

谨慎增持

——维持

日期：2020年03月06日

行业：基础化工



分析师：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC证书编号：S0870518070001

基本数据（截止2020年3月4日）

报告日股价（元）	26.85
12mth A股价格区间（元）	25.61/37.05
总股本（亿股）	6.71
无限售A股/总股本	100%
流通市值（亿元）	180
每股净资产（元）	9.36

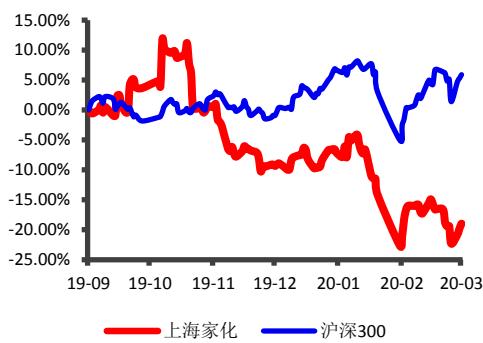
主要股东（2019A）

上海家化（集团）有限公司	47.25%
上海久事（集团）有限公司	4.60%

收入结构（2019A）

个人护理	64.52%
美容护肤	31.02%
家居护理	4.38%
其他	0.08%

最近6个月股票与沪深300比较



报告编号：HLX20-SHJH01

首次报告日期：2019年03月15日

相关报告：

上海家化（600315）

证券研究报告/公司研究/公司动态

渠道持续强化，品牌调整期待爆发

■ 事件

上海家化发布2019年年报，公司2019年全年实现营业收入75.97亿元，同比增长6.43%；归属于母公司股东净利润5.57亿元，同比增长3.09%；扣非后归属于母公司股东净利润3.9亿元，同比减少16.91%。

■ 公司点评

销售费用增加提升成本，库存情况稳定

公司2019年Q4季度营业收入相对稳定，为18.62亿元，同比增长8.38%，环比增长2.70%，但归属于母公司股东净利润仅为1666.19万元，同比减少80.76%，环比减少82.73%。其中，销售费用Q4单季度为7.88亿元，同比增加1.55亿元，增加幅度为年内最大。2019年全年毛利率为61.87%，同比下降0.91个百分点，从期间费用率来看，销售费用率达到42.18%，同比上升了1.53个百分点，主要原因系加大了电商、社交媒体的投入，营销费用增长提升成本。存货9.25亿元，存货占比为12.18%，同比下降0.08个百分点。应收账款占比16.1%，同比提升1.75个百分点。

六神、佰草集进入调整期，汤美星稳定增长

公司2019年美容护肤品营收23.56亿元，同比增长0.06%，毛利率增加0.12个百分点；个人护理品营收49.01亿元，同比增长7.93%毛利率减少1.08个百分点；家居护理营收3.33亿元，同比增长42.89%，毛利率增加2.64个百分点。分品牌来看，六神略有增长，佰草集、高夫、美加净等均有小幅下滑，启初、玉泽、家安、片仔癀等均有大幅增长。汤美星继续稳定增长，实现营业收入17.03亿元，同比增长4.28%，净利润8611.87万元，同比增长14.40%。产品方面，佰草集以精华为切入点，推出第二代佰草集太极精华及冻干面膜，精华新客比例达到57%，面膜系列销售过亿；六神升级基础沐浴露系列；启初推出启蒙系列；玉泽推出臻安润泽玻尿酸安瓶精华、积雪草修护面膜等。

社交媒体投入提升，创新研发推动产品升级

公司实行全渠道、全覆盖战略，线下销售主要为经销商分销、直营KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外；线上销售主要为电商及特殊渠道；公司积极推进新媒体应用，社交媒体投入占比提升至50%以上，传统优质媒体与微博、微信、小红书、抖音等新媒体双管齐下。

研发方面，公司持续进行技术创新，利用冻干科技与皮肤科学研究前沿微生态学结合，开发了冻干面膜和冻干精华系列；针对肌肤昼夜不同需求研发设计了双剂型太极双重修复精华；采用自主研发的微

囊载体渗透技术完成佰草集五行焕肌系列产品升级；结合发肤护理与幼儿感官发育结合，在启初产品中加强触觉、嗅觉、视觉等多维度产品体验；持续研究皮肤微生态度对皮肤屏障功能的影响，开发含“益生元”成分的玉泽臻安润泽修护保湿系列产品；汤美星突破喂哺领域，推出个护产品，并在护乳霜、奶瓶清洗类产品配方设计上采用 100% 食品添加剂类原料。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2020、2021、2022 年营业收入分别为 79.61 亿、86.48 亿元和 96.07 亿元，增速分别为 4.79%、8.63% 和 11.09%；归属于母公司股东净利润分别为 5.63 亿、6.34 亿和 7.25 亿元，增速分别为 1.03%、12.59% 和 14.42%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.84、0.94 和 1.08 元，对应 PE 为 32.0、28.4 和 24.9 倍，未来六个月内，维持“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

新产品拓展不及预期；进口商品竞争加剧；终端需求不及预期；系统性风险。

■ 数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7596.95	7960.63	8647.55	9606.51
年增长率	6.43%	4.79%	8.63%	11.09%
归属于母公司的净利润	557.09	562.82	633.67	725.05
年增长率	3.09%	1.03%	12.59%	14.42%
每股收益（元）	0.83	0.84	0.94	1.08
PE（X）	32.4	32.0	28.4	24.9

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表
附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1609	1592	1730	2333
应收和预付款项	1340	1088	1549	1380
存货	925	927	1081	1145
其他流动资产	1984	1984	1984	1984
长期股权投资	391	511	641	781
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1146	996	845	695
无形资产和开发支出	2875	2822	2769	2716
其他非流动资产	148	101	53	53
资产总计	11147	11704	12336	12771
短期借款	0	122	179	0
应付和预收款项	2462	2496	2620	2717
长期借款	1138	1138	1138	1138
其他负债	6	6	6	6
负债合计	4862	5446	5626	5545
股本	671	671	671	671
资本公积	866	866	866	866
留存收益	4749	5150	5601	6117
归属母公司股东权益	6286	6687	7138	7654
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6286	6687	7138	7654
负债和股东权益合计	11147	11704	12336	12771

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	749	992	264	975
投资活动产生现金流量	-121	30	35	40
融资活动产生现金流量	-186	-84	-162	-412
现金流量净额	438	938	137	604

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7597	7961	8648	9607
营业成本	2896	3047	3302	3661
营业税金及附加	54	57	62	69
营业费用	3204	3343	3623	4016
管理费用	942	987	1072	1191
财务费用	31	30	21	8
资产减值损失	-5	70	70	70
投资收益	154	150	165	180
公允价值变动损益	84	0	0	0
营业利润	700	666	751	861
营业外收支净额	2	0	0	0
利润总额	702	666	751	861
所得税	145	103	117	136
净利润	557	563	634	725
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	557	563	634	725

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	62%	62%	62%	62%
EBIT/销售收入	10%	9%	9%	9%
销售净利率	7%	7%	7%	8%
ROE	9%	8%	9%	9%
资产负债率	44%	38%	37%	35%
流动比率	2.05	2.13	2.26	2.51
速动比率	1.73	1.76	1.86	2.07
总资产周转率	0.71	0.79	0.81	0.87
应收账款周转率	6.73	8.56	6.11	8.07
存货周转率	3.22	3.29	3.06	3.20

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。