

上海家化 (600315.SH)

原材料价格上涨、海运成本增加与特渠变革拖累

公司营收增速，长期仍然看好公司的品牌力

审慎推荐(维持评级)

当前价格: 47.93元

投资要点:

➤ **事件: 公司发布2021Q3季报。**2021年前三季度公司实现营收约58.3亿元, 同增8.73%, 实现归母净利润约4.2亿元, 同增34.71%, 实现扣非归母净利润约4.74亿元, 同增71.85%; 其中, Q3单季度实现营收约16.2亿元, 同降3.41%, 实现归母净利润约1.35亿元, 同增4.6%, 实现扣非归母净利润约1.42亿元, 同增26.28%。

➤ **受原材料成本上涨、海运成本上涨与特渠的变化影响, 公司Q3单季度毛利率小幅下降。**公司产品的主要原材料价格有一定涨幅, 例如2021年Q3单季度, 皂粒、油脂类原料受棕榈油、棕榈仁油上涨, 比去年Q3单季度的采购均价上涨4000元/吨左右(不含税), 涨幅超60%, 另外, 叠加海运价格上涨, 产品结构变化, 特渠渠道受平安的代理人制度改革等影响, 公司Q3单季度的毛利率为58.93%, 同降1.87pct。

➤ **电商与百货渠道表现较好, 商超渠道实现小个位数的增长。**2021年前三季度, 公司电商渠道实现同比超过10%以上的增长, 由于百货渠道去年的基数较低, 柜台形象逐步升级(佰草集的新柜台形象已经在济南、合肥落柜, 单产好于老形象下的佰草集柜台), 实现同比50%以上的增长。

➤ **护肤品增速较快。**2021年前三季度, 公司护肤品类收入增速较快, 实现同比25%以上的增长, 其中表现较好的是玉泽; 母婴品类、个护家清与合作的品牌实现低各位数的增长。

➤ **盈利预测:**公司作为历史较为悠久的日化企业, 品牌文化内涵积淀较为深厚, 目前仍处在改革阶段。我们看好公司未来的表现, 维持前期的盈利预测, 预期2021-2023年归母净利润为5.85、7.83、10.13亿元, 维持“审慎推荐”评级。

➤ **风险提示:**新品研发不及预期, 营销推广不及预期, 疫情反复。

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 680/671 |
| 流通A股市值(百万元) | 32,173 |
| 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 |

一年内股价相对走势



团队成员:

分析师 聂博雅
 执业证书编号: S0210520080005
 电话: 18258256613
 邮箱: nby2452@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《上海家化(600315.SH):品牌创新多元化,线上私域与抖音渠道,线下新零售共同助推家化复兴》— 2021.08.26
- 2、《上海家化(600315.SH):上海家化(600315.SH)\化工行业》— 2021.04.22

| 财务数据和估值 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7596.95 | 7032.39 | 8088.65 | 9546.22 | 11073.62 |
| 增长率(%) | 6.43% | -7.43% | 15.02% | 18.02% | 16.00% |
| 归母净利润(百万元) | 557.09 | 430.20 | 584.41 | 783.31 | 1012.65 |
| 增长率(%) | 3.09% | -22.78% | 35.85% | 34.03% | 29.28% |
| EPS(元/股) | 0.82 | 0.63 | 0.86 | 1.15 | 1.49 |
| 市盈率(P/E) | 53.62 | 69.43 | 51.11 | 38.13 | 29.50 |
| 市净率(P/B) | 4.75 | 4.60 | 4.33 | 4.01 | 3.67 |

数据来源:公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 1286.71 | 1824.27 | 2584.05 | 3458.90 | 营业收入 | 7032.39 | 8088.65 | 9546.22 | 11073.62 |
| 应收票据及账款 | 1089.57 | 1243.52 | 1467.61 | 1702.42 | 营业成本 | 2816.16 | 3110.75 | 3652.21 | 4192.27 |
| 预付账款 | 46.97 | 70.26 | 82.92 | 96.19 | 营业税金及附加 | 56.90 | 61.83 | 72.97 | 84.65 |
| 其他应收款 | 87.24 | 70.12 | 82.75 | 95.99 | 销售费用 | 2924.33 | 3192.53 | 3701.00 | 4204.57 |
| 存货 | 866.51 | 991.85 | 1164.50 | 1336.69 | 管理费用 | 720.61 | 863.30 | 971.13 | 1115.44 |
| 其他流动资产 | 2777.92 | 2784.76 | 2794.21 | 2804.12 | 研发费用 | 144.27 | 173.13 | 204.33 | 237.02 |
| 流动资产总计 | 6154.91 | 6984.78 | 8176.04 | 9494.32 | 财务费用 | 43.30 | 46.08 | 43.81 | 40.95 |
| 长期股权投资 | 475.51 | 475.51 | 475.51 | 475.51 | 资产减值损失 | -68.76 | -50.92 | -60.09 | -69.71 |
| 固定资产 | 1018.62 | 978.28 | 939.18 | 898.31 | 信用减值损失 | -17.02 | -30.84 | -36.40 | -42.22 |
| 在建工程 | 24.36 | 20.30 | 16.24 | 12.18 | 投资收益 | 171.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 769.37 | 744.76 | 724.70 | 704.18 | 公允价值变动损益 | 28.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期待摊费用 | 57.19 | 28.59 | 0.00 | 0.00 | 资产处置收益 | -0.77 | 33.00 | 33.00 | 33.00 |
| 其他非流动资产 | 2795.36 | 2798.93 | 2797.51 | 2796.08 | 其他收益 | 94.19 | 126.96 | 126.96 | 126.96 |
| 非流动资产合计 | 5140.41 | 5046.38 | 4953.14 | 4886.27 | 营业利润 | 533.75 | 719.24 | 964.25 | 1246.76 |
| 资产总计 | 11295.32 | 12031.17 | 13129.18 | 14380.59 | 营业外收入 | 4.44 | 3.14 | 3.14 | 3.14 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外支出 | 4.21 | 2.50 | 2.50 | 2.50 |
| 应付票据及账款 | 718.26 | 882.56 | 1036.18 | 1189.41 | 利润总额 | 533.98 | 719.89 | 964.89 | 1247.40 |
| 其他流动负债 | 2157.46 | 2300.16 | 2700.28 | 3100.71 | 所得税 | 103.78 | 135.48 | 181.58 | 234.75 |
| 流动负债合计 | 2875.72 | 3182.73 | 3736.46 | 4290.12 | 净利润 | 430.20 | 584.41 | 783.31 | 1012.65 |
| 长期借款 | 1062.39 | 1062.39 | 1062.39 | 1062.39 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 857.99 | 882.99 | 885.99 | 883.99 | 归属母公司股东净利: | 430.20 | 584.41 | 783.31 | 1012.65 |
| 非流动负债合计 | 1920.38 | 1945.38 | 1948.38 | 1946.38 | EBITDA | 812.83 | 891.00 | 1135.95 | 1389.22 |
| 负债合计 | 4796.10 | 5128.11 | 5684.84 | 6236.50 | NOPLAT | 442.89 | 594.51 | 791.56 | 1018.58 |
| 股本 | 677.97 | 677.97 | 677.97 | 677.97 | EPS(元) | 0.63 | 0.86 | 1.15 | 1.49 |
| 资本公积 | 978.37 | 978.37 | 978.37 | 978.37 | | | | | |
| 留存收益 | 4842.88 | 5246.72 | 5787.99 | 6487.75 | | | | | |
| 归属母公司权益 | 6499.22 | 6903.06 | 7444.34 | 8144.09 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 股东权益合计 | 6499.22 | 6903.06 | 7444.34 | 8144.09 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 11295.32 | 12031.17 | 13129.18 | 14380.59 | | | | | |
| | | | | | 主要财务比率 | | | | |
| | | | | | 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| | | | | | 成长能力 | | | | |
| | | | | | 营收增长率 | -7.4% | 15.0% | 18.02% | 16.00% |
| | | | | | 营业利润增长率 | -23.8% | 34.8% | 34.06% | 29.30% |
| | | | | | EBIT增长率 | -21.3% | 32.7% | 31.69% | 27.72% |
| | | | | | EBITDA增长率 | -15.6% | 9.6% | 27.49% | 22.30% |
| | | | | | 归母净利润增长率 | -22.8% | 35.8% | 34.03% | 29.28% |
| | | | | | 经营现金流增长率 | -19.5% | 2.7% | 31.96% | 16.43% |
| | | | | | 盈利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 59.95% | 61.5% | 61.74% | 62.14% |
| | | | | | 净利率 | 6.12% | 7.2% | 8.21% | 9.14% |
| | | | | | 营业利润率 | 7.59% | 8.9% | 10.10% | 11.26% |
| | | | | | ROE | 6.62% | 8.5% | 10.52% | 12.43% |
| | | | | | ROA | 3.81% | 4.9% | 5.97% | 7.04% |
| | | | | | 估值倍数 | | | | |
| | | | | | P/E | 75.72 | 5574.0% | 41.59 | 32.17 |
| | | | | | P/S | 4.63 | 402.7% | 3.41 | 2.94 |
| | | | | | P/B | 5.01 | 471.9% | 4.38 | 4.00 |
| | | | | | 股息率 | 0.42% | 0.6% | 0.74% | 0.96% |
| | | | | | EV/EBIT | 51.62 | 3834.1% | 28.51 | 21.76 |
| | | | | | EV/EBITDA | 36.66 | 3296.1% | 25.31 | 20.18 |
| | | | | | EV/NOPLAT | 67.28 | 49.40 | 36.33 | 27.52 |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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 | 以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准 | 强烈推荐 | 公司股价涨幅超基准指数 15%以上 |
| | | 审慎推荐 | 公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间 |
| | | 中性 | 公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间 |
| | | 回避 | 公司股价表现弱于基准指数 5%以上 |
| 行业 投资评级 | 以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准 | 推荐 | 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数 |
| | | 中性 | 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数 |
| | | 回避 | 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数 |

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn