

证券研究报告

公司研究

点评报告

上海家化 (600315. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服&化妆品行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮 箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

邮 箱: liyuanyuan@cindasc.com

相关研究

《21年业绩大超预期，净利率大幅改善》2022.1

《Q3 护肤高景气度，费率优化带动净利率微升》2021.10

《佰草集持续复兴，结构优化带动净利率提升》2021.8

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

经营战略效果显现，盈利能力大幅提升

2022年3月17日

事件：公司发布2021年年报，报告期实现收入76.46亿元，同增8.73%，归母净利润6.49亿元，同增50.92%，实现扣非归母净利润6.76亿元，同增70.76%，EPS为0.96元。公司业绩超过预期，业务保持快速扩张。21Q4公司实现收入/归母净利润18.16/2.29亿元，同增8.71%/93.76%，降本增效成果显著，盈利能力大幅改善。

点评：

- **护肤品业务高增，驱动营业收入快速增长。**公司围绕“123”经营方针，坚持推进品牌创新、营销创新、渠道进阶和数字化转型，克服特渠业务、海外业务受到短期因素带来的影响。公司渠道端以电商业务为引领，品牌端聚焦护肤品类，取得良好经营成果。2021年公司护肤品业务表现亮眼，实现营收26.97亿元，同增22.22%，收入占比达35.31%。公司聚焦爆品、精简SKU，持续提升产品创新能力，自有品牌整体头部产品销售占比显著提升，主要品牌佰草集在天猫旗舰店及百货复购率同增7.88PCT至41.61%，玉泽在天猫旗舰店复购率同增6.22PCT至42.58%。个护、母婴及合作品牌三大板块业务稳步推进，2021年实现营收24.10、21.58、3.73亿元，同增0.42%、4.18%、6.48%。
- **高毛利业务占比提升，各项费用率持续优化，盈利能力获得改善。**2021年公司毛利率为58.73%，同增2.84PCT，主要系公司坚持差异化的品牌发展策略，定位高毛利的护肤品类业务快速增长，优化产品结构。受营销类费用和股权支付费用大幅增加等因素影响，2021年公司销售费用为29.47亿元，同增11.68%，受益于规模效应，2021年销售费用率同降3.05PCT至38.54%;2021年财务费用率同降0.45PCT至0.16%，主要系公司贷款利率同比下降使得银行借款利息支出同比减少；2021年公司研发项目投入和股份支付费用同比增加，带动公司研发费用率同增0.08PCT至2.13%。综合来看，2021年公司净利率同增2.37PCT至8.49%，盈利能力大幅提升。
- **品牌创新渠道进阶稳步推进，经营质量多点开花持续向好。**公司保持战略定力，在“123”方针的指引下，公司多方面布局，不断提高核心竞争力。1)渠道进阶：线上业务方面，公司积极推动多平台精细化运营，加强布局天猫店铺自播，京东平台人员迭代、优化调整，实现扭亏为盈，并兴趣电商探索人货场新玩法；线下业务方面，公司积极推进智慧新零售业务、优化关闭低效门店、四季SPA业务线上化，提升效率扭亏为盈。2)品牌创新：公司以研究为本，持续提升产品力，围绕HIT战略，与天猫创新中心合作，赋能新品开发及爆款打造，聚焦头部SKU。3)营销创新：公司跨界IP建设品牌价值，口碑营销赋能招新复购，沉浸式直播内容体验树立行业直播新标杆。
- **盈利预测与投资评级：**行业高景气度持续叠加公司在品牌、产品力等方面的持续提升和渠道的持续优化，我们上调2022-23年EPS预测为1.20/1.53元（原值为1.13/1.51元），预测2024年EPS为1.76元，

目前股价对应 22 年 30.52 倍 PE，我们长期看好公司注重研发创新、产品创新，以及在渠道和营销方面的持续探索，公司将有望进一步巩固优势地位、扩大市场份额，维持“买入”评级。

➤ 风险因素：新冠疫情反弹、新品市场接受度不及预期、行业竞争加剧等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,032	7,646	8,979	10,296	11,560
同比(%)	-7.4%	8.7%	17.4%	14.7%	12.3%
归属母公司净利润	430	649	818	1,041	1,202
同比(%)	-22.8%	50.9%	26.0%	27.3%	15.4%
毛利率(%)	55.9%	58.7%	59.8%	60.4%	60.7%
ROE(%)	6.6%	9.3%	10.5%	11.8%	12.0%
EPS (摊薄) (元)	0.64	0.97	1.20	1.53	1.76
P/E	54.27	41.66	30.52	23.98	20.78
P/B	3.62	3.94	3.21	2.83	2.49

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 3 月 17 日收盘价

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,155	6,780	8,115	9,601	11,236	营业总收入	7,032	7,646	8,979	10,296	11,560
货币资金	1,287	1,597	2,388	3,484	4,741	营业成本	3,102	3,156	3,614	4,082	4,539
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及 附加	57	59	73	83	94
应收账款	1,090	1,109	1,402	1,608	1,805	销售费用	2,638	2,947	3,574	3,913	4,450
预付账款	47	83	61	69	77	管理费用	721	791	808	947	1,087
存货	867	872	1,238	1,398	1,554	研发费用	144	163	180	206	231
其他	2,865	3,119	3,026	3,042	3,058	财务费用	43	13	25	15	1
非流动资产	5,140	5,365	5,380	5,395	5,411	减值损失合 计	-69	-40	-3	-3	-3
长期股权投资	476	434	434	434	434	投资净收益	171	209	195	103	173
固定资产	1,019	939	971	1,002	1,034	其他	104	65	99	118	136
无形资产	769	761	745	728	712	营业利润	534	752	996	1,268	1,464
其他	2,877	3,231	3,231	3,231	3,231	营业外收支	0	12	2	2	2
资产总计	11,295	12,146	13,496	14,997	16,647	利润总额	534	764	998	1,270	1,466
流动负债	2,876	3,210	3,740	4,199	4,648	所得税	104	115	180	229	264
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	430	649	818	1,041	1,202
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损 益	0	0	0	0	0
应付账款	718	718	921	1,040	1,156	归属母公司	430	649	818	1,041	1,202
其他	2,157	2,491	2,819	3,159	3,491	EBITDA	626	867	750	1,084	1,177
非流动负债	1,920	1,972	1,972	1,972	1,972	EPS (当)	0.64	0.97	1.20	1.53	1.76
长期借款	1,062	925	925	925	925						
其他	858	1,047	1,047	1,047	1,047						
负债合计	4,796	5,182	5,712	6,172	6,620						
少数股东权 益	0	0	0	0	0						
归属母公司	6,499	6,963	7,783	8,825	10,026						
负债和股东 权益	11,295	12,146	13,496	14,997	16,647						
重要财务指 标					单位:百 万元	现金流量表					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	经营活动现 金流	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,032	7,646	8,979	10,296	11,560	净利润	430	649	818	1,041	1,202
同比	-7.4%	8.7%	17.4%	14.7%	12.3%	折旧摊销	236	265	18	18	18
归属母公司 净利润	430	649	818	1,041	1,202	财务费用	63	21	46	46	46
同比	-22.8%	50.9%	26.0%	27.3%	15.4%	投资损失	-171	-209	-195	-103	-173
毛利率 (%)	55.9%	58.7%	59.8%	60.4%	60.7%	营运资金变 动	38	214	-14	69	71
ROE%	6.6%	9.3%	10.5%	11.8%	12.0%	其它	48	52	2	1	2
EPS (摊 薄)(元)	0.64	0.97	1.20	1.53	1.76	投资活动现 金流	-671	-384	160	68	138
P/E	54.27	41.66	30.52	23.98	20.78	资本支出	-105	-139	-35	-35	-35
P/B	3.62	3.94	3.21	2.83	2.49	长期投资	-673	-368	0	0	0
EV/EBITDA	37.28	31.23	31.75	20.95	18.22	其他	107	123	195	103	173
						筹资活动现 金流	-136	-228	-45	-46	-46
						吸收投资	132	47	2	0	0
						借款	1,068	0	0	0	0
						支付利息或 股利	-205	-166	-46	-46	-46
						现金流净增 加额	-222	311	791	1,096	1,258

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入：股价相对强于基准 20% 以上； 增持：股价相对强于基准 5%~20%； 持有：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。