

2021 三季度报点评：扣非净利同增较快，电商增速同比有所恢复

买入（维持）

2021 年 10 月 28 日

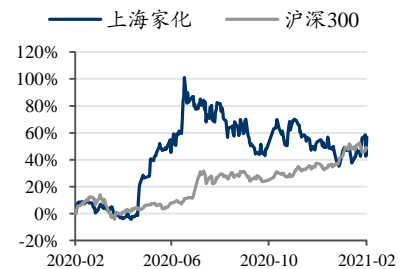
| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入（百万元） | 7,032 | 7,793 | 8,906 | 10,272 |
| 同比（%） | -7.4% | 10.8% | 14.3% | 15.3% |
| 归母净利润（百万元） | 430 | 549 | 842 | 1,165 |
| 同比（%） | -22.8% | 27.6% | 53.4% | 38.4% |
| 每股收益（元/股） | 0.63 | 0.81 | 1.24 | 1.71 |
| P/E（倍） | 67 | 52 | 34 | 25 |

投资要点

- 2021 前三季度营收同增 9%，归母净利同增 35%：**公司发布 2021 年三季度报。2021 年前三季度实现营收 58.30 亿元（+8.73%，均为同比），归母净利 4.20 亿元（+34.71%），扣非归母净利 4.74 亿元（+71.85%）。2021Q3 实现营收 16.20 亿元（-3.41%），归母净利 1.35 亿元（+4.60%），扣非归母净利 1.42 亿元（+26.28%）。扣非净利增速快于归母净利增速，主要系投资的平安众消基金的估值受到市场的波动，有一定的下降，形成非经常性损失。
- 费用管控较好，Q3 毛利率短期略承压：**2021 年前三季度公司毛利率为 62.77%，同比提升 1.27pct。其中，Q3 毛利率为 58.93%，同比下降 1.87pct。Q3 毛利率略有下降，主要系皂粒、油脂类、包装物等原材料涨价，以及产品结构影响。从费用率看，2021 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化-0.75pct/+0.54pct/-0.05pct/-0.67pct，期间费用率整体同比下降 0.93pct，费用管控较好。另外，由于电商渠道库存消化较好，截至 2021Q3，公司存货同比下降 6.88%至 9.67 亿元。
- 新品持续上市，佰草集在聚焦中持续复苏，玉泽将加强产品完善：**Q3 公司推出多款新品，以应对年末的大促，例如佰草集太极面霜、佰草集生物钟眼霜、美加净仙米瓶等，上市以来表现基本符合公司预期。针对佰草集的复苏，一方面从今年到明年持续对佰草集的产品进行聚焦和升级，我们预计太极系列将随着新品的不断完善占比持续提升；另一方面也对终端进行优化和升级，对于低效的门店进行关店，同时对于部分店铺进行视觉升级，以提振销售。另外，对于玉泽品牌，公司也将持续对于目前的几大系列进行产品的补充和延伸，以聚焦不同消费者的需求。
- 股权激励绑定核心高管，年内有望超额完成业绩目标：**2021 年 9 月 15 日，公司以 50.72 元/份的行权价格授予董事长潘秋生股票期权 123 万份。激励目标设立高级和低级目标，高级目标为 2021-2023 年营收分别不低于 84.66/95.88/108.12 亿元，且累积归母净利润目标为分别不低于 5.04/13.755/25.935 亿元。2021 年前三季度公司分别实现营收/归母净利润 58.30/4.20 亿元，年末为销售旺季，我们预计公司有望超额完成业绩增长目标，有望达成营收增长目标。
- 盈利预测与投资评级：**公司持续聚焦核心 SKU 和爆款打造，并创新渠道和营销模式。考虑到改革优化效果持续显现，业绩增速较快，我们将 2021-2023 年归母净利润由 4.66、7.42、10.54 亿元提升至 5.49、8.42、11.65 亿元，同增 27.6%、53.4%、38.4%，当前市值对应 PE 分别为 52、34、25 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**疫情影响消费，行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

证券分析师 吴劲草
 执业证号：S0600520090006
 wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
 执业证号：S0600520120002
 zhangjx@dwzq.com.cn
证券分析师 汤军
 执业证号：S0600517050001
 tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 42.14 |
| 一年最低/最高价 | 34.05/63.62 |
| 市净率(倍) | 4.23 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 28639.80 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元) | 9.97 |
| 资产负债率(%) | 44.96 |
| 总股本(百万股) | 679.63 |
| 流通 A 股(百万股) | 671.25 |

相关研究

- 《上海家化（600315）：2021H1 中报点评，扣非净利同增超 100%，佰草集扭亏为盈，改革势能持续向上》2021-08-25
- 《上海家化（600315）：股权激励加深董事长绑定，利好长期稳步复苏》2021-07-23
- 《上海家化（600315）：2021 年 1 季报点评：扣非净利润同增超 50%，改革提效稳步印证》2021-04-22

上海家化三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 6,155 | 7,502 | 7,542 | 9,203 | 营业收入 | 7,032 | 7,793 | 8,906 | 10,272 |
| 现金 | 1,287 | 1,900 | 2,200 | 2,997 | 减:营业成本 | 2,816 | 3,199 | 3,540 | 3,964 |
| 应收账款 | 1,090 | 1,508 | 1,319 | 1,793 | 营业税金及附加 | 57 | 63 | 66 | 80 |
| 存货 | 867 | 1,158 | 1,068 | 1,425 | 营业费用 | 2,924 | 3,203 | 3,598 | 4,109 |
| 其他流动资产 | 2,912 | 2,937 | 2,954 | 2,988 | 管理费用 | 721 | 779 | 802 | 822 |
| 非流动资产 | 5,140 | 5,191 | 5,689 | 6,201 | 研发费用 | 144 | 101 | 116 | 134 |
| 长期股权投资 | 476 | 526 | 591 | 666 | 财务费用 | 43 | 5 | -4 | -15 |
| 固定资产 | 1,019 | 1,014 | 1,356 | 1,710 | 资产减值损失 | 69 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 24 | 99 | 240 | 352 | 加:投资净收益 | 171 | 137 | 152 | 162 |
| 无形资产 | 778 | 752 | 726 | 709 | 其他收益 | 94 | 75 | 75 | 75 |
| 其他非流动资产 | 2,844 | 2,801 | 2,778 | 2,765 | 资产处置收益 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 11,295 | 12,694 | 13,231 | 15,404 | 营业利润 | 534 | 682 | 1,046 | 1,447 |
| 流动负债 | 2,876 | 3,731 | 3,433 | 4,448 | 加:营业外净收支 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 534 | 681 | 1,045 | 1,446 |
| 应付账款 | 718 | 1,104 | 886 | 1,333 | 减:所得税费用 | 104 | 132 | 203 | 281 |
| 其他流动负债 | 2,157 | 2,626 | 2,547 | 3,115 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 1,920 | 1,913 | 1,906 | 1,899 | 归属母公司净利润 | 430 | 549 | 842 | 1,165 |
| 长期借款 | 1,062 | 1,055 | 1,048 | 1,041 | EBIT | 583 | 686 | 1,041 | 1,431 |
| 其他非流动负债 | 858 | 858 | 858 | 858 | EBITDA | 818 | 889 | 1,245 | 1,698 |
| 负债合计 | 4,796 | 5,644 | 5,340 | 6,347 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 0.63 | 0.81 | 1.24 | 1.71 |
| 归属母公司股东权益 | 6,499 | 7,050 | 7,892 | 9,057 | 每股净资产(元) | 9.59 | 10.40 | 11.64 | 13.36 |
| 负债和股东权益 | 11,295 | 12,694 | 13,231 | 15,404 | 发行在外股份(百万股) | 678 | 680 | 680 | 680 |
| | | | | | ROIC(%) | 14.8% | 18.1% | 23.8% | 30.3% |
| | | | | | ROE(%) | 6.6% | 7.8% | 10.7% | 12.9% |
| | | | | | 毛利率(%) | 60.0% | 59.0% | 60.3% | 61.4% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 6.1% | 7.0% | 9.5% | 11.3% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 42.5% | 44.5% | 40.4% | 41.2% |
| | | | | | 收入增长率(%) | -7.4% | 10.8% | 14.3% | 15.3% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | -22.8% | 27.6% | 53.4% | 38.4% |
| | | | | | P/E | 66.57 | 52.18 | 34.01 | 24.58 |
| | | | | | P/B | 4.40 | 4.05 | 3.62 | 3.15 |
| | | | | | EV/EBITDA | 32.33 | 29.04 | 20.50 | 14.56 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>