

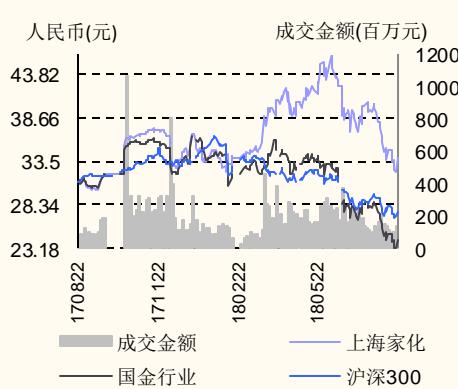
上海家化 (600315.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 33.93 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	671.25
总市值(百万元)	22,791.24
年内股价最高最低(元)	46.13/30.03
沪深 300 指数	3326.65
上证指数	2733.83

**相关报告**

1. 《百年品牌积淀，再赋增长新章-上海家化：百年品牌积淀，再赋增长...》，
2018.8.2

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

中报点评：品牌驱动战略持续推进，电商渠道逐步发力**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.321	0.586	0.794	1.010	1.235
每股净资产(元)	7.82	7.98	8.78	9.78	11.02
每股经营性现金流(元)	-0.05	1.14	0.82	1.49	1.68
市盈率(倍)	84.51	62.92	42.74	33.58	27.47
净利润增长率(%)	-90.23%	82.78%	35.05%	27.26%	22.26%
净资产收益率(%)	4.10%	7.34%	9.02%	10.30%	11.18%
总股本(百万股)	673.42	673.42	671.71	671.71	671.71

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018H1 实现营收 36.65 亿元，同比+9.29%。实现归母净利润 3.17 亿元，同比+40.89%；扣非归母净利润 2.38 亿元，同比+0.01%。Q2 单季实现营收 18.05 亿元，同比+8.24%，增速较 Q1 有所放缓；Q2 实现归母净利润 1.66 亿元，同比+45.73%；扣非归母净利润为 0.88 亿元，同比-40.60%。非经常性损益主要为计入报告期损益的与公司新工厂运营有关的政府补助。

经营分析

- 各品牌建设持续推进，汤美星整合初见成效，与 Church & Dwight 达成中国地区长期合作意向：佰草集品牌售价大于 400 元的产品在百货渠道零售占比从 35.8% 升至 41.2%；彩妆和面膜签约全新代言人李易峰。六神、美加净实现双位数增长，美加净 2018 年 YTD 护手霜及防晒全渠道分别同比+118% 和 47%。高夫线上店铺首次进入天猫美妆类目 TOP10，男士护理类目店铺排名 NO.1。汤美星实现营收 7.58 亿元，同比增长 7%（不考虑汇率影响）；实现净利润 2,409 万元，同比增长约 116%。公司与美国排名第一的小苏打生产商 Church & Dwight 达成合作意向，将成为其小苏打、牙膏、干发香波、女性洗液四个品类在中国大陆市场的独家合作商。
- 线下门店进一步拓展，6 月线上电商战绩亮眼：(1) 18H1 公司持续推进门店拓展，门店建设初具规模：商超门店 20 万家、农村直销车网点有近 9 万家店、百货及药房 2138 家、化妆品专营店约 1 万家、母婴店 3500 家。(2) 电商方面，京东、天猫超转直营后 618 战绩亮眼，6 月电商 GMV 同比增长 72%，京东、天猫超市、唯品会 6 月同比增长 54%、123%、51%。
- 毛利率趋稳，盈利能力有所提升：18H1 毛利率为 64.60%，同比减少 1.26pct，主要受原材料价格的波动及产品结构的影响。销售费用率同比提升 0.82pct 至 43.86%，主要系公司上半年新签彩妆及面膜代言人。管理费用同比增加 2.43%，管理费用率稍降 0.87pct 至 7.98%。财务费用率同比提升 0.51pct 至 1.06%，主要系(1) 去年末收购 Cayman A2, Ltd. 支付股权款，使本期银行存款利息收入减少，(2) Cayman A2, Ltd. 汇兑损失增加。18H1 净利率为 8.64%，同比+1.94pct。

投资建议

- 18-20 年预计归母净利润分别为 5.33/6.79/8.30 亿元，同比增长 35.05%/27.26%/22.26%。当前市值对应 PE 分别为 43/34/27 倍，维持“增持”评级。

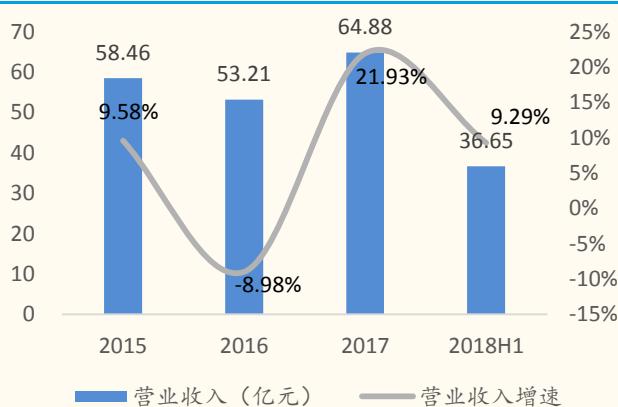
风险提示

- 市场竞争加剧、增速放缓、渠道结构变革

1.各品牌建设持续推进，汤美星整合初见成效

- **2018H1 实现营收 36.65 亿元，同比+ 9.29%。** 实现归母净利润 3.17 亿元，同比+40.89%；扣非归母净利润 2.38 亿元，同比+0.01%。Q2 单季实现营收 18.05 亿元，同比+8.24%，增速较 Q1 有所放缓；Q2 实现归母净利润 1.66 亿元，同比+45.73%；扣非归母净利润为 0.88 亿元，同比-40.60%。非经常性损益主要为计入报告期损益的与公司新工厂运营有关的政府补助。
- **2018H1 公司经营活动产生的现金流量净额 5.05 亿元，同比-15.95%，** 主要原因为公司支付了原青浦工厂拆迁补偿款的部分所得税，而去年同期则收到清算后退回的所得税。

图表 1: 2015-2018H1 营收 (亿元) 及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 2015-2018H1 归母净利润 (亿元) 及增速



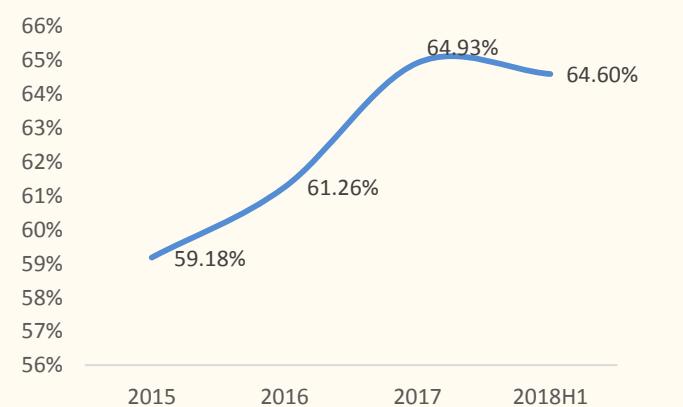
来源: Wind, 国金证券研究所

- **各品牌建设持续推进，汤美星整合初见成效：** 佰草集品牌御、凝、润三大高端系列 18 年 YTD 占百货零售整体近 40%；面膜系列上市半年，全网销售超过 200 万片，全新固态面膜上市后带动面膜同比+44%；售价大于 400 元的产品在百货渠道零售占比从 35.8% 升至 41.2%；彩妆和面膜签约全新代言人李易峰。六神、美加净持续年轻化方向，实现双位数增长，美加净 2018 年 YTD 护手霜及防晒全渠道分别同比+118% 和 47%。高夫线上店铺首次进入天猫美妆类目 TOP10，男士护理类目店铺排名 NO.1。启初全新推出“启初初芽清萃系列”产品，进一步完善了产品金字塔，收入实现高速增长。汤美星实现营收 7.58 亿元，同比增长 7%（不考虑汇率影响）；实现净利润 2,409 万元，同比增长约 116%。
- **与 Church & Dwight 达成中国地区长期合作意向：** 8 月，公司与美国领先的个人护理、家庭护理用品制造商及美国排名第一的小苏打生产商 Church & Dwight 达成中国地区长期合作意向。公司将成为其小苏打、牙膏、干发香波、女性洗液四个品类在中国大陆市场的独家合作商，负责该产品的全渠道推广及销售。通过此次合作，公司将进一步完善在“个人护理及家居护理”领域的品类布局。
- **线下门店进一步拓展，6 月线上电商战绩亮眼：** (1) 18H1 公司持续推进门店拓展，门店建设初具规模：商超门店 20 万家、农村直销车网点有近 9 万家店、百货及药房 2138 家、化妆品专营店约 1 万家、母婴店 3500 家。 (2) 电商方面，京东、猫超转直营后 618 战绩亮眼，6 月电商 GMV 同比增长 72%，京东、天猫超市、唯品会 6 月同比增长 54%、123%、51%。

2. 毛利率趋稳，盈利能力有所提升

- 18H1 毛利率为 64.60%，同比减少 1.26pct，主要受原材料价格的波动及产品结构的影响。销售费用同比增加 11.37%，销售费用率同比提升 0.82pct 至 43.86%，主要系公司为提升品牌长期竞争力，增加品牌传播投入，上半年新签彩妆及面膜代言人，确认广告代言费用。管理费用同比增加 2.43%，整体变化不大，管理费用率稍降 0.87pct 至 7.98%。财务费用同比增加 112.57%，财务费用率同比提升 0.51pct 至 1.06%，主要原因为：(1) 去年末收购 Cayman A2, Ltd. 支付股权款，使得本期银行存款利息收入减少，(2) Cayman A2, Ltd. 汇兑损失增加。18H1 净利率为 8.64%，同比+1.94pct。
- 为应对环保压力可能带来的原材料价格上涨和保障下半年销售，H1 公司增加了六神、佰草集和家安等品牌的库存备货，使得原材料有 20% 以上的增长，存货周转天数有所上升，18H1 存货周转天数为 121 天。应收账款周转天数基本稳定，18H1 为 49 天。应付账款周转天数有所上升，18H1 为 118 天。

图表 3: 2015-2018H1 毛利率



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 4: 2015-2018H1 净利率



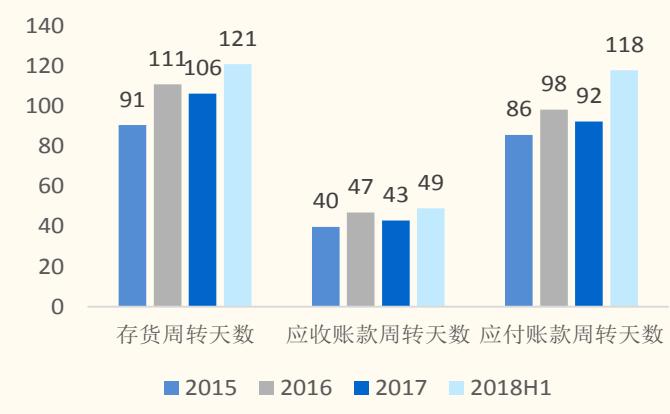
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 5: 2015-2018H1 销售、管理及财务费用率



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 6: 2015-2018H1 存货、应收账款、应付账款天数



来源：Wind, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	5,846	5,321	6,488	7,793	9,341	11,007
增长率	-9.0%	21.9%	20.1%	19.9%	17.8%	
主营业务成本	-2,386	-2,061	-2,276	-2,739	-3,288	-3,906
%销售收入	40.8%	38.7%	35.1%	35.1%	35.2%	35.5%
毛利	3,460	3,260	4,213	5,054	6,054	7,101
%销售收入	59.2%	61.3%	64.9%	64.9%	64.8%	64.5%
营业税金及附加	-53	-55	-58	-70	-84	-99
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-2,035	-2,384	-2,778	-3,273	-3,877	-4,513
%销售收入	34.8%	44.8%	42.8%	42.0%	41.5%	41.0%
管理费用	-605	-647	-1,004	-1,169	-1,383	-1,607
%销售收入	10.3%	12.2%	15.5%	15.0%	14.8%	14.6%
息税前利润 (EBIT)	767	174	373	542	710	882
%销售收入	13.1%	3.3%	5.8%	7.0%	7.6%	8.0%
财务费用	49	69	-30	-60	-53	-43
%销售收入	-0.8%	-1.3%	0.5%	0.8%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-27	10	-49	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益	1,787	21	146	150	150	150
%税前利润	68.4%	7.4%	30.6%	23.3%	18.3%	15.0%
营业利润	2,576	273	487	632	808	990
营业利润率	44.1%	5.1%	7.5%	8.1%	8.6%	9.0%
营业外收支	36	17	-11	10	10	10
税前利润	2,611	291	476	642	818	1,000
利润率	44.7%	5.5%	7.3%	8.2%	8.8%	9.1%
所得税	-401	-75	-81	-109	-139	-170
所得税率	15.4%	25.7%	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	2,210	216	395	533	679	830
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,210	216	395	533	679	830
净利率	37.8%	4.1%	6.1%	6.8%	7.3%	7.5%

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,477	2,330	1,331	1,739	2,688	3,762
应收账款	1,177	758	1,000	1,018	1,139	1,309
存货	677	594	750	788	856	910
其他流动资产	1,595	1,731	1,288	1,327	1,352	1,379
流动资产	6,926	5,413	4,370	4,872	6,034	7,359
%总资产	84.9%	70.9%	45.5%	47.9%	53.0%	57.8%
长期投资	238	648	756	756	756	756
固定资产	377	791	1,226	1,367	1,454	1,532
%总资产	4.6%	10.4%	12.8%	13.4%	12.8%	12.0%
无形资产	422	484	2,906	2,863	2,821	2,784
非流动资产	1,233	2,219	5,234	5,296	5,341	5,381
%总资产	15.1%	29.1%	54.5%	52.1%	47.0%	42.2%
资产总计	8,159	7,632	9,604	10,168	11,376	12,740
短期借款	0	0	22	0	0	0
应付款项	1,559	1,717	2,160	2,338	2,791	3,187
其他流动负债	520	152	325	381	457	596
流动负债	2,079	1,869	2,508	2,719	3,249	3,783
长期贷款	0	0	1,079	1,079	1,079	1,079
其他长期负债	352	499	641	460	460	460
负债	2,431	2,368	4,227	4,258	4,787	5,322
普通股股东权益	5,729	5,264	5,377	5,910	6,588	7,418
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	8,159	7,632	9,604	10,168	11,376	12,740

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	3.279	0.321	0.586	0.794	1.010	1.235
每股净资产	8.499	7.817	7.984	8.776	9.784	11.016
每股经营现金净流	0.655	-0.054	1.143	0.819	1.493	1.684
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	38.58%	4.10%	7.34%	9.02%	10.30%	11.18%
总资产收益率	27.08%	2.83%	4.11%	5.24%	5.97%	6.51%
投入资本收益率	11.32%	2.45%	4.71%	6.44%	7.69%	8.62%
增长率						
主营业务收入增长率	9.58%	-8.98%	21.93%	20.11%	19.87%	17.83%
EBIT增长率	-13.83%	-77.36%	115.13%	45.26%	30.99%	24.20%
净利润增长率	146.12%	-90.23%	82.78%	35.05%	27.26%	22.26%
总资产增长率	47.45%	-6.46%	25.83%	5.87%	11.88%	11.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.3	47.6	43.7	43.0	40.0	39.0
存货周转天数	91.9	112.5	107.8	105.0	95.0	85.0
应付账款周转天数	86.9	99.6	93.7	93.0	93.0	93.0
固定资产周转天数	14.0	14.2	16.7	15.8	12.7	10.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-60.70%	-44.27%	-4.27%	-11.18%	-24.42%	-36.17%
EBIT利息保障倍数	-15.7	-2.5	12.5	9.1	13.5	20.8
资产负债率	29.79%	31.03%	44.02%	41.88%	42.08%	41.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-08-02	增持	37.41	41.00~41.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH