

强烈推荐-A (维持)

上海家化 600315.SH

当前股价: 40.2 元  
2020 年 08 月 27 日

多维变革进行中 非经常科目影响利润表现

基础数据

上证综指	3330
总股本(万股)	67125
已上市流通股(万股)	67125
总市值(亿元)	270
流通市值(亿元)	270
每股净资产(MRQ)	9.3
ROE(TTM)	4.8
资产负债率	45.4%
主要股东	上海家化(集团)有限公
主要股东持股比例	47.25%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《上海家化(600315)一品牌矩阵完整均衡 渠道运营提效业绩全面复苏可期》2020-07-13

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn  
S1090517080006

郑恺

021-68407559  
zhengkai1@cmschina.com.cn  
S1090514040003

2020H1 收入同比降 6%，扣非归母净利润降 37%，基本符合市场预期。家化研发基础扎实，拥有十余各具特色品牌，实现了从美容护肤到个护到家居护理到孕婴童护理，从高端到大众的全覆盖。由于渠道层级多&结构复杂，历史上存在运营效率偏低/费用率高痛点。今年 5 月董事长潘总上任，在欧莱雅任职期间所取得的成绩验证了其拥有渠道及营销方面的前瞻布局眼光及改革执行力，当前包括品牌重塑/研发升级/渠道精细化/营销创新等各项变革措施正在积极推进中，有望于明年实现业绩复苏。当前市值 270 亿，21PE48X，维持“强烈推荐-A”评级。

- 公司 2020H1 收入同比降 6.07%至 36.85 亿元，归母净利润同比降 58.68%至 1.83 亿元，扣非归母净利润同比降 37.32%至 1.63 亿元，若剔除联营公司投资收益以及一次性财务费用因素，则扣非归母净利润实际下降 10%。其中 2020Q2 公司收入、归母净利润、扣非归母净利润同比增幅分别为 2.60%、-69.52%、-66.69%。(注: 2020 年开始使用新会计准则，同时调减销售费用和营业收入，去年报表数字未做相应调整)。
- 电商 50%高增长，线下受疫情影响下降 20%，收入端整体下降 6%。**1、分品牌看:** 佰草集、高夫线下渠道受疫情影响客流下滑，线上营销活动减少，整体预计都有 50%下滑。六神疫情期间推出艾叶抑菌净手凝露，营销方面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，预计上半年实现了个位数增长。美加净品牌预计双位数下滑。药妆品牌玉泽原有基数较低，且在直播电商助力下预计实现高三位数增长。家安预计双位数增长。汤美星虽然受海外疫情影响但仍有增长。**2、分渠道看:** 公司线上渠道实现 14.26 亿收入，同比增长 32.66%，收入占比接近 40%，其中电商增长 50%以上，特渠增长 10%以上。线下渠道实现 22.56 亿收入，同比下降 20.64%，其中商超持平微跌，百货渠道及 CS 渠道降幅明显。
- 毛利率相对稳定，但受费用支出刚性导致费率提升，存货跌价损失增加、联营公司投资收益减少、一次性财务费用计提等因素导致净利润下降 59%。2020H1 毛利率 61.83%，同比下降 0.11pct。期间费用率 57.51%，同比提升 0.76pct，其中管理费用率同比降 1.89pct、销售费用率同比升 2.28pct。存货跌价损失 4138 万元(去年同期 771 万元)，同比增加 3367 万元。公允价值变动净收益同比减少 7300 万元。置换境外借款，将原来需要长期摊销的财务费用一次性计提，影响 1500 万，但未来预计每年节约财务费用 2500 万。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	7138	7597	7386	8505	9591
同比增长	10%	6%	-3%	15%	13%
营业利润(百万元)	646	700	541	677	849
同比增长	11%	8%	-23%	25%	25%
净利润(百万元)	540	557	447	560	697
同比增长	11%	3%	-20%	25%	24%
每股收益(元)	0.81	0.83	0.67	0.83	1.04
PE	49.9	48.4	60.4	48.2	38.7
PB	4.6	4.3	4.1	3.9	3.6

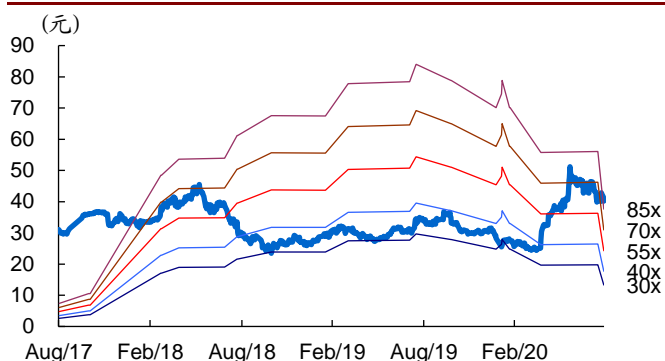
资料来源: 公司数据、招商证券

- **存货、应收账款规模较年初有所增加，经营活动净现金流同比下滑，显示公司货款回收、库存压力有所增加，但仍处于可控范围内。**上半年经营活动净现金流通过下滑 34.55%至 3.56 亿元；6 月末存货规模 10 亿元，较年初 9.25 亿元略有增长 8%；应收账款规模 13.54 亿元，较年初的 12.29 亿元增长 10%。
- **盈利预测及投资建议：**家化研发基础扎实，是公司构建品牌金字塔的基石。拥有十余各具特色的品牌，实现了从美容护肤到个护到家居护理到孕婴童护理，从高端到大众的全覆盖。但由于渠道层级多&结构复杂，存在运营效率偏低/费用率高的痛点。历史上营销方式偏传统转化率低，不符合当前数字化/内容化营销趋势。潘总在欧莱雅任职期间所取得的成绩验证了其拥有渠道及营销方面的前瞻布局眼光及改革执行力，有望引领家化进行渠道结构升级与管理精细化改革，家化的业绩有望在 2021 年迎来明显改善。

考虑到疫情对公司线下渠道的不利影响，小幅下调公司盈利预测，预计 2020-2022 年净利润分别为 4.47 亿元、5.60 亿元、6.97 亿元，同比增速分别为-20%、25%、24%。每股收益分别为 0.67 元、0.83 元、1.04 元。对应 21PE 48X。

- **风险提示：**受国内宏观经济影响，化妆品需求增速放缓的风险。

图 1：上海家化历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：上海家化历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4777	5878	6494	7382	8277
现金	1105	1609	2317	2869	3438
交易性投资	0	1934	1934	1934	1934
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	1030	1229	1176	1354	1527
其它应收款	35	66	64	74	84
存货	875	925	892	1023	1151
其他	1731	114	111	127	143
<b>非流动资产</b>	5383	5270	4901	4572	4277
长期股权投资	276	391	391	391	391
固定资产	1189	1122	1060	1004	955
无形资产	2783	2875	2587	2329	2096
其他	1134	882	863	847	835
<b>资产总计</b>	<b>10160</b>	<b>11147</b>	<b>11395</b>	<b>11954</b>	<b>12555</b>
<b>流动负债</b>	2691	2865	2834	2966	3094
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	828	824	801	919	1034
预收账款	87	96	94	108	121
其他	1777	1945	1939	1939	1939
<b>长期负债</b>	1656	1997	1997	1997	1997
长期借款	1073	1138	1138	1138	1138
其他	583	859	859	859	859
<b>负债合计</b>	<b>4347</b>	<b>4862</b>	<b>4830</b>	<b>4963</b>	<b>5091</b>
股本	671	671	671	671	671
资本公积金	852	866	866	866	866
留存收益	4290	4749	5028	5454	5927
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5813	6286	6565	6991	7464
<b>负债及权益合计</b>	<b>10160</b>	<b>11147</b>	<b>11395</b>	<b>11954</b>	<b>12555</b>

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	895	749	767	500	548
净利润	540	557	447	560	697
折旧摊销	197	230	432	392	357
财务费用	62	58	53	48	43
投资收益	(130)	(154)	(230)	(295)	(350)
营运资金变动	189	37	67	(208)	(202)
其它	37	21	(2)	3	3
<b>投资活动现金流</b>	(842)	(121)	168	233	288
资本支出	(383)	(185)	(62)	(62)	(62)
其他投资	(459)	64	230	295	350
<b>筹资活动现金流</b>	(220)	(186)	(226)	(182)	(267)
借款变动	(50)	(318)	(6)	0	0
普通股增加	(2)	0	0	0	0
资本公积增加	12	14	0	0	0
股利分配	(67)	(121)	(168)	(134)	(224)
其他	(113)	239	(53)	(48)	(43)
<b>现金净增加额</b>	<b>(167)</b>	<b>442</b>	<b>708</b>	<b>552</b>	<b>569</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	7138	7597	7386	8505	9591
营业成本	2656	2896	2816	3232	3635
营业税金及附加	56	54	52	60	68
营业费用	2901	3204	3028	3487	3933
管理费用	883	942	886	1021	1103
研发费用	150	173	170	196	221
财务费用	61	31	53	48	43
资产减值损失	(60)	(74)	(70)	(80)	(90)
公允价值变动收益	(3)	84	30	40	50
其他收益	187	100	30.00	30.00	30.00
投资收益	278	392	200	255	300
<b>营业利润</b>	646	700	541	677	849
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	2	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	646	702	543	679	851
所得税	106	145	96	119	154
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	540	557	447	560	697

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	10%	6%	-3%	15%	13%
营业利润	11%	8%	-23%	25%	25%
净利润	11%	3%	-20%	25%	24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	62.8%	61.9%	61.9%	62.0%	62.1%
净利率	7.6%	7.3%	6.1%	6.6%	7.3%
ROE	9.3%	8.9%	6.8%	8.0%	9.3%
ROIC	7.3%	5.2%	5.6%	6.4%	7.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.8%	43.6%	42.4%	41.5%	40.5%
净负债比率	10.6%	10.3%	10.0%	9.5%	9.1%
流动比率	1.8	2.1	2.3	2.5	2.7
速动比率	1.5	1.7	2.0	2.1	2.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
存货周转率	3.3	3.2	3.1	3.4	3.3
应收帐款周转率	7.3	6.7	6.1	6.7	6.7
应付帐款周转率	3.5	3.5	3.5	3.8	3.7
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.81	0.83	0.67	0.83	1.04
每股经营现金	1.33	1.12	1.14	0.75	0.82
每股净资产	8.66	9.36	9.78	10.42	11.12
每股股利	0.18	0.25	0.20	0.33	0.42
<b>估值比率</b>					
PE	49.9	48.4	60.4	48.2	38.7
PB	4.6	4.3	4.1	3.9	3.6
EV/EBITDA	36.9	34.3	28.8	26.4	23.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘丽 对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券，研究方向为纺织服装及化妆品。

郑恺 同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。