

化工

2019年10月25日

# 上海家化 (600315)

## ——品牌发展分化，业绩基本符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

**增持** (维持)

市场数据：2019年10月24日

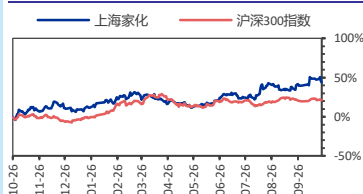
收盘价(元)	35.18
一年内最高/最低(元)	37.56/23.84
市净率	3.8
息率(分红/股价)	0.71
流通A股市值(百万元)	23615
上证指数/深证成指	2940.92/9555.76

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	9.25
资产负债率%	44.13
总股本/流通A股(百万)	671/671
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《上海家化(600315)点评：佰草集Q2单季度复苏，六神放缓，业绩符合预期》  
2019/08/16

《上海家化(600315)点评：消化社会库存拖累报表，期待未来增长加速》  
2019/04/28

证券分析师

唐宋媛 A0230519010003  
tangsy@swsresearch.com  
王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

联系人

唐宋媛  
(8621)23297818×7417  
tangsy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

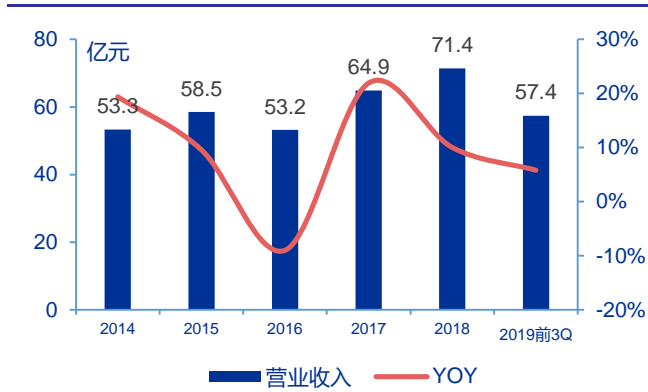
投资要点：

- **2019前三季度公司收入同比增长5.8%，基本符合预期。1) 19前三季度扣非归母净利润同比增长2.0%。**19前三季度收入同比增长5.8%至57.4亿元，归母净利润同比增长19.1%至5.4亿元，主要系子公司家化医药动迁确认资产处置收益1.4亿元，另外丝芙兰投资收益贡献利润约7000万元，扣非归母净利润同比增长2.0%至3.8亿元，**2) 19年Q3单季度公允价值变动损失致净利润波动。**19年Q3单季度收入同比增长3.3%至18.1亿元，归母净利润同比下降29.6%至9649万元，扣非归母净利润同比增长下降11.3%至1.2亿元，单季度净利润波动主要系股票和基金波动，造成公允价值变动净损失3054万。
- **费用控制良好带动净利率提升，存货规模同比下降，应收账款待改善。1) 受新工厂折旧、低毛利率产品占比提升影响，毛利率下降1.2pct。**19前三季度公司毛利率同比下降1.2pct至61.6%，主要是新工厂上半年产生折旧费3000万，另外佰草集力推冻干面膜等毛利率偏低产品，低毛利率产品收入占比提升拖累毛利率。**2) 销售和管理费用率控制严格带动净利率提升1.1pct。**19前三季度销售费用率同比上升0.3pct至42.1%，管理费用率(含研发费用)同比下降0.2pct至13.4%，预计未来费用率保持平稳，净利率同比增长1.1pct至9.4%。**3) 存货规模同比下降8.3%，经营性现金流持续改善。**19前三季度存货同比下降8.3%至9.6亿元，应收账款同比增长8.6%至12.6亿元，经营性现金流净额同比增长1.0%至7.2亿元。
- **佰草集调整符合预期，电商GMV同比增速达27%。1) 品牌端：**继Q2佰草集业绩复苏后，Q3佰草集增长持平，调整基本符合预期，Q4主推太极系列精华，社媒传播，加强互动，期待带动品牌增长；受竞争加剧影响，六神各渠道协调有待改善，高夫和美加净有提升空间。**2) 品类端：19Q3个护品类占比超6成，家居护理品类处于高速增长阶段，各品类均价与去年同期持平。**个护收入同比增长3.1%至11.9亿元，营收占比66.0%，均价同比提升1.4%；美容护肤收入同比增长1.3%至5.5亿元，营收占比30.4%，均价同比提升0.7%；家居护理表现亮眼，收入同比增长27.1%至6496万元，营收占比3.6%，均价同比上升1.2%，各产品均价与去年同期基本一致。**3) 渠道端：**传统线下渠道承压，电商渠道表现较好，电商全网GMV零售同比增长27%。
- **公司多品牌运营积极调整，品牌发展分化，部分品牌还在调整中。**青浦新工厂投产短期产能利用率尚低毛利率承压，费用率管控力度有望保持，我们维持盈利预测，预计19-21年归母净利润为6.0/6.6/7.1亿元，对应PE为40/36/33倍，维持“增持”评级。

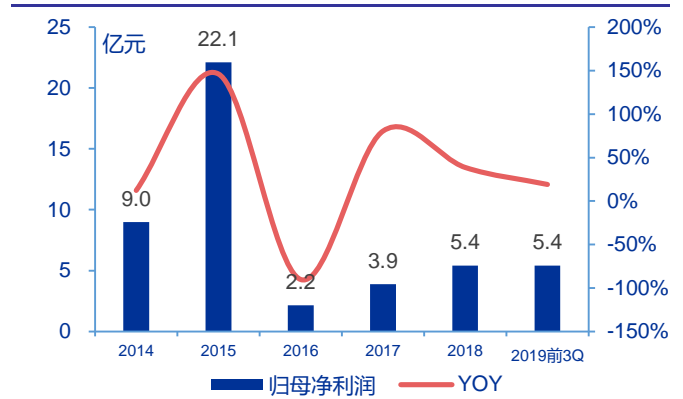
财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	7,138	5,735	7,846	8,857	9,751
同比增长率(%)	10.0	5.8	9.9	12.9	10.1
归母净利润(百万元)	540	540	599	660	709
同比增长率(%)	38.6	19.1	10.8	10.1	7.5
每股收益(元/股)	0.81	0.81	0.89	0.98	1.06
毛利率(%)	62.8	61.6	62.0	61.5	60.7
ROE(%)	9.3	8.7	9.3	9.3	9.1
市盈率	44		40	36	33

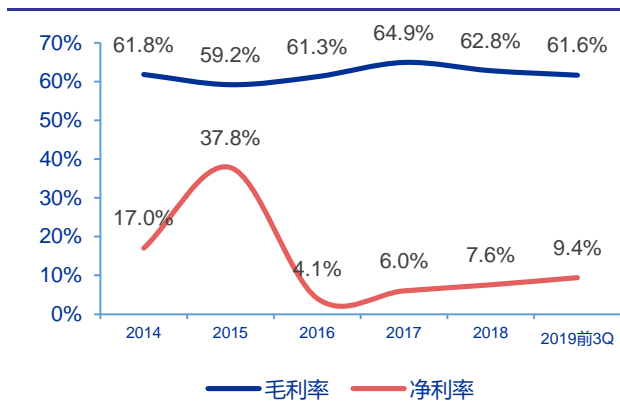
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

**图 1 :19 年前三季度营业收入 57.4 亿元 ,同比+5.8%**


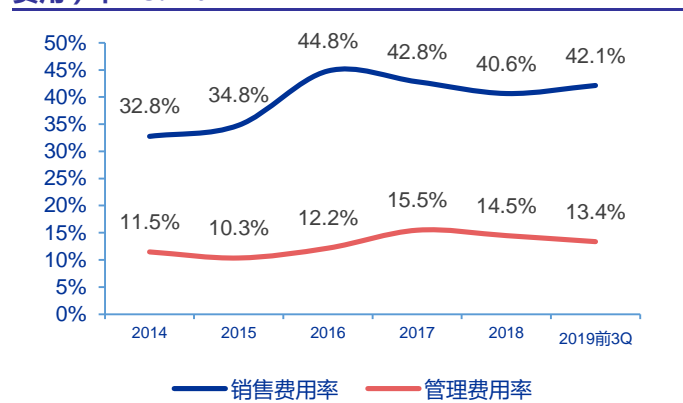
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 2 : 19 年前三季度归母净利润 5.4 亿元 ,同比 +19.1%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 3 : 19 年前三季度毛利率 61.6% ,净利率 9.4%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 4 : 19 年 H1 销售费用率 42.1% ,管理费用 (含研发费用) 率 13.4%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,488	7,138	7,846	8,857	9,751
其中: 营业收入	6,488	7,138	7,846	8,857	9,751
减: 营业成本	2,276	2,656	2,979	3,407	3,828
减: 税金及附加	58	56	61	69	76
主营业务利润	4,155	4,426	4,806	5,381	5,847
减: 销售费用	2,778	2,901	3,189	3,560	3,900
减: 管理费用	851	883	971	1,089	1,151
减: 研发费用	153	150	0	0	0
减: 财务费用	30	61	-40	-31	-32
经营性利润	343	431	686	763	828
减: 资产减值损失	49	60	30	35	40
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	146	130	60	105	110
营业利润	482	646	716	832	897
加: 营业外净收入	-11	0	68	18	18
利润总额	471	646	784	850	915
减: 所得税	81	106	185	191	206
净利润	390	540	599	660	709
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	390	540	599	660	709
全面摊薄总股本	673	671	671	671	671
每股收益 (元)	0.58	0.81	0.89	0.98	1.06

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。