

百年品牌演绎新增长传奇

研究结论

- **我们区别于市场的观点：**（1）**美加净老树焕新枝，增速提高值得期待：**市场普遍认为美加净是增长缓慢的现金牛，我们认为美加净在走出形象模糊的误区，明确自身定位后，已开发出适合市场欢迎的系列新品，在大宝被强生收购亟待整合的局面下，美加净面临发展的新机遇，增速将大为提高。（2）**佰草集的天花板尚未到来，成长空间巨大：**我们预计该品牌在店铺数量达到 3000 家之前将一直保持较快销售增长，依托持续高效的新品开发和不断加大的品牌广告投入，在渠道内生良性增长和外延扩张保持较快节奏的前提下，我们判断未来 3—5 年佰草集品牌收入的年复合增长将保持在 30% 左右。（3）**佰草集的成功可以复制：**我们认为以公司现有的团队、技术与营销能力，进攻、防守、储备相结合的品牌布局，再创新增长点的成功概率很高。
- **中国化妆品市场快速增长 公司成长空间巨大。**根据国家统计局的数据，2005 年以来国内化妆品零售总额的增速基本都维持在 17% 以上，且基本一直超过全社会消费品零售总额的增速水平。2010 年全国化妆品零售总额达到 889 亿元。公司主营为化妆品行业，在行业已经超过百年历史，未来着重发展增速更快的护肤品类子行业，因此公司未来成长空间巨大。
- **公司目前已经形成了梯度分明、攻守兼备的多品牌矩阵，未来持续增长动力十足。**六神是公司最强大的现金牛，美加净增速重新加快，佰草集是快速增长中的明星品牌，也是短期盈利增长的主要来源之一，而高夫则有望成为公司又一个快速增长的子品牌。
- **我们认为公司的竞争优势主要体现在以下方面：**（1）本土智慧与全球化视野相结合的差异化竞争策略（2）进攻、防守和储备三结合的多品牌架构（3）强大的研发实力（4）专业稳定的经营管理团队。
- **公司未来改制带来的治理结构提升值得期待，而市场化的调薪原则也保障了主营持续较快增长。**我们认为集团国有股权的或将转让带来的公司改制以及下一步股权激励的或将实施，是公司经营管理进一步走向市场化的关键点，有利于提升公司在激烈竞争的化妆品行业中的综合竞争力。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2011—2013 年的每股收益分别为 0.94 元、1.34 元和 1.86 元，未来三年盈利的复合增长率为 42%。考虑到未来业绩增速、行业标的的稀缺性以及公司上市以后历年的估值水平，我们认为给予公司 2012 年 35 倍的估值水平较为谨慎合理，对应目标价 46.9 元，首次给予公司“买入”评级。
- **投资风险：**2011 年起母公司高新技术企业资格复审未通过的风险、天气等因素对六神和美加净品牌未来销售的可能影响以及新股东进入后对公司经营管理的可能影响等。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

联系人

朱元

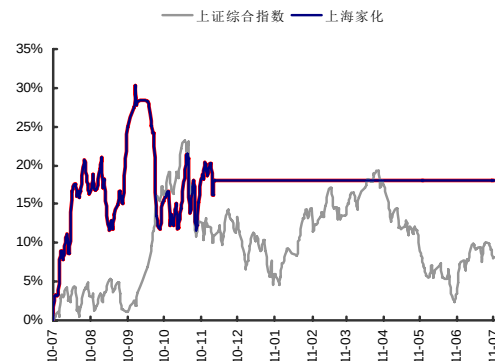
8621-63325888 × 3207

zhuyuan@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2010 年 12 月 3 日）	37.13 元
目标价格	46.90 元
总股本/流通 A 股（百万股）	423/419
A 股市值（亿元）	156
国家/地区	中国
行业	日常消费
报告发布日期	2011 年 8 月 8 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3094	3509	4144	5029
同比(%)	15%	13%	18%	21%
归属母公司净利润	276	398	567	786
同比(%)	18	44	43	38
毛利率(%)	54.8	56.6	59.4	61.1
ROE(%)	18.4	22.2	25.4	27.2
每股收益(元)	0.65	0.94	1.34	1.86
P/E (倍)	56.98	39.47	27.68	19.99
P/B (倍)	10.49	8.78	7.02	5.51
EV/EBITDA (倍)	39	27	19	14

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

我们区别于市场的观点	4
一、中国化妆品市场快速增长 公司成长空间巨大	4
二、公司化妆品主营业务：品牌梯度分明 攻守兼备	6
1、当前品牌构成	6
2、六神：公司最强大的现金牛	7
3、美加净：老树焕新枝 增速超预期	8
4、佰草集：快速增长中的明星品牌	10
5、高夫：又一个快速增长的子品牌	13
6、家安：值得跟踪的潜在看点	14
7、可采：整合摸索中的外购品牌	15
8、其他品牌：储备品种或残值类品牌	15
三、外部投资：眼光独到 投资收益有望快速增长	16
1、参股天江药业	16
2、参股丝芙兰	16
3、参股三亚家化万豪酒店	16
四、财务分析：盈利能力持续提升	17
1、营收持续增长 主业毛利率不断提升	17
2、销售费用率逐步上升 管理费用控制有效	18
3、运营效率不断提高	19
五、公司治理结构：改制带来的本质提升值得期待	20
1、公司股权面临改制未来治理有望提高	20
2、市场化的调薪原则保障主营持续较快增长	21
六、公司竞争优势分析	21
1、本土智慧与全球化视野相结合的差异化竞争策略	21
2、进攻、防守和储备三结合的多品牌架构	22
3、强大的研发实力	22
4、专业稳定的经营管理团队	22
七、盈利预测与投资评级	23
盈利预测核心假设	23
八、风险提示	24

图表目录

图 1 中国日化行业市场容量增长趋势图（2003-2015e）	4
图 2 2008-2010 全国日化企业前四家企业和前八家企业销售占比比较	5
图 3 2005-2010 全国化妆品消费零售总额与全社会消费品零售总额增速比较	5
图 4 公司各品牌销售占比（2010 年数据）	7
图 5 六神品牌销售额及年增长率（2008-2013E）	8
图 6 美加净品牌销售额及年增长率（2008-2013E）	9
图 7 佰草集门店数及增速（2008-2013E）	11
图 8 佰草集品牌销售额及年增长率（2006-2013E）	13
图 9 高夫品牌销售额及年增长率（2008-2013E）	14
图 10 家安品牌销售额及年增长率（2008-2013E）	14
图 11 天江药业销售利润情况（单位：百万元）	16
图 12 三亚家化万豪酒店销售、利润情况（单位：百万元）	17
图 13 上海家化历年经营业绩变化图（2005-2010）（单位：百万元）	18
图 14 上海家化化妆品主营业务销售额、毛利率变化图（2008-2010）	18
图 15 公司三项费用率变化图（2008-2010）	19
图 16 存货周转天数、应收账款周转天数变化图	20
图 17 上海家化与实际控制人股权结构图	20
图 18 上海家化历年市盈率比较（PE=当年年末价格/EPS）	24
附图：相关上市公司近期资金流向	26
表 1 日化行业不同类别产品的特性	6
表 2 上海家化各品牌类型及定位	6
表 3 六神品牌花露水、沐浴露占比及增长	8
表 3 公司未来 5 年调薪总原则	21
附表：财务报表预测与比率分析（上海家化（600315））	25

我们区别于市场的观点

1、美加净老树焕新枝，增速提高值得期待：市场普遍认为美加净是增长缓慢的现金牛，我们认为美加净在走出品牌形象模糊的误区，明确自身定位后，已开发出适合市场广受欢迎的系列新品，在同档次品牌大宝被强生收购亟待整合的局面下，美加净面临发展的新机遇，增速将大为提高。

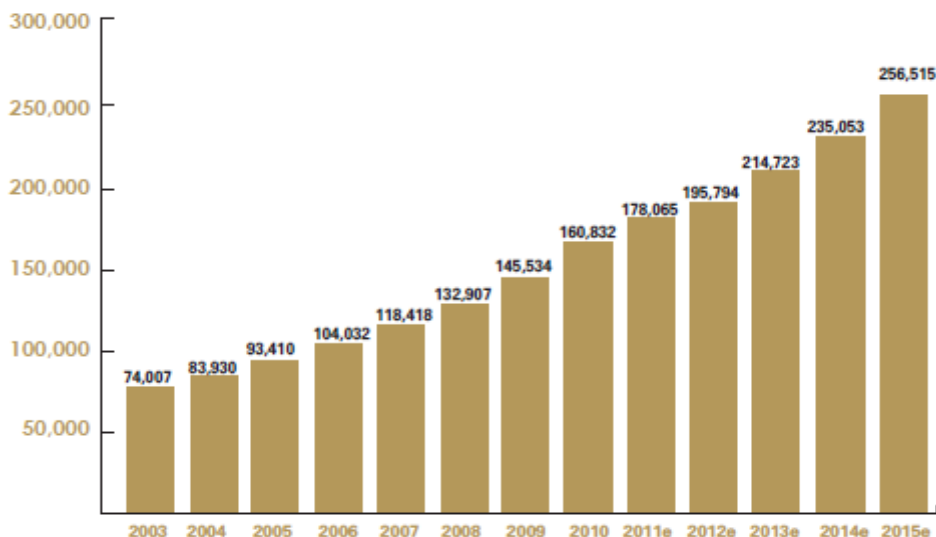
2、佰草集的天花板尚未到来，成长空间巨大：我们认为佰草集品牌的发展还远未达到天花板，我们预计该品牌在店铺数量达到 3000 家之前将一直保持较快销售增长，依托持续高效的新品开发和不断加大的品牌广告投入，在渠道内生良性增长和外延扩张保持较快节奏的前提下，我们判断未来 3—5 年佰草集品牌收入的年复合增长将保持在 30% 左右。

3、佰草集的成功可以复制：佰草集的成功有它天时地利等原因，但从它的推出、发展壮大的过程，我们看到了公司对化妆品行业独到的判断能力、掌控能力和坚持不懈的精神，我们认为以上海家化现有的团队、技术与营销能力，进攻、防守、储备相结合的品牌布局，再创新的增长点成功的概率很高。

一、中国化妆品市场快速增长 公司成长空间巨大

国内日化行业为完全开放的充分竞争领域，通过二十多年的培养与发展，消费者得到了充分的教育与培养，同时伴随居民收入的增长、城镇化比率的提升和消费金额扩大这个大环境，日化行业市场容量急剧膨胀，从 2003 年的 740 亿扩大到 2010 年的 1608 亿。根据 Euromonitor 的统计，2003—2010 年国内日化市场销售额的年复合增长率达到 11.7%，而且这种快速扩张的趋势还将持续，预计 2011—2015 年年复合增长率达到 9.6% 左右。

图 1 中国日化行业市场容量增长趋势图（2003-2015e）

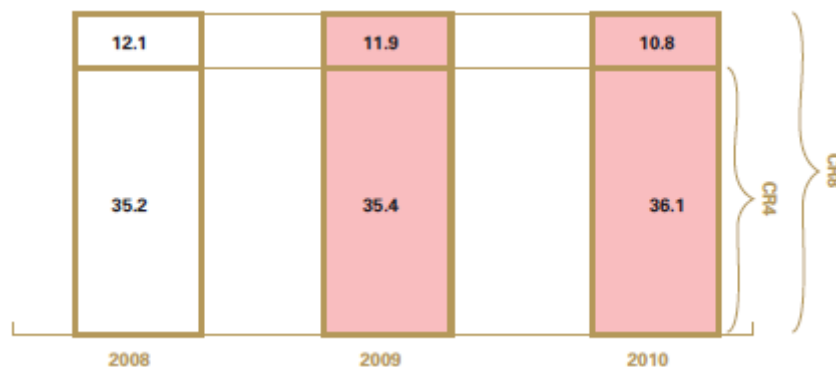


资料来源：Euromonitor

中国日化行业在高增长的同时，行业集中度在不断提升，到 2010 年，全国日化行业前八名企业占

全行业 46.9% 销售额，其中前四名占比达到 36.1%，这种趋势还在不断扩大之中。

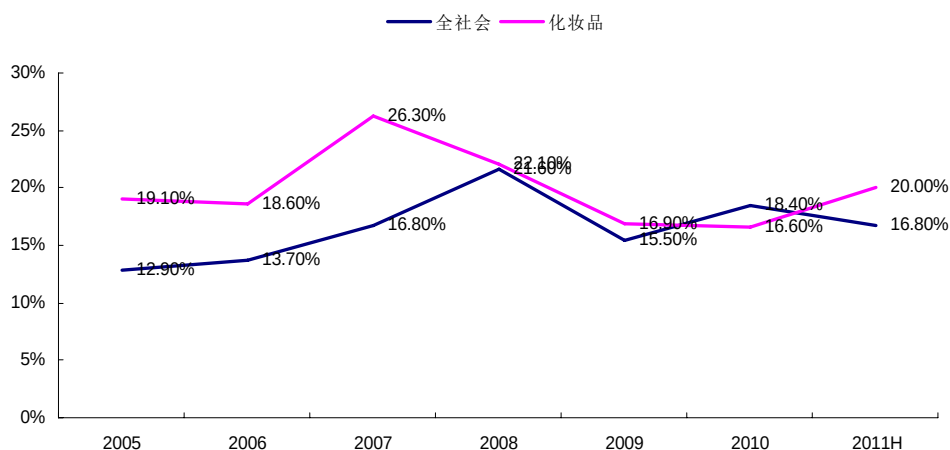
图 2 2008-2010 全国日化企业前四名企业和前八名企业销售占比比较



资料来源：公司年报

从日化行业的各子类别来看，化妆品作为高毛利产品，在其中增长最快，未来市场容量巨大。根据 Euromonitor 的统计，护肤品 2003-2010 销售额复合增长率达到 17.1%，2011-2015 年的复合增长率也预期达到 10.7%，都远高于日化行业的平均增长速度。同时，化妆品在整个产品结构中的比例越高，毛利和利润就越高。化妆品的另一个特点是对品牌形象的依赖很高，更注重情感的联系，因此高毛利的化妆品对营销提出了更高的要求。根据国家统计局的数据，2005 年以来国内化妆品零售总额的增速基本都维持在 17% 以上，且基本一直超过全社会消费品零售总额的增速水平。2010 年全国化妆品零售总额达到 889 亿元。

图 3 2005-2010 全国化妆品消费零售总额与全社会消费品零售总额增速比较



资料来源：国家统计局

上海家化从作为一家具有 113 年悠久历史的民族品牌化妆品企业，一直以自行开发、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，而且公司也已经实现了由核心诉求为

“功能”的产品（六神、家安）向核心诉求为“美丽”的产品的转型与升级，并在核心诉求为“美丽”的产品领域建立了丰富的、差异化的品牌梯度（美加净、可采、高夫、清妃和佰草集），因而能获得更大的市场容量和更高的盈利空间。根据最新的战略规划，公司未来将定位在时尚产业发展，着重发展化妆品行业，特别是增速更快的护肤品类行业，因此我们认为公司未来的成长空间巨大。

表 1 日化行业不同类别产品的特性

核心诉求	产品类别	毛利率	增速	渠道	情感联系（对品牌形象的依赖性）
美丽 (Beauty)	化妆品（护肤、药妆、男士、彩妆、面膜等）	逐步降低 ↓	逐步递减 ↓	逐步下沉 ↓	逐步弱化 ↓
功能 (Function)	洗发水、沐浴露、花露水等				
清洁 (Health)	口腔清洁用品				
	洗衣粉、洗衣液				

资料来源：东方证券研究所

二、公司化妆品主营业务：品牌梯度分明 攻守兼备

1、当前品牌构成

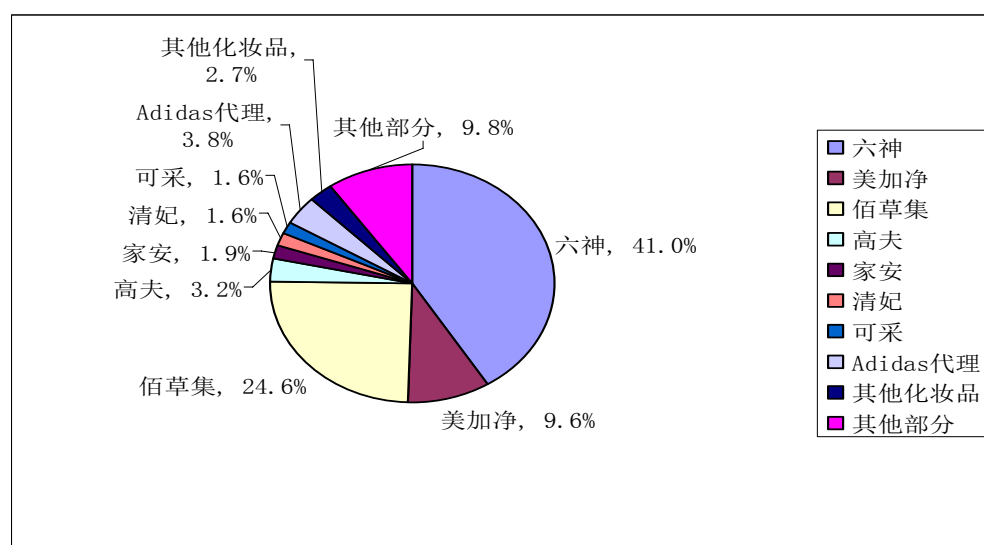
公司主营化妆品业务，目前已经形成了梯度分明的多品牌矩阵，既有大流通现金牛品牌，也有高增长品牌，还有三线的培育类品牌以及收购的待观察品牌等。其中目前占公司销售额前三位品牌依次为：六神、佰草集和美加净。

表 2 上海家化各品牌类型及定位

类型	特点	品牌	品牌类型及定位
大流通现金牛品牌	1. 稳定增长，充沛的现金流保证； 2. 大流通渠道经营； 3. 具有明显的季节性；	六神	花露水、沐浴露、香皂，强调清凉
		美加净	基础护理：护手霜、护肤品
高增长品牌	1. 高速增长，高毛利； 2. 相应配套投入；	佰草集	中草药化妆品（中高端）
		高夫	男士化妆品：护肤品、香水
		家安	家居清洁护理
观察类品牌	收购品牌 (51%)，待磨合调整状态	可采	中药面膜护理
培育类品牌	摸索、培育类品牌，业绩占比很小	双妹	高端化妆品、饰品等
		玉泽	药妆

		佰草集汉方 SPA	中医汉方 SPA（中偏高档）
品牌残值类	使用品牌残值，基本无额外投入	友谊、雅霜	基础护理产品
		清妃	中档个人护理用品
终止类品牌	已停止运营	Adidas	代理品牌：个人护理及香水
		珂珂	年轻彩妆

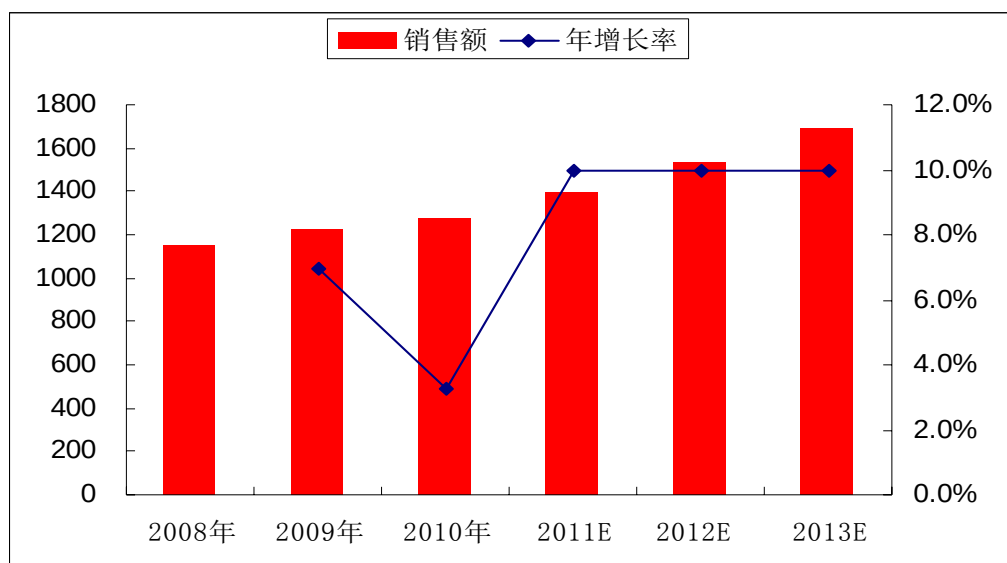
资料来源：东方证券研究所

图 4 公司各品牌销售占比（2010 年数据）


资料来源：公司年报，东方证券研究所

2、六神：公司最强大的现金牛

六神是公司目前销售收入第一的品牌，销售占比超过 40%，从上市以来一直是公司的中流砥柱，贡献着充沛的现金流。六神品牌定位清晰，核心诉求是清凉和清爽，因此，六神品牌具有明显的季节性，是传统的夏季品牌。2010 年由于长江流域入夏推迟等气候异常因素，导致六神上半年销售增长停滞拖累了全年增速。根据最新的调研，**2011 年公司六神品牌呈现良好的恢复增长态势，我们预计上半年销售增速达到 14%-15%左右，全年六神品牌收入有望达到 14 亿元左右。**从渠道上而言，六神目前主要在超市大卖场等商超渠道经营，在销售模式上通过代理商（占 50%以上）和自己的销售子公司进行。从盈利能力而言，从最早的玻璃瓶到塑料瓶再到喷雾型的开发，**随着产品不断的升级换代，六神品牌的毛利率近年来保持稳定上升态势，目前基本在 50%左右。**

图 5 六神品牌销售额及年增长率（2008-2013E）


资料来源：东方证券研究所

目前公司六神产品线包括花露水、沐浴露和香皂等。其中花露水销售占比超过 50%，国内市场份额达到 61%—62%，一直是市场的绝对龙头，而且近年来市场份额还在不断提升。“六神”基本上已经成了国内花露水的代名词，六神的花露水增长速度一直明显超过国内花露水整体市场的消费增速。从国内消费情况看，沐浴露在南方和经济发达地区已逐步取代香皂，沐浴露超过了香皂市场，成为仅次于洗发水的个人洗护品类的第二大类市场，2009 年中国沐浴产品市场规模接近 140 亿元，而且以超过 10% 的速度在逐年递增。沐浴露市场竞争激烈程度不如洗发水，尚无绝对领导品牌。六神在国内沐浴露市场排名前五，市场份额大致稳定在 7-8%，跟随市场一同成长。

考虑到六神品牌各品类占比、各品类子领域的消费增长以及公司对六神品牌新产品的持续开发能力（2011 年新推出的六神宝宝系列一经推出就受到市场的热烈欢迎），我们在假设未来几年天气没有大波动的情况下，预计公司六神品牌未来 3 年的销售增速在 8-10% 左右。毛利率方面，2011 年由于上游原料价格上升等因素，我们预计公司毛利率同比会略有下降。2012 年开始预计会逐步恢复，如果后续有新产品推出，不排除毛利率继续小幅上升。

表 3 六神品牌花露水、沐浴露占比及增长

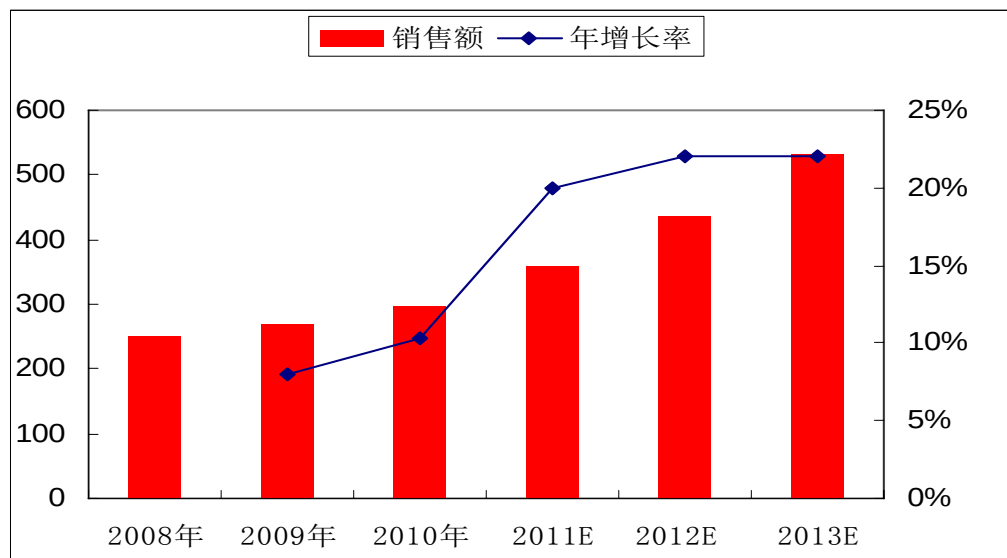
类型	占比	市场份额	市场平均增长	六神增长
花露水	超过 50%	61%	5%	8%
沐浴露	30-40%	7-8%	10%+	跟随市场增长

资料来源：东方证券研究所

3、美加净：老树焕新枝 增速超预期

“美加净”创立于 1962 年，从 2001 年开始其年销售额就基本稳定在 2 亿元以上，在公司化妆品收入中占有重要的一席之地。美加净和六神类似，也有很强的季节性，美加净目前的主要产品是护手霜和护肤品，其中护手霜在品牌收入占比超过 1/3，是典型的秋冬季产品，而护肤品以基础护理为主。2010 年美加净在国内护手霜市场份额排名第一。

图 6 美加净品牌销售额及年增长率（2008-2013E）



资料来源：东方证券研究所

作为曾经的中国化妆品第一品牌，美加净品牌的发展过程中经历了一定的波折（美加净在 90 年代合资后逐步衰落，上海家化随后出巨资回购了美加净从而获得新生），但是近 50 年的发展历史在使其在国内建立了强大的市场认知度和稳定的客户群。特别是其手部护理产品市场占有率高达 20% 左右。基于品牌良好的市场基础，从 2007 年开始，公司在分析市场竞争环境和竞争对手的情况下，逐步酝酿“美加净”的复兴计划，通过对品牌整体的重新规划和梳理，同时开发相应的新产品，取得了良好的市场反馈。

我们判断美加净终于开始走出以前的徘徊，进入增长快车道，可谓是老树发新枝。

(1) 美加净品牌定位走出拔高误区，趋于明确：

曾经，美加净的品牌经理 8 年内换了 6 个。前面一个品牌经理还在推“青春无皱”系列产品，希望强调“保养皮肤”的概念，强调“专业”；下一个品牌经理就立刻转向充满活力的美加净“CQ 凝水活肤”系列，强调活力和高科技。

对于美加净品牌，以往所做的一切都是希望把品牌拔高，但是美加净品牌同时归属牙膏（上海牙膏厂），洗衣粉（上海白猫），香皂（上海制皂）和基础护理化妆品（上海家化），过度的追求形象拔高加上频繁的定位调整，反而让美加净品牌定位越来越模糊混乱。在新的品牌团队操作下，去年开始对美加净所做的调整开始让美加净回归本质，不高不低，突出中国人接受的功效和性价比。

(2) 新产品概念到位，带来了年轻消费者，解决了品牌消费者老化的问题：

在明确的定位下，美加净除了持续推荐升级银耳珍珠霜外，还开发了蜂蜜、翠竹等消费者容易接受的中国传统概念元素。这些产品推出后持续热销。通过第三方市场调研发现，这些新产品的推出同时还带来了新的年轻的消费者，解决了品牌以前消费者年龄老化的难题。我们认为这些年轻消费者的进入给品牌带来的是活力、未来和新的容量空间。

(3) 大宝被收购待磨合，中低端基础化妆品市场风云再起，可谓天时之利：

目前国内中低端基础化妆品市场，主要有大宝、隆力奇、丁家宜和美加净，几个品牌价格类似，美加净在产品上有相当的竞争力，市场占有率在 2% 左右，而大宝的市场份额最大，年销售额在 7-8 亿左右。大宝被强生收购后，人、渠道、代理商、产品生产等各方面都需要整合和磨合，恰恰为美加净这样正在酝酿复兴崛起的竞争者提供了抢占份额的大好时机。

2010 年美加净销售额约为 3 个亿左右，同比增长 10% 以上，2011 年开始销售明显提速，我们预计美加净 2011 年上半年销售收入同比增长接近 50%，我们预计该品牌 2011——2013 年基本能保持 20% 以上的增速。美加净品牌的重新焕发生机和销售提速是超越此前市场普遍预期的，也是提升公司未来盈利预期的重要因素之一。

4、佰草集：快速增长中的明星品牌

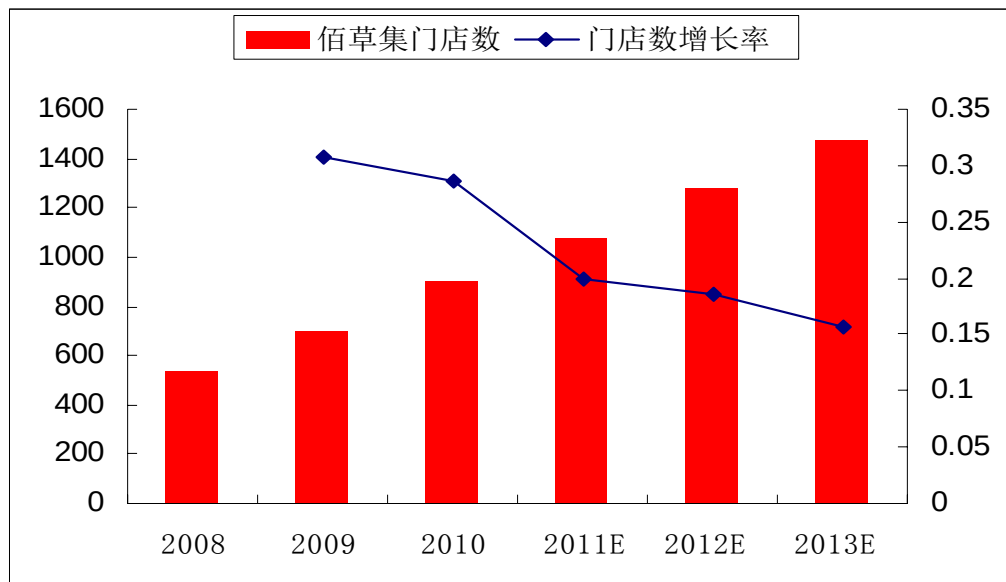
佰草集是国内第一套具有完整意义的现代中草药中高档个人护理品牌，品牌形象上和中国的传统文化一脉相承。在定位上比外资高端化妆品要低，但比国内的欧珀莱要高，卡位相当精准。这也是佰草集能够从国外各大化妆品品牌的激烈包围中脱颖而出的主要原因之一。我们认为佰草集的成功体现了公司对中高端化妆品品牌的深入理解和精准把握。

从 1998 年推出至今，经过十多年的高速增长，佰草集的年销售额在 2010 年已经超过 7 个亿，同比增速在 50% 左右。近年来佰草集的高速增长和高毛利率已经成为推动公司经营业绩增长的主要动力之一，因此市场普遍关心它的市场容量及未来的增速，这也是我们接下来要重点分析的问题。

佰草集下一步是否会遇到天花板？

(1) 渠道外延扩张至少还有 2 倍的增长空间

中国化妆品市场发展迅速，在 2001-2010 年以每年 17.1% 的速度增长，领先于日化领域的其他品类。预计在未来 5 年，市场还将保持在 10.7% 的年复合增速。另一方面，这几年居民消费升级加速，中高端化妆品更是领跑整个化妆品品类，远快于中低端化妆品的增长。行业快速增长的大环境为佰草集的持续发展提供了良好的保障。

图 7 佰草集门店数及增速（2008-2013E）


资料来源：东方证券研究所

从 1998 年开创至今，佰草集的渠道形式也在日益丰富和多元，从最初的街边店到目前的商场专柜、购物中心店中店、海外连锁渠道和电子商务等，**渠道形式的日益丰富也将进一步提升其外延增长空间**。从店铺的经营模式来看，目前直营和加盟的比例大致为 30%和 70%，加盟为主、直营为辅的发展模式有利于公司借助本地商场、资金等资源，进行更快的拓展。另外通过丝芙兰在欧洲的 100 多家门店，佰草集在欧洲的销售增长很快，虽然目前只有 10 多个 SKU，销售额却从去年的 1000 多万增长到今年的 2000 多万，从一个侧面反映了品牌在国外市场的受认可程度。如果未来通过欧盟认证的产品数增加，则公司海外销售的爆发性也是值得期待。

从品牌本身而言，佰草集到目前为止的店铺也就在 1000 家左右，远未与中国市场的广大性和各级城市消费的梯度升级形成良好的匹配，欧莱雅、欧珀莱等国际品牌门店数都在 2000 家以上，还在保持持续拓展的趋势，因此只要佰草集自身经营上不出大问题，**我们认为在店铺数量达到 3000 家之前佰草集品牌将一直保持较快的增长势头**。

（2）渠道内生增长保持持续较快发展

佰草集到目前为止的发展一直比较健康，成熟门店的同店（内生性增长）一直保持在 15%左右。伴随着佰草集的快速拓展，公司在上海、北京、成都、武汉等地相继设立了区域中心，一方面拓展当地城市的直营店铺，另一方面辐射周边区域，承担所在区域的销售、管理、培训和调配货工作，以保证所在区域加盟店的健康发展。

（3）超高的新品开发成功率是品牌持续增长的保障

佰草集品牌目前共有 200 个左右 SKU，覆盖护肤品、面膜、精油、洗发水、沐浴露、男士化妆品等子品类。从品牌本身的发展来看，SKU 数目已经相对历史丰富了不少，但是国际一线大牌仍存在较大差距，与定位比较接近在香港上市的欧舒丹（400SKU）相比都有相当的空间可以挖掘。我们从佰草集的新品开发的进程看，除了脸部、身体护理产品、美发产品和香熏护理产品等产品，正在加强或有望进入的领域还包括防晒、洗发、男士、香水等子领域，2011 年公司已经尝试推出男士护肤系列。

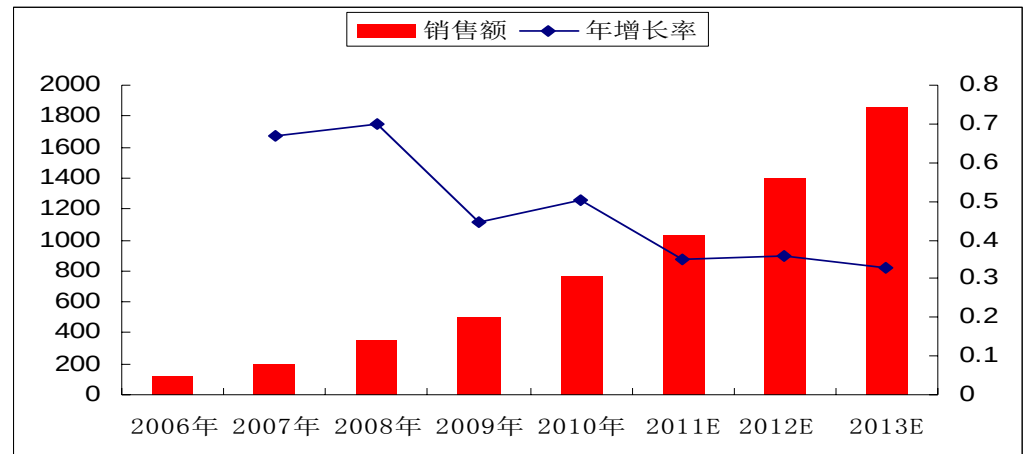
我们认为佰草集的成功不仅在于其品牌定位之初的精准和差异化，更在于其始终紧扣品牌内涵而又获得市场认可的超高的新产品开发成功率。每年公司都会推出至少一个主题系列产品，比如 2006 年的七白系列、2007 年的逆时恒美系列、以及后来的新玉润保湿系列等再到今年的肌活新颜系列等，通过高附加值新品的持续推出逐步淘汰老的产品，从而实现佰草集品牌的维护和有效提升。历史上，佰草集的新品成功率很高，对品牌销售收入的贡献率也很高，一般新品上市后第一年就能达到品牌总销售收入的 10% 左右。目前佰草集品牌中零售过亿的系列就有 4-5 个系列，包括太极泥、新玉润等系列等。2010 年底佰草集开始推出男士系列，虽然只有 3-4 个 SKU，但从目前看市场反馈良好，未来将进一步丰富品类，不排除成为品牌下一步的重要看点。

我们认为，公司立足现有的品牌定位不断进行品类细分，从研发源头保证产品的开发和质量，不断储备新品，同时从市场本身（调研和试投放等）不断听取反馈意见，从而保证了公司佰草集品牌超高的新产品成功率。值得注意的是，相比以往完全依托自身研发实力的开发模式，公司近年来在新品开发方面已经开始逐步加大对全球化妆品研发资源的整合利用，今年推出的肌活新颜系列就是一个成功的例子，我们认为公司目前已经具备这样的实力和能力对内外部资源进行综合利用，这样将大大缩短新品的开发周期，进一步提高佰草集品牌的增长速度和容量空间。

（4）品牌投入和品牌销售已经进入良性互动阶段

考虑到规模基数等原因，佰草集品牌在 2010 年前基本靠口碑传播，每年在品牌投入上的支出很少。从 2010 年开始，有了近千家的门店布局、初步完整的产品系列，佰草集开始了集中的品牌投入，通过电视、杂志、时尚频道的综艺节目、网络等渠道开始大量广告播放实现了品牌的有效传递，我们粗略估计 2010 年佰草集品牌的投入在 8000—10000 万元之间。我们预计 2011 年公司将持续 2010 年的广告策略，投入金额将伴随品牌销售收入的增长持续增加。

在激烈竞争的化妆品市场，品牌市场投入的效果是润物细无声，在潜移默化中提升品牌价值，从而带来销售的持续快速增长。我们认为佰草集品牌已经进入品牌投入和品牌销售良性互动的阶段，未来公司只要在实际运作上保持既往的水准，品牌投入这一“空军部队”将成为推动销售可持续快速增长的发动机。

图 8 佰草集品牌销售额及年增长率（2006-2013E）


资料来源：东方证券研究所

综合以上分析，我们认为佰草集品牌的发展还远未达到天花板，我们预计该品牌在店铺数量达到 3000 家之前将一直保持较快销售增长，依托持续高效的新品开发和不断加大的品牌广告投入，在渠道内生增长良性和外延扩张保持较快节奏的前提下，我们判断未来 3—5 年佰草集品牌收入的年复合增长将保持在 30% 左右。

5、高夫：又一个快速增长的子品牌

高夫是公司自上世纪 90 年代中期就创立的男士专用品牌，目前产品品类主要包括护肤品、香水等子品类。经过多年的发展，2010 年高夫的年销售额达到 1 亿左右，同比增长 20% 以上，2011 年上半年预计销售同比增长 50% 以上。从调研获得的信息看，我们认为高夫有望成为公司又一个快速增长的子品牌。

为什么高夫能重新获得高成长？

(1) 男士化妆品行业成长性加快

在宝洁收购吉列，碧柔，欧莱雅，玉兰油等纷纷推出男士系列化妆品后，男士化妆品领域的市场竞争逐步加剧，但是反过来各大品牌的激烈竞争实际推动了该领域的发展，对于男士化妆品消费者而言也得到了前所未有的教育和接触，导致整个市场逐步成型。近几年男士化妆品行业一直保持 15-20% 的快速速发展，所有男士化妆品品牌都在享受行业快速扩张带来的快乐。

(2) 高夫品牌特色鲜明更适合东方人

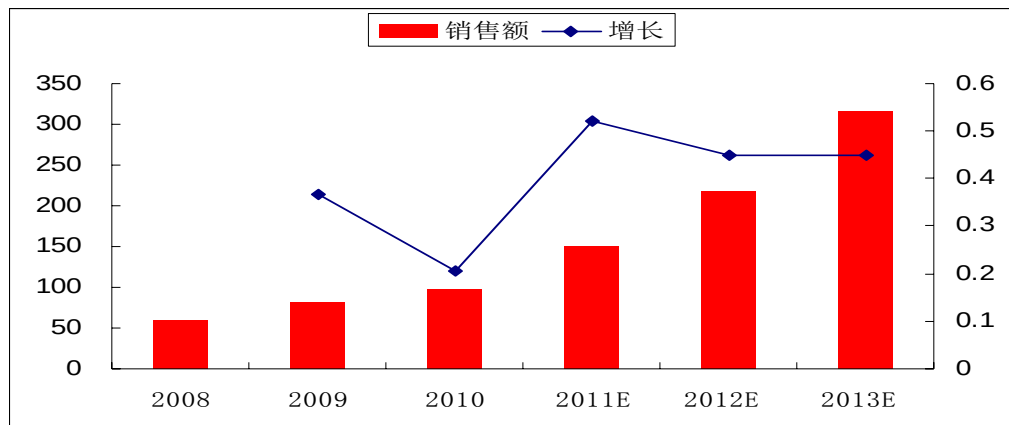
作为在中国市场最早推出的男士化妆品品牌，相比外资品牌更多面向全球消费者，高夫则更适合东方人的喜好品味，特别在气味和香型上。因此在中国市场具有很好的消费基础。

(3) 未来品类丰富和渠道扩张具有较大空间

从品类上看，高夫目前的 SKU 有 30/40 个，在品牌定位进一步清晰后，未来将通过不断的新品开发丰富品类，预计未来品类会逐步拓展到 60/70 个左右，品类的开发有翻倍的空间。从渠道上而言，高夫以往都是在百货商场设立岛型专柜，从 2010 年起开始进行全渠道铺货，进入了包括屈臣氏在

内的超商渠道，用针对性的背柜去拓展更多的网点。我们认为渠道形式的多样化以及未来考虑进一步提高代理商的比重（目前在 20%—30% 左右）将加速高夫品牌的扩张。

图 9 高夫品牌销售额及年增长率（2008-2013E）



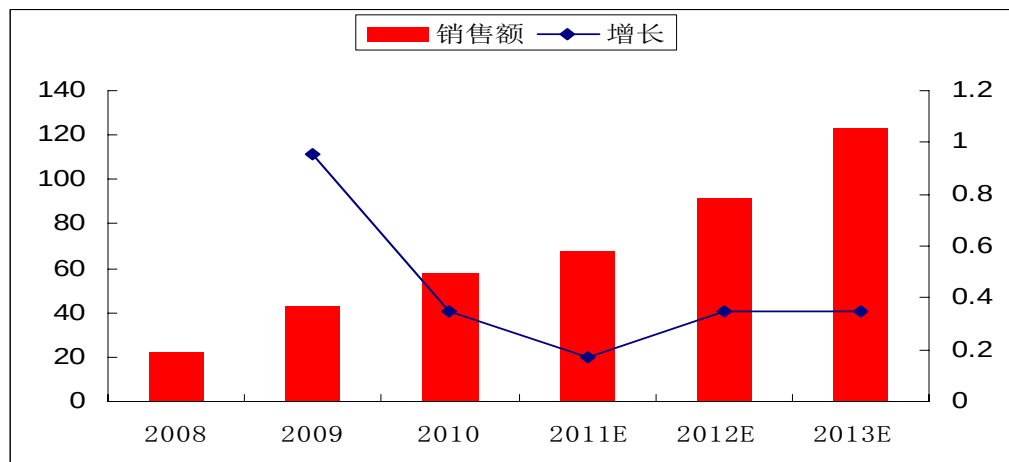
资料来源：东方证券研究所

综上，我们认为高夫有望成为公司未来 3—5 年又一个快速增长的品牌，考虑到男士化妆品领域本身的消费特征和容量，我们预计在高夫品牌达到年销售 5 亿元左右时将进入稳定增长阶段。

6、家安：值得跟踪的潜在看点

作为专业的家居清洁护理品牌，家安相继推出了空调消毒剂、洗衣机槽清洁剂、冰箱除菌祛味清洁布等产品。上海家化拥有家安技术的自主知识产权，作为市场的先行者也承担着教育消费者、引导消费者同时培育产业成长的角色。家安 2010 年的销售规模在 6000 万元不到，同比在增长 30% 以上，但 2011 年从上半年形势看，增长有所放缓，我们预计全年增长在 10%-20% 之间。

图 10 家安品牌销售额及年增长率（2008-2013E）



资料来源：东方证券研究所

我们认为家安的核心问题在于市场尚未成熟，消费者需要反复地来教育，消费习惯尚未养成。而只有家安一家来培育市场，每年投入巨额的市场推广费用，投入产出目前尚不成比例。我们对于家安的判断：随着国内经济的持续增长，居民消费理念的不断的提升和对生活质量和细节的日益关注，对家居清洁护理的需求将逐步增加，特别是什么时候市场参与者多了，整个行业起来了，那么家安作为拥有自主知识产权的市场先行者，将享受更多的增长红利。

7、可采：整合摸索中的外购品牌

可采作为中药面膜护理品牌，与上海家化在中医药产品、科研等方面有着共性，同时在产品品类上又有一定的互补性，上海家化在 2008 年收购了可采 51% 的股权，一直在对该业务进行整合摸索。虽然 2010 年中期开始家化销售团队已经全面进入，但收购带来的整合还在持续，磨合还是没有完全到位，预计短期之内销售收入可能还会出现小幅下降，我们认为可采未来的看点在于管理磨合到位和新产品的推出。

8、其他品牌：储备品种或残值类品牌

除了上文提及的主力品牌外，公司目前的化妆品业务还包括一些储备品种（双妹、佰草集汉方 SPA、玉泽）和残值品牌（友谊雅霜、清妃）。作为公司化妆品业务的小规模品牌，品牌起步较晚，各有鲜明特色，销售总额较低，尚在培育阶段，是储备类的后续品牌。

（1）储备品种：双妹、佰草集汉方 SPA、玉泽

双妹定位于时尚奢侈品牌，现在已经有 3 个门店（和平饭店、淮海路店、田子坊店），今年预计再开 10 家门店。双妹的起点很高，立足老上海文化和风情，在产品定位上与国外一线品牌基本看齐，同时在品类上突破了原有化妆品的局限，向服装、饰品等领域拓展，通过和蒋友柏的合作，市场知名度大幅提升。我们认为双妹品牌在未来较长一段时间很难为公司贡献可观的盈利，它的推出在很大程度上更加有利于提升公司整体在化妆品领域的地位和现有其他品牌的档次，也为公司尝试时尚产业提供有益的参考。

佰草集汉方 SPA 定位于中医汉方 SPA，关注现代人亚健康，价位偏中高档，迄今为止已有 10 家门店，主要在北京、上海和成都。在经营模式上，汉方 SPA 现以直营为主，2011 年刚开始在成都开了一家加盟门店，进行加盟店的探索和尝试，未来加盟的各方面储备完成后，汉方 SPA 将进入快速发展期。我们认为佰草集汉方 SPA 不仅可以从终端更好地了解目标消费人群的需求从而推动佰草集品牌的良性发展，另外从其本身的销售收入看，未来也能实现较快的增长。加盟的推广和对海外市场的拓展是未来值得跟踪的地方。我们预计 2011 年佰草集汉方 SPA 销售有望达到 3000-4000 万元左右。

玉泽定位为药妆品牌，目前药妆品牌主要以雅漾、薇姿、理肤泉为主要品牌，发展迅速，玉泽品牌目前尚在市场前期，

（2）残值类品牌：清妃和友谊、雅霜

清妃作为中档化妆品牌，一直存在品牌定位不太清晰和渠道拓展不力等问题，近年来销售收入逐年下降，2010 年销售额为 5000 多万。我们预计未来该品牌将和公司最早的品牌友谊、雅霜情况类

似，以收回品牌残值为主，不再进行新的投入。

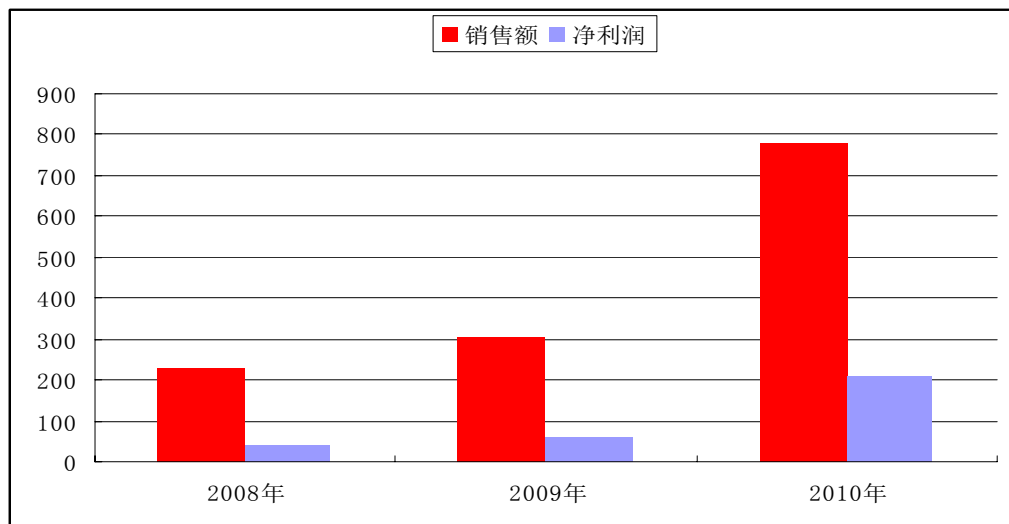
三、外部投资：眼光独到 投资收益有望快速增长

1、参股天江药业

吴江天江药业主业是中药颗粒剂，天江药业在 2008 年合并了广东一方药业，新的天江药业是国内中药配方颗粒领域的龙头老大，市场份额达到 60% 左右。公司的成长性非常好。2010 年销售收入 7.79 亿，净利润 2.11 亿元。今年由于原料价格暴上，虽然收入成长很快，但对盈利可能会有一定影响。公司目前在天江药业有 26.49% 的股权，为第一大股东。

我们判断未来天江药业的战略方向仍是改制上市，因此除了依托本身业务的良好发展为公司提供持续增长的投资收益外（估计每年增长在 20%——30% 之间），上市也将为公司的股权投资带来进一步的升值空间。

图 11 天江药业销售利润情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

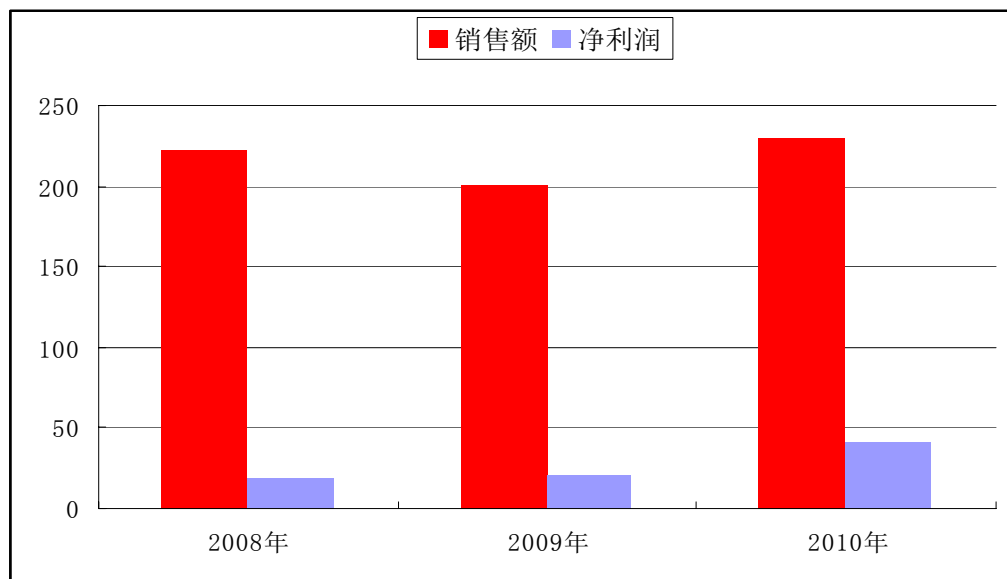
2、参股丝芙兰

上海家化参股丝芙兰中国 19% 股权。虽然 2010 年丝芙兰中国销售收入已经超过 20 亿元，但总体仍然亏损，主要涉及前期渠道投入费用过大、计提品牌使用费等原因，实际单店运营情况良好，我们认为丝芙兰门店内在质量非常健康且持续向好，未来有望逐步给公司带来一定的投资收益。

3、参股三亚家化万豪酒店

公司拥有三亚万豪酒店 25% 股权，家化集团有 50% 股权。三亚家化万豪酒店 2010 年销售收入为 2.3 亿元，净利润 4100 万元。从 2011 年上半年的经营形势看，同比增速较快，我们预计 2011 年全年盈利有望实现 40% 左右的增长。总体而言，我们预计酒店收入特别是净利润将持续向好，未来有望保持 30% 左右的较快增长，为公司贡献持续增长的投资收益。

图 12 三亚家化万豪酒店销售、利润情况（单位：百万元）



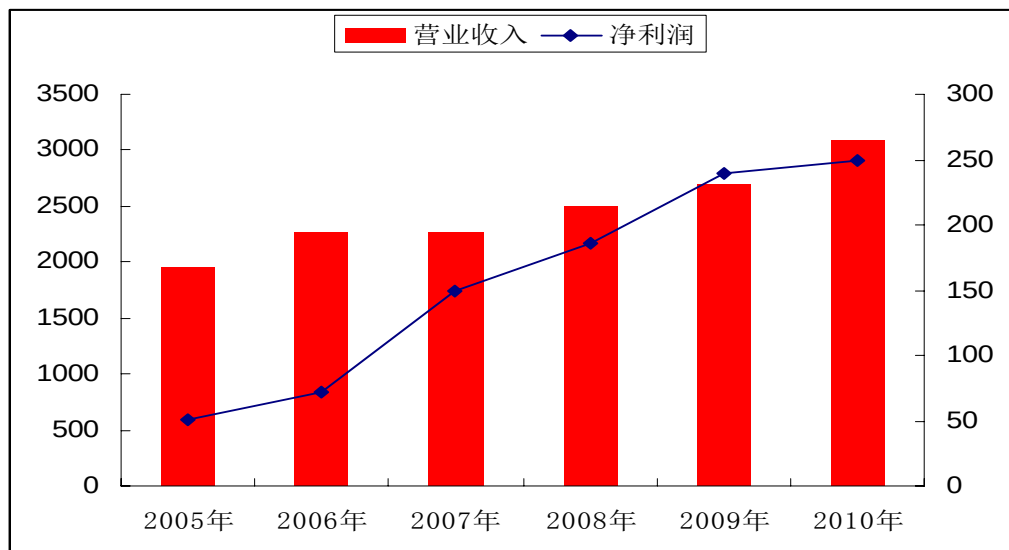
资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

四、财务分析：盈利能力持续提升

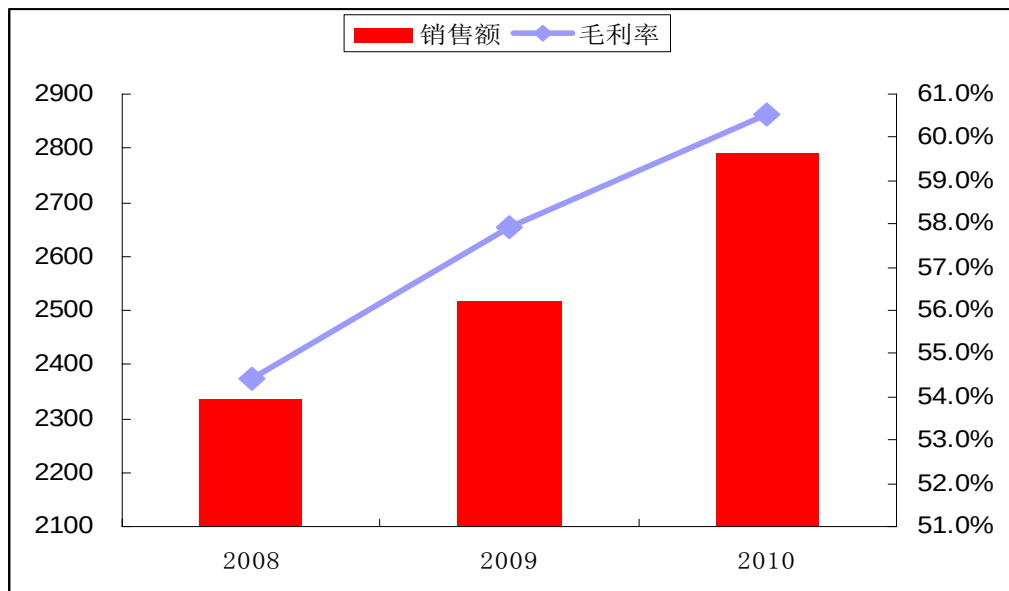
1、营收持续增长 主业毛利率不断提升

公司近年来在国内日化行业稳定增长的大背景下，凭借多品牌、高毛利率化妆品业务的高速增长以及传统品牌的不断丰富拓展，经营业绩保持了持续较快增长（具体见图 3），2010 年公司销售收入 30.94 亿元，归属母公司净利润 2.76 亿元，同比分别增长 14.7% 和 18.1%。其中化妆品主营业务收入 27.9 亿元，毛利率高达 60.5%。

从毛利率来看，随着公司时尚产业战略的展开，由于佰草集等中高端化妆品比重的不断上升，近年来公司主营业务毛利率不断提升，毛利结构持续优化，从 2008 年的 54.4% 上升到 2010 年的 60.5%。我们预计在未来 2-3 年，公司主营毛利率的水平还将稳步上升。

图 13 上海家化历年经营业绩变化图（2005-2010）（单位：百万元）

资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 14 上海家化化妆品主营业务销售额、毛利率变化图（2008-2010）

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

2、销售费用率逐步上升 管理费用控制有效

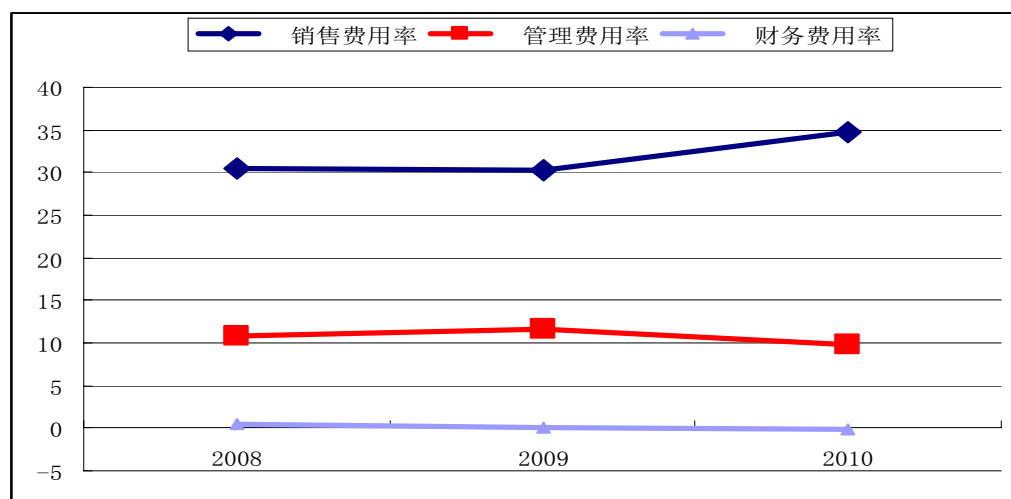
从三项费用率来看，公司销售费用率提升较快，从 2009 年的 30.43% 上升到 34.78%，管理费用率略有下降，财务费用率由于现金的利息收入出现负值。

2010 年公司对于品牌的市场投入大幅提升，主要集中在广告投入、促销费用、超商渠道的后台费用等。从金额来看，销售费用从 2009 年的 8.19 亿上升到 2010 年 10.77 亿。佰草集从 2010 年开始做广告，市场开支大约在 8000—10000 万元左右，家安 2010 年的营销费用估计也在 1 个亿左右，这两个品牌的加大投入成为公司 2010 年销售费用主要的增长部分。

公司在期间费用上一贯采取品牌预算制，年初根据销售的增长规划来预设品牌的年度市场投入，如果实际销售额超过原由规划，则期间费用率同比会出现明显下降；若销售额没有规划，则实际费用比例相应也会提升。

考虑到公司的战略规划和各品牌业务的发展，我们认为公司未来几年还将持续加快市场投入的支出，以支持品牌的持续发展，品牌投入的增长将不低于销售的稳定增长速度，但如果化妆品业务销售增速明显提高，销售费用比率将出现一定程度下降。

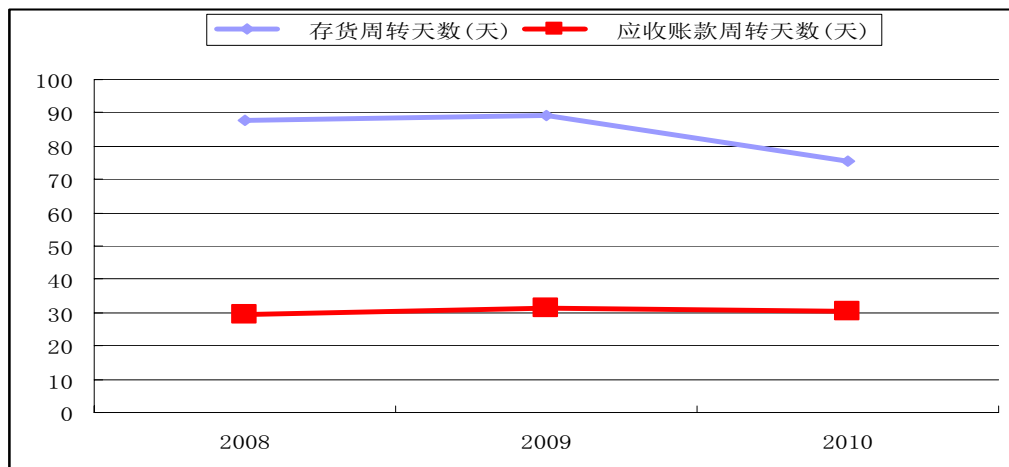
图 15 公司三项费用率变化图（2008-2010）



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

3、运营效率不断提高

从公司的历史报表看，公司的运营能力较强，且在持续改善之中。以存货周转天数为例，从 2009 年的 89.3 天下降到 2010 年的 75.3 天。虽然 2010 年化妆品主营业务收入从 25.2 亿元提升到 27.9 亿元，但库存基本保持不变。以应收账款周转天数为例，也从 2009 年 31.2 天下降到 2010 年的 30.6 天。这些都反映出公司近年来运营效率的持续提高。

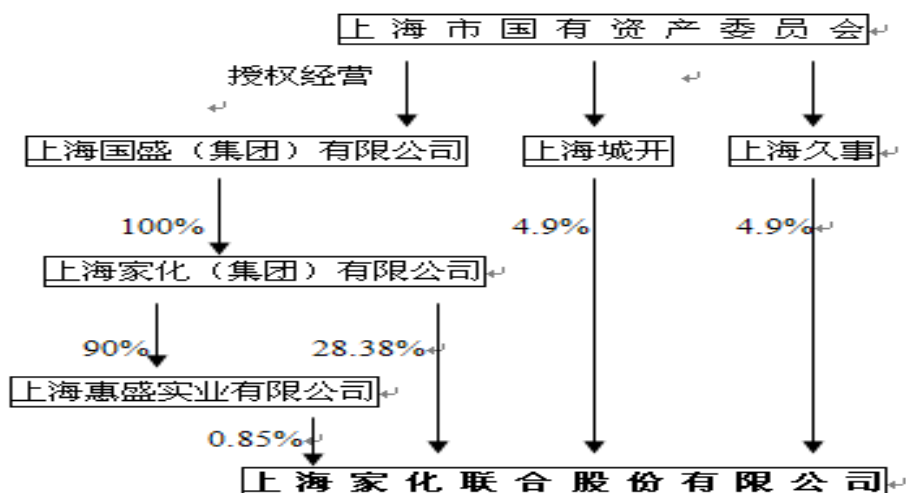
图 16 存货周转天数、应收账款周转天数变化图


资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

五、公司治理结构：改制带来的本质提升值得期待

1、公司股权面临改制未来治理有望提高

上海家化（集团）有限公司原来持有上海家化有 38.18%的股权，今年 3 月，上海市国资委将家化集团 9.8%的股份转让给上海市城市建设投资开发总公司和上海久事公司，为家化集团持有的上海家化 28.38%的股权整体挂牌扫清了障碍。

图 17 上海家化与实际控制人股权结构图


资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

我们认为集团国有股权的或将转让带来的公司改制以及下一步股权激励的或将实施,是公司经营管理进一步走向市场化的关键点,有利于提高公司整体的激励水平,提升公司在激烈竞争的化妆品行业的市场竞争力。

2、市场化的调薪原则保障主营持续较快增长

2010 年年报中,公司确定了未来 5 年调薪总原则,将主营业务收入的增长与员工的薪酬和发展挂钩起来。特别是当化妆品年销售收入增长低于 15% 时,管理层收入的增长将大幅下降,低于 10% 时管理层收入 0 增长。

表 3 公司未来 5 年调薪总原则

化妆品销售收入年增长比例	工资总额增长比例	员工增长比例	管理层增长比例
15-20%	公司工资总额增长比例为 15-20%		
>20%	20%增长的基础上每增长 X%, 公司工资总额增长比例为 20%+2X%		
15%>增长比例>10%		10%	5%
<10%		10%	0%

资料来源: 公司年报

我们认为在充分竞争的日化行业,公司推出的更具市场化的调薪原则将大大激励管理层发挥其主观能动性和创造性,推动主营业务持续较快增长。

六、公司竞争优势分析

通过对公司主营业务各品牌发展、历年财务情况以及公司治理结构等分析,我们可以全面地感受到公司稳健经营、灵活敏锐的企业特质,正是这种特质基因孕育了公司的核心竞争力。我们认为公司的竞争优势主要体现在以下方面:

1、本土智慧与全球化视野相结合的差异化竞争策略

公司的前身是创立于 1898 年的香港广生行,迄今为止公司在日化行业已经经历了一百多年的发展历史,积累了丰富的品牌价值和文化遗产,也积累了超过任何国际大牌对中国本土消费者的理解能力。公司相比国外竞争对手更了解中国市场和中国人的喜好,其成功的品牌多发源于中华文化,与舶来的外资品牌形成了鲜明的差异性,也正是这种差异性让上海家化在充分竞争的日化领域找到了自己的定位。佰草集来自于中草药草本概念,六神也是和传统中药六神一脉相承,美加净最热卖的银耳珍珠霜、翠竹概念、蜂蜜概念都是每个中国人从小耳濡目染接受的概念,高夫男士护理产品更是和欧美的化妆品香水差异鲜明,气味、香型无一不是为东方人所定制的。在品牌的定位与开发上,公司充分吸取本土智慧,在销售渠道设计和销售政策上,上海家化也是因地制宜,没有复制外资品牌的操作模式,而是根据情况灵活调整,有合有分,充分借助本土资源拓展销售渠道。

除了在品牌定位、开发、渠道开发等方面充分利用本土智慧和主推东方文化元素之外,公司在企业管理、品牌建设和组织架构等方面又充分吸收了西方跨国公司的成熟经验。公司按照各品牌的不同特质,将销售部门分为大流通部门和细分化品牌部,大流通部门将六神、美加净、家安等商超为主

的品牌进行整合，细分化品牌部则针对佰草集、高夫等品牌，按照品牌组织团队，根据品牌自身的特点，设定拓展渠道和经销商政策。灵活的经销商政策，针对品牌的阶段、特点、战略，采取不同的模式，有助于各个品牌按照自身节奏发展。公司从 1992 年开始就一直以品牌经理的制度运作公司旗下的各品牌，包括新产品开发和后续的市场营销等。另外对于网购等新商业模式的兴起，公司也采取了开放积极的姿态，目前除了淘宝的旗舰店外，公司还有独立的佰草集购物网站。正是本土智慧与全球化视野充分结合的差异化竞争策略推动公司在激烈的市场竞争中始终保持前进的姿态和动力。

2、进攻、防守和储备三结合的多品牌架构

公司在多品牌的发展架构上也始终呈现出科学合理的设计安排，各品牌层次感分明，既有大流通的现金牛品牌，又有高增长高毛利的进攻型品牌，还有有储备充足的后续品牌。有高端的双妹，中高端的佰草集，中端的清妃，中低端的美加净，男士的高夫，药妆的玉泽，清凉夏日的六神，从产品线而言，已基本覆盖化妆品的各个大分类。各品牌的梯度发展为公司的可持续增长提供了良好的保障。

3、强大的研发实力

公司下属设有国家级的科研中心和博士后工作站，目前拥有专业科研人员近 200 人，同时与国内外诸多顶级科研机构建立了战略合作关系。

公司每年投入的研发费用占全年销售收入的 3% 左右，以保证新产品新技术的配套应用。公司每年开发新产品数量超过 200 个，公司的研发成果与专利申请数量在国内企业中排名前列，特别是公司中草药个人护理用品的研究处于全球领先地位。

公司在新产品研发方面的强大实力和持续投入是公司的核心竞争力之一，也是公司差异化战略实施的基础保证——“六神”和“佰草集”品牌运作的成功也在很大程度上得益于研发的先行支持，而 2011 年开始美加净的恢复增长和高夫的增长提速也在很大程度来自于品牌梳理后的新产品有效开发。

值得一提的是，相比以往完全依托自身研发实力的开发模式，公司近年来在新品开发方面已经开始逐步加大对全球化妆品研发资源的整合利用，今年佰草集推出的肌活新颜系列就是一个成功的例子，我们认为公司目前已经具备这样的实力和能力对内外部资源进行综合利用，这样将大大缩短新品的开发周期，进一步提高公司化妆品业务的增长速度和容量空间。

4、专业稳定的经营管理团队

日化行业是一个充分竞争的行业，人才是构成日化企业核心竞争力的最重要因素之一。公司能够持续稳健增长，离不开领军人物葛文耀的坚守和专业化团队的努力。葛总做为上海家化的灵魂人物，周围聚集了大批人才，包括来自宝洁、联合利华等日化业巨头的高管。总经理曲建宁来自联合利华，很多品牌经理、技术专才来自一流企业，另外公司几个重要品牌的领头人（比如六神和佰草集）则是公司自主培养成长起来的专业人才，对行业有实践摸索积累的丰富经验，对公司有深厚的感情。

正是这支专业化且相对稳定的经营管理团队，带领公司在激烈的行业竞争中脱颖而出，成为目前国内硕果仅存发展良好的本土化妆品品牌。我们预计随着未来公司改制的完成和治理结构的不断完善，团队的优势将能够得以更好地展现和发挥，带动公司发展走上新的台阶。

七、盈利预测与投资评级

盈利预测核心假设

1、收入假设：

- (1) 六神 2011-2013 年增长速度为 10%；
- (2) 佰草集 2011-2013 年各开门店 180 家，200 家，200 家；假设佰草集 2011-2013 年平均单店销量增长 12%，15%，15%；
- (3) 美加净 2011-2013 年增长速度为 20%，22%，22%；
- (4) 高夫 2011-2013 年增长速度为 52%，45%，45%；
- (5) 家安 2011-2013 年增长速度为 17%，35%，35%；
- (6) 清妃 2011-2013 年销售收入同比分别下降 2%、10%和 10%
- (7) 可采 2011-2013 年销售收入同比分别增长-20%、0 和 20%
- (8) Adidas 品牌代理业务 2011 年 6 月到期后不再经营

2、毛利假设：假设各品牌 2011-2013 年毛利率基本稳定，个别品牌适当考虑品牌自身成本、涨价、产品升级等因素略有变动。

- (1) 六神 2011-2013 年毛利率分别为 51%、52%和 52%
- (2) 佰草集 2011-2013 年毛利率均为 77%左右
- (3) 美加净 2011-2013 年毛利率均为 56%左右
- (4) 高夫 2011-2013 年毛利率在 61%左右
- (5) 家安 2011-2013 年毛利率均为 70%左右
- (6) 清妃 2011-2013 年毛利率均为 61%左右
- (7) 可采 2011-2013 年毛利率均为 67 左右
- (8) Adidas 品牌代理 2011 年毛利率 40%左右

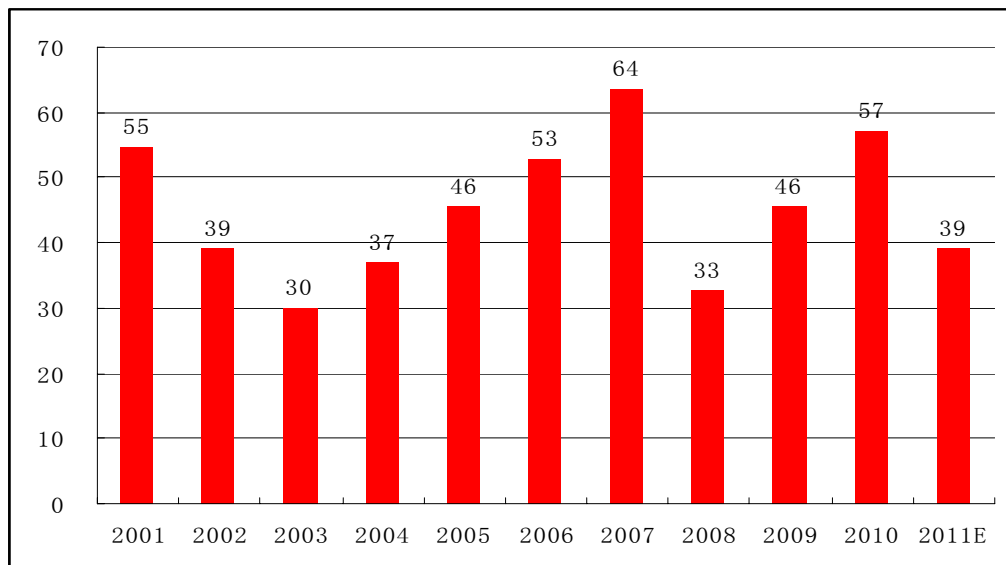
3、其他假设：

- 1) 考虑到公司未来化妆品业务收入增速的加快以及未来对品牌的投入规划，我们预计公司 2011—2013 年的销售费用率分别为 35%、34.5%和 34%
- 2) 考虑到公司未来化妆品业务收入增速的加快，我们预计公司 2011—2013 年的管理费用率分别为 10%、9.8%和 9.6%
- (3) 母公司继续享有高新技术企业 15%的优惠所得税率

根据以上的盈利预测假设，我们预计公司 2011—2013 年的每股收益分别为 0.94 元、1.34 元和 1.86 元，未来三年盈利的复合增长率为 42%。考虑到公司未来业绩的高成长性、作为国内化妆品行业龙头企业的稀缺性、公司未来改制后的经营改善预期以及公司上市以后历年的估值水平（平均估值在 40 左右），我们认为给予公司 2012 年 35 倍的估值水平较为谨慎合理，对应目标价 46.9 元，

首次给予公司“买入”评级。

图 18 上海家化历年市盈率比较 (PE=当年年末价格/EPS)



资料来源：东方证券研究所

八、风险提示

- 1、上海家化 2010 年底高新技术企业认定到期后，公司正在申请延期，但尚未批复，对所得税税率存在一定的变动风险；
- 2、公司采取费用预算制，公司部分品牌（六神和美加净）具有明显季节性特征，且日化行业为充分竞争领域，天气的异常、市场竞争的变动都会对企业销售产生影响，从而可能导致实际期间费用比率与我们的假设存在一定出入。
- 3、公司未来改制后对新大股东对公司经营管理的可能影响等。

附表：财务报表预测与比率分析（上海家化（600315））

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1435	1722	2285	3049	营业收入	3094	3509	4144	5029
现金	768	962	1422	2029	营业成本	1399	1522	1683	1957
应收账款	264	299	370	435	营业税金及附加	25	28	33	40
其它应收款	20	20	26	31	营业费用	1076	1228	1430	1710
预付账款	22	16	19	25	管理费用	301	351	406	483
存货	318	372	389	459	财务费用	-5	-10	-15	-23
其他	43	53	59	71	资产减值损失	95	-3	23	28
非流动资产	688	699	639	573	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	292	290	290	290	投资净收益	89	67	84	102
固定资产	258	279	262	227	营业利润	292	460	669	936
无形资产	31	35	34	37	营业外收入	11	10	10	10
其他	106	96	52	19	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2122	2421	2923	3622	利润总额	302	470	679	946
流动负债	600	616	677	766	所得税	53	82	119	166
短期借款	14	10	10	10	净利润	250	388	560	781
应付账款	302	344	379	438	少数股东损益	-26	-10	-7	-5
其他	284	262	288	318	归属于母公司净利润	276	398	567	786
非流动负债	4	5	5	5	EBITDA	375	540	754	1021
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.65	0.94	1.34	1.86
其他	4	5	5	5					
负债合计	604	621	682	770	主要财务比率				
少数股东权益	21	11	4	-1	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	423	423	423	423	成长能力				
资本公积	371	371	371	371	营业收入	14.7%	13.4%	18.1%	21.4%
留存收益	704	997	1445	2060	营业利润	2.2%	57.6%	45.3%	40.0%
归属母公司股东权益	1497	1789	2237	2852	净利润	18.1%	44.4%	42.6%	38.4%
合计					获利能力				
负债和股东权益	2122	2421	2923	3622	毛利率	54.8%	56.6%	59.4%	61.1%
					净利率	8.9%	11.3%	13.7%	15.6%
现金流量表					ROE	18.4%	22.2%	25.4%	27.5%
单位：百万元					ROIC	14.2%	18.8%	21.8%	23.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	329	321	557	724	资产负债率	28.5%	25.6%	23.3%	21.3%
净利润	250	388	560	781	净负债比率				
折旧摊销	88	89	101	108	流动比率	2.39	2.80	3.37	3.98
财务费用	-5	-10	-15	-23	速动比率	1.78	2.16	2.75	3.32
投资损失	-89	-67	-84	-102	营运能力				
营运资金变动	-13	-12	-30	-55	总资产周转率	1.55	1.54	1.55	1.54
其它	98	-68	26	16	应收账款周转率	11	11	11	11
投资活动现金流	-144	-29	8	30	应付账款周转率	4.69	4.72	4.66	4.79
资本支出	-96	-53	-33	-23	每股指标（元）				
长期投资	-65	-2	0	0	每股收益	0.65	0.94	1.34	1.86
其他	17	26	41	53	每股经营现金流	0.78	0.76	1.32	1.71
筹资活动现金流	-116	-98	-105	-147	每股净资产	3.54	4.23	5.29	6.74
短期借款	2	-4	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	56.98	39.47	27.68	19.99
普通股增加	97	-0	0	0	P/B	10.49	8.78	7.02	5.51
资本公积增加	16	-0	0	0	EV/EBITDA	39	27	19	14
其他	-232	-94	-105	-147					
现金净增加额	68	193	460	607					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn