

拉芳家化(603630)

点评报告

公司研究—日化及化妆品—

证券研究报告

聚焦电商渠道、投放提效、年轻品牌逐步落地

——拉芳家化跟踪点评

✎：分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
☎：联系人：陈腾曦、林骥川、詹陆雨
✉：mali@stocke.com.cn

报告导读

拉芳家化公布中报，电商稳健增长，更合理的销售费用投入规划带来上半年扣非归母净利润增长17%，现金流表现也非常稳健，公司正稳步践行聚焦电商、品牌年轻化发展道路。

投资要点

- **事件：**公司公布半年度业绩，2020年Q2收入增长23%至2.37亿元，归母净利润达到3165万元（去年同期37万元）。Q2的优秀表现带动上半年报收入降幅缩窄至11.8%，扣非归母净利润增长17%。
- **超预期因素：**新品牌、电商渠道成为增长动能。1）市场对拉芳印象往往停留在大众日化公司、缺乏新增长点，但实际18年公司已经拓展化妆品业务矩阵（代理德、韩化妆品牌），同时20年推出面向年轻消费者市场的新锐洗护品牌T8及药妆品牌肌安特，分别于3月及7月落地，持续丰富品牌矩阵，两个新自有品牌有望在20年为公司贡献5000万级别收入增量；2）股权激励提出高电商增长指标：截至2019年拉芳家化电商收入占比13%、绝对值1.2亿，显著低于同业，公司7/9公布股权激励计划，重点激励线上业务人员，提出部门层面考核指标为2020/2021年线上收入增长66.67%/168%至2.06/5.52亿元，为整体收入增长提供新渠道动能，具体到20上半年，公司电商收入增10.7%，领跑各渠道。
- **超预期逻辑推导路径：**投资者过去对洗护市场认知主要为行业成熟、增长趋缓、格局稳定，但实际近年包括滋源、三谷在内新锐洗护品牌都凭借精准定位的产品+有效营销实现弯道超车，拉芳作为拥有20年积累的洗护龙头本身产品研发能力扎实、供应链体系成熟，且16年以来通过直接投资或产业基金参股投资多家美妆、母婴领域优质MCN，20年推出年轻洗护品牌T8以及药妆品牌肌安特即是进一步发挥产品+营销组合实力；另过去公司对电商团队重视及激励不足，本次股权激励着重考察电商部门收入增长，配合老品牌焕新和新品牌推出，打出增长组合拳。与此同时，聚焦电商、重视投放效率也让公司上半年的业绩有效回升。
- **催化剂：**电商逐季度放量以及新洗护、药妆品牌爆款产品落地。
- **风险提示：**疫情影响零售环境的风险；新品牌拓展不及预期；电商发展不及预期的风险

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	964.9	1004.7	1292.8	1557.1
(+/-)	0.1%	4.1%	28.7%	20.4%
净利润	49.6	83.4	116.9	155.1
(+/-)	-61.0%	68.0%	40.2%	32.7%
每股收益(元)	0.22	0.37	0.52	0.68
P/E	86.1	51.2	36.6	27.6

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥18.85

单季度业绩

元/股

2Q/2020	0.14
1Q/2020	0.07
4Q/2019	-0.03
3Q/2019	0.04



公司简介

老牌日化龙头，旗下运营拉芳、美多丝、雨洁、T8等日化品牌及黛尔珀、瑞铂希、肌安特等化妆品品牌，并通过旗下产业基金参与多个新媒体、文创企业投资。

相关报告

1、《拉芳家化深度：发力电商及品牌年轻化，民族日化开启新篇章》-20030713

报告撰写人：马莉

联系人：陈腾曦、林骥川、詹陆雨

点评正文

事件：公司公布半年度业绩，2020年Q2收入增长23%至2.37亿元，归母净利达到3165万元（去年同期37万元）。Q2的优秀表现带动上半年报收入降幅缩窄至11.8%，扣非归母净利增长17%。

电商业务领跑、经销大盘稳定，未来发展聚集线上。按渠道拆分来看，公司上半年电商/经销/商超KA渠道收入分别同比+10.7%/-5.3%/-35.6%至0.61/2.57/0.85亿元，电商在疫情下增长领跑，经销大盘也在Q2得到了良性恢复，KA压力仍然较大。公司20年3月推出了主打线上渠道、面向年轻消费者的洗护品牌T8幻享，以小众品打爆款思路推出樱花发膜成为月销量1万+的小爆品，并在5月以雨洁品牌和快手主播散打哥进行合作，进一步拓展电商业务在新品牌、新产品、新平台的储备，7/9又公布股权激励计划，重点激励线上业务人员，提出部门层面考核指标为2020/2021年线上收入增长66.67%/168%至2.06/5.52亿元，彰显发展电商业务的决心。

市场品牌矩阵不断丰富，化妆品自有品牌肌安特7月末已上线。已有品牌矩阵中拉芳、美多丝收入3.15亿元（-9%），其他品牌（雨洁、圣峰、滨纯、代理化妆品黛尔珀、瑞铂希）收入0.89亿元（-20%，主要是圣峰、滨纯、曼丝纳和陶然品牌下滑拖累）。公司近年发力品牌年轻化并进军化妆品，2020年与化妆品OEM生产商广东瀚森成立合资公司，打造面向线上消费者的药妆品牌肌安特，首批三款冻干粉及一款舒缓面膜在7月末已上架天猫旗舰店，该品牌及T8未来都将借助拉芳旗下产业基金在投公众号、短视频直播红人的力量进行广泛种草推广，成为公司电商的新增长点。

投放提效、盈利回升、现金流同比显著增长，展现稳健运营实力。公司2019年受到KA渠道无效销售资源投放拖累利润水平显著低于往年，但20年重新梳理渠道策略后收缩KA费用投入、聚焦电商渠道运营、重视ROI评估，上半年销售费用较去年同期减少7353万，带来盈利能力大幅回升，由此虽线下渠道收入收缩，但上半年整体盈利逆势回升，叠加公司库存及应收账款规模得到有效控制，上半年经营性现金流同比增长98%至6430万元，展现出良好的报表质量。

盈利预测及估值：拉芳作为拥有20年历史的民资日化集团本身拥有成熟的产品开发能力及丰富的生产供应链储备，2016年更通过旗下产业基金积极布局新锐美妆、母婴品牌以及优质MCN，2020年开始公司聚焦电商渠道、品牌年轻化逐步落地，随着新锐品牌如T8、肌安特的成长放量以及产业及基金在投品牌的有序孵化，业绩增长值得期待。预计2020/21/22年公司收入同比增长4%/29%/20%至10.0/12.9/15.6亿元，对应PS为4.4/3.3/2.7X，归母净利达到0.83/1.17/1.55亿元，对应PE51/37/28X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响零售环境的风险；新品牌拓展不及预期；电商发展不及预期的风险

表：收入按渠道拆分（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
电商及零售	0.15	0.40	0.53	0.90	1.06	1.24	0.55	0.61
YOY		159.9%	31.9%	70.3%	18.2%	16.7%	42.1%	10.7%
占比	1.6%	4.1%	5.0%	9.1%	11.0%	12.8%	12.1%	15.2%
经销	7.67	7.67	7.42	6.25	5.77	5.93	2.71	2.57
YOY		-0.1%	-3.3%	-15.8%	-7.7%	2.8%	1.0%	-5.3%
占比	82.5%	78.0%	70.8%	63.7%	59.8%	61.5%	59.2%	63.5%
商超 KA	1.48	1.77	2.54	2.66	2.81	2.48	1.31	0.85
YOY		19.7%	43.3%	5.1%	5.5%	-11.7%	-2.2%	-35.6%
占比	15.9%	18.0%	24.2%	27.2%	29.2%	25.7%	28.7%	21.0%
合计收入	9.30	9.84	10.48	9.81	9.64	9.64	4.58	4.04
YOY		5.7%	6.5%	-6.4%	-1.7%	0.1%	3.7%	-11.8%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表：拉芳家化财务三表单季度摘要（单位：百万元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019H1	2020H1
利润表摘要								
营业总收入	265.91	191.80	238.40	268.74	167.22	236.52	457.71	403.74
YOY	20.4%	-13.1%	-10.9%	5.4%	-37.1%	23.3%	3.7%	-11.8%
营业成本	99.63	91.70	118.63	121.34	79.32	118.87	191.33	198.19
毛利润	166.27	100.10	119.77	147.40	87.90	117.65	266.37	205.55
YOY	29.3%	-26.0%	-25.5%	-6.8%	-47.1%	17.5%	0.9%	-22.8%
毛利率	62.5%	52.2%	50.2%	54.9%	52.6%	49.7%	58.2%	50.9%
期间费用	115.00	109.94	117.21	135.38	65.83	77.79	224.94	143.63
YOY	35.6%	10.7%	10.3%	-8.1%	-42.8%	-29.2%	22.1%	-36.1%
期间费用率	43.2%	57.3%	49.2%	50.4%	39.4%	32.9%	49.1%	35.6%
销售费用	99.79	94.12	101.35	119.06	56.85	63.53	193.91	120.38
销售费用率	37.5%	49.1%	42.5%	44.3%	34.0%	26.9%	42.4%	29.8%
管理费用	9.81	11.38	11.00	11.06	6.98	10.22	21.19	17.20
管理费用率	3.7%	5.9%	4.6%	4.1%	4.2%	4.3%	4.6%	4.3%
研发费用	9.31	9.48	9.20	10.26	7.36	8.27	18.79	15.63
研发费用率	3.5%	4.9%	3.9%	3.8%	4.4%	3.5%	4.1%	3.9%
财务费用	-3.91	-5.04	-4.35	-5.00	-5.35	-4.23	-8.95	-9.58
财务费用率	-1.5%	-2.6%	-1.8%	-1.9%	-3.2%	-1.8%	-2.0%	-2.4%
其他收益	0.00	0.00	0.00	1.78	0.11	0.14	0.00	0.26
投资净收益	1.91	7.31	7.01	4.15	2.08	4.60	9.22	6.68
公允价值变动净收益	0.00	0.00		6.25	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.19	2.09	0.40	-23.00	-4.51	-3.62	0.90	-8.13
信用减值损失		0.56	0.28	-4.14	0.98	-1.98	0.56	-1.00
资产处置收益	0.00	0.00		2.39	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	49.11	-1.38	8.18	-3.91	19.45	36.90	47.73	56.35
YOY	-3.0%	-103.3%	-86.0%	663.5%	-60.4%	/	-48.2%	18.0%
营业利润率	18.5%	-0.7%	3.4%	-1.5%	11.6%	15.6%	10.4%	14.0%
加：营业外收入	4.86	0.40	3.10	-5.08	0.21	0.41	5.26	0.62
减：营业外支出	0.00	0.04	0.04	0.16	0.76	1.45	0.04	2.21
利润总额	53.97	-1.01	11.24	-9.15	18.91	35.86	52.96	54.76
YOY	0.4%	-102.4%	-80.8%	-	-65.0%	/	-44.5%	3.4%
				2791.5%				
减：所得税	6.90	-1.45	1.05	-1.87	2.71	6.10	5.45	8.81
所得税率	13%	143%	9%	20%	14%	17%	10%	16%
净利润	47.07	0.44	10.19	-7.27	16.19	29.76	47.51	45.95
YOY	4.7%	-98.9%	-78.9%	109.5%	-65.6%	6659.7%	-43.1%	-3.3%
净利率	17.7%	0.2%	4.3%	-2.7%	9.7%	12.6%	10.4%	11.4%
归母净利润	47.07	0.37	10.10	-7.91	16.12	31.65	47.44	47.77
YOY	4.7%	-99.0%	-79.3%	55.8%	-65.7%	8376.2%	-43.1%	0.7%
资产负债表摘要								
资产总计	2,043.41	1,914.74	1,927.65	1,928.73	1,945.11	1,933.16	1,914.74	1,927.65
货币资金	1,052.48	754.71	964.73	1,150.56	1,091.56	910.48	754.71	964.73

应收票据及应收账款	153.30	119.41	114.63	118.88	116.31	112.87	119.41	114.63
YOY	72.8%	9.0%	13.5%	-7.9%	-24.1%	-5.5%	9.0%	-4.0%
存货	333.30	319.73	282.26	245.16	241.87	232.49	319.73	282.26
YOY	15.2%	2.2%	-17.1%	-28.0%	-27.4%	-27.3%	2.2%	-11.7%
长期股权投资	194.87	194.96	205.49	200.41	205.22	207.79	194.96	205.49
固定资产	59.75	57.34	55.80	56.13	56.24	70.96	57.34	55.80
负债合计	217.83	178.25	180.97	192.19	192.46	189.09	178.25	180.97
应付票据及应付账款	65.26	66.50	60.02	87.18	56.83	80.03	66.50	60.02
预收款项	97.63	59.53	81.94	54.01	98.93	73.52	59.53	81.94
所有者权益合计	1,825.59	1,736.49	1,746.68	1,736.54	1,752.65	1,744.08	1,736.49	1,746.68
现金流量表摘要								
经营性现金流量净额	52.47	-19.98	67.06	37.73	25.85	38.45	32.49	64.30
/净利润	111%	-4539%	658%	-519%	160%	129%	68%	140%
投资性现金流量净额	56.04	-205.64	160.61	148.83	-85.15	-185.39	-149.60	-270.54
筹资性现金流量净额	-17.95	-72.28	-17.26	0.00	0.30	-34.65	-90.23	-34.35
现金及等价物净增加额	90.55	-297.93	210.43	186.57	-59.00	-181.62	-207.38	-240.62

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,568	1,703	1,843	2,016	营业收入	965	1,005	1,293	1,557
现金	1,151	1,242	1,342	1,449	营业成本	431	447	566	675
交易性金融资产	6	50	0	0	营业税金及附加	10	10	13	16
应收账款	119	122	134	154	营业费用	414	402	517	607
其它应收款	27	30	34	35	管理费用	43	50	58	70
预付账款	9	9	12	15	研发费用	38	40	52	62
存货	245	280	300	342	财务费用	-18	-20	-22	-24
其他	11	-30	20	20	资产减值损失	-22	-2	-1	-3
非流动资产	361	346	341	300	公允价值变动损益	6	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	20	25	30	35
长期投资	200	200	200	200	其他经营收益	2	2	2	2
固定资产	56	51	45	38	营业利润	52	97	135	180
无形资产	43	42	41	41	营业外收支	3	3	3	3
在建工程	3	3	3	3	利润总额	55	99	138	182
其他	59	50	51	18	所得税	5	15	21	27
资产总计	1,929	2,050	2,184	2,316	净利润	50	84	117	155
流动负债	179	225	255	317	少数股东损益	1	1	2	2
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	50	83	117	155
应付款项	87	91	107	138	EBITDA	49	94	133	177
预收账款	54	80	92	115	EPS (最新摊薄)	0.22	0.37	0.52	0.68
其他	38	53	56	64	主要财务比率				
非流动负债	13	17	22	28		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	13	17	22	28	营业收入	0.1%	4.1%	28.7%	20.4%
负债合计	192	241	277	346	营业利润	-65.4%	86.1%	39.5%	33.3%
少数股东权益	12	13	14	16	归属母公司净利	-61.0%	68.0%	40.2%	32.7%
归属母公司股东权	1,725	1,845	1,892	1,954	获利能力				
负债和股东权益	1,929	2,100	2,184	2,316	毛利率	55.3%	55.5%	56.2%	56.7%
					净利率	5.2%	8.4%	9.0%	10.0%
					ROE	2.8%	4.6%	6.2%	8.0%
					ROIC	1.9%	3.6%	5.2%	6.9%
					偿债能力				
					资产负债率	10.0%	11.8%	12.7%	14.9%
					净负债比率	11.1%	13.0%	14.5%	17.6%
					流动比率	8.7	7.6	7.2	6.3
					速动比率	7.3	6.3	6.0	5.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
					应收帐款周转率	7.2	7.5	8.9	9.4
					应付帐款周转率	5.2	5.0	5.7	5.5
					每股指标(元)				
					每股收益	0.22	0.37	0.52	0.68
					每股经营现金	0.61	0.33	0.48	0.61
					每股净资产	7.61	8.14	8.35	8.62
					估值比率				
					P/E	86.1	51.2	36.6	27.6
					P/B	2.5	2.3	2.3	2.2
					EV/EBITDA	64.0	32.3	22.1	16.0

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>