

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

邮箱: liyuanyuan1@cindasc.com

相关研究

《上海家化(600615.SH):迎接新机遇,百年国货 日化龙头再起航》2020.7

《上海家化(600615):降本增效驱动业绩超预期,复兴佰草集可期》2021.2

《上海家化(600615):佰草集复兴见效,毛利率提升带来盈利改善》2021.4

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

佰草集持续复兴, 结构优化带动净利率提升

2021年8月24日

事件: 公司公布2021年中报, 21H1实现收入42.1亿元, 同增14.3%, 实现归母净利润2.9亿元, 同增55.8%, 扣非净利润3.3亿元, 同增103.3%, EPS为0.42元; 其中21Q2实现收入21.0亿元, 同增3.7%, 实现归母净利润1.2亿元, 同增81.7%, 扣非净利润1.3亿元。公司二季度收入略低于预期, 主要由于玉泽受去年同期高基数因素、六神受天气影响增长低于预期, 同时特渠增速放缓; 公司上半年业绩超预期, 主要在于毛利率提升幅度较大。

点评:

- **佰草集、高夫持续高增长, 六神、玉泽增速承压。**公司上半年收入按品类拆分: 1) 上半年美容护肤收入12.5亿元, 同增约30%, 占比30%, 其中佰草集、典萃、高夫、双妹获得快速增长, 高于平均增速, 主要得益于公司近一年的品牌调整举措, 玉泽受去年Q2超头直播高基数影响增长承压, 仅获得个位数增长, 6月以来有所改善, 预计下半年在新品等驱动下获得修复; 2) 上半年个护家清收入17.1亿元, 同增约个位数, 占比41%, 其中二季度凉夏因素影响六神品牌动销, 实现个位数增长, 家安实现20%左右增长; 3) 上半年母婴收入10.6亿元, 同增10%以上, 占比25%, 其中汤美星高个位数增长, 启初约40%增长。总体而言, 六神、玉泽低增长导致二季度增长承压, 佰草集、高夫等品牌调整见效, 持续获得高增长。
- **线下渠道平稳增长, 特渠道拖累线上未展现优势。**公司上半年收入按渠道拆分: 1) 上半年线下渠道收入约26亿元, 占比62%, 同增15%以上, 主要得益于百货渠道调整见效、屈臣氏等渠道有效推广以及疫情影响改善带动增长回暖; 2) 上半年线上收入约16亿元, 占比38%, 同增约13%, 其中特渠二季度进行调整, 增长承压, 二季度仅低个位数增长; 此外去年二季度电商进行超头直播带来高基数, 综合整体线上增长低于线下。电商渠道经过一年调整, 将从解决历史遗留问题过度到有节奏的进攻态势, 预计下半年收入增速将获得改善。
- **结构优化及提价带动毛利率提升, 费用率平稳, 净利率提升。**公司上半年毛利率提升2.4pct至64.3%, 主要得益于: 1) 各品牌聚焦头部SKU带来毛利率提升; 2) 高毛利率品牌如佰草集、典萃、双妹快速增长, 收入占比提升; 3) 上半年六神提价; 未来伴随公司聚焦策略毛利率提升趋势可期。公司上半年销售费率提升1.3pct至47.1%, 主要在于上半年新增约2500万股股权激励费用以及约2000万私域流量投放, 剔除后与收入增长基本匹配; 上半年管理费率基本持平, 考虑到新增股权激励费用实际有所优化; 上半年财务费用率降低0.79pct至0.2%, 主要在于利息费用的减少。综上, 公司在毛利率优化及费用率控制得当归母净利率提升1.8pct至6.8%, 盈利水平持续改进。
- **持续推进品牌创新及渠道进阶, 佰草集高夫持续复兴, 多品牌共同稳健发展可期。**自新董事长上任以来, 公司改革成绩逐步体现, 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 等；3) 运营创新，优化营销效率投放指标，品宣聚焦抖音、小红书、朋友圈等投放，优化费用投放效率。伴随品牌调整节奏，上半年佰草集、高夫等品牌持续复兴，未来毛利提升、数据化赋能等重点项目推进，有公司望实现多品牌共同发展，增长可期。

- **盈利预测与投资评级：**佰草集、高夫等品牌调整后未来持续复苏，玉泽经过近一年调整期有望在下半年迎来快速发展，持续看好公司多品牌稳健发展。我们维持公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入分别为 84.67 亿、95.92 亿、108.29 亿元，归母净利润分别为 5.09 亿元、8.12 亿元、12.19 亿元，摊薄每股收益分别为 0.75 元、1.20 元、1.80 元，对应估值为 69.5 倍、43.6 倍、29.0 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等不达预期

| 重要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 7,597 | 7,032 | 8,467 | 9,592 | 10,829 |
| 增长率 YoY % | 6.4% | -7.4% | 20.4% | 13.3% | 12.9% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 557 | 430 | 509 | 812 | 1,219 |
| 增长率 YoY% | 3.1% | -22.8% | 18.3% | 59.5% | 50.2% |
| 毛利率% | 61.9% | 60.0% | 60.9% | 61.5% | 62.0% |
| 净资产收益率ROE% | 8.9% | 6.6% | 7.3% | 10.4% | 13.5% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.82 | 0.63 | 0.75 | 1.20 | 1.80 |
| 市盈率 P/E(倍) | 37.65 | 54.73 | 69.52 | 43.58 | 29.01 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.34 | 3.62 | 5.05 | 4.52 | 3.91 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 8 月 24 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 | 7,162 | 8,374 | 10,031 | |
| 货币资金 | 1,609 | 1,287 | 1,886 | 2,784 | 4,096 | |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应收账款 | 1,229 | 1,090 | 1,322 | 1,498 | 1,691 | |
| 预付账款 | 64 | 47 | 56 | 63 | 70 | |
| 存货 | 925 | 867 | 1,015 | 1,133 | 1,262 | |
| 其他 | 2,050 | 2,865 | 2,882 | 2,896 | 2,911 | |
| 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 | 12,279 | 13,476 | 15,118 | |
| 流动负债 | 2,865 | 2,876 | 3,350 | 3,736 | 4,159 | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应付账款 | 824 | 718 | 842 | 941 | 1,048 | |
| 其他 | 2,041 | 2,157 | 2,508 | 2,795 | 3,111 | |
| 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 | 5,271 | 5,656 | 6,079 | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 归属母公司 | 6,286 | 6,499 | 7,008 | 7,820 | 9,039 | |
| 负债和股东权益 | 11,147 | 11,295 | 12,279 | 13,476 | 15,118 | |

| 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 | 8,467 | 9,592 | 10,829 | |
| 同比(%) | 6.4% | -7.4% | 20.4% | 13.3% | 12.9% | |
| 归属母公司净利润 | 557 | 430 | 509 | 812 | 1,219 | |
| 同比(%) | 3.1% | -22.8% | 18.3% | 59.5% | 50.2% | |
| 毛利率(%) | 61.9% | 60.0% | 60.9% | 61.5% | 62.0% | |
| ROE% | 8.9% | 6.6% | 7.3% | 10.4% | 13.5% | |
| EPS(摊薄)(元) | 0.82 | 0.63 | 0.75 | 1.20 | 1.80 | |
| P/E | 37.65 | 54.73 | 69.52 | 43.58 | 29.01 | |
| P/B | 3.34 | 3.62 | 5.05 | 4.52 | 3.91 | |
| EV/EBITDA | 36.34 | 38.52 | 49.46 | 32.74 | 21.73 | |

| 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 | 8,467 | 9,592 | 10,829 | |
| 营业成本 | 2,896 | 2,816 | 3,306 | 3,692 | 4,113 | |
| 营业税金及附加 | 54 | 57 | 69 | 78 | 88 | |
| 销售费用 | 3,204 | 2,924 | 3,522 | 3,846 | 4,126 | |
| 管理费用 | 942 | 721 | 830 | 882 | 920 | |
| 研发费用 | 173 | 144 | 186 | 211 | 238 | |
| 财务费用 | 31 | 43 | 16 | 1 | -19 | |
| 减值损失合 | -5 | -69 | -68 | -68 | -68 | |
| 投资净收益 | 154 | 171 | 102 | 115 | 130 | |
| 其他 | 254 | 104 | 65 | 86 | 99 | |
| 营业利润 | 700 | 534 | 636 | 1,014 | 1,524 | |
| 营业外收支 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 利润总额 | 702 | 534 | 636 | 1,014 | 1,524 | |
| 所得税 | 145 | 104 | 127 | 203 | 305 | |
| 净利润 | 557 | 430 | 509 | 812 | 1,219 | |
| 少数股东损 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 归属母公司 | 557 | 430 | 509 | 812 | 1,219 | |
| EBITDA | 559 | 606 | 699 | 1,028 | 1,488 | |
| EPS(当) | 0.82 | 0.63 | 0.75 | 1.20 | 1.80 | |

| 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 | 667 | 960 | 1,359 | |
| 金流 | | | | | | |
| 净利润 | 557 | 430 | 509 | 812 | 1,219 | |
| 折旧摊销 | 230 | 236 | 145 | 145 | 145 | |
| 财务费用 | 58 | 63 | 48 | 48 | 48 | |
| 投资损失 | -154 | -171 | -102 | -115 | -130 | |
| 营运资金变 | 186 | 38 | -1 | 3 | 10 | |
| 其它 | -128 | 48 | 68 | 68 | 68 | |
| 投资活动现 | -121 | -671 | -20 | -15 | 0 | |
| 资本支出 | -30 | -105 | -121 | -130 | -130 | |
| 长期投资 | -130 | -673 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | 39 | 107 | 102 | 115 | 130 | |
| 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 | 600 | 898 | 1,312 | |
| 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16/17/18/19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，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

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 |
| 华北区销售副总监(主持工作) | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北区销售 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北区销售 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华东区销售副总监(主持工作) | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南区销售 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南区销售 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@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。