

上海家化 (600315.SH)

玉泽大幅增长, 品牌、渠道积极调整

核心观点:

- **2Q20 收入增速环比提升, 玉泽大幅增长。**公司披露 20 年中报, 1H20 实现营业收入 36.85 亿元, 同比下降 6.07%, 剔除收入准则影响同口径下降 1.4%; 实现归母净利润 1.83 亿元, 同比下降 58.68%; 实现扣非归母净利润 1.63 亿元, 同比下降 37.32%, 剔除联营公司投资收益、财务费用等因素实际下降 10.5%。其中 2Q20 实现营业收入 20.2 亿元, 同比增长 2.6%, 同口径增长 9.26%; 实现归母净利润 6419 万元, 同比下降 69.52%。分渠道看, 线上渠道实现 14.26 亿元收入, 同比增长 32.66%; 线下渠道实现 22.56 亿元收入, 同比下降 20.64%。
- **毛利率平稳, 费用管控良好。**1H20 公司毛利率同比下降 0.11pp 至 61.83%, 同口径增长近 2pp, 除佰草集外大部分品牌毛利率提升。销售费率同比上升 2.3pp 至 45.8%, 管理费用率同比下降 1.9pp 至 8.9%, 费用变动因素主要包括: (1) 费用口径重分类, 部分管理费用重分类到销售费用; (2) 百货渠道固定费用较多, 收入下滑导致费用率提升; (3) 精简百货柜台和相关人员数量; (4) 福利类费用下降较大。
- **新管理层上任, 积极进行品牌、渠道梳理。**品牌创新方面, 梳理各品牌定位, 高毛利的护肤品牌将结合品牌、渠道、功效细分化发展, 婴童、个护品牌巩固领先地位, 聚焦爆款。渠道进阶方面, 线上逐步提升数字化运营能力, 放大中腰部直播; 线下百货将对亏损和长尾门店关停调整, 商超渠道拓品增效, CS 渠道重建和经销商关系, 屈臣氏提升净利润率。预计 20-22 年归母净利润为 4.0、5.0、5.8 亿元, 同比增长-29.0%、27.4%、14.6%。参考可比公司估值, 考虑品牌、渠道调整后公司有望焕发生机, 给予 21 年 60XPE, 合理价格为 45.02 元/股。
- **风险提示。**消费景气度下降导致行业增速下滑; 外资品牌进入行业竞争加剧; 传统线下渠道进一步下滑; 新品牌、新品类孵化有待观察。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,138	7,597	7,471	8,508	9,590
增长率 (%)	10.0	6.4	-1.7	13.9	12.7
EBITDA (百万元)	689	559	492	608	706
归母净利润 (百万元)	540	557	395	504	577
增长率 (%)	38.6	3.1	-29.0	27.4	14.6
EPS (元/股)	0.81	0.83	0.59	0.75	0.86
市盈率 (P/E)	33.91	37.28	68.25	53.57	46.76
ROE (%)	9.3	8.9	6.0	7.1	7.5
EV/EBITDA	26.56	36.34	52.90	42.30	35.76

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	40.73 元
合理价值	45.02 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-27

相对市场表现



分析师: 洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师: 嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



jiwenxin@gf.com.cn

分析师: 贾雨朦



SAC 执证号: S0260520080001



021-60750604



jiayumeng@gf.com.cn

请注意, 嵇文欣、贾雨朦并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

上海家化 (600315.SH): 疫情影响业绩, 管理层变动迎来发展契机	2020-04-23
上海家化 (600315.SH): 营销费用率上升显著, 继续聚焦明星单品	2020-02-20
上海家化 (600315.SH): 佰草集蓄力调整, 明星单品值得期待	2019-10-24

请务必阅读末页的免责声明

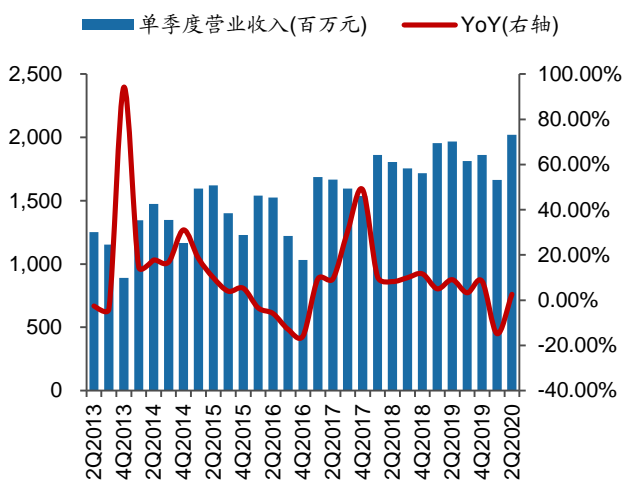
一、2Q20 收入增速环比提升，玉泽大幅增长

公司披露20年中报，1H20实现营业收入36.85亿元，同比下降6.07%，剔除收入准则影响同口径下降1.4%；实现归母净利润1.83亿元，同比下降58.68%；实现扣非归母净利润1.63亿元，同比下降37.32%，剔除联营公司投资收益、财务费用等因素实际下降10.5%。其中2Q20实现营业收入20.2亿元，同比增长2.6%，同口径增长9.26%，环比明显提升；实现归母净利润6419万元，同比下降69.52%。

分品牌看，上半年玉泽实现高三位数增长，家安实现两位数增长，C&D双位数增长，六神小个位数增长，Mayborn微增，佰草集和高夫下跌接近50%，启初、美加净两位数下跌。

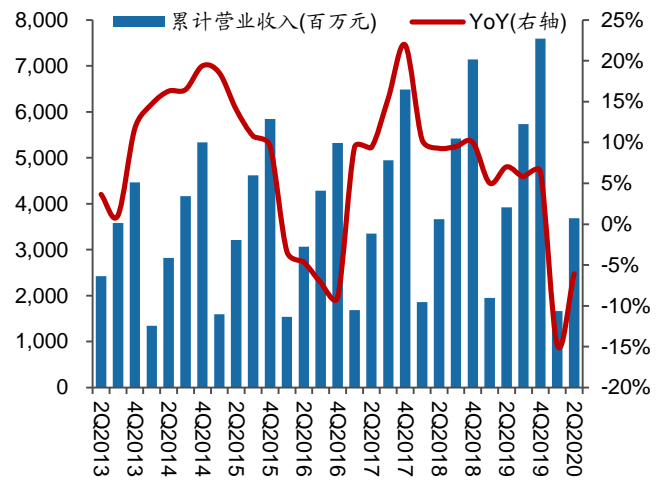
分渠道看，公司主营业务中线上渠道实现 14.26 亿元营业收入，同比增长 32.66%；线下渠道实现22.56亿元营业收入，同比下降 20.64%。线上增速提升得益于公司对电商架构调整，通过招新拓客、更新会员制度、精细化运营提高成交效率。

图 1：单季营业收入及增速



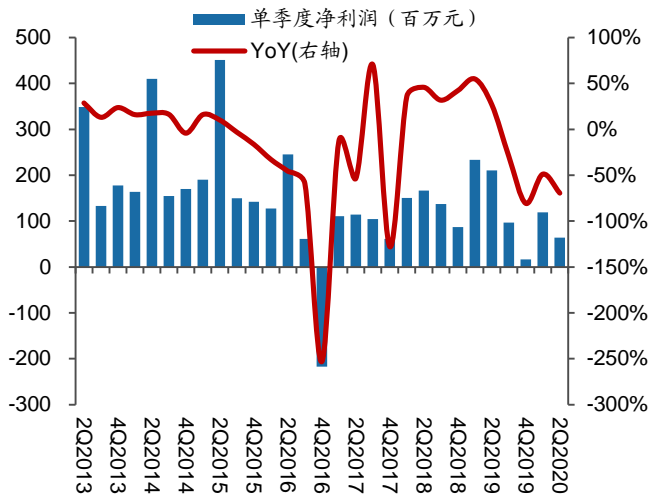
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：累计营业收入及增速



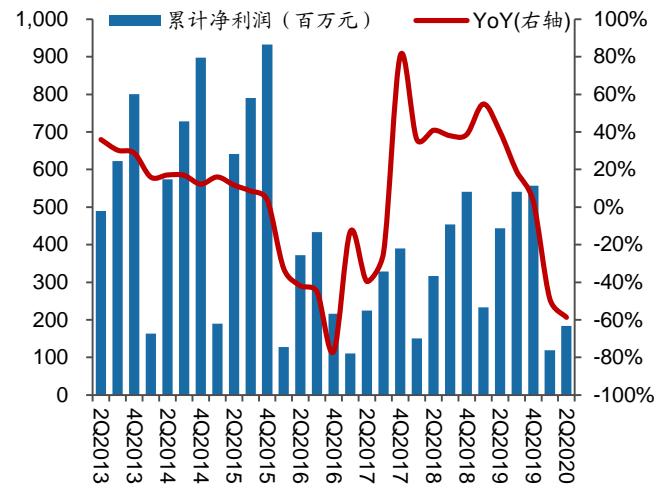
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3: 单季归属净利润及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 累计归属净利润及增速



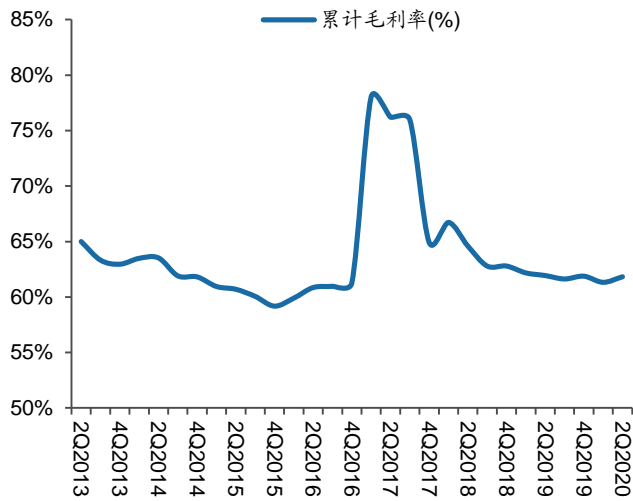
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、毛利率平稳略降，费用管控良好

1H20公司毛利率同比下降0.11pp至61.83%，同口径增长近2pp，除佰草集外大部分品牌毛利率提升。销售费率同比上升2.3pp至45.8%，管理费用率同比下降1.9pp至8.9%，费用变动因素主要包括：（1）费用口径重分类，部分管理费用重分类到销售费用；（2）百货渠道固定费用较多，收入下滑导致费用率提升；（3）精简百货柜台和相关人员数量；（4）福利类费用下降较大。

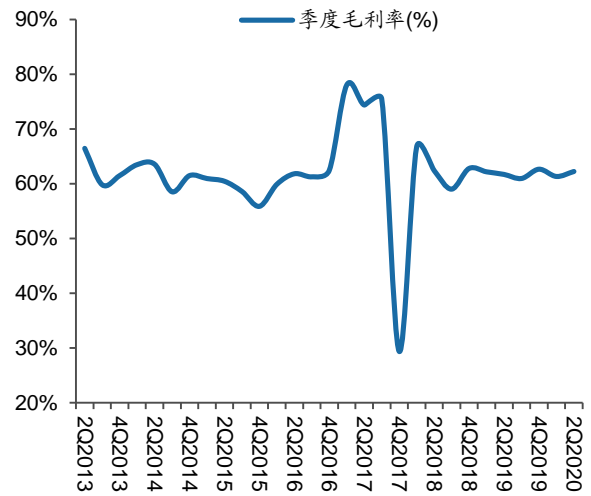
1H20公司存货净额同比上升2.75%，存货周转天数同比上升11.8天至123.2天，主要由于618销售不达预期。应收账款规模同比增长7.95%，周转天数同比上升10.7天至63天，营业周期同比上升22.5天至186.2天。1H20公司录得正向经营性现金流3.56亿元，同比下降34.55%，主要系疫情拖累销售货款减少以及去年同期收到生产用地、办公用房动迁款。

图 5: 累计毛利率



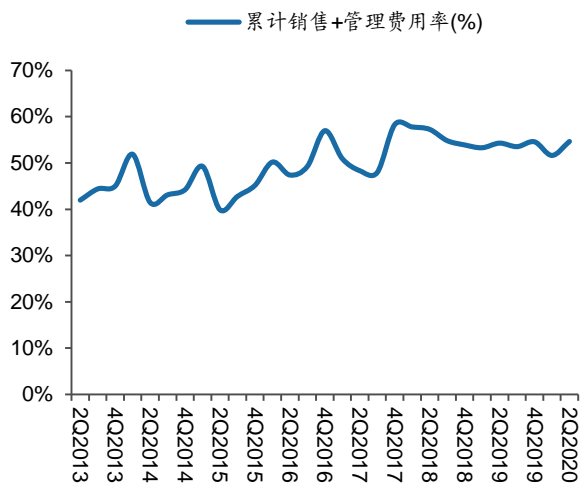
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 季度毛利率



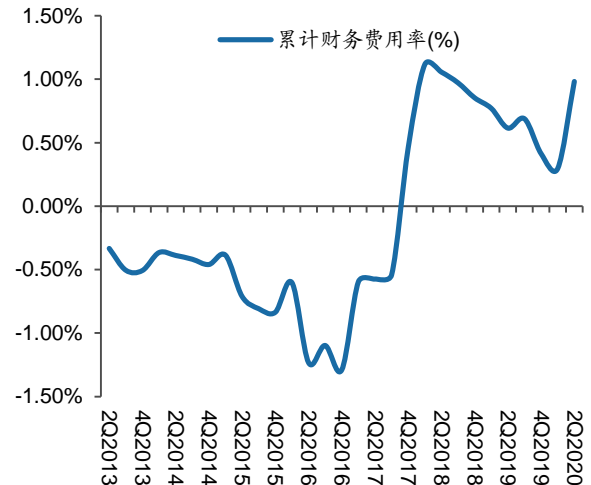
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 7: 累计销售+管理费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 8: 累计财务费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 1: 上海家化销售管理及研发费用拆分

单位: 百万元	1H2019	1H2020	1H20 费用占比	同比增速 1H20
营销费用	1330.11	1260.43	62.60%	-5.24%
费用率	33.91%	34.21%		
人工费用	480.98	459.84	22.84%	-4.40%
费用率	12.26%	12.48%		
科研项目费用	13.45	10.17	0.51%	-24.39%
费用率	0.34%	0.28%		
折旧摊销	69.19	67.16	3.34%	-2.93%
费用率	1.76%	1.82%		
股份支付费用	27.61	27.5	1.37%	-0.40%
费用率	0.70%	0.75%		
其他	208.13	188.31	9.35%	-9.52%
费用率	5.31%	5.11%		
合计	2129.47	2013.41		-5.45%
费用率	54.29%	54.64%		

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

三、新管理层上任, 积极进行品牌、渠道梳理

潘秋生先生5月起接任公司CEO, 新任管理层上任后确立了“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。

品牌方面, 梳理各品牌定位, 高毛利的护肤品牌将结合品牌、渠道、功效细分化发展, 婴童、个护品牌巩固领先地位, 聚焦爆款。佰草集与典萃进行拆分, 佰草集定位中医中草药, 典萃定位成分党, 重振高端品牌双妹。

渠道方面, 线上逐步提升数字化运营能力, 放大中腰部直播; 线下百货将对亏损和长尾门店关停调整, 商超渠道拓品增效, CS渠道重建和经销商关系, 屈臣氏提升净利润率, 积极开拓新零售业务。

产品方面, 根据公司中报, 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, 根据公司中报, 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。

盈利预测与投资建议: 公司是国内少有具有多品牌、多品类矩阵的化妆品公司龙头, 品牌资产优质。预计 20-22 年归母净利润为 4.0、5.0、5.8 亿元, 同比增长-

29.0%、27.4%、14.6%。参考可比公司估值，考虑品牌、渠道调整后公司有望焕发新机，给予 21 年 60XPE，合理价格为 45.02 元/股。

表 2: 核心假设与盈利预测 (百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
美容护肤类	2355.09	2356.38	2275.50	2630.20	2916.38
YOY		0.05%	-3.43%	15.59%	10.88%
个人护理类	4541.13	4901.36	4779.30	5336.84	5969.97
YOY		7.93%	-2.49%	11.67%	11.86%
家居护理类	233.14	333.12	416.40	541.32	703.72
YOY		42.88%	25.00%	30.00%	30.00%
营业收入合计	7137.95	7596.95	7471.20	8508.36	9590.07
YoY		6.43%	-1.66%	13.88%	12.71%
毛利合计	540.38	557.09	395.37	503.71	576.96
毛利率	7.57%	7.33%	5.29%	5.92%	6.02%
销售费用	2901.39	3204.13	3324.68	3760.70	4200.45
销售费用率	40.65%	42.18%	44.50%	44.20%	43.80%
管理费用	883.32	941.79	672.41	765.75	863.11
管理费用率	12.37%	12.40%	9.00%	9.00%	9.00%
归母净利润	540.38	557.09	395.37	503.71	576.96
YOY		3.09%	-29.03%	27.40%	14.54%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 3: 可比公司估值表 (采用 Wind 一致预测, 截至 8 月 26 日收盘)

股票代码	公司名称	归母净利润 YoY			PE		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603605.SH	珀莱雅	36.7%	22.8%	28.8%	87.5	71.3	55.4
603983.SH	丸美股份	24.0%	12.7%	20.3%	57.7	51.2	42.6
688363.SH	华熙生物	38.2%	23.1%	34.6%	104.5	84.8	63.0

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、风险提示

- (1) 宏观经济低迷，对可选消费产生重大不利影响；
- (2) 电商增速放缓，单品牌店展店不达预期；
- (3) 新品牌、新品类孵化不达预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,777	5,878	6,195	7,083	8,109	经营活动现金流	895	749	673	377	561
货币资金	1,105	1,609	2,109	2,400	2,876	净利润	540	557	395	504	577
应收及预付	1,110	1,293	1,150	1,480	1,667	折旧摊销	197	230	80	110	120
存货	875	925	893	1,157	1,511	营运资金变动	87	186	171	-223	-122
其他流动资产	1,687	2,050	2,043	2,046	2,055	其它	71	-224	26	-14	-14
非流动资产	5,383	5,270	5,296	5,286	5,265	投资活动现金流	-842	-121	-66	-20	-19
长期股权投资	276	391	391	391	391	资本支出	-382	-30	-106	-100	-99
固定资产	1,189	1,122	1,142	1,132	1,112	投资变动	-513	-130	0	0	0
在建工程	17	24	24	24	24	其他	54	39	40	80	80
无形资产	816	821	821	821	821	筹资活动现金流	-220	-186	-107	-66	-66
其他长期资产	3,084	2,912	2,918	2,918	2,917	银行借款	-19	0	0	0	0
资产总计	10,160	11,147	11,491	12,369	13,374	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	2,691	2,865	2,854	3,228	3,656	其他	-202	-186	-107	-66	-66
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	-167	442	500	291	476
应付及预收	915	920	906	1,032	1,167	期初现金余额	1,230	1,061	1,609	2,109	2,400
其他流动负债	1,777	1,945	1,948	2,196	2,488	期末现金余额	1,061	1,499	2,109	2,400	2,876
非流动负债	1,656	1,997	1,997	1,997	1,997						
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	583	859	859	859	859						
负债合计	4,347	4,862	4,850	5,225	5,653						
股本	671	671	671	671	671						
资本公积	858	866	866	866	866						
留存收益	4,188	4,708	5,104	5,607	6,184						
归属母公司股东权益	5,813	6,286	6,641	7,144	7,721						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	10,160	11,147	11,491	12,369	13,374						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,138	7,597	7,471	8,508	9,590
营业成本	2,656	2,896	2,854	3,249	3,677
营业税金及附加	56	54	59	65	72
销售费用	2,901	3,204	3,325	3,761	4,200
管理费用	883	942	672	766	863
研发费用	150	173	149	170	192
财务费用	61	31	29	21	13
资产减值损失	60	5	0	0	0
公允价值变动收益	-3	84	0	0	0
投资净收益	130	154	40	80	80
营业利润	646	700	483	617	713
营业外收支	0	2	0	0	0
利润总额	646	702	483	617	713
所得税	106	145	87	113	136
净利润	540	557	395	504	577
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	540	557	395	504	577
EBITDA	689	559	492	608	706
EPS (元)	0.81	0.83	0.59	0.75	0.86

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	10.0%	6.4%	-1.7%	13.9%	12.7%
营业利润增长	34.0%	8.3%	-31.1%	27.8%	15.5%
归母净利润增长	38.6%	3.1%	-29.0%	27.4%	14.6%
获利能力					
毛利率	62.8%	61.9%	61.8%	61.8%	61.7%
净利率	7.6%	7.3%	5.3%	5.9%	6.0%
ROE	9.3%	8.9%	6.0%	7.1%	7.5%
ROIC	8.1%	6.7%	9.0%	10.3%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	42.8%	43.6%	42.2%	42.2%	42.3%
净负债比率	10.6%	10.3%	10.0%	9.2%	8.6%
流动比率	1.78	2.05	2.17	2.19	2.22
速动比率	1.42	1.71	1.83	1.81	1.78
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.71	0.66	0.71	0.75
应收账款周转率	7.25	6.72	6.94	6.08	6.08
存货周转率	3.27	3.22	3.20	2.81	2.43
每股指标 (元)					
每股收益	0.81	0.83	0.59	0.75	0.86
每股经营现金流	1.33	1.12	1.00	0.56	0.84
每股净资产	8.66	9.36	9.89	10.64	11.50
估值比率					
P/E	33.91	37.28	68.25	53.57	46.76
P/B	3.15	3.30	4.06	3.78	3.49
EV/EBITDA	26.56	36.34	52.90	42.30	35.76

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 贾雨朦：高级研究员，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。