上海家化（600315）

公司研究/点评报告

护肤品业务拉动增长，整体业绩增速趋缓

—上海家化（600315）2021 年三季报点评

点评报告/基础化工　　2021 年 11 月 01 日

一、事件概述

2021 年 10 月 27 日公司发布 21Q3 季报，Q1-Q3 实现营收 58.30 亿元/+8.73%，归母净利 4.2 亿元/+34.71%，扣非归母净利 4.7 亿元/+71.85%。其中单 Q3 营收 16.20 亿元/-3.41%，归母净利 1.34 亿元/+4.60%，扣非归母净利 1.42 亿元/+26.28%。

二、分析与判断

➢ Q3 单季度营收下降，海外业务、特渠及特殊气候因素系主要原因

收入分品牌和品类看，①护肤品：Q1-Q3 同比增长 25.8%，单 Q3 增长 18%左右。根据公司数据，Q3 玉泽/佰草集/美加净/高夫分别增长 50+%/15+%/接近 15%/ 20+%，②个护家清：Q1-Q3 实现低个位数增长，单 Q3 则有两位数的下降，Q3 六神/家安分别下降 1+%/30+%；③母婴：整体情况与个护家清相同，但启初实现了高个位数的增长。单 Q3 整体收入的下降的主要原因有三个方面，一是海外业务 mayborn 收入下降 10.6%；二是 Q1-Q3 特渠收入下降 11%，其中 Q3 收入下降 43%；三是 Q3 线下业务承压。

➢ 电商业务实现恢复性增长，渠道进阶持续进行中

收入按渠道来看，①电商业务：Q1-Q3 增长 15+%，单 Q3 增长 45+%；②线下渠道：商超渠道 Q1-Q3 实现小个位数增长，百货渠道/CS 渠道 Q1-Q3 增速分别为接近 50%/50%，新零售业务 3Q 增速 100+%。在渠道进阶方面，①线上渠道：公司大力发展自播、会员运营和私域流量，Q3 公司的私域客户合计 45 万人，相比 H1 增加了 20 万人；②线下渠道：持续关闭低效门店，Q1-Q3 共关闭百货渠道 88 家门店，目前剩余 879 家门店。

➢ 3Q 毛利率上升，控费效果良好

从毛利率来看，公司 Q1-Q3 毛利率 62.77%/+1.27pct，其中 Q3 毛利率 58.93%/-1.87pct，一方面是因为主要原材料价格持续上涨，另一方面因为高毛利产品的销售减少。从费率来看，Q1-Q3 销售费用率 44.49%/-1.09pct，其中 Q3 销售费用率 37.82%/-6.24pct，Q1-Q3 管理费用率 10.01%/+0.50pct，单 Q3 管理费用率 13.64%/+2.85pct。

三、投资建议

公司立体品牌布局完成，多维渠道调整通顺，期待效率进一步优化，未来有望依托龙头规模优势，实现持续稳定增长。我们看好公司业务发展，预计公司 21-23 年分别实现营收 83.27/94.28/106.25 亿元，同比分别增长 18.4%/13.2%/12.7%，对应 P/E 为 58/36/26x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：宏观经济增速下滑，渠道加速变革，新品牌培育不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,032	8,327	9,428	10,625
增长率（%）	-7.4	18.4	13.2	12.7
归属母公司股东净利润（百万元）	430	494	809	1,107
增长率（%）	-22.8	14.9	63.8	36.8
每股收益（元）	0.64	0.73	1.19	1.63
PE（现价）	66.4	58.3	35.6	26.0
PB	4.4	4.1	3.7	3.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格： 47.93 元

交易数据	2021-10-29
近 12 个月最高/最低(元)	61.99/34.4
总股本（百万股）	680
流通股本（百万股）	671
流通股比例（%）	98.77
总市值（亿元）	326
流通市值（亿元）	322

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**7,032**	**8,327**	**9,428**	**10,625**
营业成本	2,816	3,327	3,654	4,004
营业税金及附加	57	65	74	83
销售费用	2,924	3,418	3,729	4,117
管理费用	721	854	962	1,052
研发费用	144	175	198	234
EBIT	370	488	812	1,135
财务费用	43	26	(7)	(26)
资产减值损失	(69)	(0)	(5)	(10)
投资收益	171	50	80	100
营业利润	**534**	**609**	**999**	**1,366**
营业外收支	0	(1)	(1)	(1)
利润总额	**534**	**610**	**999**	**1,367**
所得税	104	116	190	260
净利润	430	494	809	1,107
归属于母公司净利润	**430**	**494**	**809**	**1,107**
EBITDA	**606**	**652**	**969**	**1,282**

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1287	1562	2580	3758
应收账款及票据	1090	1482	1629	1875
预付款项	47	111	57	120
存货	867	1209	1085	1436
其他流动资产	46	46	46	46
流动资产合计	**6155**	**7636**	**8676**	**10539**
长期股权投资	476	526	606	706
固定资产	1019	884	749	614
无形资产	769	687	605	530
非流动资产合计	**5140**	**5572**	**5390**	**5282**
资产合计	**11295**	**12767**	**13625**	**15379**
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	718	1407	928	1570
其他流动负债	59	59	59	59
流动负债合计	**2876**	**3853**	**3901**	**4549**
长期借款	1062	1062	1062	1062
其他长期负债	657	657	657	657
非流动负债合计	**1920**	**1920**	**1920**	**1920**
负债合计	**4796**	**5773**	**5822**	**6469**
股本	680	680	680	680
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**6499**	**6993**	**7803**	**8910**
负债和股东权益合计	**11295**	**12767**	**13625**	**15379**

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-7.4	18.4	13.2	12.7
EBIT 增长率	12.6	32.0	66.2	39.8
净利润增长率	-22.8	14.9	63.8	36.8
盈利能力				
毛利率	60.0	60.0	61.2	62.3
净利润率	6.1	5.9	8.6	10.4
总资产收益率 ROA	3.8	3.9	5.9	7.2
净资产收益率 ROE	6.6	7.1	10.4	12.4
偿债能力				
流动比率	2.1	2.0	2.2	2.3
速动比率	1.8	1.7	1.9	2.0
现金比率	1.4	1.2	1.5	1.5
资产负债率	0.4	0.5	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	59.3	54.9	58.7	59.3
存货周转天数	114.5	112.3	113.0	113.3
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）				
每股收益	0.6	0.7	1.2	1.6
每股净资产	9.6	10.3	11.5	13.1
每股经营现金流	0.8	1.2	1.3	1.6
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	66.4	58.3	35.6	26.0
PB	4.4	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA	38.2	33.8	23.1	17.0
股息收益率	0.5	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	430	494	809	1,107
折旧和摊销	287	163	153	137
营运资金变动	3	213	27	(38)
经营活动现金流	**574**	**377**	**908**	**1,106**
资本开支	105	(134)	(189)	(177)
投资	(673)	(236)	(79)	(105)
投资活动现金流	**(671)**	**(102)**	**110**	**72**
股权募资	132	0	0	0
债务募资	(62)	0	0	0
筹资活动现金流	**(136)**	**0**	**0**	**0**
现金净流量	**(233)**	**275**	**1,018**	**1,178**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

刘文正，2016年加入国泰君安证券研究所，2016-2017年连续两年新财富第二名团队成员；2017加入安信证券担任社会服务及零售行业首席分析师，2020年新财富最具潜力分析师奖，2020年新财富批零社服行业第六名，2019-2020年新浪金麒麟社会服务及零售行业新锐分析师第一名及金牛奖等；有较为丰富产业资源及较高业内口碑，担任中国整形业协会创投分会常务理事委员，善于产业链前瞻性研究及优质标的深度挖掘。2021年加入民生证券担任研究院院长助理，新消费组组长，社服零售及纺织服装行业首席分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。