

上海家化(600315)

点评报告

行业公司研究——化学制品行业

证券研究报告

Q1 业绩亮眼，2021 家化复兴已在路上

——上海家化 2021 年一季报点评

✍ 分析师：余剑秋 S1230520080007
☎ 联系人：汤秀洁
✉ 邮箱：tangxiujie@stocke.com.cn

报告导读

Q1 业绩亮眼，营业收入同比+27.0%，归母净利润同比+41.9%。复兴家化，道阻且长，行则将至。

投资要点

□ 业绩概览：“123” 战略方针引领重启，一季度业绩表现亮眼

疫后恢复+战略引领，Q1 业绩表现亮眼。Q1 单季度公司实现营收 21.1 亿元 (+27.0% YoY)，归母净利润 1.7 亿元 (+41.9%YoY)，扣非归母净利润 2.0 亿元 (+53.1% YoY)。考虑到去年同期业绩受疫情影响较大，2021Q1 与 2019 年 Q1 相比仍实现收入和扣非归母净利润的正增长。

□ Q1 单季度毛利率、净利率向好发展，经营性现金流明显改善

盈利能力持续提升，费用率略有增长。1) 毛利率提升 3.4 个百分点：21Q1 单季度毛利率 64.8% (同比+3.4pcts)，主要得益于品牌升级+产品焕新；2) 费用率略有增长：21Q1 单季度销售费用率 43.4% (同比+3.4pcts)，管理费用率 11.4% (同比-0.3pcts)，财务费用率 0.4% (同比+0.1pcts)，研发费用率 2.0% (去年同期基本持平)。综合来看，21Q1 期间费用率 57.2%，去年同期为 53.9%，有所增长；3) 净利率提升：21Q1 单季度净利率 8.0% (同比+0.84pcts)。

运营能力改善，经营性现金流净额增长 46%。1) 存货：21Q1 存货 9.1 亿元，同比下降 8%，存货周转率由 0.67 提升至 0.84，存货流动性加快；2) 经营性现金流：一季度经营性现金流量净额 5.0 亿元，同比增长 46%，运营能力改善。

□ 品牌焕新、激励保障、战略赋能，为企业持续转型提供助力与支持。

1) 品牌焕新：品牌方面，对旗下品牌进行重新梳理及定位升级，提出了 HIT 品牌战略，即健康美丽，洞察创新和个性独特。其中佰草集复兴是公司 2021 年重点项目，计划从品牌形象+产品线+营销三方面实现突破：形成更现代、更专业的品牌视觉形象；精简产品线 SKU，同时全面升级现有产品；采取更精准、有效、年轻化的传播方式。产品方面，坚持医研共创，围绕消费者诉求持续推新，2021 年各品牌重磅新品将陆续发布，佰草集灯管精华已于 3 月上市、玉泽臻安润泽修护蓝铜胜肽精华液等产品也在有序上市筹备中。

2) 股权激励多维考核张弛有度：2020 年 10 月公司发布限制性股票激励计划，拟向激励对象授予的限制性股票数量为 869 万股，占公告日总股本 1.29%；11 月 16 日为首次授予日，最终授予数量 672.1 万股，广泛的激励范围与多维度的考核标准，可长期可持续地调动员工的积极性。根据考核目标，公司层面业绩考核目标 A 为 2021-2023 年收入分别为 83 亿、94 亿、106 亿，累计净利润 4.8

评级

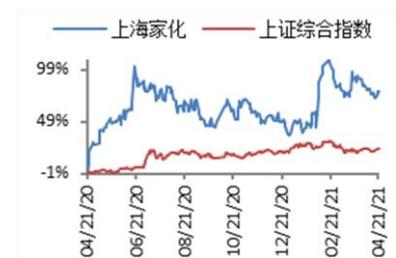
增持

上次评级 增持
当前价格 ¥45.27

单季度业绩

元/股

| 单季度业绩 | 元/股 |
|---------|------|
| 1Q/2021 | 0.25 |
| 4Q/2020 | 0.17 |
| 3Q/2020 | 0.19 |
| 2Q/2020 | 0.10 |



相关报告

- 1 《上海家化(600315)2020 年报点评：品牌创新+渠道进阶，期待 2021 年的尽善致美》2021.02.03
- 2 《上海家化(600315)2020 年三季报点评：Q3 电商调整逐步落地，期待多品牌创新效果》2020.10.27
- 3 《上海家化(600315)：股权激励落地，多维考核张弛有度》2020.10.11
- 4 《上海家化(600315)2020 年半年报点评：业绩短期承压，渠道进阶+品牌聚焦高成长赛道引领未来》2020.08.27
- 5 《上海家化深度报告：百年积淀，历久弥新，日化龙头再起航》2020.08.21

报告撰写人：余剑秋

联系人：汤秀洁

亿、13.1 亿、24.7 亿；业绩考核目标 B 为 2021-2023 年收入分别为 76 亿、86 亿、98 亿，累计净利润 4.1 亿、11.1 亿、21.0 亿。其中，2021 年面临的考核目标是收入 76-83 亿元，净利润 4.1-4.8 亿元，我们预计股权激励高标准的利润目标有望完成。

3) “1 个中心、2 个基本点、3 个助推器”：2021 年是公司成立 123 年，公司减持“123”战略，即以消费者为中心，以品牌创新+渠道进阶为基本点，以文化、系统流程、数字化为助推器赋能企业持续转型。

□ 盈利预测及估值

百年国货龙头上海家化，在悠久的历史进程中沉淀文化底蕴、夯实研发壁垒并塑造极具代表性的国货形象，又在渠道加速变革的今天直面痛点、锐意进取。预计 2021-2023 年公司 EPS 为 0.74、1.09、1.53 元/股，同比增长 16%、48%、41%，对应 PE 为 61、42、30 倍，维持增持评级。

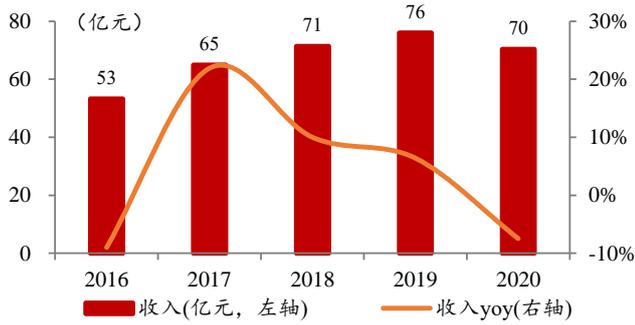
□ 风险提示

1) 打造明星单品进展未达预期； 2) 渠道转型的风险，线下增速放缓、线上流量及营销方式迭代过快； 3) 高端外资品牌及本土新锐品牌带来的竞争加剧等

财务摘要

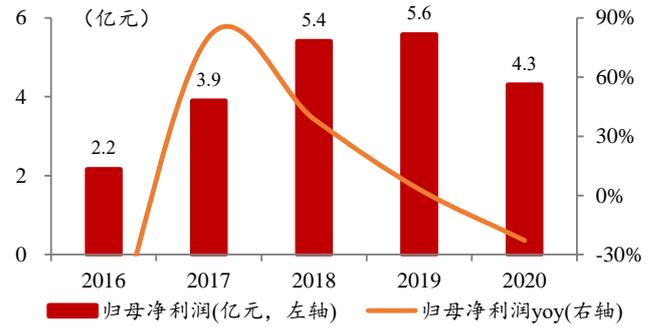
| (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|---------|--------|--------|--------|
| 主营收入 | 7032 | 8000 | 9157 | 10584 |
| (+/-) | -7.43% | 13.75% | 14.47% | 15.58% |
| 净利润 | 430 | 499 | 737 | 1038 |
| (+/-) | -22.78% | 16.09% | 47.60% | 40.87% |
| 每股收益(元) | 0.63 | 0.74 | 1.09 | 1.53 |
| P/E | 71 | 61 | 42 | 30 |

图 1: 2020 年公司收入 70 亿元, 同比-7%



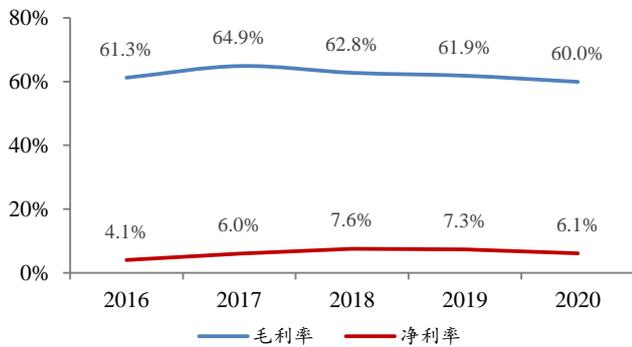
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 2020 年公司归母净利润 4.3 亿元, 同比-23%



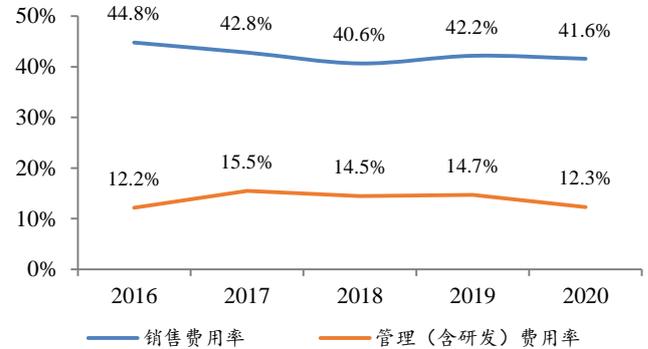
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 2020 年销售毛利率 60%, 销售净利率 6.1%



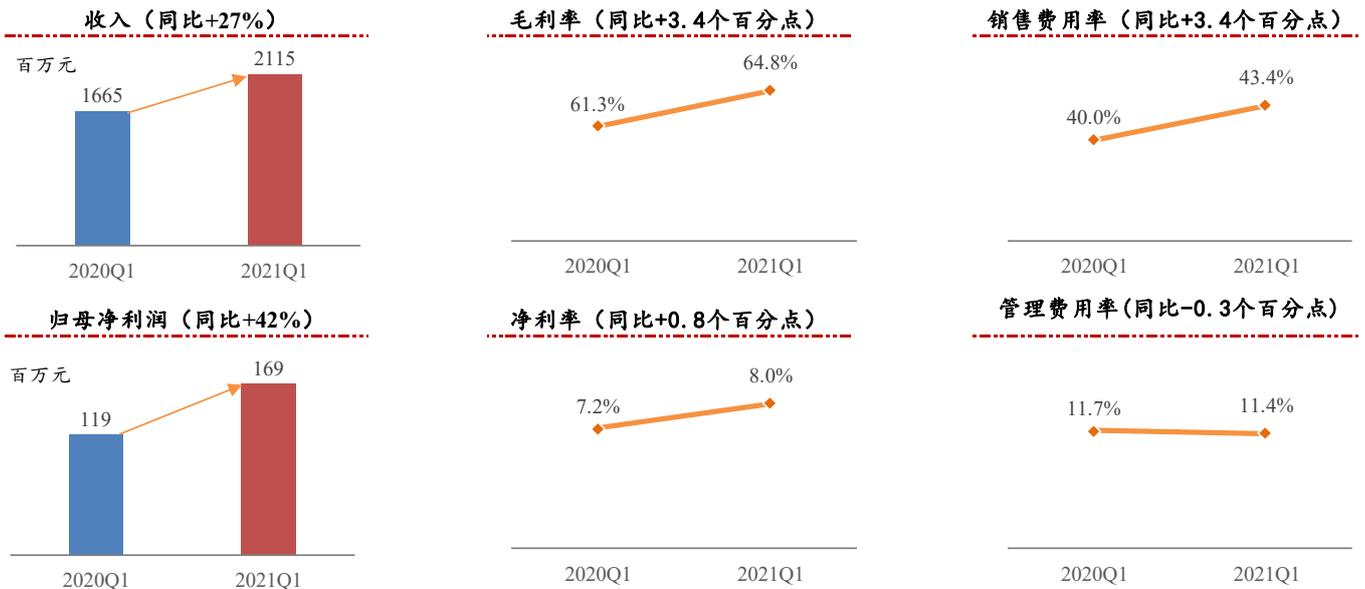
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 2020 年销售费用率 41.6%, 管理(含研发)费用率 12.4%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 公司 2020 年一季度主要业绩指标一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 6155 | 6669 | 7935 | 9476 |
| 现金 | 1287 | 1526 | 2479 | 3700 |
| 交易性金融资产 | 2732 | 2732 | 2732 | 2732 |
| 应收账款 | 1090 | 1209 | 1382 | 1528 |
| 其它应收款 | 87 | 63 | 81 | 102 |
| 预付账款 | 47 | 72 | 74 | 81 |
| 存货 | 867 | 1014 | 1133 | 1280 |
| 其他 | 46 | 53 | 55 | 52 |
| 非流动资产 | 5140 | 5174 | 5002 | 4865 |
| 金额资产类 | 0 | 236 | 79 | 105 |
| 长期投资 | 476 | 381 | 416 | 424 |
| 固定资产 | 1019 | 1193 | 1141 | 1116 |
| 无形资产 | 769 | 704 | 631 | 551 |
| 在建工程 | 24 | 20 | 16 | 13 |
| 其他 | 2853 | 2641 | 2719 | 2655 |
| 资产总计 | 11295 | 11844 | 12937 | 14341 |
| 流动负债 | 2876 | 3020 | 3451 | 3962 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 718 | 811 | 916 | 1040 |
| 预收账款 | 0 | 66 | 64 | 54 |
| 其他 | 2157 | 2143 | 2471 | 2868 |
| 非流动负债 | 1920 | 1829 | 1890 | 1880 |
| 长期借款 | 1062 | 1062 | 1062 | 1062 |
| 其他 | 858 | 767 | 828 | 817 |
| 负债合计 | 4796 | 4849 | 5341 | 5842 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权 | 6499 | 6995 | 7596 | 8499 |
| 负债和股东权益 | 11295 | 11844 | 12937 | 14341 |
| 现金流量表 | | | | |
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 643 | 574 | 905 | 1306 |
| 净利润 | 430 | 499 | 737 | 1038 |
| 折旧摊销 | 236 | 176 | 183 | 187 |
| 财务费用 | 43 | 41 | 28 | 14 |
| 投资损失 | (171) | (152) | (159) | (161) |
| 营运资金变动 | 120 | (81) | 265 | 264 |
| 其它 | (15) | 91 | (149) | (35) |
| 投资活动现金流 | (671) | (287) | 211 | 63 |
| 资本支出 | 103 | (241) | (24) | (54) |
| 长期投资 | (84) | (141) | 122 | (34) |
| 其他 | (690) | 96 | 113 | 151 |
| 筹资活动现金流 | (136) | (48) | (163) | (149) |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | (76) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (61) | (48) | (163) | (149) |
| 现金净增加额 | (164) | 240 | 953 | 1221 |

| 利润表 | | | | |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 7032 | 8000 | 9157 | 10584 |
| 营业成本 | 2816 | 3180 | 3592 | 4078 |
| 营业税金及附加 | 57 | 61 | 70 | 82 |
| 营业费用 | 2924 | 3320 | 3663 | 4128 |
| 管理费用 | 721 | 816 | 897 | 953 |
| 研发费用 | 144 | 168 | 197 | 233 |
| 财务费用 | 43 | 41 | 28 | 14 |
| 资产减值损失 | 86 | 58 | 83 | 99 |
| 公允价值变动损益 | 28 | 37 | 50 | 38 |
| 投资净收益 | 171 | 152 | 159 | 161 |
| 其他经营收益 | 93 | 70 | 80 | 90 |
| 营业利润 | 534 | 615 | 917 | 1287 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 534 | 615 | 917 | 1287 |
| 所得税 | 104 | 116 | 180 | 248 |
| 净利润 | 430 | 499 | 737 | 1038 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 430 | 499 | 737 | 1038 |
| EBITDA | 814 | 834 | 1135 | 1491 |
| EPS (最新摊薄) | 0.63 | 0.74 | 1.09 | 1.53 |
| 主要财务比率 | | | | |
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -7.43% | 13.75% | 14.47% | 15.58% |
| 营业利润 | -23.77% | 15.22% | 49.11% | 40.29% |
| 归属母公司净利润 | -22.78% | 16.09% | 47.60% | 40.87% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 59.95% | 60.25% | 60.78% | 61.47% |
| 净利率 | 6.12% | 6.24% | 8.05% | 9.81% |
| ROE | 6.73% | 7.40% | 10.10% | 12.90% |
| ROIC | 6.00% | 6.51% | 8.65% | 10.81% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 42.46% | 40.94% | 41.28% | 40.74% |
| 净负债比率 | 22.36% | 22.06% | 20.04% | 18.33% |
| 流动比率 | 2.14 | 2.21 | 2.30 | 2.39 |
| 速动比率 | 1.84 | 1.87 | 1.97 | 2.07 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.63 | 0.69 | 0.74 | 0.78 |
| 应收帐款周转率 | 6.07 | 6.90 | 6.87 | 6.88 |
| 应付帐款周转率 | 3.65 | 4.16 | 4.16 | 4.17 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.63 | 0.74 | 1.09 | 1.53 |
| 每股经营现金 | 0.95 | 0.85 | 1.33 | 1.93 |
| 每股净资产 | 9.59 | 10.32 | 11.20 | 12.54 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 71.34 | 61.45 | 41.63 | 29.56 |
| P/B | 4.72 | 4.39 | 4.04 | 3.61 |
| EV/EBITDA | 25.55 | 33.16 | 23.55 | 17.10 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>