

公司研究

三季度波动与惊喜并存，期待健康增长和持续提效

——上海家化（600315.SH）2021年三季度报点评

买入（维持）

当前价：42.50元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

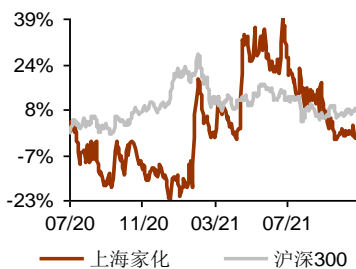
联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.80
总市值(亿元):	288.84
一年最低/最高(元):	34.05/63.62
近3月换手率:	42.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.47	-21.14	-1.45
绝对	-4.71	-16.36	4.57

资料来源：Wind

相关研报

各渠道稳步增长，国货积极复兴——上海家化（600315.SH）2021中报点评（2021-08-25）

对核心人物董事长实施激励、上调激励目标，彰显未来发展信心——上海家化（600315.SH）2021年股票期权激励计划草案点评（2021-07-23）

业务靓丽复苏，期待新品新气象——上海家化（600315.SH）2021年一季报点评（2021-04-21）

要点

Q3 收入下滑 3%、归母净利润增 5%

公司发布 2021 年三季报，1~9 月实现营业收入 58.30 亿元、同比增 8.73%，归母净利润 4.20 亿元、同比增 34.71%，扣非归母净利润 4.74 亿元、同比增 71.85%。前三季度 EPS 为 0.62 元。前三季度归母净利率为 7.21%、同比提升 1.39PCT。

分季度来看，公司 2021Q1/Q2/Q3 单季度营业收入分别同比+27.04%、+3.73%、-3.41%，归母净利润分别同比+41.92%、+81.69%、+4.60%。单三季度公司收入同比下滑主要由于海外业务（Mayborn）和特渠业务收入下滑、疫情多点反复与特殊天气致线下渠道销售承压所致；归母净利润同比增速放缓主要由于海外业务净利润下滑幅度较大，而国内业务 Q3 单季度净利润增速超过 30%。

护肤品类、线上渠道增长突出，海外和特渠业务形成拖累

1) 分渠道来看：扣除海外业务拖累（Q3 收入降幅超过 10%）后，公司国内业务表现相对较好，其中电商渠道前三季度收入同比增速超 15%、Q3 同比增长超 45%；线下百货、CS 渠道前三季度收入同比增速均接近 50%，商超母婴小幅增长，特渠降幅超过 10%，Q3 特渠降幅较大，百货、商超同比小幅下滑，CS 渠道个位数增长。另外，线下新零售渠道收入占线下业务的比重超 10%、收入同比增长超 100%。

2) 分品类来看：护肤品类前三季度收入同比增速超 25%，Q3 同比增约 18%；个护家清品类前三季度收入低个位数增长、Q3 下降双位数；母婴品类前三季度收入低个位数增长，Q3 下降双位数；合作品牌前三季度收入增 5%左右，Q3 下降低个位数。

3) 分品牌来看：Q3 护肤品牌中玉泽收入同比增速超 50%、佰草集增超 15%、高夫增接近 15%、美加净增速超 20%；个护家清品牌中六神同比下滑 1%以上、家安受特渠影响较大同比下滑 30%以上；母婴品牌中启初同比高个位数增长、mayborn 同比下滑超 10%。

前三季度毛利率提升、费用率下降，存货和应收账款周转加快、现金流健康

毛利率：前三季度毛利率同比提升 1.27PCT 至 62.77%。分季度来看，2021Q1/Q2/Q3 单季度毛利率分别为 64.77%（同比+3.45PCT）、63.73%（+1.49PCT）、58.93%（-1.87PCT）。单三季度毛利率下降主要由于原材料价格上涨致成本端承压、产品结构变化（六神高毛利产品销售减少、玉泽促销力度加大等）。

费用率：前三季度期间费用率同比下降 0.92PCT 至 56.49%。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 44.49%（-0.74PCT）、10.01%（+0.55PCT）、1.83%（-0.05PCT）、0.15%（-0.67PCT）。21Q1~Q3 单季度期间费用率分别同比+3.24%、-2.11%、-3.98PCT，叠加今年管理费用还有计入股权激励费用影响，扣除后费用控制持续推进并显效。

其他财务指标：1) 存货 21 年 9 月末较年初增 11.63%至 9.67 亿元、同比减少 6.88%；存货周转天数为 120 天、同比减少 16 天。2) 应收账款较年初增加 7.61%至 11.72 亿元、同比减少 3.90%；应收账款周转天数为 48 天、同比减少 6 天。3) 前三季度公司经营净现金流同比增加 58.69%至 9.81 亿元。

短期扰动不改业务实质向好，期待持续健康增长、改革效益释放

公司前三季度继续围绕“123 经营方针”，产品方面陆续推出佰草集生物钟面霜和眼霜、美加净仙米瓶等，精简 SKU、持续强化产品力和品牌力；渠道方面，公司携手天猫举办“中国梦想家”美护专场新锐品牌擂台赛，积极发展电商多平台、发展店铺直播和会员运营、线下推进新零售转型；数字化转型方面，完成团队搭建，积极推进私域生态建设，目前公司全品牌私域总人数已达 45 万人。

三季度虽然有海外业务、特渠等业务扰动，但公司关键业务和渠道保持稳健增长、并有惊喜，且经营效率继续着力提升。我们下调收入预测（较前次预测下调 8%、2%、1%），结合前三季度经营效率持续提升、控费推进，维持 21~23 年 EPS 为 0.79/1.18/1.57 元，对应 21 年 PE54 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品推广和销售不及预期；行业竞争加剧；渠道调整不及预期；控费不当或者投放效果不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,597	7,032	7,807	9,212	10,266
营业收入增长率	6.43%	-7.43%	11.01%	17.99%	11.45%
净利润（百万元）	557	430	536	802	1,064
净利润增长率	3.09%	-22.78%	24.70%	49.47%	32.72%
EPS（元）	0.83	0.63	0.79	1.18	1.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.86%	6.62%	7.77%	10.64%	12.74%
P/E	51	67	54	36	27
P/B	4.5	4.4	4.2	3.8	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-26

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,597	7,032	7,807	9,212	10,266
营业成本	2,896	2,816	3,047	3,536	3,875
折旧和摊销	184	180	143	148	153
税金及附加	54	57	62	64	72
销售费用	3,204	2,924	3,240	3,685	3,983
管理费用	942	721	796	917	965
研发费用	173	144	195	230	257
财务费用	31	43	17	29	32
投资收益	154	171	150	150	150
营业利润	700	534	668	998	1,328
利润总额	702	534	671	999	1,328
所得税	145	104	134	197	264
净利润	557	430	536	802	1,064
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	557	430	536	802	1,064
EPS(按最新股本计)	0.83	0.63	0.79	1.18	1.57

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	749	643	706	750	986
净利润	557	430	536	802	1,064
折旧摊销	184	180	143	148	153
净营运资金增加	-1,428	-306	-40	312	282
其他	1,436	339	66	-512	-514
投资活动产生现金流	-121	-671	20	20	20
净资本支出	-30	-105	-150	-150	-150
长期投资变化	391	476	0	0	0
其他资产变化	-482	-1,041	170	170	170
融资活动现金流	-186	-136	-153	-195	-281
股本变化	0	7	0	0	0
债务净变化	66	-71	0	0	0
无息负债变化	449	6	179	237	145
净现金流	438	-222	573	575	725

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	61.9%	60.0%	61.0%	61.6%	62.3%
EBITDA 率	9.5%	10.9%	9.6%	11.8%	14.0%
EBIT 率	6.4%	7.6%	7.8%	10.1%	12.5%
税前净利润率	9.2%	7.6%	8.6%	10.8%	12.9%
归母净利润率	7.3%	6.1%	6.9%	8.7%	10.4%
ROA	5.0%	3.8%	4.5%	6.3%	7.8%
ROE (摊薄)	8.9%	6.6%	7.8%	10.6%	12.7%
经营性 ROIC	8.1%	12.1%	12.6%	17.9%	23.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	44%	42%	42%	41%	39%
流动比率	2.05	2.14	2.20	2.31	2.49
速动比率	1.73	1.84	1.92	2.01	2.18
归母权益/有息债务	5.50	6.06	6.43	7.03	7.79
有形资产/有息债务	7.04	7.77	8.28	9.06	9.93

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,147	11,295	11,875	12,749	13,708
货币资金	1,609	1,287	1,860	2,435	3,160
交易性金融资产	1,934	2,732	2,732	2,732	2,732
应收账款	1,229	1,090	1,077	1,244	1,386
应收票据	0	0	3	1	1
其他应收款 (合计)	66	87	65	77	98
存货	925	867	871	982	1,056
其他流动资产	50	46	46	46	46
流动资产合计	5,878	6,155	6,728	7,599	8,562
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	391	476	476	476	476
固定资产	1,122	1,019	935	859	787
在建工程	24	24	71	106	132
无形资产	821	769	803	837	870
商誉	2,044	1,986	1,986	1,986	1,986
其他非流动资产	53	220	220	220	220
非流动资产合计	5,270	5,140	5,147	5,150	5,147
总负债	4,862	4,796	4,975	5,212	5,357
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	824	718	792	955	1,046
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	96	0	74	79	79
其他流动负债	0	59	59	59	59
流动负债合计	2,865	2,876	3,055	3,292	3,437
长期借款	1,138	1,062	1,062	1,062	1,062
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	765	759	759	759	759
非流动负债合计	1,997	1,920	1,920	1,920	1,920
股东权益	6,286	6,499	6,900	7,537	8,351
股本	671	678	678	678	678
公积金	1,258	1,371	1,371	1,371	1,371
未分配利润	4,316	4,578	4,979	5,616	6,430
归属母公司权益	6,286	6,499	6,900	7,537	8,351
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	42.18%	41.58%	41.50%	40.00%	38.80%
管理费用率	12.40%	10.25%	10.20%	9.95%	9.40%
财务费用率	0.41%	0.62%	0.22%	0.32%	0.31%
研发费用率	2.27%	2.05%	2.50%	2.50%	2.50%
所得税率	21%	19%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.20	0.24	0.37	0.49
每股经营现金流	1.12	0.95	1.04	1.11	1.45
每股净资产	9.36	9.59	10.18	11.12	12.32
每股销售收入	11.32	10.37	11.52	13.59	15.14

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	51	67	54	36	27
PB	4.5	4.4	4.2	3.8	3.5
EV/EBITDA	40.3	37.4	34.9	23.9	17.6
股息率	0.6%	0.5%	0.6%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE