



## 证券研究报告

## 公司研究

## 事项点评

上海家化(600315.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服轻工行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

联系电话: +86 18516582264

邮箱: liyuanyuan1@cindasc.com

## 相关研究

《上海家化(600315.SH):迎接新机遇,百年国  
日化龙头再起航》2020.7《上海家化 (600315) :佰草集复兴见效,毛  
率提升带来盈利改善》2021.4《上海家化 (600315) :佰草集持续复兴,毛  
构优化带动净利率提升》2021.8

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 21年业绩大超预期, 净利率大幅改善

2022年1月20日

**事件:** 公司公布 2021 年业绩预增公告, 预计 21 年实现收入 76.6 亿元, 同增 9%, 实现归母净利润 6.55 亿元, 同增 52%, 扣非净利润 6.88 亿元, 同增 74%, EPS 为 0.62 元; 其中预计 21Q4 实现收入 18.3 亿元, 同增 9.8%, 实现归母净利润 2.35 亿元, 同增 99%, 扣非净利润 2.14 亿元, 同增 79%。公司 21Q4 业绩大超预期, 主要由于降本增效等见效净利率大幅改善。

## 点评:

- **以电商渠道为引领、聚焦美容护肤业务, 带动收入稳健增长。**公司在 123 战略方针指导下, 下半年不断克服海外业务、特渠业务等短期负面影响, 以电商渠道为引领、聚焦护肤品品类四季度实现正增长。其中: 1) 线上业务加强天猫平台自播, 同时积极推动京东、拼多多、兴趣电商等多平台布局, 下半年线上获得快速增长; 2) 积极开展新零售渠道, CS 渠道、屈臣氏获得快速增长; 3) 聚焦护肤品品类, 坚持差异化发展战略, 护肤品业务获得快速增长。
- **高毛利品类快速增长、渠道运营优化等多因素带动净利率大幅改善。**公司预计全年归母净利率为 8.6%, 同比提升 2.4pct, 其中 21Q4 归母净利率为 12.8%, 同比提升 5.8pct, 为近三年来最高单季度净利率。公司盈利能力大幅改善主要得益于: 1) 护肤品品类作为高毛利率业务快速发展, 改善毛利结构; 2) 天猫渠道获得稳健增长的同时, 通过提升自播比例, 降低超头直播比例优化费用; 3) 百货渠道通过柜台优化以及四季度 spa 线上化成功改善盈利能力。
- **超额完成两次股权激励 21 年业绩目标。**公司推出两期股权激励: 1) 2020 年限制性股票激励中激励对象为潘秋生等 139 人, 对应 21 年营收 A/B 目标分别为 83 亿元、76 亿元, 21 年净利润 A/B 目标分别为 4.1 亿元、4.8 亿元, 此次业绩披露公司完成营收端 B 目标, 业绩端 A 目标; 2) 2021 年针对潘秋生股票期权激励中, 对应 21 年营收 A/B 目标分别为 84.66 亿元、77.52 亿元, 21 年净利润 A/B 目标分别为 4.31 亿元、5.04 亿元, 此次业绩披露公司未完成营收端, 业绩端完成 A 目标。
- **持续推进品牌创新及渠道进阶, 美容护肤维持高景气度, 未来可期。**自新董事长上任以来, 公司改革成绩逐步体现, 围绕 123 战略稳步推进: 1) 品牌创新, 围绕 HIT 战略, 与天猫创新中心合作, 赋能新品开发及爆款打造, 聚焦 TOP SKU; 2) 渠道进阶, 积极扩展渠道, 与拼多多、丝芙兰、好医生等合作, 开始私域流量运营, 开设抖音旗舰店、新零售赋能传统 CS 等; 3) 运营创新, 优化营销效率投放指标, 品宣聚焦抖音、小红书、朋友圈等投放, 优化费用投放效率。公司美容护肤品类维持较高景气度, 佰草集、玉泽、高夫等品牌调整见效, 四季度通过品类聚焦及渠道运营改善获得业绩快速增长, 未来可期。
- **盈利预测与投资评级:** 公司四季度在护肤品品类聚焦、渠道持续优化运

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

营等方面收入重回稳健增长，盈利能力大幅改善，我们上调 21 年业绩预测，预计公司 2021-2023 年收入分别为 76.61 亿（原预测 78.61 亿元）、90.13 亿、103.46 亿元，归母净利润分别为 6.55 亿元（原预测 5.09 亿元）、7.69 亿元、10.25 亿元，摊薄每股收益分别为 0.96 元（原预测 0.75 亿元）、1.13 元、1.51 元，对应估值为 44.70 倍、38.11 倍、28.58 倍，维持买入评级。

