

上海家化 (600315. SH)

二季度归母净利扭亏为盈，护肤品类实现积极恢复

买入

核心观点

公司二季度营收同比基本持平，归母净利同比扭亏为盈。公司上半年实现营收 36.29 亿元/yoY-2.30%，归母净利润 3.01 亿元/yoY+90.90%，扣除非归母净利 2.62 亿元/yoY+30.72%，其中交易性金融资产公允价值变动产生收益 4165 万元。单 Q2 营收同比微增 3.26%；归母净利润 0.71 亿元，实现扭亏为盈。

分品类：护肤品类营收实现恢复性增长，个护家清类保持稳健。护肤品类上半年实现营收 8.71 亿元/yoY+7.16%，单 Q2 营收增速约 27%，公司加大品牌端投入，通过新品+代言人+IP 种草等方式，实现品类整体收入的稳步恢复，其中玉泽品牌表现最为优异，单 Q2 营收同比增长 53%。个护家清类上半年实现营收 17.24 亿元/yoY-0.5%，表现相对稳健，收入占比 47.59%。母婴品类上半年实现营收 9.11 亿元/yoY-10.91%，主要由于海外业务受英国通胀压力大导致居民消费意愿下降，同时英国婴童市场整体下滑。

分渠道：国内业务依托线上渠道带动增长。上半年公司整体线上业务同比+6%，国内电商同比+13%，其中抖快等兴趣电商增速超 200%，同时特渠上半年经过调整后已实现正增长，同比+2%；线下渠道营收下滑 6.6%，主要由于线下零售还处于恢复阶段，但其中新零售业务快速增长，同比+34%，占国内线下业务比重约 26%，创历史新高。

毛利率有所上行，整体费用率管控良好。公司上半年毛利率为 60.25%，同比+0.34pct，高毛利护肤品类收入增长改善产品结构带动毛利率增长；销售费用率/管理费用率/研发费用率同比+0.27pct/-0.25pct/+0.37pct，公司增加品牌投放同时控制促销力度，精细化运营进一步成熟，整体费用率管控良好。

法规改稿和激励费用影响短期营运能力。上半年公司存货周转天数同比上升 13 天，主要系国内法规改稿库存备货增加；营性现金流量净额同比-84.91%，主要由于本期向海外子公司管理人员支付股权激励行权现金约 2807 万英镑。

风险提示：宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：二季度以来公司逐步调整经营策略，持续加大品牌投放与线上渠道营销，定位高毛利率的护肤品类大幅增长，带动营收增长并优化毛利结构。未来随着公司不断优化海外与线下业务，同时持续坚持降本增效，整体业绩有望不断回升。考虑到海外市场的压力，以及线下渠道恢复情况的不确定性，我们下调 23-25 年归母净利润至 6.62/7.95/9.03(原值为 8.05/9.45/0.68) 亿元，对应 PE 分别为 27/23/20x，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	7,626.49	8,399.06	9,176.81
(+/-%)	8.73%	-7.06%	7.32%	10.13%	9.26%
净利润(百万元)	649.25	472.04	662.22	794.81	903.43
(+/-%)	50.92%	-27.29%	40.29%	20.02%	13.67%
每股收益(元)	0.96	0.70	0.98	1.17	1.33
EBIT Margin	9.08%	10.27%	8.49%	9.42%	9.92%
净资产收益率(ROE)	9.32%	6.51%	8.66%	9.78%	10.43%
市盈率(PE)	27.78	38.17	27.21	22.67	19.94
EV/EBITDA	26.74	25.45	28.94	24.40	21.72
市净率(PB)	2.59	2.49	2.36	2.22	2.08

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

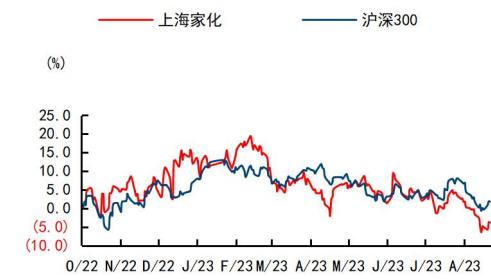
美容护理·化妆品

证券分析师：**张峻豪** 联系人：**孙乔容若**
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	26.54 元
总市值/流通市值	18017/17867 百万元
52 周最高价/最低价	34.21/25.68 元
近 3 个月日均成交额	106.81 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) -2023 年一季度利润端有所改善，日化龙头走出阴霾稳步复苏》——2023-04-26
- 《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

公司二季度归母利润同比扭亏为盈。公司上半年实现营收 36.29 亿元，同比 -2.30%；归母净利润 3.01 亿元，同比 +90.90%，扣非归母净利润同比 +30.72%。其中公司投资的金融资产公允价值变动产生 4165 万元。单 Q2 营收 16.50 亿元，同比 +3.26%；归母净利润 0.71 亿元，去年同期亏损 0.42 亿元，实现扭亏为盈。

其中国内业务实现营业收入 28.43 亿元，增长近 1%，单 Q2 同比 +10.20%，主要来自于护肤品类收入增长带动。公司海外业务上半年营业收入 7.86 亿元，同比 -12.28%，其中二季度约 -10%，主要由于：1) 年初以来英国通胀压力持续加大，海外居民消费意愿下降；2) 英国婴童市场整体呈现下降趋势；3) 海外喂哺品类内竞争加剧；4) 经销商降低库存。

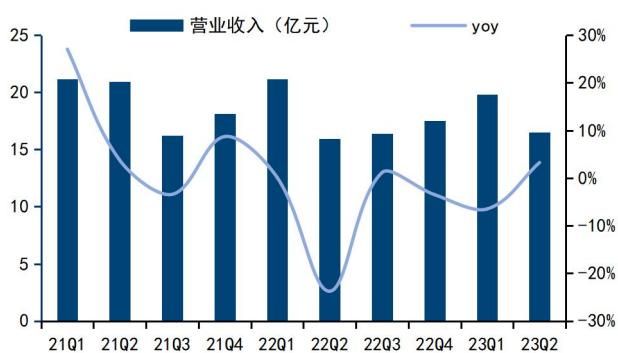
分品类来看，护肤品类实现恢复性增长，个护家清类保持稳健。护肤品类上半年实现营收 8.71 亿元/yoY+7.16%，营收占比增至 24.06%；Q2 增速约 27%，各个品牌均实现正增长。其中：1) 玉泽：Q2 同比 +53%，带动品牌上半年同比 +15%。新品“油敏霜”4月上市后实现 GMV 超 6400 万，其中 618 期间线上销售 24 万件成为 TOP1 单品。2) 佰草集：Q2 同比 +8%，其中电商同比 +14%，百货渠道同比 +8.5%；但由于线下压力较大，上半年整体同比 -7%，同时头部产品聚焦持续提升，太极系列和新七白系列在天猫旗舰店的占比达 70%，抖快渠道翻倍增长。3) 高夫、美加净、典萃、双妹等品牌：Q2 分别实现高个位数到高双位数不等的增长。

个护家清品类上半年实现营收 17.24 亿元/yoY-0.5%，营收占比 47.59%，仍是营收的主要来源。六神品同比增速基本持平，家安上半年营收同比 +20%。六神不断推进产品升级化、传播年轻化和渠道数字化，线下市场份额绝对领先；新品“驱蚊蛋”“清凉蛋”618 大促期间电商销售超 22 万件，位列天猫驱蚊榜 TOP2。

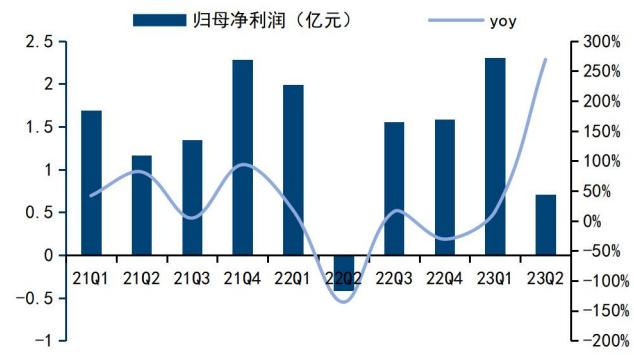
母婴品类上半年实现营收 9.11 亿元/yoY-10.91%。启初上半年同比下降约 7%，主要由于商超渠道压力较大，而电商渠道上半年同比 +29%。启初上半年继续迭代升级防晒系列产品，618 期间防晒同比 +55%，初步建立起夏季整体护肤矩阵。

分渠道来看，兴趣电商推动国内线上渠道实现双位数增长。上半年公司整体线上业务同比 +6%，国内电商同比 +13%，其中抖快等兴趣电商增速超 200%，传统电商如天猫等增速承压，上半年同比约 1%，特渠上半年实现正增长，同比 +2%。单 Q2 整体线上同比 +14%，其中国内电商增速约 29%，其中兴趣电商增速约 300%，传统电商增速约 16%。

线下渠道上半年整体下降 6.6%，其中国内线下商超同比 -3.8%，CS 渠道 +14%，百货渠道 -22%。百货在 Q2 季度实现恢复性增长，同比 +12%。线下新零售业务快速增长，同比 +34%，占国内线下业务比重约 26%，创历史新高。下半年公司将大力推屈臣氏业务，商超渠道将聚焦重点门店和新零售业务，百货店渠道将开展老客维稳，并进一步加强招新，有望实现恢复性增长。

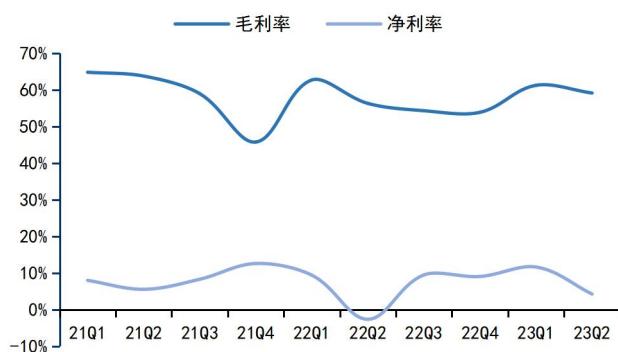
图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

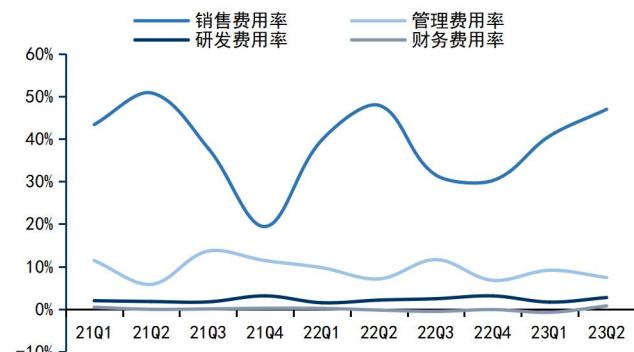
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，公司上半年毛利率/净利率为 60.25%/8.29%，同比+0.34pct/4.05pct，单 Q2 毛利率/净利率为 59.10%/4.28%，同比大幅提升 2.83pct/6.89pct，高毛利护肤品类收入增长改善产品结构带动毛利率增长。**费用方面**，上半年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 43.52%/8.35%/2.14%，同比+0.27pct/-0.25pct/+0.37pct。公司增加品牌投放同时控制促销力度，精细化运营进一步成熟，整体费用率管控良好。

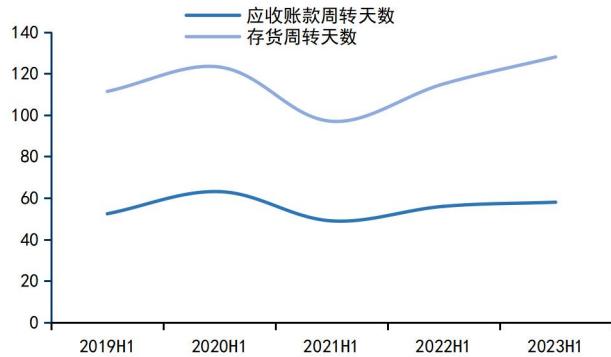
图3：公司单季度毛利率及净利率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

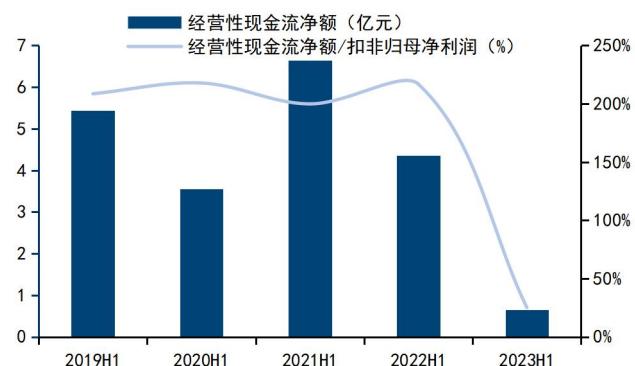
图4：公司单季度费用率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力和现金流方面，公司存货周转天数同比上升 13 天，主要系国内法规改稿库存备货增加，2023 年 5 月 1 日为产品标签更新节点，公司部分商品在节点前提前提前备货生产；应收周转天数同比上升 2 天，基本保持稳定。公司上半年实现经营性现金流量净额 0.66 亿元，同比-84.91%，主要由于本期向 Financial Wisdom Global Limited 的相关管理人员支付股权激励行权现金约 2807 万英镑。

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：

二季度以来，公司逐步调整经营策略，持续加大品牌投放与线上渠道营销，定位高毛利率的护肤品类大幅增长，带动营收增长并优化毛利结构。未来随着公司不断优化海外与线下业务，同时持续坚持降本增效，整体业绩有望不断回升。考虑到海外市场的销售压力，以及线下渠道恢复情况的不确定性，我们下调23-25年归母净利润至6.62/7.95/9.03(原值为8.05/9.45/0.68)亿元，对应PE分别为27/23/20x，维持中长期“买入”评级。

表1：盈利预测主要调整项

	现值	2023		2024		原因
		原值	现值	原值	现值	
海外收入增速	-10.46%	5.72%	-4.81%	3.23%	0.8	海外市场竞争力大，同时库存高带动收入下行，随着未来公司进行产品、渠道调整，预计2024年降幅收窄。
销售费用率	37.65%	37.63%	37.57%	37.71%	37.71%	今年上半年公司加大护肤品牌线上投放，销售费用率预计上行，但自下半年公司预计加大费用管控，明年全年销售费用率预计下行

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-08-30)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (%)		PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)		
600315.SH	上海家化	26.54	180	0.70	0.98	1.17	1.33	45.81	27.21	22.67	19.94	6.51	0.69	买入
300957.SZ	贝泰妮	100.75	427	2.48	3.03	3.85	4.89	60.14	33.25	26.17	20.60	18.93	1.50	买入
603605.SH	珀莱雅	107.43	426	2.88	2.78	3.51	4.27	58.09	38.62	30.64	25.17	23.19	1.12	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	1422	1935	2213	营业收入	7646	7106	7626	8399	9177
应收款项	1184	1398	1107	1220	1333	营业成本	3156	3048	3231	3495	3785
存货净额	872	929	962	945	1227	营业税金及附加	59	48	57	63	69
其他流动资产	427	421	310	405	550	销售费用	2947	2652	2871	3156	3441
流动资产合计	6780	6555	6256	6961	7778	管理费用	791	628	820	894	972
固定资产	964	891	984	1074	1152	财务费用	13	(11)	11	(2)	(12)
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	12052	12835	13719	营业利润	752	544	786	944	1074
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	874	945	1023	利润总额	764	549	788	946	1076
其他流动负债	2340	2192	1919	2091	2272	所得税费用	115	77	126	151	172
流动负债合计	3210	3533	2803	3046	3305	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	662	795	903
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	4406	4711	5053	净利润	649	472	662	795	903
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	7647	8124	8666	折旧摊销	174	175	128	140	152
负债和股东权益总计	12146	12269	12052	12835	13719	公允价值变动损失	2	74	0	(1)	(2)
						财务费用	13	(11)	11	(2)	(12)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(348)	(951)	183	117	(195)
每股收益	0.96	0.70	0.98	1.17	1.33	其它	29	11	(11)	(3)	(3)
每股红利	0.24	0.35	0.39	0.47	0.53	经营活动现金流	477	(230)	972	1051	859
每股净资产	10.25	10.68	11.26	11.97	12.76	资本开支	0	41	(200)	(200)	(200)
ROIC	14%	12%	10%	13%	14%	其它投资现金流	33	578	(334)	0	0
ROE	9%	7%	9%	10%	10%	投资活动现金流	75	638	(554)	(220)	(220)
毛利率	59%	57%	58%	58%	59%	权益性融资	47	12	0	0	0
EBIT Margin	9%	10%	8%	9%	10%	负债净变化	(137)	(174)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	10%	11%	12%	支付股利、利息	(166)	(234)	(265)	(318)	(361)
收入增长	9%	-7%	7%	10%	9%	其它融资现金流	318	483	(417)	0	0
净利润增长率	51%	-27%	40%	20%	14%	融资活动现金流	(241)	(321)	(681)	(318)	(361)
资产负债率	43%	41%	37%	37%	37%	现金净变动	311	88	(263)	513	278
息率	0.9%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	货币资金的期初余额	1287	1597	1685	1422	1935
P/E	27.8	38.2	27.2	22.7	19.9	货币资金的期末余额	1597	1685	1422	1935	2213
P/B	2.6	2.5	2.4	2.2	2.1	企业自由现金流	415	(107)	654	722	522
EV/EBITDA	26.7	25.5	28.9	24.4	21.7	权益自由现金流	597	203	228	723	532

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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