

# 上海家化 (600315.SH)

## 个人用品行业

评级：增持 维持评级

公司研究简报

市价（人民币）：36.00元

### 公司收入增长稳健有力

长期竞争力评级：高于行业均值

#### 市场数据(人民币)



#### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.847	0.854	1.156	1.497	1.975
每股净资产(元)	3.54	4.16	5.07	6.22	7.74
每股经营性现金流(元)	0.78	0.82	1.22	1.24	1.76
市盈率(倍)	38.86	37.37	31.13	24.06	18.23
行业优化市盈率(倍)	42.92	48.49	48.75	48.75	48.75
净利润增长率(%)	18.15%	31.06%	35.41%	29.41%	31.97%
净资产收益率(%)	18.42%	20.54%	22.81%	24.08%	25.51%
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

- **主要品牌增长良好，收入季节性变化逐渐平滑：**4、5月公司收入增长延续了一季度的良好趋势。六神艾叶香皂和六神宝宝增长良好，预计可推动六神实现2位数增长。美加净产品线逐步向夏季延伸，推出乳液等新品。通过六神产品线向冬季延伸、美加净产品线向夏季延伸，公司生产和收入的季节性波动更平滑，促进生产效率的提高。佰草集继续开发新品，丰富SKU，同时从人员配置、激励机制、培训等方面入手加强终端建设，努力提升单店产出。高夫凭借市场上最为细分的SKU，以及鲜明出跳的红色包装，继续保持良好的增长。我们认为新品研发需要时间，同时先行者具有先发优势，预计高夫的细分优势还可以维持一段时间。从区域来看，公司将加强开发华南地区，一方面该地区经济基础良好，另一方面公司在该地区有提升空间。
- **改制后股权激励与业绩压力并存，激发管理层动力：**本次股权激励金额大，覆盖面广，公司高管多有借钱购买激励股票，最高利率达到9%，表明高管对公司发展信心充足，同时公司锁定人才的目的已经达到。同时，平安集团的5年考核要求较高，公司将力争取得更好业绩表现。股权激励成本约1.7亿元，对于企业来说不通过净利润而直接计入资本公积，可以合理规避税收支出。
- **公司高管团队建设卓有成效，董事长将在身体许可的前提下继续为公司发展做贡献：**董事长葛总的主要精力仍将集中于化妆品主业，只要身体条件许可，将尽量多工作几年。另一方面，葛总对公司日常经营充分放权，经过几年培养已经形成较强有力的中层管理团队，有效保证公司运营的可持续性。
- **公司品牌建设思路依然稳健：**公司在品牌建设过程中强调对顾客、竞争对手、渠道和终端、传播媒体4个要素的跟踪与分析，重视建立在产品力基础上渠道力和传播力的整合，保证取得高质量的增长，避免出现大量库存。我们认为公司增长策略稳健，风险控制较好。

#### 投资建议

- **维持盈利预测：**预计2012-2014年公司销售收入为41.7、49.3和57.7亿元，同比增速16.5%、18.4%和17.0%，EPS为1.16、1.50和1.97元，

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

净利润同比增速 35%、29% 和 32%。现价对应  $31.1 \times 12EPS$ ，考虑到化妆品行业巨大的成长空间、公司在品牌建设方面积累深厚、以及激励到位调动员工积极性所带来的业绩增长潜力，我们按照国金证券新评级体系给予“增持”评级。

### 风险

- 毛利率下降风险，若凉夏可能影响花露水销售。

## 附：上海家化股东大会纪要

Q1：介绍一下主要产品的价格区间，和竞争对手相比是高还是低？

A：公司产品按照市场化定价，根据竞争对手、功能、品牌定位确定。例如我们在花露水市场处于垄断地位，那么价格就定得比较高，沐浴露定价也比较高；而佰草集相对标的细分化产品来说便宜很多。

Q2：公司年报披露收入主要来源于华东地区，公司打算如何解决？

A：公司的地区间不平衡并不如报表反映的那么严重，因为大部分销售在上海开票，同时华东地区经济比较发达。公司会仔细分析不平衡的大区，如人口、GDP，可能会发现新的机会。公司在华南地区没做好，该地区的经济基础较好，公司会注意开发。

公司也注意到最近快时尚和量贩行业的库存问题，并对此进行反思。现在化妆品店有几万家，大量铺货会带来短期内的快速增长，但如果品牌建设跟不上，几个月后就会变成库存。公司注意规避这些问题。

Q3：公司的存货周转和应收帐款周转很快，有没有特别的管理机制？

A：家化的考核体系比较完善，每年都会内部挖潜，减少浪费。净资产体系中不合理的部分是现金太多，希望解除体制束缚后可以改善。

Q4：关于股权激励。

A：上次股权激励是在 08 年 4 月份做的，作用比较明显，留住人才、提高工作积极性，4 年间公司净利润和市值增长均较快。

家化本次股权激励的增长要求较高，达到 25%，而市场上股权激励的净利润增长要求多为 20%。原因在于，平安入主后要考核 5 年回报率，公司将争取做到回报 200%（连本金 300%）。

本次股权激励金额比较大，从董事长起，大部分高管都借钱购买激励股票，最高利率 9%，所以他们的压力也比较大。

股权激励成本约 1.7 亿，可以直接进入资本公积而不交税，对企业和股东来说是合算的。

葛总的作风是在条件越差时，要求越放松，否则会导致人才流失；而条件越好，要求也越高，管理越紧。

Q5：请问葛总的身体状况怎样？集团筹划成立的奢侈品 PE，并准备收购海鸥手表，会不会放入上市公司？

A：葛总表示，自己的健康状况是保密的（笑），只要身体好、工作做得好，尽量多做几年。葛总不参与运作奢侈品 PE，而是打算另寻领军人物。集团跟踪海鸥项目已经 3 年，有一定把握，拥有几项世界领先的技术，问题在于不知

道如何做品牌，风险控制也不够好。现在还没有决定是否放入上市公司。葛总的主要精力仍然在于上市公司和化妆品主业。

Q6: 葛总有没有考虑接班人？

A: 葛总认为自己的作用没有大家想象的那么大，因为葛总在企业日常经营中充分放权，工作交给总经理和中层管理人员负责，公司花的每一分钱都不需要葛总签字。同时，经过5年培养，中层管理人员已经比较强大了。化妆品是个年轻的行业，葛总不会凭个人喜恶做决定；家化的决策中有70%是大家讨论决定的，因此家化绝不是命系葛总一人。

Q7: 公司的广告费用大约有多少？

A: 公司的市场费用约6亿元，包括广告。

Q8: 去年曾提到，要注重提高佰草集的平效，目前有没有改善？高夫在推广方面似乎不是很充分，电子商务的声势更大，有没有新的想法和设计？

A: 公司4、5月份销售收入延续了一季度的增长趋势，表现比较好。六神表现不错，艾叶香皂卖得比较贵，也比较好；花露水有新品；其他增值也很好。

有许多因素影响品牌单产，包括新品推出的种类和质量，人员、激励、培训、体验等。从这半年情况看，佰草集单产还没有很显著的提高，虽已超越玉兰油，但和欧泊莱相比还有一定差距。今后公司将在上述各方面加大力度，如今年成立了佰草集大学，新招聘了佰草集培训人员等。

高夫的资质很好，产品线非常细分、专业，在世界范围来看都是很好的。公司注重的是如何将渠道和传播进行嫁接，形成合力，既要铺货、也要动销。今年高夫的成长速度是各品牌中最快的，愈是增长快，愈要注重增长的质量。

Q9: 双妹的发展如何？

A: 目前双妹的基数小，增长幅度比较大，但是公司觉得可能还缺些什么，正在考虑用更开放的方式来做。

Q10: 公司去年购买的上海市酿造科学研究所和上市公司业务有什么关系？

A: 购买上海市酿造科学研究所主要是为了改善工作条件，这块地买下来也比较划算。公司在固定资产上不需要大投资，仍是走轻资产路线，即使业务扩大一倍，这些固定资产也够了。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,697</b>	<b>3,094</b>	<b>3,577</b>	<b>4,165</b>	<b>4,932</b>	<b>5,771</b>
增长率	14.7%	15.6%	16.5%	18.4%	17.0%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,215</b>	<b>-1,399</b>	<b>-1,519</b>	<b>-1,764</b>	<b>-2,029</b>	<b>-2,311</b>
%销售收入	45.0%	45.2%	42.5%	42.3%	41.1%	40.0%
<b>毛利</b>	<b>1,482</b>	<b>1,695</b>	<b>2,057</b>	<b>2,401</b>	<b>2,902</b>	<b>3,460</b>
%销售收入	55.0%	54.8%	57.5%	57.7%	58.9%	60.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-24</b>	<b>-25</b>	<b>-37</b>	<b>-37</b>	<b>-44</b>	<b>-52</b>
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>营业费用</b>	<b>-819</b>	<b>-1,076</b>	<b>-1,283</b>	<b>-1,437</b>	<b>-1,692</b>	<b>-1,968</b>
%销售收入	30.4%	34.8%	35.9%	34.5%	34.3%	34.1%
<b>管理费用</b>	<b>-315</b>	<b>-301</b>	<b>-393</b>	<b>-400</b>	<b>-464</b>	<b>-496</b>
%销售收入	11.7%	9.7%	11.0%	9.6%	9.4%	8.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>325</b>	<b>293</b>	<b>343</b>	<b>527</b>	<b>703</b>	<b>944</b>
%销售收入	12.0%	9.5%	9.6%	12.7%	14.3%	16.4%
<b>财务费用</b>	<b>-2</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>16</b>
%销售收入	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>-58</b>	<b>-95</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-8</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>22</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>80</b>	<b>85</b>	<b>90</b>
%销售收入	7.4%	29.4%	19.6%	13.0%	10.6%	8.5%
<b>税前利润</b>	<b>286</b>	<b>292</b>	<b>436</b>	<b>603</b>	<b>786</b>	<b>1,042</b>
<b>营业利润率</b>	<b>10.6%</b>	<b>9.4%</b>	<b>12.2%</b>	<b>14.5%</b>	<b>15.9%</b>	<b>18.1%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
<b>税前利润</b>	<b>295</b>	<b>302</b>	<b>452</b>	<b>618</b>	<b>801</b>	<b>1,057</b>
<b>利润率</b>	<b>10.9%</b>	<b>9.8%</b>	<b>12.6%</b>	<b>14.8%</b>	<b>16.2%</b>	<b>18.3%</b>
<b>所得税</b>	<b>-56</b>	<b>-53</b>	<b>-87</b>	<b>-124</b>	<b>-160</b>	<b>-211</b>
<b>所得税率</b>	<b>18.9%</b>	<b>17.4%</b>	<b>19.3%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>239</b>	<b>250</b>	<b>365</b>	<b>494</b>	<b>641</b>	<b>845</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>6</b>	<b>-26</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>10</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>233</b>	<b>276</b>	<b>361</b>	<b>489</b>	<b>633</b>	<b>835</b>
<b>净利率</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.9%</b>	<b>10.1%</b>	<b>11.7%</b>	<b>12.8%</b>	<b>14.5%</b>

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>239</b>	<b>250</b>	<b>365</b>	<b>494</b>	<b>641</b>	<b>845</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	151	183	127	83	86	82
非经营收益	-21	-107	-82	-70	-100	-105
营运资金变动	82	4	-63	8	-101	-80
<b>经营活动现金净流</b>	<b>452</b>	<b>329</b>	<b>347</b>	<b>515</b>	<b>526</b>	<b>743</b>
资本开支	-79	-94	-90	22	-24	-25
投资	-24	-65	-67	-1	0	0
其他	14	15	26	80	85	90
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-89</b>	<b>-144</b>	<b>-131</b>	<b>101</b>	<b>61</b>	<b>65</b>
股权募资	0	3	3	0	0	0
债权募资	-91	2	-4	-12	0	1
其他	-50	-121	-112	1	-106	-148
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-141</b>	<b>-117</b>	<b>-113</b>	<b>-11</b>	<b>-106</b>	<b>-147</b>
<b>现金净流量</b>	<b>222</b>	<b>68</b>	<b>103</b>	<b>604</b>	<b>481</b>	<b>661</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>701</b>	<b>768</b>	<b>872</b>	<b>1,476</b>	<b>1,957</b>	<b>2,617</b>
<b>应收款项</b>	<b>314</b>	<b>322</b>	<b>468</b>	<b>451</b>	<b>540</b>	<b>641</b>
<b>存货</b>	<b>268</b>	<b>318</b>	<b>399</b>	<b>374</b>	<b>445</b>	<b>519</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>17</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>37</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,299</b>	<b>1,435</b>	<b>1,767</b>	<b>2,326</b>	<b>2,975</b>	<b>3,813</b>
%总资产	69.7%	67.6%	69.4%	77.5%	82.3%	86.3%
<b>长期投资</b>	<b>164</b>	<b>292</b>	<b>358</b>	<b>359</b>	<b>358</b>	<b>358</b>
<b>固定资产</b>	<b>293</b>	<b>289</b>	<b>251</b>	<b>226</b>	<b>198</b>	<b>167</b>
%总资产	15.7%	13.6%	9.9%	7.5%	5.5%	3.8%
<b>无形资产</b>	<b>95</b>	<b>76</b>	<b>144</b>	<b>87</b>	<b>81</b>	<b>76</b>
<b>非流动资产</b>	<b>564</b>	<b>688</b>	<b>779</b>	<b>675</b>	<b>640</b>	<b>604</b>
%总资产	30.3%	32.4%	30.6%	22.5%	17.7%	13.7%
<b>资产总计</b>	<b>1,864</b>	<b>2,122</b>	<b>2,547</b>	<b>3,001</b>	<b>3,614</b>	<b>4,417</b>
<b>短期借款</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>422</b>	<b>487</b>	<b>650</b>	<b>630</b>	<b>692</b>	<b>778</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>56</b>	<b>99</b>	<b>103</b>	<b>198</b>	<b>257</b>	<b>317</b>
<b>流动负债</b>	<b>489</b>	<b>600</b>	<b>763</b>	<b>828</b>	<b>949</b>	<b>1,095</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>495</b>	<b>604</b>	<b>765</b>	<b>828</b>	<b>949</b>	<b>1,096</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,320</b>	<b>1,497</b>	<b>1,759</b>	<b>2,144</b>	<b>2,629</b>	<b>3,274</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>49</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>36</b>	<b>46</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,864</b>	<b>2,122</b>	<b>2,547</b>	<b>3,001</b>	<b>3,614</b>	<b>4,417</b>
比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.075	0.847	0.854	1.156	1.497	1.975
每股净资产	4.054	3.538	4.158	5.069	6.216	7.741
每股经营现金流	1.388	0.777	0.821	1.217	1.242	1.756
每股股利	0.150	0.200	0.350	0.250	0.350	0.450
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.68%	18.42%	20.54%	22.81%	24.08%	25.51%
总资产收益率	12.52%	12.99%	14.18%	16.30%	17.51%	18.92%
投入资本收益率	19.06%	15.79%	15.47%	19.41%	21.10%	22.73%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	8.17%	14.71%	15.60%	16.45%	18.40%	17.02%
EBIT增长率	41.79%	-9.75%	17.29%	53.45%	33.34%	34.26%
净利润增长率	26.07%	18.15%	31.06%	35.41%	29.41%	31.97%
总资产增长率	10.55%	13.88%	20.00%	17.82%	20.46%	22.20%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	34.8	34.3	35.9	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	98.9	86.9	89.7	85.0	88.0	90.0
应付账款周转天数	84.6	77.9	79.4	82.0	80.0	78.0
固定资产周转天数	35.7	30.6	24.1	18.5	13.6	9.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-50.31%	-49.70%	-48.36%	-67.94%	-73.41%	-78.79%
EBIT利息保障倍数	155.3	-57.0	-30.9	-67.4	-58.5	-59.1
资产负债率	26.56%	28.48%	30.04%	27.60%	26.26%	24.82%

### 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
买入	4	7	13	13	18
增持	0	0	9	9	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.27</b>	<b>1.33</b>	<b>1.35</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	增持	36.98	42.30 ~ 42.30
2 2011-12-05	增持	36.57	42.30 ~ 42.30
3 2012-02-08	增持	33.00	42.30 ~ 42.30
4 2012-04-09	增持	32.00	38.16 ~ 40.47
5 2012-04-27	增持	33.45	38.16 ~ 40.47

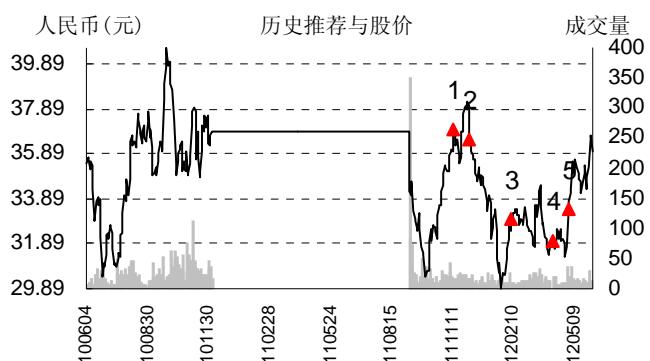
来源：国金证券研究所

### 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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 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：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**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)-61038271  
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：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B