

## 业绩处于调整期, 佰草集优化升级有望迎来拐点

### 投资要点

- **事件:** 公司2019年三季度实现营收57.4亿元, 同比增加5.8%, 归母净利润5.4亿元, 同比增加19.1%, 扣非后归母净利润为3.8亿元, 同比增加2%。其中Q3单季实现营收18.1亿元, 同比增加3.3%, 归母净利润9649.3万元, 同比减少29.6%, 扣非后同比减少11.3%。
- **Q3单季毛利率提升, 期间费用率提升:** (1) 公司2019年三季度毛利率同比下滑1.2pp至61.6%, 其中Q3单季毛利率同比提升1.9pp, 毛利率上升主要源于销售结构变化, 高毛利美妆产品销售占比增加, 原材料及包装材料成本下降。(2) 公司2019年三季度期间费用率同比下降0.23pp至56.2%, 其中Q3单季期间费用率上升2.5pp。Q3单季分项看, 销售费用率提升1.5pp至39.2%, 管理费用率提升0.63pp至12.7%, 研发费用率上升0.34pp至2.2%, 财务费用率提升0.05pp至0.85%。总体来看, 公司全年费用率将保持稳定。
- **佰草集优化升级有望迎来拐点。** (1) 公司拥有佰草集、六神等十个品牌, 前三季度, 起初, 家安、玉泽、片仔癀增长在30%-50%区间, 汤美星、六神实现个位数增长(主要原因在于今年六神主销区域的气温偏低, 夏季清凉沐浴露销售受到影响), 佰草集基本持平、高夫微跌、美加净小个位数下跌。佰草集继上半年推出新七白冻干面膜, 下半年推出第二代太极日月精华, 线上数字化传播结合线下多维度投放, 与国家级重磅IP“花开敦煌”展开跨界合作, 启用实力演员马伊琍作为品牌代言人, 展现了全新的品牌形象, 预计太极精华推出后, 其销售将占佰草集15%, 未来品牌将持续打造高品质的爆款产品。(2) 公司拥有八大渠道, 其中前三季度全网GMV销售同比+27%, 特渠增长超60%。公司线下渠道根深蒂固, 线上渠道逐步发力, 与此同时, 与中免达成合作, 成为首个进入中免的国产品牌。
- **盈利预测与评级。** 公司系国内大众美妆龙头公司, 管理效率稳步提升, 业绩增长迅速, 预计上海家化2019-2021年的归母净利润分别为6.3亿元、7.3亿元和8.3亿元, EPS为0.94、1.08、1.24元, 当前股价对应估值分别为38、32、28倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 线下渠道扩张或不及预期; 行业竞争或加剧; 产品销售或不及预期。

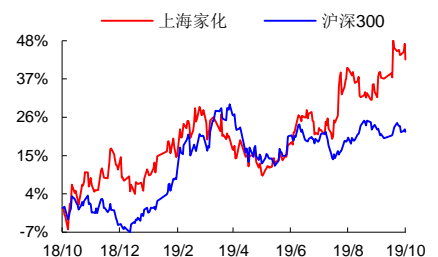
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7137.95	7802.99	8631.80	9630.98
增长率	10.01%	9.32%	10.62%	11.58%
归属母公司净利润(百万元)	540.38	628.12	727.60	833.24
增长率	38.63%	16.24%	15.84%	14.52%
每股收益EPS(元)	0.81	0.94	1.08	1.24
净资产收益率ROE	9.30%	10.08%	10.65%	11.08%
PE	44	38	32	28
PB	4.06	3.79	3.46	3.14

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 嵇文欣  
执业证号: S1250519080001  
电话: 021-58351812  
邮箱: jwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.71
流通A股(亿股)	6.71
52周内股价区间(元)	23.78-37.05
总市值(亿元)	223.46
总资产(亿元)	112.10
每股净资产(元)	9.09

### 相关研究

1. 上海家化(600315): 多品牌矩阵协同发展, 经营质量稳步提升 (2019-08-17)
2. 上海家化(600315): 控费效果显著, 看好公司长远发展 (2019-04-28)
3. 上海家化(600315): 百年民族品牌, 绽放东方魅力 (2019-03-13)
4. 上海家化(600315): 控费提质效果显著, 业绩大幅改善 (2019-03-12)
5. 上海家化(600315): 多品牌矩阵协同发展, 业绩改善显著 (2018-10-30)

## 盈利预测

假设 1：预计 2019-2021 个人护理类销量增速维持在 10%。

假设 2：预计 2019-2021 美容护肤类销量增速 5%、8%、10%。

假设 3：预计 2019-2021 家居护理用品类销量增速维持在 40%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
个人护理	收入	40.45	45.41	50.0	54.9	60.44
	yoy		12.3%	10%	10%	10%
	成本	16.74	18.81	20.7	22.7	25.0
	毛利率	58.6%	58.6%	58.6%	58.6%	58.6%
美容护肤	收入	22.77	23.55	24.73	26.71	29.38
	yoy		3.4%	5%	8%	10%
	成本	5.21	6.45	7.2	7.5	8.2
	毛利率	77.1%	72.6%	71%	72%	72%
家居护理用品	收入	1.65	2.33	3.3	4.6	6.4
	yoy		41.2%	40%	40%	40%
	成本	0.79	1.24	1.73	2.42	3.39
	毛利率	52.0%	46.8%	47%	47%	47%
其他业务	收入	0.01	0.09	0.09	0.10	0.10
	成本	0.01	0.06	0.06	0.06	0.06
合计	收入	64.88	71.38	78.03	86.32	96.31
	yoy		10.0%	9.3%	10.6%	11.6%
	成本	22.76	26.56	29.64	32.71	36.70
	毛利率	64.9%	62.8%	62.0%	62.1%	61.9%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7137.95	7802.99	8631.80	9630.98	净利润	540.38	628.12	727.60	833.24
营业成本	2655.91	2963.93	3270.54	3669.61	折旧与摊销	196.58	180.99	180.99	130.00
营业税金及附加	55.60	62.42	69.05	67.42	财务费用	60.91	31.21	34.53	38.52
销售费用	2901.39	3160.21	3452.72	3852.39	资产减值损失	60.31	30.00	30.00	30.00
管理费用	883.32	936.36	1035.82	1107.56	经营营运资本变动	-472.72	463.77	-52.82	-27.10
财务费用	60.91	31.21	34.53	38.52	其他	509.21	-174.83	-149.96	-150.86
资产减值损失	60.31	30.00	30.00	30.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>894.67</b>	<b>1159.27</b>	<b>770.34</b>	<b>853.81</b>
投资收益	129.93	130.00	130.00	130.00	资本支出	-522.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.84	1.32	0.00	0.00	其他	-319.52	108.80	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-841.77</b>	<b>108.80</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>646.31</b>	<b>750.17</b>	<b>869.14</b>	<b>995.47</b>	短期借款	-18.52	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.07	1.00	1.00	1.00	长期借款	-6.15	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>646.24</b>	<b>751.17</b>	<b>870.14</b>	<b>996.47</b>	股权融资	-22.32	0.00	0.00	0.00
所得税	105.86	123.05	142.54	163.23	支付股利	-120.91	-108.08	-125.62	-145.52
净利润	540.38	628.12	727.60	833.24	其他	-52.44	-89.24	15.47	11.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-220.34</b>	<b>-197.32</b>	<b>-110.15</b>	<b>-134.04</b>
归属母公司股东净利润	540.38	628.12	727.60	833.24	<b>现金流量净额</b>	<b>-169.89</b>	<b>1070.76</b>	<b>760.19</b>	<b>819.77</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1105.49	2176.25	2936.44	3756.20	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1144.49	1350.96	1457.69	1583.23	销售收入增长率	10.01%	9.32%	10.62%	11.58%
存货	874.82	919.24	1032.28	1163.97	营业利润增长率	34.01%	16.07%	15.86%	14.54%
其他流动资产	1652.64	1248.48	1381.09	1540.96	净利润增长率	38.63%	16.24%	15.84%	14.52%
长期股权投资	276.18	276.18	276.18	276.18	EBITDA 增长率	29.58%	6.48%	12.71%	7.32%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1206.42	1107.56	1008.69	909.83	毛利率	62.79%	62.02%	62.11%	61.90%
无形资产和开发支出	2783.35	2752.21	2721.08	2689.94	三费率	53.88%	52.90%	52.40%	51.90%
其他非流动资产	1116.68	1088.21	1067.21	1097.21	净利率	7.57%	8.05%	8.43%	8.65%
<b>资产总计</b>	<b>10160.07</b>	<b>10919.08</b>	<b>11880.66</b>	<b>13017.52</b>	ROE	9.30%	10.08%	10.65%	11.08%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.32%	5.75%	6.12%	6.40%
应付和预收款项	1264.89	1411.92	1559.02	1746.65	ROIC	11.94%	13.26%	16.36%	18.96%
长期借款	1072.54	1072.54	1072.54	1072.54	EBITDA/销售收入	12.66%	12.33%	12.57%	12.09%
其他负债	2009.58	2203.92	2416.42	2677.93	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4347.01</b>	<b>4688.38</b>	<b>5047.98</b>	<b>5497.12</b>	总资产周转率	0.72	0.74	0.76	0.77
股本	671.25	671.25	671.25	671.25	固定资产周转率	9.61	6.85	8.29	10.23
资本公积	857.57	857.57	857.57	857.57	应收账款周转率	6.75	6.38	6.28	6.50
留存收益	4187.61	4707.66	5309.63	5997.36	存货周转率	3.05	3.10	3.20	3.20
归属母公司股东权益	5813.06	6230.70	6832.68	7520.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.13%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5813.06</b>	<b>6230.70</b>	<b>6832.68</b>	<b>7520.40</b>	资产负债率	42.79%	42.94%	42.49%	42.23%
负债和股东权益合计	10160.07	10919.08	11880.66	13017.52	带息债务/总负债	24.67%	22.88%	21.25%	19.51%
					流动比率	1.78	1.91	2.07	2.18
					速动比率	1.45	1.60	1.75	1.86
					股利支付率	22.37%	17.21%	17.27%	17.46%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	903.80	962.38	1084.66	1164.00	每股收益	0.81	0.94	1.08	1.24
PE	43.70	37.60	32.46	28.34	每股净资产	8.66	9.28	10.18	11.20
PB	4.06	3.79	3.46	3.14	每股经营现金	1.33	1.73	1.15	1.27
PS	3.31	3.03	2.74	2.45	每股股利	0.18	0.16	0.19	0.22
EV/EBITDA	24.98	22.31	19.07	17.04					
股息率	0.51%	0.46%	0.53%	0.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn