

证券研究报告

公司研究

事项点评

上海家化(600315.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服轻工行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

联系电话: +86 18516582264

相关研究

《上海家化(600615.SH)降本增效驱动业绩超预期, 复兴佰草集可期》
2021.02

《上海家化(600615.SH)Q3 利润端好转, 品牌、渠道优化开始见效》
2020.10

《上海家化(600615.SH): 迎接新机遇, 百年国货 日化龙头再起航》
2020.07

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

佰草集复兴见效, 毛利率提升改善盈利

2021年4月21日

事件: 公司公布 2021 年一季报, 报告期内实现收入 21.15 亿元, 同增 27.04%, 较 19 年增长 8.24%; 实现归母净利润 1.69 亿元, 同增 41.92%; 实现扣非归母净利润 1.99 亿元, 同增 53.05%, 较 19 年增长 23.60%。公司收入符合预期, 业绩超预期。

点评:

- **护肤品、个护家清推动收入快速增长, 佰草集实现复苏。分品类看:** 1) 21Q1 护肤品收入同增 41%, 占比 26%, 其中佰草集实现翻倍增长, 得益于品牌梳理、SKU 聚焦、线下调整, 在低基数下实现复苏, 典萃实现 100% 以上增长, 与佰草集合并口径看相比于 19 年仍有增长, 佰草集调整见效; 玉泽受 20 年同期高基数影响下滑 16%, 二季度将迎来新产品投入有望拉动销售; 高夫、双妹分别实现 80%、120% 高增长。2) 21Q1 个护家清收入同增 29%, 收入占比 47%, 其中六神增长 10% 以上, Q1 产品有所提价; 家安继续保持优势增长约 40%; 3) 21Q1 母婴业务收入同增 13%, 收入占比 23%, 其中汤美星芬实线上运营优势保持高个位数增长, 启初继续保持细分赛道优势增长约 60%。
- **百货、CS 渠道推动线下复苏, 电商增速有所放缓。分渠道来看:** 1) 21Q1 线上渠道占比 32%, 其中电商渠道增长高个位数增长, 特渠实现约 20% 增长, 去年受疫情催化及高增品牌玉泽高基数, 21Q1 线上增速略低于平均增速; 2) 21Q1 线下渠道占比 68%, 收入同增 28% 以上, 其中百货增速超过 170%, CS 渠道增长 90%, 主要系去年疫情影响门店未开业及门店调整政策影响下滑严重, 21Q1 优质专柜单产获得提升, 新零售布局推动线下门店销售。
- **降本增效持续成效, 毛利率优化带动净利率提升。** 公司 21Q1 毛利率为 64.77%, 相比去年同期提升 3.4pct, 主要受益于: 1) 聚焦 SKU 提升毛利率; 2) 佰草集、高夫、双妹等高毛利品牌快速增长; 3) 六神提价。公司 21Q1 销售费用率为 43.38%, 管理费用率为 11.39%, 两者合计相比去年同期提升 3.1pct, 主要在于: 1) IT 系统及数据中台建设投入约 3800 万, 占比收入 1.8%; 2) 新增股权激励费用 900 余万 (占比收入 0.4%); 3) 新增私域费用投放约 1200 万 (占比收入 0.6%); 4) 六神提价导致经销商费用支持增加。此外, 公司 21Q1 年对联营企业投资收益增加 0.44 亿元, 占比收入 2.1%。综合而言, 公司归母净利率提升 0.8pct 至 8.0%, 盈利能力持续提升。
- **持续推进品牌创新及渠道进阶, 佰草集、高夫开始复兴, 未来可期。** 公司未来将围绕 123 战略稳步推进: 1) 品牌创新, 围绕 HIT 战略, 与天猫创新中心合作, 赋能新品开发及爆款打造, 聚焦 TOP SKU; 2) 渠道进阶, 积极扩展渠道, 与拼多多、丝芙兰、好医生等合作, 开始私域流量运营, 开设抖音旗舰店、新零售赋能传统 CS 渠道等; 3) 运营创新, 优化营销效率投放指标, 新增小红书等搜索指标, 优化费用投放效

率。伴随品牌调整节奏，21Q1 佰草集、高夫等开始复兴，毛利提升、数据化赋能等重点项目推进，有望实现多品牌共同发展，未来可期。

- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司未来发展，佰草集、高夫等品牌调整结束未来有望复苏，玉泽二季度将迎来新产品及新营销布局有望恢复高增长。我们维持公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入分别为 83.03 亿、94.07 亿、106.06 亿元，归母净利润分别为 5.05 亿元、7.87 亿元、10.82 亿元，EPS 分别为 0.74 元、1.16 元、1.60 元，对应估值为 60.8 倍、39.0 倍、28.4 倍，维持买入评级。
- **风险因素：**玉泽等品牌收入不达预期；组织架构及品牌调整不达预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	7,597	7,032	8,303	9,407	10,606
增长率 YoY %	6.4%	-7.4%	18.1%	13.3%	12.8%
归属母公司净利润 (百万元)	557	430	505	787	1,082
增长率 YoY%	3.1%	-22.8%	17.3%	55.9%	37.5%
毛利率%	61.9%	60.0%	60.7%	61.3%	61.8%
净资产收益率ROE%	8.9%	6.6%	7.2%	10.1%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.63	0.74	1.16	1.60
市盈率 P/E(倍)	37.65	54.73	60.81	39.02	28.37
市净率 P/B(倍)	3.34	3.62	4.38	3.94	3.46

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 4 月 21 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	5,878	6,155	7,111	8,292	9,801	
货币资金	1,609	1,287	1,878	2,751	3,924	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,229	1,090	1,297	1,469	1,656	
预付账款	64	47	55	62	69	
存货	925	867	1,000	1,117	1,243	
其他	2,050	2,865	2,880	2,894	2,909	
非流动资产	5,270	5,140	5,117	5,102	5,087	
长期股权投资	391	476	476	476	476	
固定资产(合)	1,122	1,019	969	919	869	
无形资产	821	769	804	839	874	
其他	2,936	2,877	2,868	2,868	2,868	
资产总计	11,147	11,295	12,227	13,394	14,888	
流动负债	2,865	2,876	3,303	3,683	4,095	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	824	718	831	927	1,032	
其他	2,041	2,157	2,472	2,756	3,063	
非流动负债	1,997	1,920	1,920	1,920	1,920	
长期借款	1,138	1,062	1,062	1,062	1,062	
其他	859	858	858	858	858	
负债合计	4,862	4,796	5,223	5,603	6,016	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	6,286	6,499	7,004	7,791	8,872	
负债和股东权益	11,147	11,295	12,227	13,394	14,888	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	7,597	7,032	8,303	9,407	10,606	
同比 (%)	6.4%	-7.4%	18.1%	13.3%	12.8%	
归属母公司净利润	557	430	505	787	1,082	
同比 (%)	3.1%	-22.8%	17.3%	55.9%	37.5%	
毛利率 (%)	61.9%	60.0%	60.7%	61.3%	61.8%	
ROE%	8.9%	6.6%	7.2%	10.1%	12.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.63	0.74	1.16	1.60	
P/E	37.65	54.73	60.81	39.02	28.37	
P/B	3.34	3.62	4.38	3.94	3.46	
EV/EBITDA	36.34	38.52	42.87	28.98	21.06	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	7,597	7,032	8,303	9,407	10,606	
营业成本	2,896	2,816	3,260	3,639	4,051	
营业税金及	54	57	67	76	86	
销售费用	3,204	2,924	3,428	3,763	4,158	
管理费用	942	721	814	865	902	
研发费用	173	144	183	207	233	
财务费用	31	43	16	2	-19	
减值损失合	-5	-69	-68	-68	-68	
投资净收益	154	171	100	113	127	
其他	254	104	63	83	97	
营业利润	700	534	631	983	1,352	
营业外收支	2	0	0	0	0	
利润总额	702	534	631	983	1,352	
所得税	145	104	126	197	270	
净利润	557	430	505	787	1,082	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	557	430	505	787	1,082	
EBITDA	559	606	697	1,001	1,322	
EPS(当	0.82	0.63	0.74	1.16	1.60	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现	749	643	660	937	1,224	
金流						
净利润	557	430	505	787	1,082	
折旧摊销	230	236	145	145	145	
财务费用	58	63	48	48	48	
投资损失	-154	-171	-100	-113	-127	
营运资金变	186	38	-5	3	9	
其它	-128	48	68	68	68	
投资活动现	-121	-671	-22	-17	-2	
资本支出	-30	-105	-121	-130	-130	
长期投资	-130	-673	0	0	0	
其他	39	107	100	113	127	
筹资活动现	-186	-136	-48	-48	-48	
吸收投资	0	132	0	0	0	
借款	0	-62	0	0	0	
支付利息或	-221	-205	-48	-48	-48	
现金流净增	438	-222	591	873	1,174	
加额						

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。