

上海家化（600315）：短期受疫情扰动较大，新股权激励下H2复苏可期

2022年8月21日

推荐/维持

上海家化 公司报告

事件：上海家化发布2022年中报，公司上半年实现营业收入37.15亿元，同比-11.76%；实现归母净利润1.58亿元，同比-44.84%。其中Q2实现营业收入15.98亿元，同比-23.75%；实现归母净利润-0.42亿元，同比-135.75%。

公司生产经营以上海为中心受疫情影响严重，22年上半年营收表现较弱。公司总部、工厂和仓库等均位于上海疫区，工厂停工、仓库封闭、物流受限等严重影响了上半年尤其是Q2的销售实现。从品牌端看，护肤品类仓库全封闭，主要品牌营收均同比下滑30%，但产品线梳理和去长尾工作持续推进，佰草集和玉泽复购率分别提升0.2和0.44pct.至43%和41.8%，TOP20的产品聚合度也有所提升；个护家清品类中的六神同比增长1%，家安受特渠影响同比下滑30%；母婴品类中的启初同比下滑15%，汤美星同比增长1%。分渠道看，国内线上渠道同比-23.7%，占比下降4.68pct.至33.52%，电商超头缺失以及特渠调整的影响较大，但兴趣电商同比+超600%发展势头较好，下半年低基数下特渠影响将减弱。国内线下渠道同比-4%左右，相对平稳。

产品结构调整叠加疫情下刚性支出拉低了毛利率水平，投资收益的大幅下降使得利润端承压。22年上半年，高毛利率的护肤品类收入同比-31.8%，营收占比同比-7.8pct.至21.91%，从结构上拉低了整体毛利率，同时叠加厂房、设备等固定折旧成本和刚性支出等因素影响，上半年毛利率同比-4.35pct.至59.9%。公司主动调整营销节奏并缩减费用投放，上半年销售费用率和管理费用率分别同比-0.82pct.和-0.03pct.至43.3%和10.36%。但联营企业受疫情影响较大，带来投资收益同比减少约0.79亿，叠加毛利率降低，公司上半年利润同比-44.8%。若剔除投资收益影响净利润同比-约27%，降幅有所收窄。

短期看产品线梳理、新品推出等动作稳步进行，下半年业绩有望企稳回升。随着8月双石斛高保湿线全新上市，佰草集修复、抗老、美白和保湿四大功能系列布局完成，六神持续推进花露水多场景教育和沐浴露新品推出。上半年产品上新受阻，但产品梳理和新品储备仍在推进，下半年核心品牌的增长潜力有望释放，同时带来产品结构的优化，拉动毛利率的提升。部分营销延后或带来下半年费用率小幅上涨，但公司整体费用管控相对较好，预计利润率基本稳定。公司结合疫情影响情况调减了20年股权激励计划22年的营收达成条件至75/80亿元，若条件达成则下半年的营收增速约为10.2%-24.7%，净利润的条件未做调整，下半年的利润改善幅度预期会好于营收。

品牌力打造和渠精细化运营道同步推进，“123经营方针”指引长期发展。公司未来仍将聚焦高增速高毛利的佰草集、玉泽等核心品牌，通过爆品打造、差异化定位等方式增强产品力，品牌力的提升仍有较大空间；积极搭建达人直播和自播矩阵，推动特渠的零售化转型，集中发力更具增长潜力的渠道为销售增长赋能。公司于21年3月发布了“123经营方针”，并围绕该战略进行迭代升级，发展路径清晰指引长期发展。公司目前仍处于战略调整初期，短期受疫情扰动较大，长期看增长潜力仍有释放空间。

盈利预测及投资评级：公司短期受疫情扰动较大，业绩表现承压。但随着疫情影响消退，新品推出和营销推广步伐将提速，下半年生产经营将恢复至正常水平，利润端有望得到显著改善。长期看好公司在新战略指引下业务持续向好，产品力和品牌力不断增强。考虑到上半年的业绩表现较弱，并结合股

公司简介：

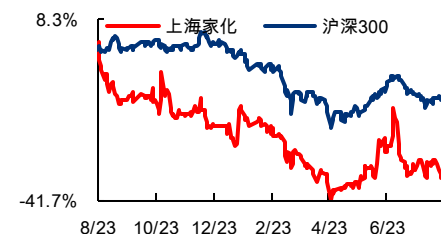
公司是中国历史最悠久的日化企业之一，主要从事化妆品、个人护理、家居护理用品的研发、设计、生产、销售及服务，主要品牌包括佰草集、高夫、美加净、启初、六神、家安等。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	52.17-29.82
总市值（亿元）	224.96
流通市值（亿元）	222.7
总股本/流通A股（万股）	67,963/67,963
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	1.71

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiy m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

权激励条件调整，我们调低22-24年归母净利分别至5.7、8.1、9.95亿元，EPS分别为0.84、1.19、1.46元，对应PE分别为40、28、23倍，维持“推荐”评级。

风险提示：市场竞争加剧，新品销售不及预期，战略升级和执行不及预期。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,154.91	7,646.12	7,618.46	8,934.11	10,115.55
增长率(%)	-7.43%	8.73%	-0.36%	17.27%	13.22%
归母净利润(百万元)	430.20	649.25	568.82	807.32	994.77
增长率(%)	-22.78%	50.92%	-12.39%	41.93%	23.22%
净资产收益率(%)	6.62%	9.32%	7.54%	9.98%	11.34%
每股收益(元)	0.64	0.97	0.84	1.19	1.46
PE	51.72	34.12	39.55	27.86	22.61
PB	3.45	3.23	2.98	2.78	2.57

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	6155	6780	7709	8498	9842	营业收入	7032	7646	7618	8934	10116
货币资金	1287	1597	2004	1866	2113	营业成本	2816	3156	3250	3584	3917
应收账款	1090	1109	1143	1318	1505	营业税金及附加	57	59	59	69	78
其他应收款	87	75	75	88	99	营业费用	2924	2947	2971	3484	3945
预付款项	47	83	83	104	116	管理费用	721	791	762	893	1012
存货	867	872	949	1018	1129	财务费用	43	13	47	48	63
其他流动资产	46	216	216	216	216	研发费用	144	163	188	216	248
非流动资产合计	5140	5365	4879	4760	4647	资产减值损失	-68.76	-39.74	-54.25	-47.00	-50.62
长期股权投资	476	434	434	434	434	公允价值变动收益	28.09	-41.83	-6.87	-24.35	-15.61
固定资产	1019	939	845	751	657	投资净收益	171.20	208.58	189.89	199.24	194.57
无形资产	769	761	754	746	739	加:其他收益	94.19	88.10	91.15	89.62	90.38
其他非流动资产	220	396	0	0	0	营业利润	534	752	670	950	1171
资产总计	11295	12146	12588	13258	14489	营业外收入	4.44	14.36	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2876	3210	3194	3322	3870	营业外支出	4.21	2.31	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	72	530	利润总额	534	764	670	950	1171
应付账款	718	718	774	829	919	所得税	104	115	101	143	176
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	430	649	569	807	995
一年内到期的非流动负债	10	151	151	151	151	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1920	1972	1711	1711	1711	归属母公司净利润	430	649	569	807	995
长期借款	1062	925	925	925	925	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	4796	5182	4905	5032	5581	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-7.43%	8.73%	-0.36%	17.27%	13.22%
实收资本(或股本)	678	680	680	680	680	营业利润增长	-23.77%	40.94%	-10.98%	41.93%	23.22%
资本公积	978	1082	1082	1082	1082	归属于母公司净利润增长	-22.78%	50.92%	-12.39%	41.93%	23.22%
未分配利润	4578	5092	5520	6128	6877	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6499	6963	7545	8087	8770	毛利率(%)	59.95%	58.73%	57.34%	59.89%	61.27%
负债和所有者权益	11295	12146	12450	13119	14351	净利率(%)	6.12%	8.49%	7.47%	9.04%	9.83%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)	3.81%	5.35%	4.52%	6.09%	6.87%
						ROE(%)	6.62%	9.32%	7.54%	9.98%	11.34%
经营活动现金流	643	993	247	536	719	偿债能力					
净利润	430	649	569	807	995	资产负债率(%)	42%	43%	39%	38%	39%
折旧摊销	180.10	123.99	101.52	93.91	93.91	流动比率	2.14	2.11	2.41	2.56	2.54
财务费用	43	13	47	48	63	速动比率	1.84	1.84	2.12	2.25	2.25
应收帐款减少	0	0	-34	-175	-187	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.63	0.65	0.62	0.70	0.74
投资活动现金流	-671	-384	127	-499	-621	应收账款周转率	6	7	7	7	7
公允价值变动收益	28	-42	-7	-24	-16	应付账款周转率	9.12	10.65	10.21	11.15	11.57
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	171	209	190	199	195	每股收益(最新摊薄)	0.64	0.97	0.84	1.19	1.46
筹资活动现金流	-136	-228	33	-175	149	每股净现金流(最新摊薄)	-0.24	0.56	0.60	-0.20	0.36
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.59	10.25	11.10	11.90	12.90
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	7	2	0	0	0	P/E	51.72	34.12	39.55	27.86	22.61
资本公积增加	113	103	0	0	0	P/B	3.45	3.23	2.98	2.78	2.57
现金净增加额	-164	381	407	-138	247	EV/EBITDA	15.07	13.38	26.37	19.81	16.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	上海家化（600315）：“123”战略初见成效，迭代升级拉动业务长期向好	2022-03-19
公司普通报告	上海家化（600315）：美妆护肤高速领跑，多渠道新营销助力增长	2021-08-25
行业深度报告	基础化工行业：行业高景气有望持续，竞争格局将进入新阶段	2022-05-19
行业普通报告	农药产业“十四五”规划出炉，引导行业高质量发展	2022-02-23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526