

上海家化 (600315) 2018 年报点评

营收稳健增长，盈利能力向好

2019 年 03 月 14 日

【投资要点】

- ◆ 上海家化发布 2018 年年度报告。报告期内，公司实现营业收入 71.38 亿元，同比增长 10.01%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.40 亿元，同比增长 38.63%。公司 2018Q4 实现营业收入 17.18 亿元，同比增长 11.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.87 亿元，同比增长 42.15%。
- ◆ 个人护理版块引领营收增长，家居护理产品销售增速最高。公司产品主要分为“美容护肤”、“个人护理”和“家居护理”三大类，其中以“家安”品牌为主的家居护理品类占营收比重较小，仅为 3.3% 左右，但 2018 年营收增幅最大，达 41.18%。而占营收比重 63.7% 的个人护理产品主要包括“六神”、“汤美星”等品牌，同比增幅在 12% 左右。作为公司的主力品牌之一的“六神”2018 年大力推进年轻化战略，知名度和市占率进一步提升，在花露水品类中处于绝对领导地位，市占率达 74.8%，同比增加 0.2 个百分点，而在沐浴露和香皂品类中，“六神”也都是市占率居前的国货品牌。“汤美星”为公司 2017 年新收购的婴儿哺喂品牌，2018 年与公司旗下婴儿护肤品“启初”在母婴渠道中相互引流取得较快增长，营收增加约 13%，净利润翻一倍，大幅超过收购时的业绩承诺。公司的“美容护肤”版块中的主力品牌“佰草集”受二季度渠道调整影响，增速相对放缓。
- ◆ 毛利率小幅下滑，但期间费用率降幅更大，净利率有所提升。毛利率下滑一方面是由于报告期内原材料成本有所上升，另一方面来自公司产品销售结构的调整。公司美容护肤类产品毛利率最高，在 70% 以上，个护和家居护理毛利率相对较低，但由于营收占比有所提升，因此总体毛利率小幅下滑，相对于上年同期减少 2.11 个百分点。三费方面，公司整体费控良好，销售费用中占比最高的营销类费用仅增加 3%，也说明公司的营销效率有所改善。管理费用中占比较高的工资福利类费用仅增加 2%，办公费下降 12%，反映了人效的提高。财务费用率有所增加，一方面由于收购 Cayman A2 股权使得银行存款减少，利息收入减少，一方面由于 Cayman A2 新增贷款使得利息支出增加，总体上三费率减少 2.51 个百分点，净利率增加 1.56 个百分点。
- ◆ 公司坚持十六字经营方针，在研发、渠道供应方面均有进步。公司稳步推进“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”的十六字经营方针，在研发方面，2018 年公司开展 39 项研究项目，研究技术已申请专利 52 项，总研发费用同比增长 4.1%。渠道方面，公司继续推进全渠道销售模式，线上销售占比进一步提高至 22.5%。供应方面，公司新工厂建设投产，新工厂的产能和智能制造水平相较于老厂有较大幅度的提升，为公司生产效率的提升和产品线的丰富打下坚实基础。



挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

东方财富证券研究所

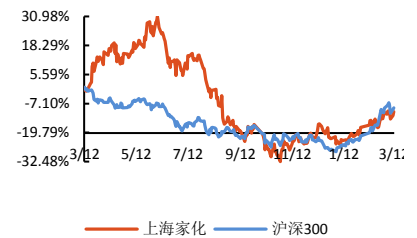
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：孙诗萌

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	21117.48
流通市值 (百万元)	21117.48
52 周最高/最低 (元)	47.23/23.70
52 周最高/最低 (PE)	286.77/32.56
52 周最高/最低 (PB)	5.79/2.97
52 周涨幅 (%)	-10.68
52 周换手率 (%)	147.54

相关研究

【投资建议】

- ◆ 营收方面，公司旗下“六神”、“美加净”等品牌在花露水、手霜等领域均处于强势领导地位，未来通过继续年轻化营销，营收有望稳步提升，而后发品牌“玉泽”、“启初”等满足细分需求，通过口碑营销进一步建立品牌认知度，有望维持较高增速。佰草集、汤美星等顺应高端化趋势，通过单品品牌店优化服务，通过母婴渠道相互引流，未来也有很大想象空间。而利润方面，新厂投产不仅能提高生产效率，降低成本，也能够提升运营管理的数字化、信息化程度，节省相关人力、运营费用。
- ◆ 预计公司 18/19/20 年营收为 80.35/89.89/99.81 亿元，归母净利润 6.81/7.74/8.69 亿元，EPS 1.01/1.15/1.30 元，对应 PE31.96/28.13/25.03 倍，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7137.95	8034.83	8988.64	9980.81
增长率（%）	10.01	12.57	11.87	11.04
EBITDA（百万元）	903.73	1037.91	1137.09	1236.80
归属母公司净利润（百万元）	540.38	681.01	773.64	869.34
增长率（%）	38.63	26.02	13.60	12.37
EPS（元/股）	0.81	1.01	1.15	1.30
市盈率（P/E）	40.27	31.96	28.13	25.03
市净率（P/B）	3.74	3.41	3.07	2.76
EV/EBITDA	24.05	20.24	17.72	15.49

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 国内日化行业竞争加剧；
- ◆ 宏观经济及消费者需求不及预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4777.45	5730.83	6856.45	8080.38
货币资金	1105.49	1829.95	2695.88	3682.16
应收及预付	1144.49	1336.87	1463.85	1648.12
存货	874.82	911.36	1044.08	1097.46
其他流动资产	1652.64	1652.64	1652.64	1652.64
非流动资产	5382.63	5340.62	5273.06	5216.16
长期股权投资	276.18	393.22	519.31	643.03
固定资产	1188.92	1058.16	908.82	759.48
在建工程	17.50	17.50	17.50	17.50
无形资产	2856.60	2717.26	2681.61	2647.59
其他长期资产	1043.43	1154.48	1145.82	1148.57
资产总计	10160.07	11071.45	12129.51	13296.54
流动负债	2691.44	3042.63	3394.16	3758.98
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	2685.82	3037.01	3388.54	3753.37
其他流动负债	5.62	5.62	5.62	5.62
非流动负债	1655.57	1655.57	1655.57	1655.57
长期借款	1072.54	1072.54	1072.54	1072.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	583.03	583.03	583.03	583.03
负债合计	4347.01	4698.21	5049.74	5414.56
实收资本	671.25	671.25	671.25	671.25
资本公积	857.57	857.57	857.57	857.57
留存收益	4187.61	4747.79	5454.31	6256.53
归属母公司股东权益	5813.06	6373.25	7079.77	7881.98
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	10160.07	11071.45	12129.51	13296.54

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7137.95	8034.83	8988.64	9980.81
营业成本	2655.91	2976.97	3320.56	3671.21
税金及附加	55.60	61.87	69.21	76.85
销售费用	2901.39	3213.93	3595.46	3992.32
管理费用	883.32	988.28	1096.61	1207.68
研发费用	149.51	184.80	206.74	229.56
财务费用	60.91	38.65	27.79	14.80
资产减值损失	60.31	2.88	3.46	3.14
公允价值变动收益	-2.84	0.00	0.00	0.00
投资净收益	129.93	117.05	126.09	123.72
资产处置收益	-38.49	0.00	0.00	0.00
其他收益	186.71	129.00	129.00	129.00
营业利润	646.31	813.48	923.91	1037.97
营业外收入	2.25	2.47	2.72	2.99
营业外支出	2.32	2.32	2.32	2.32
利润总额	646.24	813.63	924.31	1038.64
所得税	105.86	132.62	150.66	169.30
净利润	540.38	681.01	773.64	869.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	540.38	681.01	773.64	869.34
EBITDA	903.73	1037.91	1137.09	1236.80

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	894.67	926.94	979.23	1110.72
净利润	540.38	681.01	773.64	869.34
折旧摊销	196.58	185.62	184.99	183.36
营运资金变动	86.99	119.39	88.38	124.03
其它	70.72	-59.08	-67.80	-66.02
投资活动现金流	-841.77	-26.42	9.06	-2.08
资本支出	-382.40	-26.42	9.06	-2.08
投资变动	-459.37	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-220.34	-176.06	-122.36	-122.36
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	18.60	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-238.94	-176.06	-122.36	-122.36
现金净增加额	-167.44	724.46	865.92	986.28
期初现金余额	1330.96	1105.49	1829.95	2695.88
期末现金余额	1161.07	1829.95	2695.88	3682.16

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%)				
营业收入增长	10.01	12.57	11.87	11.04
营业利润增长	34.01	25.87	13.57	12.35
归属母公司净利润增长	38.63	26.02	13.60	12.37
获利能力 (%)				
毛利率	62.79	62.95	63.06	63.22
净利率	7.57	8.48	8.61	8.71
ROE	9.30	10.69	10.93	11.03
ROIC	5.92	6.68	6.67	6.84
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.79	42.44	41.63	40.72
净负债比率	0.00	-0.12	-0.23	-0.33
流动比率	1.78	1.88	2.02	2.15
速动比率	1.45	1.58	1.71	1.86
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.76	0.77	0.79
应收账款周转率	7.20	7.20	7.20	7.20
存货周转率	3.27	3.33	3.40	3.43
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	1.01	1.15	1.30
每股经营现金流	1.33	1.38	1.46	1.65
每股净资产	8.66	9.49	10.55	11.74
估值比率				
P/E	40.27	31.96	28.13	25.03
P/B	3.74	3.41	3.07	2.76
EV/EBITDA	24.05	20.24	17.72	15.49

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。