

# 上海家化 (600315)

证券研究报告

2021年10月27日

## Q3 扣非同比增长 26.28%，新平台新渠道建设初见成效

### 事件：

公司发布 2021 年三季报，2021Q1-3 实现营收 58.30 亿元，yoy+8.73%；归母净利润 4.20 亿元，yoy+34.71%；扣非后归母净利润 4.74 亿元，yoy+71.85%。其中，2021Q3 营业收入 16.20 亿元，yoy-3.41%；归母净利润 1.35 亿元，yoy+4.60%；扣非后归母净利 1.42 亿元，yoy+26.28%。

### 点评：

#### 1) 收入端，

分季度看，2021Q3 营业收入为 16.20 亿元，2021Q1 至 Q3 营业收入 yoy 分别为+27.04%/3.73%/-3.41%，2021Q3 增速 yoy+4.04pct。

#### 2) 成本端，

2021Q1-3 公司毛利率达 62.77%，yoy+1.27pct；其中 Q3 毛利率为 58.93%，yoy-1.87pct。

#### 3) 费用端，

2021Q1-3 期间费用率为 56.49%，yoy-0.92pct；销售费用率为 44.49%，yoy-0.74pct；管理、研发、财务费用率合计为 11.99%，yoy-0.17pct。整体来看公司费用管控良好。

#### 4) 利润端，

2021Q1-3 归母净利润 4.20 亿元，yoy+34.71%，归母净利率 7.21%，yoy+1.39pct；扣非后归母净利率 8.14%，yoy+2.99pct。归母净利润同比大幅增长主要系去年同期低基数及毛利率提升带动。

#### 5) 现金流方面，

2021Q1-3 公司经营活动产生的现金流量净额 9.81 亿元，yoy+58.69%，公司投资活动产生的现金流金额-0.33 亿元，yoy-87.68%。其中，经营活动现金流大幅增长主要系销售收入同比增加所致。

**投资建议：**潘总上任以来家化经营质量一直在改善，家化始终坚持 123 方针，专注于 1 个中心、2 个基本点，3 个助推器的策略框架，战略规划逐项落地效果初现，持续不断为每个消费者打造至美的产品和服务，未来将继续降本增效，以终为始。

**盈利预测：**预计 21-23 年净利润 5.1/8.1/11.4 亿，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险、新品上市表现不及预期风险、品牌发展不及预期风险、行业竞争加剧风险

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	42.5 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	679.63
流通 A 股股本(百万股)	671.25
A 股总市值(百万元)	28,884.46
流通 A 股市值(百万元)	28,528.06
每股净资产(元)	9.97
资产负债率(%)	44.96
一年内最高/最低(元)	63.87/34.18

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《上海家化-半年报点评:降本增效持续改善经营质量,百年匠心尽善致美》2021-08-26
- 《上海家化-公司点评:加推期权激励高度认可董事长改革成效,提高考核目标更显信心》2021-07-27
- 《上海家化-季报点评:聚焦优化提升盈利水平,数字化战略赋能公司未来》2021-04-23

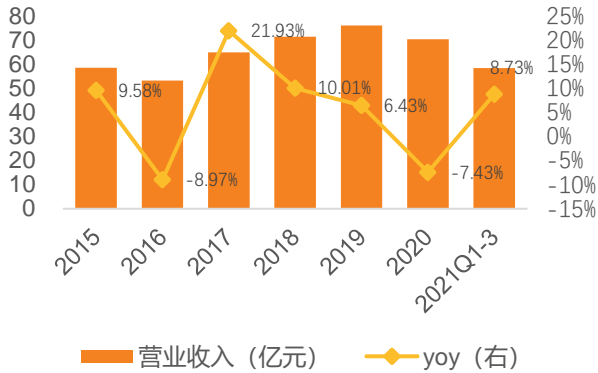
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,596.95	7,032.39	8,368.54	9,540.13	10,860.26
增长率(%)	6.43	(7.43)	19.00	14.00	13.84
EBITDA(百万元)	928.39	962.56	804.77	1,176.94	1,590.73
净利润(百万元)	557.09	430.20	509.91	805.06	1,142.19
增长率(%)	3.09	(22.78)	18.53	57.88	41.88
EPS(元/股)	0.82	0.63	0.75	1.18	1.68
市盈率(P/E)	51.85	67.14	56.65	35.88	25.29
市净率(P/B)	4.60	4.44	4.14	3.83	3.47
市销率(P/S)	3.80	4.11	3.45	3.03	2.66
EV/EBITDA	18.86	20.51	31.10	20.34	14.58

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 事件

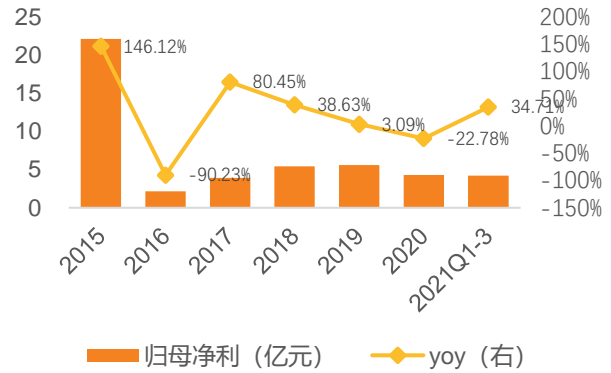
公司发布 2021 年三季报，2021Q1-3 实现营收 58.30 亿元，yoy+8.73%；归母净利 4.20 亿元，yoy+34.71%；扣非后归母净利 4.74 亿元，yoy+71.85%。其中，2021Q3 营业收入 16.20 亿元，yoy-3.41%；归母净利润 1.35 亿元，yoy+4.60%；扣非后归母净利 1.42 亿元，yoy+26.28%。

图 1：2021Q1-3 营收同比增长 8.73%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2021Q1-3 归母净利同比增长 34.71%



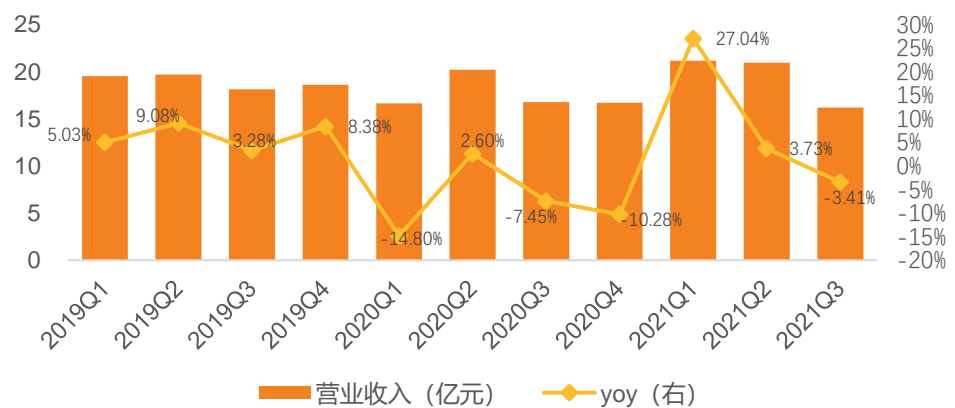
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 点评

### 2.1. 收入端

分季度看，2021Q3 营业收入为 16.20 亿元，2021Q1 至 Q3 营业收入 yoy 分别为 +27.04%/3.73%/-3.41%，2021Q3 增速 yoy+4.04pct。

图 3：2021Q3 营收同比-3.41%



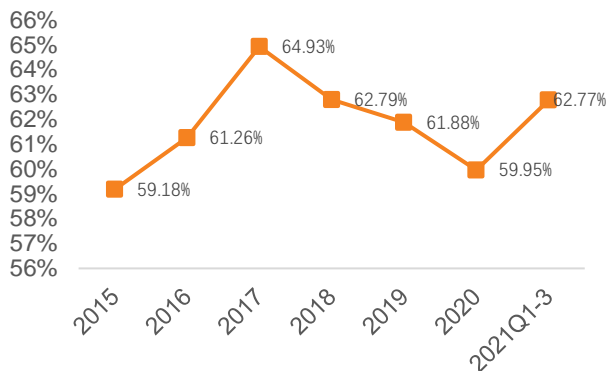
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.2. 成本端

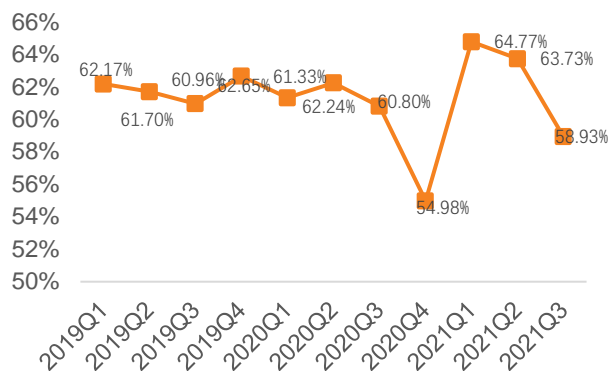
成本端，2021Q1-3 公司毛利率达 62.77%，yoy+1.27pct；其中 Q3 毛利率为 58.93%，yoy-1.87pct。

图 4：2021Q1-3 毛利率为 62.77%

图 5：2021Q3 毛利率为 58.93%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

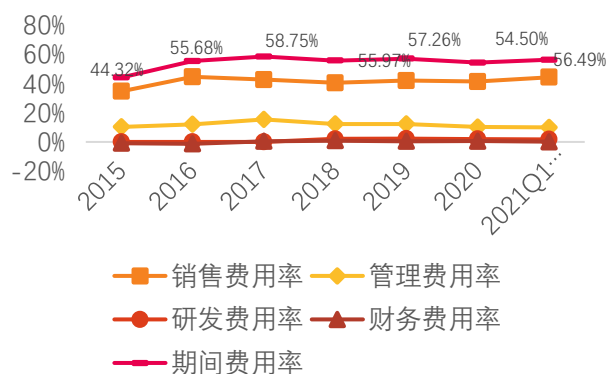


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 2.3. 费用端

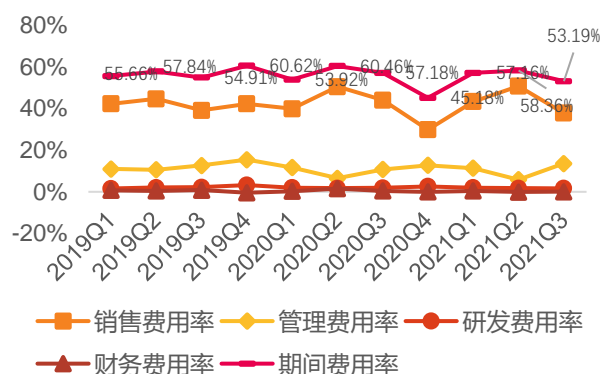
费用端,2021Q1-3 期间费用率为 56.49%,yoy-0.92pct;销售费用率为 44.49%,yoy-0.74pct;管理、研发、财务费用率合计为 11.99%,yoy-0.17pct。分季度看,2021Q3 销售费用率为 37.82%,yoy-6.24pct;管理、研发、财务费用率合计为 15.38%,yoy+2.26pct。整体来看公司费用管控良好。

图 6: 2021Q1-3 期间费用率为 56.49%, 同比-0.92pct



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 2021Q3 期间费用率为 53.19%, 同比-3.98pct



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 2.4. 利润端

利润端,2021Q1-3 归母净利润 4.20 亿元,yoy+34.71%,归母净利率 7.21%,yoy+1.39pct;扣非后归母净利率 8.14%,yoy+2.99pct。归母净利润同比大幅增长主要系去年同期低基数及毛利率提升带动。分季度看,2021Q3 归母净利润 1.35 亿元,yoy+4.60%,归母净利率 8.31%,yoy+0.64pct;2021Q3 扣非后归母净利率 8.78%,yoy+2.06pct。

图 8: 2021Q3 归母净利同比+4.6%

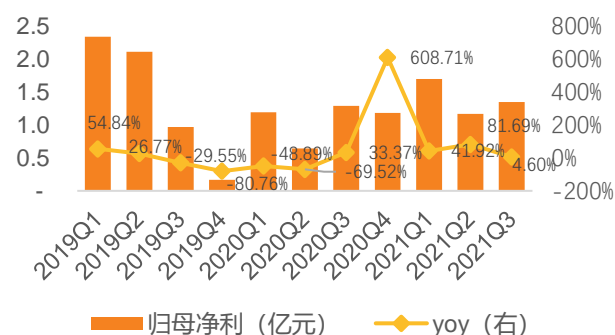
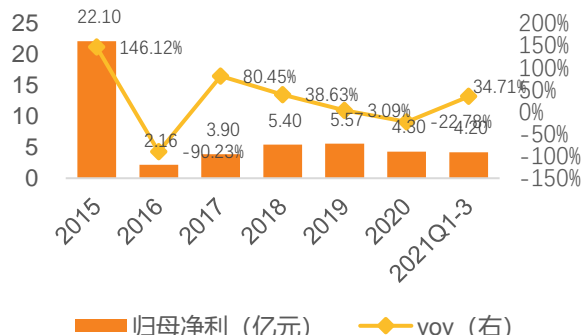


图 9: 2021Q1-3 归母净利同比+34.71%



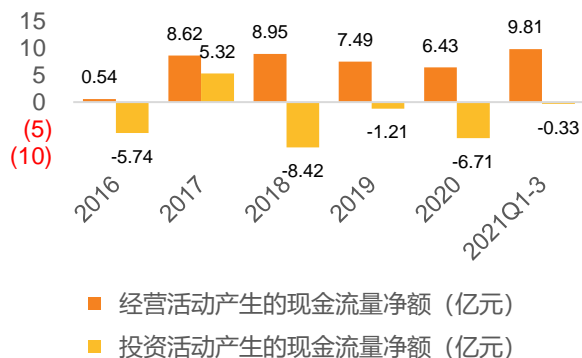
资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.5. 现金流

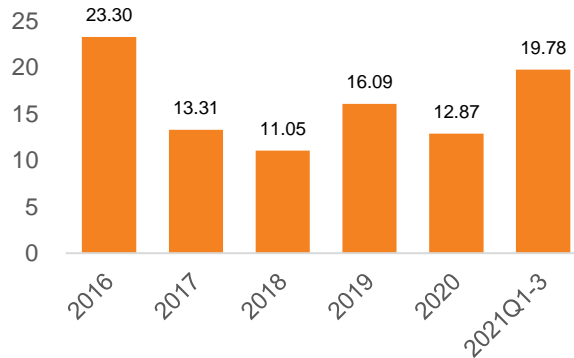
现金流方面，2021Q1-3 公司经营活动产生的现金流量净额 9.81 亿元，yoy+58.69%，公司投资活动产生的现金流金额-0.33 亿元，yoy-87.68%。2021Q1-3 货币资金 19.78 亿元，yoy+28.32%。其中，经营活动现金流大幅增长主要系销售收入同比增加所致。

图 10：2021Q1-3 经营活动产生的现金流量净额 9.81 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2021Q1-3 货币资金 19.78 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3. 投资建议与盈利预测

**投资建议：**潘总上任以来家化经营质量一直在改善，家化始终坚持 123 方针，战略规划逐项落地效果初现，持续不断为每个消费者打造至美的产品和服务，未来将继续降本增效，以终为始。

**盈利预测：**预计 21-23 年净利润 5.1/8.1/11.4 亿，维持“买入”评级。

## 4. 风险提示

- 1) 宏观经济下行风险  
若宏观经济情况出现下滑，则会影响化妆品行业整体发展。
- 2) 新品上市表现不及预期风险  
新品上市情况或不及预期，影响公司整体业绩。
- 3) 品牌发展不及预期风险  
品牌发展或不及预期，影响公司整体业绩。
- 4) 行业竞争加剧风险  
若行业竞争加剧，公司市场份额或将下滑。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,609.13	1,286.71	3,372.98	3,855.66	4,603.48	营业收入	7,596.95	7,032.39	8,368.54	9,540.13	10,860.26
应收票据及应收账款	1,228.91	1,089.57	1,429.28	992.46	1,764.39	营业成本	2,896.00	2,816.16	3,351.60	3,610.88	3,900.71
预付账款	63.93	46.97	111.44	51.94	119.55	营业税金及附加	53.58	56.90	63.97	72.47	84.46
存货	925.17	866.51	1,222.31	1,041.69	1,392.28	营业费用	3,204.13	2,924.33	3,396.27	3,871.75	4,407.50
其他	2,050.38	2,865.15	2,187.43	2,414.45	2,444.55	管理费用	941.79	720.61	773.84	799.46	901.40
<b>流动资产合计</b>	<b>5,877.52</b>	<b>6,154.91</b>	<b>8,323.44</b>	<b>8,356.21</b>	<b>10,324.26</b>	研发费用	172.83	144.27	171.69	190.80	217.21
长期股权投资	391.36	475.51	475.51	475.51	475.51	财务费用	31.42	43.30	66.04	70.14	61.92
固定资产	1,122.05	1,018.62	994.58	986.42	974.80	资产减值损失	(5.00)	(68.76)	50.00	20.00	20.00
在建工程	23.88	24.36	50.62	78.37	77.02	公允价值变动收益	84.28	28.09	56.18	42.13	49.16
无形资产	830.65	777.92	728.30	678.67	629.05	投资净收益	153.99	171.20	80.00	50.00	100.00
其他	2,902.03	2,844.00	2,625.21	2,714.91	2,703.75	其他	(636.28)	(337.47)	(272.37)	(184.27)	(298.32)
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,269.98</b>	<b>5,140.41</b>	<b>4,874.21</b>	<b>4,933.89</b>	<b>4,860.13</b>	<b>营业利润</b>	<b>700.22</b>	<b>533.75</b>	<b>631.32</b>	<b>996.77</b>	<b>1,416.22</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,147.49</b>	<b>11,295.32</b>	<b>13,197.65</b>	<b>13,290.10</b>	<b>15,184.39</b>	营业外收入	2.75	4.44	2.00	3.00	2.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.97	4.21	0.40	0.50	0.50
应付票据及应付账款	823.86	718.26	1,166.42	855.88	1,315.49	<b>利润总额</b>	<b>701.99</b>	<b>533.98</b>	<b>632.92</b>	<b>999.27</b>	<b>1,417.72</b>
其他	2,041.16	2,157.46	2,578.57	2,368.64	3,031.55	所得税	144.90	103.78	123.00	194.20	275.53
<b>流动负债合计</b>	<b>2,865.02</b>	<b>2,875.72</b>	<b>3,744.99</b>	<b>3,224.52</b>	<b>4,347.03</b>	<b>净利润</b>	<b>557.09</b>	<b>430.20</b>	<b>509.91</b>	<b>805.06</b>	<b>1,142.19</b>
长期借款	1,138.00	1,062.39	1,705.00	1,700.00	1,695.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>557.09</b>	<b>430.20</b>	<b>509.91</b>	<b>805.06</b>	<b>1,142.19</b>
其他	858.73	857.99	766.58	827.77	817.45	每股收益(元)	0.82	0.63	0.75	1.18	1.68
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,996.73</b>	<b>1,920.38</b>	<b>2,471.58</b>	<b>2,527.77</b>	<b>2,512.45</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,861.74</b>	<b>4,796.10</b>	<b>6,216.57</b>	<b>5,752.29</b>	<b>6,859.48</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	671.25	677.97	679.63	679.63	679.63	营业收入	6.43%	-7.43%	19.00%	14.00%	13.84%
资本公积	865.75	978.37	978.37	978.37	978.37	营业利润	8.34%	-23.77%	18.28%	57.89%	42.08%
留存收益	5,574.08	5,949.09	6,301.44	6,858.17	7,645.27	归属于母公司净利润	3.09%	-22.78%	18.53%	57.88%	41.88%
其他	(825.33)	(1,106.20)	(978.37)	(978.37)	(978.37)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,285.75</b>	<b>6,499.22</b>	<b>6,981.08</b>	<b>7,537.80</b>	<b>8,324.91</b>	毛利率	61.88%	59.95%	59.95%	62.15%	64.08%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,147.49</b>	<b>11,295.32</b>	<b>13,197.65</b>	<b>13,290.10</b>	<b>15,184.39</b>	净利率	7.33%	6.12%	6.09%	8.44%	10.52%
						ROE	8.86%	6.62%	7.30%	10.68%	13.72%
						ROIC	12.44%	15.35%	20.85%	27.50%	46.03%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	43.61%	42.46%	47.10%	43.28%	45.17%
净利润	557.09	430.20	509.91	805.06	1,142.19	净负债率	-7.40%	-3.29%	-23.79%	-28.50%	-34.84%
折旧摊销	230.10	235.55	107.41	110.03	112.59	流动比率	2.05	2.14	2.22	2.59	2.38
财务费用	57.87	62.73	66.04	70.14	61.92	速动比率	1.73	1.84	1.90	2.27	2.05
投资损失	(153.99)	(171.20)	(80.00)	(50.00)	(100.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	1,586.82	110.94	(259.49)	418.90	(97.51)	应收账款周转率	6.72	6.07	6.64	7.88	7.88
其它	(1,529.14)	(24.79)	56.18	42.13	49.16	存货周转率	8.44	7.85	8.01	8.43	8.92
<b>经营活动现金流</b>	<b>748.76</b>	<b>643.43</b>	<b>400.05</b>	<b>1,396.26</b>	<b>1,168.34</b>	总资产周转率	0.71	0.63	0.68	0.72	0.76
资本支出	54.12	51.30	151.40	18.82	60.32	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	115.19	84.15	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.82	0.63	0.75	1.18	1.68
其他	(290.11)	(806.41)	989.26	(609.44)	(59.48)	每股经营现金流	1.10	0.95	0.59	2.05	1.72
<b>投资活动现金流</b>	<b>(120.81)</b>	<b>(670.95)</b>	<b>1,140.67</b>	<b>(590.63)</b>	<b>0.84</b>	每股净资产	9.25	9.56	10.27	11.09	12.25
债权融资	1,143.83	1,072.57	1,712.21	1,707.74	1,703.37	<b>估值比率</b>					
股权融资	(76.94)	(89.71)	65.96	(67.64)	(59.41)	市盈率	51.85	67.14	56.65	35.88	25.29
其他	(1,252.76)	(1,119.07)	(1,232.63)	(1,963.05)	(2,065.33)	市净率	4.60	4.44	4.14	3.83	3.47
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(185.87)</b>	<b>(136.21)</b>	<b>545.54</b>	<b>(322.95)</b>	<b>(421.36)</b>	EV/EBITDA	18.86	20.51	31.10	20.34	14.58
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	23.51	25.23	35.89	22.43	15.69
<b>现金净增加额</b>	<b>442.08</b>	<b>(163.73)</b>	<b>2,086.26</b>	<b>482.69</b>	<b>747.82</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com