消费升级与娱乐研究中心

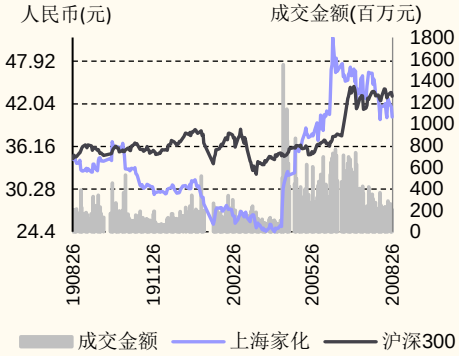
上海家化 (600315.SH) 买入（维持评级）

公司研究(动态)

市场价格（人民币）： 40.20 元
目标价格（人民币）： 52.00-52.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.71
已上市流通 A 股(亿股)	6.71
总市值(亿元)	269.84
年内股价最高最低(元)	46.41/39.85
沪深 300 指数	4706
上证指数	3330



相关报告

1.《换帅焕新，各业务线现积极改善-换帅焕新，各业务线现积极改善》，2020.4.23

2.《19 营销加大拖累业绩，期待品牌建设长期效果-19 营销加大拖累...》，2020.3.1

3.《3Q 单季增速放缓，佰草集复苏稳步推进，太极精华上市表现值得期...》，2019.10.25

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号：S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

Q2 收入增速转正，继续优化产品&渠道提效

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.81	0.83	0.81	0.95	1.14
每股净资产(元)	8.66	9.36	9.92	10.63	11.52
每股经营性现金流(元)	1.33	1.01	0.59	1.55	1.62
市盈率(倍)	33.91	37.28	49.69	42.23	35.17
净利润增长率(%)	38.63%	3.09%	-2.51%	17.65%	20.07%
净资产收益率(%)	9.30%	8.86%	8.15%	8.96%	9.92%
总股本(百万股)	671.25	671.25	671.25	671.25	671.25

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **2020 年 8 月 26 日，公司公布半年报。**上半年公司实现营收 36.85 亿元，同比-6.07%，因采用新收入准则对收入影响幅度为 1.34 亿元，剔除该影响后收入同比-2.65%；归母净利润 1.83 亿元，同比-58.68%；扣非归母净利润 1.63 亿，同比-37.32%。其中 Q2 实现营收 20.2 亿，同比+2.60%，增速较 Q1 环比增长 17.4pct；归母净利润 0.64 亿，同比-69.52%；扣非归母净利润 0.33 亿，同比-66.69%。

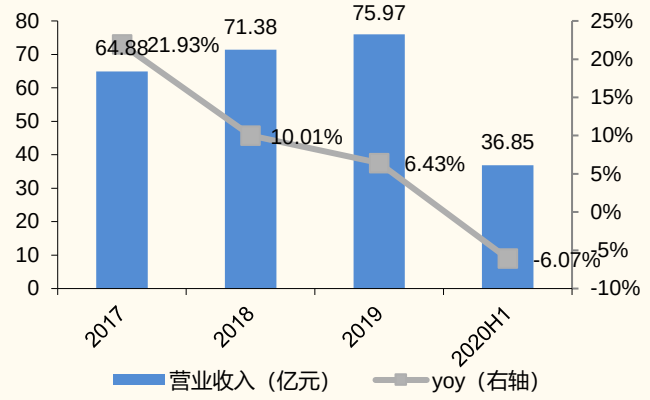
经营分析

- **分渠道来看：线上渠道发展良好，线下百货、CS 渠道受影响较大。**上半年线上渠道实现营收 14.26 亿元，同比+32.66%，占主营收入 39%，同比+17pct；线下渠道营收 22.56 亿元，同比-20.64%。电商渠道发展较好，上半年增速较高。疫情主要影响线下的百货渠道和 CS 渠道，商超渠道受影响程度较小。未来线上逐步提升数字化运营能力以获得可持续发展；线下巩固原有优势渠道，结合市场环境优化百货渠道运营，并尝试拓展新零售业务。
- **品牌方面：公司对产品结构进行重分类，形成美容护肤、个人护理、家居护理、合资及代理品牌四大类。**①美容护肤类包括双妹、佰草集、玉泽、典萃、高夫等，占比 25%；②个人护理包括六神、美加净、启初、汤美星等品牌，占比 66%；③家居护理类包括家安品牌，占比 4%；④合资代理包括片仔癀、艾合美、碧缇丝等，占比 5%。
- **利润端：上半年毛利率 61.83%，同比-0.11pct；净利率 4.98%，同比-6.34pct。**其中 Q2 毛利率 62.24%，同比+0.54pct，环比 Q1 增长 0.91pct；净利率为 3.19%，同比-7.52pct，环比 Q1 减少 3.99pct。
- **费用端：上半年销售费用率为 45.78%，同比+2.27pct；管理费用率 8.87%，同比-1.92pct，研发费用率 1.88%，同比+0.03pct。**其中 Q2 销售费用率 50.57%，同比+5.90pct，环比 Q1 增长 10.61pct；管理费用率 6.56%，同比-4.05pct，环比 Q1 减少 5.11pct；研发费用率 1.79%，同比+1.09pct，环比 Q1 减少 1.25pct。
- **投资建议：**公司积极采取措施应对疫情，玉泽等品牌和电商等线上渠道实现高速增长。未来将继续优化产品线和渠道结构，新 CEO 上任后公司经营的持续改善值得期待。我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为 5.43、6.39、7.67 亿元，对应 PE 分别为 50、42、35 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**新冠肺炎疫情影响消费、新产品推广不及预期、渠道结构变革等

业绩简评

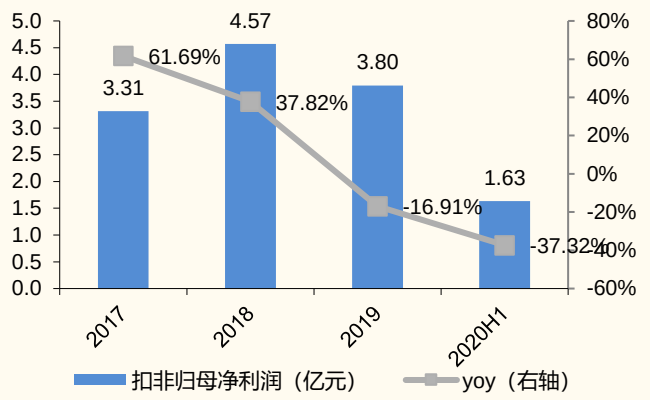
■ **2020 年 8 月 26 日，公司公布半年报。**上半年公司实现营收 36.85 亿元，同比-6.07%，因采用新收入准则对收入影响幅度为 1.34 亿元，剔除该影响后收入同比-2.65%；归母净利润 1.83 亿元，同比-58.68%；扣非归母净利润 1.63 亿，同比-37.32%。其中 Q2 实现营收 20.2 亿，同比+2.60%，增速较 Q1 环比增长 17.4pct；归母净利润 0.64 亿，同比-69.52%；扣非归母净利润 0.33 亿，同比-66.69%。

图表 1：公司营收（亿元）及增速



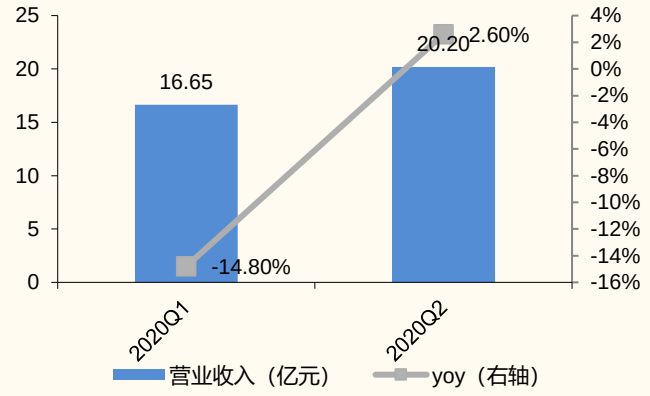
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：公司扣非归母净利润（亿元）及增速



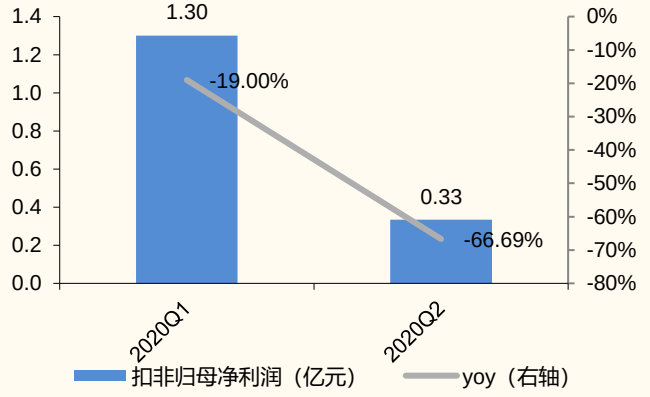
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司季度营收（亿元）及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司季度扣非归母净利润（亿元）及同比增速

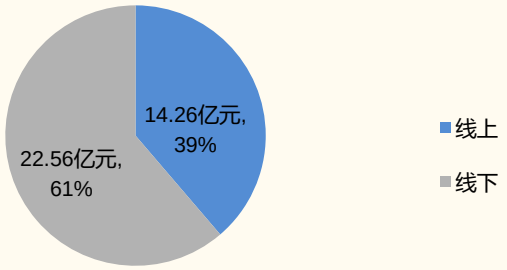


来源：Wind，国金证券研究所

经营分析

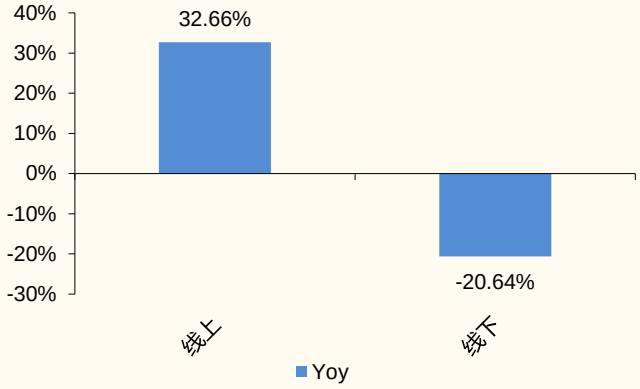
■ **分渠道来看：线上渠道发展良好。**上半年主营业务收入中，线上渠道实现营收 14.26 亿元，同比+32.66%，占比 39%，同比+17pct；线下渠道实现营收 22.56 亿元，同比-20.64%。电商渠道发展较好，上半年增速较高。疫情主要影响线下的百货渠道和 CS 渠道，商超渠道受影响程度较小。未来线上逐步提升数字化运营能力以获得可持续发展；线下巩固原有优势渠道，结合市场环境优化百货渠道运营，并尝试拓展新零售业务。

图表 5：上半年线上渠道贡献 39%的收入



来源：公司公告，国金证券研究所

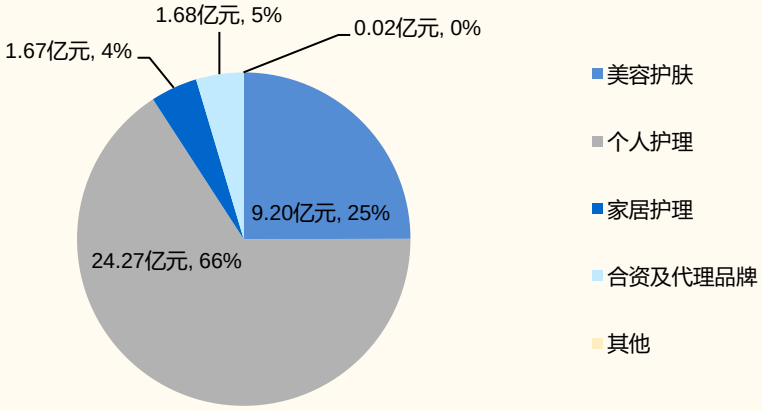
图表 6：上半年线上/线下渠道同比增速对比



来源：国金证券研究所

- **品牌方面：公司对产品结构进行重分类，形成美容护肤、个人护理、家居护理、合资及代理品牌四大类。**①美容护肤类包括双妹、佰草集、玉泽、典萃、高夫等，占比 25%；②个人护理包括六神、美加净、启初、汤美星等品牌，占比 66%；③家居护理类包括家安品牌，占比 4%；④合资代理包括片仔癀、艾合美、碧缇丝等，占比 5%。

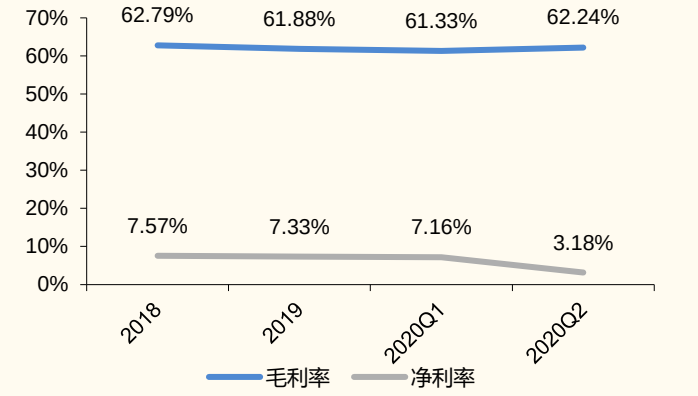
图表 7：各分类收入及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

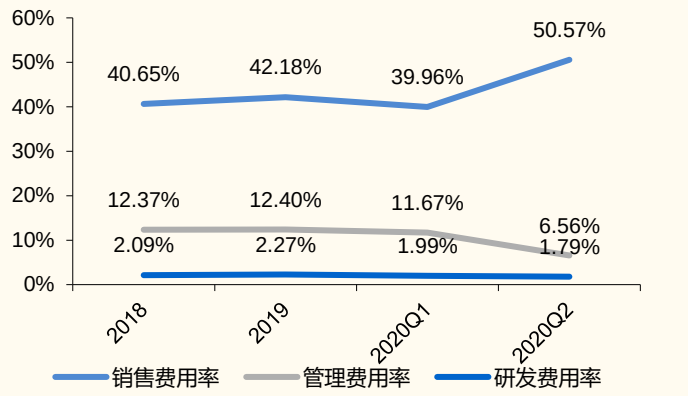
- **利润端：**上半年毛利率 61.83%，同比-0.11pct；净利率 4.98%，同比-6.34pct。其中 Q2 毛利率 62.24%，同比+0.54pct，环比 Q1 增长 0.91pct；净利率为 3.19%，同比-7.52pct，环比 Q1 减少 3.99pct。
- **费用端：**上半年销售费用率为 45.78%，同比+2.27pct；管理费用率 8.87%，同比-1.92pct，研发费用率 1.88%，同比+0.03pct。其中 Q2 销售费用率 50.57%，同比+5.90pct，环比 Q1 增长 10.61pct；管理费用率 6.56%，同比-4.05pct，环比 Q1 减少 5.11pct；研发费用率 1.79%，同比+1.09pct，环比 Q1 减少 1.25pct。
- **Q2 销售费用增长主要原因是：**①公司对销售和管理费用进行重分类，部分管理费用被重分类至销售费用；②百货渠道销售费用大多为固定成本，但该渠道由于疫情收入较大幅下降，造成销售费用率上升；③百货渠道精简柜台和优化相关人员配置也产生了一部分的销售费用。

图表 8：公司净利率及毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：公司销售、管理、研发费用率



来源：Wind，国金证券研究所

- **未来规划：**公司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；线下聚焦头部门店并试点新零售，线上提升传统电商运营能力并探讨可能代表未来方向的新电商平台；并将通过简化内部流程、加强文化建设、提升数据化能力助力经营。
- **投资建议：**在疫情影响下，公司积极采取应对措施，玉泽等品牌和电商等线上渠道实现高速增长。未来将继续优化产品线和渠道结构，新 CEO 上任后公司经营的持续改善值得期待。我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为 5.43、6.39、7.67 亿元，当前市值对应 PE 分别为 50、42、35 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**新冠肺炎疫情影响消费、竞争加剧、新产品推广不及预期、渠道结构变革

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**6,488**	**7,138**	**7,597**	**7,830**	**8,773**	**9,848**
增长率		*10.0%*	*6.4%*	*3.1%*	*12.0%*	*12.2%*
主营业务成本	-2,276	-2,656	-2,896	-2,955	-3,260	-3,615
%销售收入	*35.1%*	*37.2%*	*38.1%*	*37.7%*	*37.2%*	*36.7%*
毛利	4,213	4,482	4,701	4,875	5,513	6,232
%销售收入	*64.9%*	*62.8%*	*61.9%*	*62.3%*	*62.8%*	*63.3%*
营业税金及附加	-58	-56	-54	-56	-62	-70
%销售收入	*0.9%*	*0.8%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*
营业费用	-2,778	-2,901	-3,204	-3,210	-3,580	-3,998
%销售收入	*42.8%*	*40.6%*	*42.2%*	*41.0%*	*40.8%*	*40.6%*
管理费用	-1,004	-1,033	-1,115	-1,096	-1,228	-1,379
%销售收入	*15.5%*	*14.5%*	*14.7%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*
息税前利润（EBIT）	373	492	329	513	643	786
%销售收入	*5.8%*	*6.9%*	*4.3%*	*6.6%*	*7.3%*	*8.0%*
财务费用	-30	-61	-31	-72	-86	-74
%销售收入	*0.5%*	*0.9%*	*0.4%*	*0.9%*	*1.0%*	*0.8%*
资产减值损失	-49	-60	-5	0	0	0
公允价值变动收益	-2	-3	84	0	0	0
投资收益	146	130	154	153	153	153
%税前利润	*30.9%*	*20.1%*	*21.9%*	*23.4%*	*19.9%*	*16.6%*
营业利润	482	646	700	654	770	924
营业利润率	*7.4%*	*9.1%*	*9.2%*	*8.4%*	*8.8%*	*9.4%*
营业外收支	-11	0	2	0	0	0
税前利润	**471**	**646**	**702**	**654**	**770**	**924**
利润率	*7.3%*	*9.1%*	*9.2%*	*8.4%*	*8.8%*	*9.4%*
所得税	-81	-106	-145	-111	-131	-157
所得税率	*17.3%*	*16.4%*	*20.6%*	*17.0%*	*17.0%*	*17.0%*
净利润	390	540	557	543	639	767
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**390**	**540**	**557**	**543**	**639**	**767**
净利率	*6.0%*	*7.6%*	*7.3%*	*6.9%*	*7.3%*	*7.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	390	540	557	543	639	767
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	234	257	235	191	227	287
非经营收益	-145	10	-298	-70	-31	-42
营运资金变动	383	87	186	-268	208	76
经营活动现金净流	**862**	**895**	**680**	**397**	**1,043**	**1,088**
资本开支	-524	-382	-30	-270	-660	-770
投资	904	-513	-130	0	0	0
其他	152	54	39	153	153	153
投资活动现金净流	**532**	**-842**	**-121**	**-117**	**-507**	**-617**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-12	-19	0	212	-335	2
其他	-2,099	-204	-189	-274	-290	-279
筹资活动现金净流	**-2,111**	**-223**	**-189**	**-61**	**-625**	**-277**
现金净流量	**-717**	**-170**	**370**	**218**	**-89**	**194**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,331	1,105	1,609	1,827	1,739	1,933
应收款项	1,000	1,066	1,276	1,338	1,379	1,548
存货	750	875	925	931	983	1,090
其他流动资产	1,288	1,731	2,067	2,061	2,069	2,077
流动资产	4,370	4,777	5,877	6,157	6,169	6,648
%总资产	45.5%	47.0%	52.7%	53.4%	51.5%	51.4%
长期投资	756	984	981	981	981	981
固定资产	1,226	1,206	1,146	1,201	1,624	2,092
%总资产	12.8%	11.9%	10.3%	10.4%	13.6%	16.2%
无形资产	2,906	2,885	2,970	2,994	3,004	3,019
非流动资产	5,234	5,383	5,270	5,368	5,801	6,284
%总资产	54.5%	53.0%	47.3%	46.6%	48.5%	48.6%
资产总计	9,604	10,160	11,147	11,525	11,969	12,932
短期借款	22	6	6	823	488	490
应付款项	2,160	2,336	2,462	2,396	2,657	2,957
其他流动负债	325	350	397	325	373	434
流动负债	2,508	2,691	2,865	3,544	3,518	3,881
长期贷款	1,079	1,073	1,138	1,138	1,138	1,138
其他长期负债	641	583	859	181	181	181
负债	4,227	4,347	4,862	4,864	4,837	5,200
普通股股东权益	5,377	5,813	6,286	6,661	7,132	7,732
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,604	10,160	11,147	11,525	11,969	12,932

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.579	0.805	0.830	0.809	0.952	1.143
每股净资产	7.984	8.660	9.364	9.923	10.625	11.518
每股经营现金净流	1.280	1.333	1.013	0.591	1.554	1.621
每股股利	0.990	0.100	0.180	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	7.25%	9.30%	8.86%	8.15%	8.96%	9.92%
总资产收益率	4.06%	5.32%	5.00%	4.71%	5.34%	5.93%
投入资本收益率	4.70%	5.90%	3.47%	4.89%	6.03%	6.90%
增长率						
主营业务收入增长率	21.93%	10.01%	6.43%	3.07%	12.05%	12.24%
EBIT 增长率	115.13%	31.86%	-33.24%	56.09%	25.37%	22.16%
净利润增长率	80.45%	38.63%	3.09%	-2.51%	17.65%	20.07%
总资产增长率	25.83%	5.79%	9.72%	3.39%	3.86%	8.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.7	50.0	54.3	60.0	55.0	55.0
存货周转天数	107.8	111.7	113.4	115.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	93.7	103.9	104.1	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	16.7	60.8	53.9	50.2	54.1	58.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.27%	-0.47%	-38.17%	-27.03%	-28.70%	-28.97%
EBIT 利息保障倍数	12.5	8.1	10.5	7.2	7.5	10.6
资产负债率	44.02%	42.79%	43.61%	42.20%	40.41%	40.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-30	增持	23.78	N/A
2	2019-03-13	增持	31.46	N/A
3	2019-04-28	增持	28.91	N/A
4	2019-08-16	增持	34.78	N/A
5	2019-10-25	增持	35.18	N/A
6	2020-03-01	增持	25.74	N/A
7	2020-04-23	买入	27.80	N/A

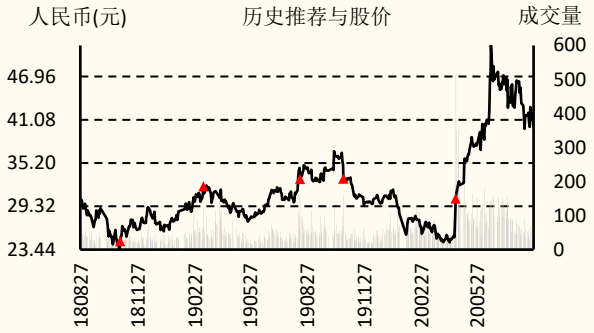
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH