

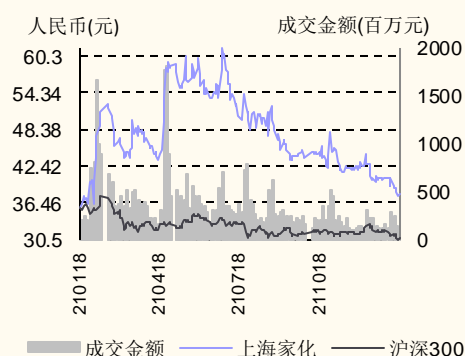
## 上海家化 (600315.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 41.70 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.80
已上市流通 A 股(亿股)	6.71
总市值(亿元)	283.41
年内股价最高最低(元)	61.75/35.61
沪深 300 指数	4813
上证指数	3570



## 相关报告

- 《外部因素拖累收入表现，盈利与营运指标改善-上海家化 21Q3》，2021.10.27
- 《佰草集太极系列再上新，流量助推即将开启-上海家化公司点评》，2021.9.27
- 《Q2 净利同增 82%，复兴之旅稳步推进-上海家化 1H21 业绩点...》，2021.8.25
- 《高激励高增长目标，期待家化复苏表现-上海家化公告点评》，2021.7.23
- 《21Q1 业绩超预期，多品牌陆续复苏、势头良好-上海家化 21Q...》，2021.4.22

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001  
luoxiaoting@gjzq.com.cn

## 业绩超预期，品牌/品类/渠道改革成效初显

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,597	7,032	7,637	8,867	10,037
营业收入增长率	6.43%	-7.43%	8.59%	16.11%	13.20%
归母净利润(百万元)	557	430	648	752	1,004
归母净利润增长率	3.09%	-22.78%	50.52%	16.07%	33.62%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.63	0.95	1.11	1.48
每股经营性现金流净额	1.00	0.72	0.79	1.36	1.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.86%	6.62%	9.23%	10.06%	12.44%
P/E	37.75	54.87	43.77	37.71	28.22
P/B	3.35	3.63	4.04	3.79	3.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司披露 21 年业绩预告，全年营收 76.6 亿元 (+9%)，Q4 营收 18.3 亿元 (+9.8%)。21 年归母净利 6.55 亿元 (+52%)，Q4 净利 2.35 亿元 (+99%)。Q4 净利率升至 12.84% (+6PCT)，全年 8.55% (+2.43PCT)。
- 21 年股权激励目标 21 年全行权营收 84.66 亿元/净利 5.04 亿元，最低行权目标 (行权 80%) 营收 77.52 亿元/净利 4.31 亿元。业绩预告未完成营收目标、完成净利润全行权目标，行权比例为 0。20 年股权激励 A 目标 21 年营收 83 亿元/净利润 4.8 亿元，B 目标 21 年营收 76 亿元/净利润 4.1 亿元，完成营收 B 目标及利润 A 目标，20 年部分解锁 90%。

## 经营分析

- 品牌端：玉泽盈利改善、超头直播占比下降，佰草集新品成效初显。** 1) 玉泽 21Q4 淘系 GMV+1%、全年+13%，上半年 (2-5 月) 受制于去年同期高基数，月度同比持续下降，下半年增速恢复，除 10/12 月受大促虹吸影响同降，其他月份较快增长。21 年来减少超头合作，发力自播及新兴渠道，包括抖快/私域/数字化营销等，预计 Q4 营销费率降、盈利改善、为公司第二大利润来源。2) 佰草集 12 月天猫 GMV+18%、21Q4+19%、全年+15%、连续两年 (19、20 年) 下滑后首次恢复正向增长；太极及新七白系列新品为品牌线上主推，产品销售排名靠前，新品贡献占比提升。
- 渠道端：多平台精细化运营、电商占比提升优化整体盈利能力。** 1) 天猫加强店铺自播，京东/拼多多/抖快等实现较快增长。双十一电商渠道同口径增 38%，其中天猫+35%、拼多多+200%。抖音方面，玉泽/佰草集在总体体量较小，但自播占比高 (90%以上)，预计受益抖音流量策略及初期红利，增长动力足。2) 线下新零售占比提升，传统 CS 渠道及屈臣氏增长亮眼。

## 盈利预测与投资建议

- Q4 仍受特渠拖累下营收平稳增长，高毛利护肤业务经营优异，新零售/CS/电商均亮眼。公司以 123 战略为指引，多品牌/多品类/多渠道改革逐步落地，预计集团化运营能力加强，上调 21 年盈利预测 22%，当前 21-23 年 EPS 为 0.95/1.11/1.48 元，对应 PE44/38/28 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 新品销售不及预期，营销投放效率不及预期，特渠/海外业务修复不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	7,138	7,597	7,032	7,637	8,867	10,037
增长率		6.4%	-7.4%	8.6%	16.1%	13.2%
主营业务成本	-2,656	-2,896	-2,816	-2,763	-3,263	-3,620
%销售收入	37.2%	38.1%	40.0%	36.2%	36.8%	36.1%
毛利	4,482	4,701	4,216	4,874	5,604	6,417
%销售收入	62.8%	61.9%	60.0%	63.8%	63.2%	63.9%
营业税金及附加	-56	-54	-57	-38	-44	-50
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-2,901	-3,204	-2,924	-3,062	-3,547	-3,975
%销售收入	40.6%	42.2%	41.6%	40.1%	40.0%	39.6%
管理费用	-883	-942	-721	-764	-842	-903
%销售收入	12.4%	12.4%	10.2%	10.0%	9.5%	9.0%
研发费用	-150	-173	-144	-191	-222	-251
%销售收入	2.1%	2.3%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	492	329	370	819	949	1,238
%销售收入	6.9%	4.3%	5.3%	10.7%	10.7%	12.3%
财务费用	-61	-31	-43	-57	-65	-56
%销售收入	0.9%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-60	74	86	0	0	0
公允价值变动收益	-3	84	28	0	0	0
投资收益	130	154	171	0	0	0
%税前利润	20.1%	21.9%	32.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	646	700	534	762	884	1,181
营业利润率	9.1%	9.2%	7.6%	10.0%	10.0%	11.8%
营业外收支	0	2	0	0	0	0
税前利润	646	702	534	762	884	1,181
利润率	9.1%	9.2%	7.6%	10.0%	10.0%	11.8%
所得税	-106	-145	-104	-114	-133	-177
所得税率	16.4%	20.6%	19.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	540	557	430	648	752	1,004
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	540	557	430	648	752	1,004
净利率	7.6%	7.3%	6.1%	8.5%	8.5%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	540	557	430	648	752	1,004
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	257	225	167	156	157	157
非经营收益	10	-298	-146	65	100	101
营运资金变动	87	186	38	-326	-79	78
经营活动现金净流	895	670	489	542	929	1,339
资本开支	-382	-30	-105	-231	-230	-230
投资	-513	-130	-673	0	0	0
其他	54	39	107	0	0	0
投资活动现金净流	-842	-121	-671	-231	-230	-230
股权募资	0	0	132	130	0	0
债权募资	-19	0	-62	128	41	-6
其他	-204	-189	-264	-345	-400	-503
筹资活动现金净流	-223	-189	-194	-87	-359	-509
现金净流量	-170	360	-376	224	340	601

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,105	1,609	1,287	1,511	1,851	2,452
应收款项	1,066	1,295	1,177	1,343	1,559	1,765
存货	875	925	867	833	983	1,091
其他流动资产	1,731	2,048	2,825	2,838	2,848	2,855
流动资产	4,777	5,878	6,155	6,524	7,241	8,163
%总资产	47.0%	52.7%	54.5%	55.5%	57.7%	60.3%
长期投资	984	981	917	917	917	917
固定资产	1,206	1,146	1,043	1,130	1,207	1,283
%总资产	11.9%	10.3%	9.2%	9.6%	9.6%	9.5%
无形资产	2,885	2,970	2,821	2,809	2,806	2,803
非流动资产	5,383	5,270	5,140	5,237	5,310	5,384
%总资产	53.0%	47.3%	45.5%	44.5%	42.3%	39.7%
资产总计	10,160	11,147	11,295	11,761	12,552	13,546
短期借款	6	6	10	397	438	431
应付款项	2,249	2,365	2,325	2,249	2,469	2,742
其他流动负债	437	494	540	536	615	740
流动负债	2,691	2,865	2,876	3,181	3,521	3,913
长期贷款	1,073	1,138	1,062	1,062	1,062	1,062
其他长期负债	583	859	858	500	500	500
负债	4,347	4,862	4,796	4,744	5,083	5,475
普通股股东权益	5,813	6,286	6,499	7,017	7,468	8,071
其中：股本	671	671	678	685	685	685
未分配利润	3,795	4,316	4,578	4,967	5,418	6,020
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	10,160	11,147	11,295	11,761	12,552	13,546

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.795	0.820	0.633	0.953	1.106	1.478
每股净资产	8.553	9.249	9.563	10.325	10.989	11.875
每股经营现金净流	1.333	0.998	0.721	0.792	1.357	1.956
每股股利	0.250	0.250	0.200	0.378	0.439	0.587
回报率						
净资产收益率	9.30%	8.86%	6.62%	9.23%	10.06%	12.44%
总资产收益率	5.32%	5.00%	3.81%	5.51%	5.99%	7.41%
投入资本收益率	5.90%	3.47%	3.89%	8.11%	8.89%	10.89%
增长率						
主营业务收入增长率	10.01%	6.43%	-7.43%	8.59%	16.11%	13.20%
EBIT增长率	31.86%	-33.24%	12.62%	121.18%	15.92%	30.44%
净利润增长率	38.63%	3.09%	-22.78%	50.52%	16.07%	33.62%
总资产增长率	5.79%	9.72%	1.33%	4.12%	6.72%	7.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.0	54.3	60.2	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	111.7	113.4	116.1	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	103.9	104.1	99.9	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	60.8	53.9	52.9	43.3	32.2	24.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.47%	-38.17%	-45.34%	-39.68%	-41.29%	-45.72%
EBIT利息保障倍数	8.1	10.5	8.5	14.4	14.6	22.0
资产负债率	42.79%	43.61%	42.46%	40.33%	40.50%	40.42%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	10	28	50	98	175
增持	2	7	11	26	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.20	1.18	1.21	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-09	买入	37.70	N/A
2	2020-10-27	买入	38.28	N/A
3	2021-02-03	买入	36.28	N/A
4	2021-04-22	买入	45.27	N/A
5	2021-07-23	买入	50.52	N/A
6	2021-08-25	买入	52.17	N/A
7	2021-09-27	买入	44.52	N/A
8	2021-10-27	买入	42.50	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402