

遇瓶颈，关注母婴等新品

——上海家化（600315）年报点评

2016年3月21日

推荐/维持

上海家化

年报点评

梁博
基础化工行业分析师
021-65465597

执业证书编号：S1480512060006

Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

上海家化（600315）发布2015年度财报，公司实现营业收入58.5亿元，同比增长9.6%；净利润22.1亿元，对应EPS为3.31元，同比增长146.1%；公司出售了江阴天江药业23.84%的股权，获得投资收益17.35亿元，增加净利润14.73亿元。扣非后净利润8.2亿元，对应EPS为1.22元，同比下降6.4%。

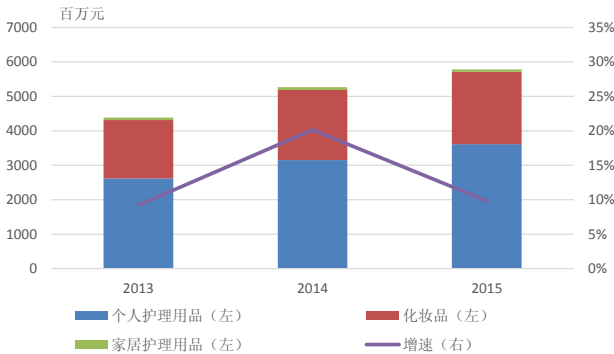
公司分季度财务指标

指标	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4
营业收入（百万元）	1,474	1,349	1,166	1,595	1,620	1,403	1,228
环比增长率（%）	9.51%	-8.47%	-13.53%	36.74%	1.58%	-13.43%	-12.42%
毛利率（%）	63.6%	58.5%	61.5%	60.9%	60.5%	58.6%	55.9%
期间费用率（%）	41.1%	42.7%	43.8%	48.9%	39.2%	42.0%	44.3%
营业利润率（%）	22.48%	15.84%	17.73%	12.06%	21.30%	16.63%	11.55%
净利润（百万元）	410	155	170	190	451	150	1,420
环比增长率（%）	150.52%	-62.29%	9.87%	11.77%	137.59%	-66.82%	848.63%
每股盈利（季度，元）	0.61	0.23	0.25	0.28	0.67	0.22	2.11
资产负债率（%）	28.3%	29.6%	31.2%	35.3%	32.9%	34.1%	29.8%
净资产收益率（%）	11.3%	3.4%	4.3%	4.8%	10.3%	3.1%	24.8%
总资产收益率（%）	10.2%	3.6%	4.5%	3.7%	8.8%	2.3%	17.4%

观点：

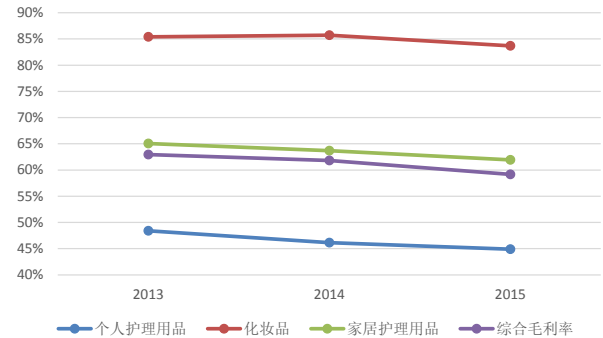
- 公司核心产品六神花露水、佰草集化妆品仍处于细分市场的领先地位。婴儿用品、男士护理用品、家用清洁用品等业务逐渐提速。经过多年的积累，公司六神花露水产品占据市场70%的份额，为公司贡献了良好的现金流。佰草集产品在百货专柜的竞争力不断加强，是中国百货渠道中唯一进入前20位的本土品牌。此外，公司的婴儿用品品牌“启初”完成了商超、母婴店、电商三大母婴主流渠道布局。婴儿面霜品类市场占有率约15%，成为公司增长最快的新产品之一。另外，公司与漳州片仔癀达成合作协议，成功进入口腔护理领域。2015年公司新产品上市约539项，新产品贡献了总收入的约9.3%。整体看，公司产品种类不断丰富，发展后劲足，品牌和规模效应明显。

图 1：主营业务收入保持增长，增速放缓



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2：产品毛利率小幅下降



资料来源：Wind

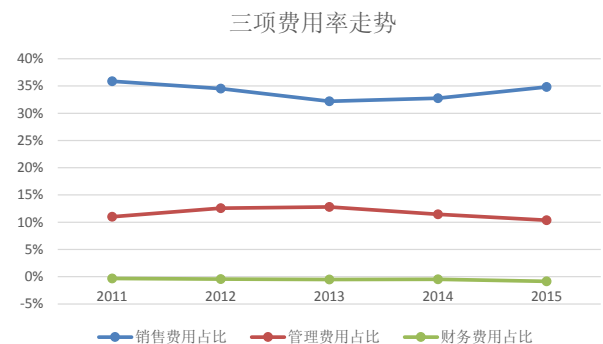
➤ 销售渠道进一步完善，线上渠道完成部署。公司通过多品牌基本完成全渠道的全覆盖，目前已经进入1500家百货商店，5000家母婴店以及1.2万家大卖场，另外还有约30万家各类终端销售网点。同时，公司也加快了线上渠道的布局，“上海家化旗舰店”已经在天猫上线，双十一销售额突破1亿元。公司还完成了在京东、聚美优品、唯品会和一号店上的布局，销售额稳步增长。我们认为，随着线上线下渠道的完善，家化的品牌影响力进一步提升，分销能力明显增强。

图 3：公司 2015 年十大重要事件



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 4：销售费用率上升



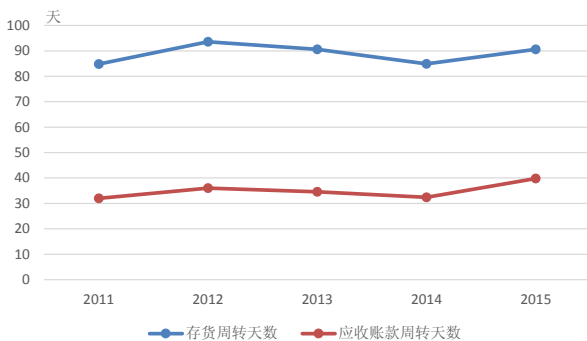
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

➤ 销售费用增加，毛利率小幅下滑。公司2015年销售费用约20.3亿元，同比增加16.5%。销售费用增速高于收入增速，主要因为公司为了实施5年战略，同时推广新产品，加大了广告投放力度。公司的综合毛利率

59.3%，同比下降约2.6个百分点，连续2年下降。毛利率的下滑，显示出公司在产品推广上面临一定的压力，产品提价难度较大。如果后续新产品无法持续推出，老产品的毛利率存在进一步下行的风险。

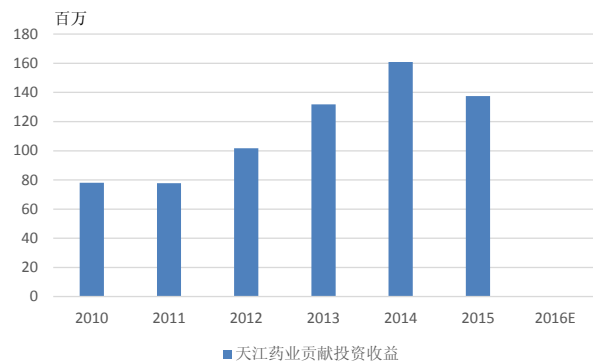
- 公司存货周转天数、应收账款周转天数等指标有所上升。2015年公司存货周转天数为90.6天，应收账款周转天数为39.8天，较2014年分别上升约6天和7天。上述两个指标的上升，表明公司在仓库和渠道中的货物有所积压，占用了较多的资金。但当前存货和应收账款的指标仍处于合理范围内，如果未来这两个指标继续上升，则投资者应该关注公司是否出现货物滞销的情况。
- 出售江阴天江药业股权，提升短期业绩，未来投资收益下滑。上海家化向中国中药出售江阴天江药业23.84%股权，工商变更程序已于2015年10月30日完成。此次出售资产使公司获得投资收益17.35亿元，增加2015年的净利润14.73亿元。这是公司2015年业绩大幅提升的主要原因。从往年的财务数据来看，天江药业盈利稳步增长，为上海家化贡献了稳定的投资收益。2010年贡献投资收益约7800万元，到2014年贡献投资收益约1.61亿元，是公司的“现金牛”。出售天江药业股权之后，公司每年投资收益将下降约1.2-1.5亿元。

图 5： 存货周转、应收账款周转天数增加



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 6： 出售天江药业，未来投资收益大幅下降



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

- 与花王的代理销售合作2016年底到期后不再延续，2017年个人护理用品业务收入或下滑。控股子公司上海家化销售有限公司从2012年1月1日起代理销售日本“花王”的部分产品，主要包括婴儿纸尿裤等。公司年报显示，上述合同将于2016年12月31日到期，双方决定合同期满后不再续延。停止与花王的代理销售合作后，最直接的影响是公司个人护理用品的销售金额将出现下滑，预计2017年公司个人护理用品业务收入可能出现10%左右的下滑。由于花王在婴儿纸尿裤市场具有较高的品牌影响力，结束代理可能导致上海家化在母婴渠道的控制力下降，对公司“启初”品牌的推广带来一些不利影响。

盈利预测和投资建议：

2015年公司完成了管理层的大幅调整，随着新管理层趋于稳定，公司上下经营理念逐步统一，预计公司将进入新的成长周期。母婴产品的推广、与片仔癀的合作将成为今后几年的主要看点。同时，与花王代销合同至2016年底将结束，将会对公司的业绩造成一定的不利影响。预计公司2016-2018年EPS分别为1.49元、1.7元和1.85元，对应PE分别为20.5倍，18倍和16.5倍，维持“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	4263	6926	7494	6769	7000	营业收入	5335	5846	6475	6326	7361
货币资金	2634	3477	3885	3163	2944	营业成本	2037	2386	2609	2354	2719
应收账款	530	762	798	867	1008	营业税金及附加	49	53	18	18	21
其他应收款	25	413	458	447	520	营业费用	1747	2035	2072	2024	2473
预付款项	21	87	113	137	164	管理费用	612	605	712	696	810
存货	524	677	715	645	745	财务费用	-25	-49	-45	-30	-35
其他流动资产	516	1507	1507	1492	1596	资产减值损失	16.64	26.92	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	1270	1233	1191	1445	2074	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	704	118	0	0	0	投资净收益	225.66	1787.38	50.00	60.00	70.00
固定资产	215.58	223.99	376.17	545.19	699.22	营业利润	1123	2576	1154	1320	1439
无形资产	136	334	301	268	234	营业外收入	27.66	37.60	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	103	0	125	237	营业外支出	8.66	1.97	10.00	10.00	10.00
资产总计	5534	8159	8685	8214	9074	利润总额	1142	2611	1184	1350	1469
流动负债合计	1586	2079	1843	1089	1203	所得税	235	401	178	202	220
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	908	2210	1006	1147	1248
应付账款	495	641	658	593	685	少数股东损益	10	0	0	0	0
预收款项	91	80	113	144	181	归属母公司净利润	898	2210	1006	1147	1248
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1272	2898	1193	1404	1533
非流动负债合计	142	352	408	3	0	BPS (元)	1.34	3.31	1.49	1.70	1.85
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	1728	2431	2251	1092	1203	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	19.38%	9.58%	10.77%	-2.30%	16.35%
实收资本(或股本)	672	674	674	674	674	营业利润增长	20.00%	129.35%	-55.20%	14.36%	9.02%
资本公积	1144	1144	1144	1144	1144	归属于母公司净利润	-54.46%	14.00%	-54.46%	14.00%	8.82%
未分配利润	1720	3520	3972	4202	4452	获利能力					
归属母公司股东权益	3805	5729	6434	7122	7871	毛利率(%)	61.82%	59.18%	59.71%	62.80%	63.07%
负债和所有者权益	5534	8159	8685	8214	9074	净利率(%)	17.01%	37.80%	15.54%	18.13%	16.96%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	23.60%	38.58%	15.64%	16.11%	15.86%
经营活动现金流	1130	503	1014	22	941	偿债能力					
净利润	908	2210	1006	1147	1248	资产负债率(%)	31%	30%	26%	13%	
折旧摊销	173.30	371.10	0.00	114.42	129.42	流动比率	2.69	3.33	4.07	6.22	5.82
财务费用	-25	-49	-45	-30	-35	速动比率	2.36	3.01	3.68	5.62	5.20
应付帐款的变化	0	0	-36	-68	-142	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	32	32	37	总资产周转率	1.06	0.85	0.77	0.75	0.85
投资活动现金流	144	197	265	-411	-612	应收账款周转率	11	9	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.29	10.29	9.97	10.12	11.51
长期股权投资减少	0	0	167	-91	-316	每股指标(元)					
投资收益	226	1787	50	60	70	每股收益(最新摊薄)	1.34	3.31	1.49	1.70	1.85
筹资活动现金流	-373	-399	155	-429	-464	每股净现金流(最新)	1.34	0.45	2.13	-1.21	-0.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.66	8.50	9.55	10.57	11.68
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	2	0	0	0	P/E	22.84	9.25	20.50	17.98	16.53
资本公积增加	93	-1	0	0	0	P/B	5.41	3.60	3.21	2.90	2.62
现金净增加额	901	301	1434	-819	-136	EV/EBITDA	14.11	5.92	14.03	12.44	11.54

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有四年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

杨若木

基础化工行业小组组长，7 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

杨行远

化学博士，2015 年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

东兴证券基础化工小组获得“2014 年水晶球”基础化工行业第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。