

信义山证 汇通天下

证券研究报告

零售

上海家化 (600315.SH)

维持评级

报告原因：中报点评

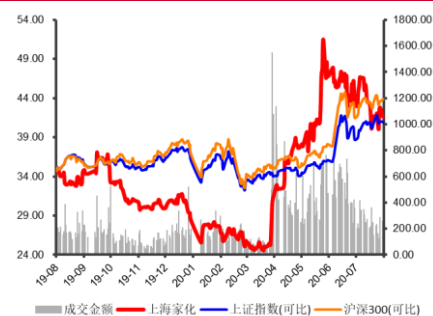
线上业务快速增长，玉泽品牌表现靓丽

增持

2020 年 8 月 27 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 26 日

收盘价(元):	40.20
年内最高/最低(元):	51.87/24.29
流通 A 股/总股本(亿股):	6.71/6.71
流通 A 股市值(亿元):	270
总市值(亿元):	270

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.27
每股净资产(元):	9.27
净资产收益率:	2.93%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于 8 月 27 日发布 2020 年半年度报告，上半年公司实现 36.84 亿元营业收入，同比下降 6.07%；归属于上市公司股东的净利润为 1.83 亿元，同比下降 58.68%。

事件点评

- Q2 营收恢复上涨态势，费用增长利润端承压。**上半年公司营收同比下降 6%，疫情影响下公司因线下业务占比较高而承受较大经营压力，同时还有因采用新收入准则对收入影响 1.34 亿元。分季度看，Q1 营业收入同比下降 14.8%，Q2 恢复上涨态势，同比提升 2.6%；归母净利润层面，Q1/Q2 同比分别下降 48.89%/69.52%，Q2 降幅扩大部分受到二季度销售费用同比增长的影响，利润端如剔除联营企业投资收益及一次性财务费用等因素影响，实际下降幅度有限。上半年公司毛利率为 61.83%，同比小幅下降 0.11pct，主要受到新收入准则影响。公司销售/管理/财务费用率分别是 45.78%/8.87%/0.98%，其中销售费用率同比提升 2.27pct，主要受到线下渠道固定费用同比上升影响；管理费用率同比下降 1.92pct，主要系工资福利类等费用同比下降；财务费用率同比提升 0.37pct，主要受到国外分部归还境外银团借款，将未摊销的安排费一次性计入财务费用影响。上半年公司经营活动现金流净额同比下降 34.55%，主要受到销售收入货款同比下降和去年同期收到生产用地及办公用房的动迁款的双重影响。
- 深入洞察疫情相关消费需求，玉泽品牌增长靓丽。**上半年公司快速响应疫情之下的消费者需求，聚焦打造出一系列爆款产品。玉泽与华山医院联合研制升级清痘系列产品，并通过红人带货的营销方式打造爆款产品，上半年品牌实现高三位数增长；国民品牌六神在疫情期间防疫产品销售表现良好，还结合代言人种草短视频带动销量，并与肯德基、安踏实现跨界合作，同时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），品牌实现较好增长。其他品牌也深入洞察消费者需求推出创新产品，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，启初为孕产期的消费者定制推出水活育润系列等。
- 线上提效实现快速增长，线下聚焦头部巩固渠道优势。**上半年公司线上

业务快速增长，同比提升 32.66%，线上逐步提升数字化运营能力以获得可持续发展。上半年公司对电商架构进行调整，通过新一轮招新拓客、更新会员制度、精细化运营等方式提升了传统电商的运营能力和效率，同时作为线上渠道的补充，特渠也实现了较快增长，进一步拓宽线上发展空间。受到疫情影响，上半年公司线下渠道营收同比下降 20.64%，经营工作开展受阻，公司积极谋求转型发展，在巩固原有优势渠道的同时，结合市场环境优化百货渠道运营，对低单产门店进行了优化调整，主动消化社会库存。线下还聚焦头部门店尝试拓展新零售业务，提升线下运营效率。

投资建议

- 公司在二季度迎来新任董事长，并确立了以消费者为中心，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的经营方针，未来将聚焦数据导向的消费者洞察进行市场预判，规范品牌定位并创新建立研发、营销等方面精确的方法论和模型以打造爆品。在巩固线下渠道优势的同时，逐步提升线上数字化运营能力助力经营。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.71/0.86/1.02 元，对应公司 8 月 26 日收盘价 40.20 元，2020-2022 年 PE 分别为 56.62X/46.76X/39.51X，维持“增持”评级。

存在风险

- 线上线下流量增速放缓；高端外资品牌及本土新锐品牌带来市场竞争加剧风险；新产品进展不及预期风险；新冠疫情带来不确定性风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2
营业总收入（亿元）	36.85	16.65	75.97	57.35	39.23
同比（%）	-6.07%	-14.80%	6.43%	5.81%	7.02%
营业成本	14.07	6.44	28.96	22.01	14.93
毛利率（%）	61.83%	61.33%	61.88%	61.63%	61.94%
销售费用	16.87	6.65	32.04	24.16	17.06
管理费用	3.27	1.94	9.42	6.54	4.23
研发费用	0.69	0.33	1.73	1.12	0.73
财务费用	0.36	0.05	0.31	0.39	0.24
期间费用率	57.51%	53.92%	57.26%	56.17%	56.75%
净利润	1.83	1.19	5.57	5.40	4.44
归母净利润	1.83	1.19	5.57	5.40	4.44
同比（%）	-58.68%	-48.89%	3.09%	19.09%	40.12%
扣非后归母净利润	1.63	1.30	3.80	3.80	2.61
同比（%）	-37.32	-19.00	-16.91	2.00	9.52
每股收益：					
基本每股收益	0.2700	0.1800	0.8300	0.8100	0.6600
稀释每股收益	0.2700	0.1800	0.8300	0.8100	0.6600

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成及渠道布局情况

	营业收入（亿元）	收入占比	收入同比增减
主营业务收入	36.85		-6.07%
分产品			
美容护肤	9.00	24.42%	-34.42%
个人护理	25.15	68.25%	415.15%
家居护理	1.68	4.56%	57.65%
合资及代理品牌	1.00	2.72%	
分渠道			
线上	14.26	38.70%	32.66%
线下	22.56	61.23%	-20.64%

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,878	6,518	7,172	7,858	营业收入	7,597	8,076	9,554	10,818
现金	1,609	2,678	4,811	7,567	营业成本	2,896	3,072	3,614	4,067
应收账款	1,276	1,266	1,511	1,742	营业税金及附加	54	57	74	87
其他应收款	65	67	71	87	销售费用	3,204	3,428	4,003	4,516
预付账款	64	73	78	77	管理费用	942	993	1,166	1,341
存货	986	1,072	1,261	1,407	财务费用	31	83	78	69
其他流动资产	1,877	1,363	(559)	(3,023)	资产减值损失	(5)	(8)	43	35
非流动资产	5,270	5,751	6,262	6,805	公允价值变动收益	84	0	0	0
长期投资	391	372	379	381	投资净收益	154	143	142	147
固定资产	1,122	1,051	980	909	营业利润	700	594	719	851
无形资产	821	766	715	667	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	2,936	3,562	4,189	4,849	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	11,147	12,269	13,435	14,664	利润总额	702	595	720	853
流动负债	2,865	3,092	3,502	3,883	所得税	145	89	108	128
短期借款	0	0	0	0	净利润	557	506	612	725
应付账款	824	918	1,078	1,195	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2,041	2,174	2,424	2,688	归属母公司净利润	557	506	612	725
非流动负债	1,997	2,084	2,425	2,849	EBITDA	928	803	919	1,039
长期借款	1,138	1,138	1,138	1,138	EPS（元）	0.83	0.71	0.86	1.02
其他非流动负债	859	946	1,287	1,711					
负债合计	4,862	5,176	5,927	6,732	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	671	712	712	712	成长能力				
资本公积	866	1,284	1,241	1,130	营业收入	6.43%	6.31%	18.30%	13.23%
留存收益	4,708	5,096	5,554	6,089	营业利润	8.34%	-15.20%	21.07%	18.38%
归属母公司股东权益	6,286	7,093	7,507	7,931	归属于母公司净利润	3.09%	-9.22%	21.07%	18.35%

负债和股东权益	11,147	12,269	13,435	14,664					
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	749	1,133	2,225	2,865	获利能力				
净利润	557	506	612	725	毛利率(%)	61.88%	61.96%	62.17%	62.41%
折旧摊销	230	126	122	119	净利率(%)	7.33%	6.26%	6.41%	6.70%
财务费用	58	83	78	69	ROE(%)	8.86%	7.13%	8.16%	9.14%
投资损失	(154)	(143)	(142)	(147)	ROIC(%)	12.24%	18.31%	17.34%	42.33%
营运资金变动	1,518	570	1,512	2,064	偿债能力				
其他经营现金流	(1,460)	(8)	43	35	资产负债率(%)	43.61%	42.19%	44.12%	45.91%
投资活动现金流	(121)	(276)	186	257	净负债比率(%)	26.40%	14.67%	-10.37%	-35.10%
资本支出	0	0	0	0	流动比率	2.05	2.11	2.05	2.02
长期投资	(115)	0	0	0	速动比率	1.71	1.76	1.69	1.66
其他投资现金流	(6)	(276)	186	257	营运能力				
筹资活动现金流	(186)	258	(275)	(369)	总资产周转率	0.71	0.69	0.74	0.77
短期借款	0	0	0	0	应收账款周转率	6.11	6.01	6.56	6.30
长期借款	65	0	0	0	应付账款周转率	9.20	9.27	9.57	9.52
普通股增加	0	41	0	0	每股指标 (元)				
资本公积增加	8	419	(43)	(111)	每股收益(最新摊薄)	0.83	0.71	0.86	1.02
其他筹资现金流	(260)	(202)	(232)	(259)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	1.69	3.31	4.27
现金净增加额	442	1,116	2,135	2,753	每股净资产(最新摊薄)	9.36	10.57	11.18	11.82
					估值比率				
					P/E	48.4	56.6	46.8	39.5
					P/B	4.3	3.8	3.6	3.4
					EV/EBITDA	18.99	31.70	25.01	19.07

数据来源: Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

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，本人承诺，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。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人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。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

