

上海家化 (600315.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 50.52 元

高激励高增长目标, 期待家化复苏表现

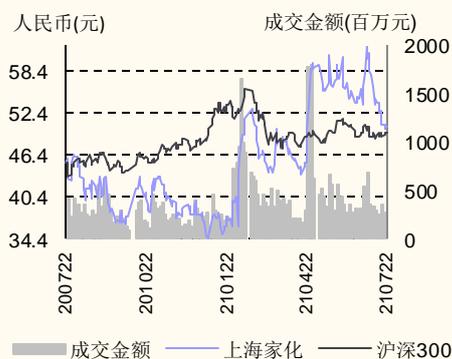
市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 6.80 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 6.71 |
| 总市值(亿元) | 343.35 |
| 年内股价最高最低(元) | 61.99/34.40 |
| 沪深 300 指数 | 5152 |
| 上证指数 | 3575 |

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,597 | 7,032 | 8,157 | 9,533 | 10,861 |
| 营业收入增长率 | 6.43% | -7.43% | 16.00% | 16.87% | 13.92% |
| 归母净利润(百万元) | 557 | 430 | 528 | 762 | 1,014 |
| 归母净利润增长率 | 3.09% | -22.78% | 22.77% | 44.31% | 33.01% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.820 | 0.633 | 0.78 | 1.12 | 1.49 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.00 | 0.72 | 0.53 | 1.36 | 1.96 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 8.86% | 6.62% | 7.46% | 10.12% | 12.45% |
| P/E | 37.75 | 54.87 | 65.01 | 45.05 | 33.87 |
| P/B | 3.35 | 3.63 | 4.85 | 4.56 | 4.22 |

来源: 公司年报、国金证券研究所



公告简评

- **7.22 公告拟对董事长潘总授予 123 万份股票期权, 行权价格为 50.72 元/股, 满足行权条件后分为三期行权、行权比例分别为 30%/30%/40%。**当前潘总持有公司限制性股份 60 万股, 来源于 2020 年限制性股票授予, 授予价格为 19.57 元/股。
- **较 2020 年限制性股权激励业绩考核目标, 本次期权业绩考核目标收入提升 2%、净利提升 5%。**具体来看, 考核收入与净利, 并分别设立上下限两个目标。21~23 年营收目标 77.52~84.66 亿元/87.72~95.88 亿元/99.96~108.12 亿元, 累计净利目标 4.31~5.04 亿元/11.66~13.76 亿元/22.05~25.94 亿元, 折算为同比增速为 21 年营收增 10~20%、净利增 0~17%; 22 年营收增 13%、净利增 71~73%; 23 年营收增 13~14%、净利增 40~41%。
- **当期行权比例根据实际业绩完成情况按比例行权: 实际营收与净利若低于下限、当期行权比例为 0%; 若介于上下限之间、当期保底行权比例为 80%、剩余 20%按照超过下限程度行权, 若高于上限、当期行权比例为 100%。**
- **本次针对董事长潘总一人期权激励, 同时提出更高的业绩增长目标, 彰显公司对家化复苏的期待、以及对关键人物的倚重。**同时公司的成长离不开全员的共同努力, 预计公司的成长/复苏将通过 2020 年限制性股票以及年度奖金等方式与公司员工分享。

经营分析

- 1Q21 线下疫后恢复性增长亮眼, 佰草集恢复正向增长、扭亏为盈, 多品牌齐头并进快速发展。进入 2Q21, 玉泽 618 销售靓丽、淘系排名第 14, 但考虑去年高基数, 同时叠加六神提价提前 (往年 Q2 提价、21 年提前至 Q1)、线上总体增速略低于预期, 预计二季度营收增速环比一季度有所放缓, 净利端获益去年低基数预计同比大幅增长。

投资建议

- 公司调整效果持续显现, 多个品牌陆续恢复正向增长、齐头并进发展势头良好, 多品牌运营能力逐步验证。维持 21~23 年 EPS 为 0.78、1.12、1.49 元, 21~23 年 PE 分别为 65/45/34 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 品牌复苏不及预期; 行业竞争加剧; 线上流量成本提升。

相关报告

1. 《21Q1 业绩超预期, 多品牌陆续复苏、势头良好-上海家化 21Q...》, 2021.4.22
2. 《经营方针稳步推进, 新家化计日程功-上海家化 2020 年报点评》, 2021.2.3
3. 《Q3 盈利端环比改善, 产品渠道持续优化-上海家化三季报点评》, 2020.10.27
4. 《发布股权激励计划, 利于核心队伍建设-发布股权激励计划, 利于核...》, 2020.10.9
5. 《Q2 收入增速转正, 继续优化产品&渠道提效-上海家化 1H20 点...》, 2020.8.27

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 主营业务收入 | 7,138 | 7,597 | 7,032 | 8,157 | 9,533 | 10,861 |
| 增长率 | | 6.4% | -7.4% | 16.0% | 16.9% | 13.9% |
| 主营业务成本 | -2,656 | -2,896 | -2,816 | -3,200 | -3,669 | -4,132 |
| %销售收入 | 37.2% | 38.1% | 40.0% | 39.2% | 38.5% | 38.0% |
| 毛利 | 4,482 | 4,701 | 4,216 | 4,957 | 5,865 | 6,729 |
| %销售收入 | 62.8% | 61.9% | 60.0% | 60.8% | 61.5% | 62.0% |
| 营业税金及附加 | -56 | -54 | -57 | -41 | -48 | -54 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.7% | 0.8% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 销售费用 | -2,901 | -3,204 | -2,924 | -3,222 | -3,718 | -4,181 |
| %销售收入 | 40.6% | 42.2% | 41.6% | 39.5% | 39.0% | 38.5% |
| 管理费用 | -883 | -942 | -721 | -816 | -906 | -977 |
| %销售收入 | 12.4% | 12.4% | 10.2% | 10.0% | 9.5% | 9.0% |
| 研发费用 | -150 | -173 | -144 | -204 | -238 | -272 |
| %销售收入 | 2.1% | 2.3% | 2.1% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 492 | 329 | 370 | 675 | 955 | 1,244 |
| %销售收入 | 6.9% | 4.3% | 5.3% | 8.3% | 10.0% | 11.5% |
| 财务费用 | -61 | -31 | -43 | -54 | -58 | -52 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.4% | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.5% |
| 资产减值损失 | -60 | 74 | 86 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -3 | 84 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 130 | 154 | 171 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 20.1% | 21.9% | 32.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 646 | 700 | 534 | 621 | 897 | 1,193 |
| 营业利润率 | 9.1% | 9.2% | 7.6% | 7.6% | 9.4% | 11.0% |
| 营业外收支 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 646 | 702 | 534 | 621 | 897 | 1,193 |
| 利润率 | 9.1% | 9.2% | 7.6% | 7.6% | 9.4% | 11.0% |
| 所得税 | -106 | -145 | -104 | -93 | -135 | -179 |
| 所得税率 | 16.4% | 20.6% | 19.4% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 540 | 557 | 430 | 528 | 762 | 1,014 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 540 | 557 | 430 | 528 | 762 | 1,014 |
| 净利率 | 7.6% | 7.3% | 6.1% | 6.5% | 8.0% | 9.3% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|--------------|
| 净利润 | 540 | 557 | 430 | 528 | 762 | 1,014 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 257 | 225 | 167 | 156 | 157 | 157 |
| 非经营收益 | 10 | -298 | -146 | 123 | 96 | 100 |
| 营运资金变动 | 87 | 186 | 38 | -445 | -83 | 68 |
| 经营活动现金净流 | 895 | 670 | 489 | 362 | 932 | 1,339 |
| 资本开支 | -382 | -30 | -105 | -11 | -230 | -230 |
| 投资 | -513 | -130 | -673 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 54 | 39 | 107 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -842 | -121 | -671 | -11 | -230 | -230 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 132 | 261 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -19 | 0 | -62 | 50 | 51 | 70 |
| 其他 | -204 | -189 | -264 | -295 | -401 | -506 |
| 筹资活动现金净流 | -223 | -189 | -194 | 16 | -351 | -436 |
| 现金净流量 | -170 | 360 | -376 | 368 | 352 | 673 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,105 | 1,609 | 1,287 | 1,655 | 2,006 | 2,680 |
| 应收款项 | 1,066 | 1,295 | 1,177 | 1,435 | 1,677 | 1,910 |
| 存货 | 875 | 925 | 867 | 965 | 1,107 | 1,245 |
| 其他流动资产 | 1,731 | 2,048 | 2,849 | 2,870 | 2,880 | 2,889 |
| 流动资产 | 4,777 | 5,878 | 6,179 | 6,925 | 7,669 | 8,724 |
| %总资产 | 47.0% | 52.7% | 54.7% | 58.9% | 61.0% | 63.7% |
| 长期投资 | 984 | 981 | 917 | 917 | 917 | 917 |
| 固定资产 | 1,206 | 1,146 | 1,019 | 1,106 | 1,182 | 1,259 |
| %总资产 | 11.9% | 10.3% | 9.0% | 9.4% | 9.4% | 9.2% |
| 无形资产 | 2,885 | 2,970 | 2,821 | 2,809 | 2,806 | 2,803 |
| 非流动资产 | 5,383 | 5,270 | 5,116 | 4,833 | 4,906 | 4,979 |
| %总资产 | 53.0% | 47.3% | 45.3% | 41.1% | 39.0% | 36.3% |
| 资产总计 | 10,160 | 11,147 | 11,295 | 11,757 | 12,575 | 13,703 |
| 短期借款 | 6 | 6 | 10 | 319 | 370 | 440 |
| 应付款项 | 2,249 | 2,365 | 2,325 | 2,514 | 2,711 | 3,044 |
| 其他流动负债 | 437 | 494 | 540 | 384 | 497 | 614 |
| 流动负债 | 2,691 | 2,865 | 2,876 | 3,217 | 3,578 | 4,098 |
| 长期贷款 | 1,073 | 1,138 | 1,062 | 1,062 | 1,062 | 1,062 |
| 其他长期负债 | 583 | 859 | 858 | 400 | 400 | 400 |
| 负债 | 4,347 | 4,862 | 4,796 | 4,679 | 5,040 | 5,561 |
| 普通股股东权益 | 5,813 | 6,286 | 6,499 | 7,077 | 7,535 | 8,143 |
| 其中：股本 | 671 | 671 | 678 | 685 | 685 | 685 |
| 未分配利润 | 3,795 | 4,316 | 4,578 | 4,895 | 5,353 | 5,961 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 10,160 | 11,147 | 11,295 | 11,757 | 12,575 | 13,703 |

