

# 上海家化 (600315.SH)

## 多重因素致上半年业绩承压，期待下半年稳步复苏

### 核心观点

**受多重因素影响，公司 2022 上半年营收利润均同比有所下滑。**公司 2022 上半年实现营收 37.15 亿元，同比下降 11.76%；实现归母净利润 1.58 亿元，同比下降 44.84%。其中 22Q2 实现营收 15.98 亿元，同比-23.75%，归母净利润-0.42 亿元，同比-135.75%。公司作为上海本地企业，上半年上海疫情及封控措施对其采购、生产、物流均有较大影响，叠加固定折旧成本和刚性支出及原材料上涨等因素，公司二季度营收及利润承压极为明显。

**营收拆分：护肤品同比增速下滑，线上渠道发力有待加强。**1) **分产品：**护肤品同比大幅下滑，母婴个护基本持平。2022 上半年护肤品、母婴、个护家清分别实现营收 8.13 亿、10.22 亿、17.33 亿，同比-34.86%、-3.77%、+1.29%。2) **分平台：**上半年公司线上实现营收 12.44 亿元，同降 22.59%，占比 33.52%，主要系平安特渠调整下滑超过 45%，以及超头因素影响（剔除超头同降 9%），兴趣电商同增 600%+；国内线下渠道下滑约 4%，其中国内线下商超/百货/CS 分别同降 3%/30%/15%。海外业务 Mayborn 同增 1%，剔除汇率影响同增 8%。

**盈利营运：**受疫情影响销售，以及刚性费用支出核原材料成本上升影响，公司 Q2 盈利能力下滑明显。公司 22H1 毛利率为 59.91%，同比-4.34pct；其中 Q2 毛利率-7.46pct；上半年销售费用率/管理费用率分别同比-3.81pct/-0.14pct；公司上半年经营性现金流净额为 4.35 亿元，同比-34.46%，其中 Q2 单季度经营性现金流净额-1.14 亿元。

**风险提示：**新品推出不及预期，营销创新不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**经营面至暗时刻已过，期待下半年稳步复苏

上海疫情及封控措施对公司经营冲击较大，但公司通过聚焦爆品，精简 SKU，实现核心品牌的头部产品聚合度提升，强化了品牌复购水平。展望下半年，经营面最坏时期已过，公司将持续通过产品创新和营销创新打造品牌竞争力，通过不断推出新品系列、加大新零售推动力度，力争 2022 年下半年营业收入同比实现两位数增长。此外，公司下调股权激励业绩指标，调整后的公司业绩考核指标依然具有挑战性，但同时又有效实现对员工激励作用，有利于公司的长期稳定发展。考虑疫情对公司线上线下销售的影响，我们下调公司 22-24 年盈利预测归母净利润至 5.76/8.23/10.43 亿元，同比增速为 -11.30%、42.99%、26.65%，对应 PE 为 39/27/22x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,032.39	7,646.12	7,821.98	8,867.00	9,787.40
(+/-%)	-7.43%	8.73%	2.30%	13.36%	10.38%
净利润(百万元)	430.20	649.25	575.88	823.47	1042.90
(+/-%)	-22.78%	50.92%	-11.30%	42.99%	26.65%
每股收益(元)	0.63	0.96	0.85	1.21	1.53
EBIT Margin	7.31%	9.08%	6.92%	9.26%	10.94%
净资产收益率 (ROE)	6.62%	9.32%	7.88%	10.55%	12.37%
市盈率 (PE)	52.16	34.65	39.06	27.32	21.57
EV/EBITDA	39.22	31.87	40.56	28.71	22.88
市净率 (PB)	3.45	3.23	3.08	2.88	2.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 美容护理 · 化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

33.10 元

总市值/流通市值

22508/22276 百万元

52 周最高价/最低价

52.36/29.30 元

近 3 个月日均成交额

239.14 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《上海家化 (600315.SH) 一季度利润同比+18%，疫情下彰显经营韧性》——2022-04-29

《上海家化 (600315.SH) 业绩增长 51%，降本增效成果显著》——2022-03-17

《上海家化-600315-重大事件快评：2021 年业绩实现高增长，机制变革改善成效突显》——2022-01-18

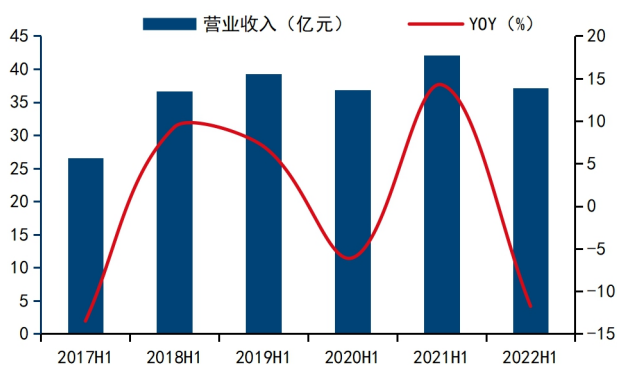
《上海家化-600315-2021 年三季报点评：三季度业绩阶段性承压，护肤品及电商业务快速增长》——2021-10-27

《上海家化-600315-2021 年半年报点评：Q2 业绩表现亮眼，盈利能力持续改善》——2021-08-26

受多重因素影响，公司 22H1 营收利润均同比有所下滑。公司 22H1 实现营收 37.15 亿元，同比下降 11.76%，由于上半年受上海疫情及封控措施影响，公司分别遭遇工厂停工、仓库封闭物流受限、线下零售终端闭店等多重不利情况，线下及线上业务受到不同程度冲击；实现归母净利润 1.58 亿元，同比下降 44.84%，在收入下滑的背景下，叠加固定折旧成本和刚性支出及原材料上涨等因素，公司利润承压明显。

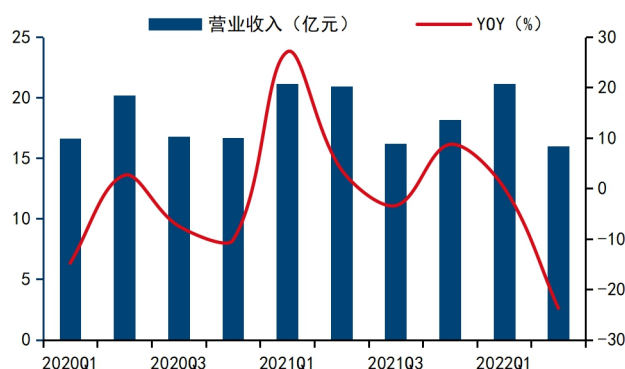
分季度来看，22 年 Q2 实现营收 15.98 亿元，同比-23.75%，归母净利润-0.42 亿元，同比-135.75%。Q2 由于国内疫情反复严重，公司作为总部及主要经营地均在上海的日化企业，生产、物流、渠道等均受到严重影响，导致整体 Q2 营收利润不佳，但从下半年开始，疫情逐渐恢复，目前公司生产经营状况基本回归正常，下半年有望加大发力实现恢复性增长。

图1：上海家化营业收入及增速（单位：亿元、%）



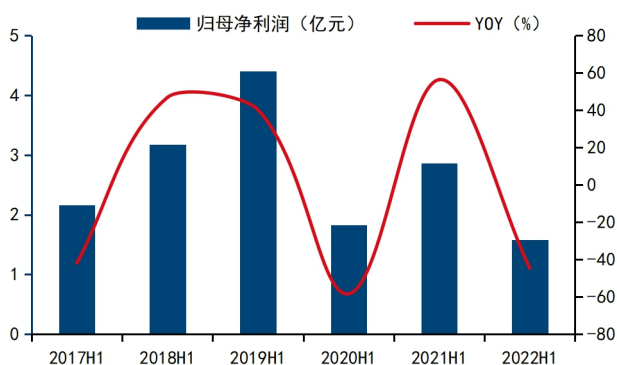
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：上海家化单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



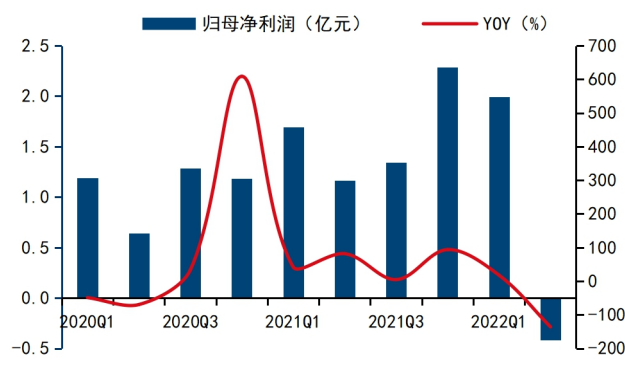
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：上海家化归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：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

### 产品拆分：护肤品同比大幅下滑，母婴个护基本持平

1) 护肤品类:实现营收 8.13 亿元,同比下滑 34.86%,其中多数品牌均下滑约 30%,主要系产品主要仓库位于上海,物流受限导致订单无法履约,退货比例也有所增加,且存在直播超头缺失影响;

2) 母婴品类: 实现营收 10.22 亿元, 同比下滑 3.77%, 其中启初同比降幅超 15%, 海外业务 Mayborn 扣除汇率影响后同比增长约 8%;

3) 个护品类: 实现营收 17.33 亿元, 同比增长 1.29%, 其中六神同比增长超 1%, 家安受特渠影响同比降幅超 30%。

4) 合作品类: 实现营收 1.44 亿元, 同比下滑 22.48%, 收入占比为 3.88%。

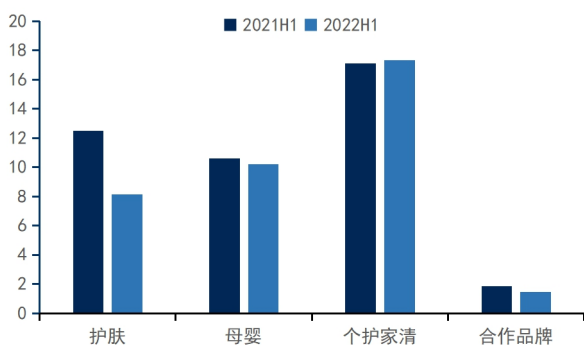
整体来看, 受疫情影响, 相对刚需的母婴和个护营收基本持平, 而相对可选的护肤品系列则大幅下滑, 但玉泽 3 月推出防晒新品“大分子白金盾”清爽倍护防晒乳, 在天猫小黑盒上市当日位列防晒品类第一名, 佰草集新太极系列目前已成为规模占比及增速第一的产品线, 未来护肤品恢复可期。

### 渠道拆分: 线上积极开辟新兴平台业务, 线下推动新零售布局

1) 线上渠道: 公司 22H1 线上实现营收 12.44 亿元, 同比下滑 22.59%, 占比 33.52%; 其中, 国内线上渠道实现营收 8.84 亿元, 同比下降 23.7%, 占国内业务收入比重约 31.39%, 其中电商收入同比下滑约 25% (剔除超头缺失影响同比降约 9%), 新兴业务兴趣电商同比高速增长超 600%, 逐步开辟多元化平台渠道业务; 此外, 公司特渠业务收入下滑超 45%, 但预计下半年有望收窄。

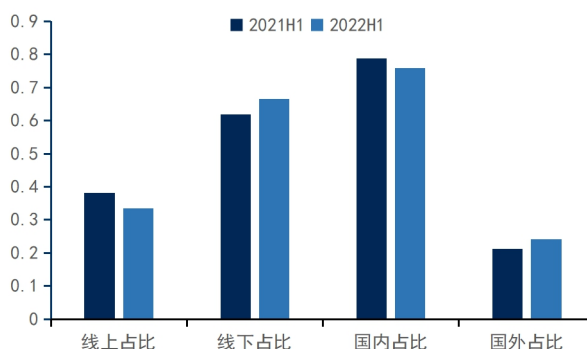
2) 线下渠道: 国内线下收入同比下滑约 4%, 其中商超、百货、CS 店收入分别同比下滑约 3%/30%/15%, 占比分别为 58%/6%/5%。公司未来将继续加大新零售推动力度, 双管齐下扩大品牌市占率。

