

上海家化 (600315.SH) 个人用品行业

评级：增持 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：47.40元
目标（人民币）：46.07-51.83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)	212.52
年内股价最高最低(元)	47.45/29.92
沪深 300 指数	2357.02
上证指数	2142.53



相关报告

- 《主业增长良好、获得投资收益致业绩大超预期》，2012.7.9
- 《公司收入维持快速稳健增长》，2012.6.4
- 《一季度业绩取得开门红》，2012.4.27

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

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	1.204	1.440	1.900
每股净资产(元)	3.54	4.16	5.81	6.90	8.35
每股经营性现金流(元)	0.78	0.82	1.14	1.19	1.68
市盈率(倍)	38.86	37.37	39.36	32.92	24.95
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%	49.46%	19.56%	31.94%
净资产收益率(%)	18.42%	20.54%	20.73%	20.87%	22.75%
总股本(百万股)	325.55	423.03	448.36	448.36	448.36

来源：公司年报、国金证券研究所

中报业绩靓丽，增强市场信心

业绩简评

- 上海家化 1H12 实现营业收入 23.4 亿元，同比增长 21.7%，其中化妆品销售收入增长 24%；营业利润 4.6 亿元，同比增长 74.2%；净利润 3.6 亿元，同比增长 73.9%。

经营分析

- **1H12 公司扣非后净利润增速达 51.3%，略超预期：**正如我们在今年 7 月 8 日公司预增公告点评中所述，天江药业因持股比例变动而贡献 5344 万元一次性投资收益，扣非后净利润增速仍高达 51.3%，略超我们 45% 的预期。
- **公司化妆品销售收入增长优于跨国公司，主要品牌增长良好：**上半年公司化妆品销售收入增速达 24%，超过同期欧莱雅在我国 16% 的增速，也优于宝洁旗下皮肤护理产品在国内的表现。
 - **六神的花露水、沐浴露和香皂均取得高于市场增速的增长，外因有竞争对手的收缩，内因有艾叶新品的贡献和微博营销的成功。六神的全年增长基调已定，下半年若香皂表现突出可令增速进一步提高。**
 - **高夫上半年收入增速依然靓丽。目前高夫仅有约 2000 家终端，其中百货专柜约 300 家；若假设高夫已进入屈臣氏全部 1100 家门店，则超市和化妆品专营店的终端数为 600-700 家。考虑到屈臣氏计划在 2016 年将门店数提升到 3000 家，而我国快消品连锁企业百强的门店总数达到 4.3 万家，因此高夫的渠道数量还有很大增长空间。高夫的产品力强，单店销售低于外资品牌的主要原因在于营销投入较少，目前已具有良好基础，未来可望进入良性循环提升单店收入。**
 - **花王旗下的妙而舒、洁霸、碧柔等品牌的产品力强、品牌形象好，在通过家化协助铺开渠道后，我们注意到花王开始加大广告投入，预计将与渠道形成良好的拉动作用。根据上半年代理花王业务收入情况，我们预计全年可实现 3 亿元收入。**
 - **佰草集的收入增速高于公司化妆品销售收入，下半年是佰草集的销售旺季，对品牌收入目标能否达成更为重要，从 7 月份的销售情况来看趋势较好。**
 - **美加净的增速略高于佰草集，得益于去年的基数较低，期待下半年的表现。**

- **原材料价格下降和高毛利产品占比提高推动毛利率上升：**即使计入毛利率较低的代理花王业务，公司化妆品毛利率仍同比提高，主要得益于今年以来原材料的下降及高毛利产品的占比提高，预计下半年可维持该趋势。
- **销售费用率下降、管理费用率持平，提高公司利润增速：**上半年公司的“营销类费用”增幅仅 2%，令销售费用率下降 3.6 个点，原因是今年公司为了应对宏观经济下滑，营销预算较为保守，目前的投入节奏符合预算。考虑到预算的保守和公司在提高营销费用利用率方面的努力，预计全年销售费用率将低于去年水平。由于第二期股权激励费用尚未计入中报，管理费用率与去年持平，预计下半年管理费用率将因激励费用而上升。
- **公司运营良好，现金流充沛：**公司的应收账款同比上升 14%，存货同比上升 19%，均低于化妆品销售收入增速，表明周转效率提高。经营性现金流净额/净利润为 105%，表明现金流充沛。

盈利调整

- 维持前期盈利预测：预计公司 2012-2014 年销售收入为 43.0、51.4 和 61.0 亿元，同比增速 20.3%、19.5% 和 18.7%，EPS 为 1.20、1.44 和 1.90 元，净利润同比增速 49%、20% 和 32%。

投资建议

- 考虑到公司的成长确定和估值切换，我们给予 32-36×13EPS，对应 12 个月目标价为 46.07-51.83 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 宏观经济下滑风险，估值风险。

图表1：上海家化利润表分拆

(百万元)		1Q11	2Q11	1H11	1Q12	2Q12	1H12	2Q12 同比	1H12 同比	点评
单季收入及增速	营业收入	844	1079	1922	1055	1284	2339	19.1%	21.7%	二季度销售收入增速比一季度有所回落，由于一季度为铺货季节、经销商进货比较积极，因此增速回落乃预料之中。
	收入YoY				25.1%	19.1%	21.7%			
利润表结构百分比	毛利率	49.4%	57.3%	53.8%	49.9%	58.0%	54.4%	0.73	0.52	二季度毛利率环比同比均上升，得益于原材料价格下降和高毛利产品占比上升。
	-销售费用率	32.0%	35.2%	33.8%	32.0%	28.7%	30.2%	-6.52	-3.61	为应对宏观经济下滑的风险，公司今年营销预算较为保守，因此销售费用率下降。
	毛利率-费用率	17.5%	22.1%	20.1%	17.9%	29.4%	24.2%	7.26	4.13	
	-管理费用率	9.6%	6.9%	8.1%	8.8%	7.4%	8.0%	0.47	-0.06	
	-财务费用率	-0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.17	-0.02	
	-资产减值损失	0.5%	-0.9%	-0.3%	0.2%	0.5%	0.4%	1.47	0.72	
	公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
	+投资收益	2.8%	1.9%	2.3%	2.8%	6.1%	4.6%	4.24	2.35	天江药业持股比例变化带来5344万元一次性投资收入。
	+营业外收支	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.4%	0.2%	0.22	0.11	
	=利润总额	9.5%	17.4%	14.0%	11.0%	27.5%	20.0%	10.05	6.07	
	-所得税费用	23.9%	23.0%	23.3%	22.6%	22.8%	22.8%	-0.16	-0.49	
	-少数股东损益	0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.30	0.05	
单季净利润及增速	归属于母公司所有者净利润率	7.1%	13.6%	10.8%	8.5%	21.1%	15.4%	7.48	4.63	
	净利润(百万元)	60.2	147.1	207.2	89.3	271.1	360.4	84.4%	73.9%	
	净利润YoY				48.4%	84.4%	73.9%			

来源：聚源数据,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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,697	3,094	3,577	4,302	5,139	6,099	货币资金	701	768	872	1,939	2,421	3,082
增长率	14.7%	15.6%	20.3%	19.5%	18.7%		应收款项	314	322	468	466	563	677
主营业务成本	-1,215	-1,399	-1,519	-1,824	-2,131	-2,477	存货	268	318	399	387	467	556
%销售收入	45.0%	45.2%	42.5%	42.4%	41.5%	40.6%	其他流动资产	17	27	30	26	34	39
毛利	1,482	1,695	2,057	2,477	3,009	3,622	流动资产	1,299	1,435	1,767	2,817	3,486	4,354
%销售收入	55.0%	54.8%	57.5%	57.6%	58.5%	59.4%	%总资产	69.7%	67.6%	69.4%	80.7%	84.5%	87.8%
营业税金及附加	-24	-25	-37	-39	-46	-55	长期投资	164	292	358	359	358	358
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	293	289	251	226	198	167
营业费用	-819	-1,076	-1,283	-1,484	-1,763	-2,080	%总资产	15.7%	13.6%	9.9%	6.5%	4.8%	3.4%
%销售收入	30.4%	34.8%	35.9%	34.5%	34.3%	34.1%	无形资产	95	76	144	87	81	76
管理费用	-315	-301	-393	-413	-483	-524	非流动资产	564	688	779	675	640	604
%销售收入	11.7%	9.7%	11.0%	9.6%	9.4%	8.6%	%总资产	30.3%	32.4%	30.6%	19.3%	15.5%	12.2%
息税前利润 (EBIT)	325	293	343	541	717	963	资产总计	1,864	2,122	2,547	3,492	4,125	4,958
%销售收入	12.0%	9.5%	9.6%	12.6%	13.9%	15.8%	短期借款	12	14	10	0	0	0
财务费用	-2	5	11	9	15	19	应付款项	422	487	650	652	726	831
%销售收入	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	56	99	103	207	270	336
资产减值损失	-58	-95	-8	-15	-15	-10	流动负债	489	600	763	859	996	1,167
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	22	89	89	130	85	90	其他长期负债	6	4	2	0	0	0
%税前利润	7.4%	29.4%	19.6%	19.1%	10.4%	8.4%	负债	495	604	765	859	996	1,168
营业利润	286	292	436	666	802	1,062	普通股股东权益	1,320	1,497	1,759	2,605	3,093	3,743
营业利润率	10.6%	9.4%	12.2%	15.5%	15.6%	17.4%	少数股东权益	49	21	23	28	36	46
营业外收支	9	10	17	15	15	15	负债股东权益合计	1,864	2,122	2,547	3,492	4,125	4,958
税前利润	295	302	452	681	817	1,077							
利润率	10.9%	9.8%	12.6%	15.8%	15.9%	17.7%							
所得税	-56	-53	-87	-136	-163	-215							
所得税率	18.9%	17.4%	19.3%	20.0%	20.0%	20.0%							
净利润	239	250	365	545	654	862							
少数股东损益	6	-26	4	5	8	10							
归属于母公司的净	233	276	361	540	646	852							
净利润	8.6%	8.9%	10.1%	12.6%	12.6%	14.0%							
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	2014E
经营活动现金净流	452	329	347	512	533	752	每股指标						
资本开支	-79	-94	-90	22	-24	-25	每股收益	1.075	0.847	0.854	1.204	1.440	1.900
投资	-24	-65	-67	-1	0	0	每股净资产	4.054	3.538	4.158	5.810	6.899	8.349
其他	14	15	26	130	85	90	每股经营现金流	1.388	0.777	0.821	1.141	1.190	1.677
投资活动现金净流	-89	-144	-131	151	61	65	每股股利	0.150	0.200	0.350	0.250	0.350	0.450
股权募资	0	3	3	416	0	0							
债权募资	-91	2	-4	-12	0	1							
其他	-50	-121	-112	1	-112	-157							
筹资活动现金净流	-141	-117	-113	405	-112	-156							
现金净流量	222	68	103	1,067	482	661							

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	1	8	16	25
增持	0	1	3	4	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.31	1.24	1.30

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	增持	36.80	42.30 ~ 42.30
2 2011-12-05	增持	36.40	42.30 ~ 42.30
3 2012-02-08	增持	32.94	42.30 ~ 42.30
4 2012-04-09	增持	31.97	38.16 ~ 40.47
5 2012-04-27	增持	33.38	38.16 ~ 40.47
6 2012-06-04	增持	35.92	38.16 ~ 40.47
7 2012-07-09	增持	44.23	39.74 ~ 45.76

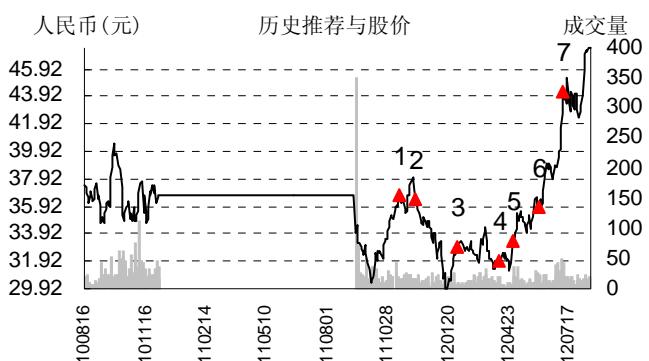
来源：国金证券研究所

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


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：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
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%以下。

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