

护肤品类恢复性增长，23H1 归母利润同比高增 90%

➤ **事件：公司披露 23 年半年度业绩。**23H1，公司实现营收 36.29 亿元，*yo-y-2.30%*；归母净利润 3.01 亿元，*yo+y+90.90%*；扣非归母净利 2.62 亿元，*yo+y+30.72%*。单 Q2，公司实现营收 16.50 亿元，*yo+y+3.26%*；归母净利润 0.71 亿元，*yo+y+269.22%*；扣非归母净利 0.35 亿元，*yo+y+409.16%*。

➤ **Q2 营收同比恢复增长，护肤业务 H1 同比+7.16%。**23H1 公司实现营收 36.29 亿元，*yo-y-2.30%*；单 Q2 实现营收 16.50 亿元，*yo+y+3.26%*。分业务看，**1) 护肤业务：23H1 营收 8.71 亿元，yo+y+7.16%**。护肤业务中，**①玉泽品牌：**持续夯实“医研共创”的专业品牌心智，打造分型肌肤护理解决方案，通过“双面霜”产品策略提升玉泽面霜品类市场份额，其中，油敏霜于 23 年 3 月推出，618 期间（23 年 5 月 31 日-6 月 20 日）在线上共销售 24 万件，成为 TOP1 单品；针对干敏肌的干敏霜将于 23H2 推出。**②佰草集：**太极、新七白、双石斛等头部产品聚焦度持续提升，其中 23H1 太极系列和新七白系列在天猫旗舰店的销售占比达 70%。**2) 个护家清业务：23H1 营收 17.24 亿元，yo-y-0.50%**。个护家清业务中，**①六神：**着力于产品升级化、传播年轻化和渠道数字化，产品端推出“驱蚊蛋”、“清凉蛋”等新品，产品携带便捷度提升，受众更加年轻化；营销端进行跨界联名，推出醉鹅娘联名产品“六神风味莫吉托酒”、敦煌美术研究所联名“敦煌神奇乐兔花露水”等产品。**②高夫：**产品端聚焦高端蓝色线的头部产品，推出新品恒润熬夜保湿乳，完善系列产品矩阵；营销端聚焦电竞游戏圈层，携手王者荣耀及 KPL 冠军战队 eStarPro，推出王者荣耀 IP 联名礼盒，实现破圈。**3) 母婴业务：23H1 营收 9.11 亿元，yo-y-10.91%，**其中启初 23H1 升级水润防晒霜并上市舒缓冰沙霜，初步建立夏季整体护肤矩阵；**4) 合作品牌业务：23H1 营收 1.16 亿元，yo-y-19.37%**。

➤ **盈利能力大幅提升，23H1 归母净利率同比+4.05pct。****1) 毛利率方面，**23H1 公司毛利率为 60.25%，*yo+y+0.34pct*；单 Q2 毛利率为 59.10%，*yo+y+2.83pct*。

2) 费用率方面，23H1，公司销售费用率为 43.52%，*yo+y+0.27pct*；管理费用率为 8.35%，*yo-y-0.25pct*；研发费用率为 2.14%，*yo+y+0.37pct*，研发费用率增长主要系公司加大研发项目投入；单 Q2，公司销售费用率为 46.94%，*yo-y-0.94pct*；管理费用率为 7.42%，*yo+y+0.33pct*；研发费用率为 2.72%，*yo+y+0.60pct*。**3) 净利率方面，**23H1 归母净利率为 8.29%，*yo+y+4.05pct*；扣非归母净利率为 7.23%，*yo+y+1.83pct*；单 Q2 归母净利率为 4.28%，*yo+y+6.89pct*；扣非归母净利率为 2.14%，*yo+y+2.85pct*。

➤ **投资建议：**公司为化妆品行业龙头企业，短期受益于多款创新性新品贡献的业绩增量，中长期看公司主线产品逐渐清晰、销售渠道逐步优化、营销方式不断创新带来的内生增长，我们预计 23-25 年归母净利润为 6.49/8.04/9.24 亿元，同比增速 37.5%/23.9%/15.0%，当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 27x、22x、19x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；新品推出不及预期；战略调整不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,106	7,827	8,494	9,145
增长率（%）	-7.1	10.1	8.5	7.7
归属母公司股东净利润（百万元）	472	649	804	924
增长率（%）	-27.3	37.5	23.9	15.0
每股收益（元）	0.70	0.96	1.18	1.36
PE	37	27	22	19
PB	2.4	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 28 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
26.02 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

1. 上海家化 (600315.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：22 年经营承压，23Q1 逐步修复，全年增长可期-2023/04/26

2. 上海家化 (600315.SH) 2022 年三季报点评：六神品牌强势增长，单 Q3 业绩增速转正-2022/10/26

3. 上海家化 (600315.SH) 2022 年半年报点评：疫情扰动致短期业绩承压，静待下半年边际改善-2022/08/21

4. 上海家化 (600315) 2021 年年报点评：利润创 6 年最佳成绩，聚焦护肤品类多品牌发展-2022/03/17

5. 【民生商社】上海家化 (600315) 2021 年业绩预告点评：多品牌全渠道布局，业绩增长超预期-2022/01/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,106	7,827	8,494	9,145
营业成本	3,048	3,323	3,554	3,740
营业税金及附加	48	55	59	64
销售费用	2,652	2,974	3,211	3,438
管理费用	628	767	815	869
研发费用	160	196	221	242
EBIT	592	512	633	791
财务费用	-11	-10	-12	-15
资产减值损失	-29	-4	-2	-2
投资收益	43	103	91	105
营业利润	544	702	872	1,003
营业外收支	5	8	7	7
利润总额	549	709	879	1,010
所得税	77	60	75	86
净利润	472	649	804	924
归属于母公司净利润	472	649	804	924
EBITDA	827	754	893	1,070

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,685	2,105	2,466	2,935
应收账款及票据	1,324	1,269	1,397	1,563
预付款项	72	72	85	87
存货	929	953	1,028	1,098
其他流动资产	2,544	2,599	2,671	2,606
流动资产合计	6,555	6,998	7,649	8,290
长期股权投资	415	415	415	415
固定资产	863	884	914	959
无形资产	790	808	833	862
非流动资产合计	5,715	5,741	5,797	5,838
资产合计	12,269	12,738	13,446	14,128
短期借款	5	5	5	5
应付账款及票据	915	841	925	1,014
其他流动负债	2,613	2,807	2,996	3,114
流动负债合计	3,533	3,653	3,926	4,134
长期借款	751	651	531	381
其他长期负债	736	736	736	736
非流动负债合计	1,487	1,387	1,267	1,117
负债合计	5,020	5,040	5,193	5,251
股本	679	679	679	679
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7,249	7,698	8,252	8,877
负债和股东权益合计	12,269	12,738	13,446	14,128

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-7.06	10.14	8.53	7.66
EBIT 增长率	-1.61	-13.49	23.63	24.94
净利润增长率	-27.29	37.46	23.91	14.98
盈利能力 (%)				
毛利率	57.12	57.54	58.16	59.10
净利润率	6.64	8.29	9.47	10.11
总资产收益率 ROA	3.85	5.09	5.98	6.54
净资产收益率 ROE	6.51	8.43	9.74	10.41
偿债能力				
流动比率	1.86	1.92	1.95	2.01
速动比率	1.57	1.63	1.66	1.72
现金比率	0.48	0.58	0.63	0.71
资产负债率 (%)	40.91	39.57	38.62	37.17
经营效率				
应收账款周转天数	68.00	59.16	60.03	62.40
存货周转天数	111.26	104.69	105.61	107.19
总资产周转率	0.58	0.61	0.63	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.70	0.96	1.18	1.36
每股净资产	10.68	11.34	12.16	13.08
每股经营现金流	0.98	1.30	1.40	1.66
每股股利	0.21	0.24	0.27	0.30
估值分析				
PE	37	27	22	19
PB	2.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	20.89	22.21	18.23	14.62
股息收益率 (%)	0.81	0.92	1.04	1.15
现金流量表 (百万元)				
净利润	472	649	804	924
折旧和摊销	234	242	259	279
营运资金变动	-168	96	34	35
经营活动现金流	665	881	951	1,127
资本开支	-113	-264	-310	-314
投资	-251	0	0	0
投资活动现金流	-155	-162	-219	-208
股权募资	12	0	0	0
债务募资	-95	-100	-120	-150
筹资活动现金流	-384	-300	-370	-450
现金净流量	88	419	362	469

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026