

## 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): 50.07 元  
目标 (人民币): 53.14-59.79 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)	224.49
年内股价最高最低(元)	51.05/29.92
沪深 300 指数	2239.88
上证指数	2062.35



## 相关报告

- 《三季报预增 70%,收入增长带动业绩超预期》，2012.10.16
- 《3Q 收入延续上半年增速;积极开拓成长动力》，2012.10.11

蔡益润 联系人  
(8621)61356501  
cayr@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	1.341	1.657	2.163
每股净资产(元)	3.54	4.16	5.95	7.25	8.97
每股经营性现金流(元)	0.78	0.82	1.25	1.38	1.91
市盈率(倍)	38.86	37.37	35.34	28.61	21.92
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%	66.48%	23.51%	30.55%
净资产收益率(%)	18.42%	20.54%	22.56%	22.84%	24.12%
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

## 业绩简评

- 上海家化 2012 年 1-9 月实现营业收入 35.4 亿元, 同比增长 23.5%; 净利润为 4.8 亿元, 同比增长 71%。其中第三季度营业收入为 4.1 亿元, 同比增长 27.2%, 净利润 1.2 亿元, 同比增长 61.5%, 符合预增公告。

## 经营分析

- **主要品牌及花王业务销售良好推动公司收入稳定增长:** 前三季度化妆品销售收入同比增长 26.8%, 高于上半年增速 (24.0%), 数据非常靓丽。六神、佰草集、美加净、高夫等主要品牌均有良好增长, 原因一方面是公司的促销力度加大、方法翻新, 另一方面是为 10 月黄金周备货。花王代理业务未受反日情绪影响, 继续壮大。四季度六神有望凭借艾叶系列获得超预期增长, 同时我们期待佰草集、高夫、美加净进入旺季后的表现。
- **毛利率和费用率、投资收益的变动趋势符合预期:** 得益于原材料价格下降, 主要品牌的毛利率稳中有升。第三季度销售费用率同比下降 5.6 个百分点, 延续上半年的趋势, 令单季度净利率提升 2.1 个百分点。管理费用率同比提高 2.5 个百分点, 原因是股权激励费用的影响, 若扣除股权激励费用, 则单季度管理费用率仅上升 0.2 个百分点, 属正常。天江药业增长良好。
- **公司运营稳定, 现金流优秀:** 截止三季度末, 公司应收账款 4.4 亿元, 比年初增长 18%, 低于收入增速; 存货为 3.9 亿元, 存货/月均销售额为 1.3, 存货水平较低; 经营活动产生的现金流量净额为 7.8 亿元, 同比增长 94%, 现金流状况优秀, 并令利息收入大幅增加。

## 盈利调整

- 我们维持前期盈利预测: 预计 2012-2014 年公司收入为 44.2、53.6 和 64.9 亿元, 同比增速 23.6%、21.3% 和 21.8%, 净利润为 6.01、7.43 和 9.70 亿元, 同比增速 66.5%、23.5% 和 30.6%, EPS 为 1.34、1.66 和 2.16 元。扣除今年一次性投资收益的影响后, 2013 年净利润增速为 35.6%。

## 投资建议

- 上海家化具备持续推陈出新的能力, 不断反思品牌运作中出现的问题并积极改进, 同时具有良好的风险控制意识, 这三点要素将令公司成长为更优秀的消费品公司。
- 我们参考 PEG=1 和公司质地后给予一定溢价, 即  $32-36 \times 13EPS$ , 对应 12 个月目标价为 53.14-59.79 元, 维持“增持”评级。

