

## 上海家化 (600315.SH)

## 个人用品行业

评级：买入 维持评级

公司研究

市价(人民币)：32.44元  
目标(人民币)：42.30元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 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)	13,722.48
年内股价最高最低(元)	38.19/29.89
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	0.883	1.204	1.572
每股净资产(元)	4.05	3.54	4.22	5.18	6.40
每股经营性现金流(元)	1.39	0.78	1.22	0.76	1.31
市盈率(倍)	45.91	56.99	41.78	30.63	23.46
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%	35.47%	36.41%	30.55%
净资产收益率(%)	17.68%	18.42%	20.89%	23.25%	24.56%
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

## 经营分析

- 近期我们跟踪调研了上海家化，结论如下：
- **公司2012年收入增速可能略低于前期预期，但净利润应能快速增长：**12年宏观经济下滑可能对公司收入增长造成压力，但是处于快速成长期的佰草集有力支撑了收入增长，因此也不至于大幅下降。同时，原材料成本下降、高毛利率产品占比上升、高夫和美加净的经营杠杆作用、生产效率提高等多重因素促进公司的净利率提高，应可保持净利润快速增长。
- **判断公司将采取激励措施：**公司深谙人才的重要性，董事长葛文耀多次在媒体上表态将进行员工股权激励。我们认为，从激励力度、锁定人才的效果来看，限制性股权激励明显优于股票期权，因此公司进行限制性股权激励的概率更高。历史上，公司第一期股权激励也采取了限制性股权激励。
- **药妆品牌玉泽的发展值得关注：**我国药妆市场容量应较可观，目前主要被外资品牌占据，价格基本在200-400元。进入药妆市场需要强大研发实力和对化妆品行业的深刻理解，壁垒较高。玉泽是公司与瑞金医院合作开发的，临床效果较好，价格竞争力强（单价约100元），有较大发展潜力。渠道上，公司将玉泽在医院渠道的5年独家代理权授予朗生医药，自行负责非医院渠道。这样公司可以较低成本进入医院渠道，并树立专业的品牌形象。我们将继续跟踪玉泽的销售进展。

## 投资建议

- **盈利预测及估值：**假设公司在年报披露前通过高新技术企业资格复审，我们调整收入增速和所得税率，维持盈利预测：预计11-14年营业收入为36.0、42.0、50.0、59.0亿元，同比增速16.3%、16.7%、19.1%、18.0%，EPS为0.88、1.20、1.57和2.02元。净利润增速为35.5%、36.4%、30.6%和28.4%。参考公司净利润增速及国内少有的品牌建设能力，维持目标价42.3元，对应35.3×12EPS，给予“买入”评级。
- 化妆品行业“强者恒强”，上海家化拥有清晰的品牌建设战略和强大的研发实力做后盾，管理优秀，营销能力较强。旗下佰草集、高夫、美加净增长较好，药妆品牌玉泽可能成为新的收入增长点。尽管12年收入增速可能放缓，但净利润仍可维持较快增长。目前股价已较前期高点下调16%，建议长期投资者逢低吸纳。

**风险提示：**公司未能通过高新技术企业复审；宏观经济加速下滑。

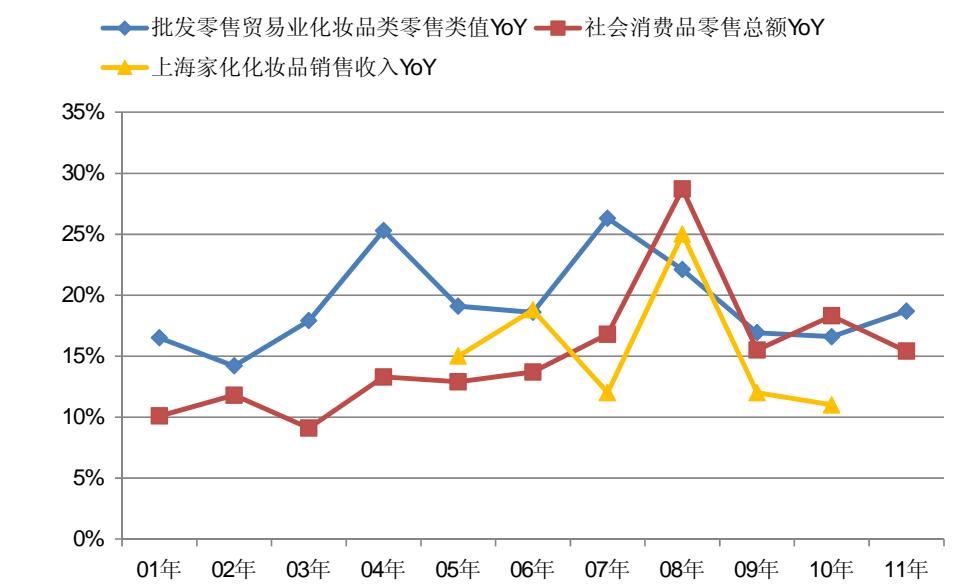
蔡益润 联系人  
(8621)61356501  
caiyr@gjzq.com.cn

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

## 12年收入增速可能略低于前期预期，净利润应能保持快速增长

- 根据国金宏观研究员的观点，2012年我国宏观经济减速趋势较明显，明年的居民实际收入增速可能没有实质性提高，消费增长的推动力主要来自通胀回落居民消费意愿的小幅上升。名义消费增速预计将低于2011年增速，而实际消费增速由于通胀回落的原因，将从2011年的11.4%小幅上升至12.2%。
- 受此影响，2012年公司的销售收入增速可能低于此前预期。但是，佰草集仍处于快速成长期，预计明年可超过六神成为家化第一大品牌，有力支撑了收入增长，因此不至于大幅下降。

图表1：公司化妆品销售收入受到宏观经济一定影响



来源：公司年报，华通人，国金证券研究所

- 另外，2012年仍存在一些因素有助于提升公司的净利率，从而保证利润较快增长：
  - 原材料成本下降：目前原材料成本已下降10%，如按照原材料占主营业务成本30%计算，意味着公司整体毛利率可提高1.5个百分点左右；
  - 佰草集等高毛利率产品占收入比重继续上升；
  - 高夫和美加净已过盈亏平衡点，未来费用增长低于收入增长，带动利润率提高；
  - 公司提高生产效率，人工成本、折旧等成本继续摊薄。
- 长期来看，2012年经济下滑可能促使中小企业退出市场，有利于领导企业的未来发展。

## 判断公司将采取激励措施

- 公司深谙人才的重要，董事长葛文耀多次在媒体上表态将进行员工激励（和讯网：<http://news.hexun.com/2011-12-26/136680209.html>，中证网：[http://www.cs.com.cn/cqzk/201202/t20120201\\_3223040.html](http://www.cs.com.cn/cqzk/201202/t20120201_3223040.html)）。我们认为，从激励力度、成功率、锁定人才的效果来看，限制性股权激励明

显优于股票期权，因此进行限制性股权激励的概率更高。历史上，公司第一期股权激励也采取了限制性股权激励。

**图表2：股票期权和限制性股权激励方式比较**

	股票期权	限制性股权激励
激励方式	激励对象有权在达到约定条件（如业绩增速、收益率要求等）后，以约定价格购买标的股票。收益为约定价格和市场价格的差价。	公司预先授予激励对象一定数量的股票，达到约定条件后方可市场价格售出，获得收益。
认购方式	股票期权授予后存在等待期（一般在1年以上），激励对象在达到行权条件时自行决定是否行权，并支付购买成本。	要求激励对象在股权授予时即支付成本，如果达不到解禁条件，则由公司按约定条件回购激励股票。
行权价格	不低于股权激励计划草案摘要公布前1个交易日的公司标的股票收盘价、前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价。	如果公司用激励基金购买流通股，赠予或优惠转让予激励对象，则授予价格为零或公司回购成本的折价；如果通过定向增发方式获取股票，发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的50%。一般而言，限制性股权激励的行权价低于股票期权的行权价。
会计处理	在等待期内每个资产负债表日对可行权的期权数量进行估计，按照授予日确定的公允价值计入当期成本费用和资本公积。期权费用会减少上市公司利润，但不影响现金流。	如果是大股东支付股票给激励对象，则上市公司财务不受影响；如果用激励基金购买股票，则将激励基金计入下一期成本费用、扣减银行存款；如果采用定向发行，则增加公司股本和银行存款，没有成本费用。
激励力度	受股价影响	一般而言，激励力度较强
锁定人才效果	较弱	较强

来源：《经济管理》，国金证券研究所

## 药妆品牌玉泽的发展值得关注

- **“药妆”的定义：**药妆品源于国际上盛行的一个概念——医学护肤，即人们根据皮肤科医生的针对性建议，选择温和、无刺激、效果好的护肤品解决皮肤问题。药妆品的首要特点是安全、疗效好，为此，药妆品的配方必须完全公开，所有有效成分级安全性须经医学文献和皮肤科临床测试证明，且不含公认致敏原。并不是在药店出售的化妆品都是药妆，药妆也并不是必须在药店出售。同时，并不是含有药物成分的化妆品就一定是药妆。
- **我国药妆市场容量应较可观：**在欧美，面部皮肤敏感人群占比达60%，药妆销售占化妆品销售总额的25-30%以上。假设我国药妆占比达到该比例，则我国药妆市场容量可达250-300亿元以上。另一方面，某些皮肤病患者需用护肤品保湿，缓解皮肤干燥、瘙痒症状，这部分人群必须使用安全无刺激的药妆产品。
- 目前我国90%以上的药妆市场被外资品牌占据，如薇姿、理肤泉、雅漾、优色林、芙丽芳丝等，产品单价普遍在200-400元。**单价100元左右的药妆市场尚存在空白。**
- 玉泽是公司与瑞金医院合作开发的药妆品牌，不含香精、色素、矿物油，具有辅助治疗作用，临床效果较好，烧伤病人和孕妇均可用。产品单价在100元左右，明显低于外资品牌，具备较强价格竞争力。
- **药妆市场的进入壁垒较高：**开发药妆市场既要求企业有强大的研发实力做后盾，又需要对化妆品市场有足够的理解和运营经验。虽然国内也有很多化妆品企业、制药企业意图进军药妆市场，但或者在研发实力上、或者在掌握化妆品行业规律上存在短板。而上海家化作为本土研发实力最强的化妆品企业，既有研发实力、又深刻理解化妆品行业，因而具备较强竞争优势。

- 公司自行负责非医院渠道（如药房等）的销售，而将玉泽在医院渠道的独家代理权授予朗生医院，为期 5 年。通过与有经验、有资源的医药公司合作，家化可以较低成本进入医院渠道，树立专业的品牌形象，获得双赢。另一方面，与朗生的独家代理协议一签 5 年，反映出家化一贯的耐心和稳健。
- 朗生医药专注于研发、生产、销售治疗风湿病和皮肤病的药物，专业性强，在皮肤病领域具有一定优势，拥有 260 名一线销售人员，覆盖中国 25 个省及 4 个直辖市、1000 多家医院，这些医院主要是一二线城市的大型医院。
- 目前玉泽正处于推广阶段，我们将保持跟踪。

## 盈利预测及估值

- 假设公司在年报披露前通过高新技术企业资格复审，我们调整收入增速和所得税率，维持盈利预测：预计 11-14 年营业收入为 35.98、41.99、50.01、59.00 亿元，同比增速 16.3%、16.7%、19.1%、18.0%，EPS 为 0.88、1.20、1.57 和 2.02 元。净利润增速为 35.5%、36.4%、30.6% 和 28.4%。
- 参考公司净利润增速及国内少有的品牌建设能力，维持目标价 42.3 元，对应  $35.3 \times 12\text{EPS}$ ，给予“买入”评级。

## 投资建议

- 化妆品行业“强者恒强”，上海家化具有清晰的品牌建设模式和强大的研发实力做后盾，管理优秀，营销能力较强。旗下佰草集、高夫、美加净增长较好，药妆品牌玉泽可能成为新的收入增长点。12 年尽管收入增速可能放缓，但净利润仍可维持快速增长。目前股价已较前期高点下调 16%，建议长期投资者逢低吸纳。

## 风险提示

- 公司未能通过高新技术企业复审。
- 宏观经济下滑加速。

## 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	3,598	4,199	5,001	货币资金	479	701	768	1,242	1,528	2,031
增长率	8.2%	14.7%	16.3%	16.7%	19.1%		应收款项	267	314	322	382	455	548
主营业务成本	-1,211	-1,215	-1,399	-1,597	-1,776	-2,035	存货	335	268	318	316	372	446
%销售收入	48.6%	45.0%	45.2%	44.4%	42.3%	40.7%	其他流动资产	15	17	27	21	25	33
毛利	1,282	1,482	1,695	2,000	2,423	2,966	流动资产	1,095	1,299	1,435	1,961	2,380	3,058
%销售收入	51.4%	55.0%	54.8%	55.6%	57.7%	59.3%	%总资产	65.0%	69.7%	67.6%	73.8%	78.0%	82.7%
营业税金及附加	-26	-24	-25	-32	-38	-45	长期投资	176	164	292	293	292	292
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	315	293	289	244	215	184
营业费用	-759	-819	-1,076	-1,256	-1,457	-1,725	%总资产	18.7%	15.7%	13.6%	9.2%	7.0%	5.0%
%销售收入	30.4%	30.4%	34.8%	34.9%	34.7%	34.5%	无形资产	89	95	76	159	162	163
管理费用	-268	-315	-301	-335	-382	-450	非流动资产	590	564	688	698	670	641
%销售收入	10.8%	11.7%	9.7%	9.3%	9.1%	9.0%	%总资产	35.0%	30.3%	32.4%	26.2%	22.0%	17.3%
息税前利润(EBIT)	229	325	293	378	546	746	<b>资产总计</b>	<b>1,686</b>	<b>1,864</b>	<b>2,122</b>	<b>2,659</b>	<b>3,051</b>	<b>3,699</b>
%销售收入	9.2%	12.0%	9.5%	10.5%	13.0%	14.9%	短期借款	103	12	14	0	0	0
财务费用	-10	-2	5	6	10	12	应付款项	384	422	487	649	634	695
%销售收入	0.4%	0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	50	56	99	201	199	258
资产减值损失	-9	-58	-95	3	-2	-9	流动负债	536	489	600	850	833	954
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	13	22	89	70	80	85	其他长期负债	5	6	4	0	0	0
%税前利润	5.7%	7.4%	29.4%	15.0%	12.4%	10.1%	<b>负债</b>	<b>541</b>	<b>495</b>	<b>604</b>	<b>850</b>	<b>833</b>	<b>955</b>
营业利润	223	286	292	457	633	834	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,096</b>	<b>1,320</b>	<b>1,497</b>	<b>1,787</b>	<b>2,191</b>	<b>2,708</b>
营业利润率	8.9%	10.6%	9.4%	12.7%	15.1%	16.7%	少数股东权益	48	49	21	22	27	37
营业外收支	8	9	10	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,686</b>	<b>1,864</b>	<b>2,122</b>	<b>2,659</b>	<b>3,051</b>	<b>3,699</b>
税前利润	231	295	302	467	643	844							
利润率	9.3%	10.9%	9.8%	13.0%	15.3%	16.9%							
所得税	-44	-56	-53	-93	-129	-169							
所得税率	19.2%	18.9%	17.4%	20.0%	20.0%	20.0%							
净利润	187	239	250	374	514	675							
少数股东损益	2	6	-26	1	5	10							
归属于母公司的净	185	233	276	373	509	665							
净利润	7.4%	8.6%	8.9%	10.4%	12.1%	13.3%							
现金流量表(人民币百万元)							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	187	239	250	374	514	675	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.853	0.717	0.652	0.883	1.204	1.572
非现金支出	88	151	183	59	66	77	每股净资产	5.051	4.054	3.538	4.225	5.179	6.401
非经营收益	-9	-21	-107	-50	-90	-95	每股经营现金净流	1.519	1.388	0.777	1.219	0.757	1.307
营运资金变动	64	82	4	133	-171	-104	每股股利	0.150	0.200	0.350	0.200	0.250	0.350
经营活动现金净流	330	452	329	516	320	553	<b>回报率</b>						
资本开支	-69	-79	-94	-94	-29	-30	净资产收益率	16.88%	17.68%	18.42%	20.89%	23.25%	24.56%
投资	-27	-24	-65	-1	0	0	总资产收益率	10.98%	12.52%	12.99%	14.05%	16.70%	17.98%
其他	-10	14	15	70	80	85	投入资本收益率	14.83%	19.06%	15.79%	16.71%	19.69%	21.73%
投资活动现金净流	-106	-89	-144	-25	51	55	<b>增长率</b>						
股权募资	55	0	3	0	0	0	主营业务收入增长率	10.29%	8.17%	14.71%	16.28%	16.72%	19.09%
债权募资	-96	-91	2	-18	0	1	EBIT增长率	19.56%	41.79%	-9.75%	29.02%	44.42%	36.66%
其他	-40	-50	-121	1	-85	-106	净利润增长率	39.58%	26.07%	18.15%	35.47%	36.41%	30.55%
筹资活动现金净流	-82	-141	-117	-18	-85	-105	总资产增长率	13.87%	10.55%	13.88%	25.26%	14.75%	21.26%
现金净流量	142	222	68	473	287	503	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	33.6	34.8	34.3	35.0	35.0	35.0
							存货周转天数	83.1	91.5	85.9	82.0	85.0	88.0
							应付账款周转天数	73.0	84.6	77.9	85.0	82.0	80.0
							固定资产周转天数	41.7	35.7	30.6	21.7	16.2	11.4
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-32.85%	-50.31%	-49.70%	-68.63%	-68.91%	-73.97%
							EBIT利息保障倍数	22.0	155.3	-57.0	-58.4	-56.3	-60.0
							资产负债率	32.11%	26.56%	28.48%	31.96%	27.31%	25.81%

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	1	1	3	3	9
买入	0	0	0	2	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.20</b>	<b>1.37</b>

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-11-14	买入	36.98	42.30 ~ 42.30
2 2011-12-05	买入	36.57	42.30 ~ 42.30

来源：国金证券研究所

### 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，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靠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唯一因素。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。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**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