

上海家化 (600315)

增速降档，期待渠道升级、品牌焕新

2015 年年报点评

	瞿猛 (分析师)	陈彦辛 (研究助理)	林浩然 (分析师)
	021-38676442	021-38676430	021-38674763
	zimeng@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com	linhaoran@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880115050030	S0880514070005

本报告导读:

宏观经济持续下行，国内化妆品行业增速下滑，公司受传统百货渠道低迷影响较大，增速降档；公司渠道调整发力线上，长期价值有望通过外延并购体现。

投资要点:

- **投资建议:** 受宏观经济、行业增长放缓影响，公司 2015 年营收增速继续下滑，扣非净利润同比首降；公司内生增速降档，亟待线上渠道、新品牌培育。公司出售天江药业后，账面现金 35 亿，外延并购将是内生增长放缓后破局良方。考虑经济下行和新品培育，下调 2016-2018 年 EPS 至：1.38 (-0.31) / 1.45 (-0.45) / 1.54 元，参考行业平均水平给予 2016 年 PE30X，下调目标价至 42 元，维持“增持”评级。
- **传统渠道低迷，营收增速降档，出售天江药业大幅增厚业绩。** 公司 2015 年实现营收 58.46 亿元，增长 9.58% (季报 10.78%)；归母净利润 22.10 亿元，扣非后 8.18 亿元，同比下降 6.38%，EPS: 3.28 元，符合市场预期。公司存货、应收账款均有小幅上升，叠加销售增速下滑影响，总资产周转率由 1.09 下降到 0.85；经营性净现金流 5.03 亿，同比下降 55.5%；毛利率同比下降 2.64 个 pct (花王占比提升)；销售费用率受广告投放增加上升 2.06 个 pct；股份激励等下降致管理费用率减少 1.12 个 pct。化妆品高端品牌竞争激烈，佰草集百货渠道市占率由 3.0% 下滑到 2015 年 2.8%，兰芝等韩国品牌对其冲击较大；公司与花王代售协议 2016 年底到期，并不再续约，对公司营收和渠道可能产生一定影响，但后续启初高速增长有望接力。
- **全面发力线上渠道，外延并购仍是最大看点。** 公司自 2015 年 8 月全面开启线上渠道建设，先后开出家化天猫旗舰店、携手阿里建设 O2O 营销平台，并确立了到 2018 年电商销售占比 20% 的目标。2015 年双 11 公司 O2O 全渠道销售超 1 亿元，初见成效，转型效果值得期待。公司账面现金 35 亿，在品牌或渠道等方面并购有望陆续推进。
- **风险提示:** 经济持续低迷，竞争加剧，人事持续动荡。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,335	5,846	6,417	5,529	5,990
(+/-)%	19%	10%	10%	-14%	8%
经营利润 (EBIT)	890	767	961	967	1,018
(+/-)%	17%	-14%	25%	1%	5%
净利润	898	2,210	929	969	1,035
(+/-)%	12%	146%	-58%	4%	7%
每股净收益 (元)	1.34	3.28	1.38	1.45	1.54
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	16.7%	13.1%	15.0%	17.5%	17.0%
净资产收益率 (%)	22.9%	38.6%	14.2%	13.2%	12.5%
投入资本回报率 (%)	121.4%	32.2%	-144.2%	89.2%	121.8%
EV/EBITDA	18.6	20.1	14.7	14.8	13.0
市盈率	23.4	9.5	22.7	21.8	20.4
股息率 (%)	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **42.00**

上次预测: 48.00

当前价格: 29.83

2016.03.13

交易数据

52 周内股价区间 (元)	28.39-53.51
总市值 (百万元)	20,106
总股本/流通 A 股 (百万股)	674/671
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	690.73
日均成交值 (百万元)	239.92

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,729
每股净资产	8.50
市净率	3.5
净负债率	-60.70%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.28	0.29
Q2	0.67	0.69
Q3	0.22	0.24
Q4	2.11	0.16
全年	3.28	1.38

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	-24%	-27%
相对指数	-6%	-6%	-10%

相关报告

《要约收购凸显价值低估，但仍待经营改善》
2015.11.01

《业绩增速放缓，静待外延发展机遇》
2015.10.28

《经营平稳，内增外延打造日化平台》
2015.08.20

《牵手片仔癀，实现品牌、技术、渠道战略协同》
2015.06.25

《经营平稳，股权激励稳定人心》
2015.03.20

模型更新时间: 2016.03.13

股票研究

必需消费
家庭及个人用品

上海家化 (600315)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 42.00

上次预测: 48.00

当前价格: 29.83

公司网址

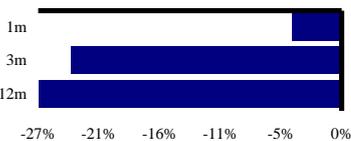
www.jahwa.com.cn

公司简介

作为国内化妆品行业首家上市企业,公司以自行开发、生产和销售化妆品、个人保护用品以及洗涤类清洁用品为主营业务,一直是中国日化行业的支柱企业。

公司拥有国家级研发中心,吸纳了一百多名跨越不同学科的高端人才,并与国内外尖端科研机构展开战略合作关系,研发成果和专利申请数量居于国内行业的领先水平,在中草药个人护理领域居于全球领先地位;公司拥有国内同行中最大的生产能力,产品涵盖护肤、彩妆、香氛、家用等各领域,是中国最早通过国际质量认证 ISO9000、ISO14001 的化

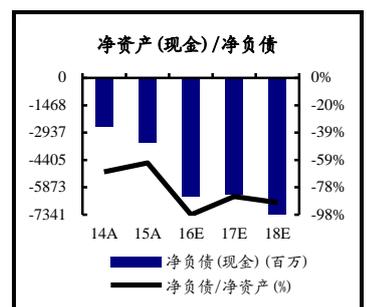
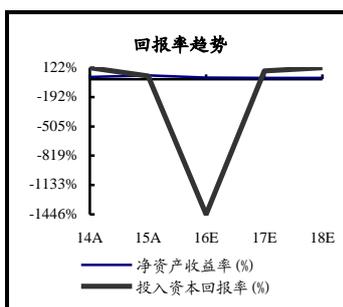
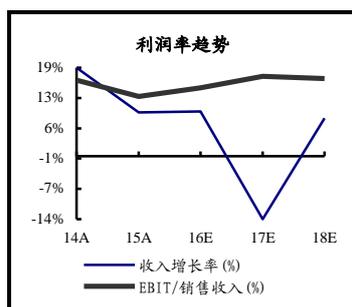
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 28.39-53.51
市值 (百万) 20,106

财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	5,335	5,846	6,417	5,529	5,990
营业成本	2,037	2,386	2,395	1,672	1,802
税金及附加	49	53	55	47	51
销售费用	1,747	2,035	2,349	2,218	2,437
管理费用	612	605	658	625	683
EBIT	890	767	961	967	1,018
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	226	1,787	48	55	63
财务费用	-25	-49	-76	-100	-122
营业利润	1,123	2,576	1,071	1,114	1,193
所得税	235	401	165	172	184
少数股东损益	10	0	7	5	5
净利润	898	2,210	929	969	1,035
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,634	3,477	6,360	622,209	7,339
其他流动资产	516	1,507	0	0	0
长期投资	768	238	238	238	238
固定资产合计	244	377	424	521	633
无形及其他资产	198	525	545	702	847
资产合计	5,534	8,159	8,613	9,069	10,241
流动负债	1,586	2,079	2,066	1,709	2,007
非流动负债	130	339	27	27	28
股东权益	3,929	5,730	6,524	7,358	8,258
投入资本(IC)	582	2,015	-56	921	710
现金流量表					
NOPLAT	707	649	817	822	865
折旧与摊销	100	109	39	40	41
流动资金增量	317	-323	736	-705	490
资本支出	-97	-480	-76	-261	-267
自由现金流	1,027	-46	1,515	-105	1,129
经营现金流	1,130	503	3,257	230	1,488
投资现金流	144	197	-51	-233	-236
融资现金流	-373	-399	-324	-135	-135
现金流净增加额	901	301	2,883	-138	1,117
财务指标					
成长性					
收入增长率	19.4%	9.6%	9.8%	-13.8%	8.3%
EBIT 增长率	17.0%	-13.8%	25.4%	0.6%	5.3%
净利润增长率	12.2%	146.1%	-58.0%	4.3%	6.9%
利润率					
毛利率	61.8%	59.2%	62.7%	69.8%	69.9%
EBIT 率	16.7%	13.1%	15.0%	17.5%	17.0%
净利润率	16.8%	37.8%	14.5%	17.5%	17.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	22.9%	38.6%	14.2%	13.2%	12.5%
总资产收益率(ROA)	16.2%	27.1%	10.8%	10.7%	10.1%
投入资本回报率(ROIC)	121.4%	32.2%	-144.6%	89.2%	121.8%
运营能力					
存货周转天数	86	92	88	87	86
应收账款周转天数	33	40	38	39	38
总资产周转天数	344	427	477	584	588
净利润现金含量	1.26	0.23	3.51	0.24	1.44
资本支出/收入	2%	8%	1%	5%	4%
偿债能力					
资产负债率	31.0%	29.6%	24.3%	19.1%	19.9%
净负债率	-67.0%	-60.7%	-97.5%	-84.6%	-88.9%
估值比率					
PE	23.4	9.5	22.7	21.8	20.4
PB	5.4	3.7	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	18.6	20.1	14.7	14.8	13.0
P/S	3.9	3.6	3.3	3.8	3.5
股息率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		