

调整期收入与业绩承压，Q4起利润端有所改善

——上海家化(600315)2020年年报点评

买入|维持

事件:

公司发布2020年年报。

点评:

● 受疫情+内部调整影响短期承压，Q4起费用端与利润端改善明显

2020年公司实现营业收入70.32亿元，同比下降7.43%，同一会计口径下降幅约2.5%；实现归母净利润4.30亿元，同比下降22.78%，主要由于2019年有大额动迁补偿及投资收益，剔除上述因素后扣非归母净利润3.96亿元，同比正增长4.30%。公司2020年管理层换帅后，积极对品牌、渠道、组织进行梳理，收入与利润增速短期有所承压，但在费用率的管控上有所成效，全年公司销售费用率与管理费用率合计下降2.74pct，分别降至41.58%与10.25%。Q4公司盈利能力显著优化，单季度归母净利润1.18亿元，同比大幅增长608.71%，两项费率共减少15.21pct。

● 品牌端：玉泽、双妹、家安高增长，佰草集、高夫大幅调整

公司旗下品牌中，玉泽、双妹、家安分别实现200%+、70%+、30%+的高速增长；主品牌六神维持2%+的小幅增长；启初、典萃分别小幅下跌-9%与-13%；高夫、美加净分别下跌约-30%与-19%；佰草集因百货撤柜、产品结构梳理、消化社会库存等多因素影响，同比下滑50%以上。

● 渠道端：线上稳步增长，线下百货撤柜收缩明显，海外业务快速发展

线上渠道收入29.76亿元，同比+15.24%，线上占比提升至42%。线下渠道合计收入40.52亿元，同比-19.09%，其中商超、母婴渠道略有下滑，百货渠道因撤柜462家，同比下滑约60%，CS渠道的上半年下滑严重，但下半年屈臣氏渠道探索成果良好，全年降幅收窄至10%左右。此外，公司战略性推进汤美星海外线上业务转型，积极拓展在亚马逊、海外DTC网站等渠道的销售布局，全年海外营收18.33亿元，同比+7.66%，其中海外电商增速约达47%，疫情影响下实现逆市高增长。

● 投资建议与盈利预测

上海家化为国内日化用品龙头，业务涵盖美容护肤、个人护理以及家居护理等多个领域，当前已形成多品牌多渠道的业务矩阵。2020年管理层换帅后，公司进入调整期，收入与业绩短期承压，预计调整后有望以更健康的姿态重新前行。我们预计2021/2022/2023年公司实现归母净利润5.06/8.29/11.37亿元，EPS 0.75/1.22/1.68元/股，对应PE 49/30/22x，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，品牌与渠道调整不及预期。

基本数据

52周最高/最低价(元): 51.5 / 24.55

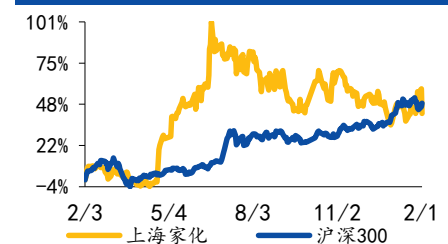
A股流通股(百万股): 671.25

A股总股本(百万股): 677.97

流通市值(百万元): 24352.89

总市值(百万元): 24596.73

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-上海家化(600315)2020年三季报点评: 品牌、渠道、组织调整进行时》2020.10.27

《国元证券公司研究-上海家化(600315)事件点评: 发布股票激励计划, 彰显新管理层发展信心》2020.10.09

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳

邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

附表: 盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7596.95	7032.39	8304.38	9424.97	10614.80
收入同比(%)	6.43	-7.43	18.09	13.49	12.62
归母净利润(百万元)	557.09	430.20	505.83	829.18	1136.60
归母净利润同比(%)	3.09	-22.78	17.58	63.93	37.08
ROE(%)	8.86	6.62	7.22	10.69	12.93
每股收益(元)	0.82	0.63	0.75	1.22	1.68
市盈率(P/E)	44.15	57.17	48.63	29.66	21.64

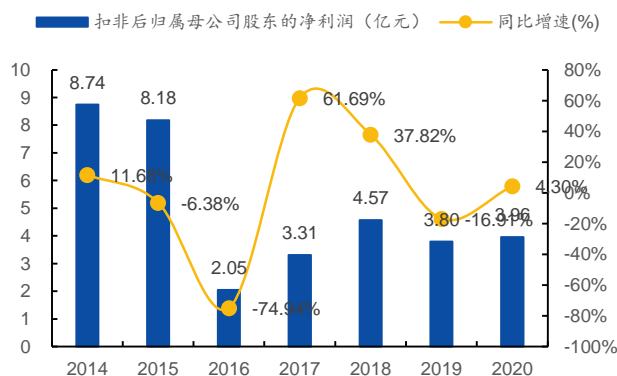
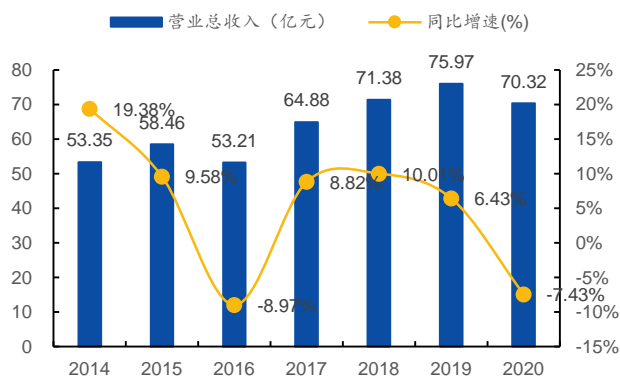
资料来源: Wind, 国元证券研究所

1、财务与业务分析

营收小幅下滑，扣非后归母净利润正增长。2020 年公司实现营业收入 70.32 亿元，同比下降 7.43%，同一会计口径下降幅约 2.5%；实现归母净利润 4.30 亿元，同比下降 22.78%，主要由于 2019 年有大额动迁补偿及投资收益，剔除上述因素后扣非归母净利润 3.96 亿元，同比正增长 4.30%。

图 1：上海家化营业收入

图 2：上海家化扣非后归母净利润



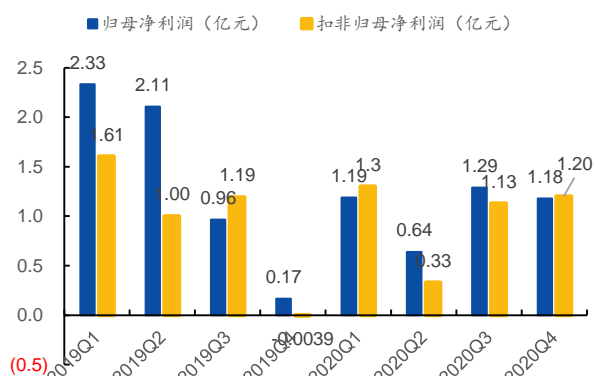
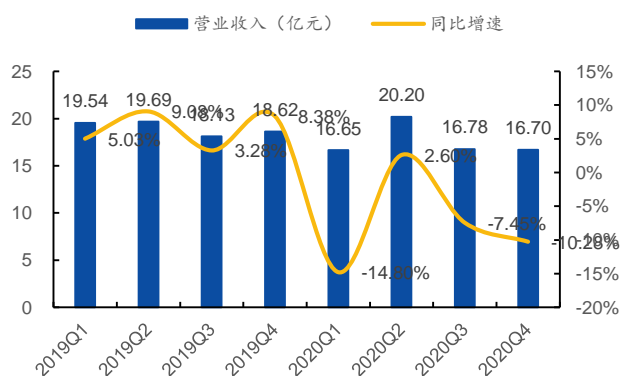
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020 年三季度起公司业绩开始优化，Q4 归母净利润同比增长 6 倍。2020Q4 公司实现收入 16.70 亿元，同比下滑 10.28%，实现归母净利润 1.18 亿元，同比大幅增长 608.71%，扣非后归母净利润 1.20 亿元，同比大增超 300 倍。

图 3：上海家化 2019Q1-2020Q4 分季度收入与增速

图 4：上海家化 2019Q1-2020Q4 分季度利润情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

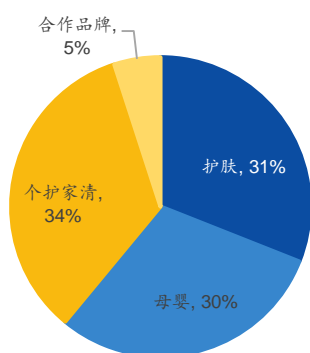
品类方面，公司本期进行重分类，护肤类包含双妹、佰草集、玉泽、典萃、高夫、美加净六个品牌，全年收入占比约 31%；个护家清类包含六神、家安两个品牌，全年收入占比约 34%；母婴类包含启初、汤美星两个品牌，收入占比约 30%；合作品牌包括片仔癀、艾合美、碧缇丝、芳芯等，收入占比约 5%。

