

2019年10月24日

公允价值变动影响三季度利润，看好公司中长期投资价值

上海家化(600315)

事件概述

上海家化发布 2019 年三季报，前三季度公司实现营收 57.4 亿元，同比增长 5.8%；归母净利润 5.4 亿元，同比增长 19.1%；扣非后净利为 3.8 亿元，同比增长 2.0%。三季度单季度公司实现营收 18.1 亿元，同比增长 3.3%，归母净利润 9600 万元，同比下降 29.6%；扣非后净利为 1.2 亿元，同比下降 11.3%。

分析判断：

► **收入端略有放缓，公允价值变动影响公司三季度利润，整体费用率有所提升。**

公司 2019 年三季度营收增速 3.3%，增速略有放缓。公允价值变动净收益为-0.3 亿元，对公司三季度净利润造成重大的影响，但是不影响公司长期趋势。同时，公司整体费用为 9.96 亿元，同比增加 8.3%。

► **毛利率有所下降，未来运营能力将得到改善。**

公司 2019 年前三季度毛利率 62.79%，同比下降了 1.16pct，主要是因为去年新工厂投入运营，以及上半年主打的面膜毛利率偏低。从存货来看，本期末存货 9.6 亿元，同比下降 8.3%，存货周转天数为 127 天。

► **全力打造旗下品牌，佰草集优化升级。**

公司旗下拥有旗下拥有九大品牌，产品布局美容护肤、个人护理和家庭护理三大领域。目前公司主要品牌佰草集宣布邀请实力演员马伊琍担任品牌代言人，同时还重磅发布了下半年的明星产品第二代太极日月精华。

投资建议

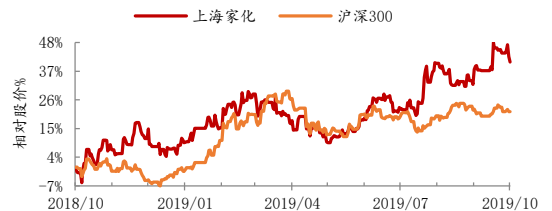
公司作为日化领域龙头，旗下产品品类齐全，覆盖了中低端产品线。目前公司在营销、渠道等方面均有新布局，我们依然看好公司的中长期投资价值。根据三季报披露，公允价值变动净损益-3000 万元，我们对财务模型进行了修正，2019 年预期归母净利润由 6.8 亿元下调至 6.5 亿元，EPS 由 1.01 元下调为 0.98 元，继续给予“买入”评级，维持目标价 40.66 元。

风险提示

1) 行业竞争加剧：假如行业内竞争加剧并超过公司预期，公司整体盈利能力会受到影响；2) 渠道、营销策略升级不及预期：公司渠道和营销能力是公司关键竞争力，假设公司渠道和营销能力升级不及预期，那么公司的整体收入也会收到较大影响。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	40.66
最新收盘价：	35.18
股票代码：	600315
52 周最高价/最低价：	37.05/23.78
总市值(亿)	236.15
自由流通市值(亿)	236.15
自由流通股数(百万)	671.25



首席分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：17701086910

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：13651997419

相关研究

1. 化妆品：颜值经济向上，国货龙头崛起

2019.9.22

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6488.25	7137.95	7897.37	8780.81	9667.76
YoY (%)	8.82%	10.01%	10.64%	11.19%	10.10%
归母净利润(百万元)	389.80	540.38	654.64	718.19	813.58
YoY (%)	93.95%	38.63%	21.14%	9.71%	13.28%
毛利率 (%)	64.93%	62.79%	63.08%	64.57%	65.46%
每股收益 (元)	0.58	0.81	0.98	1.07	1.21
ROE	7.25%	9.30%	10.28%	10.14%	10.30%
市盈率	60.58	43.70	36.07	32.88	29.03

资料来源: Wind, 华西证券研究所

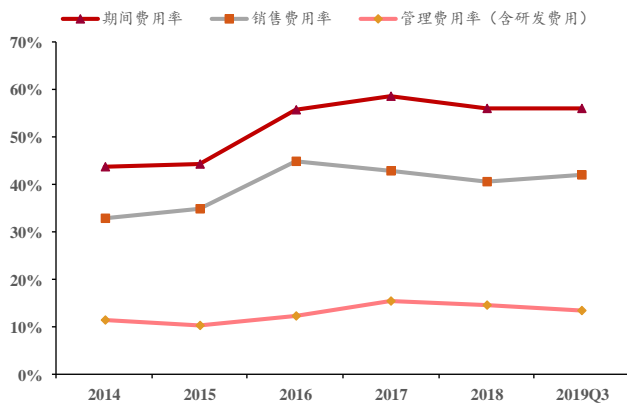
事件：上海家化发布 2019 年三季度报

上海家化发布 2019 年三季度报，前三季度公司实现营收 57.4 亿元，同比增长 5.8%；归母净利润 5.4 亿元，同比增长 19.1%；扣非后净利润为 3.8 亿元，同比增长 2.0%。三季度单季度公司实现营收 18.1 亿元，同比增长 3.3%，归母净利润 9600 万元，同比下降 29.6%；扣非后净利为 1.2 亿元，同比下降 11.3%。分季度看，2019 年 Q1/Q2/Q3 营收分别同比增长 5%/9%/3%，归母净利分别同比增长 55%/27%/-30%，扣非后净利润分别同比增长 7%/14%/-11%。前三季度公司经营活动产生现金流量净额 7.25 亿元，同比增长 1%。

收入端略有放缓，公允价值变动影响公司三季度利润，整体费用率有所提升

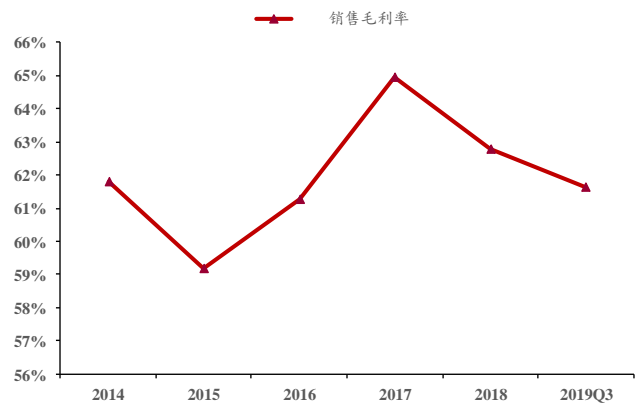
公司 2019 年三季度营收增速 3.3%，增速略有放缓。公允价值变动净收益为-0.3 亿元，对公司三季度净利润形成了重大的影响，但是不影响长期趋势。同时，三季度公司整体费用为 9.96 亿元，同比增加 8.3%。其中销售费用为 7.10 亿元，同比增加 7.4%；管理费用为 2.31 亿元，同比增加 8.7%；研发费用为 0.40 亿元，同比增加 22.4%；财务费用 0.15 亿元，同比增加 10.1%。

图 1 整体费用率有所增加



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 三季度毛利率有所下降



资料来源：Wind，华西证券研究所

毛利率有所下降，未来公司运营能力将得到改善

公司 2019 年前三季度毛利率 62.79%，同比下降了 1.16pct，主要是因为 1) 去年公司的新工厂投入运营，今年上半年新工厂增加了公司的运营成本，2) 公司上半年的主打产品为佰草集冻干面膜，该产品毛利率偏低，公司其它产品的毛利率保持平稳。从存货来看，本期末存货 9.6 亿元，同比下降 8.3%，存货周转天数为 127 天。

全力打造旗下品牌，佰草集优化升级

公司旗下拥有旗下拥有九大品牌，产品布局美容护肤、个人护理和家庭护理三大领域。2019年10月，公司主要品牌佰草集宣布邀请实力演员马伊琍担任品牌代言人，同时还重磅发布了下半年的明星产品：第二代太极日月精华，不断优化高端品牌的竞争力。今年佰草集采用“优质内容+多渠道传播”的营销方式，通过年轻化、数字化的创新，进一步拉近与新兴消费群体的距离，推动品牌年轻化，解决品牌老化风险。

图3 佰草集宣传海报



资料来源：公司官网，华西证券研究所

投资建议

公司作为日化领域龙头，旗下产品品类齐全，覆盖了中低高端产品线。目前公司在营销、渠道等方面均有新布局，我们依然看好公司的中长期投资价值。根据三季报披露，公允价值变动净损益-3000万元，我们对财务模型进行了修正，2019年预期归母净利润由6.8亿元下调至6.5亿元，EPS由1.01元下调为0.98元，继续给予“买入”评级，维持目标价40.66元。

风险提示

1) 行业竞争加剧：假如行业内竞争加剧并超过公司预期，公司整体盈利能力会受到影响；2) 渠道、营销策略升级不及预期：公司渠道和营销能力是公司关键竞争力，假设公司渠道和营销能力升级不及预期，那么公司的整体收入也会收到较大影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7137.95	7897.37	8780.81	9667.76	净利润	540.38	654.64	718.19	813.58
YoY (%)	10.01%	10.64%	11.19%	10.10%	折旧和摊销	196.58	103.11	119.11	143.11
营业成本	2655.91	2915.91	3111.04	3339.59	营运资金变动	86.99	50.36	-3.09	24.18
营业税金及附加	55.60	51.33	57.08	62.84	经营活动现金流	894.67	716.93	856.15	993.63
销售费用	2901.39	3316.90	3687.94	4089.46	资本开支	-382.40	111.83	-199.85	-300.00
管理费用	883.32	797.63	908.81	1024.78	投资	-513.49	0.00	0.00	0.00
财务费用	60.91	1.47	5.03	1.81	投资活动现金流	-841.77	81.93	-199.65	-290.00
资产减值损失	60.31	55.01	8.28	8.76	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	129.93	0.10	0.20	10.00	债务募资	-18.60	0.00	0.00	0.00
营业利润	646.31	770.06	844.78	957.16	筹资活动现金流	-220.34	-109.41	-14.00	-14.00
营业外收支	-0.07	0.10	0.15	0.00	现金净流量	-167.44	689.44	642.50	689.63
利润总额	646.24	770.16	844.93	957.16	主要财务指标				
所得税	105.86	115.52	126.74	143.57	成长能力 (%)				
净利润	540.38	654.64	718.19	813.58	营业收入增长率	10.01%	10.64%	11.19%	10.10%
归属于母公司净利润	540.38	654.64	718.19	813.58	净利润增长率	38.63%	21.14%	9.71%	13.28%
YoY (%)	38.63%	21.14%	9.71%	13.28%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.81	0.98	1.07	1.21	毛利率	62.79%	63.08%	64.57%	65.46%
资产负债表 (百万元)					净利率	7.57%	8.29%	8.18%	8.42%
货币资金	1105.49	1794.93	2437.43	3127.06	总资产收益率 ROA	5.32%	5.96%	6.05%	6.29%
预付款项	78.26	84.34	90.55	97.00	净资产收益率 ROE	9.30%	10.28%	10.14%	10.30%
存货	874.82	918.27	970.44	1045.05	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2718.87	2827.79	2947.43	3082.55	流动比率	1.78	1.78	1.93	2.05
流动资产合计	4777.45	5625.33	6445.84	7351.66	速动比率	1.42	1.47	1.61	1.73
长期股权投资	276.18	276.18	276.18	276.18	现金比率	0.41	0.57	0.73	0.87
固定资产	1188.92	1185.81	1266.70	1423.58	资产负债率	42.79%	43.05%	41.35%	39.90%
无形资产	816.34	816.34	816.34	816.34	经营效率 (%)				
非流动资产合计	5382.63	5350.78	5431.67	5588.56	总资产周转率	0.72	0.75	0.77	0.78
资产合计	10160.07	10976.12	11877.51	12940.22	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	200.00	200.00	200.00	每股收益	0.81	0.98	1.07	1.21
应付账款及票据	827.62	827.23	883.49	948.07	每股净资产	8.66	9.48	10.55	11.76
其他流动负债	1863.82	2128.02	2254.97	2439.51	每股经营现金流	1.33	1.07	1.28	1.48
流动负债合计	2691.44	3155.25	3338.46	3587.58	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1072.54	1072.54	1072.54	1072.54	估值分析				
其他长期负债	583.03	583.03	583.03	583.03	PE	43.70	36.07	32.88	29.03
非流动负债合计	1655.57	1655.57	1655.57	1655.57	PB	3.15	3.71	3.33	2.99
负债合计	4347.01	4810.83	4994.03	5243.16					
股本	671.25	671.25	671.25	671.25					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	5813.06	6365.29	7083.48	7897.06					
负债和股东权益合计	10160.07	11176.12	12077.51	13140.22					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。