图5: 公司分产品营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

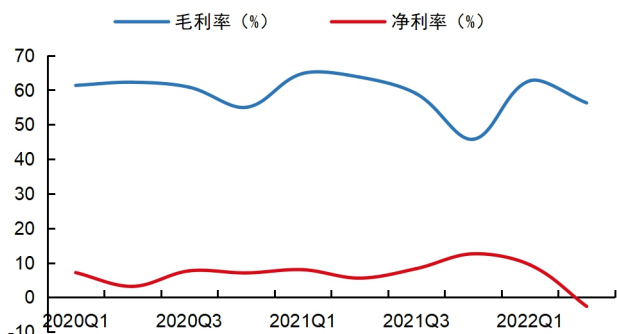
图6: 公司分渠道营收占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

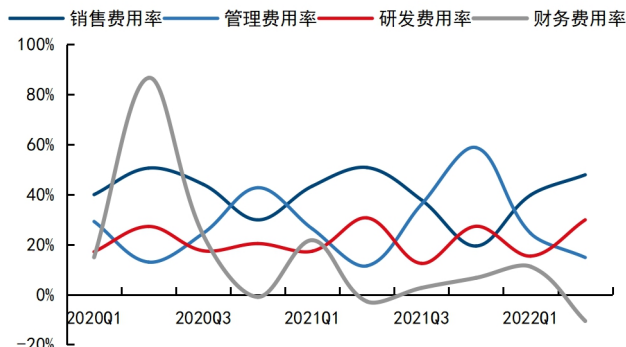
**盈利能力方面**, 公司 22H1 毛利率为 59.91%, 同比-4.34pct; 22H1 净利率 4.24%, 同比-2.55pct; 22Q2 毛利率、净利率分别为 56.27%、-2.61%, 净利率水平下降主要系成本端支出的上涨; 费用率方面, 22H1 公司销售费用率为 43.26%, 同比-3.81pct; 管理费用率为 10.36%, 同比-0.14pct; 研发费用率为 1.76%, 同比-0.12pct。

图7：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

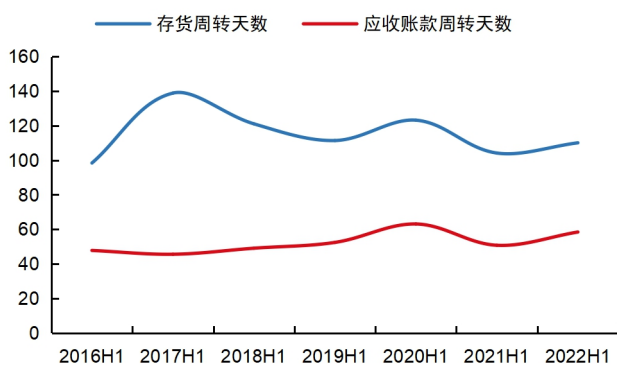
图8：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

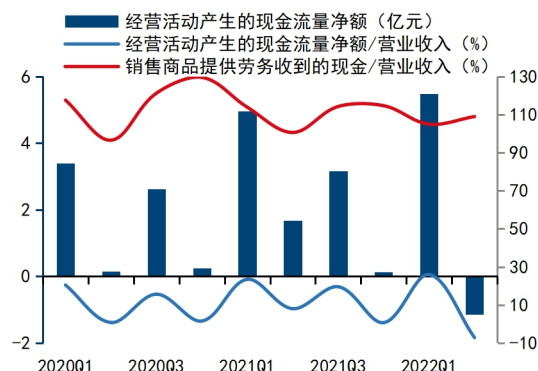
营运能力方面，公司 22H1 存货周转天数为 111 天，同比上升 6 天；应收账款周转天数为 59 天，同比上升 8 天。现金流方面，公司 22H1 经营性现金流净额为 4.35 亿元，同比-34.46%，主要原因在于 Q2 销售受到疫情影响使得单季度经营性现金流净额为-1.14 亿元。

