

2021年02月03日

上海家化 (600315.SH)

公司快报

全年扣非净利正增长，经营效率提升效果显现

事件

公司披露年报，全年实现营收 70.32 亿元/-7.43%，归母净利润 4.30 亿元/-22.78%，扣非归母净利润 3.96 亿元/+4.30%。公司拟每 10 股派息 2 元（含税）。

其中 Q4 营收 16.70 亿元/-10.28%，归母净利润 1.18 亿元/+609%，扣非归母净利润 1.20 亿元，同比回暖。

投资要点

◆ **疫情影响全年营收，经营效率提升效果显现：**营收端，2020 年线下客流受疫情影响明显，偏向可选消费的上海家化收入端受疫情影响。其中 Q1、Q2、Q3、Q4 公司营收分别-14.8%、+2.6%、-7.5%、-10.3%。下半年公司线下渠道主动去库存叠加渠道调整，影响收入增速。

净利端，公司归母净利润下降近 23%，一是公允价值变动收益由 19 年的 8428 万元降至 2809 万元，二是 19 年存在一笔动迁补偿款，三是联营公司受疫情影响，贡献投资收益降低。若剔除非经常损益，公司 20 年扣非净利同比正增长。其中 Q4 公司实现扣非净利 1.18 亿元，同比回暖，公司渠道调整、供应链整合、员工优化后，经营效率提升效果显现。

◆ **积极拥抱线上化及新渠道，各品牌战略稳步推进：**分渠道看，2020 年公司线上线下分别实现营收 29.8 亿元及 40.5 亿元，分别占比 42%与 58%，线上占比进一步提升。化妆品行业偏向标品，线上渠道具有更高效率，且消费线上化趋势在疫情后加速。公司顺应消费习惯变化积极布局直播、社交零售等线上渠道，叠加汤美星推进线上业务转型，公司 20 年线上渠道实现收入增速约 15%。线下渠道中，百货渠道受疫情影响较大，佰草集渠道策略性收缩，最终线下渠道收入降低 19%。

分品类看，2020 年公司护肤、个护家清、母婴、合作品牌营收分别占比约 31%、34%、29%、5%。其中护肤下降 19%，玉泽通过布局直播渠道取得三位数增长；佰草集由于渠道优化及主动去库存有所下降；典萃逐步独立化运作，于屈臣氏取得快速增长；高夫、美加净处于调整期；双妹电商大力推动，取得高双位数增长。个护家清下降 1.2%，六神在花露水品类夯实龙头地位，预计整体销售随市场微增；家安品牌受疫情推动，获得双位数成长。母婴基本持平，启初品牌调整成效显著，电商市场份额在 12 月再创新高，汤美星海外业务依托电商取得疫情期间逆势增长，国内业务消化库存、优化产品线。合作品牌下降 4.7%。

◆ **经营效率提升效果逐步显现，剔除动迁基数后经营现金流向好：**盈利能力方面，2020 年公司毛利率下降 1.9pct 至 60.0%，主要是 Q4 毛利率下降 7.7pct，预计主要是百货渠道调整影响。费用端，公司销售费用下降 8.7%，管理费用下降 23%，研发费用下降 17%，期间费用积极管控，助力公司经营效率提升。公司整体期间费用率下降 2.8pct 至 54.5%，净利率略有降低，主要源于非经常损益影响，考虑扣非后净利率，随着公司渠道调整、电商优化、供应链整合、员工瘦身，Q4 公司期间费用率降低 15.46pct，经营净利率提升 7.7pct，经营效率提升效果显现，推动公司 Q4 扣非净

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2021-02-03)

39.91 元

交易数据

总市值(百万元)	27,057.76
流通市值(百万元)	26,789.53
总股本(百万股)	677.97
流通股本(百万股)	671.25
12个月价格区间	24.44/52.20 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.72	-25.29	9.6
绝对收益	4.46	-15.73	28.32

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsc.cn
 021-20377089

分析师

吴雨舟
 SAC 执业证书编号：S0910520080001
 wuyuzhou@hua.jinsc.cn
 021-20377061

相关报告

- 上海家化：线下部分受疫情影响明显，Q2 营收重回正增长 2020-08-27
- 上海家化：下半年加大营销投放，促进品牌建设及线上转型 2020-02-20
- 上海家化：三季度业绩有所调整，太极精华新品有望推升营收增速 2019-10-25
- 上海家化：品牌营销初见成效，二季度收入、扣非净利润增速环比回升 2019-08-16
- 上海家化：美妆或迎拐点，家化重新起航 2019-04-02

利同比回暖。

存货方面，2020年末公司存货下降6.3%至8.67亿元，存货周转天数同比增长3天至115天，疫情后公司通过的积极地去库存，存货优化情况良好。

现金流方面，2020年公司经营活动现金流入下降1.2%，流出增加0.1%，经营活动现金流量净额下降14%至6.43亿元，下降受19年动迁补偿高基数影响，若剔除该影响，2020年公司经营活动现金流净额同比提升约20%。

- ◆ **行业增长带动发展契机，激励计划彰显公司信心：**展望未来，化妆品市场持续稳步增长，Euromonitor 预计国内化妆品 2019~2024 年的年复合增速约 8.6%，其中日化增速约 11.6%，护肤品增速约 12.5%，洗浴产品增速约 4.7%，日化、护肤行业的双位数增长及线上化为公司发展提供契机。公司各品牌战略持续推进，2021 年将重点推进爆品打造、佰草集复兴，毛利提升等项目，力争 21 年营收相比 20 年实现双位数增长。另外公司努力推进 3 年规划，2021 年目标净利润 4.1~4.8 亿元，2022 年目标净利润 7~8.3 亿元，2023 年目标净利润 10~11.6 亿元，较高的未来增长目标彰显公司发展信心。
- ◆ **投资建议：**上海家化是国内多品牌化妆品公司的龙头之一，公司管理层更迭推升内部治理能力，各品牌战略稳步推进，激励计划彰显公司信心。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.72、0.99 和 1.23 元。净资产收益率分别为 7.0%、9.0%和 10.4%。目前公司 PE (21E) 约为 56 倍，维持“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**美妆品牌复苏或推升费用率；海外品牌促销影响化妆品市场；疫情影响时段存在不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,597	7,032	7,957	8,838	9,748
YoY(%)	6.4	-7.4	13.2	11.1	10.3
净利润(百万元)	557	430	488	672	835
YoY(%)	3.1	-22.8	13.4	37.7	24.3
毛利率(%)	61.9	60.0	60.9	61.4	61.9
EPS(摊薄/元)	0.82	0.63	0.72	0.99	1.23
ROE(%)	8.9	6.6	7.0	9.0	10.4
P/E(倍)	48.6	62.9	55.5	40.3	32.4
P/B(倍)	4.3	4.2	3.9	3.6	3.4
净利率(%)	7.3	6.1	6.1	7.6	8.6

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5878	6155	7047	7067	8527	营业收入	7597	7032	7957	8838	9748
现金	1,609	1,287	1,591	1,853	2,850	营业成本	2896	2816	3115	3412	3712
应收票据及应收账款	1,276	1,177	1,476	1,372	1,607	营业税金及附加	54	57	61	67	76
预付账款	64	47	100	54	109	营业费用	3204	2924	3223	3535	3870
存货	925	867	1,089	996	1,169	管理费用	942	721	836	901	975
其他流动资产	69	46	57	59	60	研发费用	173	144	159	172	185
非流动资产	5,270	5,140	4,960	4,802	4,659	财务费用	31	43	34	-0	-24
长期投资	391	476	476	476	476	资产减值损失	-5	-69	50	40	40
固定资产	1122	1019	901	782	662	公允价值变动收益	84	28	0	0	0
无形资产	831	778	729	681	633	投资净收益	154	171	130	130	130
其他非流动资产	762	801	825	849	875	营业利润	700	534	610	840	1044
资产总计	11147	11295	12007	11869	13187	营业外收入	3	4	5	5	5
流动负债	2865	2876	3632	3520	4226	营业外支出	1	4	4	5	5
短期借款	0	0	53	0	0	利润总额	702	534	610	840	1044
应付票据及应付账款	824	718	1012	921	1223	所得税	145	104	122	168	209
其他流动负债	397	540	557	573	591	税后利润	557	430	488	672	835
非流动负债	1997	1920	1407	910	938	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	1138	1062	523	0	0	归属母公司净利润	557	430	488	672	835
其他非流动负债	859	858	884	910	938	EBITDA	756	818	831	1029	1213
负债合计	4862	4796	5038	4430	5163						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	671	678	678	678	678	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	866	978	978	978	978	成长能力					
留存收益	4708	4971	5312	5782	6367	营业收入(%)	6.4	-7.4	13.2	11.1	10.3
归属母公司股东权益	6286	6499	6969	7439	8023	营业利润(%)	8.3	-23.8	14.2	37.7	24.3
负债和股东权益	11147	11295	12007	11869	13187	归属于母公司净利润(%)	3.1	-22.8	13.4	37.7	24.3
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	61.9	60.0	60.9	61.4	61.9
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	7.3	6.1	6.1	7.6	8.6
经营活动现金流	749	643	735	931	1117	ROE(%)	8.9	6.6	7.0	9.0	10.4
净利润	557	430	488	672	835	ROIC(%)	12.4	15.4	19.1	28.1	40.6
折旧摊销	230	236	187	190	193	偿债能力					
财务费用	31	43	34	-0	-24	资产负债率(%)	43.6	42.5	42.0	37.3	39.2
投资损失	-154	-171	-130	-130	-130	流动比率	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0
营运资金变动	1568	130	155	200	243	速动比率	1.7	1.8	1.6	1.7	1.7
其他经营现金流	-1483	-25	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-121	-671	109	108	106	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
筹资活动现金流	-186	-136	-539	-777	-227	应收账款周转率	6.5	5.7	6.0	6.2	6.5
						应付账款周转率	9.2	9.1	9.2	9.1	9.1
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.63	0.72	0.99	1.23	P/E	48.6	62.9	55.5	40.3	32.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	0.95	1.08	1.37	1.65	P/B	4.3	4.2	3.9	3.6	3.4
每股净资产(最新摊薄)	9.27	9.59	10.28	10.97	11.83	EV/EBITDA	23.2	24.1	27.0	21.0	17.0

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn