

## 盈利持续提升，业务调整效果良好

买入|维持

——上海家化(600315)2021年半年报点评

事件：

公司发布2021年半年报。

点评：

### ● 盈利持续修复，业绩高增长

2021年上半年公司营收42.10亿元，同比增长14.26%，归母净利润2.86亿元，同比增长55.84%，扣非后归母净利润3.32亿元，同比增长103.26%。上半年毛利率64.25%，同比上升2.42pct，在品牌与产品结构优化下持续提升。费用端，销售/管理/研发/财务费用率47.06%/8.62%/1.88%/0.19%，同比变动+1.28/-0.25/0.00/-0.79pct，其中销售费用率若剔除新建私域渠道+股权激励费用，同比基本持平。上半年净利率6.79%，同比上升1.81pct，盈利持续优化。

### ● 护肤品类中高速增长，占比提升至30%

分品类看，上半年护肤/个护家清/母婴/合作品牌收入分别为12.48/17.11/10.62/1.86亿，占比29.67%/40.67%/25.24%/4.42%。护肤品类增长超过30%，其中佰草集同增接近40%；玉泽受到去年同期超头直播高基数影响，上半年低个位数增长，7月起恢复高增；典萃增速60%+；双妹同增近90%；高夫增速接近40%；美加净同增20%+。个护家清实现高个位数增长，其中六神高个位数增长，家安增速接近20%。母婴品类增速超过10%，其中启初同比增速40%+，汤美星全球实现高个位数增长。合作品牌增长超过10%，其中片仔癀高个位数增长，CHD增速接近25%。

### ● 线上强化私域，线下百货渠道扭亏为盈、新零售占比持续提升

上半年公司线上/线下收入16.07/25.99亿元，同比增长12.67%/15.19%，占比38.21%/61.79%。线上方面，公司积极布局私域以及抖音渠道，其中4月份开设的玉泽抖音品牌旗舰店818期间GMV突破1000万。线下方面，公司百货渠道扭亏为盈，目前线下共约900家百货专柜，同时积极发展新零售业务，目前新零售占线下收入比重已增至10%+。

### ● 投资建议与盈利预测

上海家化为国内日化用品龙头，当前已形成多品牌多渠道的业务矩阵。2020年以来公司通过调整品牌定位、产品结构以及渠道优化，运营效率与盈利水平持续提升。我们预计2021-2023年公司实现归母净利润5.07/8.33/11.41亿元，EPS 0.75/1.23/1.68元，对应PE 70/42/31x，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，品牌与渠道调整不及预期。

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 61.99 / 34.4

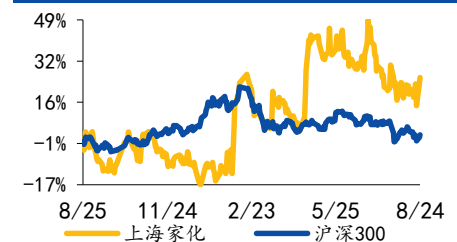
A股流通股(百万股): 671.25

A股总股本(百万股): 679.63

流通市值(百万元): 35019.03

总市值(百万元): 35456.53

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

《国元证券行业研究-化妆品行业2021年7月数据跟踪:大促后消费整体回落,珀莱雅稳健增长》2021.08.09

《国元证券公司研究-上海家化(600315)公司事件点评:再推激励计划,上调激励业绩目标》2021.07.23

#### 报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐熠雯

邮箱 xuyiwen@gyzq.com.cn

#### 附表: 盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7596.95	7032.39	8304.38	9424.97	10614.80
收入同比(%)	6.43	-7.43	18.09	13.49	12.62
归母净利润(百万元)	557.09	430.20	507.37	833.11	1140.69
归母净利润同比(%)	3.09	-22.78	17.94	64.20	36.92
ROE(%)	8.86	6.62	7.38	11.04	13.53
每股收益(元)	0.82	0.63	0.75	1.23	1.68
市盈率(P/E)	63.49	82.22	69.71	42.46	31.01

资料来源: Wind, 国元证券研究所

## 目 录

1、财务与业务分析 .....	3
2、投资建议 .....	6
3、风险提示 .....	6

## 图表目录

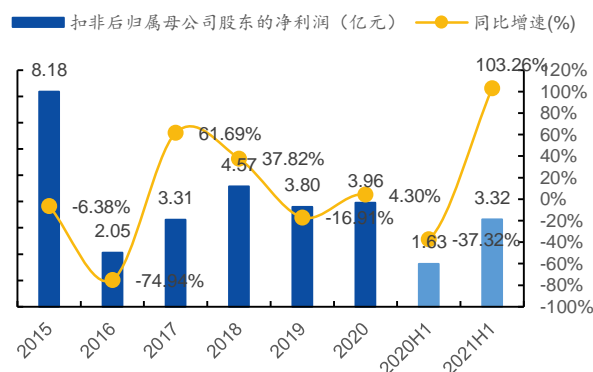
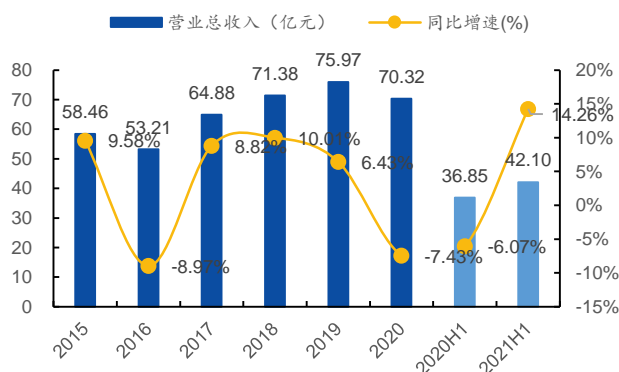
图 1：上海家化营业收入（亿元）及增速 .....	3
图 2：上海家化扣非后归母净利润（亿元）及增速 .....	3
图 3：2021 上半年上海家化分品类收入占比 .....	4
图 4：2021 上半年上海家化分渠道收入（亿元）及增速 .....	4
图 5：上海家化毛利率与净利率情况 .....	4
图 6：上海家化销售/管理/研发/财务费用率情况 .....	4
图 7：上海家化存货周转天数 .....	5
图 8：上海家化应收账款周转天数 .....	5
图 9：上海家化经营/投资/筹资活动现金流情况（亿元） .....	5

## 1、财务与业务分析

2021 年上半年公司实现营业收入 42.10 亿元，同比增长 14.26%，归母净利润 2.86 亿元，同比增长 55.84%，扣非后归母净利润 3.32 亿元，同比上升 103.26%。2021 年 Q1/Q2 收入 21.15/20.95 亿元，同比增长 27.04%/3.73%，归母净利润 1.69/1.17 亿元，同比增长 41.92%/81.69%，扣非后归母净利润 1.99/1.33 亿元，同比增长 53.05%/299.10%。其中单 Q2 收入有所承压，主要由于：1) 今年夏季气温偏低影响六神周转；2) 特渠 Q2 起增速放缓；3) 上年超头直播基数高。

图 1：上海家化营业收入（亿元）及增速

图 2：上海家化扣非后归母净利润（亿元）及增速



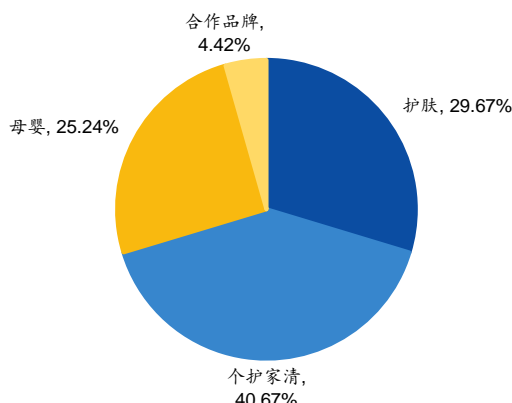
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

品类、品牌端，护肤品类增速高达 30%+，占比提升至 30%。2021 上半年，公司护肤/个护家清/母婴/合作品牌收入分别为 12.48/17.11/10.62/1.86 亿元，同比增长 30%+/高个位数/10%+/10%+，占比 29.67%/40.67%/25.24%/4.42%。护肤品类中，佰草集同比增速接近 40%；玉泽受到去年同期超头直播高基数影响，上半年低个位数增长，7 月起恢复高增；典萃增速 60%+；双妹同比增长近 90%；高夫增速接近 40%；美加净增速 20%+。个护家清品类中，六神高个位数增长，家安增速接近 20%。母婴品类中，启初同比增速 40%+，汤美星全球实现高个位数增长。合作品牌中，片仔癀高个位数增长，CHD 增速接近 25%。

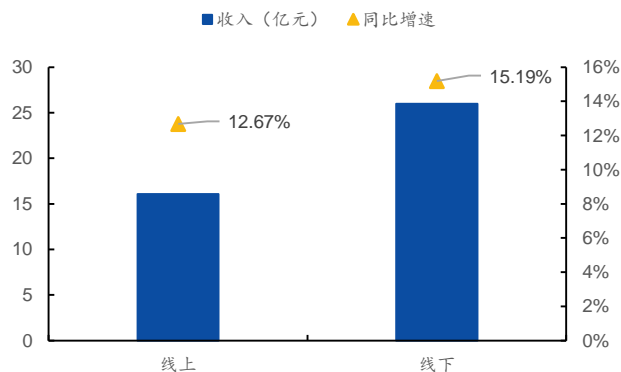
渠道端，线上加强私域建设、进入抖音渠道，线下强化新零售业务、优化百货渠道专柜。2021 上半年公司线上/线下收入 16.07/25.99 亿元，同比增加 12.67%/15.19%，占比 38.21%/61.79%。线上方面，公司积极搭建品牌私域流量池，3 月起通过企业微信、淘宝群等方式建立近 800 个社群，覆盖 25 万粉丝，私域建设稳步推进。此外，公司积极布局抖音渠道，陆续开设 4 家品牌旗舰店，其中 4 月份开设的玉泽抖品牌旗舰店粉丝数量已突破 10.7 万人，818 期间 GMV 突破 1000 万。线下方面，公司积极发展新零售业务，目前新零售占线下收入比重超过 10%。线下百货渠道继续缩柜，撤去长尾低效门店、聚焦头部门店，目前共 900 家左右百货专柜，上半年净关闭 50+家，整体百货渠道已经实现扭亏为盈。

图 3：2021 上半年上海家化分品类收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 4：2021 上半年上海家化分渠道收入（亿元）及增速

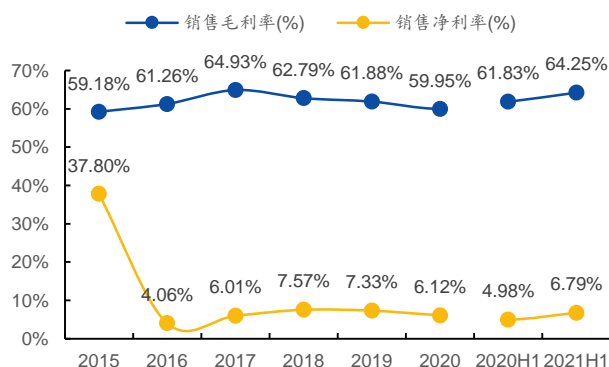


资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：由于公司 2020 与 2021 年品类口径不同，无法计算同比增速

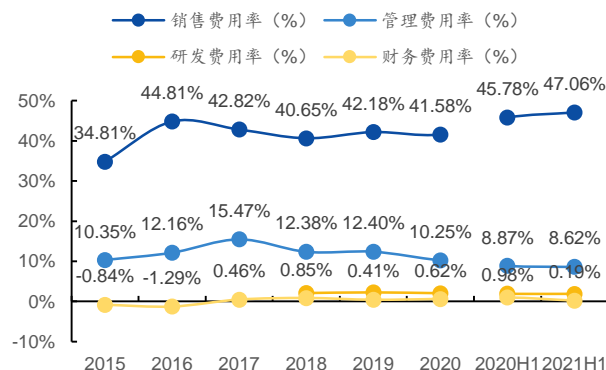
**2021 上半年公司毛利率 64.25%，同比上升 2.42pct，净利率 6.79%，同比上升 1.81pct。**上半年公司毛利率持续提升，主要由于：1) 高毛利美妆品类占比提升，其中多个品牌，如典翠、佰草集、高夫等，上半年实现高速增长；2) 各品牌聚焦头部 SKU，产品结构优化；3) 六神提价。未来公司毛利率随着品牌及产品结构调整有望继续上升。费用端，上半年销售费用率 47.06%，同比增加 1.28pct，若剔除股权激励费用+新建私域费用，销售费用率同比基本持平；管理费用率 8.62%，同比下降 0.25pct，管理效率优化；研发费用率 1.88%，同比持平；财务费用率 0.19%，同比下降 0.79pct。

图 5：上海家化毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

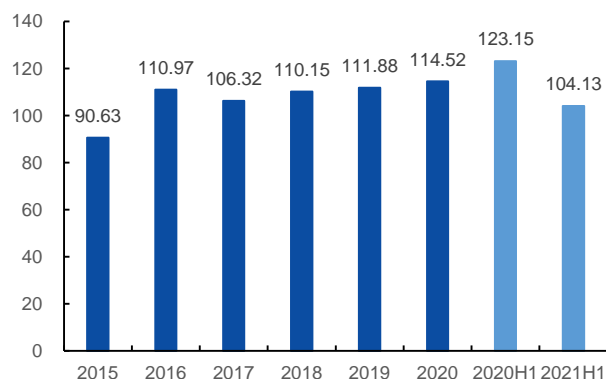
图 6：上海家化销售/管理/研发/财务费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

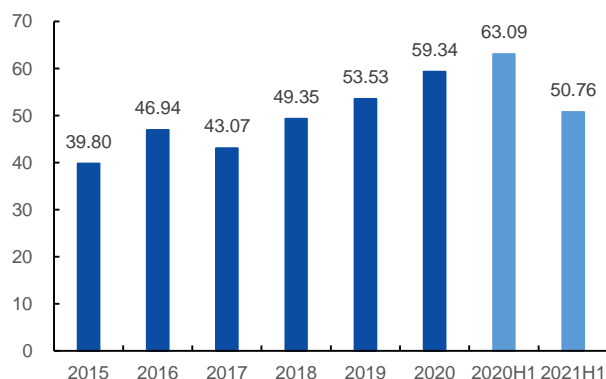
**存货与应收账款周转速度提升。**2021 年上半年公司存货周转天数 104.13 天，较去年同期下降 19.02 天，应收账款周转天数 50.76 天，较去年同期下降 12.33 天，营运能力继续提升。

图 7：上海家化存货周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究所

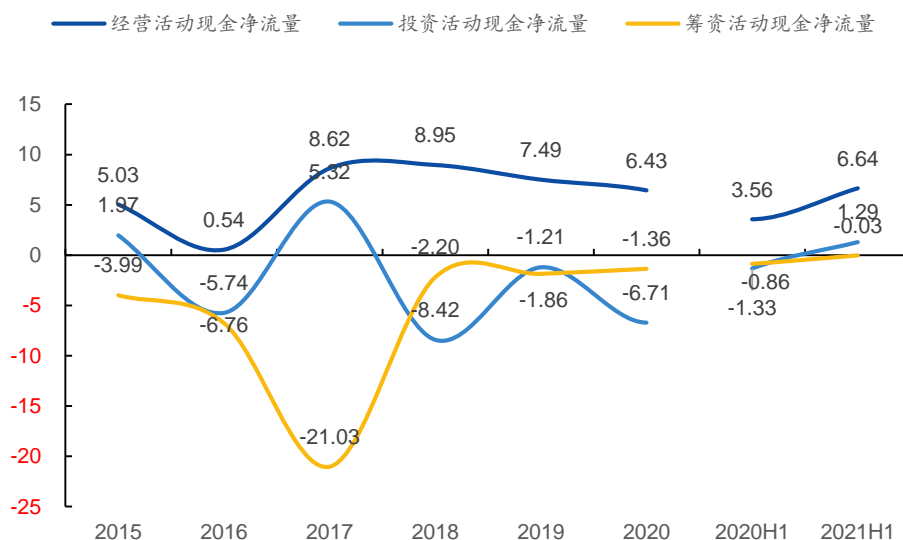
图 8：上海家化应收账款周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究所

现金流方面，上半年公司经营/投资/筹资性活动现金净流量分别为 6.64/1.29/-0.03 亿元。经营活动现金净流量同比提升 86.46%，主要受益于销售收入同比增加；投资活动现金净流量同比增加，主要系投资银行理财赎回的现金净额（扣除投资支付的现金）同比增加；筹资活动现金净流量同比变动主要系：1）去年同期境外子公司从中国银行借入银行借款 1.2 亿英镑，并归还包括 Lloyds 银行在内的境外银团借款 1.27 亿英镑；2）本年收到授予 2020 年限制性股票激励计划预留股份的相关款项。

图 9：上海家化经营/投资/筹资活动现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 2、投资建议

上海家化为国内日化用品龙头，当前已形成多品牌多渠道的业务矩阵。2020 年来公司通过调整品牌定位、产品结构以及渠道优化，运营效率与盈利水平持续提升。我们预计 2021-2023 年公司实现归母净利润 5.07/8.33/11.41 亿元，EPS 0.75/1.23/1.68 元，对应 PE 70/42/31x，维持“买入”评级。

## 3、风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，品牌与渠道调整不及预期。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5877.52	6154.91	6555.24	7476.56	8552.57
现金	1609.13	1286.71	1560.41	2184.81	2974.74
应收账款	1228.91	1089.57	1286.64	1460.26	1644.61
其他应收款	66.32	87.24	83.31	99.96	113.73
预付账款	63.93	46.97	51.82	60.18	64.38
存货	925.17	866.51	827.52	911.76	1001.11
其他流动资产	1984.06	2777.92	2745.54	2759.60	2753.99
<b>非流动资产</b>	5269.98	5140.41	5005.50	4862.05	4741.07
长期投资	391.36	475.51	439.66	439.66	439.66
固定资产	1122.05	1018.62	908.13	785.49	659.25
无形资产	820.65	769.37	769.37	769.37	769.37
其他非流动资产	2935.92	2876.91	2888.34	2867.53	2872.80
<b>资产总计</b>	11147.49	11295.32	11560.73	12338.61	13293.65
<b>流动负债</b>	2865.02	2875.72	2832.64	2900.84	2974.43
短期借款	0.00	0.00	23.22	0.00	0.00
应付账款	823.86	718.26	792.41	873.08	958.64
其他流动负债	2041.16	2157.46	2017.01	2027.76	2015.78
<b>非流动负债</b>	1996.73	1920.38	1856.76	1890.31	1889.07
长期借款	1138.00	1062.39	1062.39	1062.39	1062.39
其他非流动负债	858.73	857.99	794.37	827.91	826.68
<b>负债合计</b>	4861.74	4796.10	4689.40	4791.14	4863.50
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	671.25	677.97	677.97	677.97	677.97
资本公积	865.75	978.37	978.37	978.37	978.37
留存收益	4708.33	4970.71	5342.82	6018.96	6901.64
归属母公司股东权益	6285.75	6499.22	6871.33	7547.47	8430.15
<b>负债和股东权益</b>	11147.49	11295.32	11560.73	12338.61	13293.65

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	748.76	643.43	293.26	666.19	907.31
净利润	557.09	430.20	507.37	833.11	1140.69
折旧摊销	230.10	235.55	127.59	128.73	129.29
财务费用	31.42	43.30	32.91	29.32	15.18
投资损失	-153.99	-171.20	-100.00	-130.00	-130.00
营运资金变动	116.26	2.56	-94.98	-229.57	-242.70
其他经营现金流	-32.12	103.03	-179.64	34.61	-5.15
<b>投资活动现金流</b>	-120.81	-670.95	121.39	170.45	155.12
资本支出	184.92	105.53	0.00	0.00	0.00
长期投资	129.74	672.82	-35.85	0.00	0.00
其他投资现金流	193.86	107.39	85.54	170.45	155.12
<b>筹资活动现金流</b>	-185.87	-136.21	-140.95	-212.24	-272.49
短期借款	0.00	0.00	23.22	-23.22	0.00
长期借款	65.46	-75.61	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	6.72	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8.18	112.62	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-259.51	-179.94	-164.17	-189.02	-272.49
现金净增加额	438.49	-221.80	273.69	624.40	789.93

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	7596.95	7032.39	8304.38	9424.97	10614.80
营业成本	2896.00	2816.16	3106.89	3423.17	3758.65
营业税金及附加	53.58	56.90	63.90	72.76	82.51
营业费用	3204.13	2924.33	3487.84	3817.11	4192.85
管理费用	941.79	720.61	871.96	942.50	1008.41
研发费用	172.83	144.27	249.13	282.75	318.44
财务费用	31.42	43.30	32.91	29.32	15.18
资产减值损失	-5.00	-68.76	-46.10	-46.80	-50.23
公允价值变动收益	84.28	28.09	21.48	25.78	31.36
投资净收益	153.99	171.20	100.00	130.00	130.00
<b>营业利润</b>	700.22	533.75	629.07	1033.36	1415.22
营业外收入	2.75	4.44	3.51	3.69	3.75
营业外支出	0.97	4.21	2.81	2.97	3.12
<b>利润总额</b>	701.99	533.98	629.76	1034.08	1415.85
所得税	144.90	103.78	122.39	200.97	275.17
<b>净利润</b>	557.09	430.20	507.37	833.11	1140.69
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	557.09	430.20	507.37	833.11	1140.69
EBITDA	961.73	812.61	789.57	1191.40	1559.69
EPS (元)	0.83	0.63	0.75	1.23	1.68

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	6.43	-7.43	18.09	13.49	12.62
营业利润 (%)	8.34	-23.77	17.86	64.27	36.95
归属母公司净利润 (%)	3.09	-22.78	17.94	64.20	36.92
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	61.88	59.95	62.59	63.68	64.59
净利率 (%)	7.33	6.12	6.11	8.84	10.75
ROE (%)	8.86	6.62	7.38	11.04	13.53
ROIC (%)	15.83	14.11	16.22	25.57	33.49
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	43.61	42.46	40.56	38.83	36.59
净负债比率 (%)	23.53	22.36	23.45	22.41	22.09
流动比率	2.05	2.14	2.31	2.58	2.88
速动比率	1.71	1.80	1.99	2.22	2.50
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.71	0.63	0.73	0.79	0.83
应收账款周转率	6.11	5.50	6.39	6.28	6.26
应付账款周转率	3.51	3.65	4.11	4.11	4.10
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.82	0.63	0.75	1.23	1.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.10	0.95	0.43	0.98	1.34
每股净资产 (最新摊薄)	9.27	9.59	10.14	11.13	12.43
<b>估值比率</b>					
P/E	63.49	82.22	69.71	42.46	31.01
P/B	5.63	5.44	5.15	4.69	4.20
EV/EBITDA	32.62	38.61	39.73	26.33	20.11



## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188