

日化行业

报告原因：调研简报

2015 年 3 月 24 日

市场数据：2015 年 3 月 24 日

收盘价（元）	42.98
一年内最高/最低（元）	43.59/29.99
市净率	5.6
市盈率	24.7
流通 A 股市值（百万元）	28,403

基础数据：2014 年 12 月 31 日

每股收益（元）	1.30
营业收入（百万元）	5,334.66
净利润（百万元）	897.92
总股本/流通 A 股(百万)	672.4/660.9

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

上海家化 (600315)

买入

新品提供持续增长动力，发力电商打通线上线下渠道 首次评级

公司研究/调研报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2014A	5,335	19.4	898	12.2	1.34	17.0	23.8	32.1
2015E	6,370	19.4	1,168	30.1	1.74	18.5	23.7	24.7
2016E	7,617	19.6	1,365	16.9	2.03	18.1	21.7	21.2
2017E	9,115	19.7	1,606	17.7	2.39	17.8	20.3	18.0

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **传统品牌地位巩固，新品提供持续增长动力。** 公司传统品牌的优势地位得到进一步巩固，14 年佰草集全渠道销售收入实现近 20%的稳步增长，保持第 7 位的百货渠道排名，新品牌一花一木正式进入屈臣氏，并已在北上广杭开设了 90 家门店；六神、美加净、高夫等大众产品的市场占有率和排名也较上年有所上升或持平。同时，通过与花王联合销售，专注婴儿护理的新品牌启初实现了初期突破的爆发式增长，母婴店单产持续上升，部分地区已超过主要竞争对手，销售额较上年增长 3 倍还多。未来，新品将成为公司业务增长的重要原动力，公司也将对研发平台做根本性改变，在内部研发的基础上，将与国内外优秀的第三方研发公司合作，打造开放性的创新平台，加速新品上市。

● **传统渠道重质重量，发力电商打通线上线下。** 公司在传统渠道将重点加强细分品类的门店数量拓展，高夫商超渠道 14 年 900 家，15 年目标 3000 家；CS 渠道有组织分销的门店 14 年 3000 家，15 年目标 4000 家；启初母婴店渠道 14 年 2700 家，15 年目标 4700 家，并进驻六神宝宝系列，同时关注量增与质增的协同发展，提升现有门店单店效率，并根据单店增长情况确定门店开拓数量。在电商渠道方面，公司自 14 年下半年起已做出调整，并逐步加大投入，成立了专门的市场部进行电商渠道的营销推广，力求打造集销售平台、品牌传播、消费者互动于一体的品牌建设平台，重点加强天猫旗舰店投入，提升旗舰店销售份额与品牌形象，并打通线上、线下，注重渠道整合，推动线上线下体验式营销。

● **薪酬体系理顺，大规模股权激励持续激发活力。** 公司对整体的薪酬体系进行了进一步调整，岗级由原来的 23 级调整至 11 级，更趋扁平化，并进一步完善了“固定薪酬+年度奖励+长期奖励”的薪酬体系，一方面，对标市场提高固定薪酬比例，另一方面，改 3 年一期的长期股权激励为每年滚

动发放，通过分次解锁将薪酬与岗级及当年表现挂钩，提升了激励的有效性，使得激励机制更趋合理。据股权激励的行权条件测算，其未来3年至2017年公司营业收入复合增长率将达近20%，将显著高于11年以来近3年14%的收入复合增长率水平。

● **剥离非主业资产，外延式并购可期。**公司拟将非主业资产天江药业23.84%股权转让给中国中药，根据14年实际利润计算，最终转让价格范围将在97-102亿元，预计对公司利润影响约在15-16亿元。非主业剥离后公司现金将更为充实，未来公司将聚焦5+1品牌，通过并购实现外延式扩张，并购标的将首选护肤类和婴童类的细分产品或彩妆和口腔护理等新品，根据公司发展规划，至2018年公司销售收入中将有20亿元。

● **投资建议：**作为国产日化龙头，公司兼具内生及外延式增长潜力，随着处罚落地，公司将步入上行周期。我们预计公司2015-2017年的EPS分别为1.75、2.03、2.39元，对应动态市盈率分别为24.7、21.2、18.0倍，给予“买入”评级。

● **风险提示：**天江药业股权转让具有不确定性；进口品牌冲击。

表1：上海家化单季利润表

单位：百万元	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	同比变化
一、营业总收入	4,546	3,985	3,729	4,582	4,692	3,886	3,832	4,751	3.68
营业收入	4,546	3,985	3,729	4,582	4,692	3,886	3,832	4,751	3.68
二、营业总成本	4,279	3,786	3,579	4,336	4,376	3,691	3,686	4,516	4.14
营业成本	3,645	3,188	2,948	3,632	3,746	3,090	3,060	3,691	1.63
营业税金及附加	36	37	34	40	36	29	37	48	18.83
销售费用	522	487	518	578	524	500	489	683	18.22
管理费用	71	63	64	64	66	72	84	72	13.45
财务费用	17	8	8	11	10	9	8	16	45.98
资产减值损失	-13	2	6	12	-6	-9	8	7	
三、其他经营收益	3	6	1	2	1	2	14	-3	
投资净收益	3	6	1	2	1	2	14	-3	
四、营业利润	271	205	150	248	318	197	160	232	(6.38)
加：营业外收入	4	6	4	5	8	4	3	4	(9.74)
减：营业外支出	0	21	3	8	28	1	1	10	25.10
五、利润总额	275	190	151	245	298	200	162	226	(7.46)
减：所得税	71	48	53	82	80	47	46	72	(12.42)
六、净利润	203	142	99	162	218	153	116	154	(4.93)
减：少数股东损益	42	34	26	39	2	-0	1	-21	
归属于母公司所有者净利润	161	108	72	124	216	153	116	175	41.48
七、每股收益：	0.32	0.21	0.14	0.24	0.43	0.30	0.23	0.34	41.48
收入增长率(%)	13.53	18.59	10.65	9.97	3.22	-2.49	2.76	3.68	(6.29)
毛利率(%)	19.82	20.00	20.93	20.74	20.17	20.48	20.13	22.31	1.57
营业利润率(%)	5.96	5.15	4.03	5.40	6.78	5.06	4.16	4.88	(0.52)
净利率(%)	4.47	3.56	2.65	3.54	4.65	3.93	3.03	3.25	(0.29)
销售费用率(%)	11.48	12.23	13.89	12.60	11.16	12.87	12.77	14.37	1.77
管理费用率(%)	1.56	1.59	1.72	1.39	1.41	1.85	2.18	1.52	0.13
归属于母公司净利润增长率(%)	12.62	9.97	19.19	23.09	34.22	41.77	59.43	41.48	18.39

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	5,334.66	6,370.02	7,616.88	9,115.41
营业收入	5,334.66	6,370.02	7,616.88	9,115.41
二、营业总成本	4,437.22	5,228.58	6,241.07	7,452.96
营业成本	2,036.99	2,385.00	2,856.13	3,420.31
营业税金及附加	49.02	57.33	68.55	82.04
销售费用	1,747.28	2,083.00	2,490.72	2,980.74
管理费用	611.82	713.44	837.86	984.46
财务费用	-24.53	-29.30	-35.04	-41.93
资产减值损失	16.64	19.11	22.85	27.35
三、其他经营收益	225.66	225.66	225.66	225.66
投资净收益	225.66	225.66	225.66	225.66
四、营业利润	1,123.10	1,367.11	1,601.47	1,888.10
加：营业外收入	27.66	30.00	30.00	30.00
减：营业外支出	8.66	8.00	8.00	8.00
五、利润总额	1,142.10	1,389.11	1,623.47	1,910.10
减：所得税	234.57	208.37	243.52	286.52
六、净利润	907.53	1,180.74	1,379.95	1,623.59
减：少数股东损益	9.61	12.52	14.63	17.21
归属于母公司所有者的净利润	897.92	1,168.23	1,365.32	1,606.38
七、每股收益：	1.34	1.74	2.03	2.39
净利润增长率(%)	12.22	30.10	16.87	17.66

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5% ~+5% 之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。