

# 上海家化 (600315.SH)

## 品牌焕新升级，渠道调整再出发

单三季度收入持平，归母扣非净利同增 26%。公司 2021 年前三季度实现总营收 58.30 亿元 (YOY+8.73%)，归母净利 4.20 亿元 (YOY+34.71%)，扣非净利 4.74 亿元 (YOY+71.85%)；其中单三季度收入 16.20 亿元 (YOY-3.41%)，归母净利 1.35 亿元 (YOY+4.60%)，归母扣非净利 1.42 亿元 (YOY+26.28%)。单三季度毛利率同降-1.87pcts 至 58.93%，销售费用率同降 6.24pcts 至 37.82%，期内费用投放效率提升，管理费用率同增 2.85pcts 至 13.64%，研发费用率同降 0.19pcts 至 1.70%，归母净利率同增 0.64pcts 至 8.31%；前三季度归母净利率同增 1.39pcts 至 7.21%。

**收入结构持续优化，渠道梳理成效显著。** 1) 1-9 月整体收入，分渠道来看，据我们跟踪判断，线上渠道占比约 40%。单三季度电商渠道同比增长 45%+，主要由天猫增长贡献，同时拼多多有策略合作，带来相对高增速，三季度抖音小店累计 GMV 破 2000 万，公司打造“多品牌联动”各平台私域阵地，全渠道私域已沉淀 45 万消费者资产；线下渠道单三季度有所下降，主要受疫情带来的终端零售额下滑、整体零售渠道流量下降及特殊渠道阶段性下降影响，新零售同比增长 100%+，收入占比 10%+，屈臣氏渠道增长良好。2) 1-9 月整体收入，分品类来看护肤美妆收入约 17.49 亿元 (占比 30%，去年同期占 27%)，同比增速 25%+，母婴收入约 15.74 亿元 (占比 27%)，个护家清收入约 22.16 亿元 (占比 38%)，合作品牌收入约 2.92 亿元 (占比 5%)。护肤美妆板块推动爆品策略落地，如佰草集灯管精华、典萃能量面膜、太极面霜及眼部精华，太极系列已成为佰草集第二大产品系列。

**核心品牌焕新升级，与天猫联手新品牌孵化。** 1) 佰草集线下渠道关店并重新梳理，视觉形象升级，产品端太极系列新品梳理，在 SKU 上进行缩减和升级，TOP20 SKU 收入占比持续提升，今年三季度推出太极生物钟面霜，预计明年将持续进行产品推新及产线梳理工作。2) 玉泽：8 月 GMV 破 1000 万，三季度抖音粉丝数从 4.5w 提升至 13.6w，小红书粉丝数从 1.3w 提升至 3.2w 累计产出 500+ 篇优质 UGC 笔记。玉泽 x 中国航天-十二天宫 IP 合作致敬中国太空空间站，关联玉泽皮肤屏障保护，目前包括屏障修护/控油祛痘等 4-5 条产品线，预计明年会对现有产品线进行补充和延伸，继续作为抖音等兴趣电商的渠道先行者，带动佰草集、高夫等品牌试水。3) 外延方向，公司成立品牌孵化中心，与天猫合作“中国梦想·家”项目，招募彩妆、医美、智能个护、美容仪、发类、香氛、AI 科技 7 大赛道的独立品牌，助力集团的品牌多元化。

**投资建议。** 基于三季报表现及股权激励计划对赌目标，我们维持公司预测 2021-2023 年收入为 83.10/95.25/106.61 亿元，归母净利润 5.37/8.45/11.03 亿元，对应 EPS 为 0.79/1.24/1.62 元。公司坚持 123 战略方针，产品/营销/渠道端各项规划落地效果初现，经营质量不断提升，当前市值 289 亿元，对应 2022 年 PE 为 34 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：** 调整进程不达预期，品牌或新品推广效果不达预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,597	7,032	8,310	9,525	10,661
增长率 yoy (%)	6.43	-7.43	18.17	14.62	11.93
归母净利润 (百万元)	557	430	537	845	1,103
增长率 yoy (%)	3.1	-22.8	24.8	57.5	30.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.82	0.63	0.79	1.24	1.62
净资产收益率 (%)	8.9	6.6	7.8	11.2	13.0
P/E (倍)	51.8	67.1	53.8	34.2	26.2
P/B (倍)	4.60	4.44	4.19	3.81	3.41

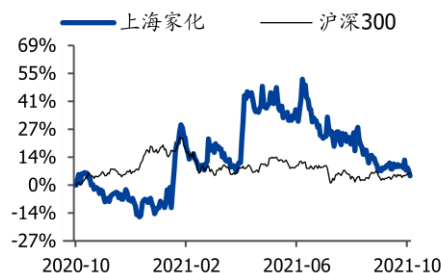
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 26 日收盘价

### 增持 (维持)

#### 股票信息

行业	化学制品
前次评级	增持
10月26日收盘价(元)	42.50
总市值(百万元)	28,884.46
总股本(百万股)	679.63
其中自由流通股(%)	98.77
30日日均成交量(百万股)	4.40

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

##### 分析师 赵雅楠

执业证书编号: S0680521030001

邮箱: zyn@gszq.com

##### 研究助理 萧灵

邮箱: xiaoling@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《上海家化 (600315.SH): 国货焕新之路渐进, 降本增效助力增长》2021-08-25
- 2、《上海家化 (600315.SH): 一季度业绩改善, 品牌升级再出发》2021-04-22
- 3、《上海家化 (600315.SH): 三季度线下降幅收窄, 电商充分备战双十一》2020-10-26

**财务报表和主要财务比率**

**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5878	6155	7455	7642	8936
现金	1609	1287	2048	2149	2958
应收票据及应收账款	1229	1090	1285	1437	1609
其他应收款	66	87	94	114	119
预付账款	64	47	84	66	102
存货	925	867	1166	1098	1370
其他流动资产	1984	2778	2778	2778	2778
<b>非流动资产</b>	5270	5140	4984	5071	5126
长期投资	391	476	610	814	1058
固定资产	1122	1019	865	711	557
无形资产	831	778	823	884	862
其他非流动资产	2926	2868	2686	2663	2649
<b>资产总计</b>	11147	11295	12439	12713	14063
<b>流动负债</b>	2865	2876	3859	3697	4404
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	824	718	1031	918	1207
其他流动负债	2041	2157	2827	2780	3197
<b>非流动负债</b>	1997	1920	1678	1438	1182
长期借款	1138	1062	820	580	324
其他非流动负债	859	858	858	858	858
<b>负债合计</b>	4862	4796	5537	5136	5586
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	671	678	680	680	680
资本公积	866	978	978	978	978
留存收益	4708	4971	5338	5979	6811
归属母公司股东权益	6286	6499	6902	7578	8477
<b>负债和股东权益</b>	11147	11295	12439	12713	14063

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	749	643	1058	632	1315
净利润	557	430	537	845	1103
折旧摊销	230	236	190	159	156
财务费用	31	43	36	30	30
投资损失	-154	-171	-75	-145	-185
营运资金变动	116	3	242	-247	221
其他经营现金流	-32	103	128	-10	-10
<b>投资活动现金流</b>	-121	-671	-87	-91	-16
资本支出	185	106	-153	-117	-189
长期投资	-130	-673	-134	-84	-244
其他投资现金流	-66	-1238	-374	-292	-449
<b>筹资活动现金流</b>	-186	-136	-210	-440	0
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	65	-76	-242	-240	-256
普通股增加	0	7	2	0	0
资本公积增加	8	113	0	0	0
其他筹资现金流	-260	-180	31	-200	257
<b>现金净增加额</b>	438	-222	761	101	809

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	7597	7032	8310	9525	10661
营业成本	2896	2816	3195	3559	3880
营业税金及附加	54	57	67	77	86
营业费用	3204	2924	3449	3905	4318
管理费用	942	721	848	952	1045
研发费用	173	144	183	210	235
财务费用	31	43	36	30	30
资产减值损失	-5	-69	40	10	10
其他收益	0	0	0	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	10	10
投资净收益	154	171	75	145	185
资产处置收益	138	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	700	534	658	1036	1353
营业外收入	3	4	2	2	2
营业外支出	1	4	1	1	1
<b>利润总额</b>	702	534	659	1037	1354
所得税	145	104	122	192	250
<b>净利润</b>	557	430	537	845	1103
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	557	430	537	845	1103
EBITDA	959	801	830	1156	1448
EPS (元)	0.82	0.63	0.79	1.24	1.62

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	6.4	-7.4	18.2	14.6	11.9
营业利润(%)	8.3	-23.8	23.2	57.6	30.5
归属于母公司净利润(%)	3.1	-22.8	24.8	57.5	30.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	61.9	60.0	61.6	62.6	63.6
净利率(%)	7.3	6.1	6.5	8.9	10.3
ROE(%)	8.9	6.6	7.8	11.2	13.0
ROIC(%)	7.1	5.5	6.0	8.9	10.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	43.6	42.5	44.5	40.4	39.7
净负债比率(%)	4.8	8.4	-3.7	-7.9	-19.6
流动比率	2.1	2.1	1.9	2.1	2.0
速动比率	1.7	1.8	1.6	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	6.7	6.1	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	3.5	3.7	3.7	3.7	3.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.63	0.79	1.24	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	0.95	1.56	0.93	1.93
每股净资产(最新摊薄)	9.25	9.56	10.15	11.15	12.47
<b>估值比率</b>					
P/E	51.8	67.1	53.8	34.2	26.2
P/B	4.6	4.4	4.2	3.8	3.4
EV/EBITDA	28.4	33.3	31.2	22.1	16.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年10月26日收盘

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
邮编：100032  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
邮编：200120  
电话：021-38124100  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com