

上海家化 (600315.SH)

自有品牌恢复增长，经营性拐点显现

核心观点:

- **公司 Q1 实现收入 13.4 亿 (-13.04%)，实现净利润 1.08 亿 (-15.03%)**

公司 Q1 实现收入 13.4 亿，同比下滑 13.04%，实现归母净利 1.08 亿，同比下滑 15.03%，实现扣非净利 9068 万，同比下滑 26.59%，业绩下滑主要由于公司 Q1 起终止花王代理。Q1 实现经营性现金流净额 1.76 亿，同比增长 80.33%，大幅改善。剔除花王因素，公司自有品牌实现收入 13.38 亿，同比增长 14.54%，实现归母净利 1.08 亿，同比增长 1.79%，超出市场预期。自有品牌增长主要原因是：(1) 行业整体回暖，化妆品零售总额从 2016 年 12 月起连续 3 个月维持 10% 以上增速；(2) 公司产品朝高端化、细分化升级，品牌推动渠道战略取得成效，实现全渠道增长。

- **Q1 毛利率提升 12.23PP 至 71.21%，销售+管理费率提升 13.89PP 至 64.08%**

公司 Q1 毛利率提升 12.23PP 至 71.21%，销售费率提升 11.73 个百分点至 52.73%，主要由于公司加强品牌推广、聘请代言人、物流成本增加所致。管理费率提升 2.16 个百分点至 11.34%，主要系新办公楼物业、租赁、折旧摊销费用增加所致，扣除该因素，管理费用略有下降。存货和应收账款天数同比分别减少 27 天和 13 天，为 153 天和 41 天，供应链和库存管理效率有所提升。

- **新领导者积极引领变革初现成效，经营拐点显现，关注品牌+渠道双升级**

新董事长执行力强，上任后对组织架构和经营方针做了积极调整，确立了以品牌升级为核心，重塑渠道和研发的竞争力的发展战略，Q1 自有品牌超预期的收入增速表明公司变革方向正确并且初步取得成效。据此，我们认为，公司的经营性拐点已经显现，经营效率有望持续改善。公司将继续推动品牌朝高端化、年轻化、细分化升级，加快布局全渠道，打开业绩成长空间。上调盈利预测，预计 17-19 年实现收入分别为 48.5、54.1 和 61.7 亿，EPS 分别为 0.57、0.69 和 0.86 元，对应 17-19 年 PE 分别为 52.1、43.4 和 34.98 倍，维持“谨慎增持”评级。

- **风险提示：行业回暖低于预期，传统渠道恶化，新品孵化有待观察**

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,845.87	5,321.20	4,853.58	5,410.01	6,168.85
增长率(%)	9.58%	-8.98%	-8.79%	11.46%	14.03%
EBITDA(百万元)	875.14	319.10	462.37	545.09	679.16
净利润(百万元)	2,209.96	216.02	387.24	464.93	576.66
增长率(%)	146.12%	-90.23%	79.26%	20.06%	24.03%
EPS(元/股)	3.279	0.321	0.575	0.690	0.856
市盈率(P/E)	12.04	84.51	52.08	43.38	34.98
市净率(P/B)	4.65	3.47	3.68	3.52	3.30
EV/EBITDA	26.44	49.91	34.27	28.67	22.44

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

29.83 元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-04-27

分析师:

洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师:

叶群 S0260516080001



021-60750627



yequn@gf.com.cn

相关研究:

上海家化(600315.SH): 业绩处于调整期, 品牌+渠道升级释放增长空间 2017-03-22

上海家化(600315.SH): 组织架构调整, 开启品牌驱动战略 2017-01-19

上海家化(600315.SH): 业绩大幅下滑, 着手开拓 CS 渠道 2016-10-29

图1: 公司累计营业收入

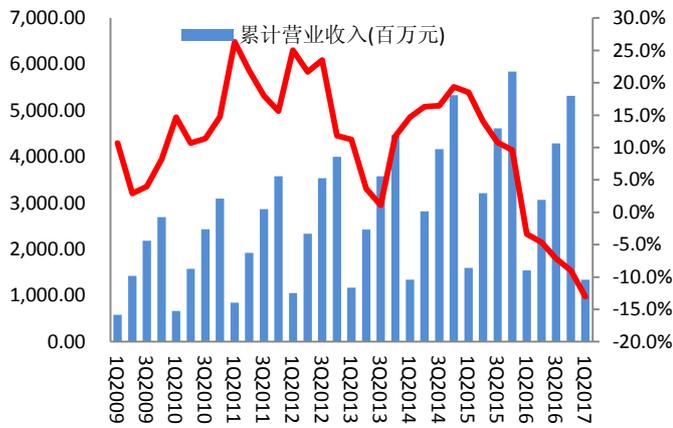
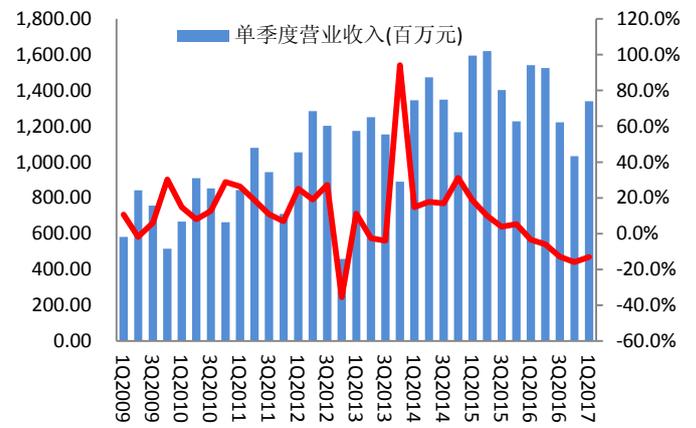


图2: 公司单季营业收入



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图3: 累计毛利率

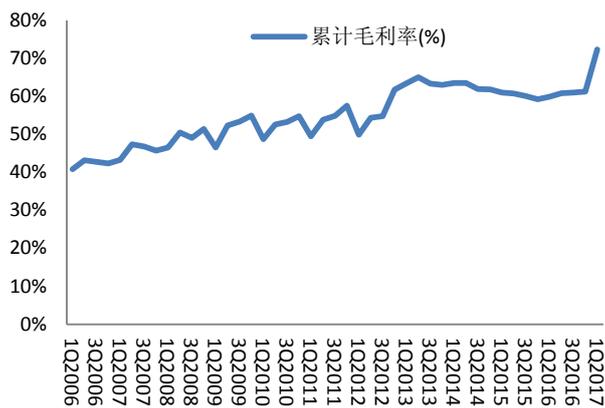
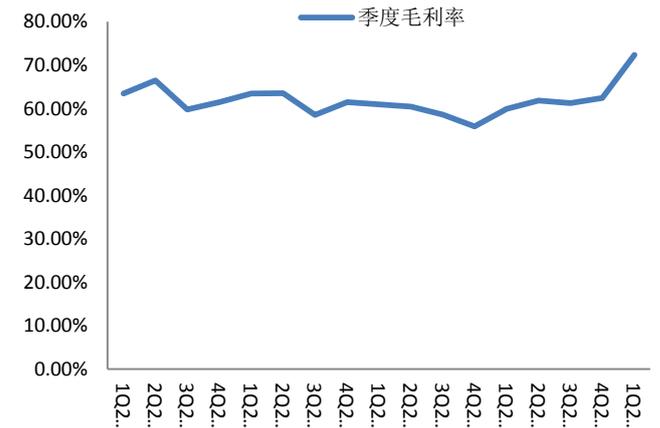


图4: 单季毛利率



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图5: 累计销售管理费率

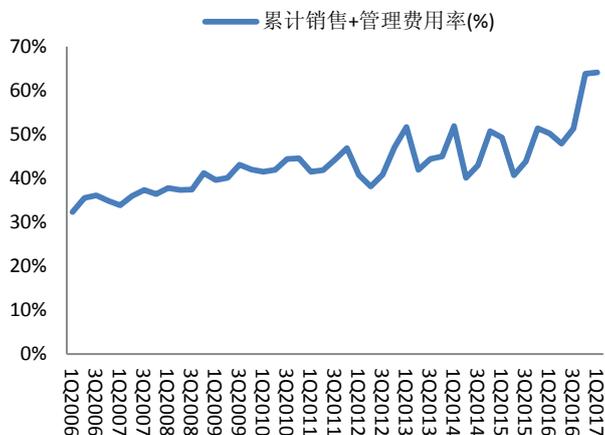
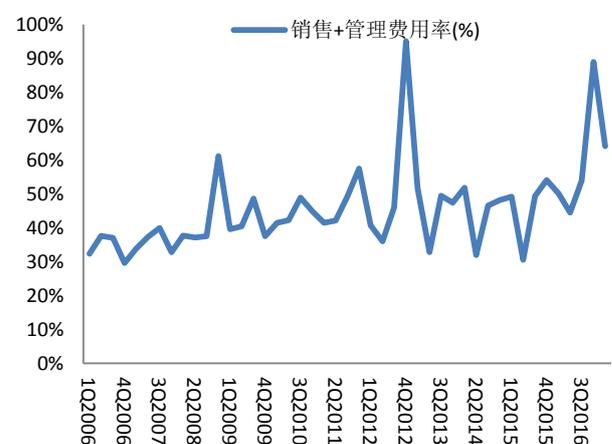


图6: 单季销售管理费率



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图7: 累计财务费率

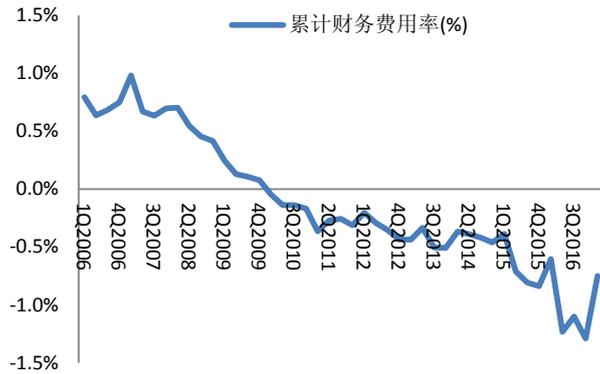
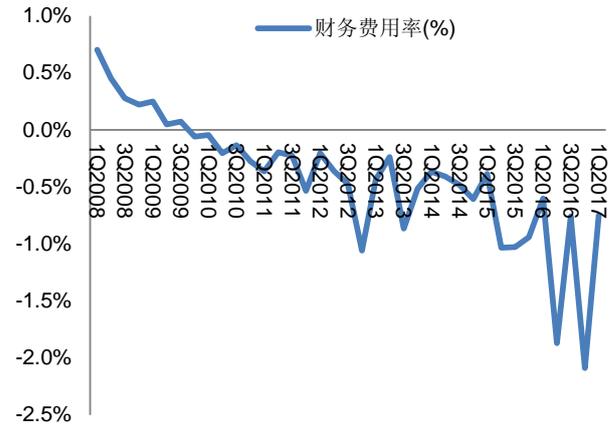


图8: 单季财务费率



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图9: 累计归属母公司净利润



图10: 单季归属母公司净利润



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	6926	5413	5465	5787	6279
货币资金	3477	2330	4326	4540	4926
应收及预付	1265	802	766	832	898
存货	677	594	360	401	442
其他流动资产	1507	1687	13	13	13
非流动资产	1233	2219	1760	1916	2024
长期股权投资	118	205	0	0	0
固定资产	224	207	171	136	100
在建工程	153	585	625	795	922
无形资产	422	484	496	517	534
其他长期资产	316	739	468	468	468
资产总计	8159	7632	7224	7703	8304
流动负债	2079	1869	1741	1967	2193
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2079	1869	1741	1967	2193
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	339	497	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	339	497	0	0	0
负债合计	2418	2367	1741	1967	2193
股本	674	673	673	673	673
资本公积	1144	1127	1127	1127	1127
留存收益	3912	3461	3680	3931	4306
归属母公司股东权	5730	5261	5478	5729	6104
少数股东权益	0	0	1	1	2
负债和股东权益	8159	7632	7224	7703	8304

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	503	54	2167	571	736
净利润	2210	216	388	465	577
折旧摊销	109	146	52	55	55
营运资金变动	40	-222	1638	66	124
其它	-1856	-86	88	-14	-19
投资活动现金流	197	-574	331	-188	-137
资本支出	-480	-480	126	-188	-137
投资变动	330	-179	205	0	0
其他	347	86	0	0	0
筹资活动现金流	-399	-676	-503	-168	-213
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-497	0	0
股权融资	32	0	0	0	0
其他	-430	-676	-6	-168	-213
现金净增加额	301	-1195	1995	215	386
期初现金余额	2634	3477	2330	4326	4540
期末现金余额	2934	2282	4326	4540	4926

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	9.6	-9.0	-8.8	11.5	14.0
营业利润增长	129.4	-89.4	69.7	23.5	25.1
归属母公司净利润增长	146.1	-90.2	79.3	20.1	24.0
获利能力(%)					
毛利率	59.2	61.3	70.2	69.9	69.6
净利率	37.8	4.1	8.0	8.6	9.4
ROE	38.6	4.1	7.1	8.1	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	29.7	31.0	24.1	25.6	26.4
净负债比率	-0.6	-0.4	-0.8	-0.8	-0.8
流动比率	3.33	2.90	3.14	2.94	2.86
速动比率	2.96	2.55	2.91	2.72	2.64
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.67	0.65	0.72	0.77
应收账款周转率	9.05	7.67	9.13	9.86	10.74
存货周转率	3.97	3.24	4.01	4.06	4.24
每股指标(元)					
每股收益	3.28	0.32	0.58	0.69	0.86
每股经营现金流	0.75	0.08	3.22	0.85	1.09
每股净资产	8.50	7.81	8.13	8.51	9.06
估值比率					
P/E	12.0	84.5	52.1	43.4	35.0
P/B	4.6	3.5	3.7	3.5	3.3
EV/EBITDA	26.4	49.9	34.3	28.7	22.4

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5846	5321	4854	5410	6169
营业成本	2386	2061	1445	1627	1874
营业税金及附加	53	55	48	54	62
销售费用	2035	2384	2218	2334	2579
管理费用	605	647	733	903	1030
财务费用	-49	-69	-66	-90	-99
资产减值损失	27	-10	12	8	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1787	21	0	0	0
营业利润	2576	273	464	573	717
营业外收入	38	56	50	52	52
营业外支出	2	39	21	30	25
利润总额	2611	291	493	595	743
所得税	401	75	105	130	166
净利润	2210	216	388	465	577
少数股东损益	0	0	1	0	1
归属母公司净利润	2210	216	387	465	577
EBITDA	875	319	462	545	679
EPS(元)	3.28	0.32	0.58	0.69	0.86

广发零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名，新财富批零行业第四名，水晶球最佳分析师第三名，金牛分析师第四名；2015年新财富批零行业第四名，水晶球分析师第四名，金牛分析师第四名，第一财经分析师第三名；2014年新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名。
- 叶群：分析师，上海财经大学经济学硕士，2014年进入证券行业，2016年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。
- 林伟强：研究助理，上海财经大学金融硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。
- 黄靖凯：研究助理，上海复旦大学经济学硕士，2015年进入证券行业，2017年加入广发证券发展研究中心，曾就职于中银国际证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。