

市价 (人民币): 36.04 元
目标 (人民币): 42.30 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	419.22
总市值(百万元)	15,245.32
年内股价最高最低(元)	37.60/30.38
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.717	0.652	0.884	1.204	1.574
每股净资产(元)	4.05	3.54	4.13	4.98	6.15
每股经营性现金流(元)	1.39	0.78	0.72	1.01	1.37
市盈率(倍)	45.91	56.99	41.71	30.64	23.44
行业优化市盈率(倍)	42.92	48.49	48.75	48.75	48.75
净利润增长率(%)	26.07%	18.15%	35.71%	36.14%	30.71%
净资产收益率(%)	17.68%	18.42%	21.43%	24.17%	25.57%
总股本(百万股)	325.55	423.03	423.01	423.01	423.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **质地优秀的化妆品行业内资龙头, 期待改制加快成长:** 日前, 上海平浦公司受让上海家化(集团)有限公司 100% 股权, 其中包含上海家化联合股份有限公司 1.2 亿股。上海家化拥有六神、佰草集、美加净等优秀品牌, 无疑是内资龙头企业。公司管理有方, 研发体系完善, 营销能力较强, 具备长期发展的潜力, 可谓根基扎实。若改制后整合顺利, 可望改善公司的管理和激励机制, 显著提升公司的长期竞争力。
- 为便于后续讨论, 首先明确本文中的化妆品按照统计局制造业分类标准“2672-化妆品制造”定义, 包括个人护理品, 美容品, 人体使用的香味制剂和其他。涉及家化的主要个人护理品和人体使用的香味制剂。
- 目前我国化妆品市场规模已达千亿元, 根据收入增速、常用化妆品种类和价格, 我们测算未来 5 年化妆品行业的复合增速可达 16%。未来行业增长的驱动力主要来自于品类细分和居民收入增长。上海家化目前市场份额仅为 3-4% 左右, 尽管我国化妆品行业 CR4、CR8 相对稳定, 但是小品牌众多, 集中度仍有提高的空间。
- 公司的品牌建设模式是避开外资品牌的劣势领域, 以差异化的产品为基础, 先建设成本较低、风险可控的专卖店渠道, 等品牌达到一定规模后开始打广告、进入较昂贵的百货渠道。这样的品牌建设模式风险较小, 可以复制到其他品牌。
- 上海家化的管理团队眼光长远, 耐得住寂寞, 这在本土企业中实属少见, 保证了公司能够实践前述品牌建设模式。公司重视研发, 从人员、晋升、费用等各方面给予支持, 建立了本土一流的优秀研发体系, 也对新进入者形成了壁垒。未来随着收入增长, 公司可在营销上投入更多资源, 稳步推进渠道建设, 并通过渠道进一步带动品牌建设, 形成良性循环。同时, 公司风险承受能力增强, 在品牌培育上将有更大腾挪空间。
- **股权改制的影响体现在三点:** 第一, 解除原有体制的束缚, 管理层可以放手实施符合市场的战略和计划; 第二, 公司可通过提高薪酬、进行股权激励来稳定核心员工队伍, 激发工作积极性, 巩固、提高公司核心竞争力, 全面改善公司各项能力; 第三, 改制可延长董事长葛文耀领导家化的时间。

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

■ 分品牌分析:

- **六神提供稳健现金流:** 强势夏季品牌, 市场份额高。受制于极其鲜明的品牌形象, 品牌延伸到其他季节有一定困难, 因此难以进一步提升份额。可利用推出新品获得略高于行业增速的增长, 预计增速为 8-10%。
- **大众化定位明确推动美加净增长:** 美加净知名度达 90%, 美誉度高。去年明确品牌大众化定位后, 推出了价格合适、宣传概念容易接受的新品, 增长良好。预计未来增速可达 20%。
- **佰草集:** 目前有 200 个 SKU, 1100 多家销售终端, 其中专卖店和百货专柜各占一半, 优势区域为华北、华中、福建等地。未来每年计划开店 200 家, 并将 SKU 数提高到 300 个, 实现单店收入增长约 15%。预计未来收入增速可达 30-40%。
- **家安:** 目前尚处于消费者教育阶段, 短期虽难言盈利, 但看好其长期空间。
- **高夫:** 今年增长 70%, 来自行业增长和进入商超渠道的铺货原因。男士化妆品市场规模已达 40 亿元, 增速约 23%。高夫的渠道覆盖率尚低, 未来通过渠道增长、加大营销力度后, 可望获得 40-50% 增长。
- **雙妹:** 资本市场担心国产奢侈品牌不被消费者接受, 但上海滩品牌 (Shanghai Tang) 的成功表明, 国人乃至世界能够接受本土奢侈品牌出现, 关键是如何建设。雙妹具备较好先天条件——海派文化、悠久历史以及内涵丰富的品牌故事。短期内雙妹难以对公司业绩做出实质性贡献, 但公司对此做好了准备, 因此市场不必担心该品牌短期亏损会产生重大负面影响。
- **公司经营稳健,** 盈利能力、资产管理能力、偿债能力、现金流均表现良好。公司会计政策谨慎, 应收账款减值计提比例也高于同行业其他公司。未来如按期收回账款, 则减值准备可以冲回收益。另外, 公司的投资项目也有望给家化带来丰厚回报。公司已经承诺, 未来 3 年内除股权激励增发外, 不进行任何形式再融资。

盈利预测及投资建议

- **盈利预测:** 预计公司 2011-2014 年的营业收入为 36.9、44.7、53.7 和 63.5 亿元, 增速分别为 19.3%、21.2%、20.0% 和 18.3%; 净利润为 3.74、5.09、6.66 和 8.52 亿元, 增速分别为 35.7%、36.1%、30.7% 和 27.9%; EPS 为 0.88、1.20、1.57 和 2.01 元, 复合增速 32.6%。
- **相对估值:** 我们考虑公司在品牌建设方面具有长期竞争力后, 给予 $35 \times 12PE$, 对应股价 42.1 元。
- **绝对估值:** 假设永续增长率为 2%, 个股 Beta 0.73, WACC 为 8.32%, 用 WACC 法计算的股票价值为 42.46 元。对应 $35.3 \times 12PE$ 。
- 我们取相对估值法和绝对估值法计算的价格均值为合理价格, 即 42.3 元, 给予买入评级。

风险

- 新股东磨合不顺利风险;
- 销售收入增长不达预期的风险;
- 投资收益低于预期的风险。

内容目录

上海家化：化妆品行业内资龙头	5
我国化妆品行业前景广阔	6
我国化妆品行业容量已达千亿元，增速较快	6
未来行业增长空间来自品类细分和居民收入增长	6
目前上海家化的市场份额仅为 3-4%	8
差异化使得优秀企业能够获得远超过行业增速的成长	9
上海家化根基扎实，未来可进入良性循环	9
公司具备可以复制的品牌建设模式	9
管理层团队优秀，制度先进	10
公司重视研发，体系完整	11
随着资源增加，公司的营销和渠道建设可进一步完善	11
改制有望改善管理和激励机制，推动各项能力进一步提高	12
分品牌分析	13
六神提供稳健现金流	13
美加净明确大众化定位，提高增速	14
佰草集：高增长、高毛利、高壁垒的明星产品	14
家安还处于消费者教育阶段	17
高夫进入成长期	17
清妃：线上销售品牌	18
培育阶段：雙妹	19
公司财务状况良好，短期无融资计划	20
公司经营稳健，会计政策谨慎	20
公司外部投资质地优良	21
盈利预测及估值	23
风险提示	23
附录：三张报表预测摘要	28

图表目录

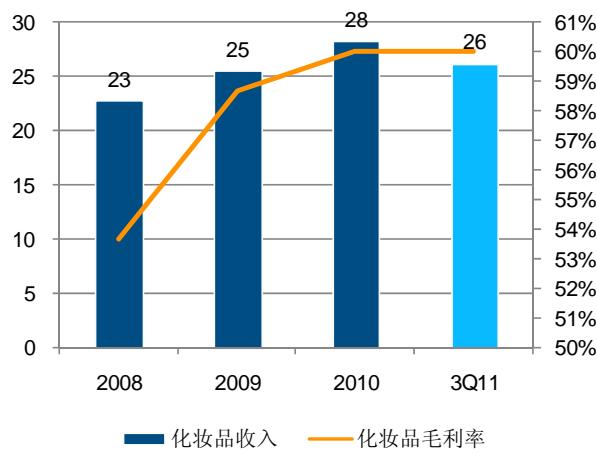
图表 1：公司化妆品销售收入和化妆品毛利率	5
图表 2：上海家化净利润及增速	5
图表 3：据测算，2010 六神和佰草集占总销售收入约 65%	5
图表 4：来自 Euromonitor 的 08 年市场容量数据	6
图表 5：来自国家统计局的市场容量数据	6
图表 6：个人护理行业的不断细分	7
图表 7：我国的面部护肤品分功效销售份额	7

图表 8: 五年后我国居民收入测算.....	7
图表 9: 五年后市场容量可达 1870 亿元, 复合增速 16%	8
图表 10: 近几年我国日化行业集中度较稳定.....	9
图表 11: 优秀化妆品企业的销售增速可远高于行业增速——美国	9
图表 12: 优秀化妆品企业的销售增速可远高于行业增速——日本	9
图表 13: 上海家化旗下品牌一览	10
图表 14: 清妃品牌建设和佰草集品牌建设对比	10
图表 15: 公司加大销售费用投入	12
图表 16: 公司加强销售人员配置	12
图表 17: 改制前上海家化联合股份有限公司股权结构	12
图表 18: 2008 年第一期限制性股权激励计划内容	13
图表 19: 六神沐浴系列的市场份额逐年提高.....	14
图表 20: 美加净分产品市场份额	14
图表 21: 太极泥 (左) 和佰草集广告 (右) 富于中国文化特色.....	15
图表 22: 佰草集市场份额逐步提升	15
图表 23: 佰草集的用户满意度还可提升	16
图表 24: 佰草集专卖店的单店收入低于欧舒丹	17
图表 25: 2010 年我国男士化妆品市场结构	18
图表 26: 2Q10 男士护肤品细分关注度	18
图表 27: 高夫皮肤护理产品的市场份额逐步提升	18
图表 28: 清妃产品的市场份额下降	19
图表 29: 雙妹产品——玉容霜	19
图表 30: 雙妹的橱窗布置	19
图表 31: 公司毛利率、ROA 稳步上升	20
图表 32: 公司营业周期缩短	20
图表 33: 公司短期风险较小	21
图表 34: 公司获取现金能力强	21
图表 35: 各公司应收账款按账龄计提比例	21
图表 36: 近年来家化的投资收益持续向好	22
图表 37: 今年上半年万豪酒店净利润增长良好	22
图表 38: 港股估值的参考价值较小	23
图表 39: 绝对估值	23
图表 40: 上海家化收入分拆 (一)	24
图表 41: 上海家化收入分拆 (二)	25
图表 42: 绝对估值法——未来 10 年公司各品牌收入增速假设	26
图表 43: 绝对估值法——未来 10 年公司各品牌毛利率假设	26
图表 44: 绝对估值法——未来 10 年公司的管理费用率和销售费用率假设 ...	27

上海家化：化妆品行业内资龙头

- 拥有六神、美加净、佰草集等优秀品牌，上海家化无疑是化妆品行业的内资龙头。扣除原材料销售收入后，上海家化 2010 年化妆品销售收入约为 28.2 亿元，净利润 2.8 亿元。08-10 年，化妆品销售收入的三年复合增长率为 15.8%，净利润的三年复合增长率为 29%（图表 1、2）。净利润增速高于营业收入增速的原因是产品结构调整提高了毛利率。
- 我们把收入进行上述处理的原因是：公司严格管理代工厂的原料（约一半产品外包，主要是中低端产品），用量大的原料可由代工厂向指定供应商（花王和巴斯夫）购买，用量小的原料由公司集中采购，再转卖给代工厂。因此，公司的销售收入中包含了一块低毛利的原材料销售收入。应当扣除原材料收入后计算销售收入增速和毛利率，才能准确反映公司的经营情况。

图表1：公司化妆品销售收入和化妆品毛利率

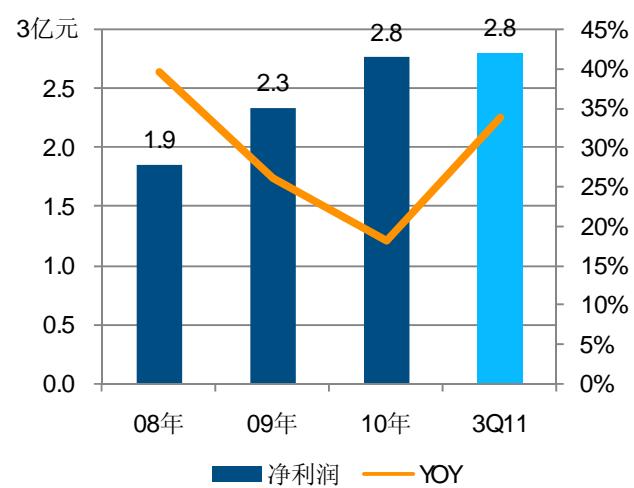


单位：亿元

注：2008 年公司合并范围变化，因此与之前财务数据不可比。

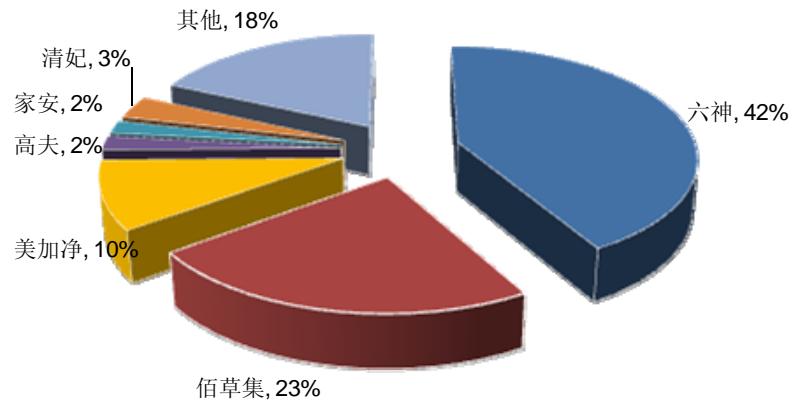
来源：聚源数据，国金证券研究所

图表2：上海家化净利润及增速



- 2010 年，六神约占销售总收入的 42%，六神和佰草集合计占 65%左右。按照目前增速，预计到 2013 年，佰草集的收入可以超过六神品牌。

图表3：据测算，2010 六神和佰草集占总销售收入约 65%



来源：国金证券研究所

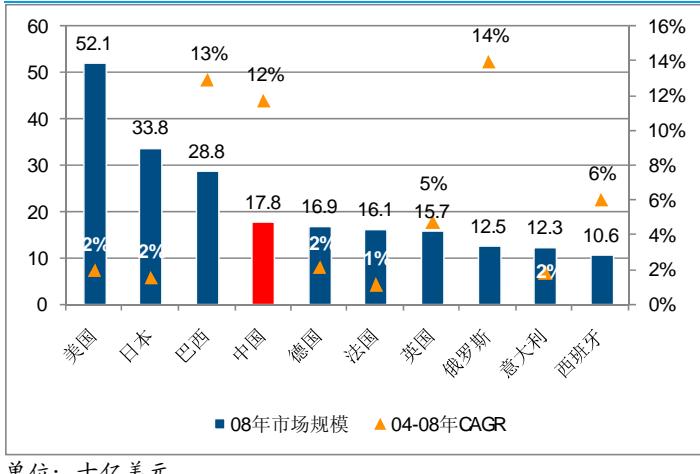
我国化妆品行业前景广阔

- 为了方便后续讨论，本文先确定几个术语的定义。本文中的化妆品按照统计局制造业分类标准“2672-化妆品制造”定义，包括：个人护理品，如护发、洁肤、护肤等产品；美容品，如彩妆及美发用品；人体使用的香味制剂，如香水、花露水、古龙水等；其他，如人体除臭剂、止汗剂、生发剂、脱毛剂等。
- 其中和上海家化关联度最高的是“个人护理品”子行业和“人体使用的香味制剂”子行业。

我国化妆品行业容量已达千亿元，增速较快

- Euromonitor 和中国统计局数据均表明，目前我国化妆品行业市场规模近千亿元，且增长较快。
- 根据 Euromonitor 数据（图表 5）：08 年，中国个人护理产品的市场规模达 178 亿美元，占全球销售额的 5.3%，列全球第四位，折合人民币可达千亿元。2004-2008 年中国化妆品和个人护理产品的年复合增长率为 11.7%，仅次于俄罗斯和巴西列第三位，增速远高于世界平均水平 5.4%。
- 根据我国统计局数据（图表 6）：2010 年我国批发零售贸易业化妆品零售类值为 889 亿元，近三年复合增速 19%。11 年 1-9 月，我国批发零售贸易业化妆品零售类值为 793 亿元，同比增速 19.5%。

图表4：来自 Euromonitor 的 08 年市场容量数据



单位：十亿美元

来源：Euromonitor，欧舒丹招股书，华通人，国金证券研究所

图表5：来自国家统计局的市场容量数据



单位：亿元

未来行业增长空间来自品类细分和居民收入增长

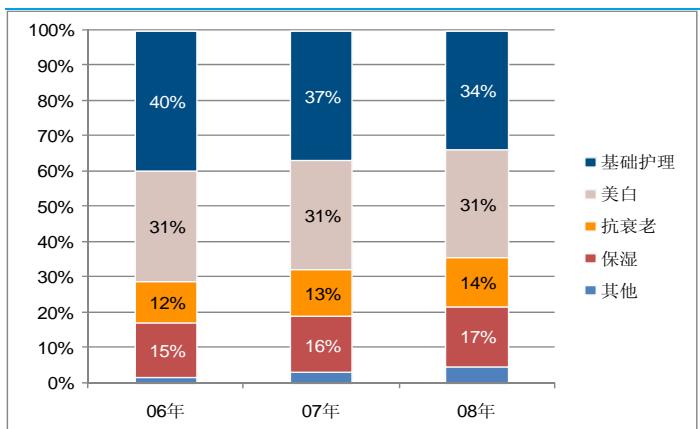
- 无论是个人护理产品还是美容产品，品类的不断细分为厂商丰富品类、建立差异化优势提供了广阔的空间。
- 在个人护理品领域，强调保湿、美白、眼部护理、抗过敏、抗衰老等特殊功能的细分产品越来越多；在此基础上，同时具备几种功能的产品也满足了一部分顾客需求。
- 企业以此引导消费升级，进行差异化竞争，并加快推出新品，提高售价。以我国面部护肤品市场为例，强调美白、保湿、抗衰老的产品市场份额逐步上升，基础护理产品的市场份额则不断下降（图表 8）。

图表6：个人护理行业的不断细分



来源：AC 尼尔森，国金证券研究所

图表7：我国的面部护肤品分功效销售份额



- 与发达国家相比，我国消费者使用化妆品的数量偏少、价格偏低，其中固然有现代化化妆品消费意识较弱的原因，但“爱美之心，人皆有之”，更为根本的原因还是收入较低。
- 我们列出基础个人护理品和中高档个人护理产品的常用种类和价格（图表9），并进一步假设我国居民收入增速为10%、化妆品支出占可支配收入的2%，不考虑人口增长。那么根据我们的收入测算（图表9），5年后，我国有的女性有能力消费中高档护理品、45%有能力消费低档护理品，以此推算，我国女性个人护理品市场容量将达到1870亿元，复合增速16%（图表10）。这还不包括男士护肤品。
- 另外，随着85后逐渐成家立业、成为消费主力，化妆品消费意识将得到进一步加强。

图表8：五年后我国居民收入测算

指标（元）	按收入等级分							
	最低收入户	低收入户	中等偏下户	中等收入户	中等偏上户	高收入户	最高收入户	
	10%	10%	20%	20%	20%	10%	10%	
城镇	2010年平均每人年可支配收入	5948	9285	12702	17224	23189	31044	51432
	五年后平均每人年可支配收入	9579	14954	20457	27739	37346	49997	82831
农村	2010年平均每人年纯收入	1870	1870	3621	5222	7441	14050	14050
	五年后平均每人年纯收入	3011	3011	5832	8410	11983	22627	22627

来源：2011统计年鉴，国金证券研究所

图表9：五年后市场容量可达 1870 亿元，复合增速 16%

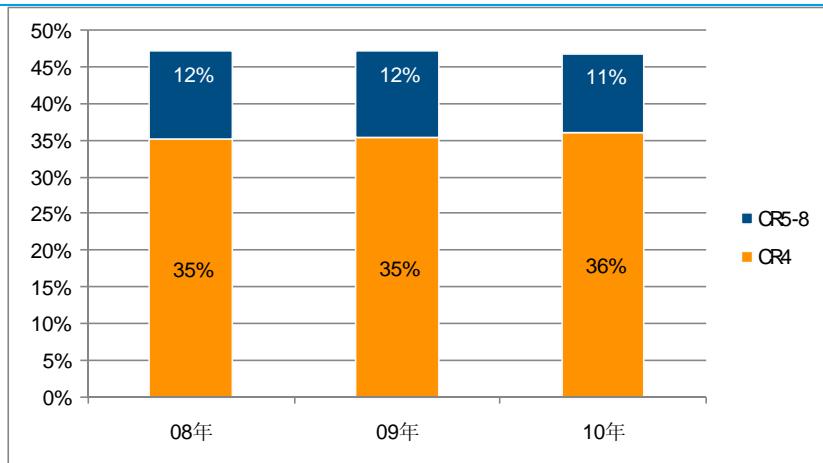
基础化妆品	每人每年使用量	单价 (元)	小计	关键假设
洗面奶	2	18	36	
化妆水	2	25	50	
乳液	1	50	50	
面霜	1	50	50	
防晒霜	1	50	50	
眼霜	2	75	150	
护手霜	1	20	20	
合计		A	406	
基础化妆品在女性中普及率		B	45%	假设化妆品消费占可支配收入的 2%，则年可支配收入达到 20,000 元以上的人群有能力消费（在图表 10 中用粉色底标出），占比约 45%（农村人口数和城镇人口数基本相等）。
中高档化妆品	每人每年使用量	单价 (元)	小计	
洗面奶	2	80	160	
化妆水	2	120	240	
乳液	1	150	150	
面霜	1	160	160	
防晒霜	1	120	120	
眼霜	2	180	360	
护手霜	1	50	50	
精华	2	220	440	
面膜	2	180	360	
润唇膏	1	30	30	
合计		C	2070	
高档化妆品在女性中普及率		D	5%	同理，假设随着收入增长，化妆品消费占比提高到 3%，即年可支配收入达到 70,000 元以上人群有消费能力（用黄色底标出），占比约 5%。
2010 年我国妇女人口数 (亿人)		E	6.53	
我国护肤品市场容量 (亿元)	$F=A \times B \times E + C \times D \times E$	1870		

来源：国金证券研究所

目前上海家化的市场份额仅为 3-4%

- 我国日化行业 CR4 约为 36%，CR8 约为 47%。上海家化处于第 5-8 位，据此估算，市场份额仅为 3%左右。
- 化妆品市场上小品牌众多，市场集中度还存在进一步上升的空间。

图表10: 近几年我国日化行业集中度较稳定

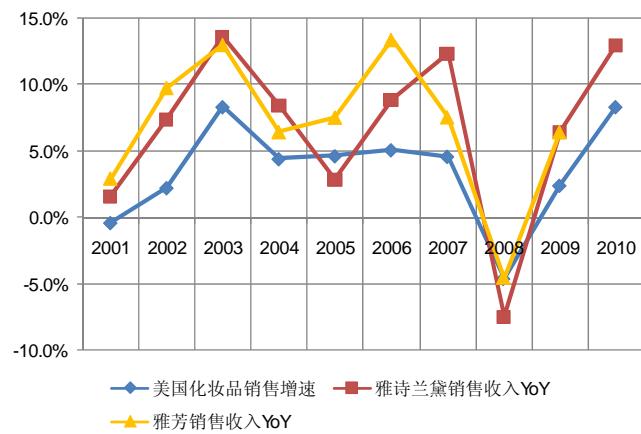


来源: 上海家化年报, 国金证券研究所

差异化使得优秀企业能够获得远超过行业增速的成长

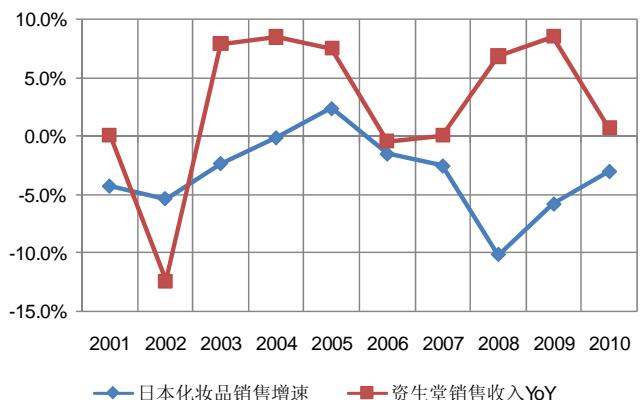
- 化妆品行业的个性化程度非常高, 给予了企业更大的施展空间, 优秀的企业可以凭借强大的品牌、差异化产品获得远超过行业平均增速的成长。与同质性程度较高的行业相比, 优秀化妆品企业的增速与行业平均增速的背离程度更高。因此, 企业的能力优劣在分析中占据了更大的比重。

图表11: 优秀化妆品企业的销售增速可远高于行业增速——美国



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表12: 优秀化妆品企业的销售增速可远高于行业增速——日本



上海家化根基扎实, 未来可进入良性循环

公司具备可以复制的品牌建设模式

- 上海家化的愿景是建设覆盖高、中、低端的金字塔形品牌结构, 在取得高收益的同时控制风险。目前公司的品牌数量仍偏少(图表13), 品牌定位的差距较大, 结构尚未完善。
 - 资生堂旗下有45个品牌, 欧莱雅有26个, 雅诗兰黛有22个品牌, 而上海家化目前仅有8个品牌, 数量偏少。
 - 公司旗下的化妆品品牌价格差距大, 可进一步细分: 美加净的价格区间在10-30元, 佰草集在300-600元, 双妹在1000元-2000元, 高夫针对男士, 价格与佰草集接近。

图表13: 上海家化旗下品牌一览

	个人护理	彩妆	家居护理
高端			
中端	 高夫		
低端	 美加净		

来源: 国金证券研究所

- 公司从清妃的建设过程中吸取经验, 形成了独特的品牌建设模式: 避开竞争对手的优势领域, 以差异化的产品为基础, 先建设成本较低、风险可控的专卖店渠道, 在达到一定销售规模后开始打广告、进入较昂贵的百货渠道。典型的成功例子是佰草集。
- 该品牌建设模式的优点是风险可控, 可行性较高; 缺点是建设速度慢。未来, 公司将沿用同样的思路建设其他品牌, 丰富、完善现有的品牌结构。
- 关键问题在于能否找到公司有优势的差异化细分市场。

图表14: 清妃品牌建设和佰草集品牌建设对比

	清妃	佰草集
定位	中高端	中高端
品牌特点	混合中国元素与西方元素, 个性不鲜明	差异化的中草药复方护肤, 特色鲜明
产品线	护肤品、彩妆、香水	护肤品
渠道	百货店为主	先建设路边专卖店, 品牌成熟后再进入百货店
风险	较大, 难控制	风险透明可控

来源: 国金证券研究所

管理层团队优秀, 制度先进

- 上海家化的管理团队耐得住寂寞, 不争短期利益, 在早年坚持培育暂时亏损的品牌(如佰草集、高夫、美加净), 最终守得云开见月明。这份定力在本土企业中实属少见, 表明了公司建设民族品牌的态度和远见, 也保证了公司能够实践前述品牌建设模式。
- 随着佰草集、美加净、高夫等逐步成熟, 开始贡献利润, 公司的品牌形象得到提升, 承受风险的能力进一步增强, 更有利于培养其他品牌, 提升长期竞争力。
- 公司在国内最早采取品牌经理制, 由品牌经理负责制定及执行一个品牌的市场定位、产品开发、营销传播和销售支持等“一条龙计划”, 保证开发、营销和销售计划都能围绕着产品定位, 衔接紧密, 对品牌理解准确, 有助于新品牌的建立和发展。

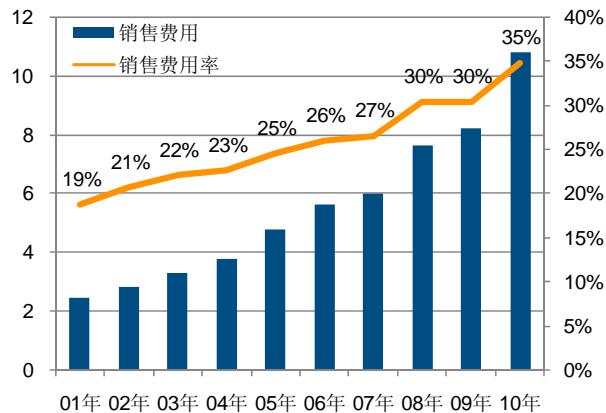
公司重视研发，体系完整

- 公司重视市场调研和研发、设计工作，从人员、晋升、费用等各方面给予支持，建立了本土一流的研发体系，为公司提高产品力奠定了长期基础。研发体系建设耗时长，前期投入大，也对新进入者形成了一道壁垒。
- **研发体系：**公司的研发体系完整开放，拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，200 多名科研人员，分为基础研究和产品开发两类。公司还在法国拥有培养设计人员的事务所。
- **人才招聘：**近年来公司凭借良好的发展前景吸引到优秀的人才，如名校毕业生、海归等，并从外企招揽到许多杰出人士，如总经理曲建宁等。
- **晋升路线：**研发人员的晋升路线分行政线和专业线。行政线是从科员晋升到总监，线上位置较少，且不一定符合研究员的意愿。而作为行政线的补充，专业线的晋升是从助理研究员到高级研究员等，最高可达到副总待遇。这样的晋升路线有助于稳定核心研发人员，也表现了公司对研发的重视，
- **费用投入：**家化对研发费用投入不设限，历年科技开发费用占营业收入 3%以上。
- **研究成果：**08-10 年，公司完成产品开发项目分别为 295 项、300 多项、400 多项，其中新产品开发分别达到 91、118、96 项，新产品销售占销售收入均达到 30%以上。
- **存在问题：**与国际日化巨头相比，上海家化的研发费用占销售收入的比重并不低，但绝对数额较小。高端新品（如佰草集新品）推出速度不达预期。
- **未来前景：**随着收入增长，家化在研发上可以投入更多资源；同时，完善激励机制后，将有望进一步激发研发人员积极性，加快新品推出速度。

随着资源增加，公司的营销和渠道建设可进一步完善

- 近几年，公司加大了销售费用投入，绝对值和相对值都在上升（图表 15）；其中广告费用占比约 12-13%，约 3 个亿左右。从人员配置来看，负责市场和销售的人员占比在不断提高（图表 16）。
- 六神和美加净等大流通品牌的广告投放选择接受面广泛的电视媒体，契合目标消费者；渠道建设完善，商超渠道的覆盖率高（六神的渠道覆盖率达 90%，美加净较低）。
- 佰草集定位中高端，广告投放以平面媒体为主，这一是受制于公司收入和资源有限，二是因为电视广告对中高端消费者的影响力较小，性价比偏低。佰草集的销售渠道为专卖店+百货+SPA，不走商超渠道，便于维护品牌定位。目前，佰草集主要通过专卖店渠道带动品牌建设，专卖店建设情况较好，而百货进驻率尚不尽如人意。
- 公司的广告质量较高，无论是佰草集还是大流通品牌的广告均能传达出品牌的核心价值诉求，表现出较强的营销能力。
- 我们认为公司的营销能力并不弱，主要受制于资源不足。未来，随着收入增长，公司可以在广告上加大投入，并在达到百货专柜的收入要求后稳步提升百货进驻率，进一步增强品牌力，支撑收入增长，从而进入一个良性循环。

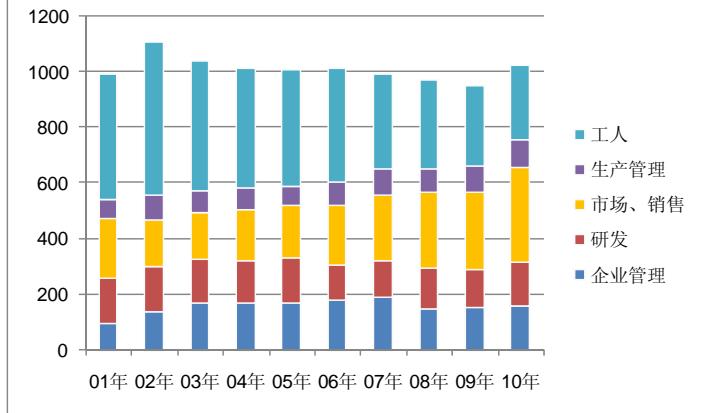
图表15: 公司加大销售费用投入



单位: 亿元

来源: 聚源数据, 公司公告, 国金证券研究所

图表16: 公司加强销售人员配置

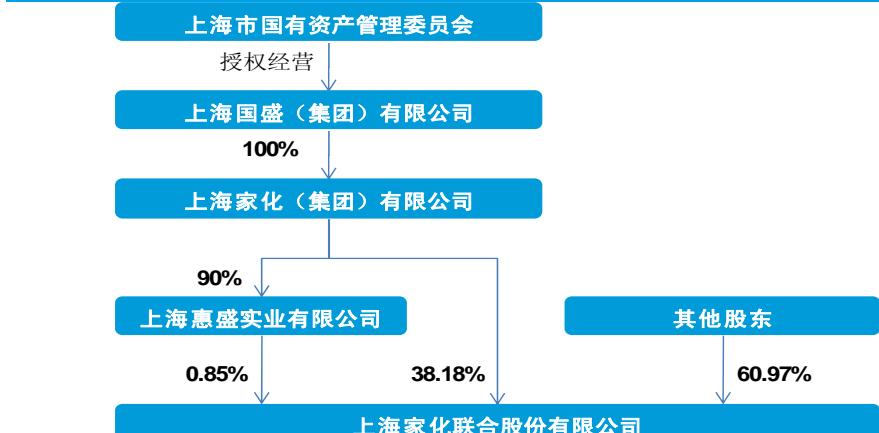


单位: 人

改制有望改善管理和激励机制, 推动各项能力进一步提高

- 2011年11月7日, 家化改制最终尘埃落定, 上海平浦投资有限公司(属于中国平安保险(集团)股份有限公司)获得上海家化(集团)有限公司100%股权, 其中包含上海家化联合股份有限公司1.2亿股。

图表17: 改制前上海家化联合股份有限公司股权结构



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 根据股权转让条件, 上海平浦投资有限公司必须做到:

- 同意接受上海家化(集团)有限公司整体改制职工安置方案, 妥善安置职工, 并保持原管理团队和职工队伍的基本稳定。
- 认同公司多元化时尚产业发展战略, 承诺将继续使用和发展集团旗下所有家化品牌, 并着力提升相关品牌在国际上的知名度。
- 持有上海家化(集团)有限公司实际控制权5年内不得转让, 且上海家化联合股份有限公司实际控制人5年内不得发生变更。
- 国资改制对公司的影响十分深远。第一, 改制减少了原有体制的束缚, 管理层可以放手实施符合市场需求的战略和计划。
- 第二, 改制后, 通过提高薪酬、进行第二期股权激励等措施, 公司可以稳定核心员工队伍, 激发员工积极性, 从而加强企业的管理、研发、营销等多方面能力, 全面提升公司的竞争力。

- 2003 年至 2008 年初，公司流失营销、技术人员 79 人，其中中层以上营销人员 13 人，平均每年流失 13 人。人才流失的主要原因是在体制束缚下，公司的薪酬水平缺乏竞争力，例如董事长葛总的税前工资仅为 80 万元。
- 上海家化曾在 2008 年实施第一期限制性股权激励（图表 18），稳定员工队伍的效果非常显著。实施股权激励计划后的 2 年中，激励对象中仅 6 人主动离职，平均每年流失 3 人，人才流失数大幅下降。

图表18：2008年第一期限制性股权激励计划内容

项目	内 容
激励对象	董事长、副董事长，高级管理人员，公司及子公司的中层管理人员，经董事会认定的营销骨干、技术骨干和管理骨干
合计人数	175 人
授予价格	8.94 元
授予数量	不超过 560 万股，其中 30 万股预留
有效期	2 年禁售期+3 年解锁期，将于 2013 年到期
解锁比例	40%、30%、30%
授予条件	公司 2007 年度净利润不低于 9220 万元，扣除非经常性损益的净利润不低于 8448 万元
解锁条件	公司上一年度净资产收益率不低于 10%

来源：公司公告，国金证券研究所

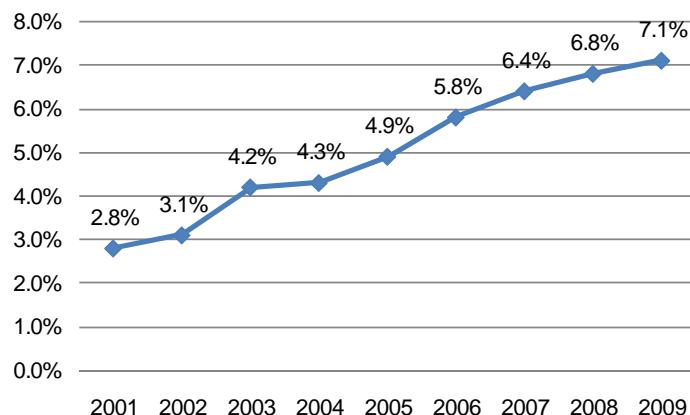
- 第三，改制可以延长董事长葛文耀领导家化的时间。在原有体制下，今年 64 岁的葛总将于明年退休；改制后，葛总可在股东邀请下继续负责公司的管理工作。葛总先进的市场理念和开放的视野是家化稳健发展的重要原因，葛总的留任可以使家化管理层的交接更平稳，有利于公司发展。

分品牌分析

六神提供稳健现金流

- 六神品牌的知名度、美誉度高，市场份额已经达到很高水平，继续提升有一定难度。未来通过开发新品可以获得略高于行业的增速。我们判断未来增速大约为 8-10%。
- 花露水行业增速约 6%，六神的市场占有率高达 60%，远超竞争对手隆力奇，地位稳固。
- 由于品牌“清涼、止痒、杀菌”的形象深入人心，六神向夏季沐浴系列的延伸较顺利。六神沐浴系列的夏季市场份额可达第一，全年市场份额约 8%。但是品牌较难延伸到其他季节，因此份额提升有一定难度。

图表19：六神沐浴系列的市场份额逐年提高

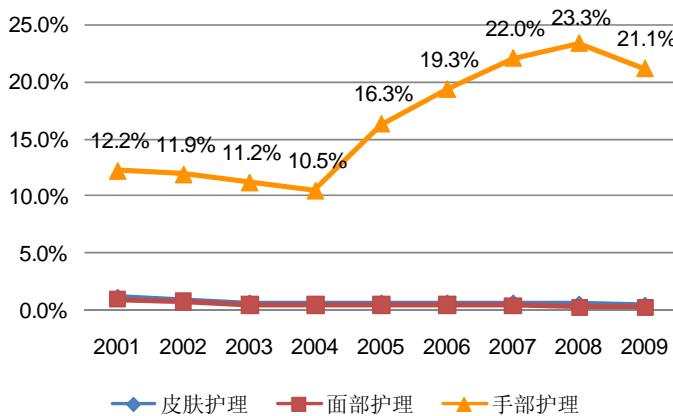


来源：Euromonitor，国金证券研究所

美加净明确大众化定位，提高增速

- 美加净品牌知名度达到 90%，产品安全滋润，性价比高，具有较高美誉度。自从去年明确大众化定位后，美加净可迎来较快增长，我们认为增速可达到 20%。
 - 美加净护手霜的市场份额第一，市场地位比较稳固。
 - 过去几年，由于品牌定位不明确、品牌经理频繁调换，美加净面霜的市场份额一路下降。但从去年明确“大众化的基础护肤品”定位后，美加净推出了蜂蜜系列、翠竹系列等面霜，产品概念易于接受、价格吻合目标消费者的承受能力。今年新品增长良好，已经成为新的收入增长点。
 - 未来在三四级市场，美誉度高、性价比高的美加净品牌将大有可为。

图表20：美加净分产品市场份额



来源：Euromonitor，国金证券研究所

佰草集：高增长、高毛利、高壁垒的明星产品

- 佰草集强调中草药护肤，是国产护肤品中的佼佼者，06、07 年销售收入增速达到 100%，08 年增速约 80%。今年佰草集贡献的销售收入已经超过花露水，预计 2013 年可超过六神品牌的收入，成长为家化旗下第一大品牌。根据开店速度和单店收入增长，我们认为未来佰草集能保持 40% 左右增速，毛利率在 75-80% 之间，进一步推高综合毛利率。

- 佰草集强调中草药复方护肤，有深厚的中医学底蕴，在市场上具有稀缺性，是营销的亮点（图表 21）。
- 不同于植物精华护肤，中草药护肤使用复方，讲究的是“君臣佐使”，药物相互配合发挥功效，效果更为平衡。
- 外资企业在消费者接受度、中医药研发实力、人才培养等方面存在劣势，在中医药护肤领域难与佰草集竞争。
- 相宜本草也主打中草药，价格区间在 30-100 元，定位偏低，和佰草集很少正面交锋。我们认为相宜本草进入、共同做大中医药护肤子行业对于佰草集来说利大于弊。

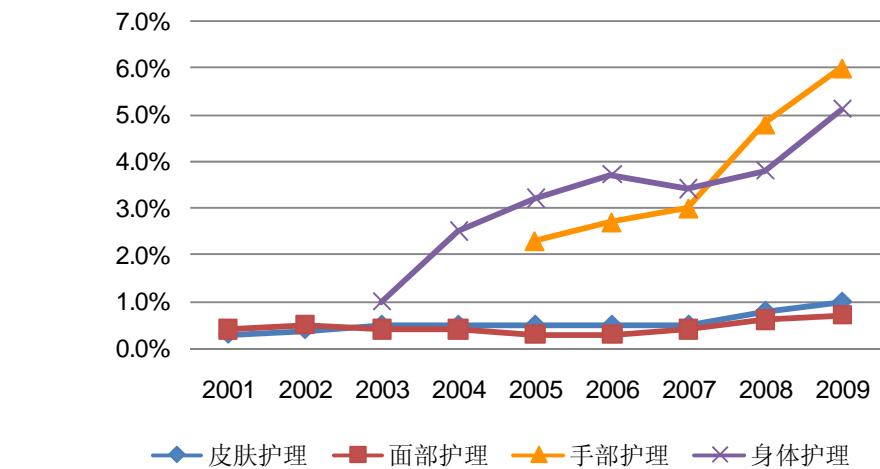
图表21：太极泥（左）和佰草集广告（右）富于中国文化特色



来源：公司网站，国金证券研究所

- 佰草集的产品安全，质量较好，取得欧盟认证后在法国热销，售价比国内价格贵 50%。自此，佰草集的中高端定位逐渐被市场接受。

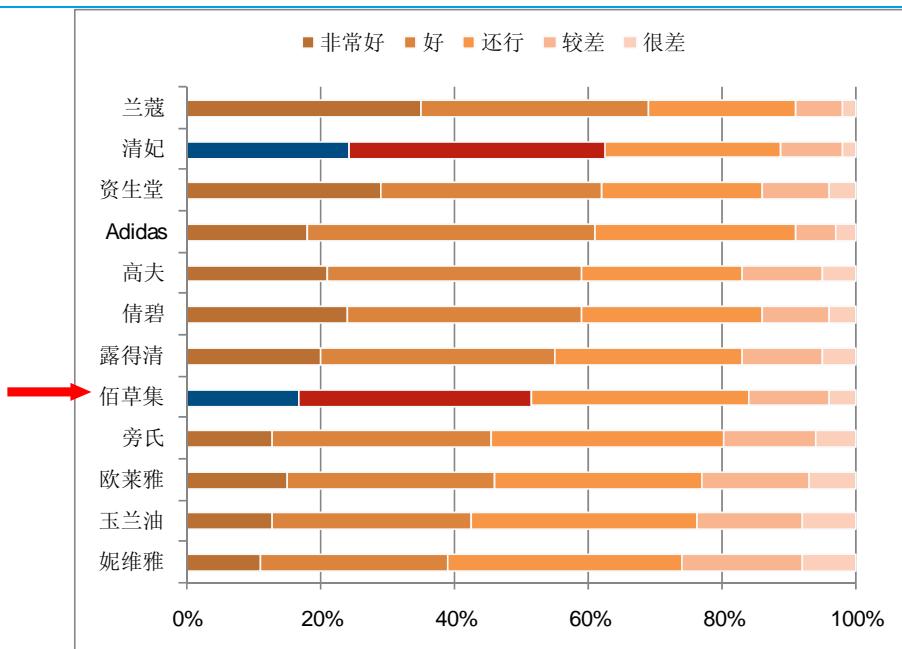
图表22：佰草集市场份额逐步提升



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 淘宝网上，佰草集新七白美白嫩肤面膜一周销量达 1994 件，在 1453 款面膜产品中列第 21 位（2011 年 9 月 28 日数据），单价在销量前 30 名中排第 4，仅次于兰芝、贝佳斯和珀莱雅。
- 根据闺蜜网的网络调研情况看，佰草集的满意度虽低于国际一线品牌如兰蔻、倩碧，但高于欧莱雅、玉兰油。（注：闺蜜网是国内较大的美容品消费交流区，拥有 1800 多个品牌、6 万多款美容品的上百万篇用户评论。）

图表23: 佰草集的用户满意度还可提升

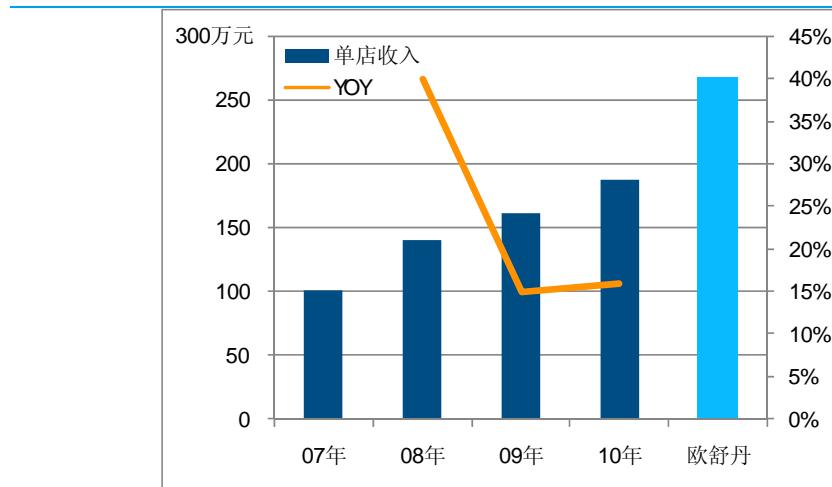


注: 按照“非常好”和“好”合计百分比排序

来源: 闺蜜网, 国金证券研究所

- 佰草集的分销体系是专卖店+百货+SPA, 目前已有 9 家汉方 SPA, 1100 多家终端, 其中专卖店和百货专柜各占一半, 单店收入接近 100 万元。佰草集的终端分布于全国, 优势区域在华北、华中、福建等地。据我们的测算, 公司的终端数量还有 1 倍以上的空间, 预计未来 3-5 年, 每年开店数可达 200 家左右。
 - 我国有 333 个地级区划 (不包括 4 个直辖市), 扣除开在直辖市的约 100 家终端, 平均每个地级区划有 3 家终端。未来若提升至平均每个地级区划 5 家, 则可达到 1800 家左右。
 - 我国有 4800 多家百货连锁门店, 佰草集的百货进驻率仅为 11% 左右, 还有很大提升空间。
 - 欧泊莱的定位与佰草集接近, 有 3000 家门店, 单店收入为佰草集的 2 倍。
- 公司目前有 200 个 SKU, 单店销售额接近 100 万元。未来公司计划将 SKU 数从 200 个提高到 300 个, 通过量和价的提升实现单店收入年增速 15% 左右。
 - **店均销售额比较:** 2010 年店均年销售额约 160 万元左右, 低于欧舒丹的单店收入 (图表 24)。
 - **最高单店销售额比较:** 由于数据可得性的原因, 我们仅获得如下数据: 2009 年, 杭州大厦的兰蔻专柜全年销售近 5500 万元, 为当年全球第一。2010 年, 成都王府井百货的雅诗兰黛专柜全年销售 6500 万元, 为当年全球专柜销售额第一名。而佰草集销售最好的专柜年销售额约为 1200 万元。即使考虑到单价相差 3-4 倍, 佰草集的单店收入仍偏低。

图表24：佰草集专卖店的单店收入低于欧舒丹



来源：欧舒丹招股书，国金证券研究所

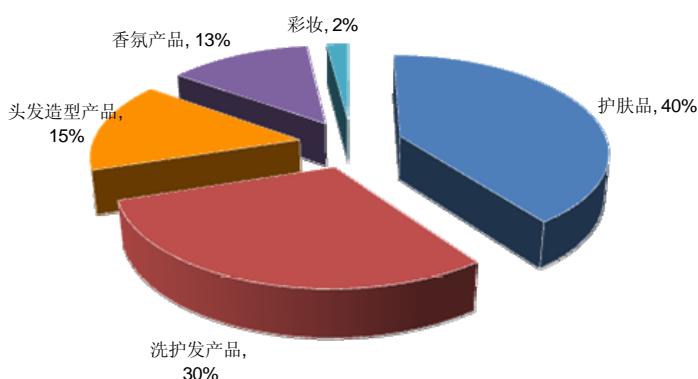
家安还处于消费者教育阶段

- 2010年，家安的销售收入约5千万，销售收入主要来自北京、上海、广州、深圳，下沉较难。今年家安增长较慢，原因是消费者尚未形成使用意识，反映在销售收入对广告投入很敏感。
- 空调清洁剂和洗衣机清洁剂的市场广阔，长期来看家安有很大发展空间，但是短期内，消费者教育费用可能使得该品牌盈利困难。

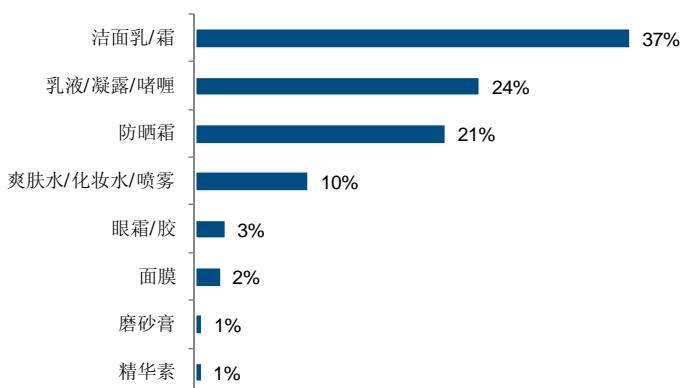
高夫进入成长期

- 高夫是本土首个男士个人护理专用品牌，诞生于1992年。今年高夫增长迅速，全年增速可达50%。增长动力一方面来自行业增长，另一方面来自高夫进入了屈臣氏、家乐福等新渠道。目前，高夫的渠道覆盖率尚低，未来通过渠道增长、加大营销力度，可望持续获得40-50%增长。
- 在众多品牌进行的消费者教育下，现在的男士化妆品市场已经成为初具规模、很有潜力的市场。2010年，我国男士化妆品市场规模约为40亿元。据AC尼尔森监测数据，过去2年我国男士整体护肤品年均增速约23%。

图表25: 2010年我国男士化妆品市场结构



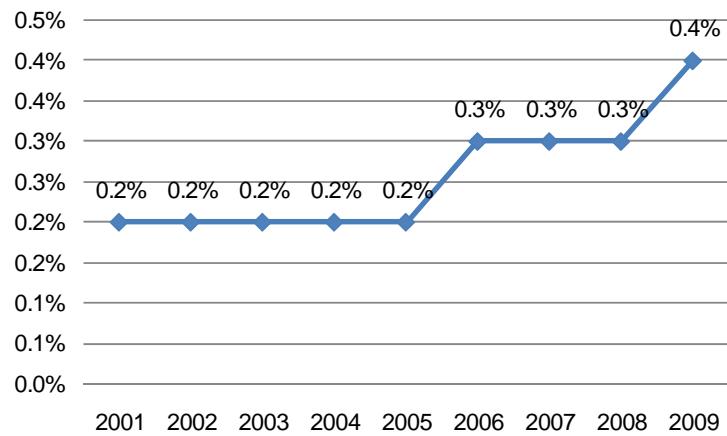
图表26: 2Q10 男士护肤品细分关注度



来源: 《化妆品观察》2010年10月刊, 国金证券研究所

- 我国男士化妆品消费以护肤品、洗护发产品为主(图表25)。细分护肤品市场, 男性消费者最关注的护肤品是洁面、保湿和防晒产品(图表26)等基础护理产品。
- 目前, 碧欧泉、妮维雅、巴黎欧莱雅等国际品牌占据市场的主导地位。这主要由于很多男士的护理品是由夫人或者女友购买, 因此这些品牌可凭借积累下的品牌效应进行低成本的消费者教育工作, 快速打开市场。
- 一旦养成消费习惯, 消费者将会转向男士专用品牌。高夫虽然发力较晚, 但品牌线更齐全, 能够差异化地满足消费者需求, 因此后劲更足。
- 此前, 高夫的渠道局限于百货店, 今年开始进入屈臣氏、家乐福等商超渠道。高夫的渠道覆盖率尚低, 预计渠道铺货因素还可支持高夫2-3年的增长。

图表27: 高夫皮肤护理产品的市场份额逐步提升

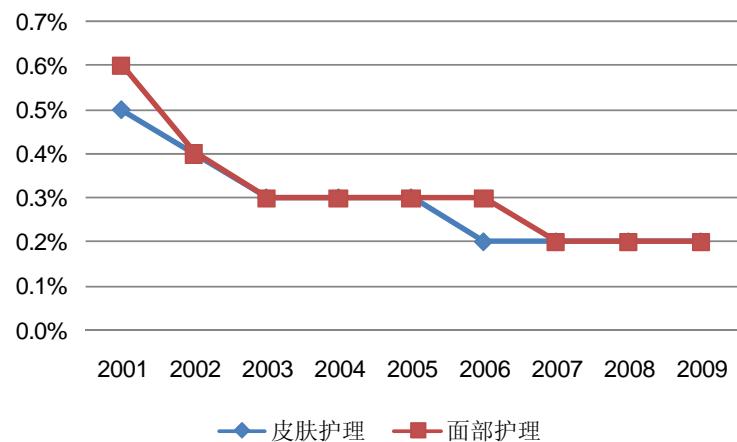


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

清妃: 线上销售品牌

- 公司打算将其作为网络品牌, 不再进行大投入。

图表28: 清妃产品的市场份额下降



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

培育阶段: 雙妹

- “雙妹”是上海家化的前身、广生行推出的国货品牌，在上世纪三四十年代曾红极一时，产品“粉嫩膏”在巴拿马世博会上获金奖。上海家化希望复兴“雙妹”，将其打造成为本土的奢侈品牌。目前雙妹已有4家专卖店，除了护肤品，还出售香水、珍珠项链、T恤衫、笔记本、黄金饰品等各类配饰。

图表29: 雙妹产品——五容霜



来源: 国金证券研究所

图表30: 雙妹的橱窗布置



- 资本市场担心国产奢侈品牌不被消费者接受，但我们认为，随着中国的全球经济地位上升、设计水平提升、以及西方对于东方文化的认同，国人乃至世界确实能够接受本土奢侈品牌出现，关键在于如何建设。上海滩(Shanghai Tang)品牌的成功就是案例。
- 上海滩(Shanghai Tang)是由香港商人邓永锵创办于1994年的服装品牌，产品包括中式传统男装、女装及童装及唐装、手袋、家居装饰、礼品等，主打老上海30年代的浪漫风情。受益于邓永锵和上流社会的交际，上海滩在发展初期获得了很多名人客户的青睐。

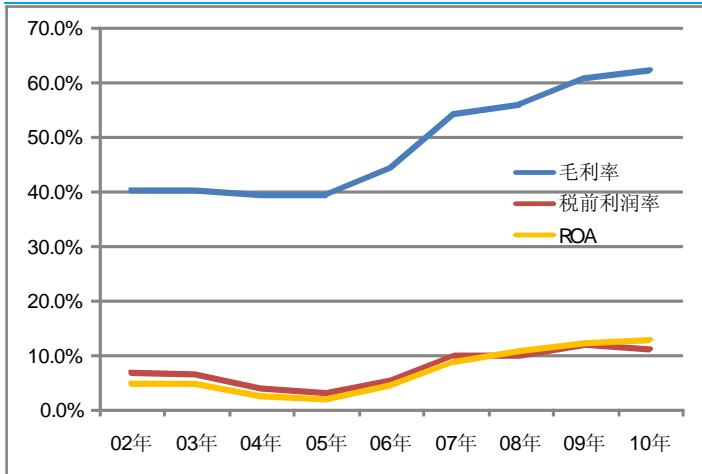
- 由于邓永锵没有明确的市场定位，也缺乏清晰的产品战略，因此上海滩的发展遇到了瓶颈。1998年，世界第二大奢侈品集团瑞士历峰集团收购了上海滩的股权，对品牌重新定位后，上海滩快速成长起来。
- 目前上海滩在全球已有40余家专卖店。其中有11家在上海、北京、广州和杭州，其余都分布于国际一线旅游城市。该品牌也成为了集团旗下第三大赢利品牌。
- 雙妹具备较好的先天条件——海派文化、悠久历史以及内涵丰富的品牌故事。我们认为雙妹的品牌故事、设计团队有较强吸引力，有利于公司了解高端客户的需求，锻炼设计师团队，为其未来发展积累经验，也有利于拔高公司品牌群的整体形象。但短期内雙妹品牌难以对公司业绩做出实质性贡献（去年亏损191万元），公司对此已经做好了准备，因此市场不必担心该品牌短期亏损会产生重大负面影响。

公司财务状况良好，短期无融资计划

公司经营稳健，会计政策谨慎

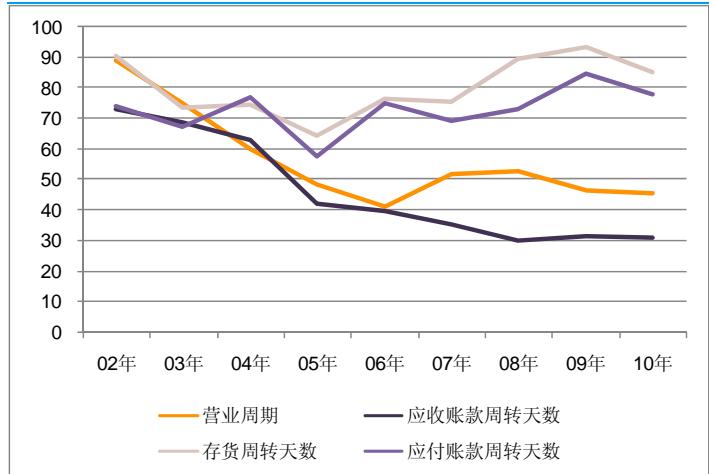
- 公司经营稳健，盈利能力、资产管理能力、偿债能力、现金流表现良好。
 - 公司毛利率、ROA 稳步上升。
 - 公司的存货周转天数和应付账款周转天数稳中略升，应收账款周转天数明显下降，营业周期呈下降趋势。
 - 流动比率、速动比率和资产负债率均表现较好，表明公司风险较小。
 - 公司获取现金能力强，保障现金流充裕稳定。

图表31：公司毛利率、ROA 稳步上升

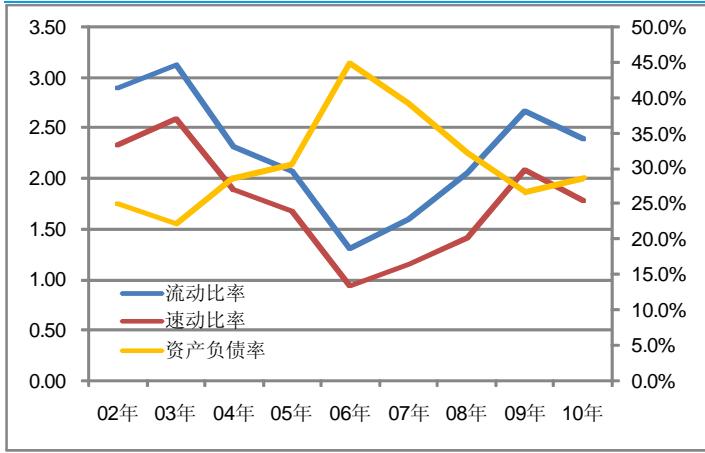


来源：聚源数据，国金证券研究所

图表32：公司营业周期缩短

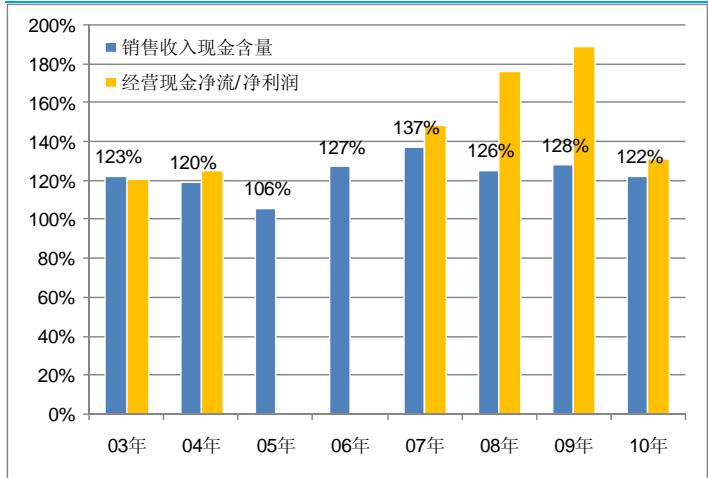


图表33: 公司短期风险较小



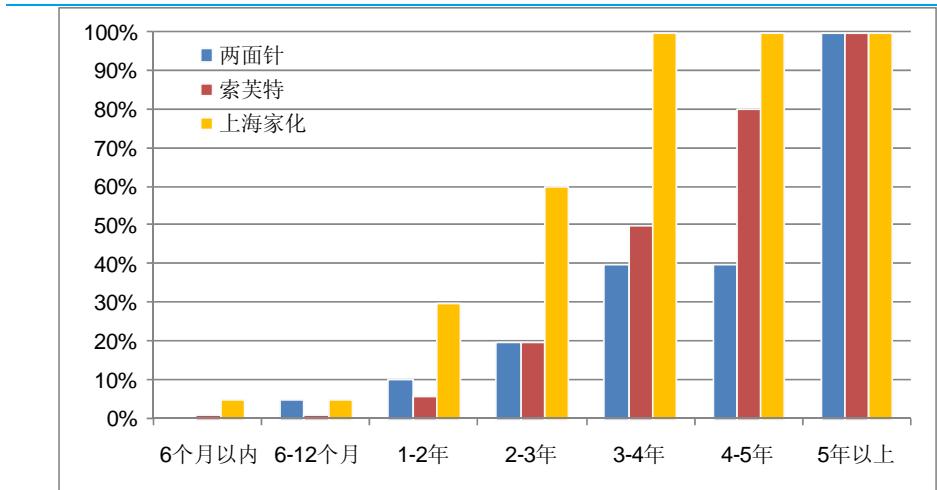
来源：聚源数据，国金证券研究所

图表34: 公司获取现金能力强



- 公司的会计政策较为谨慎，例如明确规定保质期少于6个月的存货计提100%减值准备，应收账款减值计提比例也高于同行业其他公司（图表35）。公司有98%应收账款账龄少于1年，未来如按期收回账款，则减值准备可以冲回收益。

图表35: 各公司应收账款按账龄计提比例

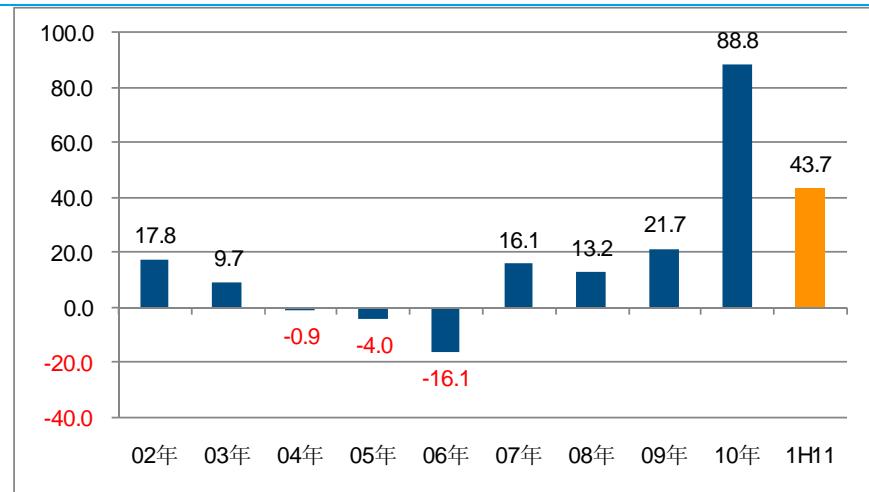


来源：公司年报，国金证券研究所

公司外部投资质地优良

- 公司主要的投资项目有江阴天江药业、丝芙兰、三亚万豪酒店等，近年来持续贡献投资收益（图表36）。其中，2010年投资收益大幅增长是由于更换会计师事务所后，一次性计提受益所致。今年，受益于天江药业和万豪酒店的利润增长，预计投资收益下降幅度有限。

图表36：近年来家化的投资收益持续向好

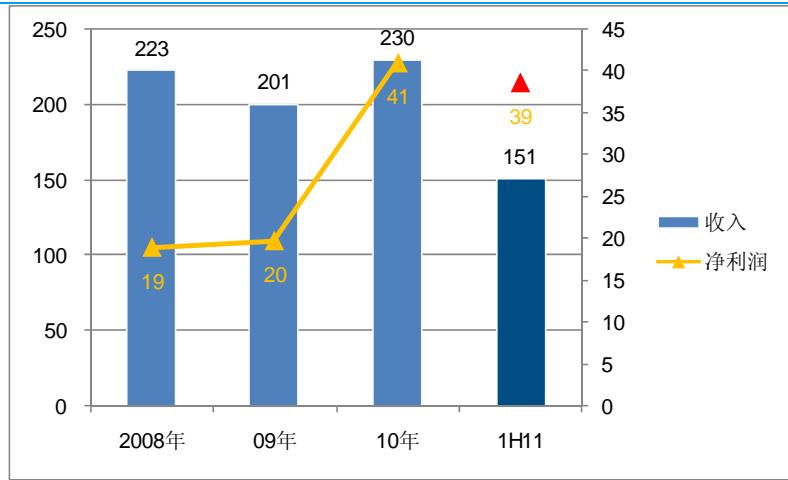


单位：百万元

来源：聚源数据，国金证券研究所

- 天江药业的主要产品是中药配方颗粒。2010年，天江药业营业收入为7.80亿元，净利润2.11亿元，净利率为27%，现金分红1324万元。天江药业盈利能力强，且有望上市，预计将带来丰厚的投资回报。
- 中药配方颗粒的下游中药饮片是个高增长的细分子行业，行业增速可达30%以上。天江药业在中药配方颗粒行业占据垄断地位，份额达60%。由于配方颗粒是制造中药饮片的必需原料，公司又占据垄断地位，因此可以把成本压力向下游传导。
- 三亚万豪酒店由公司与上海家化（集团）股份有限公司合资建设，拥有430间客房，22间套房，9间会议室，从2004年7月开始营业。公司持有25%股权。去年，万豪酒店收入为2.3亿元，同比增长15%，净利润4109万元，同比增长107%，今年上半年收入1.5亿元，净利润3865万元。预计未来可以保持良好的利润增长，贡献稳定的现金流。

图表37：今年上半年万豪酒店净利润增长良好



单位：百万元

来源：国金证券研究所

- 丝芙兰在国内经营情况良好，前景乐观。2010年已经盈亏平衡，接下来应能贡献一定的投资收益。

盈利预测及估值

- 具体收入分拆和毛利率预测见图表 40 和 41。
- **相对估值：**预计公司 2011-2014 年的营业收入为 36.9、44.7、53.7 和 63.5 亿元，增速分别为 19.3%、21.2%、20.0% 和 18.3%；净利润为 3.74、5.09、6.66 和 8.52 亿元，增速分别为 35.7%、36.1%、30.7% 和 27.9%；EPS 为 0.88、1.20、1.57 和 2.01 元，**复合增速 32.6%**。由于 A 股同行业公司质地较差、估值畸高，而港股的估值参考价值较小，我们考虑公司在品牌建设方面具有长期竞争力后，给予 $35 \times 12PE$ ，对应股价 42.1 元。

图表38：港股估值的参考价值较小

	EPS		YOY		PE		
	10A	11E	12E	11E	12E	11E	12E
欧舒丹 (EUR)	0.07	0.08	0.10	17.6%	21.3%	19.9	16.4
美即控股 (HKD)	0.21	0.24	0.32	18.0%	32.9%	12.0	9.0
上海家化 (RMB)	0.66	0.90	1.23	36.4%	36.1%	41.0	30.2

来源：Bloomberg，国金证券研究所

- **绝对估值：**经营假设见图表 42-44，假设永续增长率为 2%，个股 Beta 0.73，WACC 为 8.32%，用 WACC 法计算的股票价值为 42.5 元。对应 $35.3 \times 12PE$ 。

图表39：绝对估值

每股价值	42.46	TV 增长率	2.0%									
企业值	17,995	WACC	8.32%									
股票价值	17,960	债务	14.00									
		投资	292.01									
		少数股东权益	21.22									
2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合计	
FCF	228	408	560	719	869	1,035	1,195	1,366	1,511	1,664	26,850	36,404
PV(F)	210	348	440	522	583	641	683	720	736	748	12,072	17,703

来源：国金证券研究所

- 我们取相对估值法和绝对估值法计算的价格均值为合理价格，即 42.3 元，给予买入评级。

风险提示

- 新股东磨合不顺利风险；
- 销售收入增长不达预期的风险；
- 投资收益低于预期的风险。

图表40：上海家化收入分拆（一）

项 目	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
六神					
销售收入（百万元）	1,263.06	1,427.26	1,569.98	1,711.28	1,848.18
增长率 (YOY)	0.00%	13.00%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	49.50%	50.00%	50.50%	51.00%	51.00%
销售成本（百万元）	637.84	713.63	777.14	838.53	905.61
增长率 (YOY)	3.06%	11.88%	8.90%	7.90%	8.00%
毛利（百万元）	625.21	713.63	792.84	872.75	942.57
增长率 (YOY)	-2.94%	14.14%	11.10%	10.08%	8.00%
占总销售额比重	41.33%	38.68%	35.24%	32.17%	29.70%
占主营业务利润比重	38.13%	34.82%	31.01%	27.93%	25.24%
美加净					
销售收入（百万元）	297.00	380.16	463.80	547.28	645.79
增长率 (YOY)	10.00%	28.00%	22.00%	18.00%	18.00%
毛利率	57.00%	58.00%	59.00%	59.00%	59.00%
销售成本（百万元）	127.71	159.67	190.16	224.38	264.77
增长率 (YOY)	5.11%	25.02%	19.10%	18.00%	18.00%
毛利（百万元）	169.29	220.49	273.64	322.89	381.02
增长率 (YOY)	14.00%	30.25%	24.10%	18.00%	18.00%
占总销售额比重	9.72%	10.30%	10.41%	10.29%	10.38%
占主营业务利润比重	10.33%	10.76%	10.70%	10.33%	10.20%
佰草集					
销售收入（百万元）	741.53	1,042.26	1,416.52	1,854.55	2,308.04
增长率 (YOY)	47.86%	40.56%	35.91%	30.92%	24.45%
毛利率	77.00%	77.00%	78.00%	78.00%	79.00%
销售成本（百万元）	170.55	239.72	311.63	408.00	484.69
增长率 (YOY)	61.94%	40.56%	30.00%	30.92%	18.80%
毛利（百万元）	570.97	802.54	1,104.89	1,446.55	1,823.35
增长率 (YOY)	44.11%	40.56%	37.67%	30.92%	26.05%
占总销售额比重	24.26%	28.24%	31.80%	34.87%	37.09%
占主营业务利润比重	34.82%	39.16%	43.21%	46.29%	48.82%
家安					
销售收入（百万元）	50.00	57.50	67.28	80.73	113.02
增长率 (YOY)	55.00%	15.00%	17.00%	20.00%	40.00%
毛利率	62.00%	63.00%	64.00%	65.00%	65.00%
销售成本（百万元）	19.00	21.28	24.22	28.26	39.56
增长率 (YOY)	63.61%	11.97%	13.84%	16.67%	40.00%
毛利（百万元）	31.00	36.23	43.06	52.47	73.46
增长率 (YOY)	50.16%	16.85%	18.86%	21.88%	40.00%
占总销售额比重	1.64%	1.56%	1.51%	1.52%	1.82%
占主营业务利润比重	1.89%	1.77%	1.68%	1.68%	1.97%

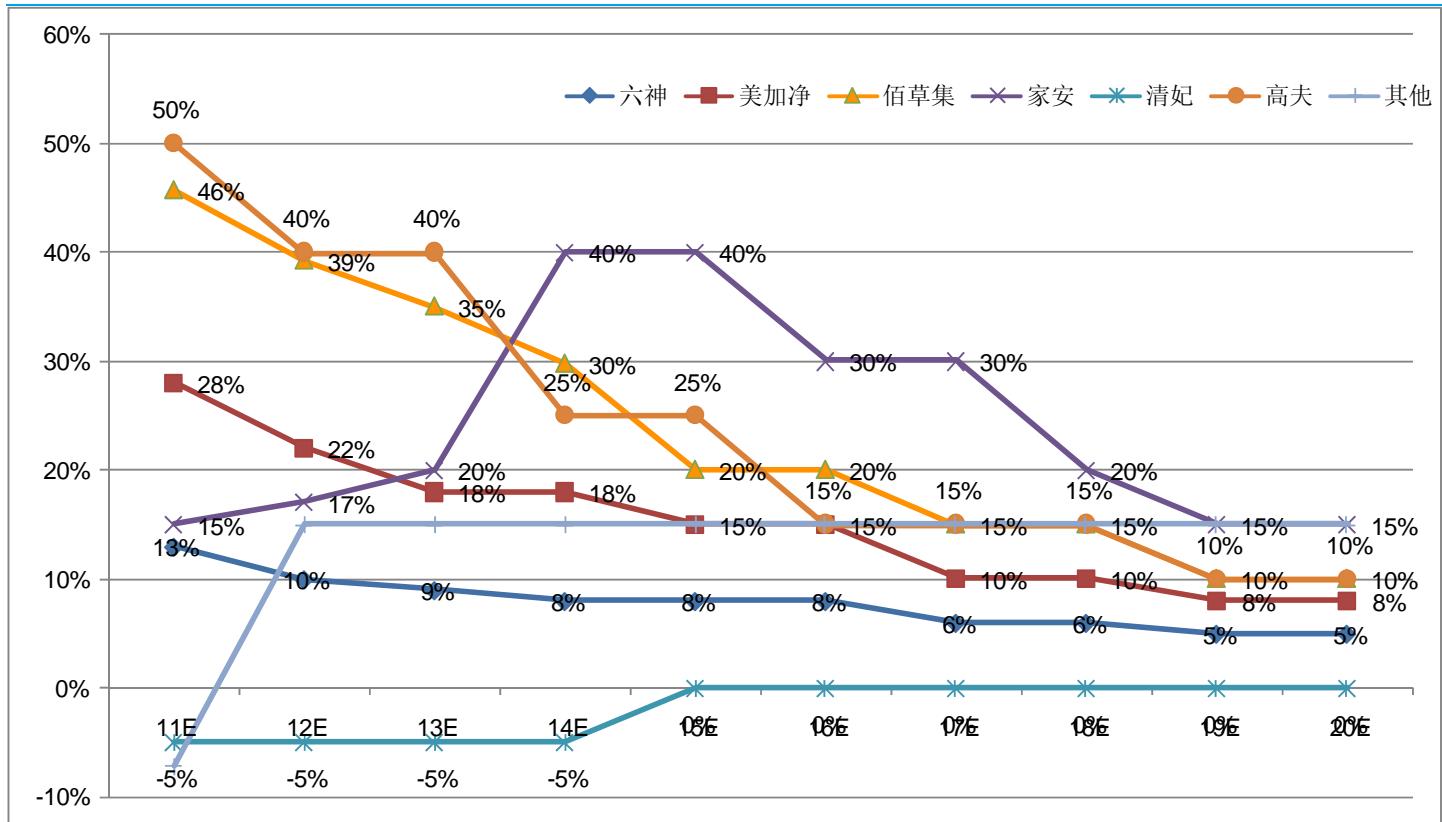
来源：国金证券研究所

图表41：上海家化收入分拆（二）

项 目	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
清妃					
销售收入（百万元）	56.00	53.20	50.54	48.01	45.61
增长率（YOY）	-30.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	58.00%	58.00%	58.00%	58.00%	58.00%
销售成本（百万元）	23.52	22.34	21.23	20.17	19.16
增长率（YOY）	-30.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利（百万元）	32.48	30.86	29.31	27.85	26.46
增长率（YOY）	-30.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
占总销售额比重	1.83%	1.44%	1.13%	0.90%	0.73%
占主营业务利润比重	1.98%	1.51%	1.15%	0.89%	0.71%
高夫					
销售收入（百万元）	100.00	170.00	238.00	333.20	416.50
增长率（YOY）	25.00%	70.00%	40.00%	40.00%	25.00%
毛利率	60.80%	62.00%	62.50%	63.00%	63.00%
销售成本（百万元）	39.20	64.60	89.25	123.28	154.11
增长率（YOY）	28.95%	64.80%	38.16%	38.13%	25.00%
毛利（百万元）	60.80	105.40	148.75	209.92	262.40
增长率（YOY）	22.58%	73.36%	41.13%	41.12%	25.00%
占总销售额比重	3.27%	4.61%	5.34%	6.26%	6.69%
占主营业务利润比重	3.71%	5.14%	5.82%	6.72%	7.03%
其他					
销售收入（百万元）	280.00	260.00	299.00	343.85	395.43
增长率（YOY）	16.67%	-7.14%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	53.50%	54.00%	55.00%	56.00%	57.00%
销售成本（百万元）	130.20	119.60	134.55	151.29	170.03
增长率（YOY）	17.93%	-8.14%	12.50%	12.44%	12.39%
毛利（百万元）	149.80	140.40	164.45	192.56	225.39
增长率（YOY）	15.59%	-6.28%	17.13%	17.09%	17.05%
占总销售额比重	9.16%	7.05%	6.71%	6.46%	6.35%
占主营业务利润比重	9.14%	6.85%	6.43%	6.16%	6.04%
化妆品销售收入（百万元）	2788	3390	4105	4919	5773
化妆品销售成本（百万元）	1148	1341	1548	1794	2038
化妆品毛利（百万元）	1640	2050	2557	3125	3735
化妆品毛利率	58.8%	60.5%	62.3%	63.5%	64.7%

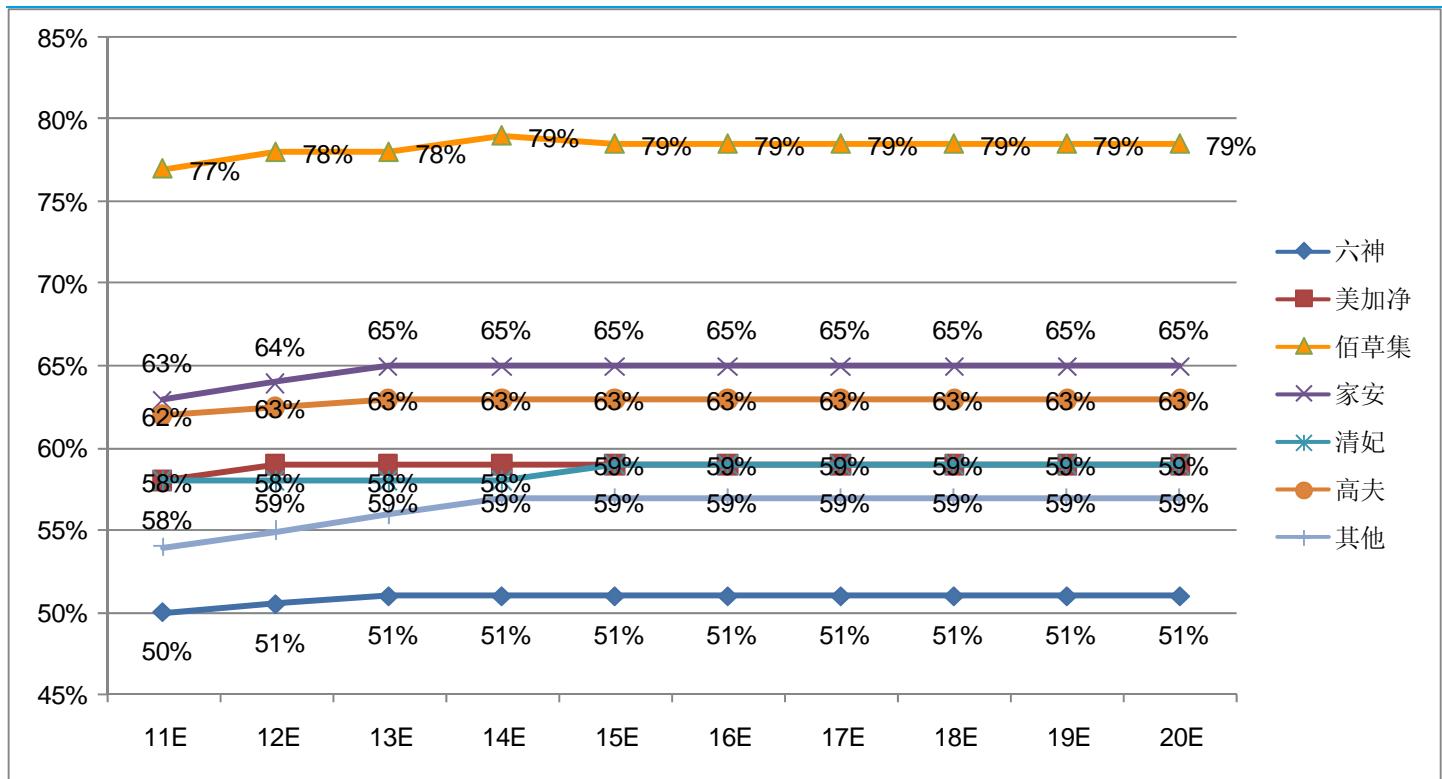
来源：国金证券研究所

图表42: 绝对估值法——未来10年公司各品牌收入增速假设



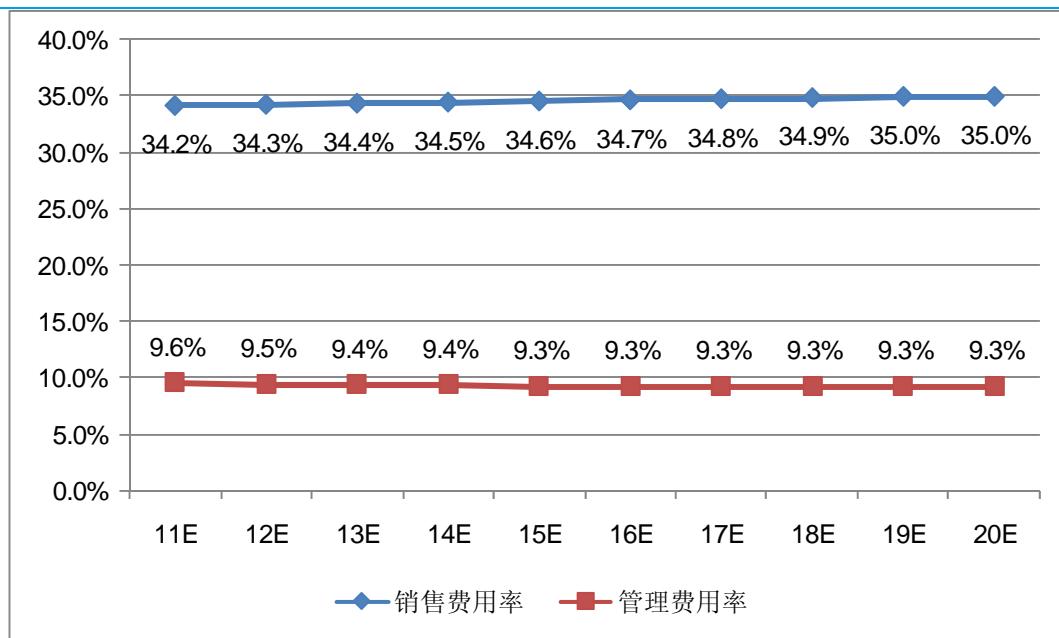
来源：国金证券研究所

图表43: 绝对估值法——未来10年公司各品牌毛利率假设



来源：国金证券研究所

图表44：绝对估值法——未来10年公司的管理费用率和销售费用率假设



来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,493	2,697	3,094	3,690	4,472	5,368							
增长率	8.2%	14.7%	19.3%	21.2%	20.0%		货币资金	479	701	768	1,019	1,381	1,880
主营业务成本	-1,211	-1,215	-1,399	-1,641	-1,905	-2,199	应收账款	267	314	322	399	488	588
% 销售收入	48.6%	45.0%	45.2%	44.5%	42.6%	41.0%	存货	335	268	318	340	410	484
毛利	1,282	1,482	1,695	2,050	2,568	3,169	其他流动资产	15	17	27	27	31	35
% 销售收入	51.4%	55.0%	54.8%	55.5%	57.4%	59.0%	流动资产	1,095	1,299	1,435	1,785	2,309	2,987
营业税金及附加	-26	-24	-25	-31	-38	-46	% 总资产	65.0%	69.7%	67.6%	71.6%	77.5%	82.6%
% 销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	长期投资	176	164	292	293	292	292
营业费用	-759	-819	-1,076	-1,262	-1,534	-1,847	固定资产	315	293	289	253	214	173
% 销售收入	30.4%	30.4%	34.8%	34.2%	34.3%	34.4%	% 总资产	18.7%	15.7%	13.6%	10.2%	7.2%	4.8%
管理费用	-268	-315	-301	-354	-425	-505	无形资产	89	95	76	159	162	163
% 销售收入	10.8%	11.7%	9.7%	9.6%	9.5%	9.4%	非流动资产	590	564	688	707	670	631
息税前利润 (EBIT)	229	325	293	402	571	772	% 总资产	35.0%	30.3%	32.4%	28.4%	22.5%	17.4%
% 销售收入	9.2%	12.0%	9.5%	10.9%	12.8%	14.4%	资产总计	1,686	1,864	2,122	2,492	2,979	3,617
财务费用	-10	-2	5	10	14	20	短期借款	103	12	14	0	0	0
% 销售收入	0.4%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	应付款项	384	422	487	528	619	721
资产减值损失	-9	-58	-95	3	3	-2	其他流动负债	50	56	99	202	238	277
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	536	489	600	730	857	998
投资收益	13	22	89	70	80	90	长期贷款	0	0	0	0	0	1
% 销售收入	5.7%	7.4%	29.4%	14.2%	11.8%	10.1%	其他长期负债	5	6	4	0	0	0
税前利润	229	325	293	402	571	772	负债	541	495	604	730	857	999
营业利润	223	286	292	485	668	879	普通股股东权益	1,096	1,320	1,497	1,746	2,107	2,603
营业利润率	8.9%	10.6%	9.4%	13.2%	14.9%	16.4%	少数股东权益	48	49	21	17	15	15
营业外收支	8	9	10	8	8	8	负债股东权益合计	1,686	1,864	2,122	2,492	2,979	3,617
税前利润	231	295	302	493	676	887	比率分析						
利润率	9.3%	10.9%	9.8%	13.4%	15.1%	16.5%							
所得税	-44	-56	-53	-123	-169	-222	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
所得税率	19.2%	18.9%	17.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	187	239	250	370	507	666	每股收益	0.853	0.717	0.652	0.884	1.204	1.574
净利润	187	239	250	370	507	666	每股净资产	5.051	4.054	3.538	4.126	4.980	6.154
少数股东损益	2	6	-26	-4	-2	0	每股经营现金净流	1.519	1.388	0.777	0.721	1.015	1.366
归属于母公司的净利润	185	233	276	374	509	666	每股股利	0.150	0.200	0.350	0.300	0.350	0.400
净利率	7.4%	8.6%	8.9%	10.1%	11.4%	12.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.88%	17.68%	18.42%	21.43%	24.17%	25.57%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	10.98%	12.52%	12.99%	15.01%	17.09%	18.40%
净利润	187	239	250	370	507	666	投入资本收益率	14.83%	19.06%	15.79%	17.09%	20.17%	22.11%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	88	151	183	59	61	69	主营业务收入增长率	10.29%	8.17%	14.71%	19.28%	21.18%	20.03%
非经营收益	-9	-21	-107	-48	-88	-98	EBIT增长率	19.56%	41.79%	-9.75%	37.19%	42.06%	35.30%
营运资金变动	64	82	4	-76	-51	-59	净利润增长率	39.58%	26.07%	18.15%	35.71%	36.14%	30.71%
经营活动现金净流	330	452	329	305	429	578	总资产增长率	13.87%	10.55%	13.88%	17.44%	19.52%	21.43%
资本开支	-69	-79	-94	-106	-21	-22	资产管理能力						
投资	-27	-24	-65	-1	0	0	应收账款周转天数	33.6	34.8	34.3	35.0	35.0	35.0
其他	-10	14	15	70	80	90	存货周转天数	83.1	91.5	85.9	85.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-106	-89	-144	-37	59	68	应付账款周转天数	73.0	84.6	77.9	75.0	75.0	75.0
股权募资	55	0	3	0	0	0	固定资产周转天数	41.7	35.7	30.6	22.1	15.1	9.9
债权募资	-96	-91	2	-18	0	1	偿债能力						
其他	-40	-50	-121	1	-127	-148	净负债/股东权益	-32.85%	-50.31%	-49.70%	-57.81%	-65.06%	-71.74%
筹资活动现金净流	-82	-141	-117	-17	-127	-147	EBIT利息保障倍数	22.0	155.3	-57.0	-38.5	-39.6	-39.5
现金净流量	142	222	68	251	361	499	资产负债率	32.11%	26.56%	28.48%	29.27%	28.77%	27.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	4	6	6
买入	0	2	2	6	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.40	1.45	1.47

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979
传真: 010-6621 5599-8803
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100032
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015
传真: 0755-33516020
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 深圳市福田中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B