

消费升级与娱乐研究中心

上海家化 (600315.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 35.00元

高毛利护肤拉动增长，盈利能力显著改善**市场数据(人民币)****公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,032	7,646	8,773	10,485	11,998
营业收入增长率	-7.43%	8.73%	14.74%	19.51%	14.43%
归母净利润(百万元)	430	649	834	1,162	1,470
归母净利润增长率	-22.78%	50.92%	28.45%	39.28%	26.54%
摊薄每股收益(元)	0.633	0.955	1.23	1.71	2.16
每股经营性现金流净额	0.72	1.29	1.14	1.92	2.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.62%	9.32%	10.67%	13.65%	15.65%
P/E	54.87	42.30	28.52	20.48	16.18
P/B	3.63	3.94	3.04	2.80	2.53

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 3.16 公司公告 21 年营收 76.46 亿元、同增 8.73%，归母净利 6.49 亿元、同增 50.92%，扣非净利 6.76 亿元、同增 70.76%。拟每 10 股派发现金红利 2.9 元(含税)。21 年在海外疫情、寿险改革影响特渠业务、Q4 电商超头停播等多重压力下，收入端仍实现高个位数增长。
- 分季度看，1Q21~4Q21 营收分别同增 27.04%/3.73%/-3.41%/8.71%，归母净利分别同增 41.92%/81.69%/4.60%/93.75%，净利润率分别为 8.00%/5.57%/8.31%/12.60%。

经营分析

- 分品类/品牌，高毛利率护肤品类拉动增长：1) 护肤：21 年收入同增 22.22%，占比 35.31% (+4PCT)、成第一大品类，其中佰草集同增 30%+，玉泽同增 20%+，典萃同增 35%+，高夫同增 15%+，美加净同增近 10%，双妹同增 15%+。2) 个护和家清：同增 0.42%，其中六神高个位数增长，家安受特渠影响、同降 13% 左右。3) 母婴：同增 4.18%，其中启初同增 20%+、Mayborn 同降 1.7%。4) 合作品牌同增 6.48%、占比 4.89%。
- 分渠道，电商快速增长，特渠短期承压预计调整至 22Q2：1) 线下：商超高个位数增长，百货同增 40%+，CS 同增 35%+；2) 线上：电商同增 20%、多平台布局；特渠同降 15%+，加速向零售转型、预计 22H2 企稳。
- 产品结构调整效果显著，原料涨价下毛利率仍提升，盈利及营运指标改善明显：21 年毛利率 58.73%、+2.84PCT (追溯调整后，下同)，主要系高毛利护肤品及头部 SKU 占比提升。销售费用率 38.54% (+1.02PCT)，管理费用率 10.34% (+0.09PCT)，研发费用率 2.13% (+0.08PCT)，财务费用率 0.16% (-0.45PCT)，净利率 8.49% (+2.37PCT)。存货周转天数 99 天 (-15 天)，百货/CS 渠道回款良好下应收账款周转天数 52 天 (-8 天)。

投资建议

- 本土多品牌化妆品龙头产品/品牌/渠道持续优化，盈利水平大幅提升、改革显效、上调 22~23 年净利预测 10.9%、15.7%，预计 22~24 年 EPS 分别为 1.23/1.71/2.16 元，对应 22 年 PE 29 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 渠道/品牌/产品/组织结构优化不及预期；终端零售疲软等。

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

蔡昕妤 联系人
 caixy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	7,597	7,032	7,646	8,773	10,485	11,998
增长率	-7.4%	8.7%	14.7%	19.5%	14.4%	
主营业务成本	-2,896	-2,816	-3,156	-3,573	-4,148	-4,660
%销售收入	38.1%	40.0%	41.3%	40.7%	39.6%	38.8%
毛利	4,701	4,216	4,491	5,200	6,337	7,338
%销售收入	61.9%	60.0%	58.7%	59.3%	60.4%	61.2%
营业税金及附加	-54	-57	-59	-44	-52	-60
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-3,204	-2,924	-2,947	-3,071	-3,670	-4,199
%销售收入	42.2%	41.6%	38.5%	35.0%	35.0%	35.0%
管理费用	-942	-721	-791	-877	-996	-1,080
%销售收入	12.4%	10.2%	10.3%	10.0%	9.5%	9.0%
研发费用	-173	-144	-163	-193	-231	-264
%销售收入	2.3%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	329	370	531	1,015	1,388	1,735
%销售收入	4.3%	5.3%	6.9%	11.6%	13.2%	14.5%
财务费用	-31	-43	-13	-34	-22	-6
%销售收入	0.4%	0.6%	0.2%	0.4%	0.2%	0.0%
资产减值损失	74	86	19	0	0	0
公允价值变动收益	84	28	-42	0	0	0
投资收益	154	171	209	0	0	0
%销售收入	21.9%	32.1%	27.3%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	21.9%	32.1%	27.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	700	534	752	981	1,367	1,729
营业利润率	9.2%	7.6%	9.8%	11.2%	13.0%	14.4%
营业外收支	2	0	12	0	0	0
税前利润	702	534	764	981	1,367	1,729
利润率	9.2%	7.6%	10.0%	11.2%	13.0%	14.4%
所得税	-145	-104	-115	-147	-205	-259
所得税率	20.6%	19.4%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	557	430	649	834	1,162	1,470
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	557	430	649	834	1,162	1,470
净利率	7.3%	6.1%	8.5%	9.5%	11.1%	12.3%

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,609	1,287	1,597	2,080	2,609	3,476
应收账款	1,295	1,177	1,288	1,543	1,844	2,110
存货	925	867	872	1,078	1,251	1,404
其他流动资产	2,048	2,825	3,023	2,845	2,856	2,867
流动资产	5,878	6,155	6,780	7,545	8,560	9,857
%总资产	52.7%	54.5%	55.8%	60.8%	63.4%	66.2%
长期投资	981	917	925	925	925	925
固定资产	1,146	1,043	964	1,060	1,146	1,233
%总资产	10.3%	9.2%	7.9%	8.5%	8.5%	8.3%
无形资产	2,970	2,821	2,744	2,731	2,729	2,727
非流动资产	5,270	5,140	5,365	4,872	4,948	5,025
%总资产	47.3%	45.5%	44.2%	39.2%	36.6%	33.8%
资产总计	11,147	11,295	12,146	12,416	13,509	14,882
短期借款	6	10	151	0	1	-1
应付款项	2,365	2,325	2,509	2,676	2,945	3,317
其他流动负债	494	540	550	501	654	795
流动负债	2,865	2,876	3,210	3,177	3,600	4,111
长期贷款	1,138	1,062	925	925	925	925
其他长期负债	859	858	1,047	501	473	453
负债	4,862	4,796	5,182	4,603	4,998	5,489
普通股股东权益	6,286	6,499	6,963	7,813	8,510	9,392
其中：股本	671	678	680	686	686	686
未分配利润	4,316	4,578	5,092	5,593	6,289	7,171
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	11,147	11,295	12,146	12,416	13,509	14,882

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.820	0.633	0.955	1.227	1.709	2.163
每股净资产	9.249	9.563	10.246	11.496	12.522	13.820
每股经营现金净流	0.998	0.721	1.291	1.144	1.925	2.585
每股股利	0.250	0.250	0.200	0.486	0.677	0.857
回报率						
净资产收益率	8.86%	6.62%	9.32%	10.67%	13.65%	15.65%
总资产收益率	5.00%	3.81%	5.35%	6.72%	8.60%	9.88%
投入资本收益率	3.47%	3.89%	5.52%	9.88%	12.50%	14.29%
增长率						
主营业务收入增长率	6.43%	-7.43%	8.73%	14.74%	19.51%	14.43%
EBIT增长率	-33.24%	12.62%	43.44%	91.24%	36.70%	24.98%
净利润增长率	3.09%	-22.78%	50.92%	28.45%	39.28%	26.54%
总资产增长率	9.72%	1.33%	7.53%	2.23%	8.79%	10.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.3	60.2	52.5	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	113.4	116.1	100.5	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	104.1	99.9	83.1	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	53.9	52.9	44.8	34.8	25.1	18.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.17%	-45.34%	-46.25%	-49.33%	-51.50%	-55.91%
EBIT利息保障倍数	10.5	8.5	42.4	29.5	64.2	314.3
资产负债率	43.61%	42.46%	42.67%	37.07%	37.00%	36.89%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	3	11	43	64	144
增持	4	4	10	16	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.57	1.27	1.19	1.20	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-27	买入	38.28	N/A
2	2021-02-03	买入	36.28	N/A
3	2021-04-22	买入	45.27	N/A
4	2021-07-23	买入	50.52	N/A
5	2021-08-25	买入	52.17	N/A
6	2021-09-27	买入	44.52	N/A
7	2021-10-27	买入	42.50	N/A
8	2022-01-19	买入	41.70	N/A

来源：国金证券研究所

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



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