

2014年08月28日

上海家化 (600315)

——中报业绩增长 17%符合预期，上半年加大渠道投入带动收入增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

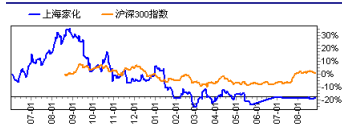
维持

市场数据： 2014年08月27日	
收盘价(元)	34.79
一年内最高/最低(元)	55.85/29.99
上证指数/深证成指	2210/7841
市净率	6.7
息率(分红/股价)	1.47
流通A股市值(百万元)	22992

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年06月30日	
每股净资产(元)	5.36
资产负债率%	28.28
总股本/流通A股(百万)	672/661
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《上海家化(600315)集团增持上市公司股份点评》 2014/07/03

《上海家化(600315)2014年一季报点评》 2014/04/29

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

许一帜
(8621) 23297717
xuyz@swsresearch.com

联系人

陈凯茜
(8621) 23297712
xuyz@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

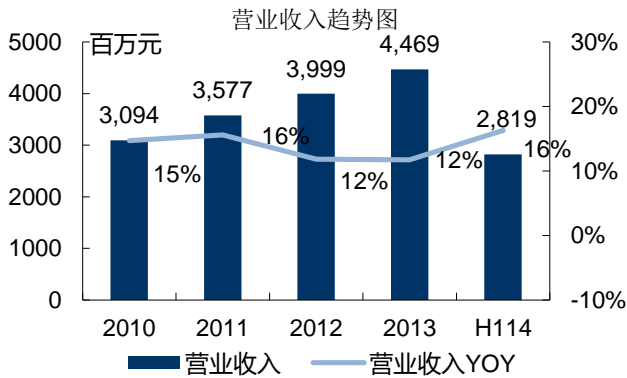
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	4469	12	800	29	1.19	63.0	24.1	29	31
2014H1	2819	16	574	17	0.85	63.5	-	-	-
2014E	5139	15	974	22	1.45	63.5	23.4	24	16.5
2015E	5755	12	1164	20	1.73	64.0	21.9	20	13.5
2016E	6331	10	1328	14	1.98	64.4	20.0	18	11.6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

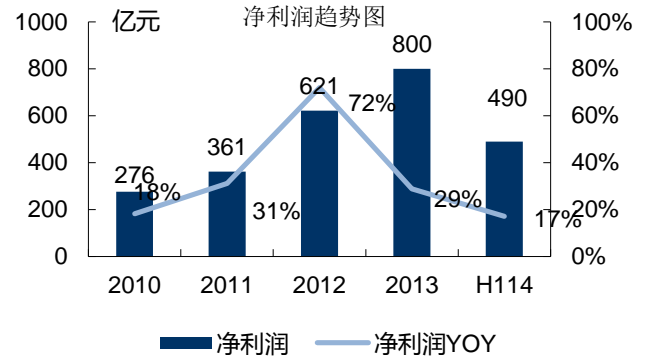
- **2014年中报EPS为0.85元，同比增长17.1%，业绩符合预期。**公司营业收入为28.2亿，同比增长16.3%，归属上市公司股东净利润5.74亿，同比增长17.1%，扣除非经常性损益的净利润为5.65亿元，同比增长15.8%，业绩符合预期。其中2014Q2实现收入14.7亿元，同比增长17.8%，实现净利润4亿元，同比增长17.5%，EPS为0.61元。我们预计六神同比高个位数增长，佰草集增长20%左右，花王同比大幅增长70%。
- **公司毛利率略下滑1.4个百分点，因加大渠道拓展销售费用显著增加，股权激励费用减少带动管理费用降低，整体经营性资产较为稳健。**上半年，花王大幅增长带动个人护理用品同比增长18%，收入占比约62%，带动毛利率同比下滑1.4个百分点至64%。期间费用率方面：由于公司今年加大渠道拓展和促销力度，营销费用同比增加1.7亿元达6.9亿元，同比增长32%；今年公司股权激励费用为4725万元（销售费用体现917万元，管理费用体现3808万元），去年同期费用1.1亿元，同比降低58%。2014H1，公司应收账款较年初增长2.2亿元至6.5亿元，存货较年初增加4784万元至4.8亿元，经营性现金流净额为5.4亿元，资产质量较为稳健。
- **聚焦两大超级品牌“六神”和“佰草集”，加大渠道拓展投入，提升单店店效，稳步推进多品牌战略。**公司今年聚焦两大超级品牌（“六神”和“佰草集”）和三大主力品牌（“美加净”、“高夫”、“启初”）战略，同时关注行业内并购机会。渠道方面，公司今年加大拓展投入，包括多配店头人员、渠道下沉、以“一花一木”和“典萃”品牌进驻专营店等，目前六神品牌大流通渠道铺货率达97%，佰草集品牌渠道数量仍维持稳定增长。此外，公司也在通过加强业务人员管理、提升终端门店或柜台形象、加大促销人员投入等方面提升单店店效。三季度，积极关注屈臣氏渠道“一花一木”品牌上市情况。
- **化妆品行业蓬勃发展，上海家化作为中国化妆品龙头，预计行业前景广阔，维持买入评级。**我们维持14-16年EPS为1.45/1.73/1.98元，对应PE为24/20.1/17.6倍，化妆品行业蓬勃发展，我们预计行业前景广阔，维持买入评级。

图 1：2014H1 收入为 28.2 亿元，同比增长 16%



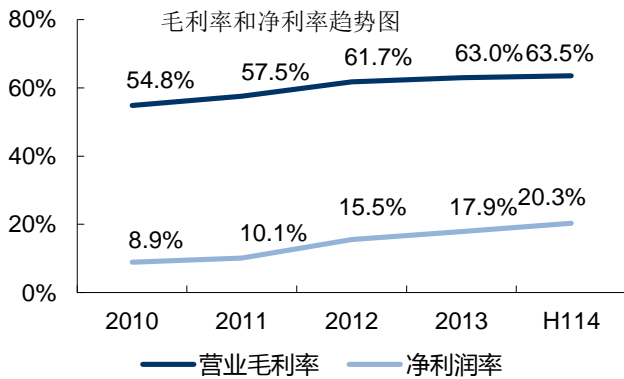
资料来源：Wind，申万研究

图 2：2014H1 净利润为 4.9 亿元，同比增长 17%



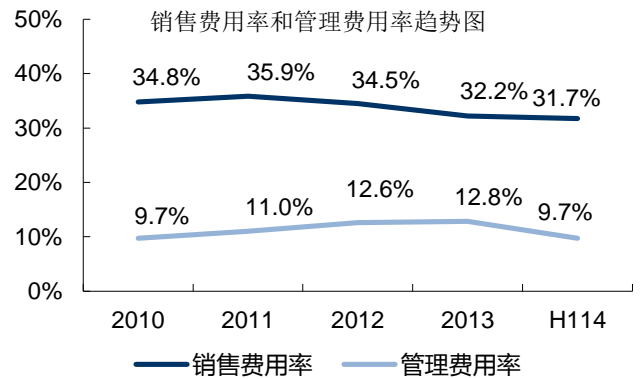
资料来源：Wind，申万研究

图 3：2014H1 综合毛利率 63.5%，净利润率 20.3%



资料来源：Wind，申万研究

图 4：2014H1 销售费用率 31.7%，管理费用率 9.7%



资料来源：Wind，申万研究

表 1: 利润表

单位: 百万元, 元

利润表									
	2009	2010	2011	2012	2013	14H1	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	2,697	3,094	3,577	3,999	4,469	2,819	5,139	5,755	6,331
二、营业总成本	2,433	2,891	3,230	3,963	3,884	2,229	4,208	4,619	5,002
其中: 营业成本	1,215	1,399	1,519	1,530	1,655	1,028	1,876	2,072	2,254
营业税金及附加	24	25	37	43	42	26	46	52	57
销售费用	819	1,076	1,283	1,380	1,438	895	1,721	1,899	2,089
管理费用	315	301	393	503	572	274	573	605	610
财务费用	2	(5)	(11)	(17)	(23)	(11)	(20)	(20)	(20)
资产减值损失	58	95	8	13	9	17	12	11	12
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	22	89	89	168	162	88	180	180	180
三、营业利润	286	292	436	709	936	679	1,111	1,317	1,509
加: 营业外收入	11	11	19	15	29	10	15	18	19
减: 营业外支出	2	0	2	1	4	1	0	0	0
四、利润总额	295	302	452	723	961	687	1,126	1,335	1,528
减: 所得税	56	53	87	95	141	110	142	162	189
五、净利润	239	250	365	628	820	577	984	1,173	1,339
少数股东损益	6	(26)	4	13	20	4	10	9	11
归属于母公司所有者的净利润	233	276	361	621	800	574	974	1,164	1,328
六、基本每股收益	0.35	0.41	0.54	0.92	1.19	0.85	1.45	1.73	1.98
全面摊薄每股收益	0.35	0.41	0.54	0.92	1.19	0.85	1.45	1.73	1.98

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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方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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。