

# 线上增长突出、线下承压，换帅迎来新风貌

## ——上海家化(600315.SH) 2020年中报点评

公司简报

### 买入(维持)

当前价: 40.73元

### 分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

孙未末(执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)

### 市场数据

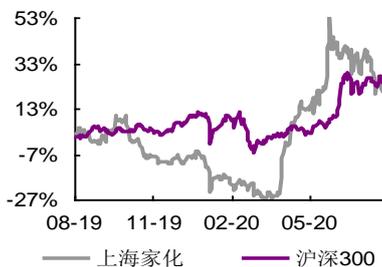
总股本(亿股): 6.71

总市值(亿元): 273.40

一年最低/最高(元): 24.44/52.20

近3月换手率: 89.20%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.38	-14.71	-7.52
绝对	-5.37	7.46	18.11

资料来源: Wind

### 相关研报

疫情拖累业绩, 期待线上表现——上海家化(600315.SH) 2020年一季报点评  
 ..... 2020-04-23

渠道与品牌迎合行业趋势积极调整, 期待逐步显效——上海家化(600315.SH) 2019年年报点评  
 ..... 2020-02-21

Q3 佰草集再推新品, 营销先行, 期待后续销售变现——上海家化(600315 SH) 2019年三季报点评  
 ..... 2019-10-29

### ◆上半年业绩下滑, 考虑会计准则影响后收入略降、Q2 收入增长转正

公司2020年上半年实现营业收入36.85亿元、同比降6.07%, 归母净利润1.83亿元、同比降58.68%, 扣非净利润1.63亿元、同比降37.32%, EPS0.27元。扣非净利润降幅超过收入主要为资产减值损失增加、联营公司投资收益减少、费用率提升等影响; 归母净利润和扣非净利润差异主要为非经常性损益同比减少, 19年同期有资产处置收益1.38亿元、20年无此影响, 另外公允价值收益20H1同比有所减少。

20Q1/Q2 单季度收入分别同比-14.80%、+2.60%, 归母净利润分别同比-48.89%、-69.52%。

考虑新会计准则调整影响, 同比口径下上半年收入略下降1.4%左右, Q2单季度收入增长9.3%左右。扣非净利润方面若扣除联营公司投资收益、一次性财务费用变化等非经营因素影响, 实际同比下滑10.5%左右。

### ◆线上增长突出、线下承压

分渠道来看: 1) 线上渠道(包含电商和特渠)收入14.26亿元、同比增32.66%、占比为39%(同比提升11PCT), 其中电商增长50%以上、特渠增长10%以上; 2) 线下渠道收入22.56亿元、同比降20.64%, 其中商超渠道同比略增, 百货渠道下滑70%以上, CS渠道下滑40%以上。

分品牌来看: 玉泽收入高三位数增长、家安两位数增长、C&D代理品牌高两位数增长、六神低个位数增长, 汤美星微增, 佰草集和高夫同比下滑接近50%、美加净两位数下滑。

分品类来看: 20年对品类有调整、可比口径不同, 划分为美妆护肤(佰草集、双妹、玉泽、典萃等)、个护(六神、美加净等)、家居护理(家安), 收入分别占比约为25%、66%、4%, 另外合资及代理品牌占5%左右。

### ◆毛利率持平、费用率升, 存货增加

毛利率: 20年上半年公司毛利率同比下降0.11PCT至61.83%基本持平, 考虑到准则调整影响、若同比口径下同提升近2PCT。分品牌来看, 除佰草集之外大部分自有品牌毛利率均为同比提升, 主要为公司产品结构优化以及降本显效。

分季度来看, 20Q1/Q2 毛利率分别61.33%(-0.85PCT)、62.24%(+0.54PCT)。

费用率: 上半年期间费用率同比提升0.75PCT至57.50%, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别+2.27/-1.92/+0.03/+0.37PCT。公司在Q2调整部分管理费用重分类到销售费用, 两项费用合计同比提升0.36PCT, 主要为线下渠道费用较为刚性以及公司优化部分百货渠道带来短期销售费用增加; 财务费用率提升主要为公司对海外五年期借款进行置换、致短期利息费用增加(但未来可实现节约)。

分季度来看, 20Q1/Q2 期间费用率分别同比-1.74、+2.62PCT。

**其他财务指标：**1) 20年6月末存货较年初增8.03%至10亿元、较19年6月末增2.75%，主要为618销售不及预期、存货有所增加；存货周转率为1.46、较19H1的1.62略放缓。

2) 应收账款6月末为13.54亿元、较年初增10.18%、较19年6月末增7.95%，主要为疫情背景下加大对经销商账期支持；应收账款周转率为2.85、较19H1的3.43有所放缓。

3) 20H1 资产处置损益同比净减少1.39亿元、公允价值变动收益净减少7140万元、资产减值损失净增加4909万元，对公司利润造成拖累。

4) 经营活动净现金流3.56亿元、同比降34.55%，主要为去年同期收到动迁款较多，若剔除该影响经营净现金流同比下降13.5%左右。

#### ◆公司换帅后战略明确、积极落地执行、期待开花结果

公司换帅，曾于欧莱雅任职的潘秋生先生自2020年6月就任董事长、CEO、总经理，之后对公司积极推进改革，核心战略为“一个中心（以消费者为中心）、两个基本点（品牌创新、渠道进阶）、三个助推器（文化、流程、数字化）”，公司经营水平和员工积极性均向好发展。20年以来公司降本控费初现效果，未来有望继续提高盈利能力和运营效率。

品牌创新方面，公司将以聚焦数据导向的消费者洞察为出发点，规范品牌定位并创新建立研发、营销等方面精确的方法论和模型，积极打造爆品、聚焦头部SKU。其中护肤品类希望保持高速增长同时实现功效和渠道的细分化，其中目前存在下滑压力的佰草集品牌已调整品牌负责人、积极采取焕活措施（包括IP合作等）；婴童/个护品类希望挑战并巩固细分冠军地位；其他品类希望打造细分品类领先品牌、并提升毛利。

渠道进阶方面，线上渠道通过数字化运营推进可持续发展，优化直播投入策略、提高投入产出比、探讨可能代表未来方向的新电商平台，特渠将寻求股东平安体系协同；线下渠道促进新零售布局，缩编低效百货渠道（上半年已缩编130个左右的百货专柜、全年预计300个）、提高百货单产、进驻高端百货，商超夯实优势、拓品增效，传统CS渠道重建、屈臣氏增利（上半年公司在屈臣氏销售下滑的背景下实现了逆势增长）。

另外在经营层面持续推进降本增效，在毛利、费用、营销效果等多方面提高管理科学水平，做好简化和聚焦；人员和团队方面，组织架构调整、优化考核体系。

#### ◆老牌多品类多品牌集团，多点提效促发展

我们认为：公司作为老牌多品类多品牌集团，消费者影响力较强，在换帅后积极改革、各品牌和渠道发展方向更为明确，总体经营管理效率正在提升中，期待后续继续推进和显效。20年玉泽品牌强势增长、展现公司品牌运营能力，之后更加重视精细化发展和投入产出比、平衡各类直播占比。未来公司通过对三大品类的定位清晰梳理、强化品牌的可持续发展和盈利性。渠道方面线上表现突出，短期线下承压，公司积极优化传统渠道短期会致费用增加、长期叠加重视单店、拓展新零售有利于提高线下渠道质量。

考虑到线下渠道短期承压，我们下调20~22年EPS为0.53、0.78、0.94元，20年PE77倍，20年疫情叠加多个非经营因素影响业绩，另外公司业

务调整优化亦有影响，21 年上述非经营因素将大部分消除、同时业务调整效果逐步显现、回归良性增长，维持“买入”评级。

◆**风险提示**：疫情持续致终端消费疲软；营销效果不及预期；费用管控不当；进口品牌竞争加剧。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,138	7,597	7,496	8,502	9,505
营业收入增长率	10.01%	6.43%	-1.33%	13.42%	11.81%
净利润（百万元）	540	557	354	527	632
净利润增长率	38.63%	3.09%	-36.48%	48.83%	19.93%
EPS（元）	0.81	0.83	0.53	0.78	0.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.30%	8.86%	5.47%	7.64%	8.58%
P/E	51	49	77	52	43
P/B	4.7	4.3	4.2	4.0	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 27 日

