

产能扩张提升未来生产供给，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2019 年第一季度公司实现营业收入 19.54 亿元，同比增长 5.03%；实现归属净利润 2.33 亿元，同比增长 54.84%；实现归属母公司扣非净利润 1.60 亿元，同比增长 6.69%。经营现金流量净额为 2.67 亿元，较上年减少 1.67%。

2. 我们的分析与判断

(一) 一季度规模增长 0.93 亿元，扣非后业绩提升 0.10 亿元

2019 年一季度公司实现营业收入 19.54 亿元，较上年同期增加 0.93 亿元；从主要产品的营收角度来看，美容护肤/个人护理/家居护理分别实现营收 4.37/14.55/5.93 亿元，对应贡献营收增量分别为 -1.31/2.09/0.18 亿元，实现 YOY-23.03%/16.83%/44/49%。三大主营产品类型中仅有美容护肤类产品的销售均价下滑 7.42%，个人护理与家居护理产品的一季度均价分别上扬 3.28%/3.42%。

本期公司实现归属上市公司股东的净利润为 2.33 亿元，较上年同期增长 0.83 亿元；扣非归母净利同比增长 0.10 亿元。归母净利润的主要增长源于会计准则发生变更，本期开始以企业持有金融资产的“业务模式”和“金融资产合同现金流量特征”作为金融资产分类的判断依据，因此银行理财、股票和基金等交易性金融资产公允价值变动损益项目增长 0.70 亿元。

(二) 综合毛利率下降 4.55pct，期间费用率下滑 3.24pct

公司 2019 年一季度综合毛利率为 62.17%，相较去年同期下降 4.55 个百分点，主要受到产品结构调整以及新工厂折旧增厚成本的影响。本期营业成本同比增长 19.39%，涨幅明显高于营收的增速，公司生产所需的原材料中皂粒油脂、表面活性剂、溶剂和包装物价格均出现不同程度的下滑，仅有营养药物添加剂价格上涨。

公司 2019 年一季度销售净利率为 11.94%，同比上升 3.84 个百分点。净利率上升来源于期间费用率出现回落，2019 年一季度公司的期间费用率为 55.66%，相比上年减少 3.24 个百分点。本期销售/管理（包含研发）/财务费用率分别为 42.33%/12.56%/0.77%，较去年同期分别减少 1.65/1.25/0.35 个百分点；其中管理费用中包含研发费用 0.31 亿元，对应研发费用率为 1.60%。

上海家化(600315.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

■：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯萱

■：(8610) 83574089

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间 2019.04.26



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

上海家化 (600315.SH) 2017 年中报跟踪_内生端增长符合预期，新模式逐步确立 20170817

上海家化 (600315.SH) 2017 年年报跟踪_品牌及渠道资产逐渐树立，一八年有望进入快速发展期 20180321

【中国银河研究院_李昂团队】公司年报点评_零售行业_上海家化(600315.SH)_一八年业绩符合预期，维持推荐_20190313

(三) 品牌矩阵布局多样化，匹配线上线下渠道共发展

上海家化以新零售时代的消费者趋势为核心，不断优化品牌布局，其中佰草集、汤美星、双妹顺应高端化趋势，美加净、六神持续年轻化，高夫、启初、玉泽、家安满足细分化需求，整体品牌矩阵逐步丰富完善。通过全域营销，六神、美加净、高夫、启初等品牌知名度显著上升。

公司计划2019年，品牌将围绕“数字赋能、品质营销”开展工作，具体体现在定位“准”、产品“热”、营销“优”、渠道“专”。在渠道搭建方面，上海家化的主要战略是全渠道、全覆盖，线上与线下相融合，渠道与品牌相匹配共同发展；目前现有的八大渠道包括：线下销售的经销商分销、直营KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外；线上销售的电商、特殊渠道。各个渠道匹配不同的品牌与品类定位，例如经销商分销和KA系统助力新品牌、新品类销售增长，并通过跨品牌联合促销互相引流带来单产提高；百货渠道通过终端形象优化，尝试推广养美空间单品牌店模式，力争实现门店单产提高和应收有效控制；海外渠道在加大美洲、非洲推广力度的同时，积极拓展柬埔寨和香港市场，佰草集品牌入驻亚马逊并进入欧洲市场。

(四) 研发生产环节品质把关，新工厂支持未来产能与供给的提升

公司在原料把控、配方开发、产品生产与储运的各个环节最大程度地保证产品的安全性。其中负责公司生产主力的新工厂青浦跨越工厂已于2018年6月起投入使用，设计产能为6亿件/年，是原中央工厂的5倍。目前产能利用率为40%，生产力已较原中央工厂提高150%，预计随着工厂各部分陆续投入运营，产能利用率将不断提高，至少达到原先80%的水平。新工厂的建设投产不但满足了公司自身发展需要以及供应链生产布局优化的需求，而且项目投产后工厂的生产能力、供应保障能力及智能制造水平均实现全面提升。先进、智能化的工厂确保公司能够持续为消费者提供高品质的产品。在原材料采购方面，在上游原材料供应压力较大的情况下通过关键材料供应商的二元化、提前备货及与供应商的战略合作等手段保障供应。

3. 投资建议

公司稳步推进战略有效落地，提升公司业绩及运营效率。在品牌推广方面，公司集中资源全方位打造优质品牌，积极推进品牌高端化、年轻化、细分化进程，品牌矩阵中的各个拳头品牌在影响力和市场占有上均具有一定优势。在渠道创新方面，公司各渠道根据品牌规划积极布局，深耕传统线下渠道，发展新兴线上渠道，协同发展。在研发先行方面，公司不断提高研发投入，提高研发效率，保障产品质量安全的同时创新运用新技术。在供应保障方面，公司按计划将新工厂投产运营，做到了新老工厂的无缝、不停工的顺利衔接，大幅提高生产力。因此我们维持公司2019/2020/2021实现营收84.04 /99.62 /118.23亿元，净利润7.20 /8.58 /10.03亿元的预测；对应PS2.31 /1.95 /1.64倍，对应PE27/23/19倍，维持“推荐评级”。

4. 风险提示

日化行业发展不及预期；市场竞争加剧，行业集中度降低；品牌渠道推广不及预期。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 1: 盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (单位: 百万元)	6488.25	7137.95	8403.82	9961.60	11822.58
增长率(%)	21.93%	10.01%	17.73%	18.54%	18.68%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	389.80	540.38	720.00	858.36	1003.37
增长率(%)	80.45%	38.63%	33.24%	19.22%	16.89%
EPS (元/股)	0.579	0.805	1.073	1.279	1.495
销售毛利率	64.93%	62.79%	62.99%	62.99%	62.99%
净资产收益率(ROE)	7.25%	9.30%	11.41%	12.44%	13.21%
市盈率(P/E)	50	36	27	23	19
市净率(P/B)	3.62	3.34	3.08	2.81	2.56
市销率(P/S)	3.00	2.72	2.31	1.95	1.64

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2019年4月26日收盘价）

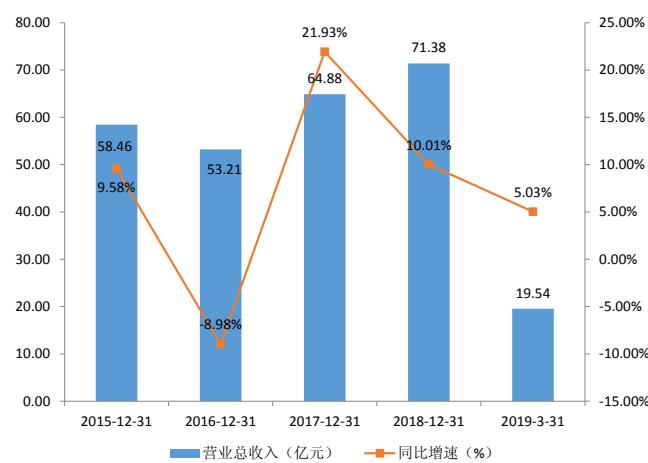
表 2: 可比公司最新估值情况

境内可比公司						
	青岛金王	中顺洁柔	御家汇	珀莱雅	拉芳家化	均值
PE	18	31	37	49	17	30
PB	1.37	3.2	3.5	7.8	1.66	3.51
PS	0.74	2.18	2.18	5.92	3.06	2.82
境外可比公司						
	雅诗兰黛	欧莱雅	宝洁公司	联合利华	资生堂	均值
PE	40	31	25	10	121	45
PB	10.71	4.47	4.91	4.92	6.5	6.302
PS	3.39	4.27	3.89	1.09	2.74	3.076

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

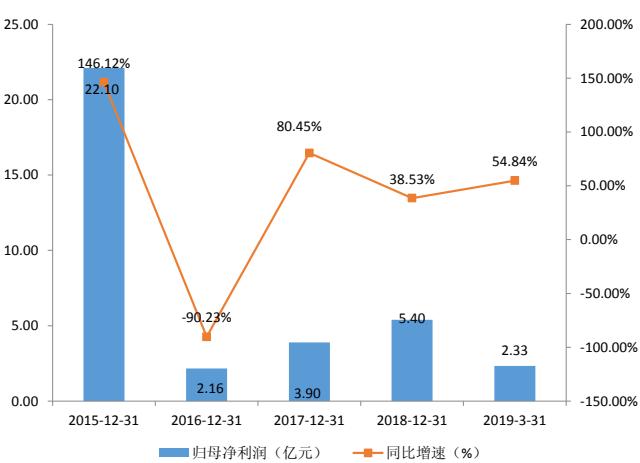
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2015-2019Q1 营业收入(亿元)及同比(%)

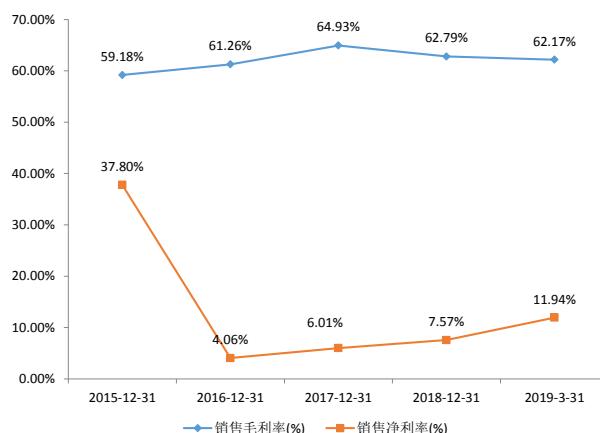


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

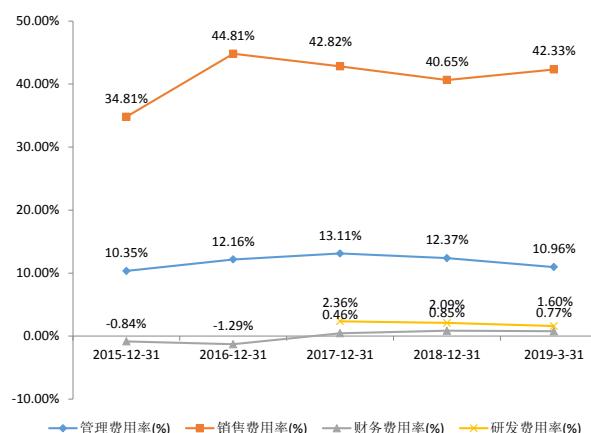
图 2: 2015-2019Q1 归母净利润(亿元)及同比(%)



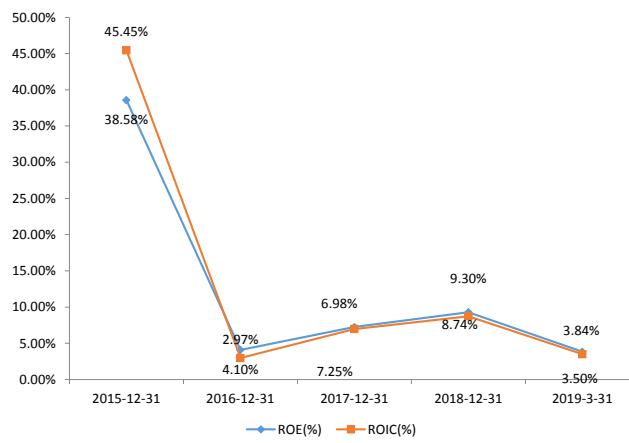
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3: 2015-2019Q1 毛利率(%)和净利率(%)变动情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4: 2015-2019Q1 费用率(%)变动情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5: 2015-2019Q1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3: 2019 年一季度主要产品的产量、销量及收入实现情况

主要产品	产量(支)	销量(支)	营业收入(元)
美容护肤	16,813,680	17,990,477	436,728,184
个人护理	118,757,971	149,054,572	1,455,145,008
家居护理	7,386,542	6,006,601	59,365,790

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 4: 2019 年一季度主要产品价格变动情况

主要产品	2018 年 1-3 月	2019 年 1-3 月	变动比率%
	平均售价	平均售价	
	(元/支)	(元/支)	
美容护肤	26.22	24.28	-7.24
个人护理	9.45	9.76	3.28
家居护理	9.56	9.88	3.42

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3.重大事项进展跟踪

表 5:上海家化 2019 年一季度重大事项进展

事件类型	内容
土地征用	青浦区徐泾镇房屋土地征收补偿工作办公室需整体征收公司控股子公司上海家化生物医药科技有限公司位于徐泾镇崧泽大道 958 号的土地，公司将获得各类搬迁补偿共计 1.938 亿元人民币（非经常性损益项目）。该土地及房屋的账面原值为 3033 万元，截止 2019 年 1 月，账面净值为 1668 万元。公司收到基于公允价值确定的土地、房屋、附属设施及装修补偿金，扣除土地、房屋及设备账面价值后，预计将确认资产处置收益约 1.2 亿。收到的其他各类补偿款及奖励等将计入递延收益，后续按政府补助的相关规定核算。由于公司已在新跨跃工厂内建成了新的生物科技公司厂房，目前已投入生产，此次动迁对公司生产经营没有影响。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4.公司前十大股东情况跟踪

表 6: 上海家化前十大股东情况（更新自 2019 年一季报）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量 变动(万股)	占总股本 比例 (%)	持股比例变动 (%)	股本性质
1	上海家化(集团)有限公司		31,713.25		47.25		境内非国有法人
2	上海久事(集团)有限公司	减少	3,084.29	-5.00	4.60	-0.01	国有法人
3	上海重阳战略投资有限公司-重阳 战略聚智基金		1,897.12		2.83		其他
4	中国平安人寿保险股份有限公司- 传统-普通保险产品		1,756.79		2.62		境内非国有法人
5	香港中央结算有限公司(陆股通)	增加	1,373.66	137.64	2.05	0.21	境外法人
6	上海重阳战略投资有限公司-重阳 战略同智基金		1,060.01		1.58		其他
7	上海太富祥尔股权投资基金合伙 企业(有限合伙)		1,022.66		1.52		境内非国有法人
8	上海重阳战略投资有限公司-重阳 战略才智基金		776.45		1.16		其他
9	国泰君安证券资管-建设银行-国 泰君安资管计划	新增	745.97	745.97	1.11	1.11	其他
10	重阳集团有限公司		553.47		0.82		其他
合计			43,983.67		65.53		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn