

Q4 电商回暖，控费有效，业绩保持高增

事件

公司公布 2018 年年报，全年实现营业收入 71.38 亿元，同比增长 10.01%；归母净利润 5.40 亿元，同比增长 38.63%；扣非归母净利润 4.57 亿元，同比增长 37.82%。其中 Q4 单季实现营业收入 17.18 亿元，同比增长 11.66%；归母净利润 0.87 亿元，同比增长 42.15%，扣非归母净利润 0.84 亿元，同比增长 998.90%。

公司决定以 6.71 亿股为基数，每 10 股派发现金红利 1.80 元（含税），共计派发股利 1.21 亿元，占 2018 年归母净利润 31.05%。

简评

Q4 电商带动收入提速，除佰草集微跌，其余品牌正增长

公司全年营收同比增长 10.01%，增速同比提升 1.19 个 pct，**Q4 增速环比 Q3 提升 1.71 个 pct**，主因 Q4 公司电商业务增长较快。双十一当天公司在天猫和全网 GMV 同比增速分别为 30%+、40%+，超过平台增速，同时 Q4 部分爆款产品如美加净唇膏等热销。从品类看，全年**美容护理**实现收入 23.55 亿元，同增 3.41%，主要受佰草集放缓影响；**个人护理**收入同增 12.35%至 45.41 亿元；**家居护理**收入同比高增 56.50%至 2.33 亿元。

品牌上，**佰草集**由于唯品会经销商去库存以及特渠系统升级调整影响，全年收入同比微跌。2018 年品牌在护肤百货渠道主要品牌市场份额排名第 12 位，市场份额 2.5%，同比略增 0.1 个 pct。

高夫前三季度面临与佰草集同样渠道调整影响，同时公司对高夫价格体系进行重新梳理，导致收入同比微跌。但四季度线上等渠道恢复较好，全年收入依然实现小幅正增长。

其他品牌担当增长主力，**六神**表现亮眼，全年收入双位数增长，2018 年在花露水市场份额为 74.8%，同比增加 0.2 个 pct；**美加净**增长接近两位数；**启初**、**玉泽**、**家安**收入均同比增长 40% 以上。启初在婴儿面霜和婴儿沐浴露市场份额分别为 13.6% 和 6.6%，分别同增 2.0、1.9 个 pct。

汤美星 2018 年实现营收 16.33 亿元，同增 12.9%，达到收购时预期；净利润 0.75 亿元，同比大增 103.1%，大幅超过业绩承

上海家化 (600315)

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019 年 03 月 13 日

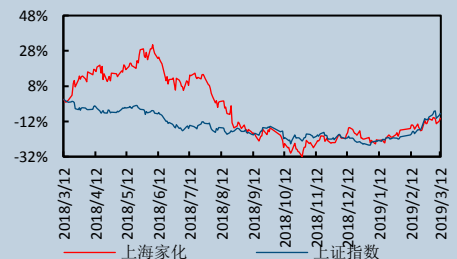
当前股价：31.46 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	7.08/-8.23	11.76/-6.21	-9.56/-2.09
12 月最高/最低价 (元)			47.23/23.7
总股本 (万股)			67,124.85
流通 A 股 (万股)			67,124.85
总市值 (亿元)			211.17
流通市值 (亿元)			211.17
近 3 月日均成交量 (万)			389.7
主要股东			
			上海家化(集团)有限公司 47.25%

股价表现



相关研究报告

- 18.10.30 【中信建投大消费】上海家化 (600315):Q3 收入提速，佰草集/高夫前三季度仍下滑，费用率下降推升业绩
- 18.08.29 【中信建投纺织】再读龙头系列之上海家化 (600315): 战略转型描绘新蓝图，百年日化龙头再起航
- 18.08.23 上海家化 (600315): KA、CS 双位数增长，特渠+线上经销影响增速，加码研发上新+数字、年轻化营销

诺。公司内部品牌引流+跨界引流+优质零售资源争取，所以助汤美星取得超预期的市场地位。

电商多项调整完毕，线下商超、CS 增长强劲

渠道上，公司 2018 年线上收入同增 13.11% 至 16.01 亿元，因受特渠及唯品会经销商切换影响，增速同比放缓明显。特渠部分未达预期，主因上半年系统升级、其他新品牌加入挤压公司品牌份额等。2018 年公司向平安及附属企业销售商品收入为 1.21 亿元，低于预期值 31%，公司设定 2019 年销售目标为 1.56 亿元，较 2018 年实际值增长 28.3%。未来公司不将特渠视为一个快速增长通道，而更看重通过发生销售促进平安的优质客户群进入到 CRM 客户体系中。

平台电商方面，2017 年终把京东收归直营后，2018 年公司在京东 GMV 增长良好，超过京东大盘增速。淘宝系中公司加强猫超运营，增长同样超公司预期；在天猫商城旗舰店中，根据平台流量和转换率趋势，及时调整线上投入和推送营销的模式，增加场景营销投入，收效良好。唯品会更换经销商影响较大，但更换之后运营质量有明显提高。

线下全年收入 55.26 亿元，同比增长 9.0%，增速同比大幅提升 7.87 个 pct。公司在商超渠道实现逆势增长，主因公司在商超拥有强势品牌，与经销商合作关系良好，同时加大公司内部品牌以及与其他品牌联合引流力度。CS 渠道为线下亮点，预计公司全年 CS 端收入达两位数的增长，佰草集打通 CS 单店盈利模式并加快复制。

新工厂利用率较低+原材料涨价拉低毛利率，费用管控持续有力

2018 年公司综合毛利率为 62.79%，同比下降 2.14 个 pct，主因：（1）新工厂投入使用，目前产能利用率约 40%，规模效应尚未充分体现下，相应能源成本、质量管控成本等较高。随产能利用率及生产效率提升，单位成本有望摊薄；（2）部分原材料上涨较快，比如薄荷脑、冰片等。公司将继续推进供应商二元化，加强与供应商谈判和大宗商品市场对标，以及根据原材料价格走势提高采购灵活性。

公司继续强有力的费用管控，销售费用率同降 2.17 个 pct 至 40.65%，超额完成下降 1 个 pct 的预期。2019 年预期销售费用率相对稳定，着重进行结构优化，加大新社交媒体、口碑营销等投入，以及佰草集调整和新渠道布局。管理费用率亦同降 0.74 个 pct 至 12.37%。另外其他收益同增 277.65% 至 1.87 亿元，主因获得原青浦中央工厂搬迁相关政府补偿 1.43 亿元。因此虽然毛利率有所下滑，但归母净利润仍实现 38.63% 高增。Q4 扣非归母净利润高增，除主业增长外，主因 17Q4 非经常性较大，扣非业绩低基数。

公司全年经营活动现金流净入 8.95 亿元，金额大幅超过净利润，同比略增 0.18%。若剔除原工厂拆迁补偿涉及的税收因素，则同比增长 10.8%。

投资建议：公司多品牌、全渠道抗风险能力强，有望持续获得快于行业整体增速，2019 年预期营收保持双位数增长。同时公司结合时下消费趋势变化，将对佰草集进行全新梳理和调整，强化中医草药加科技赋能差异化定位，今年集中资源打造明星单品，上半年主打具备技术壁垒的冻干面膜，下半年主打太极系列新品，助佰草集增速尽快迎头赶上。我们预计公司 2019-2020 年归母净利润为 6.15 亿、7.01 亿元，对应 EPS 为 0.92、1.04 元/股，对应当前 PE 为 34.3、30.1 倍。

风险因素：化妆品渠道市场竞争加剧；新品市场推广不及预期等；佰草集调整效果不及预期或调整过慢。

表 1：2016-2018 年上海家化主要财务指标及预测（单位：百万元）

利润表	2018	2019E	2020E	财务指标	2018	2019E	2020E
营业收入	7,137.9	7,885.5	8,720.9	成长性			
减:营业成本	2,655.9	2,932.4	3,219.2	营业收入增长率	10.0%	10.5%	10.6%
营业税费	55.6	59.1	65.4	营业利润增长率	34.0%	14.7%	12.5%
销售费用	2,901.4	3,201.5	3,549.4	净利润增长率	38.6%	13.8%	14.0%
管理费用	883.3	969.9	1,072.7	EBITDA 增长率	49.4%	5.3%	12.4%
财务费用	60.9	60.0	50.0	EBIT 增长率	51.5%	13.1%	10.3%
资产减值损失	60.3	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	39.6%	13.2%	10.3%
加:公允价值变动收益	-2.8	-	-	投资资本增长率	12.8%	17.1%	2.3%
投资和汇兑收益	129.9	99.0	90.0	净资产增长率	8.1%	0.5%	7.5%
营业利润	646.3	741.5	834.3	利润率			
加:营业外净收支	-0.1	-5.0	5.0	毛利率	62.79%	62.81%	63.09%
利润总额	646.2	736.5	839.3	营业利润率	9.1%	9.4%	9.6%
减:所得税	105.9	121.5	138.5	净利润率	7.6%	7.8%	8.0%
净利润	540.4	615.0	700.8	EBITDA/营业收入	11.7%	11.2%	11.4%
资产负债表	2018	2019E	2020E	EBIT/营业收入	9.9%	10.2%	10.1%
货币资金	1,105.5	630.8	697.7	运营效率			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	37	54	51
应收帐款	1,065.1	1,563.4	1,246.6	流动营业资本周转天数	39	59	67
应收票据	1.1	42.7	5.8	流动资产周转天数	231	217	188
预付帐款	78.3	84.6	58.4	应收帐款周转天数	52	60	58
存货	874.8	754.3	855.3	存货周转天数	41	37	33
其他流动资产	1,652.6	1,650.0	1,509.2	总资产周转天数	498	457	400
可供出售金融资产	707.5	400.0	350.0	投资资本周转天数	222	231	228
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率			
长期股权投资	276.2	276.2	276.2	ROE	9.3%	10.5%	11.2%
投资性房地产	-	-	-	ROA	5.3%	6.2%	7.4%
固定资产	1,188.9	1,167.6	1,286.3	ROIC	14.3%	14.3%	13.5%
在建工程	17.5	99.9	20.0	费用率			
无形资产	845.1	903.0	956.5	销售费用率	40.6%	40.6%	40.7%
其他非流动资产				管理费用率	12.4%	12.3%	12.3%
资产总额	10,160.1	9,848.6	9,518.1	财务费用率	0.9%	0.8%	0.6%
短期债务	-	671.0	673.9	三费/营业收入	53.9%	53.7%	53.6%
应付帐款	2,248.5	2,231.5	1,613.6	偿债能力			
应付票据	-	-	-	资产负债率	42.8%	40.7%	34.0%
其他流动负债				负债权益比	74.8%	68.7%	51.6%
长期借款	1,072.5	320.1	-	流动比率	1.78	1.48	1.64
其他非流动负债				速动比率	1.45	1.25	1.32
负债总额	4,347.0	4,009.1	3,238.1	利息保障倍数	11.63	13.36	17.69
少数股东权益	-	-	-	分红指标			

股本	671.2	671.2	671.2	DPS(元)	-	0.27	0.31
留存收益	5,045.2	5,168.2	5,608.7	分红比率	0.0%	30.0%	30.0%
股东权益	5,813.1	5,839.4	6,280.0	股息收益率	0.0%	0.9%	1.0%
现金流量表	2018	2019E	2020E	业绩和估值指标	2018	2019E	2020E
净利润	540.4	615.0	700.8	EPS(元)	0.81	0.92	1.04
加:折旧和摊销	196.6	81.0	107.8	BVPS(元)	8.66	8.70	9.36
资产减值准备	60.3	20.0	20.0	PE(X)	39.1	34.3	30.1
公允价值变动损失	2.8	-	-	PB(X)	3.6	3.6	3.4
财务费用	62.4	60.0	50.0	P/FCF	-1,803.5	-79.7	82.1
投资收益	-129.9	-99.0	-90.0	P/S	3.0	2.7	2.4
少数股东损益	-	-	-	EV/EBITDA	20.5	23.5	20.6
营运资金的变动	-378.5	-605.7	-15.2	CAGR(%)	4.5%	41.7%	21.6%
经营活动产生现金流量	894.7	71.3	773.3	PEG	8.7	0.8	1.4
投资活动产生现金流量	-841.8	206.4	-60.0	ROIC/WACC	1.6	1.6	1.5
融资活动产生现金流量	-220.3	-752.4	-646.5	REP	2.3	2.4	2.5

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

报告贡献人

研究服务

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859