

## 消费升级与娱乐研究中心

**上海家化(600315.SH) 增持(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 23.78元

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	671.25
总市值(百万元)	15,973.35
年内股价最高最低(元)	46.13/23.78
沪深300指数	3076.89
上证指数	2542.10



## 相关报告

- 《中报点评：品牌驱动战略持续推进，电商渠道逐步发力 - 中报点评：...》，2018.8.22
- 《百年品牌积淀，再赋增长新章-上海家化：百年品牌积淀，再赋增长...》，2018.8.2

吴劲草 分析师SAC执业编号: S1130518070002  
 wujc@gjzq.com.cn

国金证券

**18Q1-Q3扣非归母净利润同比+15%，品牌战略持续推进**

## 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.321	0.579	0.747	0.904	1.106
每股净资产(元)	7.82	7.98	8.73	9.63	10.73
每股经营性现金流(元)	-0.05	1.14	-0.41	1.54	1.51
市盈率(倍)	84.51	63.73	31.82	26.29	21.50
净利润增长率(%)	-90.23%	80.45%	28.78%	21.02%	22.27%
净资产收益率(%)	4.10%	7.25%	8.54%	9.37%	10.28%
总股本(百万股)	673.42	673.42	671.71	671.71	671.71

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2018Q1-Q3实现营收54.20亿元，同比+9.50%；实现归母净利润4.54亿元，同比+37.98%；扣非归母净利润3.72亿元，同比+15.05%。其中，Q3单季实现营收17.55亿元，同比+9.95%，增速较Q1有所放缓；归母净利润1.37亿元，同比+31.68%；扣非归母净利润为1.34亿元，同比+56.81%。

## 经营分析

- 各品牌建设持续推进，电商渠道不断提速：华美家已经实现了与消费者直接互动，3月上线以来，积累了近40万会员，3个月内活跃率80%。六神连续两年稳定量价均有个位数增长；佰草集和高夫18年Q1-Q3受唯品会和特渠影响营收略有下滑，唯品会经销商已在8月底切换完成；美加净18年Q1-Q3保持两位数增长。第二梯度品牌矩阵中，18年Q1-Q3启初、家安和玉泽同比增速分别为50%+、30%+和40%+。18Q3，天猫和京东平台各品牌月度GMV保持较快增速。天猫旗舰店六神增速表现最优，7-9月单月增速在100%左右；京东上玉泽增速最亮眼，8-9月保持3-4倍增长。
- 18Q1-Q3毛利率同比-2.73pct，净利率同比+1.73pct：18Q1-Q3毛利率为62.79%，其中18Q3毛利率为59.02%，同比-5.78pct，主要原因为低毛利率产品销售占比提升和终端折扣力度有所加大。公司控费效果良好，18Q1-Q3销售费用率和管理费用率分别减少0.49pct和0.51pct；其中18Q3销售费用率和管理费用率分别减少3.22pct和0.39pct。
- 存货周转天数和应收账款周转天数略有上升：18Q1-Q3公司的存货周转天数为120天，较15-17年有所上升，主要原因为当期存货余额由于备战双十一和工厂搬迁备货有所上升。应收账款周转天数略有上升，18Q1-Q3为52天；应付账款周转天数有所下降，18Q1-Q3为92天。

## 投资建议

- 18-20年预计归母净利润分别为5.02/6.08/7.43亿元，当前市值对应PE分别为32/26/22倍，维持评级。

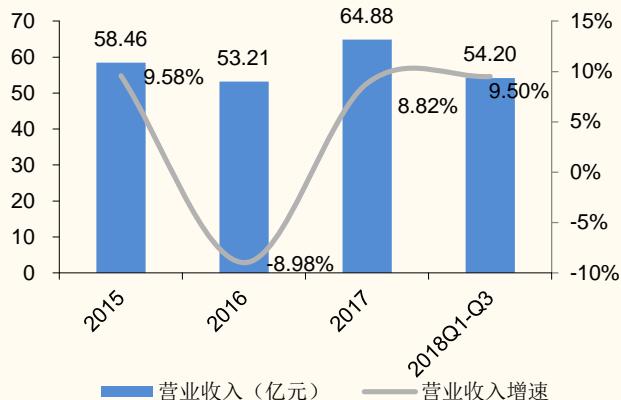
## 风险提示

- 市场竞争加剧、增速放缓、渠道结构变革

## 18 Q1-Q3 扣非归母净利润同比+15%，各品牌建设持续推进

- 2018Q1-Q3 实现营收 54.20 亿元，同比 +9.50%；实现归母净利润 4.54 亿元，同比 +37.98%；扣非归母净利润 3.72 亿元，同比 +15.05%。其中，Q3 单季实现营收 17.55 亿元，同比 +9.95%，增速较 Q1 有所放缓；归母净利润 1.37 亿元，同比 +31.68%；扣非归母净利润为 1.34 亿元，同比 +56.81%。

图表 1：2015-2018Q1~Q3 营收及增速



来源：Wind, 国金证券研究所

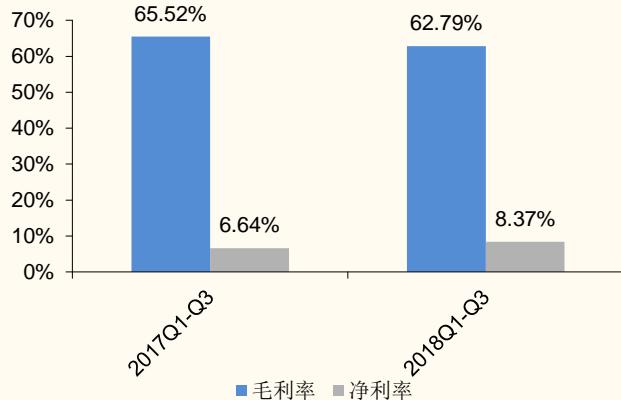
图表 2：2015-2018Q1~Q3 扣非归母净利润及增速



来源：Wind, 国金证券研究所

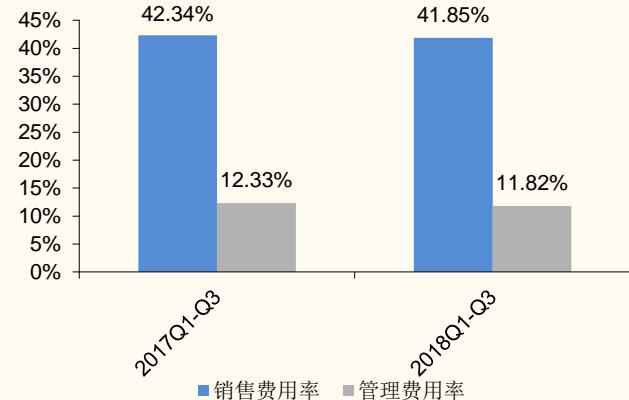
- 各品牌建设持续推进，电商渠道发展提速：华美家已经实现了与消费者直接互动，3月上线以来，积累了近 40 万会员，3个月内活跃率 80%。六神连续两年稳定量价均有个位数增长；佰草集和高夫 18 年 Q1-Q3 受唯品会和特渠影响营收略有下滑，唯品会经销商已在 8 月底切换完成；美加净 18 年 Q1-Q3 保持两位数增长。第二梯队品牌矩阵中，18 年 Q1-Q3 启初、家安和玉泽同比增速分别为 50%+、30%+ 和 40%+。18Q3，天猫和京东平台各品牌月度 GMV 保持较快增速。天猫旗舰店六神增速表现最优，7-9 月单月增速在 100% 左右；京东上玉泽增速最亮眼，8-9 月保持 3-4 倍增长。
- 18Q1-Q3 毛利率同比 -2.73pct，净利率同比 +1.73pct：18Q1-Q3 毛利率为 62.79%，其中 18Q3 毛利率为 59.02%，同比 -5.78pct，主要原因为低毛利率产品销售占比提升和终端折扣力度有所加大。公司控费效果良好，18Q1-Q3 销售费用率和管理费用率分别减少 0.49pct 和 0.51pct；其中 18Q3 销售费用率和管理费用率分别减少 3.22pct 和 0.39pct。

图表 3：2017Q1~Q3 vs 2018 Q1~Q3 毛利率和净利率



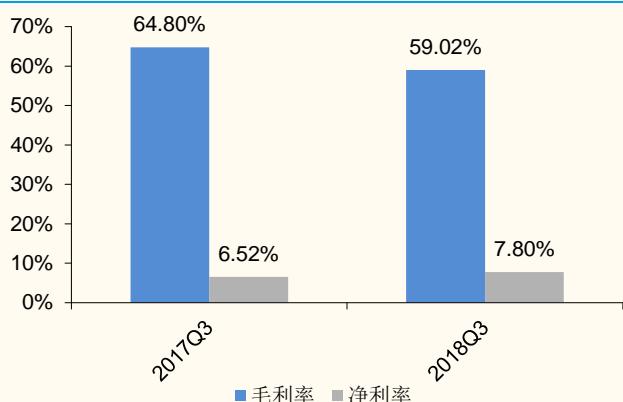
来源：Wind, 国金证券研究所，备注：17Q1-Q3 数据为追溯调整后

图表 4：2017Q1~Q3 vs 2018 Q1~Q3 销售及管理费用率



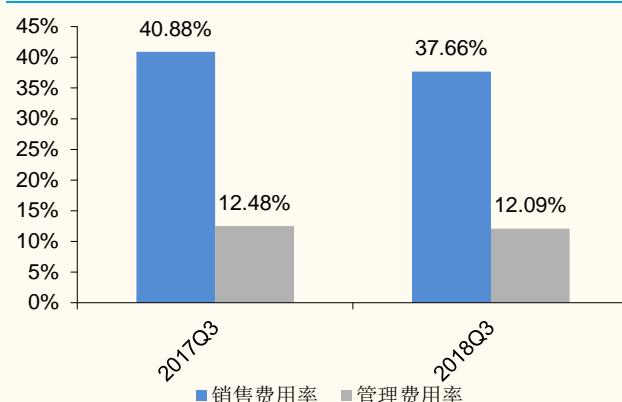
来源：Wind, 国金证券研究所，备注：17Q1-Q3 数据为追溯调整后

图表 5: 2017Q3 vs 2018 Q3 毛利率和净利率



来源: Wind, 国金证券研究所, 备注: 17Q1-Q3 数据为追溯调整后

图表 6: 2017Q3 vs 2018 Q3 销售及管理费用率



来源: Wind, 国金证券研究所, 备注: 17Q1-Q3 数据为追溯调整后

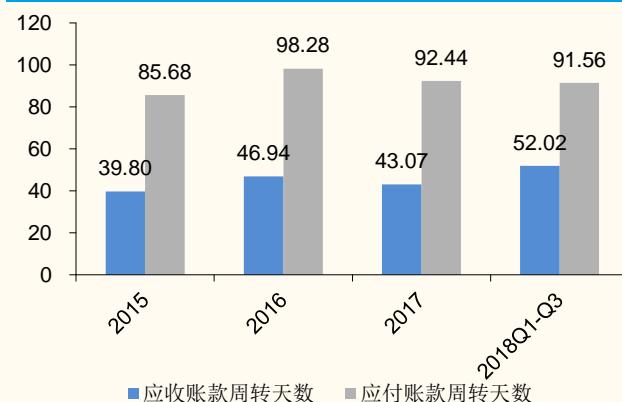
- 存货周转天数和应收账款周转天数略有上升: 18Q1-Q3 公司的存货周转天数为 120 天, 较 15-17 年有所上升, 主要原因为当期存货余额由于备战双十一和工厂搬迁备货有所上升。应收账款周转天数略有上升, 18Q1-Q3 为 52 天; 应付账款周转天数有所下降, 18Q1-Q3 为 92 天。

