

公司研究

业务靓丽复苏，期待新品新气象

——上海家化（600315.SH）2021年一季度报点评

要点

21年一季度业绩复苏良好，收入和经营性利润均超过疫情前的19Q1水平

公司发布2021年一季度报，实现营业收入21.15亿元、同比增长27.04%；归母净利润1.69亿元、增加41.92%，扣非归母净利润1.99亿元、同比增长53.05%，EPS0.25元。

考虑到20Q1存在疫情影响，若相比于19Q1，收入增长8.24%（按新准则调整后同口径下增长约12%）、归母净利润减少27.47%，其中差异主要来自于公允价值变动收益（19Q1为8008万、21Q1为-3128万），扣除公允价值变动收益后的营业利润较19Q1增长19.38%，该计算方法下19Q1/20Q1/21Q1的营业利润率分别为9.93%、9.30%、10.95%。

多数品牌恢复明显，线下渠道实现良好增长

1) 分品牌来看：护肤品类收入增长超过40%，其中主要品牌佰草集、典萃、双妹增长约三位数，高夫增长超过80%、美加净持平，玉泽因去年合作头部主播较多存在高基数、同比下降中高双位数；个护家清品类增长接近30%，其中六神增长10%以上、家安增长超过40%；母婴品类增长低双位数，其中启初、汤美星（全球业务）增长各超过60%、高个位数；合作品牌亦实现20%以上增长。

2) 分渠道来看，线下恢复良好、同比增长超过28%（百货增长三位数，商超、CS增长双位数），线上增长高个位数、特渠增长接近20%。

毛利率、费用率同向上升，存货和应收账款周转向好

1) 毛利率方面，21Q1公司64.77%、同比提升3.45PCT、较19Q1提升2.60PCT，毛利率提升主要为聚焦优化SKU、高毛利业务占比提升、六神提价等多因素促进。

2) 费用率方面，期间费用率为57.16%，同比提升3.24PCT、较19Q1提升1.50PCT。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为43.37%（同比+3.41PCT）、11.39%（-0.28PCT）、1.97%（-0.02PCT）、0.43%（+0.13PCT）。

3) 21年3月末存货9.13亿元、较年初增加5.37%，较20年3月末、19年3月末分别-7.58%、-0.42%，存货周转天数为107天，快于20Q1和19Q1。

4) 应收账款11.25亿元、较年初增加3.28%，较20年3月末、19年3月末分别+0.06%、+2.55%，变化幅度较小，应收账款周转天数为47天，快于20Q1和19Q1。

5) 经营活动净现金流4.96亿元、同比增长45.65%。

盈利预测、估值与评级：21年以来公司各业务、全渠道恢复顺利，3月佰草集灯管精华新品上市，二三季度佰草集、玉泽等品牌将陆续推出新品、公司将相应加大营销投入力度，期待良性增长势头延续。我们维持公司21~23年EPS为0.72/1.01/1.27元，对应21年PE63倍，维持‘买入’评级。

风险提示：新品推广销售不及预期；行业竞争加剧；渠道调整不及预期；费用控制不当或者投放效果不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,597	7,032	8,308	9,208	10,096
营业收入增长率	6.43%	-7.43%	18.14%	10.83%	9.64%
净利润(百万元)	557	430	490	688	862
净利润增长率	3.09%	-22.78%	13.88%	40.37%	25.34%
EPS(元)	0.83	0.63	0.72	1.01	1.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.86%	6.62%	7.15%	9.31%	10.72%
P/E	55	71	63	45	36
P/B	4.8	4.7	4.5	4.2	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-21

买入（维持）

当前价：45.27元

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

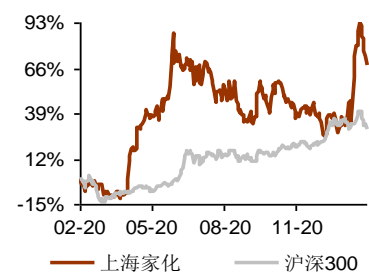
021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.78
总市值(亿元)	306.92
一年最低/最高(元)	25.01/54.54
近3月换手率	73.98%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.86	30.86	29.97
绝对	-7.04	22.48	63.86

资料来源：Wind

相关研报

三年规划稳步推进，多品牌发展亮点丰富——上海家化（600315.SH）2020年报点评（2021-02-03）

2020年为变元年，期待本土化妆品多品牌集团业绩触底回升——上海家化（600315.SH）

2020年三季度点评（2020-10-28）

业绩考核前松后紧，品牌焕活信心足、期待经营改善进一步扩大——上海家化（600315.SH）股权激励公告点评（2020-10-08）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,597	7,032	8,308	9,208	10,096
营业成本	2,896	2,816	3,292	3,606	3,914
折旧和摊销	184	180	143	148	153
税金及附加	54	57	66	64	71
销售费用	3,204	2,924	3,489	3,729	4,038
管理费用	942	721	852	939	959
研发费用	173	144	166	230	252
财务费用	31	43	49	42	35
投资收益	154	171	150	150	150
营业利润	700	534	610	854	1,073
利润总额	702	534	613	857	1,076
所得税	145	104	123	169	214
净利润	557	430	490	688	862
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	557	430	490	688	862
EPS(按最新股本计)	0.83	0.63	0.72	1.01	1.27

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	749	643	627	711	806
净利润	557	430	490	688	862
折旧摊销	184	180	143	148	153
净营运资金增加	-1,428	-306	114	158	234
其他	1,436	339	-120	-282	-443
投资活动产生现金流	-121	-671	20	20	20
净资本支出	-30	-105	-150	-150	-150
长期投资变化	391	476	0	0	0
其他资产变化	-482	-1,041	170	170	170
融资活动现金流	-186	-136	-184	-193	-249
股本变化	0	7	0	0	0
债务净变化	66	-71	0	0	0
无息负债变化	449	6	276	163	129
净现金流	438	-222	463	538	577

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	61.9%	60.0%	60.4%	60.8%	61.2%
EBITDA 率	9.5%	10.9%	8.8%	10.2%	11.7%
EBIT 率	6.4%	7.6%	7.1%	8.6%	10.2%
税前净利润率	9.2%	7.6%	7.4%	9.3%	10.7%
归母净利润率	7.3%	6.1%	5.9%	7.5%	8.5%
ROA	5.0%	3.8%	4.1%	5.4%	6.4%
ROE (摊薄)	8.9%	6.6%	7.1%	9.3%	10.7%
经营性 ROIC	8.1%	12.1%	11.7%	15.2%	18.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	44%	42%	43%	41%	40%
流动比率	2.05	2.14	2.15	2.26	2.40
速动比率	1.73	1.84	1.85	1.95	2.09
归母权益/有息债务	5.50	6.06	6.39	6.89	7.49
有形资产/有息债务	7.04	7.77	8.33	8.95	9.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,147	11,295	11,926	12,626	13,402
货币资金	1,609	1,287	1,750	2,288	2,865
交易性金融资产	1,934	2,732	2,732	2,732	2,732
应收帐款	1,229	1,090	1,146	1,243	1,363
应收票据	0	0	4	1	1
其他应收款 (合计)	66	87	69	77	96
存货	925	867	953	1,006	1,069
其他流动资产	50	46	46	46	46
流动资产合计	5,878	6,155	6,779	7,476	8,256
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	391	476	476	476	476
固定资产	1,122	1,019	935	859	787
在建工程	24	24	71	106	132
无形资产	821	769	803	837	870
商誉	2,044	1,986	1,986	1,986	1,986
其他非流动资产	53	220	220	220	220
非流动资产合计	5,270	5,140	5,147	5,150	5,147
总负债	4,862	4,796	5,072	5,235	5,364
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	824	718	856	974	1,057
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	96	0	79	79	78
其他流动负债	0	59	59	59	59
流动负债合计	2,865	2,876	3,152	3,315	3,444
长期借款	1,138	1,062	1,062	1,062	1,062
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	765	759	759	759	759
非流动负债合计	1,997	1,920	1,920	1,920	1,920
股东权益	6,286	6,499	6,854	7,390	8,038
股本	671	678	678	678	678
公积金	1,258	1,371	1,371	1,371	1,371
未分配利润	4,316	4,578	4,933	5,469	6,117
归属母公司权益	6,286	6,499	6,854	7,390	8,038
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	42.18%	41.58%	42.00%	40.50%	40.00%
管理费用率	12.40%	10.25%	10.25%	10.20%	9.50%
财务费用率	0.41%	0.62%	0.59%	0.46%	0.34%
研发费用率	2.27%	2.05%	2.00%	2.50%	2.50%
所得税率	21%	19%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.20	0.22	0.32	0.39
每股经营现金流	1.12	0.95	0.93	1.05	1.19
每股净资产	9.36	9.59	10.11	10.90	11.86
每股销售收入	11.32	10.37	12.25	13.58	14.89

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	55	71	63	45	36
PB	4.8	4.7	4.5	4.2	3.8
EV/EBITDA	43.1	40.0	38.6	29.7	23.2
股息率	0.6%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE