上海家化 600315.SH

三季度收入盈利增速有所放缓，佰草集明星单品策略稳步推进

东方证券 ORIENT SECURITIES

核心观点

- 19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 5.81%和 19.09%，扣非后净利润同比增长 2.0%，非经常性损益主要来自公允价值变动收益、动迁补偿款等。第三季度单季公司营业收入同比增长 3.28%，净利润同比下降 29.55%，**六神增速的放缓使得公司三季度收入增速环比上半年有所下降**，期间费用率的上升拖累三季度盈利增速。
- 前三季度公司综合毛利率同比下滑 1.16pct，主要由于产品销售结构调整以及新工厂投产后折旧成本的增加，单三季度毛利率提升 1.94pct；前三季度期间费用率同比下降 0.23pct，其中销售费用率上升 0.27pct，管理研发费用率下降 0.22pct 和 0.76pct，单三季度由于销售费用率的增加，期间费用率同比上升 2.51pct，拖累净利润增长。前三季度公司经营净现金流同比增长 1.0%，三季度末公司应收账款较年初增加 22.42%，存货周转率同比有所改善。
- 分品牌看，佰草集上半年爆款冻干面膜对新客引流与销售带来积极效果，10 月第二代太极日月精华上市，主抓精华品类风口，重点打造佰草集明星单品；六神受主销时间气温偏低及沐浴露市场竞争激烈影响，增长放缓；家安、玉泽、启初等风口品牌仍处快速增长阶段。公司电商板块陆续调整经销商与 TP 之后，今年在主流电商平台保持了超越平台的增速，未来公司线上销售占比有望继续提升。
- 在品牌年轻化、营销媒介创新投入、新品持续迭代升级等因素驱动下，家化旗下六神、美加净等传统品牌持续焕发新动力；佰草集将继续优化品牌与消费者定位，提升产品结构，重点打造明星单品，丰富渠道布局，期待新品推出后收入端增速的回暖；电商业务有望继续受益行业线上渗透率的提升，保持良好增长；Mayborn 集团中国市场的开发将带来新的增量。公司青浦新工厂于 18 年投产，短期对成本费用带来一定压力，长期将有效加强家化的生产能力以及供应链反应速度，未来产能利用率的提升也将缓解折旧成本的增加。

财务预测与投资建议

- 根据三季报，我们小幅下调公司未来 3 年收入预测，预计公司 19-21 年每股收益为 0.95 元、0.92 元与 1.07 元（原预测为 0.96 元、0.92 元和 1.08 元），DCF 目标估值 35.21 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：天气异常对销售的影响、电商和特渠道销售的波动等。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,488	7,138	7,676	8,575	9,591
同比增长(%)	*21.9%*	*10.0%*	7.5%	*11.7%*	*11.9%*
营业利润(百万元)	482	646	764	737	860
同比增长(%)	*76.5%*	*34.0%*	18.2%	*-3.6%*	*16.7%*
归属母公司净利润(百万元)	390	540	638	615	718
同比增长(%)	*80.4%*	*38.6%*	18.1%	*-3.6%*	*16.7%*
每股收益（元）	0.58	0.81	0.95	0.92	1.07
毛利率(%)	64.9%	62.8%	61.7%	62.9%	63.0%
净利率(%)	6.0%	7.6%	8.3%	7.2%	7.5%
净资产收益率(%)	7.3%	9.7%	10.5%	9.5%	10.3%
市盈率	59.9	43.2	36.6	38.0	32.5
市净率	4.3	4.0	3.7	3.5	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 **(维持)**

股价（2019 年 10 月 25 日）	33.29 元
目标价格	35.21 元
52 周最高价/最低价	37.05/23.78 元
总股本/流通 A 股（万股）	67,125/67,125
A 股市值（百万元）	22,346
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019 年 10 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-7.66	-4.31	7.63	34.18
相对表现	8.37	4.98	-6.44	-12.19
沪深 300	0.71	0.67	1.19	21.99

资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001

联系人 张维益
021-63325888-7535
zhangweiyi@orientsec.com.cn

联系人 朱炎
021-63325888-6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

二季度佰草集品牌优化升级初见成效，下半年聚焦明星单品打造：	2019-08-20
18 年业绩符合预期 19 年重点看佰草集重新发力：	2019-03-14
三季度收入增速改善,品牌年轻化效果逐步体现：	2018-11-01

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,331	1,105	1,382	1,543	2,052
应收票据及应收账款	937	1,031	1,125	1,256	1,405
预付账款	63	78	84	94	106
存货	750	875	1,116	1,241	1,421
其他	1,288	1,687	1,729	1,738	1,749
流动资产合计	**4,370**	**4,777**	**5,436**	**5,873**	**6,732**
长期股权投资	207	276	276	276	276
固定资产	297	1,189	1,264	1,327	1,366
在建工程	929	17	53	63	60
无形资产	822	816	784	751	718
其他	2,979	3,084	2,709	2,674	2,674
非流动资产合计	**5,234**	**5,383**	**5,086**	**5,091**	**5,096**
资产总计	**9,604**	**10,160**	**10,522**	**10,964**	**11,828**
短期借款	19	0	572	97	0
应付票据及应付账款	684	828	734	954	1,066
其他	1,806	1,864	1,853	2,128	2,444
流动负债合计	**2,508**	**2,691**	**3,160**	**3,179**	**3,509**
长期借款	1,079	1,073	1,073	1,073	1,073
应付债券	0	0	0	0	0
其他	641	583	0	0	0
非流动负债合计	**1,719**	**1,656**	**1,073**	**1,073**	**1,073**
负债合计	**4,227**	**4,347**	**4,233**	**4,252**	**4,582**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	673	671	671	671	671
资本公积	840	852	858	858	858
留存收益	3,768	4,188	4,658	5,082	5,615
其他	95	102	102	102	102
股东权益合计	**5,377**	**5,813**	**6,289**	**6,713**	**7,246**
负债和股东权益总计	**9,604**	**10,160**	**10,522**	**10,964**	**11,828**

现金流量表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	390	540	638	615	718
折旧摊销	161	(16)	163	137	109
财务费用	30	61	56	54	38
投资损失	(146)	(130)	(140)	(145)	(150)
营运资金变动	607	(480)	(522)	193	46
其它	(181)	919	(322)	27	31
经营活动现金流	**862**	**895**	**(127)**	**882**	**791**
资本支出	(924)	155	(173)	(143)	(113)
长期投资	(108)	(228)	0	(1)	0
其他	1,564	(769)	222	145	150
投资活动现金流	**532**	**(842)**	**49**	**1**	**37**
债权融资	1,082	(7)	0	0	0
股权融资	(247)	10	6	0	0
其他	(2,937)	(223)	349	(721)	(319)
筹资活动现金流	**(2,103)**	**(220)**	**355**	**(721)**	**(319)**
汇率变动影响	(9)	(2)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(717)**	**(170)**	**276**	**162**	**509**

利润表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**6,488**	**7,138**	**7,676**	**8,575**	**9,591**
营业成本	2,276	2,656	2,937	3,181	3,552
营业税金及附加	58	56	60	67	75
营业费用	2,778	2,901	3,132	3,486	3,881
管理费用及研发费用	1,004	1,033	1,118	1,242	1,385
财务费用	30	61	56	54	38
资产减值损失	49	60	36	27	31
公允价值变动收益	(2)	(3)	82	0	0
投资净收益	146	130	140	145	150
其他	44	148	205	75	80
营业利润	**482**	**646**	**764**	**737**	**860**
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	13	2	2	2	2
利润总额	**471**	**646**	**764**	**737**	**860**
所得税	81	106	126	122	142
净利润	**390**	**540**	**638**	**615**	**718**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**390**	**540**	**638**	**615**	**718**
每股收益（元）	0.58	0.81	0.95	0.92	1.07

主要财务比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.9%	10.0%	7.5%	11.7%	11.9%
营业利润	76.5%	34.0%	18.2%	-3.6%	16.7%
归属于母公司净利润	80.4%	38.6%	18.1%	-3.6%	16.7%
获利能力					
毛利率	64.9%	62.8%	61.7%	62.9%	63.0%
净利率	6.0%	7.6%	8.3%	7.2%	7.5%
ROE	7.3%	9.7%	10.5%	9.5%	10.3%
ROIC	7.2%	8.8%	9.2%	8.3%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	44.0%	42.8%	40.2%	38.8%	38.7%
净负债率	0.0%	0.0%	4.3%	0.0%	0.0%
流动比率	1.74	1.78	1.72	1.85	1.92
速动比率	1.43	1.42	1.34	1.42	1.48
营运能力					
应收账款周转率	7.8	6.7	6.6	6.7	6.7
存货周转率	3.2	3.0	2.7	2.5	2.5
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
每股指标（元）					
每股收益	0.58	0.81	0.95	0.92	1.07
每股经营现金流	1.28	1.33	-0.19	1.31	1.18
每股净资产	8.01	8.66	9.37	10.00	10.80
估值比率					
市盈率	59.9	43.2	36.6	38.0	32.5
市净率	4.3	4.0	3.7	3.5	3.2
EV/EBITDA	30.1	29.4	20.7	21.9	20.2
EV/EBIT	39.6	28.7	24.8	25.7	22.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888*1131

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn

Email： wangjunfei@orientsec.com.cn