

业绩基本符合预期，佰草集焕活成效初显

——上海家化(600315)2019半年报点评

买入|维持

报告要点:

● 业绩基本符合预期

2019H1 公司实现营业收入 39.23 亿元，同比增长 7.02%，较一季度增长提速，实现归母净利润 4.44 亿元，同比增长 40.12%，主要系政府补助、投资收益、大额动迁产生的资产处置收益等非常经常性损益金额较大，扣非后归母净利润 2.61 亿元，同比增长 9.52%，快于收入增速。

● 主品牌佰草集“爆品”拉新战略初获成功，六神增速略低于预期

上半年公司聚焦佰草集品牌焕活，完成品牌定位调整，在产品推广方面着力打造明星单品，2019 年夏季主推“冻干面膜”起到良好的引流效果，618 期间，新七白冻干面膜消费者中新客人数占比超 70%，在传播期间成为品牌销量第一的明星单品，同时带动品牌在 Q2 实现了两位数的增长。下半年，佰草集将重点打造升级后的太极精华，持续通过明星单品拉动的方式进行品牌焕活。六神品牌由于 5、6 月份主要销售地区气温同比较低，叠加沐浴露等新品类市场竞争激烈，上半年增速略低于预期，实现个位数增长。

● 电商渠道实现高速增长，特渠有恢复性增长

电商为公司收入增长的主要动力。报告期内，公司电商全网 GMV 同比增长 31%，618 期间公司旗舰店 GMV 同比增长 24%，天猫旗舰店、京东、猫超、唯品会平台合计 GMV 比增长超 30%；商超、母婴渠道均实现个位数增长；百货渠道跌幅同比收窄；特殊渠道在上半年有恢复性增长。

● 投资建议与盈利预测

家化作为国内日化用品龙头公司，已经形成了多品牌多渠道的业务矩阵，涵盖美容护肤，个人护理以及家居护理等多个领域。多品牌多渠道的矩阵使得公司整体抗风险能力较强，同时能够发挥了较大的渠道协同性。新的管理团队上任以来，整体经营状况逐渐向好。子品牌中玉泽、家安、片仔癀以及启初保持高速或中高速增长。核心品牌佰草集目前正处于品牌焕活的关键阶段，上半年表现符合我们的预期，随着下半年太极系列新品上市，佰草集增速有望逐季改善。渠道方面，目前公司线上占比 20%+，整体份额提升空间较大，未来持续成为公司的增长引擎。我们上调盈利预测（考虑到 19 年上半年确认资产处置收益 1.38 亿，其他收益 0.62 亿元，公允价值变动损益 0.82 亿），预计 2019/2020/2021 公司实现归母净利润 7.20/7.51/9.06 亿，EPS 1.07/1.12/1.35，对应 PE 32x/31x/26x，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧。

当前价/目标价：34.78 元/37.45 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：34.78 / 23.78

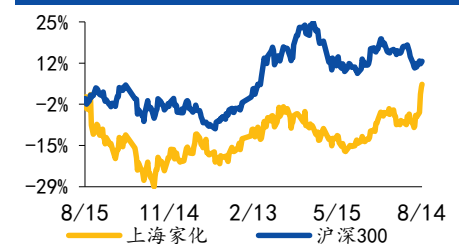
A 股流通股（百万股）：671.25

A 股总股本（百万股）：671.25

流通市值（百万元）：23346.02

总市值（百万元）：23346.02

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

*感谢杨柳对本报告的贡献

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6488.25 | 7137.95 | 7863.31 | 8940.39 | 10249.23 |
| 收入同比 (%) | 8.82 | 10.01 | 10.16 | 13.70 | 14.64 |
| 归母净利润(百万元) | 389.80 | 540.38 | 720.47 | 750.95 | 906.04 |
| 归母净利润同比 (%) | 93.95 | 38.63 | 33.33 | 4.23 | 20.65 |
| ROE (%) | 7.25 | 9.30 | 11.34 | 10.90 | 11.98 |
| 每股收益 (元) | 0.58 | 0.81 | 1.07 | 1.12 | 1.35 |
| 市盈率(P/E) | 59.89 | 43.20 | 32.40 | 31.09 | 25.77 |

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

目 录

| | |
|-----------------|---|
| 1、财务与业务分析 | 3 |
| 2、投资建议 | 5 |
| 3、风险提示 | 5 |

图表目录

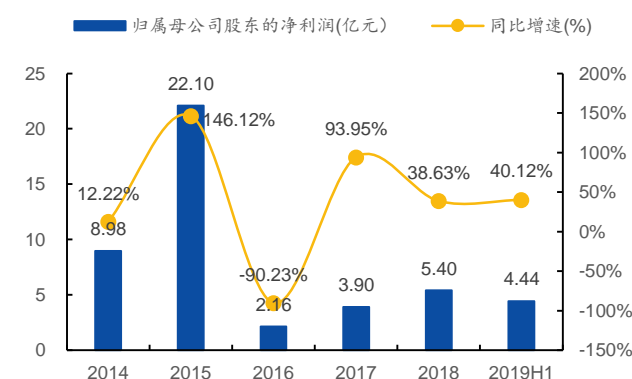
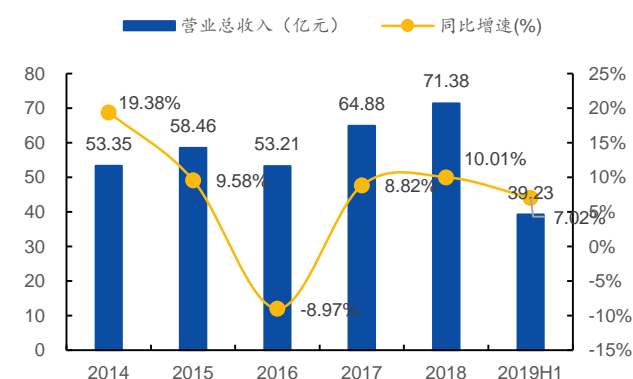
| | |
|-------------------------|---|
| 图 1：上海家化营业收入 | 3 |
| 图 2：上海家化归母净利润 | 3 |
| 图 3：上海家化扣非后归母净利润 | 3 |
| 图 4：上海家化毛利率与净利率情况 | 4 |
| 图 5：上海家化费用率情况 | 4 |
| 图 6：上海家化存货周转天数 | 4 |
| 图 7：上海家化应收账款周转天数 | 4 |

1、财务与业务分析

营业收入与净利润均稳步增长，业绩符合预期。2019H1 公司实现营业收入 39.23 亿元，同比增长 7.02%，较一季度增长提速，实现归母净利润 4.44 亿元，同比增长 40.12%，主要系政府补助、其他非流动金融资产投资收益、上海家化生物医药科技有限公司动迁等产生了大额非常经常性损益，扣非后归母净利润 2.61 亿元，同比增长 9.52%，快于收入增速。

图 1：上海家化营业收入

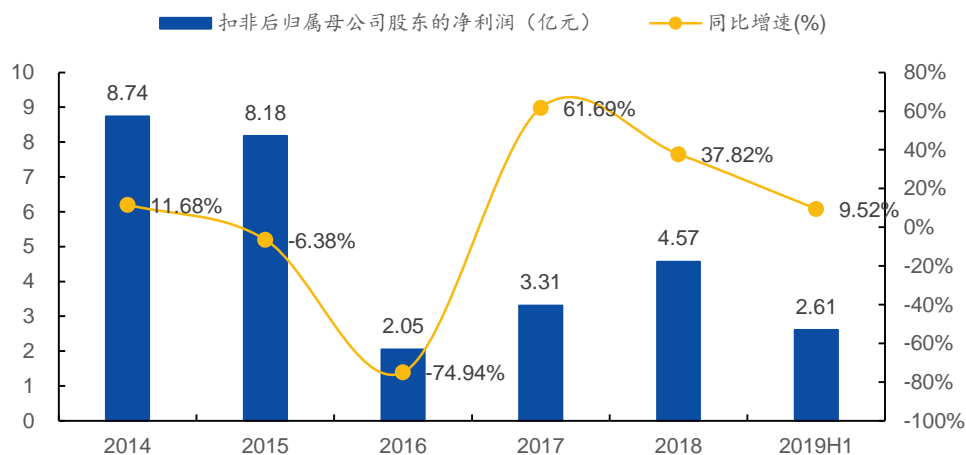
图 2：上海家化归母净利润



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

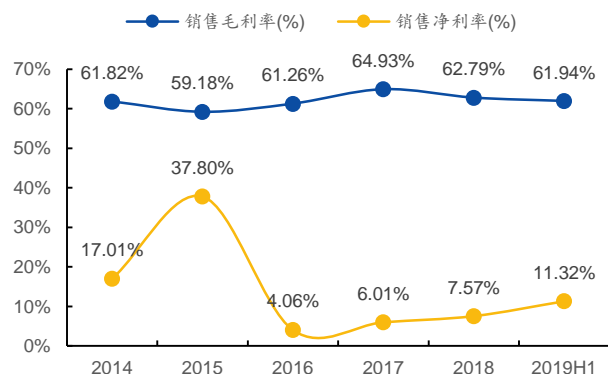
图 3：上海家化扣非后归母净利润



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

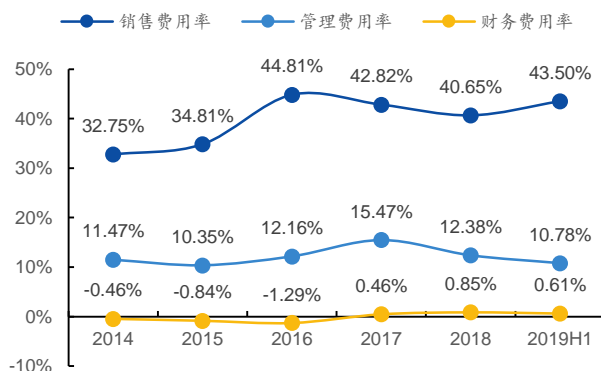
费用控制合理，盈利能力稳步提升。2019H1 公司毛利率 61.94%，同比略有下降 0.23pct，主要由于新工厂运营成本增加、产品销售结构变化所致。期间费用率方面，销售费用率 43.50%，同比下降 0.36pct，管理费用率 10.78%，同比下降 0.92pct，控费效果显著，但由于下半年佰草集、高夫等品牌将维持较高的营销投入，预计全年销售费用率与 2018 年持平，管理费用率较 2018 年略有下降。

图 4：上海家化毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

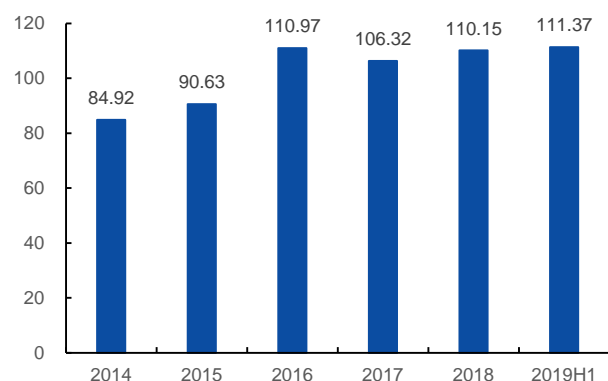
图 5：上海家化费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

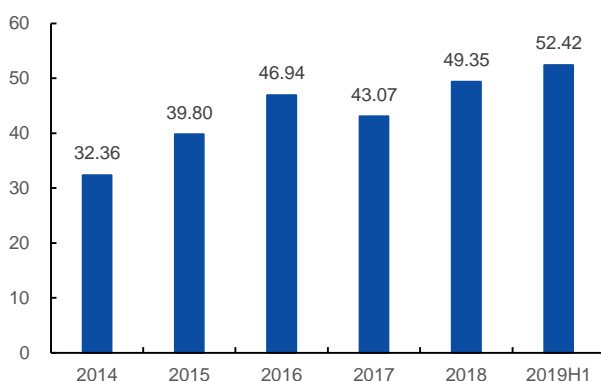
营运能力保持稳定。2019H1 公司存货周转天数为 111.37 天，较 2018 年末略有增加，主要由于 1) 生产计划周期性变化使得原材料和委托加工物资同比增加；2) 为了保证下半年销售及产品铺货使得六神、佰草集和 C&D 库存商品同比增加。公司应收账款周转天数为 52.42 天，较 2018 年也有所增长，主要由于部分电商平台存在跨期付款情况使得应收账款增加，剔除这一因素后应收账款增速基本与收入持平。

图 6：上海家化存货周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 7：上海家化应收账款周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

主品牌佰草集“爆品”拉新战略初获成功，下半年持续聚焦明星产品打造。上半年公司聚焦佰草集品牌焕活，完成品牌定位调整。在产品推广方面着力打造明星单品，2019 年夏季主推“冻干面膜”起到良好的引流效果，618 期间，新七白冻干面膜消费者中新客人数占比超 70%，在传播期间成为品牌销量第一的明星单品，同时带动品牌在 Q2 实现了两位数的增长。营销方面，公司注重提升传播效率，充分利用口碑及内容营销传播平台来加强与年轻消费群体的沟通，首次推出充满话题性和传播性的“变美是最好的复仇”病毒视频，以四大主流社交媒体平台为传播主阵地，在各平台的话题表现和点击率均高于行业均值，部分营销项目的 ROI 高达 1:2.5。下半年，佰草集将重点打造升级后的太极精华，持续通过明星单品拉动的方式进行品牌焕活。

六神品牌持续年轻化战略，上半年由于气温较往年低，收入增速略低于预期。六神品

牌以产品为原点、体验为手段，以代言人粉丝运营和口碑营销为声量突破口，发力品牌年轻化。品牌持续在场景化营销上探索，六神花露水与上海知名小龙虾餐饮店沪小胖联名快闪“夏夜风凉馆”并推出猎奇花露水口味的“至尊冰醉小龙虾”，结合夏季消费热点，再次刷屏社交媒体。但由于 2019 年 5、6 月份主要销售地区气温同比较低，叠加沐浴露等新品类市场竞争激烈，上半年仅实现个位数增长，增速略低于预期。下半年，六神将带来持续性的体验式全季营销，聚焦秋冬季的滋润和香氛沐浴露系列产品，吸引更多年轻消费者，保持品牌年轻活力。

子品牌中玉泽、家安、片仔癀保持 30%以上的高速增长，启初不断扩大市场份额。

玉泽受益于药妆的高景气度，实现高速增长，5 月份针对亚健康肌肤人群，推出全新“玻尿酸安瓶修护精华液”，首发当天荣登天猫面部精华-安瓶品类销量 No.1。618 期间天猫旗舰店增速超过 80%，为公司增速最快的子品牌。启初维持 25%+的中高速增长，不断在婴儿护肤市场抢占市场份额，2019 年 1-6 月在婴儿面霜和婴儿沐浴露领域的市场份额分别为 14.7%和 7.8%，分别同比增加 2.2pct 和 2.0pct。

电商渠道实现高增速，特渠有恢复性增长。渠道方面，截至本报告期末，公司入驻商超门店 20 万家、农村直销车覆盖的乡村网点近 9 万家店、百货约 1500 家、化妆品专营店约 1.3 万家、母婴店超 5000 家。增速方面，电商渠道实现高速增长，电商全网 GMV 同比增长 31%；商超、母婴渠道均实现个位数增长；百货在国际大牌的挤压下呈现两位数下降，但跌幅较去年同期收窄；特殊渠道在上半年有恢复性增长，预计今年占比恢复至 2017 年水平。

2、投资建议

家化作为国内日化用品龙头公司，已经形成了多品牌多渠道的业务矩阵，涵盖美容护肤，个人护理以及家居护理等多个领域。多品牌多渠道的矩阵使得公司整体抗风险能力较强，同时能够发挥了较大的渠道协同性。新的管理团队上任以来，整体经营状况逐渐向好。子品牌中玉泽、家安、片仔癀以及启初保持高速或中高速增长。核心品牌佰草集目前正处于品牌焕活的关键阶段，上半年表现符合我们的预期，随着下半年太极系列新品上市，佰草集增速有望逐季改善。渠道方面，目前公司线上占比 20%+，整体份额提升空间较大，未来持续成为公司的增长引擎。我们上调盈利预测（考虑到 19 年上半年确认资产处置收益 1.38 亿，其他收益 0.62 亿元，公允价值变动损益 0.82 亿），预计 2019/2020/ 2021 公司实现归母净利润 7.20/7.51/9.06 亿，EPS 1.07/1.12/1.35，对应 PE 32x/31x/26x，维持“买入”评级。

3、风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧。

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 4369.99 | 4777.45 | 5812.95 | 6777.07 | 7921.51 |
| 现金 | 1330.96 | 1105.49 | 1991.26 | 2690.91 | 3431.18 |
| 应收账款 | 926.86 | 1030.31 | 1145.67 | 1299.14 | 1488.99 |
| 其他应收款 | 63.58 | 34.77 | 58.16 | 54.97 | 69.06 |
| 预付账款 | 63.34 | 78.26 | 87.53 | 97.86 | 111.77 |
| 存货 | 750.42 | 874.82 | 1007.78 | 1116.72 | 1276.36 |
| 其他流动资产 | 1234.84 | 1653.79 | 1522.54 | 1517.47 | 1544.15 |
| 非流动资产 | 5233.97 | 5382.63 | 5049.34 | 4788.32 | 4507.34 |
| 长期投资 | 207.05 | 276.18 | 271.49 | 273.05 | 272.53 |
| 固定资产 | 297.06 | 1188.93 | 1029.70 | 865.18 | 698.02 |
| 无形资产 | 821.81 | 816.34 | 781.55 | 745.90 | 710.54 |
| 其他非流动资产 | 3908.05 | 3101.19 | 2966.59 | 2904.18 | 2826.25 |
| 资产总计 | 9603.96 | 10160.07 | 10862.29 | 11565.39 | 12428.85 |
| 流动负债 | 2508.07 | 2691.44 | 2811.22 | 2953.00 | 3133.87 |
| 短期借款 | 18.52 | 0.00 | 6.17 | 6.17 | 5.15 |
| 应付账款 | 683.90 | 827.62 | 931.89 | 1039.44 | 1188.07 |
| 其他流动负债 | 1805.64 | 1863.82 | 1873.16 | 1907.39 | 1940.65 |
| 非流动负债 | 1719.34 | 1655.57 | 1697.52 | 1722.17 | 1732.38 |
| 长期借款 | 1078.69 | 1072.54 | 1100.13 | 1116.47 | 1136.57 |
| 其他非流动负债 | 640.65 | 583.03 | 597.40 | 605.70 | 595.82 |
| 负债合计 | 4227.41 | 4347.01 | 4508.75 | 4675.17 | 4866.25 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 673.42 | 671.25 | 671.25 | 671.25 | 671.25 |
| 资本公积 | 877.72 | 857.57 | 857.57 | 857.57 | 857.57 |
| 留存收益 | 3768.14 | 4187.61 | 4740.26 | 5267.38 | 5940.15 |
| 归属母公司股东权益 | 5376.55 | 5813.06 | 6353.54 | 6890.23 | 7562.60 |
| 负债和股东权益 | 9603.96 | 10160.07 | 10862.29 | 11565.39 | 12428.85 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营活动现金流 | 893.08 | 894.67 | 733.12 | 798.92 | 808.10 |
| 净利润 | 389.80 | 540.38 | 720.47 | 750.95 | 906.04 |
| 折旧摊销 | 185.37 | 196.58 | 278.35 | 277.35 | 278.45 |
| 财务费用 | 29.83 | 60.91 | 47.58 | 25.75 | 5.54 |
| 投资损失 | -145.54 | -129.93 | -135.14 | -133.40 | -133.98 |
| 营运资金变动 | 376.24 | 40.29 | 48.50 | -78.70 | -177.44 |
| 其他经营现金流 | 57.37 | 186.45 | -226.64 | -43.03 | -70.51 |
| 投资活动现金流 | 500.83 | -841.77 | 346.16 | 124.49 | 152.28 |
| 资本支出 | 524.80 | 383.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | -939.82 | 511.72 | -57.49 | 19.16 | -6.39 |
| 其他投资现金流 | 85.81 | 52.95 | 288.67 | 143.66 | 145.89 |
| 筹资活动现金流 | -2102.64 | -220.34 | -193.51 | -223.77 | -220.12 |
| 短期借款 | 18.52 | -18.52 | 6.17 | 0.00 | -1.03 |
| 长期借款 | 95.06 | -6.15 | 27.59 | 16.34 | 20.09 |
| 普通股增加 | 0.00 | -2.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | -248.80 | -20.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -1967.42 | -173.35 | -227.28 | -240.11 | -239.18 |
| 现金净增加额 | -717.32 | -169.89 | 885.77 | 699.65 | 740.26 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 6488.25 | 7137.95 | 7863.31 | 8940.39 | 10249.23 |
| 营业成本 | 2275.57 | 2655.91 | 3026.38 | 3362.21 | 3848.10 |
| 营业税金及附加 | 57.63 | 55.60 | 64.11 | 71.81 | 82.74 |
| 营业费用 | 2778.07 | 2901.39 | 3196.23 | 3580.39 | 4048.45 |
| 管理费用 | 850.79 | 883.32 | 943.60 | 1028.14 | 1178.66 |
| 研发费用 | 152.91 | 149.51 | 165.13 | 187.75 | 215.23 |
| 财务费用 | 29.83 | 60.91 | 47.58 | 25.75 | 5.54 |
| 资产减值损失 | 48.98 | 60.31 | -7.71 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | -2.12 | -2.84 | 85.00 | 85.00 | 85.00 |
| 投资净收益 | 145.54 | 129.93 | 135.14 | 133.40 | 133.98 |
| 营业利润 | 482.30 | 646.31 | 868.45 | 902.74 | 1089.49 |
| 营业外收入 | 1.52 | 2.25 | 2.01 | 2.09 | 2.06 |
| 营业外支出 | 12.58 | 2.32 | 5.74 | 4.60 | 4.98 |
| 利润总额 | 471.24 | 646.24 | 864.71 | 900.22 | 1086.57 |
| 所得税 | 81.44 | 105.86 | 144.25 | 149.27 | 180.53 |
| 净利润 | 389.80 | 540.38 | 720.47 | 750.95 | 906.04 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 389.80 | 540.38 | 720.47 | 750.95 | 906.04 |
| EBITDA | 697.50 | 903.80 | 1194.37 | 1205.83 | 1373.48 |
| EPS (元) | 0.58 | 0.81 | 1.07 | 1.12 | 1.35 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 8.82 | 10.01 | 10.16 | 13.70 | 14.64 |
| 营业利润 (%) | 83.19 | 34.01 | 34.37 | 3.95 | 20.69 |
| 归属母公司净利润 (%) | 93.95 | 38.63 | 33.33 | 4.23 | 20.65 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 64.93 | 62.79 | 61.51 | 62.39 | 62.45 |
| 净利率 (%) | 6.01 | 7.57 | 9.16 | 8.40 | 8.84 |
| ROE (%) | 7.25 | 9.30 | 11.34 | 10.90 | 11.98 |
| ROIC (%) | 8.93 | 11.42 | 15.76 | 16.75 | 20.32 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 44.02 | 42.79 | 41.51 | 40.42 | 39.15 |
| 净负债比率 (%) | 26.05 | 24.80 | 24.65 | 24.13 | 23.57 |
| 流动比率 | 1.74 | 1.78 | 2.07 | 2.29 | 2.53 |
| 速动比率 | 1.43 | 1.42 | 1.69 | 1.89 | 2.09 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.64 | 0.72 | 0.75 | 0.80 | 0.85 |
| 应收账款周转率 | 6.72 | 6.75 | 6.68 | 6.78 | 6.81 |
| 应付账款周转率 | 3.55 | 3.51 | 3.44 | 3.41 | 3.46 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.58 | 0.81 | 1.07 | 1.12 | 1.35 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.33 | 1.33 | 1.09 | 1.19 | 1.20 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 8.01 | 8.66 | 9.47 | 10.26 | 11.27 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 59.89 | 43.20 | 32.40 | 31.09 | 25.77 |
| P/B | 4.34 | 4.02 | 3.67 | 3.39 | 3.09 |
| EV/EBITDA | 31.78 | 24.53 | 18.56 | 18.38 | 16.14 |

投资评级说明

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上 | | |

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

| 合肥 | 上海 |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 |
| 传真：(0551) 62207952 | 传真：(021) 68869125 |
| | 电话：(021) 51097188 |