

## 公司研究

## 三年规划稳步推进，多品牌发展亮点丰富

## ——上海家化（600315.SH）2020 年报点评

## 买入（维持）

当前价：36.28 元

## 作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

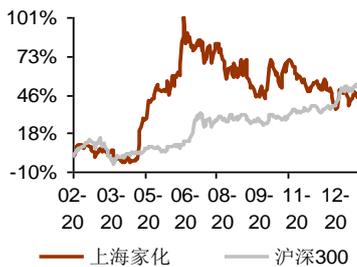
021-52523672

sunww@ebscn.com

## 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 6.78        |
| 总市值(亿元):    | 245.97      |
| 一年最低/最高(元): | 24.44/52.20 |
| 近3月换手率:     | 55.37%      |

## 股价相对走势



## 收益表现

| %  | 1M    | 3M     | 1Y    |
|----|-------|--------|-------|
| 相对 | -7.14 | -31.34 | -9.43 |
| 绝对 | -2.71 | -16.19 | 39.72 |

资料来源：Wind

## 相关研报

2020 年为变革元年，期待本土化妆品多品牌集团业绩触底回升——上海家化

(600315.SH) 2020 年三季报点评 (2020-10-28)

业绩考核前松后紧，品牌焕活信心足，期待经营改善进一步扩大——上海家化 (600315.SH) 股权激励公告点评 (2020-10-08)

线上增长突出、线下承压，换帅迎来新风貌——上海家化 (600315.SH) 2020 年中报点评 (2020-08-28)

## 要点

## 20 年营业收入同比下降 7.4%，归母净利润下滑但扣非净利润实现 4% 增长

公司发布 2020 年年报，实现营业收入 70.32 亿元、同比下降 7.43%，归母净利润 4.30 亿元、同比下降 22.78%，扣非归母净利润 3.96 亿元、同比增长 4.30%。EPS0.64 元，拟每股派现金红利 0.2 元（含税）。公司业绩略好于预期，归母净利润下降同时扣非净利润增长主要为 2019 年有子公司动迁带来的一次性资产处置收益、另外公允价值变动收益较多所致。

分季度来看，公司 2020Q1~Q4 单季度营业收入分别同比-14.80%、+2.60%、-7.45%、-10.28%，归母净利润分别同比-48.89%、-69.52%、+33.37%、+608.71%，Q4 利润端实现较大增幅主要为费用控制效果突出。

## 线上渠道增速较高、线下仍承压，多品牌表现不一

分渠道来看：1) 线上渠道（包含电商和特渠）20 年营业收入 29.76 亿元、同比增长 15.24%、占公司总收入比例为 42%，其中电商渠道实现低双位数增长、特渠增长高个位数、海外电商业务增幅较大、近 50%；线下渠道营业收入 40.52 亿元、同比下降 19.09%，其中百货下跌幅度较大、近 60%，商超母婴同比下滑低个位数、CS 下跌高个位数。

分品类来看：护肤品类（包含佰草集、玉泽、典萃、高夫、双妹、美加净）实现营业收入 22.07 亿元、同比下降 19.03%；个护品类（包含六神、家安等）营业收入 24.00 亿元、同比下降 1.17%；母婴品类（启初和汤美星）营业收入 20.71 亿元、同比增长 0.07%持平；合作品牌（片仔癀、艾合美、碧缦丝、芳芯）收入 3.51 亿元、同比下降 4.65%。

分品牌来看：功能性护肤玉泽品牌实现 200% 以上强劲收入增长；佰草集品牌全年收入估计下滑 50% 以上；双妹基数较小、实现 70% 以上收入增长；美加净、高夫、典萃均为同比下滑，但四季度典萃现三位数增长、美加净收入降幅收窄；六神低个位数增长；家安收入增长 30%+；启初下滑高个位数。

## 毛利率稳定，控费效果突出、现金流优化

**毛利率：**20 年公司毛利率为 59.95%、同比下降 1.92PCT（同口径下基本持平）。分品类来看，护肤、个护家清、母婴、合作品牌毛利率分别为 71.60%（同比 -0.51PCT）、59.07%（+0.42PCT）、52.05%（-3.40PCT）、39.71%（-3.62PCT）。

分季度来看，20Q1~Q4 单季度毛利率分别为 61.33%、62.24%、60.80%、54.98%，分别同比-0.85、+0.54、-0.16、-7.68PCT。其中四季度毛利率同比和环比下降较大，主要为毛利率较高的线下渠道调整力度较大影响。

**费用率：**20 年公司期间费用率为 54.50%、同比下降 2.76%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 41.58%（同比-0.59PCT）、10.25%（-2.15PCT）、2.05%（-0.22PCT）、0.62%（+0.20PCT）。由于 20 年有部分管理费用重分类到销售费用影响，销售+管理费用率合计同比下降 2.74PCT，其中 Q4 表现突出、合计下降超过 15PCT。控费主要为体现在后台费用优化、节省人力成本，优化电商运营能力、整合物流费用等措施。

**其他财务指标方面：**1) 公司 20 年末存货为 8.67 亿元、较 20 年初减少 6.34%，系 20 年前三季度末存货总额同比增加后的首次减少；存货周转天数为 115 天、同比 19 年的 112 天略有提升。

2) 20 年末应收账款为 10.90 亿元、较 20 年初减少 11.34%，在 20 年三季报开始出现同比减少；应收账款周转天数为 59 天、较 19 年的 53 天有所增加。

3) 公司 20 年经营净现金流同比减少 14.07% 至 6.43 亿元，若扣除 19 年收到搬迁款影响，经营净现金流同比增加约 20%。

### 21 年改革红利继续释放，品类、品牌、商品、渠道多方面升级

公司 20 年 6 月更换管理层后，在整体战略、业务方向、组织架构等方面都实现了较大调整，核心战略为“一个中心（以消费者为中心）、两个基本点（品牌创新、渠道进阶）、三个助推器（文化、流程、数字化）”，并提出三年发展规划。20 年以来改革效果初步体现，主力品牌在疫情影响减弱后稳步恢复，部分品牌四季度好转明显，另外费用端优化措施显效、促整体盈利能力提升。

公司品牌矩阵完善、品类多元，未来多点增长可期：

**分品类来看**，护肤品类总体定位为高速增长、功效和渠道细分：1) 玉泽继续加强医研共创，未来将持续分享功能性护肤品渗透率不断提升的优势赛道、保持持续增长；2) 佰草集 20 年梳理产品结构、优化门店、主动消化社会库存，21 年主打复兴，将在 2021 年提升品牌安全与高效之兼容，树立以“科技 X 中草药”为核心的现代中医学护肤权威地位，更新品牌形象、精简和升级产品、传播更加精准有效和年轻化；3) 典萃品牌逐步独立化运作，20 年引领屈臣氏护肤品类增长；4) 高夫品牌梳理简化产品线、提高高端男士护肤产品占比；5) 美加净品牌巩固面部护肤产品、推出酵米系列获得年轻消费者欢迎；6) 定位高端的双妹品牌 20 年重新启动，试点线下新形象门店、推动电商发展，目前基数较低、21 年预计继续高速增长。个护家清和母婴品类中，细分冠军品牌巩固份额、细分领先品牌提升毛利。

**商品策略**主打爆品创新、聚焦 TOP SKU、适当收缩长尾产品，并聚焦于毛利提升，另外促进库存管理优化。

**渠道方面**，线上渠道持续推进数字化运营、促进可持续发展，另外特渠寻求平安体系最大协同；线下渠道中，百货方面 20 年已经收缩 462 家低单产门店、继续优化，商超夯实基础、拓品增效，传统 CS 渠道重建、推进屈臣氏增利。

### 多品牌发展亮点丰富，三年规划指引长期增长，维持“买入”评级

公司计划 2021 年营业收入实现双位数增长。

结合公司发展战略和三年规划，未来多品牌多渠道发力、收入保持良性增长背景下，效率提升、费用优化仍为主旋律，推动公司长期盈利能力逐步提升。参考公司限制性股票激励目标，我们上调公司 21 年、下调 22 年、新增 23 年盈利预测，预计 21~23 年 EPS 为 0.72、1.01、1.27 元，21 年 PE50 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新品推广销售不及预期；行业竞争加剧；渠道调整不及预期；费用控制不当或者投放效果不及预期。

**表 1: 公司盈利预测与估值简表**

| 指标               | 2019  | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------------|-------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 7,597 | 7,032   | 8,308  | 9,208  | 10,096 |
| 营业收入增长率          | 6.43% | -7.43%  | 18.14% | 10.83% | 9.64%  |
| 净利润 (百万元)        | 557   | 430     | 490    | 688    | 862    |
| 净利润增长率           | 3.09% | -22.78% | 13.88% | 40.37% | 25.34% |
| EPS (元)          | 0.83  | 0.63    | 0.72   | 1.01   | 1.27   |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 8.86% | 6.62%   | 7.15%  | 9.31%  | 10.72% |
| P/E              | 44    | 57      | 50     | 36     | 29     |
| P/B              | 3.9   | 3.8     | 3.6    | 3.3    | 3.1    |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-02-02

## 财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元)   | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入        | 7,597 | 7,032 | 8,308 | 9,208 | 10,096 |
| 营业成本        | 2,896 | 2,816 | 3,292 | 3,606 | 3,914  |
| 折旧和摊销       | 184   | 180   | 143   | 148   | 153    |
| 税金及附加       | 54    | 57    | 66    | 64    | 71     |
| 销售费用        | 3,204 | 2,924 | 3,489 | 3,729 | 4,038  |
| 管理费用        | 942   | 721   | 852   | 939   | 959    |
| 研发费用        | 173   | 144   | 166   | 230   | 252    |
| 财务费用        | 31    | 43    | 49    | 42    | 35     |
| 投资收益        | 154   | 171   | 150   | 150   | 150    |
| 营业利润        | 700   | 534   | 610   | 854   | 1,073  |
| 利润总额        | 702   | 534   | 613   | 857   | 1,076  |
| 所得税         | 145   | 104   | 123   | 169   | 214    |
| 净利润         | 557   | 430   | 490   | 688   | 862    |
| 少数股东损益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 归属母公司净利润    | 557   | 430   | 490   | 688   | 862    |
| EPS(按最新股本计) | 0.83  | 0.63  | 0.72  | 1.01  | 1.27   |

| 现金流量表 (百万元) | 2019   | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 749    | 643    | 627   | 711   | 806   |
| 净利润         | 557    | 430    | 490   | 688   | 862   |
| 折旧摊销        | 184    | 180    | 143   | 148   | 153   |
| 净营运资金增加     | -1,428 | -306   | 114   | 158   | 234   |
| 其他          | 1,436  | 339    | -120  | -282  | -443  |
| 投资活动产生现金流   | -121   | -671   | 20    | 20    | 20    |
| 净资本支出       | -30    | -105   | -150  | -150  | -150  |
| 长期投资变化      | 391    | 476    | 0     | 0     | 0     |
| 其他资产变化      | -482   | -1,041 | 170   | 170   | 170   |
| 融资活动现金流     | -186   | -136   | -184  | -193  | -249  |
| 股本变化        | 0      | 7      | 0     | 0     | 0     |
| 债务净变化       | 66     | -71    | 0     | 0     | 0     |
| 无息负债变化      | 449    | 6      | 276   | 163   | 129   |
| 净现金流        | 438    | -222   | 463   | 538   | 577   |

## 主要指标

| 盈利能力 (%) | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率      | 61.9% | 60.0% | 60.4% | 60.8% | 61.2% |
| EBITDA 率 | 9.5%  | 10.9% | 8.8%  | 10.2% | 11.7% |
| EBIT 率   | 6.4%  | 7.6%  | 7.1%  | 8.6%  | 10.2% |
| 税前净利润率   | 9.2%  | 7.6%  | 7.4%  | 9.3%  | 10.7% |
| 归母净利润率   | 7.3%  | 6.1%  | 5.9%  | 7.5%  | 8.5%  |
| ROA      | 5.0%  | 3.8%  | 4.1%  | 5.4%  | 6.4%  |
| ROE (摊薄) | 8.9%  | 6.6%  | 7.1%  | 9.3%  | 10.7% |
| 经营性 ROIC | 8.1%  | 12.1% | 11.7% | 15.2% | 18.7% |

| 偿债能力      | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率     | 44%  | 42%  | 43%   | 41%   | 40%   |
| 流动比率      | 2.05 | 2.14 | 2.15  | 2.26  | 2.40  |
| 速动比率      | 1.73 | 1.84 | 1.85  | 1.95  | 2.09  |
| 归母权益/有息债务 | 5.50 | 6.06 | 6.39  | 6.89  | 7.49  |
| 有形资产/有息债务 | 7.04 | 7.77 | 8.33  | 8.95  | 9.64  |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

| 资产负债表 (百万元) | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 11,147 | 11,295 | 11,926 | 12,626 | 13,402 |
| 货币资金        | 1,609  | 1,287  | 1,750  | 2,288  | 2,865  |
| 交易性金融资产     | 1,934  | 2,732  | 2,732  | 2,732  | 2,732  |
| 应收帐款        | 1,229  | 1,090  | 1,146  | 1,243  | 1,363  |
| 应收票据        | 0      | 0      | 4      | 1      | 1      |
| 其他应收款 (合计)  | 66     | 87     | 69     | 77     | 96     |
| 存货          | 925    | 867    | 953    | 1,006  | 1,069  |
| 其他流动资产      | 50     | 46     | 46     | 46     | 46     |
| 流动资产合计      | 5,878  | 6,155  | 6,779  | 7,476  | 8,256  |
| 其他权益工具      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期股权投资      | 391    | 476    | 476    | 476    | 476    |
| 固定资产        | 1,122  | 1,019  | 935    | 859    | 787    |
| 在建工程        | 24     | 24     | 71     | 106    | 132    |
| 无形资产        | 821    | 769    | 803    | 837    | 870    |
| 商誉          | 2,044  | 1,986  | 1,986  | 1,986  | 1,986  |
| 其他非流动资产     | 53     | 220    | 220    | 220    | 220    |
| 非流动资产合计     | 5,270  | 5,140  | 5,147  | 5,150  | 5,147  |
| 总负债         | 4,862  | 4,796  | 5,072  | 5,235  | 5,364  |
| 短期借款        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款        | 824    | 718    | 856    | 974    | 1,057  |
| 应付票据        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 预收账款        | 96     | 0      | 79     | 79     | 78     |
| 其他流动负债      | 0      | 59     | 59     | 59     | 59     |
| 流动负债合计      | 2,865  | 2,876  | 3,152  | 3,315  | 3,444  |
| 长期借款        | 1,138  | 1,062  | 1,062  | 1,062  | 1,062  |
| 应付债券        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动负债     | 765    | 759    | 759    | 759    | 759    |
| 非流动负债合计     | 1,997  | 1,920  | 1,920  | 1,920  | 1,920  |
| 股东权益        | 6,286  | 6,499  | 6,854  | 7,390  | 8,038  |
| 股本          | 671    | 678    | 678    | 678    | 678    |
| 公积金         | 1,258  | 1,371  | 1,371  | 1,371  | 1,371  |
| 未分配利润       | 4,316  | 4,578  | 4,933  | 5,469  | 6,117  |
| 归属母公司权益     | 6,286  | 6,499  | 6,854  | 7,390  | 8,038  |
| 少数股东权益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |

| 费用率   | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 42.18% | 41.58% | 42.00% | 40.50% | 40.00% |
| 管理费用率 | 12.40% | 10.25% | 10.25% | 10.20% | 9.50%  |
| 财务费用率 | 0.41%  | 0.62%  | 0.59%  | 0.46%  | 0.34%  |
| 研发费用率 | 2.27%  | 2.05%  | 2.00%  | 2.50%  | 2.50%  |
| 所得税率  | 21%    | 19%    | 20%    | 20%    | 20%    |

| 每股指标    | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利    | 0.25  | 0.20  | 0.22  | 0.32  | 0.39  |
| 每股经营现金流 | 1.12  | 0.95  | 0.93  | 1.05  | 1.19  |
| 每股净资产   | 9.36  | 9.59  | 10.11 | 10.90 | 11.86 |
| 每股销售收入  | 11.32 | 10.37 | 12.25 | 13.58 | 14.89 |

| 估值指标      | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE        | 44   | 57   | 50    | 36    | 29    |
| PB        | 3.9  | 3.8  | 3.6   | 3.3   | 3.1   |
| EV/EBITDA | 34.1 | 31.5 | 30.3  | 23.2  | 18.1  |
| 股息率       | 0.7% | 0.6% | 0.6%  | 0.9%  | 1.1%  |

## 行业及公司评级体系

|         | 评级  | 说明   |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上                                   |
|         | 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；                                |
|         | 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；                           |
|         | 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；                                |
|         | 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；                                  |
|         | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。           |
| 基准指数说明： |     | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

|    |                                    |    |   |    |                                       |
|----|------------------------------------|----|---|----|---------------------------------------|
| 上海 | 静安区南京西路 1266 号<br>恒隆广场 1 期写字楼 48 层 | 北京 | 西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层<br>西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 | 深圳 | 福田区深南大道 6011 号<br>NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |
|----|------------------------------------|----|---|----|---------------------------------------|