

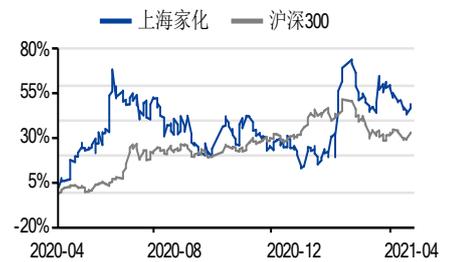
上海家化 (600315.SH)

审慎推荐(维持评级)
2021年Q1业绩点评：改革成效日显，业绩复苏

当前价格： 49.8元

良好
基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	678/671
流通A股市值 (百万元)	33,762
每股净资产 (元)	9.90
资产负债率 (%)	44.15
一年内最高/最低 (元)	54.20/25.01

一年内股价相对走势

团队成员：

分析师 聂博雅
 执业证书编号：S0210520080005
 电话：18258256613
 邮箱：nby2452@hfzq.com.cn

投资要点：

公司改革成效日显，业绩复苏良好，毛利率提升，运营效率改善。

2021Q1公司实现营收21.1亿元，同增27.04%；归母净利1.69亿元，同增41.92%；扣非归母净利1.99亿元，同增53.05%。公司毛利率同比增长3.45%至64.77%。公司护肤产品平均售价为24.33元/支，同增15.97%；个护家清产品平均售价为8.61元/支，同增11.03%；母婴产品平均售价为13.3元/支，同增2.66%；合作品牌平均售价为23.1元/支，同增10.99%。公司运营效率提升，Q1营业周期为154天，同比缩短约43天。

分品类看，个护家清营收占比最高，护肤品营收增速最快。

个护家清（六神、家安等）实现营收9.91亿元，同增28.8%；护肤（佰草集、玉泽、典萃、高夫、双妹、美加净）实现营收5.48亿元，同增41.3%；母婴（启初、汤美星）实现营收4.89亿元，同增13%；合作品牌（片仔癀、艾合美、碧缇丝、芳芯）实现营收0.85亿元，同增20%。

分品牌看，佰草集扭亏为赢，高端品牌双妹的收入增速最快。

分品牌来看，佰草集扭亏为盈，1季度收入实现同比100%的增长，主要源于线下经营不善的门店清理以及线下渠道的增长。公司高端品牌双妹同比增长120%，增速最快。高夫同比增长80%。典萃收入实现同比100%增长，启初同比增长超过60%。玉泽由于去年基数较高，Q1收入增速回落。

分渠道看，公司线下反弹势头强劲，百货渠道表现最好。

公司线下整体同比增速超过28%，百货、CS和商超渠道报告期内分别实现170%、90%和15%的增长。线上渠道高个位数增长。

盈利预测：公司作为国货化妆品龙头，品牌文化积淀深厚。经过渠道梳理，公司运营效率有所提升，产品推新迭代速度较快，线上渠道仍有较大发展空间。我们预测2021-2023年归母净利润为5.85、7.84、10.13亿元，当前市值对应PE分别为58、43、33倍，维持“审慎推荐”评级。

风险提示：新品推广不及预期、公域流量竞争加剧。

相关报告

《上海家化 (600315.SH)：玉泽厚积薄发+高管锐意革新，百年品牌复苏可期》-2020/12/31

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7596.95	7032.39	8088.65	9546.22	11073.62
增长率 (%)	6.43%	-7.43%	15.02%	18.02%	16.00%
净利润 (百万元)	557.09	430.20	584.50	783.60	1013.21
增长率 (%)	3.09%	-22.78%	35.87%	34.06%	29.30%
EPS (元/股)	0.82	0.63	0.86	1.16	1.49
市盈率 (P/E)	55.09	71.34	57.76	43.09	33.32
市净率 (P/B)	4.88	4.72	4.85	4.45	4.02

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1286.71	1885.73	2728.05	3709.74	营业收入	7032.39	8088.65	9546.22	11073.62
应收票据及账款	1089.57	1243.52	1467.61	1702.42	营业成本	2816.16	3110.75	3652.21	4192.27
预付账款	46.97	70.26	82.92	96.19	税金及附加	56.90	61.83	72.97	84.65
存货	866.51	991.85	1164.50	1336.69	销售费用	2924.33	3192.53	3701.00	4204.57
其他应收款	87.24	70.12	82.75	95.99	管理费用	720.61	863.30	971.13	1115.44
其他流动资产	2777.92	2784.76	2794.21	2804.12	研发费用	144.27	173.13	204.33	237.02
流动资产合计	6154.91	7046.25	8320.04	9745.15	财务费用	43.30	45.97	43.45	40.26
长期股权投资	475.51	475.51	475.51	475.51	资产减值损失	-68.76	-50.92	-60.09	-69.71
固定资产	1018.62	978.28	939.18	898.31	信用减值损失	-17.02	-30.84	-36.40	-42.22
在建工程	24.36	20.30	16.24	12.18	公允价值变动收	28.09	0.00	0.00	0.00
无形资产	769.37	744.76	724.70	704.18	投资收益	171.20	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	57.19	28.59	0.00	0.00	其他收益	94.19	126.96	126.96	126.96
其他非流动资产	2795.36	2798.93	2797.51	2796.08	营业利润	533.75	719.35	964.60	1247.45
非流动资产合计	5140.41	5046.38	4953.14	4886.27	营业外收入	4.44	3.14	3.14	3.14
资产合计	11295.3	12092.6	13273.1	14631.4	营业外支出	4.21	2.50	2.50	2.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	533.98	719.99	965.25	1248.09
应付票据及账款	718.26	882.56	1036.18	1189.41	所得税	103.78	135.50	181.65	234.88
其他流动负债	2157.46	2300.16	2700.28	3100.71	净利润	430.20	584.50	783.60	1013.21
流动负债合计	2875.72	3182.73	3736.46	4290.12	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1062.39	1062.39	1062.39	1062.39	归属母公司净利	430.20	584.50	783.60	1013.21
其他非流动负债	857.99	882.99	885.99	883.99	EPS (摊薄)	0.63	0.86	1.16	1.49
非流动负债合计	1920.38	1945.38	1948.38	1946.38					
负债合计	4796.10	5128.11	5684.84	6236.50					
归属母公司所有者权益	6499.22	6964.53	7588.33	8394.93					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
所有者权益合计	6499.22	6964.53	7588.33	8394.93					
负债和股东权益	11295.3	12092.6	13273.1	14631.4					

现金流量表				
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
折旧与摊销	235.55	125.03	127.24	100.87
财务费用	43.30	45.97	43.45	40.26
投资损失	-2.91	0.00	0.00	0.00
资本支出	106.27	6.00	31.00	36.00
自由现金流	837.75	622.60	864.31	1,040.9
支付普通股股利	0.00	119.19	159.80	206.62
长期投资	-565.76	97.38	97.38	97.38
经营活动现金流	626.41	643.80	946.17	1132.18
投资活动现金流	-670.95	99.39	96.39	96.39
融资活动现金流	-136.21	-144.17	-200.25	-246.88

主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	-7.43%	15.02%	18.02%	16.00%
归母净利润增长	-22.78%	35.87%	34.06%	29.30%
毛利率	59.95%	61.54%	61.74%	62.14%
净利率	6.12%	7.23%	8.21%	9.15%
ROE	6.62%	8.39%	10.33%	12.07%
ROIC	6.24%	15.63%	20.96%	27.51%
资产负债率	42.46%	42.41%	42.83%	42.62%
流动比率	2.14	2.21	2.23	2.27
速动比率	1.82	1.89	1.90	1.94
总资产周转率	0.62	0.67	0.72	0.76
应收账款周转率	6.45	6.51	6.51	6.51
存货周转率	3.25	3.14	3.14	3.14
每股收益	0.63	0.86	1.16	1.49
每股净资产	9.59	10.27	11.19	12.38
P/E	78.48	57.76	43.09	33.32
P/B	5.19	4.85	4.45	4.02
EV/EBITDA	38.22	34.31	26.30	20.91

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn