

**证券研究报告—动态报告**

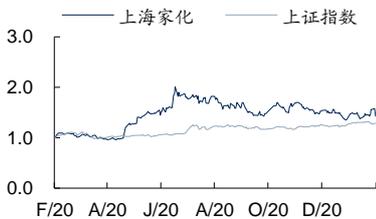
商业贸易

零售

**上海家化(600315)**
**买入**
**2020 年年报点评**

(维持评级)

2021 年 02 月 03 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	678/671
总市值/流通(百万元)	27,329/27,058
上证综指/深圳成指	3,505/15,024
12 个月最高/最低(元)	52.20/24.44

**相关研究报告:**

《上海家化-600315-2020 年三季报点评: Q3 利润端表现亮眼, 电商调整优化推动良性发展》——2020-10-27

《上海家化-600315-重大事件快评: 新一期股权激励彰显信心, 日化龙头复苏进行时》——2020-10-09

《上海家化-600315-2020 年中报点评: 收入端改善显著, 非经常因素影响利润表现》——2020-08-27

《上海家化-600315-深度报告: 百年匠心, 历久弥新》——2020-06-15

《上海家化-600315-2020 年一季报点评: Q1 营收符合预期, 新任 CEO 带来新期待》——2020-04-24

**证券分析师: 张峻豪**

电话: 021-60933168  
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

**联系人: 柳旭**

电话: 13246725957  
 E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**Q4 净利润实现超预期增长, 盈利能力有望持续改善**
**● 疫情+短期调整影响收入, 扣非利润实现增长**

公司 2020 年实现营收 70.32 亿元, 同比-7.43%, 同会计口径下-2.5%, 取得归母净利润 4.30 亿元, 同比-22.78%, 扣非净利润同比+4.30%。单 Q4 看, 公司营收同比-10.28%, 归母净利润在去年低基数下实现 608.71% 的高增长, 扣非后利润扭亏为盈。整体营收端系疫情影响及主动调整优化百货渠道而有所下滑, 利润则在费用优化下变现优异。

**● 渠道优化稳步推进, 玉泽等新兴品牌稳健高增长**

分渠道看, 公司 2020 年线上收入同比+15.24%, 占比 42.32%, 同比+8.32pct, 其中国内电商渠道增长 14%, 特渠预计增长 8%, 海外电商渠道增长约 47%。线下渠道受疫情影响收入同比-19.09%, 其中百货渠道持续调整优化下滑 60%, CS 渠道下跌近 10%但 Q4 延续 Q3 以来的恢复性增长。分品牌看, 玉泽全年收入增长超 200%, 家安/双妹/六神全年收入同比增速分别 30%+/70%+/2%, 佰草集全年收入下跌 50%以上, 但随着品牌调整优化推进有望在 2021 年实现恢复增长。

**● 强化费用管控, 整体现金流状况向好**

公司 2020 年毛利率 59.95%, 同比-1.93pct, 系低毛品类占比提升及高毛利百货渠道调整影响。费用率方面总体管控良好, 其中全年销售费用率同口径下略有增加, 系百货渠道费用刚性影响, 但 Q4 同口径下降 9pct 左右, 预计受益于公司推动电商渠道及物流费用优化等影响; 全年管理费用率同比-2.15pct, 其中工资福利等费用同比下降 21%。营运方面, 公司全年存货周转天数上升 2.6 天, 总体稳健; 经营性现金流净额 6.43 亿元, 同口径下增长近 20%, 整体现金流状况向好。

**● 风险提示: 疫情出现反复; 电商增速不达预期; 新品推进不达预期**
**● 投资建议: 日化龙头韧性凸显, 机制改善促长期发展, 维持“买入”**

整体来看, 公司继续坚持以品牌创新和渠道进阶为基本点, 对品类结构进行优化调整, 并结合市场需求加大新兴品牌推广力度, 同时在渠道上提升线上运营能力并继续加大线下新零售变革。随着股权激励推出后公司机制优化的逐步落地, 公司中长期仍具备较大业绩弹性。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.83/1.21/1.65, 对应 PE 为 43.8/30.1/22.0 倍, 维持中长期“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

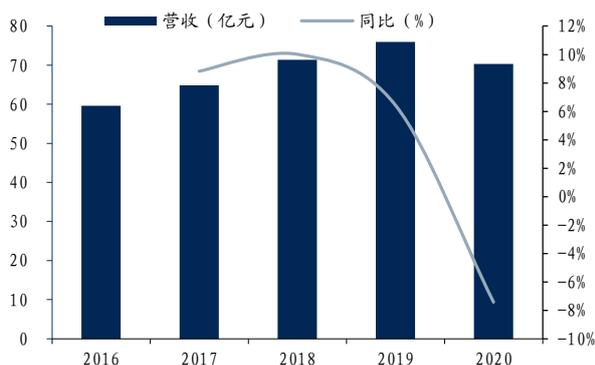
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,032.39	8,054.19	9,412.93	10,846.52
(+/-%)	-7.43%	14.53%	16.87%	15.23%
净利润(百万元)	430.20	561.25	818.35	1,118.29
(+/-%)	-22.78%	30.46%	45.81%	36.65%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.83	1.21	1.65
EBITMargin	7.31%	7.59%	9.70%	11.53%
净资产收益率(ROE)	6.62%	8.21%	11.17%	13.98%
市盈率(PE)	57.17	43.82	30.06	22.00
EV/EBITDA	42.32	39.14	28.26	21.64
市净率(PB)	3.78	3.60	3.36	3.08

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 业绩情况：收入端受会计准则调整影响，利润端 Q3 表现亮眼

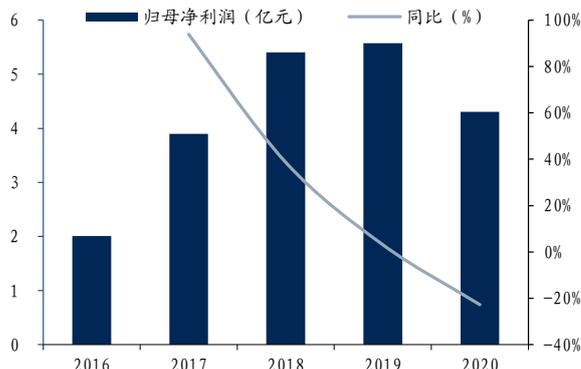
公司 20 年营收 70.32 亿元，同比下滑 7.43%，剔除会计准则调整后同口径下滑约 2.5%，取得归母净利润 4.30 亿元，同比下滑 22.78%，扣非净利润同比增长 4.30%。整体营收端受疫情影响及公司主动调整优化百货渠道有所下滑，利润则受益于公司管理提效表现优异。

图 1：上海家化年度营收及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理  
注：以上为合并报表调整后数据

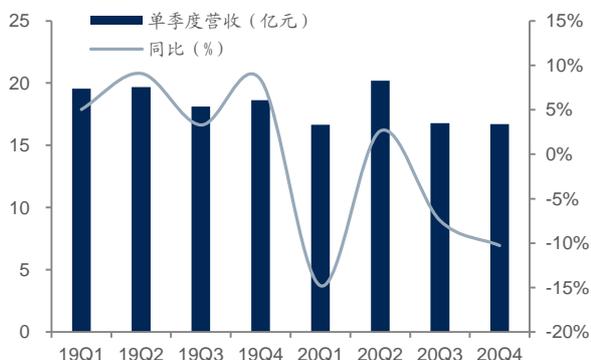
图 2：上海家化年度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理  
以上为合并报表调整后数据

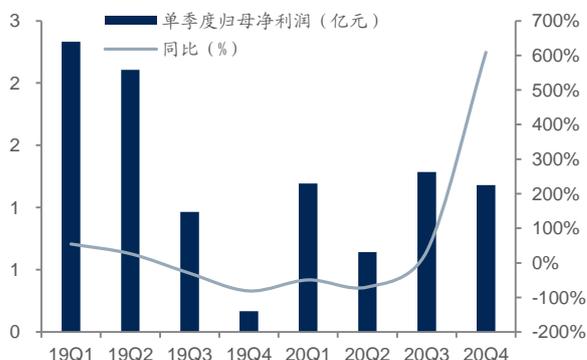
单季度看，公司 2020 年 Q4 实现营收 16.70 亿元，同比-10.28%，预计受品牌和渠道调整影响；取得归母净利润 1.18 亿元，在去年低基数下实现 608.71% 的高增长；取得扣非净利润 1.20 亿元，较 2019 年 Q4 实现扭亏为盈。

图 3：上海家化分季度营收及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理  
注：以上为合并报表调整后数据

图 4：上海家化分季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理  
注：以上为合并报表调整后数据

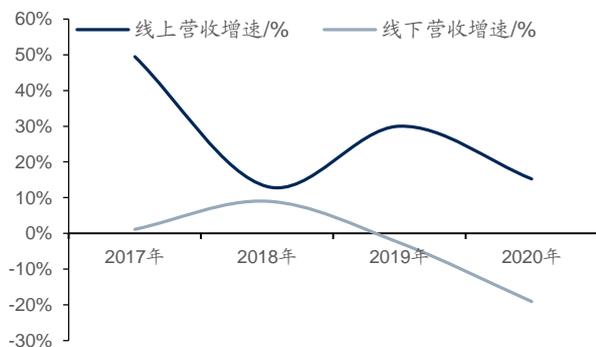
### 营收分拆：差异化品牌定位聚焦成长，新兴品牌表现亮眼

分渠道看，公司 2020 年线上渠道收入同比+15.24%，其中国内电商渠道增长 14%，特渠预计增长 8%，海外电商渠道受益疫情催化而增长 47% 左右，整体线上渠道收入占比达到 42.32%，同比+8.32pct。线下渠道在疫情影响下收入同比-19.09%，占比 57.68%，其中百货渠道持续调整优化，收入同比下降 60%，商超母婴渠道收入同比下降 3.3% 左右，CS 渠道收入同比下降近 10%，但单 Q4 延续 Q3 以来的恢复性增长。

分品牌：新兴品牌继续表现优异，玉泽增长 200% 以上，受益于产品风口和营销投放的持续加码；佰草集下滑约 50%，主要系线下店铺调整营销，未来将继续

续聚焦品牌力提升，明确科技+中草药定位；典萃品牌下滑 13%左右，但 Q4 增速超过 100%，主要系屈臣氏渠道开拓；高夫下滑 30%以上；美加净下滑 19%左右，其中 Q4 跌幅收窄；双妹增长 70%以上；六神增长 2%左右；家安则在疫情加大需求情况下增长 30%以上。

图 5：上海家化分渠道收入增速（%）



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：上海家化分渠道收入占比（%）



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

此外，公司 2020 年基于品牌增长策略对品类结构进行相应调整，护肤品类包括佰草集、双妹、玉泽、典萃等；个护家清品类包括六神、家安等；母婴品类包括启初、汤美星；合作品牌包括片仔癀、艾合美、碧缇丝、芳芯等。就具体的品牌定位看，公司确定了差异化的品牌发展策略，将以上护肤品类作为快速发展品类，将六神、启初、高夫等列为细分冠军品类，将家安、美加净等列为细分领先品类，并聚焦头部产品，逐步减少现有产品中的长尾产品，梳理在研产品以明晰各品牌需要迭代弥补的产品线。

图 7：上海家化品类矩阵及品牌定位



资料来源:公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

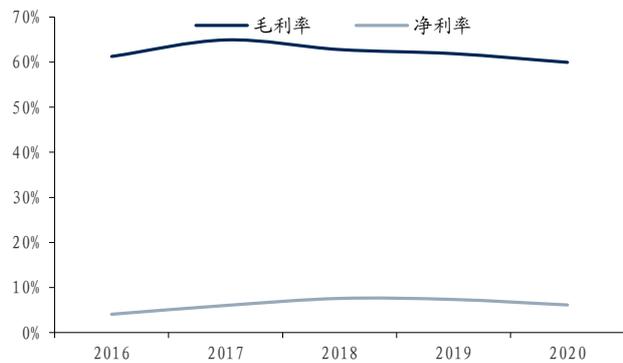
### 盈利营运：强化费用管控，整体现金流状况向好

公司 2020 年毛利率 59.95%，同比-1.93pct，主要系相对低毛品类占比提升及高毛百货渠道调整影响。费用率方面总体管控良好，其中全年销售费用率同口径下略有增加，系百货渠道费用刚性影响，但 Q4 同口径下降 9pct 左右，预计受益于公司推动电商渠道优化、物流费用优化等；全年管理费用率同比-2.15pct，其中工资福利等费用同比下降 21%。总体来看，公司未来将继续强化费用管控，

包括精简低效渠道的人员开支，充分利用品牌投资效率分析系统、传播解决方案来提升营销投放效率。

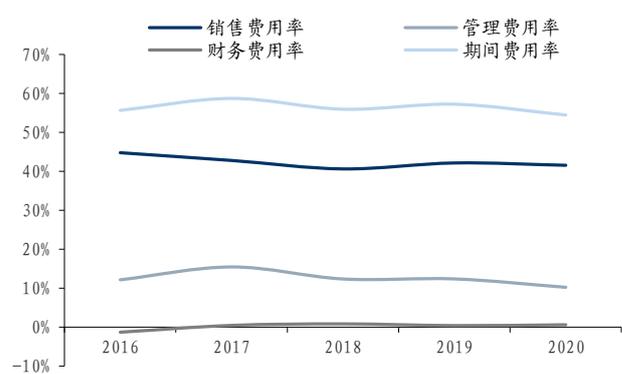
营运方面，公司 2020 年全年存货周转天数上升 2.6 天，总体较为稳健；经营性现金流净额 6.43 亿元，扣除 2019 年动迁款及政府补助等因素，同口径下增长近 20%，整体现金流状况向好。

图 8：上海家化毛利率及净利率情况（%）



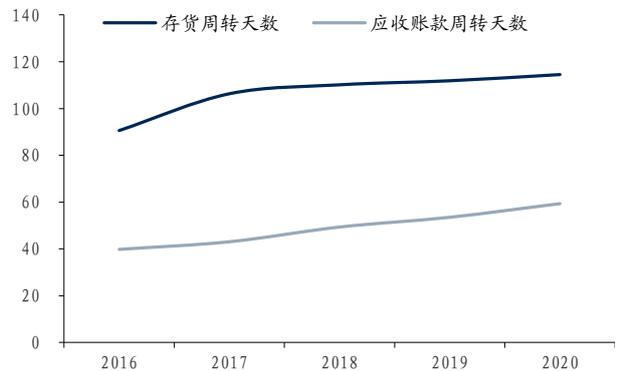
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：上海家化期间费用率情况（%）



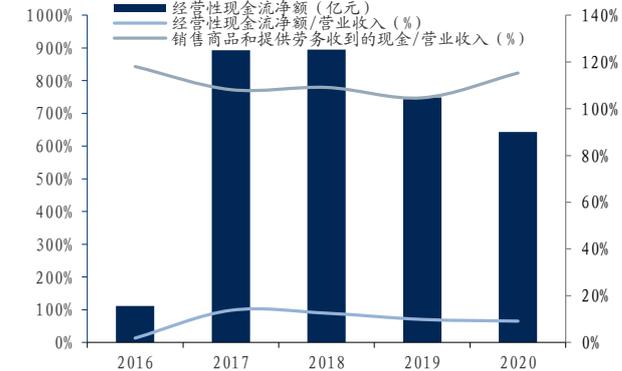
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：上海家化存货及应收账款周转天数情况（天）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：上海家化现金流状况（亿元、%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：日化龙头韧性凸显，机制改善促长期发展，维持“买入”**

作为传统日化龙头，上海家化旗下品牌资产丰厚，在每个日化细分领域均有相应布局的品牌，能够应对市场的变化，长期来看基本面的稳定性高。整体来看，公司坚持以品牌创新和渠道进阶为基本点，对品类结构进行优化调整，同时在渠道上提升线上运营能力并继续加大线下优化变革。随着股权激励推出后公司机制优化的逐步落地，公司全年具备较大且较确定的业绩弹性。

一方面考虑公司玉泽等新兴品牌仍有望在行业红利和投放优化下维持高速增长势头，且佰草集/高夫等品牌调整持续推进，有望带来公司收入增长提速；另一方面考虑公司制定了较为明确的费用管控和优化体系，费用管控能力在 20 年 Q4 已有所显示，我们略上调公司 21-22 年 EPS 至 0.83/ 1.21 元（前值为 0.77/1.11 元/）。预计公司 21-23 年分别实现归母净利润 5.61 亿元/8.18 亿元/11.18 亿元，分别同比+30.46%/+45.81%/+36.65%，EPS 分别为 0.83/1.21/1.65 元，对应 PE 为 44/30/22 倍，维持“买入”评级。

**附表：可比公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21/02/02	EPS			PE			总市值(百 万) 21/02/02
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
603605	珀莱雅	买入	191.50	2.42	3.27	4.11	79.00	58.54	46.57	38513.85
603983	丸美股份	增持	47.37	1.47	1.85	2.21	32.22	25.61	21.43	19034.19
688363	华熙生物	增持	193.00	1.40	2.01	2.75	137.86	96.02	70.18	92640.00
600315	上海家化	买入	36.28	0.63	0.83	1.21	57.17	43.82	30.06	24596.73

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

注：珀莱雅、丸美股份、华熙生物 2020 年 EPS/PE 均为预测值；上海家化为实际值

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1287	2010	3242	4001	营业收入	7032	8054	9413	10847
应收款项	1177	1324	1367	1575	营业成本	2816	3164	3648	4146
存货净额	867	1022	1083	1121	营业税金及附加	57	56	66	76
其他流动资产	93	733	382	524	销售费用	2924	3130	3541	4027
<b>流动资产合计</b>	<b>6155</b>	<b>6645</b>	<b>7629</b>	<b>8776</b>	管理费用	721	1092	1245	1347
固定资产	1043	1003	1063	1101	财务费用	43	16	(9)	(34)
无形资产及其他	769	739	708	677	投资收益	171	50	70	75
投资性房地产	2853	2853	2853	2853	资产减值及公允价值变动	97	20	(20)	(30)
长期股权投资	476	496	516	536	其他收入	(205)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11295</b>	<b>11735</b>	<b>12768</b>	<b>13942</b>	营业利润	534	666	972	1329
短期借款及交易性金融负债	10	10	10	10	营业外净收支	0	2	2	2
应付款项	718	852	985	1121	<b>利润总额</b>	<b>534</b>	<b>668</b>	<b>974</b>	<b>1331</b>
其他流动负债	2147	2044	2338	2642	所得税费用	104	107	156	213
<b>流动负债合计</b>	<b>2876</b>	<b>2906</b>	<b>3333</b>	<b>3773</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1062	1062	1062	1062	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>430</b>	<b>561</b>	<b>818</b>	<b>1118</b>
其他长期负债	858	930	1046	1109					
<b>长期负债合计</b>	<b>1920</b>	<b>1993</b>	<b>2109</b>	<b>2171</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4796</b>	<b>4899</b>	<b>5441</b>	<b>5944</b>	净利润	430	561	818	1118
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(5)	(1)	1	2
股东权益	6499	6836	7327	7998	折旧摊销	180	142	150	161
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11295</b>	<b>11735</b>	<b>12768</b>	<b>13942</b>	公允价值变动损失	(97)	(20)	20	30
					财务费用	43	16	(9)	(34)
关键财务与估值指标					营运资本变动	259	(842)	791	117
每股收益	0.63	0.83	1.21	1.65	其它	5	1	(1)	(2)
每股红利	0.30	0.33	0.48	0.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>772</b>	<b>(159)</b>	<b>1779</b>	<b>1426</b>
每股净资产	9.59	10.08	10.81	11.80	资本开支	(118)	(50)	(200)	(200)
ROIC	10%	11%	16%	24%	其它投资现金流	(798)	1177	0	0
ROE	7%	8%	11%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1000)</b>	<b>1107</b>	<b>(220)</b>	<b>(220)</b>
毛利率	60%	61%	61%	62%	权益性融资	132	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	10%	12%	负债净变化	(76)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	11%	13%	支付股利、利息	(205)	(225)	(327)	(447)
收入增长	-7%	15%	17%	15%	其它融资现金流	336	(0)	0	0
净利润增长率	-23%	30%	46%	37%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(94)</b>	<b>(225)</b>	<b>(327)</b>	<b>(447)</b>
资产负债率	42%	42%	43%	43%	<b>现金净变动</b>	<b>(322)</b>	<b>723</b>	<b>1232</b>	<b>759</b>
息率	0.8%	0.9%	1.3%	1.8%	货币资金的期初余额	1609	1287	2010	3242
P/E	57.2	43.8	30.1	22.0	货币资金的期末余额	1287	2010	3242	4001
P/B	3.8	3.6	3.4	3.1	企业自由现金流	735	(236)	1508	1128
EV/EBITDA	42.3	39.1	28.3	21.6	权益自由现金流	996	(250)	1516	1157

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032