图9：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10：公司现金流情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 调整股权激励目标：充分调动员工积极性，有利于公司持续发展

公司公告调整 2020 年限制性股票激励计划中部分公司层面业绩考核指标，下调 2022 年度营业收入目标 (A) 94 亿元至 80 亿元，(B) 86 亿元至 75 亿元，累计净利润 (A) / (B) 维持 13.1/11.1 亿元不变；2023 年度营业收入 (A) 106 亿元至 94 亿元，(B) 98 亿元至 86 亿元，累计净利润 (A) 24.7 亿元至 22.3 亿元，(B) 21.0 亿元至 19.2 亿元。

由于今年上半年全国各地均不同程度受到疫情影响，而公司总部位于上海受到疫情波动十分严重，从 3 月份开始遭遇工厂停工、仓库封闭物流受限、线下零售终端闭店等多重不利情况，对公司经营情况造成严重限制。如要达成考核目标，公司在 2022 年上半年营业收入同比下降 11.76% 的基础上，下半年需要实现约 10.16% (B 目标) 至 24.71% (A 目标) 的增速；2023 年公司营业收入目标 (B) 和 (A) 较 2022 年目标分别增长约 14.67%、17.50%。因此，调整后的公司业绩考核指标依然具有挑战性，但同时起到对于员工的激励作用，充分调动员工积极性，提高员工凝聚力，确保公司发展战略和经营目标的实现，有利于公司的长期稳定发展。

**表1：公司股权激励目标调整具体情况**

业绩考核目标		第二个解除限售期（2022年度）			第三个解除限售期（2023年度）		
		调整前	调整后	调整幅度（%）	调整前	调整后	调整幅度（%）
业绩考核目标（A）	营业收入	94 亿	80 亿	-14.89%	106 亿	94 亿	-11.32%
	累计净利润	13.1 亿	13.1 亿	0	24.7 亿	22.3 亿	-9.72%
业绩考核目标（B）	营业收入	86 亿	75 亿	-12.79%	98 亿	86 亿	-12.24%
	累计净利润	11.1 亿	11.1 亿	0	21.0 亿	19.2 亿	-8.57%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 投资建议：至暗时刻已过，下半年有望开始逐步复苏

上海疫情及封控措施对公司经营冲击较大，但公司通过聚焦爆品，精简 SKU，实现核心品牌的头部产品聚合度提升，强化了品牌复购水平。展望下半年，经营面最坏时期已过，公司作为百年日化龙头，在丰富的研发、品牌和渠道资源优势基础上，通过持续的产品创新和营销创新，强化品牌竞争力，从 Q3 开始将不断推出新品系列，以及加大新零售推动力度，力争 2022 年下半年营业收入同比实现两位数增长。

我们考虑疫情对公司线上（主要为仓储物流影响履约及退货率）和线下（主要为封控措施带来客流影响）销售的影响，下调公司 22-24 年收入预测至 78.22/88.67/97.87 亿元（原值 88.11/99.88/109.25 亿元）；同时考虑公司相对刚性的费用支出（如员工薪酬福利，）下调公司归母净利润至 5.76/8.23/10.43 亿元（原值 8.14/10.18/12.32 亿元），同比增速为-11.30%/42.99%/26.65%，当前股价对应 PE 为 39/27/22x，维持“买入”评级。

**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 (21AE)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
600315.SH	上海家化	33.10	224.96	0.96	0.85	1.21	1.53	42.30	38.94	27.36	21.63	9.32	-	买入
300957.SZ	贝泰妮	177.51	751.93	2.04	2.81	3.80	5.14	94.39	63.17	46.71	34.54	18.15	1.66	买入
603605.SH	珀莱雅	163.70	460.68	2.87	2.60	3.20	3.89	72.68	62.96	51.16	42.08	20.03	2.32	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	1968	2487	2825	营业收入	7032	7646	7822	8867	9787
应收款项	1177	1184	1136	1288	1421	营业成本	2816	3156	3135	3470	3768
存货净额	867	872	930	936	1219	营业税金及附加	57	59	55	62	69
其他流动资产	93	427	317	428	587	销售费用	2924	2947	3123	3484	3798
<b>流动资产合计</b>	<b>6155</b>	<b>6780</b>	<b>6807</b>	<b>7593</b>	<b>8507</b>	管理费用	721	791	968	1030	1083
固定资产	1043	964	1055	1137	1207	财务费用	43	13	8	(6)	(17)
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)	0	1	2
长期股权投资	476	434	454	474	494	其他收入	(205)	(136)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11295</b>	<b>12146</b>	<b>12253</b>	<b>13111</b>	<b>14085</b>	营业利润	534	752	684	978	1240
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	845	936	1016	利润总额	534	764	686	980	1242
其他流动负债	2147	2340	2001	2212	2396	<b>所得税费用</b>	<b>104</b>	<b>115</b>	<b>110</b>	<b>157</b>	<b>199</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2876</b>	<b>3210</b>	<b>2856</b>	<b>3157</b>	<b>3422</b>	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	576	823	1043
其他长期负债	858	1047	1163	1226	1309						
<b>长期负债合计</b>	<b>1920</b>	<b>1972</b>	<b>2088</b>	<b>2151</b>	<b>2234</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>4796</b>	<b>5182</b>	<b>4944</b>	<b>5308</b>	<b>5656</b>	净利润	430	649	576	823	1043
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(5)	(29)	4	2	3
股东权益	6499	6963	7309	7803	8429	折旧摊销	180	174	135	147	160
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11295</b>	<b>12146</b>	<b>12253</b>	<b>13111</b>	<b>14085</b>	公允价值变动损失	(97)	2	0	(1)	(2)
						财务费用	43	13	8	(6)	(17)
关键财务与估值指标						营运资本变动	259	(348)	8	98	(225)
每股收益	0.63	0.96	0.85	1.21	1.53	其它	5	29	(4)	(2)	(3)
每股红利	0.30	0.24	0.34	0.48	0.61	<b>经营活动现金流</b>	<b>772</b>	<b>477</b>	<b>718</b>	<b>1068</b>	<b>975</b>
每股净资产	9.59	10.25	10.75	11.48	12.40	资本开支	0	(5)	(200)	(200)	(200)
ROIC	10%	14%	10%	15%	19%	其它投资现金流	(798)	33	244	0	0
ROE	7%	9%	8%	11%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(882)</b>	<b>69</b>	<b>24</b>	<b>(220)</b>	<b>(220)</b>
毛利率	60%	59%	60%	61%	62%	权益性融资	132	47	0	0	0
EBIT Margin	7%	9%	7%	9%	11%	负债净变化	(76)	(137)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	9%	11%	13%	支付股利、利息	(205)	(166)	(230)	(329)	(417)
收入增长	-7%	9%	2%	13%	10%	其它融资现金流	218	324	(141)	0	0
净利润增长率	-23%	51%	-11%	43%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(212)</b>	<b>(236)</b>	<b>(372)</b>	<b>(329)</b>	<b>(417)</b>
资产负债率	42%	43%	40%	40%	40%	<b>现金净变动</b>	<b>(322)</b>	<b>311</b>	<b>371</b>	<b>518</b>	<b>338</b>
息率	0.9%	0.7%	1.0%	1.5%	1.9%	货币资金的期初余额	1609	1287	1597	1968	2487
P/E	52.2	34.6	39.1	27.3	21.6	货币资金的期末余额	1287	1597	1968	2487	2825
P/B	3.5	3.2	3.1	2.9	2.7	企业自由现金流	853	410	398	735	634
EV/EBITDA	39.2	31.9	40.6	28.7	22.9	权益自由现金流	996	597	250	740	648

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