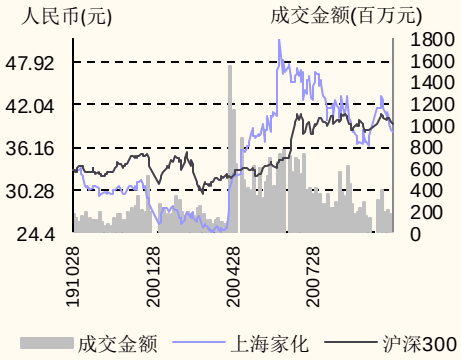
上海家化 (600315.SH) 买入（维持评级）

公司研究(动态)

市场价格（人民币）：38.28 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)	256.95
年内股价最高最低(元)	43.24/36.38
沪深 300 指数	4691
上证指数	3251



相关报告

1.《发布股权激励计划，利于核心队伍建设-发布股权激励计划，利于核...》，2020.10.9

2.《Q2 收入增速转正，继续优化产品&渠道提效-上海家化 1H20 点...》，2020.8.27

3.《换帅焕新，各业务线现积极改善-换帅焕新，各业务线现积极改善》，2020.4.23

4.《19 营销加大拖累业绩，期待品牌建设长期效果-19 营销加大拖累...》，2020.3.1

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号：S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

Q3 盈利端环比改善，产品渠道持续优化

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	0.60	0.96	1.12
每股净资产(元)	8.66	9.36	9.72	10.42	11.30
每股经营性现金流(元)	1.33	1.01	0.32	1.57	1.59
市盈率(倍)	33.91	37.28	63.32	40.06	34.09
净利润增长率(%)	38.63%	3.09%	-27.16%	58.09%	17.50%
净资产收益率(%)	9.30%	8.86%	6.22%	9.17%	9.94%
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 10 月 26 日，公司公布三季报。**公司前三季度实现营收 53.62 亿元，同比-6.51%，因采用新收入准则对收入影响约 2.26 亿元，剔除该影响后同比-2.57%；归母净利润 3.12 亿元，同比-42.25%；扣非归母净利润 2.76 亿元，同比-27.34%。其中 Q3 实现营收 16.78 亿元，同比-7.45%，因采用新收入准则对收入影响约 0.92 亿元，剔除该影响后同比-2.38%；Q3 归母净利润 1.29 亿，同比+33.37%，单季度利润实现正增长；扣非归母净利润 1.13 亿元，同比-5.50%,增速较 Q2 环比增加 61.19pct，跌幅明显收窄。

经营分析

- **分渠道来看：前三季度线上渠道同增 20%+，Q3 线下百货渠道环比有所改善。**前三季度线上渠道收入占比 38%，同比增长 20%+，Q3 电商渠道下滑，主要由于 7、8 月出现结构调整，9 月已恢复增长，Q3 特渠增速环比提升；线下渠道收入占比 62%，其中商超渠道受疫情影响小，百货渠道和 CS 渠道受疫情影响大，前三季度分别同比下降 55%+和 20%+，随着线下渠道逐步恢复，Q3 百货渠道跌幅有所收窄，CS 渠道取得两位数增长。未来线上逐步提升数字化运营能力以获得可持续发展；线下巩固原有优势渠道，结合市场环境优化百货渠道运营，并尝试拓展新零售业务。
- **分品牌来看：前三季度玉泽、双妹、六神、家安等品牌取得较好增长。**前三季度四大品类及其占比分别是①美容护肤类包括双妹、佰草集、玉泽、典萃、高夫等，占比 23%；②个人护理包括六神、美加净、启初、汤美星等，占比 66%；③家居护理类包括家安品牌，占比 6%；④合资代理包括片仔癀、艾合美、碧缇丝等，占比 5%。具体来看，前三季度玉泽同增 400%+，双妹同增约 90%，家安同增 35%+。受疫情影响，以线下渠道为主的佰草集和高夫分别同比下滑 50%+和 35%+，但 Q3 跌幅较上半年已有所收窄。
- **利润端及费用端：**公司前三季度毛利率 61.50%，同比-0.13pct，基本持平；扣非净利率 5.15%，同比-1.47pct。其中 Q3 毛利率 60.80%，同比-0.16pct；扣非净利率为 6.71%，同比+0.13pct。前三季度销售费用率为 45.24%，同比+3.11pct；管理费用率 9.47%，同比-1.93pct；销售费用率增加的主要原因是 2020 年部分费用口径重分以及百货渠道固定费用居多。
- **投资建议：**公司积极采取措施应对疫情，未来将继续优化产品结构和渠道结构，新 CEO 上任后公司经营的持续改善值得期待。我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为 4.06、6.41、7.54 亿元（考虑 2020 年线下渠道受到影响高于预期，下调 25%），对应 PE 分别为 63、40、34 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**新冠肺炎疫情影响消费、新产品推广不及预期、渠道结构变革等

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
主营业务收入	**6,488**	**7,138**	**7,597**	**7,045**	**8,165**	**9,129**
增长率		*10.0%*	*6.4%*	*-7.3%*	*15.9%*	*11.8%*
主营业务成本	-2,276	-2,656	-2,896	-2,735	-3,088	-3,405
%销售收入	*35.1%*	*37.2%*	*38.1%*	*38.8%*	*37.8%*	*37.3%*
毛利	4,213	4,482	4,701	4,310	5,078	5,724
%销售收入	*64.9%*	*62.8%*	*61.9%*	*61.2%*	*62.2%*	*62.7%*
营业税金及附加	-58	-56	-54	-50	-58	-65
%销售收入	*0.9%*	*0.8%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*
营业费用	-2,778	-2,901	-3,204	-3,100	-3,470	-3,880
%销售收入	*42.8%*	*40.6%*	*42.2%*	*44.0%*	*42.5%*	*42.5%*
管理费用	-1,004	-1,033	-1,115	-810	-898	-1,004
%销售收入	*15.5%*	*14.5%*	*14.7%*	*11.5%*	*11.0%*	*11.0%*
息税前利润（EBIT）	373	492	329	350	651	775
%销售收入	*5.8%*	*6.9%*	*4.3%*	*5.0%*	*8.0%*	*8.5%*
财务费用	-30	-61	-31	-74	-91	-80
%销售收入	*0.5%*	*0.9%*	*0.4%*	*1.0%*	*1.1%*	*0.9%*
资产减值损失	-49	-60	-5	0	0	0
公允价值变动收益	-2	-3	84	0	0	0
投资收益	146	130	154	153	153	153
%税前利润	*30.9%*	*20.1%*	*21.9%*	*31.3%*	*19.8%*	*16.8%*
营业利润	482	646	700	489	773	908
营业利润率	*7.4%*	*9.1%*	*9.2%*	*6.9%*	*9.5%*	*9.9%*
营业外收支	-11	0	2	0	0	0
税前利润	**471**	**646**	**702**	**489**	**773**	**908**
利润率	*7.3%*	*9.1%*	*9.2%*	*6.9%*	*9.5%*	*9.9%*
所得税	-81	-106	-145	-83	-131	-154
所得税率	*17.3%*	*16.4%*	*20.6%*	*17.0%*	*17.0%*	*17.0%*
净利润	390	540	557	406	641	754
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**390**	**540**	**557**	**406**	**641**	**754**
净利率	*6.0%*	*7.6%*	*7.3%*	*5.8%*	*7.9%*	*8.3%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	390	540	557	406	641	754
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	234	257	235	191	227	287
非经营收益	-145	10	-298	-70	-29	-39
营运资金变动	383	87	186	-313	214	68
经营活动现金净流	**862**	**895**	**680**	**215**	**1,054**	**1,070**
资本开支	-524	-382	-30	-270	-660	-770
投资	904	-513	-130	0	0	0
其他	152	54	39	153	153	153
投资活动现金净流	**532**	**-842**	**-121**	**-117**	**-507**	**-617**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-12	-19	0	230	-313	3
其他	-2,099	-204	-189	-274	-292	-281
筹资活动现金净流	**-2,111**	**-223**	**-189**	**-44**	**-604**	**-279**
现金净流量	**-717**	**-170**	**370**	**54**	**-58**	**174**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,331	1,105	1,609	1,663	1,605	1,779
应收款项	1,000	1,066	1,276	1,204	1,283	1,435
存货	750	875	925	862	931	1,026
其他流动资产	1,288	1,731	2,067	2,055	2,064	2,072
流动资产	4,370	4,777	5,877	5,784	5,884	6,313
%总资产	45.5%	47.0%	52.7%	51.9%	50.4%	50.1%
长期投资	756	984	981	981	981	981
固定资产	1,226	1,206	1,146	1,201	1,624	2,092
%总资产	12.8%	11.9%	10.3%	10.8%	13.9%	16.6%
无形资产	2,906	2,885	2,970	2,994	3,004	3,019
非流动资产	5,234	5,383	5,270	5,368	5,801	6,284
%总资产	54.5%	53.0%	47.3%	48.1%	49.6%	49.9%
资产总计	9,604	10,160	11,147	11,152	11,684	12,596
短期借款	22	6	6	841	528	531
应付款项	2,160	2,336	2,462	2,200	2,477	2,747
其他流动负债	325	350	397	268	362	416
流动负债	2,508	2,691	2,865	3,309	3,367	3,694
长期贷款	1,079	1,073	1,138	1,138	1,138	1,138
其他长期负债	641	583	859	181	181	181
负债	4,227	4,347	4,862	4,628	4,687	5,013
普通股股东权益	5,377	5,813	6,286	6,524	6,997	7,583
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,604	10,160	11,147	11,152	11,684	12,596

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.579	0.805	0.830	0.605	0.956	1.123
每股净资产	7.984	8.660	9.364	9.719	10.424	11.297
每股经营现金净流	1.280	1.333	1.013	0.320	1.570	1.593
每股股利	0.990	0.100	0.180	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	7.25%	9.30%	8.86%	6.22%	9.17%	9.94%
总资产收益率	4.06%	5.32%	5.00%	3.64%	5.49%	5.98%
投入资本收益率	4.70%	5.90%	3.47%	3.38%	6.18%	6.89%
增长率						
主营业务收入增长率	21.93%	10.01%	6.43%	-7.27%	15.91%	11.81%
EBIT增长率	115.13%	31.86%	-33.24%	6.44%	86.15%	19.03%
净利润增长率	80.45%	38.63%	3.09%	-27.16%	58.09%	17.50%
总资产增长率	25.83%	5.79%	9.72%	0.04%	4.77%	7.81%
资产管理能力						
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	55.8	58.1	62.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.27%	-0.47%	-38.17%	-24.81%	-26.78%	-26.96%
EBIT利息保障倍数	12.5	8.1	10.5	4.7	7.1	9.7
资产负债率	44.02%	42.79%	43.61%	41.50%	40.11%	39.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-13	增持	31.46	N/A
2	2019-04-28	增持	28.91	N/A
3	2019-08-16	增持	34.78	N/A
4	2019-10-25	增持	35.18	N/A
5	2020-03-01	增持	25.74	N/A
6	2020-04-23	买入	27.80	N/A
7	2020-08-27	买入	40.20	52.00～52.00
8	2020-10-09	买入	37.70	N/A

来源：国金证券研究所

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