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

买入（维持）

2021 年 02 月 03 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%	59.3%	42.0%
每股收益（元/股）	0.63	0.69	1.09	1.55
P/E（倍）	57.17	52.82	33.14	23.34

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
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

投资要点

- **全年口径调整影响收入增速，Q4 利润增速超预期：**公司 2020 年实现营收 70.32 亿元，同降 7.43%，但由于 2020 年起按新会计准则同时调减部分收入与销售费用，实际新口径下营收仅同降 2.5%。实现扣非归母净利润 3.96 亿元，同增 4.30%，2020 年 Q1-Q4 呈现逐季改善（Q1-Q3 分别同比变化-19.0%/-66.7%/-5.5%，Q4 由负转正）。实现归母净利润 4.30 亿元，同降 22.78%，主要系去年同期收到动迁款 1.3 亿元。Q4 单季实现营收 16.70 亿元（-10.28%），实现归母净利润 1.18 亿元（+608.71%），实现扣非净利润 1.20 亿元（去年同期略负）。

- **疫情下存货同比下降，同口径下现金流同增 20%：**截至 2020 年底，公司存货金额为 8.67 亿元，同降 6.34%，存货周转天数同比下降 2.64 天。从全年看，上半年受疫情影响存货有所增加，Q3 起开始消化，Q4“双 11”动销良好下进一步消化。公司实现应收账款 10.90 亿元，同降 11.34%。公司经营性现金流量为 6.43 亿元，同降 14.07%，但若剔除去年大额动迁款和政府补助，则同口径下经营性现金流同增约 20%。

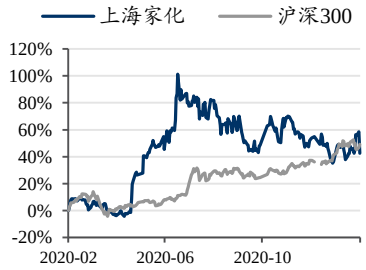
- **同口径毛利率基本持平，提效降费效果较为明显：**2020 年公司毛利率为 59.95%，同比下降 1.93pct，考虑同口径则基本持平。公司销售及管理费用率合计同降 2.75pct，其中受百货固定费用较高影响，同口径销售费用率有所提升，受人力成本下降，福利费与劳务费下降影响，全年管理费用率有所下降，公司提效降费效果较为明显。

- **玉泽、双妹增速较快，百货终端调整，CS 跌幅收窄：**分品牌看，玉泽、双妹增速最快，预计分别同增 200%+/70%+；家安、六神分别同增 30%+/2%；汤美星由于积极转型线上化，全年实现个位数增长；佰草集同降 50%+，但年内大力进行百货渠道调整，关闭低单产门店 400 余个，并进行产品线调整和社会库存去化，为后续品牌复苏推出打下良好基础。分渠道看，线上/线下分别同比变化+15%/-19%，其中预计电商/特渠分别同增 14%/8%，预计百货跌近 60%，预计商超母婴小个位数下跌，预计 CS 双位数下跌但 Q4 跌幅收窄。

- **盈利预测与投资评级：**疫情影响下公司积极采取应对措施，玉泽等多品牌和电商等线上渠道实现高速增长。未来将继续优化产品线和渠道结构，持续变革提效。我们预计 2021-2023 年实现归母净利润为 4.66、7.42、10.54 亿元，当前市值对应 PE 分别为 53、33、23 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.28
一年最低/最高价	24.29/51.87
市净率(倍)	3.78
流通 A 股市值(百万元)	24352.89

基础数据

每股净资产(元)	9.59
资产负债率(%)	42.46
总股本(百万股)	677.97
流通 A 股(百万股)	671.25

相关研究

1、《上海家化（600315）：Q3 业绩增速回正，电商投入结构改善》2020-10-26

2、《上海家化（600315）：股权激励终出台，全面提效或可期》2020-10-09

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上海家化三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**6,155**	**7,576**	**7,306**	**9,055**
现金	1,287	1,834	2,065	2,765
应收账款	1,090	1,581	1,262	1,834
存货	867	1,216	1,032	1,464
其他流动资产	2,912	2,945	2,948	2,992
非流动资产	**5,140**	**5,191**	**5,642**	**6,160**
长期股权投资	476	526	591	666
固定资产	1,019	1,014	1,309	1,669
在建工程	24	99	240	352
无形资产	778	752	726	709
其他非流动资产	2,844	2,801	2,778	2,765
资产总计	**11,295**	**12,767**	**12,948**	**15,215**
流动负债	**2,876**	**3,889**	**3,335**	**4,555**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	718	1,157	853	1,368
其他流动负债	2,157	2,732	2,481	3,187
非流动负债	**1,920**	**1,913**	**1,906**	**1,899**
长期借款	1,062	1,055	1,048	1,041
其他非流动负债	858	858	858	858
负债合计	**4,796**	**5,802**	**5,241**	**6,454**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,499	6,965	7,707	8,761
负债和股东权益	**11,295**	**12,767**	**12,948**	**15,215**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	643	652	706	1,282
投资活动现金流	-671	-89	-470	-586
筹资活动现金流	-136	-16	-5	5
现金净增加额	-222	547	231	700
折旧和摊销	236	203	201	261
资本开支	106	1	386	442
营运资本变动	3	142	-53	171

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**7,032**	**8,012**	**8,954**	**10,215**
减:营业成本	2,816	3,291	3,574	3,969
营业税金及附加	57	65	67	80
营业费用	2,924	3,312	3,635	4,086
管理费用	721	801	806	817
研发费用	144	173	189	218
财务费用	43	6	-2	-12
资产减值损失	-69	0	0	0
加:投资净收益	171	137	152	162
其他收益	94	50	55	60
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	**534**	**579**	**922**	**1,309**
加:营业外净收支	0	-1	-1	-1
利润总额	**534**	**578**	**921**	**1,308**
减:所得税费用	104	112	179	254
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**430**	**466**	**742**	**1,054**
EBIT	583	584	919	1,297
EBITDA	818	787	1,120	1,557

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	0.63	0.69	1.09	1.55
每股净资产(元)	9.59	10.27	11.37	12.92
发行在外股份(百万股)	678	678	678	678
ROIC(%)	14.8%	15.5%	21.3%	27.9%
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%	59.3%	42.0%
P/E	57.17	52.82	33.14	23.34
P/B	3.78	3.53	3.19	2.81
EV/EBITDA	27.39	27.77	19.30	13.42

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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