

花样年华

——上海家化跟踪快报

报告关键点：

- “佰草集”系列销售收入增长远超公司规划。
- “高夫”及“清妃”迎来高速增长。
- “双妹”的王者归来。

报告内容：

- “佰草集”开店数量超出预期，带动销售收入增速提高。**上海家化之“佰草集”系列在2008年上半年仅开出新店30家，但是下半年受益于进军法国市场的成功，带动国内市场开店提速。截止2008年底，上海家化之“佰草集”专卖店已经达到520家，比规划多出20家。而公司新开店中，不少已经进入各大城市的主要高端商业区域。“大店、好店”取代一般店铺的情况，也使得“佰草集”系列的销售有所增长。“百万级”及准“百万级”店铺在北京、哈尔滨、天津等地已经相继出现。我们预计2008年，“佰草集”系列销售收入同比增长75%以上，远超年初公司50%的规划。我们预计“佰草集”专卖店数量在达到800 - 1000家之前，将保持年均100 - 150家的增量。
- “太极泥”横空出世，中法通吃。**作为“佰草集”最高端之产品，上海家化在2007年重装推出的“太极泥”系列，于2008年取得良好的市场效益。“太极泥”在2008年占到“佰草集”系列销售收入的近10%。并且在进入法国市场之后，连续排名在斯芙兰单品销售额榜前十。而斯芙兰也有意在2009年将以“太极泥”为主的“佰草集”系列引入其在欧洲其他地区及美国的渠道。
- “高夫”和“清妃”的崛起。**“高夫”在伏骥了多年之后，2008年终于迎来大幅度增长，销售收入有望同比增长50%。而“清妃”在连年下滑之后，借新产品推出及品牌经理调整之际，10 - 12月销售收入同比增长均在30%以上。而我们预计，随着“高夫”及“清妃”增长势头的显现，公司必将对这两个品牌进行扶持。我们预计未来三年“高夫”及“清妃”的销售收入的年均增长有望分别维持在40%及20%以上。
- “双妹”品牌的王者归来。**2009年，上海家化将精心打造并推出中国化妆品第一个，也是唯一一个奢侈品牌“双妹”。千元级香水、三百元级香皂以及蒋家后人的总策划，使得奢侈品市场的洋货垄断得以打破。此等国货，值得每一个国人期待。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **31.68 元**

期限： 12 个月 上次预测： 31.68 元

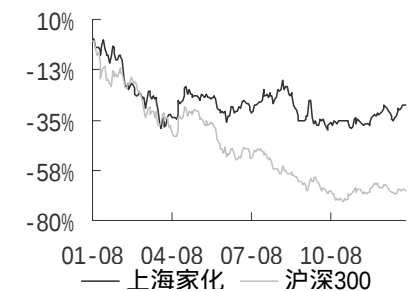
现价： 29.93 元

报告日期： **2009-01-13**

市场数据

总市值(百万元)	6,495.75
流通市值(百万元)	3,930.02
总股本(百万股)	217.03
流通股本(百万股)	131.31
12 个月最高/最低	25.00/52.91 元
十大流通股东(%)	46.73%
股东户数	5,478

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.26	15.17	38.48
绝对收益	5.97	9.67	(28.60)

研究员

独孤南薰 高级行业分析师
 021-68765195 dugunx@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,274.0	2,260.8	2,694.6	3,282.5	4,076.0
Growth(%)	16.7%	-0.6%	19.2%	21.8%	24.2%
净利润	71.7	149.0	208.3	301.5	458.9
Growth(%)	56.8%	119.1%	48.5%	44.7%	52.2%
毛利率(%)	42.3%	45.7%	47.9%	49.4%	50.9%
净利润率(%)	2.7%	5.9%	7.3%	8.7%	10.6%
每股收益(元)	0.28	0.61	0.91	1.32	2.00
每股净资产(元)	3.71	4.17	5.04	6.03	7.54
市盈率	96.8	44.2	29.8	20.6	13.5
市净率	7.3	6.5	5.4	4.5	3.6
净资产收益率(%)	8.9%	16.5%	19.1%	23.1%	28.1%
ROIC(%)	6.7%	17.1%	22.7%	29.1%	42.7%
EV/EBITDA	30.1	19.6	21.0	14.3	9.4
股息收益率	0.2%	0.0%	1.0%	1.5%	2.2%

前期研究成果

上海家化：四季度的周年庆，将影响单季利润
 2008-10-30

上海家化：我爱这佰草芬芳，也爱那六神清凉
 2008-10-08

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2008-10-29**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,274.0	2,260.8	2,694.6	3,282.5	4,076.0	成长性					
减: 营业成本	1,311.6	1,227.4	1,403.6	1,661.5	2,001.4	营业收入增长率	16.7%	-0.6%	19.2%	21.8%	24.2%
营业税费	21.7	19.3	27.5	29.5	38.7	营业利润增长率	75.6%	83.5%	42.3%	46.5%	51.9%
销售费用	559.9	599.6	768.0	919.1	1,141.3	净利润增长率	56.8%	119.1%	48.5%	44.7%	52.2%
管理费用	233.0	223.0	251.4	311.8	346.5	EBITDA 增长率	75.0%	49.8%	13.7%	42.0%	48.0%
财务费用	17.0	15.8	-1.5	-5.6	-12.7	EBIT 增长率	161.5%	70.1%	30.1%	45.1%	50.8%
资产减值损失	27.8	11.8	0.5	2.1	2.0	NOPLAT 增长率	42.4%	93.3%	28.3%	43.4%	51.1%
加: 公允价值变动收益	6.7	-	-	-	-	投资资本增长率	-24.2%	-3.7%	12.1%	3.0%	10.6%
投资和汇兑收益	-11.7	16.1	11.0	11.0	11.0	净资产增长率	-35.7%	12.2%	20.9%	19.6%	25.0%
营业利润	98.1	180.0	256.1	375.1	569.9	利润率					
加: 营业外净收支	5.6	9.9	5.1	3.0	5.5	毛利率	42.3%	45.7%	47.9%	49.4%	50.9%
利润总额	103.7	189.9	261.2	378.1	575.4	营业利润率	4.3%	8.0%	9.5%	11.4%	14.0%
减: 所得税	32.0	40.9	52.9	76.6	116.5	净利润率	2.7%	5.9%	7.3%	8.7%	10.6%
净利润	71.7	149.0	208.3	301.5	458.9	EBITDA/营业收入	7.2%	10.8%	10.3%	12.1%	14.4%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	5.1%	8.7%	9.5%	11.3%	13.7%
货币资金	231.1	337.7	586.8	779.7	1,042.9	运营效率					
交易性金融资产	0.8	-	-	-	-	固定资产周转天数	65	62	51	43	35
应收帐款	297.0	251.5	313.8	382.2	474.6	流动营业资本周转天数	76	60	57	55	51
应收票据	38.7	39.3	46.5	57.6	71.5	流动资产周转天数	160	144	144	155	160
预付帐款	71.5	28.4	-9.5	-31.1	-29.1	应收帐款周转天数	44	38	31	31	31
存货	251.6	256.1	288.7	346.2	406.3	存货周转天数	37	41	37	36	34
其他流动资产	0.0	-	15.0	50.3	82.1	总资产周转天数	262	238	219	217	211
可供出售金融资产	0.2	0.6	-	-	-	投资资本周转天数	174	148	129	114	98
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	91.9	95.1	99.0	104.0	108.0	ROE	8.9%	16.5%	19.1%	23.1%	28.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	10.1%	11.6%	14.0%	17.5%
固定资产	409.2	373.8	385.8	397.2	405.1	ROIC	6.7%	17.1%	22.7%	29.1%	42.7%
在建工程	19.4	18.0	11.3	7.3	4.9	费用率					
无形资产	50.7	42.8	42.9	43.0	43.1	销售费用率	24.6%	26.5%	28.5%	28.0%	28.0%
其他非流动资产	46.6	37.3	19.6	18.0	16.2	管理费用率	10.2%	9.9%	9.3%	9.5%	8.5%
资产总额	1,508.8	1,480.5	1,799.8	2,154.2	2,625.5	财务费用率	0.7%	0.7%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
短期债务	229.5	196.2	300.0	295.3	288.7	三费/营业收入	35.6%	37.1%	37.8%	37.3%	36.2%
应付帐款	359.4	323.4	278.8	334.6	392.1	偿债能力					
应付票据	0.0	-	0.0	0.0	0.1	资产负债率	46.6%	39.0%	39.3%	39.3%	37.8%
其他流动负债	106.3	53.3	111.7	183.1	253.3	负债权益比	87.4%	63.9%	64.8%	64.9%	60.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.28	1.59	1.80	1.95	2.19
其他非流动负债	8.6	4.1	17.0	34.6	58.5	速动比率	0.91	1.13	1.37	1.51	1.75
负债总额	703.8	577.0	707.5	847.6	992.7	利息保障倍数	6.76	12.40	-174.32	-65.80	-43.73
少数股东权益	57.5	50.1	59.2	74.2	96.9	分红指标					
股本	175.3	175.3	216.7	216.7	216.7	DPS(元)	0.06	-	0.27	0.39	0.60
留存收益	572.5	679.1	816.3	1,015.8	1,319.3	分红比率	21.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	804.9	903.5	1,092.2	1,306.6	1,632.9	股息收益率	0.2%	0.0%	1.0%	1.5%	2.2%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	71.7	149.0	208.3	301.5	458.9	EPS(元)	0.28	0.61	0.91	1.32	2.00
加: 折旧和摊销	68.9	88.2	24.1	26.4	28.5	BVPS(元)	3.71	4.17	5.04	6.03	7.54
资产减值准备	27.8	11.8	0.5	2.1	2.0	PE(X)	96.8	44.2	29.8	20.6	13.5
公允价值变动损失	-6.7	-	-	-	-	PB(X)	7.3	6.5	5.4	4.5	3.6
财务费用	7.6	13.7	12.8	-1.5	-5.6	P/FCF	-	43.7	30.7	23.5	18.6
投资收益	11.7	-16.1	-11.0	-11.0	-11.0	P/S	2.6	2.6	2.2	1.8	1.4
少数股东损益	11.2	16.5	11.5	16.6	25.2	EV/EBITDA	30.1	19.6	21.0	14.3	9.4
营运资金的变动	227.7	-84.6	-36.5	-5.3	-48.1	CAGR(%)	61.4%	45.5%	12.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	411.7	221.9	195.4	324.6	442.8	PEG	1.6	1.0	2.4	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-58.9	-33.9	-24.5	-26.1	-25.1	ROIC/WACC	0.7	1.8	2.4	3.1	4.5
融资活动产生现金流量	-471.9	-81.2	87.0	-84.6	-123.9	REP	7.4	2.9	2.4	1.8	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

独孤南薰，食品饮料及家庭与个人用品行业高级分析师，毕业于美国西北大学，经济学学士，2003年起从事证券研究工作，2008年8月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essences.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essences.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essences.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essences.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essences.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essences.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编：100034