

上海家化 (600315.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

低谷已过，期待疫情&特渠&超头缺

失多拖累因素消除下迎来黎明曙光

业绩简评

公司3.14发布22年业绩快报，22年收入71.06亿元、同降7.06%，归母净利润4.72亿元、同降27.29%，扣非归母净利润5.41亿元、同降20%；以此推算4Q22收入17.52亿元、同降3.5%，归母净利润1.59亿元、同降30.6%，扣非归母净利润1.72亿元、同降14.5%，归母/扣非净利率分别为9.06%/9.83%、同比-3.54/-1.27 PCT。4Q22收入端个位数下滑主要系疫情放开后感染激增、线上/线下销售受扰动；利润端降幅大于收入端预计系产品结构变化（高毛利护肤品占比下降）毛利率同比下降所致；归母净利降幅大于扣非净利降幅主要为持有的基金及权益工具投资公允价值下降。

经营分析

分品类看，4Q22个护表现突出，护肤略有承压、预计玉泽/佰草集同比下降。护肤品类继续聚焦头部SKU、精简尾部产品，佰草集产品线逐步理清&品牌重塑升级基本完成，玉泽23年3月上新油敏霜（针对油敏肌屏障修护）、预计23年恢复增长；六神在高端化/年轻化/全季化实现突破，大单品菁萃沐浴露表现亮眼、拉动电商销售靓丽&客单价提升。

线上坚持多平台精细化运营，特渠22年末月销增速转正，线下持续发力新零售。4Q22多平台达人矩阵建设更进一步（4Q22抖音达播占比50%、23年预计提升至60%），佰草集重启与超头李佳琦的合作、合作单品为明星单品太极啵啵水/新七白美白嫩肤面膜（大白泥）/新七白灯管精华；特渠零售化推进下22年末月销售额同比转正；线下持续推进智慧零售转型，新零售业务占比不断提升。

玉泽抖音1-2M23增长靓丽。据魔镜+飞瓜数据，1-2月玉泽抖音/淘系GMV同增55%+/同降48%，佰草集淘系同降4%（其中2月同增63.4%、主要系合作超头主播），3.1-3.8期间佰草集/玉泽抖音GMV分别为100-250/500-750万元（22年3月GMV为290+/736+万元）。

盈利预测、估值与评级

23年疫情/特渠/超头高基数拖累因素基本消除、业绩望加速修复。考虑Q4疫情冲击、下调22-24年盈利预测19%/16%/16%，预计22-24年归母净利润4.72/6.65/8.11亿元，同比-27%/+41%/+22%，对应22-24年PE分别为42/30/24倍，维持“买入”评级。

风险提示

新品孵化/渠道拓展/营销投放不及预期。

商贸零售组

分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

联系人：蔡昕妤

caixy@gjzq.com.cn

市价（人民币）：29.07元

相关报告：

- 《Q3疫后改善，看好Q4进一步发力-上海家化3Q22业绩点评》，2022.10.26
- 《低谷已过，期待2H22恢复性增长-上海家化2Q22业绩点评》，2022.8.20
- 《多因素拖累Q1表现，期待渠道持续优化成效-上海家化22Q1业绩点评》，2022.4.28



公司基本情况（人民币）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,032	7,646	7,106	8,057	9,207
营业收入增长率	-7.43%	8.73%	-7.07%	13.39%	14.27%
归母净利润(百万元)	430	649	472	665	811
归母净利润增长率	-22.78%	50.92%	-27.31%	40.97%	21.84%
摊薄每股收益(元)	0.635	0.955	0.695	0.980	1.194
每股经营性现金流净额	0.95	1.46	0.27	0.79	1.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.62%	9.32%	6.32%	8.46%	9.71%
P/E	54.73	42.30	41.82	29.66	24.35
P/B	3.62	3.94	2.64	2.51	2.36

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	货币资金	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
	7,597	7,032	7,646	7,106	8,057	9,207	应收账款	1,609	1,287	1,597	1,829	2,067	2,350
增长率		-7.4%	8.7%	-7.1%	13.4%	14.3%	存货	1,295	1,177	1,312	1,314	1,556	1,778
主营业务成本	-2,896	-2,816	-3,156	-2,833	-3,131	-3,538	其他流动资产	925	867	872	815	944	1,066
%销售收入	38.1%	40.0%	41.3%	39.9%	38.9%	38.4%	流动资产	2,048	2,825	2,999	3,056	3,062	3,070
毛利	4,701	4,216	4,491	4,272	4,926	5,669	%总资产	52.7%	54.5%	55.8%	59.5%	61.5%	63.2%
%销售收入	61.9%	60.0%	58.7%	60.1%	61.1%	61.6%	长期投资	981	917	925	925	925	925
营业税金及附加	-54	-57	-59	-45	-52	-59	固定资产	1,146	1,043	964	977	995	1,027
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	%总资产	10.3%	9.2%	7.9%	8.3%	8.0%	7.9%
销售费用	-3,204	-2,924	-2,947	-2,950	-3,344	-3,812	无形资产	2,970	2,821	2,744	2,723	2,716	2,711
%销售收入	42.2%	41.6%	38.5%	41.5%	41.5%	41.4%	非流动资产	5,270	5,140	5,365	4,782	4,785	4,804
管理费用	-942	-721	-791	-611	-677	-755	%总资产	47.3%	45.5%	44.2%	40.5%	38.5%	36.8%
%销售收入	12.4%	10.2%	10.3%	8.6%	8.4%	8.2%	资产总计	11,147	11,295	12,146	11,796	12,414	13,068
研发费用	-173	-144	-163	-121	-161	-184	短期借款	6	10	151	176	234	81
%销售收入	2.3%	2.1%	2.1%	1.7%	2.0%	2.0%	应付款项	2,365	2,325	2,509	2,470	2,540	2,793
息税前利润 (EBIT)	329	370	531	545	693	860	其他流动负债	494	540	550	368	487	575
%销售收入	4.3%	5.3%	6.9%	7.7%	8.6%	9.3%	流动负债	2,865	2,876	3,210	3,015	3,261	3,449
财务费用	-31	-43	-13	-42	-41	-31	长期贷款	1,138	1,062	925	925	925	925
%销售收入	0.4%	0.6%	0.2%	0.6%	0.5%	0.3%	其他长期负债	859	858	1,047	389	362	342
资产减值损失	-74	-86	-19	0	0	0	负债	4,862	4,796	5,182	4,329	4,548	4,716
公允价值变动收益	84	28	-42	0	0	0	普通股股东权益	6,286	6,499	6,963	7,467	7,866	8,352
投资收益	154	171	209	66	160	160	其中：股本	671	678	680	680	680	680
%税前利润	21.9%	32.1%	27.3%	11.6%	19.7%	16.2%	未分配利润	4,316	4,578	5,092	5,375	5,775	6,261
营业利润	700	534	752	569	811	989	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业利润率	9.2%	7.6%	9.8%	8.0%	10.1%	10.7%	负债股东权益合计	11,147	11,295	12,146	11,796	12,414	13,068
营业外收支	2	0	12	0	0	0							
税前利润	702	534	764	569	811	989							
利润率	9.2%	7.6%	10.0%	8.0%	10.1%	10.7%							
所得税	-145	-104	-115	-97	-146	-178							
所得税率	20.6%	19.4%	15.1%	17.0%	18.0%	18.0%							
净利润	557	430	649	472	665	811							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	557	430	649	472	665	811							
净利率	7.3%	6.1%	8.5%	6.6%	8.3%	8.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	557	430	649	472	665	811							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	304	321	285	134	137	141							
非经营收益	-298	-146	-155	61	-78	-83							
营运资金变动	186	38	214	-483	-188	-12							
经营活动现金净流	749	643	993	183	535	857							
资本开支	-30	-105	-139	277	-140	-160							
投资	-130	-673	-368	0	0	0							
其他	39	107	123	66	160	160							
投资活动现金净流	-121	-671	-384	343	20	0							
股权融资	0	132	47	220	0	0							
债权融资	0	-62	-4	-210	58	-153							
其他	-186	-205	-271	-266	-348	-401							
筹资活动现金净流	-186	-136	-228	-257	-290	-554							
现金净流量	438	-222	311	270	265	303							
每股指标							增长						
							主营业务收入增长率	6.43%	-7.43%	8.73%	-7.07%	13.39%	14.27%
							EBIT增长率	-33.24%	12.62%	43.44%	2.57%	27.20%	24.10%
							净利润增长率	3.09%	-22.78%	50.92%	-27.31%	40.97%	21.84%
							总资产增长率	9.72%	1.33%	7.53%	-2.88%	5.24%	5.28%
资产管理能力							应收账款周转天数	54.3	60.2	52.5	62.0	65.0	65.0
							存货周转天数	113.4	116.1	100.5	105.0	110.0	110.0
							应付账款周转天数	104.1	99.9	83.1	100.0	100.0	100.0
							固定资产周转天数	53.9	52.9	44.8	45.9	38.5	31.8
偿债能力							净负债/股东权益	-38.17%	-45.34%	-46.25%	-45.90%	-45.86%	-48.41%
							EBIT利息保障倍数	10.5	8.5	42.4	13.0	16.8	27.7
							资产负债率	43.61%	42.46%	42.67%	36.70%	36.64%	36.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-09-27	买入	44.52	N/A
2	2021-10-27	买入	42.50	N/A
3	2022-01-19	买入	41.70	N/A
4	2022-03-17	买入	35.00	N/A
5	2022-03-19	买入	37.04	N/A
6	2022-04-28	买入	31.14	N/A
7	2022-08-20	买入	33.10	N/A
8	2022-10-26	买入	27.23	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402