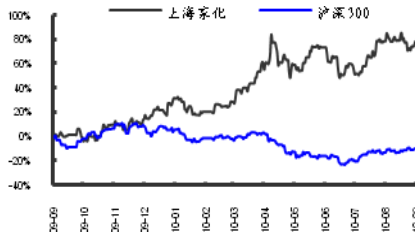


上海家化（600315）调研报告：品牌梯队布局合理，日化龙头长期稳健增长

新消费主题研究报告

首次评级：买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
上海家化	-0.1	2.8	77.9
沪深 300	3.8	7.5	-10.0

市场数据 2010.9.14

当前价格 (元)	36.62
52 周价格区间 (元)	25.82-44.68
总市值 (百万)	15491.43
流通市值 (百万)	15209.24
总股本 (万股)	42303.21
流通股 (万股)	41532.62
日均成交额 (百万)	56.63
近一月换手 (%)	8.19

新型消费研究小组

联系人：鄢祝兵
证书编号：S0350210050001
电话：0755-83704850
邮件：yanzb@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **上海家化是国内日化领军企业。**上海家化是国内日化行业的龙头企业，以自行开发、生产和销售化妆品、个人保护用品以及洗涤类清洁用品为主营业务，是中国最早的民族化妆品企业。
- **2010年上半年公司业绩符合预期，毛利率逐步提升。**2010年上半年公司实现营业收入同比增长10.7%，归属于母公司净利润同比增长10%，实现EPS为0.377元。
- **国内化妆品行业空间巨大，成长前景广阔。**在需求稳步增长的前提下，我国的日化行业正处于成长期，具有巨大的发展潜力。未来5年内化妆品行业需求增速将保持12%或更高水平。上海家化目前占国内化妆品市场份额约1%，未来上海家化有望通过内生性增长和外延式收购兼并，分享比国内化妆品行业更高的成长。
- **公司各品牌经营分析：六神作为“现金牛”，稳健增长。美加净中规中矩，稳健经营。佰草集高速增长，公司业绩增长主要源泉。高夫成长迅速，男士日用品前景广阔。高夫成长迅速，男士日用品前景广阔。双妹剑指高端。玉泽未来成长空间广阔。**上海家化的品牌组合还体现了稳定现金流入与增长的平衡。六神和美加净是“现金牛”，可贡献稳定的现金流，未来3-5年佰草集仍将是最大的增长推动力。家安、高夫等新品牌以及双妹品牌则正处在品牌培育阶段，未来几年有望贡献较高增长。
- **股权激励留住核心关键人才，集团股权或将转让提升整体竞争力。**机制的问题一直都是制约家化发展的最大问题。未来集团股权如果股权转让完成将提升公司整体综合竞争力。
- **盈利预测与投资评级。**我们预测公司2010年~2012年EPS分别为0.77元、1.08元、1.49元，公司目前股价对应于未来三年内的动态PE分别为47、33、24左右，公司属于典型攻防兼备的防御性品种，我们首次给予公司买入的投资评级。

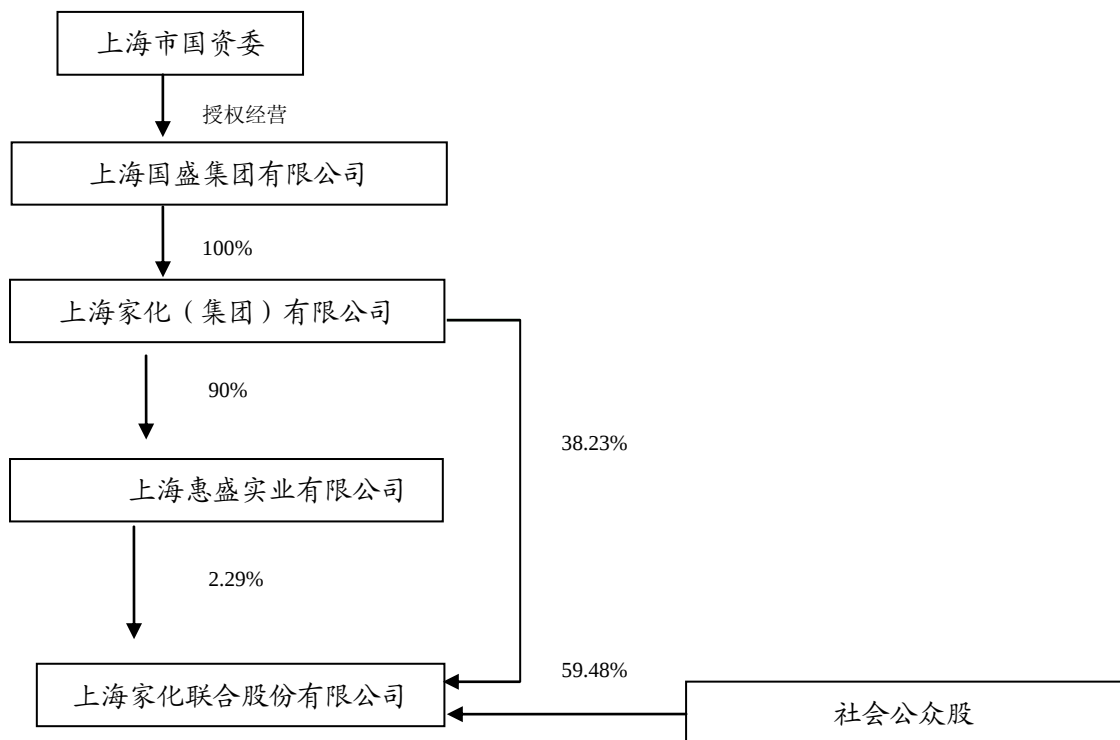
预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	2,697	3,332	4,134	5,241
营业利润 (百万元)	286	392	555	767
净利润 (百万元)	233	325	457	629
摊薄每股收益 (元)	0.55	0.77	1.08	1.49
摊薄每股净资产 (元)	4.05	4.75	5.74	7.09
加权平均 ROE (%)	17.68%	21.03%	24.49%	27.26%

上海家化是国内日化领域领军企业

上海家化是国内日化行业的龙头企业，以自行开发、生产和销售化妆品、个人保护用品以及洗涤类清洁用品为主营业务。上海家化前身是成立于 1898 年的香港广生行，是中国最早的民族化妆品企业。

2001 年，上海家化在上海证券交易所成功上市。资本平台的搭建，为家化走向世界舞台奠定了坚实基础。六神、美加净、佰草集等多个知名品牌组成了家化品牌部落，分别占据了各自细分市场的领导地位，其强大研发和品牌实力体现出综合竞争力，使得家化成为唯一能与国际同行展开全方位竞争的本土日化企业。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司资料 国海证券研究所

表 1 上海家化的产品组合

品牌	定位	产品组合
六神	大众市场	沐浴
佰草集	中高端	个人护理

美加净	大众市场	个人护理
清妃	中端	个人护理
高夫	中端	男士护理
阿迪达斯 (Addias)	大众市场	个人护理和香精产品分销
可采	大众市场	中药配方面膜
家安	大众市场	家用卫生
珂珂	大众市场、年轻女性	时尚化妆品
双妹	奢侈品	个人护理
玉泽	药妆	个人护理

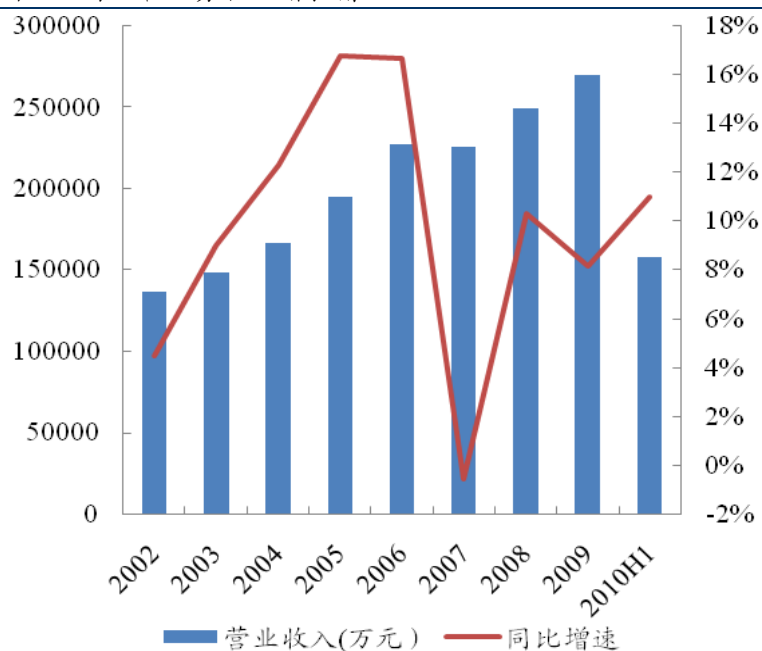
资料来源：国海证券研究所

2010年上半年公司业绩符合预期，毛利率逐步提升

2010年上半年公司实现营业收入15.8亿元，同比增长10.7%，营业利润为1.7亿元，同比增长6.2%，归属于母公司净利润1.59亿元，同比增长10%，实现EPS为0.377元。公司2010年上半年通过优化产品销售结构，加强研发、采购、生产、物流等环节的成本管理，公司毛利率提高1.4个百分点达到53%，公司2010年上半年销售净利率达到9.68%，公司管理费用率出现一定幅度下滑，而公司上半年加大佰草集等广告的投入费用使得公司销售费用率提升3%。

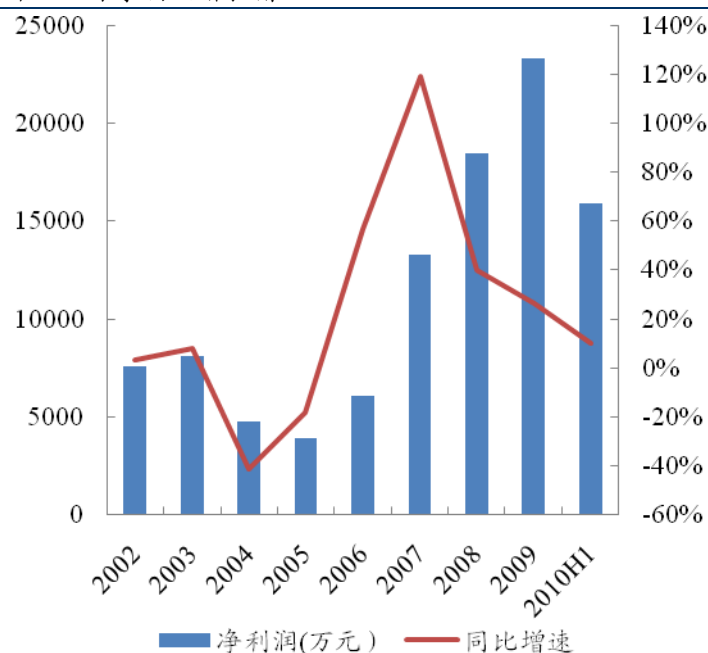
2010年上半年公司主营业务收入来自于六神、美加净、佰草集、清妃、高夫、Addias、家安等系列产品。目前，六神和佰草集两种产品占公司营业收入和营业利润总比重均超过65%，为公司主要收入和利润来源。

图2 公司主营业务收入增长情况



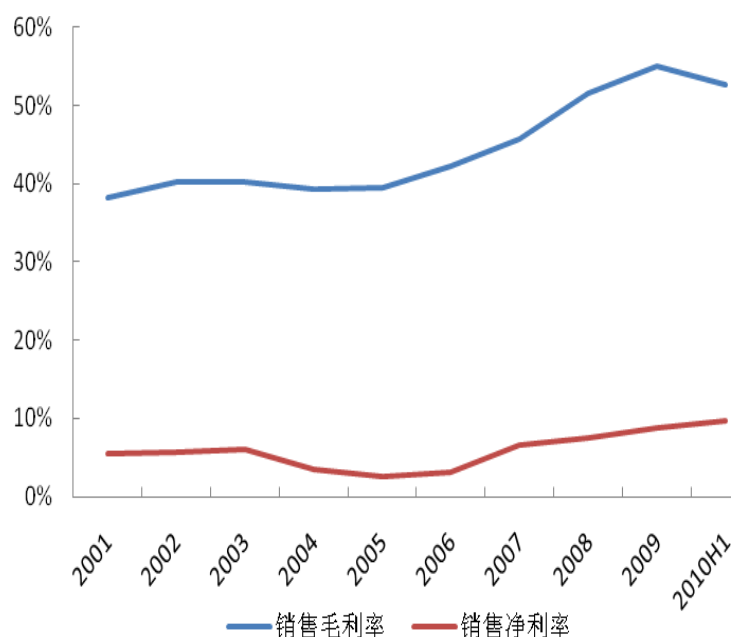
资料来源：公司资料 国海证券研究所

图3 公司净利润增长情况



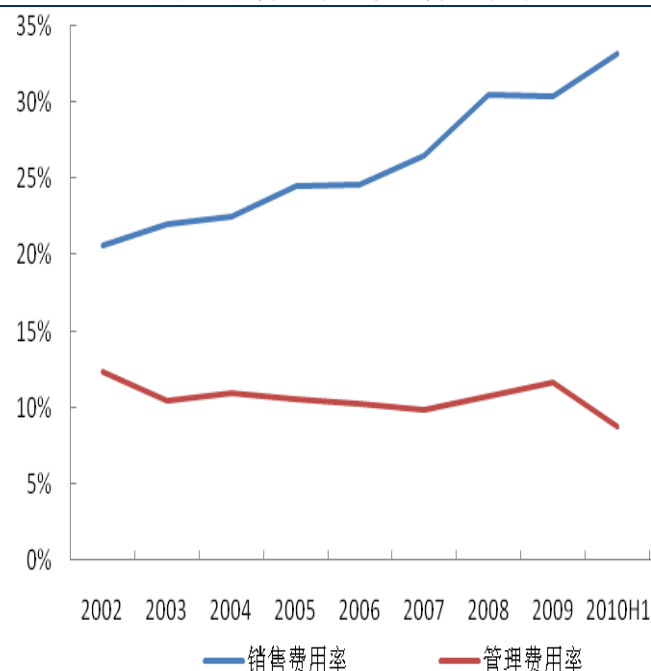
资料来源：公司资料 国海证券研究所

图4 公司近年来销售毛利率和净利率情况



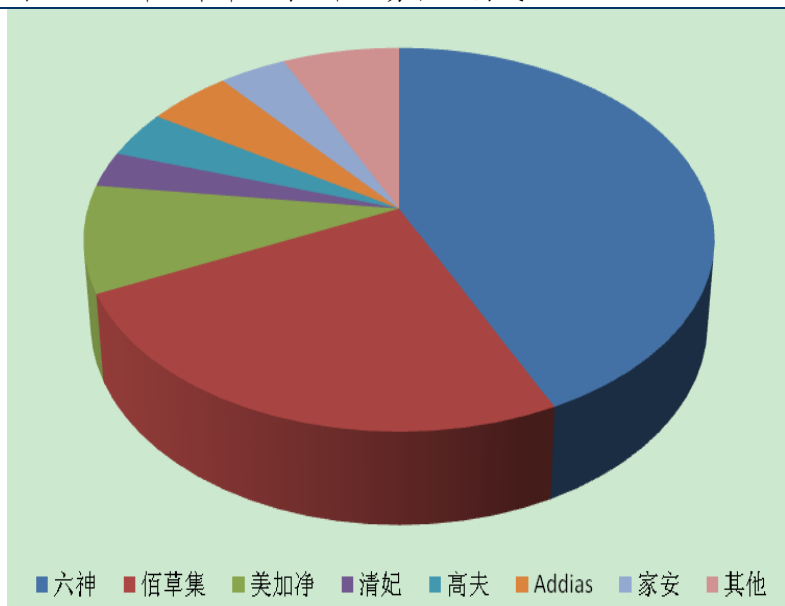
资料来源：公司资料 国海证券研究所

图5 公司近年来销售费用率和管理费用率情况



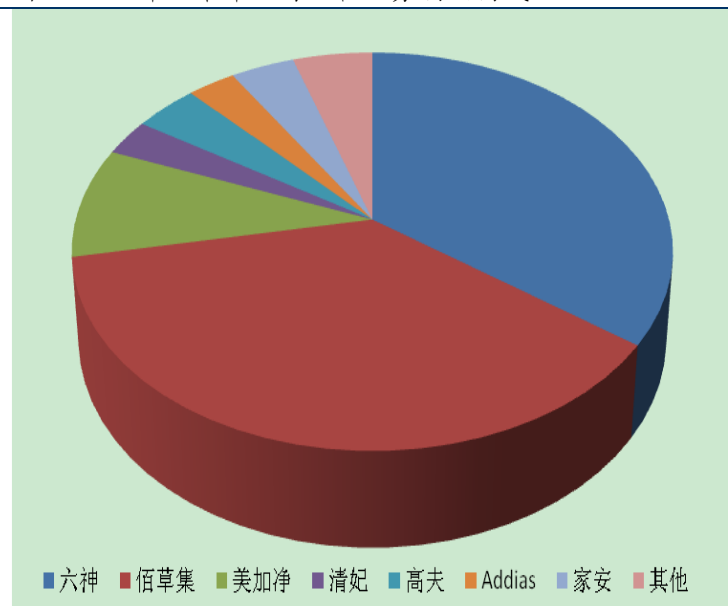
资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 6 2010 年上半年公司主营业务收入构成



资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 7 2010 年上半年公司主营业务利润构成



资料来源：公司资料 国海证券研究所

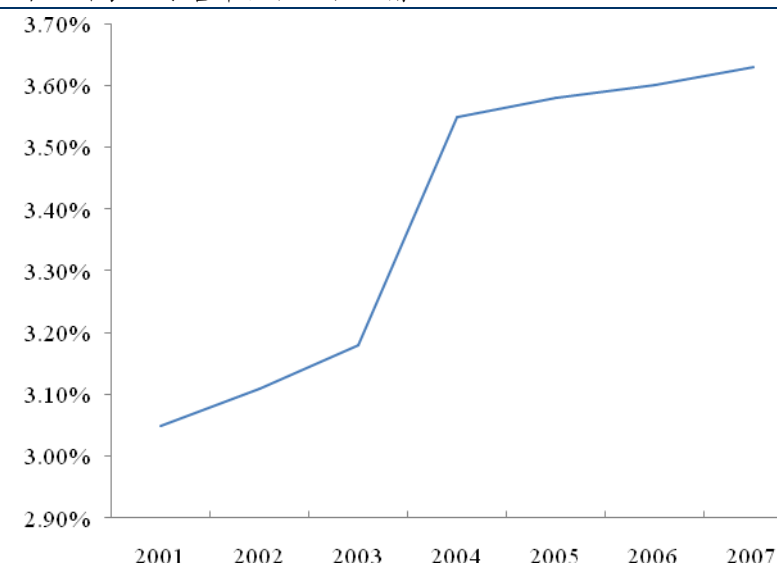
国内化妆品行业空间巨大，成长前景广阔

日化产品消费稳定，国内化妆品市场尚有较大空间

日化行业与居民生活息息相关，产品涵盖了日常生活的各个领域，市场整体需求稳定，受经济周期的影响较小，具有很强的防御性。日化行业的使用寿命很长，较长时间都不会进入衰退期。在需求稳步增长的前提下，我国的日化行业正处于成长期，行业处于快速上升途中，并且具有巨大的发展潜力，以化妆品业为例，2006 年中国超越法德成为全球第三大化妆品市场，但人均化妆品消费额仅为 28 元/年，与发达国家人均 36-70 美元的年消费额相比差距十分明显。

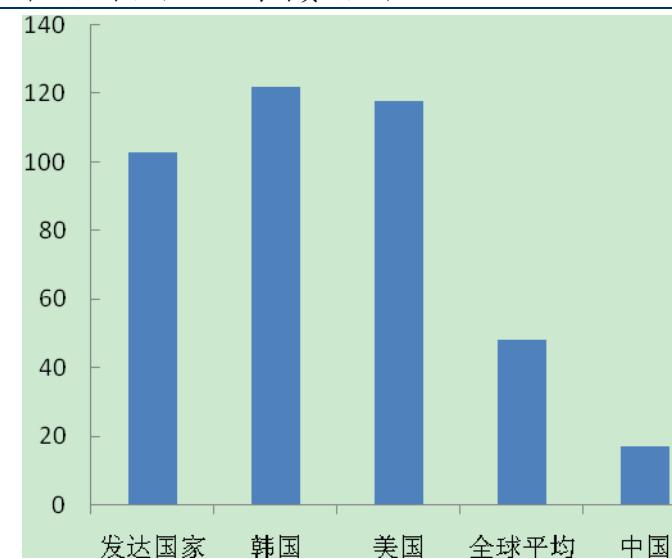
通过比较欧元区、日本、韩国、巴西等国家和地区人均 GNI 和居民消费率（居民最终消费占 GDP 的比率）的变化情况，我们发现在人均 GNI 达到 3000 美元之后，居民消费率呈现上升趋势。1978 年我国人均 GNI 只有 190 美元，2001 年突破 1000 美元，2007 年又迈上新的台阶，达到 2360 美元，比 1978 年增长了 11 倍，2007 年相当于世界平均水平的 29.7%，比 1978 年提高了 19.6 个百分点。2008 年我国人均 GNI 达到了 2940 美元，已经接近了 3000 美元的临界点。从欧元区、日本、韩国、巴西等国家和地区的经验数据来看，我国居民消费率在未来一段时间内将逐步上升。通过 2001-2007 年国内化妆品在非零售食品中销售占比中我们可以看出，随着销售水平提高，化妆品的销售比重逐步提升。

图 8 非食品零售中化妆品占比情况



资料来源：国海证券研究所

图 9 全球化妆品人均消费额比较

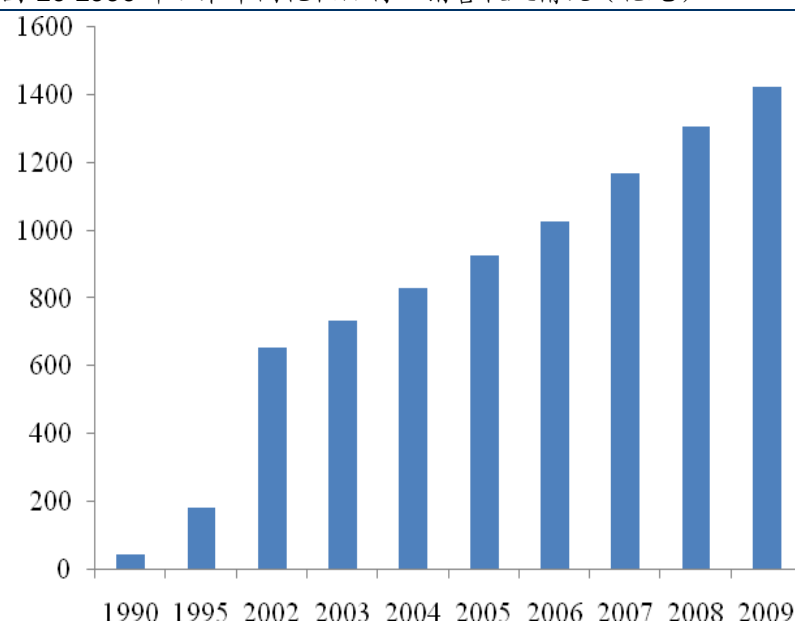


资料来源：国海证券研究所

国内化妆品行业未来需求增速有望保持在 12% 以上

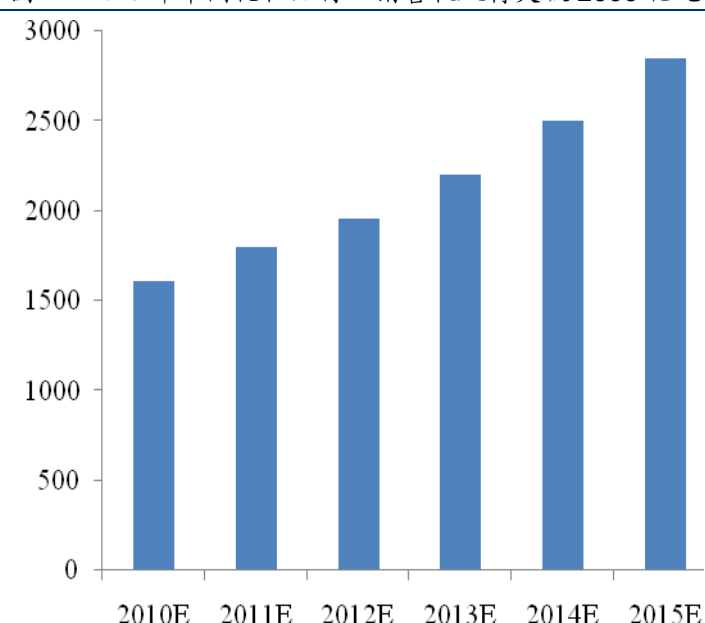
近 20 年国内化妆品行业销售收入年均增速达到 20% 左右，近 10 年化妆品行业年均需求增速为 11.8%，根据中国香料香精化妆品工业协会统计数据显示，1990 年我国化妆品销售额仅为 40 亿元，而 2009 年达到 1425 亿元，在 19 年间化妆品销售收入增幅达到 35 倍，年均增速超过 20%。根据香料香精化妆品工业协会预测，未来 5 年内化妆品行业需求增速将保持 12% 或更高水平，预计到 2013 年国内化妆品行业销售额将突破 2000 亿元，国内化妆品行业增速将远超全球平均水平。

图 10 1990 年以来中国化妆品行业销售收入情况（亿元）



资料来源：国海证券研究所

图 11 2013 年中国化妆品行业销售收入将突破 2000 亿元



资料来源：国海证券研究所

国内日化产业在未来5年内正式进入繁荣期，发展潜力和利润空间都非常巨大，随着跨国集团收购步伐的加快，引发众多产业巨头介入日化行业，未来几年内，行业的整体规模将进一步扩大。

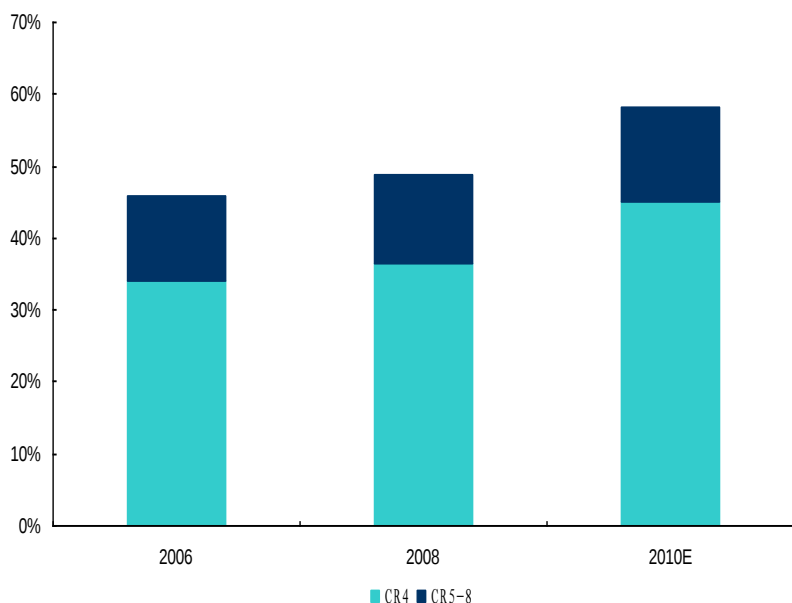
国内二三线城市及农村化妆品市场前景广阔

目前中国高端化妆品市场规模仅占化妆品市场总规模的约 4%。真正决定未来势力市场划分的是低端市场。目前我国县市级城镇和农村消费量占全国消费总量 69%，是中心城市消费量的两倍以上。随着国家农民增收政策的实施与推进，农村居民的收入和消费增长大部分时间内都已经超越了城市的增长，众多的二三线城市以及农村市场将给中国化妆品行业带来更加广阔的增长前景。我们认为，未来五年二三线城市以及农村市场日化行业整体收入有望保持 18%以上的增速。

外资品牌占据霸主地位，上海家化扛起内资日化企业大旗

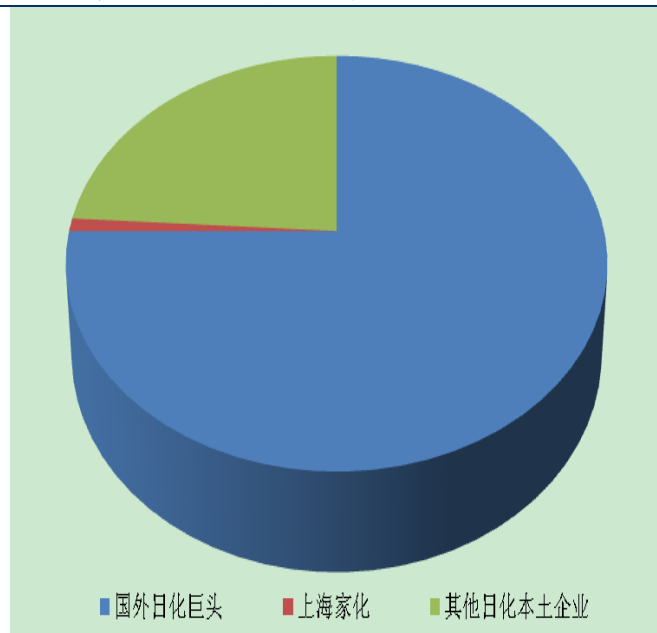
随着化妆品市场容量的快速扩大，外资巨头们基本上在国内都形成了研发和生产中心，跨国公司利用其在化妆品市场先进的技术、雄厚的资金占领了国内中高端市场，2008 年本土化妆品企业数量占比超过 70% 却仅贡献 20% 左右是收入，而外资（含合资）企业仅占 30% 左右的数量却贡献了 80% 收入。在 2009 年国内大众化妆品品牌关注度最高的前 10 位品牌中，只有自然堂为国产品牌，而关注度最高的十大高档化妆品品牌则全为外资巨头所占据。

图 12 中国日化企业市场集中度将逐步提高



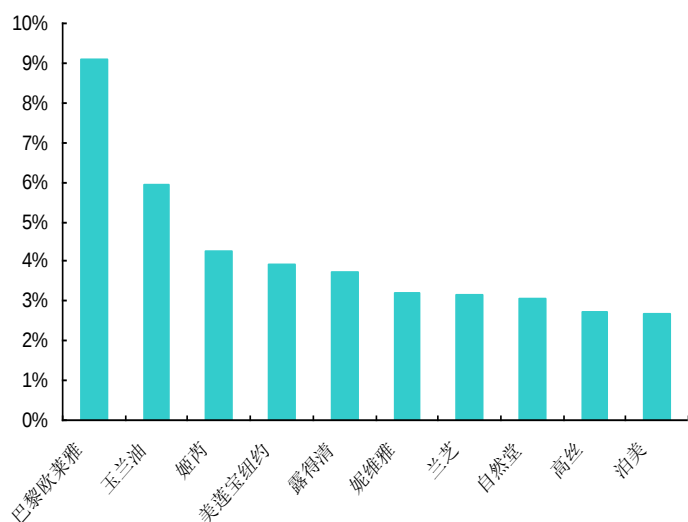
资料来源：迪赛顾问 国海证券研究所

图 13 中国日化行业市场分布



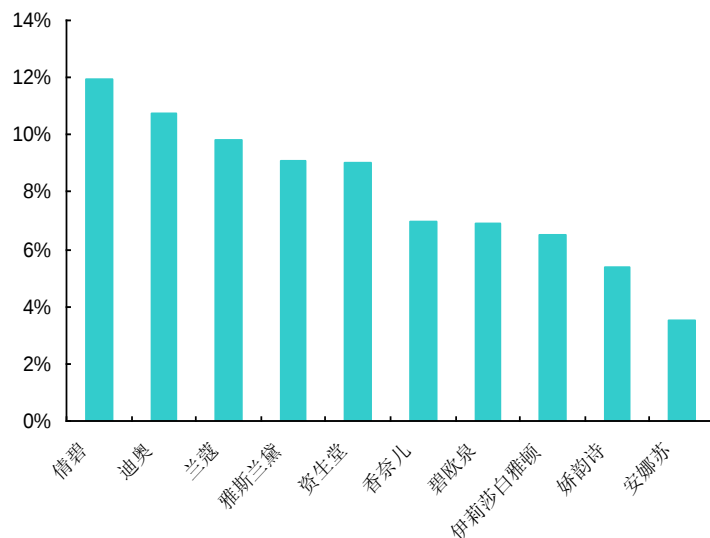
资料来源：国海证券研究所

图 14 2009 年中国大众化妆品品牌关注度排名



资料来源：国海证券研究所

图 15 2009 年中国高档化妆品关注度排名



资料来源：国海证券研究所

我们认为，抗周期性为消费品公司提供了平稳的内生性增长，日化行业分散的竞争格局为优秀企业做大做强创造了良好的外部发展机会。上海家化目前占国内化妆品市场份额约1%，未来上海家化有望通过内生性增长和外延式收购兼并，分享比国内化妆品行业更高的成长。

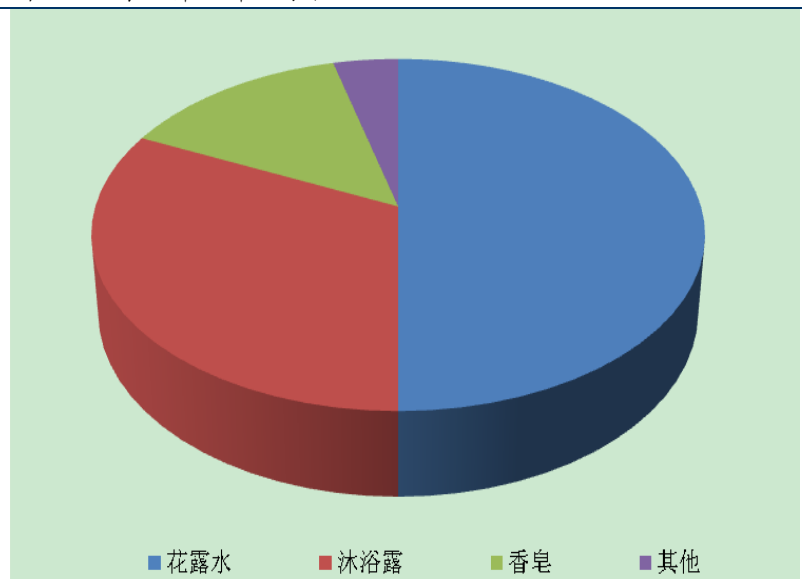
公司各品牌经营分析：六神作为“现金牛”，稳健增长

六神是上海家化的首个品牌，有50多年的历史。产品包括花露水、沐浴露、香皂、香体露和洗发水，其中花露水占比最高，约占总收入的50%左右，沐浴露占30-40%，香皂占比14%。公司六神品牌定位于大众市场，传递清新洁净夏日的产品形象。

上海家化六神产品主要在超市和大卖场销售，同时在郊区/农村地区的小零售店中有售。公司设立了7个地区性分部来分销六神产品。目前在全国有数万个销售点，其中半数为自营，其余由分销商经营。六神品牌在国内的知名度较高，六神品牌旗下目前有几个SKU（单品），六神在国内花露水和沐浴露产品市场的占有率分别为60%和7%。

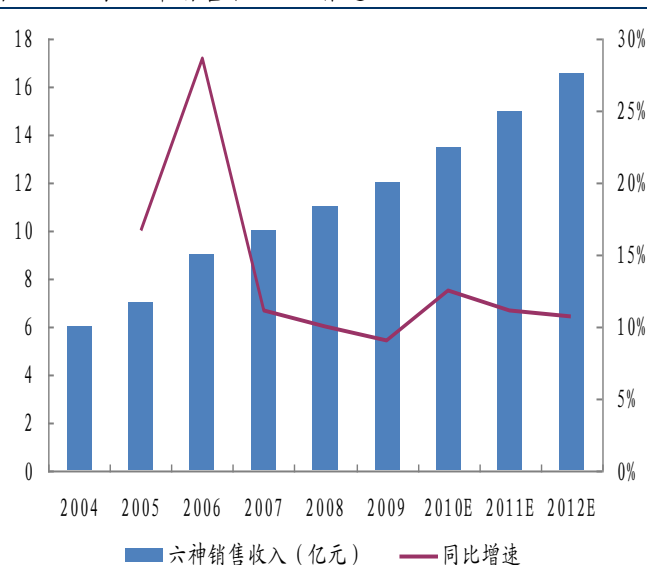
2009年六神销售收入为12亿元，贡献公司销售总收入的50%，六神毛利率约为45%，2010年上半年受到长江流域入夏推迟等不利因素影响，公司2010年1-6月六神销售收入约为6.8亿元，较去年同期仅增长1%左右。六神多年来持续为公司提供稳定“现金牛”，我们预计，六神未来仍然维持好于日化行业2个百分点的增长，预计未来年复合增长率为11%左右。

图 16 公司六神品牌细分占比



资料来源：国海证券研究所

图 17 公司六神销售收入及增速



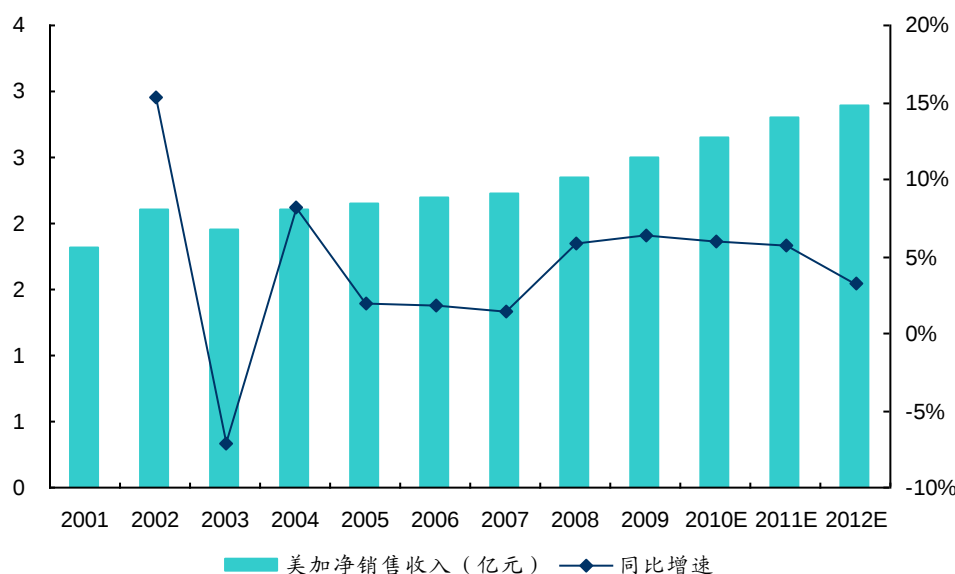
资料来源：国海证券研究所

公司各品牌经营分析：美加净中规中矩，稳健经营

美加净创立于 1962 年，在 20 世纪 60-90 年代美加净系列产品曾经是 国内销售量最大、知名度最高的品牌，90 年代高峰期时市场占有率达 20%。然而经历了与美国庄臣合资失败，美加净品牌曾被打入冷宫，加上护肤品市场竞争激烈、美加净品牌经理调换频繁、品牌定位不清楚，从 2001 年开始其年销售收入就基本维持在 2 亿元左右，增速缓慢。

目前家化正在策划品牌的复兴计划，通过代理商将产品往乡镇及中小城市推广，在营销手段上采取电视广告和促销活动相结合的方式。美加净也面向大众市场，但更专注于护肤品，平均售价在 10-50 元。美加净的主要竞争对手是本地大众市场护肤品牌如小护士和大宝。我们认为，美加净的品牌在国内认可度还是比较高的，占公司销售比重也比较大，未来还是有可能通过推出新产品提升整体品牌的盈利能力，保守预计未来美加净保持与日化行业同步增长，未来几年内美加净销售收入年均增速保持在 10% 左右水平。

图 18 公司美加净销售收入及增速



资料来源：国海证券研究所

公司各品牌经营分析：佰草集高速增长，公司业绩增长主要源泉

20世纪80年代中国化妆品市场就全面开放，这对中国化妆品行业是致命打击，国内日化被打得一败涂地，全部打光，上海家化是里面仅存的，再捡起来，努力开始做起来，2004-2005年佰草集起来了，才勉强在国内中高端市场有了立足点。佰草集无疑是中国最成功的国产护肤品牌，目标客户是20岁-35岁中高收入的时尚女性。佰草集产品的独特之处在于“糅合中草药精华与现代生物科技的最新成果”，产品设计也宣扬中国平衡之美。

佰草集旗下产品丰富，洗发、沐浴露、精油、护肤品、面膜在内总共共有200多个单品，在产品类别上，佰草集与碧欧泉、欧舒丹等竞争对手无太大区别。到目前为止，佰草集品牌在全国共有700多家经销店，其中30%为上海家化自营店，其余为加盟店。目前已覆盖了中部和东部的一线、二线城市，未来要做的是在二、三线城市布点。我们认为，随着人们消费水平逐步提高，定位于中高端的佰草集在二、三线城市的市场空间很大。未来找不到加盟商的情况的话会考虑自营，如果有合适的加盟商公司会优先考虑。

2008年佰草集销售收入超预期实现增长78%，毛利率达到70%，2009年佰草集收入增长在45%，实现销售收入5亿多元，绝对收入增长1.5亿元，2010年上半年佰草集实现45%左右的销售收入增长，毛利率超过70%。下半年随着新品的不断推出和持续的广告营销，预计全年收入

增速维持在50%左右。

2008年，佰草集产品通过与法国化妆品零售店丝芙兰(Sephora)的合作打入欧洲市场。在登陆法国市场后的首月，清肌养颜太极泥面膜就一举成为五大畅销产品之一，佰草集品牌也进入十大畅销品牌。到2010年6月，佰草集产品已进入法国、荷兰、西班牙和土耳其的80多家丝芙兰门店。除零售店之外，佰草集还开设佰草集SPA会所，提供面部身体护理服务兼售佰草集产品。截止目前，上海已开设5家佰草集SPA会所，北京也开设1家。

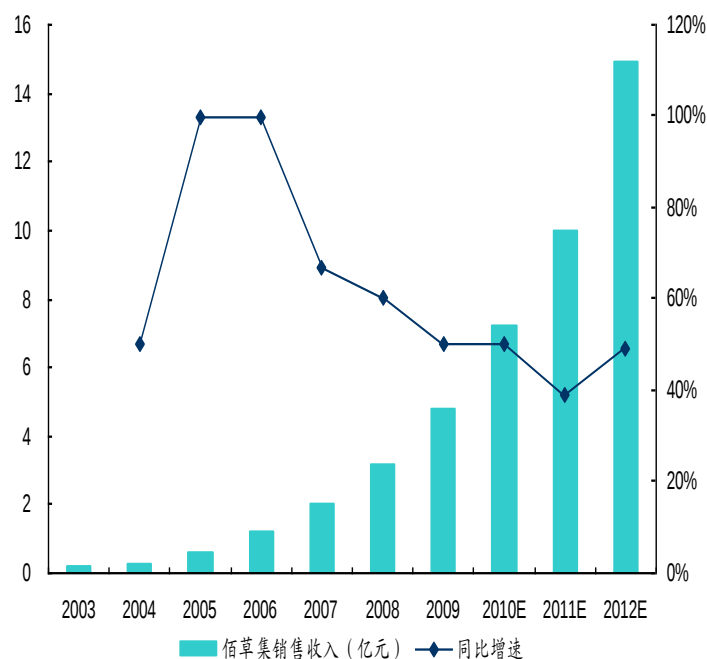
我们预计佰草集未来三年内仍将保持45%-50%的收入增长。我们认为佰草集未来收入增长来自两个方面，第一个方面来自于专卖店数量的增长，从而不断提高市场覆盖率和消费人群的数量，而第二个方面则是在第一个方面的基础上不断的加大家化产品研发投入，加大品牌推广力度、提高产品知名度，不断推出符合消费者需求、吸引消费者眼球的新产品。相比专卖店数量的增长，我们更看好单店单产和新产品投入市场给佰草集带来的业绩增长，例如2010年3月，佰草集10年新产品太极·日月·蕴美精华（护肤霜、面膜），在3月份当月就占到佰草集零售额的6%。

图 19 2010 年 3 月新品太极泥·日月·蕴美精华



资料来源：国海证券研究所

图 20 公司佰草集销售收入及增速



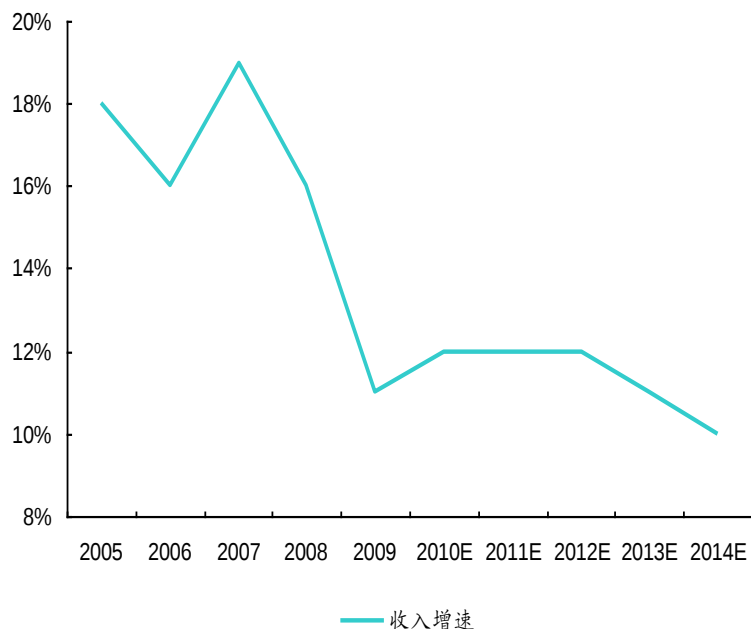
资料来源：国海证券研究所

公司各品牌经营分析：高夫成长迅速，男士日用品前景广阔

高夫是上海家化1992年开发的针对男士用品品牌，2003年经过品牌再定位，并请梁朝伟为品牌代言人，成功地将一个上市十年的大众化的低档男士化妆品改造成一个走商场专柜路线的中高档男士化妆品，高夫是中国首个男士护肤品牌。目前公司有专门的研究团队跟踪研究男士化妆品领域。08年高夫收入为6000多万元，09年高夫收入8000万元，增长40%，毛利率达到60%，呈现较好的增长态势。高夫品牌2010年上半年的销售增长超过30%，预计下半年增长更高，因为这是传统旺季。

男士化妆品近几年是化妆品领域增长最快的领域，这一方面来自于男士越来越趋向于关注化妆品，另一方面也是国外在中国对于男用化妆品市场的大力推动。Euromonitor预测2009-2014年男士护肤品市场年均复合增长率是护肤品市场整体年均复合增长率的两倍。公司目前高夫品牌的形象代言人是古天乐（平面媒体，原来梁朝伟，身价涨得高了，改用古天乐，且古更年轻一些，符合品牌定位），公司未来将力争培育目前尚属于二类的高夫品牌，抓住细分市场的机会，综合考虑我们保守给予未来三年35%-40%左右的增长。

图 21 国内护肤品市场销售收入预期增速



资料来源：Euromonitor 国海证券研究所

图 22 国内男士护肤品销售收入增速



资料来源：Euromonitor 国海证券研究所

公司各品牌经营分析：清妃增长较为平缓

清妃始于二十世纪九十年代初，是上海家化进入中高端护肤品牌市场的首次尝试。清妃和高夫共用分销渠道，拥有460多个销售点。目

前这两个品牌主要在二线百货商场销售。上海家化计划将清妃的销售渠道扩展至低线市场并开设专营店。2008年清妃销售收入7800万元，2009年和2008年基本持平，清妃的目前的毛利在60%以上，公司认为在清妃上面是走了弯路的，出来的时候，走百货渠道，品牌设计偏成熟女性，和资生堂、羽西构成了正面竞争，我们认为清妃在产品定位上面较佰草集还不够清晰，谨慎给予未来两年8%左右的增速。

公司各品牌经营分析：双妹剑指高端

上海家化2010年的新尝试是推出首个高端化妆品牌双妹。该品牌是上海家化的传统品牌，曾是二十世纪初上海最受欢迎的产品。上海家化将双妹定位在与雅诗兰黛和兰蔻类似的水平，产品种类更加广泛，包括护肤、彩妆、身体护理和配饰等。

双妹定位比佰草集更高，是家化进军高端品牌的一个利器。为了将双妹打造成时尚奢侈品牌，家化还牵手蒋介石曾孙蒋友柏的橙果设计公司，全程负责双妹的全新LOGO、产品包装及店铺设计。新双妹也不会沿用100年前的老配方，所有配方都将经过重新研发。目前双妹已有40多个单品，首个双妹门店已于今年8月下旬在上海外滩开张。由于双妹定位为高端品牌，该品牌仅在专营店有售，并无积极开店计划。最近两年双妹对业绩贡献较小。

公司各品牌经营分析：玉泽未来成长空间广阔

2003年，家化与上海瑞金医院建立了研究合作项目，研发医药护肤产品准备进入药妆市场，药妆是其产品线上的最后一个空白。测试做了3年，产品效果比较好，具备了推广的基础，家化下一个目标是打造药妆品牌玉泽。其竞争对手是雅漾、薇姿和理肤泉，光这三个品牌就已经占有了中国药妆市场60%的份额，并且每年以30%的速度增长。

Synovate 市场研究数据显示，2008年中国药妆市场的年增长率在10%至20%之间，到2010年，中国化妆品市场销售总额可达到1200亿元左右，其中药妆销售额将达480亿元。我们相信未来玉泽将是公司新的增长重要来源。

公司各品牌经营分析：家安成长迅速

家安是专门针对家居环境整洁推出的品牌，符合公司一贯致力于开发细分市场的战略，目前已开发出洗衣机槽清洁剂、空调消毒剂、管道养护剂、管道疏通剂、卫浴除菌清洁剂等特色产品，其中空调清洗有发明专利，长期来看随着人民生活水平的提高，人们对于健康和安全的

越来越关注，家庭环境整洁产品的需求必将不断增长。

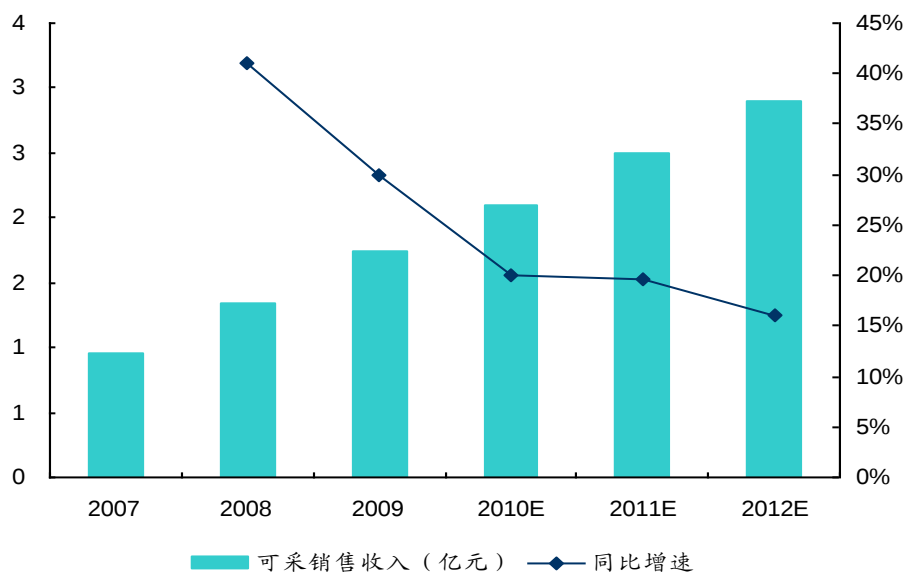
2008年家安收入为1600万，2009年3000万元，2010年上半年家安实现营业收入约6000万元，我们认为随着人均收入水平提高，消费升级，这一块市场空间比较广阔，我们预计未来三年同比增长在50%-100%，毛利在60%以上。

公司各品牌经营分析：收购可采迈出外延式扩张第一步

上海家化于2008年3月迈出了品牌并购第一步，以自有资金6521万元增资收购四川可采化妆品股份有限公司51%的股权。可采以中草药贴膜类产品为核心，是国内第一个护肤膜品牌，开发了面贴膜、眼贴膜等产品。家化通过收购四川可采，进入护肤膜这一增长较快的细分市场，并对可采进行战略整合，在进一步拓展销售渠道及丰富产品线的同时提升品牌形象，力争成为中国膜类的领导品牌，丰富公司的品牌资产组合。

护肤膜在过去几年中市场容量每年平均增长30%左右，目前已超过10亿元，预计未来仍将快速发展，2012年达到30亿元。目前可采在护肤膜类别中的市场份额排名第二，渠道基本集中在屈臣士、家乐福等全国大型连锁超市(KA渠道)，销售情况良好，多年来居于屈臣士面膜类销售冠军位置。今年7月份，公司完成可采的管理团队、技术人员和营销人员重新整合，至此迈出外延式收购整合的关键一步，我们未来对于公司外延式收购有更多期待。

图 23 四川可采销售收入及增速



资料来源：国海证券研究所

公司打造品牌金字塔，实现稳定现金收入与持续增长平衡

上海家化目前从最底部的大众市场花露水品牌到积极推出高端品牌，上海家化成功打造出一座品牌金字塔。通过不同档次的品牌产品，上海家化能够抓住不同收入群体的需求，充分受益于工资增长和消费升级主题。工资上涨后，原来的大众品牌消费者可能会换到中档品牌，而原来的中档品牌消费者将换到更高档的品牌。上海家化拥有一个健全的品牌金字塔，能够满足消费者不同档次的品牌需求，从而将消费者挽留在其品牌家族内。

上海家化的品牌组合还体现了稳定现金流入与增长的平衡。六神和美加净是“现金牛”，可贡献稳定的现金流，但因其已经在各自市场占据最大份额，仅能实现略高于行业平均水平的增长。未来 3-5 年佰草集仍将是最大的增长推动力。家安、高夫等新品牌以及今年 8 月面市的双妹品牌则正处在品牌培育阶段，接下来几年有望贡献较高增长。

参股天江药业贡献稳定收益

公司目前持有天江药业股份为 26.49%，为天江药业第一大股东。天江药业 08 年 6 月 23 日合并广东一方，新的天江药业成为中药颗粒配方领域的绝对龙头老大，这是一个新兴的中药细分市场，成长性较好。估计未来年增速保持保持 30%~50%。如果未来全国建立中药颗粒配方标准，各地均纳入医保范围，实现 50%~100% 的增长均有可能。如果天江药业按 40% 的年增长率估算，2010 年天江净利润可望达到 1.8 亿元，上海家化 10~12 年的收益分别估计为 4700 万元、6600 万元和 9300 万元，如果天江药业未来成功上市，这一块的股权价值可以达到 15-20 亿左右。

股权激励留住核心关键人才，集团股权或将转让提升整体竞争力

上海家化股权激励的实施对留住公司核心人员起到了作用。家化董事长葛总则是把家化当作孩子一样来看待。现在国人从外企回流国企、民企的现象也越发明显。公司改制目前仍无定论，公司认为战略投资者也好、财务投资者也好，只要能够去国有化就行，机制的问题一直都是制约家化发展的最大问题。未来集团股权如果股权转让完成将提升公司整体综合竞争力。

盈利预测

未来随着公司主要品牌的销售收入不断提升，毛利率也有望稳中

有升，公司未来三年内业绩持续增长可期。我们预期未来3年公司六神收入增速保持在10%-11%，六神毛利率50%；美加净收入增速保持在10%左右，毛利率为56%；佰草集销售收入增速50%，毛利率为76%；高夫收入增速保持在40%，毛利率为60%；家安收入增速保持在50%；清妃和可采收入增速保持在5%，我们预测公司2010年、2011年、2012年EPS分别为0.77元、1.08元、1.49元。

表 2 利润表预测（百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,697	3,332	4,134	5,241
减：				
营业成本	1,215	1,501	1,798	2,211
营业税金及附加	24	30	37	47
销售费用	819	1,013	1,257	1,593
管理费用	315	390	484	613
财务费用	2	-2	-2	-3
资产减值损失	58	8	6	12
加：				
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	22	0	0	0
营业利润	286	392	555	767
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	295	401	564	776
所得税费用	56	76	107	147
净利润	239	325	457	629
归属于母公司所有者的净利润	233	325	457	629
少数股东损益	6	0	0	0
EPS（元/股）	0.55	0.77	1.08	1.49

资料来源：国海证券研究所

投资建议

随着 2005 年佰草集业务的转向，上海家化成功从大众市场家用产品生产商转型为中高端个人护理产品公司。在 51% 的 2006-2009 年净利润年均复合增长率推动下，该股经历了明显的估值提升过程。我们预测公司 2010 年~2012 年 EPS 分别为 0.77 元、1.08 元、1.49 元，公司目前股价对应于未来三年内的动态 PE 分别为 47、33、24 左右，公司未来三年内保持年均 35% 以上的净利润增速，六神和美加净是“现金牛”，可贡献稳定的现金流，未来 3-5 年佰草集仍将是最大的增长推动力，家安、高夫、双妹品牌则正处在品牌培育阶段，接下来几年有望贡献较高增长。公司属于典型攻防兼备的防御性品种，我们首次给予公司买入的

投资评级。

风险提示

- 1、经济下滑导致化妆品需求增速下滑；
- 2、化妆品行业竞争过于加剧导致销售费用增加；
- 3、人才流失风险；
- 4、国企的体制可能带来决策的风险。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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或征价。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。本报告版权归国海证券所有。