

2021年08月24日

上海家化 (600315.SH)

公司快报

基础化工 | 日用化学品 III

 投资评级 **买入-B(维持)**

股价(2021-08-23) 51.12 元

交易数据

总市值(百万元)	34,742.91
流通市值(百万元)	34,314.22
总股本(百万股)	679.63
流通股本(百万股)	671.25
12个月价格区间	34.18/63.87 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.12	-9.9	15.52
绝对收益	-5.7	-8.65	19.93

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

 孙萌
 sunmeng@huajinsec.cn

相关报告

- 上海家化: 全年扣非净利正增长, 经营效率提升效果显现 2021-02-03
- 上海家化: 线下部分受疫情影响明显, Q2 营收重回正增长 2020-08-27
- 上海家化: 下半年加大营销投放, 促进品牌建设及线上转型 2020-02-20
- 上海家化: 三季度业绩有所调整, 太极精华新品有望推升营收增速 2019-10-25
- 上海家化: 品牌营销初见成效, 二季度收入、扣非净利润增速环比回升 2019-08-16

护肤品类快速增长, 经营质量改善明显

事件

公司披露半年报, 上半年实现营收 42.10 亿元/14.26%, 归母净利 2.85 亿元/55.84%, 扣非归母净利 3.32 亿元/+103.26%。每股收益 0.42 元。

其中 Q2 营收 20.95 亿元/+3.73%, 归母净利 1.17 亿元/+81.69%, 扣非归母净利 1.33 亿元/299%。

投资要点

◆ **美容护肤品类推动整体收入增长, 玉泽二季度开始实现正增长:** 营收端, 2021 年上半年公司营收增长 14.26%至 42.1 亿元, 其中 Q1 和 Q2 分别增长 27.04%和 3.73%。公司二季度收入增速略有放缓预计与去年 Q2 线上业务基数较高、今年气温较低夏季产品销售略低于预期以及 Q2 特渠压力加大有关。

分渠道看, 上半年线上和线下收入占比分别为 38%和 62%。公司线上渠道实现 16.07 亿元营业收入, 同比增加 12.67%; 公司线下渠道实现 25.99 亿元营业收入, 同比增加 15.19%。公司上半年积极推动线上转型进程, 搭建私域生态, 拓展抖音渠道; 线下方面, 公司积极发展新零售, 收缩长尾低效门店, 聚集头部门店, 实现良好增长。

分品类看, 2021 年上半年公司美容护肤、个护家清、母婴、合作品牌营收分别占比约 29.65%、40.63%、25.22%、4.41%。个人护理实现收入 17.11 亿元, 预计家清增长近 20%、六神高个位数增长; 护肤类 12.48 亿元, 预计佰草集、典萃实现较高增长, 玉泽 Q2 开始实现正增长; 母婴类实现收入 10.62 亿元, 预计汤美星高个位数增长、启初增长 40%以上; 合资及代理品牌实现收入 1.86 亿元。

◆ **毛利率继续提升, 经营效率提升效果逐步显现:** 盈利能力方面, 2021 年上半年公司毛利率提升 2.43pct 至 64.3%, 在上半年原材料大幅涨价的背景下, 公司毛利率持续提升, 主要与公司聚集头部产品策略有关, 优化了品牌毛利率, 同时高毛利率的护肤类品牌上半年增长较快也提升了整体毛利率。

费用端, 公司销售费用率上升 1.29pct 至 47.06%, 销售费用率上升超过收入增速主要与营销投入增加以及股权激励费用摊销有关。管理费用控制良好, 管理费用率下降 0.25pct 至 10.5%; 整体公司期间费用率 57.75%与去年同期 57.51%相比略有提升。

净利端, 公司上半年归母净利润同比增长 55.84%至 2.86 亿元, 其中 Q1 和 Q2 分别增长 41.92%和 81.69%, 二季度公司盈利质量加速好转。

存货方面, 2021 年上半年较上期末上升 0.94%至 8.75 亿元, 存货周转天数同比减少 19 天至 104 天, 公司库存持续改善; 公司应收账款周转天数减少 10 天至 49 天, 主要是 CS 渠道、电商、商超百货等应收账款回款较好。

◆ **行业增长带动发展契机, 公司聚集头部产品战略提升盈利水平:** 展望未来, 化妆品市场持续稳步增长, Euromonitor 预计国内化妆品 2019~2024 年的年复合增速约 8.6%, 其中日化增速约 11.6%, 护肤品增速约 12.5%, 洗浴产品增速约 4.7%, 日化、

护肤行业的双位数增长及线上化为公司发展提供契机。上半年公司新推出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、典萃烟酰胺焕亮修护白泥面膜和多肽凝时抗皱精华液、六神推出 Tokidoki 联名限定款随身花露水和菁萃沐浴露系列、启初推出适合婴童使用的驱蚊花露水和水感防晒露，公司聚集头部产品战略不变，逐步提升公司盈利水平。

◆ **投资建议：**上海家化是国内多品牌化妆品公司的龙头之一，各品牌战略稳步推进，激励计划彰显公司信心。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.78、1.19 和 1.52 元。净资产收益率分别为 7.6%、10.7%和 12.4%。目前公司 PE (22E) 约为 44 倍，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**美妆品牌复苏或推升费用率；海外品牌促销影响化妆品市场；疫情影响时段存在不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,597	7,032	8,140	9,362	10,536
YoY(%)	6.4	-7.4	15.8	15.0	12.5
净利润(百万元)	557	430	532	808	1,030
YoY(%)	3.1	-22.8	23.5	51.9	27.5
毛利率(%)	61.9	60.0	61.1	62.1	62.9
EPS(摊薄/元)	0.82	0.63	0.78	1.19	1.52
ROE(%)	8.9	6.6	7.6	10.7	12.4
P/E(倍)	63.6	82.4	66.7	43.9	34.4
P/B(倍)	5.6	5.5	5.1	4.7	4.3
净利率(%)	7.3	6.1	6.5	8.6	9.8

数据来源: Wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5878	6155	7181	7344	8988	营业收入	7597	7032	8140	9362	10536
现金	1,609	1,287	1,628	1,968	3,110	营业成本	2896	2816	3169	3550	3906
应收票据及应收账款	1,276	1,177	1,537	1,480	1,740	营业税金及附加	54	57	62	71	82
预付账款	64	47	103	58	114	营业费用	3204	2924	3297	3745	4183
存货	925	867	1,123	1,047	1,232	管理费用	942	721	855	955	1054
其他流动资产	69	46	57	59	60	研发费用	173	144	179	183	200
非流动资产	5,270	5,140	4,960	4,802	4,659	财务费用	31	43	35	-1	-25
长期投资	391	476	476	476	476	资产减值损失	-5	-69	30	30	30
固定资产	1122	1019	901	782	662	公允价值变动收益	84	28	0	0	0
无形资产	831	778	729	681	633	投资净收益	154	171	150	180	180
其他非流动资产	762	801	825	849	875	营业利润	700	534	664	1009	1287
资产总计	11147	11295	12141	12146	13647	营业外收入	3	4	5	5	5
流动负债	2865	2876	3736	3670	4423	营业外支出	1	4	4	5	5
短期借款	0	0	64	0	0	利润总额	702	534	664	1009	1287
应付票据及应付账款	824	718	1042	970	1287	所得税	145	104	133	202	257
其他流动负债	397	540	557	573	591	税后利润	557	430	532	808	1030
非流动负债	1997	1920	1404	910	938	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	1138	1062	521	0	0	归属母公司净利润	557	430	532	808	1030
其他非流动负债	859	858	884	910	938	EBITDA	756	818	886	1198	1454
负债合计	4862	4796	5140	4580	5360						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	671	678	680	680	680	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	866	978	978	978	978	成长能力					
留存收益	4708	4971	5343	5908	6629	营业收入(%)	6.4	-7.4	15.8	15.0	12.5
归属母公司股东权益	6286	6499	7001	7566	8287	营业利润(%)	8.3	-23.8	24.4	51.9	27.5
负债和股东权益	11147	11295	12141	12146	13647	归属于母公司净利润(%)	3.1	-22.8	23.5	51.9	27.5
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	61.9	60.0	61.1	62.1	62.9
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	7.3	6.1	6.5	8.6	9.8
经营活动现金流	749	643	754	1009	1269	ROE(%)	8.9	6.6	7.6	10.7	12.4
净利润	557	430	532	808	1030	ROIC(%)	12.4	15.4	20.7	33.7	49.9
折旧摊销	230	236	187	190	193	偿债能力					
财务费用	31	43	35	-1	-25	资产负债率(%)	43.6	42.5	42.3	37.7	39.3
投资损失	-154	-171	-150	-180	-180	流动比率	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0
营运资金变动	1568	130	151	192	252	速动比率	1.7	1.8	1.6	1.7	1.8
其他经营现金流	-1483	-25	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-121	-671	129	158	156	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
筹资活动现金流	-186	-136	-542	-826	-283	应收账款周转率	6.5	5.7	6.0	6.2	6.5
						应付账款周转率	9.2	9.1	9.2	9.3	9.3
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.63	0.78	1.19	1.52	P/E	63.6	82.4	66.7	43.9	34.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	0.95	1.11	1.48	1.87	P/B	5.6	5.5	5.1	4.7	4.3
每股净资产(最新摊薄)	9.25	9.56	10.30	11.13	12.19	EV/EBITDA	23.2	24.1	34.8	25.0	19.8

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com