

## 公司研究

## 21年毛利率提升明显促利润超预期，22年期待业务继续向好

## ——上海家化（600315.SH）2021年报点评

## 买入（维持）

当前价：36.65元

## 作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

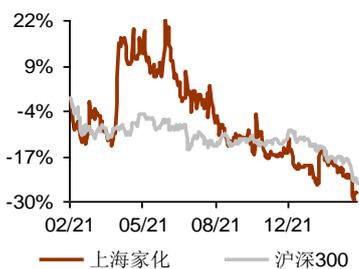
联系人：朱洁宇

zhujiayu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	6.80
总市值(亿元):	249.08
一年最低/最高(元):	32.80/63.62
近3月换手率:	43.54%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.89	6.90	-0.93
绝对	-7.33	-9.21	-19.14

资料来源：Wind

## 相关研报

2021年利润大超预期激励目标，复兴之路正在兑现——上海家化（600315.SH）2021年业绩预告点评（2022-01-18）

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（2021-10-27）

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）

## 要点

## 21年收入、归母净利润分别同比增长8.73%、50.92%，利润超额完成激励目标

公司发布2021年年报，实现营业收入76.46亿元、同比增长8.73%，归母净利润6.49亿元、同比增长50.92%，扣非归母净利润6.76亿元、同比增长70.76%。EPS0.97元，拟每股派现金红利0.29元（含税）。相比于此前发布的2021年股票期权激励目标（营收目标2021年77.52~84.66亿元，归母净利润目标4.305~5.04亿元），收入端略低于预期，但归母净利润大幅超额完成目标。

归母净利润增速高于收入增速主要由于毛利率提升贡献，21年毛利率同比提升2.84PCT至58.73%（20年运输费用重分类至营业成本后比较），归母净利率同比提升2.37PCT至8.49%。

分季度来看，公司2021Q1~Q4单季度营业收入分别同比+27.04%、+3.73%、-3.41%、+8.71%，归母净利润分别同比+41.92%、+81.69%、+4.60%、+93.75%。

## 护肤品类收入同比增长22.22%、收入占比提升近4PCT

**分品类来看：**护肤品类（包含佰草集、玉泽、典萃、高夫、双妹、美加净）实现营业收入26.97亿元、同比增长22.22%，收入占比为35.31%、同比提升3.91PCT；个护品类（包含六神、家安等）营业收入24.10亿元、同比增长0.42%，收入占比为31.55%、同比下降2.59PCT；母婴品类（启初和汤美星）营业收入21.58亿元、同比增长4.18%，收入占比为28.25%、同比下降1.22PCT；合作品牌（片仔癀、艾合美、碧缦丝、芳芯）收入3.73亿元、同比增长6.48%，收入占比为4.89%、同比下降0.10PCT。

**分品牌来看：**护肤品类中，佰草集收入增速超30%，玉泽增速超20%，典萃增速超35%，双妹增速超15%，高夫增速超15%，美加净增速接近10%；个护家清品类中，六神实现高个位数增长，家安受特渠影响下滑13%左右；母婴品类中，启初增速超20%，海外业务Mayborn受国际供应链影响、增速下滑约2%。

**分渠道来看：**21年公司总体（包括国内和海外）线上、线下收入分别为32.11亿元、44.27亿元、占比分别为42.04%、57.96%，收入分别同比增长7.87%、9.26%。国内业务中，国内线上渠道（包含电商和特渠）21年收入为25.01亿元、收入占比为42.79%（占国内业务的比重，下同），其中电商收入占比为33.12%、收入同比增长约20%，特渠业务收入占比为9.67%、收入同比下滑15%以上；国内线下渠道收入为33.44亿元、占比为57.21%，其中商超、百货、化妆品专营店收入占比分别为43.47%、8.09%、5.65%，商超收入同比实现高个位数增长、百货增速超40%、CS渠道增速超35%。

## 毛利率提升受益于品类结构优化，费用率稳定、现金流优化

**毛利率：**21年公司毛利率为58.73%、同比提升2.84PCT，主要由于高毛利护肤品类快速增长、占比提升，且公司旗下各个品牌均重视聚焦高毛利的头部产品，经营效益提升明显。分品类来看，护肤、个护家清、母婴、合作品牌毛利率分别为71.23%（同比+3.03PCT）、55.14%（+1.70PCT）、51.09%（+2.19PCT）、36.55%（-0.09PCT）。

**费用率：**21年公司期间费用率为51.18%、同比提升0.75PCT，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为38.54%（同比+1.02PCT）、10.34%（+0.09PCT）、2.13%（+0.08PCT）、+0.16%（-0.45PCT）。

**其他财务指标方面：**1) 公司 21 年末存货为 8.72 亿元、较 21 年初增加 0.64%；存货周转天数为 99 天、同比下降 11 天。

2) 21 年末应收账款为 11.09 亿元、较 21 年初增加 1.78%；应收账款周转天数为 52 天、同比下降 3 天。

3) 公司 21 年经营净现金流同比增加 54.34%至 9.93 亿元。

### 2021 年主营业务增长理想，123 经营方针成效显著

2021 年公司继续围绕“123 经营方针”，以消费者为中心，品牌创新、渠道进阶，在文化、系统与流程和数字化方面不断努力。

1) 品牌创新：公司继续加码研发，专利申请、主流期刊论文发表均实现数量和质量大幅提升，新品研发周期由 12 个月缩短至 8.5 个月，同时将原料、配方、工艺、包装等创新运用在新品中，如佰草集新太极系列、美加净酵米精华、玉泽蓝铜胜肽精华等。同时公司聚焦爆品、精简 SKU，公司自有品牌聚合度由 2019 年的 56%提升至 2021 年的 71%，且有效提升了复购率，21 年佰草集天猫旗舰店及百货复购率为 41.61%、同比提升 7.88PCT，玉泽天猫旗舰店复购率为 42.58%、同比提升 6.22PCT。

2) 渠道进阶：公司在线上通过精细化方式实现多平台布局、摆脱对单一平台的依赖，加大店铺自播和会员运营、减少对超头部依赖，同时特渠业务开始拓展多平台、预计 22 年下半年有望企稳回升。另外，公司在线下加大新零售业务布局、推动线下业务智慧零售转型（智慧零售占比已超过线下渠道的 10%、增速超过 100%），百货渠道实现扭亏为盈、CS 渠道通过向屈臣氏发力、盈利能力有所改善。

3) 数字化转型：公司推动营销模式与数字化技术相结合，积极推进私域生态建设。

### 期待 2022 年业务继续向好，老牌国货集团继续复兴

2021 年公司聚焦护肤品类、电商渠道等重点业务，已取得良好效果，尽管 2021 年下半年受到海外子公司 Mayborn、平安特渠业务改革以及超头部主播直播受限的扰动，但公司通过积极克服，全年主营业务实现理想增长，盈利能力明显提升。展望 2022 年，公司计划收入端实现双位数增长，继续向股权激励目标迈进，我们继续期待老牌国货集团积极复兴，渠道、产品、品类不断升级，业务增长稳健向好、经营效率持续提升。我们小幅下调 22 年、23 年收入预测，上调 22 年利润预测、维持 23 年利润预测，对应 22~23 年 EPS 分别为 1.23 (+1%)、1.58 元，新增 24 年盈利预测、对应 EPS 为 1.84 元，22、23 年的 PE 分别为 30 倍、23 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,032	7,646	8,772	10,096	11,180
营业收入增长率	-7.43%	8.73%	14.72%	15.09%	10.74%
净利润 (百万元)	430	649	833	1,074	1,250
净利润增长率	-22.78%	50.92%	28.36%	28.88%	16.40%
EPS (元)	0.63	0.96	1.23	1.58	1.84
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.62%	9.32%	10.97%	12.76%	13.39%
P/E	58	38	30	23	20
P/B	3.8	3.6	3.3	3.0	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-03-17

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,032	7,646	8,772	10,096	11,180
营业成本	2,816	3,156	3,359	3,832	4,159
折旧和摊销	180	174	172	177	181
税金及附加	57	59	61	71	78
销售费用	2,924	2,947	3,465	3,947	4,371
管理费用	721	791	877	948	1,047
研发费用	144	163	219	252	257
财务费用	43	13	6	13	10
投资收益	171	209	150	150	150
营业利润	534	752	1,003	1,280	1,507
利润总额	534	764	1,007	1,281	1,501
所得税	104	115	174	207	251
净利润	430	649	833	1,074	1,250
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	430	649	833	1,074	1,250
EPS(元)	0.63	0.96	1.23	1.58	1.84

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	643	993	1,083	1,193	1,353
净利润	430	649	833	1,074	1,250
折旧摊销	180	174	172	177	181
净营运资金增加	-306	265	-40	139	113
其他	339	-96	117	-196	-191
投资活动产生现金流	-671	-384	20	99	105
净资本支出	-105	-139	-150	-71	-65
长期投资变化	476	434	0	0	0
其他资产变化	-1,041	-678	170	170	170
融资活动现金流	-136	-228	-203	-271	-339
股本变化	7	2	0	0	0
债务净变化	-71	4	0	0	0
无息负债变化	6	382	410	332	352
净现金流	-222	311	900	1,022	1,120

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	60.0%	58.7%	61.7%	62.0%	62.8%
EBITDA 率	11.7%	11.3%	12.7%	13.8%	14.6%
EBIT 率	8.4%	8.6%	10.7%	12.0%	13.0%
税前净利润率	7.6%	10.0%	11.5%	12.7%	13.4%
归母净利润率	6.1%	8.5%	9.5%	10.6%	11.2%
ROA	3.8%	5.3%	6.3%	7.5%	8.0%
ROE (摊薄)	6.6%	9.3%	11.0%	12.8%	13.4%
经营性 ROIC	11.0%	14.5%	18.8%	24.5%	29.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	42%	43%	42%	41%	40%
流动比率	2.14	2.11	2.17	2.30	2.44
速动比率	1.84	1.84	1.91	2.04	2.18
归母权益/有息债务	6.06	6.47	7.06	7.82	8.67
有形资产/有息债务	7.77	8.57	9.51	10.59	11.78

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	11,295	12,146	13,192	14,341	15,614
货币资金	1,287	1,597	2,498	3,519	4,639
交易性金融资产	2,732	2,699	2,699	2,699	2,699
应收账款	1,090	1,109	1,224	1,318	1,489
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	87	203	212	244	271
存货	867	872	932	1,050	1,115
其他流动资产	46	216	216	216	216
流动资产合计	6,155	6,780	7,849	9,103	10,493
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	476	434	434	434	434
固定资产	1,019	939	832	717	597
在建工程	24	25	63	79	86
无形资产	769	761	797	784	775
商誉	1,986	1,923	1,923	1,923	1,923
其他非流动资产	220	560	560	560	560
非流动资产合计	5,140	5,365	5,343	5,237	5,121
总负债	4,796	5,182	5,593	5,925	6,277
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	718	718	1,008	1,264	1,497
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	55	48	31
其他流动负债	59	71	71	71	71
流动负债合计	2,876	3,210	3,620	3,952	4,304
长期借款	1,062	925	925	925	925
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	759	924	924	924	924
非流动负债合计	1,920	1,972	1,972	1,972	1,972
股东权益	6,499	6,963	7,600	8,416	9,337
股本	678	680	680	680	680
公积金	1,371	1,474	1,474	1,474	1,474
未分配利润	4,578	5,092	5,728	6,545	7,466
归属母公司权益	6,499	6,963	7,600	8,416	9,337
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	41.58%	38.54%	39.51%	39.10%	39.10%
管理费用率	10.25%	10.34%	10.00%	9.39%	9.36%
财务费用率	0.62%	0.16%	0.06%	0.13%	0.09%
研发费用率	2.05%	2.13%	2.50%	2.50%	2.30%
所得税率	19%	15%	17%	16%	17%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.29	0.38	0.48	0.57
每股经营现金流	0.95	1.46	1.59	1.76	1.99
每股净资产	9.59	10.25	11.18	12.38	13.74
每股销售收入	10.37	11.25	12.91	14.85	16.45

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	58	38	30	23	20
PB	3.8	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	29.5	27.2	19.8	15.2	12.4
股息率	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%

## 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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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