

2019年10月24日

上海家化 (600315.SH)

公司快报

三季度业绩有所调整，太极精华新品有望推升营收增速

事件

公司披露三季报。前三季度公司实现营收 57.35 亿元，同比增长 5.81%，归母净利润 5.40 亿元，同比增长 19.09%，扣非净利 3.80 亿元，同比增长 2.00%，基本每股收益 0.81 元。

其中三季度公司实现营收 18.13 亿元，同比增长 3.3%，归母净利润 9649 万元，同比下降 30%，扣非归母净利 1.19 亿元，同比下降 11.33%。

投资要点

◆ **三季度营收增速有所放缓，期间费率提升使扣非净利承压：**上海家化前三季度分别实现营收增长 5.0%、9.1%、3.3%，三季度维持低个位数营收增速，增速环比略有放缓主要源于占比较大的个人护理品类仅实现低个位数增长。前三季度公司净利润分别增长 55%、27%、-30%，三季度增速大幅降低，主要源于持有金融资产公允价值变动损失 2777 万元，一季度持有金融资产取得 7055 万元非经常受益，二季度子公司动迁确认资产处置受益 1.27 亿元。剔除非经常损益后，前三季度公司扣非净利润增速分别约 6.7%、14%、-11%，三季度增速承压主要源于营销推广使期间费用率提升。

◆ **三季度美容护肤销量回暖，个人护理低个位数增长：**分品类看，三季度美容护肤、个人护理、家居护理品类营收占比分别约 30%、66%、4%，前三季度美容护肤营收占比持续提升。三季度，涵盖佰草集、美加净等品牌的美容护肤品类销量增速环比回暖，前三季度美容护肤销量增速约-4%、-5%、1%，三季度营收增速放缓至 1.3%。包括六神、高夫等品牌的个人护理品类三季度销量及营收增速均环比放缓，分别约为 1.7%、3.1%。另有家居护理保持 25%左右的较快增速。整体来看，美容护肤销量回暖不改营收增速放缓趋势，占比最大的个人护理低个位数增长。

◆ **市场推广使期间费用率提升，三季度净利率同比降低：**盈利能力方面，三季度公司毛利率同比提升 1.94pct 至 60.95%，广告营销使销售费用率及管理费用率有所上行，单季度期间费用率合计提升 2.46pct 至 54.06%，另有三季度非经常损益为负，季度净利率下降 2.48pct 至 5.32%，影响公司净利润增速。存货方面，三季度末公司存货同比降低 8.3%，存货周转天数较上半年环比微升 1%至 112 天。现金流方面，销售商品现金流入同比增加 3.5%至 59.84 亿元，经营活动现金流出同比增加 6.0%至 54.93 亿元，最终公司经营活动现金流量净额同比微升 1%至 7.25 亿元。

◆ **投资建议：**上海家化是我国知名日化企业之一，日化品类有望凭借细分市场领先地位取得稳健增长，美妆品类有望迎来国产化妆品品牌发展机遇。三季度末佰草集太极精华新品上市，或将推动品牌营收增速回升。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.96、1.04 和 1.16 元。净资产收益率分别为 10.4%、10.4%和 10.7%。目前公司 PE (2019E) 约为 37 倍，维持“买入-B”建议。

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2019-10-24)

35.18 元

交易数据

总市值(百万元)	23,614.52
流通市值(百万元)	23,614.52
总股本(百万股)	671.25
流通股本(百万股)	671.25
12个月价格区间	23.70/37.56 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.33	14.45	22.62
绝对收益	8.12	15.87	35.96

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

上海家化：品牌营销初见成效，二季度收入、扣非净利润增速环比回升 2019-08-16

上海家化：美妆或迎拐点，家化重新起航 2019-04-02

上海家化：个人护理带动营收稳健增长，费用控制推升净利润增速 2019-03-13

◆ **风险提示:** 1. 社会消费品零售增速放缓; 2. 佰草集等美妆品牌渠道改善仍存不确定性; 3. 海外品牌对高端化妆品市场影响较大; 4. 公司未来广告营销或推升费用率。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6,488.2	7,137.9	7,635.4	8,698.1	9,653.8
同比增长(%)	21.9%	10.0%	7.0%	13.9%	11.0%
营业利润(百万元)	482.3	646.3	779.5	839.5	939.7
同比增长(%)	76.5%	34.0%	20.6%	7.7%	11.9%
净利润(百万元)	389.8	540.4	643.6	697.7	779.1
同比增长(%)	80.4%	38.6%	19.1%	8.4%	11.7%
每股收益(元)	0.58	0.81	0.96	1.04	1.16
PE	60.6	43.7	36.7	33.8	30.3
PB	4.4	4.1	3.8	3.5	3.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,488.2	7,137.9	7,635.4	8,698.1	9,653.8	年增长率					
减: 营业成本	2,275.6	2,655.9	2,874.4	3,251.5	3,594.8	营业收入增长率	21.9%	10.0%	7.0%	13.9%	11.0%
营业税费	57.6	55.6	68.7	74.4	81.5	营业利润增长率	76.5%	34.0%	20.6%	7.7%	11.9%
销售费用	2,778.1	2,901.4	3,016.0	3,435.7	3,813.3	净利润增长率	80.4%	38.6%	19.1%	8.4%	11.7%
管理费用	1,003.7	883.3	916.2	1,043.8	1,158.5	EBITDA 增长率	115.8%	49.4%	8.5%	7.2%	8.0%
财务费用	29.8	60.9	63.7	65.7	40.0	EBIT 增长率	128.7%	51.5%	19.0%	7.4%	8.2%
资产减值损失	49.0	60.3	54.6	57.5	56.1	NOPLAT 增长率	178.6%	39.6%	18.6%	7.6%	8.1%
加: 公允价值变动收益	-2.1	-2.8	-	-	-	投资资本增长率	103.5%	12.4%	-8.8%	-7.6%	-14.3%
投资和汇兑收益	145.5	129.9	137.7	70.0	30.0	净资产增长率	2.1%	8.1%	6.7%	8.5%	8.7%
营业利润	482.3	646.3	779.5	839.5	939.7						
加: 营业外净收支	-11.1	-0.1	-5.6	-2.8	-4.2	盈利能力					
利润总额	471.2	646.2	773.9	836.7	935.5	毛利率	64.9%	62.8%	62.4%	62.6%	62.8%
减: 所得税	81.4	105.9	130.3	138.9	156.4	营业利润率	7.4%	9.1%	10.2%	9.7%	9.7%
净利润	389.8	540.4	643.6	697.7	779.1	净利润率	6.0%	7.6%	8.4%	8.0%	8.1%
						EBITDA/营业收入	8.6%	11.7%	11.9%	11.2%	10.9%
						EBIT/营业收入	7.2%	9.9%	11.0%	10.4%	10.1%
						偿债能力					
						资产负债率	44.0%	42.8%	46.8%	39.0%	42.9%
						负债权益比	78.6%	74.8%	87.9%	63.8%	75.1%
						流动比率	1.74	1.78	1.41	1.55	1.54
						速动比率	1.44	1.45	1.12	1.33	1.29
						利息保障倍数	15.68	11.63	13.24	13.78	24.47
						营运能力					
						固定资产周转天数	14	37	56	49	44
						流动营业资本周转天数	49	39	38	21	4
						流动资产周转天数	271	231	261	247	244
						应收账款周转天数	48	51	60	55	48
						存货周转天数	37	41	52	44	37
						总资产周转天数	478	498	514	469	444
						投资资本周转天数	171	221	209	169	135
						费用率					
						销售费用率	42.8%	40.6%	39.5%	39.5%	39.5%
						管理费用率	15.5%	12.4%	12.0%	12.0%	12.0%
						财务费用率	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%	0.4%
						三费/营业收入	58.7%	53.9%	52.3%	52.3%	51.9%
						投资回报率					
						ROE	7.3%	9.3%	10.4%	10.4%	10.7%
						ROA	4.1%	5.3%	5.5%	6.3%	6.1%
						ROIC	20.9%	14.3%	15.1%	17.8%	20.9%
						分红指标					
						DPS(元)	0.18	0.25	0.29	0.31	0.35
						分红比率	31.1%	31.1%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%
资产负债表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,331.0	1,105.5	1,527.1	1,739.6	2,729.5	EPS(元)	0.58	0.81	0.96	1.04	1.16
交易性金融资产	-	-	-	-	-	BVPS(元)	8.01	8.66	9.24	10.02	10.89
应收账款	990.4	1,030.3	1,514.8	1,166.1	1,408.3	PE(X)	60.6	43.7	36.7	33.8	30.3
应收票据	10.0	1.1	49.8	17.9	8.9	PB(X)	4.4	4.1	3.8	3.5	3.2
预付账款	63.3	78.3	113.4	81.7	114.0	P/FCF	-38.8	4,138.4	34.6	58.2	19.0
存货	750.4	874.8	1,312.9	800.5	1,196.6	P/S	3.6	3.3	3.1	2.7	2.4
其他流动资产	1,224.9	1,687.4	1,771.8	1,860.4	1,953.4	EV/EBITDA	40.0	26.8	23.8	21.4	18.7
可供出售金融资产	548.6	707.5	742.9	780.0	819.0	CAGR(%)	21.4%	13.0%	43.9%	21.4%	13.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	2.8	3.4	0.8	1.6	2.3
长期股权投资	207.0	276.2	276.2	276.2	276.2	ROIC/WACC	2.0	1.4	1.5	1.7	2.0
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	297.1	1,188.9	1,194.3	1,193.7	1,189.5						
在建工程	928.9	17.5	8.7	4.4	2.2						
无形资产	821.8	816.3	794.0	772.7	754.3						
其他非流动资产	2,430.6	2,376.2	2,346.4	2,330.2	2,349.8						
资产总额	9,604.0	10,160.1	11,652.3	11,023.4	12,801.6						
短期债务	18.5	-	321.6	95.2	-						
应付账款	2,075.2	827.6	2,046.8	1,351.8	2,502.6						
应付票据	-	-	-	-	-						
其他流动负债	414.3	1,863.8	2,082.0	2,205.6	2,311.9						
长期借款	1,078.7	1,072.5	387.3	-	-						
其他非流动负债	640.6	583.0	612.2	642.8	674.9						
负债总额	4,227.4	4,347.0	5,449.9	4,295.5	5,489.4						
少数股东权益	-	-	-	-	-						
股本	673.4	671.2	671.2	671.2	671.2						
留存收益	4,645.9	5,045.2	5,531.1	6,056.7	6,641.0						
股东权益	5,376.6	5,813.1	6,202.4	6,727.9	7,312.3						
现金流量表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	389.8	540.4	643.6	697.7	779.1						
加: 折旧和摊销	185.4	196.6	65.7	68.7	71.9						
资产减值准备	49.0	60.3	-	-	-						
公允价值变动损失	2.1	2.8	-	-	-						
财务费用	51.1	62.4	63.7	65.7	40.0						
投资损失	-145.5	-129.9	-137.7	-70.0	-30.0						
少数股东损益	-	-	-	-	-						
营运资金的变动	1,060.8	990.3	409.2	312.1	515.3						
经营活动产生现金流量	861.8	894.7	1,044.5	1,074.3	1,376.3						
投资活动产生现金流量	532.1	-841.8	62.4	-9.6	-56.0						
融资活动产生现金流量	-2,102.6	-220.3	-685.3	-852.1	-330.3						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn