

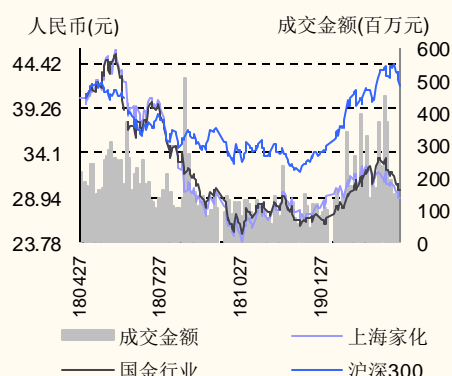
上海家化 (600315.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 28.91 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)	19,405.79
年内股价最高最低(元)	46.13/23.78
沪深 300 指数	3889.28
上证指数	3086.40



相关报告

1. 《18 年扣非归母净利润同比+38%，佰草集焕新之路开启，公司经...》，2019.3.13
2. 《18Q1-Q3 扣非归母净利润同比+15%，品牌战略持续推进-...》，2018.10.30
3. 《中报点评：品牌驱动战略持续推进，电商渠道逐步发力-中报点评：...》，2018.8.22
4. 《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...》，2018.8.22

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

19Q1 业绩点评：积极调整社会库存，佰草集焕新之路值得期待

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.579	0.805	0.925	1.066	1.214
每股净资产(元)	7.98	8.66	9.34	10.16	11.12
每股经营性现金流(元)	1.28	1.33	1.05	1.45	1.67
市盈率(倍)	63.73	33.91	31.24	27.13	23.82
净利润增长率(%)	80.45%	38.63%	14.96%	15.16%	13.88%
净资产收益率(%)	7.25%	9.30%	9.90%	10.49%	10.91%
总股本(百万股)	673.42	671.25	671.25	671.25	671.25

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019Q1 公司实现营收 19.54 亿元，同比+5.03%；归母净利润 2.33 亿元，同比+54.84%；扣非归母净利润 1.61 亿元，同比+6.69%。其中非经常性损益主要包括持有的交易性金融资产等的投资收益 7,055 万元、非流动资产处置收益 1,123 万元、所得税影响额-1,285 万元等合计 7,273 万元。

经营分析

- 分品牌来看，佰草集受经销商去社会库存影响收入略有下滑，六神、启初实现双位数增长，高夫实现个位数增长，玉泽、家安实现 50%+ 增长。分品类来看，2018 年美容护肤实现营收 4.37 亿元，个人护理实现营收 14.55 亿元，家居护理实现营收 5.937 亿元。分渠道来看，Q1 电商全渠道全品牌 GMV 同比+26%，预计开票收入基本持平；百货渠道收入有所下滑，KA、CS 及特渠收入同比实现增长。
- 19Q1 毛利率同比-4.55pct，销售费用率同比-1.65pct，存货周转天数同比下降 9 天：19Q1 公司毛利率为 62.17%，同比-4.55pct，下降的主要原因包括①毛利率较高的佰草集本季度主要积极调整社会库存，在公司收入端销售占比有所下降；②新工厂投入使用运营成本有所增加。公司销售费用率控制良好，同比-1.65pct 至 42.33%。19Q1 公司存货周转天数为 109 天，同比下降 9 天；应收账款周转天数为 49 天，同比增加 1 天；应付账款周转天数为 101 天，同比下降 6 天；净营业周期为 57 天，基本保持稳定。
- 展望 2019，公司将持续重点投入佰草集：品牌定位方面，佰草集品牌将守住本草、高端、中医药的品牌调性，功效聚焦“抗初老”，符合消费趋势。产品方面，佰草集今年夏季主推冻干面膜，冬季主推新太极系列，聚焦资源投入，打造明星单品。传播方面，公司将全力提升新客数量，充分利用口碑营销传播平台提升传播效率。经过一季度的社会库存调整，佰草集 2019 年的品牌焕新之路值得期待。

投资建议

- 19-21 年预计归母净利润分别为 6.21/7.15/8.15 亿元，当前市值对应 PE 分别为 31/27/24 倍，维持评级。

风险提示

- 市场竞争加剧、消费增速放缓、渠道结构变革

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	5,321	6,488	7,138	7,908	8,792	9,781
增长率		21.9%	10.0%	10.8%	11.2%	11.3%
主营业务成本	-2,061	-2,276	-2,656	-2,958	-3,299	-3,696
%销售收入	38.7%	35.1%	37.2%	37.4%	37.5%	37.8%
毛利	3,260	4,213	4,482	4,950	5,493	6,085
%销售收入	61.3%	64.9%	62.8%	62.6%	62.5%	62.2%
营业税金及附加	-55	-58	-56	-62	-69	-76
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-2,384	-2,778	-2,901	-3,163	-3,517	-3,864
%销售收入	44.8%	42.8%	40.6%	40.0%	40.0%	39.5%
管理费用	-647	-1,004	-883	-1,107	-1,178	-1,296
%销售收入	12.2%	15.5%	12.4%	14.0%	13.4%	13.3%
息税前利润 (EBIT)	174	373	642	618	730	849
%销售收入	3.3%	5.8%	9.0%	7.8%	8.3%	8.7%
财务费用	69	-30	-61	-59	-58	-46
%销售收入	-1.3%	0.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.5%
资产减值损失	10	-49	-60	0	0	0
公允价值变动收益	0	-2	-3	0	0	0
投资收益	21	146	130	130	130	137
%税前利润	7.4%	30.9%	20.1%	17.6%	15.3%	14.1%
营业利润	273	482	646	740	852	970
营业利润率	5.1%	7.4%	9.1%	9.4%	9.7%	9.9%
营业外收支	17	-11	0	0	0	0
税前利润	291	471	646	740	852	970
利润率	5.5%	7.3%	9.1%	9.4%	9.7%	9.9%
所得税	-75	-81	-106	-118	-136	-155
所得税率	25.7%	17.3%	16.4%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	216	390	540	621	715	815
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	216	390	540	621	715	815
净利率	4.1%	6.0%	7.6%	7.9%	8.1%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	216	390	540	621	715	815
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	136	234	257	201	237	296
非经营收益	-76	-145	10	-48	-46	-60
营运资金变动	-222	383	87	-69	65	71
经营活动现金净流	54	862	895	706	971	1,121
资本开支	-480	-524	-382	-252	-661	-770
投资	-234	904	-513	0	100	100
其他	141	152	54	130	130	137
投资活动现金净流	-574	532	-842	-122	-431	-533
股权募资	0	0	0	6	0	0
债权募资	0	-12	-19	-177	-155	-76
其他	-676	-2,099	-204	-250	-252	-245
筹资活动现金净流	-676	-2,111	-223	-421	-407	-320
现金净流量	-1,195	-717	-170	163	133	268

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,330	1,331	1,105	1,268	1,401	1,669
应收账款	758	1,000	1,066	1,156	1,285	1,430
存货	594	750	875	891	994	1,114
其他流动资产	1,731	1,288	1,731	1,727	1,635	1,545
流动资产	5,413	4,370	4,777	5,042	5,316	5,759
%总资产	70.9%	45.5%	47.0%	48.1%	47.6%	47.6%
长期投资	648	756	984	984	984	984
固定资产	791	1,226	1,206	1,253	1,668	2,128
%总资产	10.4%	12.8%	11.9%	12.0%	14.9%	17.6%
无形资产	484	2,906	2,885	2,889	2,897	2,912
非流动资产	2,219	5,234	5,383	5,434	5,858	6,332
%总资产	29.1%	54.5%	53.0%	51.9%	52.4%	52.4%
资产总计	7,632	9,604	10,160	10,476	11,174	12,091
短期借款	0	22	6	231	76	0
应付款项	1,717	2,160	2,336	2,383	2,644	2,942
其他流动负债	152	325	350	336	381	429
流动负债	1,869	2,508	2,691	2,950	3,101	3,370
长期贷款	0	1,079	1,073	1,073	1,073	1,073
其他长期负债	499	641	583	181	181	181
负债	2,368	4,227	4,347	4,204	4,355	4,624
普通股股东权益	5,264	5,377	5,813	6,272	6,820	7,467
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,632	9,604	10,160	10,476	11,174	12,091

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.321	0.579	0.805	0.925	1.066	1.214
每股净资产	7.817	7.984	8.660	9.344	10.160	11.124
每股经营现金净流	0.080	1.280	1.333	1.051	1.447	1.671
每股股利	0.990	0.100	0.180	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	4.10%	7.25%	9.30%	9.90%	10.49%	10.91%
总资产收益率	2.83%	4.06%	5.32%	5.93%	6.40%	6.74%
投入资本收益率	2.45%	4.70%	5.90%	6.77%	7.61%	8.27%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.98%	21.93%	10.01%	10.78%	11.19%	11.25%
EBIT增长率	-77.36%	115.13%	31.86%	25.59%	18.05%	16.37%
净利润增长率	-90.23%	80.45%	38.63%	14.96%	15.16%	13.88%
总资产增长率	-6.46%	25.83%	5.79%	3.11%	6.66%	8.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.6	43.7	50.0	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	112.5	107.8	111.7	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	99.6	93.7	103.9	104.0	104.0	104.0
固定资产周转天数	14.2	16.7	60.8	52.4	56.1	60.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.27%	-4.27%	-0.47%	0.56%	-3.71%	-7.99%
EBIT利息保障倍数	-2.5	12.5	8.1	10.5	12.6	18.3
资产负债率	31.03%	44.02%	42.79%	40.13%	38.97%	38.25%

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	3	19	22	31
增持	0	0	6	6	9
中性	1	2	4	4	5
减持	0	0	1	1	2
评分	3.00	1.80	1.57	1.52	1.53

来源：贝格数据

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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