

化工

2017年03月13日

拉芳家化 (603630)

民族日化拥抱消费升级，美丽起航再续新篇

发行上市资料:

发行价格(元)	18.4
发行股数(万股)	4360
发行日期	2017-03-01
发行方式	网下询价,上网定价
主承销商	广发证券股份有限公司
上市日期	2017-03-13

*首日上市股数-万股

基础数据(发行前):2016年12月31日

每股净资产(元)	6.42
总股本/流通A股(百万)	131/-
流通B股/H股(百万)	-/-

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

唐宋媛 A0230117010003
tangsy@swsresearch.com

联系人

唐宋媛
(8621)23297818×7417
tangsy@swsresearch.com

投资要点:

- 公司是国内个人护理用品的民族品牌集团龙头，基于“拉芳”品牌构建多元化品牌航母舰队。1) 公司日化品牌以洗护发领域的“拉芳”为核心，并细分拥有“雨洁”、“美多丝”品牌，在延伸领域拥有护肤品牌“缤纯”、口腔护理品牌“圣峰”。2) 12-16年公司营业收入复合增速8.7%，归母净利润复合增速16.8%；16年收入10.5亿，同比增加6.5%，归母净利润1.5亿，同比增加4.6%。3) 公司实际控制人为吴桂谦、吴滨华和Laurena Wu父女三人，持有发行后60.4%股权。管理团队年轻，紧扣市场脉搏，富有创新活力和实力。
- 以洗护“拳头”产品为母舰，陆续扩展日化品类配置。已形成了核心品牌、细分品牌、延伸品牌的品牌梯度，涵盖护发、护肤等领域，大众化、高端化差异定位充分覆盖消费群体。1) 洗护发：拉芳（主力“现金牛”品牌，16年营收6.5亿元，处于丰富品类、拓宽定位黄金时期）、雨洁（专业去屑尖刀品牌，16年营收1.7亿元，处于稳定发展期）、美多丝（明星品牌，16年营收1.6亿元，处于高端市场全面发力期）。2) 延伸品类：缤纯（护肤领域积淀品牌，16年上半年营收1104万元，正蓄势待发）、圣峰（口腔护理品牌，16年上半年营收1237万元，尚处发展期）。
- 经销为主力抓手，商超为优势切入，电商渠道增势迅猛；南方市场开拓充分，北方市场呈现较大发展空间。1) 经销商实力强、合作关系稳定，公司对下游经销商管控力度强：16年实现零售额7.4亿元，销售占比下降低至71%。2) 成为少数打入商超的民族品牌：16年实现零售额2.5亿元，销售占比3年内上升11%至24%；在大润发、沃尔玛等KA渠道与跨国品牌竞争发力。3) 电商成倍增长，占比提升，看点颇多：16年实现零售额5260万元，占比快速提升至5%；电商渠道毛利最高，带动公司整体盈利提速。从经销商分布、销售额分布来看，公司在南方市场开拓良好，北方市场成为公司下一步优先渠道铺设方向。
- 研发+政策+渠道+营销，环环紧扣消费升级大背景。1) 中国化研发接地气，本土情怀塑造品牌信心：与美国奥麒化工成立拉芳国家研发中心，与中科院成立拉芳发质研究中心，关注中国人发质，致力于为提供健康、绿色的高品质消费体验。2) 外生政策优势配合内生渠道建设，下沉式布局：扎根本土，渠道下沉网罗三四线庞大消费群体，巩固民族品牌优势市场，进一步借力政策优势推进行业整合。3) 重磅营销：签约唐嫣、刘诗诗、孙红雷，势大力沉登陆平面媒体提升品牌影响力。
- 公司本次拟发行4360万股，募集资金净额7.50亿元，用于日化产品二期项目（1.8亿元）、研发中心项目（5427万元）和加强营销网络建设项目（5.5亿元）。
- 公司是中国民族洗护发领导集团，“拉芳”品牌航母舰队在洗护发市场地位坚实，品牌高端化发展取得阶段性成果。未来在渠道、品牌推广、产品研发、行业整合方面将继续发力，我们看好公司未来行业综合竞争力与市值的提升。预计公司17-19年全面摊薄后EPS分别为1.23/1.33/1.43元，我们给予公司2017年合理估值区间45-50倍，对应公司合理价格区间为55-62元。
- 风险提示：市场竞争、主要原材料价格波动、品牌形象遭受侵害和经销模式。
- 特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	985	1,049	1,131	1,207	1,286
同比增长率(%)	5.48	6.53	7.82	6.72	6.55
净利润(百万元)	143	149	161	174	187
同比增长率(%)	13.30	4.65	7.72	8.07	7.47
每股收益(元/股)	1.09	1.14	1.23	1.33	1.43
毛利率(%)	55.9	59.2	59.8	60.5	60.6
ROE(%)	20.7	17.8	16.1	14.8	13.7
市盈率	-	-	-	-	-



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 国内大众日化领导集团，多品牌渠道发展效应好	6
1.1 以“拉芳”为核心构筑多品牌，全渠道覆盖稳定性高	6
1.2 收入利润稳定增长，产品细分拓宽利润空间	7
1.3 实际控制人吴桂谦父女持股六成，股权激励充分	9
2. 美丽行业潜力巨大，民族日化排头兵受益多	11
2.1 日化市场持续扩张，洗护类产品两极化蓬勃发展	11
2.2 跨国品牌份额见顶，本土品牌蓄力崛起势不可挡	12
3. “品牌+渠道+运营”三管齐下，消费升级带动品牌新发展	13
3.1 深耕洗护市场，打造“拉芳”品牌航母舰队	13
3.2 以经销商为主，全渠道覆盖消费者	21
3.3 进军三四线消费热土，本土情怀塑造品牌信心	25
4. 募投项目分析	29
5. 风险揭示	31
5.1 市场竞争风险	31
5.2 主要原材料价格波动的风险	31
5.3 品牌形象遭受侵害的风险	31
5.4 经销模式风险	31
6. 盈利预测	31

图表目录

图 1: 2016 年公司各类产品收入占比.....	7
图 2: 2016 年公司国内收入地域构成.....	7
图 3: 经销商多数为核心经销商	7
图 4: 公司销售模式变化情况.....	7
图 5: 公司营业收入情况.....	8
图 6: 公司归母净利润情况	8
图 7: 公司各品牌收入占比情况	8
图 8: 稳定成本, 提升单价, 利润上升.....	8
图 9: 分品牌毛利率变动情况.....	9
图 10: 分渠道毛利率变动情况.....	9
图 11: 公司毛利率与净利率情况	9
图 12: 公司管理费用率与销售费用率情况	9
图 13: 公司股权结构情况.....	10
图 14: 公司员工职责结构.....	10
图 15: 公司员工年龄情况.....	10
图 16: 日化行业市场规模持续增长.....	11
图 17: 主要领域洗护市场稳定高增长	11
图 18: 跨国公司盘踞中国日化市场.....	12
图 19: 本土企业在个人护理用品市场份额稳步提升	12
图 20: 韩国日化品牌本土化程度高.....	12
图 21: 中国本土日化可整合空间极大	12
图 22: “拉芳”品牌航母舰队已经成型.....	14
图 23: 品牌群呈梯度分布.....	14
图 24: 公司的多品牌矩阵.....	14
图 25: “拉芳”品牌以洗发、护发为核心, 下设产品线齐全	16
图 26: “拉芳”高端产品图	16
图 27: “拉芳”高端产品使用形象.....	16
图 28: “拉芳”品牌营业收入.....	16

图 29: “拉芳” 品牌营业收入占比.....	16
图 30: “雨洁” 产品图.....	17
图 31: “雨洁” 产品使用形象.....	17
图 32: “雨洁” 品牌营业收入.....	17
图 33: “雨洁” 品牌营业收入占比.....	17
图 34: “美多丝” 产品图.....	18
图 35: “美多丝” 产品使用形象.....	18
图 36: “美多丝” 品牌营业收入.....	18
图 37: “美多丝” 品牌营业收入占比.....	18
图 38: “缤纯” 产品图与产品使用形象.....	19
图 39: “缤纯” 品牌营业收入.....	20
图 40: “缤纯” 品牌营业收入占比.....	20
图 41: “圣峰” 产品图与产品使用形象.....	20
图 42: “圣峰” 品牌营业收入.....	21
图 43: “圣峰” 品牌营业收入占比.....	21
图 44: 拉芳家化全渠道布局.....	21
图 45: 经销渠道是公司营收支柱.....	22
图 46: 下游掌控力度强.....	22
图 47: 公司经销商全国分布以中部和南方市场为主.....	22
图 48: 经销商全国销售情况.....	22
图 49: 经销商数量快速增长.....	23
图 50: 公司与经销商形成长期稳定合作关系.....	23
图 51: 公司与经销商合作关系长久.....	23
图 52: 公司下游经销商实力强劲.....	23
图 53: 商超渠道销售额变动情况.....	24
图 54: 大型商超货架上的“拉芳产品”.....	24
图 55: 商超渠道比重逐年增加, 成为重要渠道.....	24
图 56: 公司产品进驻多家大型商超.....	24
图 57: 电商渠道收入占比.....	24
图 58: 天猫拉芳旗舰店.....	24

图 59: 电商渠道收入占比.....	25
图 60: 电商渠道毛利率最高	25
图 61: 三四线城市成为日化消费市场争夺的第二战场, 市场潜力巨大	26
图 62: 公司研发费用稳中有升, 保持大力度.....	27
图 63: 拉芳日化国际研发中心.....	27
图 64: 公司产品注重绿色、天然、有机.....	28
图 65: 针对中国人发质研发的活性营养包裹体	28
图 66: 2016 年 11 月艺人新媒体指数.....	29
图 67: 旗下三大品牌代言人 (唐嫣、刘诗诗、孙红雷)	29
图 68: 中国日化企业广东、上海两大集群	29
图 69: 募投项目新增 7 大营销办事处.....	29
表 1: 公司各大品牌创立情况.....	6
表 2: 公司高管激励充分.....	10
表 3: 洗护发市场拉芳连续三年稳居前五, 列本土企业第一位	13
表 4: 公司各品牌层级与发展情况.....	15
表 5: 核心品牌——拉芳.....	15
表 6: 专业去屑品牌——雨洁.....	17
表 7: 高端精油护发品牌——美多丝	18
表 8: 护肤品牌缤纯.....	19
表 9: 口腔护理品牌圣峰.....	20
表 10: 支持日化行业与公司发展的相关政策文件.....	26
表 11: 本土日化品牌广告投放竞争激烈 (不完全统计)	28
表 12: 募投项目年产能	29
表 13: 经销渠道按各区域各类型核心店数统计	30
表 14: 商超渠道按各类型门店数统计	30
表 15: 募投项目概览	30
表 16: 行业内相关公司市盈率对比.....	32
表 17: 公司营业收入拆分表	32
表 18: 拉芳家化盈利预测表	33

1. 国内大众日化领导集团，多品牌渠道发展效应好

1.1 以“拉芳”为核心构筑多品牌，全渠道覆盖稳定性高

公司是国内个人护理用品的领军民族品牌集团，基于“拉芳”品牌构建多元化品牌航母舰队。创始人吴桂谦于 2001 年创立“拉芳”品牌，公司始终专注大众洗护领域：2003 年和 2013 年新增“雨洁”和“美多丝”两大洗护发细分品牌，同时拥有“大众洗发+高端护理+专业去屑”完美功能阵营，在洗护发领域站稳脚跟；同时，先后于 2005 年和 2009 年延伸设立“圣峰”和“缤纯”两大品牌，登陆口腔护理和皮肤护理领域。主导品牌“拉芳”2015 年收入 5.8 亿元，占公司营收比重超过 64%，洗发水市场份额列第 6 名、国产品牌第 1 名，规模及盈利能力稳居行业前列。围绕“拉芳”核心，覆盖洗发水、护发素、沐浴露及洗涤、香皂、膏霜等各大流通领域日化用品。

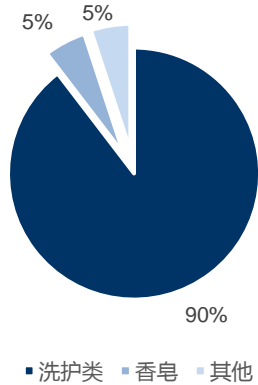
表 1：公司各大品牌创立情况

品种	品牌名称	品牌标志	创立时间	目标群体	2016H1 营业收入 (百万元)	2016H1 营收占比 (%)
	拉芳		2001 年	“柔顺、中国发质” 20-45 岁的女性	289	66.4%
洗护发	雨洁		2003 年	“专业去屑、舒爽” 头屑多、头皮瘙痒人群	77	15.9%
	美多丝		2013 年	“沙龙级护理体验” 都市白领女性	45	9.2%
护肤	缤纯		2009 年	“温和、天然、紧致” 20-50 岁的女性	11	2.3%
牙膏	圣峰		2005 年	“清新、健白、不伤牙” 各类人群	12	2.5%

资料来源：公司官网，公司招股说明书，申万宏源研究

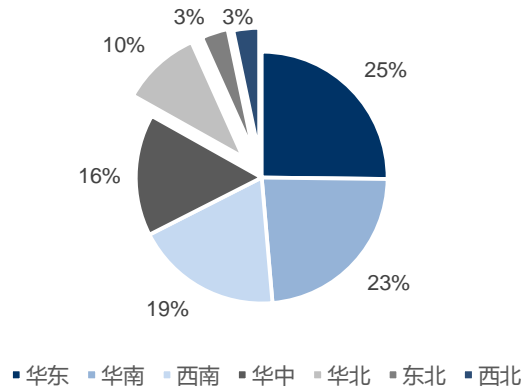
公司以洗护类为核心，南方市场发展较好。1) 洗护类包括：洗发水、护发素、沐浴露和香皂等，2016 年度洗护类收入占公司主营业务收入的比重超过 90%。2) 形成覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市主要城市及乡镇的终端零售网络。其中华东、华南和西南组成的南方地区贡献了 67% 的销售比重，2016 年分别为 25%、23% 和 19%。

图 1: 2016 年公司各类产品收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 2: 2016 年公司国内收入地域构成

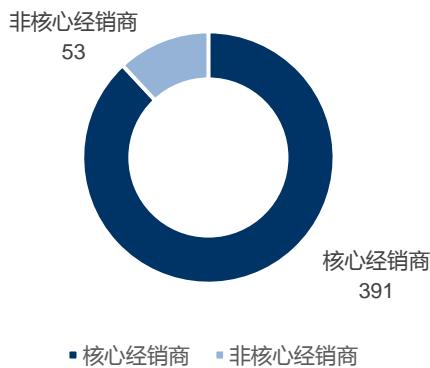


资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

经销为助力抓手, 商超为优势切入, 电商渠道增势迅猛。以经销商为主干延伸至中小超市、便利店、杂货店, 以大型商超广泛触及城市消费群体。公司作为少数几家进入商超渠道的洗护民族品牌企业, 2016 年年经销、商超渠道的收入占比分别为 71%、24%, 传统线下渠道合计占比达 95%。公司从 2014 年开始加大了电商 B2C 渠道开拓力度, 电商渠道销售占比不断上升, 2016 年达 5%, 线上渠道建设已初见成效。

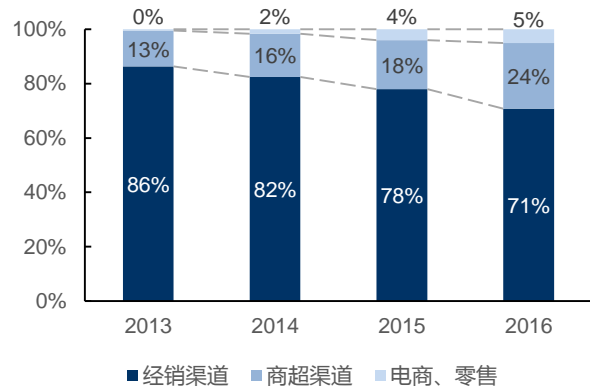
经销商渠道根基稳固, 形成了一批具有稳定合作关系的合作客户。截至 2016 年 12 月 31 日, 公司共有经销商 442 家, 其中核心经销商 391 家, 占经销商总数 88.5%, 2013 年-2016 年期间贡献的收入比重超过 98%。

图 3: 经销商多数为核心经销商



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 4: 公司销售模式变化情况

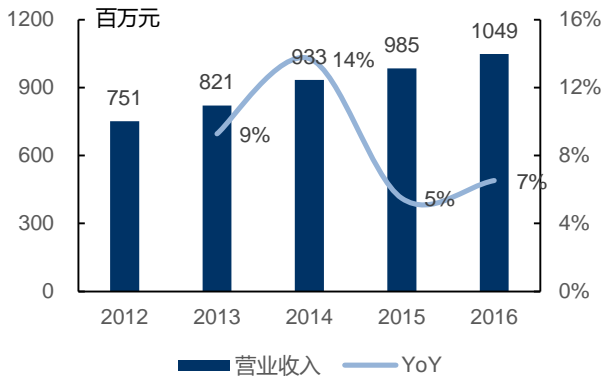


资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

1.2 收入利润稳定增长, 产品细分拓宽利润空间

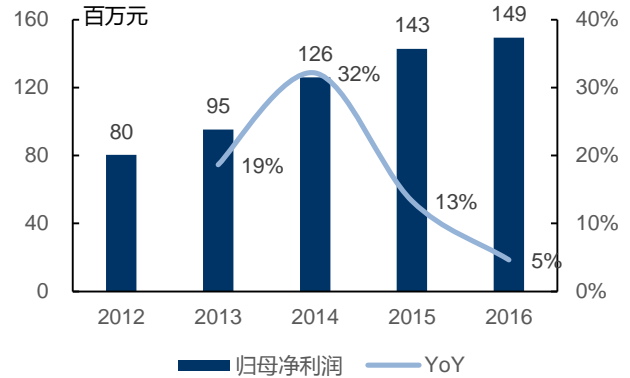
2012-2016 年公司营业收入复合增速 8.7%, 净利润复合增速 16.8%。公司产品以洗护发为绝对核心, 营收占比由 2012 年的 84% 提升至 2016 年的 93%, 全面覆盖营养柔顺、护理去屑、精油养护等细分市场。公司 2016 年全年实现销售收入 10.5 亿元, 同比增长 6.5%, 其中洗护类产品销售收入为 9.8 亿元, 2015 年销售收入为 9.8 亿元, 洗护类销售 8.9 亿元。

图 5：公司营业收入情况



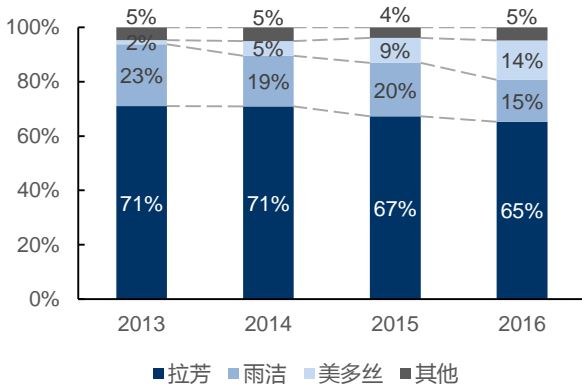
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 6：公司归母净利润情况



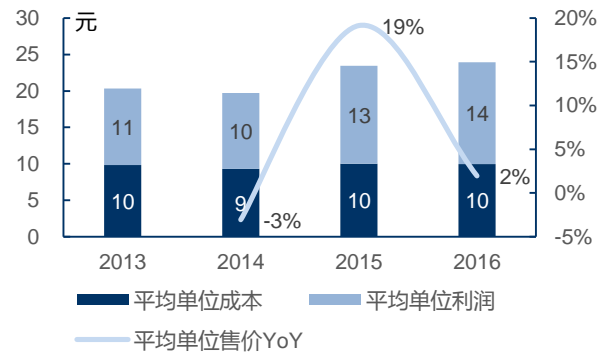
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 7：公司各品牌收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

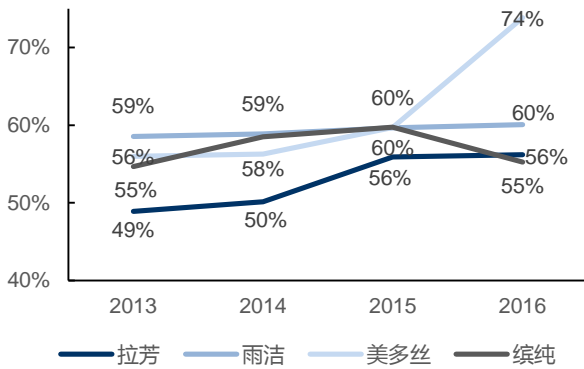
图 8：稳定成本，提升单价，利润上升



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

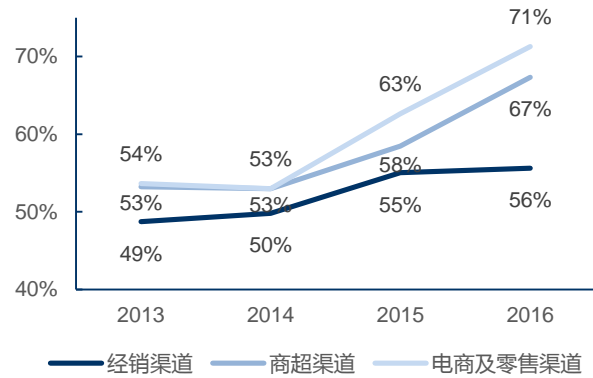
受益公司品牌力不断增强，高端产品开拓成功，平均单价稳步提升，公司毛利率与净利率呈上升趋势。公司毛利率从 2013 年的 46.3% 上升至 2016 年的 59.2%，净利率从 10.7% 上升至 14.2%。1) 从品牌角度看：受益于公司 2013 年底推出定位中高端的“美多丝”护理品牌，带动企业产品附加值提高其；品牌知名度提升，公司显著减少了低价策略使用，“拉芳”、“雨洁”毛利率则呈现稳定上涨趋势。2) 从渠道角度看：商超、电商比例提高带来的平均单价上涨，随着公司线上渠道建设稳步推进，未来电商拉动毛利率势头将更为强劲；稳定的合作促使经销渠道毛利率不断提升，为公司综合毛利率快速提升奠定了基础。3) 从经营上看：快速发展使得稳定成本的规模效应显现；行业地位提升从“跑量”转向细分“比质”；公司奉行服务中国人发质的理念，带来了较高的品牌效应。

图 9：分品牌毛利率变动情况



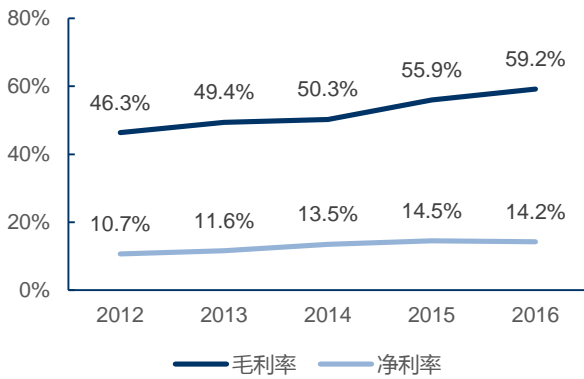
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 10：分渠道毛利率变动情况



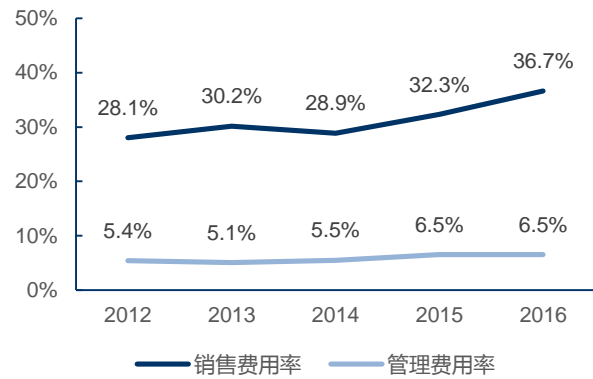
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 11：公司毛利率与净利率情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 12：公司管理费用率与销售费用率情况



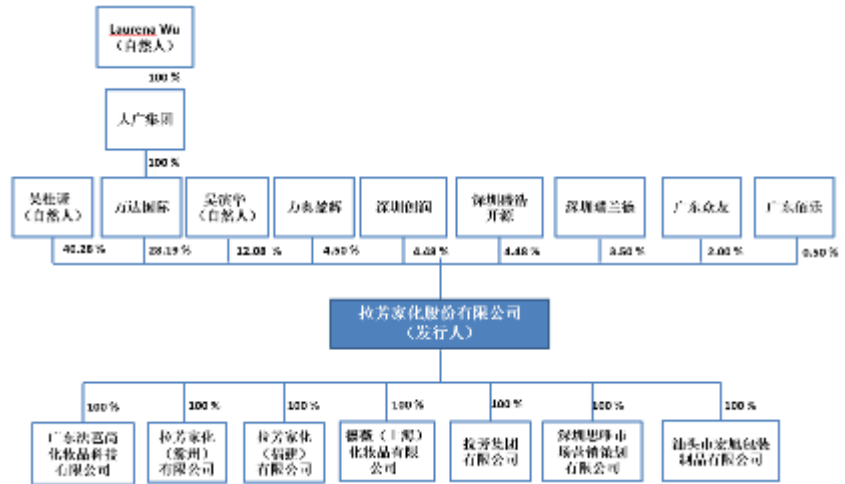
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

销售费用上升显著，管理费用稳中略升。1) 销售费用上升显著：销售费用率从 2012 年的 28.1% 提升至 2016 年的 36.7%，与公司 2016 年初加强广告投放力度直接相关。2) 管理费用稳中略升：2015 年来公司研发费用比重提高，部分推升了管理费用。

1.3 实际控制人吴桂谦父女持股六成，股权激励充分

公司实际控制人为吴桂谦、吴滨华和 Laurena Wu 父女三人。公司董事长兼总经理吴桂谦持有公司 40.28% 的股份，吴滨华持有公司 12.08% 的股份，Laurena Wu 通过其 100% 控股的大广集团全资子公司万达国际间接持有公司 28.19% 的股权，三人合计持有公司 80.55% 的股权。

图 13: 公司股权结构情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

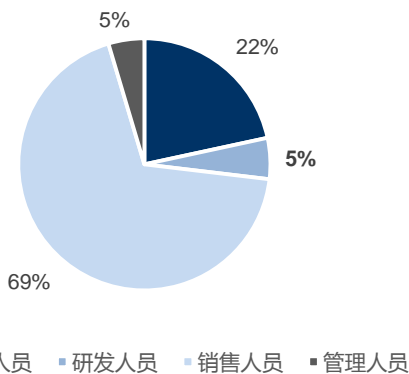
表 2: 公司高管激励充分

序号	姓名	担任职务	亲属关系	持有公司股份 (发行前)	持有公司股份 (发行后)
1	吴桂谦	董事长、总经理	夫妻	40.28%	30.21%
2	郑清英	董事			
3	吴滨华	无	女儿	40.28%	30.21%
4	Laurena Wu	无			
5	张晨	董事、董事会秘书	女婿	0	0
6	曹海磊	副总经理			

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

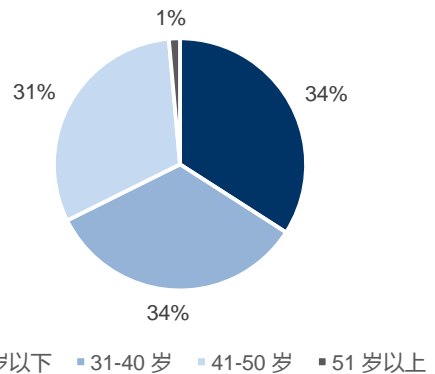
公司整体团队相对年轻, 紧扣市场脉搏, 富有创新实力与活力。公司 2752 名员工中 68% 的员工年龄在 40 岁以下, 后备人才充足。生产技术人员与研发人员占比高达 27%, 研发人员中不少积累了十年以上研发经验, 富有创新实力与活力。董事长吴桂谦从代理化工原料起家, 从 1999 年创办熊猫日化开始已经在日化领域耕耘长达 18 年, 历经日化领域多次洗礼, 为公司发展战略精准掌舵。

图 14: 公司员工职责结构



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 15: 公司员工年龄情况



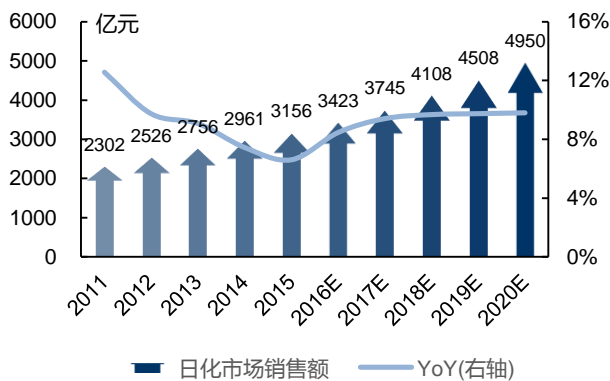
资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

2.美丽行业潜力巨大，民族日化排头兵受益多

2.1 日化市场持续扩张，洗护类产品两极化蓬勃发展

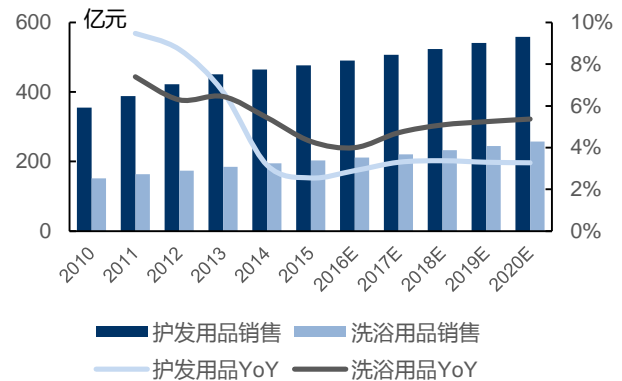
人口大基数+城镇化推进+卫生观念提升，中国日化产品消费市场绝领全球。1) 我国作为人口大国，日化用品消费的刚性需求庞大。资生堂数据显示我国 2015 年化妆品核心消费人口达 2 亿人，预计 2020 年将进一步达到 4 亿人。2) 居民的人均收入快速增长，2015 年城镇和农村地区人均可支配收入分别达 31195 元和 11422 元，较 2010 年分别增长 67%和 93%。同时，城镇化进程的推进缩小了三、四线城市与一、二线城市的发展差异，广大县、乡、镇地区日化品消费增势迅猛。3) 个人卫生观念的提升是市场增长的直接动力。早在 2008 年伊卡璐数据显示我国城镇地区平均每人每周洗发仅 2.5 次，而腾讯最新数据表明我国城镇、农村地区每人每周洗发次数升至 3.3 次，但仍低于墨西哥的 5.6 次、韩国的 7 次。在宏观因素驱动下，我国 2015 年日化行业市场规模达到 3156 亿元，同比增长 6.6%，成为全球最大的日化产品消费市场之一。

图 16：日化行业市场规模持续增长



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 17：主要领域洗护市场稳定高增长



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

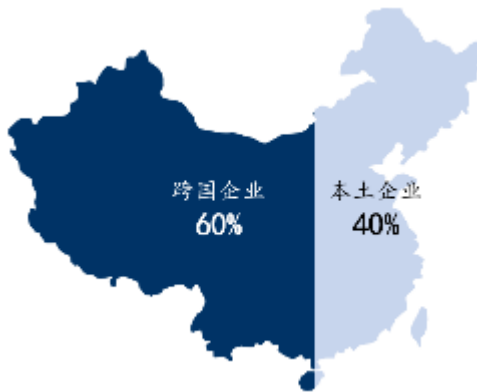
洗护市场是我国日化行业的主要领域，占比 80%，增长潜力巨大。洗发洗浴产品包括洗发水、护发素、沐浴露等。洗护发产品占日化行业总额的 35%，护肤产品占 45%。2015 年洗发、洗浴市场分别较 2005 年增长了 119%和 79%。2015 年中国人均日化用品消费仅为 37.1 美元，低于消费水平较高的美国 249 美元，也低于民族文化、皮肤类型和消费习惯相近的日本 254 美元和韩国 230 美元。预计 2016-2020 年，人均日化产品消耗量仍将保持 9.5%的复合年均增长率，具有极大的增长潜力。

品牌呈“高端+大众”的两极化发展，大众日化企业有望实现跨越式赶超。高收入人群注重日化产品的艺术品位及奢华尊贵的感官享受，而中低收入人群则更加注重日化产品的时尚、便捷、舒适的产品体验，高档化或大众化将成为当前品牌发展的趋势。从消费需求端看：大众品牌消费关注度为 49.3%，超出高档品牌 19.1%，占据优势地位。

2.2 跨国品牌份额见顶，本土品牌蓄力崛起势不可挡

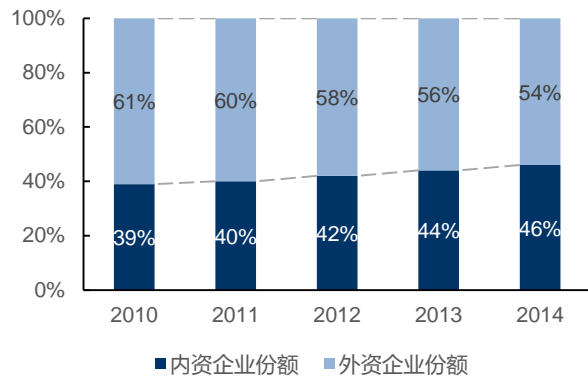
海外品牌占据大部分市场份额，本土企业崛起外部环境复杂。改革开放以来，我国日化行业全面对外资开放，国际巨头的强势进入对本土品牌的发展造成巨大压力。我国日化产品市场上销售份额 60%左右被国外品牌所占据。2016 年度宝洁在华销售额 350 亿元，而同期上海家化仅 58 亿元。中国洗、护发市场仍然高度集中，宝洁、联合利华、拜尔斯道夫、欧莱雅四大跨国公司仍主导市场，合计市占率 66%，其中宝洁一家独大占据 41.5% 的份额，在洗发市场中更是高达 50.4%。

图 18: 跨国公司盘踞中国日化市场



资料来源：申万宏源研究

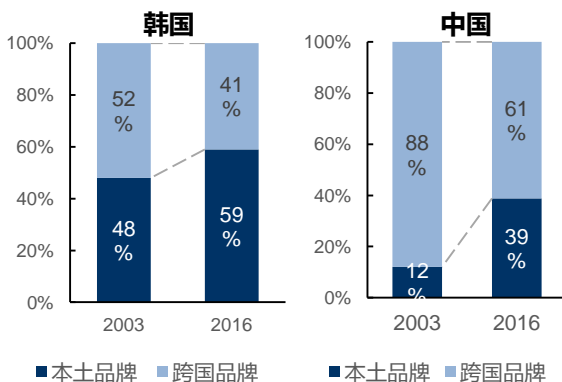
图 19: 本土企业在个人护理用品市场份额稳步提升



资料来源：尼尔森咨询，申万宏源研究

民族品牌突出重围，日化保卫持久战取得阶段性成绩。跨国企业最好的时代、本土企业最差的时代已经过去。本土企业在高度竞争的市场环境中经过艰难成长，在品牌、技术、营销渠道等方面形成了自己的独特优势，并在细分行业中完成了初步积淀，本土日化行业正处在突破期。个人护理产品本土品牌的市场份额已从 2010 年的 39% 升至 2014 年的 46%；2016 年日化市场销售超 50 亿的 9 家企业中本土企业占据 4 席；在大众日化市场，民族品牌具有特别竞争力，通过“渠道下沉”策略在部分细分市场获得优势。

图 20: 韩国日化品牌本土化程度高



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 21: 中国本土日化可整合空间极大

韩国日化市场TOP10 2015			中国洗护发TOP10 2015		
排名	公司名称	市场份额	排名	公司名称	市场份额
1	爱茉莉太平洋	27.1%	1	宝洁	38.0%
2	LG生活健康	23.5%	2	联合利华	11.0%
3	宝洁	4.1%	3	汉高	6.2%
4	欧莱雅	3.1%	4	拜尔斯道夫	4.7%
5	Able C&C	2.7%	5	欧莱雅	4.2%
6	雅诗兰黛	2.6%	6	拉芳家化	2.1%
7	自然乐园	2.0%	7	隆力奇	2.0%
8	爱敬集团	1.8%	8	资生堂	1.4%
9	美丽魔法森林	1.7%	9	拜耳	1.4%
10	安利	1.6%	10	温雅	1.2%

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

大众洗护市场有很大发展空间，但目前还没有领军企业，拉芳日化有望成为行业整合的先导。目前，国内的洗发水生产商有 2000 多家，洗发水品牌超过 3000 个。2015 年食品药品监督管理局《关于化妆品生产许可有关事项的公告》显示将进一步提高行业门槛，逐步淘汰实力弱、设备差、产品质量稳定性差的中小企业。与韩国的横向比较可以发现：中国日化市场仍有进一步本土化空间，行业内本土企业整合想象空间极大。

拉芳成为本土最大洗护发企业，洗护发市占率高居第五。经过十余年的发展，公司已成为我国洗发、护发市场的民族企业领导集团，成为当之无愧的民族日化排头兵。2013-2016 年公司在洗护发细分市场占有率均为 2.1%，连续三年排名稳居第六，仅次于宝洁、联合利华、汉高、拜尔斯道夫和欧莱雅，并连续三年稳居国内第一。

表 3：洗护发市场拉芳连续三年稳居第六，列本土企业第一位

排名	2015 年		2014 年		2013 年	
	公司名称	占有率%	公司名称	占有率%	公司名称	占有率%
1	宝洁	38	宝洁	39.6	宝洁	39.9
2	联合利华	11	联合利华	11.3	联合利华	11.8
3	汉高	6.2	汉高	5.6	拜尔斯道夫	5.4
4	拜尔斯道夫	4.7	拜尔斯道夫	4.8	汉高	5
5	欧莱雅	4.2	欧莱雅	3.7	欧莱雅	3.3
6	拉芳家化	2.1	拉芳家化	2.1	拉芳家化	2.1
7	隆力奇	2	隆力奇	2	隆力奇	2.1
8	资生堂	1.4	资生堂	1.3	资生堂	1.2
9	拜耳	1.4	拜耳	1.3	好迪	1.2
10	温雅	1.2	温雅	1.2	霸王	1.2

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

3. “品牌+渠道+运营”三管齐下，消费升级带动品牌新发展

3.1 深耕洗护市场，打造“拉芳”品牌航母舰队

品牌力是公司稳固市场地位的最坚实保障。“拉芳”、“雨洁”、“圣峰”、“缤纯”四大品牌荣获国家免检产品称号，“拉芳”更是荣获了中国驰名商标、中国消费者喜爱的商标。

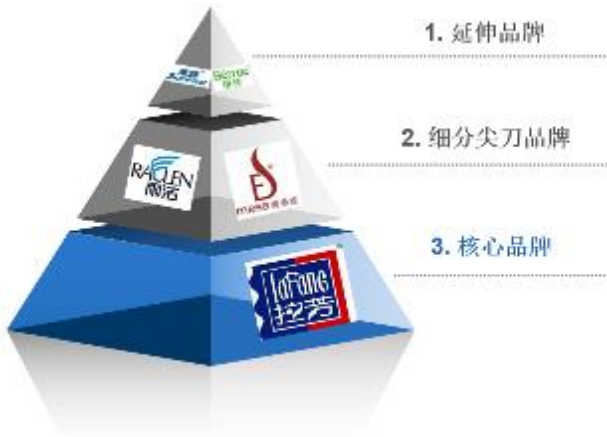
图 22：“拉芳”品牌航母舰队已经成型



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

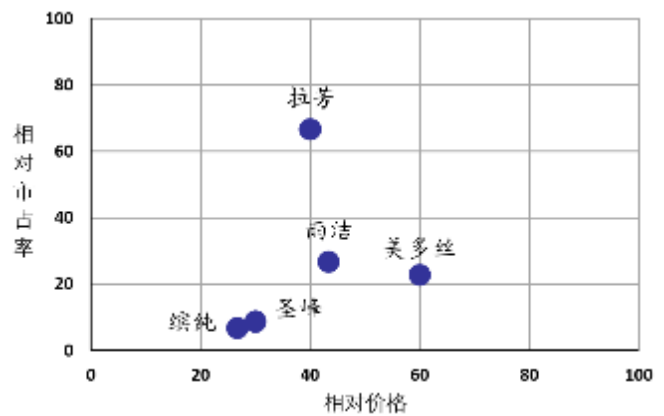
旗舰品牌策略≠传统的“品牌群”策略，更有利于民族企业重点突破。对于大多数化妆品公司来说，尤其是国内品牌，资源有限，在多品牌操作上需要谨慎。否则一个品牌失败，导致整体资金出现问题，拖累公司发展。有限投入、区域投入，看市场的接受度再做决定，远好于闭门造车、拍脑袋替市场思考。

图 23：品牌群呈梯度分布



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 24：公司的多品牌矩阵



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

以洗护拳头产品为母舰，陆续武装其他品类作为护卫舰。公司以大众洗护品牌“拉芳”为主导，先后在洗护发市场创立了“雨洁”、“多美丝”两大细分品牌，分别用于切入专业去屑市场与沙龙护发市场。并于 2005 年登陆口腔护理与肌肤膏霜市场，成功扩展品类。经过多年发展，公司根据市场需求，从“价格+聚焦+品类”角度组合多重梯度，已形成了核心品牌、细分品牌、延伸品牌三个不同发展梯度、结构合理的品牌矩阵，具备覆盖式发展的潜力和优势。多品牌战略帮助公司有效覆盖目标客户群，同时可以紧随日化市场脉搏，在洗护发基础上培育延伸品牌，提高经营稳健性。拉芳品牌舰队作为民族品牌哥伦布驶向本土日化行业的潜力未来。

表 4：公司各品牌层级与发展情况

标志	创立时间	品牌层级	品牌主要成就	营收比重	毛利率
	2001年	核心品牌	国家免检产品、中国驰名商标 广东省高新技术产品、美发类十佳品牌 中国化妆品品牌排行榜洗发水品牌NO.1	66.4%	56.2%
	2003年	专业去屑品牌	雨洁BPT去屑科技的国家专利项目 国家免检产品 中国消费市场畅销品牌、知名品牌 中华环境保护基金会绿色产品奖	15.9%	60.0%
	2013年	高端精油 护发品牌	OPEN2014设计大赛暨 第九届“深圳之星”包装设计大赛金奖	9.2%	73.8%
	2009年	护肤品牌	国家免检产品 广东省著名商标、广东省名牌产品	2.3%	55.3%
	2005年	口腔护理	中华环境保护基金会“绿色产品奖” 国家免检产品	2.5%	-

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

在洗护领域，公司有拉芳、雨洁、美多丝三个品牌线。不同品牌功能和定位各有侧重，划分明晰，多个品牌可以完美覆盖各类洗发需要与养发需求，保持市场粘性而又不会出现自我竞争现象：

1) 拉芳：市场地位稳固、稳定增长的主力现金牛品牌

“拉芳”大众洗护发品牌创立于 1998 年，是拉芳家化的奠基品牌。专注于为 20-45 岁的中国女性提供平价优质的洗护发产品。洗护配方为亚洲女性发质打造，品牌以追求秀发柔顺为宗旨，强调“爱生活、爱拉芳”的品牌追求。并以丰富的产品线与品牌系列为发力方向，让消费者在充实的“拉芳”品牌中满足各类洗护需求。品牌已经进入成熟期，是公司现金流的主要来源。

表 5：核心品牌——拉芳

品牌	目标客户	产品系列	品牌风格特征	品牌理念
拉芳	20-45 岁的女性	丝蛋白营养系列、花漾系列、植物凝萃柔顺系列、玻尿酸柔顺系列、营养美肤沐浴露系列、营养精华系列、臻致奢护系列、营养柔顺系列	柔顺、柔美 中国发质、自信	“拉芳”源自法国人对美丽女子的称谓“La femme”，传递了对国人发质柔美的追求。1998 年，拉芳家化引进法国洗护科技。专注于各类发质头皮头发护理的服务，为中国消费者研制出适合中国人发质的产品。“爱生活，爱拉芳”享誉大江南北。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，申万宏源研究

在洗发系列统治国内洗护半壁江山并取得绝对领先地位的同时，公司加大对“拉芳”周边配套品类的投入，发布了护发素、护发膏、啫喱水类等系列产品。同时“拉芳”还进军沐浴露、洗手液、香皂市场，凭借一贯的高品质及品牌光环取得了极好销售业绩。伴随

着消费升级，“拉芳”在已有洗发系列基础上引入夹层中高端清莹去屑、马油洗发、无硅油洗发系列，一改以往产品“大众气息”，散发精致消费荷尔蒙。

图 25：“拉芳”品牌以洗发、护发为核心，下设产品线齐全



资料来源：公司官网，拉芳天猫旗舰店，申万宏源研究

图 26：“拉芳”高端产品图



资料来源：京东商城，申万宏源研究

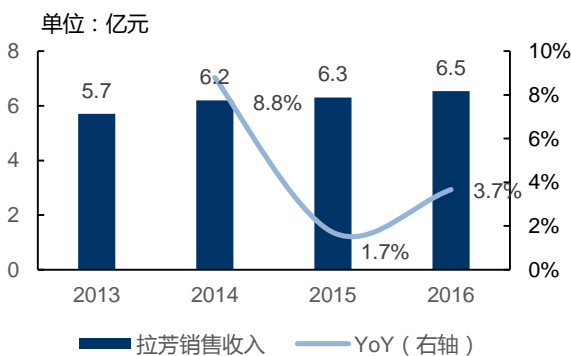
图 27：“拉芳”高端产品使用形象



资料来源：京东商城，申万宏源研究

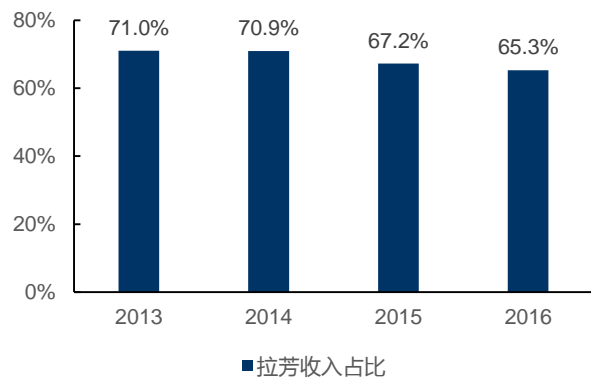
随着近年多品牌战略稳步推进，公司对“拉芳”的依赖程度逐渐降低。2015 年和 2016 年分别实现收入 6.3 亿元、6.5 亿元，年复合增长率 4.5%，分别占总收入的 67%、65%。2014 年来“拉芳”品牌的营业收入比重有所下降，主要系公司在大众品牌基础上推陈出新引入“多美丝”高端护发产品线所致。同时公司正在多品类延伸战略取得初步成效，“拉芳”品牌的营收占比从 2013 年的 71% 下降到 2016 年的 65.3%。

图 28：“拉芳”品牌营业收入



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 29：“拉芳”品牌营业收入占比



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

2) 雨洁：差异化竞争，切入消费痛点、市场盲点的尖刀品牌

“雨洁”是公司 2003 年推出的专业去屑品牌，是公司多品牌战略的第一步。产品定位保守头皮屑困扰的人群，在去屑细分市场具有独特优势。经过十几年的发展，雨洁品牌专业化、功能性的形象定位不断扎根消费者心中，“去头屑，用雨洁”。2016 年度销售收入 1.7 亿元，强大的专业性提高了产品附加值，毛利率水平达 59.1%。

表 6: 专业去屑品牌——雨洁

品牌	目标客户	产品系列	品牌风格特征	品牌理念
雨洁	头屑多 头皮瘙痒人群	强力去屑系列 炫动去屑系列 闪耀去屑系列	专业去屑、舒爽	“去头屑，用雨洁”，知名度、美誉度高。 与中国顶尖科研机构联合研制的尖端去屑产品，在 ZPT 去屑基础上，新增加高端 PTO 去屑成分 (B-Pyriithione)。避免干燥、毛糙现象，解决反复性、季节性头屑问题。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，申万宏源研究

图 30：“雨洁”产品图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

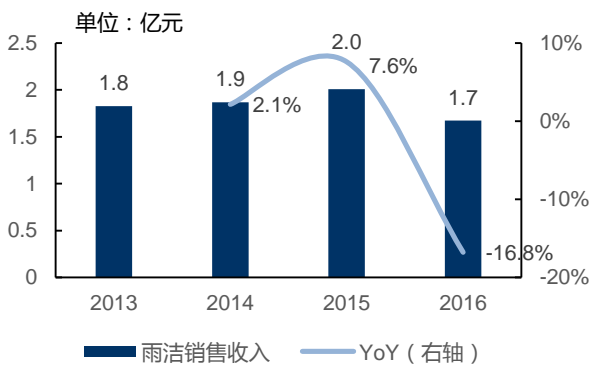
图 31：“雨洁”产品使用形象



资料来源：京东商城，申万宏源研究

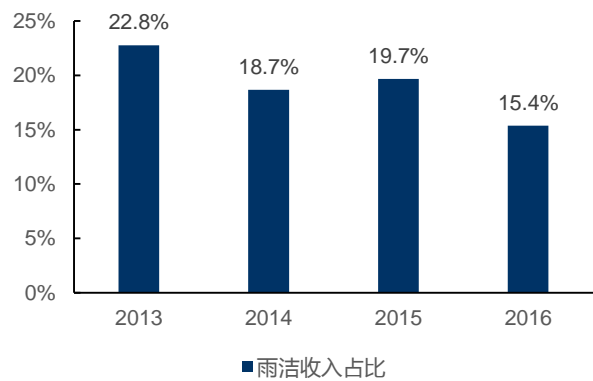
“雨洁”是公司与“拉芳”比肩的主打品牌之一。2013-2015 年年均复合增长率达到 4.8%，与“拉芳”品牌共同组成了公司稳定经营的两大支柱。2015 年和 2016 年 1-6 月分别实现主营业务收入 2 亿元、0.8 亿元，其营收占比从 2013 年度的 22.3%到 2015 年度的 20.4% 始终维持在高水平，科技去屑使得其市场稳定性较高。

图 32：“雨洁”品牌营业收入



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 33：“雨洁”品牌营业收入占比



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

3) 美多丝：高速成长、利润丰厚的明星品牌

“美多丝”是公司 2013 年下半年推出的高端精油护发产品，定位都市白领女性。短短三年时间内，“美多丝”已开发出包括护发、润发、养发、造型等多个品类。精油是从植物中蒸馏萃取得到的“液体黄金”，大部分在洗发前使用。因其分子是一般洗发用品的 1/100 左右，可深入发芯及头皮，通过对皮脂的调节抑制脱发，促进毛发生长。传奇的爱情故事为品牌注入了别样的内涵，爱情的忠贞凸显了产品使用的“柔韧”效果。

表 7：高端精油护发品牌——美多丝

品牌	目标客户	产品系列	品牌风格特征	品牌理念
美多丝	都市白领女性	精油养护·KA 精油修护·CS	沙龙级护理体验	“美多丝”源自诗人歌德的夫人名字 Dusmesedol，原是法兰克福一位花场打工小妹，用一生支持了歌德的创作。“有韧性，更任性”，用爱情的忠贞象征发丝的韧劲。与国际著名香精公司德国德之馨、巴斯夫进行技术合作，对受损、干枯毛糙、头屑、脆弱易掉的发质分类保养。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，申万宏源研究

图 34：“美多丝”产品图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 35：“美多丝”产品使用形象



资料来源：京东商城，申万宏源研究

“美多丝”保持高速增长，营收占比逐年提高，量大利厚。品牌销售收入从 2013 年 1300 万元增长到 2016 年的 1.6 亿元，复合增长率达到 130.2%。公司不断开发新品种，提高产品附加值，毛利率水平高达 73.8%。市场主要竞争对手有卡诗、施华蔻、欧莱雅、沙宣、潘婷和蜂花等品牌。“美多丝”品牌的营收占比从 2013 年的 1.6% 迅速提升至 2016 年的 14.5%，丰富了公司既有洗护品类，将成为未来营收增长主力。

图 36：“美多丝”品牌营业收入

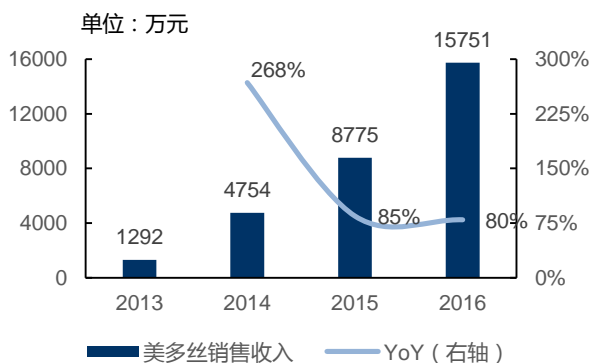
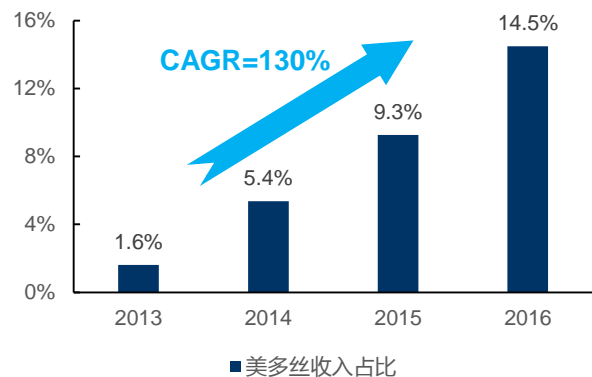


图 37：“美多丝”品牌营业收入占比



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

在延伸领域，公司有缤纯和圣峰：

1) 缤纯：护肤品牌充分积累，进入延伸领域的有益尝试

“缤纯”是公司于 2009 年推出的女士护肤品牌，以 20-50 岁女性目标用户，具有舒缓保湿，软化角质的功能。产品专为亚洲女性肤质开发设计，由缤纯护肤研究中心和法国 CHARABOT 实验室合作研制。旗下已涵盖护肤霜、爽肤水、洗面奶、粉底液、面膜、护手霜等品类。产品结合法国前沿护肤技术，品牌凭借其卓越品质及独特效果，在市场上享有较高品牌知名度及美誉度。

表 8：护肤品牌缤纯

品牌	目标客户	产品系列	品牌风格特征	品牌理念
缤纯	20-50 岁的女性	洁面乳、护肤霜、手霜、面膜	温和护肤、植物透白	与 CHARABOT 实验室合作研制，适合亚洲女性肤质，使水润光泽、紧致幼滑。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，申万宏源研究

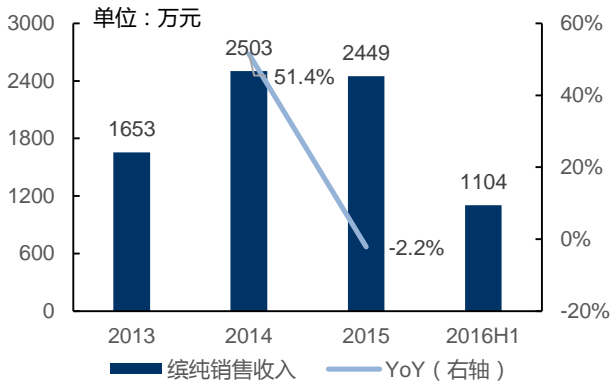
图 38：“缤纯”产品图与产品使用形象



资料来源：公司官网，申万宏源研究

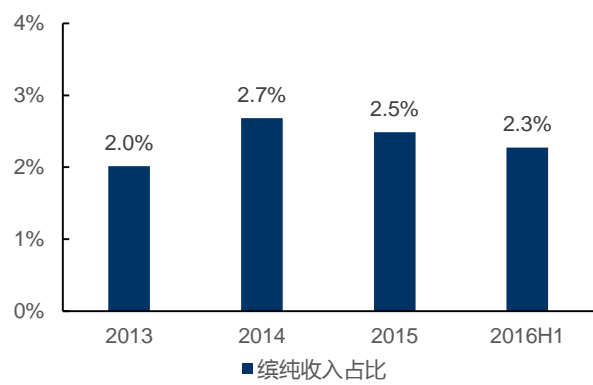
“缤纯”着重开拓打造护肤品市场的品牌，近年保持较快增速。缤纯 2013-2015 年年均复合增长率达到 21.7%，主营业务收入占比在 2013-2015 年间稳定在 2.5% 上下。2015 年和 2016 年上半年分别实现营收 2503 万元、2449 万元，分别占总收入 2.7%、2.5%。Euromonitor 数据显示，2015 年大众护肤品（增幅为 6%）比高端护肤品（增幅为 4.4%）的销售增长要高，从长远看，公司希望借助“缤纯”填补公司在护肤品市场空白。

图 39：“缤纯”品牌营业收入



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 40：“缤纯”品牌营业收入占比



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

2) 圣峰：口腔护理品牌

“圣峰”是公司于 2005 年推出的口腔护理品牌，命名来源于“圣峰”的黄金蜂胶为原料、寄寓了人们对“如圣峰般清新”的愿望。2010-2015 年的五年间，中国牙膏市场年均复合增速 9.17%，但受制于高露洁、佳洁士、黑人、中华等大牌集聚，主营收入增受抑制。

表 9：口腔护理品牌圣峰

品牌	目标客户	产品系列	品牌风格特征	品牌理念
圣峰	各类人群	清新亮白系列、清新防蛀系列 劲爽去渍系列、高山植物清新系列 清新健龈系列、冰茶清新系列 超清劲白系列、儿童防蛀系列	清新 软摩擦不伤牙	以来源于“圣峰”的黄金蜂胶为原料、寄寓人们对“如圣峰般清新”的愿望，向更高品质、更强口感体验的高峰不断攀越。 通过对全国 12 个省、覆盖 28 个城市、100 多个村镇开展了全面的清新口腔问题研究和调查，为圣峰品牌的市场研究提供最可靠的依据。与中山大学预防医学研究所建立了联合研制关系。配备国内首屈一指的 GMP 高标准建设生产车间和全自动牙膏生产设备。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，申万宏源研究

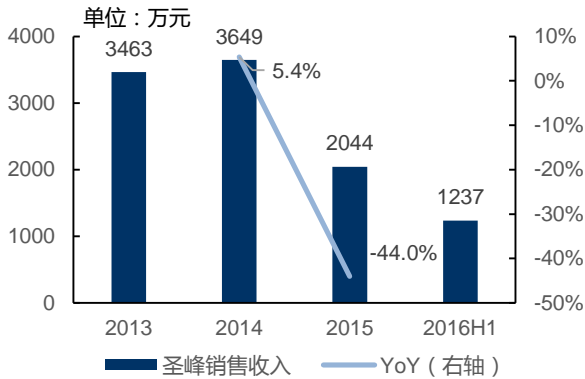
图 41：“圣峰”产品图与产品使用形象



资料来源：公司官网，申万宏源研究

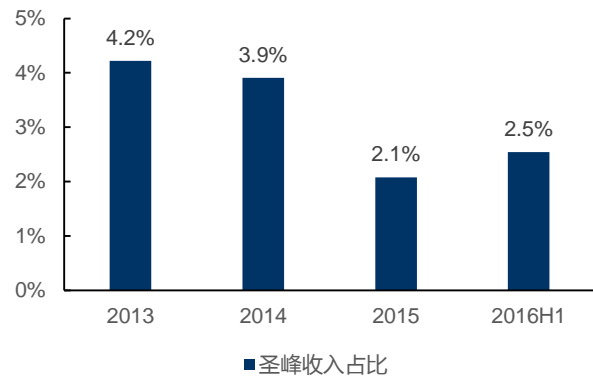
2015年和2016年上半年分别实现营收2044万元、1237万元，分别占总收入2.1%、2.5%。远期公司想在口腔护理市场取得突破性增长存在一定难度，未来或将通过增强品牌价值内涵并提高产品品质与内涵拓宽增长空间。

图 42：“圣峰”品牌营业收入



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 43：“圣峰”品牌营业收入占比

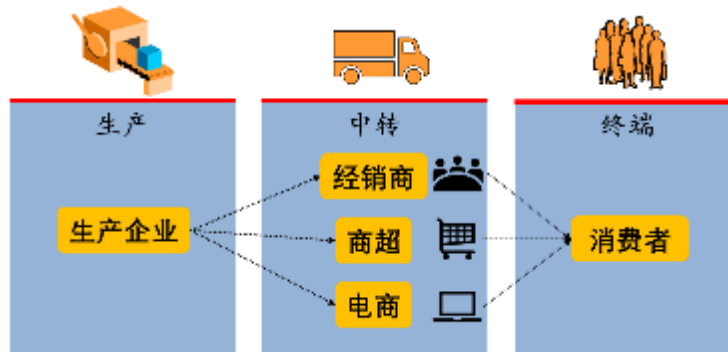


资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

3.2 以经销商为主，全渠道覆盖消费者

立体营销渠道组合网络：经销和商超渠道为主，电商渠道为辅，具有强大的渠道运营能力。由于不同地区的经济发展水平和商业业态存在差异，因此，公司综合运用经销商、大型商超、电商平台等销售渠道，充分发挥各渠道特点与优势，实现对客户群体的全方位覆盖。公司也是民族日化企业中少数几个全面覆盖各类渠道的公司。

图 44：拉芳家化全渠道布局



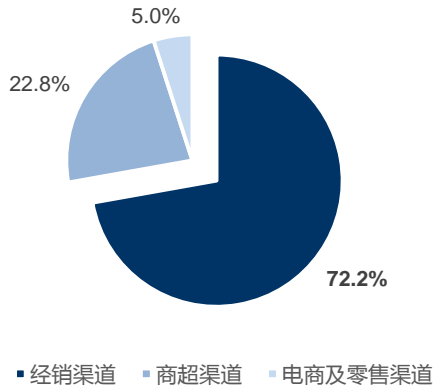
资料来源：公司官网，申万宏源研究

1) 决胜终端：经销商是公司的传统销售渠道，掌控能力较强。

经销商在拉芳家化占比较高，从2013年到2016年，公司经销商收入占比分别为86.4%、82.5%、78%、70.8%。公司通过经销商覆盖中小型超市、便利店及杂货店等销售网点，借助这一销售渠道能够迅速扩张网点，有效开发市场盲区，节约资金投入。截至2016年12月

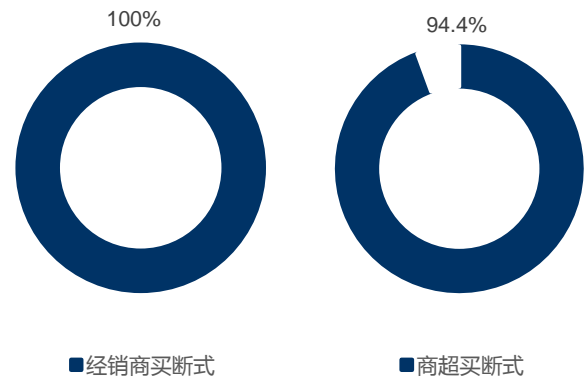
31日，公司拥有经销商442家，遍布全国31个省、自治区、直辖市，经销商分布重点在我国南方及中部地区。

图 45：经销渠道是公司营收支柱



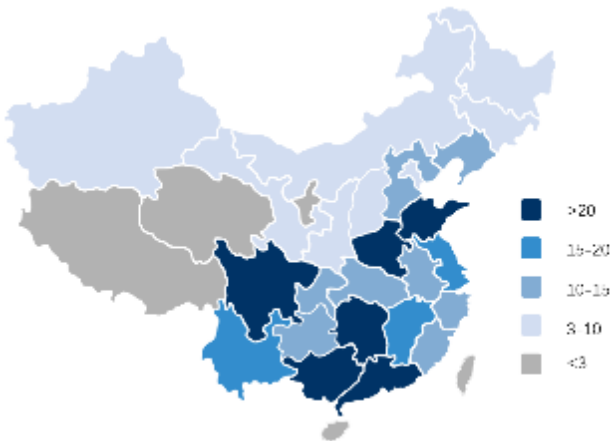
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 46：下游掌控力度强



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 47：公司经销商全国分布以中部和南方市场为主



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 48：经销商全国销售情况



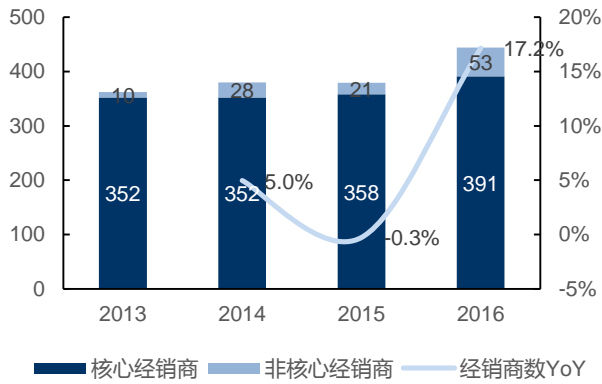
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

经销商可分为核心经销商和一般经销商两类，管理集约化程度高。截至2016年，核心经销商（由公司营销中心集中开拓、维护与管理，并每年参加公司订货会）391家，占经销商总数约88%。核心经销商由公司营销中心集中统一进行开拓、维护与管理，每年参加公司订货会，并接受公司销售任务考核。一般经销商包括精品店和C2C网店客户，规模较小，采购相对零散。

经销采取买断式销售方式，持续合作经销商占比较高、实力强大，采取销售返利形成激励。公司运用销售指标对经销商实行考核，逐步形成一批合作关系稳定、销售业绩良好的经销商：从2013年到2016年的四年间，与公司持续合作的经销商收入占比达到期末销售额的75.4%，合作伙伴关系稳固；2016年度销售在200万元以上的经销商超过70%，经销商实力强劲。此外，公司在每个营销年度根据市场情况、营销策略以及经销商规模实力，

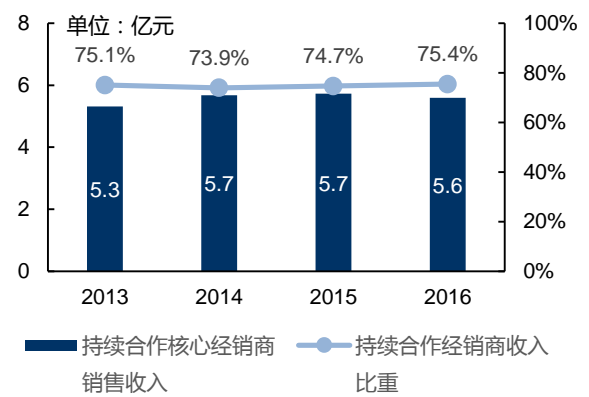
对经销商制定不同的销售任务，并根据经销商完成销售任务的情况给予一定比例的销售返利，包括2%的季度返利及2.5%的年度返利，2015、2016年度返利额度均达2.3%。

图 49：经销商数量快速增长



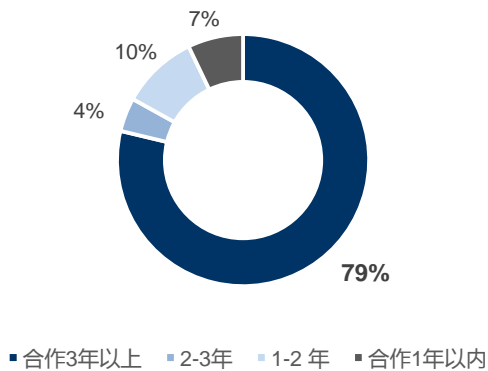
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 50：公司与经销商形成长期稳定合作关系



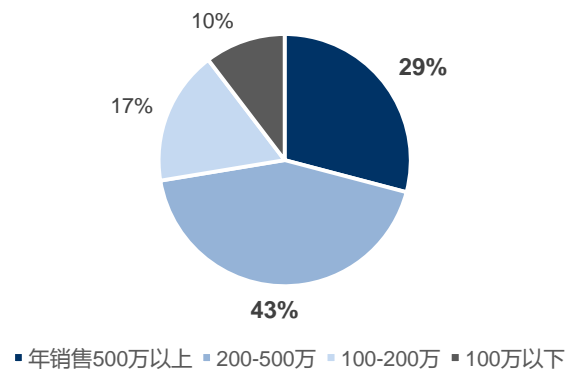
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 51：公司与经销商合作关系长久



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 52：公司下游经销商实力强劲



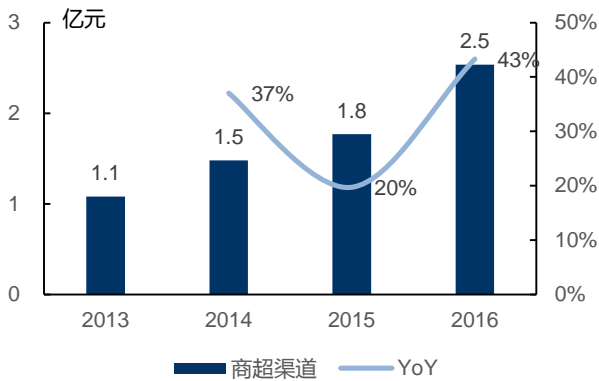
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

2) 竞争发力：公司是少数几家进入大型商超渠道的洗护民族品牌企业之一，在 KA 渠道与国际大牌近身肉搏。

公司与沃尔玛、大润发、家乐福等多家大型商超建立稳定的供销关系，产品得以通过这些全国性连锁超市的销售网络进行广泛渠道布局。在日化领域，商超渠道是最主要的销售渠道之一，覆盖最为广泛的城镇消费者。中国城市快消品零售市场中，商超占据了一半以上的销售份额。走量是商超渠道最大的优势，也是众多品牌对该渠道趋之若鹜的关键因素。然而这一渠道常年被国际品牌占据：除了负担进场费、条码费、促销费之外，还需要配备优秀的管理支持团队，同时需要树立品牌形象并形成持续有效的销售。

公司直面困难，在大型商超市场中迅速站稳脚跟。实现的销售额从2013年的1.1亿元增长至2016年的2.5亿元，年均复合增长率为31.5%。销售占比从2013年的13.2%上升至2016年的24.2%，已经成为了公司重要销售渠道之一。从未来发展趋势和公司长远规划看，商超收入占比将保持稳定增长。

图 53: 商超渠道销售额变动情况



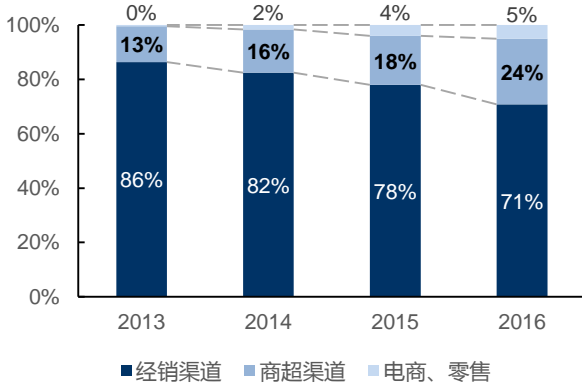
资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 54: 大型商超货架上的“拉芳产品”



资料来源: 申万宏源研究

图 55: 商超渠道比重逐年增加, 成为重要渠道



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 56: 公司产品进驻多家大型商超



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

3) 盈利提速: 电商比重逐年提高, 提升线上运营能力前景广阔。

公司积极发展电商业务, 销售额呈爆发式增长, 带动盈利水平提升。网上实现销售额从2013年的391万元增长至2015年的3987万元, 年均复合增长率为219%, 2016年实现销售额5260万元, 销售占比从2013年的0.5%上升至2016年的5%。而电商业务毛利率大幅高于经销商、商超销售渠道, 截至2016年电商渠道毛利率达71.3%, 分别超出经销商、商超渠道15.7%和4.0%, 将成为公司盈利增长点。

图 57: 电商渠道收入占比

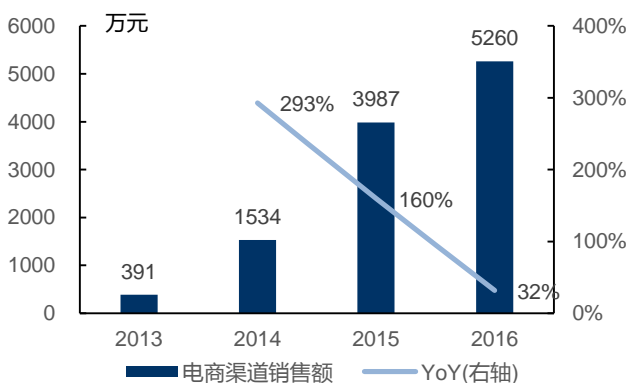
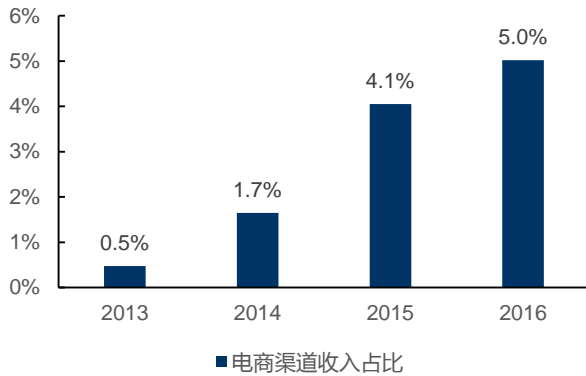


图 58: 天猫拉芳旗舰店



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

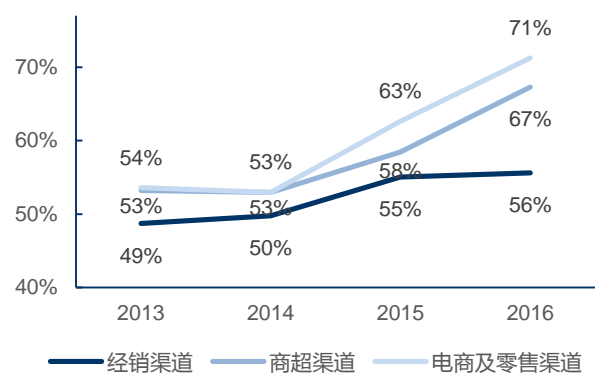
图 59：电商渠道收入占比



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

资料来源：天猫网站，申万宏源研究

图 60：电商渠道毛利率最高



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

推行品牌全渠道运营战略，构建电商生态。公司分别开设拉芳旗舰店、雨洁旗舰店、多美丝旗舰店，将与各子品牌店实现天猫平台内的销售导流，整合品牌资源。与此同时，包括京东在内的其他渠道正逐步铺开。电商为企业带来的积极影响有以下两点：

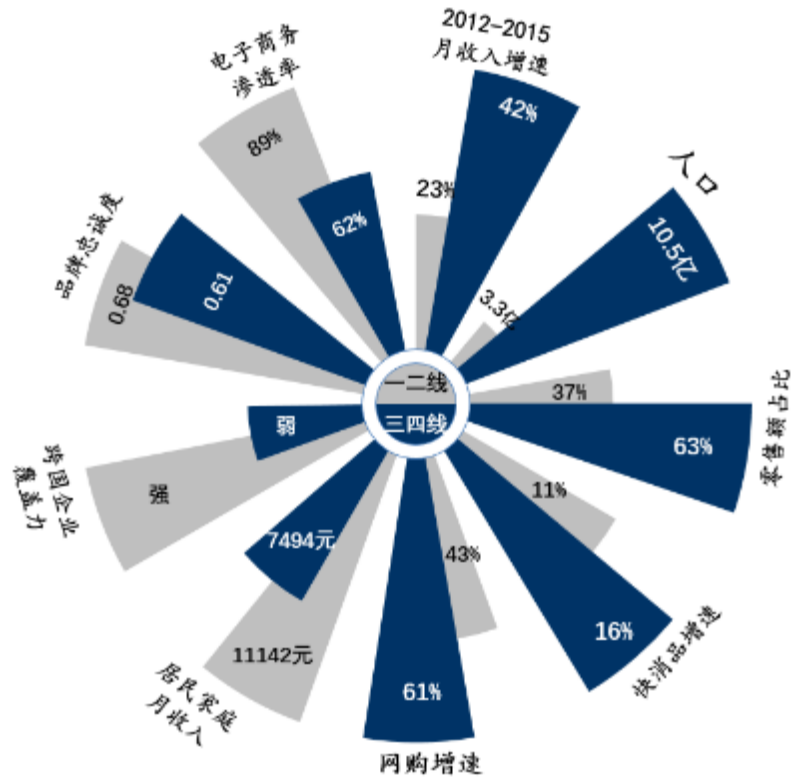
- 线上流量效应远大于线下，能实现高效的品牌宣传。公司将线上渠道定位为传播和推广及消费者沟通平台。在全渠道思路的推动下，拉芳积极利用线上线上联动促销、天猫品牌节、微博微信、拉芳女孩选拔等多种形式，在促进销售的同时，实现与消费者全方位的沟通，提升品牌影响力。
- 电商渠道能产生海量的客户行为数据，即时且真实的大数据对于洗护用品产业链的各个环节来说都极具价值，精准助力线下渠道的营销策略制定、供应链响应、用户关系管理、新品研发等环节。激活了传统渠道，更有利于发掘市场活力。

长远来看，拉芳日化渠道控制力强（包括对传统线下渠道的把控和线上新兴渠道的运营管理能力）、具备供应链整合能力，综合竞争优势明显。

3.3 进军三四线消费热土，本土情怀塑造品牌信心

扎根本土，渠道下沉网罗三四线庞大消费群体。伴随着我国城镇化水平不断提高，三四线城市和农村市场在其庞大人口基数的基础上，加速向一二线城市消费水平靠拢，成为日化市场份额争夺的第二战场。另一方面，中国消费品流通渠道层级多、直供少，面对错综复杂的市场，跨国企业的响应速度和弹性与本土企业相比存在劣势，难以在每个竞争层面上保持足够的竞争优势。以宝洁为例，公司从 1996-2013 年经历了五次跑村下乡的渠道扩张活动，但是成效均未达到预期。我们认为拉芳家化借助产品的定价较低和丰富的本土化运作经验（尤其是经销商渠道多年沉淀）等优势，牢牢把握三四线城市和农村市场，成为公司与国外日化巨头抗衡的核心竞争力。

图 61：三四线城市成为日化消费市场争夺的第二战场，市场潜力巨大



资料来源：BCG 中国消费者调查，Euromonitor，群邑中国，申万宏源研究

外生政策优势提供民族品牌生长土壤。国务院和地方政府多次出台了鼓励日化产品及其相关的流通零售行业发展的政策，促进了日化行业的健康发展。加大对三四线城市及农村日化消费市场扶持力度，加强对商场、百货终端渠道不正当收费行为监管，积极培育“中国品牌”国际知名度与竞争力。

表 10：支持日化行业与公司发展的相关政策文件

发布时间	发布单位	文件名	相关内容
2009 年	广东省人民政府	广东省轻工业调整和振兴规划	支持汕头等地发展洗发护发及相关产品。大力开拓日用化工等产品的农村消费市场。拓展连锁配送、网点销售渠道。
2011 年	工业和信息化部	轻工业“十二五”发展规划	大力开拓农村市场，加强农村营销网络和售后服务体系建设，满足国内市场多层次需求，
2011 年	中国香料香精化妆品工业协会	化妆品行业“十二五”发展规划	力争培力争培育二、三个具有国际知名度和竞争力的品牌，“中国品牌”产品增至 20 个。加强对商场、百货渠道的收费监管，为民族化妆品企业发展打造相对良好的商业环境。
2012 年	国务院	国内贸易发展“十二五”规划	加强农村现代市场体系建设，深入实施“万村千乡”市场工程，扩大农村连锁超市覆盖面。
2016 年	工业和信息化部	轻工业 2016-2020 年发展规划	推动日化工业向质量安全、绿色环保方向发展。提高日化产品生产的自动化程度。
2017 年	国务院	关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见	促进农村电子商务加快发展，形成线上线下融合、农产品进城与农资和消费品下乡双向流通格局。

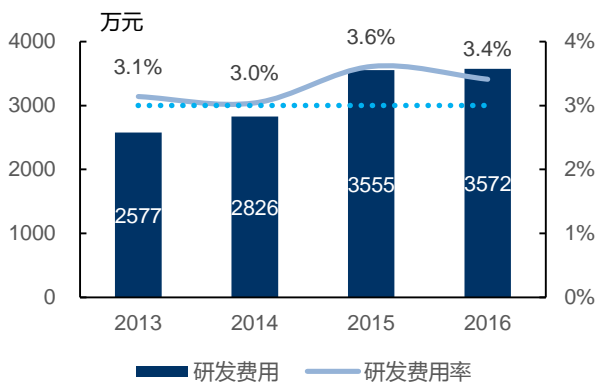
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

中国化研发：东方的“发”言权，雄厚的研发实力让企业恒久美丽。公司在 2013 年 10 月被认定为高新技术企业，三年内减按 15% 税率计缴企业所得税；2016 年 11 月拉芳再度获得高新认定，研发投入与产出实力得到肯定。公司设立技术研发中心核心部门，雄厚的研发实力为产品创新提供有力支撑。拉芳国际日化研究中心是经广东省科技厅、发改委、经济信息化委员会认定的广东省化妆品工程技术研发中心。现有科研人员 150 多人，其中核心研发人员均在头发护理、肌肤护理或口腔护理领域拥有 10 年以上的研发经验。稳定、高效的研发团队为新产品的开发、新技术的改进、新工艺的设计提供了有力的人才保障。2013 年-2016 年，公司研发投入始终保持在营收 3% 以上。

2004 年起，拉芳家化陆续与国内重点科研单位和大专院校建立起了 7 个联合实验室（联合研究中心），与法国 2 个实验室建立起合作伙伴关系，长期且稳定地持续开展项目合作和技术交流。

- **拉芳国际研发中心：**与美国奥麒化工有限公司、IFF 国际香料有限公司、道康宁有限公司、ISP 国际特品有限公司、江南大学等机构合作。致力于最具前瞻性的绿色环保科技的研发，满足消费者对环保、安全、绿色产品的需求。
- **中国科学院拉芳发质研究中心：**公司与中国科学院微生物研究所合作于 2010 年 1 月成立，系中国日化行业首家“发质研究中心”。针对中国人的发质特点，采用世界先进的科研技术，开发了让中国人发质更健康、更营养的全新高科技营养载体——“活性营养包裹体”。

图 62：公司研发费用稳中有升，保持大力度



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 63：拉芳日化国际研发中心

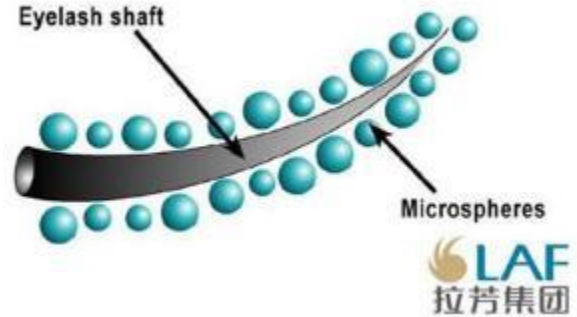


资料来源：公司网站，申万宏源研究

图 64: 公司产品注重绿色、天然、有机



图 65: 针对中国人发质研发的活性营养包裹体



资料来源: 拉芳天猫旗舰店, 申万宏源研究

资料来源: 网络图片, 申万宏源研究

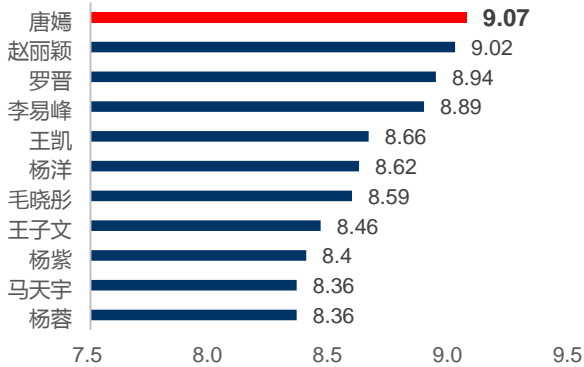
势大力沉加码营销力度, 优选代言提升品牌形象。为了塑造品牌、吸引消费者, 市场营销与宣传推广是日化企业的重要手段, 也成为各大企业竞争激烈的焦点之一。早在 2012 年, 公司便签约孙红雷代言“雨洁”去屑品牌, 2015 年底和 2016 年初陆续签约当红艺人唐嫣、刘诗诗代言“拉芳”核心品牌和“美多丝”高端品牌, 精选顶级明星品牌代言有效提升了品牌影响力与知名度, 彰显了公司做大做强的信心。13 年拉芳冠名中央 8 套电视剧频道“雨洁剧场”, 14 年赞助央视 1 套“出彩中国人”和广东卫视“中国好男儿”, 并从 14-16 年连续三年冠名安徽卫视“国剧盛典”。拉芳家化 16 年 2 月斥资 2 亿元与东方卫视达成未来数年的战略合作, 旗下高端品牌“美多丝”精油护发时尚高端的品牌调性与《花样姐姐》提倡的引领时尚潮流、享受轻奢旅行带来的乐趣高度吻合。

表 11: 本土日化品牌广告投放竞争激烈 (不完全统计)

品牌	金额	投放渠道	投放	形式		
韩束	5 亿	江苏卫视	《非诚勿扰》	全年独家冠名		
蓝月亮	4 亿	湖南卫视	《旋风孝子》	冠名及相关资源		
		浙江卫视	《一路上有你》	第二季独家冠名		
丸美&春纪	2.88 亿	湖南卫视	《潮流音乐节》 《夏日甜心》	特约		
		江苏卫视	《我们相爱吧》 《创造舞台》	特约 第二集独家冠名		
		浙江卫视	《奔跑吧兄弟》	独家冠名		
温碧泉	2.5 亿	浙江卫视	《中国好声音》	独家特约		
		湖南卫视	《我是歌手》 《金鹰独播剧场》	位序广告等资源		
韩后	2.5 亿	湖南卫视	《快乐大本营》	独家网络冠名		
		天津卫视	《爱情保卫战》	多个栏目冠名及黄金栏目化妆品战略合作伙伴		
拉芳	2 亿	东方卫视	《花样姐姐》 《我爱挑战》 《三生三世十里桃花》	未来数年战略合作, 独家冠名及相关资源		
			法兰琳卡	2 亿	CCTV-3	战略同盟: 品牌广告每天 48 次超高频次播出
			上海家化	8000 万	天猫双 11	天猫双 11 晚会冠名

资料来源: 中商情报网, 亿邦动力网, 申万宏源研究

图 66：2016 年 11 月艺人新媒体指数



资料来源：Vlinkage, 申万宏源研究

图 67：旗下三大品牌代言人（唐嫣、刘诗诗、孙红雷）



资料来源：公司网站, 申万宏源研究

4.募投项目分析

本次拟发行股票的数量不超过 4360 万股，募集资金将用于“日化产品（洗发水、沐浴露）二期项目”和“研发中心项目”的建设，并配套加强营销网络的建设。

项目一：日化产品（洗发水、沐浴露）二期项目。总额约 1.8 亿元，拟设在安徽省滁州市苏滁现代产业园，在项目期内将完成所用厂房建设，日化产品（洗发水、沐浴露）生产线建设，办公及配套设施建设及完善人员配置等。

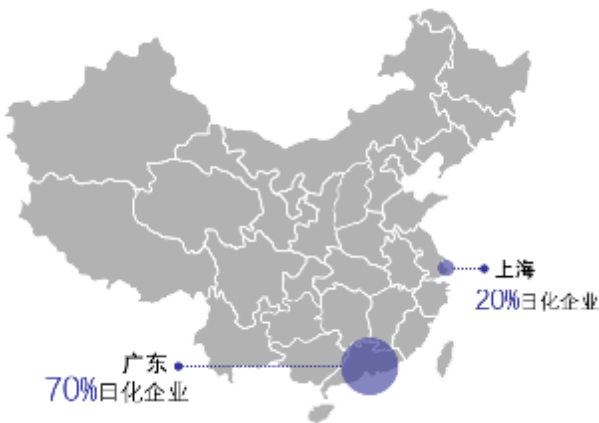
表 12：募投项目年产能

项目名称	产品	募投项目年产能 (吨)
日化产品（洗发水、沐浴露）二期项目	洗发水	10000
	沐浴露	10000

资料来源：公司招股说明书, 申万宏源研究

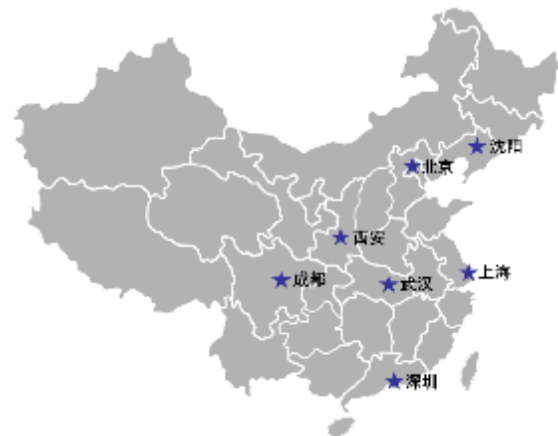
项目二：营销网络建设。总额约 5.5 亿元，拟在 7 个城市进行营销办事处建设、在全国范围内新增 25200 家经销渠道核心店（包括 2000 家营业面积在 600 m²以上，销售标准达 6,000 元/月的 A 类店）、加大商超营销力度、通过线上线下多种方式进行品牌推广等。

图 68：中国日化企业广东、上海两大集群



资料来源：公司招股说明书, 申万宏源研究

图 69：募投项目新增 7 大营销办事处



资料来源：公司招股说明书, 申万宏源研究

表 13：经销渠道按各区域各类型核心店数统计

区域	地级市建设目标 (家)	县级市建设目标 (家)	乡镇建设目标 (家)	核心 A 类店 (家)
华东地区	1408	1560	3654	570
华中地区	954	997	2331	360
华南地区	1103	891	1890	370
华北地区	540	623	1260	170
西南地区	891	795	1890	360
西北地区	255	275	945	100
东北地区	149	159	630	70
合计	5300	5300	12600	2000

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 14：商超渠道按各类型门店数统计

商超系统	连锁单店总数(个)	货架建设(个)	特殊形象陈列(个)	旗舰店建设(个)
沃尔玛	4	4	4	2
家乐福	8	8	8	8
大润发	207	200	50	40
欧尚	1	-	-	-
乐购	4	-	-	-
永辉	276	200	60	50
人人乐	84	60	30	30
华润	267	260	100	50
卜蜂莲花	78	54	-	-
地方系统	4140	414	108	20
合计	5069	1200	360	200

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

项目三：研发中心建设。总额约 5427 万元，拟在上海市嘉定区建设具备新配方、新产品、新工艺创新和研发能力的研发中心，成立基础理论研究实验室、应用研究实验室和功效评价实验室，巩固公司在行业内的技术优势。

表 15：募投项目概览

项目	总投资额(万元)	占比	建设期	对应公司发展目标
日化产品(洗发水、沐浴露) 二期项目	17,968.80	23%	2	1) 扩大产能, 解决公司发展瓶颈; 2) 降低生产成本, 增强公司盈利能力; 3) 满足公司全国布局的市场需求。
营销网络建设项目	55,010.00	70%	3	1) 把握市场机遇, 推动公司销售增长; 2) 参与市场竞争, 增强持续盈利能力; 3) 拓展营销渠道, 提升公司市场份额; 4) 把握顾客需求, 提升客户体验。
建设研发中心项目	5,426.56	7%	1	1) 提升研发能力, 增强企业核心竞争力; 2) 迎合市场趋势, 提高新产品开发速度;

- 3) 升级检测标准,完善功能性评价体系;
- 4) 建立研发平台,吸引和培养高端人才。

合计

78,405.36

100%

资料来源:公司招股说明书,申万宏源研究

5. 风险揭示

5.1 市场竞争风险

日化市场特别是洗护市场,产品品牌数目繁多,品牌概念层出不穷,市场竞争激烈。面对来自诸多国外品牌的价格战、广告战,民族品牌承受较大的竞争压力。倘若公司不能准确把握市场需求或产品定位不清晰,可能会导致公司品牌价值受损,盈利能力下降,从而影响公司业绩。

5.2 主要原材料价格波动的风险

公司制定了完善的采购管理办法和业务操作流程,并与主要供应商建立了较为稳定的合作关系。报告期内公司综合毛利率分别为 49.39%、50.26%、55.94%和 57.20%。虽然公司可以通过调整产品价格等手段降低原材料价格波动带来的经营风险,但如果未来原材料价格上涨幅度超出公司的消化能力,将导致公司经营成本增加,从而对公司盈利能力造成不利影响。

5.3 品牌形象遭受侵害的风险

拉芳品牌口碑位居洗发水行业前列,公司品牌价值较高,而公司品牌也成为铺设渠道、推广产品的重要标识。尽管公司通过法律法规保证品牌和商标不受损害,但也难以避免仿冒公司品牌进行非法生产销售及其他侵害公司品牌形象的事件发生。因此,公司品牌形象存在被侵害的风险,影响公司的名誉和日常经营。

5.4 经销模式风险

公司销售渠道主要包括经销渠道、商超渠道和电商渠道,2016年占比分别为 72.2%、22.8%、5.0%,募投营销网络项目建设完成后,公司仍将以经销渠道为主。如公司无法及时为经销商提供必要的销售支持,则部分经销商可能出现管理滞后、销售业绩不佳等现象。同时经销商也存在发展战略与公司发展战略不一致的风险,对公司未来发展带来不利影响。

6. 盈利预测

公司本次发行 4360 万股,募集资金净额为 7.5 亿元,发行费用合计 5192 万元,发行价为 18.39 元/股,对应发行市盈率为 23 倍。

盈利预测核心假设：

1) 品牌比重：假设公司 2017-2019 年核心拉芳品牌增速 4%/5%/6%，而高端品牌美多丝品牌增速则高达 30%/15%/10%；假设美多丝品牌 2017-2019 年毛利率高位保持稳定，分别为 75%/75%/75%，而拉芳、雨洁品牌受到商超渠道占比提高和电商渠道增势迅猛的有利影响，下游渠道优势显现，毛利率有一定提升，分别为 56%/57%/57%和 60%/61%/61%，带动公司整体综合毛利率提升，2017-2019 年分别为 59.8%/60.5%/60.6%。

2) 我们预计公司 2017-2019 年销售费用率维持目前的高水平，分别为 37%/37%/37%；管理费用率受研发支出提高影响而有小幅提升，分别为 6.6%/6.7%/6.8%。预计公司 2017-2019 年实现收入分别为 11.31/12.07/12.86 亿元，分别增长 7.8%/6.7%/6.6%；归母净利润分别为 1.61/1.74/1.87 亿元，分别增长 7.6%/7.9%/7.6%。完全摊薄后 EPS 分别为 1.23/1.33/1.43 元。

考虑到公司作为中国民族洗护发领导集团，且未来在渠道、品牌推广、产品研发、行业整合方面将继续发力，有望通过不断提升行业综合竞争力而带来公司业绩稳定向好。在 A 股上市公司中遴选出洗护和化妆品行业上海家化、广州浪奇和青岛金王三家作为拉芳家化可比公司，依据主营业务相似、市值规模接近、行业地位相当、财务指标基本一致的标准，获取日化上市企业 PE 平均水平作为基准，并向相似度最高的上海家化进行估值修正。综合对比同行业 A 股可比公司状况，我们给予公司 2017 年合理估值区间 45-50 倍，对应公司合理价格区间为 55-62 元。

表 16：行业内相关公司市盈率对比

序号	股票代码	股票简称	现价	EPS (元)			PE		
			(2017.03.10)	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
1	600315.SH	上海家化	28.53	0.34	0.52	0.70	84	55	41
2	000523.SZ	广州浪奇	11.45	0.11	0.18	0.23	104	64	50
3	002094.SZ	青岛金王	27.59	0.46	1.12	1.13	60	25	24
平均值				0.30	0.61	0.69	83	48	38

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：上海家化为申万宏源预测，其余为 Wind 一致预测

表 17：公司营业收入拆分表

单位：百万元

		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
拉芳	营业收入	620	634	654	678	712	757
	YoY	26%	2%	3%	4%	5%	6%
	毛利率	50%	56%	56%	56%	57%	57%
	占主营收入比重	66%	64%	62%	60%	59%	59%
雨洁	营业收入	187	201	167	171	176	181
	YoY	2%	8%	-17%	2%	3%	3%
	毛利率	59%	60%	60%	60%	61%	61%
	占主营收入比重	20%	20%	16%	15%	15%	14%
美多丝	营业收入	54	95	158	205	235	259
	YoY	316%	77%	66%	30%	15%	10%
	毛利率	55%	59%	74%	75%	75%	75%
	占主营收入比重	6%	10%	15%	18%	20%	20%

	营业收入	70	53	69	76	82	87
其他	YoY		-24%	30%	10%	8%	6%
(圣峰、缤纯等)	毛利率	45%	51%	53%	50%	50%	50%
	占主营收入比重	7%	5%	7%	7%	7%	7%
主营业务收入合计		934	985	1,049	1,131	1,207	1,286
其他业务收入合计		0	0	0	0	0	0
营业收入合计		934	985	1,049	1,131	1,207	1,286
YoY		13.7%	5.5%	6.5%	7.8%	6.7%	6.6%
主营业务成本		464	434	428	455	476	507
其他业务成本		0	0	0	0	0	0
营业成本合计		464	434	428	455	476	507
综合毛利率		50.3%	55.9%	59.2%	59.8%	60.5%	60.6%

资料来源：申万宏源研究

表 18: 拉芳家化盈利预测表

单位：百万元，元

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	933	985	1,049	1,131	1,207	1,286
二、营业总成本	785	817	886	946	1,008	1,074
其中：营业成本	464	434	428	455	476	507
营业税金及附加	7	10	10	11	12	12
销售费用	269	318	384	415	448	476
管理费用	51	64	69	74	81	87
财务费用	(7)	(10)	(5)	(8)	(9)	(10)
资产减值损失	0	1	0	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	0	0	0
三、营业利润	149	167	164	184	198	212
加：营业外收入	3	1	11	5	5	7
减：营业外支出	2	0	1	0	0	0
四、利润总额	149	168	174	189	204	219
减：所得税	23	25	25	28	30	32
五、净利润	126	143	149	161	174	187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	126	143	149	161	174	187
六、基本每股收益	0.96	1.09	1.14	1.23	1.33	1.43
全面摊薄每股收益	0.96	1.09	1.14	1.23	1.33	1.43

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。