

## 内生端增长符合预期，新模式逐步确立

核心观点：

### 1. 事件摘要

公司于2017年8月16日晚发布2017年半年度业绩报告，2017年上半年公司实现营业收入26.52亿元，较上年同期减少13.50%；实现归属于上市公司股东净利润2.16亿元，较上年同期减少41.93%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润2.38亿元，较上年同期减少34.38%。经营活动产生的现金流量净额4.98亿元，较上年同期增长1567.83%。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）内生增长符合预期，新模式逐步确立

2017年上半年，公司实现营业收入26.52亿元，较上年同期减少13.50%。剔除花王业务的影响后，公司实现营业收入26.50亿元，相比去年同期同口径数据增加9.51%；实现归属于上市公司股东的净利润2.20亿元，已超过去年全年净利润。明面上看，花王代理业务到期对公司业绩的负面影响仍旧存在，但公司围绕自有品牌的新框架建设、使得上半年实现去花王业务后的新增长模式进一步确立。

此外，公司拟通过收购品牌来丰富产品线，保持并进一步扩大婴童市场占有额。公司拟以自有资金2.93亿美元（约合19.96亿元人民币）收购家化集团全资孙公司Cayman A2 100%股权和相关债权。Cayman A2旗下主营Tommy Tippee等婴幼儿品牌，收购完成后，该标能够有效利用公司已有的4000多家母婴终端网点，整合渠道资源、快速打开中国市场。2017-19年度Cayman A2预计营业收入分别为人民币14.63亿元、16.15亿元、17.28亿元，净利润分别为人民币848.88万元、2555.99万元、5133.32万元，收购完成后将为公司的营收和净利增长注入新动力。

#### （二）三费齐升致毛利转化率低，单季度表现有所下滑

2017年上半年，公司销售毛利率达到69.92%，同比增长9.06个百分点，毛利水平达到历史新高点；销售净利率为8.15%，同比下降3.99个百分点。毛利率与净利率之间明显的剪刀差，主要来源于期间费用率的大幅增加。2017年H1期间费用率为60.09%，同比上升14.23个百分点。具体来看，2017年H1销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为48.87%、12.25%、-0.73%，同比增长11.16、2.56、0.51个百分点。其中造成期间费用率提高的主要原因是品牌

上海家化（600315.SH）

谨慎推荐 评级

分析师

李昂

电话：(8610) 83574538

邮箱：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：杨媛媛

对本报告的编制提供信息。

行业数据

时间 2017.08.17



相关研究

《2017年中期策略报告——消费升级全面驱动零售产业新发展 2017年5月31日》

《百货行业深度报告——经济换挡，价值重塑 2017年7月21日》

传播投入增加造成销售费用大幅上升 (2016H1: 11.56 亿元, 2017H1: 12.96 亿元, 同比增长 12.10%)。

分季度来看, 公司第一季度和第二季度营收分别为 13.40 亿元和 13.12 亿元, 同比分别下降 13.04% 和 13.97%; 第一季度和第二季度净利润分别约为 1.08 亿元, 同比分别下降 15.03% 和 55.92%, 第二季度营收和净利润降幅均进一步加大。从营运能力上来看, 第一、第二季度的存货周转率分别为 0.60 次和 1.30 次, 相较于去年同期的 0.88 次和 1.83 次存货管理效率也有所下降。

### (三) 打造品牌驱动战略核心, 保持细分市场领先地位

2017 年公司战略核心调整为“品牌驱动”, 优化组织架构、设立品牌管理办公室, 这一举措增强了品牌话语权, 有效协同品牌多渠道发展。同时, 2017 年上半年营销类费用支出的增加 (2016H1: 8.18 亿元, 2017H1: 9.57 亿元, 同比增长 17.02%), 借力新媒体加强营销力度, 有助于进一步提升品牌知名度和长期竞争力。

公司旗下拥有多个国内知名品牌, 其中: 六神品牌在多个品类占据市场领先地位, 且 2017 年 1-6 月六神在花露水品类、沐浴露品类、香皂品类、洗手液市场金额份额同比均有小幅提升 (分别为 0.1、0.2、0.1、1.9 个百分点); 佰草集品牌在 2017 年 1-6 月护肤彩妆百货渠道主要品牌市场份额为 2.5%, 销售重新回归增长; 美加净、高夫等品牌均在细分市场表现优异。公司各品牌的战略定位精确, 在细分市场保持着较高的市场占有率和领先地位。

### (四) 发力渠道创新, 调整渠道策略

公司根据市场情况已确立八大渠道: 化妆品专营店、电商、百货、经销商、大客户直营、母婴店、海外市场、平安大平台。其中, 线上渠道 (包括电商和平安金管家) 2016 年实现营收约占 16%, 同比增长 53%, 毛利率为 75%; 线下渠道实现营收占 84%, 同比下滑 15%, 毛利水平为 59%。线上渠道销售具有基数低、增速快、毛利高的特点, 线下渠道虽然基数庞大, 但业绩已出现下滑趋势。面对传统渠道增速的放缓, 公司及时调整渠道策略, 2017 年 H1 完成京东和天猫平台由代理模式切换为自运营模式, 增强对线上渠道的掌控能力, 积极拓展线上业务, 中长期目标为线上线下渠道各占 50%。另一方面, 继续做深做透原有渠道, 在保持平稳增长的基础上, 对高速增长的化妆品专营店渠道 (2017 年 H1 同比增长 14%) 进一步整合资源、精耕细作, 实现精准投放产品。此外, 未来有望借力大股东平安的渠道和客户, 打通双方数据, 实现销量增长。

## 3. 投资建议

我们认为, 公司旗下佰草集、六神、高夫、美加净、启初等品牌在细分市场均占据市场领先地位且深耕多年, 具有一定的渠道优势和品牌影响力。预计 2017 年整体净利润 3.87 亿, 同比增长 79%, 对应 eps 0.57 元, 对应 53 倍 pe。

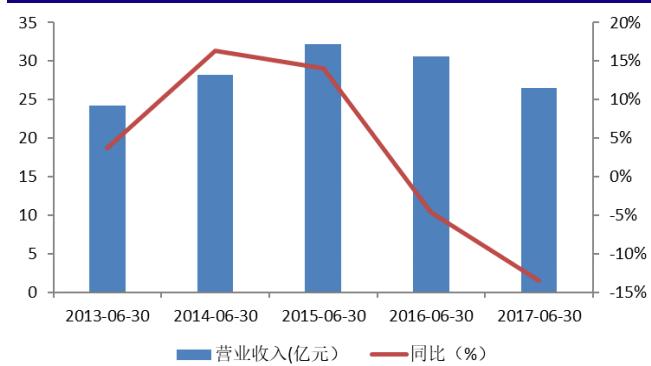
## 4. 风险提示

日化行业整体增速放缓; 市场竞争加剧; 渠道结构变革风险。

附:

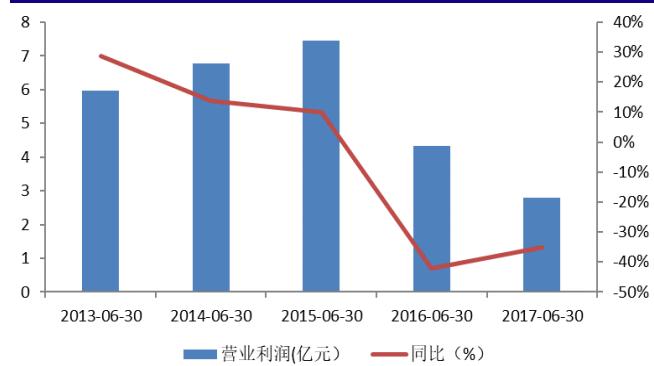
## 1. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1 2013-2017 年上半年营业收入及同比



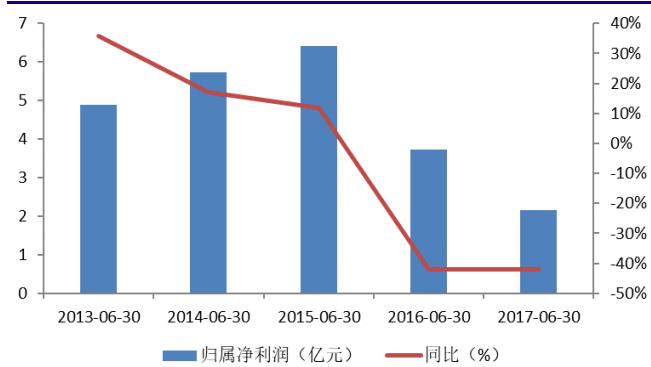
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 2 2013-2017 年上半年营业利润及同比



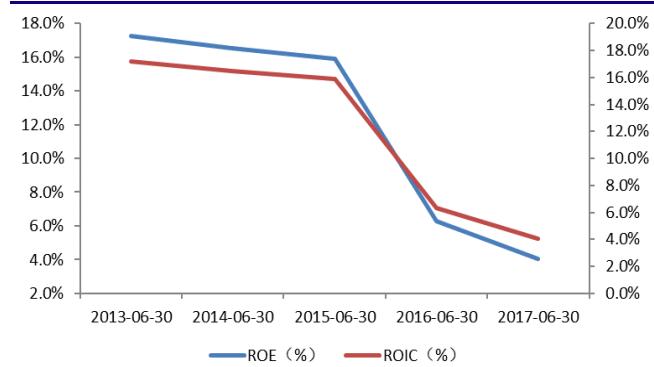
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 3 2013-2017 年上半年归属净利润及同比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 4 2013-2017 年上半年 ROE &amp; ROIC 变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

## 2. 公司分类业务情况

表 1 上海家化营业收入分类构成

(单位：百万元)	2013/6/30	2014/6/30	2015/6/30	2016/6/30	2017/6/30
<b>按产品：</b>					
护肤类	-	984.88	1,039.29	906.04	1002.86
洗护类	-	1,748.12	2,102.12	2,093.03	1557.91
家居护理类	-	49.46	43.79	49.49	73.45
<b>合计</b>	2,424.44	2,819.38	3,215.06	3,065.73	2634.22

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 2 上海家化毛利率、净利率期间费用率等情况

(单位: %)	2013/6/30	2014-6-30	2015-6-30	2016-6-30	2017-6-30
销售毛利率	65.00	63.52	60.70	60.86	69.92
销售净利率	20.20	20.48	19.93	12.15	8.15
销售费用率	27.43	33.74	38.37	43.59	48.87
管理费用率	10.94	10.34	9.96	11.20	12.25
财务费用率	-0.30	-0.41	-0.86	-1.43	-0.73

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

**判断总结：**分产品来看，公司 2017 年上半年营收下滑主要来自洗护类产品业绩下滑。从毛利率上来看，公司当前毛利率正处在历史高点，产品本身的毛利水平较高；但是，由于三费控制不到位，导致公司毛利到净利润的转化率偏低，净利率水平逐年下滑。未来公司若能更好地把控期间费用支出，将有望实现净利率的大幅回升。

### 3.公司前十大股东情况跟踪

表 3 上海家化前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%)	限售股数量(万股)	持股数量变动(万股)	股东性质
1	上海家化(集团)有限公司	18244.92	27.09	0	0	境内非国有法人
2	上海久事(集团)有限公司	3061.09	4.55	0	85.80	国有法人
3	中国证券金融股份有限公司	2295.25	3.41	0	424.53	未知
4	云南国际信托有限公司-盛锦 37 号集合资金信托计划	2286.45	3.40	0	2286.45	其他
5	上海重阳战略投资有限公司-重阳战略聚智基金	1897.12	2.82	0	0	其他
6	中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	1756.79	2.61	0	0	境内非国有法人
7	香港中央结算有限公司(陆股通)	1548.16	2.30	0	447.97	境外法人
8	上海重阳战略投资有限公司-重阳战略聚智基金	1060.01	1.57	0	0	其他
9	陈发树	1035.48	1.54	0	0	境内自然人
10	上海太富祥尔股权投资基金合伙企业(有限合伙)	1022.66	1.52	0	0	境内非国有法人
合 计		34207.93	50.81	0	3244.75	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究部从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)