



# 需求放缓，拳头产品优势仍在

## ——上海家化（601058）三季报点评

2015年10月30日

推荐/维持

上海家化

季报点评

梁博

基础化工行业分析师

021-65465597

执业证书编号：S1480512060006

Email: liangbo@dxzq.net.cn

### 事件：

上海家化近日公布了三季报，公司1-9月实现营业收入46.2亿元，同比增长10.8%；实现净利润7.9亿元，同比增长8.6%，对应EPS为1.18元。

### 公司财务指标

指标	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3
营业收入（百万元）	1,346	1,474	1,349	1,166	1,595	1,620	1,403
增长率（%）	51.25%	9.51%	-8.47%	-13.53%	36.74%	1.58%	-13.43%
毛利率（%）	63.5%	63.6%	58.5%	61.5%	60.9%	60.5%	58.6%
期间费用率（%）	51.5%	41.1%	42.7%	43.8%	48.9%	39.2%	42.0%
营业利润率（%）	11.98%	22.48%	15.84%	17.73%	12.06%	21.30%	16.63%
净利润（百万元）	177	164	410	155	170	190	451
增长率（%）	-7.72%	150.52%	-62.29%	9.87%	11.77%	137.59%	-66.82%
每股盈利（季度，元）	0.24	0.61	0.23	0.25	0.28	0.67	0.22
资产负债率（%）	30.0%	28.3%	29.6%	31.2%	35.3%	32.9%	34.1%
净资产收益率（%）	4.66%	11.25%	3.39%	4.30%	4.75%	10.34%	3.10%
总资产收益率（%）	3.87%	10.21%	3.60%	4.51%	3.65%	8.79%	2.83

### 评论：

- 公司收入和利润增速在三季度放缓，主要受气候、宏观大环境等因素的影响。虽然公司前3季度收入增速达到10.8%，但三季度收入同比增速仅3.7%，是近年来的一个低点。主要原因是公司核心产品六神花露水、沐浴露和香皂等，大多走清凉路线，而今年华东地区夏季温度低于往年，导致市场需求出现放缓。今年以来进口化妆品等出现了降价迹象，国内消费者海淘或海外购物增加，导致了公司佰草集化妆品价格难以提升，对公司造成不利影响。另外，公司代理销售日本花王纸尿裤产品，8月天津港爆炸事件后，产品进口速度放缓，影响了销售。

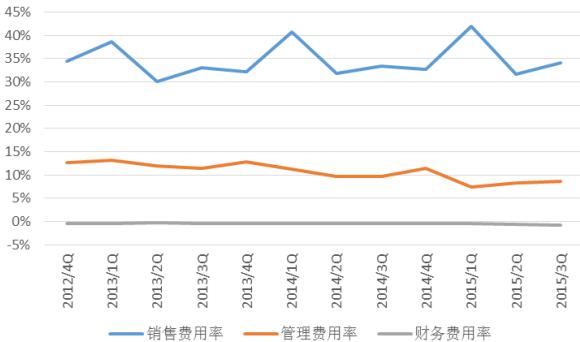
➤ **应收账款，存货增加，促销价格致使毛利率下降。** 截至3季度末，公司应收账款上同比增长40%，主要原因有新渠道和新客户的发展导致应收账款的增加。佰草集销售渠道变化也导致应收账款有所上升。公司去年4季度应收账款周转天数32天，2015年三季度周转天数为45天，仍处于合理区间。在考虑到各品牌细分产品差异的前提下，企业还是处在一个良好的状况。存货增加，部分原因是公司加大原料采购力度。同时，三季度销售并未达到预期，从而导致存货周转天数为94天，较上季度小幅增加。经营现金流方面，下降趋势压力大，同比下降60%。主要情况体现在，收现速度难以跟上销售速度，其中包括应收账款问题和增加最大的商品服务支出。

图 1：收入和营业利润率



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2：销售费用率、管理费用率和财务费用率



资料来源：Wind

- **公司核心产品六神花露水、佰草集化妆品仍处于细分市场的领先地位。** 婴儿用品、男士护理用品、家用清洁用品等业务逐渐提速。经过多年的积累，公司六神花露水产品占据市场71%的份额，为公司贡献了良好的现金流。佰草集产品在百货专柜、专卖店等渠道之外进入电商渠道，3季度佰草集天猫旗舰店销量已经进入同类产品排名的16位，放量较快。此外，公司的婴儿用品品牌“启初”已经进入母婴用品渠道，增长明显。男士护理用品“高夫”品牌的细分市场份额从3.4%增长至4.1%，发展势头良好。新产品的增长势明显，有利于公司丰富产品组合，提升公司的发展后劲。
- **公司新工厂项目进展顺利，预计2018年投产，届时公司将形成年产13万吨产能，使公司产能实现翻倍。** 公司已经制定了到2018年实现年收入120亿元的规划，未来3年将保持30%-40%左右的增速。

### 盈利预测和投资建议：

公司今年出售天江药业股权预计可确认营业外利润约16亿元，考虑这部分收益之后公司今年净利润同比增幅将达到150%。预计公司2015、2016年EPS分别为3.4元，1.7元，对应PE分别为10.3倍，20.3倍，维持“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					单位:百万元	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	3284	4263	6202	6730	7266	<b>营业收入</b>	4469	5335	5758	6687	7768
货币资金	1733	2634	3455	3344	3107	<b>营业成本</b>	1655	2037	2218	2559	2952
应收账款	429	530	710	916	1064	营业税金及附加	42	49	16	19	22
其他应收款	23	25	27	31	36	营业费用	1438	1747	1842	2140	2610
预付款项	19	21	43	69	98	管理费用	572	612	662	769	893
存货	437	524	577	666	768	财务费用	-23	-25	-4	-5	-3
其他流动资产	636	516	1362	1595	2135	资产减值损失	8.77	16.64	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	1236	1270	837	1037	1388	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	634	704	0	0	0	投资净收益	161.80	225.66	1650.00	150.00	150.00
固定资产	216.47	215.58	259.10	444.08	614.05	<b>营业利润</b>	936	1123	2667	1351	1439
无形资产	137	136	122	108	95	营业外收入	29.06	27.66	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	125	237	营业外支出	4.35	8.66	50.00	50.00	10.00
<b>资产总计</b>	4520	5534	7038	7766	8653	<b>利润总额</b>	961	1142	2657	1341	1469
<b>流动负债合计</b>	1130	1586	1679	1798	1936	所得税	141	235	399	201	220
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	820	908	2259	1140	1248
应付账款	373	495	559	645	744	少数股东损益	20	10	0	0	0
预收款项	88	91	120	154	192	归属母公司净利润	800	898	2259	1140	1248
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1087	1272	2712	1424	1529
<b>非流动负债合计</b>	25	142	75	0	0	<b>BPS (元)</b>	1.19	1.34	3.36	1.69	1.86
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
<b>负债合计</b>	1155	1728	1754	1798	1936	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	40	0	0	0	0	营业收入增长	11.74%	19.38%	7.93%	16.15%	16.17%
实收资本(或股本)	672	672	672	672	672	营业利润增长	30.75%	20.00%	137.48%	-49.36%	6.52%
资本公积	1051	1144	1144	1144	1144	归属于母公司净利润	151.54%	-49.55%	151.54%	-49.55%	9.55%
未分配利润	1305	1720	2510	2738	2988	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	3325	3805	5284	5968	6717	毛利率(%)	62.96%	61.82%	61.47%	61.73%	61.99%
<b>负债和所有者权益</b>	4520	5534	7038	7766	8653	净利率(%)	18.34%	17.01%	39.23%	17.04%	16.07%
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	总资产净利润(%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	24.06%	23.60%	42.74%	19.09%	18.59%
<b>经营活动现金流</b>	1029	1130	-332	553	504	<b>偿债能力</b>					
净利润	820	908	2259	1140	1248	资产负债率(%)	26%	31%	25%	23%	23%
折旧摊销	173.91	173.30	0.00	78.59	93.59	流动比率					3.75
财务费用	-23	-25	-4	-5	-3	速动比率					3.36
应付帐款的变化	0	0	-180	-206	-148	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	29	33	39	总资产周转率	1.09	1.06	0.92	0.90	0.95
<b>投资活动现金流</b>	-313	144	2280	-310	-161	应收账款周转率	10	11	9	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.65	12.29	10.92	11.11	11.18
长期股权投资减少	0	0	697	-2	-1	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	162	226	1650	150	150	每股收益(最新摊薄)	1.19	1.34	3.36	1.69	1.86
<b>筹资活动现金流</b>	-311	-373	-414	-451	-496	每股净现金流(最新)	0.60	1.34	2.28	-0.31	-0.23
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.95	5.66	7.86	8.88	9.99
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	224	0	0	0	0	P/E	28.96	25.72	10.26	20.33	18.56
资本公积增加	183	93	0	0	0	P/B	6.97	6.09	4.38	3.88	3.45
<b>现金净增加额</b>	405	901	1534	-208	-153	EV/EBITDA	19.72	16.15	7.27	13.92	13.12

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 分析师简介

### 梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有四年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

东兴证券基础化工小组获得“2014 年水晶球”基础化工行业第三名。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。