

上海家化（600315）：美妆护肤高速领跑，多渠道新营销助力增长

2021年8月25日

推荐/维持

上海家化

公司报告

事件：上海家化发布 2021 年上半年财报，实现营业收入 42.1 亿元，同比+14.26%；实现归母净利润 2.86 亿元，同比+55.84%。

品牌梳理优化和新品打造共同拉动下，美妆护肤赛道高速领跑。美妆护肤板块 H1 实现营收 12.48 亿元，同比+35.64%，是拉动公司营收增长的主要动力。公司持续梳理优化品牌矩阵，且新品爆品持续推出，如玉泽臻安精华液、佰草集新七白、典萃烟酰胺精华液等。多品牌获得较好表现：佰草集经历了 20 年的店铺和库存战略性调整后实现扭亏为盈，增长潜力得到释放，实现两位数增长；典萃品牌实现两位数增长；定位国产高端护肤的双妹品牌重启，增长接近翻倍；玉泽在同期高基数下仅实现个位数增长，但相较 Q1 已有所改善，我们认为依托功效护肤赛道高速成长的背景，叠加公司医研共创的不断推进，未来玉泽有望呈现较好发展势头。随着品牌梳理的完成和优质新品的推出，核心品牌尤其是护肤类的竞争力得到验证，且未来有望不断增强。

渠道转型持续推进，叠加新营销模式助力销售增长。线下渠道方面，公司积极发展新零售，收缩长尾低效门店、聚焦头部门店；与屈臣氏开展深度合作，赋能公司的数字化运营。受疫情影响较大的线下渠道稳步恢复，上半年营收同比+15.19%。线上渠道方面，搭建私域生态，多渠道用户招募引流私域；拓展抖音渠道，开设抖音旗舰店。上半年线上渠道营收同比+12.67%，增速与去年高增相比略放缓。未来随着渠道的丰富和营销手段的多样化，有望主力销售增长潜力的进一步释放。

盈利能力稳中有升，管理层调整和股权激励下增长可期。毛利率较高的美妆护肤板块营收占比同比提升 4.86pct，叠加公司聚焦头部核心产品，提升产品溢价，带来销售毛利率同比+2.43pct 达 64.25%，弥补了营销投入力度加大的影响。同时，新管理层上任带来经营理念升级，且 20 年 10 月启动限制性股票激励计划，释放公司活力，将共同推动传统品牌复兴和创新品牌高速发展，长期增长可期。

盈利预测：看好在渠道转型和新营销模式助力下，传统品牌复兴焕新和创新品牌的高速发展，未来关注新管理层的改革效应持续释放。预计公司 2021-2023 年营收为 82.9/94.5/105.1 亿元，净利润为 5.3/7.8/10.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.8/1.2/1.5 元。对应 PE 为 67/45/34 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：疫情反复影响线下渠道复苏，品牌创新和复兴不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,877.52	7,032.39	8,290.10	9,445.94	10,507.55
增长率（%）	6.43%	-7.43%	17.88%	13.94%	11.24%
净利润（百万元）	557.09	430.20	528.55	780.36	1,036.37
增长率（%）	3.09%	-22.78%	22.86%	47.64%	32.81%
净资产收益率（%）	8.86%	6.62%	7.63%	10.58%	12.97%
每股收益（元）	0.83	0.64	0.78	1.15	1.53
PE	62.86	81.52	66.92	45.32	34.13
PB	5.57	5.44	5.11	4.79	4.43

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

公司简介：

公司是中国历史最悠久的日化企业之一，主要从事化妆品、个人护理、家居护理用品的研发、设计、生产、销售及服务，主要品牌包括佰草集、高夫、美加净、启初、六神、家安等。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

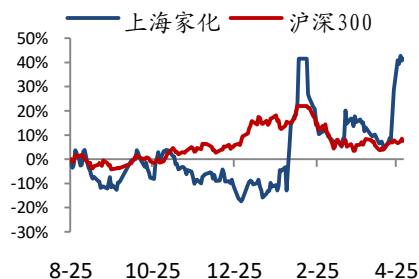
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	59.49-34.4
总市值（亿元）	400.0
流通市值（亿元）	396.04
总股本/流通 A 股（万股）	67,797/67,125
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.04

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiyum@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	5878	6155	7317	8451	9704	营业收入	7597	7032	8290	9446	10508
货币资金	1609	1287	1517	1728	1923	营业成本	2896	2816	3231	3572	3840
应收账款	1229	1090	1313	1480	1655	营业税金及附加	54	57	67	76	85
其他应收款	47	87	103	117	130	营业费用	3204	2924	3648	3967	4308
预付款项	64	47	47	36	30	管理费用	942	721	870	963	1051
存货	925	867	1013	1110	1198	财务费用	31	43	73	99	124
其他流动资产	50	46	46	46	46	研发费用	173	144	166	191	219
非流动资产合计	5270	5140	4821	4692	4570	资产减值损失	-5.00	-68.76	-36.88	-52.82	-44.85
长期股权投资	391	476	476	476	476	公允价值变动收益	84.28	28.09	56.18	42.13	49.16
固定资产	1122	1019	917	815	713	投资净收益	153.99	171.20	162.60	166.90	164.75
无形资产	821	769	762	754	747	加: 其他收益	99.99	94.19	97.09	95.64	96.37
其他非流动资产	53	220	0	0	0	营业利润	700	534	656	969	1286
资产总计	11147	11295	12138	13143	14273	营业外收入	2.75	4.44	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2865	2876	3391	3943	4460	营业外支出	0.97	4.21	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	433	920	1354	利润总额	702	534	656	969	1286
应付账款	824	718	860	924	1008	所得税	145	104	128	188	250
预收款项	96	0	0	0	0	净利润	557	430	529	780	1036
一年内到期的非流动负债	6	10	10	10	10	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1997	1920	1821	1821	1821	归属母公司净利润	557	430	529	780	1036
长期借款	1138	1062	1062	1062	1062	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	4862	4796	5213	5765	6282	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	6.43%	-7.43%	17.88%	13.94%	11.24%
实收资本(或股本)	671	678	678	678	678	营业利润增长	8.34%	-23.77%	22.91%	47.64%	32.81%
资本公积	866	978	978	978	978	归属于母公司净利润增长	3.09%	-22.78%	22.86%	47.64%	32.81%
未分配利润	4316	4578	4910	5399	6049	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6286	6499	6926	7378	7992	毛利率(%)	61.88%	59.95%	61.02%	62.18%	63.45%
负债和所有者权益	11147	11295	12138	13143	14273	净利率(%)	7.33%	6.12%	6.38%	8.26%	9.86%
现金流量表					单位: 百万元 总	5.00%	3.81%	4.35%	5.94%	7.26%	4.31%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	8.86%	6.62%	7.63%	10.58%	12.97%
经营活动现金流	749	643	74	551	843	偿债能力					
净利润	557	430	529	780	1036	资产负债率(%)	44%	42%	43%	44%	44%
折旧摊销	124.53	180.10	109.56	101.86	101.86	流动比率	2.05	2.14	2.16	2.14	2.18
财务费用	31	43	73	99	124	速动比率	1.73	1.84	1.86	1.86	1.91
应收账款减少	0	0	-223	-167	-175	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.71	0.63	0.71	0.75	0.77
投资活动现金流	-121	-671	-138	-438	-572	应收账款周转率	7	6	7	7	7
公允价值变动收益	84	28	56	42	49	应付账款周转率	9.20	9.12	10.51	10.59	10.88
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	154	171	163	167	165	每股收益(最新摊薄)	0.83	0.64	0.78	1.15	1.53
筹资活动现金流	-186	-136	294	98	-77	每股净现金流(最新摊薄)	0.66	-0.24	0.34	0.31	0.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.36	9.59	10.22	10.88	11.79
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	7	0	0	0	P/E	62.86	81.52	66.92	45.32	34.13
资本公积增加	8	113	0	0	0	P/B	5.57	5.44	5.11	4.79	4.43
现金净增加额	442	-164	230	211	194	EV/EBITDA	20.55	23.83	42.15	30.28	23.60

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	上海家化（600315）：品牌渠道全方位梳理，盈利能力显著改善	2021-02-25
行业深度报告	化妆品深度：国产香化如何打造百年企业？	2020-12-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前全面负责商贸零售与社会服务行业研究。2020年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究今榜“最佳选股分析师”。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526