

2021年10月26日

电商业业务快速增长，数字化营销初见成效

上海家化(600315)

评级:	买入	股票代码:	600315
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	63.87/34.18
目标价格:		总市值(亿)	288.84
最新收盘价:	42.5	自由流通市值(亿)	285.28
		自由流通股数(百万)	671.25

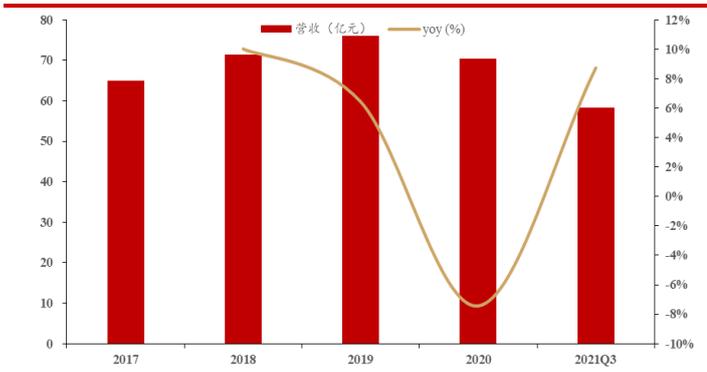
事件概述

上海家化发布2021年三季报，2021Q3公司实现营收58.3亿元，同比增长8.73%；归母净利润4.2亿元，同比增长34.71%；扣非后净利润为4.74亿元，同比增长71.85%。分季度看，公司2021年Q1/Q2/Q3分别实现营收21.15/20.95/16.2亿元，同比增长27.04%/3.73%/-3.41%，分别实现归母净利润1.69/1.17/1.35亿元，同比增长41.92%/81.69%/4.6%。

收入端：外部因素导致增速放缓。

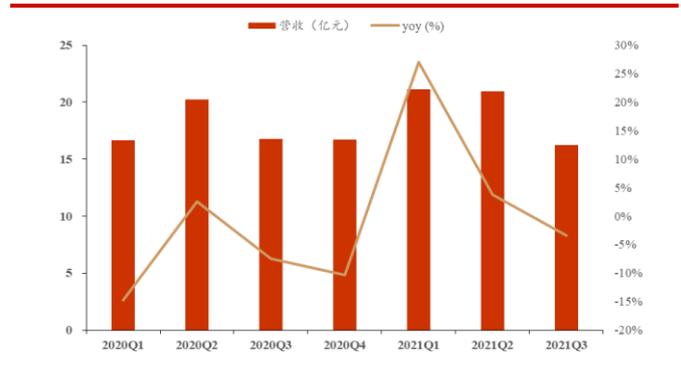
由于海外疫情不断反复，以及公司大股东平安寿险改革调整开启，公司海外业务以及特渠的收入增速均受到一定的负面影响。同时，今年极端异常天气也影响到公司主力品牌六神的销售。多重因素影响下，2021年前三季度，公司共实现营业收入58.3亿元，同比增长了8.73%。单三季度，公司实现营收16.2亿元，同比下滑了3.41%。根据凤凰网的数据，公司电商业在Q3获得了超45%的快速增长，护肤品产品也保持着不错的发展态势，公司旗下玉泽与中国航天-十二天宫IP展开合作，赋能品牌。分品类看，公司护肤产品共实现营收约5.3亿元，个护家清产品共实现营收约5.12亿元，母婴产品共实现营收约4.85亿元，合作品牌共实现营收约0.9亿元。

图1 公司营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图2 公司单季度营业收入



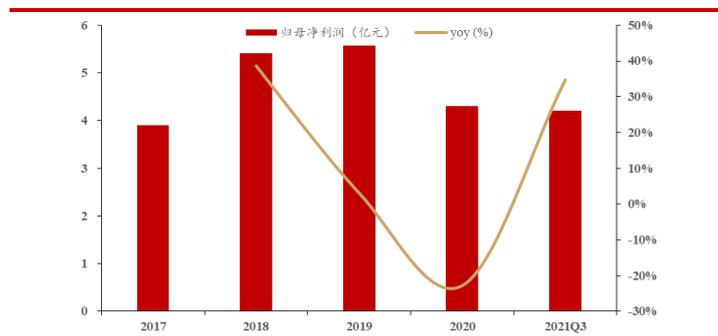
资料来源：Wind，华西证券研究所

利润端：净利率有所提升。

利润端，2021前三季度公司实现毛利率62.77%，同比提升1.27pct。单季度看，Q3实现毛利率58.93%，同比下滑了1.87pct，环比下降4.8pct。2021前三季度，公司实现净利率7.21%，同比提升1.39pct。单季度看，Q3实现净利率8.31%，同比提升0.64pct，环比提升了2.74pct。公司2021年Q3毛利率的下滑，主要还是因为公司主要的原材料价格上涨幅度较大，皂粒油脂、表面活性剂和溶剂的采购价格分别上涨了60%、20%和16%，对成本端形成了一定的压力。同时公司产品结构有一定的变化也是毛利率整体有所下滑的原因，单SKU的毛利率还是基本保持稳定。费用端，2021前三季度公司期间费用率为54.66%，同比下滑了

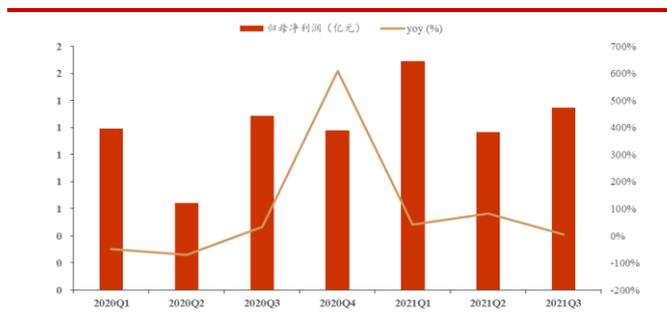
0.86pct。其中销售/管理/财务费用率分别为 44.49%/10.01%/0.15%，同比变动-0.74/+0.55/-0.67pct。管理费用率的上升，主要是因为股权激励的部分费用计入管理费用所致。经营质量方面，公司存货同比下滑了 6.88%至 9.67 亿元，经营性现金流同比增长了 58.69%至 9.8 亿元。

图 3 公司归母净利润



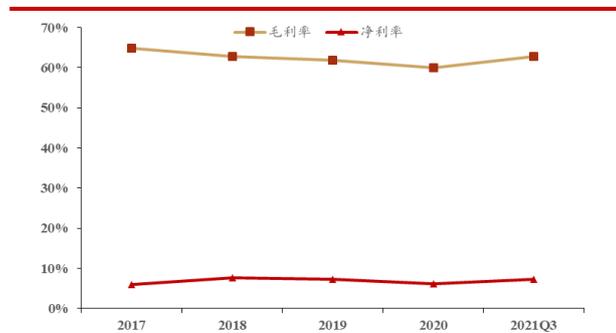
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 公司单季度归母净利润



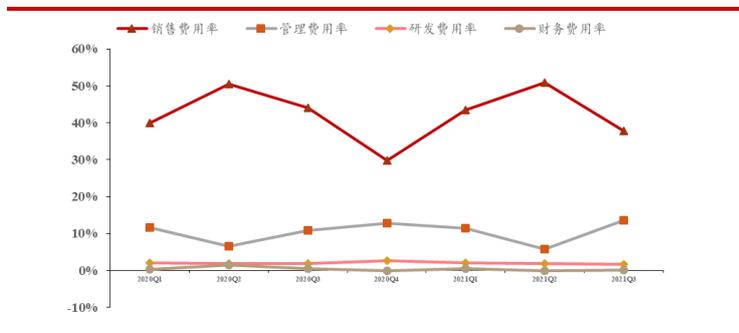
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 公司毛利率/净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 公司单季度期间费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

► 数字化营销初见成效。

公司积极推进数字化转型，“以消费者为中心，以获客成本最优化和用户价值最大化为两个基本点，以品牌全域化、运营数字化、数字资产化为三个助推器”的 123 数字化策略正在逐步落地。今年，上海家化携手天猫新品创新中心 (TMIC)，数字化赋能新品开发；与巴斯夫确立科技创新合作关系，以科技创新赋能产品创新。上海家化通过强强联合，结合大数据聚焦消费者洞察，产品创新将成为品牌增长的重要引擎。同时，公司还着力搭建私域生态，在公域流量价格不断上升的情况下，可以有效的降低公司的获客成本。

投资建议

公司作为日化领域龙头，旗下产品品类齐全，覆盖了中低高端产品线。新任董事长上任后，公司确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针，大部分短期影响因素也将在 Q4 恢复正常，我们坚定看好公司的中长期投资价值。我们维持公司的营收预测不变，预计 2021-2023 年公司将实现营业收入 84.91/95.53/107.95 亿元，EPS 分别为 0.75/1.22/1.71 元，对应 2021 年 10 月 26 日 42.5 元/股收盘价，PE 分别为 56.81/34.73/24.85 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧。2) 公司经营改善不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7596.95	7032.39	8491.49	9553.31	10795.24
YoY (%)	6.43%	-7.43%	20.75%	12.50%	13.00%
归母净利润(百万元)	557.09	430.20	508.48	831.75	1162.47
YoY (%)	3.09%	-22.78%	18.20%	63.57%	39.76%
毛利率 (%)	61.88%	59.95%	61.85%	62.59%	63.48%
每股收益 (元)	0.82	0.63	0.75	1.22	1.71
ROE	8.86%	6.62%	7.26%	10.61%	12.92%
市盈率	51.85	67.14	56.81	34.73	24.85

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话:

分析师: 杨维维

邮箱: yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7032.39	8491.49	9553.31	10795.24	净利润	430.20	508.48	831.75	1162.47
YoY (%)	-7.43%	20.75%	12.50%	13.00%	折旧和摊销	235.55	64.41	75.15	80.52
营业成本	2816.16	3239.59	3574.00	3942.00	营运资金变动	38.05	55.05	38.56	42.02
营业税金及附加	56.90	65.34	73.75	83.91	经营活动现金流	643.43	474.54	790.57	1132.67
销售费用	2924.33	3659.83	3869.09	4231.73	资本开支	-105.19	13.47	8.24	5.95
管理费用	720.61	1004.54	1098.63	1209.07	投资	-672.82	0.00	0.00	0.00
财务费用	43.30	-24.03	-35.88	-52.66	投资活动现金流	-670.95	163.47	158.24	155.95
资产减值损失	68.76	1.52	3.35	3.62	股权募资	131.53	0.00	0.00	0.00
投资收益	171.20	150.00	150.00	150.00	债务募资	-62.31	0.00	0.00	0.00
营业利润	533.75	593.29	970.29	1361.66	筹资活动现金流	-136.21	-3.70	0.00	0.00
营业外收支	0.23	4.93	8.24	5.95	现金净流量	-163.73	634.32	948.81	1288.62
利润总额	533.98	598.22	978.53	1367.61	主要财务指标				
所得税	103.78	89.73	146.78	205.14	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	430.20	508.48	831.75	1162.47	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	430.20	508.48	831.75	1162.47	营业收入增长率	-7.43%	20.75%	12.50%	13.00%
YoY (%)	-22.78%	18.20%	63.57%	39.76%	净利润增长率	-22.78%	18.20%	63.57%	39.76%
每股收益	0.63	0.75	1.22	1.71	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	59.95%	61.85%	62.59%	63.48%
货币资金	1286.71	1921.03	2869.83	4158.46	净利率率	6.12%	5.99%	8.71%	10.77%
预付款项	46.97	66.77	69.85	76.56	总资产收益率 ROA	3.81%	4.15%	6.20%	7.77%
存货	866.51	1016.06	1124.56	1241.29	净资产收益率 ROE	6.62%	7.26%	10.61%	12.92%
其他流动资产	3954.72	4168.94	4367.56	4581.76	偿债能力 (%)				
流动资产合计	6154.91	7172.80	8431.80	10058.07	流动比率	2.14	2.16	2.30	2.48
长期股权投资	475.51	475.51	475.51	475.51	速动比率	1.82	1.84	1.97	2.16
固定资产	1018.62	954.21	879.06	798.54	现金比率	0.45	0.58	0.78	1.03
无形资产	769.37	769.37	769.37	769.37	资产负债率	42.46%	42.78%	41.63%	39.89%
非流动资产合计	5140.41	5067.45	4992.31	4911.79	经营效率 (%)				
资产合计	11295.32	12240.25	13424.11	14969.86	总资产周转率	0.63	0.72	0.74	0.76
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
应付账款及票据	718.26	905.04	995.26	1095.84	每股收益	0.63	0.75	1.22	1.71
其他流动负债	2157.46	2410.82	2672.71	2955.41	每股净资产	9.56	10.31	11.53	13.24
流动负债合计	2875.72	3315.86	3667.97	4051.25	每股经营现金流	0.95	0.70	1.16	1.67
长期借款	1062.39	1062.39	1062.39	1062.39	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	857.99	857.99	857.99	857.99	估值分析				
非流动负债合计	1920.38	1920.38	1920.38	1920.38	PE	67.14	56.81	34.73	24.85
负债合计	4796.10	5236.24	5588.35	5971.63	PB	3.63	4.12	3.69	3.21
股本	677.97	677.97	677.97	677.97					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	6499.22	7004.01	7835.76	8998.23					
负债和股东权益合计	11295.32	12240.25	13424.11	14969.86					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。