

上海家化(600315)

点评报告

行业公司研究—化学制品行业—

证券研究报告

品牌创新+渠道进阶，期待2021年的尽善致美

——上海家化2020年年报点评

✍ 分析师: 余剑秋 S1230520080007
☎ 联系人: 汤秀洁
✉ 邮箱: tangxiujie@stocke.com.cn

报告导读

2020年收入同比减少7%，归母净利润同比减少23%；Q4单季度收入同比减少10%，归母净利润同比增长609%。2020年是家化奋起直追的一年，在品牌重塑、降本增效方面可圈可点，力争2021年收入实现两位数同比增长。

投资要点

□ 业绩概览：2020年收入同比-7%，归母净利润-23%，扣非归母净利润+4%

2020年收入同比减少7%，扣非归母净利润同比增长4%，公司力争2021年营业收入同比实现两位数增长。1)收入: 2020年公司实现收入70亿元(-7% YoY)，主要是疫情影响、百货渠道策略性关闭462家低单产专柜及门店、传统CS以及电商渠道调整导致。2)净利润: 归母净利润4.3亿元(-23% YoY)，降幅较大，主要是因为股票公允价值变动损益下降、去年同期资产动迁而确认资产处置收益、疫情导致丝芙兰等投资收益减少等；3)扣非: 扣非归母净利润4亿元(+4% YoY)，实现正增长。

上半年疫情拖累严重，下半年渠道调整初见成效，Q3-Q4单季度归母净利增速大幅提高。Q4单季度公司实现营收16.7亿元(-10.3% YoY)，归母净利润1.2亿元(+609% YoY)，20Q1/20Q2/20Q3/20Q4单季度收入分别同比增长-14.8%/+2.6%/-7.5%/-10.3%，归母净利润分布同比增长-48.9%/-69.5%/+33.4%/+608.7%。

□ 三大亮点为2021年重启增长奠定基础

亮点一、品牌重塑。1)高增长品牌: 玉泽(三位数高增长)、双妹(高双位数增长)、家安(双位数增长)、CHD; 2)稳健品牌: 六神(花露水市占率在各渠道均保持第一); 3)扭转中品牌: 启初(扭转下降趋势, 12月电商市场份额创新高); 3)期待2021年正增长品牌: 佰草集、美加净、高夫, 连续多年下降后呈改善态势, 公司计划努力实现正增长。

亮点二、销售费用和管理费用近年来首次双降。销售费用+管理费用率两费率之和51.8%，同比下降2.7个百分点。主要原因包括电商业务不断优化各项费率，百货关停低单产专柜及门店人员优化以及物流费率优化等，此外2018年股票期权激励计划因不满足业绩条件而本年冲回而降低管理费用。

亮点三、存货、应收账款在年中创出高点后下降至年末的年内低点。1)存货: 年末存货8.7亿元，相比2020H1末减少13%，相比2019年末减少6%，存货进一步消化且库存结构改善；2)应收账款: 年末应收账款11亿元，相比2020H1末减少20%，相比2019年末减少11%。

□ 盈利预测及估值

百年国货龙头上海家化，在悠久的历史进程中沉淀文化底蕴、夯实研发壁垒并塑造极具代表性的国货形象，又在渠道加速变革的今天直面痛点、锐意进取。预计2021-2023年公司EPS为0.74、1.09、1.53元/股，同比增长16%、48%、41%，对应PE为49、33、24倍，维持增持评级。

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥36.28

单季度业绩

元/股

4Q/2020

0.17

3Q/2020

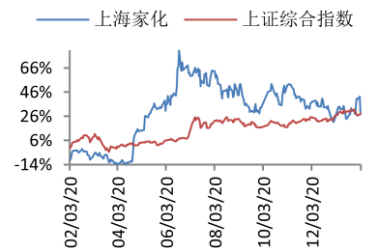
0.19

2Q/2020

0.10

1Q/2020

0.18



公司简介

相关报告

- 1《上海家化(600315)2020年三季度报点评: Q3电商调整逐步落地, 期待多品牌创新效果》2020.10.27
- 2《上海家化(600315): 股权激励落地, 多维考核张弛有度》2020.10.11
- 3《上海家化(600315)2020年半年报点评: 业绩短期承压, 渠道进阶+品牌聚焦高成长赛道引领未来》2020.08.27
- 4《上海家化深度报告: 百年积淀, 历久弥新, 日化龙头再起航》2020.08.21

报告撰写人: 余剑秋

联系人: 汤秀洁

□ 风险提示

1) 打造明星单品进展未达预期; 2) 渠道转型的风险, 线下增速放缓等

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	7032	8000	9157	10584
(+/-)	-7.43%	13.75%	14.47%	15.58%
净利润	430	499	737	1038
(+/-)	-22.78%	16.09%	47.60%	40.87%
每股收益(元)	0.63	0.74	1.09	1.53
P/E	57	49	33	24

1、业绩概览：2020 年收入同比-7%，归母净利润-23%，扣非归母净利润+4%

2020 年收入同比减少 7%，扣非归母净利润同比增长 4%，公司力争 2021 年营业收入同比实现两位数增长。1) 收入：2020 年公司实现收入 70 亿元 (-7% YoY)，主要是疫情影响、百货渠道策略性关闭 462 家低单产专柜及门店、传统 CS 以及电商渠道调整导致。2) 净利润：归母净利润 4.3 亿元 (-23% YoY)，降幅较大，主要是因为股票公允价值变动损益下降、去年同期资产动迁而确认资产处置收益、疫情导致丝芙兰等投资收益减少等；3) 扣非：扣非归母净利润 4 亿元 (+4% YoY)，实现正增长。

Q4 单季度归母净利增速大幅提高。Q4 单季度公司实现营收 16.7 亿元(-10.3% YoY)，归母净利润 1.2 亿元(+609% YoY)，20Q1/20Q2/20Q3/20Q4 单季度收入分别同比增长-14.8%/+2.6%/-7.5%/-10.3%，归母净利润分布同比增长-48.9%/-69.5%/+33.4%/+608.7%。

拟每 10 股派发现金红利 2.0 元 (含税)，现金分红数额占归母净利润 31.5%。

2、三大亮点为 2021 年重启增长奠定基础

亮点一、品牌重塑，玉泽、双妹、家安和 CHD 表现出色。

1) **高增长品牌：玉泽、双妹、家安、CHD。**玉泽：功能性护肤品牌玉泽继续加强医研共创，与上海交通大学医学院附属瑞金医院皮肤科、复旦大学附属华山医院、上海市皮肤病医院进行合作，强化品牌资产，辅以直播营销并不断优化，实现三位数高速增长。双妹：2020 年重新启动，品牌新形象的线下店开始试点，同时电商大力推动，获得了高双位数的增长。家安：适应疫情时期消费者需求变化，推出多款除菌、抑菌产品给予现代家庭全方位的健康保护，并获得了双位数的成长。

2) **稳健品牌：六神。**在花露水市场继续巩固冠军地位，花露水市占率在各渠道均保持第一。

3) **扭转中品牌：启初。**启初品牌进一步拓展目标消费者范围至儿童、孕产妇，并为不同生命阶段的消费者提供专业的护理产品，品牌的电商市场份额在 12 月创下过去两年新高。

4) **期待 2021 年正增长品牌：佰草集、美加净、高夫。**上述品牌连续多年下降后呈改善态势，公司计划努力实现正增长。其中佰草集复兴是公司 2021 年重点项目，计划从品牌形象+产品线+营销三方面实现突破：①形成更现代、更专业的品牌视觉形象；②精简产品线 SKU，同时全面升级现有产品；③采取更精准、有效、年轻化的传播方式。

亮点二、降本增效，销售费用和管理费用近年来首次双降。

1) **渠道调整等致毛利率略有下滑。**2020 年毛利率 60% (同比-2pcts)，Q4 单季度毛利率 55%，同比降低约 7.7 个百分点。

2) **销售费用+管理费用率两费率之和 51.8%，同比下降 2.7 个百分点。**主要原因包括电商业务不断优化各项费率、人员精简优化减少工资福利类投入、2018 年股票期权激励计划因不满足业绩条件而本年冲回原计提的股权激励费用等。

3) **净利率下滑：**2020 年净利率 6.1%，同比下降 1.2 个百分点，Q4 单季度净利率 7.1%。

亮点三、存货、应收账款在年中创出高点后下降至年末的年内低点。

1) **存货：**年末存货 8.7 亿元，相比 2020H1 末减少 13%，相比 2019 年末减少 6%，存货进一步消化且库存结构改善。

2) 应收账款: 年末应收账款 11 亿元, 相比 2020H1 末减少 20%, 相比 2019 年末减少 11%。

3) 经营性现金流: 2020 年经营性现金流量净额 6.4 亿元 (-14% YoY), 主要系收到生产用地及办公用房的动迁款和政府补助同比减少, 扣除动迁款的因素, 经营活动现金流同比上升约 20%。

3、收入拆分: 电商占比显著提升

分品类看, 2020 年护肤品贡献营收 22.1 亿元 (-19% YOY), 占比 31%, 毛利率 72%; 个护家清贡献营收 24 亿元 (-1.2% YOY), 占比 34%, 毛利率 59%; 母婴品类贡献营收 20.7 亿元 (+0.1% YOY), 占比 30%, 毛利率 52%; 合作品牌贡献营收 3.5 亿元 (-4.7% YOY), 占比 5%, 毛利率 40%。

分渠道看, 线上渠道实现营收 29.8 亿元 (+15% YOY), 占比 42%, 公司战略性推进汤美星线上业务转型, 积极拓展在亚马逊、海外 DTC 网站等渠道的销售, 其电商业务取得快速增长。线下渠道实现营收 40.5 亿元 (-19% YOY), 占比 58%, 其中百货渠道策略性闭店缩编, 2020 年共关闭 462 家低单产专柜及门店, 截至年底现存专柜及门店数合计 977 家。

4、激励保障: 股权激励范围广×多维度考核激发员工活力

限制性股票首次授予完成, 调动员工积极性。在业绩考核方面, 公司层面业绩考核目标 A 为 2021-2023 年收入分别为 83 亿、94 亿、106 亿, 累计净利润 4.8 亿、13.1 亿、24.7 亿; 业绩考核目标 B 为 2021-2023 年收入分别为 76 亿、86 亿、98 亿, 累计净利润 4.1 亿、11.1 亿、21.0 亿。采取上限+下限、公司+个人的双重考核标准, 通过阶梯型解锁方法的设置, 不仅能够长期可持续地调动员工的积极性, 也预防了个别员工“搭便车”行为。

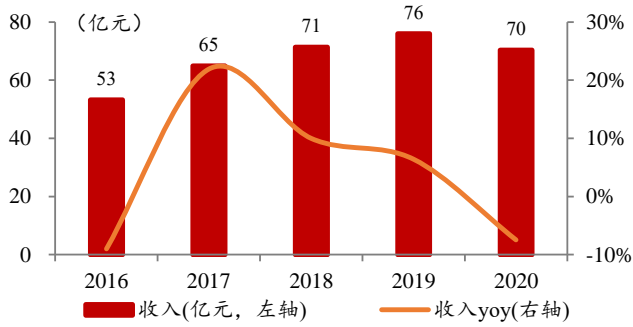
5、盈利预测及估值

百年国货龙头上海家化, 在悠久的历史进程中沉淀文化底蕴、夯实研发壁垒并塑造极具代表性的国货形象, 又在渠道加速变革的今天直面痛点、锐意进取。公司在 2021 年经营中将重点推进创新爆品打造、佰草集复兴、毛利提升、库存管理优化等十大项目, 不断推出消费者喜闻乐见的成功爆品, 并聚焦于毛利提升, 销售和管理费用率的持续下降, 推进公司 3 年规划的稳步实现。预计 2021-2023 年公司 EPS 为 0.74、1.09、1.53 元/股, 同比增长 16%、48%、41%, 对应 PE 为 49、33、24 倍, 维持增持评级。

6、风险提示

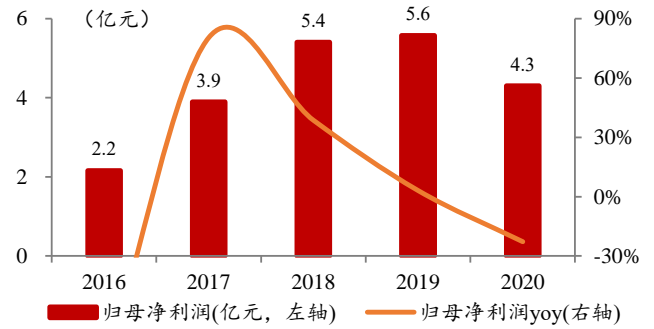
1) 打造明星单品进展未达预期; 2) 渠道转型的风险, 线下增速放缓、线上流量及营销方式迭代过快; 3) 高端外资品牌及本土新锐品牌带来的竞争加剧等。

图 1: 2020 年公司收入 70 亿元, 同比-7%



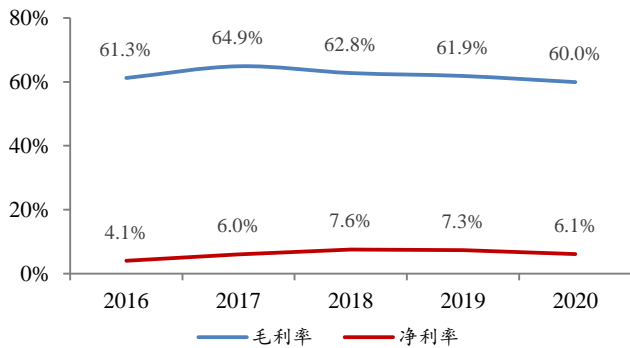
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 2020 年公司归母净利润 4.3 亿元, 同比-23%



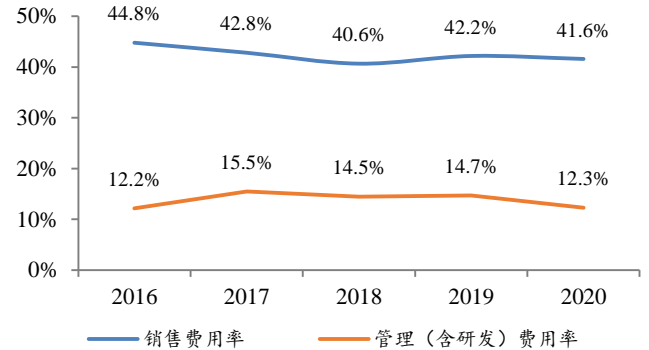
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 2020 年销售毛利率 60%, 销售净利率 6.1%



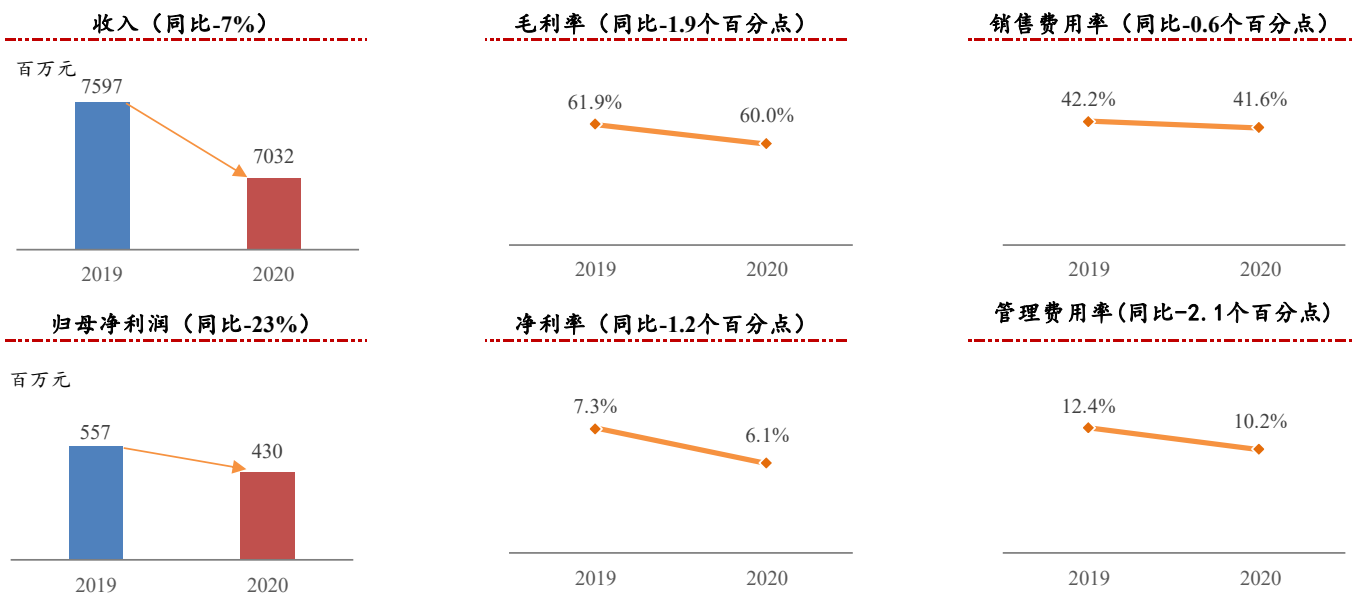
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 2020 年销售费用率 41.6%, 管理(含研发)费用率 12.4%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 公司 2020 年主要业绩指标一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6155	6669	7935	9476
现金	1287	1526	2479	3700
交易性金融资产	2732	2732	2732	2732
应收账款	1090	1209	1382	1528
其它应收款	87	63	81	102
预付账款	47	72	74	81
存货	867	1014	1133	1280
其他	46	53	55	52
非流动资产	5140	5174	5002	4865
金额资产类	0	236	79	105
长期投资	476	381	416	424
固定资产	1019	1193	1141	1116
无形资产	769	704	631	551
在建工程	24	20	16	13
其他	2853	2641	2719	2655
资产总计	11295	11844	12937	14341
流动负债	2876	3020	3451	3962
短期借款	0	0	0	0
应付款项	718	811	916	1040
预收账款	0	66	64	54
其他	2157	2143	2471	2868
非流动负债	1920	1829	1890	1880
长期借款	1062	1062	1062	1062
其他	858	767	828	817
负债合计	4796	4849	5341	5842
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	6499	6995	7596	8499
负债和股东权益	11295	11844	12937	14341

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	643	574	905	1306
净利润	430	499	737	1038
折旧摊销	236	176	183	187
财务费用	43	41	28	14
投资损失	(171)	(152)	(159)	(161)
营运资金变动	120	(81)	265	264
其它	(15)	91	(149)	(35)
投资活动现金流	(671)	(287)	211	63
资本支出	103	(241)	(24)	(54)
长期投资	(84)	(141)	122	(34)
其他	(690)	96	113	151
筹资活动现金流	(136)	(48)	(163)	(149)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(76)	0	0	0
其他	(61)	(48)	(163)	(149)
现金净增加额	(164)	240	953	1221

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7032	8000	9157	10584
营业成本	2816	3180	3592	4078
营业税金及附加	57	61	70	82
营业费用	2924	3320	3663	4128
管理费用	721	816	897	953
研发费用	144	168	197	233
财务费用	43	41	28	14
资产减值损失	86	58	83	99
公允价值变动损益	28	37	50	38
投资净收益	171	152	159	161
其他经营收益	93	70	80	90
营业利润	534	615	917	1287
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	534	615	917	1287
所得税	104	116	180	248
净利润	430	499	737	1038
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	430	499	737	1038
EBITDA	814	834	1135	1491
EPS (最新摊薄)	0.63	0.74	1.09	1.53

主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-7.43%	13.75%	14.47%	15.58%
营业利润	-23.77%	15.22%	49.11%	40.29%
归属母公司净利润	-22.78%	16.09%	47.60%	40.87%
获利能力				
毛利率	59.95%	60.25%	60.78%	61.47%
净利率	6.12%	6.24%	8.05%	9.81%
ROE	6.73%	7.40%	10.10%	12.90%
ROIC	6.00%	6.51%	8.65%	10.81%
偿债能力				
资产负债率	42.46%	40.94%	41.28%	40.74%
净负债比率	22.36%	22.06%	20.04%	18.33%
流动比率	2.14	2.21	2.30	2.39
速动比率	1.84	1.87	1.97	2.07
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.69	0.74	0.78
应收帐款周转率	6.07	6.90	6.87	6.88
应付帐款周转率	3.65	4.16	4.16	4.17
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.74	1.09	1.53
每股经营现金	0.95	0.85	1.33	1.93
每股净资产	9.59	10.32	11.20	12.54
估值比率				
P/E	57.17	49.25	33.37	23.69
P/B	3.78	3.52	3.24	2.89
EV/EBITDA	25.55	25.85	18.18	13.01

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>