

2021H1 中报点评：扣非净利同增超 100%，佰草集扭亏为盈，改革势能持续向上
买入（维持）

2021 年 08 月 25 日

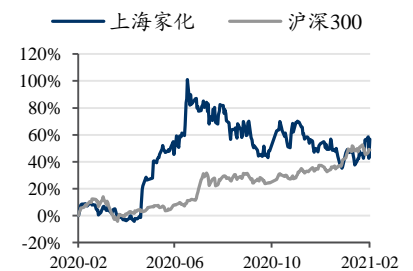
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,032	8,012	8,954	10,215
同比（%）	-7.4%	13.9%	11.8%	14.1%
归母净利润（百万元）	430	466	742	1,054
同比（%）	-22.8%	8.3%	59.4%	42.0%
每股收益（元/股）	0.63	0.69	1.09	1.55
P/E（倍）	82	76	48	34

投资要点

- **2021H1 业绩恢复良好，归母净利同增 56%，扣非同增 103%。**公司发布 2021 年半年报。2021H1 年实现营收 42.10 亿元（+14.3%，均为同比），归母净利 2.86 亿元（+55.8%），扣非归母净利 3.32 亿元（+103.3%），营收、业绩增速基本符合我们预期。2021Q2 实现营收 20.95 亿元（+3.7%），归母净利 1.17 亿元（+81.7%），扣非归母净利 1.33 亿元（+299.1%）。扣非归母净利润增速更快，主要受平安众消基金和国泰君安股票波动影响，非经常性损益较去年同期减少 6633.1 万元。
- **品类和 SKU 调整促进毛利率提升，经营指标表现良好：**2021H1 公司毛利率为 64.25%（+2.42pct），我们预计主要系品类和 SKU 调整成效良好，公司不断提升毛利较高的护肤品类占比提升，同时在各品牌聚焦头部 TOP20 SKU 的表现。从费用率看，21H1 公司销售/管理/财务费用率分别同比变化+1.28pct/-0.25pct/-0.79pct，研发费用率则维持不变，期间费用率整体同比略增 0.24pct。基于较好的毛利表现和良好的费用控制，公司净利率同比提升 1.81pct 至 6.79%。另外，21H1 公司各项经营指标均表现良好，存货/应收/应付天数分别同比下降 23/10/37 天，疫情后持续复苏，带动经营性现金流量同比增加 86.55%。
- **护肤增速领跑，线上 H1 受高基数影响增速承压、Q3 起增速有望恢复：分渠道看，**2021H1 线上/线下分别实现营收 16.07/25.99 亿元，分别同增 13%/15%，营收占比分别为 38%/62%，线下占比提升 1pct。Q2 线上增速环比略降，我们预计主要系 Q2 特渠收入增速较低和去年同期超头直播较多、线上基数较高，我们预计 Q3 起无高基数，线上增速有望恢复。**分品类看，**护肤/个护/母婴/代理分别实现营收 12.46/17.11/10.62/1.86 亿元，分别同增 30%/<10%/10%/+10%+，其中在佰草集、典萃等品牌带领下，护肤增速领跑，看好护肤品类持续恢复。
- **新品推出值得期待，核心品牌佰草集扭亏为盈：**上半年公司推出多款新品，例如佰草集“生物钟”面霜和眼霜，玉泽“蓝舱精华”、启初“水感防晒霜”等，均取得较好的反馈，尤其作为今年“双 11”的重点产品，佰草集的“生物钟”系列外观成分均有较大改善。核心品牌佰草集在积极的店铺和库存调整后，正式扭亏为盈，若延续复苏势头，我们预计将持续对业绩产生积极贡献。
- **盈利预测与投资评级：**公司持续聚焦核心 SKU 和爆款打造，并创新渠道和营销模式，改革优化效果持续显现。我们维持 2021-2023 年归母净利润预测 4.66、7.42、10.54 亿元，当前市值对应 PE 分别为 76、48、34 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响消费，行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn
证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.17
一年最低/最高价	34.05/63.62
市净率(倍)	5.35
流通 A 股市值(百万元)	35019.03

基础数据

每股净资产(元)	9.85
资产负债率(%)	45.34
总股本(百万股)	679.63
流通 A 股(百万股)	671.25

相关研究

- 1、《上海家化（600315）：股权激励加深董事长绑定，利好长期稳步复苏》2021-07-23
- 2、《上海家化（600315）：2021 年 1 季报点评：扣非净利润同增超 50%，改革提效稳步印证》2021-04-22
- 3、《上海家化（600315）：改革之年稳健收官，控费见效疫情下仍实现净利增长》2021-02-03

上海家化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,155	7,577	7,261	9,016	营业收入	7,032	8,012	8,954	10,215
现金	1,287	1,835	2,019	2,725	减:营业成本	2,816	3,291	3,574	3,969
应收账款	1,090	1,581	1,262	1,834	营业税金及附加	57	65	67	80
存货	867	1,216	1,032	1,464	营业费用	2,924	3,312	3,635	4,086
其他流动资产	2,912	2,945	2,948	2,992	管理费用	721	801	806	817
非流动资产	5,140	5,191	5,689	6,201	研发费用	144	173	189	218
长期股权投资	476	526	591	666	财务费用	43	6	-2	-12
固定资产	1,019	1,014	1,356	1,710	资产减值损失	69	0	0	0
在建工程	24	99	240	352	加:投资净收益	171	137	152	162
无形资产	778	752	726	709	其他收益	94	50	55	60
其他非流动资产	2,844	2,801	2,778	2,765	资产处置收益	1	0	0	0
资产总计	11,295	12,769	12,950	15,217	营业利润	534	579	922	1,309
流动负债	2,876	3,889	3,335	4,555	加:营业外净收支	0	-1	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	534	578	921	1,308
应付账款	718	1,157	853	1,368	减:所得税费用	104	112	179	254
其他流动负债	2,157	2,732	2,481	3,187	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1,920	1,913	1,906	1,899	归属母公司净利润	430	466	742	1,054
长期借款	1,062	1,055	1,048	1,041	EBIT	583	584	920	1,297
其他非流动负债	858	858	858	858	EBITDA	818	787	1,124	1,564
负债合计	4,796	5,802	5,241	6,454	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.63	0.69	1.09	1.55
归属母公司股东权益	6,499	6,967	7,709	8,763	每股净资产(元)	9.59	10.27	11.37	12.92
负债和股东权益	11,295	12,769	12,950	15,217	发行在外股份(百万股)	678	680	680	680
					ROIC(%)	14.8%	15.5%	21.1%	27.6%
					ROE(%)	6.6%	6.7%	9.6%	12.0%
					毛利率(%)	60.0%	58.9%	60.1%	61.1%
					销售净利率(%)	6.1%	5.8%	8.3%	10.3%
					资产负债率(%)	42.5%	45.4%	40.5%	42.4%
					收入增长率(%)	-7.4%	13.9%	11.8%	14.1%
					净利润增长率(%)	-22.8%	8.3%	59.4%	42.0%
					P/E	82.42	76.13	47.77	33.65
					P/B	4.72	4.41	3.98	3.50
					EV/EBITDA	34.93	35.61	24.77	17.34

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>