

营收利润双双低于预期，下调评级

上海家化（600315）2013年三季报点评

投资要点：

- ◆ **三季度营收利润双双低于预期。** 2013年前三季度公司实现营收40.12亿，同比增长13.32%，营业利润7.58亿，同比增长25.19%，归属净利润6.23亿，同比增长30.30%，每股收益0.93元，增速分别较上半年下降4.11，3.58和5.63个百分点。其中，三季度营收12.66亿，营业利润1.62亿，归属净利润1.33亿，环比分别下降10.97%，63.6%和63.65%，同比分别增长5.33%，13.6%和13.06%，每股收益0.20元。三季度营收和利润增速下滑明显，低于市场预期。
- ◆ **新品推广效果未达预期，内耗负面效应显现。** 三季度公司发布了针对抗衰老细分市场的新品“太极丹”，针对婴幼儿细分市场的品牌“启初”，针对电商市场的品牌“茶颜”和针对专卖店渠道的品牌“恒妍”，公司品牌和产品线布局更加完善。但是，从三季度的营收数据来看，上述新品销售或许并不理想，新的产品和品牌还有待市场进一步检验，同时以往的强势品种“佰草集”和“高夫”也逐渐过渡到平稳增长期，综合因素导致公司三季度营收增长未达预期。自5月份公司原董事长葛文耀与实际控制人平安信托矛盾公开化以来，市场对公司陷入内耗的担忧就一直存在，这场争端最终以葛文耀9月份提前离职退休而告终，葛离职后，公司陷入群龙无首的境地，相信三季度过渡的内耗也是新品推广未达预期的重要原因。
- ◆ **毛利率小幅下滑，费用率继续下降。** 前三季度公司销售毛利率56.48%，同比上升1.69个百分点，其中第三季度毛利率54.55%，同比下降1.07个百分点，环比下降3.59个百分点，公司毛利率总体保持平稳，环比下降幅度较大更多因季节性的产品结构因素。前三季度期间费用率39.14%，同比下降1.37个百分点，主要来源于销售费用率下降；其中第三季度期间费用率5.89%，同比下降1.66个百分点，销售费用率上升1.43个百分点，管理费用率下降2.37个百分点，财务费用率下降0.32个百分点。综合看，公司毛利率基本保持平稳，下滑幅度有限，而费用率继续受益规模经济效应而下滑，保障业绩平稳。
- ◆ **暂下调评级至中性。** 从最新的董事会决议来看，在即将召开的临时股东大会上平安方面提名的原强生医疗中国区总经理谢文坚和机构方面提名的家化2004-2012年董事总经理曲建宁将进入董事会，新董事长的人选将在此二人中产生。我们下调公司2013-2015年EPS预测至：1.16元，1.40元和1.65元，对应38倍，31倍和27倍PE，考虑到管理层的不确定性和估值风险，暂下调评级至中性。

化工

中性（下调）

风险评级：一般风险

2013年10月31日

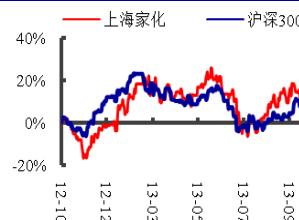
杨柳波

SAC 执业证书编号：
S0340513080001
电话：0769-22110619
邮箱：ylb1@dgzq.com.cn

主要数据 2013年10月30日

收盘价(元)	43.91
总市值(亿元)	295.08
总股本(百万股)	672.44
流通股本(百万股)	649.68
ROE(TTM)	24.01%
12月最高价(元)	57.76
12月最低价(元)	28.93

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	4504.12	5044.62	5801.31	6671.51
营业总成本	3962.73	4272.99	4851.59	5545.89
营业成本	2026.28	2219.63	2552.58	2935.46
营业税金及附加	42.71	47.84	55.01	63.27
销售费用	1395.07	1513.39	1711.39	1934.74
管理费用	502.76	504.46	551.12	633.79
财务费用	-17.33	-12.83	-19.09	-22.04
资产减值损失	13.23	0.50	0.58	0.67
其他经营收益	167.89	135.00	148.50	163.35
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	167.89	135.00	148.50	163.35
其中 对联营和合营投资收益	166.08	0.00	0.00	0.00
营业利润	709.28	906.63	1098.21	1288.97
加 营业外收入	15.04	7.50	7.50	7.50
减 营业外支出	0.96	2.50	2.50	2.50
利润总额	723.37	911.63	1103.21	1293.97
减 所得税	95.43	127.63	154.45	181.16
净利润	627.94	784.00	948.76	1112.81
减 少数股东损益	13.31	3.92	4.74	5.56
归属于母公司净利润	614.63	780.08	944.02	1107.25
最新总股本(万股)	672.44	672.44	672.44	672.44
基本每股收益(元)	0.91	1.16	1.40	1.65
市盈率(倍)	48.04	37.85	31.28	26.67

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn