

2020年08月27日

营收环比改善，新任董事长接棒百年日化巨头再出发

上海家化(600315)

事件概述

上海家化发布2020年半年报，2020年H1公司实现营收36.85亿元，同比下滑6.07%；归母净利润1.83亿元，同比下滑53.68%；扣非后净利为1.63亿元，同比下滑37.32%。二季度单季度公司实现营收20.20亿元，同比增长2.60%，归母净利润0.64亿元，同比下滑69.52%；扣非后净利为0.33亿元，同比下滑66.69%。

分析判断：

► **收入端：个人护理类产品占比较大，线上渠道增长明显。**

报告期内，公司因执行新收入准则，调减营业收入1.345亿元，如果不考虑此影响，公司营业收入同比下滑2.6%。单季度看，2020年Q2公司收入增速同比下降了6.48pct，环比提升了17.40pct，相对于Q1大幅改善。分产品看，公司结合业务经营实际情况，自本期起主要产品结构有所调整，报告期内公司美容护肤类产品/个人护理类产品/家居护理类产品/合资及代理品牌类产品分别实现收入5.67/12.47/1.05/1.00亿元，占比分别为28.09%/61.76%/5.20%/4.95%。分渠道看，公司线上渠道实现营收14.26亿元，同比增长32.66%，占比38.73%。线下渠道实现营收22.56亿元，同比下降20.64%。线下渠道的下滑主要系百货&CS渠道受到疫情影响较大。

► **利润端：毛利率环比改善，费用率小幅上行。**

报告期内，公司归母净利润同比下滑较大，主要是因为投资收益等均出现较大幅度的下滑。公司2020年H1毛利率同比下降了0.11pct至61.83%。公司2020年H1净利率同比下降了6.34pct至4.98%。费用方面，2020年H1期间费用率为57.51%，同比增长0.75pct。其中销售费用率为45.78%，同比增长2.27pct。单季度看，公司2020年Q2归母净利润增速环比下滑20.63%，同比下滑96.29%。实现毛利率62.24%，同比增长了0.54pct，环比增长了0.91pct，实现净利率3.18%，同比下滑了7.52pct，环比下滑了3.99pct。期间费用率为60.46%，同比增长了2.62pct。

► **其他重要财务指标**

公司2020年H1货币资金16.07亿元人民币，同比下降7.91%；其他应收款0.45亿元，同比下降67.12%，主要系应收上海家化生物医药科技有限公司动迁补偿款同比减少以及本年定期存款到期，收回应收利息；其他流动资产0.15亿元，同

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	40.2
股票代码：	600315
52周最高价/最低价：	51.5/24.55
总市值(亿)	269.84
自由流通市值(亿)	269.84
自由流通股数(百万)	671.25



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

联系电话：

相关研究

1. 【华西轻工】上海家化(600315)深度报告：百年老店匠心独运，新帅上马再谱佳话
2020.08.04
2. 电商渠道表现出色，费用管控显成效
2020.04.23
3. 销售费用拖累Q4业绩，后续线上发力及新品升级值得期待
2020.02.20

比下降 29.43%。公司经营性现金流同比下滑 34.55%，剔除去年同期收到的动迁款后，同比下降 13.5%。

▶ **新任董事长上任，接棒百年日化巨头再出发。**

根据公司 2020 年 6 月 17 日公告，董事会选举潘秋生先生为公司第七届董事会董事长、公司第七届董事会战略委员会委员，并担任主任委员。新任董事长拥有多年跨国消费品公司的管理经验，对快消行业尤其是化妆品行业有着深刻的理解，并善于驱动转型与变革。公司有望在新任董事长的带领下顺利转型，实现百年民族品牌伟大复兴。

投资建议

公司作为日化领域龙头，旗下产品品类齐全，覆盖了中低高端产品线。新任董事长上任后，公司确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针，我们坚定看好公司的中长期投资价值。考虑到公司线下渠道受疫情影响较大，我们略微调低了公司的盈利预测，预计公司 2020/2021/2022 年营业收入分别从 75.09/85.94/99.00 亿元下调至 74.17/84.91/93.93 亿元；归母净利润分别从 4.59/5.55/6.53 亿元下调至 4.21/5.38/6.51 亿元；对应 EPS 0.63/0.80/0.97 元。考虑到化妆品赛道处于高速发展阶段，而公司持续提升内部经营，增长前景可期，继续给予“买入”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧。2) 营销投入效果不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7137.95	7596.95	7417.05	8491.49	9393.04
YoY (%)	10.01%	6.43%	-2.37%	14.49%	10.62%
归母净利润(百万元)	540.38	557.09	420.60	537.79	650.89
YoY (%)	38.63%	3.09%	-24.50%	27.86%	21.03%
毛利率 (%)	62.79%	61.88%	61.74%	61.85%	61.94%
每股收益 (元)	0.81	0.83	0.63	0.80	0.97
ROE	9.30%	8.86%	6.31%	7.47%	8.29%
市盈率	49.94	48.44	64.16	50.18	41.46

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：线上增长明显，美容护肤类产品表现亮眼.....	4
3. 利润端：毛利率环比改善，费用率小幅上行.....	5
4. 其他重要财务指标.....	6
5. 新任董事长上任，接棒百年日化巨头再出发.....	6
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

图表目录

图 1 公司营业收入.....	5
图 2 公司单季度营业收入.....	5
图 3 公司归母净利润.....	6
图 4 公司毛利率与净利率.....	6
图 5 公司销售/管理/研发费用率.....	6
图 6 公司财务/期间费用率.....	6

1. 事件概述

公司发布 2020 年半年报，2020 年 H1 公司实现营收 36.85 亿元，同比下滑 6.07%；归母净利润 1.83 亿元，同比下滑 53.68%；扣非后净利为 1.63 亿元，同比下滑 37.32%。二季度单季度公司实现营收 20.20 亿元，同比增长 2.60%，归母净利润 0.64 亿元，同比下滑 69.52%；扣非后净利为 0.33 亿元，同比下滑 66.69%。

分季度看，公司 2020 年 Q1/Q2 分别实现营收 16.65/20.20 亿元，同比增长-14.80%/2.60%；分别实现归母净利润 1.19/0.64 亿元，同比增长-48.89%/-69.52%；扣非后净利润分别为 1.30/0.33 亿元，同比增长-19.00%/-66.69%。公司业绩符合我们的预期。

2. 收入端：个人护理类产品占比较大，线上渠道增长明显

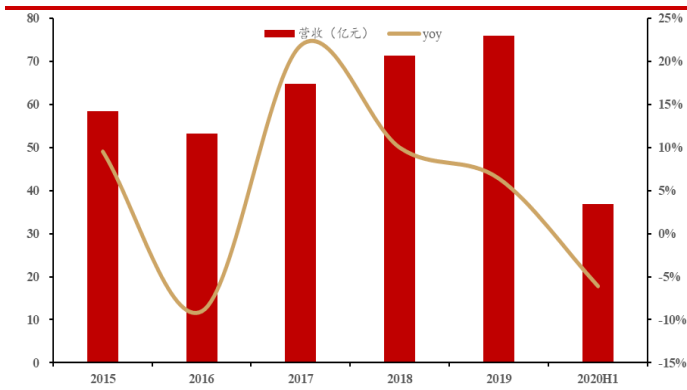
2020H1，公司因执行新收入准则，调减营业收入 1.345 亿元，如果不考虑此影响，公司营业收入同比下滑 2.6%。公司 Q2 营收增长 2.60%，相较于 Q1 营收下滑 14.80%有显著的改善，相较于 2019 年二季度下滑了 6.48pct。报告期内，玉泽与华山医院联合研制升级清痘系列产品；佰草集推出太极·赋活微精华源生液；典萃独立化运作后推出全新烟酰胺焕亮、玻尿酸水润、多肽凝时冻干安瓶精华液；六神结合疫情期间的消费者需求推出艾叶抑菌净手凝露（免洗型）；启初为孕产期的消费者定制推出水活育润系列。营销方面，六神三十周年之际，以“涂个美好生活”为主题，结合代言人华晨宇种草短视频与抖音互动短视频带动声量与销量，还与肯德基 K-coffee 开展了“神清气爽，六得啡起”的跨界营销，与安踏合作进行运动圈层传播；玉泽通过红人带货的营销方式打造爆款产品。

分产品看，公司结合公司业务经营实际情况，主要产品结构有所调整，自本期起，主要产品结构为：美容护肤类包括双妹、佰草集、玉泽、典萃、高夫；个人护理类包括六神、美加净、启初、汤美星等品牌；家居护理类包括家安品牌；合资及代理品牌包括片仔癀、艾合美、碧缦丝、芳芯。2020H1 公司美容护肤类产品/个人护理类产品/家居护理类产品/合资及代理品牌类产品分别实现收入 5.67/12.47/1.05/1.00 亿元，占比分别为 28.09%/61.76%/5.20%/4.95%。

2020 年 Q2，公司美容护肤类产品共生产约 2896 万支，销售约 1816 万支，实现营收 5.67 亿元，平均售价为 31.23 元，同比增长 13.35%；公司个人护理类产品共生产约 1.14 亿支，销售约 1.26 亿支，实现营收 12.47 亿元，平均售价为 9.91 元，同比下滑 4.29%；公司家居护理类产品共生产约 896 万支，销售约 971 万支，实现营收 1.05 亿元，平均售价为 10.82 元，同比下滑 3.02%。公司合资及代理品牌类产品共生产约 704 万支，销售约 527 万支，实现营收 1.00 亿元，平均售价为 18.99 元，同比下滑 6.06%。

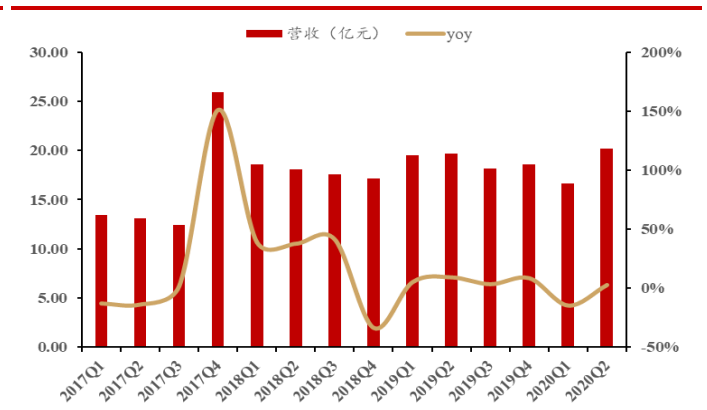
分渠道来看，公司线上渠道实现营收 14.26 亿元，同比增长 32.66%，占比 38.73%。公司线下渠道实现营收 22.56 亿元，同比下降 20.64%，占比 61.27%。线下渠道的下滑，主要系线下百货和 CS 渠道受到疫情影响较大。

图 1 公司营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

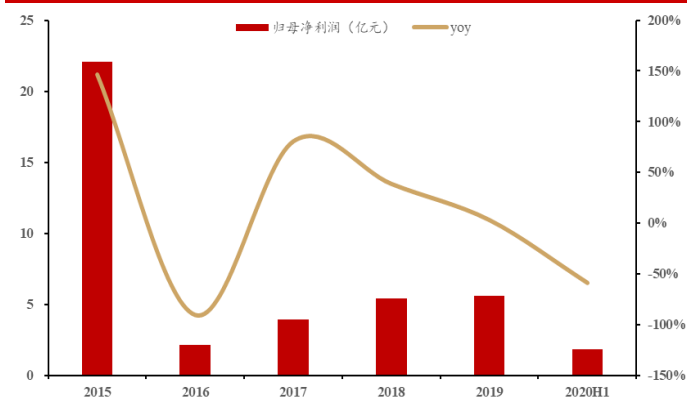
3. 利润端：毛利率环比改善，费用率小幅上行

盈利能力方面，2020 年 H1 公司归母净利润同比下滑较大，主要是因为非经常性损益同比下降较大。公司 2020 年 Q2 归母净利润增速-69.52%，相较于一季度归母净利润增速下滑了 20.63pct，相较于 2019 年二季度下滑了 96.29pct。

公司 2020 年上半年毛利率同比下降了 0.11pct 至 61.83%。公司 2020 年上半年净利率同比下降了 6.34pct 至 4.98%。单季度看，2020 年 Q2 实现毛利率 62.24%，同比增长了 0.54pct，环比增长了 0.91pct；实现净利率 3.18%，同比下滑了 7.52pct，环比下降了 3.99pct。

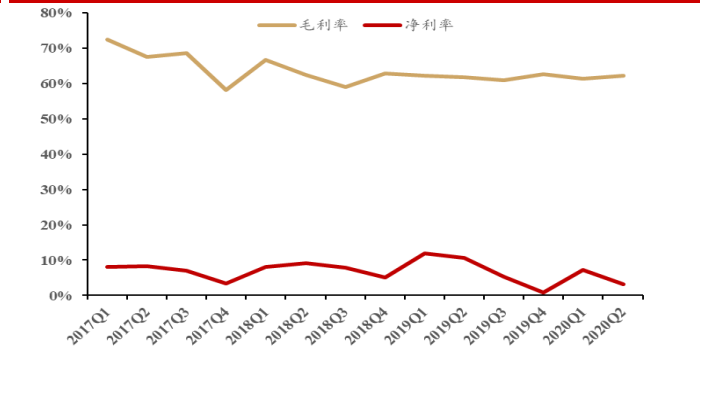
费用方面，2020 年上半年期间费用率为 57.51%，同比增长 0.75pct。其中销售费用率为 45.78%，同比增长 2.27pct，是期间费用率增长的主要原因。管理费用率为 8.87%，同比下降 1.92pct，主要系工资福利类等费用同比下降。公司财务费用率为 0.98%，同比增长了 0.37pct，主要系国外分部归还境外银团借款，将未摊销的安排费一次性计入财务费用。2020 年 Q2 的期间费用率为 60.46%，同比增长 2.62pct，主要系销售费用率同比增长了 5.90pct。

图3 公司归母净利润



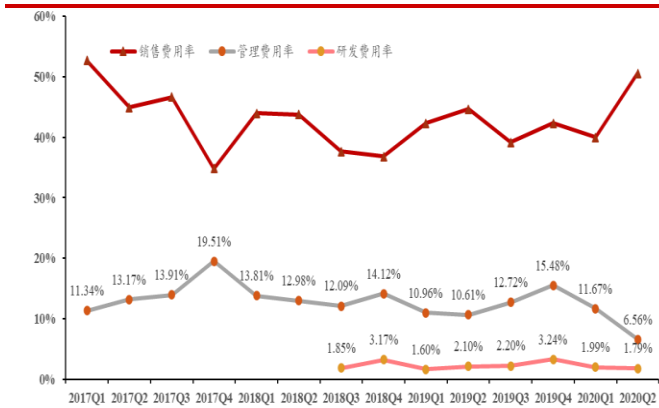
资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 公司毛利率与净利率



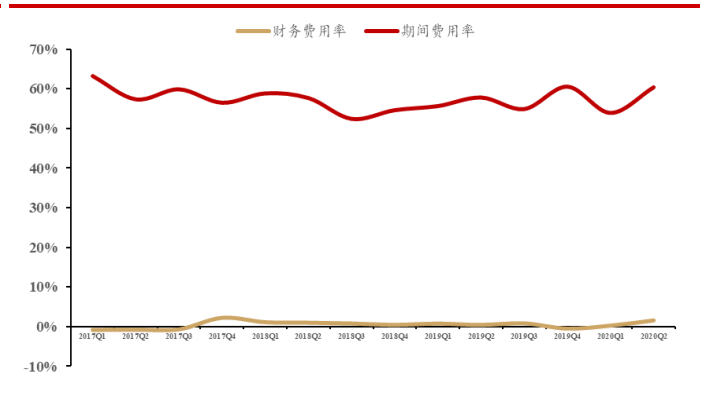
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图5 公司销售/管理/研发费用率



资料来源: wind, 华西证券研究所

图6 公司财务/期间费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2020 年上半年货币资金 16.07 亿元人民币, 同比下降 7.91%; 其他应收款 0.45 亿元, 同比下降 67.12%, 主要系应收上海家化生物医药科技有限公司动迁补偿款同比减少以及本年定期存款到期, 收回应收利息; 其他流动资产 0.15 亿元, 同比下降 29.43%。公司经营性现金流同比下滑 34.55%, 剔除去年同期收到的动迁款后, 同比下降 13.5%。

5. 新任董事长上任, 接棒百年日化巨头再出发

根据公司 2020 年 6 月 17 日公告, 董事会选举潘秋生先生为公司第七届董事会董事长、公司第七届董事会战略委员会委员, 并担任主任委员。潘秋生先生为华东理工大学生物化学系理学士, 复旦大学-美国圣路易华盛顿大学 EMBA。曾任欧莱雅(中国)有限公司大众化妆品部商务总经理及欧莱雅集团大众化妆品部亚太区商务总经理、美

泰全球副总裁兼美太芭比（上海）贸易有限公司中国区总经理、中国平安保险（集团）股份有限公司战略发展中心副主任、本公司首席执行官兼总经理。

新任董事长拥有多年跨国消费品公司的管理经验，对快消行业尤其是化妆品行业有着深刻的理解，并善于驱动转型与变革。公司有望在新任董事长的带领下顺利转型，实现百年民族品牌伟大复兴。

新任董事长上任后，公司确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针，即以消费者为中心，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。未来公司将聚焦数据导向的消费者洞察进行市场预判，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以打造爆品；线下聚焦头部门店并试点新零售，线上提升传统电商运营能力并探讨可能代表未来方向的新电商平台；并将通过简化内部流程、加强文化建设、提升数据化能力助力经营。

6. 投资建议

公司作为日化领域龙头，旗下产品品类齐全，覆盖了中低高端产品线。新任董事长上任后，公司确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针，我们坚定看好公司的中长期投资价值。考虑到公司线下渠道受疫情影响较大，我们略微调低了公司的盈利预测，预计公司 2020/2021/2022 年营业收入分别从 75.09/85.94/99.00 亿元下调至 74.17/84.91/93.93 亿元；归母净利润分别从 4.59/5.55/6.53 亿元下调至 4.21/5.38/6.51 亿元；对应 EPS 0.63/0.80/0.97 元。考虑到化妆品赛道处于高速发展阶段，而公司持续提升内部经营，增长前景可期，继续给予“买入”评级。

7. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧。
- 2) 营销投入效果不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7596.95	7417.05	8491.49	9393.04	净利润	557.09	420.60	537.79	650.89
YoY (%)	6.43%	-2.37%	14.49%	10.62%	折旧和摊销	230.10	64.42	75.15	80.52
营业成本	2896.00	2837.79	3239.59	3575.35	营运资金变动	185.96	171.15	88.29	79.87
营业税金及附加	53.58	56.39	63.27	69.84	经营活动现金流	748.76	498.25	549.10	658.72
销售费用	3204.13	3241.25	3608.88	3946.02	资本开支	-29.87	15.00	5.00	5.00
管理费用	941.79	890.05	1002.00	1083.02	投资	-129.74	0.00	0.00	0.00
财务费用	31.42	-30.62	-41.46	-54.10	投资活动现金流	-120.81	165.00	155.00	155.00
资产减值损失	5.00	-2.91	2.86	2.44	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	153.99	150.00	150.00	150.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	700.22	489.82	627.70	760.75	筹资活动现金流	-185.87	-40.43	0.00	0.00
营业外收支	1.78	5.00	5.00	5.00	现金净流量	442.08	622.83	704.10	813.72
利润总额	701.99	494.82	632.70	765.75	主要财务指标				
所得税	144.90	74.22	94.90	114.86	成长能力 (%)				
净利润	557.09	420.60	537.79	650.89	营业收入增长率	6.43%	-2.37%	14.49%	10.62%
归属于母公司净利润	557.09	420.60	537.79	650.89	净利润增长率	3.09%	-24.50%	27.86%	21.03%
YoY (%)	3.09%	-24.50%	27.86%	21.03%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.83	0.63	0.80	0.97	毛利率	61.88%	61.74%	61.85%	61.94%
资产负债表 (百万元)					净利率	7.33%	5.67%	6.33%	6.93%
货币资金	1609.13	2231.96	2936.06	3749.78	总资产收益率 ROA	5.00%	3.66%	4.33%	4.85%
预付款项	63.93	72.36	81.05	88.27	净资产收益率 ROE	8.86%	6.31%	7.47%	8.29%
存货	925.17	887.79	1007.54	1114.01	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3279.28	3112.28	3274.68	3417.46	流动比率	2.05	2.22	2.27	2.35
流动资产合计	5877.51	6304.39	7299.33	8369.52	速动比率	1.71	1.88	1.93	2.01
长期股权投资	391.36	391.36	391.36	391.36	现金比率	0.56	0.79	0.91	1.05
固定资产	1122.05	1057.63	982.48	901.96	资产负债率	43.61%	42.04%	42.00%	41.42%
无形资产	820.65	820.65	820.65	820.65	经营效率 (%)				
非流动资产合计	5269.98	5195.56	5120.40	5039.88	总资产周转率	0.71	0.66	0.71	0.73
资产合计	11147.49	11499.95	12419.73	13409.40	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.83	0.63	0.80	0.97
应付账款及票据	823.86	807.10	922.23	1017.77	每股净资产	9.36	9.93	10.73	11.70
其他流动负债	2041.16	2030.19	2297.06	2540.29	每股经营现金流	1.12	0.74	0.82	0.98
流动负债合计	2865.02	2837.30	3219.29	3558.07	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1138.00	1138.00	1138.00	1138.00	估值分析				
其他长期负债	858.73	858.73	858.73	858.73	PE	48.44	64.16	50.18	41.46
非流动负债合计	1996.73	1996.73	1996.73	1996.73	PB	3.30	4.05	3.75	3.44
负债合计	4861.74	4834.02	5216.02	5554.79					
股本	671.25	671.25	671.25	671.25					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	6285.75	6665.92	7203.72	7854.60					
负债和股东权益合计	11147.49	11499.95	12419.73	13409.40					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。