

上海家化（600315）：品牌渠道全方位梳理，盈利能力显著改善

2021 年 02 月 25 日

推荐/维持

上海家化

公司报告

事件：公司发布 2020 年财报，实现营业收入 70.32 亿元，同比下降 7.43%，归母净利润 4.3 亿元，同比下降 22.78%，扣非后同比增长 4.3%。

积极推进品牌梳理和优化，增长潜力有望释放。新管理层上任，带领重新梳理品牌矩阵，确定差异化品牌发展策略。公司聚焦药妆、高端护肤等高毛利高增长品类，玉泽品牌乘功效护肤之风快速发展，全年增长超 200%，医研共创的不断推进，叠加营销手段的优化，品牌具有持续增长空间；定位国产高端护肤的双妹品牌重启，在大力推动电商渠道的同时试点线下门店，增长超 70%；佰草集品牌策略性收缩门店，主动消化库存，导致业绩有所下滑，但随着产品结构的梳理和去库存的完成，增长潜力有望在 2021 年释放。整体来看，护肤类业务 2020 年同比下降 6.3%，个护家清和母婴业务基本持平，带来全年营收小幅回落，考虑新准则影响同口径营收同比下降 2.5%。随着品牌梳理的完成和产品的精简优化，公司品牌定位和业务重点更为清晰，核心品牌尤其是护肤品牌的竞争力有望增强，带动增长潜力的释放。

渠道调整叠加组织优化，盈利能力显著改善。线下渠道尤其是百货渠道受疫情影响较大，同比下降约 19%；线上渠道快速增长，同比增长 15.24%，其中受海外疫情影响战略推进汤美星线上业务转型，海外电商增速约 47%。公司积极推进渠道调整布局，组织架构方面进行人员精简，强化 ROI 管理。线下渠道拥抱新零售，并精简门店，全年关闭 462 家低单产专柜及门店，为费用率的优化打下基础；线上渠道在运营能力、供应链和人员等多方面优化。公司全年销售费用率和管理费用率合计同比下降 2.75pct，费用优化效果明显。公司将进一步根据市场变化推动高净贡献低费用渠道的增长，积极贯彻渠道调整优化目标，有望进一步提高运营效率，提高盈利能力。

股权激励激发活力，品牌复兴增长可期。公司 2020 年 10 月启动限制性股票激励计划，将员工利益与公司发展绑定，充分释放公司活力。新管理层上任经营理念升级，以消费者为中心，积极推动佰草集等传统品牌整合复兴和创新品牌的高速发展，长期增长可期。

盈利预测与投资评级：看好公司多品牌全渠道发展，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.9/7.2/9.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.73/1.06/1.39 元。当前股价对应 PE 分别为 69.8/47.9/36.5 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：疫情反复影响线下渠道复苏，品牌创新和复兴不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,877.52	7,032.39	8,086.95	9,186.90	10,385.57
增长率（%）	6.43%	-7.43%	15.00%	13.60%	13.05%
归母净利润（百万元）	557.09	430.20	491.98	716.93	939.87
增长率（%）	3.09%	-22.78%	14.36%	45.72%	31.10%
净资产收益率（%）	8.86%	6.62%	7.07%	9.68%	11.69%
每股收益（元）	0.83	0.64	0.73	1.06	1.39
PE	60.99	79.09	69.76	47.87	36.51
PB	5.41	5.28	4.93	4.63	4.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

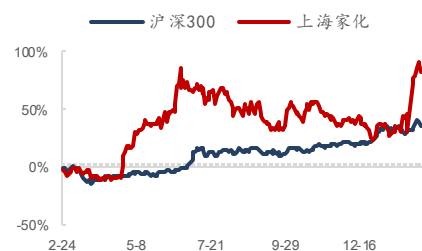
公司是中国历史最悠久的日化企业之一，主要从事化妆品、个人护理、家居护理用品的研发、设计、生产、销售及服务，主要品牌包括佰草集、高夫、美加净、启初、六神、家安等。

资料来源：wind、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	52.88-24.4
总市值（亿元）	341.09
流通市值（亿元）	337.71
总股本/流通 A 股（万股）	67,797/67,125
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.19

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵莹

010-66555446

zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070001

研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiyu_m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	5878	6155	7247	8348	9674	营业收入	7597	7032	8087	9187	10386
货币资金	1609	1287	1480	1681	1900	营业成本	2896	2816	3237	3534	3882
应收账款	1229	1090	1281	1439	1636	营业税金及附加	54	57	65	74	84
其他应收款	47	87	100	114	129	营业费用	3204	2924	3477	3858	4310
预付款项	64	47	47	36	30	管理费用	942	721	890	965	1059
存货	925	867	1015	1098	1211	财务费用	31	43	70	91	115
其他流动资产	50	46	46	46	46	研发费用	173	144	159	167	175
非流动资产合计	5270	5140	4802	4652	4509	资产减值损失	-5.00	-68.76	-36.88	-52.82	-44.85
长期股权投资	391	476	476	476	476	公允价值变动收益	84.28	28.09	56.18	42.13	49.16
固定资产	1122	1019	901	781	660	投资净收益	153.99	171.20	162.60	166.90	164.75
无形资产	821	769	762	754	747	加：其他收益	99.99	94.19	97.09	95.64	96.37
其他非流动资产	53	220	0	0	0	营业利润	700	534	611	890	1167
资产总计	11147	11295	12049	13000	14183	营业外收入	2.75	4.44	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2865	2876	3271	3771	4325	营业外支出	0.97	4.21	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	311	758	1208	利润总额	702	534	611	890	1167
应付账款	824	718	861	915	1019	所得税	145	104	119	173	227
预收款项	96	0	0	0	0	净利润	557	430	492	717	940
一年内到期的非流动负债	6	10	10	10	10	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1997	1920	1821	1821	1821	归属母公司净利润	557	430	492	717	940
长期借款	1138	1062	1062	1062	1062	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	4862	4796	5093	5593	6147	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	6.43%	-7.43%	15.00%	13.60%	13.05%
实收资本（或股本）	671	678	678	678	678	营业利润增长	8.34%	-23.77%	14.41%	45.72%	31.10%
资本公积	866	978	978	978	978	归属于母公司净利润增长	3.09%	-22.78%	14.36%	45.72%	31.10%
未分配利润	4316	4578	4940	5429	6094	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6286	6499	6956	7408	8037	毛利率(%)	61.88%	59.95%	59.97%	61.53%	62.62%
负债和所有者权益	11147	11295	12049	13000	14183	净利率(%)	7.33%	6.12%	6.08%	7.80%	9.05%
现金流量表			单位：百万元			11.53%	5.00%	3.81%	4.08%	5.51%	6.63%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	8.86%	6.62%	7.07%	9.68%	11.69%
经营活动现金流	749	643	89	512	732	偿债能力					
净利润	557	430	492	717	940	资产负债率(%)	44%	42%	42%	43%	43%
折旧摊销	124.53	180.10	129.93	123.01	123.31	流动比率	2.05	2.14	2.22	2.21	2.24
财务费用	31	43	70	91	115	速动比率	1.73	1.84	1.91	1.92	1.96
应收账款减少	0	0	-191	-158	-197	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.71	0.63	0.69	0.73	0.76
投资活动现金流	-121	-671	-139	-439	-573	应收账款周转率	7	6	7	7	7
公允价值变动收益	84	28	56	42	49	应付账款周转率	9.20	9.12	10.24	10.35	10.74
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	154	171	163	167	165	每股收益(最新摊薄)	0.83	0.64	0.73	1.06	1.39
筹资活动现金流	-186	-136	243	128	60	每股净现金流(最新摊薄)	0.66	-0.24	0.28	0.30	0.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.36	9.59	10.26	10.93	11.85
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	7	0	0	0	P/E	60.99	79.09	69.76	47.87	36.51
资本公积增加	8	113	0	0	0	P/B	5.41	5.28	4.93	4.63	4.27
现金净增加额	442	-164	193	201	219	EV/EBITDA	19.94	23.12	42.21	31.02	24.56

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	[东兴商社]化妆品深度：国产香化如何打造百年企业？	2020-12-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526