2020 年 08 月 26 日
公司研究●证券研究报告

# 上海家化（600315.SH）

公司快报

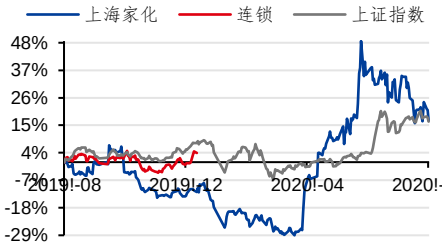
商贸零售 | 连锁 III

| | |
|---|---|
| 投资评级 | 买入-B(维持) |
| 股价(2020-08-26) | 40.20 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 26,984.19 |
| 流通市值（百万元） | 26,984.19 |
| 总股本（百万股） | 671.25 |
| 流通股本（百万股） | 671.25 |
| 12 个月价格区间 | 24.44/52.20 元 |

**一年股价表现**




*资料来源：贝格数据*

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | -10.08 | -12.1 | 0.43 |
| 绝对收益 | -5.93 | 6.06 | 15.35 |

分析师 王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsc.cn
021-20377089

分析师 吴雨舟
SAC 执业证书编号：S0910520080001
wuyuzhou@huajinsc.cn
021-20377061

**相关报告**

上海家化：下半年加大营销投放，促进品牌建设及线上转型 2020-02-20

上海家化：三季度业绩有所调整，太极精华新品有望推升营收增速 2019-10-25

上海家化：品牌营销初见成效，二季度收入、扣非净利润增速环比回升 2019-08-16

上海家化：美妆或迎拐点，家化重新起航 2019-04-02

上海家化：个人护理带动营收稳健增长，费用控制推升净利润增速 2019-03-13

## 线下部分受疫情影响明显，Q2 营收重回正增长

**事件**

公司披露半年报，上半年营收 36.85 亿元/-6.07%，归母净利 1.83 亿元/-58.68%，扣非净利 1.63 亿元/-37.32%。基本每股收益 0.27 元。其中 Q2 营收 20.20 亿元/+2.60%，归母净利 6419 万元/-60.52%。

**投资要点**

◆ **线上线下结构使规模受疫情影响，多因素影响扣非净利润：**营收端，上半年公司营收下降 6%，主要源于疫情影响国内线下渠道客流及海外业务，公司 19 年全年线下渠道占比约 2/3，线下渠道营收下降 21%影响上半年规模表现。另外在会计政策影响营收 1.34 亿元（约占上半年营收 3.6%）背景下，Q2 营收同比增长 2.6%，在偏向必选消费的六神及部分小品牌高速成长推动下，公司营收重回正增长。

净利端，受疫情影响营收规模及部分渠道费用刚性、提前归还贷款产生一次性财务费用、存货计提减值等因素影响，上半年公司扣非利润下降 37%。

◆ **线下部分使公司受疫情影响明显，六神旺季夯实公司规模基础：**分渠道看，疫情影响线下消费客流，促进线下消费向线上转移，2019 年全年公司线下渠道营收占比约 66%，且占营收比例较大的佰草集百货渠道占比较高，因此公司在疫情期间受影响较为明显。公司线上提升传统电商运营能力并尝试新兴电商渠道，上半年实现营收 14.26 亿元/+33%，线下渠道开始门店优化且尝试新零售，实现营收 22.56 亿元/-21%。

分品类看，Q2 公司重新调整品类口径，目前为美容护肤（佰草集、玉泽、典萃、高夫等）、个人护理（六神、美加净、启初、汤美星等）、家居护理（家安）、合资及代理品牌（片仔癀、艾合美、芳芯、碧缇丝等）。Q2 上述品类分别占比 28%、62%、5.2%、5.0%。我们认为，一方面，Q2 逐步进入六神旺季，偏向必选品类且占规模较大的六神品牌夯实公司 Q2 规模基础；另一方面，我们预计玉泽与头部 KOL 合作持续助力美容护肤品类。

◆ **同口径下预计毛利率有所提升，费用率、减值、非经常损益影响净利率表现：**盈利能力方面，半年报公司采用新的营收会计准则，影响约 1.34 亿元营收，目前上半年毛利率同比微降，预计同口径下公司毛利率略有提升。营收规模降低使销售费用率同比提升，费用控制降低管理费用率，归还境外财团贷款将部分费用一次性摊销提升财务费用率，上半年公司期间费用率上行。叠加上半年资产减值损失占总营收约 1.1%，以及去年同期资产处置形成非经常性盈利高基数，最终公司净利率同比大幅下降 6.34pct 至 4.98%，影响公司上半年业绩表现。

存货方面，疫情下公司营收规模受影响，部分渠道客流降低使存货周转放缓，存货周转天数同比提升 10.6%至 123 天，存货较上年度末增长 8%至约 10 亿元，且形成存货跌价损失约 4100 万元。

现金流方面，上半年经营活动现金流入同比下降 5.4%，流出下降 1.1%，最终经营

活动现金流量净额下降 34.5%至 3.56 亿元，一方面，公司现金流入情况降幅小于营收降幅，另一方面，经营活动现金流量净额下降预计主要受部分费用刚性影响。

◆ **投资建议：**上海家化是国内多品牌多渠道化妆品集团，疫情影响线下渠道表现，Q2 公司持续优化推动营收重回正增长。2020 年受疫情以及会计准则变动冲减营收影响，公司力争营收正增长。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.63、0.77 和 0.91 元。净资产收益率分别为 6.4%、7.5%和 8.3%。目前公司 PE（2020E）约 64 倍，PE（2021E）约 52 倍，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**美妆品牌渠道改善存不确定性；海外品牌促销影响化妆品市场；疫情影响时段存在不确定性。

**财务数据与估值**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 7,138 | 7,597 | 7,640 | 8,390 | 9,120 |
| YoY(%) | 10.0 | 6.4 | 0.6 | 9.8 | 8.7 |
| 净利润(百万元) | 540 | 557 | 421 | 516 | 611 |
| YoY(%) | 38.6 | 3.1 | -24.4 | 22.3 | 18.5 |
| 毛利率(%) | 62.8 | 61.9 | 61.4 | 61.2 | 61.2 |
| EPS(摊薄/元) | 0.81 | 0.83 | 0.63 | 0.77 | 0.91 |
| ROE(%) | 9.3 | 8.9 | 6.4 | 7.5 | 8.3 |
| P/E(倍) | 49.9 | 48.4 | 64.0 | 52.3 | 44.2 |
| P/B(倍) | 4.6 | 4.3 | 4.1 | 3.9 | 3.7 |
| 净利率(%) | 7.6 | 7.3 | 5.5 | 6.1 | 6.7 |

*数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所*

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 4777 | 5878 | 6263 | 6964 | 7209 |
| 现金 | 1,105 | 1,609 | 1,528 | 1,678 | 1,824 |
| 应收票据及应收账款 | 1,066 | 1,276 | 857 | 1,349 | 1,192 |
| 预付账款 | 78 | 64 | 83 | 74 | 100 |
| 存货 | 875 | 925 | 879 | 928 | 1,136 |
| 其他流动资产 | 1,653 | 69 | 982 | 1,002 | 1,022 |
| **非流动资产** | 5,383 | 5,270 | 5,117 | 4,945 | 4,808 |
| 长期投资 | 276 | 391 | 391 | 391 | 391 |
| 固定资产 | 1189 | 1122 | 1022 | 920 | 816 |
| 无形资产 | 845 | 831 | 778 | 726 | 674 |
| 其他非流动资产 | 307 | 762 | 785 | 809 | 833 |
| **资产总计** | 10160 | 11147 | 11380 | 11909 | 12017 |
| **流动负债** | 2691 | 2865 | 3403 | 4011 | 3750 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 207 | 379 | 97 |
| 应付票据及应付账款 | 828 | 824 | 947 | 1040 | 1063 |
| 其他流动负债 | 350 | 397 | 409 | 421 | 434 |
| **非流动负债** | **1656** | **1997** | **1437** | **997** | **938** |
| 长期借款 | 1073 | 1138 | 552 | 86 | 0 |
| 其他非流动负债 | 583 | 859 | 884 | 911 | 938 |
| **负债合计** | 4347 | 4862 | 4840 | 5008 | 4688 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 671 | 671 | 671 | 671 | 671 |
| 资本公积 | 858 | 866 | 866 | 866 | 866 |
| 留存收益 | 4188 | 4708 | 5003 | 5364 | 5792 |
| 归属母公司股东权益 | 5813 | 6286 | 6540 | 6901 | 7329 |
| **负债和股东权益** | 10160 | 11147 | 11380 | 11909 | 12017 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 895 | 749 | 494 | 608 | 687 |
| 净利润 | 540 | 557 | 421 | 516 | 611 |
| 折旧摊销 | 197 | 230 | 191 | 196 | 200 |
| 财务费用 | 61 | 31 | 40 | 18 | -3 |
| 投资损失 | -130 | -154 | -50 | -50 | -50 |
| 营运资金变动 | -378 | 1568 | -109 | -71 | -71 |
| 其他经营现金流 | 605 | -1483 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | -842 | -121 | 11 | 9 | 6 |
| **筹资活动现金流** | -220 | -186 | -586 | -467 | -548 |

**每股指标（元）**

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益(最新摊薄) | 0.81 | 0.83 | 0.63 | 0.77 | 0.91 |
| 每股经营现金流(最新摊 | 1.33 | 1.12 | 0.74 | 0.91 | 1.02 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.66 | 9.36 | 9.74 | 10.28 | 10.92 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 7138 | 7597 | 7640 | 8390 | 9120 |
| 营业成本 | 2656 | 2896 | 2952 | 3251 | 3538 |
| 营业税金及附加 | 56 | 54 | 23 | 59 | 64 |
| 营业费用 | 2901 | 3204 | 3148 | 3398 | 3648 |
| 管理费用 | 883 | 942 | 802 | 839 | 912 |
| 研发费用 | 150 | 173 | 176 | 193 | 210 |
| 财务费用 | 61 | 31 | 40 | 18 | -3 |
| 资产减值损失 | 60 | -5 | 50 | 40 | 40 |
| 公允价值变动收益 | -3 | 84 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 130 | 154 | 50 | 50 | 50 |
| **营业利润** | 646 | 700 | 500 | 642 | 761 |
| 营业外收入 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| **利润总额** | 646 | 702 | 502 | 644 | 763 |
| 所得税 | 106 | 145 | 80 | 129 | 153 |
| **税后利润** | 540 | 557 | 421 | 516 | 611 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 540 | 557 | 421 | 516 | 611 |
| EBITDA | 688 | 756 | 731 | 856 | 959 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 10.0 | 6.4 | 0.6 | 9.8 | 8.7 |
| 营业利润(%) | 34.0 | 8.3 | -28.6 | 28.5 | 18.5 |
| 归属于母公司净利润(%) | 38.6 | 3.1 | -24.4 | 22.3 | 18.5 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 62.8 | 61.9 | 61.4 | 61.2 | 61.2 |
| 净利率(%) | 7.6 | 7.3 | 5.5 | 6.1 | 6.7 |
| ROE(%) | 9.3 | 8.9 | 6.4 | 7.5 | 8.3 |
| ROIC(%) | 14.3 | 12.4 | 15.0 | 17.7 | 20.8 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 42.8 | 43.6 | 42.5 | 42.1 | 39.0 |
| 流动比率 | 1.8 | 2.1 | 1.8 | 1.7 | 1.9 |
| 速动比率 | 1.5 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.6 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 6.9 | 6.5 | 7.2 | 7.7 | 7.2 |
| 应付账款周转率 | 9.4 | 9.2 | 8.6 | 8.4 | 8.7 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 49.9 | 48.4 | 64.0 | 52.3 | 44.2 |
| P/B | 4.6 | 4.3 | 4.1 | 3.9 | 3.7 |
| EV/EBITDA | 25.0 | 23.2 | 32.0 | 26.9 | 23.4 |

*资料来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所*

**公司评级体系**

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

**分析师声明**

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn