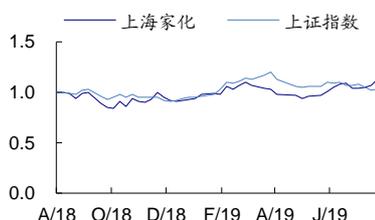


证券研究报告—动态报告
纺织服装及日化
日用化学品 II
上海家化(600315)
买入
2019 年半年报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 19 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	671/671
总市值/流通(百万元)	22,306/22,306
上证综指/深证成指	2,824/9,061
12 个月最高/最低(元)	34.86/23.51

相关研究报告:

《上海家化-600315-2018 年年报点评: Q4 逆势表现优异,佰草集调整可期》——2019-03-14
 《上海家化-600315-重大事件快评:中长期资金入驻,后续并购拓展值得期待》——2015-08-04
 《上海家化-600315-2014 年年报点评:业绩符合预期,新一轮激励推出有助核心员工稳定》——2015-03-19
 《上海家化-600315-2014 年三季报点评:业绩符合预期,后期主业关注两方面进展》——2014-10-31
 《上海家化-600315-2014 年中报点评:上半年收入增长 16.3%,业绩符合预期》——2014-08-28

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

联系人: 冯恩捷

电话: 15219481534
 E-MAIL: fengsijie@guosen.com

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

财报点评
佰草集单季复苏明显,下半年新品表现值得期待
● Q2 营收业绩提速,扣非增速符合预期

2019 年 H1 公司实现营收 39.23 亿元,同比增长 7.02%,实现业绩 4.44 亿元,同比增长 40.12%。扣非业绩同增 9.52%,扣非增速基本符合预期。其中 Q2 营收同增 9.08%,较 Q1 有所加速。公司本期非经收益 1.83 亿元,主要为家化生科动迁带来的资产处置收益以及平安消费科技基金的公允价值变动收益。

● 佰草集 Q2 改善明显,电商渠道维持稳步较快增速

分品牌来看,佰草集上半年营收较同期基本持平,Q2 在爆品冻干面膜带动下实现双位数增长;六神受天气等因素影响有所放缓,美加净/高夫受产品结构调整等因素表现相对一般;玉泽/家安/启初/片仔癀等则预计保持快速增长;汤美星母公司营收同增 7.98%。分渠道来看,线上营收同增 25%+,占比约 22%,同时特渠在去年调整后实现 60%增长;线下商超、母婴和 CS 延续个位数增速,百货渠道在国际品牌冲击下仍有所下滑,但 Q2 下滑幅度有所收窄。

● 毛利率受产品结构影响有所下滑,费控能力有所提升

公司上半年毛利率同降 2.7pct,主要系新工厂运营以及产品结构变化所致(低毛利品牌及品类销量增加);期间费用率同降 1.6pct,其中销售/管理/财务费用率分别变化为-0.4pct/-0.8pct/-0.4pct,显示公司在控费方面有一定效果,研发费用率提升 0.15pct。公司存货周转天数同降 9.7 天,应收账款周转天数同比提升 3.3 天基本稳定,经营活动净现金流同比增 7.74%至 5.44 亿元。

● 营销升级新品发力,多品牌助推全年业绩有望延续复苏态势

整体来看,主力品牌佰草集 Q2 改善明显,下半年有望在产品升级和内容营销发力下,重点打造太极丹高端系列新品,全年改善有望持续;六神、美加净、高夫等品牌则在营销年轻化以及下半年新品密集推出下,保持稳健的增长;玉泽/启初/家安/片仔癀等细分品牌则有望在渠道加速推广下继续保持快速增长。

● 基本面改善有望持续,日化龙头再起航,维持“买入”评级

公司是化妆品高景气赛道内品牌矩阵最丰富,平台运营能力优异的百年龙头,且在内生外延下具备较强多品牌扩张预期。考虑公司新增非经收益,上调 19/20/21 年 EPS 至 0.99/1.15/1.36 元,对应 PE34/29/24x,维持“买入”。

● 风险提示: 佰草集调整不达预期,品牌年轻化成效不达预期
盈利预测和财务指标

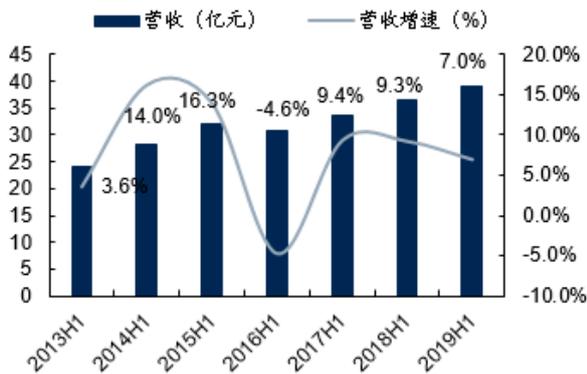
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,488	7,138	8,062	9,167	10,496
(+/-%)	21.9%	10.0%	13.0%	13.7%	14.5%
净利润(百万元)	390	540	663	770	913
(+/-%)	80.4%	38.6%	22.7%	16.2%	18.5%
摊薄每股收益(元)	0.58	0.81	0.99	1.15	1.36
EBITMargin	6.2%	9.0%	7.5%	8.0%	8.8%
净资产收益率(ROE)	7.3%	9.3%	10.6%	11.3%	12.2%
市盈率(PE)	57.3	41.3	33.6	28.9	24.4
EV/EBITDA	46.2	34.6	34.7	30.1	25.2
市净率(PB)	4.06	3.84	3.55	3.27	2.99

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

Q2 营收提速，扣非业绩符合市场预期

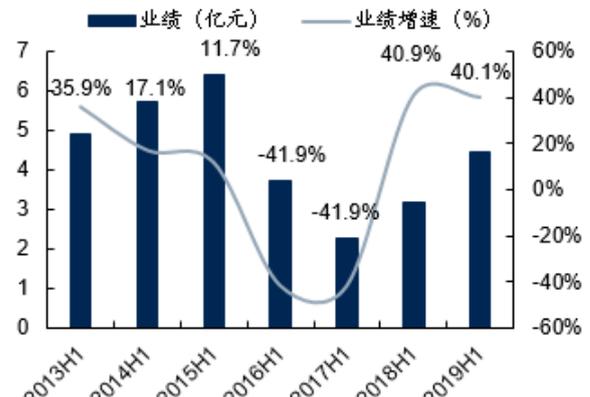
2019 年上半年上海家化实现营收 39.23 亿元，同比增长 7.02%，实现业绩 4.44 亿元，同比增长 40.12%。扣非业绩 2.61 亿元，同比增长 9.52%。扣非增速基本符合预期。其中公司单 Q2 营收同增 9.08%，较 Q1 的 5.03%有所加速，业绩同增 26.77%。

图 1: 上海家化历年营收及增速/%



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

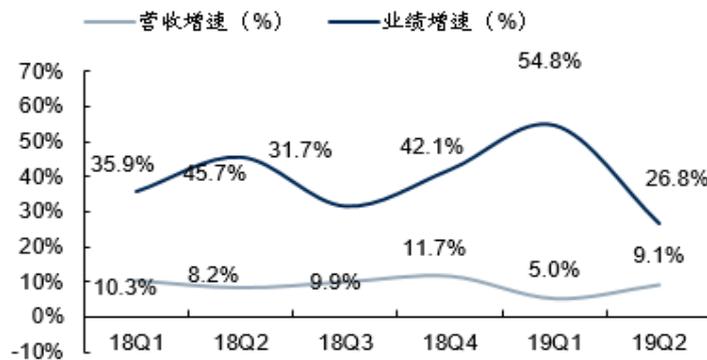
图 2: 上海家化历年业绩及增速/%



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司的非经收益的主要构成包括资产处置收益（1.39 亿，+458.2%，主要系上海家化生物医药科技有限公司动迁而确认资产处置收益）、公允价值变动收益（0.82 亿，+2969.9%，主要系平安消费和科技基金的公允价值增长）、资产减值损失的转回和下降（771 万，其中坏账损失较去年同期下降 881 万，存货跌价损失转回 771 万，去年同期计提损失 925 万）。此外，公司取得投资收益 0.82 亿，较去年同期上升 28.07%。

图 3: 上海家化逐季营收及业绩表现情况



资料来源: 公司财报，国信证券经济研究所整理

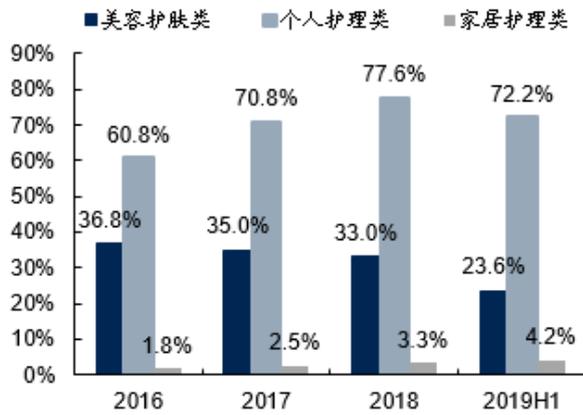
分品类: 个护品牌推动营收稳健增长，家居护理类保持高增长

公司把主要产品的分类由美容护肤类、个人护理类和家居护理。其中美容护肤包括佰草集品牌、双妹品牌、玉泽品牌、美加净品牌等；个人护理包括六神品牌、高夫品牌、汤美星品牌、启初品牌等；家居护理包括家安品牌。

2019 年上半年，美容护肤下滑 7.8%，个人护理品类增长 10.9%（剔除 2018 年并表的婴幼儿喂哺类的汤美星后该品类增速为 12.1%），家居护理类增长 57.2%，其中汤美星母公司 Cayman A2, Ltd.实现营业收入 8.19 亿元，同比增

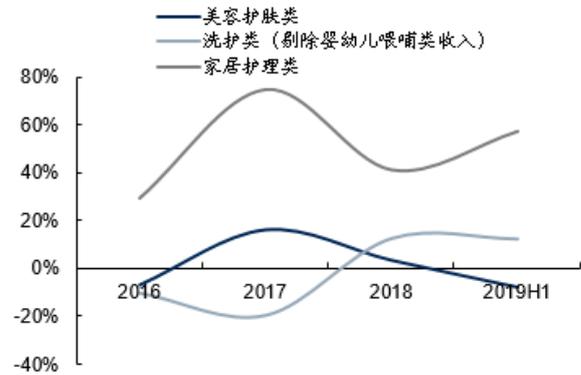
长 7.98%。三个品类占主营收入比重分别为 23.6%、72.2%和 4.2%。其中美容护肤品类增速下滑预计与佰草集营收基本持平以及美加净营收下滑有关，个人护理品类的稳健增长与启初的高速增长和汤美星的稳健增长有关，家居护理品类的高速增长预计与公司代理品牌以及家安的快速增长有关。

图 4：公司品类占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：各个品类历年增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品牌：佰草集 Q2 改善明显，启初/玉泽/家安表现优异

佰草集转型效果逐渐显现：佰草集上半年营收与去年基本持平，其中 Q1 仍处于调整中，Q2 通过创新性单品冻干面膜成功吸粉，新客人数占比超 70%，实现双位数增长，下半年继续加大佰草集的投入。

启初、玉泽和家安表现优异：启初实现了 25% 以上的增长，家安、玉泽实现了 30% 以上的增速，其中玉泽推出了全新“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。

六神、美加净和高夫表现平淡，但在其深耕的细分领域的市占率得到进一步的提升：具体来看，体量最大的六神上半年增速略有放缓，主销售区域华南、华东，气温比往年回暖，有一定的影响，下半年通过一些六神花露水以外的沐浴品类完成目标；美加净营收同比略有下降，但美加净季节性较强，上半年营收占比仅约 20%，下半年公司会对手霜会进行升级，推出高端的手霜，表现可期；高夫正在从保湿向控油方面转型，新品在 3 月以后才开始陆续推出。

汤美星营收同比增长 7.98%，在海外市场稳健增长的同时，在国内的渠道布局正不断推进，目前已进入约 3400 家母婴店。

分渠道：线上增速超 25%，线下商超、母婴和 cs 实现个位数增长

从线上渠道来看，公司电商渠道通过与优秀的第三方合作运营，实现了旗舰店的运营能力提升和单产提高，上半年公司线上增速超过 25%，占比约 22%。从 GMV 增速来看，电商全网 GMV 销售（零售）同比增长 31%，其中 Q1 GMV 增速为 26%，Q2 环比有所提升。此外，特渠在去年调整后上半年预计增长约 60%。

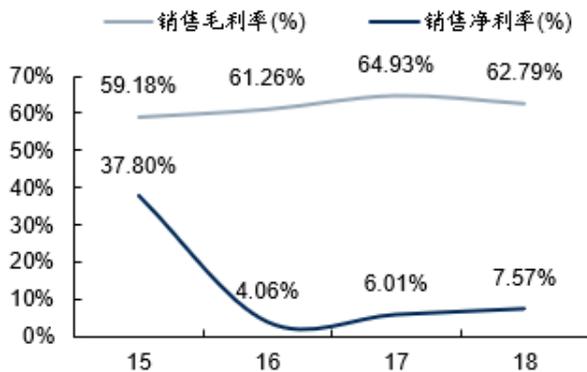
从线下来看，商超渠道、母婴渠道和 CS 渠道实现了个位数增速，百货渠道下跌，但 Q2 下跌幅度有所收窄。

盈利能力：毛利率下滑，费控能力有所提升

从盈利能力来看，公司上半年毛利率为 61.94%，同比下降 2.66pct，主要是由于新工厂运营以及销售结构变化所致；从费用率来看，公司期间费用率同比下降 1.56pct，其中销售/管理/财务费用率分别变化为-0.36pct/-0.76 pct /-0.44 pct，

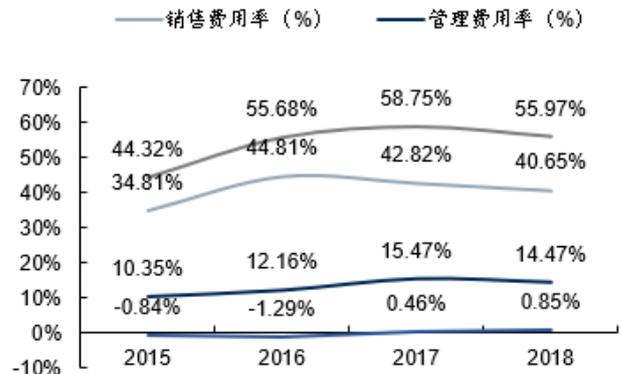
显示公司在控费方面有一定效果。此外公司研发费用率提升 0.15pct。全年销售、管理费用率预计与去年持平或略有提升，主因下半年持续加大佰草集、电商和屈臣氏的投入。

图 6: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司三项费用率变化情况

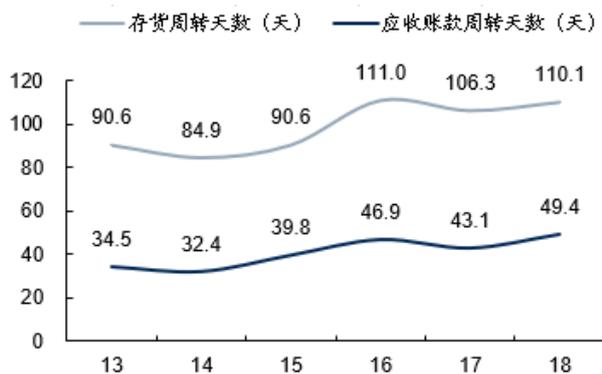


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营能力: 应收账款周转天数略有上升, 经营现金流稳定

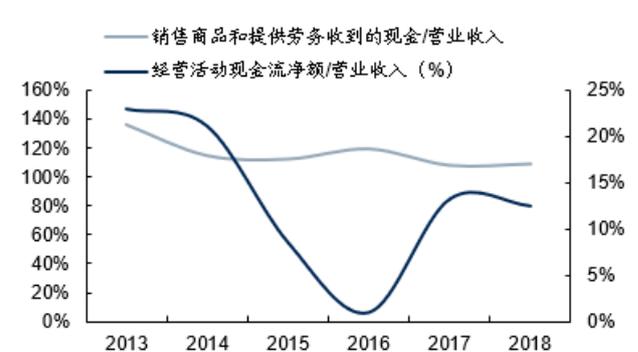
从营运能力来看, 公司存货周转天数同比下降 9.7 天, 应收账款周转天数同比提升 3.3 天, 基本保持稳定, 应收账款增长较多主因电商延迟付款, 剔除一次性因素, 应收增长约 7%, 与营收增速保持一致的增速。从现金流水平来看, 经营性活动产生的现金流净流量为 5.44 亿, 同比+7.74%, 经营性活动产生的现金流净流量/营收比例为 13.86%, 较去年同期基本保持稳定; 销售商品和提供劳务收到的现金/营收比例为 101.5%, 同比下降了 3.71pct。

图 8: 公司存货和应收账款周转天数/天



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 销售商品收到的现金&经营活动现金流净额/营收



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 基本面改善有望持续, 日化龙头再起航, 维持“买入”评级

整体来看, 公司主力品牌佰草集 Q2 改善明显。我们认为在产品研发和营销能力不断提升的背景下, 佰草集品牌生命力有望进一步得到激发, 同时下半年公司将重点发力旗下太极丹高端系列单品, 通过美誉度提升-年轻化营销种草-明星代言-产品正式推出-双 11 全渠道推广的一整套打法, 强化明星单品的打造能力。此外, 公司多个品牌下半年均有新品密集推广, 六神、美加净及高夫等品牌在产品升级换代下, 同时配合年轻营销升级, 有望保持稳健的增长; 而玉泽/启初/家安/片仔癀等仍有望保持较快的增长。

考虑新增非经收益影响，上调 19/20/21 年 EPS 至 0.99/1.15/1.36 元，对应 PE34/29/24x。公司 19 年动态估值与板块可比公司相比处于相对较低水平，但与板块内公司相比，公司具备强大的成熟品牌梯队，以及稳定的大规模营收体量，同时主力品牌近年来改善趋势明显，叠加新品牌迭代增长保证了未来基本面成长的稳定性。整体来看，公司是化妆品高景气度赛道内品牌矩阵最丰富，平台运营能力最强的百年龙头，且在内生外延下具备较强多品牌扩张预期，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值

公司 名称	收盘价 截止 8/16	市值(亿元) 截止 8/16	业绩增速				PE		PEG	
			2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E		
上海家化	33.23	223.06	38.6%	22.74%	16.23%	18.51%	33.56	28.89	24.42	1.87
珀莱雅	73.57	148.09	43.03%	37.94%	34.45%	26.46%	37.38	27.80	21.98	1.14
丸美	44.66	179.09	33.14%	13.20%	16.30%	13.50%	38.17	32.84	28.81	2.41

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1105	1541	2179	2902	营业收入	7138	8062	9167	10496
应收款项	1066	1193	1331	1497	营业成本	2656	2968	3352	3796
存货净额	875	954	991	1005	营业税金及附加	56	63	72	82
其他流动资产	1731	1612	1833	2063	销售费用	2901	3254	3690	4207
流动资产合计	4777	5300	6335	7467	管理费用	883	1171	1320	1491
固定资产	1206	1204	1187	1162	财务费用	61	24	10	(6)
无形资产及其他	816	785	753	721	投资收益	130	180	180	150
投资性房地产	3084	3084	3084	3084	资产减值及公允价值变动	(63)	30	18	15
长期股权投资	276	277	278	279	其他收入	(1)	0	0	0
资产总计	10160	10649	11637	12713	营业利润	646	793	921	1092
短期借款及交易性金融负债	6	0	0	0	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	828	795	901	1005	利润总额	646	793	921	1092
其他流动负债	1858	1824	2066	2309	所得税费用	106	130	151	179
流动负债合计	2691	2619	2967	3314	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1073	1073	1073	1073	归属于母公司净利润	540	663	770	913
其他长期负债	583	683	783	883					
长期负债合计	1656	1756	1856	1956	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4347	4374	4823	5269	净利润	540	663	770	913
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	11	1	(1)	(1)
股东权益	5813	6275	6814	7444	折旧摊销	129	161	168	174
负债和股东权益总计	10160	10649	11637	12713	公允价值变动损失	63	(30)	(18)	(15)
					财务费用	61	24	10	(6)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(583)	(54)	51	14
每股收益	0.81	0.99	1.15	1.36	其它	(11)	(1)	1	1
每股红利	0.26	0.30	0.34	0.41	经营活动现金流	149	740	972	1086
每股净资产	8.66	9.35	10.16	11.11	资本开支	(21)	(101)	(101)	(101)
ROIC	9%	8%	10%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	11%	11%	12%	投资活动现金流	(90)	(102)	(102)	(102)
毛利率	63%	63%	63%	64%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	8%	9%	负债净变化	(6)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(177)	(199)	(231)	(274)
收入增长	10%	13%	14%	15%	其它融资现金流	81	(6)	0	0
净利润增长率	39%	23%	16%	19%	融资活动现金流	(285)	(204)	(231)	(274)
资产负债率	43%	41%	41%	42%	现金净变动	(225)	434	639	710
息率	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	1331	1105	1539	2178
P/E	41.3	33.6	28.9	24.4	货币资金的期末余额	1105	1539	2178	2888
P/B	3.8	3.6	3.3	3.0	企业自由现金流	62	514	732	857
EV/EBITDA	34.6	34.7	30.1	25.2	权益自由现金流	136	488	723	862

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032