

## 证券研究报告

### 公司研究

### 事项点评

上海家化(600315.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺织服装行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

联系电话: +86 18516582264

邮箱: liyuanyuan1@cindasc.com

#### 相关研究

《上海家化(600615.SH):迎接新机遇,百年国货日化龙头再起航 2020.7

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 降本增效驱动业绩超预期, 复兴佰草集可期

2021年2月3日

**事件:**公司公布2020年年报,报告期内实现收入70.32亿元,同比下滑7.4%,实现归母净利润4.30亿元,同比下滑22.8%,实现扣非归母净利润3.96亿元,同比增长4.3%,实现EPS为0.63元;同时公布分红预案,每10股派息2元。公司收入基本符合预期,业绩略超预期。

#### 点评:

- **受佰草集等品牌调整影响收入有所下滑,玉泽等品牌逆势高速增长。**公司20年收入下滑7.4%,主要受佰草集、高夫、美加净等品牌调整拖累,线下渠道增长乏力,同时玉泽等品牌表现良好,线上平稳增长。**分品类看:**1) 护肤品业务下滑19%,收入占比31%,其中佰草集品牌在去渠道库存、品牌精简SKU以及百货渠道优化等多方面调整影响下下滑50%以上,高夫美加净受渠道与产品调整影响双位数下滑,玉泽享皮肤学护肤赛道高景气度、社交电商流量红利以及扎实的产品力沉淀高增200%以上,双妹尚在起步期,实现高增长;2) 个护家清业务基本持平,收入占比34%,其中六神微增,表现稳定;家安受疫情影响加大除菌类产品布局实现30%以上增长;3) 母婴业务基本持平,收入占比29%,其中汤美星受益于线上化布局实现个位数增长。**分渠道来看:**1) 线上渠道增长15%,占比提升8pct至42%,受益于疫情催化及高增品牌玉泽主要通过线上销售;2) 线下渠道下滑19%,与百货、CS渠道调整有关,关闭400余家低产百货专柜。总体上,20年在品牌调整过程中收入有所下滑,同时不断孵化高增长新锐品牌。
- **降本增效初见成效,期间费用优化带动扣非净利率提升。**公司20年毛利率为59.95%,相比去年同期下降1.9pct,主要受新会计准则影响,同一口径下毛利率基本持平;公司20年销售费用率为41.6%,管理费用率为10.3%,两者合计相比去年同期下降2.7pct,主要在于营销类费用投放优化,营销类费用占收入比重下滑2.6pct,其次人力成本优化0.2pct;此外,公司20年对联营企业投资收益减少0.31亿,公允价值变动收益减少0.56亿元,净利率有所拖累。综合而言,公司净利率下降1.21pct,扣非净利率在降本增效举措下提升0.6pct至5.63%。
- **以消费者为核心持续推进品牌创新及渠道进阶工作,21年重启佰草集复兴,未来可期。**自20年5月新任高管上任以来,公司以用户为中心,持续推进品牌创新(梳理品牌战略,聚焦TOP SKU)、渠道进阶(缩编百货门店、新零售赋能传统CS)、运营创新(建立DBPI系统提升投放效率等)三大战略,20年费用端初见成效。伴随品牌调整节奏,21年将重启佰草集复兴,继续重点推进爆品打造、毛利提升等重点项目,同时依靠数据化赋能优化费用投放效率,实现多品牌共同发展,股权激励彰显管理层信心,未来可期。
- **盈利预测与投资评级:**我们看好公司未来发展,佰草集调整一年未来有望通过新品推动复苏,玉泽将继续保持高增长。我们调整公司盈利预测,请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

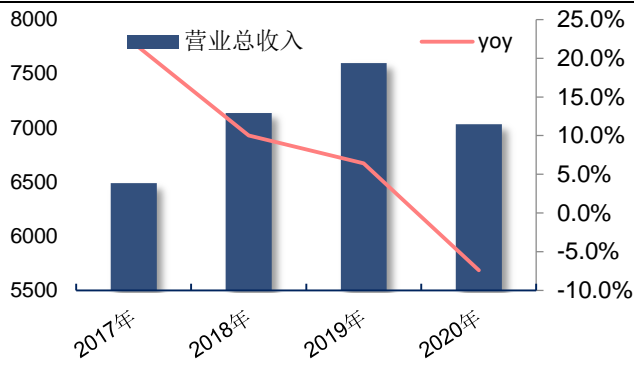
主要在于公司降本增效已见成效，预计公司 2021-2023 年收入分别为 83.0 亿、94.1 亿、106.1 亿元，摊薄每股收益分别为 0.74 元（原预测 0.72 元）、1.15 元（原预测 1.08 元）、1.60 元，目前股价（2021 年 2 月 2 日）对应估值为 48.7 倍、31.3 倍、22.7 倍，公司 21 年收入端有望重启增长，降本增效逐步开始见效，维持买入评级。

➤ **风险因素：**玉泽等品牌收入不达预期；组织架构及品牌调整等不达预期

| 重要财务指标            | 2019A | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E  |
|-------------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业总收入(百万元)        | 7,597 | 7,032  | 8,303 | 9,407 | 10,606 |
| 增长率 YoY %         | 6.4%  | -7.4%  | 18.1% | 13.3% | 12.8%  |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 557   | 430    | 505   | 787   | 1,082  |
| 增长率 YoY%          | 3.1%  | -22.8% | 17.3% | 55.9% | 37.5%  |
| 毛利率%              | 61.9% | 60.0%  | 60.7% | 61.3% | 61.8%  |
| 净资产收益率ROE%        | 8.9%  | 6.6%   | 7.2%  | 10.1% | 12.2%  |
| EPS(摊薄)(元)        | 0.82  | 0.63   | 0.74  | 1.16  | 1.60   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 37.65 | 54.73  | 48.73 | 31.27 | 22.74  |
| 市净率 P/B(倍)        | 3.34  | 3.62   | 3.51  | 3.16  | 2.77   |

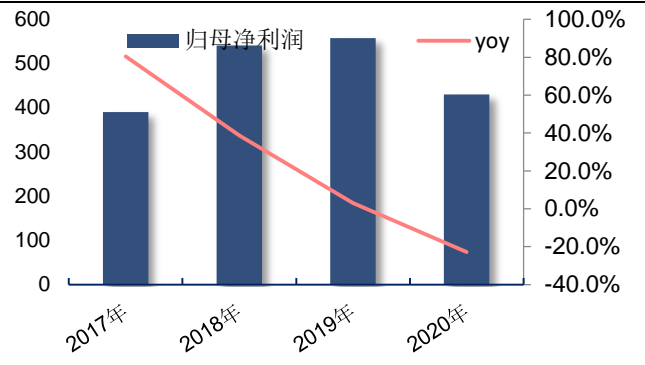
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 2 月 2 日收盘价

图 1：公司 17-20 年营业收入及增速（百万）



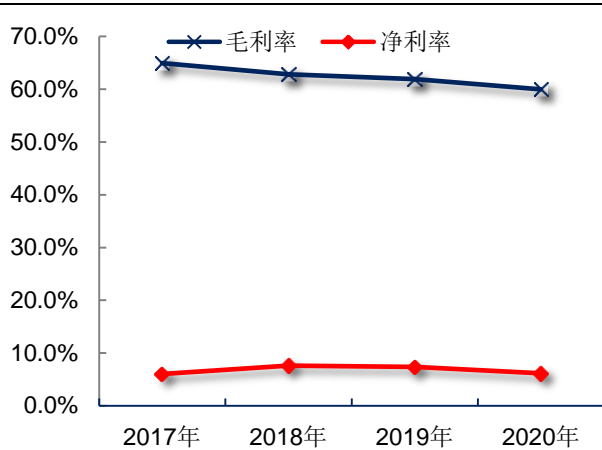
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：公司 17-20 年归母净利润及增速（百万）



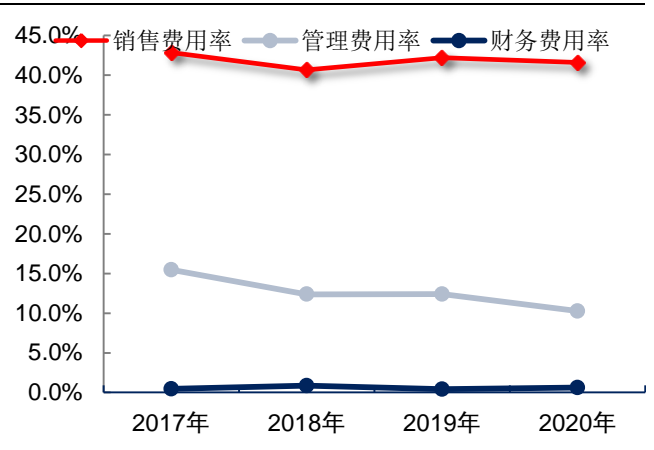
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：公司 17-20 年毛利率及净利率变化



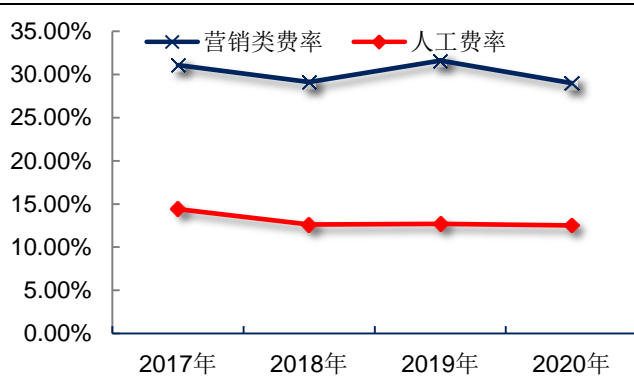
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：公司 17-20 年期间费用率变化情况



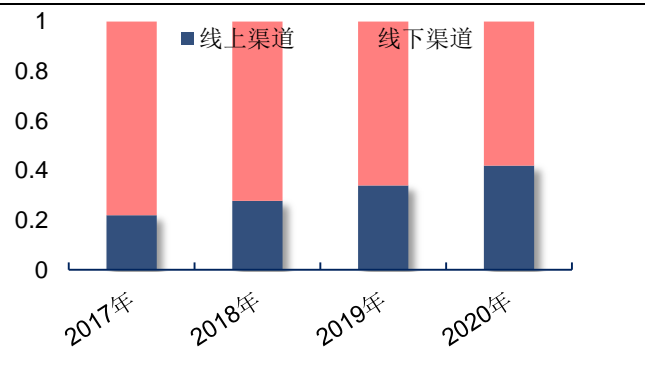
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：公司 17-20 年销售费率及管理费率重点拆分项目



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：公司 17-20 年线上线下渠道结构变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

| 会计年度            | 2019A         | 2020A         | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>     | <b>5,878</b>  | <b>6,155</b>  | <b>7,111</b>  | <b>8,292</b>  | <b>9,801</b>  |
| 货币资金            | 1,609         | 1,287         | 1,878         | 2,751         | 3,924         |
| 应收票据            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应收账款            | 1,229         | 1,090         | 1,297         | 1,469         | 1,656         |
| 预付账款            | 64            | 47            | 55            | 62            | 69            |
| 存货              | 925           | 867           | 1,000         | 1,117         | 1,243         |
| 其他              | 2,050         | 2,865         | 2,880         | 2,894         | 2,909         |
| <b>非流动资产</b>    | <b>5,270</b>  | <b>5,140</b>  | <b>5,117</b>  | <b>5,102</b>  | <b>5,087</b>  |
| 长期股权投资          | 391           | 476           | 476           | 476           | 476           |
| 固定资产(合)         | 1,122         | 1,019         | 969           | 919           | 869           |
| 无形资产            | 821           | 769           | 804           | 839           | 874           |
| 其他              | 2,936         | 2,877         | 2,868         | 2,868         | 2,868         |
| <b>资产总计</b>     | <b>11,147</b> | <b>11,295</b> | <b>12,227</b> | <b>13,394</b> | <b>14,888</b> |
| <b>流动负债</b>     | <b>2,865</b>  | <b>2,876</b>  | <b>3,303</b>  | <b>3,683</b>  | <b>4,095</b>  |
| 短期借款            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付票据            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付账款            | 824           | 718           | 831           | 927           | 1,032         |
| 其他              | 2,041         | 2,157         | 2,472         | 2,756         | 3,063         |
| <b>非流动负债</b>    | <b>1,997</b>  | <b>1,920</b>  | <b>1,920</b>  | <b>1,920</b>  | <b>1,920</b>  |
| 长期借款            | 1,138         | 1,062         | 1,062         | 1,062         | 1,062         |
| 其他              | 859           | 858           | 858           | 858           | 858           |
| <b>负债合计</b>     | <b>4,862</b>  | <b>4,796</b>  | <b>5,223</b>  | <b>5,603</b>  | <b>6,016</b>  |
| 少数股东权益          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 所有者权益           | 6,286         | 6,499         | 7,004         | 7,791         | 8,872         |
| <b>负债和所有者权益</b> | <b>11,147</b> | <b>11,295</b> | <b>12,227</b> | <b>13,394</b> | <b>14,888</b> |

| 会计年度       | 2019A | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E  |
|------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业总收入      | 7,597 | 7,032  | 8,303 | 9,407 | 10,606 |
| 同比 (%)     | 6.4%  | -7.4%  | 18.1% | 13.3% | 12.8%  |
| 归属母公司净利润   | 557   | 430    | 505   | 787   | 1,082  |
| 同比 (%)     | 3.1%  | -22.8% | 17.3% | 55.9% | 37.5%  |
| 毛利率 (%)    | 61.9% | 60.0%  | 60.7% | 61.3% | 61.8%  |
| ROE%       | 8.9%  | 6.6%   | 7.2%  | 10.1% | 12.2%  |
| EPS(摊薄)(元) | 0.82  | 0.63   | 0.74  | 1.16  | 1.60   |
| P/E        | 37.65 | 54.73  | 48.73 | 31.27 | 22.74  |
| P/B        | 3.34  | 3.62   | 3.51  | 3.16  | 2.77   |
| EV/EBITDA  | 36.34 | 38.52  | 34.13 | 22.89 | 16.45  |

| 会计年度         | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E         |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>营业总收入</b> | <b>7,597</b> | <b>7,032</b> | <b>8,303</b> | <b>9,407</b> | <b>10,606</b> |
| 营业成本         | 2,896        | 2,816        | 3,260        | 3,639        | 4,051         |
| 营业税金及        | 54           | 57           | 67           | 76           | 86            |
| 销售费用         | 3,204        | 2,924        | 3,428        | 3,763        | 4,158         |
| 管理费用         | 942          | 721          | 814          | 865          | 902           |
| 研发费用         | 173          | 144          | 183          | 207          | 233           |
| 财务费用         | 31           | 43           | 16           | 2            | -19           |
| 减值损失合        | -5           | -69          | -68          | -68          | -68           |
| 投资净收益        | 154          | 171          | 100          | 113          | 127           |
| 其他           | 254          | 104          | 63           | 83           | 97            |
| <b>营业利润</b>  | <b>700</b>   | <b>534</b>   | <b>631</b>   | <b>983</b>   | <b>1,352</b>  |
| 营业外收支        | 2            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| <b>利润总额</b>  | <b>702</b>   | <b>534</b>   | <b>631</b>   | <b>983</b>   | <b>1,352</b>  |
| 所得税          | 145          | 104          | 126          | 197          | 270           |
| <b>净利润</b>   | <b>557</b>   | <b>430</b>   | <b>505</b>   | <b>787</b>   | <b>1,082</b>  |
| 少数股东损        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| <b>归属母公司</b> | <b>557</b>   | <b>430</b>   | <b>505</b>   | <b>787</b>   | <b>1,082</b>  |
| EBITDA       | 559          | 606          | 697          | 1,001        | 1,322         |
| EPS(当        | 0.82         | 0.63         | 0.74         | 1.16         | 1.60          |

| 会计年度         | 2019A       | 2020A       | 2021E      | 2022E      | 2023E        |
|--------------|-------------|-------------|------------|------------|--------------|
| <b>经营活动现</b> | <b>749</b>  | <b>643</b>  | <b>660</b> | <b>937</b> | <b>1,224</b> |
| 金流           |             |             |            |            |              |
| 净利润          | 557         | 430         | 505        | 787        | 1,082        |
| 折旧摊销         | 230         | 236         | 145        | 145        | 145          |
| 财务费用         | 58          | 63          | 48         | 48         | 48           |
| 投资损失         | -154        | -171        | -100       | -113       | -127         |
| 营运资金变        | 186         | 38          | -5         | 3          | 9            |
| 其它           | -128        | 48          | 68         | 68         | 68           |
| <b>投资活动现</b> | <b>-121</b> | <b>-671</b> | <b>-22</b> | <b>-17</b> | <b>-2</b>    |
| 资本支出         | -30         | -105        | -121       | -130       | -130         |
| 长期投资         | -130        | -673        | 0          | 0          | 0            |
| 其他           | 39          | 107         | 100        | 113        | 127          |
| <b>筹资活动现</b> | <b>-186</b> | <b>-136</b> | <b>-48</b> | <b>-48</b> | <b>-48</b>   |
| 吸收投资         | 0           | 132         | 0          | 0          | 0            |
| 借款           | 0           | -62         | 0          | 0          | 0            |
| 支付利息或        | -221        | -205        | -48        | -48        | -48          |
| <b>现金流净增</b> | <b>438</b>  | <b>-222</b> | <b>591</b> | <b>873</b> | <b>1,174</b> |
| 加额           |             |             |            |            |              |

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/18/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域   | 姓名  | 手机          | 邮箱                       |
|------|-----|-------------|--------------------------|
| 销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com    |
| 华北   | 卞双  | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com   |
| 华北   | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com    |
| 华北   | 顾时佳 | 18618460223 | gushijia@cindasc.com     |
| 华北   | 魏冲  | 18340820155 | weichong@cindasc.com     |
| 华北   | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com  |
| 华北   | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com     |
| 华东总监 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东   | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com      |
| 华东   | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com        |
| 华东   | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东   | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东   | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com     |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南   | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |
| 华南   | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南   | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com  |
| 华南   | 闫娜  | 13229465369 | yanna@cindasc.com        |
| 华南   | 焦扬  | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com     |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。