比率分析

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.795 | 0.820 | 0.633 | 0.777 | 1.121 | 1.492 |
| 每股净资产 | 8.553 | 9.249 | 9.563 | 10.413 | 11.086 | 11.981 |
| 每股经营现金净流 | 1.333 | 0.998 | 0.721 | 0.529 | 1.362 | 1.955 |
| 每股股利 | 0.250 | 0.250 | 0.200 | 0.309 | 0.445 | 0.592 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 9.30% | 8.86% | 6.62% | 7.46% | 10.12% | 12.45% |
| 总资产收益率 | 5.32% | 5.00% | 3.81% | 4.49% | 6.06% | 7.40% |
| 投入资本收益率 | 5.90% | 3.47% | 3.89% | 6.78% | 9.05% | 10.97% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 10.01% | 6.43% | -7.43% | 16.00% | 16.87% | 13.92% |
| EBIT 增长率 | 31.86% | -33.24% | 12.62% | 82.33% | 41.49% | 30.32% |
| 净利润增长率 | 38.63% | 3.09% | -22.78% | 22.77% | 44.31% | 33.01% |
| 总资产增长率 | 5.79% | 9.72% | 1.33% | 4.08% | 6.96% | 8.98% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 50.0 | 54.3 | 60.2 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 存货周转天数 | 111.7 | 113.4 | 116.1 | 110.0 | 110.0 | 110.0 |
| 应付账款周转天数 | 103.9 | 104.1 | 99.9 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 固定资产周转天数 | 60.8 | 53.9 | 52.9 | 40.5 | 30.0 | 22.1 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -0.47% | -38.17% | -45.34% | -42.47% | -43.89% | -48.02% |
| EBIT 利息保障倍数 | 8.1 | 10.5 | 8.5 | 12.6 | 16.4 | 24.1 |
| 资产负债率 | 42.79% | 43.61% | 42.46% | 39.80% | 40.08% | 40.58% |

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 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 4 | 23 | 34 | 59 | 123 |
| 增持 | 1 | 3 | 4 | 12 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.20 | 1.12 | 1.11 | 1.17 | 1.00 |

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2019-10-25 | 增持 | 35.18 | N/A |
| 2 | 2020-03-01 | 增持 | 25.74 | N/A |
| 3 | 2020-04-23 | 买入 | 27.80 | N/A |
| 4 | 2020-08-27 | 买入 | 40.20 | 52.00~52.00 |
| 5 | 2020-10-09 | 买入 | 37.70 | N/A |
| 6 | 2020-10-27 | 买入 | 38.28 | N/A |
| 7 | 2021-02-03 | 买入 | 36.28 | N/A |
| 8 | 2021-04-22 | 买入 | 45.27 | 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。

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对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402