➤ 风险因素：玉泽等品牌收入不达预期；组织架构及品牌调整等不达预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	7,597	7,032	7,661	9,013	10,346
增长率 YoY %	6.4%	-7.4%	8.9%	17.7%	14.8%
归属母公司净利润(百万元)	557	430	655	769	1,025
增长率 YoY%	3.1%	-22.8%	52.3%	17.3%	33.3%
毛利率%	61.9%	60.0%	60.7%	61.7%	62.2%
净资产收益率ROE%	8.9%	6.6%	9.1%	9.7%	11.4%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.63	0.96	1.13	1.51
市盈率 P/E(倍)	37.75	54.87	44.70	38.11	28.58
市净率 P/B(倍)	3.35	3.63	4.09	3.69	3.26

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 1 月 20 日收盘价

资产负债表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,878	6,155	6,959	8,186	9,673
货币资金	1,609	1,287	1,809	2,648	3,747
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,229	1,090	1,196	1,408	1,616
预付账款	64	47	51	59	66
存货	925	867	1,030	1,183	1,338
其他	2,050	2,865	2,872	2,889	2,905
<b>非流动资产</b>	<b>5,270</b>	<b>5,140</b>	<b>5,128</b>	<b>5,123</b>	<b>5,119</b>
长期股权投资	391	476	476	476	476
固定资产(合)	1,122	1,019	1,031	1,043	1,055
无形资产	821	769	753	736	720
其他	2,936	2,877	2,868	2,868	2,868
<b>资产总计</b>	<b>11,147</b>	<b>11,295</b>	<b>12,087</b>	<b>13,309</b>	<b>14,792</b>
流动负债	2,865	2,876	3,002	3,444	3,890
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	824	718	766	880	996
其他	2,041	2,157	2,235	2,563	2,894
<b>非流动负债</b>	<b>1,997</b>	<b>1,920</b>	<b>1,920</b>	<b>1,920</b>	<b>1,920</b>
长期借款	1,138	1,062	1,062	1,062	1,062
其他	859	858	858	858	858
<b>负债合计</b>	<b>4,862</b>	<b>4,796</b>	<b>4,922</b>	<b>5,364</b>	<b>5,810</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	6,286	6,499	7,165	7,945	8,982
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,147</b>	<b>11,295</b>	<b>12,087</b>	<b>13,309</b>	<b>14,792</b>

利润表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,597	7,032	7,661	9,013	10,346
营业成本	2,896	2,816	3,008	3,455	3,908
营业税金及	54	57	62	73	84
销售费用	3,204	2,924	3,080	3,623	4,118
管理费用	942	721	766	901	987
研发费用	173	144	169	207	238
财务费用	31	43	16	-1	-25
减值损失合	-5	-69	-18	-18	-18
投资净收益	154	171	166	90	103
其他	254	104	89	110	126
<b>营业利润</b>	<b>700</b>	<b>534</b>	<b>798</b>	<b>936</b>	<b>1,248</b>
营业外收支	2	0	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>702</b>	<b>534</b>	<b>799</b>	<b>937</b>	<b>1,250</b>
所得税	145	104	144	169	225
<b>净利润</b>	<b>557</b>	<b>430</b>	<b>655</b>	<b>769</b>	<b>1,025</b>
少数股东损	0	0	0	0	0
<b>归属母公司</b>	<b>557</b>	<b>430</b>	<b>655</b>	<b>769</b>	<b>1,025</b>
EBITDA	559	606	627	803	1,062
EPS(当年)(元)	0.82	0.63	0.96	1.13	1.51

现金流量表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>749</b>	<b>643</b>	<b>438</b>	<b>836</b>	<b>1,085</b>
净利润	557	430	655	769	1,025
折旧摊销	230	236	50	50	50
财务费用	58	63	53	53	53
投资损失	-154	-171	-166	-90	-103
营运资金变	186	38	-171	38	44
其它	-128	48	17	17	16
<b>投资活动现金流</b>	<b>-121</b>	<b>-671</b>	<b>140</b>	<b>55</b>	<b>68</b>
资本支出	-30	-105	-26	-35	-35
长期投资	-130	-673	0	0	0
其他	39	107	166	90	103
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-186</b>	<b>-136</b>	<b>-55</b>	<b>-53</b>	<b>-53</b>
吸收投资	0	132	2	0	0
借款	0	-62	0	0	0
支付利息或	-221	-205	-53	-53	-53
<b>现金流净增加额</b>	<b>438</b>	<b>-222</b>	<b>523</b>	<b>838</b>	<b>1,100</b>

重要财务指标					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,597	7,032	7,661	9,013	10,346
同比(%)	6.4%	-7.4%	8.9%	17.7%	14.8%
归属母公司净利润	557	430	655	769	1,025
同比(%)	3.1%	-22.8%	52.3%	17.3%	33.3%
毛利率(%)	61.9%	60.0%	60.7%	61.7%	62.2%
ROE%	8.9%	6.6%	9.1%	9.7%	11.4%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.63	0.96	1.13	1.51
P/E	37.75	54.87	44.70	38.11	28.58
P/B	3.35	3.63	4.09	3.69	3.26
EV/EBITDA	36.34	38.52	45.56	34.53	25.07



## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 16/17/18/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020 年加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推论仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看涨：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。