

## 上海家化 (600315.SH) 个人用品行业

评级: 增持 维持评级

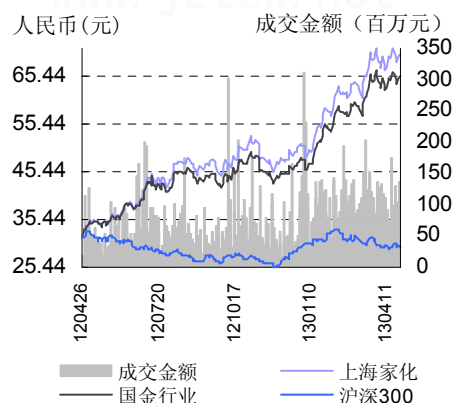
业绩点评

市价(人民币): 70.00 元  
目标(人民币): 76.44-81.53 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) 313.85  
年内股价最高最低(元) 71.41/33.38  
沪深 300 指数 2467.88  
上证指数 2199.31



## 相关报告

1. 《2013 年收入和利润均可延续高速增长》，2013.3.15
2. 《年报预增约 70%;今年将继续快速增长》，2013.1.21
3. 《上市公司将保有经营自主权并集中于主业》，2012.12.19

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

## 预计上半年业绩增速可接近或略优于 1Q13

## 公司基本情况(人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.110	1.453	1.891	2.548	3.352
每股净资产(元)	4.16	6.04	7.69	9.89	12.79
每股经营性现金流(元)	0.82	1.86	1.34	2.03	2.75
市盈率(倍)	29.65	21.96	33.75	25.05	19.04
行业优化市盈率(倍)	42.92	48.49	48.75	48.75	48.75
净利润增长率(%)	31.06%	70.14%	37.94%	34.75%	31.55%
净资产收益率(%)	20.54%	22.68%	24.59%	25.77%	26.21%
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

- 上海家化发布 1Q13 季报: 实现营业收入 13.3 亿元, 同比增长 25.6%, 净利润 1.24 亿元, 同比增长 39%。

## 经营分析

- **1Q13 化妆品+花王收入增长高于综合收入增速, 表现良好:** 1Q 公司收入中非主营业务(主要是原材料买卖)收入下降, 拉低了总收入增长, 而实际上化妆品+花王业务增长高于总收入增速, 主要原因在于今年天气热得早, 六神作为上半年销售主力, 铺货较早、力度较大, 从而带动收入快速增长。同时佰草集、美加净、高夫等主要品牌增速也达到两位数以上, 其中佰草集增速同比 1Q12 提高 5 个百分点以上。花王业务继续高速增长。除佰草集副牌典萃外, 专营店品牌恒颜、淘品牌、儿童品牌等均仍在开发之中, 预计将在下半年面市。当然六神品牌全年增速仍需视终端销售而定, 预计全年增速有所回落, 而佰草集、美加净、高夫的旺季在三四季度, 因此我们维持收入预测不变。
- **非主营业务收入下降同步提高毛利率和费用率, 实际化妆品毛利率小幅上升, 股权激励费用负面影响管理费用:** 由于原材料买卖业务的毛利率和销售费用率几乎为零, 因此该项业务规模下降大幅提高了综合毛利率和综合销售费用率, 而实际化妆品毛利率提升约为 1 个点, 原因是受益于原材料价格下降。销售费用增幅为 36%, 小幅高于化妆品+花王收入实际增速, 按此推算实际销售费用率上升约 1-1.5 个点。建设中的副牌目前尚未产生大额销售费用。另外, 因 1Q13 新增约 4800 万元股权激励费用, 导致管理费用率上升较快。去年 2Q 开始计提股权激励费用, 因此后期该项因素的影响将被削弱, 我们预计上半年业绩增速可保持与 1Q 增速接近或略优。
- **公司运营稳健, 财务状况佳:** 1Q13 公司应收账款周转天数、存货周转天数分别减少 1 天、4 天, 应付账款周转天数增加 33 天, 运营稳健。经营性现金流净额增加 31%, 达到 2.7 亿元, 财务状况很好。

## 盈利调整

- 我们维持前期盈利预测: 预计公司 2013-2014 年收入为 56.8、69.7 和 85.0 亿元, 同比增长 26.2%、22.7%和 21.9%, 净利润 8.5、11.4 和 15.0 亿元, 同比增速为 37.9%、34.6%和 31.5%。对应 EPS 为 1.89、2.55 和 3.35 元(未摊薄)。

### 投资建议

- 我们看好公司的创新能力、优秀的管理团队、成功的品牌培育经验，且股权激励统一管理层和股东利益诉求，未来盈利增长的确定性强；且持续稳定的高分红率提供估值溢价。同时，公司实施利润分配方案后有望走出填权行情。我们认为未来 12 个月合理估值为  $30-32 \times 14\text{EPS}$ ，对应于 76.44-81.53 元（相当于  $40.4-43.1 \times 13\text{EPS}$ ），存在 9-16% 上涨空间，维持“增持”评级。

图表1：利润表分析

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	1Q13 同比	1Q13 环比	点评
单季收入及增速	营业收入（百万元）	1055	1284	1202	963	1325	25.6%	37.5%	销售主力六神铺货早、力度大，佰草集、美加净、高夫等主要品牌及花王业务增长良好，其中佰草集增速同比提高5个百分点以上。非主营业务（主要是原材料买卖）收入下降，拉低总收入增速。
	收入YoY	25%	19%	27%	36%	26%			
利润表结构百分比	毛利率	49.9%	58.0%	55.6%	55.8%	56.5%	6.63	0.71	零毛利零费用率的非主营业务占比下降，同步提高毛利率和销售费用率。实际化妆品毛利率提高约1个点。
	-销售费用率	32.0%	28.7%	34.5%	28.5%	34.7%	2.71	6.16	
	毛利率-销售费用率	17.9%	29.4%	21.1%	27.3%	21.9%	3.92	-5.46	
	-管理费用率	8.8%	7.4%	11.5%	18.3%	12.2%	3.41	-6.08	除非主营收入占比下降外，新增4800万元股权激励费用。
	-财务费用率	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.18	0.12	
	-资产减值损失	0.2%	0.5%	-0.2%	0.7%	0.6%	0.42	-0.05	
	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%	6.1%	2.5%	-14.4%	2.7%	-0.06	17.11	
	+营业外收支	0.0%	0.4%	0.1%	0.7%	0.1%	0.03	-0.66	
	=利润总额	11.0%	27.5%	12.0%	11.5%	11.3%	0.36	-0.15	
	-所得税费用	2.5%	6.3%	2.1%	-3.8%	2.0%	-0.51	5.74	
	-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.2%	-0.3%	0.0%	0.00	0.31	
单季净利润及增速	归属于母公司所有者净利润率	8.5%	21.1%	9.8%	14.2%	9.4%	0.90	-4.82	
	净利润（百万元）	89	271	118	137	124	39.0%	-9.2%	
	净利润YoY	48%	84%	62%	68%	39%			

来源：聚源数据，国金证券研究所

图表2：公司周转良好，经营稳健

	1Q12	1Q13	YoY
应收账款周转天数	15	15	-1
存货周转天数	30	26	-4
应付账款周转天数	311	344	33
营业周期	-265	-303	-37

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	3,094	3,577	4,504	5,683	6,973	8,498	货币资金	768	872	1,329	2,094	2,997	4,169
增长率		15.6%	25.9%	26.2%	22.7%	21.9%	应收款项	322	468	439	569	741	940
主营业务成本	-1,399	-1,519	-2,026	-2,500	-3,001	-3,589	存货	318	399	375	529	649	804
%销售收入	45.2%	42.5%	45.0%	44.0%	43.0%	42.2%	其他流动资产	27	30	17	35	47	56
毛利	1,695	2,057	2,478	3,183	3,971	4,909	流动资产	1,435	1,767	2,160	3,226	4,435	5,969
%销售收入	54.8%	57.5%	55.0%	56.0%	57.0%	57.8%	%总资产	67.6%	69.4%	60.0%	71.1%	77.4%	82.1%
营业税金及附加	-25	-37	-43	-51	-63	-76	长期投资	292	358	999	1,000	999	999
%销售收入	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	289	251	227	206	197	208
营业费用	-1,076	-1,283	-1,395	-1,728	-2,064	-2,482	%总资产	13.6%	9.9%	6.3%	4.5%	3.4%	2.9%
%销售收入	34.8%	35.9%	31.0%	30.4%	29.6%	29.2%	无形资产	76	144	170	105	96	88
管理费用	-301	-393	-503	-511	-586	-663	非流动资产	688	779	1,442	1,313	1,295	1,298
%销售收入	9.7%	11.0%	11.2%	9.0%	8.4%	7.8%	%总资产	32.4%	30.6%	40.0%	28.9%	22.6%	17.9%
息税前利润 (EBIT)	293	343	537	892	1,259	1,688	<b>资产总计</b>	<b>2,122</b>	<b>2,547</b>	<b>3,602</b>	<b>4,540</b>	<b>5,730</b>	<b>7,267</b>
%销售收入	9.5%	9.6%	11.9%	15.7%	18.1%	19.9%	短期借款	14	10	0	0	0	0
财务费用	5	11	17	17	25	36	应付款项	487	650	741	872	996	1,143
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	其他流动负债	99	103	163	238	311	390
资产减值损失	-95	-8	-13	-9	-11	-13	流动负债	600	763	905	1,111	1,307	1,532
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	89	89	168	150	150	165	其他长期负债	4	2	11	0	0	0
%税前利润	29.4%	19.6%	23.2%	14.1%	10.4%	8.7%	<b>负债</b>	<b>604</b>	<b>765</b>	<b>915</b>	<b>1,111</b>	<b>1,307</b>	<b>1,533</b>
营业利润	292	436	709	1,051	1,423	1,876	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,497</b>	<b>1,759</b>	<b>2,710</b>	<b>3,448</b>	<b>4,433</b>	<b>5,734</b>
营业利润率	9.4%	12.2%	15.7%	18.5%	20.4%	22.1%	少数股东权益	21	23	21	26	34	44
营业外收支	10	17	14	15	15	15	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,122</b>	<b>2,547</b>	<b>3,647</b>	<b>4,585</b>	<b>5,775</b>	<b>7,312</b>
税前利润	302	452	723	1,066	1,438	1,891	<b>比率分析</b>						
利润率	9.8%	12.6%	16.1%	18.8%	20.6%	22.3%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-53	-87	-95	-213	-288	-378	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.4%	19.3%	13.2%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	1.270	1.110	1.453	1.891	2.548	3.352
净利润	250	365	628	853	1,150	1,513	每股净资产	3.538	4.158	6.045	7.690	9.888	12.790
少数股东损益	-26	4	13	5	8	10	每股经营现金净流	0.777	0.821	1.858	1.340	2.028	2.749
归属于母公司的净利润	276	361	615	848	1,142	1,503	每股股利	0.150	0.200	0.350	0.250	0.350	0.450
净利率	8.9%	10.1%	13.6%	14.9%	16.4%	17.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	18.42%	20.54%	22.68%	24.59%	25.77%	26.21%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	12.99%	14.18%	16.85%	18.49%	19.78%	20.55%
净利润	250	365	628	853	1,150	1,513	投入资本收益率	15.79%	15.47%	17.02%	20.55%	22.54%	23.37%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	183	127	117	79	87	93	主营业务收入增长率	14.71%	15.60%	25.93%	26.17%	22.70%	21.88%
非经营收益	-107	-82	-186	-129	-165	-180	EBIT增长率	-9.75%	17.29%	56.42%	66.11%	41.07%	34.10%
营运资金变动	4	-63	266	-202	-163	-193	净利润增长率	18.15%	31.06%	70.14%	37.94%	34.75%	31.55%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>329</b>	<b>347</b>	<b>825</b>	<b>601</b>	<b>909</b>	<b>1,233</b>	总资产增长率	13.88%	20.00%	43.20%	26.04%	26.21%	26.83%
资本开支	-94	-90	-132	27	-44	-70	<b>资产管理能力</b>						
投资	-65	-67	-500	-1	0	0	应收账款周转天数	34.3	35.9	34.9	35.0	35.0	35.0
其他	15	26	18	150	150	165	存货周转天数	97.5	97.7	71.1	80.0	82.0	85.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-144</b>	<b>-131</b>	<b>-614</b>	<b>176</b>	<b>106</b>	<b>95</b>	应付账款周转天数	77.9	79.4	74.1	82.0	80.0	75.0
股权募资	3	3	416	0	0	0	固定资产周转天数	30.6	24.1	17.6	12.6	9.9	8.6
债权募资	2	-4	0	-3	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-121	-112	-178	-8	-112	-157	净负债/股东权益	-49.70%	-48.36%	-48.64%	-60.28%	-67.09%	-72.13%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-117</b>	<b>-113</b>	<b>238</b>	<b>-11</b>	<b>-112</b>	<b>-156</b>	EBIT利息保障倍数	-57.0	-30.9	-31.0	-52.1	-49.5	-47.2
<b>现金净流量</b>	<b>68</b>	<b>103</b>	<b>449</b>	<b>766</b>	<b>903</b>	<b>1,172</b>	资产负债率	28.48%	30.04%	25.10%	24.23%	22.64%	20.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
 www.jztzw.net

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	15	25	48
增持	0	0	5	6	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.24	1.21	1.21

来源：朝阳永续

### 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。

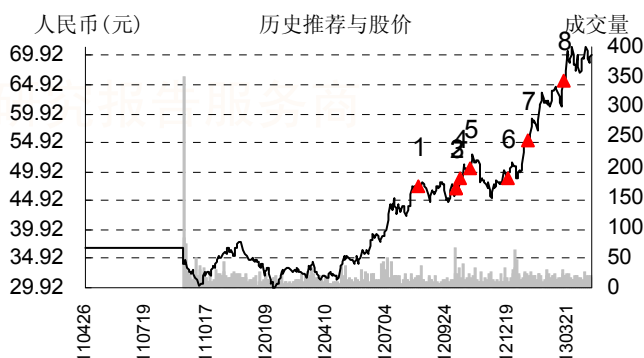
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-15	增持	47.46	46.07 ~ 51.83
2 2012-10-11	增持	47.16	48.06 ~ 54.06
3 2012-10-11	增持	47.16	48.06 ~ 54.06
4 2012-10-16	增持	48.93	53.14 ~ 59.79
5 2012-10-31	增持	50.37	53.14 ~ 59.79
6 2012-12-19	增持	48.85	53.14 ~ 57.98
7 2013-01-21	增持	55.18	62.89 ~ 66.49
8 2013-03-15	增持	65.43	68.07 ~ 71.86

来源：国金证券研究所



### 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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**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方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信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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net