

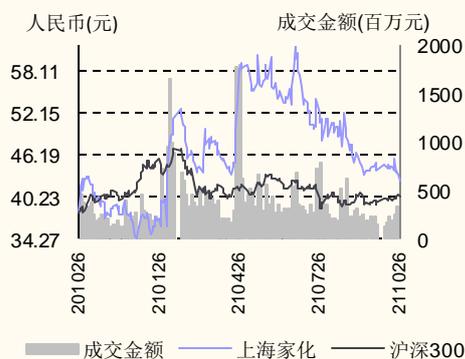
## 上海家化 (600315.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 42.50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)	288.84
年内股价最高最低(元)	61.75/34.27
沪深300指数	4963
上证指数	3598



## 外部因素拖累收入表现, 盈利与营运指标改善

## 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	7,637	8,867	10,037
营业收入增长率	6.43%	-7.43%	8.59%	16.11%	13.20%
归母净利润(百万元)	557	430	529	762	1,015
归母净利润增长率	3.09%	-22.78%	22.94%	44.01%	33.24%
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	0.50	1.35	1.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.86%	6.62%	7.47%	10.11%	12.46%
P/E	37.75	54.87	54.61	37.93	28.46
P/B	3.35	3.63	4.08	3.83	3.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 10.26 公司公告 3Q21 营收同降 3.41%，主要为个护家清母婴拖累，扣非净利同增 26.28%，归母净利同增 4.60%、低于扣非净利增速主要为平安消费基金产生非经常性损失 979 万元。

## 经营分析

- Q3 护肤美妆快速增长、个护家清母婴等承压:** 1) 护肤美妆: 1~9 月同增 25%+, Q3 同增 18%; Q3 玉泽增 50%+, 增长提速/佰草集增 15%、增速放缓/高夫增近 10%、增速放缓/美加净增 20%+, 增速略提速。2) 个护家清: 1~9 月低个位数增长, Q3 同降双位数; Q3 六神受天气影响降 1%+, 环比放缓/家安受特渠拖累降 30%+, 大幅放缓; 3) 母婴: 1~9 月低个位数增长, Q3 同降双位数; Q3 启初高个位数增长/汤美星同降 10%+ (1~3Q21 同增 1%+)。1~9 月合作品牌合计营收同增 5%左右、Q3 同降低个位数、其中片仔癀受特渠影响同降 15%+, C&D 同增 20%。
- Q3 电商低基数下增长靓丽, 特渠及线下承压:** 1) 电商 1~9 月同增 15%+, Q3 低基数效应下同增 45%。已和阿里/拼多多/抖音等建立深度合作, 大力发展店铺直播/会员运营; 首席数字官 10 月已到位, 未来将继续推动营销与数字化结合。2) 特渠受寿险改革影响, 1~9 月同降 10%、Q3 降 40%+。3) 线下 1~9 月增低个位数、Q3 受疫情反复及气候影响小幅下降, 母婴百货 1~9 月增近 50%、Q3 小幅下降, CS 1~9 月同增近 50%、Q3 个位数增长。
- Q3 盈利水平环比提升、营运指标持续改善:** Q3 毛利率 58.93% (-1.87%) 主要为原材料成本上升/玉泽促销力度加大/六神高毛利 SKU 销售减少。销售费用率 37.82% (-6.24PCT)。Q3 净利率回归至 8.31%。1~9 月存货周转天数为 114 (同比缩短 14 天), 应收账款周转天数 52 天 (同比缩短 10 天)。

## 投资建议

- 国内受到天气、局部疫情反复、寿险改革等、国外受 Amazon 清库存等外部因素影响, Q3 收入端放缓, 但电商及护肤美妆等现边际改善, 维持 21~23 年 EPS 预测为 0.78/1.12/1.49 元, 21~23 年 PE 分别为 55/38/28 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。

## 相关报告

- 《佰草集太极系列再上新, 流量助推即将开启-上海家化公司点评》, 2021.9.27
- 《Q2 净利同增 82%, 复兴之旅稳步推进-上海家化 1H21 业绩点...》, 2021.8.25
- 《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
- 《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
- 《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

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		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>7,637</b>	<b>8,867</b>	<b>10,037</b>	货币资金	1,105	1,609	1,287	1,539	1,851	2,452
增长率	6.4%	-7.4%	8.6%	16.1%	13.2%		应收款项	1,066	1,295	1,177	1,343	1,559	1,765
主营业务成本	-2,656	-2,896	-2,816	-2,763	-3,263	-3,620	存货	875	925	867	834	984	1,091
%销售收入	37.2%	38.1%	40.0%	36.2%	36.8%	36.1%	其他流动资产	1,731	2,048	2,849	2,862	2,872	2,879
毛利	4,482	4,701	4,216	4,874	5,604	6,417	流动资产	4,777	5,878	6,179	6,577	7,267	8,187
%销售收入	62.8%	61.9%	60.0%	63.8%	63.2%	63.9%	%总资产	47.0%	52.7%	54.7%	57.6%	59.7%	62.2%
营业税金及附加	-56	-54	-57	-38	-44	-50	长期投资	984	981	917	917	917	917
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,206	1,146	1,019	1,106	1,182	1,259
销售费用	-2,901	-3,204	-2,924	-3,207	-3,547	-3,975	%总资产	11.9%	10.3%	9.0%	9.7%	9.7%	9.6%
%销售收入	40.6%	42.2%	41.6%	42.0%	40.0%	39.6%	无形资产	2,885	2,970	2,821	2,809	2,806	2,803
管理费用	-883	-942	-721	-764	-842	-903	非流动资产	5,383	5,270	5,116	4,833	4,906	4,979
%销售收入	12.4%	12.4%	10.2%	10.0%	9.5%	9.0%	%总资产	53.0%	47.3%	45.3%	42.4%	40.3%	37.8%
研发费用	-150	-173	-144	-191	-222	-251	<b>资产总计</b>	<b>10,160</b>	<b>11,147</b>	<b>11,295</b>	<b>11,410</b>	<b>12,173</b>	<b>13,166</b>
%销售收入	2.1%	2.3%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	短期借款	6	6	10	217	228	225
息税前利润 (EBIT)	492	329	370	674	949	1,238	应付款项	2,249	2,365	2,325	2,280	2,469	2,742
%销售收入	6.9%	4.3%	5.3%	8.8%	10.7%	12.3%	其他流动负债	437	494	540	371	479	593
财务费用	-61	-31	-43	-52	-53	-44	流动负债	2,691	2,865	2,876	2,869	3,176	3,560
%销售收入	0.9%	0.4%	0.6%	0.7%	0.6%	0.4%	长期贷款	1,073	1,138	1,062	1,062	1,062	1,062
资产减值损失	-60	74	86	0	0	0	其他长期负债	583	859	858	400	400	400
公允价值变动收益	-3	84	28	0	0	0	<b>负债</b>	<b>4,347</b>	<b>4,862</b>	<b>4,796</b>	<b>4,331</b>	<b>4,638</b>	<b>5,022</b>
投资收益	130	154	171	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,813</b>	<b>6,286</b>	<b>6,499</b>	<b>7,078</b>	<b>7,535</b>	<b>8,144</b>
%税前利润	20.1%	21.9%	32.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	671	671	678	685	685	685
营业利润	646	700	534	622	896	1,194	未分配利润	3,795	4,316	4,578	4,896	5,353	5,961
营业利润率	9.1%	9.2%	7.6%	8.1%	10.1%	11.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	2	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>11,409</b>	<b>12,173</b>	<b>13,166</b>
税前利润	646	702	534	622	896	1,194							
利润率	9.1%	9.2%	7.6%	8.1%	10.1%	11.9%							
所得税	-106	-145	-104	-93	-134	-179							
所得税率	16.4%	20.6%	19.4%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	540	557	430	529	762	1,015							
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>529</b>	<b>762</b>	<b>1,015</b>							
净利率	7.6%	7.3%	6.1%	6.9%	8.6%	10.1%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	540	557	430	529	762	1,015
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	120	88	88
营运资金变动	87	186	38	-460	-80	66
<b>经营活动现金净流</b>	<b>895</b>	<b>670</b>	<b>489</b>	<b>345</b>	<b>926</b>	<b>1,326</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	-51	9	-1
其他	-204	-189	-264	-292	-393	-494
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-223</b>	<b>-189</b>	<b>-194</b>	<b>-82</b>	<b>-383</b>	<b>-495</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-170</b>	<b>360</b>	<b>-376</b>	<b>252</b>	<b>313</b>	<b>601</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	0.778	1.121	1.493
每股净资产	8.553	9.249	9.563	10.414	11.086	11.982
每股经营现金净流	1.333	0.998	0.721	0.504	1.352	1.937
每股股利	0.250	0.250	0.200	0.309	0.445	0.593
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.30%	8.86%	6.62%	7.47%	10.11%	12.46%
总资产收益率	5.32%	5.00%	3.81%	4.64%	6.26%	7.71%
投入资本收益率	5.90%	3.47%	3.89%	6.85%	9.14%	11.16%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	10.01%	6.43%	-7.43%	8.59%	16.11%	13.20%
EBIT增长率	31.86%	-33.24%	12.62%	81.98%	40.89%	30.44%
净利润增长率	38.63%	3.09%	-22.78%	22.94%	44.01%	33.24%
总资产增长率	5.79%	9.72%	1.33%	1.01%	6.69%	8.17%
<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	43.3	32.2	24.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-0.47%	-38.17%	-45.34%	-42.26%	-43.73%	-47.85%
EBIT利息保障倍数	8.1	10.5	8.5	13.1	17.9	28.2
资产负债率	42.79%	43.61%	42.46%	37.96%	38.10%	38.15%

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	4	16	32	72	129
增持	2	5	11	24	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.24	1.26	1.25	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-27	买入	40.20	52.00 ~ 52.00
2	2020-10-09	买入	37.70	N/A
3	2020-10-27	买入	38.28	N/A
4	2021-02-03	买入	36.28	N/A
5	2021-04-22	买入	45.27	N/A
6	2021-07-23	买入	50.52	N/A
7	2021-08-25	买入	52.17	N/A
8	2021-09-27	买入	44.52	N/A

来源：国金证券研究所

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



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