

上海家化 (600315)

推荐

行业：日用化学产品

重构推动公司可持续发展

— 2014年3季度交流会纪要

公司当前的主题可理解为“重构”：组织架构重构、人事重构、企业文化重构、通过缩短研发周期或收购方式增加新品以实现产品链重构、增加电商和CS专营店投入实现渠道重构。重构有望使公司获得新生，得以超越行业增速，实现可持续快速发展。

投资要点：

✧ **人事调整基本到位，推动企业文化重塑及落实**：1、直接向董事长汇报的组织架构调整到位；中下层调整部分完成；2、薪酬调整初稿完成，预计2015年1季度实行；3、推动新企业文化落实成人的行为。

✧ **围绕消费者行为变化，公司积极应对**：年轻消费群体崛起，更易接受新品，对原有品牌忠诚度下降。公司将：1)引进新品牌；2)暂停的重新上线；3)推出新品，如佰草集下面的一花一木。

✧ **早已预期到百货渠道的放缓，多管齐下推动渠道重构**：1、加大CS专营店渠道投入，推出佰草集副线品牌一花一木主攻屈臣氏渠道；2、电商渠道引入更多细分领域专业人才，从单纯促销到加强与电商平台合作强化品牌塑造；3、将单独建立旗舰店以运作启初等婴童产品的电商渠道；4、借花王母婴店渠道优势实现启初从700个网点到4500个网点的跨越式发展；区别对待母婴商超渠道和母婴店渠道，为后者量身打造新品。

✧ **并购和国际市场拓展助力公司实现5年战略**：1、收购关注点：①可充分利用、放大公司现有竞争优势的品类品项；②互补、发展空间巨大的：如彩妆、口腔护理等。2、国际市场拓展：加快海外CS专营店渠道、旗舰店渠道建设；深度国际合作实现海外制造、海外销售；六神、美加净进军非洲市场。

✧ **给予“推荐”评级**：目前，公司已度过人事动荡期，公司治理逐步走向正轨，新战略、新企业文化正在落实。公司最糟糕的一段时间已经过去，但行业增长中枢下移、新组织架构下人员的磨合是公司必须克服的困难，整体运营效果还需进一步观察。预计2014-16年EPS分别为1.43、1.76、2.1元，给予14年30倍PE，目标价43元，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：新品研发周期未能如期缩短，上市后销量不佳；并购进展低于预期

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4469 | 5271 | 6196 | 7241 |
| 收入同比(%) | 12% | 18% | 18% | 17% |
| 归属母公司净利润 | 800 | 963 | 1183 | 1410 |
| 净利润同比(%) | 29% | 20% | 23% | 19% |
| 毛利率(%) | 63.0% | 61.9% | 61.8% | 62.9% |
| ROE(%) | 24.1% | 24.4% | 23.1% | 21.6% |
| 每股收益(元) | 1.19 | 1.43 | 1.76 | 2.10 |
| P/E | 30.40 | 25.25 | 20.55 | 17.25 |
| P/B | 7.31 | 6.16 | 4.74 | 3.72 |
| EV/EBITDA | 22 | 18 | 15 | 12 |

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

6-12个月目标价：43

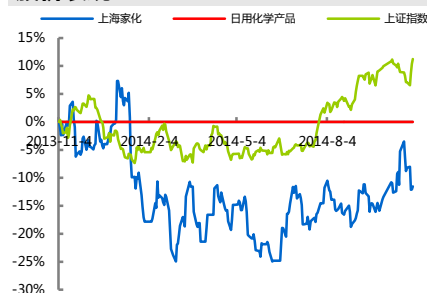
当前股价：36.17

评级调整：维持

基本资料

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 672 |
| 流通股本(百万股) | 661 |
| 总市值(亿元) | 243 |
| 流通市值(亿元) | 239 |
| 成交量(百万股) | 13.35 |
| 成交额(百万元) | 481.17 |

股价表现



相关报告

公司 3 季度投资者交流会出席高管：董事长兼总经理谢文坚；副总经理、大众消费品事业部总经理叶伟敏；副总经理、佰草集事业部总经理黄震；董事曲建宁；供应链高管董红阳；董秘冯珺等。

交流纪要：

一、 谢总对同时兼任董事长和总经理、对建立完善企业管理制度的看法

董事长谢文坚：有些公司董事长和总经理是分开的，也有相当一部分公司董事长兼任总经理，没有统一的模式。就上海家化而言，公司刚制定了未来 5 年的战略，制定了新的文化，董事长兼任总经理有利于上海家化的发展。

二、 行业平均增速在 10-12%，公司 3 季报增速超过 16%。按 5 年规划，如果剔除兼并收购部分，则每年增速要达 17-18% 才可实现目标。在目前行业下，如何实现？

董事长谢文坚：公司也注意到日化行业增速的放缓。在新战略下，公司非常聚焦五大细分市场 and 家安家居：中高端女性护肤、中高端男性护肤、大众洗护、大众护肤和婴童护肤以及家安。目前，对品牌投入，包括对品牌宣传、对终端、对设计、对专柜、对 KA 投入很大。在机制上，对人才、对薪酬、对考核、奖励制度的变化、完善新品开发、推出新品开发的速度更快；到日本参加化妆品展销会、参观日本化妆品企业，其技术对家化细分品类的提升有很大帮助，在探讨与其深度合作。

三、 团队整合进展？薪酬调整进展？

直接向董事长汇报的组织架构调整到位，但人员尚未完全到位，如 CFO 还在面试。中下层的人员调整，从研发到供应链、事业部，在看组织架构是什么样才能更好的支撑战略的完成。佰草集、大众消费品事业部的组织架构调整已完成，研发部门的调整正在进行。

薪酬调整的初稿已完成，与国际知名人力资源咨询公司翰威特（Hewitt）合作，已过董事会，还要过股东大会，预计于 2015 年 1 季度实行。

四、 消费者更易接受新品，对老品的忠诚度下降，如何应对？

1) 引进新品牌；2) 暂停的重新上，如玉泽；3) 推出新品，如佰草集下面的一花一木。

五、 未来，屈臣氏和电商渠道有可能会各占 30%，公司主要是百货渠道，如何应对？

公司电子商务公司专门负责电商渠道；以前公司在屈臣氏做品牌，因为他们要求高，成本高。佰草集是针对 35-45 岁的中高端白领，公司希望抓住更前端的年轻人群，一花一木就是专门针对屈臣氏打造的，在北京、上海、广州 7 月上市各 15 家门店做推广，这品牌也是屈臣氏今明两年重点推广的品牌。7 月底以来，8、9、10 月目标专柜单产保底 2 万，力争 2.5 万，已达目标。11 月 1 日开始第二轮拓展，年底目标 90 家门店。

六、 如何与伽蓝等国产品牌竞争？

目前不少国产品牌发展的不错，如百雀羚等市场投资非常 aggressive。上个月刚从伽蓝请来一位非常优秀的研发人才任公司的高级研发总监。尽管公司主要品牌如佰草集的竞争对手是国际品牌，但对包括伽蓝在内的国内品牌伽蓝、百雀羚、大宝等，公司美加净等也是与其有竞争的。公司薪酬调整对标的不仅是国际企业，也包括国内企业。

七、公司 10 月中旬跟聚美合作有新品首发；双 11 的准备情况及预期

两个月前电商管理团队有个大的调整，吸收了一些外来电商人才。制度上有个根本性的转变，以前在互联网上的销售过多的关注于促销，现在更多关注于品牌宣传。跟聚美的合作也是从品牌宣传的角度。

电商的策略调整：加强与电商的合作，以前是将其作为平台来做，由平台方来组织活动。现在是加强与平台的营销合作，不仅将其作为销售平台，而且作为品牌建设和宣传的平台。以后会在各电商平台中看到由品牌主导的营销活动。双 11 预热由 10 月 15 日开始，今年佰草集和高夫进入化妆品的主会场，即化妆品的第一个页面。好几年做 11，今年是头一次佰草集和高夫都进入。今年加入一些调调进去，不是以简单的折扣去做。佰草集今年主题是中国骄傲。大家知道，佰草集代表了中国化妆品的骄傲，是国内唯一能跟国际化妆品抗衡的品牌，也是每一个走向国际化妆品主流市场的品牌。对于业绩期望高，希望能有一个非常明显的增长。人员、备货、营销都已就绪，天天加班。

八、如何实现 2018 年 120 亿的战略目标？2015 年的工作计划？

尽管行业增速确实有放缓，但仍以乐观的态度看待行业。国家政策鼓励内需，促进消费增长，接下来会有政策层面的东西促进消费增长，有利于公司所在的日化行业的增长。现在国家更多的从保障的角度，养老、保健等，大家不用过多的存钱。

要实现未来 5 年 120 亿的目标，制定之初就知道其困难性。两大引擎：一个市场的增长，一个是市场份额的增长。现在要在每一个子品牌都要取得份额的增长。每个品牌都有未来 5 年的增长路径规划，都有 KPI，严格执行。有挑战但很有信心。2015 年预算还没出，但有信心保持高于行业的增速。

公司 5 年战略规划细分到几十个战略规划，包括每个品牌、每个 SKU、每个事业部的规划及彼此间的配合、在什么时间进入哪个渠道，包括了新品、营销、供应链等。公司持续关注竞品，预算中包括对竞品的预算，买竞品进行分析，对竞品进行跟踪，购买第三方数据，注重对消费者洞察力的提升，增加渠道的投入，在关键营销点增加人员的投入。

2015 年：企业人才制度的进一步建立和完善；前一段时间，新加坡、美国路演。不少投资者问：实现 2018 年目标的最大的潜在风险是什么？我认为不是外部环境的障碍，而是内部人才的稀缺。Julia 是非常优秀的人才官，进来帮忙建立好、完善好包括薪酬、考核制度。未来确保企业能够有效执行公司的战略和 6 大企业价值观-公开透明、奖惩分明、勇于创新、顾客满意、诚实进取、互助友爱，而且把员工考核跟价值观结合起来。组织架构调整后引入人才--研发人员、营销人才、供应链人才等也是 2015 年的重点。

九、 证监会的处罚何时出来？保险持股比例高不高？

一旦出来第一时间公告。希望处罚对公司不要有大的影响。目前来看，处罚金额不会大，对公司业绩不会有大的影响。如果受到处罚，员工奖励会取消，对此前有股权激励的员工是个损失。从弥补的角度来讲，薪酬调整会考虑这一块，从市场对标出发调整，吸引人才、留住人才，员工收入会有明显上涨。原来职级有 26 级，现在简化到 11 级。如果公司被处罚，公司未来 36 个月的公开发行人会受影响，但不会影响以定增方式并购。

十、 佰草集百货渠道销售增速放缓的问题

早已预见到百货渠道的放缓。3 年前 98% 是百货渠道，去年百货渠道占到 76%，CS 专营店渠道和电商各占 12% 左右。今年上半年 CS 和电商渠道占 26%，目前已上升至 30%，其中电商渠道 18%，CS 渠道约 12%。希望 2018 年电商渠道占到 20%，可能要到 30%。今年预计电商渠道已接近 20%，5 年后远远高于 20%。

十一、 从战略上如何保持收入和利润的平衡？

市场促销投入是为了短期目标，还有很多投入是为了中期甚至长期的目标。从管理层的角度，管理团队每周一开会，从整个公司的角度平衡资源的投入和产出，不希望公司收入、业绩有大起大落，希望平稳可持续发展。

公司毛利率有所下降，主要是代理的花王毛利率比较低。分品牌看，除家安外，包括花王在内毛利率都有上升。公司在花王上的投入低于其他品牌很多。

对未来不是担心而是谨慎和乐观。

十二、 3 季报，应收账款增速快(17.61%)，原因？

从金额上看，应收账款增速较快，但周转天数是在下降的。去年上半年压货了，7、8 月在消化，9 月在回款，应收账款有个明显下降。今年 9 月是在为双 11 备货，10 月就会有明显下降，公司的应收账款账龄平均在 40 天。公司应收账款账龄都在一年以内。

十三、 公司现金 23.7 亿元，收购方面的计划？并购的关注点？

公司不仅账面现金充裕，而且现金流非常好。公司比投资者更着急如何把现金投到好的资产上。并购团队非常努力，也谈了很多，但好的并购项目不多。2015 年，这也是工作重点。

根据 5 年战略规划：上海家化并购战略将围绕着日化主业并寻求在品类，品种和能力上互补，在现有核心市场中寻求新的渠道能力和新的细分市场机会，通过投资收购实现业务规模快速增长。

关注点：(1) 跟战略有个明确的匹配度，能够充分 leverage 企业现有的竞争优势，包括在渠道的覆盖能力、掌控能力、品牌管理能力等；(2) 聚焦核心业务范围，五大核心市场，放大核心竞争力，看品类品项；(3) 公司现在没有又有比较大发展空间的领域，如彩妆和口腔护理。

十四、 国际市场的发展情况

2008年，借北京奥运会进入法国，跟丝芙兰连锁合作；去年进入了德国市场；目前，已进入法国、德国、意大利等国。

在法国也遇到一些问题：外国媒体报道中国制造质量问题；未来跟法国企业合作，未来佰草集 MADE IN FRANCE，供应欧洲和主要的发达国家市场；刚签约，在巴黎歌剧院隔壁租了旗舰店，明年3月开张。非洲朋友对中国产品认可度高，目前有个项目是考虑把六神、美加净卖到非洲。

十五、 推动企业文化的变化

改变一个企业的文化是很难的。来到家化后，欣喜的发现很多员工是高兴见到变化的。他们认为以前暗箱操作比较多，信息流通不畅。了解的过程是：新的战略制定后，50位总监级高管闭门交流，分组讨论，最后提出了六大企业价值观：公开透明、奖惩分明、勇于创新、顾客满意、诚实进取、互助友爱。最后形成一个小册子，发给公司的每位员工。招聘时，跟企业价值观匹配才收。在各部门中把价值观落实成人的行为，在考核中，不仅有业绩指标，还有行为的考核。

十六、 年初佰草集说要提高单产，现在情况怎样？

公司对单店单产非常重视，任何时候都将其做为重要指标。整个百货渠道增速都在下降，一楼化妆品彩妆是在上升的，因为彩妆是在上升的。从38个城市800家百货看，铺货率低的品牌上升比较快，很多品牌是通过门店数量的增加在增长。购物中心的单品牌专卖店的销售单产在上升，约占15%的门店。

佰草集的单产在下降，因为铺货率高。铺货率高于90%的是三欧一草，其中佰草集的单产下降幅度是最低的。

今年除了在电商渠道发力外，去年开始开发CS渠道，即化妆品专营店。12月在北京、上海、长沙有第一批新型线上线下专卖店，对扮演的角色、提供的服务有新定义。即单品牌专卖店会有大幅增长。未来是从优化渠道组合、提升电商、CS、专营店等渠道的单产来推动整个发展。

关于新品，太极丹通过试销取得了很好的业绩，功效显著。目前，在不断优化配方，技术上有难题。太极丹的优化配方及延伸产品。佰草集下一阶段主推的产品都在加快推进。

十七、 花王的情况？为什么其增长快于自主品牌？会不会影响自主品牌的增长？

今年和花王的合作是第三年；1-9月超80%的增长。花王的增长主要在区域、渠道的发展，花王的合作就是要利用家化的渠道去拓展、去铺货。整个市场的范围在扩张，只要扩张就有增长，已进入的区域单产增长比较平稳，没有爆发式的增长。

会不会影响自主品牌的增长？大消费事业部的各品类市占率都有不同程度的上升：花露水第一且市占率继续上升；美加净手霜继续第一且提升；高夫男士用品从市占率第七上升至第五。所以公司增速高于行业增速。

跟花王合作的过程，使得公司对母婴店渠道的掌控有了决定性的增长。与花王合作

对母婴店渠道的掌控有了根本性的变化；启初和明年正在筹备的美加净母婴、六神宝宝产品全面进入母婴渠道。

母婴整个市场都在快速发展，母婴店渠道发展比其他渠道快。以后公司母婴店渠道占比会上升。商超渠道，还是保持并上升。母婴店的合作渠道中：奶粉、尿布和童车童床等占比大，洗护占比比较小，还有待提升。目前，已跟全国前十大中的前两大母婴渠道合作了一年。单一渠道规模上亿，包括花王和自己的两个母婴产品。目前掌握的渠道是 4500 家店。

从高夫的角度讲，线下渠道发生了很大变化。以前百货是高夫最主要的渠道，第二是屈臣氏，商超是两年前开始。刚开始进入屈臣氏时是 100% 的增长，最近几年是 30-50% 的增长。百货渠道中只做男士的只有高夫，单产都小，生存都困难。今年大力发展化妆品专营店，亏损的百货渠道全部砍掉，砍掉了将近一半，保留了盈利的渠道后保持了稳定的月单产。化妆品专营店从去年 9 月份在册的 900 多家扩展到今年的 3500 家，也就是大幅增长。在商超渠道，今年 8 月开始拓展，原来只做了全国的 6 个省，国际卖场的 6 个省，今年拓展到 28 个省。

虽然增速放缓，但忠诚度下降。要想实现 5 年规划的销售目标，有两个方向要做到：新品开发上，每一个 SKU 提供的销售额增速要加快；响应公司的核心竞争力，上市时间、开发效率要提高。为了实现这两个目标，新成立了技术合作与开发部，与科研部来平行负责商品开发，能迅速拿到一些上海家化没储备、没上市的开发产品，同时也能通过利用外部资源把自己的资源开放到需要做出的新产品上。上个月成立，这个月人员基本到位。研发总监非常有经验，是从伽蓝请来的，在伽蓝 3 年，此前在联合利华有十几年的工作经验。这是从组织机构和人员的角度讲的。任何产品的开发必须经历两点：深入的对消费者的洞察，二是提供给消费者的产品要有差异化。这牵扯到对公司的管理有要求，对新品开发有分类管理，哪些是跟随产品，哪些是明星产品，要花大力气，涉及到资源的分配。无论是配方、包装方面等都会有调整。

2018 年定的目标是前一年开发的产品在当年的新品销售额占到 20%，有难度，通过几条腿走路、新人的加入、完整的开发流程、开发关口的保证等还是有信心完成的。

十八、 前期推出的洗发水的情况：研发周期、销售情况、使用体验等

关于美加净洗发水，去年推出市场，做了十个月。实话实说，洗发水的门槛比较高，做的不怎么样。在已进入的门店中，单克价格比宝洁、联合利华等要贵。在推出之前，试用过，效果很高。但美加净的资源集中在手霜、面霜等霜类。目前，在做测试，在家乐福，把价格降下来，效果还不错。第二步测试，把价格慢慢加上去，看效果怎么样。如果销售没上去，就再摸索；如果上去了，就去复制。

十九、 新品储备的 SKU

每个品牌处在不同的发展阶段，如佰草集、高夫、美加净都会高于行业平均增长，花露水则是公司在推动市场的增长。

启初产品在商超渠道已拓展了最好的、单产最高的渠道，进了七个系统近 1000 家

门店。推出到现在，每周跟踪每个系统的每个店的周单产，每周都在涨，好的店单产已超过对标的竞争对手。在今年 9 月开始，把启初的门店进行了梳理，没进入的店分阶段拓展，速度会比较快。这是商超渠道。而母婴店渠道与商超渠道不同。母婴店和商超的价格策略不同，后者毛利低而后台费用高，而母婴店毛利高后台费用低，所以要有不同的产品线设置。母婴店的单价要高一些，要设计一套适应的商品，专门供应母婴店。目前，4500 家母婴店渠道里面启初推了 700 家左右。明年 3 月进行全面推广，全进。

电商角度，家化电商平台在佰草集下面。过去母婴系列产品没有专门注重母婴线的垂直电商的宣传和售卖，接下来会设启初的母婴旗舰店，会在母婴垂直系统建店推广。三方渠道规划是非常明确的。

强调三点：一是虽然电商平台在佰草集事业部下面，但是为全公司服务的；二是实行品牌管理制，每个品牌都有团队，负责营销策略；三是启初跟佰草集等还是有很大的不同，母婴特性突出，在化妆品平台上的销售不多，现在正在接洽以母婴类商品销售为专业的电商人才，启动了以母婴类电商营销为专业的公司的前期探讨。因为这个分的是特别细的，专注于 3C 的、商超类的，目标是 2015 年重塑电商渠道发展策略，会有更符合母婴类的营销方式。

二十、 前 3 季度各品类的销售情况，是否达到管理层预期

2014 年 1-3 季度，分品类看，六神 4-5%，略低于预期，主要是浴露和浴皂没有达到预期，跟今年夏季不是太热有关，因为浴露冰爽是我们的主打；美加净 19%左右，符合预期；农安 10%，低于预期；佰草集 21-22%，符合预期；高夫，10-11%左右，前半年压货多，第 3 季度增速比较快，4 季度增速会加快；花王：80%。

1-9 月佰草集增长分拆：首先是销售结构的变化，电商和 CS 渠道占比接近 30%，同比增长都接近 50%，是 1-9 月增长的主要来源；百货单店是下降的，也有新店，同时 9 月为 10 月旺季备货。10 月是销售旺季，9 月是为 10 月备货，在春节前也有类似的情况。

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 3284 | 3934 | 5350 | 6898 |
| 现金 | 1733 | 2260 | 3360 | 4687 |
| 应收账款 | 429 | 527 | 620 | 724 |
| 其它应收款 | 23 | 58 | 68 | 80 |
| 预付账款 | 19 | 26 | 30 | 40 |
| 存货 | 437 | 543 | 630 | 725 |
| 其他 | 644 | 519 | 643 | 642 |
| 非流动资产 | 1236 | 1198 | 1158 | 1188 |
| 长期投资 | 634 | 680 | 720 | 800 |
| 固定资产 | 216 | 196 | 160 | 117 |
| 无形资产 | 137 | 152 | 173 | 195 |
| 其他 | 249 | 170 | 104 | 75 |
| 资产总计 | 4520 | 5131 | 6507 | 8086 |
| 流动负债 | 1130 | 1122 | 1286 | 1421 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 373 | 442 | 540 | 581 |
| 其他 | 757 | 680 | 747 | 841 |
| 非流动负债 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 1155 | 1122 | 1286 | 1421 |
| 少数股东权益 | 40 | 63 | 92 | 125 |
| 股本 | 672 | 672 | 672 | 672 |
| 资本公积 | 1051 | 1051 | 1051 | 1051 |
| 留存收益 | 1604 | 2224 | 3407 | 4818 |
| 归属母公司股东权益 | 3325 | 3946 | 5129 | 6539 |
| 负债和股东权益 | 4520 | 5131 | 6507 | 8086 |

现金流量表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1029 | 749 | 1033 | 1308 |
| 净利润 | 820 | 986 | 1212 | 1444 |
| 折旧摊销 | 101 | 110 | 120 | 127 |
| 财务费用 | -23 | -26 | -31 | -40 |
| 投资损失 | -162 | -165 | -170 | -180 |
| 营运资金变动 | 116 | -110 | -100 | -39 |
| 其它 | 176 | -46 | 2 | -4 |
| 投资活动现金流 | -313 | 92 | 34 | -28 |
| 资本支出 | 158 | -0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -192 | -9 | 42 | 108 |
| 其他 | -347 | 83 | 76 | 80 |
| 筹资活动现金流 | -311 | -314 | 33 | 47 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 224 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 183 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -718 | -314 | 33 | 47 |
| 现金净增加额 | 405 | 527 | 1100 | 1327 |

利润表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4469 | 5271 | 6196 | 7241 |
| 营业成本 | 1655 | 2011 | 2367 | 2688 |
| 营业税金及附加 | 42 | 53 | 62 | 72 |
| 营业费用 | 1438 | 1728 | 1927 | 2253 |
| 管理费用 | 572 | 527 | 633 | 760 |
| 财务费用 | -23 | -26 | -31 | -40 |
| 资产减值损失 | 9 | 7 | 8 | 8 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 162 | 165 | 170 | 180 |
| 营业利润 | 936 | 1136 | 1400 | 1680 |
| 营业外收入 | 29 | 25 | 27 | 20 |
| 营业外支出 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 利润总额 | 961 | 1156 | 1421 | 1693 |
| 所得税 | 141 | 170 | 209 | 249 |
| 净利润 | 820 | 986 | 1212 | 1444 |
| 少数股东损益 | 20 | 23 | 28 | 34 |
| 归属母公司净利润 | 800 | 963 | 1183 | 1410 |
| EBITDA | 1015 | 1220 | 1489 | 1766 |
| EPS (元) | 1.19 | 1.43 | 1.76 | 2.10 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 11.7% | 18.0% | 17.5% | 16.9% |
| 营业利润 | 30.7% | 21.4% | 23.2% | 20.0% |
| 归属于母公司净利润 | 28.8% | 20.4% | 22.8% | 19.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 63.0% | 61.9% | 61.8% | 62.9% |
| 净利率 | 17.9% | 18.3% | 19.1% | 19.5% |
| ROE | 24.1% | 24.4% | 23.1% | 21.6% |
| ROIC | 85.5% | 97.5% | 117.8% | 147.5% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 25.5% | 21.9% | 19.8% | 17.6% |
| 净负债比率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 2.91 | 3.51 | 4.16 | 4.85 |
| 速动比率 | 2.51 | 3.02 | 3.67 | 4.34 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.09 | 1.09 | 1.06 | 0.99 |
| 应收账款周转率 | 10 | 11 | 11 | 11 |
| 应付账款周转率 | 4.69 | 4.93 | 4.82 | 4.80 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.19 | 1.43 | 1.76 | 2.10 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.53 | 1.11 | 1.54 | 1.94 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.95 | 5.87 | 7.63 | 9.72 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 30.40 | 25.25 | 20.55 | 17.25 |
| P/B | 7.31 | 6.16 | 4.74 | 3.72 |
| EV/EBITDA | 22 | 18 | 15 | 12 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳,中投证券商贸零售、服饰家纺分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:苏宁云商、新华都、农产品、欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠、海澜之家、罗莱家纺、富安娜、森马股份、朗姿股份、七匹狼等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434