收业绩考核目标由 94 亿元（A 目标）和 86 亿元（B 目标）调整为 80 亿元和 75 亿元。2021-2022 年累计净利润考核指标不变。2023 年营业收入目标由 106 亿元（A 目标）和 98 亿元（B 目标）调整为 94 亿元和 86 亿元，2021-2023 年累计净利润目标由 24.7 亿元（A 目标）和 21 亿元（B 目标）调整为 22.3 亿元（A 目标）和 19.2 亿元（B 目标）。

### 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。公司在 2021 年确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针，并取得了一定的成绩。在 2022 年，公司将围绕 1-2-3 方针迭代优化，持续将业务拆解细分，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。考虑到公司总部在上海，受疫情影响较大，我们下调公司 22-24 年的盈利预测，2022-2024 年公司营收由 95.53/107.95/118.83 亿元下调至 76.07/86.86/98.70 亿元，EPS 由 1.22/1.71/1.98 元下调至 0.83/1.19/1.53 元，对应 2022 年 8 月 19 日 33.1 元/股收盘价，PE 分别为 39.9/27.7/21.6 倍。我们坚定看好公司的中长期投资价值，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,032	7,646	7,607	8,686	9,870
YoY (%)	-7.4%	8.7%	-0.5%	14.2%	13.6%
归母净利润(百万元)	430	649	563	811	1,042
YoY (%)	-22.8%	50.9%	-13.2%	43.9%	28.4%
毛利率 (%)	55.9%	58.7%	60.2%	60.5%	61.0%
每股收益 (元)	0.64	0.97	0.83	1.19	1.53
ROE	6.6%	9.3%	7.4%	9.6%	11.0%
市盈率	51.72	34.12	39.93	27.74	21.60

资料来源：wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：受疫情影响有所下滑.....	4
3. 利润端：利润率有所下滑.....	5
4. 其他重要财务指标.....	6
5. 健全公司长效激励机制.....	6
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1 公司营业收入.....	5
图 2 公司单季度营业收入.....	5
图 3 公司归母净利润.....	6
图 4 公司单季度归母净利润.....	6
图 5 公司毛利率/净利率.....	6
图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率.....	6

## 1. 事件概述

公司发布 2022 年半年报，2022 年 H1 公司实现营收 37.15 亿元，同比下滑 11.76%；归母净利润 1.58 亿元，同比下滑 44.84%；扣非后归母净利为 2.01 亿元，同比下滑 39.58%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 4.35 亿元，比去年同期减少 34.46%，主要原因是受疫情影响，公司营业收入同比减少，同时原材料等成本上升，使得本期销售收现扣除购货付现的经营性现金净流量同比减少。

单季度看，2022 年 Q1/Q2 分别实现营收 21.17/15.98 亿元，同比增长 0.11%/ -23.75%；分别实现归母净利润 1.99/-0.42 亿元，同比增长 17.81%/-135.75%。

## 2. 收入端：受疫情影响有所下滑

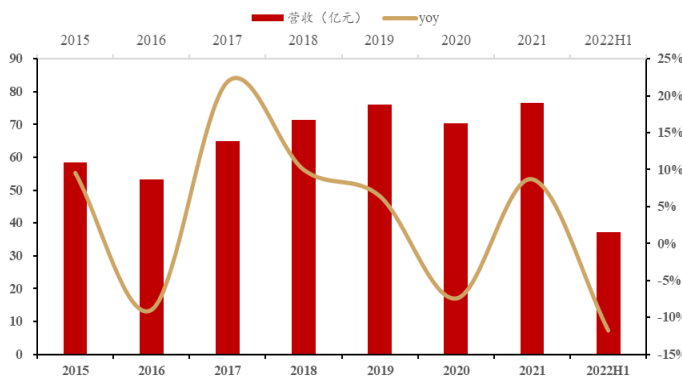
在报告期内，公司收入同比下滑 11.76%，Q2 单季度同比下滑 23.75%。主要是 3 月以来，受疫情影响，公司在生产、物流、渠道等方面分别遭遇工厂停工、仓库封闭物流受限、线下零售终端闭店等多重不利情况，线下、线上业务受到不同程度冲击。具体来看，1) 生产：工厂停工及相关原材料配套无法跟上，导致产能利用率下降；2) 物流：公司主要仓库位于长三角地区，仓库封闭引起的物流受限导致线下、线上部分销售订单无法履约，线上订单退货比例增加，通过外地仓库临时调配造成供应链成本上升；3) 渠道：线下零售终端闭店影响终端动销；线上业务因物流停滞及后期运力不足，影响了品牌招新蓄水举措的实施。截止报告期末，公司生产经营状况已基本回归正常，我们预计公司下半年将力争实现恢复性增长。

分产品看，2022 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 8.13/17.33/10.22/1.44 亿元，同比增长-34.84%/1.27%/-3.71%/-22.43%。2021 年 Q2，护肤品类产品共生产约 1366 万支，销售约 1211 万支，平均售价为 30.16 元，同比增长 16.33%；个护家清品类共生产约 6801 万支，销售约 6877 万支，平均售价为 9.14 元，同比增长 9.16%；公司母婴品类共生产约 3842 万支，销售约 3836 万支，平均售价为 13.79 元，同比下滑 3.99%。公司合作品牌品类共生产约 221 万支，销售约 379 万支，平均售价为 19.16 元，同比下滑 12.62%。

公司护肤品牌玉泽 3 月推出防晒新品“大分子白金盾”清爽倍护防晒乳，在天猫小黑盒上市当日位列防晒品类第一名；佰草集新太极系列自去年上市后，通过一系列主题营销，在话题声量、招新、复购、连带等人群运营等方面取得了积极进展，目前已成为佰草集佰草集规模占比及增速第一的产品线。但由于公司护肤品类产品主要仓库自 3 月末到 5 月被严格封控，物流受限导致订单无法履约，线上订单退货比例增加，电商派样招新活动无法执行，叠加超头缺失影响，使得护肤品类同比下跌 34.84%。个护家清品类中六神品牌在 618 期间克服货品供应不足等困难，电商 GMV 依然同比增长 23%，其中天猫旗舰店同比增长 56%，除在花露水品类市场占有率保持绝对优势外，还在沐浴露品类成功跻身天猫沐浴露品类 TOP5 品牌，带动品类在上半年保持了正增长。7 月初六神品牌联合线上主力平台、线下重点商超连锁卖场及新零售平台，和消费者共创“六神清凉节”，在天猫大牌日中 GMV 同比增长 154%，列身体护理类目第一名。

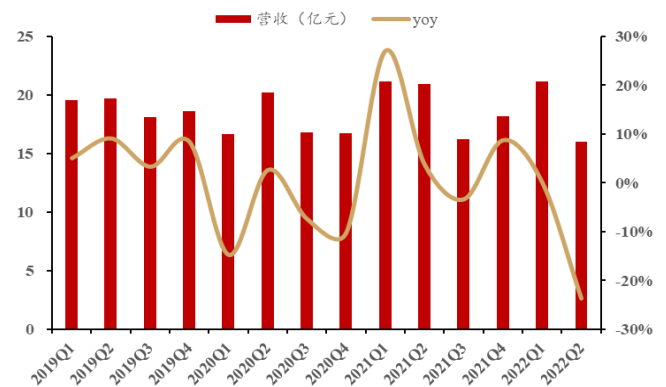
分渠道来看，报告期内公司整体线上渠道实现了 12.44 亿元收入，占公司主营收入比重为 33.52%，其中国内电商渠道实现了 7.21 亿元收入，占公司主营收入比重为 19.42%。国内线下渠道依然以商超为主，国内线下商超实现了 16.3 亿元，占公司主营收入比重为 43.91%。

图 1 公司营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入

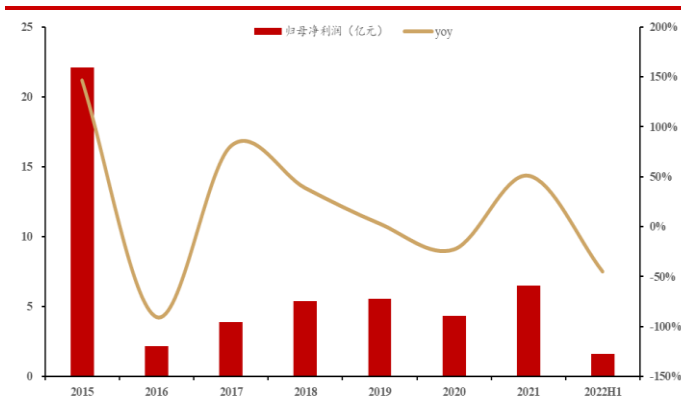


资料来源：Wind，华西证券研究所

### 3. 利润端：利润率有所下滑

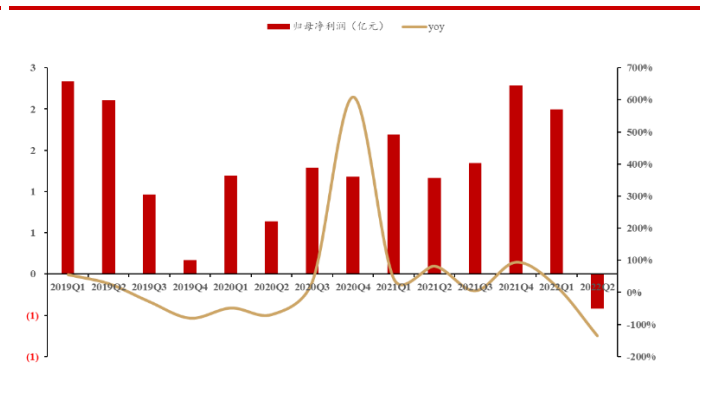
盈利能力方面，公司 2022 年 H1 毛利率同比下滑了 1.35pct 至 59.91%（因为将部分运输成本自销售费用重分类至营业成本，对 2021 年同期数进行追溯调整），净利率同比下滑了 2.55pct 至 4.24%。毛利率的下滑主要是由于公司营业收入同比下降，叠加土地、厂房、设备等固定折旧成本和刚性支出等因素所致。而公司的联营公司受疫情影响，公司按照权益法核算的长期股权投资收益同比减少也导致了净利率的下滑。费用方面，2022 年 H1 公司费用率为 53.61%，同比下降了 4.14pct。其中销售费用率为 43.26%，同比下滑了 3.81pct，是期间费用率下滑的主要原因；销售费用率的下滑主要是由于受疫情影响，公司主动调整营销活动节奏，后置营销资源，使得营销类费用同比下降。管理费用率为 8.59%，同比下滑了 0.03pct，主要系工资福利类费用同比下降。财务费用率为 0.00%，同比下滑了 0.19pct，主要系①定期存款利息收入同比增加；②受今年上半年外汇波动影响，汇兑收益同比增加。研发费用率同比下滑了 0.12pct 至 1.76%，主要系受疫情影响，公司研发项目投入同比有所减少。

图 3 公司归母净利润



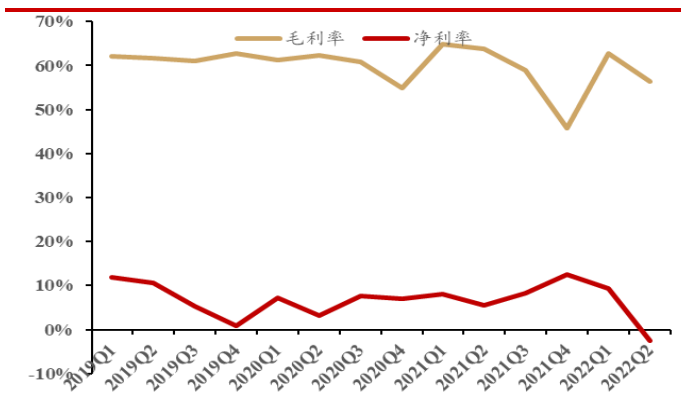
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 公司单季度归母净利润



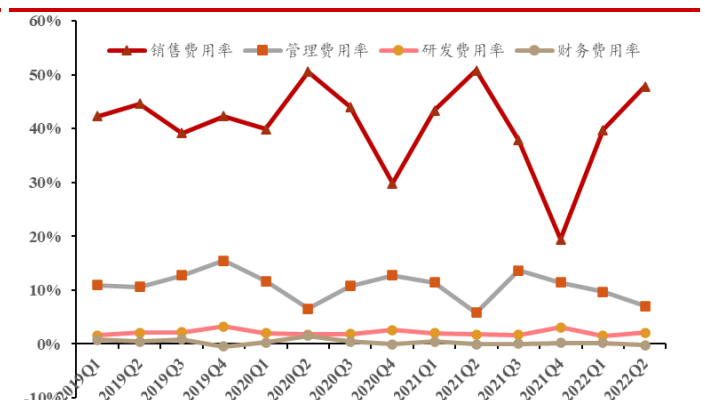
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 公司毛利率/净利率



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 4. 其他重要财务指标

2022 年 H1, 公司为应对疫情, 在 6 月份进行了原材料备货, 期末存货为 9.49 亿元, 存货周转天数同比上升 18 天; 期末应收账款为 13.03 亿元, 应收账款周转天数同比上升 7 天。

## 5. 健全公司长效激励机制

报告期内, 公司为了进一步建立、健全公司长效激励机制, 吸引和留住优秀人才, 充分调动在公司任职的中层管理人员及骨干员工的积极性, 有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起, 公司制定了新的股权激励计划, 同时对公司 2020 年限制性股票激励计划部分业绩考核指标做出了调整。新的股权激励计划的激励对象共计 10 人, 为公司的中层管理人员及骨干员工, 公司拟向激励对象授予的限制性股票数量为 60.00 万股。本次激励计划的解除限售考核年度为 2022-2023 年两个会计年度, 每个会计年度考核一次, 考核指标与 2020 年限制性股票激励计划一致。

公司 2020 年年限制性股票激励计划部分业绩考核指标做出了调整, 2022 年营收业绩考核目标由 94 亿元 (A 目标) 和 86 亿元 (B 目标) 调整为 80 亿元和 75 亿元。

2021-2022 年累计净利润考核指标不变。2023 年营业收入目标由 106 亿元（A 目标）和 98 亿元（B 目标）调整为 94 亿元和 86 亿元，2021-2023 年累计净利润目标由 24.7 亿元（A 目标）和 21 亿元（B 目标）调整为 22.3 亿元（A 目标）和 19.2 亿元（B 目标）。

## 6. 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。公司在 2021 年确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针，并取得了一定的成绩。在 2022 年，公司将围绕 1-2-3 方针迭代优化，持续将业务拆解细分，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。考虑到公司总部在上海，受疫情影响较大，我们下调公司 22-24 年的盈利预测，2022-2024 年公司营收由 95.53/107.95/118.83 亿元下调至 76.07/86.86/98.70 亿元，EPS 由 1.22/1.71/1.98 元下调至 0.83/1.19/1.53 元，对应 2022 年 8 月 19 日 33.1 元/股收盘价，PE 分别为 39.9/27.7/21.6 倍。我们坚定看好公司的中长期投资价值，维持公司“买入”评级。

## 7. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧。
- 2) 公司经营改善不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,646	7,607	8,686	9,870	净利润	649	563	811	1,042
YoY (%)	8.7%	-0.5%	14.2%	13.6%	折旧和摊销	265	178	178	178
营业成本	3,156	3,024	3,432	3,853	营运资金变动	214	-261	-93	-97
营业税金及附加	59	59	68	77	经营活动现金流	993	498	805	985
销售费用	2,947	3,081	3,479	3,908	资本开支	-139	-6	-16	-11
管理费用	791	679	773	875	投资	-368	33	33	33
财务费用	13	48	11	-9	投资活动现金流	-384	103	193	220
研发费用	163	164	191	217	股权募资	47	0	0	0
资产减值损失	-40	-50	-40	-30	债务募资	-4	-137	-137	-137
投资收益	209	76	176	198	筹资活动现金流	-228	-185	-178	-171
营业利润	752	669	969	1,238	现金净流量	311	416	820	1,033
营业外收支	12	5	-3	5					
利润总额	764	675	966	1,243	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	115	111	155	201	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	649	563	811	1,042	营业收入增长率	8.7%	-0.5%	14.2%	13.6%
归属于母公司净利润	649	563	811	1,042	净利润增长率	50.9%	-13.2%	43.9%	28.4%
YoY (%)	50.9%	-13.2%	43.9%	28.4%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.97	0.83	1.19	1.53	毛利率	58.7%	60.2%	60.5%	61.0%
					净利率	8.5%	7.4%	9.3%	10.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	5.3%	4.5%	6.0%	7.0%
货币资金	1,597	2,013	2,833	3,866	净资产收益率 ROE	9.3%	7.4%	9.6%	11.0%
预付款项	83	66	77	88	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	872	860	964	1,084	流动比率	2.11	2.37	2.48	2.61
其他流动资产	4,228	4,346	4,668	5,009	速动比率	<b>1.81</b>	<b>2.07</b>	<b>2.18</b>	<b>2.30</b>
流动资产合计	6,780	7,286	8,541	10,047	现金比率	0.50	0.66	0.82	1.00
长期股权投资	434	434	434	434	资产负债率	42.7%	39.3%	37.9%	36.3%
固定资产	939	856	773	691	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	761	726	693	663	总资产周转率	0.63	0.61	0.64	0.66
非流动资产合计	5,365	5,197	5,031	4,869	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	12,146	12,483	13,573	14,916	每股收益	0.97	0.83	1.19	1.53
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	10.25	11.15	12.40	13.98
应付账款及票据	718	721	802	902	每股经营现金流	1.46	0.73	1.18	1.45
其他流动负债	2,491	2,350	2,645	2,953	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,210	3,071	3,447	3,856	<b>估值分析</b>				
长期借款	925	788	651	514	PE	34.12	39.93	27.74	21.60
其他长期负债	1,047	1,047	1,047	1,047	PB	3.94	2.97	2.67	2.37
非流动负债合计	1,972	1,835	1,698	1,561					
负债合计	5,182	4,906	5,145	5,416					
股本	680	680	680	680					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	6,963	7,577	8,428	9,499					
负债和股东权益合计	12,146	12,483	13,573	14,916					

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。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

### 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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。