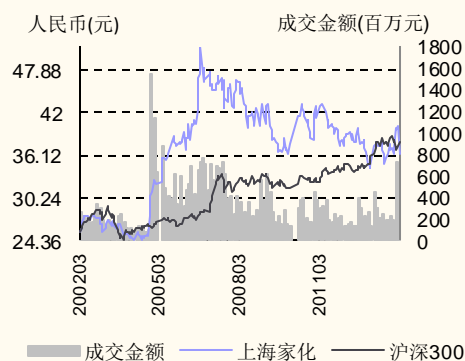


市场价格 (人民币): 36.28 元

经营方针稳步推进, 新家化计日程功

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.78
已上市流通 A 股(亿股)	6.71
总市值(亿元)	245.97
年内股价最高最低(元)	51.18/24.40
沪深 300 指数	5501
上证指数	3534



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,597	7,032	8,157	9,546	10,792
营业收入增长率	6.43%	-7.43%	15.99%	17.03%	13.06%
归母净利润(百万元)	557	430	529	757	1,010
归母净利润增长率	3.09%	-22.78%	22.87%	43.19%	33.41%
摊薄每股收益(元)	0.830	0.635	0.780	1.116	1.489
每股经营性现金流净额	1.01	0.72	0.97	1.40	1.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.86%	6.62%	7.47%	10.05%	12.41%
P/E	37.28	54.73	46.53	32.50	24.36
P/B	3.30	3.62	3.48	3.27	3.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 获益于费用端管控, 净利端率先改善、降幅收窄。公司公告 2020 年营收 70.32 亿元、同降 7.43%, 归母净利 4.30 亿元、同降 22.78%, 扣非净利 3.96 亿元、同增 4.30%。分季度看, 20Q1~4 营收增速分别为-14.80%/2.60%/-7.45%/-10.28%, 净利增速分别为-48.89%/-69.52%/33.37%/608.71%, 扣非净利增速分别为-19.00%/-66.69%/-5.50%/扭亏为盈 1.20 亿元。各季度降幅收窄, 主要为 20Q3、Q4 费用大幅管控。

经营分析

- 分品牌看, 1) 护肤: 佰草集营收下降 50%; 典萃 20H1 营收下降 30%, 20Q3 恢复双位数增长、20Q4 同比增 100%+, 全年降幅收窄至-13%; 玉泽同增 200%; 美加净同降 19%; 高夫同降 30%+; 双妹同增 70%+。2) 个护家清: 六神营收同增 2%; 家安同增 30%。3) 母婴: 启初全年营收同降 9%, 20Q4 现正增长; 汤美星实现个位数增长。
- 分渠道看, 电商营收 29.76 亿元、同增 15.24%; 线下渠道同降 19%, 其中商超母婴同降 3%, 百货同降近 60%, CS 渠道 20Q3、Q4 快速增长, 全年降幅收窄至近-10%。
- 2020 年毛利率同降 1.93PCT 至 59.95%, 其中 20Q4 毛利率下降 7.68PCT 至 54.98% 主要为高毛利率的百货关闭门店所致。期间费用率 20 年全年下降 2.76PCT 至 54.50%, 主要为公司主动进行费用优化。存货较年初同降 6.34% 至 8.67 亿元, 存货周转天数较上一年放缓 3 天至 115 天。应收账款周转天数较上一年放缓 5 天至 59 天。

投资建议

- 2020 年公司迎来新董事长, 确立了“以消费者为中心, 以品牌创新和渠道进阶为基本点”的经营方针, 提倡降本增效, 部分品牌业绩回暖、20Q4 费用端大幅管控, 改革稳步推进, 期待业绩的进一步改善。公司改革稳步推进中, 改革大幅显效仍需一定周期, 下调 21 年净利预测 17%, 新增 23 年盈利预测, 预计 21~23 年 EPS 分别为 0.78/1.12/1.48 元, 对应 21 年 PE33 倍, 对比同业估值处于较低水平, 维持“买入”评级。

风险提示

- 佰草集新品销售不及预期; 营销投放效率不及预期; 电商发展不及预期。

相关报告

- 1.《Q3 盈利端环比改善, 产品渠道持续优化-上海家化三季报点评》, 2020.10.27
- 2.《发布股权激励计划, 利于核心队伍建设-发布股权激励计划, 利于核...》, 2020.10.9
- 3.《Q2 收入增速转正, 继续优化产品&渠道提效-上海家化 1H20 点...》, 2020.8.27
- 4.《换帅焕新, 各业务线现积极改善-换帅焕新, 各业务线现积极改善》, 2020.4.23
- 5.《19 营销加大拖累业绩, 期待品牌建设长期效果-19 营销加大拖累...》, 2020.3.1

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

1、业绩点评

20 年公司营收同降 7.43%、净利同增 22.78%。公司公告 2020 年营收 70.32 亿元、同降 7.43%，归母净利 4.30 亿元、同降 22.78%，扣非净利 3.96 亿元、同增 4.30%。扣非净利增速高于归母净利主要为：1) 股票的公允价值变动损益同比减少 2000 万左右；2) 去年同期上海家化生物医药动迁而确认资产处置收益约 1.3 亿元；3) 因疫情影响联营公司投资收益同比减少，丝芙兰相关投资收益同比下降 3700 万元。

获益于费用端管控，净利端率先改善、降幅收窄。分季度看，20Q1~4 营收增速分别为-14.80%/2.60%/-7.45%/-10.28%，净利增速分别为-48.89%/-69.52%/33.37%/608.71%，扣非净利增速分别为-19.00%/-66.69%/-5.50%/扭亏为盈 1.20 亿元。扣非净利各季度降幅收窄，主要获益于 20Q3、Q4 费用大幅管控。

2、经营分析

■ 玉泽、双妹表现突出，典萃、启初等出现边际改善，佰草集大幅调整期待拐点

分品类看，护肤营收占比 31.40%、同比降 19.03%，个护家清占比 29.47%、同降 1.17%，母婴占比 34.14%、同增 0.07%，合作品牌占比 4.99%、同降 4.65%。

分品牌看，护肤品牌中：1) **佰草集**：全年营收下降 50%，主要 2020 年公司主动关闭 462 家低单产专柜及门店，截至 20 年底现存专柜及门店数 977 家；2) **典萃**：渠道以屈臣氏及优质 CS 门店为主、20 年下半年开通天猫旗舰店，逐步独立于佰草集运作，定位年轻群体、主打成分，20H1 营收下降 30%，20Q3 恢复双位数增长、20Q4 同比增 100%+，全年降幅收窄至-13%；3) **玉泽**：获益于功效性护肤品类细分景气赛道，以及公司积极布局直播等新型营销，营收同增 200%；4) **美加净**：同比降 19%；5) **高夫**：同比降 30%+，20 年对产品线进行梳理与简化，同时不断提升高端线占比，并对不同定位的产品线进行渠道的差异化，如高端的蓝色线产品专供电商、屈臣氏，性价比的红色线供货大众商超渠道/分销渠道等；6) **双妹**：营收同增 70%+。

个护家清品牌中：1) **六神**：营收同增 2%；2) **家安**获益针对疫情推出除菌抑菌产品、同增 30%。

母婴品牌中：1) **启初**全年营收同降 9%，20Q4 实现正增长，电商市场份额在 12 月创下过去两年新高，获益于公司 DBPI 系统使用、提升品牌社媒投放效率；2) **汤美星**营收实现个位数增长，主要业务在海外，针对全球疫情，汤美星设立品牌官网，20Q3、Q4 在海外疫情背景下其电商渠道实现快速发展、全年占比接近 40%。

■ 海外电商增长靓丽，CS 渠道 20H2 持续改善，百货渠道主动调整降幅较大

全年电商渠道营收 29.76 亿元、同增 15.24%，营收占比 42.32%、较上一年提升 8.3PCT。其中国内电商同比增 14%、海外电商同比增 47%、特渠同比增 8%。

线下渠道同比下跌 19%，其中商超母婴同降 3%，百货同降接近 60%，CS 渠道 20Q3、Q4 快速增长，全年降幅收窄至接近-10%。

■ 毛利率降、费用率降、存货及应收账款周转放缓

2020 年毛利率同降 1.93PCT 至 59.95%，其中 20Q4 毛利率下降 7.68PCT 至 54.98%主要为高毛利率的百货关闭门店。

期间费用率 20 年全年下降 2.76PCT 至 54.50%，主要为公司主动进行的费用优化。其中 20 年销售费用率下降 0.59PCT 至 41.58%，尤其是 20Q4 同降 12.48PCT 至 29.85%，主要为高销售费用率的百货渠道调整、电商运营优化（缩减直播费用、TP 扣点等）以及供应链物流整合；20 年全年管理费用率下降 2.37PCT 至 12.30%，主要为人员精简及员工福利、劳务费等下降。

存货较年初同降 6.34%至 8.67 亿元，存货周转天数较上一年放缓 3 天至 115 天。应收账款周转天数较上一年放缓 5 天至 59 天。

3、投资建议

2020 年公司迎来新董事长，确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针，即以消费者为中心，以品牌创新和渠道进阶为基本点，以流程、文化和数据化为助推器。公司通过“简化”和“聚焦”提升运营效率，降本增效。公司大刀阔斧缩减 1000 名员工，关闭百货门店 462 家，20Q4 费用率大幅缩减，显示公司改革决心与效率。

品牌创新方面，优化了产品开发流程和规范，开展与大数据平台的协作，以消费者评价来驱动从产品概念到包装、配方等方面的研发；公司建立了分析品牌投资效率的 DBPI 系统（DBPI, Digital Brand Pulse Index 的缩写，即品牌数字资产指数），通过研究消费者的购物链路、聚焦关键平台以提升社交媒体投入的效率，同时从下半年开始采用 OCPM 传播解决方案（OCPM, Optimized Cost per Mille 的缩写，即优化后的千次曝光成本），通过对抖音、微信等重点媒体平台的全链路（媒体前端+电商后端）实时数据追踪，指导投放策略的迭代和优化。未来公司确定了消费者导向的品牌增长策略，将聚焦在高端护肤、药妆等高毛利高增长的品类之上，并且集中在头部产品，精简新品，专注于提升品牌的 Top20 的 SKU 的占比，把资源聚焦在爆款的打造上，逐步减少长尾产品。

渠道进阶方面，公司电商团队积极提升数据化运营能力，双十一取得本土品牌中较好增长；线下渠道积极拥抱新零售，同时线上线下协同提升在直播和短视频上的组织能力。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；CS 渠道通过解决历史遗留问题并聚焦门店执行以提升出货。通过对各渠道的合同费用清理，多个渠道已在 2020 年呈现销售费用率下降的趋势。渠道结构优化及调整，为公司后续的发展打下良好的基础。

展望 21 年，主品牌佰草集 20 年完成线下百货渠道的大幅调整及社会库存清理，21 年将轻装上阵、聚焦高景气的精华、眼霜等品类推新，坚持中医中草药品牌定位、主打温和不刺激迎合功效性护肤趋势，21 年佰草集与典萃目标双位数增长。玉泽 21Q1 上线婴幼儿系列，年中上线精华类产品，21 年目标双位数以上增长。毛利率在护肤品业务增速回升背景下，综合毛利率有望提升，其中费用率预计在公司大力管控及营销投放效率提升背景下仍呈下降趋势。

20 年 10 月 8 日公司公告限制性股权激励方案，考核 21~23 年营收 76~83/94~96/98~106 亿元，累计净利 4.1~4.8/11.1~13.1/21.0~24.7 亿元，股东给予管理层充分授权并给予一定的调整时间，不考核 20 年当年并对 22、23 年业绩考核目标更高。公司改革稳步推进中，改革大幅显效仍需一定周期，下调 21 年盈利预测、新增 23 年盈利预测，预计 21~23 年 EPS 分别为 0.78/1.12/1.48 元，对应 21 年 PE33 倍，对比同业估值处于较低水平，维持“买入”评级。

4、风险提示

佰草集新品销售不及预期；营销投放效率不及预期；电商渠道发展不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	7,138	7,597	7,032	8,157	9,546	10,792	货币资金	1,105	1,609	1,287	1,657	2,016	2,669
增长率	6.4%	-7.4%	16.0%	17.0%	13.1%		应收账款	1,066	1,295	1,177	1,211	1,417	1,602
主营业务成本	-2,656	-2,896	-2,816	-3,209	-3,703	-4,128	存货	875	925	867	879	1,015	1,131
%销售收入	37.2%	38.1%	40.0%	39.3%	38.8%	38.2%	其他流动资产	1,731	2,048	2,849	2,871	2,880	2,889
毛利	4,482	4,701	4,216	4,947	5,843	6,664	流动资产	4,777	5,878	6,179	6,617	7,328	8,290
%销售收入	62.8%	61.9%	60.0%	60.7%	61.2%	61.8%	%总资产	47.0%	52.7%	54.7%	57.8%	59.9%	62.5%
营业税金及附加	-56	-54	-57	-41	-48	-54	长期投资	984	981	917	917	917	917
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,206	1,146	1,019	1,106	1,182	1,259
销售费用	-2,901	-3,204	-2,924	-3,222	-3,723	-4,155	%总资产	11.9%	10.3%	9.0%	9.7%	9.7%	9.5%
%销售收入	40.6%	42.2%	41.6%	39.5%	39.0%	38.5%	无形资产	2,885	2,970	2,821	2,809	2,806	2,803
管理费用	-883	-942	-721	-816	-907	-971	非流动资产	5,383	5,270	5,116	4,833	4,906	4,979
%销售收入	12.4%	12.4%	10.2%	10.0%	9.5%	9.0%	%总资产	53.0%	47.3%	45.3%	42.2%	40.1%	37.5%
研发费用	-150	-173	-144	-204	-239	-270	资产总计	10,160	11,147	11,295	11,450	12,234	13,270
%销售收入	2.1%	2.3%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	短期借款	6	6	10	7	15	23
息税前利润 (EBIT)	492	329	370	665	927	1,214	应付款项	2,249	2,365	2,325	2,518	2,729	3,036
%销售收入	6.9%	4.3%	5.3%	8.2%	9.7%	11.3%	其他流动负债	437	494	540	385	496	612
财务费用	-61	-31	-43	-43	-36	-26	流动负债	2,691	2,865	2,876	2,910	3,240	3,670
%销售收入	0.9%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.2%	长期贷款	1,073	1,138	1,062	1,062	1,062	1,062
资产减值损失	-60	-74	86	0	0	0	其他长期负债	583	859	858	400	400	400
公允价值变动收益	-3	84	28	0	0	0	负债	4,347	4,862	4,796	4,373	4,702	5,133
投资收益	130	154	171	0	0	0	普通股股东权益	5,813	6,286	6,499	7,078	7,532	8,138
%税前利润	20.1%	21.9%	32.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	671	671	678	685	685	685
营业利润	646	700	534	622	891	1,188	未分配利润	3,795	4,316	4,578	4,895	5,350	5,955
营业利润率	9.1%	9.2%	7.6%	7.6%	9.3%	11.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	2	0	0	0	0	负债股东权益合计	10,160	11,147	11,295	11,450	12,234	13,270
税前利润	646	702	534	622	891	1,188	比率分析						
利润率	9.1%	9.2%	7.6%	7.6%	9.3%	11.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-106	-145	-104	-93	-134	-178	每股指标						
所得税率	16.4%	20.6%	19.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.805	0.830	0.635	0.780	1.116	1.489
净利润	540	557	430	529	757	1,010	每股净资产	8.660	9.364	9.586	10.439	11.109	12.003
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.333	1.013	0.721	0.973	1.399	1.977
归属于母公司的净利润	540	557	430	529	757	1,010	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.309	0.442	0.590
净利率	7.6%	7.3%	6.1%	6.5%	7.9%	9.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.30%	8.86%	6.62%	7.47%	10.05%	12.41%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	5.32%	5.00%	3.81%	4.62%	6.19%	7.61%
净利润	540	557	430	529	757	1,010	投入资本收益率	5.90%	3.47%	3.89%	6.94%	9.15%	11.19%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	257	235	167	156	157	157	主营业务收入增长率	10.01%	6.43%	-7.43%	15.99%	17.03%	13.06%
非经营收益	10	-298	-146	113	74	75	EBIT 增长率	31.86%	-33.24%	12.62%	79.70%	39.33%	31.05%
营运资金变动	87	186	38	-132	-30	113	净利润增长率	38.63%	3.09%	-22.78%	22.87%	43.19%	33.41%
经营活动现金净流	895	680	489	666	958	1,354	总资产增长率	5.79%	9.72%	1.33%	1.37%	6.85%	8.47%
资本开支	-382	-30	-105	-11	-230	-230	资产管理能力						
投资	-513	-130	-673	0	0	0	应收账款周转天数	50.0	54.3	60.2	50.0	50.0	50.0
其他	54	39	107	0	0	0	存货周转天数	111.7	113.4	116.1	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-842	-121	-671	-11	-230	-230	应付账款周转天数	103.9	104.1	99.9	100.0	100.0	100.0
股权募资	0	0	132	261	0	0	固定资产周转天数	60.8	53.9	52.9	40.5	29.9	22.3
债权募资	-19	0	-62	-261	8	8	偿债能力						
其他	-204	-189	-264	-285	-377	-479	净负债/股东权益	-0.47%	-38.17%	-45.34%	-46.90%	-48.73%	-53.03%
筹资活动现金净流	-223	-189	-194	-285	-369	-471	EBIT 利息保障倍数	8.1	10.5	8.5	15.3	25.5	46.0
现金净流量	-170	370	-376	370	359	653	资产负债率	42.79%	43.61%	42.46%	38.19%	38.44%	38.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	12	25	39	95
增持	0	0	6	10	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.19	1.24	1.03

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-28	增持	28.91	N/A
2	2019-08-16	增持	34.78	N/A
3	2019-10-25	增持	35.18	N/A
4	2020-03-01	增持	25.74	N/A
5	2020-04-23	买入	27.80	N/A
6	2020-08-27	买入	40.20	52.00~52.00
7	2020-10-09	买入	37.70	N/A
8	2020-10-27	买入	38.28	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402