图表1：上海家化利润表分拆

(百万元)		1H11	3Q11	1-3Q11	1H12	3Q12	1-3Q12	3Q12 同比	1-3Q12 同比	点评
单季收入及增速	营业收入	1922	945	2867	2339	1202	3541	27.2%	23.5%	为十一黄金周备货；促销力度加大、方法翻新。
	收入YoY		11%	18%	21.7%	27%	24%			
利润表结构百分比	毛利率	53.8%	56.8%	54.8%	54.4%	55.6%	54.8%	-1.17	-0.02	主要化妆品品牌毛利率稳中有升。
	-销售费用率	33.8%	40.2%	35.9%	30.2%	34.5%	31.6%	-5.63	-4.24	同比下降，源于预算较紧、收入增速加快。
	毛利率-费用率	20.1%	16.6%	18.9%	24.2%	21.1%	23.2%	4.46	4.21	
	-管理费用率	8.1%	9.0%	8.4%	8.0%	11.5%	9.2%	2.59	0.85	受股权激励费用影响，单季度费用率上升。
	-财务费用率	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.25	-0.10	现金流状况良好，利息收入增加。
	-资产减值损失	-0.3%	1.8%	0.4%	0.4%	-0.2%	0.2%	-1.98	-0.18	
	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	2.3%	2.9%	2.5%	4.6%	2.5%	3.9%	-0.32	1.45	天江药业发展良好。
	+营业外收支	0.1%	0.6%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	-0.44	-0.07	
	=利润总额	14.0%	8.6%	12.2%	20.0%	12.0%	17.3%	3.40	5.11	
	-所得税费用	3.2%	0.7%	2.4%	4.6%	2.1%	3.7%	1.36	1.30	
	-少数股东损益	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.25	-0.01	
	归属于母公司所有者净利润率	10.8%	7.7%	9.8%	15.4%	9.8%	13.5%	2.08	3.73	销售费用率下降是主因。
单季净利润及增速	净利润(百万元)	207.2	72.8	280.0	360.4	118	478	61.5%	70.7%	
	净利润YoY		46%	34%	73.9%	62%	71%			

来源：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	4,421	5,389	6,563	货币资金	701	768	872	1,994	2,565	3,341
增长率		14.7%	15.6%	23.6%	21.9%	21.8%	应收款项	314	322	468	479	592	729
主营业务成本	-1,215	-1,399	-1,519	-1,876	-2,231	-2,651	存货	268	318	399	398	489	595
%销售收入	45.0%	45.2%	42.5%	42.4%	41.4%	40.4%	其他流动资产	17	27	30	26	35	42
毛利	1,482	1,695	2,057	2,545	3,158	3,912	流动资产	1,299	1,435	1,767	2,896	3,682	4,706
%销售收入	55.0%	54.8%	57.5%	57.6%	58.6%	59.6%	%总资产	69.7%	67.6%	69.4%	81.1%	85.2%	88.6%
营业税金及附加	-24	-25	-37	-40	-48	-59	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	-1,437	-1,762	-2,159	%总资产	15.7%	13.6%	9.9%	6.3%	4.6%	3.2%
%销售收入	30.4%	34.8%	35.9%	32.5%	32.7%	32.9%	无形资产	95	76	144	87	81	76
管理费用	-315	-301	-393	-453	-512	-578	非流动资产	564	688	779	675	640	604
%销售收入	11.7%	9.7%	11.0%	10.3%	9.5%	8.8%	%总资产	30.3%	32.4%	30.6%	18.9%	14.8%	11.4%
息税前利润 (EBIT)	325	293	343	615	835	1,117	<b>资产总计</b>	<b>1,864</b>	<b>2,122</b>	<b>2,547</b>	<b>3,571</b>	<b>4,322</b>	<b>5,310</b>
%销售收入	12.0%	9.5%	9.6%	13.9%	15.5%	17.0%	短期借款	12	14	10	0	0	0
财务费用	-2	5	11	10	16	21	应付款项	422	487	650	667	756	888
%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	210	276	346
资产减值损失	-58	-95	-8	-17	-15	-14	流动负债	489	600	763	877	1,032	1,234
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	135	90	95	其他长期负债	6	4	2	0	0	0
%税前利润	7.4%	29.4%	19.6%	17.8%	9.6%	7.7%	<b>负债</b>	<b>495</b>	<b>604</b>	<b>765</b>	<b>877</b>	<b>1,032</b>	<b>1,235</b>
营业利润	286	292	436	743	926	1,218	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,320</b>	<b>1,497</b>	<b>1,759</b>	<b>2,666</b>	<b>3,254</b>	<b>4,029</b>
营业利润率	10.6%	9.4%	12.2%	16.8%	17.2%	18.6%	少数股东权益	49	21	23	28	36	46
营业外收支	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>3,571</b>	<b>4,322</b>	<b>5,310</b>
税前利润	295	302	452	758	941	1,233							
利润率	10.9%	9.8%	12.6%	17.1%	17.5%	18.8%							
所得税	-56	-53	-87	-152	-188	-247							
所得税率	18.9%	17.4%	19.3%	20.0%	20.0%	20.0%							
净利润	239	250	365	606	753	987							
少数股东损益	6	-26	4	5	8	10							
归属于母公司的净利润	233	276	361	601	745	977							
净利率	8.6%	8.9%	10.1%	13.6%	13.8%	14.9%							
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
净利润	239	250	365	606	753	987	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.075	0.847	0.854	1.341	1.661	2.178
非现金支出	151	183	127	87	88	88	每股净资产	4.054	3.538	4.158	5.947	7.257	8.985
非经营收益	-21	-107	-82	-125	-105	-110	每股经营现金净流	1.388	0.777	0.821	1.252	1.378	1.921
营运资金变动	82	4	-63	-7	-117	-103	每股股利	0.150	0.200	0.350	0.250	0.350	0.450
经营活动现金净流	452	329	347	562	618	861	<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%	22.56%	22.88%	24.24%
投资	-24	-65	-67	-1	0	0	总资产收益率	12.52%	12.99%	14.18%	16.84%	17.23%	18.39%
其他	14	15	26	135	90	95	投入资本收益率	19.06%	15.79%	15.47%	18.27%	20.31%	21.92%
投资活动现金净流	-89	-144	-131	156	66	70	<b>增长率</b>						
股权募资	0	3	3	416	0	0	主营业务收入增长率	8.17%	14.71%	15.60%	23.62%	21.88%	21.79%
债权募资	-91	2	-4	-12	0	1	EBIT增长率	41.79%	-9.75%	17.29%	79.08%	35.80%	33.67%
其他	-50	-121	-112	1	-112	-157	净利润增长率	26.07%	18.15%	31.06%	66.48%	23.81%	31.14%
筹资活动现金净流	-141	-117	-113	405	-112	-156	总资产增长率	10.55%	13.88%	20.00%	40.23%	21.02%	22.85%
现金净流量	222	68	103	1,122	572	775	<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	35.0
							存货周转天数	98.9	86.9	89.7	85.0	88.0	90.0
							应付账款周转天数	84.6	77.9	79.4	82.0	80.0	78.0
							固定资产周转天数	35.7	30.6	24.1	17.5	12.5	8.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-50.31%	-49.70%	-48.36%	-74.00%	-77.98%	-81.96%
							EBIT利息保障倍数	155.3	-57.0	-30.9	-63.9	-52.3	-54.1
							资产负债率	26.56%	28.48%	30.04%	24.56%	23.88%	23.26%

**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
买入	0	3	4	17	34
增持	0	2	2	7	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>1.40</b>	<b>1.36</b>	<b>1.31</b>	<b>1.28</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 2012-04-09	增持	31.97	38.16 ~ 40.47
2 2012-04-27	增持	33.38	38.16 ~ 40.47
3 2012-06-04	增持	35.92	38.16 ~ 40.47
4 2012-07-09	增持	44.23	39.74 ~ 45.76
5 2012-08-15	增持	47.46	46.07 ~ 51.83
6 2012-10-11	增持	47.16	48.06 ~ 54.06
7 2012-10-11	增持	47.16	48.06 ~ 54.06
8 2012-10-16	增持	48.93	53.14 ~ 59.79

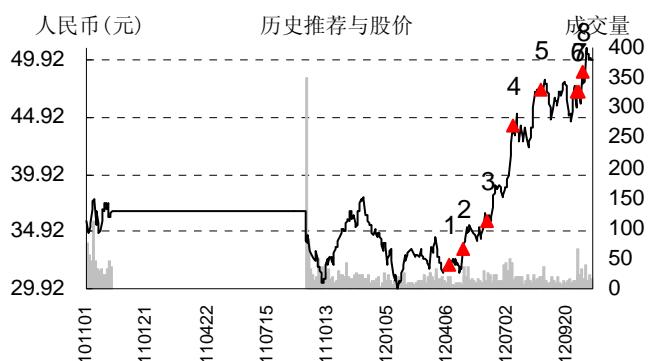
来源：国金证券研究所

**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