

## 上海家化 (600315.SH)

## 个人用品行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价 (人民币): 31.77 元  
目标 (人民币): 38.16-40.47 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 423.00      |
| 总市值(百万元)       | 13,439.06   |
| 年内股价最高最低(元)    | 38.19/29.89 |
| 沪深 300 指数      | 2901.22     |
| 上证指数           | 2612.19     |



## 相关报告

- 《去年业绩小幅低于预期不改今年增长前景》, 2012.4.9
- 《跟踪调研: 今年净利润有望保持快速增长》, 2012.2.8
- 《联合调研印证上海家化研发能力优秀》, 2011.12.5

蔡益润 联系人  
(8621)61356501  
caiyr@gjzq.com.cn

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019  
(8621)61038318  
wangxiaoying@gjzq.com.cn

## 一季度业绩取得开门红

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.847  | 0.854  | 1.156  | 1.497  | 1.975  |
| 每股净资产(元)    | 3.54   | 4.16   | 5.07   | 6.22   | 7.74   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.78   | 0.82   | 1.22   | 1.24   | 1.76   |
| 市盈率(倍)      | 38.86  | 37.37  | 27.47  | 21.23  | 16.09  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 42.92  | 48.49  | 48.75  | 48.75  | 48.75  |
| 净利润增长率(%)   | 18.15% | 31.06% | 35.41% | 29.41% | 31.97% |
| 净资产收益率(%)   | 18.42% | 20.54% | 22.81% | 24.08% | 25.51% |
| 总股本(百万股)    | 325.55 | 423.03 | 423.01 | 423.01 | 423.01 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 1Q12 上海家化实现营业收入 10.5 亿元, 同比增长 25%, 其中化妆品销售收入同比增长 27.7%, 公司自有品牌化妆品销售收入增长 22.6%; 归属于上市公司股东净利润 0.89 亿元, 同比增长 48.4%, 超前期预期。

## 经营分析

- 化妆品销售收入增速超预期, 预计全年增速将有所回落: 1Q12 经销商备货积极, 令各主要品牌的销售收入均取得两位数以上增长; 同时代理花王产品也贡献收入。考虑到一季度铺货因素, 预计全年收入增速将比一季度有所回落。分品牌看, 六神推出“艾叶香皂”, 主打艾叶精油除菌概念, 与竞争对手舒肤佳相比, 优势在于强调天然除菌概念+全身沐浴 (舒肤佳更多强调洗手), 预计可拉动六神品牌的增长; 高夫更换红色包装并丰富产品线, 今年有望继续取得良好成长。
- 毛利率小幅上升, 预计全年将维持该趋势: 公司前期在低位储备一定存货, 同时通过适当管理令 1Q12 化妆品毛利率小幅上升 0.25 个百分点。预计全年毛利率水平将继续上升。
- 管理费用率下降助力净利润增长: 1Q12 管理费用率下降 0.8 个百分点、投资收益增加 600 万元使得净利润增速高于收入增速。管理费用率下降反映公司效率提升, 令收入增长快于费用增长。
- 公司现金流良好, 经营较稳健: 公司应收账款比去年同期增长 14%, 低于收入增速, 存货比去年同期增加 30%, 主要原因可能是低价储备原材料。公司实现经营性现金流量净额为 2.04 亿元, 同比增速 187%, 即使扣除应付账款增加额 0.66 亿元后, 现金流表现仍属上佳。

## 盈利调整

- 我们维持盈利预测: 预计 2012-2014 年公司销售收入为 41.7、49.3 和 57.7 亿元, 同比增速 16.5%、18.4% 和 17.0%, EPS 为 1.16、1.50 和 1.97 元, 净利润同比增速 35%、29% 和 32%。

## 投资建议

- 考虑公司的成长性, 给予  $33-35 \times 12\text{EPS}$ , 对应股价 38.16-40.47 元, 目前股价 31.77 元, 存在 20-27% 上涨空间, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 全年收入增长低于预期, 原材料价格上涨。

图表1：利润表分拆

| (百万元)    |              | 1Q11  | 2Q11  | 3Q11  | 4Q11  | 1Q12  | 1Q12<br>同比 | 1Q12<br>环比 | 点评                                 |
|----------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|------------------------------------|
| 单季收入及增速  | 营业收入         | 844   | 1079  | 945   | 710   | 1055  | 25.1%      | 48.6%      | 经销商积极铺货推动各主要品牌增长良好；代理花王产品贡献收入      |
|          | 收入 YoY       |       | 19%   | 11%   | 7%    | 25%   |            |            |                                    |
| 利润表结构百分比 | 毛利率          | 49.4% | 57.3% | 56.8% | 68.5% | 49.9% | 0.47       | -18.55     | 原材料价格稳定，公司前期储备低价原材料，且控制得当，令毛利率小幅上升 |
|          | -销售费用率       | 32.0% | 35.2% | 40.2% | 35.9% | 32.0% | 0.02       | -3.91      |                                    |
|          | 毛利率-费用率      | 17.5% | 22.1% | 16.6% | 32.6% | 17.9% | 0.45       | -14.64     |                                    |
|          | -管理费用率       | 9.6%  | 6.9%  | 9.0%  | 21.6% | 8.8%  | -0.77      | -12.79     | 管理效率提高，收入增速快于费用增长                  |
|          | -财务费用率       | -0.4% | -0.2% | -0.2% | -0.5% | -0.2% | 0.16       | 0.33       |                                    |
|          | -资产减值损失      | 0.5%  | -0.9% | 1.8%  | -0.4% | 0.2%  | -0.24      | 0.61       |                                    |
|          | +公允价值变动收益    | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.00       | 0.00       |                                    |
|          | +投资收益        | 2.8%  | 1.9%  | -4.6% | 12.5% | 2.8%  | 0.02       | -9.73      |                                    |
|          | +营业外收支       | 0.0%  | 0.2%  | 0.6%  | 1.2%  | 0.0%  | -0.02      | -1.19      |                                    |
|          | =利润总额        | 9.5%  | 17.4% | 8.6%  | 14.5% | 11.0% | 1.43       | -3.49      |                                    |
|          | -所得税费用       | 2.3%  | 4.0%  | 0.7%  | 2.5%  | 2.5%  | 0.20       | -0.05      |                                    |
|          | -少数股东损益      | 0.1%  | -0.2% | 0.1%  | 0.5%  | 0.0%  | -0.14      | -0.53      |                                    |
|          | 归属母公司所有者净利润率 | 7.1%  | 13.6% | 7.7%  | 11.4% | 8.5%  | 1.37       | -2.91      | 因费用率下降、投资收益上升而提高                   |
| 单季净利润及增速 | 净利润(百万元)     | 60    | 147   | 73    | 81    | 90    | 49.0%      | 10.7%      |                                    |
|          | 净利润 YoY      |       | 30%   | 46%   | 23%   | 49%   |            |            |                                    |

来源：聚源数据，国金证券研究所

图表2：六神艾叶香皂——天然除菌



来源：网络资料，国金证券研究所

图表3：高夫更换红色新包装



**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)        |             |             |             |            |             |              | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |              |              |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>主营业务收入</b>       | 2,697       | 3,094       | 3,577       | 4,165      | 4,932       | 5,771        |                 | 2009         | 2010         | 2011         | 2012E        | 2013E        |
| 增长率                 |             | 14.7%       | 15.6%       | 16.5%      | 18.4%       | 17.0%        | 货币资金            | 701          | 768          | 872          | 1,476        | 1,957        |
| <b>主营业务成本</b>       | -1,215      | -1,399      | -1,519      | -1,764     | -2,029      | -2,311       | 应收账款            | 314          | 322          | 468          | 451          | 540          |
| % 销售收入              | 45.0%       | 45.2%       | 42.5%       | 42.3%      | 41.1%       | 40.0%        | 存货              | 268          | 318          | 399          | 374          | 445          |
| <b>毛利</b>           | 1,482       | 1,695       | 2,057       | 2,401      | 2,902       | 3,460        | 其他流动资产          | 17           | 27           | 30           | 25           | 32           |
| % 销售收入              | 55.0%       | 54.8%       | 57.5%       | 57.7%      | 58.9%       | 60.0%        | 流动资产            | 1,299        | 1,435        | 1,767        | 2,326        | 2,975        |
| <b>营业税金及附加</b>      | -24         | -25         | -37         | -37        | -44         | -52          | % 总资产           | 69.7%        | 67.6%        | 69.4%        | 77.5%        | 82.3%        |
| % 销售收入              | 0.9%        | 0.8%        | 1.0%        | 0.9%       | 0.9%        | 0.9%         | 长期投资            | 164          | 292          | 358          | 359          | 358          |
| <b>营业费用</b>         | -819        | -1,076      | -1,283      | -1,437     | -1,692      | -1,968       | 固定资产            | 293          | 289          | 251          | 226          | 198          |
| % 销售收入              | 30.4%       | 34.8%       | 35.9%       | 34.5%      | 34.3%       | 34.1%        | % 总资产           | 15.7%        | 13.6%        | 9.9%         | 7.5%         | 5.5%         |
| <b>管理费用</b>         | -315        | -301        | -393        | -400       | -464        | -496         | 无形资产            | 95           | 76           | 144          | 87           | 81           |
| % 销售收入              | 11.7%       | 9.7%        | 11.0%       | 9.6%       | 9.4%        | 8.6%         | 非流动资产           | 564          | 688          | 779          | 675          | 640          |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | 325         | 293         | 343         | 527        | 703         | 944          | % 总资产           | 30.3%        | 32.4%        | 30.6%        | 22.5%        | 17.7%        |
| % 销售收入              | 12.0%       | 9.5%        | 9.6%        | 12.7%      | 14.3%       | 16.4%        | <b>资产总计</b>     | <b>1,864</b> | <b>2,122</b> | <b>2,547</b> | <b>3,001</b> | <b>3,614</b> |
| <b>财务费用</b>         | -2          | 5           | 11          | 8          | 12          | 16           | <b>短期借款</b>     | 12           | 14           | 10           | 0            | 0            |
| % 销售收入              | 0.1%        | -0.2%       | -0.3%       | -0.2%      | -0.2%       | -0.3%        | <b>应付款项</b>     | 422          | 487          | 650          | 630          | 692          |
| <b>资产减值损失</b>       | -58         | -95         | -8          | -12        | -14         | -8           | <b>其他流动负债</b>   | 56           | 99           | 103          | 198          | 257          |
| <b>公允价值变动收益</b>     | 0           | 0           | 0           | 0          | 0           | 0            | <b>流动负债</b>     | 489          | 600          | 763          | 828          | 949          |
| <b>投资收益</b>         | 22          | 89          | 89          | 80         | 85          | 90           | <b>长期贷款</b>     | 0            | 0            | 0            | 0            | 1            |
| % 销售收入              | 7.4%        | 29.4%       | 19.6%       | 13.0%      | 10.6%       | 8.5%         | <b>其他长期负债</b>   | 6            | 4            | 2            | 0            | 0            |
| <b>税前利润</b>         | 7.4%        | 29.4%       | 19.6%       | 13.0%      | 10.6%       | 8.5%         | <b>负债</b>       | <b>495</b>   | <b>604</b>   | <b>765</b>   | <b>828</b>   | <b>949</b>   |
| <b>营业利润</b>         | 286         | 292         | 436         | 603        | 786         | 1,042        | <b>普通股股东权益</b>  | 1,320        | 1,497        | 1,759        | 2,144        | 2,629        |
| <b>营业利润率</b>        | 10.6%       | 9.4%        | 12.2%       | 14.5%      | 15.9%       | 18.1%        | <b>少数股东权益</b>   | 49           | 21           | 23           | 28           | 36           |
| <b>营业外收支</b>        | 9           | 10          | 17          | 15         | 15          | 15           | <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,864</b> | <b>2,122</b> | <b>2,547</b> | <b>3,001</b> | <b>3,614</b> |
| <b>税前利润</b>         | <b>295</b>  | <b>302</b>  | <b>452</b>  | <b>618</b> | <b>801</b>  | <b>1,057</b> |                 |              |              |              |              |              |
| <b>利润率</b>          | 10.9%       | 9.8%        | 12.6%       | 14.8%      | 16.2%       | 18.3%        |                 |              |              |              |              |              |
| <b>所得税</b>          | -56         | -53         | -87         | -124       | -160        | -211         |                 |              |              |              |              |              |
| <b>所得税率</b>         | 18.9%       | 17.4%       | 19.3%       | 20.0%      | 20.0%       | 20.0%        |                 |              |              |              |              |              |
| <b>净利润</b>          | 239         | 250         | 365         | 494        | 641         | 845          |                 |              |              |              |              |              |
| <b>少数股东损益</b>       | 6           | -26         | 4           | 5          | 8           | 10           |                 |              |              |              |              |              |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>233</b>  | <b>276</b>  | <b>361</b>  | <b>489</b> | <b>633</b>  | <b>835</b>   |                 |              |              |              |              |              |
| <b>净利率</b>          | 8.6%        | 8.9%        | 10.1%       | 11.7%      | 12.8%       | 14.5%        |                 |              |              |              |              |              |
| 现金流量表 (人民币百万元)      |             |             |             |            |             |              | 比率分析            |              |              |              |              |              |
|                     | 2009        | 2010        | 2011        | 2012E      | 2013E       | 2014E        |                 | 2009         | 2010         | 2011         | 2012E        | 2013E        |
| <b>经营活动现金净流</b>     | <b>452</b>  | <b>329</b>  | <b>347</b>  | <b>515</b> | <b>526</b>  | <b>743</b>   | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |
| 净利润                 | 239         | 250         | 365         | 494        | 641         | 845          | 每股收益            | 1.075        | 0.847        | 0.854        | 1.156        | 1.497        |
| 少数股东损益              | 0           | 0           | 0           | 0          | 0           | 0            | 每股净资产           | 4.054        | 3.538        | 4.158        | 5.069        | 6.216        |
| 非现金支出               | 151         | 183         | 127         | 83         | 86          | 82           | 每股经营现金净流        | 1.388        | 0.777        | 0.821        | 1.217        | 1.242        |
| 非经营收益               | -21         | -107        | -82         | -70        | -100        | -105         | 每股股利            | 0.150        | 0.200        | 0.350        | 0.250        | 0.350        |
| 营运资金变动              | 82          | 4           | -63         | 8          | -101        | -80          |                 |              |              |              |              |              |
| <b>投资活动现金净流</b>     | <b>-89</b>  | <b>-144</b> | <b>-131</b> | <b>101</b> | <b>61</b>   | <b>65</b>    | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| 资本开支                | -79         | -94         | -90         | 22         | -24         | -25          | 净资产收益率          | 17.68%       | 18.42%       | 20.54%       | 22.81%       | 24.08%       |
| 投资                  | -24         | -65         | -67         | -1         | 0           | 0            | 总资产收益率          | 12.52%       | 12.99%       | 14.18%       | 16.30%       | 17.51%       |
| 其他                  | 14          | 15          | 26          | 80         | 85          | 90           | 投入资本收益率         | 19.06%       | 15.79%       | 15.47%       | 19.41%       | 21.10%       |
| <b>筹资活动现金净流</b>     | <b>-141</b> | <b>-117</b> | <b>-113</b> | <b>-11</b> | <b>-106</b> | <b>-147</b>  |                 |              |              |              |              |              |
| 股权募资                | 0           | 3           | 3           | 0          | 0           | 0            | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |
| 债权募资                | -91         | 2           | -4          | -12        | 0           | 1            | 主营业务收入增长率       | 8.17%        | 14.71%       | 15.60%       | 16.45%       | 18.40%       |
| 其他                  | -50         | -121        | -112        | 1          | -106        | -148         | EBIT增长率         | 41.79%       | -9.75%       | 17.29%       | 53.45%       | 33.34%       |
| <b>筹资活动现金净流</b>     | <b>222</b>  | <b>68</b>   | <b>103</b>  | <b>604</b> | <b>481</b>  | <b>661</b>   | 净利润增长率          | 26.07%       | 18.15%       | 31.06%       | 35.41%       | 29.41%       |
| <b>现金净流量</b>        |             |             |             |            |             |              | 总资产增长率          | 10.55%       | 13.88%       | 20.00%       | 17.82%       | 20.46%       |
|                     |             |             |             |            |             |              |                 |              |              |              |              |              |
|                     |             |             |             |            |             |              | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |
|                     |             |             |             |            |             |              | 应收账款周转天数        | 34.8         | 34.3         | 35.9         | 35.0         | 35.0         |
|                     |             |             |             |            |             |              | 存货周转天数          | 98.9         | 86.9         | 89.7         | 85.0         | 88.0         |
|                     |             |             |             |            |             |              | 应付账款周转天数        | 84.6         | 77.9         | 79.4         | 82.0         | 78.0         |
|                     |             |             |             |            |             |              | 固定资产周转天数        | 35.7         | 30.6         | 24.1         | 18.5         | 13.6         |
|                     |             |             |             |            |             |              |                 |              |              |              |              |              |
|                     |             |             |             |            |             |              | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |
|                     |             |             |             |            |             |              | 净负债/股东权益        | -50.31%      | -49.70%      | -48.36%      | -67.94%      | -73.41%      |
|                     |             |             |             |            |             |              | EBIT利息保障倍数      | 155.3        | -57.0        | -30.9        | -67.4        | -58.5        |
|                     |             |             |             |            |             |              | 资产负债率           | 26.56%       | 28.48%       | 30.04%       | 27.60%       | 26.26%       |
|                     |             |             |             |            |             |              |                 |              |              |              |              |              |

**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         |
|----|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 强买 | 0        | 3           | 3           | 6           | 9           |
| 买入 | 0        | 5           | 5           | 6           | 10          |
| 持有 | 0        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持 | 0        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 卖出 | 0        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>0</b> | <b>1.63</b> | <b>1.63</b> | <b>1.57</b> | <b>1.55</b> |

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价           |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2011-11-14 | 买入 | 36.98 | 42.30 ~ 42.30 |
| 2 2011-12-05 | 买入 | 36.57 | 42.30 ~ 42.30 |
| 3 2012-02-08 | 买入 | 33.00 | 42.30 ~ 42.30 |
| 4 2012-04-09 | 买入 | 32.00 | 38.16 ~ 40.47 |

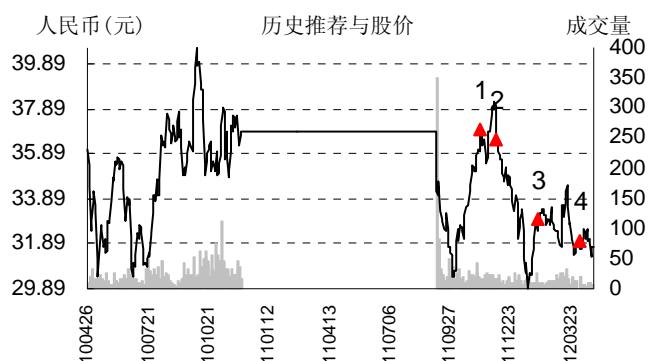
来源：国金证券研究所

**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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；  
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；  
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；  
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-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：010-6621 6979  
传真：010-6621 5599-8803  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B