

2020年04月23日

# 电商渠道表现出色，费用管控显成效

## 上海家化(600315)

### 事件概述（详见正文分析）

公司发布 2020 年第一季度报告，第一季度实现营收 16.65 亿元，同比下降 14.80%；实现归母净利润 1.19 亿元，同比下降 48.89%；实现扣非净利润 1.30 亿元，同比下降 19.00%，实现 EPS0.18 元/股，实现经营活动现金流净额 3.4 亿元，同比增加 27.38%。公司业绩符合我们预期。

### 分析判断

#### ► 收入端：电商渠道表现出色，推出新品满足消费者需求

受会计准则变化影响，一季报和去年同期不是同口径对比，同口径下收入降幅小于 14.8%。疫情期间公司表现好于同行业，分产品看，美容护肤取得营收 3.33 亿，单价下跌 11.41%；个人护理取得营收 12.68 亿，单价下跌 2.28%；家居护理取得营收 0.63 亿，单价下跌 1.86%。分渠道看，闭店率高、商场人流减少等给零售终端带来严峻挑战；商超方面，疫情期间大卖场仍然保持一定开店率，销售情况良好；电商渠道表现出色，公司利用产品结构调整、新型营销方式等触达更多人群。新品方面，春节后公司启动新产品规划，以迎合消费者受疫情变化需求，加快推出个护、美妆新品。

#### ► 利润端：净利率环比大幅提升，费用管控显成效

公司 Q1 毛利率为 61.3%，同比下跌 0.85pct，环比下跌 1.33pct，基本维持稳定。公司 Q1 净利率为 7.2%，同比下跌 4.78pct，环比上涨 6.27pct，环比净利率大幅提升。2020 年 Q1 的期间费用率为 53.9%，同比下降 1.74pct。疫情发生后，公司在原来预算节奏上又继续进行费用管控，在销售和管理费用控制方面，取得较好成效。Q1 销售费用率为 40.0%，同比下降 2.37pct。管理费用率为 11.7%，同比增加 0.7pct。研发费用率为 2.0%，同比增加 0.39pct。财务费用率为 0.3%，同比下降 0.47pct。

#### ► 未来加强线上营销+打造重点新品，前欧莱雅高管接任 CEO

国内方面预计 Q2 业绩会得到修复。分渠道看，电商和商超、母婴等增长恢复正常；百货、CS 渠道延续疫情影响，预计逐步迎来复苏。国外方面，由于公司有相当部分营收来自海外，预计 Q2 继续承压。疫情短期影响不改行业高景气度；化妆品赛道处于高速发展阶段，增长前景可期。未来公司会逐步加强电商自

### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：买入  
目标价格：40.66  
最新收盘价：25.27

股票代码：600315  
52 周最高价/最低价：37.05/24.55  
总市值(亿)：169.62  
自由流通市值(亿)：169.62  
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：

#### 联系人：聂贻哲

邮箱：nieyz@hx168.com.cn  
联系电话：

#### 相关研究

1. 上海家化 2019 年年报点评：销售费用拖累 Q4 业绩，后续线上发力及新品升级值得期待

2020.02.19

营团队建设，加快线下转型。着力打造护肤类新品，助推业绩可期。玉泽主打对敏感肌肤提供保障，药妆类产品正处在风口期；今年新品有所突破，依赖美妆平台、口碑种草等方式加大传播力度。佰草集今年主打太极系列上市，每季度都有新品推出。在传播端走年轻化营销路线，下半年和敦煌 IP 深度合作，推出跨界合作产品；预计太极系列销售占比将进一步提升。张东方女士因个人原因申请辞去公司董事职务，辞任后将担任公司首席顾问。公司临时召开董事会，提名潘秋生为董事，任 CEO 兼总经理。

### 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。目前公司在营销、渠道等方面均有新布局，我们依然看好公司的中长期投资价值。由于短期的疫情负面影响，我们对财务模型进行了修正，考虑会计准则的变化，2020/2021/2022 年营业收入分别从 85.15/95.15/105.24 亿元，下调至 75.09/85.94/99.00 亿元；归母净利润分别从 6.80/7.86/9.40 亿元，下调至 4.59/5.55/6.53 亿元；对应 EPS 0.68/0.83/0.97 元。疫情短期影响不改行业高景气度；化妆品赛道处于高速发展阶段，增长前景可期；张东方辞任董事长，原欧莱雅高管潘秋生接棒。我们继续给予“买入”评级，维持目标价 40.66 元。

### 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	7509.12	8593.72	9899.73
YoY (%)	10.01%	6.43%	-1.16%	14.44%	15.20%
归母净利润(百万元)	540.38	557.09	459.27	555.30	653.41
YoY (%)	38.63%	3.09%	-17.56%	20.91%	17.67%
毛利率 (%)	62.79%	61.88%	60.21%	60.32%	60.35%
每股收益 (元)	0.81	0.83	0.68	0.83	0.97
ROE	9.30%	8.86%	6.85%	7.65%	8.26%
市盈率	34.53	33.50	40.63	33.60	28.56

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：电商渠道表现出色，推出新品满足消费者需求.....	4
3. 利润端：盈利能力环比大幅提升，费用管控显成效.....	5
4. 疫情不改行业高景气度，加强线上营销+打造重点新品助推未来业绩.....	6
5. 投资建议.....	7
6. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1 公司单季度营业收入.....	5
图 2 公司单季度归母净利润.....	5
图 3 公司销售/管理/研发费用率.....	5
图 4 公司财务/期间费用率.....	5
图 5 佰草集发布太极水，玉泽高速发展.....	6

## 1. 事件概述

公司发布 2020 年第一季度报告，第一季度实现营收 16.65 亿元，同比下降 14.80%；实现归母净利润 1.19 亿元，同比下降 48.89%；实现扣非净利润 1.30 亿元，同比下降 19.00%，实现 EPS0.18 元/股，实现经营活动现金流净额 3.4 亿元，同比增加 27.38%。公司业绩符合我们预期。

## 2. 收入端：电商渠道表现出色，推出新品满足消费者需求

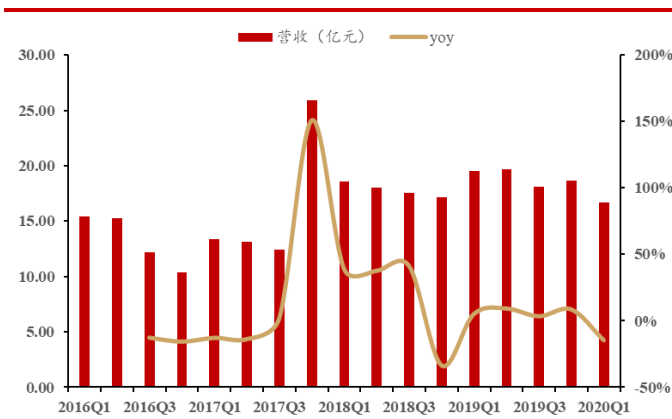
由于 2020 年开始将实行新的收入准则，体现在公司最新报表上将会调减收入和部分销售费用；由于不追溯调整，因此对外披露的一季报和去年同期不是同口径对比。如果都用同一口径进行计算，收入下滑的幅度应当小于 14.8%。一季度疫情对化妆品行业打击较大，特别是公司线下渠道占比高，受到冲击更为显著。总体来看公司表现好于同行业，这是因为通过网络直播、加强零售终端柜员体系投入等，取得一定成效。疫情向海外蔓延给未来业绩带来的不确定性需要继续观望，但预计 Q2 公司业绩会迎来复苏。

**分产品看**，美容护肤取得营收 3.33 亿，单价下跌 11.41%；个人护理取得营收 12.68 亿，单价下跌 2.28%；家居护理取得营收 0.63 亿，单价下跌 1.86%。报告期内表现亮眼的品牌有玉泽以及家安等，在疫情期间依旧维持了高增速；公司未来也会继续保持较高的期待。此外，六神等个护品牌亦有不俗表现，在基数体量大的前提下保有韧性，延续了稳健增长。

**分渠道看**，对于百货和 CS 等零售终端，闭店率高、商场人流减少等给一季度业绩带来严峻挑战。对此公司也积极作出应对，运用流行销售模式弥补传统渠道损失。如百货方面利用视频开全国销售会，首创空中沙龙直播课程，启动微商城和抖音云逛街等项目；CS 方面对门店开展线上培训，利用微信秒杀送货和抖音、快手直播做推广等。对于商超渠道，疫情期间大卖场仍然保持一定开店率，销售情况良好；应对举措方面，公司加大新零售营销，保定大连等经销商尝试线上直播带货和线上订货会，通过 O2O 平台进行营销活动。电商渠道表现出色，公司利用产品结构调整、新型营销方式等触达更多人群。

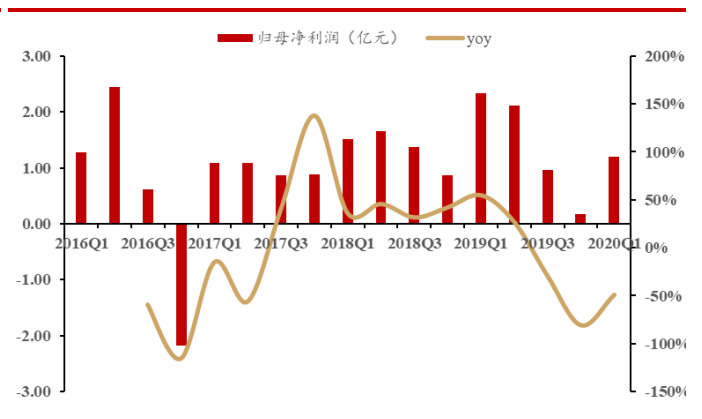
**新品方面**，春节后公司启动新产品规划，以迎合消费者受疫情变化需求。加快推出个护新品，上市六神艾叶抑菌净手凝露、启初免洗消毒凝露、家安除菌喷雾&空气净化香氛。美妆方面，佰草集上市酵母微精华源生液；典萃科技化，上市冻干安瓶精华。今年公司把典萃和佰草集进行分离，佰草集主打中草药概念的品牌，典萃在佰草集母品牌下出更多适合年轻消费者需求的新品。

图1 公司单季度营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图2 公司单季度归母净利润



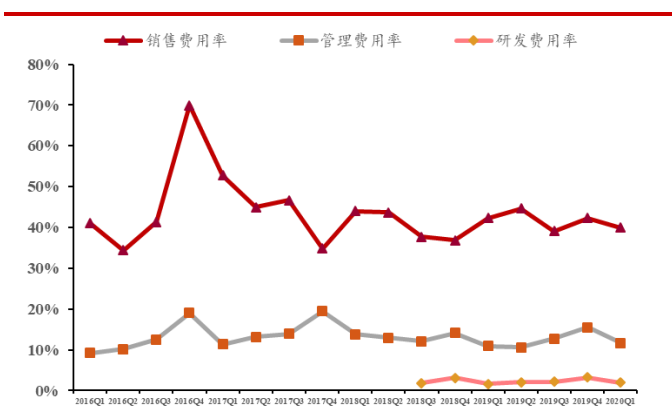
资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 利润端：净利率环比大幅提升，费用管控显成效

**盈利能力方面**，公司 Q1 毛利率为 61.3%，同比下跌 0.85pct，环比下跌 1.33pct，基本维持稳定。从产品结构上看，六神毛利率低但基数大、占比高。公司 Q1 净利率为 7.2%，同比下跌 4.78pct，环比上涨 6.27pct，环比净利率大幅提升。

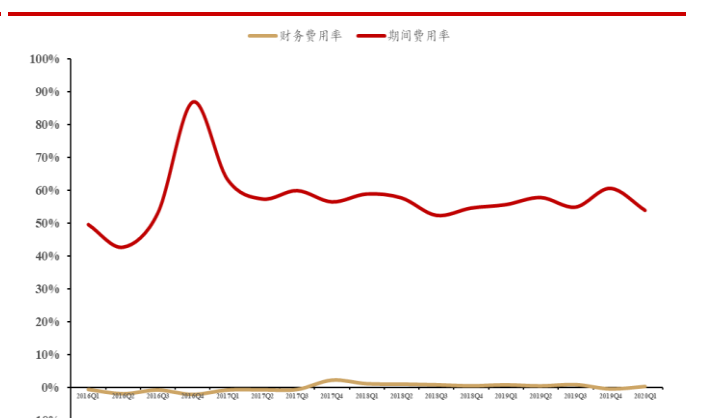
**期间费用方面**，2020 年 Q1 的期间费用率为 53.9%，同比下降 1.74pct。疫情发生后，公司在原来预算节奏上又继续进行费用管控，把所有不必要费用进行强制冻结使用；在销售和管理费用节奏控制方面，取得较好成效。Q1 销售费用率为 40.0%，同比下降 2.37pct。疫情下公司加强销售费用管控，一部分广告费用等前期没有发生，被延迟到二三季度投入。公司要求各个渠道销售费率，不允许有上涨；电商收入增加，相应地销售费用会逐年加大；依靠打折促销相关活动在减少。管理费用率为 11.7%，同比增加 0.7pct。研发费用率为 2.0%，同比增加 0.39pct。财务费用率为 0.3%，同比下降 0.47pct。

图3 公司销售/管理/研发费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 公司财务/期间费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 4. 未来加强线上营销+打造重点新品，前欧莱雅高管接任 CEO

展望未来，国内方面预计 Q2 业绩会得到修复。分渠道看，电商和商超、母婴等增长恢复正常；百货、CS 渠道延续疫情影响，预计逐步迎来复苏。国外方面，由于公司有相当部分营收来自海外，预计 Q2 继续承压；我们对疫情发展持续观望。总体看，疫情短期影响不改行业高景气度；化妆品赛道处于高速发展阶段，增长前景可期。所以我们依旧看好公司未来发展。

**迎合趋势加强线上运营，加快线下转型。**未来公司会逐步加强电商自营团队建设，对增长快的品牌在恰当时机收回来自己运营，从而利好公司的业绩发展。未来线下流量逐年下降是常态，更多消费者转线上。未来公司方针是加大在美妆品类投入，弱化个护和家居投入；同时扩大个护和家居在上海家化旗舰店、京东等平台上的销售。公司在线下转型，一是尝试 O2O 新零售，从去年年初开始逐步打通平台，实现线上流量平台、线下店业务对接。二是完善经销商体系人员，招募微信大使做 C 端营销，线下加强社群营销，弥补零售端人流下降造成销售下降。三是建云店系统，打造客服业务团队、促销人员、微信大使持续为云店引流，把线下模式变成新零售模式。未来哪怕流量发生转移，也有机会在线下实现稳步增长。

**着力打造护肤类新品，助推业绩可期。**玉泽主打对敏感肌肤提供保障，这类产品增长快；且药妆类产品正处在风口期，发展机遇大。公司收回玉泽自营的尝试相对成功，目前口碑较好，未来也会配置更多资源。今年新品有所突破，包括和华山医院合作的清痘品，配合一定的传播资源，依赖美妆平台、口碑种草等方式加大传播力度，期待新产品也能在清痘市场上获得消费者认可。关于佰草集新品规划，今年主打太极系列上市，未来会集中资源重点打造产品，每季度都有新品推出。在传播端走年轻化营销路线，今年将在 b 站上面对年轻人群，提出新玩法。佰草集传播投入高，是家化所有品牌最高之一，这也和美妆品牌的定位吻合。下半年和敦煌 IP 深度合作，会推出太极和敦煌跨界合作产品。预计今年在每季度都有新品上市的情况下，太极系列销售占比将进一步提升。

**人事变动方面**，张东方女士因个人原因申请辞去公司董事职务，同时辞去公司首席执行官、总经理以及下属控股企业、参股企业的相关职务，辞任后将担任公司首席顾问。公司临时召开董事会，提名潘秋生为董事，任 CEO 兼总经理，5 月 6 日正式上任。潘秋生曾帮助欧莱雅实现渠道战略转型，线上业务占比取得大幅度提升；帮助美泰实现全方位业务改善并大幅度减亏，创下过去 5 年最佳运营记录。

图 5 佰草集发布太极水，玉泽高速发展



资料来源：公司官网，华西证券研究所

## 5. 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。目前公司在营销、渠道等方面均有新布局，我们依然看好公司的中长期投资价值。由于短期的疫情负面影响，我们对财务模型进行了修正，考虑会计准则的变化，2020/2021/2022 年营业收入分别从 85.15/95.15/105.24 亿元，下调至 75.09/85.94/99.00 亿元；归母净利润分别从 6.80/7.86/9.40 亿元，下调至 4.59/5.55/6.53 亿元；对应 EPS 0.68/0.83/0.97 元。疫情短期影响不改行业高景气度；化妆品赛道处于高速发展阶段，增长前景可期；张东方辞任董事长，原欧莱雅高管潘秋生接棒。我们继续给予“买入”评级，维持目标价 40.66 元。

## 6. 风险提示

(1) 行业竞争加剧：假如行业竞争加剧超过公司预期，公司整体盈利能力会受到影响；(2) 营销投入效果不及预期：公司销售费用率较高，假如情况未能改善，那么公司的利润会受到较大的影响。

## 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	7509.12	8593.72	9899.73	净利润	557.09	459.27	555.30	653.41
YoY (%)	6.43%	-1.16%	14.44%	15.20%	折旧和摊销	230.10	64.42	75.15	80.52
营业成本	2896.00	2987.79	3409.59	3925.35	营运资金变动	185.96	244.06	97.53	132.77
营业税金及附加	53.58	57.09	64.03	73.61	经营活动现金流	748.76	610.07	575.87	715.20
销售费用	3204.13	3123.79	3506.24	4009.39	资本开支	-29.87	15.00	5.00	5.00
管理费用	941.79	901.09	1014.06	1158.27	投资	-129.74	0.00	0.00	0.00
财务费用	31.42	-30.62	-42.30	-55.14	投资活动现金流	-120.81	165.00	155.00	155.00
资产减值损失	-5.00	-2.68	2.89	3.49	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	535.31	648.29	763.71	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	734.64	730.87	870.20
利润总额	701.99	540.31	653.29	768.71	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	144.90	81.05	97.99	115.31	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	557.09	459.27	555.30	653.41	营业收入增长率	6.43%	-1.16%	14.44%	15.20%
归属于母公司净利润	557.09	459.27	555.30	653.41	净利润增长率	3.09%	-17.56%	20.91%	17.67%
YoY (%)	3.09%	-17.56%	20.91%	17.67%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.83	0.68	0.83	0.97	毛利率	61.88%	60.21%	60.32%	60.35%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	7.33%	6.12%	6.46%	6.60%
货币资金	1609.13	2343.78	3074.65	3944.85	总资产收益率 ROA	5.00%	3.93%	4.40%	4.74%
预付款项	63.93	76.19	85.31	96.91	净资产收益率 ROE	8.86%	6.85%	7.65%	8.26%
存货	925.17	934.71	1060.41	1223.06	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	3279.28	3126.28	3290.22	3494.78	流动比率	<b>2.05</b>	<b>2.18</b>	<b>2.23</b>	<b>2.25</b>
流动资产合计	5877.51	6480.96	7510.58	8759.60	速动比率	1.71	1.84	1.89	1.91
长期股权投资	391.36	391.36	391.36	391.36	现金比率	0.56	0.79	0.91	1.01
固定资产	1122.05	1057.63	982.48	901.96	资产负债率	43.61%	42.58%	42.52%	42.66%
无形资产	820.65	820.65	820.65	820.65	<b>经营效率 (%)</b>				
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	0.75
资产合计	11147.49	11676.52	12630.98	13799.48	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.83	0.68	0.83	0.97
应付账款及票据	823.86	849.77	970.63	1117.41	每股净资产	9.36	9.99	10.82	11.79
其他流动负债	2041.16	2125.44	2403.74	2772.05	每股经营现金流	1.12	0.91	0.86	1.07
流动负债合计	2865.02	2975.20	3374.37	3889.46	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1138.00	1138.00	1138.00	1138.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	858.73	858.73	858.73	858.73	PE	33.50	40.63	33.60	28.56
非流动负债合计	1996.73	1996.73	1996.73	1996.73	PB	3.30	2.78	2.57	2.36
负债合计	4861.74	4971.93	5371.10	5886.19					
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	6704.59	7259.89	7913.29					
负债和股东权益合计	11147.49	11676.52	12630.98	13799.48					

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，7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。

聂贻哲：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，2年从业经验。浙江大学工学硕士，曾就职于民生证券。

### 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。