

Q3 业绩增速回正，电商投入结构改善 买入（维持）

2020 年 10 月 26 日

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006
021-60199793

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,597	7,536	8,128	9,139
同比（%）	6.4%	-0.8%	7.8%	12.4%
归母净利润（百万元）	557	373	445	706
同比（%）	3.1%	-33.0%	19.2%	58.7%
每股收益（元/股）	0.83	0.56	0.66	1.05
P/E（倍）	46.12	68.82	57.74	36.39

投资要点

- **事件：**10 月 27 日，上海家化发布 2020 年三季报。前三季度，公司实现营收 53.62 亿元，同比下降 6.51%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比下降 42.25%；实现扣非归母净利润 2.76 亿元，同比下降 27.34%。
- **Q3 营收个位数下降，净利润增速回正：**公司 2020 年前三季度实现营收 53.62 亿元，同比下降 6.51%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比下降 42.25%；实现扣非归母净利润 2.76 亿元，同比下降 27.34%。Q3 单季公司实现营收 16.78 亿元，同比下降 7.45%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比增加 33.37%；实现扣非归母净利润 1.13 亿元，同比下降 5.50%。2020 年单季度归母净利润增速首次回正，但 Q3 营收同比仍有下滑，主要系疫情仍影响线下增速以及 7、8 月份暂停线上超头直播。
- **毛利率基本持平，期间费用率略有上升：**公司 2020 年前三季度毛利率为 61.50%，同比略降 0.13pct，成本控制良好。公司期间费用率同比提升 1.23pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化 +3.11pct/-1.93pct/-0.08pct/+0.13pct。销售费用率同比提升，主要系百货渠道固定支出较多以及疫情后营销投入有所恢复；管理费用率同比减少，主要系运营费用管控良好、以及 Q2 起部分管理费用划归至销售费用。截至 2020Q3，公司存货金额为 10.39 亿元，同比增加 8.34%，主要系“双 11”主动备货；应收账款金额为 12.20 亿元，同比减少 3.27%，主要系百货、CS 渠道回款增加。公司经营性现金流量为 6.18 亿元，同比减少 14.72%，若剔除 2019Q2 收到的动迁款 1.38 亿元，则公司经营性现金流同比提升 4.39%。
- **电商投入结构化调整，期待“双 11”表现：**分渠道看，预计前三季度线上增速仍较快，且在投入方式上存在结构性优化，在 7、8 月暂停超头部主播的投放、出清多渠道库存后，从 9 月起形成超头部主播薇娅及中腰部主播的良好矩阵，投放品牌数量也有所增加；线下预计百货渠道降幅收窄，CS 渠道在典范的带动下实现较快增速。目前公司已积极投入“双 11”线上线下的预热和备货之中，玉泽、双妹等多品牌预售情况良好，期待 Q4 多品牌表现进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**疫情影响下公司积极采取应对措施，玉泽等多品牌和电商等线上渠道实现高速增长。未来将继续优化产品线和渠道结构，期待新管理层上任后持续变革提效。我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为 3.73、4.45、7.06 亿元，当前市值对应 PE 分别为 69、58、36 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新冠疫情影响消费，行业竞争加剧，新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.28
一年最低/最高价	24.29/51.87
市净率(倍)	4.05
流通 A 股市值(百万元)	25695.39

基础数据

每股净资产(元)	9.44
资产负债率(%)	44.30
总股本(百万股)	671.25
流通 A 股(百万股)	671.25

相关研究

1、《上海家化（600315）：股权激励终出台，全面提效或可期》
2020-10-09

上海家化三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,878	5,898	6,350	6,609	营业收入	7,597	7,536	8,128	9,139
现金	1,609	1,622	1,892	1,921	减:营业成本	2,896	2,879	3,059	3,362
应收账款	1,229	1,284	1,297	1,474	营业税金及附加	54	53	57	64
存货	925	897	1,027	1,087	营业费用	3,204	3,195	3,430	3,792
其他流动资产	2,114	2,095	2,133	2,128	管理费用	1,115	1,106	1,199	1,243
非流动资产	5,270	5,293	5,734	6,220	财务费用	31	-8	-8	-10
长期股权投资	391	441	491	551	资产减值损失	-5	0	0	0
固定资产	1,122	1,105	1,387	1,735	加:投资净收益	154	89	89	99
在建工程	24	99	239	351	其他收益	100	0	0	0
无形资产	831	802	774	754	营业利润	700	459	544	863
其他非流动资产	2,902	2,845	2,842	2,828	加:营业外净收支	2	-3	-0	-1
资产总计	11,147	11,191	12,084	12,829	利润总额	702	456	543	862
流动负债	2,865	2,710	3,166	3,213	减:所得税费用	145	83	98	156
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	824	816	927	990	归属母公司净利润	557	373	445	706
其他流动负债	2,041	1,894	2,239	2,223	EBIT	749	463	548	863
非流动负债	1,997	1,989	1,982	1,974	EBITDA	980	707	769	1,145
长期借款	1,138	1,130	1,123	1,115					
其他非流动负债	859	859	859	859					
负债合计	4,862	4,700	5,148	5,187	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.83	0.56	0.66	1.05
					每股净资产(元)	9.36	9.67	10.33	11.39
归属母公司股东权益	6,286	6,491	6,936	7,643	发行在外股份(百万股)	671	671	671	671
负债和股东权益	11,147	11,191	12,084	12,829	ROIC(%)	16.4%	10.1%	11.6%	15.8%
					ROE(%)	8.9%	5.8%	6.4%	9.2%
					毛利率(%)	61.9%	61.8%	62.4%	63.2%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	7.3%	5.0%	5.5%	7.7%
经营活动现金流	749	297	779	617	资产负债率(%)	43.6%	42.0%	42.6%	40.4%
投资活动现金流	-121	-119	-510	-591	收入增长率(%)	6.4%	-0.8%	7.8%	12.4%
筹资活动现金流	-186	-165	1	2	净利润增长率(%)	3.1%	-33.0%	19.2%	58.7%
现金净增加额	438	13	270	28	P/E	46.12	68.82	57.74	36.39
折旧和摊销	230	244	222	281	P/B	4.09	3.96	3.70	3.36
资本开支	185	-27	391	426	EV/EBITDA	24.56	34.00	30.88	20.73
营运资本变动	116	-164	274	-184					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>