

零售

上海家化 (600315.SH)

维持评级

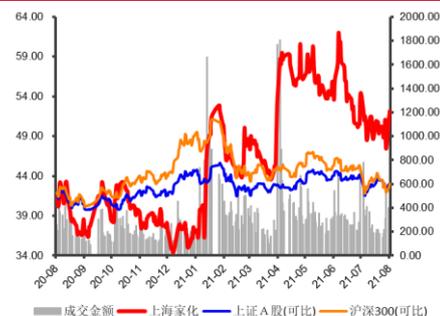
报告原因：中报点评

主营业务恢复性增长，深化渠道进阶和爆品打造
增持

2021年8月25日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月24日

收盘价(元):	52.17
年内最高/最低(元):	63.62/34.05
流通A股/总股本(亿):	6.71/6.78
流通A股市值(亿):	350
总市值(亿):	355

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益	0.42
每股净资产(元):	9.85
净资产收益率:	4.34%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司于近日发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入42.10亿元，同比增长14.26%；归属于上市公司股东的净利润2.86亿元，同比增长55.84%。

事件点评

主业盈利持续提升，营销费用同比增加。上半年公司营收同比增长主要受到去年同期疫情影响下的低基数效应，今年收入水平恢复正常。分季度看，Q1/Q2营收同比分别增长27.04%/3.73%，归母净利润同比分别增长41.92%/81.69%，净利端增速环比提升，上半年业绩增长主要受到护肤品类收入增长近30%，母婴品类增长达两位数，及权益法核算的长期股权投资收益同比增加影响。上半年公司毛利率为64.26%，同比上升2.43pct，主要受到产品结构调整的影响，主营业务盈利能力持续提升。上半年期间费用57.75%，同比提升0.25pct，主要受到销售费率提升1.29pct的影响，主要系营销类费用增加；管理费用同比提升11.07%，主要系股权支付费用同比增加及上半年确认辞退福利同比增加所致，但管理费率同比下降0.25pct。

线下聚焦头部门店，线上重点拓展抖音渠道。公司继续深化渠道进阶。线下渠道通过积极发展新零售、收缩长尾低效门店、聚焦头部门店等措施，实现了15.2%的增长，渠道占比62%。公司全面推进新零售落地，形成“3+3”的智慧零售运营体系。上半年新零售业务同比实现148%的增长，占国内线下业务比例超10%。还与屈臣氏开展深度合作，利用其领先行业的新零售业务和数字化运营体系赋能公司数字化运营。线上渠道也通过多渠道用户招募引流、开发拓展新渠道等方式，实现了12.7%的增长，渠道占比38%。公司积极推动线上渠道转型，发力淘宝和抖音的双平台模式，重点拓展抖音渠道，挖掘抖音潜力带货达人直播种草和短视频打包合作。以玉泽品牌为例，618大促中品牌首次进入天猫美妆类目TOP 20，玉泽果酸沐浴露自今年5月至今通过抖音小店以及天猫双渠道，实现销售超8万瓶。

携手天猫创新平台，赋能新品孵化和爆品打造。品牌创新方面，公司携手天猫新品创新中心(TMIC)，赋能新品孵化和爆品打造。公司与TMIC

签署深度合作协议，借助其知识库+孵化器、智能新品画像+3D 测款、数字白瓶+试销诊断功能等大数据分析功能，全面洞察消费者心智，快速研发打造满足消费者需求的产品。在产品创新方面，公司成功打造了玉泽臻安润泽修护蓝铜胜肽精华液、佰草集新七白美白透润精华液和太极肌源修护面霜、启初婴幼儿水感防晒露和驱蚊花露水、典萃烟酰胺焕亮修护白泥面膜和多肽凝时抗皱精华液、六神菁萃健肤沐浴露等爆品，并在 618 期间取得亮眼的销售业绩。

投资建议

- 公司继续深化 123 经营方针，以消费者为中心，以获客成本最优化、用户价值最大化为基本点，以品牌全域化、运营数字化、数字资产化为助推器，稳步推进业绩增长和毛利提升。在前端通过数字化赋能品牌人群资产和终端零售，打造小红书、抖音等多维矩阵，为营销引流提效；在后端从研发、企划和产销入手，构建数字化运营体系，在产品研发全链路上以大数据驱动创新、孵化爆款，构建品牌壁垒。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.76/1.18/1.58 元，对应公司 8 月 24 日收盘价 52.17 元，2021-2023 年 PE 分别为 68.93X/44.21X/32.99X，维持“增持”评级。

存在风险

- 战略执行未达预期；高端外资品牌及本土新锐品牌带来市场竞争加剧风险；新冠疫情对经营产生的不确定性风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020-6-30	2020-9-30	2020-12-31	2021-3-31	2021-6-30
营业总收入（亿元）	36.85	53.62	70.32	21.15	42.10
同比（%）	-6.07%	-6.51%	-7.43%	27.04%	14.26%
营业成本	14.07	20.64	28.16	7.45	15.05
毛利率（%）	61.83%	61.50%	59.95%	64.77%	64.26%
销售费用	16.87	24.26	29.24	9.17	19.81
管理费用	3.27	5.08	7.21	2.41	3.63
研发费用	0.69	1.01	1.44	0.42	0.79
财务费用	0.36	0.44	0.43	0.09	0.08
期间费用率	57.51%	57.40%	54.50%	57.16%	57.75%
净利润	1.83	3.12	4.30	1.69	2.86
归母净利润	1.83	3.12	4.30	1.69	2.86
同比（%）	-58.68%	-42.25%	-22.78%	41.92%	55.84%
扣非后归母净利润	1.63	2.76	3.96	1.99	3.32
同比（%）	-37.32	-27.34	4.30	53.05	103.26
每股收益：					
基本每股收益	0.2700	0.4600	0.6400	0.2500	0.4200
稀释每股收益	0.2700	0.4600	0.6400	0.2500	0.4200

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成及渠道布局情况

	营业收入（亿元）	收入占比	收入同比增减
主营业务收入	42.10	100.00%	14.26%
分产品			
个人护理	17.11	40.63%	-29.51%
美容护肤	12.48	29.65%	35.64%
母婴	10.62	25.22%	-
合作品牌	1.86	4.41%	10.37%
分渠道			
线下	25.99	61.73%	15.19%
线上	16.07	38.17%	12.67%

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

表 3 公司主要产品销量及收入实现情况（2021Q2）

主要产品	销量（支）	营业收入（元）	收入占比	同比变动
美容护肤	27,012,662	700,351,432	33.47%	23.51%
个护家清	85,868,618	719,307,611	34.37%	-42.30%
母婴	39,848,209	572,522,794	27.36%	-
合作品牌	4,585,250	100,559,710	4.81%	0.40%
合计		2,092,741,547		3.65%

数据来源：公司经营数据公告, 山西证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,155	6,803	7,256	7,957	营业收入	7,032	8,250	9,391	10,760
现金	1,287	2,741	4,547	5,975	营业成本	2,816	3,214	3,515	3,935
应收账款	1,177	1,334	1,556	1,774	营业税金及附加	57	66	75	84
其他应收款	125	88	116	146	销售费用	2,924	3,619	3,957	4,452
预付账款	47	41	26	10	管理费用	721	866	972	1,102
存货	976	1,119	1,213	1,364	财务费用	43	48	42	36
其他流动资产	2,543	1,481	(201)	(1,313)	资产减值损失	(69)	(15)	46	48
非流动资产	5,140	5,364	5,777	6,008	公允价值变动收益	28	0	0	0
长期投资	476	379	415	423	投资净收益	171	152	159	161
固定资产	1,024	959	894	829	营业利润	534	605	943	1,264
无形资产	769	714	662	614	营业外收入	4	3	3	4
其他非流动资产	2,872	3,312	3,806	4,142	营业外支出	4	2	3	3
资产总计	11,295	12,167	13,033	13,965	利润总额	534	605	943	1,264
流动负债	2,876	3,054	3,088	3,110	所得税	104	91	142	190
短期借款	0	0	0	0	净利润	430	514	802	1,075
应付账款	718	912	965	1,067	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2,157	2,142	2,123	2,044	归属母公司净利润	430	514	802	1,075
非流动负债	1,920	2,127	2,423	2,626	EBITDA	963	768	1,097	1,409
长期借款	1,062	1,062	1,062	1,062	EPS (元)	0.63	0.76	1.18	1.58
其他非流动负债	858	1,065	1,361	1,564					
负债合计	4,796	5,181	5,511	5,737					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	678	680	680	680					
资本公积	978	978	978	978					
留存收益	4,971	5,328	5,864	6,571					
归属母公司股东权益	6,499	6,986	7,522	8,229					
负债和股东权益	11,295	12,167	13,033	13,965					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2023E
经营活动现金流	643	1,285	1,982	1,676	成长能力				
净利润	430	514	802	1,075	营业收入	-7.43%	17.32%	13.82%	14.58%
折旧摊销	236	116	113	109	营业利润	-23.77%	13.26%	55.92%	34.08%
财务费用	63	48	42	36	归属于母公司净利润	-22.78%	19.57%	55.90%	34.02%
投资损失	(171)	(152)	(159)	(161)	获利能力				
营运资金变动	157	773	1,139	570	毛利率(%)	59.95%	61.05%	62.57%	63.43%
其他经营现金流	(71)	(15)	46	48	净利率(%)	6.12%	6.23%	8.54%	9.99%
投资活动现金流	(671)	246	124	152	ROE(%)	6.62%	7.36%	10.66%	13.06%
					ROIC(%)	15.04%	19.59%	27.22%	71.98%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	42.46%	42.58%	42.28%	41.08%
					净负债比率(%)	37.41%	14.06%	-5.79%	-18.65%
					流动比率	2.14	2.23	2.35	2.56
					速动比率	1.80	1.86	1.96	2.12
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.70	0.75	0.80



资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	5.50	6.39	6.23	6.23
长期投资	(84)	94	(35)	(8)	应付账款周转率	9.12	10.12	10.01	10.59
其他投资现金									
流	(587)	152	159	161	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(136)	(206)	(308)	(403)	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.76	1.18	1.58
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.89	2.92	2.47
长期借款	(76)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.56	10.28	11.07	12.11
普通股增加	7	2	0	0	估值比率				
资本公积增加	113	0	0	0	P/E	82.4	68.9	44.2	33.0
其他筹资现金									
流	(180)	(208)	(308)	(403)	P/B	5.5	5.1	4.7	4.3
现金净增加额	(164)	1,325	1,798	1,425	EV/EBITDA	20.65	41.06	26.86	19.86

数据来源：Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

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，本人承诺，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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

