

上海家化 (600315): 转型已见成效 快速增长值得期待 增持 (维持)

日用品

当前股价: 31.39 元

报告日期: 2009 年 12 月 22 日

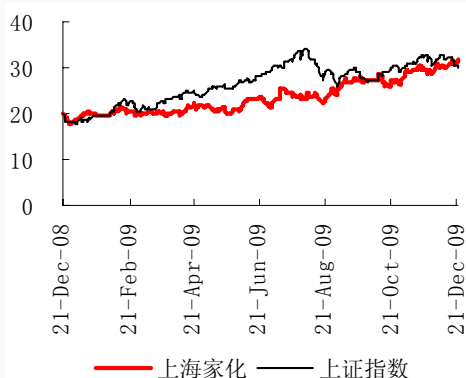
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2493	2686	3115	3647
(+/-)	10.3%	7.7%	15.9%	17.1%
营业利润	223	269	359	459
(+/-)	23.8%	20.6%	33.6%	27.8%
归属于母公司 的净利润	185	248	314	388
(+/-)	39.6%	34.0%	26.8%	23.4%
每股收益 (元)	0.57	0.76	0.97	1.19
市盈率 (倍)	55	41	33	26

公司基本情况 (2009 年 9 月 30 日止)

总股本/已流通股 (万股)	32,555/31,547
流通市值 (亿元)	99.03
每股净资产 (元)	3.90
资产负债率 (%)	32.47

股价表现 (最近一年)



联系人: 龚显胜

010-66045544 gongxs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点:

- 股权激励, 有利于提高核心团队的稳定性;
- 医药业务, 或有大惊喜;
- 收购战略已迈出第一步, 公司外延式扩张值得期待。

投资要点:

- **战略转型以来, 公司盈利能力逐年提升:** 公司 2004 年战略转型 (定位为中高端化妆品生产企业) 以来, 综合盈利能力得以大幅的提升, 2005-2008 年的毛利率分别为 39.51%、42.32%、45.71% 和 51.43%, 今年前三季度毛利率为 53.32% (同比上升 4.25 个百分点), 呈现出明显的递增态势; 归属母公司净利润 2005-2008 年间的复合增长率则达到了 68%。
- **股权激励的落实, 有助于提高核心团队的稳定性:** 公司股权激励计划已于 2008 年 3 月实施, 包括公司高管, 中层管理人员以及骨干员工等 175 人以 8.94 元/股的价格对公司增资 530 万股; 自激励实施近 2 年以来, 激励对象中仅有 2 人主动离职, 核心团队的稳定性得以大幅的提高, 这对公司业绩的平稳快速增长起到了十分积极的作用。
- **医药业务, 或有大惊喜:** 公司持股 26.49% 的江阴天江药业主要从事中药配方颗粒 (免煎中药) 的生产与销售, 近年来, 该细分行业快速成长, 预计今年天江药业营业收入在 5 个亿左右, 净利润达到 1 个亿, 增速分别为 30% 和 50%; 天江药业未来有独立上市预期。
- **外延式扩张, 值得期待:** 公司的并购战略已迈出第一步 (收购四川可采), 未来的外延式扩张将值得期待。
- **维持“增持”评级:** 预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.76 元、0.97 元和 1.19 元, 12 月 21 日收盘价 31.39 元对应的动态 PE 分别为 41 倍、33 倍和 26 倍, 考虑到公司将受益于消费升级以及良好的成长性, 我们维持对其“增持”的评级。
- **风险提示:** (1) 国外化妆品企业进入我国市场, 抢占公司市场份额的风险; (2) 加大品牌推广力度后, 市场反应差于预期的风险; (3) 资本市场系统性风险。

正文目录

1. 化妆品行业受益于消费升级	4
1.1 促进消费，时不我待	4
1.2 我国已具备启动消费需求的主要客观条件	4
1.3 化妆品行业将受益于消费升级	5
2. 公司概况	6
2.1 公司成长历程	6
2.2 公司股权构架	7
2.3 主要品牌简介	7
3. 公司财务分析	11
3.1 财务状况稳健，ROE水平逐年提升	11
3.2 毛利率与期间费用率之差有扩大之势	12
3.3 战略转型已见成效，净利润快速增长	12
4. 公司看点	13
4.1 股权激励已落实，提高核心团队的稳定性	13
4.2 医药业务，或有大惊喜	14
4.3 公司外延式扩张值得期待	16
5. 盈利预测与投资评级	18
5.1 公司盈利预测	18
5.2 延续“增持”评级	19
5.3 风险提示	19

图 表 目 录

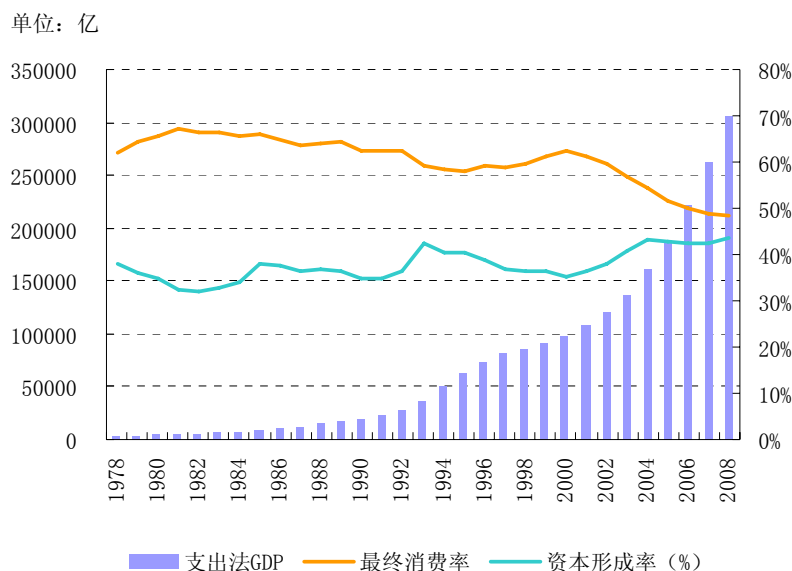
图表 1: 支出法统计的GDP、最终消费率和资本形成率	4
图表 2: 我国城乡居民人民币储蓄存款、活期存款年底余额及增速	5
图表 3: 城镇居民人均可支配收入及增速、农村居民人均纯收入及增速	5
图表 4: 我国日化行业销售收入、增速以及行业集中度CR4/CR8 比较	6
图表 5: 公司成长大事记	7
图表 6: 公司股权结构示意	7
图表 7: “六神”产品线不断丰富	8
图表 8: 佰草集 2004 年以来销售收入及增速	9
图表 9: 佰草集品牌发展历程	10
图表 10: 高夫品牌发展历程	11
图表 11: 公司每股净资产、加权ROE及资产负债率、流动比率	12
图表 12: 公司毛利率、期间费用率以及三项费用率明细	12
图表 13: 2004 年以来营业收入、归属母公司净利润及增速	13
图表 14: 股权激励实施对象明细	13
图表 15: 股权激励费用分摊情况	14
图表 16: 增资完成后, 天江药业股权结构	15
图表 17: 规模与天江药业相似的部分医药上市公司财务概况	15
图表 18: 天江药业部分产品线	16
图表 19: 宝洁、联合利华 80 年代以来营业收入与净利润一览	18
图表 20: 分产品盈利预测表	18
图表 21: 国际与国内化妆品上市公司主要财务指标比较	19
图表 22: 上海家化盈利预测表	20

1. 化妆品行业受益于消费升级

1.1 促进消费，时不我待

消费不足是我国经济面临的重大挑战之一，改革开放初期，在按支出法统计的国内生产总值当中，最终消费率曾一度达到过 67% 以上，随后，便呈现出逐渐下降的态势，2000 年时，消费率已下滑到了 62.3%。进入新千年以后，消费不足更加的明显，最终消费的比重下降幅度明显加快，到 2008 年，消费率已仅为 48.6%；与之对应的是在 2000 年时，资本形成率为 35.3%，而到了 2008 年，其已经上升至 43.5%，升幅为 8.2 个百分点。

图表 1：支出法统计的 GDP、最终消费率和资本形成率



资料来源：统计局 天相投顾整理

今年为了成功实现宏观经济“保八”的目标，中央加大了投资力度，不论是“四万亿投资刺激计划”还是“十大产业振兴规划”，更多的仍是着眼于投资。随着“保八”目标的完成，我国经济的工作重心也将转移到启动消费以及消费升级上来，在今年召开的中央经济工作会议上，促进消费也成为了人们重点关注的议题之一。

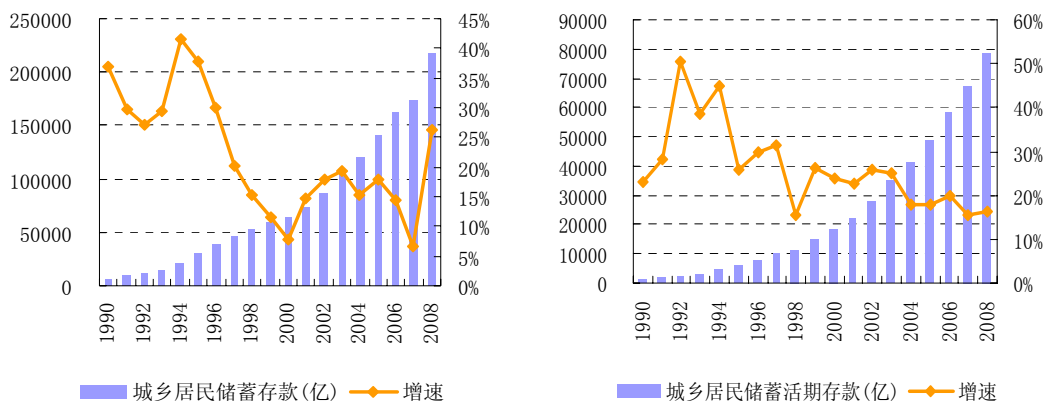
1.2 我国已具备启动消费需求的主要客观条件

我们认为，不但是从存量的财富积累还是从收入的年均增量来看，我国都已经具备了启动消费需求的主要客观条件。

我国城乡居民人民币储蓄存款在 1990 年时为 7120 亿元，到了 2008 年，已经上升至 21.79 万亿元，18 年里增长了 29.6 倍，对应期间的复合增长率达到 20.93%；而活期存款方面，1990 年为 1209 亿元，2008 年则为 7.86 万亿元，18 年里增加了 64.0 倍，对应期间的复合增长率高达 26.10%；2008 年储蓄存款增速为 26.29%，其

中活期存款增速为 16.25%。

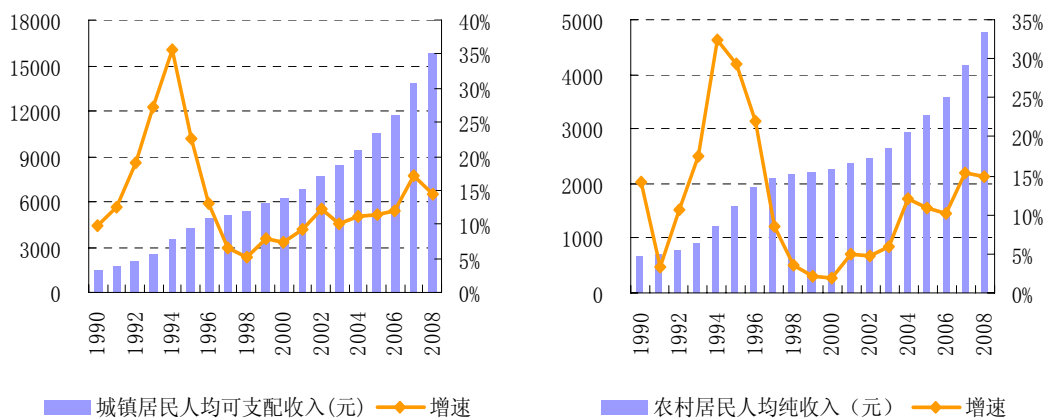
图表 2：我国城乡居民人民币储蓄存款、活期存款年底余额及增速



资料来源：统计局 天相投顾整理

从收入水平来看，我国城镇居民人均可支配收入在 1990 年为 1510 元，2008 年增加到 15781 元，18 年里增加了 9.45 倍，对应期间的复合增长率为 13.92%；农村居民人均纯收入在 1990 年为 686 元，2008 年则增加到 4761 元，18 年里增加了 5.94 倍，对应期间的复合增长率为 11.36%；2008 年城镇居民人均可支配收入增速为 14.47%，农村居民人均纯收入增速为 14.98%。

图表 3：城镇居民人均可支配收入及增速、农村居民人均纯收入及增速



资料来源：统计局 天相投顾整理

从以上分析可以得出，不论是从现有的存量财富来看，还是从增量年均收入方面来看，我国已经具备了启动消费需求的主要客观条件。

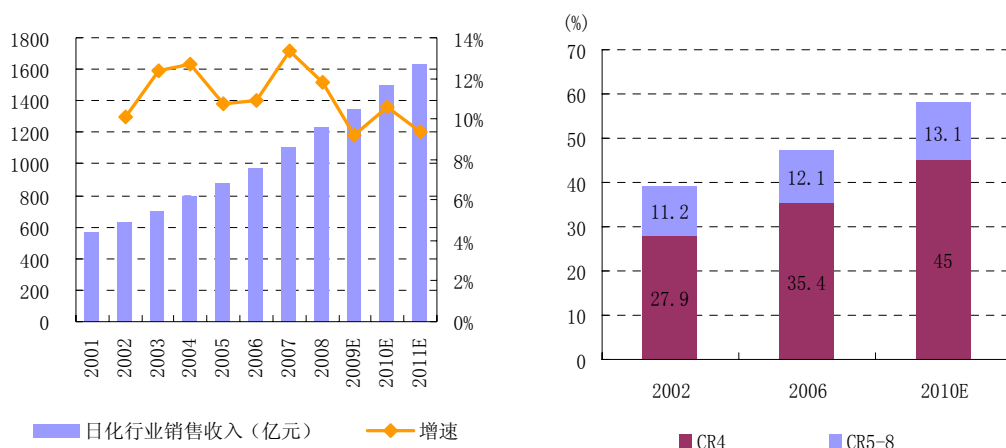
1.3 化妆品行业将受益于消费升级

化妆品行业具备明显的消费升级特征，伴随着城乡居民财富积累以及人均收入水平的提高，人们对于化妆品的需求与日俱增。2001 年日化行业实现销售收入 570 亿元，2008 年则增加到 1236 亿元，7 年里增加了 116.93%，对应期间的复合增长率为

11.70%，从细分品种来看，护肤品的复合增长率高达 18.4%，彩妆为 12.4%，洗浴产品则为 6.4%。Euromonitor C&T China 预计，明年我国日化行业的销售规模将达到 1500 亿元的规模，整个行业未来三年仍将保持 10% 左右的速度增长。

此外，伴随着生活水平的提升，人们对日化用品（尤其是化妆品）的消费已经不在局限于产品的品质，其对于品牌、口碑以及附加服务等也日益重视，这对于那些领先的日化巨头而言，将产生正面的影响，未来一段时间里，我国日化行业的集中度将进一步提高。

图表 4：我国日化行业销售收入、增速以及行业集中度 CR4/CR8 比较



资料来源：Euromonitor C&T China 2009 天相投顾整理

2. 公司概况

2.1 公司成长历程

公司的前身是香港的广生行，主要是负责“双妹”品牌化妆品的生产与销售，经过了一个多世纪的漫长发展，已经成长为一家具备强大综合竞争实力的化妆品企业，公司主要品牌包括六神、佰草集、美加净、高夫、清妃、Adidas（代理）、可采以及家安等，目前是国内规模最大的化妆品上市公司，其旗下品牌在国产化妆品中享有很高的知名度和美誉度。

图表 5：公司成长大事记

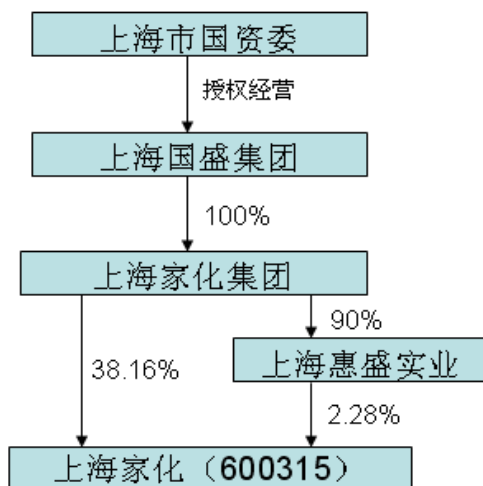
时间	公司发展大事记
1898年	上海家化的前身——香港广生行创立，生产销售双妹牌化妆品
1903年	上海广生行设立，经销双妹牌化妆品
1915年	在美国旧金山举行的巴拿马赛会上荣获金奖
1930年	广生行有限公司沪厂成立
1941年	上海明星香水肥皂厂设立
1951年	上海明星香水肥皂厂被政府接管后实行公私合营
1967年	上海明星家用化学品制造厂改名为“上海家用化学品厂”
1992年	在全国快速消费品业内最早推行“品牌经理制”
2001年	公司在上交所成功上市，是国内化妆品行业首家上市企业
2007年	公司和Sephora达成共识，将佰草集品牌引入欧洲市场
2008年	收购四川可采；实施股权激励计划；佰草集成功打进欧洲市场

资料来源：公司网站 天相投顾整理

2.2 公司股权构架

目前公司的第一大股东为上海家化集团，其直接持有公司 38.16%的股权，通过惠盛实业间接持有 2.28%的权益，公司实际控制人为上海市国资委。

图表 6：公司股权结构示意



资料来源：公司公告 天相投顾整理

2.3 主要品牌简介

2.3.1 六神：花露水起家，产品线不断扩充

➤ 花露水起家

1989 年，公司的研发人员发现夏季最主要的皮肤问题是痱热燥痒，解决这类问题的最好手段则是传统中医药理和药材，而用来治疗痱子和其它夏季疾病的传统中药

六神，其中主要成分就是珍珠粉和麝香。于是，科研人员将中药古方与花露水相结合，推出了全新的包含有六位传统中药的六神品牌的花露水，1990 年第一瓶六神花露水上市。

➤ 产品线不断扩充

六神一开始便以“去痱止痒、提神醒脑”为明确产品诉求，通过“六神有主，一家无忧”的广告，迅速占领了花露的水市场份额，其市场占有率一度达到 70~80%，随着花露水这一细分市场的逐渐饱和，公司开始着手于产品线的扩充计划。

六神的第二个产品系列选择了沐浴露，1996 年，公司成功推出六神沐浴露，通过借助“六神”花露水打下的品牌基础，适中的定价策略（较之于国际品牌沐浴露而言），销售网络的扩展以及营销组合的优化，使得“六神”沐浴露在与外资的竞争中脱颖而出，很快便成长为我国夏季个人洗护用品的第一品牌。在“成功营销-新生代 2002-2003 年度品牌竞争力排行榜”沐浴露产品类别中，六神沐浴露以 18.04% 的市场份额排名第一，比第二名力士高出 10.54 个百分点，而在市场份额前五名的品牌中，后四名均为跨国公司品牌。

随着我国沐浴露市场的不断扩大，宝洁、联合利华等跨国公司也加大了对市场的争夺力度，一是对原有的舒肤佳、力士等强势品牌在广告和渠道商的投资力度；另一方面则是推出了不同功效、不同价位的产品系列。竞争的加剧使得六神沐浴露的占有率出现了一定程度的下滑，但在夏季沐浴露市场中仍是占据第一的位置。

除了 1996 年推出的沐浴露之外，公司还在 2004 年推出了香皂，以及 2008 年推出了洗发水和冰露花语系列，不过，与沐浴露的成功相比，后续产品的影响力要小许多。

六神产品系列 2009 年的销售收入在 12.5 亿元左右，其中花露水 6 亿元，将占半壁江山，沐浴露在 4-5 亿之间，香皂大约有 1 个亿，。

图表 7：“六神”产品线不断丰富



资料来源：公司网站 天相投顾整理

2.3.2 佰草集：品牌打造的经典案例

佰草集，是公司 1995 年开始研究、1998 年推向市场的一个具有全新概念的品牌，是中国第一套具有完整意义的现代本草中高档个人护理品。佰草集自上市之日起，就

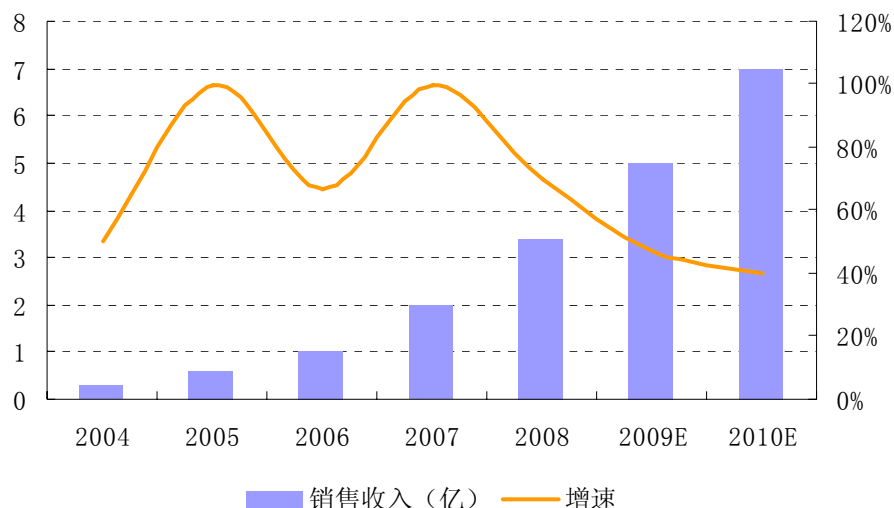
以其独特的定位及销售方式，在国内化妆品市场上独树一帜，并逐步建立了清新、自然、健康的品牌形象。经过 10 多年的精心打造，目前佰草集旗下已经拥有包括洗浴品、护肤品、香熏、香水等 200 多种的产品。

佰草集的销售渠道主要是百货大楼里的店中店，到目前为止，佰草集在全国范围内已有接近 700 家门店，在法国境内（丝芙兰）里有 70 多家门店分销；预计在 2010 年新增门店 200 家左右，门店总量将达到 900 家。

明年佰草集系列销售收入有望超过 7 亿元，我们认为支持佰草集快速增长的因素主要有：门店数量快速增长；新产品的推出（今年 10 月新推出的新玉润系列在一个月的时间里销售收入就超过 2000 万元）；单店销售收入规模的提升。

此外，佰草集公司控股的佰草集汉方 SPA，也在经历 2 年的规划定位和初期培育后初具雏形，目前公司已经在上海建立了北京东路旗舰店、人民广场永银店、浦东正大广场店等 4 家门店；北京的第一家分店也将于 2010 年初开幕。我们认为，佰草集汉方 SPA 短期内对公司盈利的促进作用有限，但其可以进一步提升佰草集的整体品牌形象。

图表 8：佰草集 2004 年以来销售收入及增速



资料来源：天相投顾整理



图表 9：佰草集品牌发展历程

年份	佰草集发展大事记
1995年12月	佰草集正式立项研究
1998年8月	上海香港广场第一家专卖店开张
2000年1月	全国加盟制度启动，佰草集的销售渠道进一步拓宽
2001年7月	在香港旺角开设了首家香港专卖店
2002年9月	佰草集SPA开张
2005年1月	佰草集专卖店突破100家
2005年4月	佰草集进入国际知名化妆品连锁专卖店丝芙兰（Sephora），成为第一个进驻的中国本土品牌
2005年12月	佰草集荣膺2005年度最受欢迎化妆品品牌
2006年11月	佰草集凭借营销案例“植根中华，美自根源”荣膺“2006中国十大最佳品牌建设案例”
2007年5月	第12届中国美容博览会，荣获“2007中国化妆品专卖店最佳品牌奖”
2008年	佰草集走出国门，将东方文化带至巴黎

资料来源：公司网站 天相投顾整理

2.3.3 美加净：曲折美加净，重回复苏路

➤ 辉煌时刻

美加净创立于 1962 年，其创造了我国化妆品市场上的第一支定型摩丝、第一支防晒霜和第一支定型护手霜等，在 80 年代末期，“美加净”品牌曾一度占据了全国护肤品市场份额的 1/3，占洗发精市场近 20%，总销售额近 3 亿元，总的市场占有率达到 10%，成为名副其实的行业第一品牌。

➤ 误入歧途

在 90 年代初期兴起的与外资合作风潮中，美加净也“有幸”嫁与了洋品牌，1991 年，“美加净”商标被庄臣以合资的方式收购，作价 1200 万元。然而，在家庭清洁用品、个人护理用品以及杀虫产品方面遥遥领先的庄臣，在化妆品市场则不那么游刃有余，庄臣在接手美加净之后，其业绩一落千丈，1992 年下降到了 6000 万元。

➤ 回归

1994 年，庄臣在全球范围内进行了产品战线的调整，家化借此机会将伤痕累累的美加净购买了回来，以期恢复先前的生机。1997 年，美加净在被收回三年后，重新被评为了上海市著名商标；1998 年，美加净又获得了“中国驰名商标”称号。

➤ 复苏之路

虽然美加净在较短的时间里就恢复了驰名商标的称号，然而真正开始复苏还要到 2004 年（距离美加净的回归已有十年之久）。在 2004 年，公司加大了品牌推广的力度，随后，美加净在市场上又重拾生机。

目前，“美加净”品牌存在着一个缺陷，那就是有 4 家不同企业共用该品牌，其中上海白猫股份有限公司生产洗衣粉类产品、上海牙膏厂有限公司生产牙膏类产品、上海制皂有限公司生产香皂类产品，上海家化负责美加净化妆品的生产。每一个企业只能生产特定的美加净产品，不能跨类运作。

2.3.4 高夫——国内男士化妆品第一品牌

高夫品牌系列产品目前主要包括护肤、护发和香水系列，其在 2006 年就以 4000 万元的销售规模夺取了我国男性化妆品及个人护理第一品牌的位置；2007 年，公司成功推出了核心添加剂（沙盾聚能元），进一步提升了产品的品质；随后，对产品系列进行了再次整合，使得产品种类更加丰富；2009 年，通过邀请古天乐出任代言人，清晰地高夫品牌“年轻、时尚”的定位展示了出来，预计今年高夫系列销售额将达到 8000 万，同比增速在 30%以上。

考虑到男性化妆品市场在未来一段时间的快速成长以及目前高夫在国内的领先地位，其有望成为公司继佰草集之后，打造出的又一个十分成功的品牌。

图表 10：高夫品牌发展历程

年份	高夫品牌发展历程
1992	以我国化妆品市场第一个男性护肤品牌的名义在上海诞生
1998-2000	高夫经典系列和LEVIN系列先后上市；
2003	邀请梁朝伟担任代言人；品牌重新定位，对产品系列进行整合
2006	成为我国男性化妆品及个人护理市场的第一品牌
2007	推出品牌核心添加剂——沙盾聚能元
2008	再次整合产品系列，丰富了产品种类
2009	邀请古天乐出任代言人，彰显“更时尚、更年轻”的品牌定位

资料来源：公司网站 天相投顾整理

2.3.5 其他品牌概况介绍

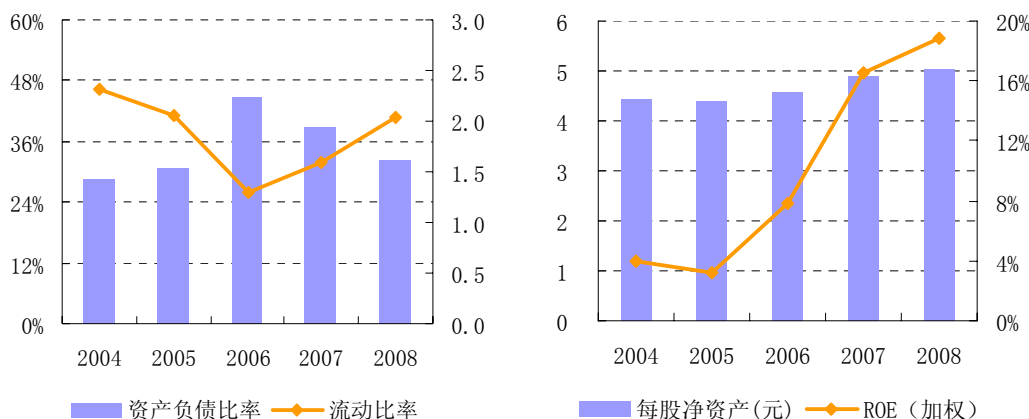
除了六神、佰草集、美加净、高夫之外，公司的化妆品品牌还包括致力于开发适合中国现代女性的护肤品清妃、代理 COTY 旗下的 Adidas 个人护理用品及香水系列（中国生产权和代理经营权）、收购的国内第一个护肤膜品牌—四川可采、拟推出的定位更为高端、主攻彩妆市场的“双妹”（1915 年获得巴拿马金奖）以及引领洗衣机槽清洁剂细分行业的家安等。

3. 公司财务分析

3.1 财务状况稳健，ROE 水平逐年提升

公司财务状况稳健，2006 年以来，资产负债率逐步下降，2008 年将达到 30%左右，公司现金流较为充裕，2005 年以来，一直未有长期负债。从净资产收益率来看，公司的加权 ROE 在 2005 年时为 4%（宝洁公司推出的激爽沐浴露对公司造成较大的负面冲击，使得公司 2005 年的 ROE 有所下降），随后逐年递增，到了 2008 年，公司的加权 ROE 已经达到 18%以上。

图表 11：公司每股净资产、加权 ROE 及资产负债率、流动比率

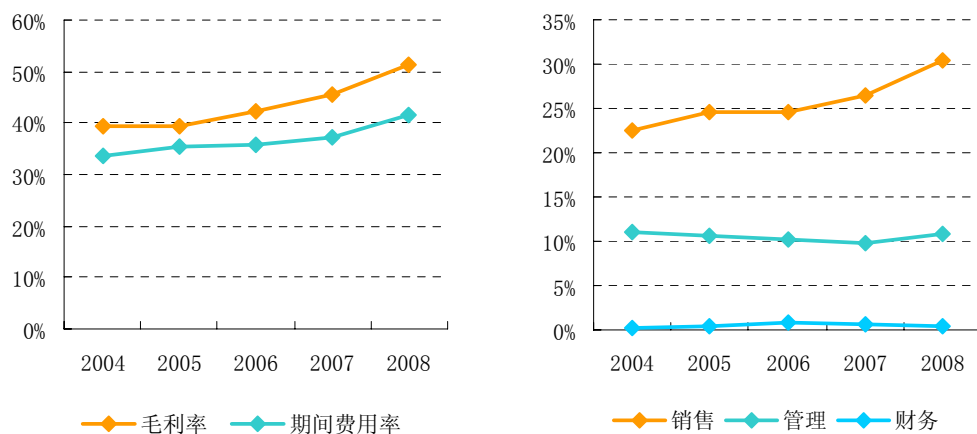


资料来源：公司年报 天相投顾整理

3.2 毛利率与期间费用率之差有扩大之势

公司聚焦中高端化妆主业战略转型以来，毛利率逐年上升，虽然期间费用率也随之上升，但由于毛利率的上升幅度更大，因此，公司的综合盈利能力提升较快；而期间费用率方面，管理费用率和财务费用率则较为平稳，销售费用率呈现出逐年递增的态势（主要是因为加大了品牌推广的力度）。

图表 12：公司毛利率、期间费用率以及三项费用率明细

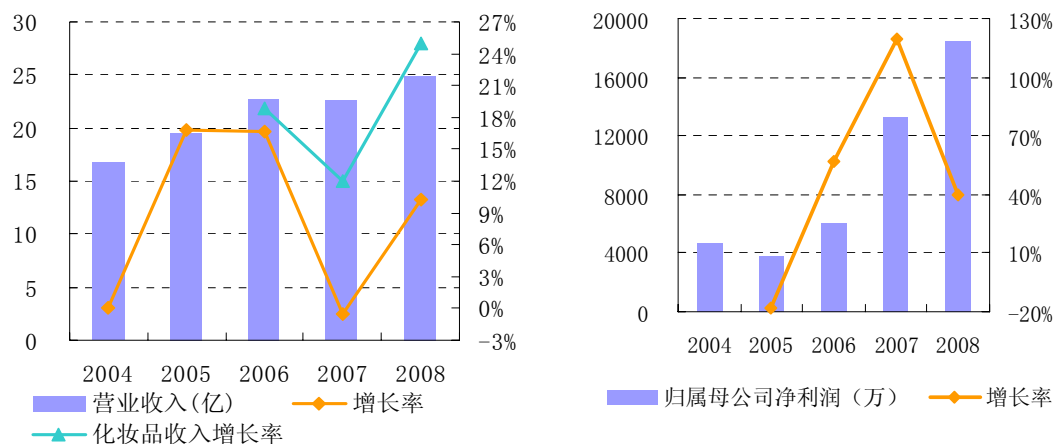


资料来源：公司年报 天相投顾整理

3.3 战略转型已见成效，净利润快速增长

在图表 13 中，我们可以较为明显地发现，自 2005 年以来，公司化妆品主业收入增速要快于财务报表所体现出来的整体增速，这主要是由于 2005 年以来，公司逐渐“剥离”了非主营业务（比如对天江药业持股比例下降，从而退出合并报表范围等），伴随着非主业的“剥离”完毕，公司未来整体收入增速将有望加快。从盈利能力方面来看，得益于战略转型（定位为中高端化妆品生产企业）的成功，公司归属母公司净利润快速增长，2005-2008 年间的复合增长率达到 68.65%。

图表 13：2004 年以来营业收入、归属母公司净利润及增速



资料来源：公司年报 天相投顾整理

4. 公司看点

4.1 股权激励已落实，提高核心团队的稳定性

截止 2008 年 4 月，公司的股权激励计划已经实施（30 万股的预留股票则在 2009 年 1 月完成），包括公司董事长、总经理等高管，中层管理人员以及员工骨干等 175 人以 8.94 元/股的价格对上市公司增资 4738.2 万元（合计 530 万股，占增资完成后公司总股本 1.75 亿股的 3.02%）。此次限制性股票激励计划的有效期为 5 年，包括禁售期 2 年和解锁期 3 年，其中至授予日起的前两年为禁售期，禁售期内，激励对象依本计划获授的限制性股票（及就该等股票分配的股票红利）将被锁定不得转让；禁售期满次日起的 3 年为限制性股票解锁期，本计划设三个解锁日，依次为禁售期满的次日及该日的第一个、第二个周年日。

图表 14：股权激励实施对象明细

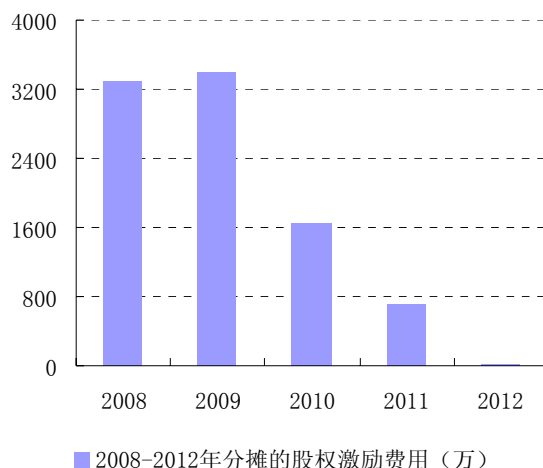
姓名	职务	人数	获授限制性股票数量	占限制性股票总量比例 (%)	占公司总股本比例 (%)
葛文耀	董事长	1	11.5	2.05	0.07
陆芝青	副董事长	1	8.7	1.55	0.04
曲建宁	总经理	1	9.6	1.71	0.05
宣平	副总经理	1	8.1	1.45	0.05
王茁	副总经理	1	8.1	1.45	0.05
丁逸菁	财务总监	1	7	1.25	0.04
冯珺	董事会秘书	1	7	1.25	0.04
其他激励对象	中层管理人员，技术、营销及管理骨干	168	470	83.93	2.68
预留	-	-	30	5.36	0.17
合计	-	175	560	100	3.2

资料来源：公司公告 天相投顾整理

化妆品属于充分竞争的行业，对于人才的争夺十分激烈，股权激励的顺利实施将有利于留住公司高管以及骨干员工（截止目前，175 名激励对象中仅有 2 人主动离职，流失率不到 1.2%），同时也有助于提高激励对象经营好公司业绩的动力，这对于公司的长远发展而言，将起到较为正面的促进作用。

股权激励费用方面，按照《企业会计准则—股份支付》的有关规定，此次股权激励计入 2008-2012 年期间的管理费用分别为 3287 万、3389 万、1636 万、705 万和 24 万元，对公司净利润水平的影响将较为有限，并且呈逐年减小之势。

图表 15：股权激励费用分摊情况



资料来源：公司公告 天相投顾整理

4.2 医药业务，或有大惊喜

4.2.1 天江药业

江阴天江药业有限公司创建于 1992 年，是中国中药配方颗粒（是将中药饮片用水提取、低温浓缩、瞬间干燥而成的单味中药颗粒系列品种，与传统的饮片相比，配方颗粒具有服用方便、便于携带、利于储存、方便调剂、质量可控等优势）研制生产企业，是国家中医药管理局指定“全国中药饮片改革试点单位”，国家药品监督管理局指定的“中药配方颗粒试点生产企业”，是国内通过 GMP 认证、规模较大的中药配方颗粒生产厂家。

➤ 家化持有天江股权占比变化一览

2002 年 4 月，上海家化出资 1607 万元受让汉股药业（上海家化集团的子公司）所持天江药业 48.89% 的股权，同时对天江药业增资 2117 万元，增资后持股比重上升至 68.92%，为绝对控股；2005 年转让了天江药业 8% 的股权，持股降至 60.92%，当年净利润为 2,336 万元；2008 年 6 月，天江药业完成增资扩股后，公司持股比例被稀释至 30.46%，已退出合并报表范围。

➤ 广东一方制药、公司高管增资扩股

2008 年 6 月，广东一方制药有限公司的三家股东：广东科达机电股份有限公司、广东省中医研究所、谭登平先生分别以各自持有的广东一方制药有限公司的股权（作价合计 1.00 亿元）增资天江药业，增资完成后，一方制药成为天江药业全资子公司。

增资前，天江药业股东上海家化持有其股权比例为 60.92%，总经理周嘉琳女士持股 25.03%，江阴市天江集团持股 14.05%；一方制药股东广东科达机电持有其股权比例为 55.26%，广东省中医研究所持股 32.46%，谭登平先生持股 12.28%。增资后，各公司持有天江药业的股权见下图。

图表 16：增资完成后，天江药业股权结构

序号	股东名称	出资比例（%）
1	上海家化联合股份有限公司	30.46
2	广东科达机电股份有限公司	27.63
3	广东省中医研究所	16.23
4	周嘉琳女士	12.52
5	江阴市天江集团公司	7.02
6	谭登平先生	6.14

资料来源：公司公告 天相投顾整理

为推进天江药业改制的进程，在今年 6 月，公司董事长周嘉琳以及谭登平以每股净资产 3.1 元为基准，各以现金方式增资人民币 1720.5 万元，共增资人民币 3441 万元，增资完成后，家化持股比重下降至 26.49%（仍为第一大股东），董事长和总经理持股比重分别增至 17.40%和 11.86%。

➤ 一方制药以及高管携手增资 或为上市铺路

家化方面曾表示，未来医药业务将以上市为最终目标，我们认为，天江和一方的携手，以及董事长和总经理的增资，或许便是迈出了上市的第一步。预计今年天江药业的营业收入将达 5 亿元，净利润在 1 亿元左右，二者的增速分别为 30%和 50%。

图表 17：规模与天江药业相似的部分医药上市公司财务概况

代码	名称	归属母公司净利润 (万)	营业收入 (万)	净资产 (万)	股价 (元)	总市值 (亿)
002198	嘉应制药	1,372	6,635	22,635	20.23	16.59
300016	北陆药业	2,605	17,722	13,323	35.86	24.34
300009	安科生物	3,455	15,649	14,864	43.03	36.15
002030	达安基因	3,911	23,920	38,531	14.95	35.99
002219	独一味	4,451	28,584	31,199	23.83	44.51
002223	鱼跃医疗	6,183	40,137	40,569	33.26	51.39

资料来源：公司公告 天相投顾整理（12 月 21 日）

图表 18: 天江药业部分产品线



资料来源：天江药业公司网站 天相投顾整理

从今年4月1日起，中药门诊煎药费和中药配方颗粒将纳入《北京市基本医疗保险和工伤保险药品目录》，参保人员产生这类医疗费用可以按照相关规定报销，这对中药配方颗粒行业而言，将起到十分积极的促进作用，作为该细分行业的龙头企业，也将获益匪浅。

2、汉殷药业

2004年，公司控股子公司上海家化医药科技有限公司出资2,475万元收购公司控股股东上海家化(集团)有限公司所持有的上海汉殷药业有限公司99%出资份额，收购后，其经营业绩未有明显改善，出现多年亏损，从而导致资产不足以清偿全部债务，因此，该公司已于2008年进行了破产清算。

3、上海家化医药科技

上海家化医药科技，作为家化医药的科研机构企业，目前已经成为家化日化板块中中草药研发的基地。

4.3 公司外延式扩张值得期待

收购可采，迈出外延式扩张第一步

公司以自有资金6522万元增资、收购四川可采化妆品51%的股权，其中以每股4.125元，合计1984万元的价格收购四川可采481万股存量股权；以4.125元，合计4538万元的价格增持四川可采1100万股的股权，目前四川可采总股本为3100万股。

收购四川可采（家化上市7年以来的第一次并购行动）将有利于增加公司收购和整合外部企业的经验和能力。

通过分析宝洁与联合利华上世纪80年代以来的成长史，我们可以较为清晰地发现，它们都是由一次次的外延式并购事件所串联成的发展史。

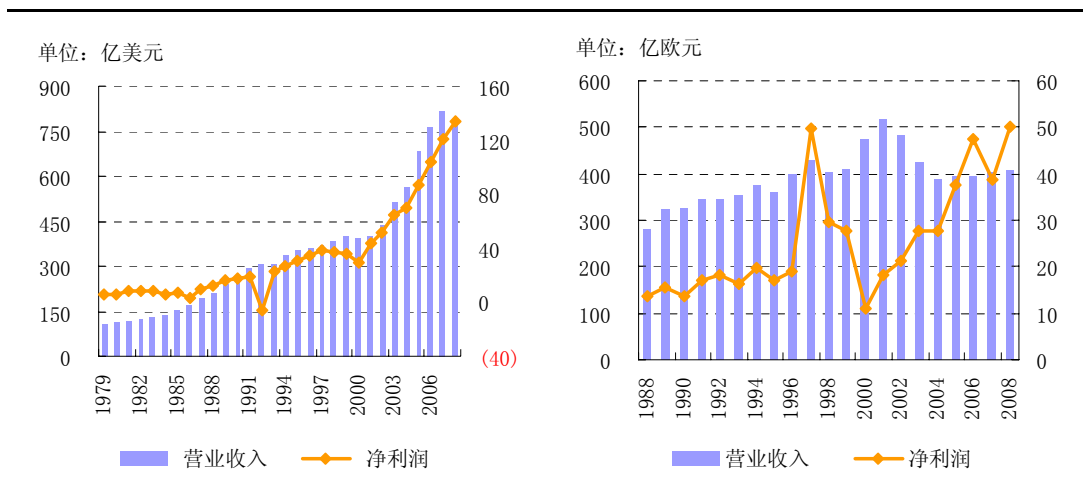
宝洁收购史

- 1985 年：以 15.5 亿美元收购理查德森-维克斯制药公司，获得了潘婷美发用品系列以及玉兰油护肤霜品牌（宝洁 1985 年销售收入为 154 亿元）；
- 1988 年：收购 Noxell 公司及其著名化妆品牌 clarion 产品，由此进入化妆品和香水市场；
- 1990 年：收购 Shulton 的产品线，拓展了男性个人护理市场；
- 1991 年：收购著名的化妆品品牌 Max Factor 和 Beatrice，进一步在国际范围内拓展其化妆品市场；
- 1996 年：收购著名的美国婴儿尿片品牌 Baby fresh，加强了其在婴儿护理用品市场上的地位；
- 2001 年：以 49 亿美元从施贵宝公司收购了伊卡璐（2000 年销售收入为 16 亿美元），并将其定位为“全球领先的染发和头发护理产品生产商”（宝洁 2001 年销售收入为 402 亿美元）；
- 2003 年 3 月：59 亿美元收购德国威娜，并购完成后将增加销售额 36 亿美元，收购威娜将使宝洁公司成为仅次于欧莱雅公司、位居欧洲专业美容市场第二把交椅（宝洁 2002 年销售收入为 433 亿美元）；
- 2005 年 1 月，宝洁在吉列的股票价格溢价 18% 的基础上，斥资约 570 亿美元收购生产剃须刀和电池的吉列公司所有股份，吉列预期在 2004 年，销售额将达到 100.3 亿美元，利润为 23 亿美元（宝洁 2004 年销售收入为 567 亿美元）。

联合利华收购史

- 1978 年：作为登陆美国的信号，公司并购了 National Starch（一家最主要的粘合剂、淀粉和特别用途化学品的生产商），这是当时欧洲公司在美国的最大的并购案例；
- 1989 年：收购了 CK 和伊丽莎白. 雅顿/Fabergé；
- 1993 年：收购了美国 Breyers 冰淇淋；
- 1997 年：收购了巴西的 Kibon 冰淇淋，售出其化学工业相关产业，包括 National Starch 和 Quest International；
- 2000 年 5 月：花费 23 亿美元收购了以经销营养食品而知名的美国最大的食品集团之一“瘦得快”食品公司；
- 2001 年 1 月：以 243 亿美元的总金额成功并购了美国百仕福食品公司，这一举动使联合利华的食品业务一举名列全球食品行业第二位；
- 2009 年 9 月：以 12.75 亿欧元收购莎莉在全球范围内的身体护理业务，以及在欧洲的清洁剂业务，该项交易预计在明年完成；
- 今年刚上任执掌帅印的新 CEO 保罗·波尔曼称联合利华在 2010 年可能会花费 25 亿欧元用于并购。

图表 19：宝洁、联合利华 80 年代以来营业收入与净利润一览



资料来源：Bloomberg 天相投顾整理

5. 盈利预测与投资评级

5.1 公司盈利预测

➤ 分产品销售收入预测

图表 20：分产品盈利预测表

单位：亿	2008	2009E	占比	2010增速	2010E	2011增速	2011E
六神	11.6	12.5	46.4%	10%	13.8	11%	15.3
佰草集	3.4	5.0	18.6%	40%	7.0	35%	9.5
美加净	2.3	2.5	9.3%	10%	2.8	12%	3.1
高夫	0.6	0.8	2.9%	35%	1.1	30%	1.4
清妃	0.8	0.7	2.6%	5%	0.7	15%	0.8
Adidas	1.9	1.5	5.4%	15%	1.7	20%	2.0
家安	0.3	0.4	1.5%	30%	0.5	30%	0.7
可采	0.9	0.7	2.6%	10%	0.8	15%	0.9
其它	3.2	2.9	10.8%	0%	2.9	0%	2.9
合计	24.9	26.9	100%	15.65%	31.1	17.09%	36.5

资料来源：天相投顾整理

➤ 毛利率&期间费用率预测

(1) 伴随着产品结构的优化（佰草集、高夫等高毛利率产品比重的加大），公司综合毛利率呈递增之势；

(2) 期间费用方面，考虑到公司将加大营销的投入力度，假设销售费用增幅将大于营业收入增幅，由于股权激励费用摊销在 2009-2011 年分别为 3389 万、1636 万和 705 万，将使管理费用率有所下降，鉴于公司财务稳健，因此假设财务费用较低并且保持平稳，综上，公司期间费用呈现出小幅上涨的态势，但其增幅小于毛利率的增幅。

综合以上因素,我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.76 元、0.97 元和 1.19 元(暂未考虑公司在外延式扩张方面的收购)。

5.2 延续“增持”评级

按 12 月 21 日收盘价 31.39 元计算,公司 2009-2011 年对应的动态 PE 分别为 41 倍、33 倍和 26 倍,考虑到公司明显受益于消费升级、良好的成长性和财务状况、股权激励的实施有利于核心团队的稳定以及外延式扩张值得期待,我们维持对其“增持”的投资评级。

从国际上知名大日化(化妆品)企业的估值来看,其 2009-2010 年的估值在 13-26 倍之间,考虑到在成熟市场里,大日化企业通过自身内涵式发展难以获得高速增长,因此,我们认为单纯以国际市场上大日化的估值来与正在快速成长中的家化进行比较是欠妥的;此外,国内主要从事化妆品生产与销售的上市公司还有索芙特,但是不论综合竞争实力还是未来的发展前景,与家化均有较大的差距,在这里我们也不就二者进行更多的对比。鉴于家化良好的成长性以及在国内市场上的稀有性,我们认为给予其适当的估值溢价是合理的。

5.3 风险提示

- (1) 国外化妆品企业进入我国市场,抢占公司市场份额的风险;
- (2) 加大品牌推广力度后,市场反应差于预期的风险;
- (3) 资本市场系统性风险。

图表 21: 国际与国内化妆品上市公司主要财务指标比较

公司	代码	总市值	股价	货币	EPS			PE		
					2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
宝洁	PG US Equity	1,791	61.3	美元	4.60	3.61	4.02	13	17	15
强生	JNJ US Equity	1,775	64.33	美元	4.69	4.57	4.93	14	14	13
联合利华	unina equity	667	22.5	欧元	1.71	1.30	1.41	13	17	16
欧莱雅	OR FP Equity	455	76.11	欧元	3.26	3.40	3.65	23	23	21
花王	4452 JP Equity	11,532	2135	日元	82.80	82.13	105.50	26	26	20
资生堂	4911 JP Equity	7,606	1855	日元	47.25	72.96	73.86	39	26	26
上海家化	600315	102	31.39	元	0.57	0.76	0.97	55	41	32
索芙特	662	19	6.68	元	0.20	0.03	0.09	33	223	74

整理来源: Bloomberg 天相投顾整理(12月21日)

图表 22：上海家化盈利预测表

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	226,080	249,350	268,620	311,455	364,692
增长率 (%)	-0.58%	10.29%	7.73%	15.95%	17.09%
减：营业成本	122,744	121,114	125,111	140,249	159,744
毛利	103,336	128,236	143,509	171,206	204,948
毛利率 (%)	45.71%	51.43%	53.42%	54.97%	56.20%
营业税金及附加	1,931	2,614	2,692	2,961	3,346
资产减值损失	1,176	887	532	654	795
销售费用	59,963	75,889	86,665	102,265	121,184
管理费用	22,298	26,845	28,905	32,143	36,964
财务费用	1,579	1,042	292	460	750
期间费用率 (%)	37.08%	41.62%	43.13%	43.30%	43.57%
加：投资净收益	1,608	1,318	2,437	3,169	3,961
营业利润	17,997	22,277	26,860	35,891	45,869
营业利润率 (%)	7.96%	8.93%	10.00%	11.52%	12.58%
加：营业外收入	1,097	1,305	1,501	1,726	1,951
减：营业外支出	104	490	420	496	580
利润总额	18,990	23,093	27,941	37,122	47,240
减：所得税费用	4,086	4,430	3,632	5,568	8,267
实际税负比率 (%)	21.51%	19.19%	13.00%	15.00%	17.50%
净利润	14,905	18,662	24,309	31,553	38,973
增长率 (%)	107.75%	25.21%	30.26%	29.80%	23.51%
净利润率 (%)	6.59%	7.48%	9.05%	10.13%	10.69%
归属母公司所有者的净利润	13,257	18,504	24,788	31,423	38,783
增长率 (%)	119.14%	39.58%	33.96%	26.77%	23.42%
少数股东损益	1,647	158	-479	130	190
摊薄每股收益 (元)	0.41	0.57	0.76	0.97	1.19

资料来源：公司年报 天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100