

公司研究/季报点评

2019年10月25日

社会服务/旅游综合 II

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元): 35.18
合理价格区间(元): 40.65~41.59

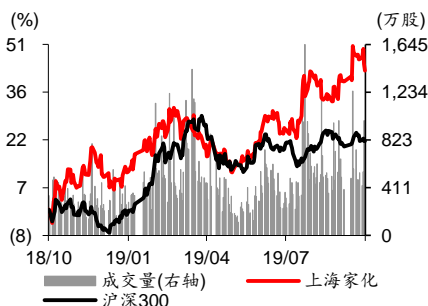
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

1 《上海家化(600315 SH,买入): 国货龙头, 百年品牌焕新颜》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩平稳, Q4 佰草集有望发力

上海家化(600315)

Q3 收入放缓、费用提升, Q4 佰草集增长有望加速

19Q1-Q3 收入 57.35 亿/+5.81%, 归母净利 5.40 亿/+19.09%, 扣非归母净利 3.80 亿/+2.00%, 低于预期; Q3 收入 18.13 亿/+3.30%, 净利 0.96 亿/-29.93%, 扣非净利 1.19 亿/-11.33%; 19 年公司聚焦资源焕活佰草集, 打造明星单品, Q2 冻干面膜带动品牌增长提速, 9 月底太极精华开启线下专柜铺货, 10 月加大全网营销推广, Q4 太极精华有望发力, 带动佰草集收入改善。Q3 佰草集、六神表现低于预期, Q4 加大太极推广可能导致费用增加, 预计 19-21 年公司 EPS 0.95/0.85/0.95 元, 扣非净利润 4.5/5.1/5.8 亿, 给予 19 年 43-44 倍 PE, 目标价 40.65-41.59 元, 给予增持评级。

Q3 六神增速下滑, 佰草集收入基本持平

美容护肤 Q3 收入 5.52 亿/+1.33%; 其中佰草集 Q3 收入基本持平, 9 月底太极精华开启线下铺货, 10 月在电商渠道上市, 选定马伊琍为代言人, 并在抖音/微博/小红书等平台开启全网营销, 强化社交互动, 开启太极街舞抖音挑战赛、太极街舞超话、KOL 种草等活动, 精准触达消费群体, Q4 太极精华发力有望带动佰草集增长提速。个人护理 Q3 收入 11.95 亿/+3.1%, 其中六神受凉夏、线上渠道冲击等因素影响, 增速略下滑。汤美星因北美、英国等区域竞品加大促销, Q3 收入增长放缓。家居护理(家安等) Q3 收入 6496 万/+27.11%, Q1-Q3 收入 2.17 亿/+38.56%。

库存持续优化, 营销费用率有所提升

受益产品结构优化, Q3 毛利率 60.96%/+1.94pct; 期间费用率 54.91%/+2.51pct, 其中销售费用率 39.15%/+1.49pct, 主要因 Q3 加大营销投放, 管理费用率 12.72%/+0.63pct, 财务费用率 2.2%/+0.34pct。Q3 工厂搬迁、公允价值变动等非经常项合计影响税前利润 3674 万, 去年同期 5160 万, 剔除此影响 Q3 营业利润 1 亿/-6.10%。Q3 存货 9.6 亿, 较去年同期的 10.5 亿/19H1 的 9.7 亿持续优化。Q3 经营现金流净额 1.8 亿, 较去年同期的 2.13 亿/Q2 的 2.76 亿有所下降。

Q4 太极精华有望带动佰草集增长提速, 增持评级

电商加大低线渗透, 化妆品行业增长红利仍存, 公司历史积淀、品牌底蕴深厚, 有望持续受益。六神竞争加剧、渠道调整, 业绩有所拖累, 后续有望改善。19 年公司聚焦资源焕活佰草集, 19Q2 冻干面膜带动品牌增长提速, Q4 太极精华有望发力, 带动佰草集收入改善。因 Q3 六神、佰草集销售不达预期, 费用率提升, Q4 推广太极精华, 销售费用可能仍承压, 下调盈利预测至 19-21 年 EPS 0.95/0.85/0.95 元, 目标价调整至 40.65-41.59 元, 评级由买入下调为增持。

风险提示: 太极精华销售不及预期; 六神渠道调整时间较长; 加大费用投入拖累业绩增长。

公司基本资料

总股本 (百万股)	671.25
流通 A 股 (百万股)	671.25
52 周内股价区间 (元)	23.78-37.05
总市值 (百万元)	23,615
总资产 (百万元)	11,119
每股净资产 (元)	9.25

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,488	7,138	7,673	8,494	9,412
+/-%	8.82	10.01	7.50	10.69	10.81
归属母公司净利润 (百万元)	389.80	540.38	634.49	573.04	640.06
+/-%	93.95	38.63	17.42	(9.69)	11.70
EPS (元, 最新摊薄)	0.58	0.81	0.95	0.85	0.95
PE (倍)	60.58	43.70	37.22	41.21	36.89

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值

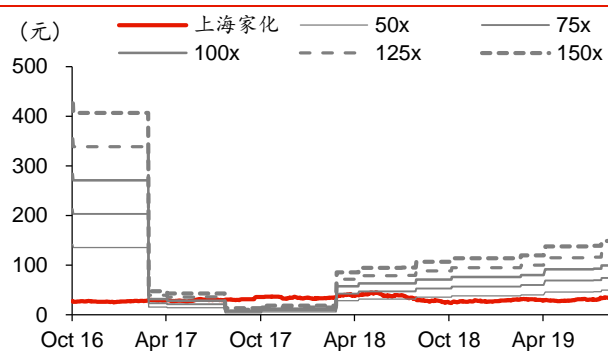
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PE(TTM)	2019PE
603983.SH	丸美股份	266.91	55.98	54.46
603605.SH	珀莱雅	172.94	52.15	44.91
300740.SZ	御家汇	45.02	62.84	31.92
	平均值	161.62	56.99	43.77
600315.SH	上海家化	230.91	43.70	37.22

注: 交易日期截至2019年10月24日;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

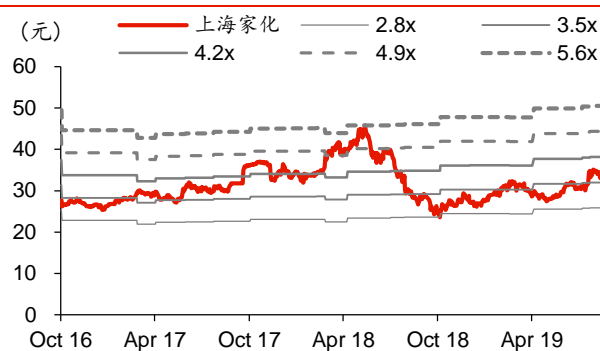
PE/PB - Bands

图表2: 上海家化历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 上海家化历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,370	4,777	7,581	8,453	9,478
现金	1,331	1,105	3,876	4,480	5,269
应收账款	926.86	1,030	1,108	1,226	1,359
其他应收账款	63.58	34.77	37.38	41.38	45.85
预付账款	63.34	78.26	86.17	94.35	103.74
存货	750.42	874.82	963.18	1,055	1,160
其他流动资产	1,235	1,654	1,510	1,558	1,542
非流动资产	5,234	5,383	3,363	3,232	3,008
长期投资	207.05	276.18	271.49	273.05	272.53
固定投资	297.06	1,189	1,309	1,288	1,190
无形资产	821.81	816.34	773.51	730.68	687.85
其他非流动资产	3,908	3,101	1,009	940.94	857.51
资产总计	9,604	10,160	10,943	11,686	12,486
流动负债	2,508	2,691	2,762	2,863	2,972
短期借款	18.52	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	683.90	827.62	911.20	997.70	1,097
其他流动负债	1,806	1,864	1,851	1,865	1,875
非流动负债	1,719	1,656	1,668	1,677	1,667
长期借款	1,079	1,073	1,073	1,073	1,073
其他非流动负债	640.65	583.03	595.40	604.36	594.27
负债合计	4,227	4,347	4,430	4,540	4,639
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	673.42	671.25	671.25	671.25	671.25
资本公积	877.72	857.57	857.57	857.57	857.57
留存公积	3,768	4,188	4,925	5,498	6,138
归属母公司股东权益	5,377	5,813	6,513	7,146	7,846
负债和股东权益	9,604	10,160	10,943	11,686	12,486

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	893.08	894.67	1,017	864.57	974.33
净利润	389.80	540.38	634.49	573.04	640.06
折旧摊销	185.37	196.58	293.69	329.81	354.90
财务费用	29.83	60.91	60.00	60.00	60.00
投资损失	(145.54)	(129.93)	(150.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	376.24	40.29	105.03	(110.15)	(70.04)
其他经营现金	57.37	186.45	73.73	91.87	69.41
投资活动现金	500.83	(841.77)	1,813	(200.94)	(125.39)
资本支出	524.80	383.00	300.00	200.00	150.00
长期投资	(939.82)	511.72	(57.49)	19.16	(6.39)
其他投资现金	85.81	52.95	2,055	18.22	18.22
筹资活动现金	(2,103)	(220.34)	(59.01)	(60.28)	(59.91)
短期借款	18.52	(18.52)	0.00	0.00	0.00
长期借款	95.06	(6.15)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	(2.17)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(248.80)	(20.15)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,967)	(173.35)	(59.01)	(60.28)	(59.91)
现金净增加额	(717.32)	(169.89)	2,771	603.35	789.03

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,488	7,138	7,673	8,494	9,412
营业成本	2,276	2,656	2,924	3,202	3,521
营业税金及附加	57.63	55.60	49.88	55.21	61.18
营业费用	2,778	2,901	3,270	3,589	3,965
管理费用	850.79	883.32	1,022	1,148	1,285
财务费用	29.83	60.91	60.00	60.00	60.00
资产减值损失	48.98	60.31	(7.71)	0.00	0.00
公允价值变动收益	(2.12)	(2.84)	60.00	60.00	60.00
投资净收益	145.54	129.93	150.00	80.00	80.00
营业利润	482.30	646.31	793.12	690.41	771.16
营业外收入	1.52	2.25	0.00	0.00	0.00
营业外支出	12.58	2.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	471.24	646.24	793.12	690.41	771.16
所得税	81.44	105.86	158.62	117.37	131.10
净利润	389.80	540.38	634.49	573.04	640.06
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	389.80	540.38	634.49	573.04	640.06
EBITDA	697.50	903.80	1,147	1,080	1,186
EPS (元, 基本)	0.58	0.81	0.95	0.85	0.95

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.82	10.01	7.50	10.69	10.81
营业利润	83.19	34.01	22.71	(12.95)	11.70
归属母公司净利润	93.95	38.63	17.42	(9.69)	11.70
获利能力 (%)					
毛利率	64.93	62.79	61.89	62.31	62.60
净利率	6.01	7.57	8.27	6.75	6.80
ROE	7.25	9.30	9.74	8.02	8.16
ROIC	8.93	11.42	22.96	20.55	24.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.02	42.79	40.48	38.85	37.16
净负债比率 (%)	26.05	24.80	24.21	23.63	23.12
流动比率	1.74	1.78	2.74	2.95	3.19
速动比率	1.43	1.42	2.37	2.55	2.77
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.72	0.73	0.75	0.78
应收账款周转率	6.72	6.75	6.60	6.70	6.70
应付账款周转率	3.55	3.51	3.36	3.35	3.36
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.81	0.95	0.85	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.33	1.52	1.29	1.45
每股净资产(最新摊薄)	8.01	8.66	9.70	10.65	11.69
估值比率					
PE (倍)	60.58	43.70	37.22	41.21	36.89
PB (倍)	4.39	4.06	3.63	3.30	3.01
EV_EBITDA (倍)	32.17	24.82	19.56	20.77	18.92

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com