

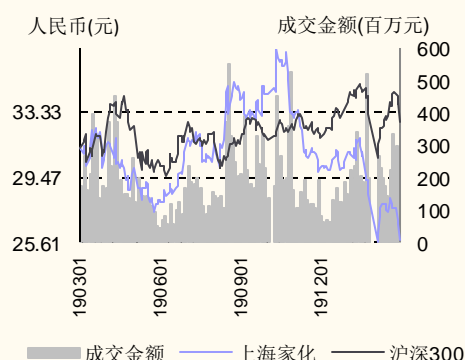
## 上海家化 (600315.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 25.74 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.71
已上市流通 A 股(亿股)	6.71
总市值(亿元)	172.78
年内股价最高最低(元)	28.20/25.61
沪深 300 指数	3940
上证指数	2880



## 相关报告

- 1.《3Q 单季增速放缓, 佰草集复苏稳步推进, 太极精华上市表现值得期...》, 2019.10.25
- 2.《中报点评: 运营逐季改善, 品牌建设持续推进-中报点评: 运营逐季...》, 2019.8.16
- 3.《19Q1 业绩点评: 积极调整社会库存, 佰草集焕新之路值得期待-...》, 2019.4.28
- 4.《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

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

## 19 营销加大拖累业绩, 期待品牌建设长期效果

## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.81	0.83	0.70	0.77	0.86
每股净资产(元)	8.66	9.36	9.81	10.33	10.94
每股经营性现金流(元)	1.33	1.01	0.44	1.34	1.33
市盈率(倍)	33.91	37.28	36.96	33.47	29.94
净利润增长率(%)	38.63%	3.09%	-16.09%	10.44%	11.77%
净资产收益率(%)	9.30%	8.86%	7.10%	7.45%	7.86%
总股本(百万股)	671.25	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

- 2020 年 2 月 19 日公司发布 2019 年报: 2019 年实现营收 75.97 亿元, 同比+6.43%; 归母净利润 5.57 亿元, 同比+3.09%; 扣非归母净利润 3.79 亿元, 同比-16.91% (非经常性损益包括生物医药公司动迁确认资产处置收益、平安基金公允价值变动收益等 1.78 亿元)。其中, 公司 Q4 单季实现营收 18.62 亿元, 同比+8.38%; 归母净利润 0.17 亿元, 同比-80.76%。

## 经营分析

- 第一梯队品牌仍在调整期, 二梯队品牌实现良好增长: 2019 年, 从品牌规模来看, 第一梯队品牌仍处于调整期, 其中六神低单位数增长, 佰草集低单位数下跌, 高夫两位数下跌, 美加净高单位数下跌; 第二梯队品牌表现良好, 其中玉泽同比+80%以上, 启初同比+25%以上, 家安同比+40%以上, 片仔癀同比+35%以上; 海外并购品牌汤美星稳健增长, 收入 17.03 亿元, 同比+4.28%, 净利润 8,612 万元, 同比+14.40%。
- 电商运营改善, 商超及 CS 保持稳健, 百货渠道压力较大: 2019 年, 线上实现收入 25.83 亿元, 同比+30.01%, 其中电商同比+20%以上, 特渠同比+50%以上。线下收入 50.08 亿元, 同比-2.62%, 其中百货近 20% 下跌, 依然受到来自国际大牌竞争压力; 商超、CS 渠道及母婴渠道保持小个位数增长。截至 2019 年底, 公司线下渠道覆盖百货近 1500 家、CS 店约 1.3 万家、母婴店近 6000 家、商超 20 万家。
- 销售及营销费用加大投入, 令全年尤其 Q4 盈利能力承压, 长期品牌建设效果待观察: 2019 年公司主营业务毛利率 61.87%, 同比-0.95pct, 主要受到新工厂投入使用折旧摊销增加、低毛利面膜占比提升影响。销售费用率 42.18%, 同比+1.53pct, 主要原因为加大对于电商、直播等投入, 目前公司社交媒体投入占比提升至 50%以上。管理、研发费用率分别为 12.4%、2.27%, 保持稳定。从营运能力来看, 净营业周期有所增加, 其中存货周转天数 112 天, 与去年基本持平; 应收账款周转天数 54 天, 同比+4 天, 主要原因为商超和电商渠道应收货款同比增加; 应付账款周转天数较去年持平。

## 投资建议

- 考虑到 2020 年公司收入可能受到新冠疫情 (预计-5%) 以及新会计准则 14 号 (部分费用冲减营业收入, 预计-6%至-8%) 的影响, 我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为 4.67 (下调 36%)、5.16 (下调 37%)、5.77 亿元, 分别同比-16%、+10%、+12%, 当前市值对应 PE 分别为 37、33、30 倍, 维持“增持”评级。

## 风险提示

- 新冠肺炎疫情对经营带来不确定性、市场竞争加剧、新产品推广不及预期、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)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,488</b>	<b>7,138</b>	<b>7,597</b>	<b>7,361</b>	<b>8,132</b>	<b>8,993</b>
增长率		10.0%	6.4%	-3.1%	10.5%	10.6%
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,276</b>	<b>-2,656</b>	<b>-2,896</b>	<b>-2,837</b>	<b>-3,116</b>	<b>-3,445</b>
%销售收入	35.1%	37.2%	38.1%	38.5%	38.3%	38.3%
<b>毛利</b>	<b>4,213</b>	<b>4,482</b>	<b>4,701</b>	<b>4,524</b>	<b>5,016</b>	<b>5,548</b>
%销售收入	64.9%	62.8%	61.9%	61.5%	61.7%	61.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-58</b>	<b>-56</b>	<b>-54</b>	<b>-52</b>	<b>-58</b>	<b>-64</b>
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>营业费用</b>	<b>-2,778</b>	<b>-2,901</b>	<b>-3,204</b>	<b>-3,018</b>	<b>-3,318</b>	<b>-3,651</b>
%销售收入	42.8%	40.6%	42.2%	41.0%	40.8%	40.6%
<b>管理费用</b>	<b>-1,004</b>	<b>-1,033</b>	<b>-1,115</b>	<b>-1,031</b>	<b>-1,138</b>	<b>-1,259</b>
%销售收入	15.5%	14.5%	14.7%	14.0%	14.0%	14.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>373</b>	<b>492</b>	<b>329</b>	<b>423</b>	<b>502</b>	<b>574</b>
%销售收入	5.8%	6.9%	4.3%	5.7%	6.2%	6.4%
<b>财务费用</b>	<b>-30</b>	<b>-61</b>	<b>-31</b>	<b>-73</b>	<b>-93</b>	<b>-92</b>
%销售收入	0.5%	0.9%	0.4%	1.0%	1.1%	1.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-49</b>	<b>-60</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>84</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>146</b>	<b>130</b>	<b>154</b>	<b>153</b>	<b>153</b>	<b>153</b>
%税前利润	30.9%	20.1%	21.9%	27.2%	24.6%	22.0%
<b>营业利润</b>	<b>482</b>	<b>646</b>	<b>700</b>	<b>563</b>	<b>622</b>	<b>695</b>
营业利润率	7.4%	9.1%	9.2%	7.7%	7.6%	7.7%
<b>营业外收支</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>471</b>	<b>646</b>	<b>702</b>	<b>563</b>	<b>622</b>	<b>695</b>
利润率	7.3%	9.1%	9.2%	7.7%	7.6%	7.7%
<b>所得税</b>	<b>-81</b>	<b>-106</b>	<b>-145</b>	<b>-96</b>	<b>-106</b>	<b>-118</b>
所得税率	17.3%	16.4%	20.6%	17.0%	17.0%	17.0%
<b>净利润</b>	<b>390</b>	<b>540</b>	<b>557</b>	<b>467</b>	<b>516</b>	<b>577</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>390</b>	<b>540</b>	<b>557</b>	<b>467</b>	<b>516</b>	<b>577</b>
净利率	6.0%	7.6%	7.3%	6.4%	6.3%	6.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>390</b>	<b>540</b>	<b>557</b>	<b>467</b>	<b>516</b>	<b>577</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>234</b>	<b>257</b>	<b>235</b>	<b>191</b>	<b>227</b>	<b>287</b>
非经营收益	-145	10	-298	-70	-27	-27
<b>营运资金变动</b>	<b>383</b>	<b>87</b>	<b>186</b>	<b>-295</b>	<b>184</b>	<b>55</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>862</b>	<b>895</b>	<b>680</b>	<b>294</b>	<b>901</b>	<b>891</b>
<b>资本开支</b>	<b>-524</b>	<b>-382</b>	<b>-30</b>	<b>-270</b>	<b>-660</b>	<b>-770</b>
<b>投资</b>	<b>904</b>	<b>-513</b>	<b>-130</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	152	54	39	153	153	153
<b>投资活动现金净流</b>	<b>532</b>	<b>-842</b>	<b>-121</b>	<b>-117</b>	<b>-507</b>	<b>-617</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-12	-19	0	216	-203	180
其他	-2,099	-204	-189	-274	-294	-294
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,111</b>	<b>-223</b>	<b>-189</b>	<b>-58</b>	<b>-497</b>	<b>-114</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-717</b>	<b>-170</b>	<b>370</b>	<b>119</b>	<b>-103</b>	<b>161</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>1,331</b>	<b>1,105</b>	<b>1,609</b>	<b>1,728</b>	<b>1,625</b>	<b>1,786</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,000</b>	<b>1,066</b>	<b>1,276</b>	<b>1,258</b>	<b>1,278</b>	<b>1,413</b>
<b>存货</b>	<b>750</b>	<b>875</b>	<b>925</b>	<b>894</b>	<b>939</b>	<b>1,038</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1,288</b>	<b>1,731</b>	<b>2,067</b>	<b>2,058</b>	<b>2,065</b>	<b>2,073</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,370</b>	<b>4,777</b>	<b>5,877</b>	<b>5,937</b>	<b>5,907</b>	<b>6,310</b>
%总资产	45.5%	47.0%	52.7%	52.5%	50.5%	50.1%
<b>长期投资</b>	<b>756</b>	<b>984</b>	<b>981</b>	<b>981</b>	<b>981</b>	<b>981</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,226</b>	<b>1,206</b>	<b>1,146</b>	<b>1,201</b>	<b>1,624</b>	<b>2,092</b>
%总资产	12.8%	11.9%	10.3%	10.6%	13.9%	16.6%
<b>无形资产</b>	<b>2,906</b>	<b>2,885</b>	<b>2,970</b>	<b>2,994</b>	<b>3,004</b>	<b>3,019</b>
<b>非流动资产</b>	<b>5,234</b>	<b>5,383</b>	<b>5,270</b>	<b>5,368</b>	<b>5,801</b>	<b>6,284</b>
%总资产	54.5%	53.0%	47.3%	47.5%	49.5%	49.9%
<b>资产总计</b>	<b>9,604</b>	<b>10,160</b>	<b>11,147</b>	<b>11,305</b>	<b>11,707</b>	<b>12,594</b>
<b>短期借款</b>	<b>22</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>826</b>	<b>623</b>	<b>803</b>
<b>应付款项</b>	<b>2,160</b>	<b>2,336</b>	<b>2,462</b>	<b>2,282</b>	<b>2,508</b>	<b>2,770</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>325</b>	<b>350</b>	<b>397</b>	<b>293</b>	<b>323</b>	<b>359</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,508</b>	<b>2,691</b>	<b>2,865</b>	<b>3,400</b>	<b>3,454</b>	<b>3,932</b>
<b>长期贷款</b>	<b>1,079</b>	<b>1,073</b>	<b>1,138</b>	<b>1,138</b>	<b>1,138</b>	<b>1,138</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>641</b>	<b>583</b>	<b>859</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	<b>181</b>
<b>负债</b>	<b>4,227</b>	<b>4,347</b>	<b>4,862</b>	<b>4,720</b>	<b>4,774</b>	<b>5,251</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,377</b>	<b>5,813</b>	<b>6,286</b>	<b>6,585</b>	<b>6,934</b>	<b>7,343</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,604</b>	<b>10,160</b>	<b>11,147</b>	<b>11,305</b>	<b>11,707</b>	<b>12,594</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.579	0.805	0.830	0.696	0.769	0.860
每股净资产	7.984	8.660	9.364	9.811	10.330	10.939
每股经营现金净流	1.280	1.333	1.013	0.438	1.342	1.328
每股股利	0.990	0.100	0.180	0.250	0.250	0.250
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.25%	9.30%	8.86%	7.10%	7.45%	7.86%
总资产收益率	4.06%	5.32%	5.00%	4.13%	4.41%	4.58%
投入资本收益率	4.70%	5.90%	3.47%	4.06%	4.74%	5.08%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	21.93%	10.01%	6.43%	-3.10%	10.46%	10.59%
EBIT增长率	115.13%	31.86%	-33.24%	28.71%	18.70%	14.31%
净利润增长率	80.45%	38.63%	3.09%	-16.09%	10.44%	11.77%
总资产增长率	25.83%	5.79%	9.72%	1.41%	3.56%	7.57%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	43.7	50.0	54.3	60.0	55.0	55.0
存货周转天数	107.8	111.7	113.4	115.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	93.7	103.9	104.1	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	16.7	60.8	53.9	53.4	58.4	63.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-4.27%	-0.47%	-38.17%	-25.78%	-25.93%	-24.22%
EBIT利息保障倍数	12.5	8.1	10.5	5.8	5.4	6.3
资产负债率	44.02%	42.79%	43.61%	41.75%	40.77%	41.69%

**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	7	8	9	27
增持	0	8	8	8	20
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.53</b>	<b>1.50</b>	<b>1.47</b>	<b>1.43</b>

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