

## 公司点评

# 危机下家化继续快速成长，期待世博亮剑

## 日化行业

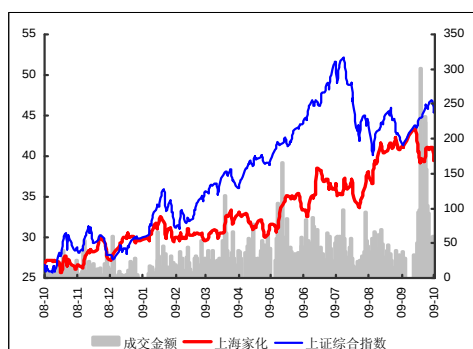
2009 年 10 月 28 日

### ——上海家化（600315）三季度点评

推荐（维持）

目标价格：37.8 元

最近 52 周走势：



### 相关研究报告：

业绩基本符合预期，高分配回报股东——上海家化 2008 年年报点评——王席鑫

### 报告作者：

王席鑫

电话：0510-82833217

Email: [wangxx@glsc.com.cn](mailto:wangxx@glsc.com.cn)

行业研究员：茅玉峰

电话：021-58766036

Email: [maoyf@glsc.com.cn](mailto:maoyf@glsc.com.cn)

### 独立性声明：

**事件：**2009 年 1-9 月末，本公司实现营业总收入 21.8 亿元，同比增长 4.0%，扣除合并范围变化的影响，同比增长 11.1%，归属母公司所有者的净利润为 1.9 亿元，同比增长 27.9%。化妆品销售收入继续保持了良好的增长势头，同比增长 11.4%，其中，六神、佰草集、高夫、家安等品牌产品的销售均有良好表现，公司财务状况良好。

### 点评：

**化妆品业务表现优秀。**公司在今年日化行业整体业绩下滑的情况下，前三季度化妆品销售仍保持了 11.4% 的增长，难能可贵。我们预计，公司佰草集品牌 09 年将继续保持 45% 左右的快速增长，未来随着店铺和单店单产能力的继续提高，未来两年仍有望保持 40% 以上的增长。公司今年其他品牌产品也逐渐从培育阶段进入收获期，预计家安今年的增长有望翻番，而男士品牌高夫系列，全年则有望实现 50% 以上的增长，我们也看好未来公司其他品牌的业绩表现。

**品牌附加值提升整体毛利率，明年业绩有望超预期。**公司前三季度毛利率较二季度继续攀升，达到 53.32%，较去年同期高 4 个百分点，我们认为这得益于，公司各品牌知名度逐渐提升，特别是佰草集品牌，已成功地登陆海外市场，品牌形象的提升将不断提高公司产品附加值，而随着未来高附加值产品的收入增加，公司毛利率有望继续提高。

**明年股权激励费用下降，世博会契机加大宣传力度。**公司 09 年股权机费用为 3389 万元，而未来两年股权激励费用逐年下降，分别为 1636 万元和 705 万元。此外，明年上海世博会的召开，公司也已开始投入前期准备。我们认为，明年将是公司提升各品牌知名度，展示具有东方特色、集中华民族中草药配方与现代生物技术于一身的绝佳机会。相信公司一定会受到全世界目光的关注。

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

**维持“推荐”评级，合理价格 37.8 元。**我们预计 09-11 年每股收益分别为 0.74 元、1.08 元和 1.5 元，预计明年世博会到来，公司品牌宣传、新产品投入的力度和速度将加快（特别是佰草集、家安和高夫）。我们参考家化历史 PE，中值在 44 倍，30 倍以下为底部区域，目前股价对应 09 年 PE 为 35.35 倍，10 年 PE 为 24.22 倍，目前估值合理，给予 10 年 35 倍的 PE，对应价格 37.8 元，给予“推荐”的投资评级。

#### 关键假设：

|           |        | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|--------|------|-------|-------|-------|
| 六神        | 营业收入   | 1140 | 1231  | 1342  | 1476  |
|           | yoy    | 15%  | 8.0%  | 9%    | 10%   |
|           | 营业利润   | 570  | 554   | 604   | 664   |
|           | 毛利率    | 50%  | 45%   | 45%   | 45%   |
| 佰草集       | 营业收入   | 349  | 517   | 775   | 1123  |
|           | yoy    | 78%  | 48%   | 50%   | 45%   |
|           | 营业利润   | 262  | 362   | 542   | 786   |
|           | 毛利率    | 75%  | 70%   | 70%   | 70%   |
| 美加净       | 营业收入   | 246  | 258   | 271   | 287   |
|           | yoy    | 14%  | 5%    | 5%    | 6%    |
|           | 营业利润   | 135  | 129   | 136   | 144   |
|           | 毛利率    | 55%  | 50%   | 50%   | 50%   |
| 清妃+高夫     | 营业收入   | 138  | 170   | 218   | 266   |
|           | yoy    | 6%   | 23%   | 28%   | 22%   |
|           | 营业利润   | 83   | 102   | 131   | 159   |
|           | 毛利率    | 60%  | 60%   | 60%   | 60%   |
| Adidas 代理 | 营业收入   | 190  | 150   | 180   | 207   |
|           | yoy    | 25%  | -21%  | 20%   | 15%   |
|           | 营业利润   | 57   | 45    | 54    | 62.1  |
|           | 毛利率    | 30%  | 30%   | 30%   | 30%   |
| 可采（51%股权） | 营业收入   | 80   | 60    | 78    | 101.4 |
|           | yoy    | 0%   | -25%  | 30%   | 30%   |
|           | 营业利润   | 54   | 40    | 52    | 68    |
|           | 权益营业利润 | 27   | 21    | 27    | 35    |
|           | 毛利率    | 67%  | 67%   | 67%   | 67%   |
| 家安        | 营业收入   | 16   | 40    | 80    | 144   |
|           | yoy    |      | 150%  | 100%  | 80%   |
|           | 营业利润   | 11   | 28    | 56    | 101   |
|           | 毛利率    | 70%  | 70%   | 70%   | 70%   |
| 化妆品业务     | 营业收入小计 | 2159 | 2426  | 2944  | 3605  |
|           | yoy    | 20%  | 12%   | 21%   | 22%   |
|           | 营业利润小计 | 1172 | 1260  | 1575  | 1985  |
|           | 毛利率    | 54%  | 52%   | 53%   | 55%   |

| 资产负债表            |      |       |       |       | 利润表             |      |       |       |       |
|------------------|------|-------|-------|-------|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元           |      |       |       |       | 单位:百万元          |      |       |       |       |
| 会计年度             | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 会计年度            | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
| <b>流动资产</b>      | 1095 | 1347  | 1812  | 2270  | <b>营业收入</b>     | 2493 | 2640  | 3158  | 3819  |
| 现金               | 479  | 688   | 1068  | 1384  | 营业成本            | 1211 | 1316  | 1519  | 1770  |
| 应收账款             | 205  | 246   | 280   | 336   | 营业税金及附加         | 26   | 26    | 31    | 38    |
| 其他应收款            | 17   | 47    | 50    | 54    | 营业费用            | 759  | 743   | 905   | 1099  |
| 预付账款             | 10   | 36    | 30    | 33    | 管理费用            | 268  | 288   | 328   | 394   |
| 存货               | 335  | 278   | 324   | 391   | 财务费用            | 10   | -15   | -25   | -40   |
| 其他流动资产           | 50   | 52    | 61    | 73    | 资产减值损失          | 9    | 20    | 10    | 10    |
| <b>非流动资产</b>     | 590  | 561   | 570   | 588   | 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资             | 176  | 176   | 176   | 176   | 投资净收益           | 13   | 26    | 31    | 38    |
| 固定资产             | 283  | 316   | 354   | 398   | <b>营业利润</b>     | 223  | 287   | 422   | 586   |
| 无形资产             | 29   | 23    | 16    | 9     | 营业外收入           | 13   | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产          | 102  | 46    | 24    | 5     | 营业外支出           | 5    | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>      | 1686 | 1907  | 2382  | 2859  | <b>利润总额</b>     | 231  | 287   | 422   | 586   |
| <b>流动负债</b>      | 536  | 558   | 673   | 652   | 所得税             | 44   | 43    | 63    | 88    |
| 短期借款             | 103  | 155   | 145   | 141   | <b>净利润</b>      | 187  | 244   | 359   | 498   |
| 应付账款             | 268  | 232   | 355   | 329   | 少数股东损益          | 2    | 5     | 7     | 10    |
| 其他流动负债           | 166  | 171   | 174   | 182   | <b>归属母公司净利润</b> | 185  | 239   | 351   | 488   |
| <b>非流动负债</b>     | 5    | 4     | 4     | 4     | EBITDA          | 312  | 342   | 478   | 637   |
| 长期借款             | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.85 | 0.74  | 1.08  | 1.50  |
| 其他非流动负债          | 5    | 4     | 4     | 4     |                 |      |       |       |       |
| <b>负债合计</b>      | 541  | 562   | 677   | 657   |                 |      |       |       |       |
| 少数股东权益           | 48   | 53    | 60    | 71    |                 |      |       |       |       |
| 股本               | 217  | 326   | 326   | 326   |                 |      |       |       |       |
| 资本公积             | 430  | 321   | 321   | 321   |                 |      |       |       |       |
| 留存收益             | 451  | 647   | 998   | 1486  |                 |      |       |       |       |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 1096 | 1292  | 1644  | 2132  |                 |      |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b>   | 1686 | 1907  | 2382  | 2859  |                 |      |       |       |       |

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

| 类别         | 级别   | 定义                                |
|------------|------|-----------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上           |
|            | 推荐   | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上           |
|            | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上            |
|            | 观望   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10% |
|            | 卖出   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上         |
| 行业<br>投资评级 | 优异   | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘                 |
|            | 中性   | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平                |
|            | 落后   | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘                 |

**免责条款:**

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。