

# 上海家化 (600315.SH)

## 疫情影响业绩短期承压，看好下半年修复改善

### 核心观点:

- **事件:** 公司披露 2022 年半年报, 1H22 实现营业收入 37.15 亿元, 同比下降 11.8%; 实现归母净利润 1.58 亿元, 同比下降 44.8%; 实现扣非归母净利润 2.01 亿元, 同比下降 39.6%。其中单二季度实现营收 15.98 亿元, 同比下降 23.8%, 实现归母净利润-0.42 亿元, 实现扣非归母净利润-0.11 亿元。
- **毛利率下滑, 费用管控良好。** 2022 年上半年受疫情影响, 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。在原材料成本上升的背景下, 1H22 公司毛利率同比下降 1.35pp 至 59.91%, 其中销售费率同比下降 0.82pp 至 43.26%, 管理费用率同比下降 0.03pp 至 8.59%, 研发费用率同比下降 0.12pp 至 1.76%。1H22 公司存货周转天数同比上升 18.2 天至 114.7 天, 应收账款周转天数同比上升 7 天。
- **公司持续贯彻“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针, 产品、营销持续创新打造品牌竞争力。** 公司聚焦爆品, 精简 SKU, 推出玉泽“大分子白金盾”清爽倍护防晒乳、启初婴儿多维舒缓常护霜+特护霜等新品。在“618”期间, 六神品牌表现亮眼。此外, 公司持续推进物流仓网规划项目, 提升物流效率和供应链安全性。
- **盈利预测与投资建议。** 针对 2022 年上半年疫情造成的不可抗力影响, 公司对限制性股票激励计划进行调整以充分调动员工积极性, 力争 2022 年下半年实现营业收入两位数增长。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.5、9.0、10.7 亿元, 同比增长-0.5%、40.0%、17.9%, 参考可比公司, 给予公司 22 年 45X PE 估值, 对应合理价值 42.75 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 可选消费景气度下降导致行业增速下滑; 外资品牌进入行业竞争加剧; 新品牌、新品类孵化有待观察。

### 盈利预测:

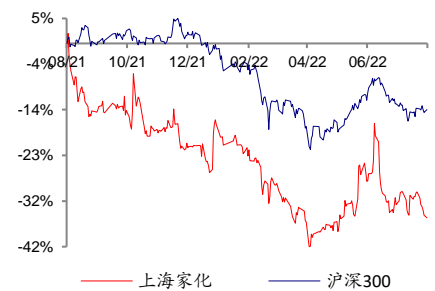
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,032	7,646	7,890	9,073	10,311
增长率 (%)	-7.4	8.7	3.2	15.0	13.6
EBITDA (百万元)	606	796	940	1,153	1,299
归母净利润 (百万元)	430	649	646	904	1,066
增长率 (%)	-22.8	50.9	-0.5	40.0	17.9
EPS (元/股)	0.63	0.96	0.95	1.33	1.57
市盈率 (P/E)	54.73	42.30	34.58	24.69	20.95
ROE (%)	6.6	9.3	8.5	10.6	11.1
EV/EBITDA	38.52	34.01	22.55	17.47	14.53

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	32.86 元
合理价值	42.75 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-22

### 相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师:

包晗



SAC 执证号: S0260522070001

021-38003651



baohan@gf.com.cn

请注意, 嵇文欣、包晗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

上海家化 (600315.SH): 疫情影响短期收入, 社区团购、自播渠道表现亮眼?	2022-04-29
上海家化 (600315.SH): 利润高速增长, 聚焦护肤品类、电商渠道	2022-03-17
上海家化 (600315.SH): 护肤品类快速增长, 整体利润超预期	2022-01-18

请务必阅读末页的免责声明

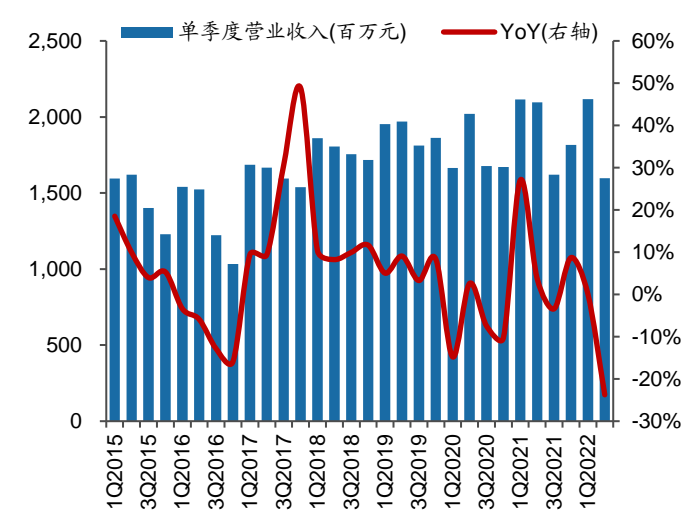
## 一、疫情影响业绩短期承压，数字化策略推动渠道发展

公司披露2022年半年报，1H22实现营业收入37.15亿元，同比下降11.8%；实现归母净利润1.58亿元，同比下降44.8%；实现扣非归母净利润2.01亿元，同比下降39.6%。其中单二季度实现营业收入15.98亿元，同比下降23.8%；实现归母净利润-0.42亿元，实现扣非归母净利润-0.11亿元。

**分品类看**，1H22护理家清产品实现营业收入17.3亿元，占比46.7%，同比增长1.1%，2Q环比出现下滑；护肤产品实现营业收入8.1亿元，占比21.9%，同比下降35%；母婴产品实现营业收入10.2亿元，占比27.5%，同比下降3.7%；合作品牌实现营业收入1.4亿元，占比3.9%，同比下降22.2%。

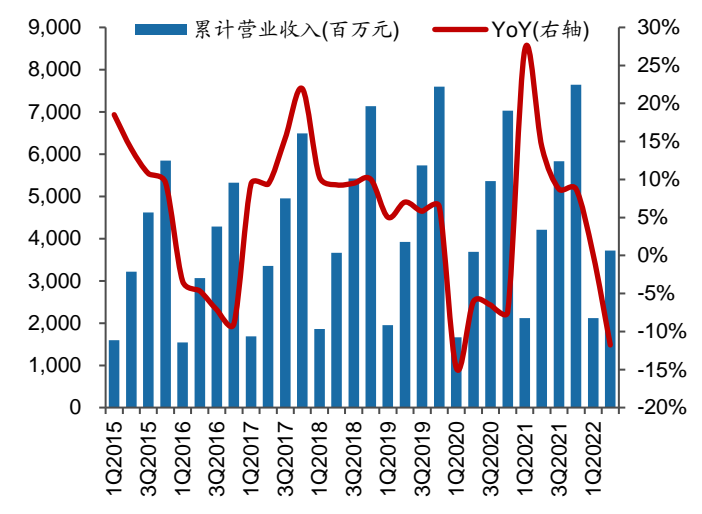
**分渠道看**，1H22公司线上渠道实现营收12.44亿元，同比下降22.6%，占比33.5%；公司线下渠道实现营收24.68亿元，同比下降5.04%，占比66.5%。2022上半年公司受疫情影响，线上、线下业务分别受到不同程度的冲击。**线上渠道方面**，公司护肤品类产品主要仓库自3月末到5月因疫情原因被严格封控，物流受限则导致了订单无法履约、退货比例增加、电商活动无法推进等问题，但六神品牌在618期间克服货品供应不足等困难，电商GMV同比增长23%，天猫旗舰店同比增长56%；据上海家化官方公众号，1H22公司持续推动全渠道整合，通过数据融合、货品协同、精细运营、服务联动等手段，将平台电商、社交电商、兴趣电商和特渠打通，兴趣电商同比实现高三位数增长，私域渠道聚焦高价值用户；公司建立的达播矩阵已有超100位达人上坑，50%为头部达人；**线下渠道方面**，零售终端闭店影响终端动销，但公司持续发挥线下渠道扎实和多元化布局的抗风险作用，加强与社区团购头部平台的合作力度、加大新零售推动力度，同时为适应零售终端变化，公司加大下沉市场开架零售终端的拓品拓店力度并进一步精简百货专柜。

图 1：单季营业收入及增速



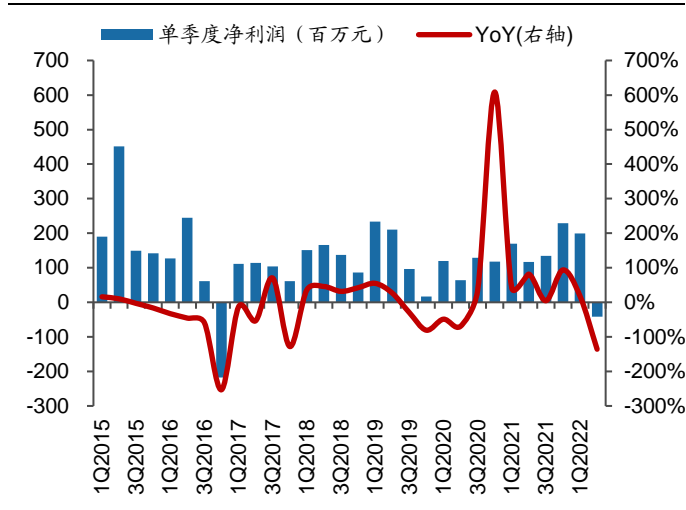
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：累计营业收入及增速



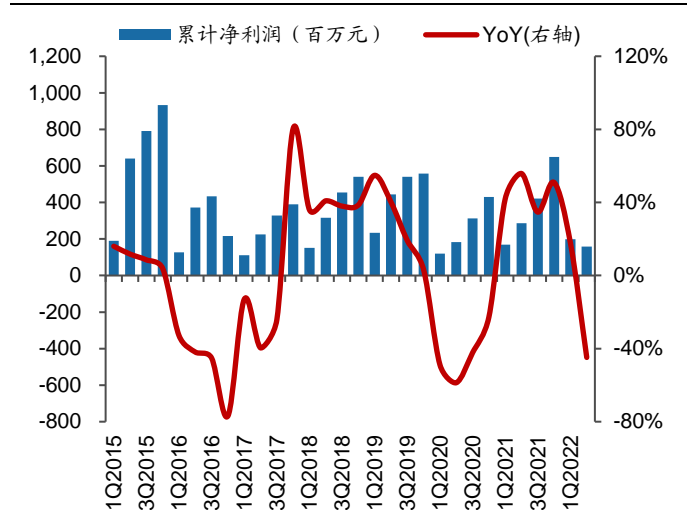
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3: 单季归属净利润及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 累计归属净利润及增速



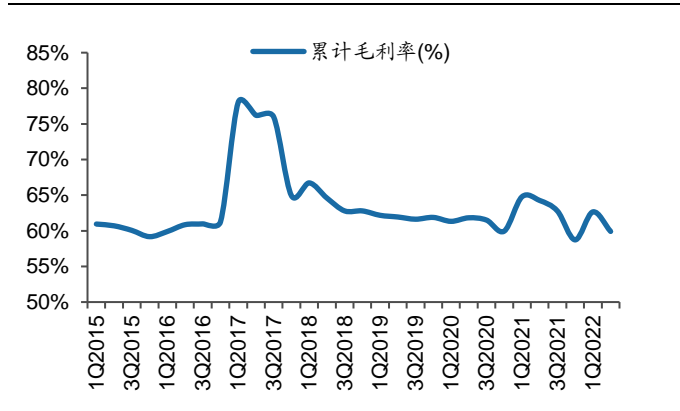
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 二、毛利率下滑, 费用管控良好

2022年上半年受疫情影响, 公司主营业务收入出现下滑, 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。在原材料成本上升的背景下, 1H22公司毛利率同比下降1.35pp至59.91%, 其中销售费率同比下降0.82pp至43.26%, 管理费用率同比下降0.03pp至8.59%, 研发费用率同比下降0.12pp至1.76%。

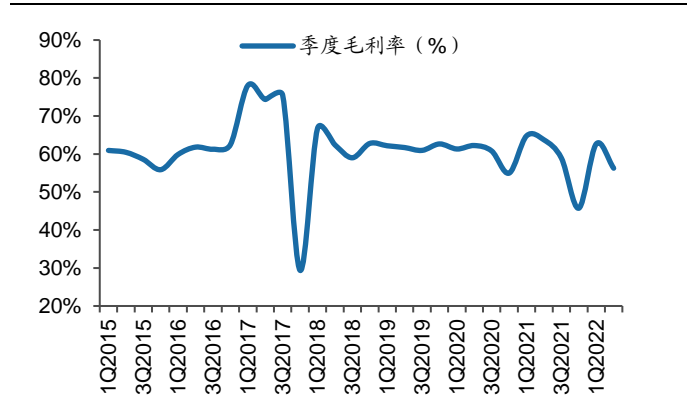
1H22公司存货周转天数同比上升18.2天至114.7天, 主要是由于公司6月份为应对疫情进行了原材料备货; 应收账款规模同比增长1.4%, 应收账款周转天数同比上升7天, 主要是由于季节性因素及疫情影响导致以及预付营销类费用同比增长。1H22公司录得正向经营性现金流4.35亿元, 同比下降34.46%。

图 5: 累计毛利率



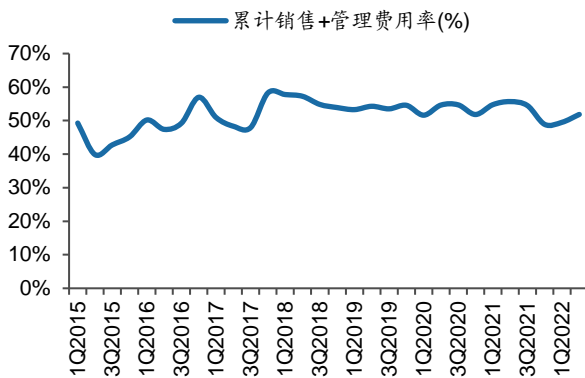
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 季度毛利率



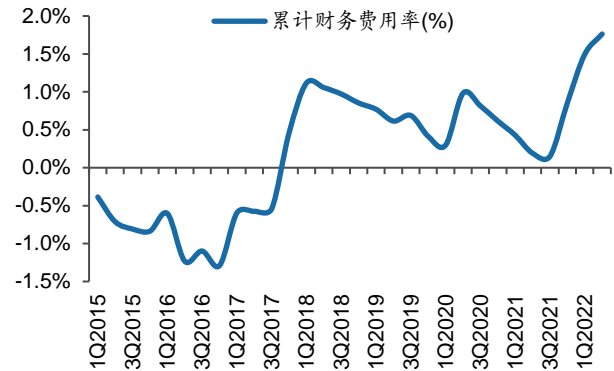
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 7: 累计销售+管理费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 8: 累计财务费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 1: 上海家化销售管理研发费用拆分

单位: 百万元	1H2021	1H2022	1H22 费用占比	同比增速 1H22
营销费用	1379.11	1,180.19	59.26%	-14.42%
费用率	32.76%	31.77%		
人工费用	500.29	479.03	24.05%	-4.25%
费用率	11.88%	12.90%		
科研项目费用	25.11	9.71	0.49%	-61.33%
费用率	0.60%	0.26%		
折旧摊销	65.19	57.09	2.87%	-12.43%
费用率	1.55%	1.54%		
股份支付费用	64.42	47.27	2.37%	-26.62%
费用率	1.53%	1.27%		
其他	263.56	218.40	10.97%	-17.13%
费用率	6.26%	5.88%		
合计	2,297.68	1,991.69		-13.32%
费用率	54.58%	53.62%		-14.42%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 三、产品、营销持续创新, 共同打造品牌竞争力

公司持续贯彻“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针, 努力应对疫情造成的相关不良影响, 由研发驱动产品、品牌创新, 聚焦爆品, 精简SKU, 数字化策略提升渠道经营效率, 积极探索产品、营销创新模式。

**产品创新方面**, 公司成功推出玉泽“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; 启初与北京儿童医院、马琳医生深度合作, 联合研发出“启初婴儿多维舒缓常护霜+特护霜”, 萃取青蒿活性成分, 运用Prolipid恒护技术解决新生儿高频周期性皮肤问题; 六神品牌推出的水嫩焕亮磨砂沐浴啫喱, 在618上市即售1.5万件, 后续还将推出鲜活草本系列净透祛痘沐浴露。

公司“618”期间销售业绩亮眼，六神品牌GMV同比增长23%，其中天猫旗舰店同比增长56%；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。

**营销创新方面**，公司通过多维运作，提升品牌宣传效能。玉泽官宣奥运冠军王濛为品牌代言人，通过王濛所代表的专业精神与玉泽的专业实力相绑定；高夫品牌官宣实力派演员张云龙为品牌代言人，共同打造30周年态度大片TVC，并进行抖音全民任务，邀请粉丝参与抖音合拍，实现目标受众的拓展；六神与超级植物跨界合作，联合推出永生苔藓罐头；佰草集官宣朱正廷为啵啵水代言人，同时采用数字化营销手段，提升线上线下新品声量，触达核心目标人群；启初与人气IP小刘鸭推出跨界联名限定礼盒。

针对2022年上半年疫情造成的不可抗力影响，公司对限制性股票激励计划进行调整以充分调动员工积极性，力争2022年下半年实现营业收入两位数增长。预计公司2022-2024年收入分别为78.9、90.7、103.1亿元，同比增长3.2%、15%、13.6%；归母净利润分别为6.5、9.0、10.7亿元，同比增长-0.5%、40.0%、17.9%，参考可比公司，给予公司22年45X PE估值，对应合理价值42.75元/股，维持“买入”评级。

#### 四、风险提示

可选消费景气度下降导致行业增速下滑；  
外资品牌进入行业竞争加剧；  
新品牌、新品类孵化有待观察。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>6,155</b>	<b>6,780</b>	<b>7,382</b>	<b>8,565</b>	<b>9,908</b>	
货币资金	1,287	1,597	2,219	3,110	4,217	
应收及预付	1,137	1,192	1,176	1,329	1,423	
存货	867	872	899	998	1,117	
其他流动资产	2,865	3,119	3,088	3,128	3,152	
<b>非流动资产</b>	<b>5,140</b>	<b>5,365</b>	<b>5,282</b>	<b>5,239</b>	<b>5,198</b>	
长期股权投资	476	434	464	499	539	
固定资产	1,019	939	875	810	736	
在建工程	24	25	25	25	25	
无形资产	769	761	670	629	577	
其他长期资产	2,853	3,206	3,248	3,276	3,320	
<b>资产总计</b>	<b>11,295</b>	<b>12,146</b>	<b>12,664</b>	<b>13,803</b>	<b>15,106</b>	
<b>流动负债</b>	<b>2,876</b>	<b>3,210</b>	<b>3,221</b>	<b>3,600</b>	<b>3,985</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	718	718	744	823	924	
其他流动负债	2,157	2,491	2,477	2,777	3,061	
<b>非流动负债</b>	<b>1,920</b>	<b>1,972</b>	<b>1,827</b>	<b>1,677</b>	<b>1,522</b>	
长期借款	1,062	925	780	630	475	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	858	1,047	1,047	1,047	1,047	
<b>负债合计</b>	<b>4,796</b>	<b>5,182</b>	<b>5,048</b>	<b>5,277</b>	<b>5,507</b>	
股本	678	680	680	680	680	
资本公积	978	1,082	1,082	1,082	1,082	
留存收益	4,971	5,485	6,137	7,047	8,120	
归属母公司股东权益	6,499	6,963	7,615	8,526	9,598	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,295</b>	<b>12,146</b>	<b>12,664</b>	<b>13,803</b>	<b>15,106</b>	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	<b>7,032</b>	<b>7,646</b>	<b>7,890</b>	<b>9,073</b>	<b>10,311</b>	
营业成本	3,102	3,156	3,242	3,601	4,031	
营业税金及附加	57	59	50	58	66	
销售费用	2,638	2,947	3,077	3,448	3,918	
管理费用	721	791	710	889	1,031	
研发费用	144	163	126	172	217	
财务费用	43	13	13	-11	-40	
资产减值损失	-69	-40	-10	-6	-8	
公允价值变动收益	28	-42	0	0	0	
投资净收益	171	209	39	91	103	
<b>营业利润</b>	<b>534</b>	<b>752</b>	<b>778</b>	<b>1,090</b>	<b>1,284</b>	
营业外收支	0	12	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>534</b>	<b>764</b>	<b>778</b>	<b>1,090</b>	<b>1,284</b>	
所得税	104	115	132	185	218	
<b>净利润</b>	<b>430</b>	<b>649</b>	<b>646</b>	<b>904</b>	<b>1,066</b>	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>430</b>	<b>649</b>	<b>646</b>	<b>904</b>	<b>1,066</b>	
EBITDA	606	796	940	1,153	1,299	
EPS (元)	0.63	0.96	0.95	1.33	1.57	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>643</b>	<b>993</b>	<b>956</b>	<b>1,199</b>	<b>1,406</b>	
净利润	430	649	646	904	1,066	
折旧摊销	236	265	256	248	252	
营运资金变动	38	214	31	87	148	
其它	-60	-136	23	-41	-60	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-671</b>	<b>-384</b>	<b>-138</b>	<b>-116</b>	<b>-111</b>	
资本支出	-105	-139	-129	-152	-154	
投资变动	-673	-368	-30	-35	-40	
其他	107	123	21	71	83	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-136</b>	<b>-228</b>	<b>-196</b>	<b>-192</b>	<b>-188</b>	
银行借款	1,068	0	-145	-150	-155	
股权融资	132	47	0	0	0	
其他	-1,336	-276	-51	-42	-33	
<b>现金净增加额</b>	<b>-222</b>	<b>311</b>	<b>622</b>	<b>891</b>	<b>1,107</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>1,499</b>	<b>1,277</b>	<b>1,597</b>	<b>2,219</b>	<b>3,110</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>1,277</b>	<b>1,588</b>	<b>2,219</b>	<b>3,110</b>	<b>4,217</b>	

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-7.4%	8.7%	3.2%	15.0%	13.6%
营业利润增长	-23.8%	40.9%	3.4%	40.0%	17.9%
归母净利润增长	-22.8%	50.9%	-0.5%	40.0%	17.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	55.9%	58.7%	58.9%	60.3%	60.9%
净利率	6.1%	8.5%	8.2%	10.0%	10.3%
ROE	6.6%	9.3%	8.5%	10.6%	11.1%
ROIC	3.9%	5.5%	6.5%	8.0%	8.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.5%	42.7%	39.9%	38.2%	36.5%
净负债比率	73.8%	74.4%	66.3%	61.9%	57.4%
流动比率	2.14	2.11	2.29	2.38	2.49
速动比率	1.82	1.81	1.99	2.08	2.18
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.62	0.63	0.62	0.66	0.68
应收账款周转率	6.45	6.89	7.16	7.30	7.77
存货周转率	8.12	8.77	8.77	9.10	9.23
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.63	0.96	0.95	1.33	1.57
每股经营现金流	0.95	1.46	1.41	1.76	2.07
每股净资产	9.59	10.25	11.21	12.55	14.12
<b>估值比率</b>					
P/E	54.73	42.30	34.58	24.69	20.95
P/B	3.62	3.94	2.93	2.62	2.33
EV/EBITDA	38.52	34.01	22.55	17.47	14.53

## 广发批零与社会服务行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李旭东：高级分析师，复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：高级分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：高级研究员，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 童嘉伟：研究员，伦敦大学学院计算金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。