品牌方面，公司主品牌六神实现 2%+ 的小幅稳步增长；佰草集受百货撤柜、产品结

构梳理（精简长尾 SKU）、消化社会库存等多因素影响，开票收入同比下滑超 50%；**典萃**期内进行重定位，独立化运作，2020 年重点通过屈臣氏拓展，Q3 起收入恢复高速增长，全年跌幅收窄至-13%左右；**玉泽**成功踏准功能性护肤品赛道，辅以直播电商推广，实现 200%+的爆发式增长；**家安**基于疫情时期消费者需求变化，推出多款除菌抑菌产品，收入同比增长 30%+；**双妹**品牌建设加强，新形象线下门店开始试点运营，同时通过电商大力推广，期内收入增长 70%+；**启初**跌幅-9%左右，其中 Q4 已经恢复两位数增长，且品牌电商份额在 2020 年 12 月创下过去两年新高；**美加净**、**高夫**均实现双位数下跌，二者均在期内对产品线进行优化升级。

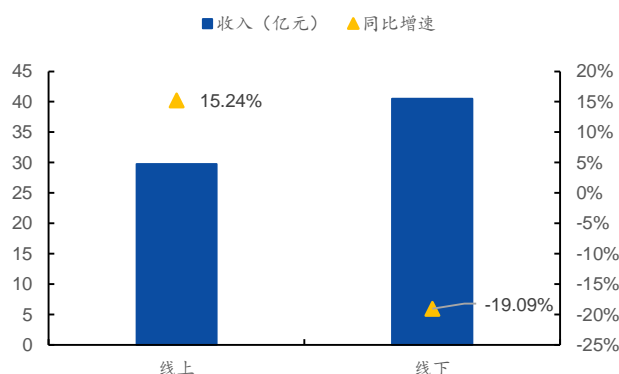
渠道方面，线上稳步增长，线下百货撤柜收缩明显，海外业务快速发展。2020 年公司线上渠道收入 29.76 亿元，同比+15.24%，线上占比提升至 42%。线下渠道合计收入 40.52 亿元，同比-19.09%，其中商超、母婴渠道略有下滑，百货渠道因撤柜 462 家，同比下滑约 60%，CS 渠道的上半年下滑严重，但下半年屈臣氏渠道探索成果良好，全年降幅收窄至 10%左右。此外，公司战略性推进汤美星海外线上业务转型，积极拓展在亚马逊、海外 DTC 网站等渠道的销售布局，全年海外营收 18.33 亿元，同比+7.66%，其中海外电商增速约达 47%，疫情影响下实现逆市高增长。

图 5：2020 年上海家化分品类占比情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

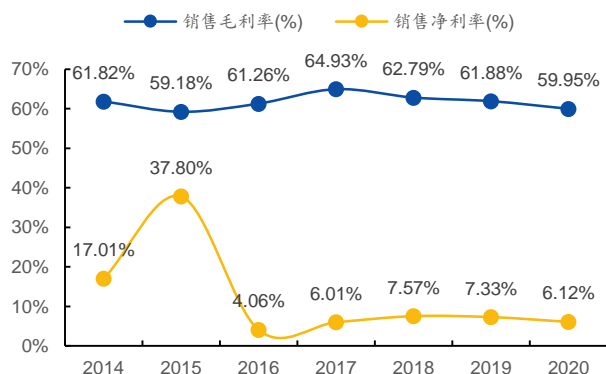
图 6：2020 年上海家化分渠道收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

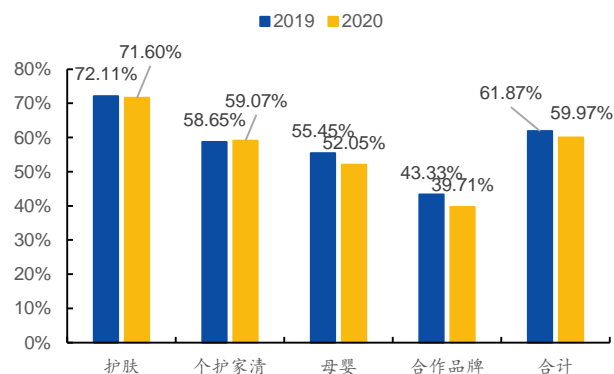
同口径下毛利率保持稳定，销售费用率与管理费用率有所下降。2020 年公司毛利率 59.95%，同比下降 1.93pct，主要由于收入口径调整影响，剔除这一影响后公司毛利同比持平微升。分品类毛利率方面，护肤品类毛利率较高，达到 71.60%，同比微降 0.51pct 主要系当期毛利较高的百货渠道受疫情+撤柜影响表现较弱；个护家清毛利率稳定在 59.07%，同比持平；母婴品类毛利率下降 3.40pct 至 52.05%，主要系旗下品牌内部产品结构变化所致；合作品牌以代理模式为主，毛利率较低，为 39.71%。

图 7：上海家化毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

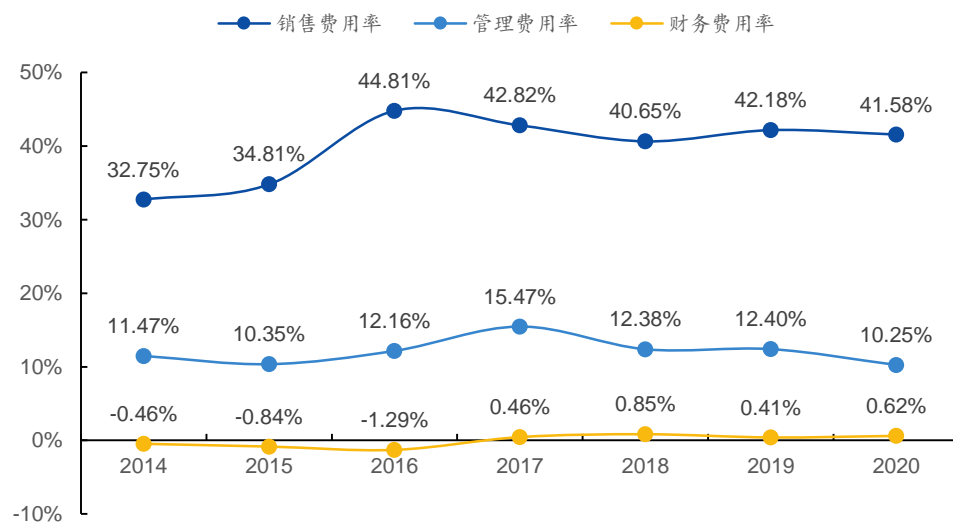
图 8：上海家化分品类毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

销售费用与管理费用率均有所下降，控费效果初显。期间费用率方面，由于期内销售费用与管理费用分类口径有调整，我们将二者加总看，全年公司销售费用率与管理费用率合计下降 2.74pct，其中销售费用率下降 0.60pct 至 41.58%，管理费用率下滑 2.15pct 至 10.25%。

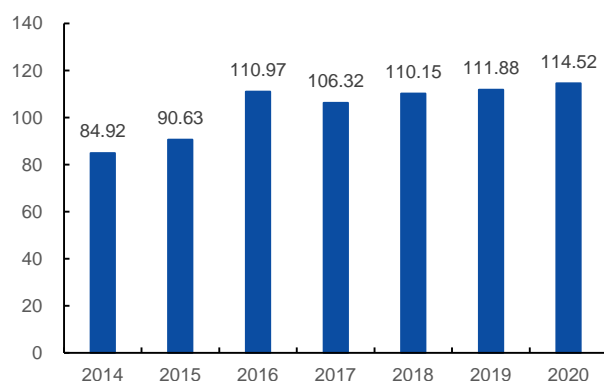
图 9：上海家化费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

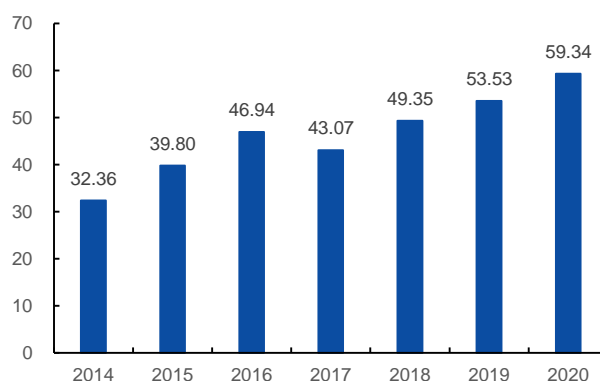
存货与应收账款周转天数均较年中有明显下降。2020 年公司存货周转天数为 114.52 天，较去年同期微增 2.64 天，较年中高点有明显回落。公司应收账款周转天数为 59.34 天，较去年同期增加 5.81 天，较年中也有明显下降，整体营运能力逐渐好转。

图 10：上海家化存货周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究所

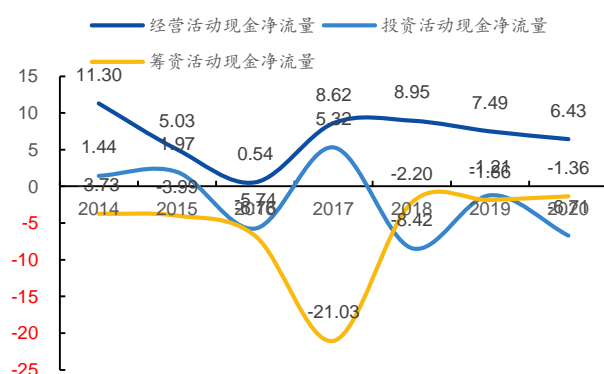
图 11：上海家化应收账款周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究所

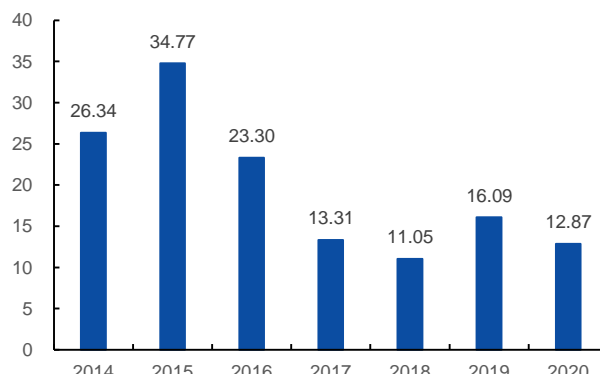
经营活动现金净流量显著高于净利润，现金储备较为充裕。2020 年公司经营活动现金净流量为 6.43 亿元，同比下降 14.07%，主要系收到生产用地及办公用房的动迁款和政府补助同比减少，扣除动迁款的因素，经营活动现金流同比上升约 20%。截至 2020 上半年末公司账上货币资金 12.87 亿元，交易性金融资产（主要是理财产品）22.91 亿元，合计可动用资金超 38 亿元，资金储备充裕。

图 12：上海家化现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 13：上海家化期末账上货币资金（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2、投资建议

上海家化为国内日化用品龙头，业务涵盖美容护肤、个人护理以及家居护理等多个领域，当前已形成多品牌多渠道的业务矩阵。2020 年管理层换帅后，公司进入调整期，收入与业绩短期承压，预计调整后有望以更健康的姿态重新前行。我们预计 2021/2022/2023 年公司实现归母净利润 5.06/8.29/11.37 亿元，EPS 0.75/1.22/1.68 元/股，对应 PE 49/30/22x，维持“买入”评级。

3、风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，品牌与渠道调整不及预期。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5877.52	6154.91	6670.16	7690.29	8915.02
现金	1609.13	1286.71	1570.78	2283.34	3210.70
应收账款	1228.91	1089.57	1286.64	1460.26	1644.61
其他应收款	66.32	87.24	83.31	99.96	113.73
预付账款	63.93	46.97	51.82	60.18	64.38
存货	925.17	866.51	932.07	1026.95	1127.59
其他流动资产	1984.06	2777.92	2745.54	2759.60	2753.99
非流动资产	5269.98	5140.41	5001.07	4858.11	4737.62
长期投资	391.36	475.51	439.66	439.66	439.66
固定资产	1122.05	1018.62	903.70	781.55	655.79
无形资产	820.65	769.37	769.37	769.37	769.37
其他非流动资产	2935.92	2876.91	2888.34	2867.53	2872.80
资产总计	11147.49	11295.32	11671.23	12548.40	13652.64
流动负债	2865.02	2875.72	2809.42	2900.84	2974.43
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	823.86	718.26	792.41	873.08	958.64
其他流动负债	2041.16	2157.46	2017.01	2027.76	2015.78
非流动负债	1996.73	1920.38	1856.76	1890.31	1889.07
长期借款	1138.00	1062.39	1062.39	1062.39	1062.39
其他非流动负债	858.73	857.99	794.37	827.91	826.68
负债合计	4861.74	4796.10	4666.18	4791.14	4863.50
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	671.25	677.97	677.97	677.97	677.97
资本公积	865.75	978.37	978.37	978.37	978.37
留存收益	4708.33	4970.71	5476.54	6228.75	7260.63
归属母公司股东权益	6285.75	6499.22	7005.05	7757.26	8789.14
负债和股东权益	11147.49	11295.32	11671.23	12548.40	13652.64

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	748.76	643.43	193.51	656.01	896.52
净利润	557.09	430.20	505.83	829.18	1136.60
折旧摊销	230.10	235.55	127.10	128.24	128.80
财务费用	31.42	43.30	34.83	34.20	20.26
投资损失	-153.99	-171.20	-100.00	-130.00	-130.00
营运资金变动	116.26	2.56	-186.12	-213.42	-225.54
其他经营现金流	-32.12	103.03	-188.13	7.82	-33.59
投资活动现金流	-120.81	-670.95	121.39	170.45	155.12
资本支出	184.92	105.53	0.00	0.00	0.00
长期投资	129.74	672.82	-35.85	0.00	0.00
其他投资现金流	193.86	107.39	85.54	170.45	155.12
筹资活动现金流	-185.87	-136.21	-30.83	-113.90	-124.28
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	65.46	-75.61	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	6.72	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8.18	112.62	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-259.51	-179.94	-30.83	-113.90	-124.28
现金净增加额	438.49	-221.80	284.07	712.56	927.36

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7596.95	7032.39	8304.38	9424.97	10614.80
营业成本	2896.00	2816.16	3106.89	3423.17	3758.65
营业税金及附加	53.58	56.90	63.90	72.76	82.51
营业费用	3204.13	2924.33	3487.84	3817.11	4192.85
管理费用	941.79	720.61	871.96	942.50	1008.41
研发费用	172.83	144.27	249.13	282.75	318.44
财务费用	31.42	43.30	34.83	34.20	20.26
资产减值损失	-5.00	-68.76	-46.10	-46.80	-50.23
公允价值变动收益	84.28	28.09	21.48	25.78	31.36
投资净收益	153.99	171.20	100.00	130.00	130.00
营业利润	700.22	533.75	627.15	1028.48	1410.15
营业外收入	2.75	4.44	3.51	3.69	3.75
营业外支出	0.97	4.21	2.81	2.97	3.12
利润总额	701.99	533.98	627.84	1029.20	1410.78
所得税	144.90	103.78	122.02	200.02	274.18
净利润	557.09	430.20	505.83	829.18	1136.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	557.09	430.20	505.83	829.18	1136.60
EBITDA	961.73	812.61	789.09	1190.92	1559.20
EPS (元)	0.83	0.63	0.75	1.22	1.68

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	6.43	-7.43	18.09	13.49	12.62
营业利润 (%)	8.34	-23.77	17.50	63.99	37.11
归属母公司净利润 (%)	3.09	-22.78	17.58	63.93	37.08
获利能力					
毛利率 (%)	61.88	59.95	62.59	63.68	64.59
净利率 (%)	7.33	6.12	6.09	8.80	10.71
ROE (%)	8.86	6.62	7.22	10.69	12.93
ROIC (%)	15.83	14.09	15.74	24.75	32.34
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.61	42.46	39.98	38.18	35.62
净负债比率 (%)	23.53	22.36	23.07	22.41	22.09
流动比率	2.05	2.14	2.37	2.65	3.00
速动比率	1.71	1.84	2.04	2.30	2.62
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.63	0.72	0.78	0.81
应收账款周转率	6.11	5.73	6.99	6.86	6.84
应付账款周转率	3.51	3.65	4.11	4.11	4.10
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.82	0.63	0.75	1.22	1.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.10	0.95	0.29	0.97	1.32
每股净资产 (最新摊薄)	9.27	9.59	10.33	11.44	12.96
估值比率					
P/E	44.15	57.17	48.63	29.66	21.64
P/B	3.91	3.78	3.51	3.17	2.80
EV/EBITDA	21.33	25.24	26.00	17.22	13.16

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188