

2021年业绩预告点评：全年业绩增速超预期，提效降费效果持续印证

2022年1月18日

买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,032	7,660	8,602	9,801
同比（%）	-7.4%	8.9%	12.3%	13.9%
归母净利润（百万元）	430	655	830	1,160
同比（%）	-22.8%	52.2%	26.7%	39.9%
每股收益（元/股）	0.63	0.96	1.22	1.71
P/E（倍）	60	39	31	22

投资要点

- **公司预告 2021 年归母净利润增速超 50%，业绩增速超预期：**2022 年 1 月 17 日，公司披露 2021 年年报业绩预告，实现营收 76.6 亿元（+9%），归母净利 6.55 亿元（+52%），扣非归母净利 6.88 亿元（+74%）。2021 Q4，公司实现营收 18.3 亿元（+9.8%），归母净利 2.35 亿元（+99%），扣非归母净利 2.14 亿元（+79%）。Q4 收入增速符合市场预期，利润增速超出市场预期。单季度看，2021Q1-Q4 营收分别同比变化 +27.0%/+3.7%/-3.4%/+9.8%，归母净利分别同比变化 +41.9%/+81.7%/+4.6%/+99%，2021Q4 营收、利润增速均呈现良好的复苏趋势。
- **我们预计电商渠道业绩贡献提升，特渠、海外渠道仍相对承压：**2021Q4 公司通过减少超头主播投入、增强店铺自播引流、多平台投放等方式，有效改善电商费用投放，我们预计电商业绩贡献有所提升，京东、拼多多等兴趣平台也呈现较好增长。“双 11”公司电商全平台同口径增速达 38%，其中天猫渠道增幅超 35%，线上表现整体较好。同时，我们预计线下百货、CS 等渠道经历优化调整，表现也相对较好。而特渠、海外渠道受疫情、海运、平安改革等影响，我们预计 Q4 仍相对承压。
- **佰草集 2021H2 推出多款新品，推新效果较好，抖音直播间营销出圈：**2021H2，佰草集相继推出“生物钟面霜”、“啵啵精华水”、“反重力精华”等新品，太极系列产品得到进一步完善。下半年上新的产品招新率较以往产品进一步提升，进入品牌产品 TOP20。
- **年内超额完成股权激励业绩高级目标，持续复苏可期：**2021 年全年实现营收 76.6 亿元，高于 2020 年 10 月股权激励营收目标的 B 目标（即 2021 年营收 > 76 亿元）；实现归母净利润 6.55 亿元，远高于 2020 年 10 月股权激励营收目标的 A 目标（即 2021 年归母净利润 > 4.8 亿元）。2021Q4 公司净利率达 12.8%，单季度净利率显著改善，体现公司提效降费效果进一步体现，未来持续复苏可期。
- **盈利预测与投资评级：**公司持续聚焦核心 SKU 和爆款打造，并创新渠道和营销模式。考虑到改革优化效果持续显现，业绩增速较快，我们将 2021-2023 年归母净利润由 5.49/8.42/11.65 亿元调整至 6.55/8.30/11.60 亿元，同增 52.2%/26.7%/39.9%，当前市值对应 PE 分别为 39、31、22 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响消费，行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.91
一年最低/最高价	34.38/63.62
市净率(倍)	3.80
流通 A 股市值(百万元)	25764.94

基础数据

每股净资产(元)	9.97
资产负债率(%)	44.96
总股本(百万股)	679.63
流通 A 股(百万股)	671.25

相关研究

- 1、《上海家化（600315）：2021 三季报点评，扣非净利同增较快，电商增速同比有所恢复》2021-10-28
- 2、《上海家化（600315）：2021H1 中报点评，扣非净利同增超 100%，佰草集扭亏为盈，改革势能持续向上》2021-08-25
- 3、《上海家化（600315）：股权激励加深董事长绑定，利好长期稳步复苏》2021-07-23

上海家化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,155	7,375	7,631	9,525	营业收入	7,032	7,660	8,602	9,801
现金	1,287	1,856	2,396	3,499	减:营业成本	2,816	3,144	3,409	3,762
应收账款	1,090	1,464	1,267	1,703	营业税金及附加	57	62	64	76
存货	867	1,123	1,021	1,345	营业费用	2,924	3,064	3,475	3,896
其他流动资产	2,912	2,932	2,948	2,977	管理费用	721	712	774	789
非流动资产	5,140	5,330	5,564	5,752	研发费用	144	100	112	127
长期股权投资	476	526	591	666	财务费用	43	6	-6	-22
固定资产	1,019	1,192	1,382	1,527	资产减值损失	69	0	0	0
在建工程	24	59	88	86	加:投资净收益	171	137	152	162
无形资产	778	752	726	709	其他收益	94	75	75	75
其他非流动资产	2,844	2,801	2,778	2,765	资产处置收益	1	0	0	0
资产总计	11,295	12,705	13,195	15,276	营业利润	534	814	1,030	1,441
流动负债	2,876	3,636	3,304	4,232	加:营业外净收支	0	-1	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	534	812	1,030	1,440
应付账款	718	1,073	844	1,262	减:所得税费用	104	158	200	280
其他流动负债	2,157	2,563	2,460	2,970	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1,920	1,913	1,906	1,899	归属母公司净利润	430	655	830	1,160
长期借款	1,062	1,055	1,048	1,041	EBIT	583	818	1,024	1,418
其他非流动负债	858	858	858	858	EBITDA	818	1,032	1,243	1,678
负债合计	4,796	5,550	5,210	6,131	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.63	0.96	1.22	1.71
归属母公司股东权益	6,499	7,155	7,985	9,145	每股净资产(元)	9.59	10.55	11.78	13.49
负债和股东权益	11,295	12,705	13,195	15,276	发行在外股份(百万股)	678	680	680	680
					ROIC(%)	14.8%	20.6%	24.1%	33.7%
					ROE(%)	6.6%	9.2%	10.4%	12.7%
					毛利率(%)	60.0%	59.0%	60.4%	61.6%
					销售净利率(%)	6.1%	8.5%	9.6%	11.8%
					资产负债率(%)	42.5%	43.7%	39.5%	40.1%
					收入增长率(%)	-7.4%	8.9%	12.3%	13.9%
					净利润增长率(%)	-22.8%	52.2%	26.7%	39.9%
					P/E	59.89	39.36	31.06	22.20
					P/B	4.40	3.99	3.58	3.12
					EV/EBITDA	32.33	25.06	20.38	14.43

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>