图表 7: 2015-2018 Q1~Q3 存货周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 2015-2018 Q1~Q3 应收及应付账款周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,846</b>	<b>5,321</b>	<b>6,488</b>	<b>7,200</b>	<b>8,035</b>	<b>9,020</b>
增长率	-9.0%	21.9%	11.0%	11.6%	12.3%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,386</b>	<b>-2,061</b>	<b>-2,276</b>	<b>-2,644</b>	<b>-2,923</b>	<b>-3,259</b>
%销售收入	40.8%	38.7%	35.1%	36.7%	36.4%	36.1%
<b>毛利</b>	<b>3,460</b>	<b>3,260</b>	<b>4,213</b>	<b>4,556</b>	<b>5,113</b>	<b>5,761</b>
%销售收入	59.2%	61.3%	64.9%	63.3%	63.6%	63.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-53</b>	<b>-55</b>	<b>-58</b>	<b>-65</b>	<b>-72</b>	<b>-81</b>
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>营业费用</b>	<b>-2,035</b>	<b>-2,384</b>	<b>-2,778</b>	<b>-3,024</b>	<b>-3,335</b>	<b>-3,698</b>
%销售收入	34.8%	44.8%	42.8%	42.0%	41.5%	41.0%
<b>管理费用</b>	<b>-605</b>	<b>-647</b>	<b>-1,004</b>	<b>-972</b>	<b>-1,085</b>	<b>-1,218</b>
%销售收入	10.3%	12.2%	15.5%	13.5%	13.5%	13.5%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>767</b>	<b>174</b>	<b>373</b>	<b>495</b>	<b>621</b>	<b>764</b>
%销售收入	13.1%	3.3%	5.8%	6.9%	7.7%	8.5%
<b>财务费用</b>	<b>49</b>	<b>69</b>	<b>-30</b>	<b>-76</b>	<b>-74</b>	<b>-54</b>
%销售收入	-0.8%	-1.3%	0.5%	1.0%	0.9%	0.6%
<b>资产减值损失</b>	<b>-27</b>	<b>10</b>	<b>-49</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>1,787</b>	<b>21</b>	<b>146</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>
%税前利润	68.4%	7.4%	30.9%	24.8%	20.5%	16.8%
<b>营业利润</b>	<b>2,576</b>	<b>273</b>	<b>482</b>	<b>595</b>	<b>722</b>	<b>885</b>
<b>营业利润率</b>	<b>44.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>7.4%</b>	<b>8.3%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.8%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>36</b>	<b>17</b>	<b>-11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,611</b>	<b>291</b>	<b>471</b>	<b>605</b>	<b>732</b>	<b>895</b>
<b>利润率</b>	<b>44.7%</b>	<b>5.5%</b>	<b>7.3%</b>	<b>8.4%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.9%</b>
<b>所得税</b>	<b>-401</b>	<b>-75</b>	<b>-81</b>	<b>-103</b>	<b>-124</b>	<b>-152</b>
<b>所得税率</b>	<b>15.4%</b>	<b>25.7%</b>	<b>17.3%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>2,210</b>	<b>216</b>	<b>390</b>	<b>502</b>	<b>608</b>	<b>743</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,210</b>	<b>216</b>	<b>390</b>	<b>502</b>	<b>608</b>	<b>743</b>
<b>净利率</b>	<b>37.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>6.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.2%</b>

资产负债表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>3,477</b>	<b>2,330</b>	<b>1,331</b>	<b>1,400</b>	<b>1,608</b>	<b>2,505</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,177</b>	<b>758</b>	<b>1,000</b>	<b>1,276</b>	<b>1,310</b>	<b>1,394</b>
<b>存货</b>	<b>677</b>	<b>594</b>	<b>750</b>	<b>1,014</b>	<b>961</b>	<b>1,027</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1,595</b>	<b>1,731</b>	<b>1,288</b>	<b>1,542</b>	<b>1,547</b>	<b>1,553</b>
<b>流动资产</b>	<b>6,926</b>	<b>5,413</b>	<b>4,370</b>	<b>5,233</b>	<b>5,426</b>	<b>6,478</b>
%总资产	84.9%	70.9%	45.5%	49.0%	50.0%	54.5%
<b>长期投资</b>	<b>238</b>	<b>648</b>	<b>756</b>	<b>1,006</b>	<b>1,016</b>	<b>1,026</b>
<b>固定资产</b>	<b>377</b>	<b>791</b>	<b>1,226</b>	<b>1,262</b>	<b>1,275</b>	<b>1,281</b>
%总资产	4.6%	10.4%	12.8%	11.8%	11.8%	10.8%
<b>无形资产</b>	<b>422</b>	<b>484</b>	<b>2,906</b>	<b>2,863</b>	<b>2,821</b>	<b>2,784</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,233</b>	<b>2,219</b>	<b>5,234</b>	<b>5,440</b>	<b>5,422</b>	<b>5,400</b>
%总资产	15.1%	29.1%	54.5%	51.0%	50.0%	45.5%
<b>资产总计</b>	<b>8,159</b>	<b>7,632</b>	<b>9,604</b>	<b>10,673</b>	<b>10,848</b>	<b>11,878</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>706</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,559</b>	<b>1,717</b>	<b>2,160</b>	<b>2,190</b>	<b>2,423</b>	<b>2,619</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>520</b>	<b>152</b>	<b>325</b>	<b>360</b>	<b>400</b>	<b>492</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,079</b>	<b>1,869</b>	<b>2,508</b>	<b>3,256</b>	<b>2,823</b>	<b>3,111</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,079</b>	<b>1,079</b>	<b>1,079</b>	<b>1,079</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>352</b>	<b>499</b>	<b>641</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>
<b>负债</b>	<b>2,431</b>	<b>2,368</b>	<b>4,227</b>	<b>4,795</b>	<b>4,362</b>	<b>4,649</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,729</b>	<b>5,264</b>	<b>5,377</b>	<b>5,879</b>	<b>6,486</b>	<b>7,229</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>8,159</b>	<b>7,632</b>	<b>9,604</b>	<b>10,673</b>	<b>10,848</b>	<b>11,878</b>

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
<b>每股收益</b>	<b>3.279</b>	<b>0.321</b>	<b>0.579</b>	<b>0.747</b>	<b>0.904</b>	<b>1.106</b>
<b>每股净资产</b>	<b>8.499</b>	<b>7.817</b>	<b>7.984</b>	<b>8.729</b>	<b>9.632</b>	<b>10.735</b>
<b>每股经营现金净流</b>	<b>0.655</b>	<b>-0.054</b>	<b>1.143</b>	<b>-0.414</b>	<b>1.536</b>	<b>1.511</b>
<b>每股股利</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
<b>回报率</b>						
<b>净资产收益率</b>	<b>38.58%</b>	<b>4.10%</b>	<b>7.25%</b>	<b>8.54%</b>	<b>9.37%</b>	<b>10.28%</b>
<b>总资产收益率</b>	<b>27.08%</b>	<b>2.83%</b>	<b>4.06%</b>	<b>4.70%</b>	<b>5.60%</b>	<b>6.25%</b>
<b>投入资本收益率</b>	<b>11.32%</b>	<b>2.45%</b>	<b>4.70%</b>	<b>5.37%</b>	<b>6.81%</b>	<b>7.63%</b>
<b>增长率</b>						
<b>主营业务收入增长率</b>	<b>9.58%</b>	<b>-8.98%</b>	<b>21.93%</b>	<b>10.97%</b>	<b>11.60%</b>	<b>12.25%</b>
<b>EBIT增长率</b>	<b>-13.83%</b>	<b>-77.36%</b>	<b>115.13%</b>	<b>32.71%</b>	<b>25.31%</b>	<b>23.09%</b>
<b>净利润增长率</b>	<b>146.12%</b>	<b>-90.23%</b>	<b>80.45%</b>	<b>28.78%</b>	<b>21.02%</b>	<b>22.27%</b>
<b>总资产增长率</b>	<b>47.45%</b>	<b>-6.46%</b>	<b>25.83%</b>	<b>11.13%</b>	<b>1.64%</b>	<b>9.50%</b>
<b>资产管理能力</b>						
<b>应收账款周转天数</b>	<b>40.3</b>	<b>47.6</b>	<b>43.7</b>	<b>60.0</b>	<b>55.0</b>	<b>52.0</b>
<b>存货周转天数</b>	<b>91.9</b>	<b>112.5</b>	<b>107.8</b>	<b>140.0</b>	<b>120.0</b>	<b>115.0</b>
<b>应付账款周转天数</b>	<b>86.9</b>	<b>99.6</b>	<b>93.7</b>	<b>93.0</b>	<b>93.0</b>	<b>93.0</b>
<b>固定资产周转天数</b>	<b>14.0</b>	<b>14.2</b>	<b>16.7</b>	<b>47.3</b>	<b>38.4</b>	<b>30.4</b>
<b>偿债能力</b>						
<b>净负债/股东权益</b>	<b>-60.70%</b>	<b>-44.27%</b>	<b>-4.27%</b>	<b>6.54%</b>	<b>-8.15%</b>	<b>-19.73%</b>
<b>EBIT利息保障倍数</b>	<b>-15.7</b>	<b>-2.5</b>	<b>12.5</b>	<b>6.6</b>	<b>8.4</b>	<b>14.1</b>
<b>资产负债率</b>	<b>29.79%</b>	<b>31.03%</b>	<b>44.02%</b>	<b>44.92%</b>	<b>40.21%</b>	<b>39.14%</b>

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	2	2	10	14
增持	0	0	1	2	6
中性	0	0	1	2	3
减持	0	0	0	1	1
评分	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.75</b>	<b>1.60</b>	<b>1.63</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，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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