

上海家化（600315.SH）

2023年一季度利润端有所改善，日化龙头走出阴霾稳步复苏

买入

核心观点

公司2022年业绩有所承压，但23年Q1改善初有成效。公司2022年实现收入71.1亿元，同比-7.1%，归母净利润4.7亿元，同比-27.3%；2023Q1公司实现收入19.8亿元，同比-6.5%；归母净利润2.3亿元，同比+15.6%。其中国内业务收入-5.3%，海外业务-11.5%，收入端承压主要由于：1）英国通胀压力加大及竞争加剧导致海外业务承压；2）疫情因素导致Q1营销投放相对保守；3）海外业务毛利率下降，但剔除汇率影响，毛利率同比仍为上升。

分品类看：护肤品有所下滑，个护家清类保持稳健。分品类来看，23年Q1公司护肤品同比下滑8%，主要由于疫情原因公司减少了护肤品类的营销投放，具体分品牌看：1）佰草集Q1收入同比-18%，百货渠道受多因素影响压力较大同比-40%，但电商渠道已连续两个季度增速超35%。2）玉泽Q1收入下滑13%，但4月在天猫超品日带动下表现已有所改善。3）高夫/美加净Q1分别下滑11%/9%。个护家清类23年一季度同比基本持平，具体来看：1）六神不断推动年轻化、高端化和全季化发展，Q1整体收入同比基本持平。2）家安Q1实现两位数增长。母婴品类23年一季度下降约10%，其中受前述海外业务影响较大。启初品牌则积极推出新品系列，拉动客单价提升。

分渠道看，兴趣电商实现高速增长。23年一季度公司整体线上收入-2.9%，国内电商-5.5%，但其中兴趣电商增速超130%，占电商业务收入比重提升至19%；天猫平台-17%；特渠已恢复+8%增长。一季度线下收入-8%，其中商超/CS/百货分别-3.7%/+3%/-40%，百货积极消化高库存，导致增速下滑较大。

盈利能力有所承压。公司2022/2023Q1毛利率分别-1.61pct/-1.46pct，Q1下滑主要由于1）促销力度加大，但公司整体品牌投放费用率仍处于稳定态势；2）渠道结构调整，ToB业务占比提高；3）汇率影响致海外业务毛利率下降。22/23Q1经营性现金流净额由于收入下降分别同比-33.05%/-17.02%。

风险提示：疫情反复，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：今年以来公司基本面正逐步走出疫情影响实现平稳复苏，随着外部不稳定因素的逐渐消除，以及公司自身的积极变革，全年有望重回成长轨道。短期来看，进入二季度，在去年受疫情影响低基数下，配合公司加大对于旗下品牌新品开发和营销投放，以及持续推进渠道发展转型，有望推动收入端实现加速复苏，而在持续降本增效下，助推实现更好的盈利水平提升。我们维持公司2023-2024年并新增2025年盈利预测为8.05/9.45/10.68亿元，对应PE分别为23/20/17x，维持中长期“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,646.12	7,106.31	8,740.76	9,648.06	10,535.68
(+/-%)	8.73%	-7.06%	23.00%	10.38%	9.20%
净利润(百万元)	649.25	472.04	804.92	945.25	1067.74
(+/-%)	50.92%	-27.29%	70.52%	17.43%	12.96%
每股收益(元)	0.96	0.70	1.19	1.39	1.57
EBIT Margin	9.08%	10.27%	9.33%	10.01%	10.43%
净资产收益率(ROE)	9.32%	6.51%	10.41%	11.39%	11.94%
市盈率(PE)	28.53	39.19	22.98	19.57	17.33
EV/EBITDA	27.30	25.98	24.68	21.36	19.19
市净率(PB)	2.66	2.55	2.39	2.23	2.07

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
联系人：孙乔容若

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

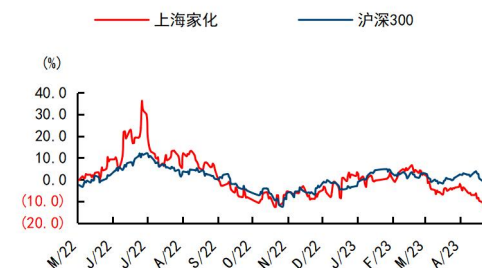
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	27.25元
总市值/流通市值	18499/18345百万元
52周最高价/最低价	43.53/26.83元
近3个月日均成交额	194.00百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

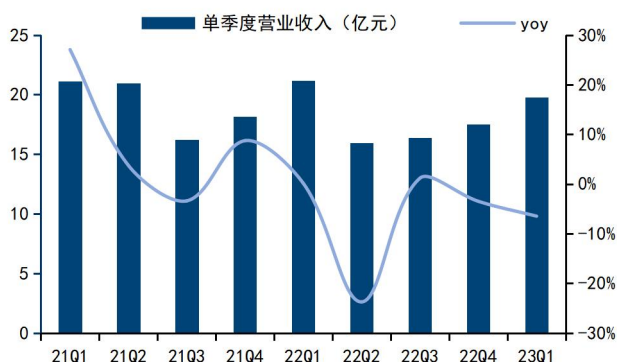
相关研究报告

- 《上海家化(600315.SH)-2022年多因素致业绩承压，积极调整转型蓄力复苏》——2023-03-15
- 《上海家化(600315.SH)-业绩实现恢复性增长，未来多品类发展可期》——2022-10-27
- 《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》——2022-08-22
- 《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

公司 2022 年业绩有所承压，但 23 年 Q1 积极改善中。公司 2022 年实现营业收入 71.06 亿元，同比减少 7.06%；实现归母净利润 4.72 亿元，同比减少 27.29%。剔除超头和汇率的影响，2022 年收入下滑 1.76%。2022 年公司业绩受疫情等外部因素影响较为明显，同时叠加自身在超头主播及特渠业务的渠道调整。

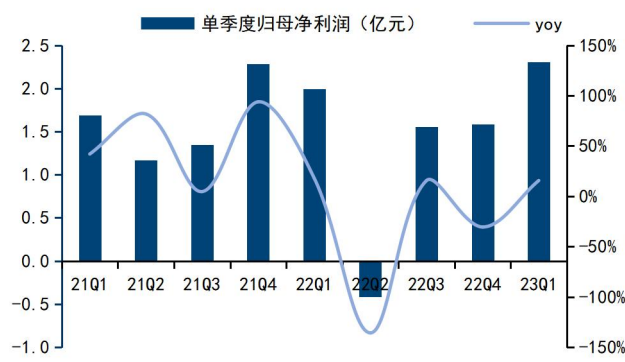
同时，公司发布 2023 年一季报，2023 年 Q1 公司实现收入 19.80 亿元，同比-6.49%；实现归母净利润 2.30 亿元，同比+15.59%。其中国内业务收入下降 5.3%，海外业务收入下降 11.5%，主要由于：1）英国通胀压力加大以及同类商品竞争加剧导致海外市场承压；2）疫情客观因素导致 Q1 营销投放相对保守；3）海外业务毛利率下降，但若剔除汇率影响，海外业务毛利率同比仍为上升。

图1：公司单季度营业收入及增速（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：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看：23 年 Q1 护肤品有所下滑，个护家清类保持稳健

护肤品 23 年 Q1 同比下滑 8%，主要由于疫情原因减少护肤品类的营销投放，预计从 4 月开始不断恢复，具体分品牌看：1）佰草集，聚焦 4 大功能线全面布局，23 年 Q1 同比-18%，主要由于百货渠道压力较大同比下滑 40%，但电商渠道已连续两个季度增速超 35%，整体渠道结构不断调整。2）玉泽，持续夯实品牌“医研共创”、“皮肤屏障自修护”的差异化定位。2022 年上市首创大分子防晒新品，首发便成为天猫小黑盒防晒 TOP1。23 年 Q1 收入下滑 13%，但 4 月官宣白宇成为代言人，并在天猫超品日已看到改善情况。3）高夫/美加净 23 年 Q1 分别下滑 11%/9%。高夫聚焦高端蓝色线产品，2022 年 8 月成为抖音男士品牌 TOP3；美加净持续布局新品，酵米抗初老、美白、面膜等核心系列促进品牌逐步升级。

个护家清类 23Q1 同比基本持平，具体来看，1）六神，不断推动年轻化、高端化和全季化发展，23 年 Q1 整体收入同比基本持平。2）家安，布局食品级认证的餐具净和内衣净，23 年 Q1 实现两位数增长。

母婴品类 23Q1 下降约 10%，其中海外下降 10%以上。启初与首都医科大学附属北京儿童医院马琳主任团队开展合作，推出以青蒿素为核心成分的多维舒缓系列，拉动客单价提升；同时与联合小刘鸭 IP 进行联名防晒，一跃成为夏季 TOP1 单品，天猫宝宝防晒热销榜 TOP2。

分渠道看，23 年 Q1 公司兴趣电商实现高速增长。

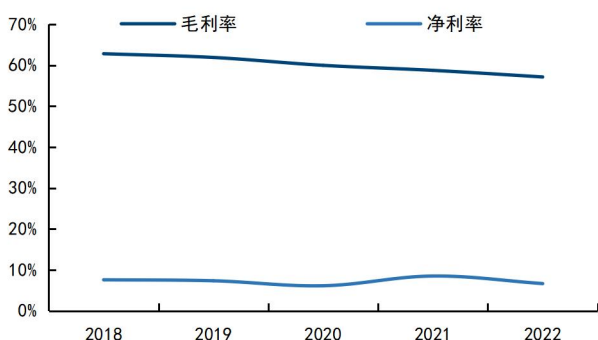
23 年 Q1 整体线上收入下滑 2.9%，国内电商下滑 5.5%，但其中亿抖音电商为主的兴趣电商渠道增速超 130%，占电商业务收入比重提升至 19%；天猫平台下降 17%；特渠已恢复增长，同比+8%。线下 23 年 Q1 下滑约 8%，其中商超/CS/百货分别

-3.7%/+3%/-40%，百货渠道由于需要消化高库存导致增速下滑较大。

盈利能力方面，公司 2022 年毛利率/净利率分别为 57.12%/6.64%，同比 -1.61pct/-1.85pct，主要受到高毛利护肤品收入下滑影响，同时疫情等因素下刚性成本费用影响。2023 年 Q1 毛利率 61.20%，同比 -1.46pct，主要由于 1) 公司促销力度加大；2) 渠道结构调整，ToB 业务占比提高；3) 汇率影响导致海外业务毛利率下降。

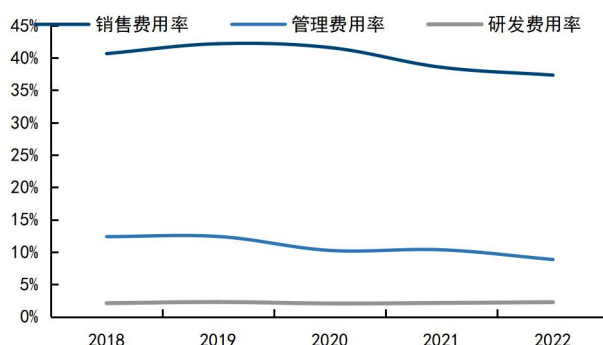
费用率方面，公司 2022 年销售/管理/研发费用率分别同比 -1.22pct/-1.50pct/+0.12pct，23 年 Q1 则分别 +0.91pct/-0.61pct/+0.16pct。若考虑整体品牌投放费用率，整体处于稳定态势，未来随着加大营销资源的投放，预计销售费用率有所提升，而管理费用率将进一步得到优化。

图3：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

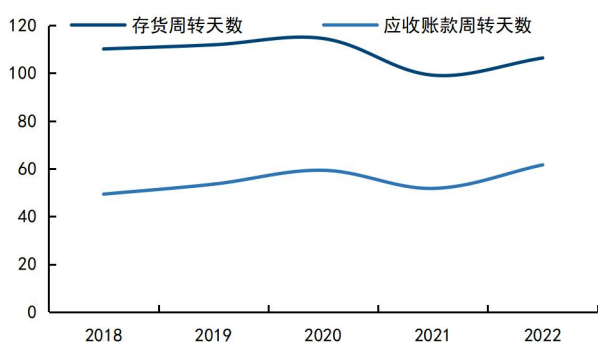
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

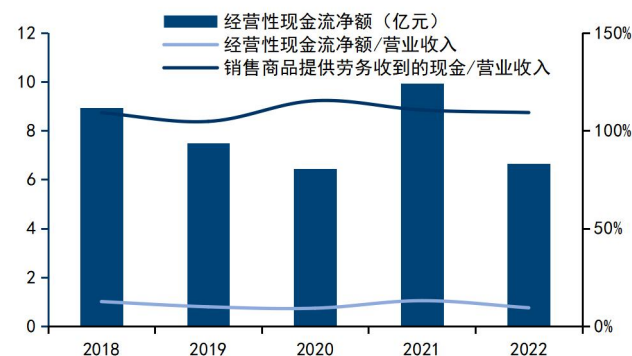
营运能力及现金流方面，公司 22 年存货周转天数约 106 天，同比上升 7 天；应收账款周转天数 62 天，同比上升 10 天。22 年及 23 年 Q1 公司经营性现金流净额分别同比 -33.05%/-17.02%，主要由于销售收入下降导致经营性现金流同比下滑。同时公司控股海外子公司管理层上半年将完成股权激励的行权，预计会带来 23 年整体 2.3 亿现金流的减少。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：2023 一季度利润端有所改善，日化龙头走出阴霾稳步复苏

2022 年公司收入端受疫情等外部环境因素影响，以及自身的特渠业务以及超头直播调整的影响，利润端则受到参股公司投资收益以及理财投资等非经损失等影响，

整体也承压较为明显。但今年以来，随着外部不稳定因素的逐渐消除，同时公司加大对于旗下品牌的新品开发和营销投放，以及持续推进渠道发展和转型，有望推动公司收入实现恢复性增长，而在持续降本增效下的盈利能力改善，也将助力公司利润端实现更为优异的复苏。我们维持公司 2023-2024 年并新增 2025 年归母净利润预测为 8.05/9.45/10.68 亿元，对应 PE 分别为 23/20/17x，维持中长期“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-04-25)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600315.SH	上海家化	27.25	185	0.70	1.19	1.39	1.57	45.81	22.98	19.57	17.33	6.51	0.33	买入
300957.SZ	贝泰妮	107.91	457	2.48	3.03	3.85	4.89	43.51	35.61	28.03	22.07	18.93	1.61	买入
603605.SH	珀莱雅	165.15	468	2.88	3.66	4.55	5.53	57.28	45.10	36.30	29.88	23.19	1.67	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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1597	1685	1555	2170	2511	营业收入	7646	7106	8741	9648	10536
应收款项	1184	1398	1269	1401	1530	营业成本	3156	3048	3601	3909	4235
存货净额	872	929	1075	1060	1377	营业税金及附加	59	48	61	68	74
其他流动资产	427	421	355	466	632	销售费用	2947	2652	3289	3638	3977
流动资产合计	6780	6555	6710	7552	8505	管理费用	791	628	974	1067	1150
固定资产	964	891	984	1074	1152	财务费用	13	(11)	9	(6)	(18)
无形资产及其他	761	790	759	727	695	投资收益	209	43	150	150	150
投资性房地产	3206	3619	3619	3619	3619	资产减值及公允价值变动	(2)	(74)	0	1	2
长期股权投资	434	415	435	455	475	其他收入	(136)	(166)	0	0	0
资产总计	12146	12269	12506	13426	14446	营业利润	752	544	956	1123	1269
短期借款及交易性金融负债	151	427	10	10	10	营业外净收支	12	5	2	2	2
应付款项	718	915	977	1060	1148	利润总额	764	549	958	1125	1271
其他流动负债	2340	2192	2183	2392	2600	所得税费用	115	77	153	180	203
流动负债合计	3210	3533	3171	3462	3757	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	925	751	751	751	751	归属于母公司净利润	649	472	805	945	1068
其他长期负债	1047	736	851	914	997						
长期负债合计	1972	1487	1603	1665	1749	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	5182	5020	4773	5127	5506	净利润	649	472	805	945	1068
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(29)	(11)	11	3	3
股东权益	6963	7249	7732	8300	8940	折旧摊销	174	175	128	140	152
负债和股东权益总计	12146	12269	12506	13426	14446	公允价值变动损失	2	74	0	(1)	(2)
						财务费用	13	(11)	9	(6)	(18)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(348)	(951)	230	129	(230)
每股收益	0.96	0.70	1.19	1.39	1.57	其它	29	11	(11)	(3)	(3)
每股红利	0.24	0.35	0.47	0.56	0.63	经营活动现金流	477	(230)	1163	1213	988
每股净资产	10.25	10.68	11.39	12.23	13.17	资本开支	0	41	(200)	(200)	(200)
ROIC	14%	12%	13%	16%	17%	其它投资现金流	33	578	(334)	0	0
ROE	9%	7%	10%	11%	12%	投资活动现金流	75	638	(554)	(220)	(220)
毛利率	59%	57%	59%	59%	60%	权益性融资	47	12	0	0	0
EBIT Margin	9%	10%	9%	10%	10%	负债净变化	(137)	(174)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	11%	11%	12%	支付股利、利息	(166)	(234)	(322)	(378)	(427)
收入增长	9%	-7%	23%	10%	9%	其它融资现金流	318	483	(417)	0	0
净利润增长率	51%	-27%	71%	17%	13%	融资活动现金流	(241)	(321)	(739)	(378)	(427)
资产负债率	43%	41%	38%	38%	38%	现金净变动	311	88	(130)	615	341
息率	0.9%	1.3%	1.7%	2.0%	2.3%	货币资金的期初余额	1287	1597	1685	1555	2170
P/E	28.5	39.2	23.0	19.6	17.3	货币资金的期末余额	1597	1685	1555	2170	2511
P/B	2.7	2.6	2.4	2.2	2.1	企业自由现金流	415	(107)	843	880	645
EV/EBITDA	27.3	26.0	24.7	21.4	19.2	权益自由现金流	597	203	418	885	661

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