

上海家化 (600315)

证券研究报告

2021年02月05日

潘帅改革效果立现，百年家化复兴拐点已至

公司2020年实现营业收入70.3亿元，同比下滑7.43%；实现归母净利润4.3亿元，同比下滑22.78%。实现扣非净利润3.96亿元，同比增长4.3%，实现经营性现金流6.43亿元，同口径同比增长近20%。受疫情影响，公司线下收入同比下滑19%，线下收入占比58%。线上同比增长15%，线上占比提升至42%。

单四季度同比净利润超高速增长，扣非净利润同比增长300倍。公司重新梳理品牌矩阵，确定了差异化的品牌发展策略。同时聚焦品牌，调整渠道，结合高科技oCPM系统提高投放效率。2020年公司整体毛利率接近60%，同比减少1.9pct。关闭部分高毛利低效渠道是为了资源聚焦头部提效，同时公司也在不断进行降本增效，提高每一个单品的毛利率，未来将以更多高毛利品牌进行迭代。

销售费用、管理费用实现多年来首次同比下降。销售费用和管理费用分别同比下降8.73%和23.48%，销售费用率和管理费用率分别同比下降0.6pct和0.1pct，反映出公司在业务调整过程时在费用优化方面已经取得了明显的效果。2020年共关闭462家低单产专柜及门店，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，多个渠道在2020年呈现销售费用率下降的趋势。

优化组织架构，品牌研发强绑定。公司披露社会责任报告，确定了以环境社会治理模式来驱动企业长期可持续发展的战略。2021年希望通过持续的数字化和系统流程简化来提升整个组织业务的可视度和效率，通过积极向上的文化改造来大幅提升员工的凝聚力和战斗力。

强化“消费者决定”认知，以结果导向确认品牌增长策略。采用oCPM&DBPI系统，建立了营销效果监管机制，提高投放效率，确保了持续的效率营销。更是坚定不移地对盈利能力下滑的子渠道进行关停，优化人员结构，资源倾斜至头部渠道提效。

公司自新管理层上任以来，专注于在1个中心、2个基本点、3个助推器的策略框架下进行持续的改善。将思维方式由中心化的“一把手决定”改变为去中心化的“消费者决定”，持续加强以消费者洞察和行业趋势引领决策；不断加强品牌创新和渠道进阶，通过数字化赋能和简化组织架构提高效率。看好家化组织持续焕活重塑提效，综合预计2021-2023公司净利润5/8.4亿/11.7亿，对应PE60/35/25倍，持续推荐。

风险提示：市场竞争激烈，战略执行未达预期，疫情对经营产生不确定性影响

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,596.95	7,032.39	7,474.37	8,352.52	9,533.77
增长率(%)	6.43	(7.43)	6.28	11.75	14.14
EBITDA(百万元)	928.39	962.56	801.78	1,236.43	1,648.08
净利润(百万元)	557.09	430.20	499.90	840.21	1,170.59
增长率(%)	3.09	(22.78)	16.20	68.08	39.32
EPS(元/股)	0.82	0.63	0.74	1.24	1.73
市盈率(P/E)	53.43	69.18	59.54	35.42	25.43
市净率(P/B)	4.73	4.58	4.24	3.85	3.40
市销率(P/S)	3.92	4.23	3.98	3.56	3.12
EV/EBITDA	18.86	20.51	32.36	19.90	14.34

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	47.51元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	677.97
流通A股股本(百万股)	671.25
A股总市值(百万元)	32,210.33
流通A股市值(百万元)	31,891.01
每股净资产(元)	9.59
资产负债率(%)	42.46
一年内最高/最低(元)	52.20/24.44

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《上海家化-季报点评:Q3业绩+33%环比改善明显，组织焕活重塑提效》2020-10-27
- 《上海家化-公司点评:推出股权激励彰显增长信心，2022/23年目标业绩+70%/40%yoy，看好组织焕活重塑提效》2020-10-12
- 《上海家化-半年报点评:疫情影响&调整阵痛致短期承压，看好组织焕活重塑提效》2020-09-04

1. 事件

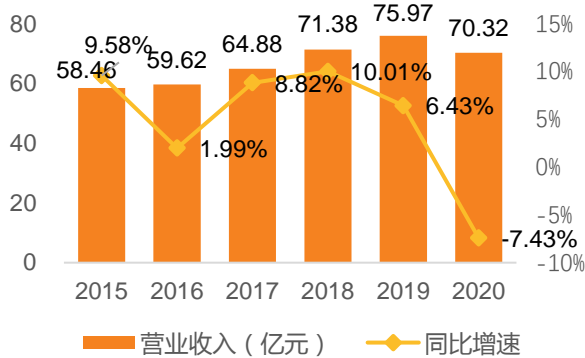
公司公告, 公司 2020 年总营收 70.32 亿元, -7.43%yoy, 归母净利润 4.3 亿元, -22.78%yoy。扣非后归母净利 3.96 亿元, +4.3%yoy。其中 2020Q4 营收 16.7 亿元, -10.31%yoy, 归母净利润 1.18 亿元, +608.71%yoy, 扣非归母净利润 1.2 亿元, 去年同期为-39.4 万元。

2. 点评

2.1. 营业收入: 20 年营收同比下降 7.43%, 线上占比持续增加

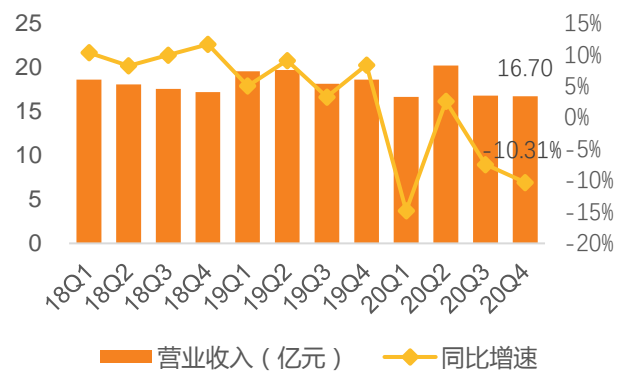
公司 2020 年总营收 70.32 亿元, -7.43%yoy, 分季度看, 2020Q1/Q2/Q3/Q4 总营收分别为 16.65/20.2/16.78/16.7 亿元, 同比-14.81%/+2.59%/-7.45%/-10.31%。线上渠道实现 29.76 亿元营业收入, 同比增长 15.24%, 占比达到 43.35%。

图 1: 公司 2020 年营业收入同比减少 7.43%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

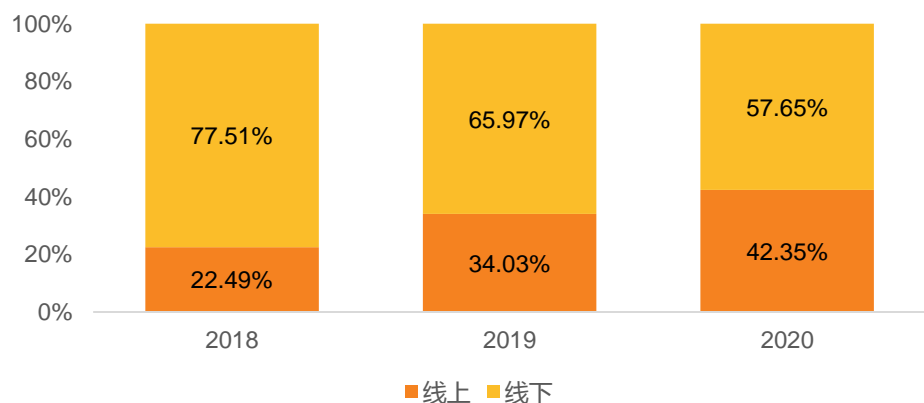
图 2: 公司单季度营收及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

品牌聚焦, 渠道调整。公司将佰草集、双妹、玉泽、典萃、高夫、美加净放入护肤品类, 六神、家安归为个人护理, 启初和汤美星归为母婴品类, 片仔癀、艾合美、芳芯、碧缇丝划为合作品牌。重新梳理品牌矩阵, 确定了差异化的品牌发展策略。依托各品牌定位将佰草集、双妹、玉泽等护肤品类作为快速发展品类, 将六神、启初、高夫等列为细分冠军品类, 将家安、美加净等列为细分领先品类。公司聚焦头部产品, 逐步减少现有产品中的长尾产品, 把资源聚焦在爆品的打造上面, 结合 DBPI 新营销系统, 提升效能。

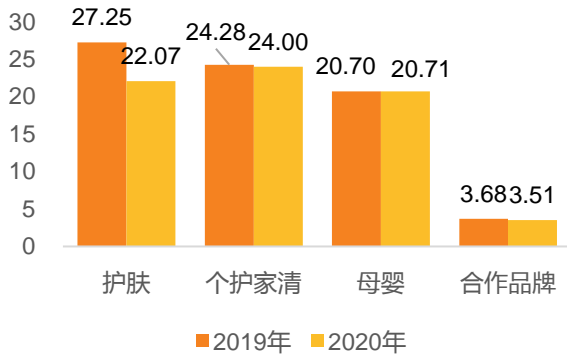
图 3: 2020 年线上渠道占比达到 42.35%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

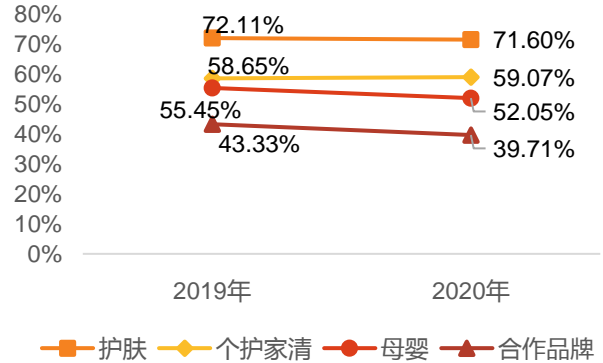
分品类看，2020 年护肤、个护家清、母婴、合作品牌营收分别为 22.07、24、20.71、3.51 亿元，占比分别为 31.4%、34.14%、29.47%、4.99%；毛利率分别为 71.6%、59.07%、52.05%、39.71%。

图 4：公司分品类营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司分品类毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分地区看，2020 年华东地区实现营收 10.97 亿元，同比降低-9.87%，占比为 15.61%，是除海外以外各地区中最高的；海外市场营收为 18.2 亿元，同比增加 10.91%，疫情压力下依托电商快速发展实现疫情期间逆势增长，占比为 25.9%，毛利率为 52.36%；其他（线上）营收为 22.78 亿元，毛利率为 69.72%处于各地区中最高。

表 1：公司主营业务分地区情况

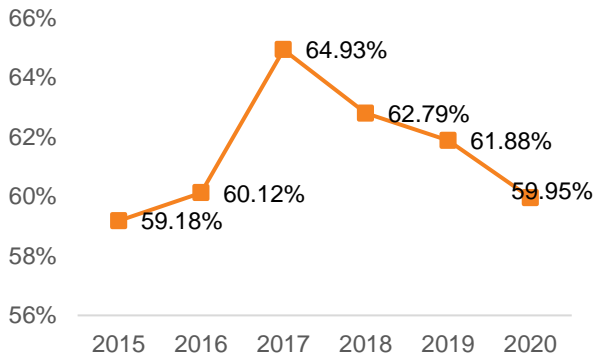
地区	营业收入 (亿元)	营收同比增减	营收占比	毛利率	毛利率同比增减
华北地区	2.49	-17.52%	3.54%	58.39%	-5.75%
华东地区	10.97	-9.87%	15.61%	56.36%	-5.22%
东北地区	1.12	-16.37%	1.59%	54.33%	-5.41%
华中地区	5.62	-12.44%	7.99%	61.34%	-3.27%
华南地区	4.86	-20.85%	6.91%	53.74%	-4.82%
西南地区	2.99	-12.85%	4.25%	60.89%	-4.16%
西北地区	0.94	-24.40%	1.34%	58.21%	-5.82%
香港	0.31	-	0.44%	19.86%	-
其他（线上）	22.78	1.96%	32.42%	69.72%	1.82%
海外	18.20	10.91%	25.90%	52.36%	-1.21%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率：20 年同比减 1.93pct 至 59.95%

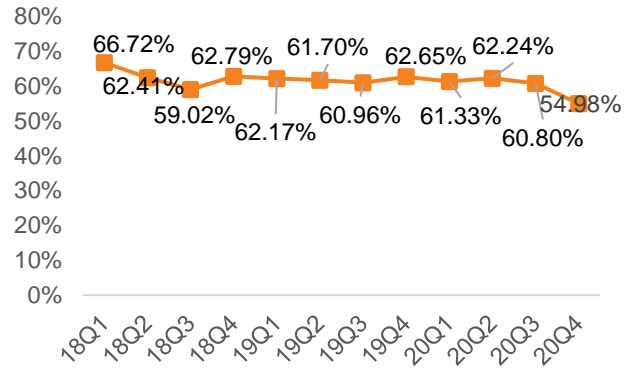
公司 2020 年毛利率为 59.95%，同比下降 1.93pct，其中 2020Q4 毛利率为 54.98%，同比下降 7.67%。

图 6：公司 2020 年综合毛利率为 59.95%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司分季度毛利率

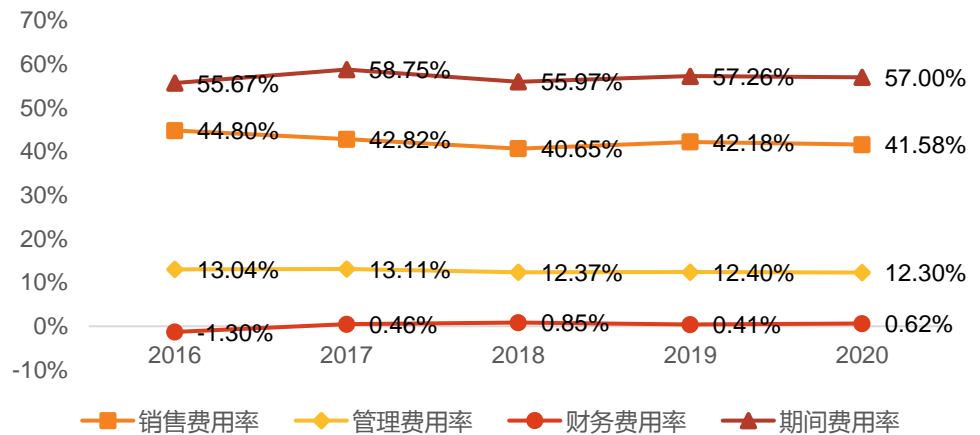


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 期间费用：积极调整经营方针，销售&管理费用首次同比下降

2020 年公司期间费用率（含研发）57%，同比下降 0.26pct；其中销售费用率 41.58%，同比下降 0.6pct，营销类费用达 28.96%；管理费用率 12.3%，同比下降 0.1pct；财务费用率 0.62%，同比上升 0.21pct；期间费用率 57%，同比下降 0.26pct，报告期内销售费用和管理费用同时实现了多年来的首次同比下降。2020 年共关闭 462 家低单产专柜及门店，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，多个渠道在 2020 年呈现销售费用率下降的趋势。

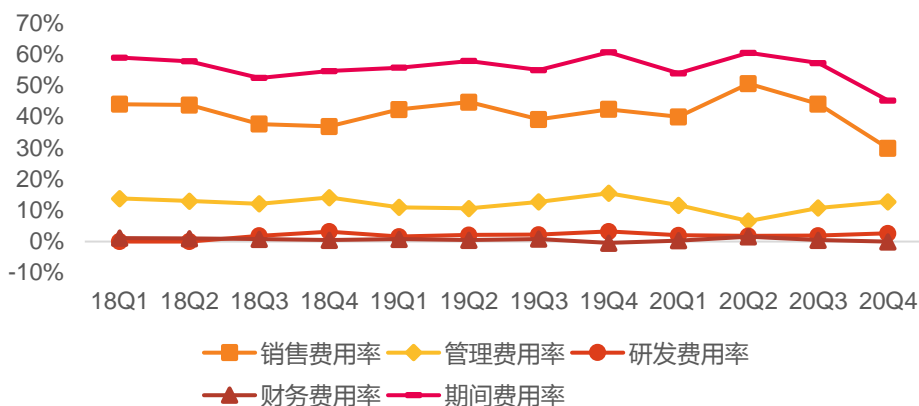
图 8：公司 2020 年期间费用率 57%，同下降 0.26pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

单季度来看，2020Q4 公司销售/管理/研发/财务/期间费用率分别为 29.85%/12.75%/2.6%/-0.02%/45.18%，相较于 2019Q4 分别同比 -12.48pct/-2.73pct/-0.64pct/+0.41pct/-15.45pct。公司上半年受到疫情的影响承压，下半年积极调整经营方针及业务结构，不断优化费率，2020Q3-4 在实现了业绩逐季复苏。

图 9：公司 20Q3-4 期间费用率逐步下降

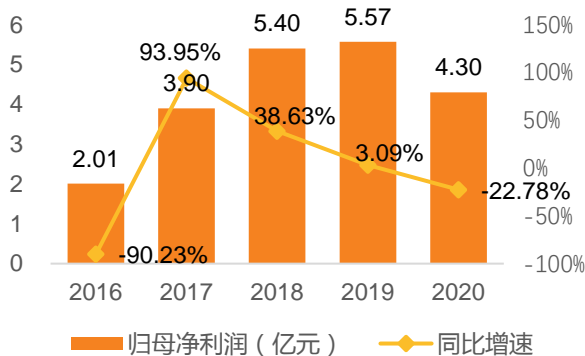


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润：业绩逐季复苏，Q4 净利润+608.71%yoy

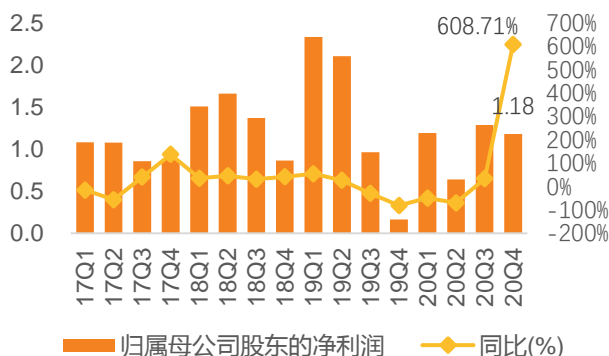
公司 2020 年归母净利润 4.3 亿元，-22.78%yoy，其中 2020Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润分别为 1.19/0.64/1.29/1.18 亿元，同比-48.89%/-69.52%/+33.37%/+608.71%。

图 10：公司 2020 年归母净利润 4.3 亿元，-22.78%yoy



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：公司单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

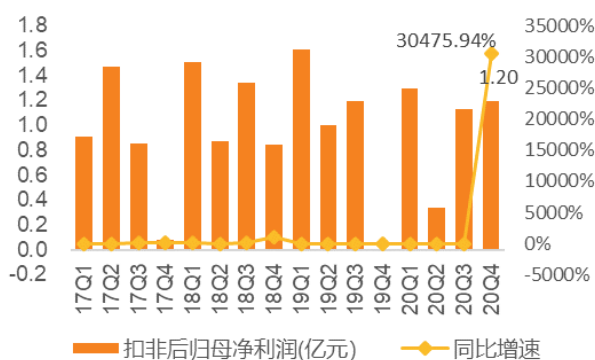
公司 2020 年扣非后归母净利 3.96 亿元，+4.3%yoy，其中 2020Q1/Q2/Q3/Q4 扣非后归母净利为 1.3/0.33/1.13/1.2 亿元，同比-19%/-66.69%/-5.5%/30475.94%。

图 12：公司 2020 年扣非归母净利润 3.96 亿元，+4.3%yoy



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：公司单季度扣非后归母净利润及增速

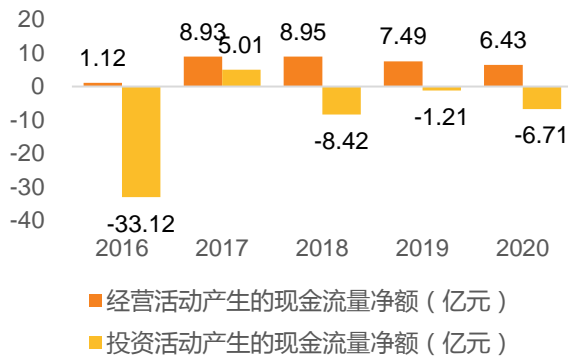


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 现金流：现金流充沛，抗风险能力较强

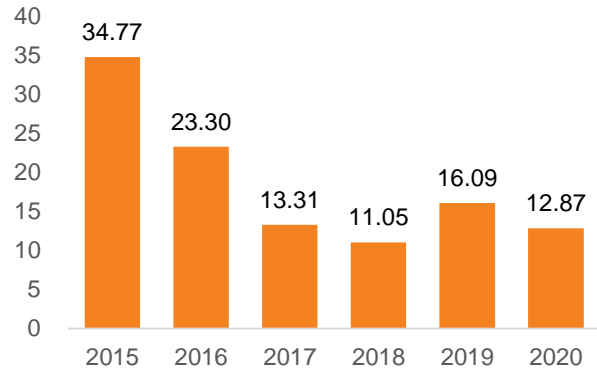
公司 2020 年经营活动产生的现金流量净额 6.43 亿元，同比下降 14.07%，绝对额覆盖净利润和扣非净利润，现金流充沛，主要系收到生产用地及办公用房的动迁款和政府补助同比减少。本期末货币资金 12.87 亿元，同比下降 20.03%。

图 14：2020 年经营活动产生的现金流量净额 6.43 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：2016-2020 年期末货币资金（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

公司自新管理层上任以来，专注于在 1 个中心、2 个基本点、3 个助推器的策略框架下进行持续的改善。将思维方式由中心化的“一把手决定”改变为去中心化的“消费者决定”，持续加强以消费者洞察和行业趋势引领决策；不断加强品牌创新和渠道进阶，通过数字化赋能和简化组织架构提高效率。看好家化组织持续焕活重塑提效，综合预计 2021-2023 公司净利润 5/8.4 亿/11.7 亿，对应 PE 60/35/25 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,609.13	1,286.71	4,490.68	5,233.70	5,619.17
应收票据及应收账款	1,228.91	1,089.57	1,160.14	960.12	1,460.00
预付账款	63.93	46.97	94.34	51.92	106.10
存货	925.17	866.51	996.79	1,029.92	1,212.81
其他	2,050.38	2,865.15	1,017.38	1,234.70	1,851.92
流动资产合计	5,877.52	6,154.91	7,759.34	8,510.37	10,250.01
长期股权投资	391.36	475.51	475.51	475.51	475.51
固定资产	1,122.05	1,018.62	994.58	986.42	974.80
在建工程	23.88	24.36	50.62	78.37	77.02
无形资产	830.65	777.92	728.30	678.67	629.05
其他	2,902.03	2,844.00	2,625.21	2,714.91	2,703.75
非流动资产合计	5,269.98	5,140.41	4,874.21	4,933.89	4,860.13
资产总计	11,147.49	11,295.32	12,633.55	13,444.25	15,110.14
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	823.86	718.26	962.94	847.41	1,153.36
其他	2,041.16	2,157.46	2,174.01	2,345.34	2,695.28
流动负债合计	2,865.02	2,875.72	3,136.95	3,192.74	3,848.63
长期借款	1,138.00	1,062.39	1,705.00	1,700.00	1,695.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	858.73	857.99	766.58	827.77	817.45
非流动负债合计	1,996.73	1,920.38	2,471.58	2,527.77	2,512.45
负债合计	4,861.74	4,796.10	5,608.54	5,720.51	6,361.08
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	5,574.08	5,949.09	6,347.04	7,045.77	8,071.09
其他	(825.33)	(1,106.20)	(978.37)	(978.37)	(978.37)
股东权益合计	6,285.75	6,499.22	7,025.01	7,723.74	8,749.06
负债和股东权益总计	11,147.49	11,295.32	12,633.55	13,444.25	15,110.14

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	557.09	430.20	499.90	840.21	1,170.59
折旧摊销	230.10	235.55	107.41	110.03	112.59
财务费用	57.87	62.73	66.04	70.14	61.92
投资损失	(153.99)	(171.20)	(100.00)	(70.00)	(60.00)
营运资金变动	1,586.82	110.94	(341.19)	518.73	(98.07)
其它	(1,529.14)	(24.79)	400.00	500.00	600.00
经营活动现金流	748.76	643.43	632.16	1,969.11	1,787.03
资本支出	54.12	51.30	151.40	18.82	60.32
长期投资	115.19	84.15	0.00	0.00	0.00
其他	(290.11)	(806.41)	1,820.92	(1,028.82)	(1,250.32)
投资活动现金流	(120.81)	(670.95)	1,972.32	(1,010.00)	(1,190.00)
债权融资	1,143.83	1,072.57	1,712.21	1,707.74	1,703.37
股权融资	(76.94)	(89.71)	64.30	(67.64)	(59.41)
其他	(1,252.76)	(1,119.07)	(1,177.02)	(1,856.20)	(1,855.52)
筹资活动现金流	(185.87)	(136.21)	599.49	(216.09)	(211.55)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	442.08	(163.73)	3,203.97	743.02	385.47

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,596.95	7,032.39	7,474.37	8,352.52	9,533.77
营业成本	2,896.00	2,816.16	2,989.75	3,232.42	3,594.23
营业税金及附加	53.58	56.90	57.14	63.45	74.15
营业费用	3,204.13	2,924.33	3,288.72	3,591.58	4,004.18
管理费用	941.79	720.61	754.91	701.61	791.30
研发费用	172.83	144.27	149.49	167.05	190.68
财务费用	31.42	43.30	66.04	70.14	61.92
资产减值损失	(5.00)	(68.76)	40.00	40.00	3.75
公允价值变动收益	84.28	28.09	400.00	500.00	600.00
投资净收益	153.99	171.20	100.00	70.00	60.00
其他	(636.28)	(337.47)	(1,000.00)	(1,140.00)	(1,320.00)
营业利润	700.22	533.75	628.32	1,056.26	1,473.57
营业外收入	2.75	4.44	2.00	3.00	2.00
营业外支出	0.97	4.21	0.40	0.50	0.50
利润总额	701.99	533.98	629.92	1,058.76	1,475.07
所得税	144.90	103.78	130.03	218.55	304.48
净利润	557.09	430.20	499.90	840.21	1,170.59
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	557.09	430.20	499.90	840.21	1,170.59
每股收益(元)	0.82	0.63	0.74	1.24	1.73

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	6.43%	-7.43%	6.28%	11.75%	14.14%
营业利润	8.34%	-23.77%	17.72%	68.11%	39.51%
归属于母公司净利润	3.09%	-22.78%	16.20%	68.08%	39.32%
获利能力					
毛利率	61.88%	59.95%	60.00%	61.30%	62.30%
净利率	7.33%	6.12%	6.69%	10.06%	12.28%
ROE	8.86%	6.62%	7.12%	10.88%	13.38%
ROIC	12.44%	12.60%	20.45%	27.87%	47.43%
偿债能力					
资产负债率	43.61%	42.46%	44.39%	42.55%	42.10%
净负债率	-7.40%	-3.29%	-39.55%	-45.65%	-44.76%
流动比率	2.05	2.14	2.47	2.67	2.66
速动比率	1.73	1.84	2.16	2.34	2.35
营运能力					
应收账款周转率	6.72	6.07	6.64	7.88	7.88
存货周转率	8.44	7.85	8.02	8.24	8.50
总资产周转率	0.71	0.63	0.62	0.64	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.82	0.63	0.74	1.24	1.73
每股经营现金流	1.10	0.95	0.93	2.90	2.64
每股净资产	9.27	9.59	10.36	11.39	12.90
估值比率					
市盈率	53.43	69.18	59.54	35.42	25.43
市净率	4.73	4.58	4.24	3.85	3.40
EV/EBITDA	18.86	20.51	32.36	19.90	14.34
EV/EBIT	23.51	25.23	37.37	21.85	15.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com