

## 一、公司简介

### 1、行业介绍

#### 1) 行业简介

日化产业即日用化工品产业，根据传统的产业分类，日化产业习惯分为以下六大类：化妆品（含美容化妆品、清洁化妆品、护肤品、发用化妆品），洗涤用品（含皂类、洗衣粉、洗涤剂），口腔用品（含牙膏、漱口水等），香味剂、除臭剂，驱虫灭害产品，其他日化产品（鞋油、地板蜡等）。

日化产品皆由日用化工原料组合生产，生产日化原料的厂家大部分在沿海发达地区。中国日化产业目前已初步形成了几个产业集群，两大制造业板块。产业集群主要是以广东为中心的珠江三角洲地区和以上海为龙头的长江三角洲地区。在制造业方面，中国日化行业基本已形成两大板块，其中以广东为主的华南区约占全国 70%左右，以上海、江浙为主的华东地区约占 20%左右，其它区域约占 10%左右。

在计划经济时期，各地日化企业多属于地方轻工系统，生产的产品主要为当地居民服务。在进入市场经济时期后，分散在各地的日化企业并未被及时整合，形成跨地域的大型日化企业，在销售领域也是各自为战。即便如此，面对日益蓬勃的市场，在经济转型初期，国内日化行业还是形成了不少民族品牌。而当上世纪 90 年代外资企业大举进入国内市场时，不少国内日化企业接受了外资并购或合资。被收购的国产品牌包括小护士、大宝、羽西、美加净、丁家宜等，并购后都曾一度遭遇销售下滑的困境，有的品牌甚至已然消失不见。

#### 2) 行业规模

美容及个人护理 2013 年规模为 2710 亿元，2008-2013 销售额复合年均增长率为 10.4，同期 GDP 复合年均增长率为 13.03%，高于本行业增长，由此可见本行业属于比较成熟的行业。但行业的结构在发生变化，如下图所示，护肤品增长率高于行业增长率，彩妆、洗浴用品低于行业增长率。

2008-2013 销售额复合年均增长率=10.4%  
 2014-2018 销售额复合年均增长率=11.9%



其中护肤品

2008-2013 销售额复合年均增长率=12.0%  
 2014-2018 销售额复合年均增长率=13.0%

彩妆

2008-2013 销售额复合年均增长率=8.9%  
 2014-2018 销售额复合年均增长率=11.1%

洗浴产品

2008-2013 销售额复合年均增长率=6.1%  
 2014-2018 销售额复合年均增长率=7.5%

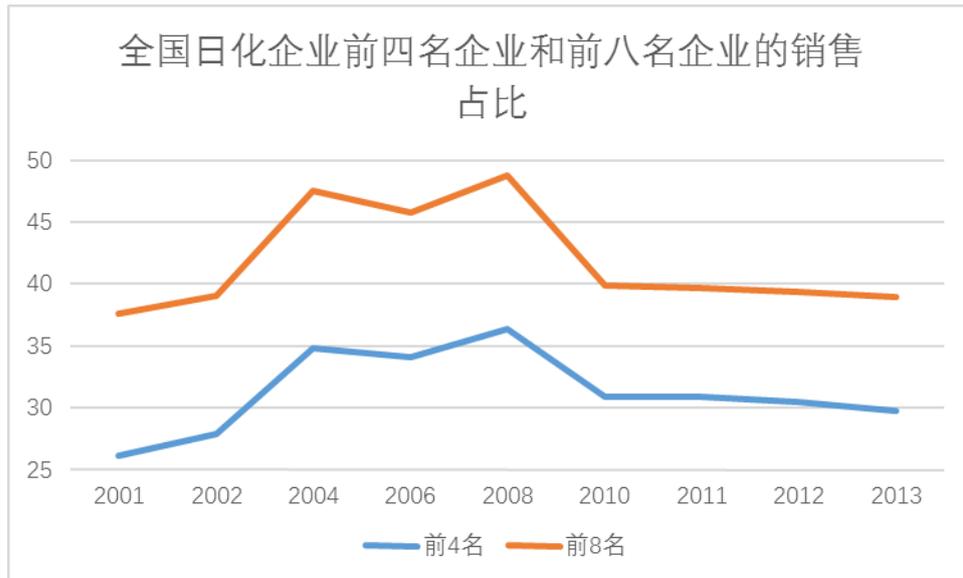
图表来源：上海家化 2014 年年报

3) 行业集中度

两个阶段的数据来源不同，我倾向于相信 2010 年以后的数据，由此数据可以看出，行业集中度低，保持稳定，每年有略微的降低。

全国日化企业前四名企业和前八名企业的销售占比									
%	2001	2002	2004	2006	2008	2010	2011	2012	2013
前 4 名	26.1	27.9	34.8	34.1	36.4	30.9	30.9	30.5	29.8
前 8 名	37.6	39.1	47.5	45.8	48.8	39.9	39.7	39.4	39

2010-2014 数据来源：EuromonitorC&TChina2014  
 其余年份数据来源：上海家化年报



#### 中高端化妆品市场：

高端市场由欧美品牌一统天下，中端市场日韩、欧美混战，中国只有佰草集参与竞争。基本上，这一市场，被外资企业所占据，而这正是高价值高毛利的市场，但国内企业想分一杯羹很难，佰草集这个品牌也是培育了好多年才在中端品牌中占有一席之地的。

## 2014年1-11月百货店前二十品牌

排名	品牌	销售额份额	销售量份额	品牌属地
1	雅诗兰黛	9.2%	3.5%	欧美
2	兰蔻	8.6%	2.9%	欧美
3	欧莱雅	6.2%	9.6%	欧美
4	欧珀莱	6.0%	7.9%	日本
5	迪奥	4.2%	1.7%	欧美
6	香奈儿	3.6%	1.6%	欧美
7	佰草集	3.0%	3.1%	中国
8	玉兰油	2.9%	4.3%	欧美
9	兰芝	2.9%	3.0%	韩国
10	美宝莲	2.7%	9.1%	欧美
11	SK-II	2.2%	0.6%	日本
12	无添加	2.2%	2.3%	日本
13	娇兰	2.0%	0.5%	欧美
14	倩碧	1.9%	1.6%	欧美
15	资生堂	1.9%	1.0%	日本
16	娇韵诗	1.8%	0.9%	欧美
17	科颜氏	1.8%	1.3%	欧美
18	雅漾	1.8%	1.8%	欧美
19	希思黎	1.7%	0.3%	欧美
20	梦妆	1.5%	3.9%	韩国

数据来源：中怡康38城市推总数据

### 个人护理市场：

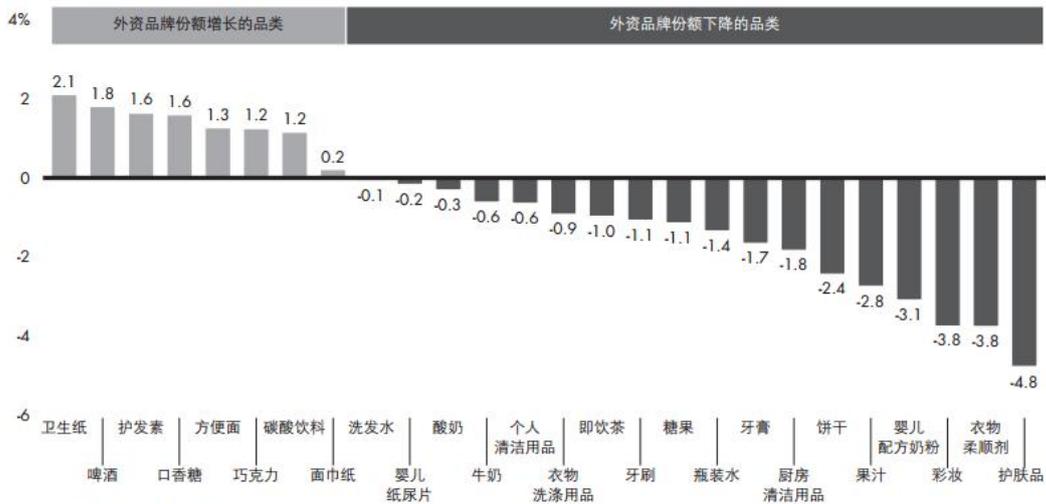
在国内个人护理品市场内，企业竞争激烈。市场份额主要被跨国个人护理品企业如宝洁、联合利华、欧莱雅等企业占据。据不完全统计，宝洁、联合利华、欧莱雅和资生堂等企业在中国的销售额超过 500 亿元，整体占整个中国市场的一半以上。（来源：中国产业信息网，2014 年 4 月）

### 家用护理市场：

据全球权威市场调查机构欧睿国际公布的《中国家用护理类企业 10 强榜》显示，2014 年立白在中国家用护理市场占据 15.3% 的市场份额，位居榜单第一。第二名纳爱斯集团占据 12.8%，第三名蓝月亮占据 6.5%。联合利华在该榜单中位列第 3，宝洁位列第 5，市场份额分别为 7.5% 和 6.5%。

据中国产业洞察网不完全统计，以个人护理领域为例，过去几年本土品牌已逐步抬头，2008 年-2013 年本土品牌的市场份额已经从 14.2% 上升到了 19.9%，提高了 5 个百分点。贝恩公司的最近一份报告显示，在过去的 2014 年，26 个快速消费品品类中有 18 个品类，本土公司正从外资公司手中赢得更多市场份额。而护肤品、衣物柔顺剂与彩妆，是本土公司抢到最多市场份额的领域，外资公司在上述三个领域的市场分别降低了 4.8%、3.8%、3.8%。

外资品牌在各品类中的市场份额变化 (2013-14年)



资料来源: 凯度消费者指数研究; 贝恩分析

总结一下, 从大日化市场的三个关键品类, 化妆品 (包括护肤、彩妆、香水等)、个人护理品 (洗发护发产品、身体清洁产品、卫生产品、口腔护理)、家庭护理品 (洗衣粉、洗衣液、清洁剂等), 前两类在市场份额上外资品牌还是占据绝对优势, 但也受到本土品牌的压力, 份额有下降趋势; 在家庭护理品方面本土品牌市场份额略有优势, 并且与外资品牌的差距正在逐渐拉大。

#### 4) 上下游



#### 5) 波特五力分析

##### A) 替代品

无, 没有其他行业的产品可以替代日化行业的产品。

##### B) 供方议价能力

弱, 可选择 OEM 企业多, 生产技术含量不高, 原材料的可替代性强。

##### C) 买方议价能力

某些渠道商, 比如百货可以上涨入场费, 具备一定的议价能力; 终端消费者无议价能力。

##### D) 同业竞争程度

业内竞争激烈

E) 潜在进入者

可能进入者和进入方式

外资纷纷介入。一些多元化经营的企业将目光投向日化行业:云南白药进军牙膏市场。

多有经验和实力的经销商开始着手建立自己的品牌,如九鑫集团打造的“螭婷”品牌。

一些日化行业的从业人员,有了一定的资金和网络后,渴望拥有自己的品牌。

部分技术发明人或专利持有者,着手组建自己的工厂。主要的进入方式有:有实力的企业投资开发新的产品,打造新的品牌;部分企业强强联合,共同开发新品牌;资金较弱的企业或个人定牌生产(OEM)。

进入障碍,所谓进入障碍是指影响新进入者进入现有行业的因素,是新进入者必须克服的障碍:

规模经济,因日化产品的生产工艺和设备相对简单,又加上日化行业竞争加剧,大量专业OEM厂家的出现大大降低了日化行业的最小有效规模,也为潜在进入者降低了门槛。

差异化,对新进入者而言,差异化包含两层含意:首先是产品差异化,在日化产品同质化日益明显的今天,差异化将是新进入者手中的一柄利器;其次是品牌差异化,消费者日益成熟的品牌意识则成为新进入者的一大障碍。

资金需求,日化行业一向因进入资金需求较低而使大量的外行业者进入。众多的OEM专业厂家的出现导致只要有几十万元甚至几万元就可拥有自己的品牌。

获得分销渠道,对于多数潜在进入者来说,对其进入构成最大障碍的是能否顺利获取分销渠道。由于分销能力的限制及对风险的厌恶,分销商往往不愿意经销新的厂家的产品,新进入者必须花大力气建设新的销售网络,而这就会降低其利润水平。目前,三四级市场的渠道获取相对容易,但网点质量较差;一二级市场的大中型卖场的入场难度较大,且各种费用居高不下,新进入者没有一定的实力或特殊的产品功效,则很难立足。

转换成本,所谓转换成本就是购买者将一个供应商的产品转换成使用另一个供应商的产品所支付的一次性成本,主要包括雇员再培训的成本、购置新设备的成本以及检测费用等,甚至包括中间关系的处理成本。整体上讲,日化行业的转换成本较低,有利于潜在进入者进入。

有关法律和政策的限制,以前国家对特殊用途产品的审批较为严格,一般用途的日化产品的法规限制较为宽松,自SDA更名为SFDA,化妆品被纳入药品管理范畴,新安全法规的出台将对良莠不齐的日化市场来一次大清理,许多中小日化企业被淘汰出局。

障碍的其它来源,专利和专有技术,首创品牌的优势,学习曲线效应等。

6) 法规政策

国际上日化行业的法律法规,基本上是欧盟走在最前沿,也是要求最严格的,而我们国家的法律法规,相对时滞后的,很多时候欧盟新的条例已经出来并且实行了几年了,中国才官方颁布根据欧盟的新的条例来修改。

比如2010年,霸王洗发水在香港被检出含有致癌物二恶烷,虽说检验出来的值,没有超过国家标准,含量不超过100ppm,但是欧盟跟美国,含量是不超过30ppm。在霸王事件出来之

前，其实欧洲有些国家或者客户，比如说德国有的客户就已经要求不得检出二恶烷，或者含量不超过 5ppm。

因此想要避免走霸王集团的老路，必须时时了解欧盟的法律法规，因为欧盟的法律法规也时时在修改。欧盟化妆品指令 76/768EEC 于 1976 年正式实施至 2007 年，就修改了 28 次。而这部旧的法律法规已经满足不了，又重新颁布了一部新的法律法规。欧盟化妆品法规 1223/2009 即将于 2013 年 7 月全面实施。欧盟一般消费品保护指令 (GPSD)、REACH 以及玩具指令 2009/48/EC 等相关法规也可能会影响到化妆品的监管。

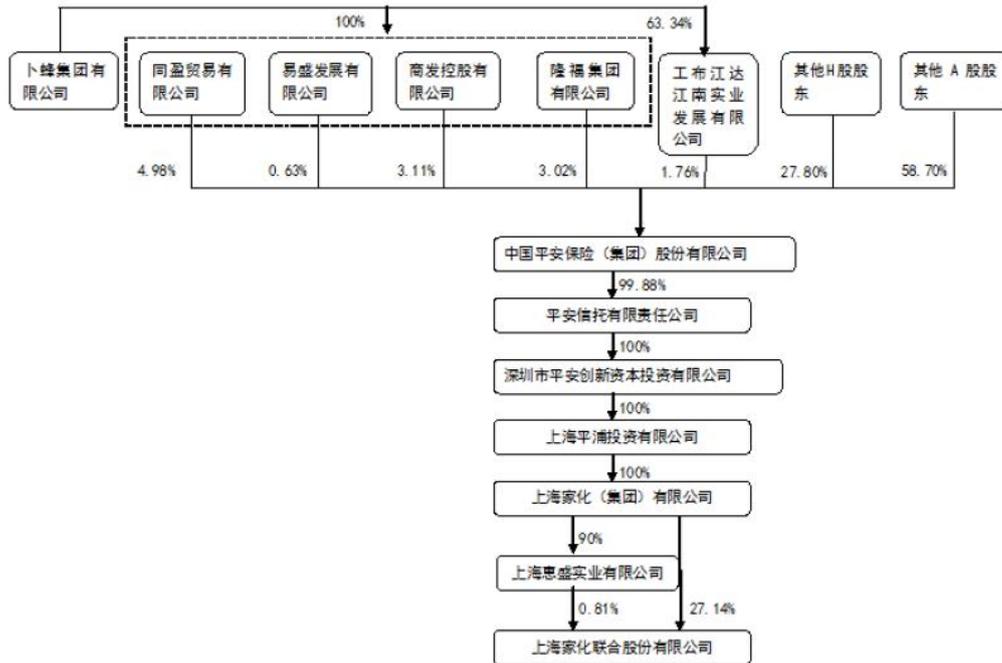
国内，2015 年 12 月 25 日消息，洗发水、沐浴露、香皂、牙膏、护发素、漱口水等商品关税由 10%全部上调为 50%。

## 2、公司介绍

### 1) 基本情况

全称	上海家化联合股份有限公司
代码	600315，沪市
股权结构	见下图，股权结构十分分散，实际控制人为中国平安保险（集团）股份有限公司，中国平安本身无实际控制人
主要产品	品类有化妆品、个人护理、家庭护理，品牌有六神、佰草集、美加净、高夫及启初，主要产品有六神花露水、佰草集系列产品
收入来源	消费品销售收入
主要支出	成本：原材料、外购费用，费用：销售费用
竞争对手	行业集中度低，面临国际、国内品牌的竞争
审计报告	2014 年，标准无保留意见
会计师事务所	2001-2009 上海立信长江会计师事务所有限公司；2010-2012 安永华明会计师事务所，更换原因：根据沪国资委评价（2009）646 号文件及沪国资委统（2008）758 号文件规定，连续聘用会计师事务所不得超过 5 年，事务所资质较好的可延长聘用最长 3 年；2013-今普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙），更换原因：公司 2012 年度股东大会决议通过

## 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



注：以上涉及到中国平安的数据来源于中国平安 2013 年度报告。

### 2) 公司历史

1898 年，光绪皇帝颁布了《明定国是诏》，开始了百日维新。离京城几千里之外的香港，来自广东的打工仔冯福田，用积攒多年的 2 万银元，在香港创立了一家叫做“广生行”的化妆品公司，开始生产“双妹牌”花露水——这是中国第一家现代化民族化妆品企业，上海家化的前身。

1952 年，新中国开始了一项全国运动——公私合营，同一时期，上海广生行与东方化学工业社进行公私合营，建立了“上海明星家用化学品制造厂”，也就是如今赫赫有名的上海家化。

90 年代的中国，美妆企业和品牌开始野蛮生长。当时市场上最活跃的是上海家化的美加净品牌。这个在 1962 年上市的品牌在上海家化的重点推广下，创造了中国市场第一支定型摩丝、第一支防晒霜、第一支定型护手霜等，在 1990 年时达到了巅峰时刻。同一年，上海家化还推出了一款至今仍然非常流行的大众品牌——六神。同一时期，欧美国际品牌玉兰油、旁氏、凡士林、雅诗兰黛、妮维雅等也逐渐进入中国市场。

1994 年，上海家化历经千辛万苦，终于收回了危机重重的美加净品牌。曾经那个独领风骚的美加净，在四年前就被让给了美国庄臣公司——为了配合上海政府吸引外资的优惠政策。从此美加净就由市场宠儿一下子被打入冷宫。据说次年美加净的销量就一落千丈，让身为娘家人的上海家化心痛不已，终于在四年后咬牙要回了奄奄一息的美加净，可惜自此，一代风流品牌不可抑制的没落了。

1995 年，上海家化在香港上市，是国内第一家上市的化妆品公司。

1997 年，上海家化推出了佰草集品牌。

此部分内容著作权归作者所有。

作者：熊亚亚

链接：<https://www.zhihu.com/question/23581541/answer/25123599>

来源：知乎

### 3) 商业逻辑

公司从事护肤品、个人护理品、家庭护理品的开发、生产、销售，赚取原料与产品之间的差价。品牌认可对于公司盈利能力有很大影响。

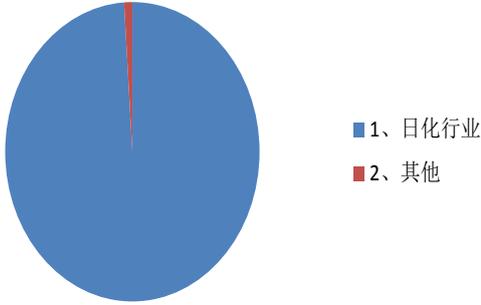
### 4) 经营情况

2001 年上市伊始，公司主要的品牌有六神、美加净、清妃，主要产品有六神花露水、六神沐浴露、美加净护手霜。

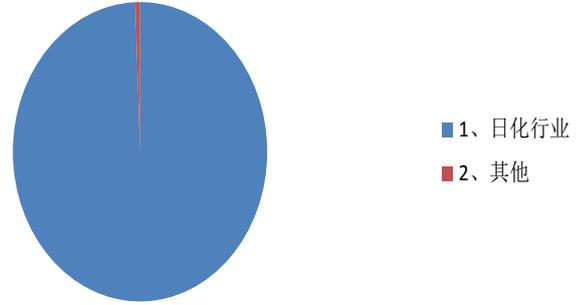
发展至今，公司的主营业务将聚焦三大领域，即美容护肤，个人护理和家居护理。公司的资源将集中投入在五大品牌佰草集，六神，美加净，高夫，启初。这五大品牌分别对应了公司将关注的五大细分市场，即中高端女士护肤，大众个人护理，大众女士护肤，男性护肤，婴童护理。

2014年公司经营情况如下						
分行业, 单位: 元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减
1、日化行业	5267600609.53	2016659142.69	61.72	20.16	24.29	-1.27
2、其他	55654236.97	11885676.13	78.64	-19.42	-45.29	10.1

### 营业收入



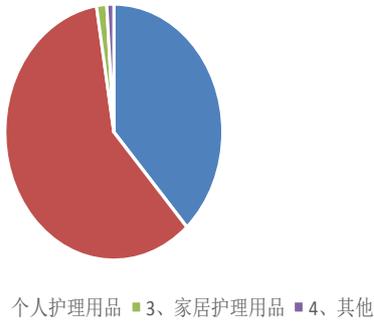
### 营业成本



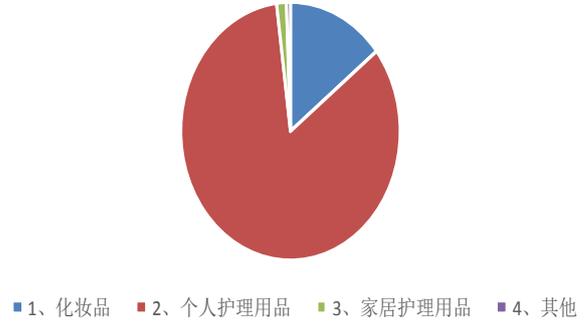
公司主要收入来源于日化行业, 营收增幅为20.16%。2014年我国日化产品制造行业主营业务收入4221.97亿元, 同比增长9.2%。公司营收增幅超过行业增幅, 说明已成功抢占了更多的市场份额。

分产品, 单位: 元	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减
1、化妆品	2038302180	291415519.9	85.7	20.28	17.81	0.3
2、个人护理用品	3148334751	1695849863	46.14	20.34	25.65	-2.28
3、家居护理用品	80963678	29393760.1	63.7	10.89	15.23	-1.37
4、其他	55654236.97	11885676.13	78.64	-19.42	-45.29	10.1

### 营业收入



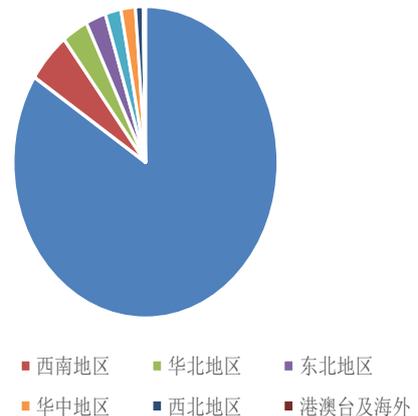
### 营业成本



公司主要收入来源为个人护理用品、化妆品, 其中化妆品的毛利率远高于个人护理用品。根据尼尔森的最新数据, 个人护理行业的增速在2014年放缓至7%, 而公司的营收增幅为20.34%, 市场份额提升。最新化妆品行业数据显示, 2014年1-6月份, 化妆品零售收入886亿元, 同比增长10%, 这个数字跟2014年全年的增幅不会差太多, 以此作为参考, 公司化妆品营收增幅为20.28, 市场份额也在提升。

分地区, 单位: 元	营业收入	营业收入比上年增减 (%)
华东地区	4481371560	17.98
西南地区	280,837,664.15	25.69
华北地区	168,680,258.82	55.17
东北地区	130,632,896.12	21.83
华南地区	102,818,423.11	16.29
华中地区	93,830,525.09	23.24
西北地区	50,024,262.27	69.28
港澳台及海外	15,059,256.79	-28.82
公司主要渠道在华东地区		

### 营业收入



## 5) 市场份额

佰草集与六神是上海家化的两大超级品牌。根据中怡康调研数据显示，2014年，佰草集在全国百货渠道护肤品市场份额中位列第七，是唯一跻身百货渠道护肤销量前二十的国产品牌。

尼尔森调研数据显示，截止至2014年9月底，六神花露水在全国花露水产品类中市场份额为70.8%，继续扩大其在分类市场的统治地位；同时，2014年高夫面霜位列男士面霜市场占有率第四，也是唯一跻身该榜单前五的国产品牌；另一主力品牌美加净，其手霜是手霜品类全国第一；此外新兴品牌启初上市一年多就取得了不俗的市场表现，2014年，启初胚米润肤系列在上海地区婴儿面霜品类中取得了16.39%的市场份额。

## 6) 渠道

公司除利用好传统的销售渠道，卖场超市（六神、美加净）、百货商店（佰草集）、品牌专卖店等多个渠道并驾齐驱，还更加注重对新兴渠道——化妆品专营店和电子商务渠道的建设。

## 二、企业现金流肖像

(百万)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	平均
经营净额	2.7	411.72	221.9	329.58	451.85	328.64	347.1	832.91	1028.77	1129.57	508.474
投资净额	-55.19	-58.86	-33.89	-106	-89.09	-144.31	-130.78	-614.24	-313.28	144.39	-140.125
筹资净额	26.95	-471.89	-81.17	-81.59	-141.14	-116.42	-112.8	238.31	-310.79	-373.36	-142.39
净额	-25.54	-119.03	106.84	141.99	221.62	67.91	103.52	456.98	404.7	900.6	225.959

经营+ 投资- 筹资-，经营现金流净额完全可以覆盖投资活动和筹资活动的资金流出，属于奶牛型，需关注公司经营的可持续性

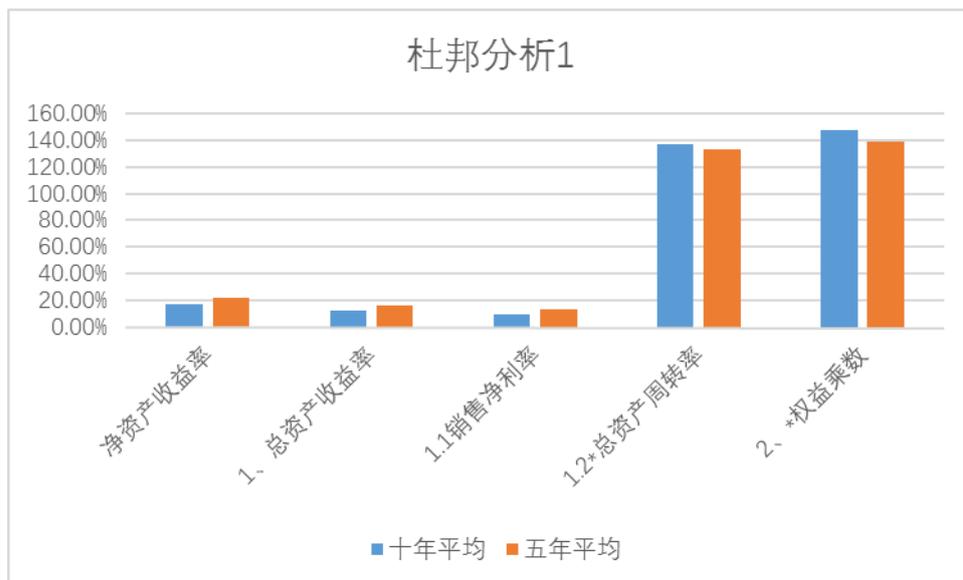
## 三、小熊定理检查

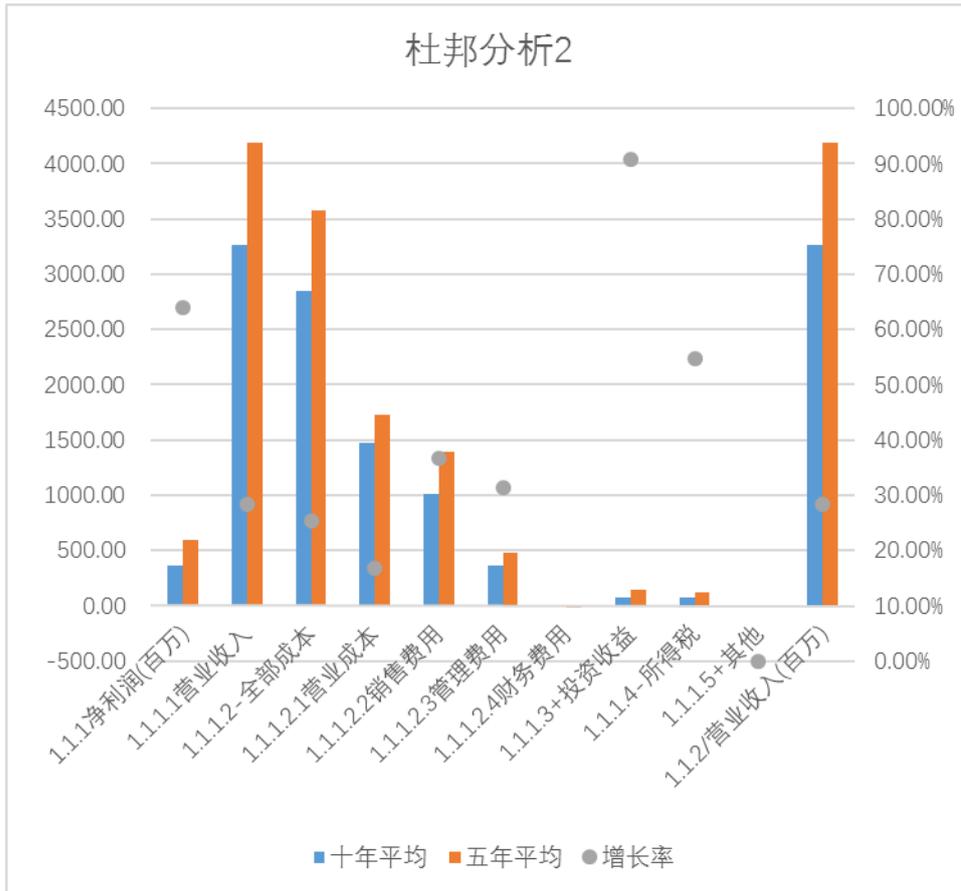
小熊定理1	当一家公司连续两年应收账款上升幅度超过营业收入上升幅度，说明这家公司没有赚多少钱。											
	(百万元)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	平均
	应收账款	408.99	335.66	290.79	272.04	320.37	327.14	469.2	476.54	459.96	567.72	392.84
	应收账款上升幅度		-73.33	-44.87	-18.75	48.33	6.77	142.06	7.34	-16.58	107.76	17.64
	营业收入	1969.3	2274.04	2260.8	2493.5	2697.12	3093.96	3576.61	4504.12	4468.5	5334.66	3267.26
	营业收入上升幅度		304.74	-13.24	232.7	203.62	396.84	482.65	927.51	-35.62	866.16	373.93
	检查		-378.07	均为负值	-251.45	-155.29	-390.07	-340.59	-920.17	均为负值	-758.4	-456.29
	没有出现定理1中出现的情况。											
小熊定理2	当一家公司连续两年存货上升幅度超过营业收入上升幅度，说明这家公司经营出现很大问题。											
	(百万元)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	平均
	存货	207.34	251.59	256.12	334.63	267.96	317.52	398.64	374.98	436.56	524.45	336.98
	存货上升幅度		44.25	4.53	78.51	-66.67	49.56	81.12	-23.66	61.58	87.89	35.23
	营业收入	1969.3	2274.04	2260.8	2493.5	2697.12	3093.96	3576.61	4504.12	4468.5	5334.66	3267.26
	营业收入上升幅度		304.74	-13.24	232.7	203.62	396.84	482.65	927.51	-35.62	866.16	373.93
	检查		-260.49	17.77	-154.19	-270.29	-347.28	-401.53	-951.17	97.2	-778.27	-338.69
	没有出现定理2中出现的情况。											
小熊定理3	如果一家公司的流动负债远远大于流动资产的话，说明这家公司已经很接近破产了。											
	(百万元)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	平均
	流动负债	546.58	695.24	572.9	536.5	489.46	600.09	762.63	904.67	1129.51	1586.11	782.37
	流动资产	1124.47	890.64	912.94	1095.44	1299.32	1434.68	1767.45	2197.14	3284.28	4263.23	1826.96
	检查	0.49	0.78	0.63	0.49	0.38	0.42	0.43	0.41	0.34	0.37	0.47
	安全											
小熊定理4	当一家公司的经营活动现金流净额远大于净利润的话，说明这家公司有隐蔽的盈利能力。											
	(百万元)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	平均
	经营活动产生的现金流量净额	2.7	411.72	221.9	329.58	451.85	328.64	347.1	832.91	1028.77	1129.57	508.47
	净利润	38.58	60.5	132.57	185.04	233.29	275.63	361.25	614.63	800.15	897.92	359.96
	检查	0.07	6.81	1.67	1.78	1.94	1.19	0.96	1.36	1.29	1.26	1.83
公司可能是个金矿。进一步查看可以得知，两者之间的差异主要是应收与应付，在公司对比部分分析一下占用上下游资金的能力 自由现金流才是公司今年的真金白银收入。												
小熊定理5	(百万元)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	平均
	经营活动产生的现金流量净额	2.7	411.72	221.9	329.58	451.85	328.64	347.1	832.91	1028.77	1129.57	508.47
	资本开支	63.31	67.66	44.2	70	79.4	96.4	90.8	134.52	157.66	99.29	90.32
	自由现金流	-60.61	344.06	177.7	259.58	372.45	232.24	256.3	698.39	871.11	1030.28	418.15
	公司赚到了真金白银											

#### 四、杜邦分析

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	十年平均	五年平均	增长率
净资产收益率	4.06%	8.91%	16.50%	16.31%	17.45%	16.45%	20.49%	22.99%	24.36%	23.85%	17.14%	21.63%	26.21%
1、总资产收益率	2.81%	4.76%	10.07%	11.07%	12.82%	11.76%	14.33%	17.22%	18.13%	16.40%	11.94%	15.57%	30.42%
1.1销售净利率	1.96%	2.66%	5.86%	7.42%	8.65%	8.91%	10.10%	13.65%	17.91%	16.83%	9.39%	13.48%	43.47%
1.1.1净利润(百万)	38.58	60.50	132.57	185.04	233.29	275.63	361.25	614.63	800.15	897.92	359.96	589.92	63.89%
1.1.1.1营业收入	1969.30	2274.04	2260.80	2493.50	2697.12	3093.96	3576.61	4504.12	4468.50	5334.66	3267.26	4195.57	28.41%
1.1.1.2-全部成本	1871.26	2121.46	2065.84	2248.9	2350.55	2771.05	3184.68	3906.78	3643.22	4371.56	2853.53	3575.46	25.30%
1.1.1.2.1营业成本	1178.87	1311.56	1227.44	1211.14	1214.79	1398.72	1519.29	2026.28	1655.19	2036.99	1478.03	1727.29	16.86%
1.1.1.2.2销售费用	477.65	559.91	599.63	758.89	818.99	1076.04	1283.19	1395.07	1438.31	1747.28	1015.50	1387.98	36.68%
1.1.1.2.3管理费用	206.14	232.96	222.98	268.45	314.68	301.43	393.32	502.76	572.37	611.82	362.69	476.34	31.33%
1.1.1.2.4财务费用	8.6	17.03	15.79	10.42	2.09	-5.14	-11.12	-17.33	-22.65	-24.53	-2.68	-16.15	501.86%
1.1.1.3+投资收益	-3.96	-11.75	16.08	13.18	21.74	88.83	88.74	167.89	161.80	225.66	76.82	146.58	90.81%
1.1.1.4-所得税	5.36	31.96	40.86	44.30	55.70	52.64	87.25	95.43	140.94	234.57	78.90	122.17	54.83%
1.1.1.5+其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%
1.1.2/营业收入(百万)	1969.30	2274.04	2260.80	2493.50	2697.12	3093.96	3576.61	4504.12	4468.50	5334.66	3267.26	4195.57	28.41%
1.2*总资产周转率	1.11	1.29	1.51	1.58	1.52	1.55	1.53	1.45	1.09	1.06	1.37	1.34	-2.41%
2、*权益乘数	1.44	1.87	1.64	1.47	1.36	1.40	1.43	1.34	1.34	1.45	1.48	1.39	-5.61%

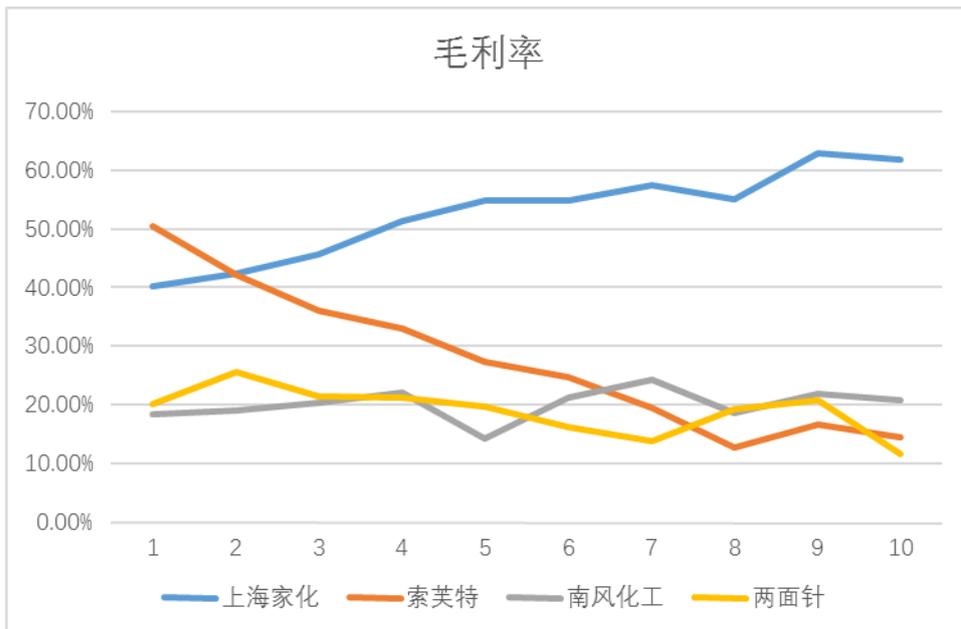
公司的ROE不错，十年平均在17%以上，且呈上升态势；由图一可知，ROE的增长主要是由销售净利率增长带来的；由图二可知，公司营成本控制的很好，虽然管理费用与销售费用有很大的增幅，但仍然保持了净利润的增长。



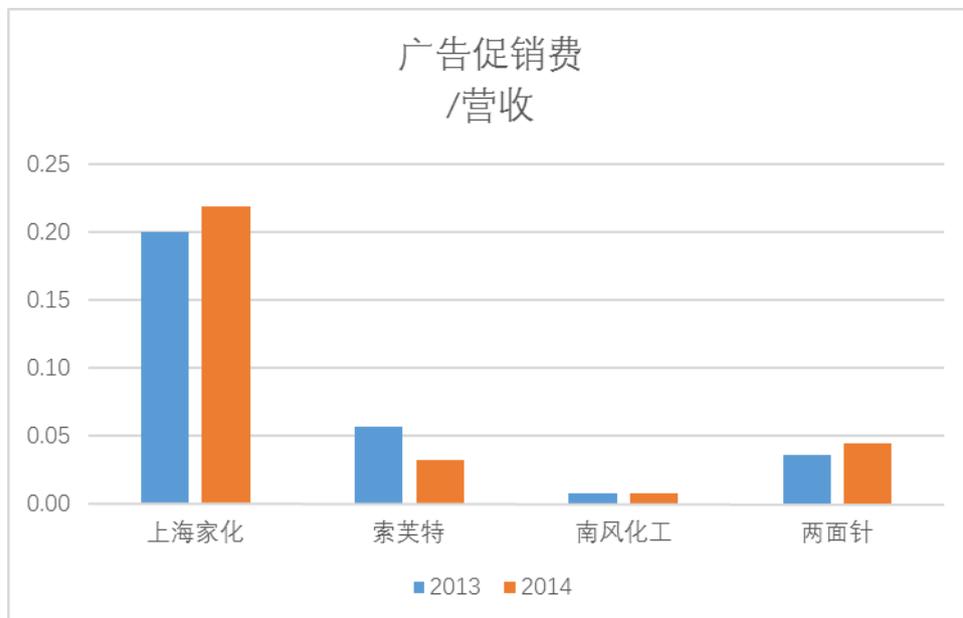
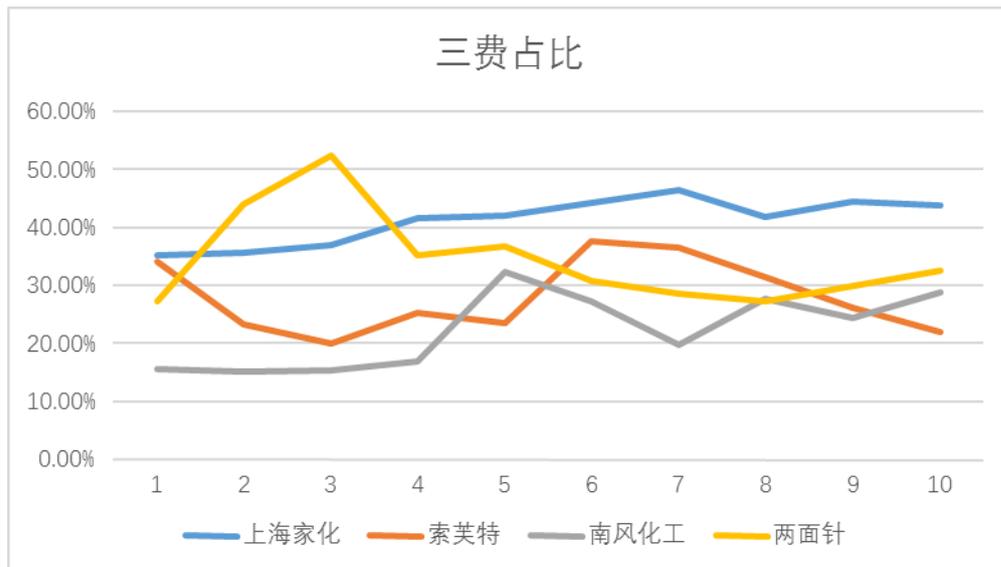


## 五、护城河分析

毛利率远高于其他公司，且一直独秀的呈上升趋势，可能有护城河。



三费占比远高于其他公司，公司的销售费用非常高，而销售费用中占比较大的是广告促销费，对比下营收可以看出，家化在广告促销方面非常舍得投入，说明公司重视品牌建设。

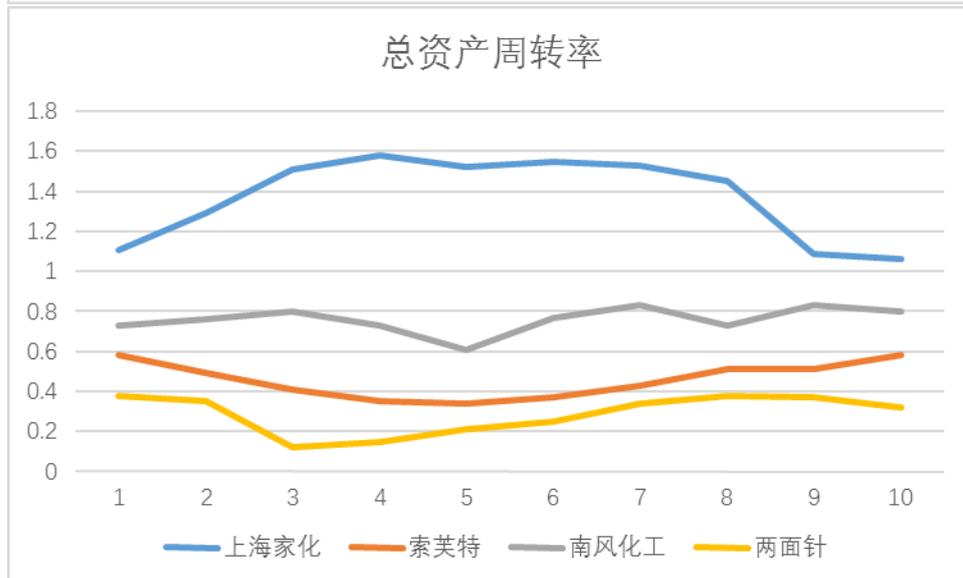
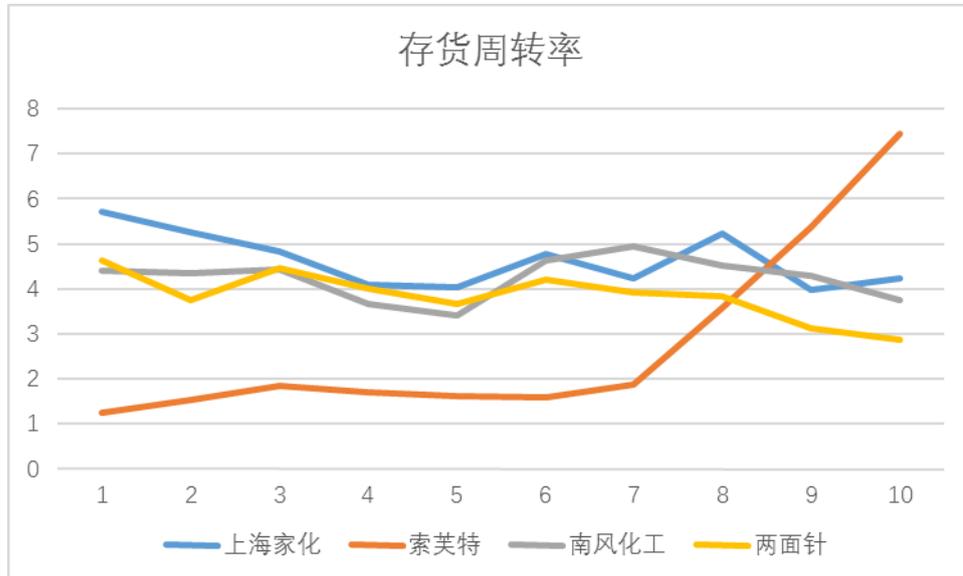


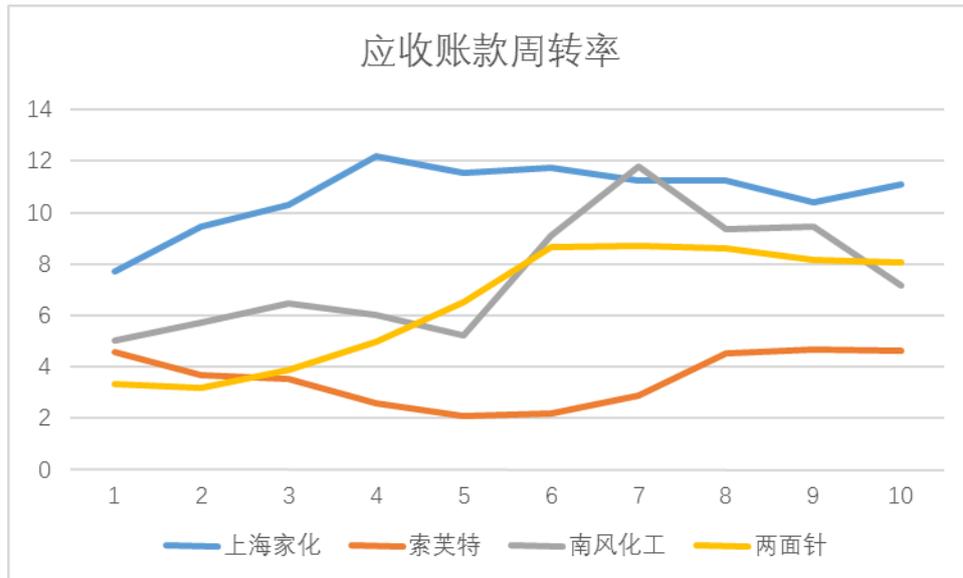
占用资金 / 营收	2005-	2006-	2007-	2008-	2009-	2010-	2011-	2012-	2013-	2014-	五年平均	十年平均
600315 上海家化	-11.90%	1.85%	1.22%	4.24%	3.47%	5.00%	4.90%	6.46%	10.63%	15.51%	8.50%	4.14%
000662 索芙特	-11.20%	-39.05%	-26.53%	-54.91%	-68.40%	-29.44%	-7.63%	29.83%	-20.98%	-9.28%	-7.50%	-23.76%
000737 南风化	-6.32%	-2.21%	3.14%	10.72%	12.27%	30.07%	38.01%	17.98%	14.85%	35.56%	27.29%	15.41%

	工												
60	两	11.	6.33%	-36	0.7	18.9	11.	16.	11.	29.	27.	19.	9.8
02	面	11%		.57	1%	2%	94%	44%	54%	96%	66%	51%	0%
49	针			%									

占用上下游资金上没有明显优势

运营效率上优于其他三家公司，但总资产周转率在 2013 年出现了明显的向下的趋势





定性分析（是否有？是什么？能否持续？）：公司有两个成功的品牌，六神与佰草集，前者在花露水市场占领 70% 的市场份额，后者在中端市场占有一席之地，并在天然细分市场百货渠道销量第一。但面向低端市场的六神，受众为普通消费者，对价格变化比较敏感，没有定价权。而佰草集面向中高端市场，在这个市场，产品越便宜就越会被嫌弃，跟国内另一个打着中草药旗号的品牌相宜本草相比，佰草集的产品，无疑可以卖的更贵。公司在品牌建设上很舍得投入，但要跟外资大牌一争高下，目前实力还不够。

结论：

品牌护城河，弱

专利护城河，无，公司虽然有好多专利，但是并不能让消费者为此支付更高的价格，所以判定为无

政府授权护城河，无

转换成本：无，这地方有些纠结，护肤品这东西用久了会想换新的（一方面出于喜新厌旧心里，一方面皮肤适应了之后使用效果会下降），但又不敢轻易更换以防引起皮肤不适（对于敏感性肌肤而言更是如此），先判定为无吧

网络效应，无，别小瞧了女人对护化妆品口耳相传的能力，朋友推荐的往往能增加购买欲望，但家化的产品似乎没有这一效应，毕竟它不是雅诗兰黛的小棕瓶或倩碧的小黄油（还是品牌认可度的问题？）

优化的流程，无

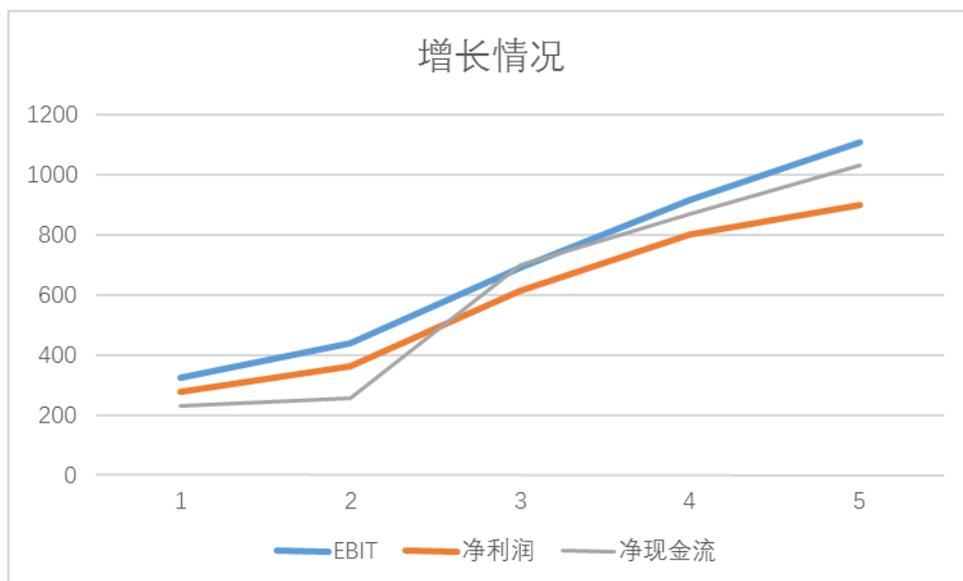
特殊的地理位置，无

独特的资源，无

六、增长分析

	2010	2011	2012	2013	2014	复合增长率
EBIT	323.13	437.38	692.73	918.44	1107.96	36.08%
净利润	275.63	361.25	614.63	800.15	897.92	34.35%
净现金流	232.24	256.3	698.39	871.11	1030.28	45.13%
小熊增长值	0.95	《——（期末净利润-期初净利润）/（十年资本开支总和）》				

前三个指标不说了，完全的高增长；小熊增长值为0.95，说明每投入的一块钱，在十年内会带来9.5快的利润增长，公司的投资回报可观



尽管中国已经跃居全球第二大化妆品消费国，但人均化妆品消费支出仅 25.8 美元，相比同处东亚的韩国（167.9 美元）、日本（216.4 美元）以及美国（350.5 美元）等发达国家，仍有数倍差距。从城镇化率和人均可支配收入的角度来看，中国同样——有数倍差距（2013 年城镇化率约 50%，而美日韩等发达地区普遍在 80%左右；2013 年人均收入 4200 美元，低于美日韩的 1.5 万-4 万美元的水平）。随着城镇化率的提升、人口结构的变化、收入水平的提升以及化妆品使用习惯的培育，国内化妆品行业仍然处于快速增长期。

## 七、风险分析

### 1、业绩波动

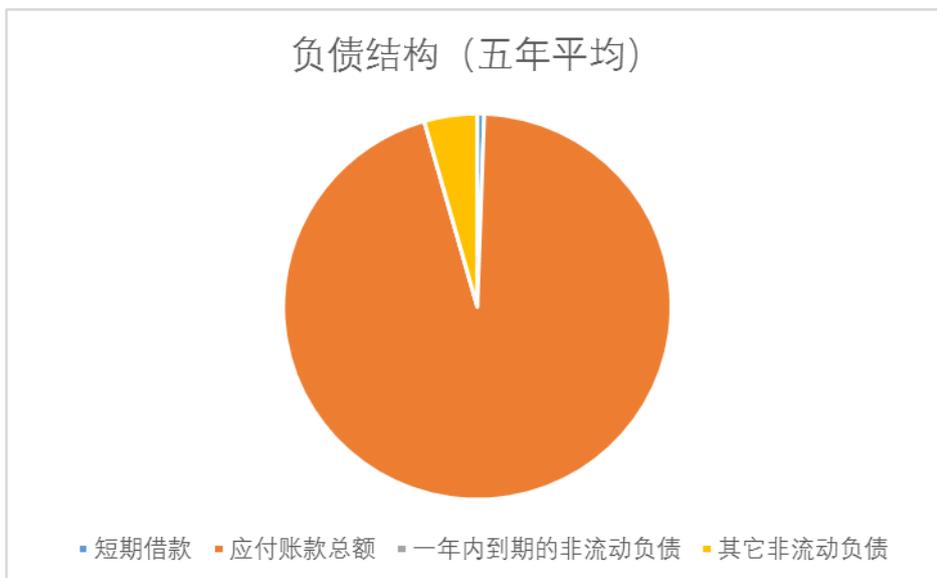
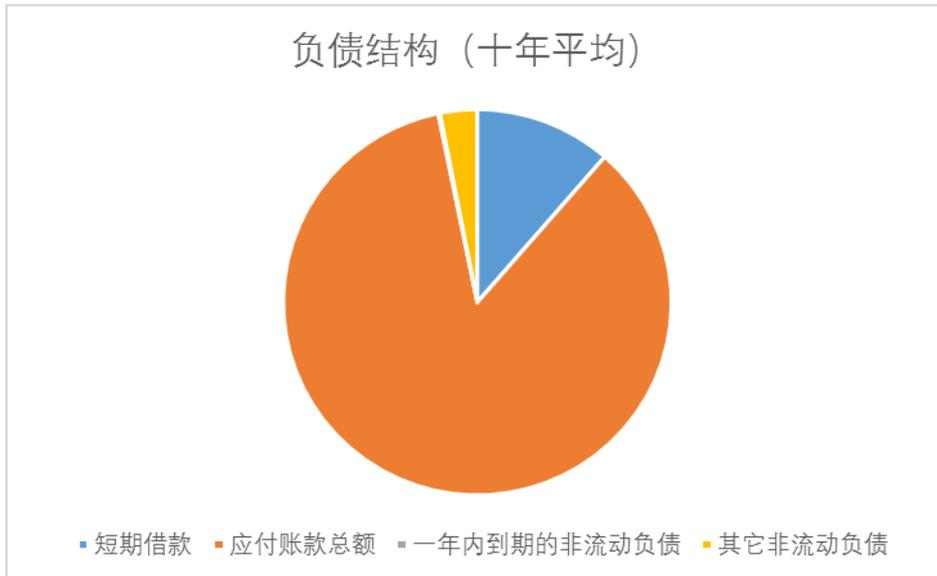
近十年的 ROIC 波动比较小，2014 年突然下降了，等 2015 年财报出来后观察下这个指标的变化，暂且判定为弱风险



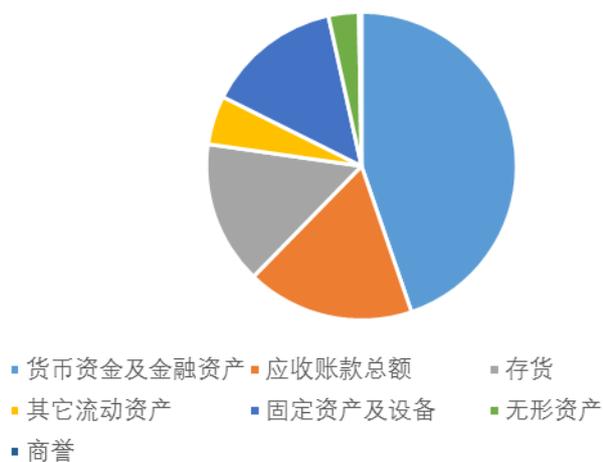
保障倍数	9	3	3	6	93						0
其它公司均值	5.01	14.41	4.69	3.54	6.43	5.51	5.13	5.38	5.80	5.24	6.11
偿债能力没问题，判定为无风险											

### 3、资产负债结构

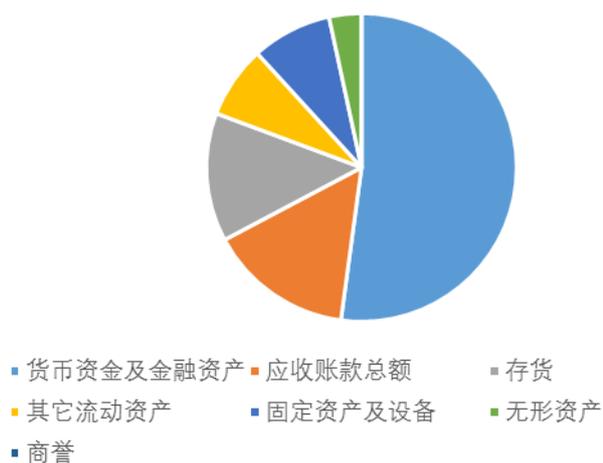
公司资产负债结构比较稳定，近五年短期借款占比下降，应付款占比上升，货币资金及金融资产占比上升。资产中一半以上是现金，应收款绝大部分账龄在1年以下，绝大部分负债是应付款，无有息负债。判定为弱风险。



资产结构（十年平均）



资产结构（五年平均）



#### 4、其他风险

公司在 2013 年发生了重大人事变动，简单地说就是原来的董事长葛文耀离任，由平安系的谢文坚担任新的董事长，看看这一年公司的经营情况如何？2013 年营业收入下降 7.4%，而这一年整个行业的规模是在上升的，这样一个逆水行舟不进则退的时代，它竟然还下降了……以后会不会再出现这种变动不好说，一个成熟运作的公司应该能够不被这种变化影响太大。考虑到 2014 年公司业绩又回来了，判定为弱风险

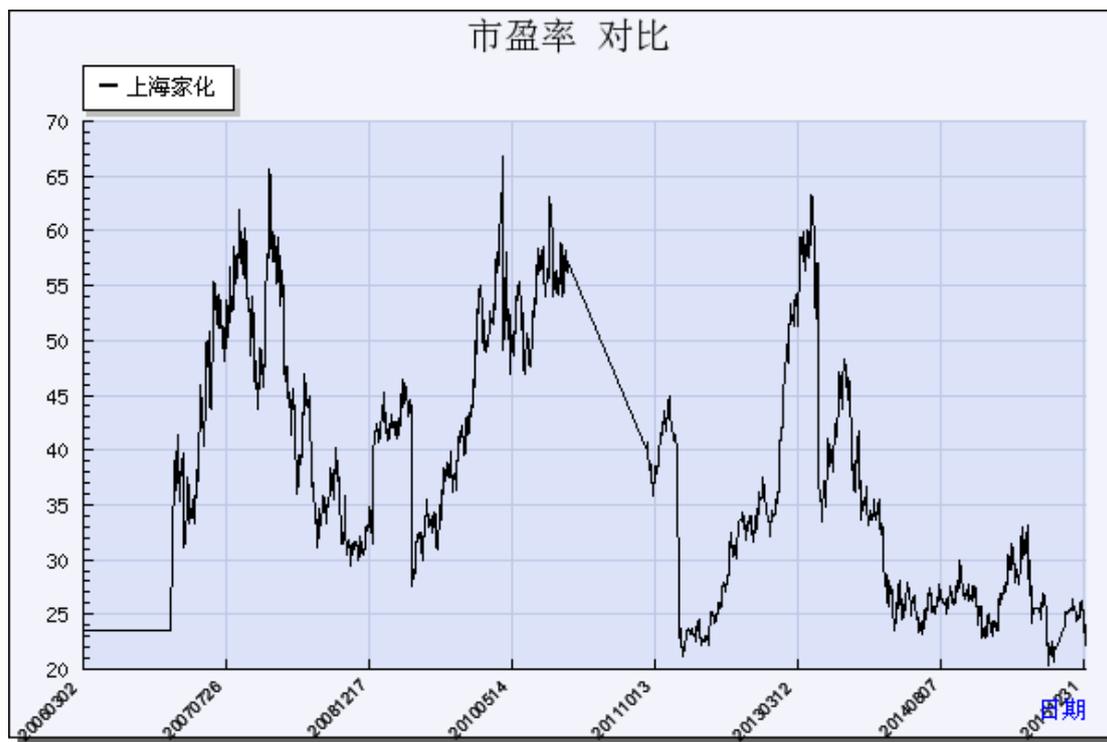
#### 八、估值

1、ROIC 估值法，16.8 元/股，对应 PE 为 10.74

回本年限(年)	10	护城河调整	1	
		增长调整	2	
			EBIT增长率	36.08%
EV/EQ	2.22	EV	9948.58	
初始估值(百万)	12,582.14	有息负债	0	
		现金	2633.56	
安全边际	10%	业绩波动	10.00%	
		其他风险	10.00%	
		负债	0.00%	
最终估值(百万)	11,323.92	总股本(百万)	674.00	16.80

2、历史最低 PE，公司盈利稳定，盈利质量高（参考小熊定理四），流通性较好，适用于用此指标做参考

历史最低	22
对应股价	34.40



3、历史最低 PB

历史最低	5.04
对应股价	32.51

七、公司管理介绍

1、薪酬与股权激励

高管薪酬 2014年	薪酬总额 (万)	高管人数	平均薪酬(万 元/人)	年末持股数 (股)	年内持股变动(股)	
上海家化	994.28	18	55.24	2,717,732.00	-46510 0.00	二级市场 卖出
索芙特	278.23	13	21.40	4,536.00	0	
南风化工	144.09	22	6.55	38,330.00	0	
两面针	347.88	15	23.19	99,147.00	0	
<p>公司高管平均薪酬远高于其他公司，比较一下各公司的业绩，高的也不算离谱。同时公司高管持有大量公司股份，查阅近几年年报可知，公司在高管股权激励方面做的蛮好的，去年还成立了员工持股计划。</p>						

上海家化	2010	2011	2012	2013	2014
营收增长	8%	15%	16%	26%	-1%
薪酬总额	332.93	342.65	463.67	469.7	994.28
薪酬增长		3%	35%	1%	112%
<p>2014年薪酬大幅增长，与营收增长完全不匹配，查阅年报可知，主要是由于新任董事长谢文坚的收入造成的，他一个人拿了四百万年薪，而前任董事长葛文耀先生的薪酬为0，后者持有62万股公司股份。</p> <p>家化为谢文坚独家制作了股权激励计划，赋予其“股票增值权”——上海家化此次推出的董事长激励计划中的长期奖励部分采用了股票增值权的工具。股票增值权是一种虚拟的股票增值权益，是公司给予奖励对象的一种权利，不实际买卖股票，仅通过模拟股票市场价格变化的方式，在规定时段内，获得由公司支付的行权价格与执行价格之间的差额，其实质为一种现金奖励。</p> <p>上海家化的公告显示，拟授予谢文坚的每份股票增值权与一股上海家化A股股票挂钩，按可行权日的起始日为定价模型距离到期日分3年3期授予，其中首期授予约48.5万份股票增值权；第二、三期股票增值权于审议2014年、2015年年度报告的董事会上对谢文坚进行授予。</p>					

在 2014-2016 年的 3 个会计年度中，上海家化的业绩需要达到年度绩效考核标准，谢文坚才能行权。按照上海家化规定的标准，上述 3 个年度净利润同比增长应分别达到 16%、18%和 20%。方案首期股票增值权的行权价格为 34.4 元/股，当谢文坚提出行权时，应以行权申请日上海家化 A 股股票收盘价作为该次行权的执行价格。上海家化对各期股票增值权行权支付的现金总数不超过对应的 2014、2015、2016 年 3 个年度上市公司净利润合计总数的 10%。

以此计算，如若上海家化 2014 年业绩达标，其股价每在 34.4 元的基础上上涨 1 元，谢文坚就可获得 48.5 万元，后两期以此类推。

## 2、增发与分红

公司上市以来无增发，每年都进行了分红且分红率基本在 40%以上，乐意回报股东。

分红年度	每10股送红股数(股)	每10股派息数(元)(含税)	每10股转增数(股)	现金分红的数额(含税)	分红年度合并报表中归属于上市公司股东的净利润	占合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率(%)
2014年度	6.1			89,792	45.68	
2013年度	5.1			80,015	42.86	
2012年度	5	7	31,385	57,565	54.52	
2011年		4	17,934	36,125	49.64	
2010年		2.5	10,576	27,563	38.37	

## 3、管理层是否有远见？

我认为公司管理层还是很有远见的，一个是 2010 年佰草集入驻淘宝，那个时候电商刚兴起，公司就发现了这一机会，开始布局这一渠道。二是每年的广告费用，很舍得投入，培育品牌需要资本和长时间的投入，但还要关注公司在经营年份差的时候是如何对待这一投入的。三是公司在研发上每年都有投入，不断地推出新产品，这在消费品行业是必不可少的，如果能在改进原有产品的同时开发出革命性的产品就更赞了。

## 4、报喜不报忧？

没有证据表明管理层在隐藏不利的事实。

5、谢文坚兼任董事长与总经理，我要在这里打个问号，观察公司后续的经营情况。

## 6、关联交易

2013 年爆出关联交易，被罚款。

## 7、负面事件

2013 年年底，公司由于关联交易信披违规，受到证监会的立案稽查。2014 年年初，内控审计出具了否定意见，并因此造成后续的管理层变动和媒体的大幅报道。

## 7、经营目标执行情况

		2011	2012	2013	2014
实际	营业收入（亿元）	35.7661	45.0412	44.685	53.3466
	产品销售收入增长	15%	28.90%	11.95%	20.16%
	净利增长	31%	70%	43%	12%
目标	营业收入（亿元）	34	39.4	49.5	51
	产品销售收入增长	10%	2 位数	2 位数	15%
	净利增长	15%	25%	20%	2 位数
<p>2013 年应收没有达标，但财报中说“本年度公司调整与生产基地间委托加工产品结算的会计处理方式，调减原材料销售收入 5.12 亿元，同期数据一并调整，剔除此影响按公司去年承诺口径计算的营业收入为 49.81 亿元，经营计划已经实现。”，如果是按照扣非后净利增长来比较，2014 年实际只有 5%。总体来看，业绩目标基本都完成了，就是在没完成的部分会粉饰一下。</p>					

## 8、SWOT 分析

### A) 优势：

— 系统、有效的运用中国文化；——这个确实有，中国人对于中草药有特殊的信仰，而近些年大家对于“纯天然”护肤品开始关注。公司的两款产品，取得了成功：在中怡康统计的百货渠道市场表现中佰草集在总体中占第七名，成为前 20 品牌中唯一的中国民族品牌。另外，在天然细分市场占据第一六神从《本草纲目》的六神丸获取核心成分艾叶、冰片、甘草等，稳占花露水品类 70% 市场份额，沐浴露品类稳居第四位，清爽功能细分市场占第一。

— 加强分销管理、强化终端掌控；佰草集在 2014 年中加强了多渠道发展，抵消了百货渠道疲弱的不利因素，试点了体验型专卖店的模式，并借此完成了 CRM 新体系的建设。大众消费品事业部的渠道掌控日趋成熟，商超店数增加的同时，铺货率明显提升。在完善传统商超渠道的基础上大力拓展专营店系统，将控制的门店数从 900 家提升到 3800 家。最近几年拓展的母婴店系统也已超过 4700 家。——这个家化有在做，但我不太确定是不是优势？

— 快速决策，建立决策驱动型组织；提高决策速度，对快速变化的中国市场呈现出高适应力。但在保障高决策速度的同时，需要不牺牲决策质量及执行效果。家化作为本土企业，将

在决策速度和决策质量上形成对国际竞争对手的优势：由于全球化组织结构，国际竞争对手对中国市场的反应速度较慢，审批流程较复杂。对国内竞争对手的优势体现在：国内竞争对手大部分决策依赖少数领导精英，团队总体能力水平参差不齐，导致决策质量不稳定。公司明确了快速决策的关键要素——明确各项关键决策的权责利分配，并建立了关键决策的配套制度。——年报上是这样说的，但是我找不到证据证明它或者证伪它。

—— 新经济模式下与消费者的直接互动。2014 年的双十一，佰草集天猫旗舰店销量同比增长 50% 以上，排名第十六。高夫天猫旗舰店同比增长 117%，男士护肤品类第二。家化其他品牌在电商渠道销量同比增长均突破 50%。——佰草集在 2010 年就入驻淘宝了，那时候网购开始兴起，公司还是蛮有先见之明的

#### B) 劣势：

这个公司没提，我也没想到它有什么劣势。

#### C) 机遇：

- 中国日化市场规模巨大，增速不低，而且集中度不高；
- 日化各功能子类市场都呈现消费升级趋势，高端化、精细化护肤是发展趋势；
- 二三线城市和乡镇市场现代渠道未充分布局，增长潜力很大；
- 渠道百花齐放，特征各不相同：传统百货增长乏力，化妆品专营店快速增长但有待整合，电子商务增长迅猛。如何发挥各渠道优势，打通全渠道获取高速增长业务高速增长，机遇无限；
- 传统国际性品牌业绩均有所下滑，而以中国文化为依托的中国品牌上升势头明显。
- 男士护肤这一细分市场还没被开发出来，中国男性护肤意识不强，护肤的还被骂娘，如果有人能改变这一观念习惯，市场非常大
- 婴儿护肤市场，二胎开放，小朋友数量增多，并且随着消费意识的改变，妈妈们都愿意给小朋友做些基础的护肤，不过这个市场被强生牢牢地占据着，抢口饭难啊

#### D) 挑战：

- 中国经济下行和消费增速继续放缓；
- 消费者、零售渠道的精细化需求将对公司管理经营各方面带来严峻挑战；
- 随着新品对市场增长的贡献度下降，产品品类创新门槛更高
- 竞争更加激烈：大型外资企业开始下沉到中低端市场进行竞争，并持续加大投资；本土化妆品品牌利用专营店和电商两个新兴渠道迅速壮大
- 品牌竞争格局正处于快速变动中，高端品牌、国外植物品牌、国内同类品牌虎视眈眈
- 新化妆品监管法规将持续造成产品布局 and 开发风险：国家在 2013 年底出台的美白化妆品纳入祛斑类化妆品管理相关要求，以及国产非特殊用途化妆品实行告知性备案，已经在 2014 年对公司新产品上市时间、美白产品的宣称或者品名产生影响。在未来几年的时间里，这一影响仍将继续存在。另一方面，国家正在酝酿的新化妆品标签监督管理条例也将对家化产品的宣称、标签等造成潜在影响，进而影响新品推出节奏、现有产品线包装与宣称调整等潜在可能。

- 产品被仿制或不正当竞争风险
- 人才流失的风险

2016-1-10

秋风壕@雪球