

上海家化 (600315.SH)

电商运营强调精细化与可持续性, 百货渠道精简缩编

事件: 上海家化发布 2020 半年报。集团 2020 上半年录得营收 36.85 亿元 (yoy-6.07%), 归母净利润 1.83 亿元 (yoy-58.68%), 扣非归母净利润 1.63 亿元 (yoy-37.32%); 单 Q2 营收同增 2.60%, 归母净利润同降 69.52%。公司 Q2 起调整组织架构, 对销售费用和管理费用的口径重新分类, 因此上半年两费合计占收入比例 54.65%, 与去年同期相近。若不考虑新收入会计准则影响, 同口径上半年收入同降 1.4%, 单 Q2 收入同增 9.3%。公司上半年利润端受丝芙兰等联营公司的投资收益因疫情下滑、Mayborn 境外一次性财务费用、金融资产公允价值变动、非经常性土地处置收益等多重影响, 业绩与收入表现拉开较大差距, 若不考虑以上因素, 业绩同口径可比降幅估算在 10% 左右。存货周转天数同比放缓 12 天至 123 天, 主要系电商 618 活动未达预期; 应收账款周转天数同比放缓 11 天至 63 天, 主要系疫情影响经销回款效率。

收入数据拆分。分渠道收入看,公司 2020H1 线上收入同增 32.66% (其中传统电商同增 50%+, 特渠同增 10%+), 占比提升至 38.7%; 线下收入同降 20.64% (其中百货同降 70%+, CS 渠道同降 40%+, 商超母婴微降), 佰草集上半年缩编了近 130 个单产较低的百货专柜, 目前剩余专柜近 1200 家, 预计 2020 年底前缩编至 1000 家。**分品牌收入看,**玉泽取得高三位数同比增长, C&D 代理品牌高双位数增长, 家安双位数增长, 六神低个位数增长, 汤美星微增, 美加净双位数下滑, 渠道较重的佰草集和高夫同比下滑近 50%。当前品类结构为护肤/个护/家清/代理分别占比 25%/66%/4%/5%。

当期及未来发展方向。潘总上任后, 确立了“以消费者为中心, 以品牌创新和渠道进阶为基本点, 以流程、文化和数据化为助推器”的经营方针。短期对佰草集的低单产线下专柜进行缩编, 消化渠道库存; 改变玉泽过度依赖超头主播的销售模式, 搭建新电商团队寻找当前零售环境下头部主播、中腰部主播和店铺自播的平衡比例, 以精细化和可持续性运营为目标。长期建立消费者数据库, 自主研发结合外部研发, 同时与天猫创新中心合作, 沿着消费者喜爱度方向挖掘爆品, 重塑核心品牌品牌力。

盈利预测。结合中报财务情况, 我们调整盈利预测为 2020-2022 年收入 75.97/87.81/101.58 亿元、归母净利润 3.51/5.08/7.06 亿元、对应 EPS0.52/0.76/1.05 元, 公司现价 40.20 元, 对应 2020 年 PE 为 77 倍。下调至“增持”评级。

风险提示: 双十一销售情况不达预期, 海外疫情影响汤美星等海外业务等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,138	7,597	7,597	8,781	10,158
增长率 yoy (%)	10.01	6.43	0.00	15.58	15.69
归母净利润 (百万元)	540	557	351	508	706
增长率 yoy (%)	38.6	3.1	-37.1	45.1	38.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.81	0.83	0.52	0.76	1.05
净资产收益率 (%)	9.3	8.9	5.3	7.3	9.4
P/E (倍)	49.9	48.4	77.0	53.1	38.2
P/B (倍)	4.64	4.29	4.07	3.87	3.59

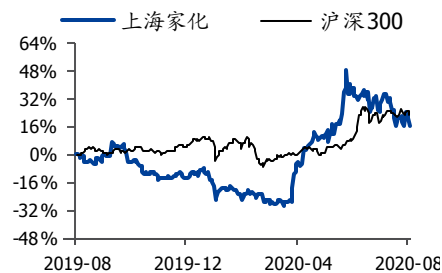
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

增持 (调低)

股票信息

行业	纺织服装
前次评级	买入
最新收盘价	40.20
总市值(百万元)	26,984.19
总股本(百万股)	671.25
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	4.14

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 刘畅

执业证书编号: S0680519070002

邮箱: liuchang@gszq.com

相关研究

- 《上海家化 (600315.SH): 集团增长趋同行业整体, 前欧莱雅高管接任 CEO》2020-04-23
- 《上海家化 (600315.SH): 加强线上渠道和美容护肤类资源支持》2020-02-20
- 《上海家化 (600315.SH): 佰草集品牌加大投放, 六神短期消化价格冲击》2019-10-27



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4777	5878	6077	6888	6950
现金	1105	1609	2169	1964	2279
应收票据及应收账款	1031	1229	942	1567	1335
其他应收款	35	66	35	82	53
预付账款	78	64	78	86	104
存货	875	925	869	1205	1195
其他流动资产	1653	1984	1984	1984	1984
非流动资产	5383	5270	5255	5426	5638
长期投资	276	391	627	892	1187
固定资产	1189	1122	952	782	612
无形资产	845	831	928	1008	1109
其他非流动资产	3072	2926	2748	2745	2730
资产总计	10160	11147	11332	12314	12588
流动负债	2691	2865	2946	3832	3813
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	828	824	822	1080	1121
其他流动负债	1864	2041	2123	2752	2692
非流动负债	1656	1997	1750	1505	1260
长期借款	1073	1138	891	647	401
其他非流动负债	583	859	859	859	859
负债合计	4347	4862	4695	5337	5073
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	671	671	671	671	671
资本公积	858	866	866	866	866
留存收益	4188	4708	4891	5232	5770
归属母公司股东权益	5813	6286	6636	6977	7515
负债和股东权益	10160	11147	11332	12314	12588

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	895	749	827	428	961
净利润	540	557	351	508	706
折旧摊销	197	230	231	179	182
财务费用	61	31	36	30	30
投资损失	-130	-154	-120	-150	-180
营运资金变动	40	116	219	-130	234
其他经营现金流	186	-32	110	-10	-10
投资活动现金流	-842	-121	-206	-190	-204
资本支出	383	185	-130	-94	-83
长期投资	-512	-130	-235	-115	-295
其他投资现金流	-970	-66	-571	-399	-582
筹资活动现金流	-220	-186	-61	-442	0
短期借款	-19	0	0	0	0
长期借款	-6	65	-247	-244	-245
普通股增加	-2	0	0	0	0
资本公积增加	-20	8	0	0	0
其他筹资现金流	-173	-260	186	-198	246
现金净增加额	-170	438	560	-205	314

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7138	7597	7597	8781	10158
营业成本	2656	2896	2887	3337	3860
营业税金及附加	56	54	54	62	72
营业费用	2901	3204	3305	3776	4267
管理费用	883	942	912	1010	1117
研发费用	150	173	152	193	223
财务费用	61	31	36	30	30
资产减值损失	60	-5	45	10	10
其他收益	0	0	0	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	10	10
投资净收益	130	154	120	150	180
资产处置收益	-38	138	0	0	0
营业利润	646	700	437	623	869
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	646	702	438	624	870
所得税	106	145	88	116	164
净利润	540	557	351	508	706
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	540	557	351	508	706
EBITDA	880	959	646	767	1005
EPS (元)	0.81	0.83	0.52	0.76	1.05

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.0	6.4	0.0	15.6	15.7
营业利润(%)	34.0	8.3	-37.6	42.6	39.4
归属于母公司净利润(%)	38.6	3.1	-37.1	45.1	38.8
获利能力					
毛利率(%)	62.8	61.9	62.0	62.0	62.0
净利率(%)	7.6	7.3	4.6	5.8	6.9
ROE(%)	9.3	8.9	5.3	7.3	9.4
ROIC(%)	7.7	7.1	3.9	5.6	7.5
偿债能力					
资产负债率(%)	42.8	43.6	41.4	43.3	40.3
净负债比率(%)	8.0	4.8	-4.3	-4.7	-11.8
流动比率	1.8	2.1	2.1	1.8	1.8
速动比率	0.8	1.7	1.7	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	7.3	6.7	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.83	0.52	0.76	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.12	1.23	0.64	1.43
每股净资产(最新摊薄)	8.66	9.36	9.89	10.39	11.20
估值比率					
P/E	49.9	48.4	77.0	53.1	38.2
P/B	4.6	4.3	4.1	3.9	3.6
EV/EBITDA	31.2	26.4	38.3	32.2	24.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

电商运营强调精细化与可持续性，百货渠道精简缩编.....	4
2020年中报财务表现.....	4
上海家化新发展战略.....	4
公司经营数据拆分.....	4
公司当期及未来发展方向.....	5
盈利预测与投资建议.....	5
风险提示.....	6

图表目录

图表 1: 上海家化新发展战略.....	4
图表 2: 上海家化按品类和渠道收入拆分.....	5

电商运营强调精细化与可持续性，百货渠道精简缩编

2020年中报财务表现

上海家化 2020 上半年录得营业收入 36.85 亿元，同比下滑 6.07%，归母净利润 1.83 亿元，同比下滑 58.68%，扣非归母净利润 1.63 亿元，同比下滑 37.32%。随着国内疫情缓和，Q2 收入复苏，单季度营业收入同比增长 2.60%，归母净利润同降 69.52%。若不考虑新收入会计准则影响，同口径上半年收入同降 1.4%，单 Q2 收入同增 9.3%。

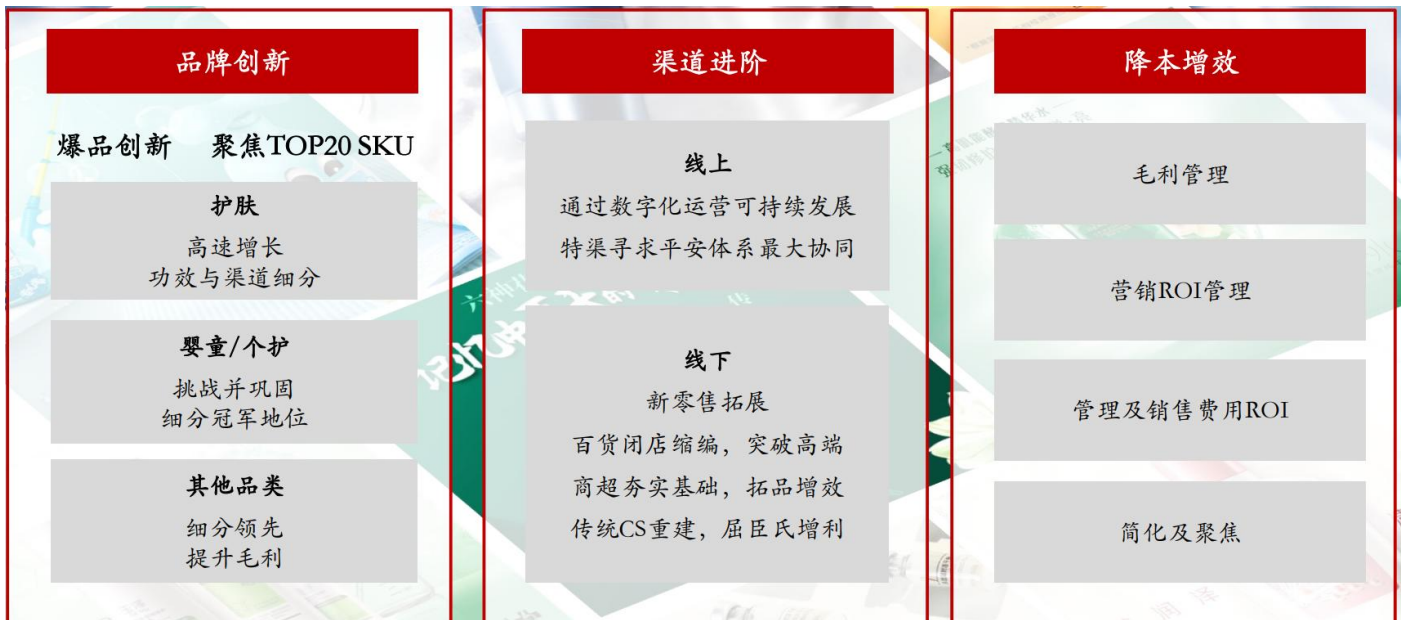
公司 Q2 起调整组织架构，对销售费用和管理费用的口径重新分类，因此上半年两费合计占收入比例 54.65%，与去年同期相近。公司上半年利润端受丝芙兰等联营公司的投资收益因疫情下滑、Mayborn 境外一次性财务费用、金融资产公允价值变动、非经常性土地处置收益等多重影响，业绩与收入表现拉开较大差距，若不考虑以上因素，业绩同口径可比降幅估算在 10%左右。

存货周转天数同比放缓 12 天至 123 天，主要系电商 618 活动未达预期；应收账款周转天数同比放缓 11 天至 63 天，主要系疫情影响经销回款效率。

上海家化新发展战略

潘求生接任上海家化掌舵人后，确立了“以消费者为中心，以品牌创新和渠道进阶为基本点，以流程、文化和数据化为助推器”的经营方针。

图表 1: 上海家化新发展战略



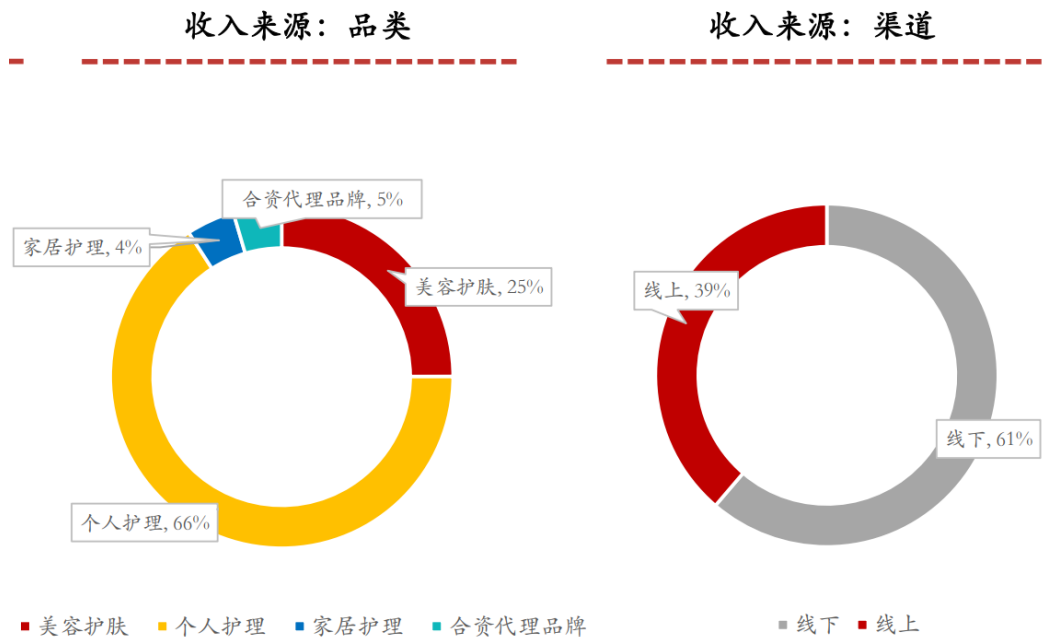
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司收入经营数据拆分

分渠道收入看，公司 2020H1 线上收入同增 32.66%，其中传统电商同增 50%+、特渠同增 10%+，线上收入占比提升至 38.7%。线下收入同降 20.64%，其中百货渠道同降 70%+、CS 渠道同降 40%+，商超母婴渠道微降。佰草集上半年缩编了近 130 个单产较低的百货专柜，目前剩余专柜近 1200 家，预计 2020 年底前缩编至 1000 家。

分品牌收入看，玉泽取得高三位数同比增长，C&D 代理品牌高双位数增长，家安双位数增长，六神低个位数增长，汤美星微增，美加净双位数下滑，渠道较重的佰草集和高夫同比下滑近 50%。当前品类结构为护肤/个护/家清/代理分别占比 25%/66%/4%/5%。

图表 2: 上海家化按品类和渠道收入拆分



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司当期及未来发展方向

短期对佰草集的低单产线下专柜进行缩编，消化渠道库存；改变玉泽过度依赖超头主播的销售模式，搭建新电商团队寻找当前零售环境下头部主播、中腰部主播和店铺自播的平衡比例，以精细化和可持续性运营为目标。长期建立消费者数据库，自主研发结合外部研发，同时与天猫创新中心合作，沿着消费者喜爱度方向挖掘爆品，重塑核心品牌品牌力。

盈利预测与投资建议

上海家化短期重点佰草集、高夫尚有渠道库存积压需要一定时间消化，2020 年中报存货周转和应收账款周转均放缓；佰草集原 1300 家百货专柜预计年底缩编至 1000 家。美加净等品牌的品类增长处于瓶颈期，尚需时间进行突破扩展。电商团队改组后，玉泽停止此前过度依赖高佣金的超头主播带货模式，短期增速回落至正常范畴。考虑到上海家化的短期待解决问题以及 2020 年新产品实际筹备情况，我们认为公司的基本面运营需要 6-12 个月缓冲调整。

根据中报财务情况，我们调整盈利预测为 2020-2022 年收入 75.97/87.81/101.58 亿元、

归母净利润 3.51/5.08/7.06 亿元、对应 EPS0.52/0.76/1.05 元，公司现价 40.20 元，对应 2020 年 PE 为 77 倍。下调至“增持”评级。

风险提示

双十一是化妆品企业下半年的最重要销售时点，竞争也较为激烈，若公司的销售方案在双十一竞争中未能超过众多竞品，则会对下半年收入增长造成较大压力。

公司的汤美星 95%以上为海外业务，若海外疫情长久不能得到控制，公司的海外业务将受到长期影响。此外，国际关系的紧张带来的贸易战，将在税收等方面影响公司代理 C&D 集团旗下碧缇丝、芳芯和艾禾美品牌的经营成本。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com