

## 2021年1季报点评:扣非净利润同增超50%, 改革提效稳步印证

2021年04月21日

买入（维持）

证券分析师 吴劲草

执业证号: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,032	8,012	8,954	10,215
同比(%)	-7.4%	13.9%	11.8%	14.1%
归母净利润(百万元)	430	466	742	1,054
同比(%)	-22.8%	8.3%	59.3%	42.0%
每股收益(元/股)	0.63	0.69	1.09	1.55
P/E(倍)	71.34	65.90	41.36	29.12

### 投资要点

■ **营收增速环比回正，扣非归母净利润同增超50%，业绩增速略超预期：**4月21日晚，上海家化发布2021年第一季度报告。公司实现营收21.15亿元，同比增长27.04%；实现归母净利润1.69亿元，同比增长41.92%；实现扣非归母净利润1.99亿元，同比增长53.05%。Q1公司收入增速环比回正，且净利润增速高于收入增速，反映公司内部改革优化效果较佳。**分品类看**，护肤/个护家清/母婴/合作品牌分别实现营收5.50/9.94/4.86/0.85亿元，收入占比分别为26%/47%/23%/4%；**分渠道看**，线上/线下分别实现营收6.77/14.38亿元，收入占比分别为32%/68%。

■ **结构优化使得毛利率同比改善，净利率有所提升：**2021Q1公司毛利率为64.77%，同比提升3.44pct，主要系持续聚焦头部SKU和高毛利品牌快速增行。公司销售费用率同比提升3.41pct至43.37%，主要系六神提价补贴提前、私域运营成本增加等。公司管理/研发/财务费用率分别同比变化-0.28pct/-0.02pct/+0.13pct。由于毛利率同比改善以及费用管控相对较好，2021Q1公司净利率同比提升0.84pct至8%。

■ **存货周转明显改善，经营性现金流大增45.65%：**截至2021Q1，公司存货金额为9.13亿元，同降7.58%，存货周转天数同比下降26.24天，主要系上年同期受疫情影响存货金额有所增加，2020Q3起公司存货持续消化。截至2021Q1，公司应收账款为11.25亿元，同增0.06%，应收账款周转天数同比下降16.49天，主要系电商、百货、特渠应收账款回收较好。公司经营性现金流大幅提升45.65%至4.96亿元。

■ **持续聚焦核心SKU和爆款打造，创新渠道和数字化营销模式：**公司两大发展战略核心分别为品牌创新和渠道进阶。**(1) 品牌创新：**产品上聚焦核心SKU以提升毛利率，并专注爆款打造、提升营销效率。上半年打造的新品包括3月上市的佰草集灯管精华、启初的驱蚊花露水，和4月后上新的典萃的烟酰胺白泥面膜、高夫的4D洁面小蓝管和玉泽的双腔精华等。**(2) 渠道进阶：**包括拓展分销渠道、拥抱新零售渠道和创新数字化营销模式。渠道拓展包括开设拼多多自营旗舰店、开拓丝芙兰专供太极系列等，新零售线下占比近10%，另外私域运营群已于今年3月正式开启。

■ **盈利预测与投资评级：**公司持续聚焦核心SKU和爆款打造，并创新渠道和营销模式，改革优化效果持续显现。我们维持2021-2023年归母净利润预测4.66、7.42、10.54亿元，当前市值对应PE分别为66、41、29倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情影响消费，行业竞争加剧，新品推广不及预期等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	45.27
一年最低/最高价	24.85/54.20
市净率(倍)	4.57
流通A股市值(百万元)	30387.42

### 基础数据

每股净资产(元)	9.90
资产负债率(%)	44.15
总股本(百万股)	677.97
流通A股(百万股)	671.25

### 相关研究

- 1、《上海家化（600315）：改革之年稳健收官，控费见效疫情下仍实现净利增长》2021-02-03
- 2、《上海家化（600315）：Q3业绩增速回正，电商投入结构改善》2020-10-26
- 3、《上海家化（600315）：股权激励终出台，全面提效或可期》2020-10-09

上海家化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6,155</b>	<b>7,576</b>	<b>7,306</b>	<b>9,055</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,032</b>	<b>8,012</b>	<b>8,954</b>	<b>10,215</b>
现金	1,287	1,834	2,065	2,765	减:营业成本	2,816	3,291	3,574	3,969
应收账款	1,090	1,581	1,262	1,834	营业税金及附加	57	65	67	80
存货	867	1,216	1,032	1,464	营业费用	2,924	3,312	3,635	4,086
其他流动资产	2,912	2,945	2,948	2,992	管理费用	721	801	806	817
<b>非流动资产</b>	<b>5,140</b>	<b>5,191</b>	<b>5,642</b>	<b>6,160</b>	研发费用	144	173	189	218
长期股权投资	476	526	591	666	财务费用	43	6	-2	-12
固定资产	1,019	1,014	1,309	1,669	资产减值损失	69	0	0	0
在建工程	24	99	240	352	加:投资净收益	171	137	152	162
无形资产	778	752	726	709	其他收益	94	50	55	60
其他非流动资产	2,844	2,801	2,778	2,765	资产处置收益	-1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11,295</b>	<b>12,767</b>	<b>12,948</b>	<b>15,215</b>	<b>营业利润</b>	<b>534</b>	<b>579</b>	<b>922</b>	<b>1,309</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,876</b>	<b>3,889</b>	<b>3,335</b>	<b>4,555</b>	加:营业外净收支	0	-1	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>534</b>	<b>578</b>	<b>921</b>	<b>1,308</b>
应付账款	718	1,157	853	1,368	减:所得税费用	104	112	179	254
其他流动负债	2,157	2,732	2,481	3,187	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>1,920</b>	<b>1,913</b>	<b>1,906</b>	<b>1,899</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>430</b>	<b>466</b>	<b>742</b>	<b>1,054</b>
长期借款	1,062	1,055	1,048	1,041	EBIT	583	584	919	1,297
其他非流动负债	858	858	858	858	EBITDA	818	787	1,120	1,557
<b>负债合计</b>	<b>4,796</b>	<b>5,802</b>	<b>5,241</b>	<b>6,454</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.63	0.69	1.09	1.55
归属母公司股东权益	6,499	6,965	7,707	8,761	每股净资产(元)	9.59	10.27	11.37	12.92
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,295</b>	<b>12,767</b>	<b>12,948</b>	<b>15,215</b>	发行在外股份(百万股)	678	678	678	678
					ROIC(%)	14.8%	15.5%	21.3%	27.9%
					ROE(%)	6.6%	6.7%	9.6%	12.0%
					毛利率(%)	60.0%	58.9%	60.1%	61.1%
					销售净利率(%)	6.1%	5.8%	8.3%	10.3%
					资产负债率(%)	42.5%	45.4%	40.5%	42.4%
					收入增长率(%)	-7.4%	13.9%	11.8%	14.1%
					净利润增长率(%)	-22.8%	8.3%	59.3%	42.0%
					P/E	71.34	65.90	41.36	29.12
					P/B	4.72	4.41	3.98	3.50
					EV/EBITDA	34.84	35.52	24.74	17.34

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>