长城证券 GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 02 月 20 日

市场数据

目前股价	27.64
总市值（亿元）	185.53
流通市值（亿元）	185.53
总股本（万股）	67,125
流通股本（万股）	67,125
12 个月最高/最低	37.56/25.61

分析师

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

✉ huangsy@cgws.com

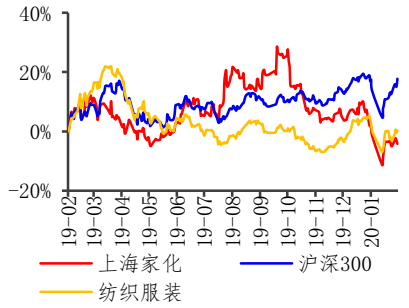
联系人（研究助理）：张家璇

S1070118090001

☎ 021-31829782

✉ zhangjiaxuan@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<佰草集稳步向好，中长期价值稳固>>

2019-10-25

<<19Q2 扣非净利提速，佰草集持续向好>>

2019-08-16

<<库存去化拖累收入增速，长期发展向好>>

2019-04-30

营销投入拖累短期业绩，期待线上及新品发力

——上海家化（600315）公司动态点评

盈利预测

	2020E	2021E	2022E
营业收入	8027	8910	10144
(+/-%)	5.7%	11.0%	13.9%
净利润	573	651	772
(+/-%)	2.8%	13.7%	18.5%
摊薄 EPS	0.85	0.97	1.15
PE	32	28	24

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**公司发布 2019 年年报，2019 年实现营业收入 75.97 亿元，同比增长 6.43%，实现归属于上市公司股东的净利润 5.57 亿元，同比增长 3.09%，实现扣非后归属母公司股东的净利润 3.8 亿元，同比下降 16.91%。基本每股收益为 0.83 元。

- **2019 年营收同增 6.43%，Q4 线上营销增加拖累业绩：**公司 2019 年实现营收 75.97 亿元，同比增长 6.43%，基本符合预期，六神及佰草集收入增长略低于预期；实现归母净利润 5.57 亿元，同比增长 3.09%；实现扣非归母净利润 3.8 亿元，同比下降 16.91%。单四季度公司实现营收 18.62 亿元，同比增长 8.38%，较前三季度增速有所提升；实现归母净利润 0.17 亿元，同比减少 80.76%，主要系线上营销投入增长较多。展望 2020 年，若暂不考虑会计政策的变更，结合疫情影响营收预计可实现个位数增长。

- **费用有所提升，现金流水平较为良性。**公司 2019 年毛利率同比下降 0.91pct 至 61.87%，主要系 2019 年新工厂开始计提折旧、以及毛利偏低的面膜产品销量较好。2019 年公司期间费用率较去年同期提升 1.29pct，主要系销售费用率提升较多。销售费用率同比提升 1.53pct 至 42.18%，主要系 2019Q4 线上营销类费用支出增加。公司存货周转相对较为平稳，2019 年存货周转天数同比下降 6 天至 126 天。经营性现金流量同比下降 16.31% 至 7.49 亿元，主要系收入增速同比下降、应收账款同比增加、以及销售费用同比增加较多，但经营性现金流量仍远高于净利率水平，集团现金及理财资产也较为充裕，现金流水平总体较为良性。

- **成熟品牌增长平稳，新兴品牌维持高速增长。**分品牌看，成熟品牌六神、佰草集、汤美星增长相对平稳，2019 年六神实现小个位数增长、佰草集小个位数微跌、汤美星小个位数增长。同时，启初、玉泽、家安、双妹、片仔癀等新兴品牌继续保持高速增长，其中启初同增超 25%、玉泽同增超 80%、家安同增超 40%。2020 年公司将继续发力具有较大增长弹性的护肤品类，尤其聚焦佰草集、玉泽品牌。佰草集将继续打造太极丰富和完善

太极系列，计划年内先后推出“太极水、太极面霜、太极眼霜”、并进一步推广“太极精华”，还将与敦煌打造联名款礼盒。玉泽将在巩固热销系列“皮肤屏障修复系列”的基础上，升级上新与华山医院联合打造的“清痘系列”，以满足更多细分消费需求。另外，针对近期的新冠状病毒疫情对于消毒、杀菌产品的需求，上半年公司将在以往六神、家安除菌线的基础上，开发更多抑菌相关新品，同时推广与防疫关联的其它品牌产品。

- **电商及特渠增速较快，线下百货仍承压。**分渠道看，电商及特渠增速领先，电商开票收入增长超 20%，特渠增速预计超 50%。线下渠道中，商超、CS、母婴渠道 2019 年受渠道整体增速放缓影响，以低个位数增长；百货 19Q4 存货天数情况较为稳定，但跌幅仍略有扩大，渠道整体仍承压。2020 年公司将继续将资源聚焦增长潜力较大的电商渠道，同时对百货渠道继续通过 O2O 方式加强招新以及会员管理。

- **投资建议：**公司是我国知名日化龙头，坚持“多品牌+多品类”布局，年内将继续重点打造佰草集、玉泽等核心护肤品牌，同时针对疫情影响加强除菌类日化家清产品宣传及销售。若暂不考虑会计准则调整，结合疫情影响，调整公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.85、0.97、1.15 元，对应 PE 分别为 32X、28X、24X，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**行业景气度不及预期、行业竞争加剧、渠道经营成本上涨过快、产品质量风险、渠道拓展不及预期，疫情持续时间较长。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7138	7597	8027	8910	10144
营业成本	2656	2896	3061	3371	3793
销售费用	2901	3204	3386	3767	4287
管理费用	1033	1115	1158	1267	1433
财务费用	61	31	-19	-36	-56
投资净收益	130	154	205	205	210
营业利润	646	700	710	807	957
营业外收支	0	2	2	2	2
利润总额	646	702	711	809	959
所得税	106	145	139	158	187
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	540	557	573	651	772
资产负债表					（百万）
流动资产	4777	5878	7298	8136	8848
货币资金	1105	1609	2207	2670	3627
应收账款	1030	1229	1111	1435	1407
应收票据	1	0	1	0	1
存货	875	925	920	1052	1055
非流动资产	5383	5270	5104	5378	5714
固定资产	1189	1122	1033	955	883
资产总计	10160	11147	12402	13515	14562
流动负债	2691	2865	3110	3253	3664
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	828	824	922	951	1000
非流动负债	1656	1997	1142	1149	1165
长期借款	1073	1138	1049	1055	1072
负债合计	4347	4862	4252	4401	4829
股东权益	5813	6286	6691	7190	7809
股本	671	671	671	671	671
留存收益	4188	4708	5108	5563	6103
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和权益总计	10160	11147	12402	13515	14562
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	895	749	1034	744	1269
其中营运资本减少	-433	1511	580	232	657
投资活动现金流	-842	-121	265	-171	-233
其中资本支出	383	185	674	18	52
融资活动现金流	-220	-186	-702	-110	-79
净现金总变化	-170	438	598	463	957

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长	10.0%	6.4%	5.7%	11.0%	13.9%
营业成本增长	16.7%	9.0%	5.7%	10.1%	12.5%
营业利润增长	34.0%	8.3%	1.4%	13.8%	18.6%
利润总额增长	37.1%	8.6%	1.3%	13.7%	18.5%
净利润增长	38.6%	3.1%	2.8%	13.7%	18.5%
盈利能力					
毛利率	62.8%	61.9%	61.9%	62.2%	62.6%
销售净利率	7.6%	7.3%	7.1%	7.3%	7.6%
ROE	9.3%	8.9%	8.6%	9.1%	9.9%
ROIC	8.3%	7.8%	7.2%	7.5%	8.1%
营运效率					
销售费用/营业收入	40.6%	42.2%	42.2%	42.3%	42.3%
管理费用/营业收入	14.5%	14.7%	14.4%	14.2%	14.1%
财务费用/营业收入	0.9%	0.4%	-0.2%	-0.4%	-0.6%
投资收益/营业利润	20.1%	22.0%	28.9%	25.4%	21.9%
所得税/利润总额	16.4%	4191.2%	19.5%	19.5%	19.5%
应收账款周转率	7.29	72254.5	6.86	7.00	7.14
存货周转率	3.27	0.4%	3.32	3.42	3.60
流动资产周转率	1.56	0.7%	1.22	1.15	1.19
总资产周转率	0.72	0.71	0.68	0.69	0.72
偿债能力					
资产负债率	42.8%	43.6%	34.3%	32.6%	33.2%
流动比率	1.78	2.05	2.35	2.50	2.41
速动比率	1.45	1.73	2.05	2.18	2.13
每股指标（元）					
EPS	0.81	0.83	0.85	0.97	1.15
每股净资产	8.66	9.36	9.97	10.71	11.63
每股经营现金流	0.41	3.15	1.54	1.11	1.89
每股经营现金/EPS	0.51	3.80	1.81	1.14	1.64
估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PE	34.33	33.30	32.40	28.49	24.04
PEG	-0.92	0.90	2.37	4.44	2.10
PB	3.19	2.95	2.77	2.58	2.38
EV/EBITDA	21.04	16.85	17.12	15.98	12.96
EV/SALES	2.60	2.13	1.93	1.68	1.39
EV/IC	2.69	2.17	2.00	1.82	1.58
ROIC/WACC	0.85	0.80	0.74	0.77	0.83
REP	3.15	2.72	2.71	2.37	1.91

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES