

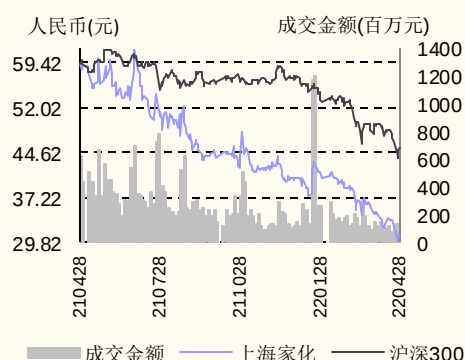
上海家化 (600315.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 30.80 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)	209.33
年内股价最高最低(元)	61.75/29.82
沪深 300 指数	3921
上证指数	2975



多因素拖累 Q1 表现，期待渠道持续优化成效

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	8,616	10,265	11,712
营业收入增长率	-7.43%	8.73%	12.69%	19.14%	14.10%
归母净利润(百万元)	430	649	801	1,119	1,412
归母净利润增长率	-22.78%	50.92%	23.42%	39.60%	26.26%
摊薄每股收益(元)	0.633	0.955	1.18	1.65	2.08
每股经营性现金流净额	0.72	1.29	1.08	1.86	2.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.62%	9.32%	10.28%	13.21%	15.17%
P/E	54.87	42.30	26.12	18.71	14.82
P/B	3.63	3.94	2.69	2.47	2.25

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4.28 公司公告 1Q22 营收 21.2 亿元、+0.1%，主要为疫情/特渠调整/优化电商渠道打法、减少对超头依赖/汇率波动等，剔除上述因素，营收同增 10%；归母净利 1.99 亿元、+17.8%，扣非归母净利 2.2 亿元、+6.6%。

经营分析

- Q1 护肤受疫情影响较大、个护家清表现亮眼，1) 护肤：**同降 18.20%、占比 21% (-5PCT)；其中玉泽同比基本持平（剔除超头合作减少影响、同增 23%）、佰草集同降 10%、典萃/高夫/美加净/双妹分别同比两位数下降（15%-30%不等）。**2) 个护家清：**同增 11.31%，占比 52% (+5PCT)，其中六神同比两位数增长、家安受特渠影响同比两位数下降。**3) 母婴：**同增 0.80%、占 23.30% (+0.16PCT)，其中启初同降 15%、Mayborn 同比略有增长（剔除汇率因素、同增 6%）。**4) 合作品牌同降 16.3%。**
- Q1 线上调整同降 13%、线下同增 6% 1) 线上同降 13%、占比 27% (-5PCT)，**其中电商收入同比基本持平（剔除超头因素、同增 13%），特渠同降 40%（预计 22Q3 企稳）；**2) 线下同增 6%+，商超同增 10%，**其中百货基本持平，CS 同降 20%+。
- 原材料涨价下毛利率升、费用率下降明显，22Q1 净利率同比继续提升。**22Q1 毛利率 62.66% (+1.57PCT，追溯调整)，主要系聚焦高毛利头部 SKU、六神喷雾系列产品 Q1 提价 6%；销售费用率 39.77% (+0.08PCT)；管理费用率 9.73% (-1.66PCT)，主要系疫情下线下活动/会议/差旅费用减少，以及新办公场所折旧摊销费用减少；净利率 9.42% (+1.41PCT)。
- 存货/应收账款周转保持稳健，22Q1 存货周转天数 105 天 (-3 天)，**应收账款周转天数 48 天 (+1 天)，经营性现金流净额 5.5 亿元（单季度历史最高）、同增 10.84%。

投资建议

- 多品牌龙头持续优化品牌/渠道/产品等，多因素致短期业绩波动。略下调 22~24 年净利预测为 8.01/11.19/14.12 亿元，对应 22~24 年 PE 26/19/15 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。

相关报告

- 《升级 123 经营方针，百年家化再扬帆-上海家化跟踪报告 2022...》，2022.3.19
- 《高毛利护肤拉动增长，盈利能力显著改善-上海家化 21 年报点评》，2022.3.17
- 《业绩超预期，品牌/品类/渠道改革成效初显-上海家化点评》，2022.1.19
- 《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

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

蔡昕好 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	8,616	10,265	11,712
增长率		-7.4%	8.7%	12.7%	19.1%	14.1%
主营业务成本	-2,896	-2,816	-3,156	-3,529	-4,081	-4,574
%销售收入	38.1%	40.0%	41.3%	41.0%	39.8%	39.1%
毛利	4,701	4,216	4,491	5,087	6,183	7,138
%销售收入	61.9%	60.0%	58.7%	59.0%	60.2%	60.9%
营业税金及附加	-54	-57	-59	-43	-51	-59
%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	-3,016	-3,593	-4,099
%销售收入	42.2%	41.6%	38.5%	35.0%	35.0%	35.0%
管理费用	-942	-721	-791	-862	-975	-1,054
%销售收入	12.4%	10.2%	10.3%	10.0%	9.5%	9.0%
研发费用	-173	-144	-163	-190	-226	-258
%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	977	1,338	1,669
%销售收入	4.3%	5.3%	6.9%	11.3%	13.0%	14.2%
财务费用	-31	-43	-13	-35	-23	-7
%销售收入	0.4%	0.6%	0.2%	0.4%	0.2%	0.1%
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
%税前利润	21.9%	32.1%	27.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	700	534	752	943	1,316	1,662
营业利润率	9.2%	7.6%	9.8%	10.9%	12.8%	14.2%
营业外收支	2	0	12	0	0	0
税前利润	702	534	764	943	1,316	1,662
利润率	9.2%	7.6%	10.0%	10.9%	12.8%	14.2%
所得税	-145	-104	-115	-141	-197	-249
所得税率	20.6%	19.4%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	557	430	649	801	1,119	1,412
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	801	1,119	1,412
净利率	7.3%	6.1%	8.5%	9.3%	10.9%	12.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	557	430	649	801	1,119	1,412
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	225	167	169	153	154	153
非经营收益	-298	-146	-155	122	70	69
营运资金变动	186	38	214	-335	-65	79
经营活动现金净流	670	489	877	741	1,277	1,713
资本开支	-30	-105	-139	167	-230	-230
投资	-130	-673	-368	0	0	0
其他	39	107	123	0	0	0
投资活动现金净流	-121	-671	-384	167	-230	-230
股权募资	0	132	47	350	0	0
债权募资	0	-62	-4	-375	0	0
其他	-189	-264	-342	-393	-518	-633
筹资活动现金净流	-189	-194	-299	-419	-518	-633
现金净流量	360	-376	195	490	530	849

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2,049	2,552	3,381
应收款项	1,295	1,177	1,288	1,515	1,805	2,060
存货	925	867	872	1,065	1,231	1,378
其他流动资产	2,048	2,825	3,023	2,844	2,855	2,865
流动资产	5,878	6,155	6,780	7,473	8,443	9,684
%总资产	52.7%	54.5%	55.8%	60.5%	63.0%	65.8%
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%	8.6%	8.6%	8.4%
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%	39.5%	37.0%	34.2%
资产总计	11,147	11,295	12,146	12,344	13,391	14,708
短期借款	6	10	151	0	1	-1
应付款项	2,365	2,325	2,509	2,638	2,893	3,250
其他流动负债	494	540	550	486	634	768
流动负债	2,865	2,876	3,210	3,124	3,528	4,017
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	4,550	4,926	5,396
普通股股东权益	6,286	6,499	6,963	7,794	8,465	9,312
其中：股本	671	678	680	686	686	686
未分配利润	4,316	4,578	5,092	5,573	6,244	7,092
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	12,344	13,391	14,708

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.820	0.633	0.955	1.179	1.646	2.078
每股净资产	9.249	9.563	10.246	11.468	12.455	13.702
每股经营现金净流	0.998	0.721	1.291	1.080	1.861	2.495
每股股利	0.250	0.250	0.200	0.467	0.652	0.823
回报率						
净资产收益率	8.86%	6.62%	9.32%	10.28%	13.21%	15.17%
总资产收益率	5.00%	3.81%	5.35%	6.49%	8.35%	9.60%
投入资本收益率	3.47%	3.89%	5.52%	9.53%	12.11%	13.86%
增长率						
主营业务收入增长率	6.43%	-7.43%	8.73%	12.69%	19.14%	14.10%
EBIT增长率	-33.24%	12.62%	43.44%	84.06%	36.96%	24.69%
净利润增长率	3.09%	-22.78%	50.92%	23.42%	39.60%	26.26%
总资产增长率	9.72%	1.33%	7.53%	1.63%	8.48%	9.85%
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	35.4	25.7	18.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.17%	-45.34%	-46.25%	-49.06%	-51.10%	-55.36%
EBIT利息保障倍数	10.5	8.5	42.4	28.2	59.4	235.0
资产负债率	43.61%	42.46%	42.67%	36.86%	36.78%	36.69%

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	5	13	48	60	151
增持	0	3	18	19	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.19	1.27	1.24	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	2021-04-22	买入	45.27	N/A
2	2021-07-23	买入	50.52	N/A
3	2021-08-25	买入	52.17	N/A
4	2021-09-27	买入	44.52	N/A
5	2021-10-27	买入	42.50	N/A
6	2022-01-19	买入	41.70	N/A
7	2022-03-17	买入	35.00	N/A
8	2022-03-19	买入	37.04	N/A

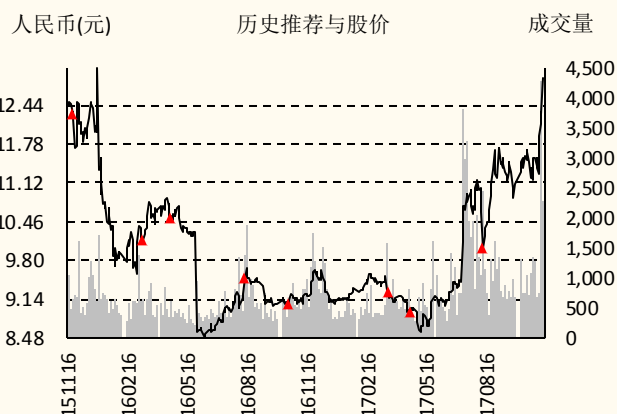
来源：国金证券研究所

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