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,138	7,597	7,496	8,502	9,505
营业成本	2,656	2,896	2,987	3,361	3,713
折旧和摊销	129	184	119	126	134
税金及附加	56	54	60	60	67
销售费用	2,901	3,204	3,336	3,681	4,097
管理费用	883	942	637	714	789
研发费用	150	173	150	213	238
财务费用	61	31	46	42	38
投资收益	130	154	100	100	100
营业利润	646	700	432	653	778
利润总额	646	702	434	655	780
所得税	106	145	80	128	149
净利润	540	557	354	527	632
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	540	557	354	527	632
EPS(按最新股本计)	0.81	0.83	0.53	0.78	0.94

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	895	749	351	604	610
净利润	540	557	354	527	632
折旧摊销	129	184	119	126	134
净营运资金增加	530	492	33	122	224
其他	-305	-484	-155	-172	-380
投资活动产生现金流	-842	-121	-180	-80	-80
净资本支出	-382	-30	-250	-150	-150
长期投资变化	276	391	0	0	0
其他资产变化	-736	-482	70	70	70
融资活动现金流	-220	-186	-214	-150	-198
股本变化	-2	0	0	0	0
债务净变化	-23	66	0	0	0
无息负债变化	143	449	9	217	156
净现金流	-170	438	-44	373	332

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	62.8%	61.9%	60.1%	60.5%	60.9%
EBITDA 率	12.2%	8.7%	7.9%	8.5%	9.2%
EBIT 率	9.4%	5.7%	6.3%	7.0%	7.8%
税前净利润率	9.1%	9.2%	5.8%	7.7%	8.2%
归母净利润率	7.6%	7.3%	4.7%	6.2%	6.6%
ROA	5.3%	5.0%	3.1%	4.4%	5.0%
ROE (摊薄)	9.3%	8.9%	5.5%	7.6%	8.6%
经营性 ROIC	8.8%	6.5%	6.2%	7.5%	9.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	43%	44%	43%	42%	42%
流动比率	1.78	2.05	2.05	2.09	2.16
速动比率	1.45	1.73	1.72	1.76	1.82
归母权益/有息债务	5.39	5.50	5.66	6.02	6.44
有形资产/有息债务	6.62	7.04	7.19	7.71	8.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	10,160	11,147	11,343	11,979	12,607
货币资金	1,105	1,609	1,566	1,939	2,271
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,030	1,229	1,234	1,339	1,454
应收票据	1	0	14	8	7
其他应收款(合计)	35	66	84	80	84
存货	875	925	934	1,016	1,120
其他流动资产	1,653	1,984	1,984	1,984	1,984
流动资产合计	4,777	5,878	5,892	6,454	7,016
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	276	391	391	391	391
固定资产	1,189	1,122	1,103	1,066	1,030
在建工程	17	24	123	145	161
无形资产	816	821	854	886	918
商誉	1,938	2,044	2,044	2,044	2,044
其他非流动资产	168	53	53	53	53
非流动资产合计	5,383	5,270	5,451	5,525	5,591
总负债	4,347	4,862	4,871	5,089	5,245
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	828	824	845	991	1,090
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	87	96	104	110	123
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,691	2,865	2,874	3,092	3,248
长期借款	1,073	1,138	1,138	1,138	1,138
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	495	765	765	765	765
非流动负债合计	1,656	1,997	1,997	1,997	1,997
股东权益	5,813	6,286	6,472	6,890	7,362
股本	671	671	671	671	671
公积金	1,250	1,258	1,258	1,258	1,258
未分配利润	3,795	4,316	4,502	4,920	5,392
归属母公司权益	5,813	6,286	6,472	6,890	7,362
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	40.65%	42.18%	44.50%	43.30%	43.10%
管理费用率	12.37%	12.40%	8.50%	8.40%	8.30%
财务费用率	0.85%	0.41%	0.62%	0.49%	0.40%
研发费用率	2.09%	2.27%	2.00%	2.50%	2.50%
所得税率	16%	21%	19%	20%	19%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.25	0.25	0.16	0.24	0.29
每股经营现金流	1.33	1.12	0.52	0.90	0.91
每股净资产	8.66	9.36	9.64	10.26	10.97
每股销售收入	10.63	11.32	11.17	12.67	14.16

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	51	49	77	52	43
PB	4.7	4.3	4.2	4.0	3.7
EV/EBITDA	34.1	44.7	46.7	37.8	31.1
股息率	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%	0.7%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