

信义山证汇通天下

证券研究报告

零售&美妆

上海家化 (600315.SH)

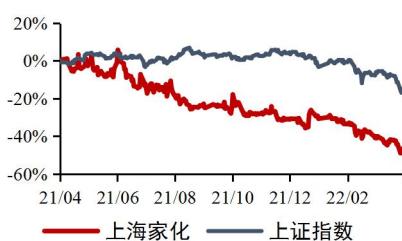
买入-A(维持)

业绩保持稳健增长，聚焦头部 SKU 毛利率提升

2022 年 4 月 29 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2022 年 4 月 28 日

收盘价 (元):	30.80
总股本 (亿股):	6.80
流通股本 (亿股):	6.71
流通市值 (亿元):	206.74

基础数据: 2022 年 3 月 31 日

每股净资产 (元):	10.47
每股资本公积 (元):	1.61
每股未分配利润 (元):	7.79

分析师:

谷茜

执业登记编码: S0760518060001

电话: 0351-8686775

邮箱: guqian@sxzq.com

事件描述

➤ 公司发布 2021 年一季度报告, 22Q1 公司实现营收 21.17 亿元/+0.11%, 归母净利润 1.99 亿元/+17.81%, 扣非归母净利润 2.12 亿元/+6.55%。

事件点评

➤ **多因素影响收入略微增长, 利润增速高于收入。** 营收方面, 22Q1 公司实现营收 21.17 亿元, 同比+0.11%, 主要受到疫情影响、特渠调整、超头直播缺失三大因素不同程度的影响。疫情影响线上线下业务均受到不同程度冲击, 门店停业、物流受限、部分仓库封闭, 线上无法履约导致营收下降。净利润方面, 22Q1 公司实现净利润 1.99 亿元, 同比+17.81%, 在去年同期的高基数下实现稳健增长; 扣非净利 2.12 亿元, 为近 23 个季度最高值, 同比+6.55%。非经常性损益为-1275 万元, 主要受到持有股票基金固有价值下降的影响。

➤ **个护/母婴占比提升, 线下渠道略有增长。** 分品类看, 22Q1 年公司护肤/个护家清/母婴类营收同比分别为 4.48 亿元/11.03 亿元/4.92 亿元, 同比分 -18.2%/+11.31%/+0.80%, 营收占比分别为 21.18%/52.15%/23.30%, 其中个护家清和母婴品类占比均有增长。分品牌看, 护肤品中佰草集销售下降约 10%, 典萃、高夫、美加净、双妹等销售降幅约在 15-30% 之间, 影响护肤品类增速下降; 个护家清中, 六神销售增长两位数, 家安受特渠影响下降两位数, 母婴品类中, 启初下降约 15%。分渠道看, Q1 线上业务占比约 27%, 较去年同期下降 5pct, 线上业务整体下降约 13%, 其中电商业务同比基本持平, 而特渠业务同比下降约 40%, 若剔除超头因素公司电商营收同比增长约 13%; 线下业务整体增速约 6%, 其中商超渠道增速约 10%, 新零售业务同比增长近 30%, 销售占比超 10%, 而 CS 渠道下降 20% 以上。

➤ **聚焦头部产品毛利率提升, 费用管控效率较高。** 毛利率方面, 22Q1 公司实现销售毛利率约 62.66%, 同比+1.57pct, 主要受到聚焦头部 SKU 和六神新品提价的影响; 销售净利率 9.42%, 同比+1.41pct。费用率方面, 22Q1 公司期间费用率为 51.16%, 同比 -6pct, 主要受到销售/管理/研发费率同比分别 -3.6pct/-1.66pct/-0.48pct 的影响, 销售费率下降主要受到费用重分类至成本的影响, 追溯调整后销售费率同比略增+0.08pct, 管理费率下降受到疫情影响差旅和办公支出减少的影响。22Q1 公司经营性现金流 5.5 亿元, 同比+10.84%, 为单季历史最高水平, 主要系疫情影响期末付款。

盈利预测、估值分析和投资建议: 公司持续贯彻“123”经营方针, 克服特渠调整和直播超头缺失的影响, 业绩保持稳健增长。品牌端聚焦头部 SKU, 主力品牌不断推新, 重点新品打造爆款; 渠道端调整渠道策略和结构, 线上精细化



运营推动电商多平台布局，提升自播业务占比，线下多元化渠道布局，拓展新零售业务，持续优化经营效率。我们看好公司完善的研发方法论、全面布局的品牌资产以及全渠道覆盖的客户资源，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.21/1.49/1.73 元，对公司 4 月 28 日收盘价 30.8 元，2022-2024 年 PE 分别为 25.5X/20.7X/17.8X，维持“买入-A”评级。

风险提示：战略执行未达预期；高端外资品牌及本土新锐品牌带来市场竞争加剧风险；新冠疫情对经营产生的不确定性风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,032	7,646	8,675	9,909	11,074
YoY(%)	-7.4	8.7	13.5	14.2	11.8
净利润(百万元)	430	649	821	1,012	1,179
YoY(%)	-22.8	50.9	26.5	23.2	16.4
毛利率(%)	60.0	58.7	59.4	60.1	60.7
EPS(摊薄/元)	0.63	0.96	1.21	1.49	1.73
ROE(%)	6.6	9.3	10.8	12.0	12.5
P/E(倍)	48.7	32.2	25.5	20.7	17.8
P/B(倍)	3.2	3.0	2.8	2.5	2.2
净利率(%)	6.1	8.5	9.5	10.2	10.6

数据来源：聚源数据，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6155	6780	7520	8379	9444
现金	1287	1597	1850	2552	3176
应收票据及应收账款	1090	1109	1385	1464	1720
预付账款	47	83	65	105	84
存货	867	872	1067	1114	1286
其他流动资产	2865	3119	3153	3145	3177
非流动资产	5140	5365	5491	5596	5665
长期投资	476	434	486	544	598
固定资产	1019	939	982	1057	1099
无形资产	778	772	817	777	736
其他非流动资产	2868	3220	3206	3217	3232
资产总计	11295	12146	13011	13974	15109
流动负债	2876	3210	3622	3921	4233
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	718	718	884	918	1065
其他流动负债	2157	2491	2738	3003	3168
非流动负债	1920	1972	1801	1621	1434
长期借款	1062	925	754	574	386
其他非流动负债	858	1047	1047	1047	1047
负债合计	4796	5182	5423	5542	5666
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	678	680	680	680	680
资本公积	978	1082	1082	1082	1082
留存收益	4971	5485	6053	6755	7571
归属母公司股东权益	6499	6963	7588	8432	9443
负债和股东权益	11295	12146	13011	13974	15109

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7032	7646	8675	9909	11074
营业成本	2816	3156	3520	3959	4355
营业税金及附加	57	59	67	77	86
营业费用	2924	2947	3305	3702	4122
管理费用	721	791	894	1023	1143
研发费用	144	163	185	211	235
财务费用	43	13	6	0	-7
资产减值损失	-69	-40	0	0	0
公允价值变动收益	28	-42	17	22	6
投资净收益	171	209	166	175	180
营业利润	534	752	997	1234	1426
营业外收入	4	14	6	7	8
营业外支出	4	2	2	2	3
利润总额	534	764	1000	1238	1431
所得税	104	115	179	226	253
税后利润	430	649	821	1012	1179
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	430	649	821	1012	1179
EBITDA	801	986	1158	1344	1518

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-7.4	8.7	13.5	14.2	11.8
营业利润(%)	-23.8	40.9	32.5	23.8	15.6
归属于母公司净利润(%)	-22.8	50.9	26.5	23.2	16.4
盈利能力					
毛利率(%)	60.0	58.7	59.4	60.1	60.7
净利率(%)	6.1	8.5	9.5	10.2	10.6
ROE(%)	6.6	9.3	10.8	12.0	12.5
ROIC(%)	5.5	7.4	8.5	9.6	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	42.5	42.7	41.7	39.7	37.5
流动比率	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2
速动比率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	6.1	7.0	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	3.7	4.4	4.4	4.4	4.4
估值比率					
P/E	48.7	32.2	25.5	20.7	17.8
P/B	3.2	3.0	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	23.4	18.9	15.8	12.9	10.9

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	643	993	715	1105	1012
净利润	430	649	821	1012	1179
折旧摊销	236	209	182	150	157
财务费用	43	13	6	0	-7
投资损失	-171	-209	-166	-175	-180
营运资金变动	3	100	-112	139	-130
其他经营现金流	103	231	-17	-22	-6
投资活动现金流	-671	-384	-125	-57	-40
筹资活动现金流	-136	-228	-337	-346	-348
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.96	1.21	1.49	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.46	1.05	1.63	1.49
每股净资产(最新摊薄)	9.56	10.25	11.16	12.41	13.89

数据来源：聚源数据、山西证券研究所



分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级)

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

