证券研究报告

公司研究——事项点评

上海家化（600315.SH）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2020.10.09



汲肖飞　　纺服轻工行业首席分析师

执业编号：S1500520080003

邮　箱：jixiaofei@cindasc.com

李媛媛　　研究助理

邮　箱：liyuanyuan1 @cindasc.com

相关研究

《上海家化（600615.SH）：迎接新机遇，百年国货日化龙头再起航 2020.7

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

Q3 利润端好转，品牌、渠道优化开始见效

2020 年 10 月 26 日

事件：公司发布 2020 年三季报，2020 年前三季度实现营收 53.6 亿元，同比下降 6.5%；实现归母净利润 3.1 亿元，同比下降 42.2%；扣非归母净利润 2.8 亿元，同比下降 27.3%。公司收入及业绩基本符合预期。

点评：

- **电商渠道调整影响三季度收入端表现，玉泽保持高增长。**公司 20 年前三个季度分别实现营收 16.6 亿元/20.2 亿元/16.8 亿元，同比增速分别为-14.8%/+2.6%/-7.5%，20Q3 受电商渠道调整影响有所下滑，具体而言：1）分渠道看，20 年前三季度线上收入约 20.4 亿元，同比增速超过 20%，占比 38%，其中 20Q3 电商渠道未获得增长，一方面 7-8 月暂停与超头直播合作，影响线上销售，另一方面为消化京东、猫超、唯品会等线上渠道库存影响销售；20 年前三季度线下渠道实现收入 33.2 亿元，同比下滑 10%以上，占比 62%，其中 20Q3 线下 CS 渠道及海外渠道获得双位数增长，百货渠道降幅收窄。2）分品牌看，20Q3 玉泽仍保持 100%以上增长，双妹实现 100%以上增长，家安实现 35%左右的增长，佰草集、高夫、美加净仍处于调整期，线下复苏及产品聚焦化带动三季度降幅有所收窄。

- **财务费用及公允价值变动收益等同比改善，三季度利润端有所优化。**公司 20 年前三季度毛利率为 61.85%，下降 0.13pct 基本稳定，剔除会计准则影响毛利率有所优化，主要系除佰草集、启初外自有品牌毛利率提升。公司 20 年前三季度销售/管理费用率分别为 45.2%/9.5%，同比+3.1pct/-1.9pct，其中 20Q3 两项费率分别变化幅度为+4.9pct/-1.9pct，尽管电商渠道优化超头直播比例提升利润率，但伴随疫情恢复线下投入增大且百货渠道重资产仍影响费用率。公司 20 年三季度财务费用优化及公允价值变动收益等增加改善净利率，其中 20Q3 公允价值变动净收益为 0.16 亿，去年同期为-0.31 亿元。综合，公司 20 年前三季度实现归母净利润 3.1 亿元，同降 42.2%，归母净利率 5.8%，较去年同期下降 3.6pct；其中 20Q3 归母净利润同增 33.4%，归母净利率为 7.7%，较去年同期上升 2.3pct。

- **股权激励彰显管理层信心，品牌、渠道调整开始见效，未来可期。**公司品牌、渠道调整开始见效，例如 20Q3 玉泽合理化超头直播、中腰部直播及店播结构后仍获得三位数增长；典萃独立化运作，调整产品，拉动 CS 渠道双位数增长；双妹依靠品牌实力及营销资源加码成为第二个三位数增长品牌。同时，公司推出新一轮股权激励，100%解锁条件需 2021-2023 年收入不低于 83 亿/94 亿/106 亿，累计净利润分别达 4.8 亿/13.1 亿/24.7 亿，彰显管理层对公司未来提升细分市场份额以及降本增效增加获得利润率水平提升的信心。

- **盈利预测与投资评级：**公司 20Q3 受短期电商渠道调整影响收入端有所下滑，利润端出现改善；进入四季度电商旺季积

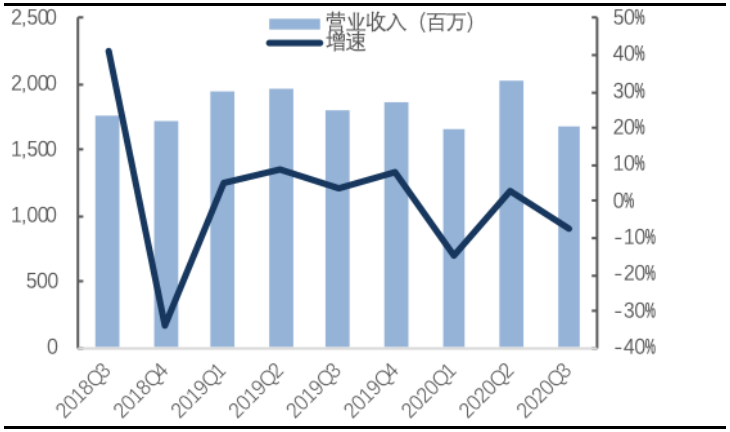
极备货，线上预售良好，预计未来品牌渠道调整逐步见效。我们维持 2020-2022 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 0.56/0.72/1.08 元，对应目前股价为 69/54/35 倍 PE。公司逐季改善，高势能品牌发展良好，维持公司“买入”投资评级。

- **风险因素：** 玉泽等品牌收入不达预期；组织架构及品牌调整等不达预期。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	7,137.95	7,596.95	7,550.14	8,344.83	9,416.40
增长率 YoY %	10.01%	6.43%	-0.62%	10.53%	12.84%
归属母公司净利润(百万元)	540.38	557.09	372.68	480.03	727.14
增长率 YoY%	38.63%	3.09%	-33.10%	28.81%	51.48%
毛利率%	62.79%	61.88%	62.60%	62.98%	63.72%
净资产收益率 ROE%	9.66%	9.21%	5.76%	6.96	9.69%
EPS(摊薄)(元)	0.81	0.83	0.56	0.72	1.08
市盈率 P/E(倍)	50	48	69	54	35
市净率 P/B(倍)	4.64	4.29	3.86	3.60	3.27

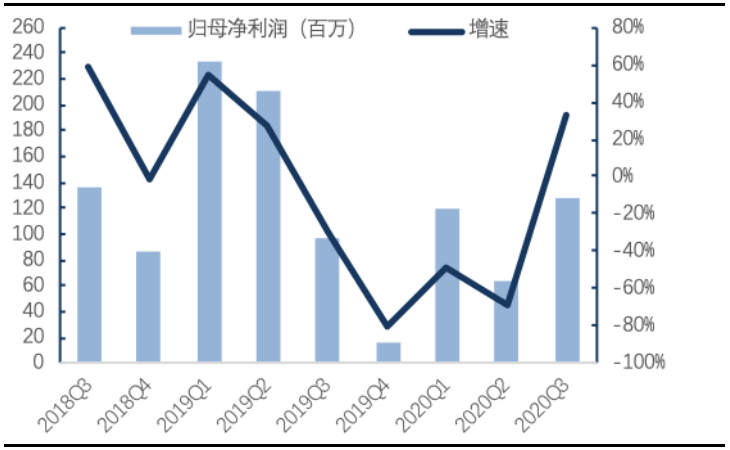
资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 10 月 26 日收盘价*

图 1：上海家化季度营业收入及增速表现



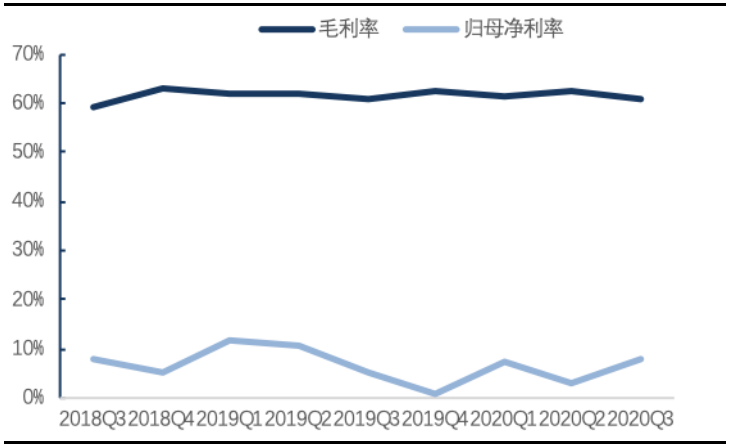
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：上海家化季度归母净利润及增速表现



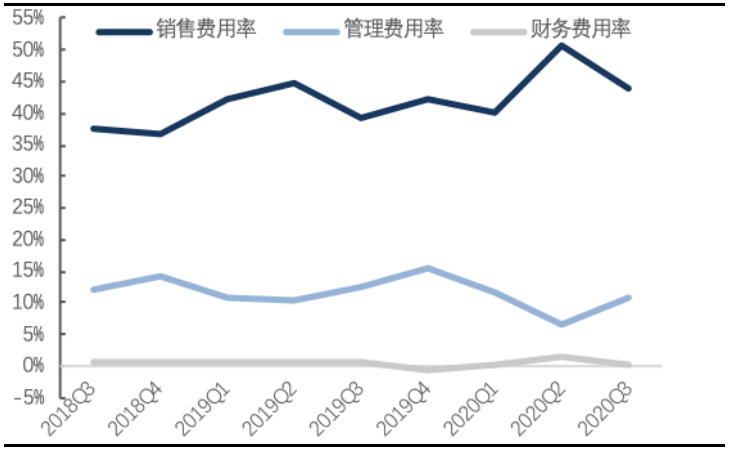
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：上海家化季度毛利率及归母净利率变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

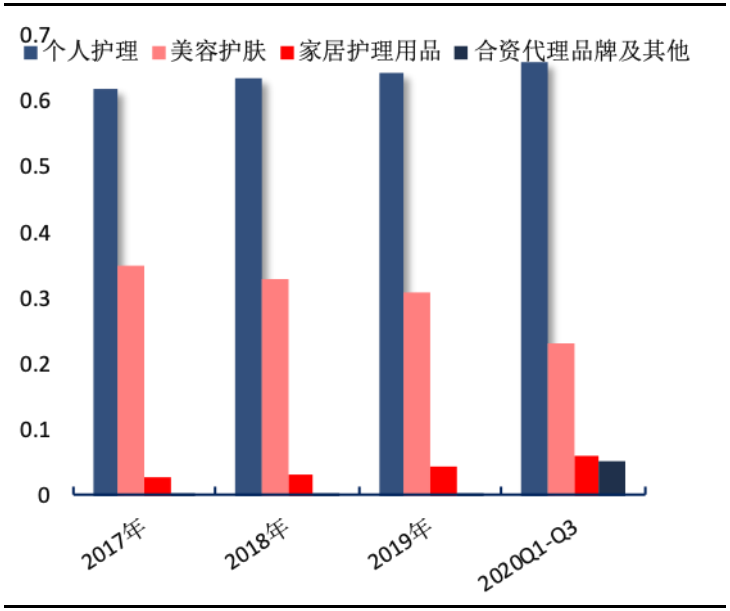
图 4：上海家化季度期间费用率变化



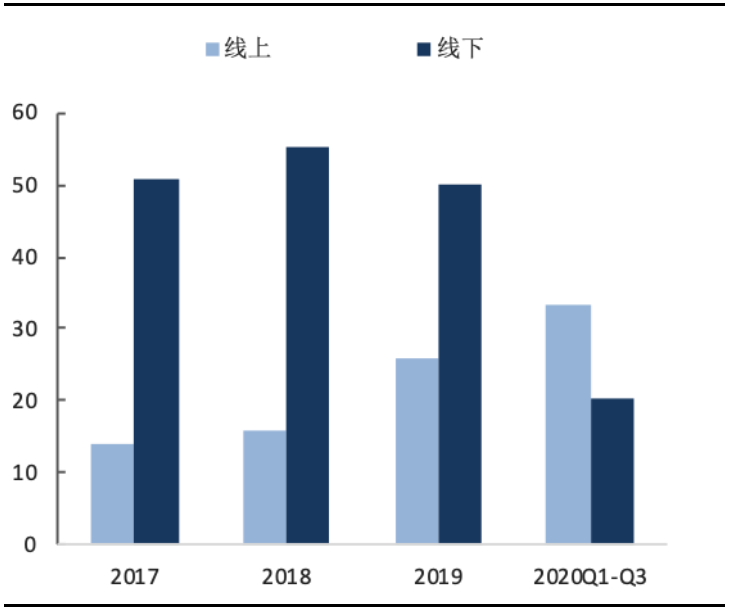
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：上海家化分业务板块收入占比

图 6：上海家化分渠道收入（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,777.45	5,877.52	5,914.95	6,311.13	7,013.00
货币资金	1,105.49	1,609.13	1,678.76	1,855.86	2,272.66
应收票据	1.15	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1,030.31	1,228.98	1,221.40	1,349.96	1,523.31
预付账款	78.26	63.93	62.34	68.19	75.41
存货	874.82	925.17	902.14	986.81	1,091.31
其他	1,687.42	2,050.31	2,050.31	2,050.31	2,050.31
非流动资产	5,382.63	5,269.98	5,386.35	5,492.63	5,591.76
长期股权投资	276.18	391.36	391.36	391.36	391.36
固定资产（合计）	1,188.92	1,122.05	1,114.69	1,159.67	1,190.55
无形资产	816.34	820.65	863.69	904.06	944.13
其他	3,101.19	2,935.92	3,016.61	3,037.54	3,065.72
资产总计	10,160.07	11,147.49	11,301.30	11,803.76	12,604.76
流动负债	2,691.44	2,865.02	2,842.60	2,950.37	3,087.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	827.62	823.86	803.35	878.75	971.81
其他	1,863.82	2,041.16	2,039.25	2,071.62	2,115.27
非流动负债	1,655.57	1,996.73	1,996.73	1,996.73	1,996.73
长期借款	1,072.54	1,138.00	1,138.00	1,138.00	1,138.00
其他	583.03	858.73	858.73	858.73	858.73
负债合计	4,347.01	4,861.74	4,839.33	4,947.10	5,083.80
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	5,813.06	6,285.75	6,658.43	7,138.46	7,865.60
负债和股东权益	10,160.07	11,147.49	11,301.30	11,803.76	12,604.76

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,137.95	7,596.95	7,550.14	8,344.83	9,416.40
同比（%）	10.01%	6.43%	-0.62%	10.53%	12.84%
归属母公司净利润	540.38	557.09	372.68	480.03	727.14
同比（%）	38.63%	3.09%	-33.10%	28.81%	51.48%
毛利率（%）	62.79%	61.88%	62.60%	62.98%	63.72%
ROE%	9.66%	9.21%	5.76%	6.96%	9.69%
EPS (摊薄)(元)	0.81	0.83	0.56	0.72	1.08
P/E	50	48	69	54	35
P/B	4.64	4.29	3.86	3.60	3.27
EV/EBITDA	31.00	28.41	39.37	32.53	23.29

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,137.95	7,596.95	7,550.14	8,344.83	9,416.40
营业成本	2,655.91	2,896.00	2,823.92	3,088.97	3,416.08
营业税金及附加	55.60	53.58	53.61	61.75	69.68
销售费用	2,901.39	3,204.13	3,348.49	3,663.38	3,983.14
管理费用	883.32	941.79	798.80	876.21	969.89
研发费用	149.51	172.83	173.65	191.93	216.58
财务费用	60.91	31.42	48.95	27.59	25.48
减值损失合计	60.31	-73.52	-45.35	-44.70	-33.71
投资净收益	129.93	153.99	104.68	104.68	104.68
其他	145.38	175.50	19.89	21.21	43.19
营业利润	646.31	700.22	472.64	605.59	917.13
营业外收支	-0.07	1.78	-3.04	-0.71	-0.87
利润总额	646.24	701.99	469.60	604.88	916.26
所得税	105.86	144.90	96.93	124.85	189.12
净利润	540.38	557.09	372.68	480.03	727.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	540.38	557.09	372.68	480.03	727.14
EBITDA	905.20	989.96	681.77	825.14	1,152.48
EPS (当年)(元)	0.81	0.83	0.56	0.72	1.08

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	894.67	748.76	393.79	390.02	640.83
净利润	540.38	557.09	372.68	480.03	727.14
折旧摊销	196.58	230.10	143.88	157.67	173.63
财务费用	62.38	57.87	68.28	62.59	62.59
投资损失	-129.93	-153.99	-104.68	-104.68	-104.68
营运资金变动	40.29	116.26	-33.13	-153.31	-179.03
其它	184.97	-58.57	-53.24	-52.29	-38.82
投资活动现金流	-841.77	-120.81	-145.77	-150.32	-161.44
资本支出	-382.40	-29.87	-250.45	-255.00	-266.12
长期投资	3,914.18	3,209.06	104.68	104.68	104.68
其他	-4,373.55	-3,300.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-220.34	-185.87	-68.28	-62.59	-62.59
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-18.60	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	176.73	221.06	68.28	62.59	62.59
现金流净增加额	-169.89	438.49	179.74	177.10	416.80

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 16/17/18/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020 年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。