上海家化（600315.SH）：管理效能持续兑现，看好百年家化复兴

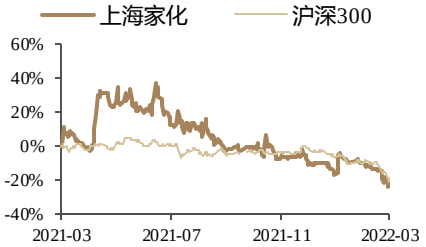
增持（维持）

所属行业：商业贸易
当前价格(元)：35.00

证券分析师
郑澄怀
资格编号：S0120521050001
邮箱：dengch@tebon.com.cn

研究助理
易丁依
邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.54	-6.84	-14.17
相对涨幅(%)	-3.89	5.23	2.80

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《上海家化（600315.SH）：百年峥嵘岁月，风雨砥砺再度前行》，2022.3.15

投资要点

- **公司发布 2021 年业绩，盈利符合预期。**2021 年实现收入 76.46 亿/yoy+8.73%，归母净利润 6.49 亿/yoy+50.92%，扣非后的归母净利润为 6.76 亿/yoy+70.76%；单季度来看，2021Q4 实现收入 18.16 亿/yoy+8.71%，归母净利润 2.29 亿/yoy+93.75%，扣非后的归母净利润为 2.02 亿/yoy+68.26%。
- **盈利能力边际提升，降本增效成果显著。**2021 年实现毛利率 58.73%/+2.84pcts，主要来自高毛利的护肤品类占比提升 3.91%至 35.31%，且该项毛利率提升 3.03%至 71.23%，聚焦头部 sku 战略显著；若追溯物流成本财务调整，21 年销售费用率为 38.54%/+1.02pcts，精简销售人员但提升品牌投放及电商投放，公司将电商精细化运营及销售费用 ROI 列为 2022 年十大项目，公司将通过自播对冲超头冲击，预计费用投放将持续优化并逐步兑现；管理费用率及研发费用率基本持平，招募数字化团队及培训生扩充人才储备同时使组织更年轻化，21 年公司新提交 82 项专利申请，围绕基础研究、应用创新、产品价值塑造推进研发赋能。存货周转天数、应收账款天数分别下降 11 天、3 天，经营质量持续改善。
- **护肤品类创新升级，管理组织赋能公司高成长。**把握高端化+功效化+规模化三大核心，遵循聚焦头部产品及减少长尾产品两大战略，全品牌头部产品聚合度从 2019 年的 56%上升至 2021 年的 71%。（1）玉泽：Z 时代人群占比提升 25%，复购率由 20 年的 36.4%提升到 21 年的 42.6%，官方旗舰店位列 2021 年天猫国货美妆销售额 TOP5；降低对超头主播依赖，短期经营业绩略有压力，中长期看好渠道结构的良性发展。（2）佰草集：官宣张小斐为代言人，抖音直播间“延禧攻略”实现内容驱动营销的迈步，佰草集 Z 时代人群占比上升了 62%，复购率由 20 年的 33.7%提升到 21 年的 41.6%。另外，美加净扭转多年的下跌、六神朝向年轻化发展，我们认为亮眼数据的背后来自管理组织赋能，以董事长潘秋生先生为核心，管理团队进一步搭建完善，围绕“123”战略的加持，逐步推进品牌-研发 PMO 一对一的沟通服务模式，简化内部组织流程、提升沟通效率。
- **线上多平台发展，线下持续优化。**疫情及平安内部改革扰动特渠 21H2 业绩，团客向零售转型进行对冲，预计 22H2 业绩逐步兑现；以电商为引领，从天猫向京东、抖音等平台发力，店铺数由 36 家增至 82 家，超长自播赋能运营，实现线上业务稳定增长；21Q2 推动线上线下私域运营，积累超过百万用户，实现 LTV 提升 16%；线下方面，智慧零售占比超 10%，佰草集低效门店持续优化，传统 CS 重建+屈臣氏深度合作+入驻丝芙兰，未来或通过定制化及消费场景延伸，巩固线下竞争力。
- **投资建议：**管理层锐意进取，从品牌、渠道、数字化、营销等多维度进行重新梳理，理顺组织结构、内部降本增效，看好百年家化复兴，预计 2022-2024 年归母净利润为 8.3 亿/10.1 亿/12.3 亿，对应 PE 为 29X/24X/19X，**维持“增持”评级。**
- **风险提示：**化妆品行业景气度下降风险；化妆品行业竞争加剧风险；战略推进不及预期风险；新产品推广情况不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	679.63
流通 A 股(百万股):	671.25
52 周内股价区间(元):	34.36-61.75
总市值(百万元):	23,787.21
总资产(百万元):	12,145.51
每股净资产(元):	10.25

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,032	7,646	8,657	9,861	11,064
(+/-)YOY(%)	-7.4%	8.7%	13.2%	13.9%	12.2%
净利润(百万元)	430	649	833	1,010	1,225
(+/-)YOY(%)	-22.8%	50.9%	28.2%	21.3%	21.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.64	0.97	1.23	1.49	1.80
毛利率(%)	55.9%	58.7%	59.4%	60.3%	60.9%
净资产收益率(%)	6.6%	9.3%	11.0%	12.2%	13.5%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.97	1.23	1.49	1.80
每股净资产	10.25	11.10	12.14	13.40
每股经营现金流	1.46	1.22	1.68	2.01
每股股利	0.29	0.37	0.45	0.54
价值评估(倍)				
P/E	41.66	28.57	23.56	19.42
P/B	3.94	3.15	2.88	2.61
P/S	3.11	2.75	2.41	2.15
EV/EBITDA	102.01	19.76	15.56	12.49
股息率%	0.7%	1.1%	1.3%	1.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	58.7%	59.4%	60.3%	60.9%
净利润率	8.5%	9.6%	10.2%	11.1%
净资产收益率	9.3%	11.0%	12.2%	13.5%
资产回报率	5.3%	6.4%	7.2%	8.0%
投资回报率	0.0%	9.8%	10.8%	12.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.7%	13.2%	13.9%	12.2%
EBIT 增长率	—	—	24.5%	20.3%
净利润增长率	50.9%	28.2%	21.3%	21.3%
偿债能力指标				
资产负债率	42.7%	42.0%	41.4%	40.6%
流动比率	2.1	2.2	2.2	2.3
速动比率	1.8	1.9	1.9	2.0
现金比率	0.5	0.6	0.8	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	52.9	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	100.9	110.0	100.0	90.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	8.1	9.2	10.4	11.5

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	649	833	1,010	1,225
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	285	150	163	176
非经营收益	-155	-176	-206	-236
营运资金变动	214	23	173	199
经营活动现金流	993	830	1,140	1,364
资产	-139	-110	-130	-140
投资	-368	-85	-85	-85
其他	123	216	247	277
投资活动现金流	-384	21	32	52
债权募资	-4	0	0	0
股权募资	47	0	0	0
其他	-271	-293	-348	-413
融资活动现金流	-228	-293	-348	-413
现金净流量	311	559	823	1,003

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,646	8,657	9,861	11,064
营业成本	3,156	3,511	3,917	4,326
毛利率%	58.7%	59.4%	60.3%	60.9%
营业税金及附加	59	61	69	77
营业税金率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	2,947	3,363	3,806	4,249
营业费用率%	38.5%	38.9%	38.6%	38.4%
管理费用	791	874	986	1,095
管理费用率%	10.3%	10.1%	10.0%	9.9%
研发费用	163	173	207	232
研发费用率%	2.1%	2.0%	2.1%	2.1%
EBIT	0	1,006	1,252	1,507
财务费用	13	27	21	13
财务费用率%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-40	0	0	0
投资收益	209	216	247	277
营业利润	752	978	1,229	1,492
营业外收支	12	2	2	2
利润总额	764	980	1,231	1,494
EBITDA	265	1,156	1,415	1,683
所得税	115	147	222	269
有效所得税率%	15.1%	15.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	649	833	1,010	1,225

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,597	2,156	2,979	3,982
应收账款及应收票据	1,109	1,305	1,486	1,667
存货	872	1,058	1,073	1,067
其它流动资产	3,202	3,069	3,081	3,093
流动资产合计	6,780	7,587	8,620	9,809
长期股权投资	434	519	604	689
固定资产	939	939	952	966
在建工程	25	27	29	31
无形资产	761	721	676	626
非流动资产合计	5,365	5,412	5,466	5,518
资产总计	12,146	12,999	14,086	15,327
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	718	866	966	1,067
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,491	2,615	2,897	3,182
流动负债合计	3,210	3,481	3,863	4,248
长期借款	925	925	925	925
其它长期负债	1,047	1,047	1,047	1,047
非流动负债合计	1,972	1,972	1,972	1,972
负债总计	5,182	5,453	5,836	6,221
实收资本	680	680	680	680
普通股股东权益	6,963	7,546	8,251	9,106
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	12,146	12,999	14,086	15,327

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 16 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020 年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021 年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

易丁依，德邦证券研究所商贸零售&社会服务助理研究员，上海财经大学金融硕士，擅长基本面研究、行业趋势分析及大数据研究，2021 年加入德邦证券研究所商社团队，核心覆盖医美、化妆品、胶原蛋白、植发等领域。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**类　别**	**评　级**	**说　明**
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。