



2022年08月22日

上海家化（600315.SH）

疫情下护肤品类受损较多，H2业绩改善有支撑

事件概要

公司发布2022年半年度报告，今年1-6月累计实现营业收入37.15亿元，同比降低11.76%；取得归母净利润1.58亿元，同比降低44.84%；扣非归母净利润2.01亿元，同比降低39.58%；基本每股收益0.23元，同比跌落45.24%。

投资要点

◆ **疫情下护肤品类受损较多，看好核心品牌驱动下H2的收入回增。**收入端，公司上半年营业收入37.15亿元，较去年同期跌落11.76%，主要源于3月以来，疫情对本土行业环境产生冲击——根据国家统计局数据，2022年1-6月社会消费品零售总额同比下降0.7%，其中，限额以上化妆品类的零售总额为1905亿元，较去年同期下滑2.5%；尤其公司核心区域位于长三角，生产、物流、渠道等多个环节受到较大影响，产能利用率下滑，物流仓储受阻下退货率上升。海外业务相对较好，上半年实现营业收入8.96亿元，同比微增1%，但剔除汇率影响则同比+7.58%。

拆分到品类，护肤品类由于其仓库主要位于长三角，受影响最大，H1累计营业收入8.13亿元，同比下滑34.84%，占整体的21.91%；个护家清仓储端受损程度小于护肤品类，且得益于稳固的份额优势，六神品牌在618期间发力拉升营业收入(电商GMV同比+23%，其中天猫旗舰店同比+56%)，驱动品类整体实现营收17.33亿元，占46.67%；此外，母婴品类和合作品牌分别实现营业收入10.22亿元、1.44亿元，占27.54%、3.88%。

趋势而言，一是行业整体呈现回暖态势，相较3-5月连续下跌12.7%、22.3%、11%，化妆品社会零售总额在6、7月分别实现424亿元/+8.1%和253亿元/+0.7%。二是公司自身品牌优势仍在，六神在7月的天猫大牌日中GMV同比增长154%，属身体护理类目Top1；截至今年6月30日，佰草集、玉泽的滚动12个月复购率同比提升0.20pct、0.44pct至41.81%、43.02%，品牌认知和用户粘性护城河有望带动下半年收入增速的修复。

◆ **控费增效补偿利润空间，优化品类结构改善毛利水平。**公司上半年整体毛利率为59.91%/-1.35pct，归母净利润1.58亿元/-44.84%，扣非归母净利润2.01亿元/-39.58%主要有四个方面的因素：1) 2021年1月1日起，根据财政部的《企业会计准则实施问答》，部分运输成本自销售费用重分类至营业成本，压低了毛利率的值；2) 收入端受到冲击尤其是高毛利的护肤品收入减少影响了毛利结构，成本端的刚性支出和固定折旧仍然发生，叠加原材料成本上涨，拉低盈利水平；3) 联营企业同样受到疫情影响，致使公司相关投资收益大幅削减，整体投资收益同比下滑74.27%；4) 非经常性损益因持有的金融资产贬值而大幅亏损约4300万。对此，一方面公司已经通过增加原材料备货应对价格波动风险，存货和应收账款周转天数同比增加18天/7天，配合控费增效的手段在一定程度上补偿整体盈利空间，22H1销售/管理/研发费用分别同比大幅减少13.40%/12.02%/17.27%至16.07亿元/3.19亿元/0.65亿元；另一方面，借助新品的推出，以年轻高端化为方向持续优化品类

公司快报

基础化工 | 日用化学品III

投资评级

买入-B(维持)

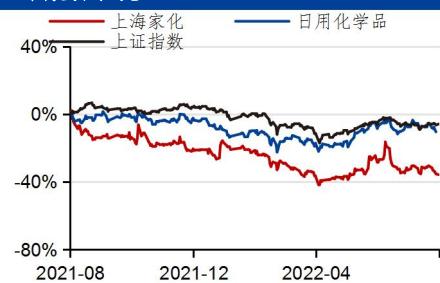
股价(2022-08-22)

32.86元

交易数据

总市值（百万元）	22,332.79
流通市值（百万元）	22,108.55
总股本（百万股）	679.63
流通股本（百万股）	672.81
12个月价格区间	50.40/30.76

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.16	-2.66	-26.39
绝对收益	-5.98	1.51	-30.75

分析师

刘荆

SAC 执业证书编号: S0910520020001
liujing1@huajinsc.cn

报告联系人

刘洁冰

liujiebing@huajinsc.cn

相关报告

上海家化：特渠及海外业务扰动21Q3业绩，护肤品类增速优异-上海家化公司快报
2021.10.27

上海家化：护肤品类快速增长，经营质量改善明显-上海家化2021年半年度报告点评
2021.8.25



结构，获得更好的产品溢价。

- ◆ **全渠道巩固品牌竞争力，股权激励加速业绩显现。**线上，合作的范围从天猫创新中心扩展到小红书、抖音等，注重加强专业化内容的创作，孵化爆品的同时推进私域的搭建，驱动线上整体取得 **12.44** 亿元收入，**8.84** 亿元来自国内，**3.60** 亿元来自海外。线下，在强化核心商超渠道、用户对话和头部平台合作的基础上，瞄准新零售和下沉市场不断发力，**22H1** 累计取得收入 **24.68** 亿元，海外贡献 **5.36** 亿元，国内 **19.32** 亿元中的 **16.30** 亿元来自商超渠道，占 **84.37%**。此外，中报同日发布股权激励计划，有利于调动员工积极性，驱动公司相关调整优化措施在下半年尽快取得进展并于业绩显现。

- ◆ **投资建议：**公司主业涉及护肤、个护家清、母婴三大领域，旗下拥有众多国民品牌如佰草集、双妹、美加净、六神等，近年来深化全渠道布局，不断推出新品优化品类结构的同时，也为品牌赋能。今年以来受疫情及全球经济形式影响业绩承压，下半年本土疫情好转之下，深厚的品牌力和管理优化调整有望支撑业绩修复向好。我们公司预测 **2022** 年至 **2024** 年每股收益分别为 **0.83、1.18、1.39** 元，三年市盈率分别为 **40.1、28.0、23.7** 倍，维持“买入-B”建议。

- ◆ **风险提示：**疫情反复影响超预期；原材料价格再次大幅上升；拓品进度和市场反响不理想；品类需求过于不景气。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,032	7,646	7,643	8,637	9,657
YoY(%)	-7.4	8.7	-0.0	13.0	11.8
净利润(百万元)	430	649	561	803	948
YoY(%)	-22.8	50.9	-13.6	43.1	18.0
毛利率(%)	60.0	58.7	56.0	60.4	61.4
EPS(摊薄/元)	0.63	0.96	0.83	1.18	1.39
ROE(%)	6.6	9.3	7.7	10.1	10.8
P/E(倍)	52.3	34.6	40.1	28.0	23.7
P/B(倍)	3.5	3.2	3.1	2.8	2.6
净利率(%)	6.1	8.5	7.3	9.3	9.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6155	6780	7200	7542	8667	营业收入	7032	7646	7643	8637	9657
现金	1287	1597	1952	2006	2915	营业成本	2816	3156	3365	3418	3729
应收票据及应收账款	1090	1109	1089	1395	1382	营业税金及附加	57	59	56	65	74
预付账款	47	83	47	100	64	营业费用	2924	2947	2798	3257	3678
存货	867	872	982	901	1153	管理费用	721	791	751	891	983
其他流动资产	2865	3119	3131	3140	3152	研发费用	144	163	155	183	209
非流动资产	5140	5365	5296	5337	5378	财务费用	43	13	-18	-27	-47
长期投资	476	434	445	462	491	资产减值损失	-69	-40	-14	-45	-53
固定资产	1019	939	853	904	940	公允价值变动收益	28	-42	17	22	6
无形资产	778	772	817	777	736	投资净收益	171	209	140	150	162
其他非流动资产	2868	3220	3179	3194	3212	营业利润	534	752	680	978	1146
资产总计	11295	12146	12495	12879	14045	营业外收入	4	14	6	7	8
流动负债	2876	3210	3400	3329	3899	营业外支出	4	2	2	2	3
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	534	764	683	982	1151
应付票据及应付账款	718	718	813	742	955	所得税	104	115	122	179	203
其他流动负债	2157	2491	2586	2587	2944	税后利润	430	649	561	803	948
非流动负债	1920	1972	1768	1588	1404	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	1062	925	721	541	357	归属母公司净利润	430	649	561	803	948
其他非流动负债	858	1047	1047	1047	1047	EBITDA	801	986	832	1078	1230
负债合计	4796	5182	5168	4917	5303						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	678	680	680	680	680						
资本公积	978	1082	1082	1082	1082						
留存收益	4971	5485	5873	6430	7085						
归属母公司股东权益	6499	6963	7327	7962	8742						
负债和股东权益	11295	12146	12495	12879	14045						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
经营活动现金流	643	993	652	378	1224						
净利润	430	649	561	803	948	成长能力					
折旧摊销	236	209	175	134	138	营业收入(%)	-7.4	8.7	-0.0	13.0	11.8
财务费用	43	13	-18	-27	-47	营业利润(%)	-23.8	40.9	-9.7	43.9	17.2
投资损失	-171	-209	-140	-150	-162	归属于母公司净利润(%)	-22.8	50.9	-13.6	43.1	18.0
营运资金变动	3	100	91	-360	353	获利能力					
其他经营现金流	103	231	-17	-22	-6	毛利率(%)	60.0	58.7	56.0	60.4	61.4
投资活动现金流	-671	-384	51	-3	-10	净利率(%)	6.1	8.5	7.3	9.3	9.8
筹资活动现金流	-136	-228	-349	-320	-305	ROE(%)	6.6	9.3	7.7	10.1	10.8
每股指标(元)						ROIC(%)	5.9	7.8	6.2	8.5	9.3
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.96	0.83	1.18	1.39	偿债能力					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.46	0.96	0.56	1.80	资产负债率(%)	42.5	42.7	41.4	38.2	37.8
每股净资产(最新摊薄)	9.56	10.25	10.78	11.71	12.86	流动比率	2.1	2.1	2.1	2.3	2.2
						速动比率	1.8	1.7	1.7	1.9	1.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	6.1	7.0	7.0	7.0	7.0
						应付账款周转率	3.7	4.4	4.4	4.4	4.4
						估值比率					
						P/E	52.3	34.6	40.1	28.0	23.7
						P/B	3.5	3.2	3.1	2.8	2.6
						EV/EBITDA	24.7	19.9	23.0	17.6	14.5

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn