

## 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(600615.SH):迎接新机遇,百年  
日化龙头再起航》2020.7《上海家化(600615):佰草集复兴见效,  
利率提升带来盈利改善》2021.4《上海家化(600615):佰草集持续复兴,  
结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

## Q3 护肤高景气度, 费率优化带动净利率微升

2021年10月27日

**事件:** 公司公布2021年三季报, 21年前三季度实现收入58.3亿元, 同增8.7%, 实现归母净利润4.2亿元, 同增34.7%, 扣非净利润4.7亿元, 同增71.9%, EPS为0.62元; 其中21Q3实现收入16.2亿元, 同减3.4%, 实现归母净利润1.3亿元, 同增4.6%, 扣非净利润1.4亿元, 同增26.3%。公司三季度收入略低于预期, 主要由于海外业务mayborn收入下降、特渠受平安寿险调整大幅下降以及线下增长承压。

**点评:**

- **美容护肤维持较高景气度, 母婴、家清增长承压。** 公司三季度收入按品类拆分: 1) 美容护肤品类收入同增约18%维持较高景气度, 其中玉泽增速超过50%, 佰草集增速超过15%, 美加净增速超过20%, 高夫维持双位数增长; 2) 个护家清品类受天气原因、疫情原因、特渠调整同比两位数下降, 其中六神因凉夏影响收入微降, 家安受特渠平安寿险业务改革影响下降30%以上; 3) 母婴品类受海外业务影响收入双位数下降, 其中启初高个位数增长, 海外mayborn受亚马逊欧洲运营策略从追求增速到降低库存调整、航运港口运费增加等供应链问题影响双位数下降。总体而言, 三季度六神、汤美星、家安收入增长承压, 玉泽、佰草集、高夫等品牌调整见效, 获得较高增长。
- **电商渠道高增, 线下增长承压, 特渠持续拖累。** 公司三季度收入按渠道拆分: 1) 线下渠道受疫情反复、流量减少及极端天气影响收入增长承压, 其中母婴、百货渠道下降, CS渠道得益于屈臣氏等良好运营实现个位数增长; 2) 电商收入同增超过45%, 主要在于去年同期降低超头直播投放带来低基数, 今年优化线上运营, 积极拓展拼多多、抖音等新渠道, 重回健康增长; 3) 特渠受平安寿险业务改革影响团购业务导致收入同降超过40%, 未来公司将加大集团覆盖面, 如财险、平安银行、平安好医生等渠道延展, 同时积极开展C端零售业务以提升销售。
- **原材料等压力带动毛利率微降, 双十一费用投放节奏带来费率下降, 净利率微升。** 公司三季度毛利率下降1.9pct至58.9%, 主要由于: 1) 原材料涨价; 2) 高毛利产品结构变化, 如六神高毛利率产品减少、玉泽促销力度加大。公司三季度销售费率降低6.2pct至37.8%, 主要由于去年同期双十一投放费用部分确认至三季度、控费增效持续见效; 三季度管理费上升2.8pct至13.6%, 考虑到新增股权激励费用实际有所优化。综上, 公司归母净利率提升0.6pct至8.3%, 盈利水平持续改进。
- **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, 公司积极扩展新渠道, 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

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

聚焦抖音、小红书、微信朋友圈等投放，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；三季度受海外业务、特渠调整以及线下疫情等因素影响增长有所疲软，未来公司将加大线上多渠道布局、构建新零售生态系统、增强 C 端运营等方式调整，有望实现多渠道稳健发展。

➤ **盈利预测与投资评级：**佰草集、高夫、玉泽等美容护肤业务调整后持续高景气度，母婴、个护受海运、天气、线下疫情反复等影响短期增长承压，未来有望复苏。我们调整公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入分别为 78.61 亿、90.13 亿、103.46 亿元，归母净利润分别为 5.09 亿元、7.69 亿元、10.25 亿元，摊薄每股收益分别为 0.75 元(原 0.75 元)、1.13 元(原 1.20 元)、1.51 元(1.80 元)，对应估值为 56.2 倍、37.3 倍、28.0 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	7,861	9,013	10,346
增长率 YoY %	6.4%	-7.4%	11.8%	14.7%	14.8%
归属母公司净利润 (百万元)	557	430	509	769	1,025
增长率 YoY%	3.1%	-22.8%	18.4%	50.9%	33.3%
毛利率%	61.9%	60.0%	60.9%	61.5%	62.1%
净资产收益率ROE%	8.9%	6.6%	7.3%	9.9%	11.6%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.63	0.75	1.13	1.51
市盈率 P/E(倍)	37.65	54.73	56.23	37.26	27.95
市净率 P/B(倍)	3.34	3.62	4.08	3.67	3.24

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	5,878	6,155	6,879	8,052	9,542	
货币资金	1,609	1,287	1,672	2,509	3,610	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,229	1,090	1,228	1,407	1,616	
预付账款	64	47	52	59	67	
存货	925	867	1,053	1,188	1,344	
其他	2,050	2,865	2,875	2,889	2,905	
<b>非流动资产</b>	5,270	5,140	5,128	5,123	5,119	
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>	11,147	11,295	12,007	13,176	14,661	
<b>流动负债</b>	2,865	2,876	3,068	3,456	3,904	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	824	718	783	884	1,000	
其他	2,041	2,157	2,284	2,572	2,904	
<b>非流动负债</b>	1,997	1,920	1,920	1,920	1,920	
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>	4,862	4,796	4,988	5,376	5,824	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	6,286	6,499	7,019	7,800	8,836	
<b>负债和股东权益</b>	11,147	11,295	12,007	13,176	14,661	

### 重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7,597	7,032	7,861	9,013	10,346
同比 (%)	6.4%	-7.4%	11.8%	14.7%	14.8%
归属母公司净利润	557	430	509	769	1,025
同比 (%)	3.1%	-22.8%	18.4%	50.9%	33.3%
毛利率 (%)	61.9%	60.0%	60.9%	61.5%	62.1%
ROE%	8.9%	6.6%	7.3%	9.9%	11.6%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.63	0.75	1.13	1.51
P/E	37.65	54.73	56.23	37.26	27.95
P/B	3.34	3.62	4.08	3.67	3.24
EV/EBITDA	36.34	38.52	51.63	32.94	23.91

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	7,597	7,032	7,861	9,013	10,346	
营业成本	2,896	2,816	3,075	3,468	3,924	
营业税金及附加	54	57	64	73	84	
销售费用	3,204	2,924	3,270	3,650	4,118	
管理费用	942	721	786	856	962	
研发费用	173	144	173	189	217	
财务费用	31	43	16	1	-23	
减值损失合	-5	-69	-18	-18	-18	
投资净收益	154	171	94	108	124	
其他	254	104	83	96	109	
<b>营业利润</b>	700	534	636	961	1,280	
营业外收支	2	0	0	0	0	
<b>利润总额</b>	702	534	637	961	1,281	
所得税	145	104	127	192	256	
<b>净利润</b>	557	430	509	769	1,025	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司</b>	557	430	509	769	1,025	
EBITDA	559	606	543	826	1,091	
EPS(当)	0.82	0.63	0.75	1.13	1.51	

### 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	749	643	373	818	1,066
净利润	557	430	509	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	-94	-108	-124
营运资金变	186	38	-162	37	45
其它	-128	48	18	18	18
<b>投资活动现金流</b>	-121	-671	67	72	88
资本支出	-30	-105	-28	-36	-36
长期投资	-130	-673	0	0	0
其他	39	107	94	108	124
<b>筹资活动现金流</b>	-186	-136	-55	-53	-53
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>	438	-222	385	837	1,101

## 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	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@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	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@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

## 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、意见及推测仅供参考，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>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 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。