

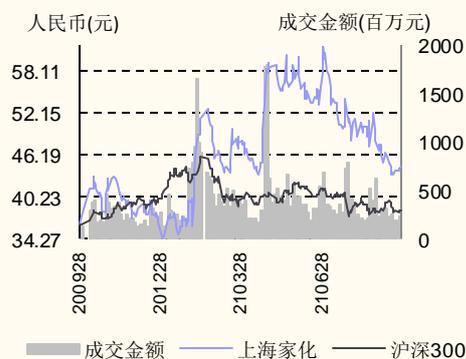
## 上海家化 (600315.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 44.52 元

## 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)	302.57
年内股价最高最低(元)	61.75/34.27
沪深 300 指数	4849
上证指数	3613



## 相关报告

- 1.《Q2 净利同增 82%，复兴之旅稳步推进-上海家化 1H21 业绩点评...》，2021.8.25
- 2.《高激励高增长目标，期待家化复苏表现-上海家化公告点评》，2021.7.23
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

## 佰草集太极系列再上新，流量助推即将开启

## 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	57.29	39.70	29.85
P/B	3.35	3.63	4.28	4.02	3.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 公司简评

- 9.26 佰草集太极系列再上新、啵啵精华水上市，为继 7 月上新生物钟面霜、眼霜后的再次上新，进一步丰富生物钟系列。

## 产品分析

- 什么是啵啵精华水？啵啵精华水，偏水质地（类似 SKII 神仙水、兰蔻极光水）、不同于一般的爽肤水/柔肤水、精华水添加特定成分、在功效性比一般的水更强；同时也不同于传统意义上的精华（规格通常为 30ML/50ML，如珀莱雅双抗精华、红宝石精华），精华水在质地较精华更稀。啵啵精华水定价 320 元/200ML，较国际大牌精华水动辄 600~800 元、甚至上千的单价、具有较高的性价比，国内品牌目前精华水产品仍处于相对空白、尚无占据消费者心智的本土品牌。
- 生物钟家族亮点在哪里？本次上新的啵啵精华水隶属于生物钟家族。生物钟家族针对当下熬夜党护肤痛点、秋天换季护肤的使用场景进行营销，添加白牡丹原生细胞提取物、乌药精华提取物等核心中医中草药成分，改善熬夜带来的毛孔粗大、干燥粗糙、松弛、屏障受损、卡粉等问题。此外，各个单品亦有独特技术：1）啵啵精华水含有 40000+ 的超微气泡凝珠、包裹修复力较强的白牡丹原生细胞；2）生物钟眼霜添加啤酒酵母菌、针对黑眼圈；3）生物钟面霜添加依克多因、肌肽（抗氧化抗糖）、复合多肽（紧致淡纹）。
- 太极新系列后续推广节奏？生物钟家族全产品线已经通过 TMIC（天猫新品创新中心）全链路量化测试。9.26 自媒体启动，月底发起内外中样试用，十月开始流量助推，线上线下均有销售，建议关注后续销售情况。

## 投资建议

- 公司积极进行佰草集品牌焕活，精简长尾 SKU，21 年 3 月推出新七白系列（针对年轻人）灯管精华、5 月推出丝芙兰渠道定制产品，7 月推出太极系列生物钟新品；渠道方面，20 年大幅调整百货渠道，21 年下半年更新头部线下门店。佰草集品牌焕活持续推进、10 月生物钟新品开启流量助推，建议关注后续销售情况及佰草集焕活进程。维持 21~23 年 EPS 预测为 0.78/1.12/1.49 元，21~23 年 PE 分别为 57/40/30 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 新品销售不及预期、营销投放效率不及预期等。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>7,138</b>	<b>7,597</b>	<b>7,032</b>	<b>8,157</b>	<b>9,533</b>	<b>10,861</b>
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>540</b>	<b>557</b>	<b>430</b>	<b>528</b>	<b>762</b>	<b>1,014</b>
净利率	7.6%	7.3%	6.1%	6.5%	8.0%	9.3%

**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%
<b>资产总计</b>	<b>10,160</b>	<b>11,147</b>	<b>11,295</b>	<b>11,757</b>	<b>12,575</b>	<b>13,703</b>
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
<b>负债</b>	<b>4,347</b>	<b>4,862</b>	<b>4,796</b>	<b>4,679</b>	<b>5,040</b>	<b>5,561</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,813</b>	<b>6,286</b>	<b>6,499</b>	<b>7,077</b>	<b>7,535</b>	<b>8,143</b>
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
<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,160</b>	<b>11,147</b>	<b>11,295</b>	<b>11,757</b>	<b>12,575</b>	<b>13,703</b>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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%

**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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>895</b>	<b>670</b>	<b>489</b>	<b>362</b>	<b>932</b>	<b>1,339</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-842</b>	<b>-121</b>	<b>-671</b>	<b>-11</b>	<b>-230</b>	<b>-230</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-223</b>	<b>-189</b>	<b>-194</b>	<b>16</b>	<b>-351</b>	<b>-436</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-170</b>	<b>360</b>	<b>-376</b>	<b>368</b>	<b>352</b>	<b>673</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	14	53	83	145
增持	2	5	19	24	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.26	1.26	1.22	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	2020-04-23	买入	27.80	N/A
2	2020-08-27	买入	40.20	52.00 ~ 52.00
3	2020-10-09	买入	37.70	N/A
4	2020-10-27	买入	38.28	N/A
5	2021-02-03	买入	36.28	N/A
6	2021-04-22	买入	45.27	N/A
7	2021-07-23	买入	50.52	N/A
8	2021-08-25	买入	52.17	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，不作为或被视为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