

茶花股份 (603615.SH) 塑料行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

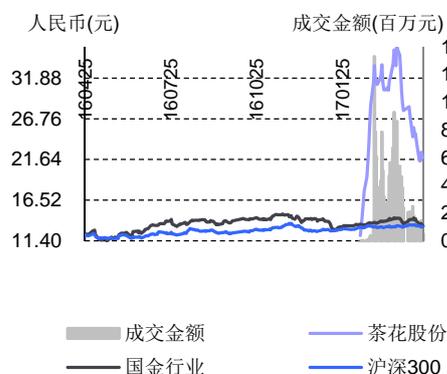
市场价格(人民币): 21.87元

塑料家居王者路, 婴童产品从头越

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	-
总市值(百万元)	3,936.60
年内股价最高最低(元)	35.81/12.05
沪深 300 指数	3466.79
上证指数	3173.15



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.50	0.51	0.42	0.59	0.84
每股净资产(元)	4.14	4.64	5.68	5.94	6.50
每股经营性现金流(元)	1.02	0.81	0.71	0.62	0.76
市盈率(倍)	NA	NA	52	37	26
行业优化市盈率(倍)	100	89	92	92	92
净利润增长率(%)	1.93%	1.43%	9.78%	39.97%	43.06%
净资产收益率(%)	12.11%	10.94%	7.36%	9.85%	12.88%
总股本(百万股)	180.00	180.00	240.00	240.00	240.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内日用塑料家居用品龙头企业:** 公司主要从事现代家居用品研发、生产和销售, 旗下拥有 5 大类 1,500 多种产品, 是中国塑料家居用品行业的龙头企业。
- **行业具备长期增长驱动因素, 本土中端品牌迎来发展契机。** 中国已超越美国成为世界最大的塑料制品生产国和消费国, 但从人均消费与塑钢比指标来看, 我国距发达国家水平仍有较大差距, 未来提升空间大。通过对国内高中低端品牌对比分析, 我们认为, 国内中端塑料家居用品企业在产品线、终端零售、产品质量和品牌等方面都具备独特优势。在居民收入提升、城镇化进程推进及消费升级等有利背景下, 本土中端品牌将获得极佳发展机会和较大市场空间。
- **国际经验一: 特百惠—强势营销及全产品线造就行业巨头。** 特百惠是全球著名日用家居用品品牌, 产品畅销全球 100 多个国家和地区。总结特百惠的成长之路, 我们认为: 1) 日用家居消费品类与居民日常生活息息相关, 因此良好的品牌形象永远是经营基础; 2) 拥有独特强势的营销渠道与策略是产品推向市场的关键; 3) 为了保持营收业绩持续向上, 公司要不断创新扩充产品线, 精细挖掘消费者潜在日常需求; 4) 明确的市场定位帮助公司有效响应消费者的心理与需求。
- **国际经验二: 乐扣乐扣—重点市场缩水羁绊整体业绩增长。** 乐扣乐扣是韩国最大的全球性塑料家居用品制造企业。得益于良好品牌形象的打造和新型销售渠道的拓展, 乐扣在中国市场上曾经大获成功。然而, 在中国宏观政策变化、互联网兴起及消费升级背景下, 乐扣未能及时调整和改善渠道与产品布局, 致使销售收入一再遭受重创。通过对乐扣的分析, 我们认为对塑料家居用品企业而言, 品牌是前期积淀, 渠道掌控力和广阔度为立命之本, 产品线丰富则是消费者产生粘性的关键。
- **茶花股份: 产品线全方位覆盖, 多元特色营销渠道确立长期竞争壁垒。** **产品端:** 公司产品覆盖范围广泛, 基本涵盖了居家生活的各个方面。拥有丰富的产品线不仅能够为公司实现多盈利点收入, 规模效应凸显, 同时也有助于培育消费者的品牌黏性, 使得公司在与国内外同业品牌竞争中立于优势之地。对比其他品牌, 公司产品的性价比优势明显, 符合国内居民消费偏好。未来, 公司将重点开发杯壶类产品和婴童用品等产品, 产品竞争力持续增强。

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiuisjia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

渠道端：公司采取省级专营经销为主，商超直营、电商等方式为辅的策略。省级专营经销在提升经销商销售公司产品积极性、提高客户的品牌忠诚度、统一定价机制等方面均具有显著优势。公司着力发展的“生活馆”模式能够有效提升流通效率，对于提升品牌影响力和向高端品牌渗透有着重要作用。同时，公司计划将继续纵深在电子商务方面的发展，加强电商交易管理，未来电商渠道销售或将成为公司另一大增长极。

- **IPO 全面提升竞争优势，中长期业绩估值双重提升可期。**公司近年产能利用率均在 90%以上，此次募投项目将有效扩大公司产能规模，提高公司生产弹性。除了公司本身塑料家居用品产能扩建，此次募投项目公司还将重点扩充婴童用品产品线产能。在婚育婴儿潮、二孩政策及消费升级多因素全面推动下，我国婴童用品市场需求存在巨大增长动力，通过此次对婴童用品最关键的两个产品—奶瓶、奶嘴的有效补充，公司有望利用在婴童用品端布局的先发优势实现收入规模的大幅提升。通过总结特百惠及乐扣乐扣的发展经验，公司具备多点成功因素，结合 IPO 项目对公司产能及研发实力的进一步增强扩充，公司未来长期成长空间巨大。

估值和投资建议

- 我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 为 0.42/0.59/0.84 元（三年 CAGR30%）。考虑到塑料家居用品，尤其婴童用品行业发展空间大，消费升级有利龙头企业提高市场份额，我们给予公司 2017 年 PE 为 65 倍，对应目标价 27.2 元/股，首次给予“买入”评级。

风险因素

- 原材料价格上涨风险；产品质量风险；新建项目建设或达产进度不达预期。

内容目录

估值及投资评级	6
公司概况：国内日用塑料家居用品龙头企业	7
行业具备长期增长驱动因素，中端品牌迎来发展良机	10
国内塑料制品业发展空间大，技术升级推动行业持续发展	10
行业整体集中度低，本土中端品牌具备优良发展契机	12
日用塑料家居用品行业具备多强劲驱动因素	14
国际经验一：特百惠—强势营销及全产品线造就行业巨头	16
特百惠：全球领先的日用家居龙头	16
发展历程：产品线延伸贯穿始终，全球范围扩张确立龙头地位	18
他山之石：多点营销策略及创新丰富的产品线为品牌成功之道	20
国际经验二：乐扣乐扣—重点市场缩水羁绊整体业绩增长	22
公司概况：韩国最大的全球性塑料家居用品制造企业	22
发展历程：品牌和产品久负盛名，但近年革新不足致重点市场销售缩水	22
茶花股份：特色营销+全产品线覆盖，IPO全面提升竞争优势	26
产品线全方位覆盖，IPO加码切入婴童产品领域	26
省级专营经销覆盖全国，“生活馆”模式有效提升流通效率	29
研发设计优势凸显，自动化生产技术升级将有效缓解人力成本	32
募投项目助力突破产能瓶颈，长期成长空间广阔	33
风险因素	34
原材料价格上涨风险	34
产品质量风险	34
专利诉讼风险	35
盈利预测	35
关键假设	35
盈利预测	35

图表目录

图表 1：可比公司估值情况	6
图表 2：茶花股份 2016 年主营收入分解	7
图表 3：茶花股份 2016 年营业利润分解	7
图表 4：茶花股份发展历程	8
图表 5：茶花股份股权结构	9
图表 6：茶花股份历史营运表现	9
图表 7：茶花股份近年盈利表现	9
图表 8：茶花股份毛利率保持攀升趋势	10
图表 9：茶花股份净利率略有下降但仍领跑可比公司	10
图表 10：我国历年塑料制品产量不断攀升	10

图表 11: 我国塑料制品产值世界第一 (亿美元)	10
图表 12: 塑料与陶瓷、不锈钢、木、竹等材料的家居用品性能对比	11
图表 13: 塑料制品主要应用领域占比	11
图表 14: 我国历年日用塑料制品产量及增速情况	11
图表 15: 中国塑料制品人均消费显著落后于发达国家 (美元)	12
图表 16: 中国塑钢比低于全球平均水平	12
图表 17: 日用塑料制品行业收入	13
图表 18: 日用塑料制品行业企业数量 (家)	13
图表 19: 我国日用塑料家居用品的市场格局	13
图表 20: 社会消费品零售总额增速保持在 10% 以上	14
图表 21: 我国城镇居民人均收入水平不断提升	14
图表 22: 未来十年我国中产阶级人数将达 5 亿	14
图表 23: 中国大众富裕阶层人数保持稳定增加	14
图表 24: 2015 年 BCG 波士顿咨询中国消费趋势报告	15
图表 25: 农村居民人均消费性支出金额持续增加	15
图表 26: 我国城镇化水平不断提高	15
图表 27: 2016 年我国母婴用品市场规模突破 2.7 万亿	16
图表 28: 出生率自 2016 年起恢复升势	16
图表 29: 特百惠部分产品图展示	16
图表 30: 特百惠全球性业务布局	17
图表 31: 特百惠收入及增长情况	18
图表 32: 特百惠净利润及增长情况	18
图表 33: 特百惠盈利能力呈攀升态势	18
图表 34: 特百惠资产总额及负债情况	18
图表 35: 20 世纪 50 年代 Wise 通过家庭聚会推广产品	19
图表 36: 特百惠 1992-2006 年发展战略演变	20
图表 37: 特百惠新兴市场业务占比提升显著	20
图表 38: 特百惠历年设计产品演变	20
图表 39: 特百惠在全球多个国家建立了现代化工厂	21
图表 40: 特百惠各阶段股价变动分析	22
图表 41: 乐扣乐扣主营业务收入情况	22
图表 42: 乐扣乐扣净利润情况	22
图表 43: 乐扣乐扣海外工厂布局	23
图表 44: 乐扣乐扣在中国市场的销售收入	23
图表 45: 中国市场是乐扣乐扣核心销售区域	23
图表 46: 2011 年乐扣乐扣各销售渠道收入占比 (%)	24
图表 47: 乐扣乐扣中国地区电购物售渠道收入	24
图表 48: “八项规定” 影响乐扣乐扣企业客户收入	25
图表 49: 乐扣乐扣中国区销售收入持续下滑	25

图表 50: 中国网络零售成交额	25
图表 51: 乐扣乐扣中国的实体销售渠道店面数量 (家)	25
图表 52: 中国市场互联网销售收入占比显著提升	26
图表 53: 乐扣乐扣东南亚市场收入保持增长	26
图表 54: 茶花股份部分系列产品图展示	27
图表 55: 茶花股份产品对比市场其他品牌优势明显	28
图表 56: 茶花股份未来产品线培育规划	28
图表 57: 未来国内奶瓶市场规模测算	29
图表 58: 国内奶瓶行业市场规模及增速	29
图表 59: 茶花股份省级专营经销商已覆盖除西藏、台湾之外全部省份	30
图表 60: 省级专营经销商与传统经销商的对比	30
图表 61: 茶花股份与沃尔玛和永辉超市签订的供货协议	31
图表 62: 茶花股份产品通路与传统产品通路对比	32
图表 63: “茶花”家居生活馆	32
图表 64: 电子商务成为茶花股份第三道销售渠道	32
图表 65: 茶花股份电子商务业务保持良好发展	32
图表 66: 茶花股份“潜水艇”式研发设计流程	33
图表 67: 自动化水平提升有效降低人工成本占比	33
图表 68: 茶花股份近年经营效率显著提升	33
图表 69: 茶花股份近年产能及利用率情况	34
图表 70: 茶花股份 IPO 募投项目概况	34
图表 71: 茶花股份盈利预测	35

估值及投资评级

- **首次覆盖给予“买入”评级。**公司的核心业务是塑料家居用品的研发、生产和销售，IPO募投项目将大幅扩充产能并且补强婴童用品业务。A股中没有与公司主业完全相同的上市公司，我们认为其估值应该参考日用品、教玩具、家具以及婴童日用品等业务相关上市公司，我们选取了金发拉比、哈尔斯、海伦钢琴、珠江钢琴、邦宝益智、高乐股份、索菲亚、欧派家居和好莱客作为公司估值参考。可比公司2017-2019年预测PE中值分别为76/65/48倍。我们预测公司2017-2019年完全摊薄后EPS为0.42/0.59/0.84元（三年CAGR30%）。考虑到塑料家居用品，尤其婴童用品行业发展空间大，消费升级有利龙头企业提高市场份额，我们给予公司2017年PE为65倍，对应目标价27.2元/股，首次给予“买入”评级。

图表 1: 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)	
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E				
002762	金发拉比	30.38	61.46	0.36	0.40	0.44	0.00	84	76	68	NA	4.1	NA	(0.8)	
002615	哈尔斯	15.14	41.42	0.48	0.68	0.85	0.90	32	22	18	17	4.7	23.3	1.4	
300329	海伦钢琴	12.46	31.31	0.13	0.15	0.17	0.20	94	82	72	61	0.0	NA	6.2	
002678	珠江钢琴	13.67	130.69	0.16	0.18	0.21	0.00	85	74	65	NA	6.7	NA	(0.9)	
603398	邦宝益智	34.82	73.54	0.38	0.41	0.57	0.72	92	86	61	48	11.8	24.0	3.8	
002348	高乐股份	7.22	68.39	0.04	0.08	0.09	0.00	161	92	78	NA	2.8	NA	(1.6)	
002572	索菲亚	73.83	340.88	1.48	1.94	2.63	3.59	50	38	28	21	13.8	34.4	1.4	
603833	欧派家居	106.02	440.08	2.54	3.01	3.87	0.00	42	35	27	NA	0.0	NA	(0.4)	
603898	好莱客	37.20	111.56	0.86	1.15	1.55	2.04	43	32	24	18	10.7	33.4	1.3	
平均															
中值									76	60	49	33	6.1	28.8	1.2
603615	茶花股份							84	76	65	48	4.7	23.6	1.4	

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 市盈率以2017年4月21日收盘价计算

公司概况：国内日用塑料家居用品龙头企业

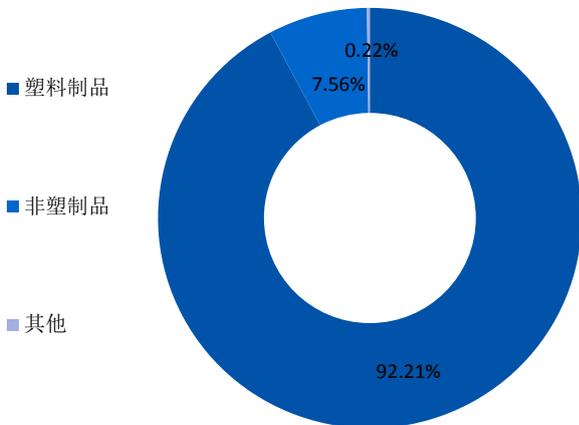
公司沿革：茶花现代家居用品股份有限公司成立于1997年，专业从事现代家居用品研发、生产和销售，是中国塑料家居用品行业的龙头企业。公司旗下拥有5大类、1,500多种产品，基本涵盖家居生活的各个方面，形成“一站式”采购模式。公司“茶花”商标于2002年被评为福建省著名品牌，2010年被评为中国驰名商标。

管理层简介：公司现任董事长兼总经理为陈葵生，出生于1966年，曾任福州远洋塑料用品有限公司副总经理、福建茶花塑料家居用品有限公司董事长、总经理，首届福州市晋安区优秀青年企业家，中国塑料家居用品行业诚信联盟理事会副主席，曾荣获中国塑料家居用品行业贡献奖。现任公司董事长、总经理，全资子公司茶花塑料家居用品（连江）有限公司董事长、总经理，福州世纪远洋包装材料有限公司董事。

股权结构：公司总股本为2.4亿股，陈氏家族持有公司68.81%股份，其中陈冠宇、陈葵生、陈明生、林世福和陈福生分别持有公司28.27%、14.96%、13.46%、6.73%和5.39%的股份，为公司共同实际控制人。陈葵生、陈明生和陈福生系兄弟关系，陈冠宇系上述三人之侄儿，林世福系上述三人姐（妹）之配偶。

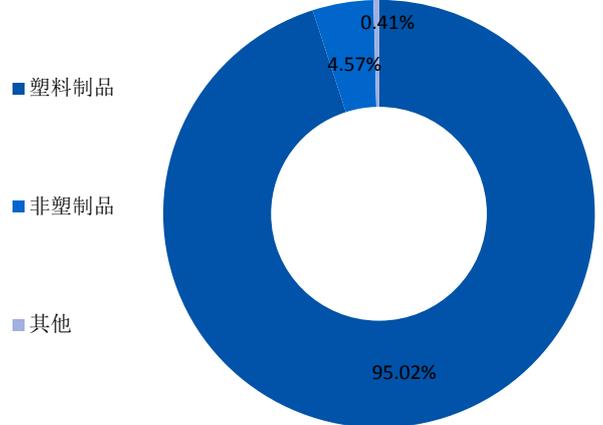
融资历史与大小非情况：公司于2017年2月13日在上海证券交易所IPO上市，发行新股6,000万股，发行价8.37元/股，发行后总股本为2.4亿股。

图表 2：茶花股份 2016 年主营收入分解



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：茶花股份 2016 年营业利润分解



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司成立于1997年，前身为福建远洋塑料用品有限公司，2008年，公司引入职业团队，开启现代规范化企业发展之路。2010年，“茶花”商标获中国驰名商标。2013年公司完成股份制改革，更名为茶花现代家居用品股份有限公司。2015年，公司总部工厂第一批自动化产线上马，开启公司智能工业时代；同年，公司举行全国新品发布会，“茶花易洁系列扫把畚斗套装”荣获中国设计红星奖委员会颁发的“2015中国设计红星奖”。2016年，“条纹凳”再次荣获中国设计红星奖委员会颁发的“2016中国设计红星奖”。回顾公司发展历程，无论在内部管理、品牌影响力，还是在产品制造和设计等方面，公司都具备突出优势，是国内塑料家居用品行业的领军企业。

图表 4: 茶花股份发展历程

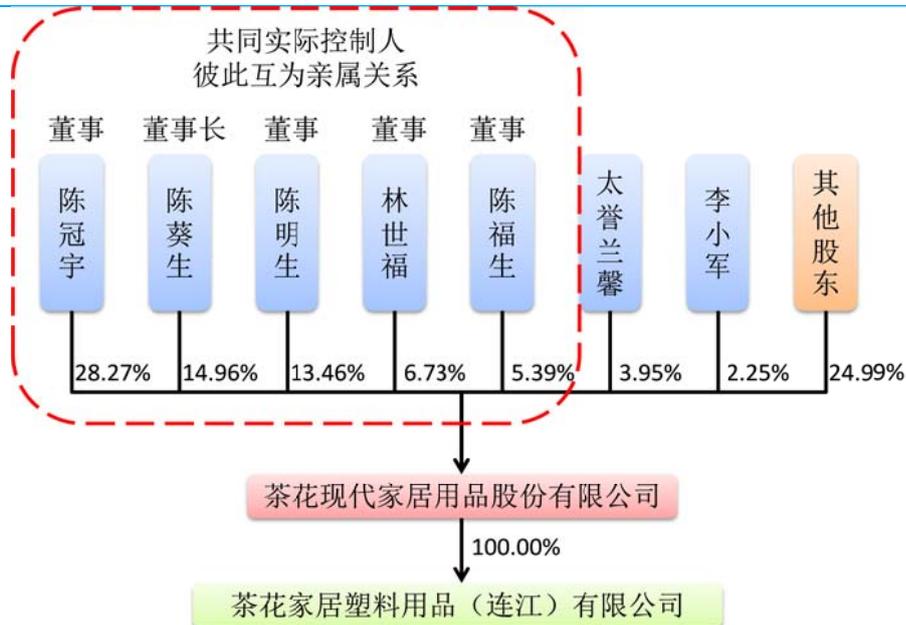


来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **公司股权结构清晰且高度集中。**2017年2月13日,公司在上海证券交易所IPO上市。本次发行完成后,公司总股本达到2.4亿股,陈冠宇、陈葵生、陈明生、林世福和陈福生分别持有公司28.27%、14.96%、13.46%、6.73%和5.39%的股份,为公司共同实际控制人。从持股比例上看,陈氏

家族持有 65%以上的股份，对公司拥有绝对控制权，公司运营决策具备极高执行力。

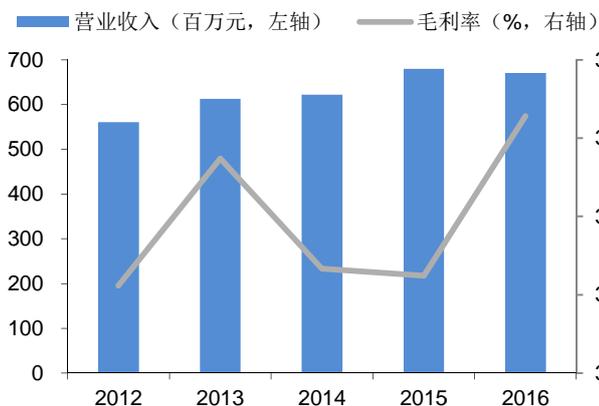
图表 5: 茶花股份股权结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

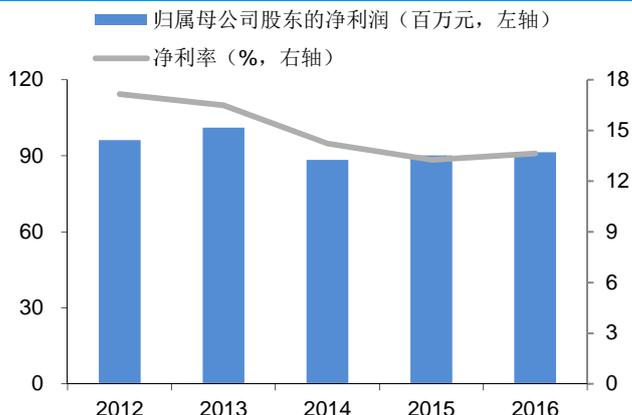
- 产品让利降价，收入略减，前期渠道投入的积极影响正逐步显现。2014 年年底开始，受国际原油价格下滑影响，PP 等主要原材料市场价格下降，公司抓住有利时机，对产品销售价格进行结构性调整，加大产品促销力度，2015 年业绩取得良好增长。2016 年，公司主营业务收入为 6.7 亿元，增速为-1.38%，基本与 2015 年持平。这主要系由于 2016 年公司塑料制品平均销售价格较 2015 年下降了 2.9ptc.（2015 年平均售价为 2.39 万元/吨，2016 年平均售价为 2.32 万元/吨）。2011 年第四季度以来，零售行业面临消费疲软和电商分流等负面因素冲击，行业增长中枢不断下行。而借助与商超密切的长期合作关系，公司加快了茶花生活馆的布局建设，为今后的销售增长做好铺垫。同时，2012 年公司组建了一支精干的电商团队，大力发展电商业务，正在逐步取得良好成效。

图表 6: 茶花股份历史营运表现



来源：wind，国金证券研究所

图表 7: 茶花股份近年盈利表现

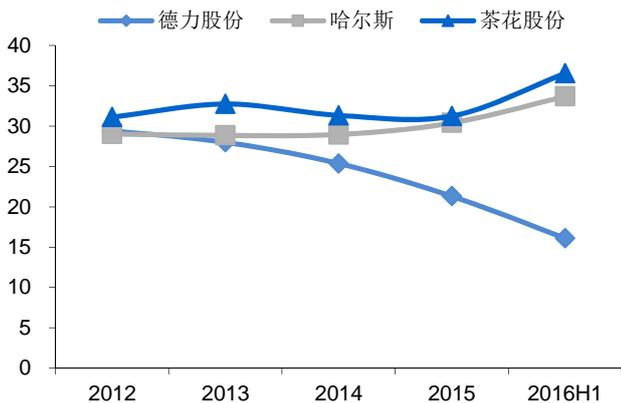


来源：wind，国金证券研究所

- 生产自动化等多方面提升整体毛利，盈利能力表现突出。2016 年，公司平均毛利率和净利率分别为 31.94% 和 14.95%，皆处在相对较高水平。2013-2015 年，由于公司将产能向连江子公司转移，使得人工成本等相关成本费用增加，导致核心产品毛利率下降，影响整体毛利率水平。其中，公

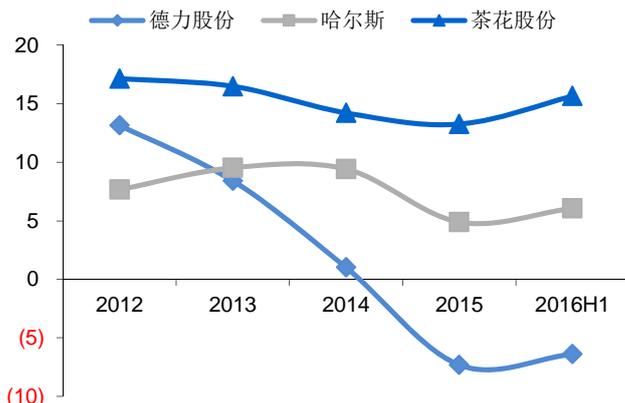
司两大核心高毛利产品食品容器和收纳产品，期间毛利率分别下降了0.36/7.29pct。另一方面，期间PP价格持续下行，公司材料端成本缩减明显，因此公司通过降价让利消费者，部分产品价格降幅甚至超过成本降幅，对影响整体毛利水平也有一定的影响。2015年之后，通过加大工厂自动化建设，同时加强人工和材料等成本的控制，公司在不提升销售价格的前提下推高了整体毛利率水平。目前A股市场中仅有公司一家塑料家居制品上市企业，因此我们选取了玻璃器皿制造企业德力股份和真空器皿制造企业哈尔斯与公司进行对比。公司无论是在毛利率还是净利率方面，都显著领先其他两家企业，具备业内突出的盈利能力。

图表 8: 茶花股份毛利率保持攀升趋势



来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 茶花股份净利率略有下降但仍领跑可比公司



来源: wind, 国金证券研究所

行业具备长期增长驱动因素，中端品牌迎来发展良机

国内塑料制品业发展空间大，技术升级推动行业持续发展

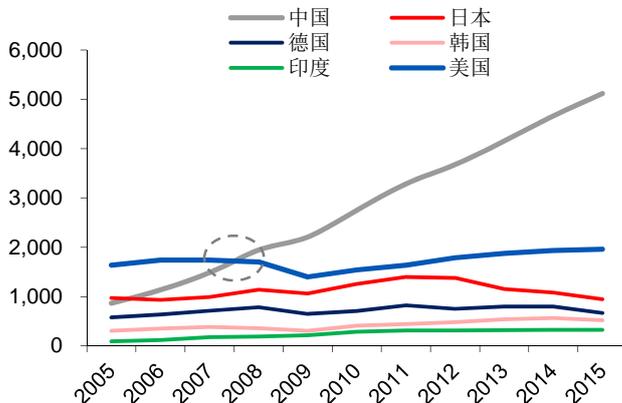
- 塑料，是以高分子化合物合成树脂为主要组分，加入适当填料和其他添加剂，经加工成型的塑性材料或固化交联形成的刚性材料。塑料由于具有廉价、质轻、绝缘、不腐和不锈等诸多优点，已成为与钢铁、水泥、木材并驾齐驱的基础材料产业，目前塑料在全球的应用范围甚至超出其他三种基础材料。改革开放以后，我国塑料工业发展迅速。2016年，我国塑料加工业总产量已达到7,717万吨，我国已超越美国成为世界最大的塑料制品生产国和消费国。

图表 10: 我国历年塑料制品产量不断攀升



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 11: 我国塑料制品产值世界第一(亿美元)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

- 日用塑料制品由于花色种类繁多、轻捷方便以及卫生舒适等优点，已经成为人们日常生活中的必需品，成为整个塑料制品行业中占据的重要分支。近年来，随着我国经济不断发展，城镇化进程的加速推进，居民生活水平提高且对家居日用品需求和品质要求增加，有力推动了我国日用塑料制品

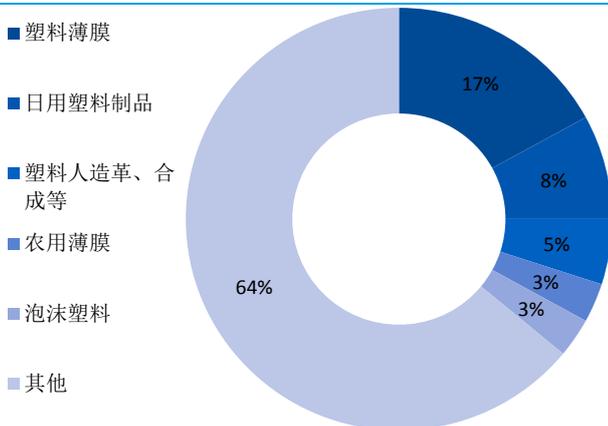
的产业化进程。我国日用塑料制品产量也已于 2006 年的 195.53 万吨提升至 2016 年的 634.30 万吨，年复合增长率约 7.7%。

图表 12: 塑料与陶瓷、不锈钢、木、竹等材料的家居用品性能对比

材质	耐用性	美观度	防水性	轻便性	导热性	性价比	绝缘性
塑料	耐冲击性好、 具有较好的透 明性和耐磨耗 性	易于成型、着 色，成品色彩 丰富、器型多 样	不易腐蚀	质轻不易碎， 易携带和使用	不易导热	价格适中，性 价比高	绝缘
陶瓷	不易磨损、易 碎	颜色、形状多 样化	不易腐蚀	质重，不易携 带	易导热	价格较高	绝缘
不锈钢	不易磨损	颜色单一	遇水易生锈	金属制品，质 重	易导热	价格较高	易导电
木、竹制品	易磨损	颜色易脱落、 形状单一	易腐蚀	轻便性适中	不易导热	价格适中，但 不耐用，性价 比较低	绝缘

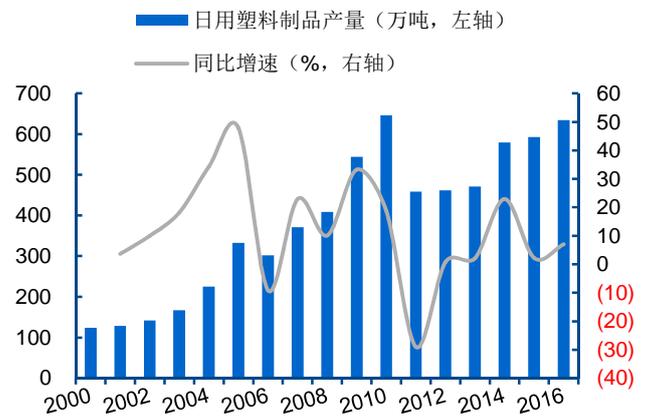
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 13: 塑料制品主要应用领域占比



来源：www.zhaosuliao.com，国金证券研究所

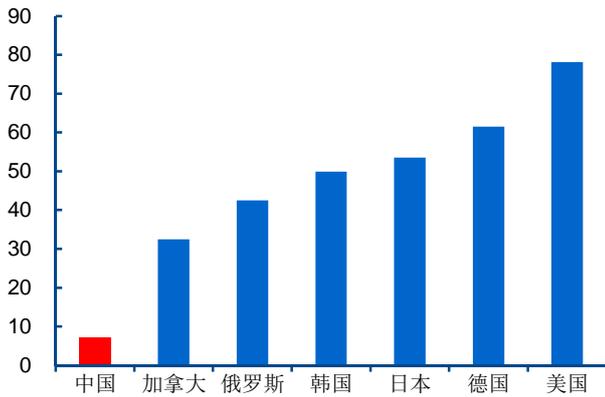
图表 14: 我国历年日用塑料制品产量及增速情况



来源：国家统计局，国金证券研究所

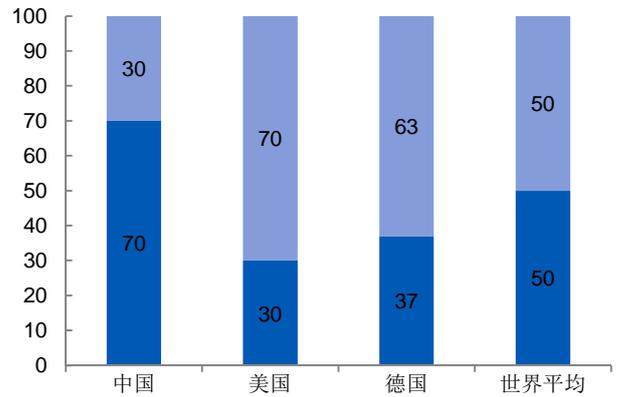
- 对比发达国家，我国人均塑料消费量仍较低，未来提升空间大。虽然我国早在 2008 年左右就已超越美国成为全球塑料制品工业产值规模最大的国家，但从人均消费角度来看，我国相较发达国家仍有较大差距。目前美国人均塑料产品消费为 78 美元，日本为 54 美元，而我国仅为 7.2 美元，远低于美国等发达国家水平。另外，从塑钢比指标来看，德国在经济发展中的塑料和钢铁应用比例为 63:37，美国为 70:30，世界平均水平也达到 50:50，而我国由于改性塑料行业起步较晚，受生产技术所限，国产改性塑料在精密制造业应用比例较低，只有约 30:70，塑料制品行业在我国仍有巨大发展潜力。

图表 15: 中国塑料制品人均消费显著落后于发达国家 (美元)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 16: 中国塑钢比低于全球平均水平



来源: 《福建轻纺》杂志 2016.07, 国金证券研究所

- 环保、高性能塑料推动行业升级。**长期以来,我国日用塑料制品行业发展水平较为落后的原因一方面在于塑料制品使用性能没有得到有效提升,相当一部分家居日用品仍需要以陶瓷和不锈钢等为制作原材料,另一方面在于塑料制品尤其是对于日用塑料制品的环保安全性能仍是消费者考量因素之一。我们认为,从整个行业技术升级趋势来看,目前市场中高性能塑料产品比例相较过去已有很大提升,尤其对于塑料产品来说,改性塑料是典型的技术升级方向,未来高性能塑料产品也将成为市场的主流产品。另外,近年来,国家对于塑料制品的环保性能要求也在不断提高,目前塑料制品行业在产品的整体环保属性上已达到了预期目标,部分产品也已具备了可降解的属性,未来随着行业不断发展,预计日用塑料制品的环保属性将更加突出,环保属性也将成为塑料制品行业的重要发展标准。因此总结来看,我们认为,当下虽然我国整体塑料制品行业体量巨大,但无论从人均消费量提升空间还是从技术持续升级角度来看,未来我国塑料制品行业仍有很大发展提升空间,对应的日用塑料制品行业也将在消费升级的推动下获得更大发展空间。

行业整体集中度低,本土中端品牌具备优良发展契机

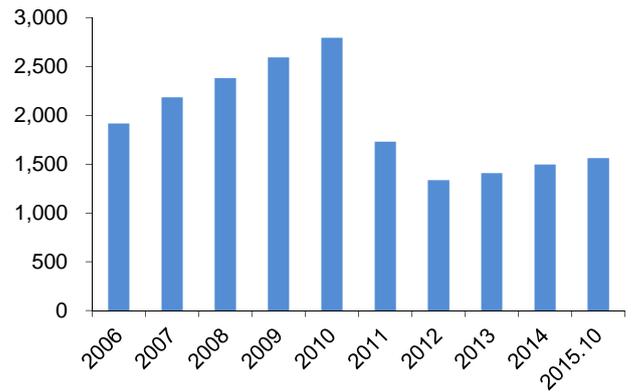
- 行业集中度低,未来本土品牌将持续崛起。**2005-2015年,我国日用塑料制品行业主营业务收入复合增长达到 10.49%,2015年主营总收入达到 1,750.57 亿元,行业整体处在平稳发展期。另外,相较过去,虽然我国规模以上日用塑料制品企业总数已经明显减少,但是仍超过 1,500 家。在终端消费环节,消费者面临多种品牌和产品的选择空间,相对较低的行业进入门槛导致了目前塑料制品行业集中度仍然较低。我们通过对高、中、低端三类产品进行分析发现,国内中端塑料家居用品企业在产品线、终端零售、产品质量和品牌等方面都具备特有优势,高端海外品牌市场份额已经面临中端本土品牌的有力冲击,而消费升级浪潮下低端品牌同样增长乏力,中端本土品牌正在巩固将获得极佳的发展机会和较大市场空间。

图表 17: 日用塑料制品行业收入



来源: wind, 中国塑料工业年鉴, 国金证券研究所

图表 18: 日用塑料制品行业企业数量 (家)



来源: wind, 国金证券研究所

- 高端品牌:** 此类型产品零售价格较高。主要针对国内高收入消费群体。高收入人群拥有较高生活品质追求, 对于各类产品的消费具有极强品牌意识, 对价格敏感度较低。目前来看, 国内高端塑料家居用品整体市场规模较小, 且主要市场份额被海外品牌占据。在产品销售品种方面, 以“乐扣乐扣”为代表的海外品牌, 将保鲜盒和水杯等高附加值的食品容器作为核心销售产品。不过, 由于海外高端品牌的生产成本和营销费用较高, 造成高端产品的产品线较短, 延伸难度较大。
- 中端品牌:** 该类产品具备较高的性价比, 定位广大中等消费群体, 整体市场规模显著大于高端产品。现阶段国内中端产品厂商主要是本土企业。由于市场容量大、参与品牌众多, 导致该部分市场竞争激烈, 行业集中度较低。与高端海外品牌相比, 国内品牌产品线普遍较长, 对家居生活的各个领域基本都有涉及。未来伴随居民收入的增加, 中端消费群体消费能力将得到提升, 整体人数也将扩大, 国内品牌的市场需求将得到进一步释放。与此同时, 不少国内品牌正在积极加大对生产设备、生产控制 and 产品设计等方面的投入, 不断优化升级现有产品线, 提升产品品质扩大性价比优势, 逐步涉足高端产品的设计与生产。
- 低端品牌:** 该类型产品主要针对低收入人群和农村市场, 销售渠道以农贸市场和集市为主。产品品种单一, 且没有品质保障。受制于生产企业的经营规模、资金资源和流通成本, 低端产品既不具备品牌影响力, 也无法实现全国性营销。区域性销售和价格战成为该类产品制造企业的主要竞争手段。

图表 19: 我国日用塑料家居用品的市场格局

产品类型	特点	市场竞争情况	代表品牌
高端产品	市场体量较小、销售价格高、海外品牌为主、产品线较短	主要被海外品牌占据, 市场集中度较高	特百惠、乐扣乐扣
中端产品	市场容量较大、产品性价比高、产品线长、未来发展空间大	参与品牌多、市场竞争激烈、行业集中度较低	茶花、振兴、禧天龙等
低端产品	以农贸市场和集市为主要销售渠道、产品单一、无品质保障、无品牌影响力	该部分市场多被小企业占据, 市场集中度低	无代表性品牌

来源: 国金证券研究所整理

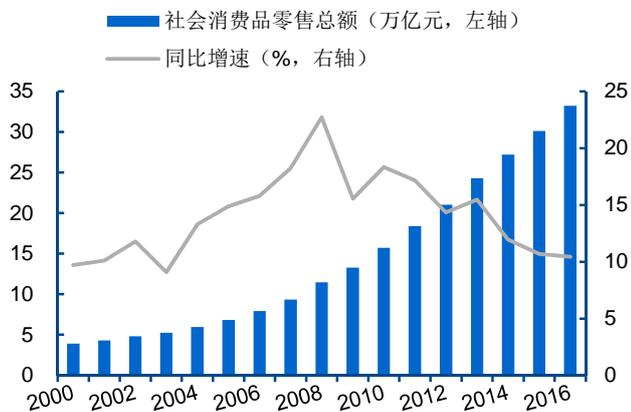
- 优势国产品牌有望胜出。** 一方面, 目前国内高端塑料家居用品虽被国外品牌占据, 但海外品牌存在生产成本和营销费用高以及产品线短等劣势, 产品性价比较国内品牌相对较低, 且国内品牌已开始升级优化产品线, 涉足高端产品领域。因此, 我们认为, 未来国外企业依托品牌优势在高端产品领域所建立的优势, 将会面临国内品牌性价比优势的冲击。另一方面, 由于消费升级使得消费者对于家居产品的品牌、设计、品质和环保等属性的关注度提升, 未来欠缺品牌和品质保障的低端产品将会面临出清, 而国内

具备较强产品研发能力和品牌影响力的大中型企业将会占据有利的发展先机，不断扩大市场份额，行业集中度也将显著提升。

日用塑料家居用品行业具备多强劲驱动因素

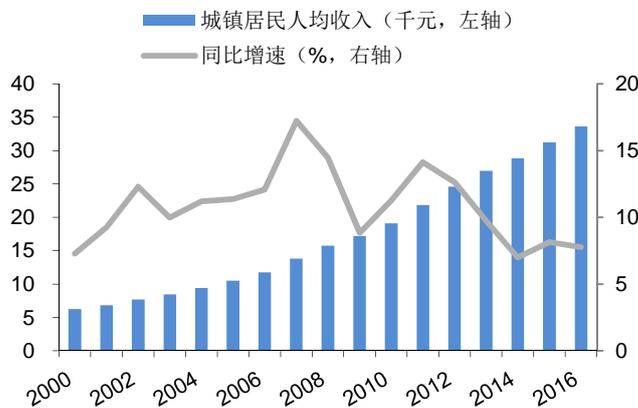
- **居民收入水平提高及中产阶级崛起共同保障行业中长期增长。**2016年，我国社会消费品零售总额达到33.23万亿元，同比增速为10.43%，国内消费品零售仍具备较高景气度。根据商务部发布的《做好“十三五”时期消费促进工作的指导意见》来看，预计到2020年，国内社会消费品零售总额将达到48万亿元左右，未来五年内将实现7.63%的复合增长。此外，2016年，我国城镇居民人均收入达到3.36万元，同比增速为7.76%。未来伴随居民收入继续增加，社会消费需求也将得到有力保障。作为中端塑料家居用品的主要消费人群，中产阶级在2016年达到的3.4亿人，根据国务院发展研究中心的预测，未来十年我国中产阶级总人数将达到5亿人，中产阶级的崛起也正对应着未来中端塑料家居用品的巨大市场空间。另一方面，2015年我国大众富裕阶层总人数已达到1,528万人，同比增速为10.17%。该部分人群对高端塑料家居用品有消费意愿，对于现阶段已经开始布局或涉足高端产品领域的国内品牌，将会在今后的市场竞争中获得先发优势。

图表 20: 社会消费品零售总额增速保持在 10% 以上



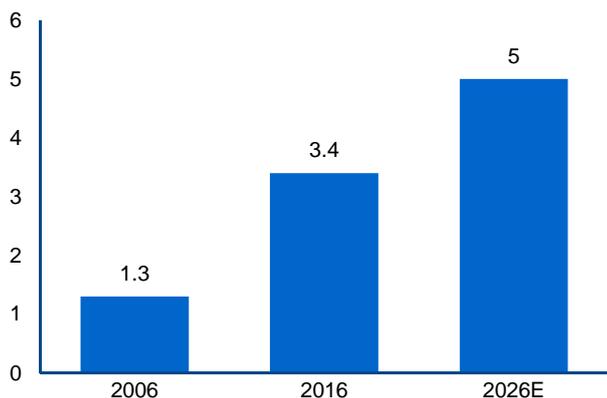
来源: wind, 国金证券研究所

图表 21: 我国城镇居民人均收入水平不断提升



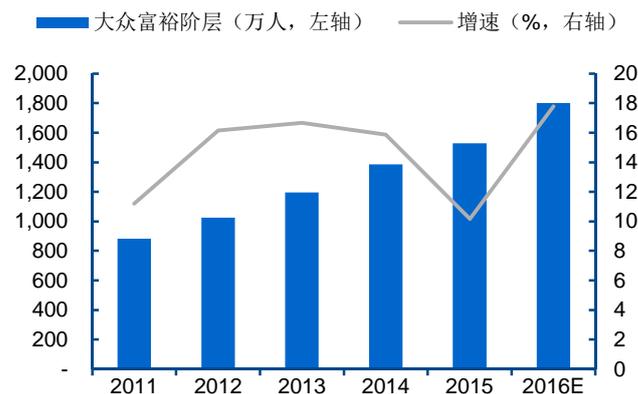
来源: wind, 国金证券研究所

图表 22: 未来十年我国中产阶级人数将达 5 亿



来源: Global Demographics&国务院发展研究中心, 国金证券研究所

图表 23: 中国大众富裕阶层人数保持稳定增加

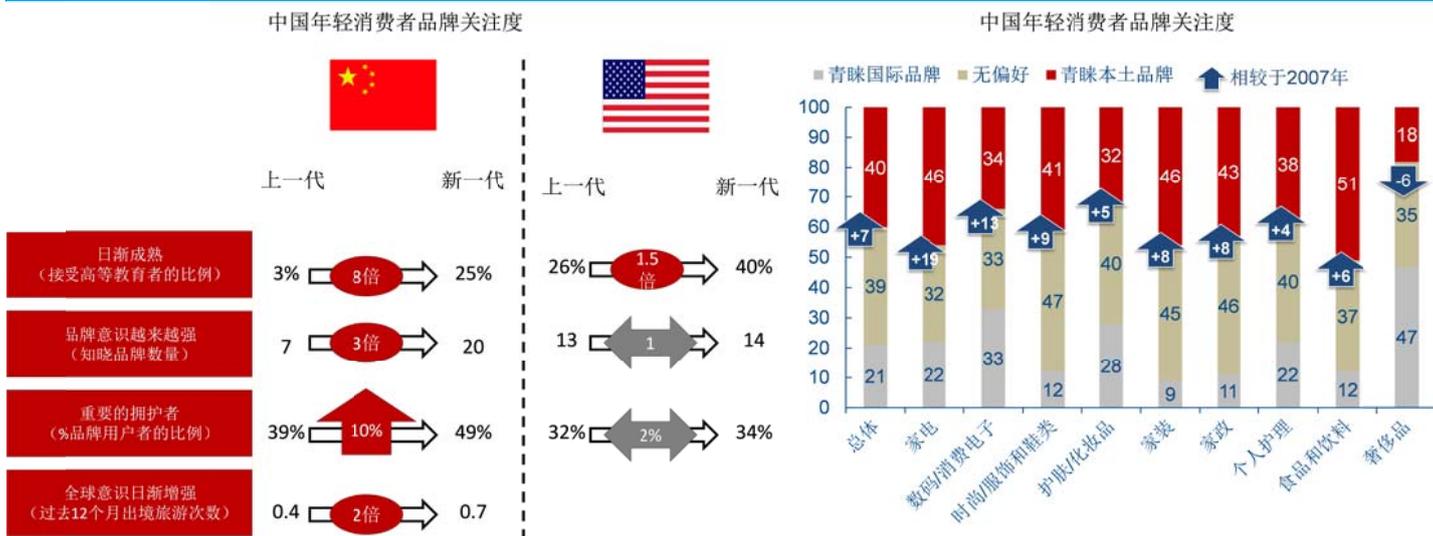


来源: 福布斯, 国金证券研究所

- **新世代消费者品牌意识强，品牌企业受益明显。**在消费升级的大背景之下，80、90 后消费者已然崛起成为国内家居用品消费的主力人群。由于新一代消费者对于家居生活品质有着较高追求，家居用品的设计感和功能性将成为消费者判断产品好坏和是否购买的重要标准，家居用品的淘汰率较从前将明显提升。因此，塑料家居用品企业是否拥有能及时响应市场需求变化的设计团队，是企业长远发展的关键因素之一。另一方面，我们认为，

品牌作为企业生存经营的重要壁垒之一，也是消费者在产品选购过程中对同类产品取舍的重要影响因素。根据 2015 年 BCG 波士顿咨询中国消费趋势报告数据显示，较之上一代消费者，新一代消费者的品牌意识明显加强，品牌粘性提升 10%。在家装家居方面，新一代消费者的品牌青睐度，较 2007 年提升 11%，其中本土品牌青睐度提升 8%。因此，我们认为只有具备良好品牌效应和产品口碑效应的日用塑料家居用品企业，才能在行业竞争中脱颖而出，确保企业获得业绩长期有效的成长。

图表 24: 2015 年 BCG 波士顿咨询中国消费趋势报告



来源: BCG, 国金证券研究所

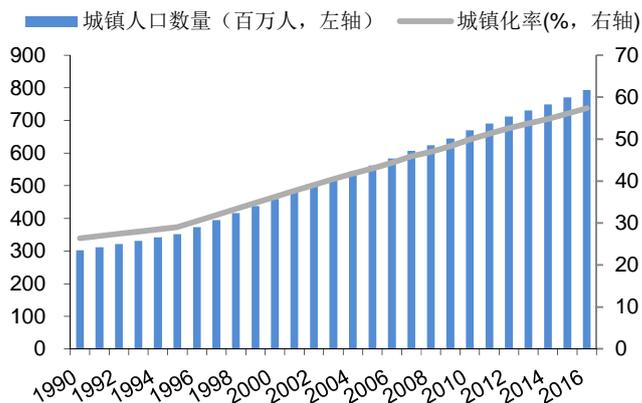
■ 城镇化+扩大农村消费将进一步扩容行业市场需求。目前我国城镇化率为 57.35%，根据“十三五规划纲要”，到 2020 年我国目标实现城镇化率为 60%。伴随我国城镇化的持续推进，塑料家居用品也将迎来消费量和消费档次的同时升级，行业需求将进一步扩容。其次，纲要提出“提升供给质量，改善消费环境，创造消费需求和挖掘农村消费潜力”的要求。现阶段我国农村人均消费支出正持续增加，2016 年已达到 10,130 元，农村居民的生活水平的不断提高同样有利于具备消费属性的塑料家居用品在农村市场的需求释放。

图表 25: 农村居民人均消费性支出金额持续增加



来源: wind, 《国民经济和社会发展统计公报》, 国金证券研究所

图表 26: 我国城镇化水平不断提高



来源: wind, 国金证券研究所

■ “全面二胎”婴儿潮来袭，塑料母婴用品或成行业最具增长动力的细分领域。我国于上世纪 80 年代开始实施“计划生育”，该政策实施 30 余年后，导致“4+2+1”成为城市家庭主导的家庭结构。在这种家庭结构下，孩子一出生就拥有两代人的财富积累可以支配，成为婴童消费发展的加速器，婴童消费远远超过成人消费市场的增长速度和潜力。2015 年，我国母婴用

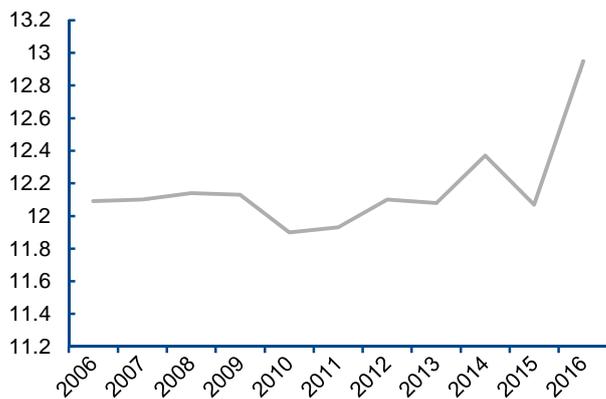
品的整体交易规模达到 19,166 亿元，增速为 15.90%。而伴随 2016 年国家实施“全面二孩”政策，到 2016 年末国内母婴用品的整体交易规模已达 27,982 亿元，增速为 46.00%，行业实现跨越式增长。2016 年我国新生儿总数为 1,846 万人，较“十二五”期间年平均水平增加了 200 万人，出生率达到 12.95%，同为近年最高值。我们结合卫计委“全面二孩”后每年新增 250 万新生儿的预测保守估算，到 2020 年我国新生儿总数将超过 2,800 万人，对应母婴用品的市场交易规模约为 32,000 亿元左右，年平均增速为 12.41%。

图表 27: 2016 年我国母婴用品市场规模突破 2.7 万亿



来源: 速途研究院, 国金证券研究所测算

图表 28: 出生率自 2016 年起恢复升势



来源: wind, 国金证券研究所

国际经验一: 特百惠—强势营销及全产品线造就行业巨头

特百惠: 全球领先的日用家居龙头

- 特百惠 (Tupperware Brands Corp.) 是全球著名日用家居用品品牌，总部设在美国佛罗里达州奥兰多市，成立至今已超过 70 年。公司致力于设计实用与美观相结合的优质产品，先后推出 8,000 余种产品，产品线主要包括食物保鲜、制备、烹饪、储藏、盛餐、清洁及婴童护理等系列的产品。近年来，公司还将产品线延伸至个人洗护用品、化妆品、厕用品以及珠宝首饰等领域。公司在全球拥有 70 多家分公司，同时在 15 个国家设立了生产基地，产品畅销全球 100 多个国家和地区。公司于 1995 年进入中国市场，并在广州设有现代化工厂，公司目前在中国已拥有数千家专卖店/专柜。2015 年，特百惠品牌已连续第八年被《财富》杂志评选为“家居类全球最受尊敬公司”。

图表 29: 特百惠部分产品图展示



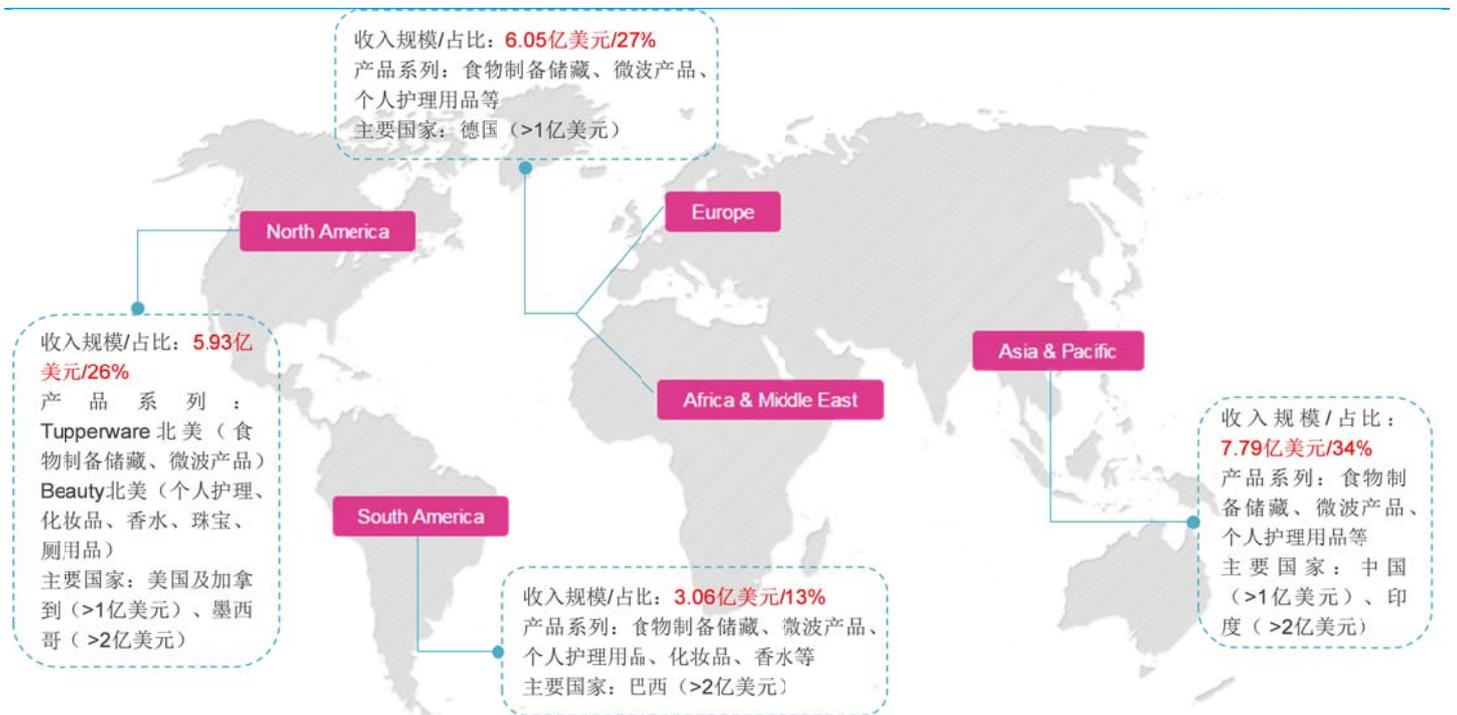
其他系列



来源：公司公告，国金证券研究所

- **从公司分地区模块收入结构来看：**公司收入主要分为五大模块，即亚太地区、欧洲地区（具体包括欧洲、非洲、中东）、Tupperware 北美、Beauty 北美以及南美地区，2015 年，各部分地区模块占比分别为 34%/27%/15%/11%/13%。公司从 2000 年前后便已大举进攻包括印度和中国等在内的新兴市场，新兴市场收入占比也从 2005 年的 50% 提升至 2015 年的 66%，鉴于新兴市场中产消费阶层群体的崛起以及占全世界 85% 的人口容量，公司仍在加强该部分市场的业务拓展，未来新兴市场占比或将仍有一定提升。

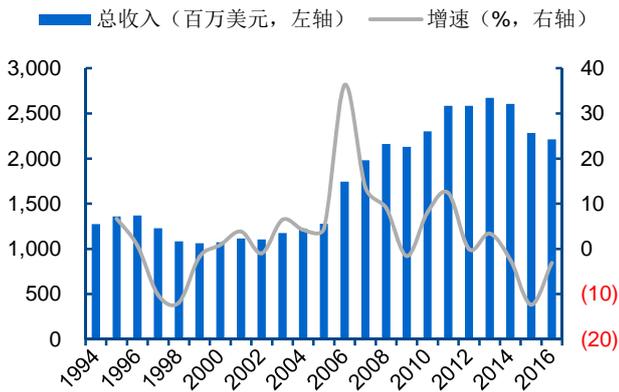
图表 30：特百惠全球性业务布局



来源：www.tupperware.com，国金证券研究所

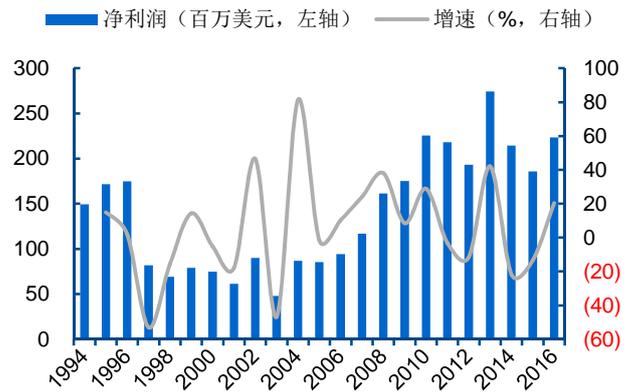
- **财务简况：**收入、利润各年变动幅度较大，盈利能力整体呈攀升态势。2016 年特百惠实现总收入及净利润分别为 22.13/2.24 亿美元，整体上看，虽然公司营收与净利规模处于提升状态，然而各年增速变动较大，这主要与公司发展经营战略演变有着直接关系。而从公司毛利率及净利率等盈利能力指标来看，公司毛利率水平一直较高，且整体仍处于攀升态势，这主要与公司不断推出新品、产品附加值不断提升有关。另外，公司目前资产负债率为 87%，公司负债水平较高，因而对应的财务费用比例也较高。

图表 31: 特百惠收入及增长情况



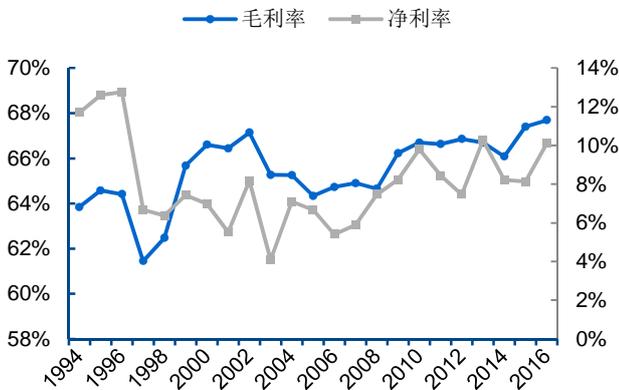
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 32: 特百惠净利润及增长情况



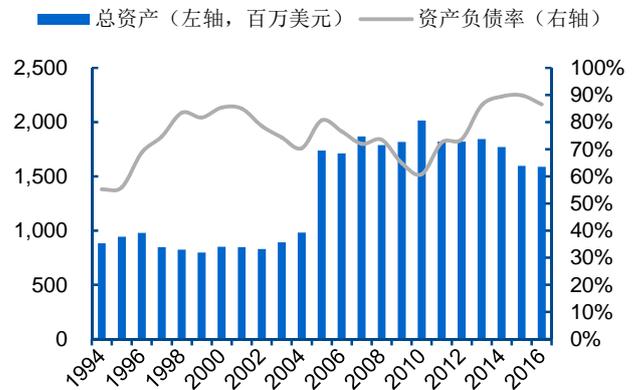
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 33: 特百惠盈利能力呈攀升态势



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 34: 特百惠资产总额及负债情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

发展历程: 产品线延伸贯穿始终, 全球范围扩张确立龙头地位

- **初创及早期发展, 理家会模式奠定直销基础: 20 世纪 40 年代-20 世纪 70 年代。**特百惠历史最早可追溯到 1942 年, 公司创始人 Earl Tupper 通过实验发明出强度持久并且健康安全的塑料食物储藏容器。之后 1946 年, Tupper 创立了特百惠公司, 并开始在中大规模生产投放这一类食物储存容器。但由于消费者对这类塑料容器的认识及接受度不够, 因此公司在创立后营收业绩一直不佳。直到 1951 年, Tupper 雇佣了单亲妈妈 Brownie Wise, Wise 提出了一种理家会 (Home Party) 的直销模式, 即公司通过雇佣大量家庭主妇, 让她们在与亲戚、朋友聚会中展示并使用产品, 这样便使得公司产品能够有效传播至主要消费群体。得益于直销模式的有效推广, 特百惠销售额在之后 3 年内增长了 25 倍, 到了 20 世纪 50 年代末, 特百惠已经成为美国家喻户晓的品牌。1958 年, Wise 从公司辞职, 同时 Tupper 也将公司出售给 Rexall Drug, 在之后的 10 多年中, 公司仍实现了快速成长发展, 期间公司每 5 年就实现收入与盈利翻番, 同时公司还将市场拓展至美国本土之外, 国际销售也成为了公司收入中的重要部分。

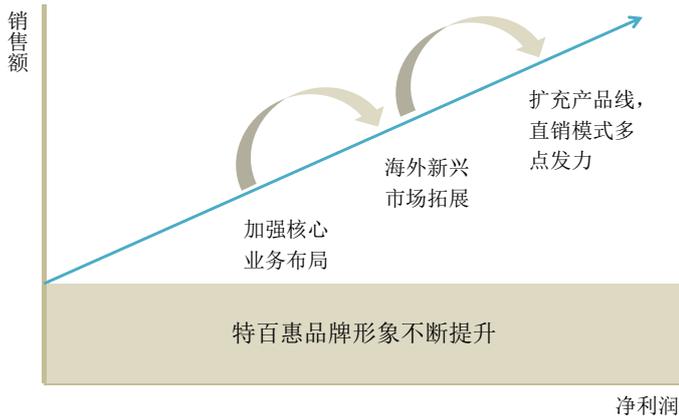
图表 35: 20 世纪 50 年代 Wise 通过家庭聚会推广产品



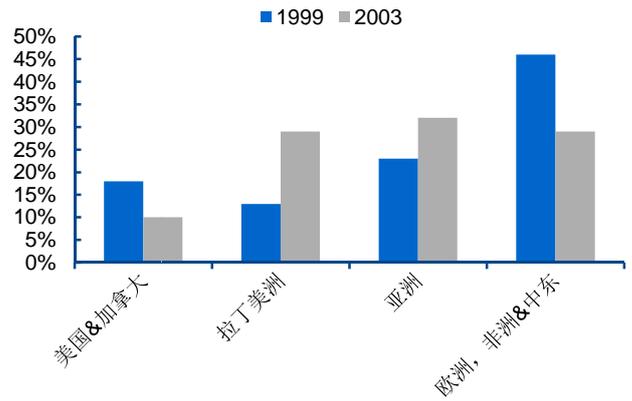
来源: www.nypost.com, 国金证券研究所

- **变革调整期，国际业务发力：20 世纪 80 年代初-20 世纪 90 年代。**特百惠在 1976 年销售额已达到 5 亿美元，之后一直处于缓慢增长阶段。而从 1983 年开始，公司销售额与业绩均出现了严重下滑，主要原因包括市场竞争加剧以及经济复苏导致女性兼职员工的流失。1984 年，公司营业额从 8.27 亿美元降至 7.77 亿美元，同时利润也下降了 27% 至 1.39 亿美元。在此形势下，公司引入了新的管理层，公司的变革调整战略还包括加强营销人员的培训，增加家庭聚会的举办频次，并在全国范围内分发宣传册及投放电视广告，增加品牌曝光度，另外为了加强物流配送效率，公司还建立多个新仓库及大型分拣中心，公司 Ultra 品牌系列也在此时期顺势推出。在一系列的刺激改革动作之下，1987 年开始，公司收入与业绩也开始重拾增长。90 年代初，公司国际业务销售也开始发力，1992 年，国际业务收入占比已过半。1994 年至 1996 年期间，公司在国际业务上继续加大拓展，期间推出百款新品，同时针对不同国家文化习俗及生活习惯，公司还推出特制产品线，到 1996 年，特百惠国际业务收入占比已高达 85%。
- **独立运作期，产品线大幅扩充：1996 年-2005 年。**1996 年，特百惠从母公司剥离，Rick Goings 担任董事长及 CEO，公司开始独立经营。同年，特百惠在纽交所上市。上市后的两年内，公司整体表现并不如预期，主要一方面是由于国内劳动力流失，另一方面介于受日本市场拖累。2000 年开始，公司再次重新发力，持续扩充产品线，厨具、厨房小用具、婴童产品及个人护理系列在此期间也大获市场欢迎。国际市场上，为了进一步迎合当地居民使用习惯，公司在日本、中国等主要海外市场新建厂房，全球产品线加速扩充。2005 年，公司更名为特百惠集团，同时公司以 5.6 亿美元收购了 Sara Lee 的美护用品产品线及其直销团队，此次收购之后，美护产品也成为公司重要盈利增长点。

图表 36: 特百惠 1992-2006 年发展战略演变



图表 37: 特百惠新兴市场业务占比提升显著



来源: 特百惠公告, 国金证券研究所

来源: 特百惠公告, 国金证券研究所

- 持续发展期, 全球龙头地位巩固: 2006 年-至今。** 06-10 年期间, 得益于美容和个人护理产品业务及新兴市场需求的持续爆发, 公司营收与净利润在此期间实现了较快增长。2010 年开始, 公司主要从三方面巩固全球龙头地位: 首先, 公司继续加速中国、印度等新兴市场业务拓展, 也正是基于公司全球性业务布局, 期间即便在欧美国家内需不振的情况下, 公司仍然实现了业务规模正增长; 此外, 公司加强了特百惠全球直销队伍建设, 包括全球销售人员数量扩充及全球范围内的营销、管理培训, 2012 年底, 公司已在全球拥有 280 万直销人员; 除了以上两点, 公司从创立初始, 就一直致力于全球消费者潜在需求挖掘, 并根据不同消费需求设计相应产品, 目前公司已推出 8000 余种产品, 囊括不同产品系列及子品牌, 成为遍及全球 100 多个国家和地区的日用家居龙头品牌。

图表 38: 特百惠历年设计产品演变



来源: 国金证券研究所

他山之石: 多点营销策略及创新丰富的产品线为品牌成功之道

- 总体而言,** 虽然公司历年收入与股价都有不少波动, 但作为目前全球日用家居顶级供应商, 特百惠的发展历程对国内企业有不少值得借鉴之处。我们认为, 特百惠的成功主要来源于以下几点:

- 1) **全球范围内强大的品牌影响力：**经过 70 多年的发展，特百惠已经发展成为全球著名的家居用品品牌。从产品角度看，特百惠产品拥有精美多彩的外观设计与涉及广泛的实用性能，品牌在全球范围内已形成良好的粉丝效应；从社会价值角度看，特百惠从创立初始即本着为全球妇女提供发展机会并鼓励其经济独立的文化使命，同时特百惠总裁 Rick Goings 也任职美国儿童群益会的名誉主席。另外，特百惠品牌也已连续八年被《财富》杂志评选为“家居类全球最受尊敬公司”，公司品牌实力得到了社会的广泛认可。
- 2) **独特的体验服务式营销：**特百惠的产品销售从一开始便一直采用“直面用户”的直销模式，目前公司的直销模式也大致是延伸于公司初创时期的理家会销售模式，即公司通过直接接触用户，在细致介绍产品的同时也为消费者提供更加周到的服务。另外，特百惠的店铺多选在客流量大的大型商场入口处，显眼的位置、独特的商品布置及陈列、亲切周到的销售人员的现场解说和食品制作演示，以及自己制作的食品饮料免费品尝等，均提升了客户的体验感受。特百惠的理家会和会员制度也拉近了产品与顾客的距离，增加了彼此接触的机会，为持续营销打下了很好的基础。
- 3) **不断创新延伸的产品线：**特百惠最初主要生产制造食物储藏容器，后经时代的变迁、消费者观念改变以及全球性扩张战略，公司产品线不断延伸，目前公司产品品类已达 8,000 余种，涵盖食物保鲜储藏、锅具刀具、微波用具、茶杯洗具、清洁用品、婴童用品、化妆品及个人美护用品等多个系列。此外，为迎合全球不同地区消费者的风俗及生活习惯，公司还针对性地在全球 15 个国家设立分厂，开发出多元化的产品，如韩国的泡菜盒、日本的精米机和便当饭盒等。不断创新丰富的产品线充分保障了消费者的消费粘性及潜在需求挖掘，从而实现了品牌价值的持续提升。

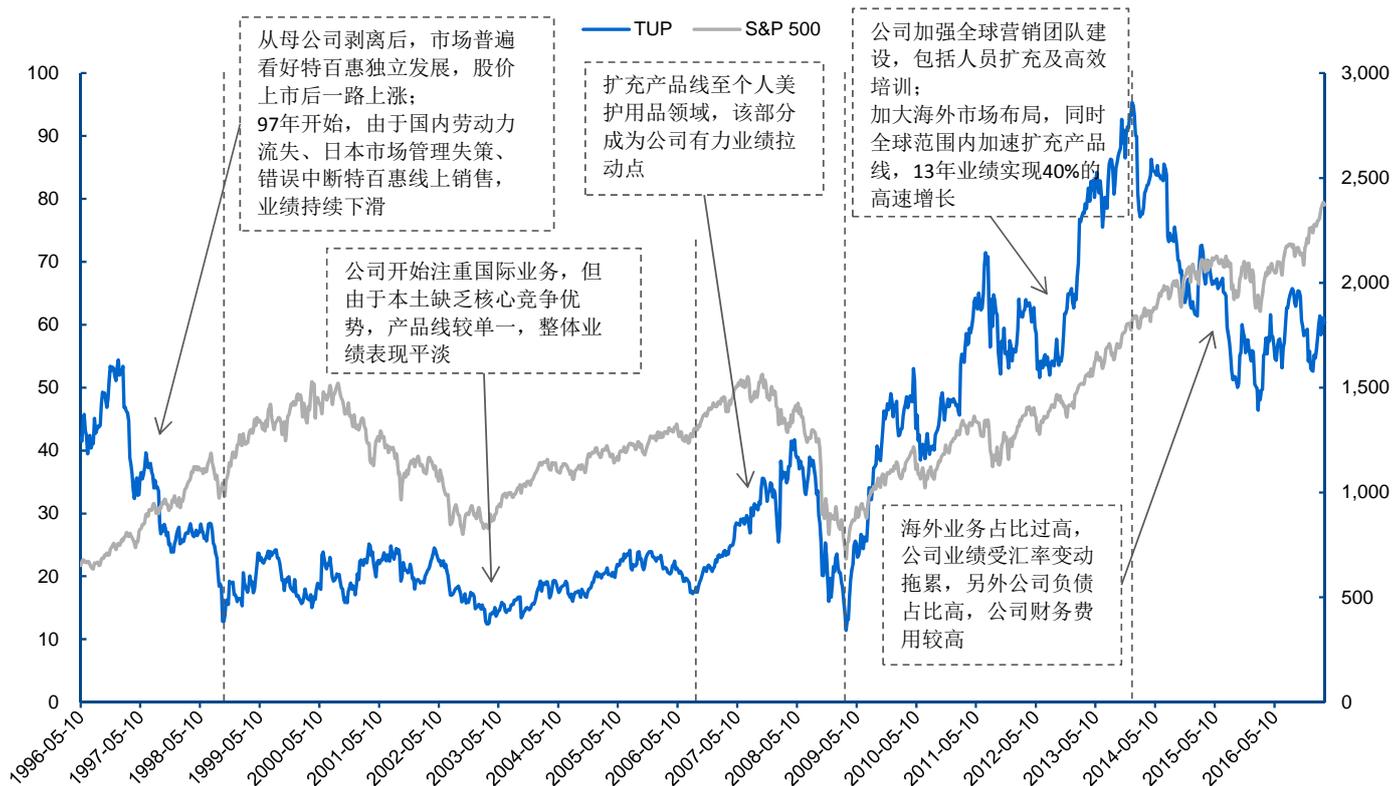
图表 39: 特百惠在全球多个国家建立了现代化工厂



来源：国金证券研究所

- 从特百惠的股价走势来看，自 1996 年上市以来，在公司不同年份的经营策略影响下，股价表现波动明显。总体而言，1) 对于日用家居这一消费品类来说，由于其与居民日常生活息息相关，因此良好的品牌形象永远是经营基础；2) 拥有独特强势的营销渠道与策略是产品推向市场的关键，优良的服务体验同样是保持消费粘性的关键；3) 为了保持营收业绩持续向上，公司要不断创新扩充产品线，精细挖掘消费者潜在日常需求；4) 明确的市场定位可助力公司有效迎合消费者心理与需求。

图表 40: 特百惠各阶段股价变动分析



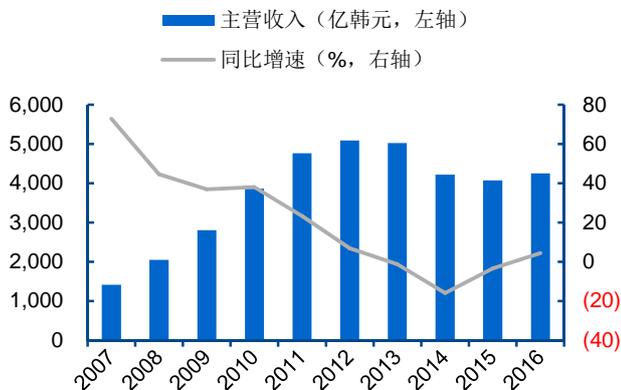
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

国际经验二: 乐扣乐扣—重点市场缩水羁绊整体业绩增长

公司概况: 韩国最大的全球性塑料家居用品制造企业

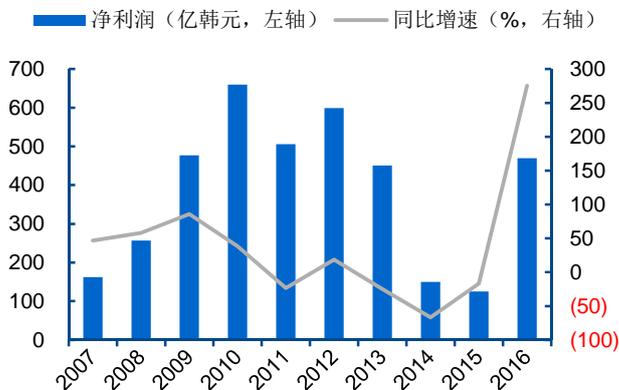
- 乐扣乐扣前身为 1978 年成立于韩国的 Kukjin Distribution Co.公司, 历经近 40 年的发展, 公司已经发展成为一家全球性的专业生产新概念密封容器的企业。近年公司坚持多元化材料研发和使用, 积极扩大产品种类, 增加家居覆盖范围。2016 年公司实现主营收入 4,251 亿韩元 (约合 25.62 亿人民币), 同比增速为 4.42%, 实现净利润为 469.69 亿韩元 (约合 2.86 亿人民币), 同比增速为 275.05%。

图表 41: 乐扣乐扣主营业务收入情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 42: 乐扣乐扣净利润情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

发展历程: 品牌和产品久负盛名, 但近年革新不足致重点市场销售缩水

- **初创和探索阶段（1978-2003）：完成品牌整合，拳头产品正式确立。**公司前身为 1978 年成立与韩国的 Kukjin Distribution Co.公司，前期主要从事进口贸易业务。1985 年公司与日本 Kukje Hwakong 合作成立海纳开碧公司，开始进行家庭用品制造业务。到 1997 年，海纳开碧已经拥有 600 多款产品。但由于亚洲金融危机爆发，公司产品销售业绩始终表现平平。为了保障公司能够持续发展，创始人金俊一认为必须开发出一款能够一炮打响的拳头产品。经过市场调研，公司最终将保鲜盒作为发展的核心产品，并将其他产品全部砍掉。1997 年公司首款四面锁定保鲜盒面世，1998 年公司再推新型保鲜盒并将品牌定为“乐扣乐扣”。2002 年，公司更名为“乐扣乐扣”。
- **海外扩展阶段（2004-2011）：借韩流之势海外扩张，中国成为第一大市场。**公司于 2004 年在中国上海设立营销办事处，并在威海建设第一家海外工厂，迈出了走向国际化的第一步。而在这一阶段公司加速海外布局，分别在中国和越南各新增两家工厂。同时，公司也制定了以中国和韩国工厂辐射东亚、中亚以及欧洲市场，越南工厂辐射东南亚市场的海外推进战略。目前来看，公司产品已远销全球 119 个国家和地区，在海外设立了 11 家销售办事处，以及 5 家生产工厂。

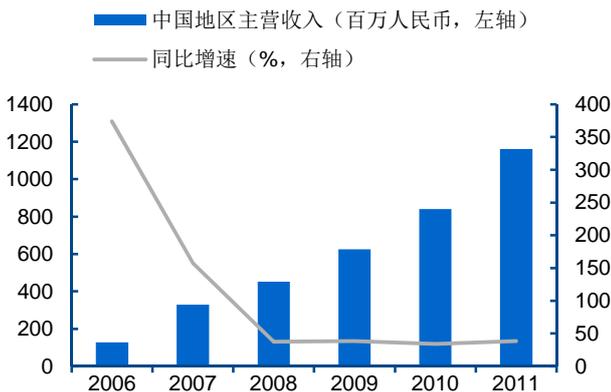
图表 43：乐扣乐扣海外工厂布局

工厂	建成时间	主要产品	面积（平米）	产能（万件）
中国威海工厂	2004	塑料制品	72,638	10,500
中国甬山	2006	水杯等	73,333	7,800
中国苏州工厂	2007	水杯、塑料制品	96,513	12,800
越南东奈工厂	2007	塑料制品	46,566	12,424.6
越南头顿（玻璃）工厂	2012	玻璃制品	60,000	1,680
越南头顿（厨具）工厂	2012	厨具	35,000	583.1

来源：www.locknlock.com，国金证券研究所整理

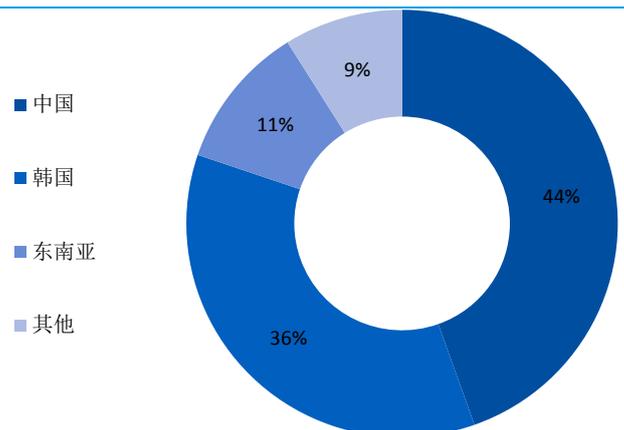
- **韩流、“家电下乡”和新颖销售模式，助公司立足中国市场。**2011 年，公司在中国市场实现销售收入 2,142.51 亿韩元（约合 13.11 亿人民币），同比增速为 45.98%，中国市场收入占比达到 45%，超过本土市场，成为公司销售的核心市场。

图表 44：乐扣乐扣在中国市场的销售收入



来源：www.locknlock.com&Bloomberg，国金证券研究所

图表 45：中国市场是乐扣乐扣核心销售区域



来源：www.locknlock.com，国金证券研究所

- **乐扣乐扣在中国市场立足的原因，我们认为主要有三点：1）紧抓韩流趋势立品牌。**2004 年电视剧《大长今》在韩热播，并迅速席卷中国和东南亚等地区。韩流的快速扩散，促使韩国商品出口显著提升。而公司立马抓住这一机会，借韩流之势初入中国市场。公司邀请《大长今》中厨艺名师韩尚宫的扮演者梁美京，为主打产品保鲜盒代言。凭借电视剧的广泛影响力，公司得以打响品牌知名度，并且依靠突出的产品质量在消费者中建立了良好的口碑。2）“家电下乡”增销量。公司进入中国初期主打产品为保鲜盒，而此类产品与冰箱销售数量有着较为

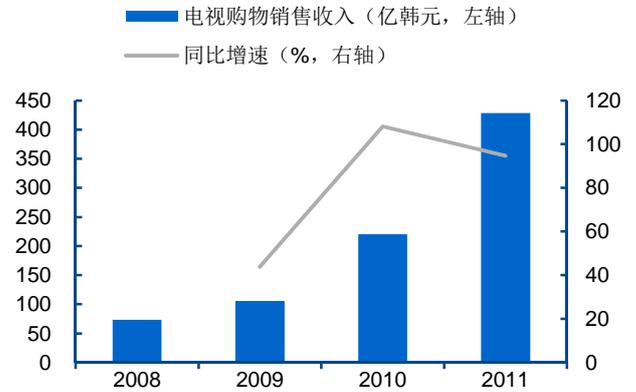
紧密的联系。2007年，中国农村居民每百户拥有冰箱数量为26.12台。2008年，国务院出台了“家电下乡”政策，鼓励农村居民购买彩电、冰箱等家电产品，并按产品售价13%给予补贴。2009年，国务院出台“家电以旧换新”政策。在政策的引导之下，农村居民百户拥有冰箱的数量从2008年开始接连攀升，到2012年达到67.32台每百户。与此同时，全国冰箱销量也开始水涨船高，为公司在中国的销售扩大了市场需求，促使销售收入稳步增长。**3) 在中国市场复制电视购物销售模式。**海外扩张的初期，公司品牌知名度和品牌影响力较低。因此，公司主要通过和企业客户合作，借助大额订单进行销售渠道的拓展。到2011年，公司在中国企业客户收入，在该地区收入占比为26%，收入金额分别为557.05亿韩元（约合3.41亿人民币）。此外，公司也借着上海东方卫视成立电视购物频道的契机，在中国开始复制此前在韩国获得成功的电视购物模式。2008年，公司在中国的电视购物渠道收入占比仅为9%，到2011年已经达到20%，收入从2008年的73.58亿韩元（约合4,501万人民币）增长至2011年的428.5亿韩元（约合3.67亿人民币），实现复合增长55.35%。**企业客户和电视购物的收入占到中国区总收入的46%，公司对这两类渠道存在高依赖性。**

图表 46: 2011 年乐扣乐扣各销售渠道收入占比 (%)

	韩国	中国	东南亚
企业客户	13	26	40
电视购物	37	20	3
大型商超	25	16	18
零售	15	16	12
品牌店	6	10	26
互联网	4	12	1

来源: www.locknlock.com & Bloomberg, 国金证券研究所

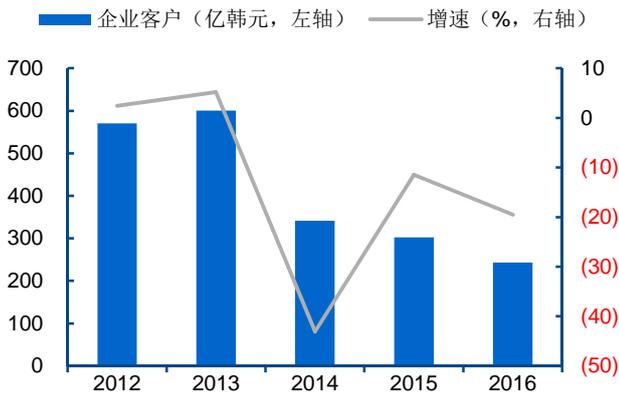
图表 47: 乐扣乐扣中国地区电购物售渠道收入



来源: www.locknlock.com & Bloomberg, 国金证券研究所

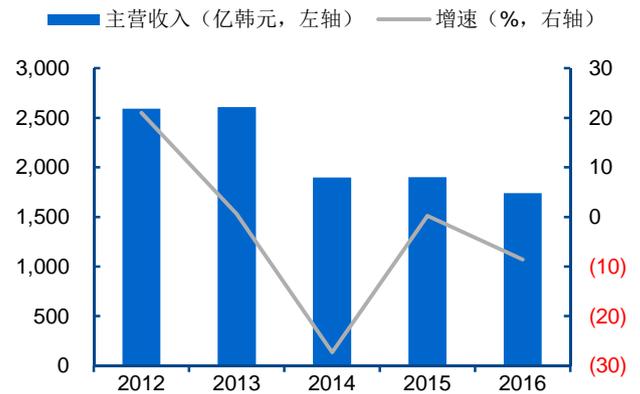
- **业绩下滑阶段 (2012-至今): 变革滞后, 中国市场缩水重创公司业绩。** 经历2012年的主营收入巅峰之后, 公司进入了销售下滑的阶段, 2015年公司营业收入4,071亿韩元(约合24.88亿人民币)为近5年最低值。**中国市场销售规模的缩水, 是造成公司收入下滑的主要原因**, 而塑化剂事件、“八项规定”、网购兴起和产品多样性确实, 则是中国市场缩水的核心诱因。
 - **“塑化剂”短期造恐慌。** 2013年3月, 香港消协的月刊杂志《选择》发文, 称测试了25款标注为可在微波炉中加热使用的塑料饭盒。其中, 从7款样本的盒盖或盒身上检出四种塑化剂成分, “LOCK&LOCK”、“JCJ”等5款样本各检出两种塑化剂。虽然事后公司官方做出回应, 表明旗下产品符合国家相关标准。同时, 香港消协也表示被检出的塑化剂含量均低于欧洲标准规定, 未超出标准限值。但从**2013年上半年中国大型商超收入下滑8.53%**来看, 塑化剂事件在短期内依旧让消费者产生恐慌影响了公司的产品销售。
 - **“八项规定”冲击企业客户, 加速中国区业绩下滑。** 2012年12月, 中央政治局会议确定了“关于改进工作作风密切联系群众的八项规定”。规定要求“厉行勤俭节约, 严格遵守廉洁从政, 限制礼品消费”。企业客户作为公司在中国市场的核心客户群体, 一般将采购公司产品作为礼品进行赠送, 而“八项规定”的出台致使礼品需求大减, 企业客户收入持续受挫。**2016年, 公司中国区企业客户收入243.39亿韩元(约合1.49亿人民币), 同比下滑19.48%, 直接导致中国区整体营收下滑8.55%。**

图表 48: “八项规定”影响乐扣乐扣企业客户收入



来源: Bloomberg & www.locknlock.com, 国金证券研究所

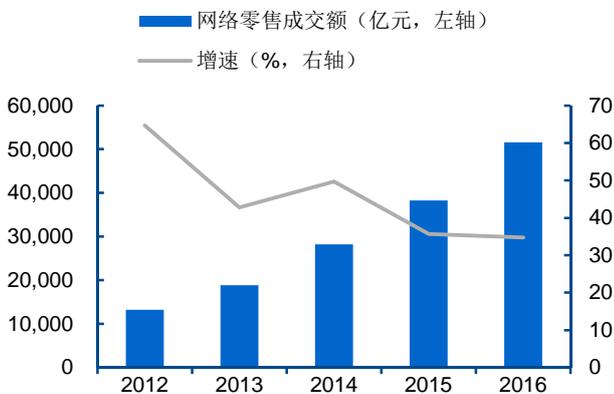
图表 49: 乐扣乐扣中国区销售收入持续下滑



来源: Bloomberg & www.locknlock.com, 国金证券研究所

- **网购快速兴起冲击乐扣乐扣实体销售模式。**近年, 网购在中国快速兴起, 根据最新统计数据显示, 2012-2016 年中国网络零售交易额实现 31.34% 的复合增长, 2016 年交易额达到 5.16 万人民币, 同比增长 26.2%。而在网购迅猛发展的过程中, 对公司主营贡献超过 30% 的两大实体销售渠道, 大型商超和零售却遭到了巨大的冲击。2012 年开始, 公司两大实体销售渠道收入持续下降。到 2014 年, 公司大型商超收入为 208.7 亿韩元 (约合 1.28 亿人民币), 同比下滑 46.67%, 零售收入为 379.45 亿韩元 (约合 2.33 亿人民币), 同比下降 9.1%。除了实体销售渠道收入的持续下滑之外, 公司在实体销售网点数量方面也明显缩水。其中, 超市和小型商超网点数量下降最为明显, 到 2014 年前三季度公司在中国拥有该类型网点 3,140 家, 与 2012 年相比下降 34.16%。

图表 50: 中国网络零售成交额



来源: 《2015 年度中国网络零售市场数据监测报告》& 商务部, 国金证券研究所

图表 51: 乐扣乐扣中国的实体销售渠道店面数量 (家)

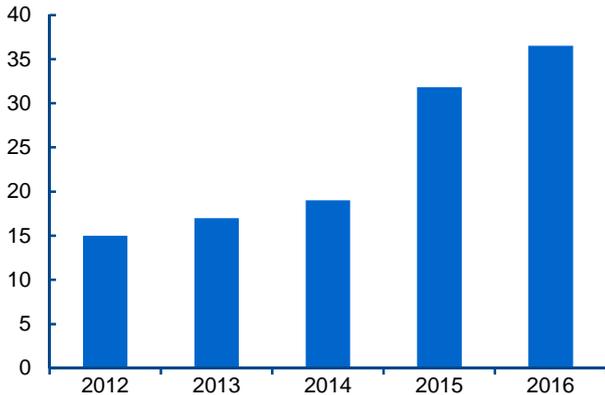
渠道类型	2012	2013	2014Q3
超市&小型商超数量	4,769	5,032	3,140
(通过经销商数量)	196	163	165
大型超市数量	1,563	1,666	1,401
品牌店数量	92	74	66

来源: www.locknlock.com, 国金证券研究所

- **中国消费升级之下, 乐扣乐扣产品多样性缺失劣势显现。**2012 年开始, 中国步入第三次消费升级。在这次升级过程中, 消费者对家居产品的“一站式采购”需求愈发旺盛。而家居用品企业要形成“一站式”的供货模式, 则需要具备较长的产品线 and 强大的生产能力。尤其是塑料家居用品, 在家居生活中有广泛应用, 使消费者对其“一站式”采购意愿更加强烈。公司产品目前虽已覆盖厨房、家居收纳和户外等领域, 但在晾晒、卫浴和一次性用品等领域仍有缺失, 且现阶段公司“T”型产品研发模式推进较慢, 因此与“一站式”采购模式存在差距。消费升级中, 80、90 后消费者成为消费主力, 该群体一方面对于中国自主品牌好高度明显提升, 另一方面对于家居产品性价比考虑增加。在这种情况下, 公司此类依托品牌优势推高产品价格的海外企业, 相对较难受到中国消费者的青睐。

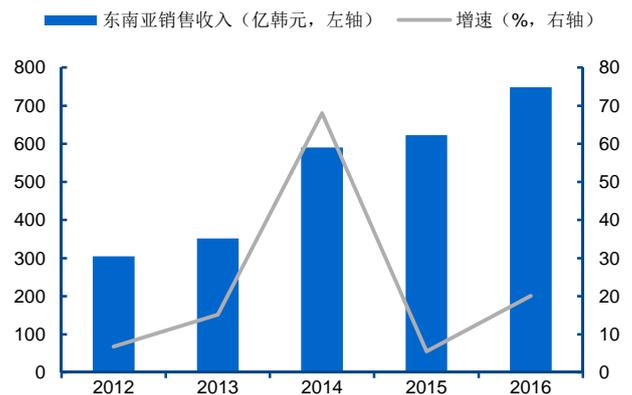
- **受挫之后经营策略调整，推动业绩快速反转。**东南亚市场重要性得以提升。针对 2012-2014 年的收入下滑，公司从 2015 年开始进行经营策略上的调整。结合中国市场的消费特点，公司降低了对传统企业客户和电视销售渠道的关注度，并积极建设互联网渠道。2015 和 2016 年，公司电商销售收入在主营收入占比显著提升，分别达到 31.8% 和 36.5%。另一方面，虽然公司在 2012-2014 年整体收入处在下滑阶段，但在东南亚市场公司的收入却保持稳健增长。因此，从 2014 年开始公司提高对东南亚市场的重视度，促使该市场对主营收入的贡献度由 2012 年的 6% 提升至 2016 年 17.6%，5 年主营收入实现 21.22% 的复合增长，达到 748.11 亿韩元（约合 4.61 亿人民币）。

图表 52：中国市场互联网销售收入占比显著提升



来源：www.locknlock.com，国金证券研究所

图表 53：乐扣乐扣东南亚市场收入保持增长



来源：www.locknlock.com，国金证券研究所

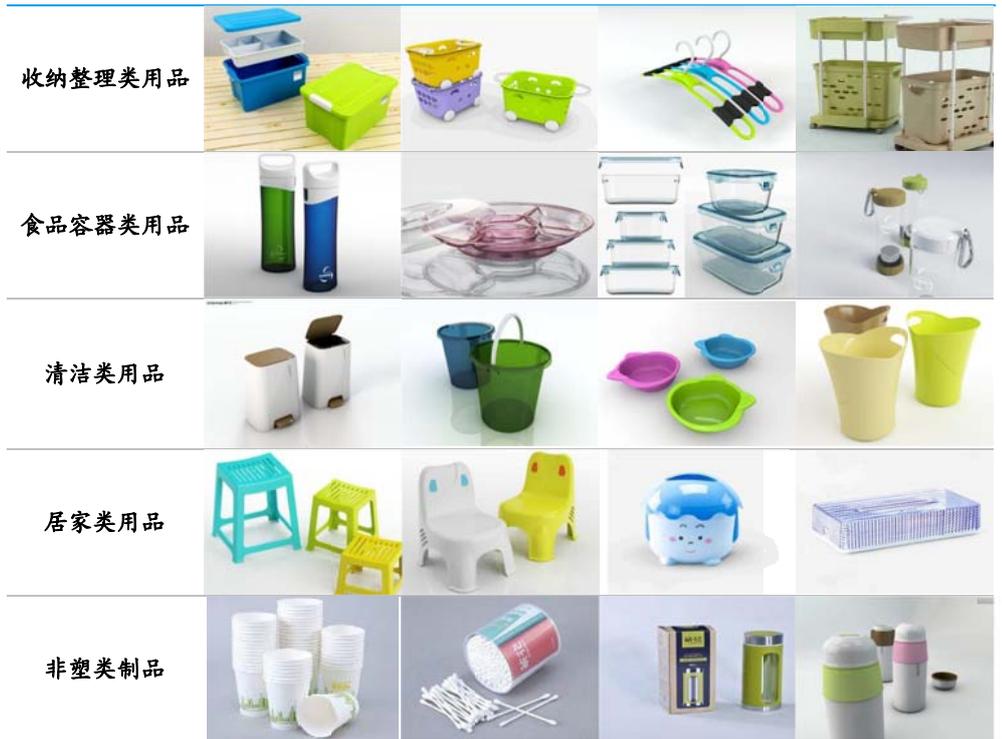
- **乐扣乐扣发展历程和在中国市场的成败有借鉴意义。**乐扣乐扣之所以能在中国获得成功，得益于对品牌形象的打造和新型销售渠道的拓展。但同时也埋下了渠道发展不均衡的隐患。公司对企业客户和电视购物过分倚重，而自身对于这两类渠道的掌控能力较弱。因此，在中国宏观政策变化和互联网兴起之时，未能及时调整和改善渠道布局，致使销售收入遭受重创。此外，中国在消费升级之下，消费者家居消费需求呈现多元化趋势，“一站式”采购意愿日趋强烈，而公司并未能抓住这一确定性方向，快速延展产品线，扩充产品种类，及时匹配消费者的需求。综合来看，对塑料家居用品企业而言，品牌是前期积淀，渠道掌控力和广阔度为立命之本，产品线丰富则是消费者产生粘性的关键。

茶花股份：特色营销+全产品线覆盖，IPO 全面提升竞争优势

产品线全方位覆盖，IPO 加码切入婴童产品领域

- 公司目前拥有收纳整理类、食品容器类、清洁类、居家类以及非塑类等 5 大类产品系列，超过 1,500 个品项的产品，产品覆盖范围广泛，基本涵盖了居家生活的各个方面，能够全面满足消费者日常居家生活的需求。为了充分满足市场需求，公司每年推出超百种新品，不断优化完善产品线，并对玻璃、不锈钢、五金和布艺等不同材质的产品与塑料制品的结合进行了积极尝试。对于家居日用品牌来说，拥有丰富的产品线不仅能够为公司实现多盈利点收入，规模效应凸显，同时也有助于培育消费者的品牌黏性，使得公司在与国内外同业品牌竞争中立于优势之地。

图表 54: 茶花股份部分系列产品图展示



来源：招股书，国金证券研究所

- **产品性价比优势凸显，符合国内居民现阶段消费偏好。**目前日用家居用品市场品牌主要分为三类，高端品牌、中端品牌以及低端品牌。高端品牌主要为以特百惠、乐扣乐扣为代表的国外品牌，中端品牌主要面向庞大的中等收入消费群体，主要包括茶花、振兴、龙士达、清清美等，低端品牌主要面向低收入消费群体以及农村市场，此类产品价格较低、产品品种相对较为单一、品质较低且缺少品牌影响力。综合来看，塑料家居用品类别多而细，且主要面向大众家庭，产品定位直接受居民消费水平的影响，虽然我国城镇化进程不断推进，居民收入水平也在持续提升，但整体国民消费水平仍刚越过中等发达国家水平线，多数消费者难以接受高端品牌的昂贵价格。而另一方面，我国正经历消费升级浪潮，消费者对于日常生活用品也有一定的品牌及品质要求，低端品牌价格优势也在不断弱化。因此整体来看，以茶花为代表的中端知名品牌更加符合目前我国国内居民现阶段消费偏好。

图表 55: 茶花股份产品对比市场其他品牌优势明显



来源：天猫，国金证券研究所

■ **明确重点产品线扩充计划，产品竞争力持续加强。**根据战略规划，未来三年，公司将重点开发杯壶类产品、清洁用品和一次性用品、婴童用品、电商专供品等产品，以进一步增加公司盈利增长点，提升公司持续盈利能力。以杯壶类产品、清洁用品及一次性用品来说，此类产品更新换代快、重复购买率高，能够有效培育客户黏性。另外，婴童产品、电商专供品市场也有较大发展潜力，加大此类市场培育也将会为公司未来带来丰厚利润。我们认为，无论是从消费者日益变换的消费偏好还是从特百惠、乐扣乐扣等国际品牌的发展经验来说，扩充产品线将是公司快速渗透市场的最有效途径之一，同时多产品系列也将加强联动销售效应，最终实现公司收入的持续提升。

图表 56: 茶花股份未来产品线培育规划

产品系列	消费特性	预期效益
杯壶类产品、厨房套系产品	更新换代快、重复购买率高、销量大、安全性要求高	较快树立品牌知名度，培育客户粘性，增加产品整体附加值
清洁类用品、一次性用品	单价低、覆盖面广、需时常更换、消费体量大	助力培育拳头单品，增强客户消费粘性，消费刚性助力收入持续提升
婴童用品	价格敏感性不强、市场容量大	婴儿潮+二孩政策带来巨大消费需求
电商专供品	消费群体广、市场发展迅猛	成为线下渠道的有力补充，实现目标消费群体的精确定位

来源：国金证券研究所

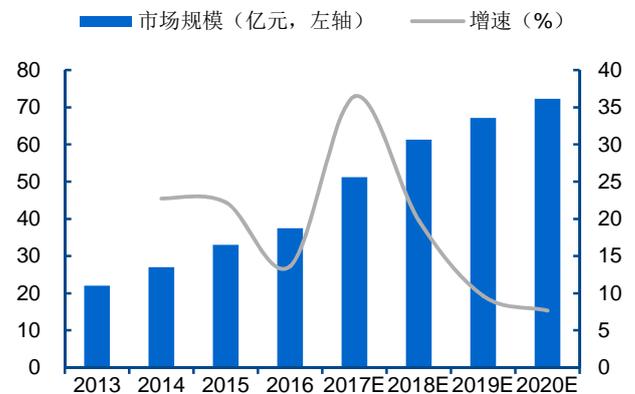
- **国内婴童产品市场规模巨大，公司有望借此实现收入规模突破提升。**随着80后和90后进入婚育高峰期，2012年开始中国迎来了第四次婴儿潮，我国儿童人口正迎来黄金增长期。同时，我国已于2016年1月1日起全面放开二孩政策，“全面二孩”政策的实施，也将进一步扩容婴童产品市场。根据罗兰贝格发布的《中国母婴童市场研究报告》，预计到2020年婴童产品市场容量将达1.7万亿元。婴童产品消费具有刚性需求、品类繁多及品牌质量要求高等特点，目前公司已有儿童浴盆、儿童衣架、儿童水壶等婴童辅助用品产品，但婴童用品产品系列仍不够丰富，特别是婴童用品最关键的两个单品—奶瓶、奶嘴，公司还未推出产品。单以婴童产品中奶瓶细分市场为例，根据中国婴童展调研显示，2015年我国婴儿奶瓶市场销售额约33亿元，同时我们简单测算，到2020年，伴随全面二孩政策的实施，这一数据将达72亿元左右。公司完善婴童端产品布局，把握良好的行业发展机遇，未来公司有望借助婴童产品线的全面拓展布局实现收入规模新突破。

图表 57：未来国内奶瓶市场规模测算

	新出生人口 (万)	平均使用奶瓶数量 (个/人)	均价 (元)	市场规模
2016	1786	2.80	75	37.5
2017E	2110	2.94	83	51.2
2018E	2188	3.09	91	61.3
2019E	2077	3.24	100	67.2
2020E	1936	3.40	110	72.4

来源：《人口研究》，国金证券研究所

图表 58：国内奶瓶行业市场规模及增速



来源：中国婴童展，国金证券研究所

省级专营经销覆盖全国，“生活馆”模式有效提升流通效率

- **省级专营经销独具特色，有效确立长期竞争壁垒。**在营销网络建设方面，公司采取省级专营经销为主，商超直营、电商等方式为辅的策略。其中，省级经销专营模式是公司独创的特色营销方式。所谓经销专营模式，即每一个省份由一家经销商负责销售，且该经销商只专营公司产品，促使经销商将所有资源投入到公司产品的推广和销售上。与传统多品牌经销商模式相比，公司独创的省级专营经销模式具备三大核心优势。
 - 1) **省级专营经销商有利渠道深度开发。**与同行业公司多将经销权下放到市县级的模式不同，公司只将经销权下放至省级，省内销售全权由省级经销商独立负责。这种安排能够充分调动省级经销商投入充分的人力、物力和资金等资源用于开拓和维护省内公司产品的销售渠道，挖掘渠道潜力。
 - 2) **省级经销专营有利管理，并形成竞争壁垒。**专营模式将公司的产品与经销商的业务紧密结合，有效提升了经销商销售公司产品的积极性。同时，单一品牌的经销模式，也有利于公司贯彻落实营销战略，实现统一定价机制，提升品牌影响力和市场占有率，以及培养消费者的品牌忠诚度。另一方面，公司目前产品线长、品类丰富，对省级经销专营形成了有力的产品支持，为消费者提供了更多消费选择，具备较强的消费吸引力。相反地，对于产品线短、产品类型有限的企业而言，省级专营模式相对较难实现。由此，公司便形成了长期的竞争壁垒以及其他企业难以复制的优势。
 - 3) **省级经销专营模式有效控制成本和运营风险。**根据公司所披露的经销商协议来看，在经销模式之下，经销商必须上门提货，且自行承担运输费用，公司只需在供货定价环节确保经销商足够的利润空间即可。在这种情况下，公司将部分营销费用转嫁给经销商，有效控制了成本，

确保了良好的盈利能力。另外，在经销商协议中还规定，各经销商需根据公司给予的信用额度和信用期限进行结算。公司可根据各经销商应收款项的回款周期制定资金预算，有效控制运营风险。

- 我们认为，公司在产品线、产品类型和品牌影响力等方面的优势，有力地支撑了省级专营经销模式的拓展，并为经销商提供了充足的单一品牌销售信心。在省级专营经销商模式之下，公司先与全国大型卖场总部签署框架协议，再牵头省级经销商与大型卖场对应区域分公司或子公司签订年度合同。公司负责统一的营销策划、产品供应、协调区域卖场关系，明确经销商产品售价和销售区域，有利于加强公司营销策略落实力度，有效避免经销商之间的恶性竞争。目前，公司在省级专营经销模式下，与大型卖场的合作渠道已经覆盖除西藏和台湾之外的全部省份。未来公司计划继续深耕营销渠道，逐步下沉销售网络，依托已有省级经销商建设尚未覆盖乡镇级网点，实现“北方下县城、南方下乡镇”的整体战略，同时对现有销售区域进行优化调整。

图表 59: 茶花股份省级专营经销商已覆盖除西藏、台湾之外全部省份



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 60: 省级专营经销商与传统经销商的对比

	网络下沉级别	营销策略执行度	销售产品牌	销售积极性	终端定价	供货
省级专营经销	省级	强，省级经销商全力开发和维护渠道，认真贯彻营销策略	唯一品牌，有利于培养客户忠诚度	经销商与品牌有利益捆绑，销售积极性高	售价>70%，自主促； 售价<70%，需经供货商同意后实施	经销商需到工厂自主采购，并承担费用
传统多品牌经销	市县级	相对弱，经销商贯彻营销策略，多需要企业督导，并提供相应补贴	多品牌	品牌众多，经销商一般对利润最高的品牌有较强的积极性	在供货商规定的价格范围内有用自主定价权	由供应商统一供货

来源：国金证券研究所整理

- **核心商超客户采用直营模式。**除了通过省级专营经销商与区域性卖场合作进行销售网络的建设之外，公司针对部分重点商超客户采取了直营模式。与经销商上门提货不同，公司的直营商超模式采取送货上门的供货方式。因此，公司对直营合作商超的选择，主要考虑仓储配送和地缘等因素。目前来看，公司核心直营商超客户为拥有全国统一总仓配送的沃尔玛，以及总部设在福建的永辉超市。今后公司将进一步加强与大型商超的战略合作关系，增加入场产品种类，并不断扩大在商超的陈列面积和优化陈列方式，以带动公司产品市场占有率的上涨。

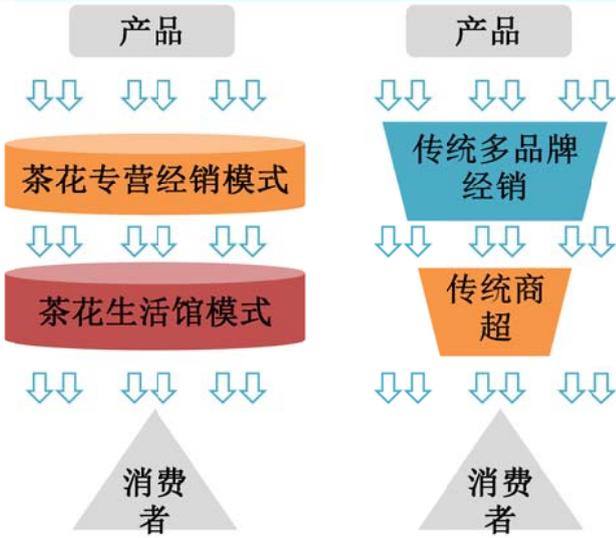
图表 61：茶花股份与沃尔玛和永辉超市签订的供货协议

	销售模式	结算方式	主要权利义务关系
沃尔玛	沃尔玛向公司下达订单，公司按订单发货，定期结算货款	按月结算，沃尔玛在结算开票后 60 日内付款	公司应于订单规定的时间和地点交付商品，所有商品运抵订单指定地点以前发生的运费由公司承担，所有被退回、或装运错误、或质量或权利有缺陷的商品运费由公司承担；沃尔玛可无条件地退还质量或权利存在缺陷的任何商品，经过协商，也有权退还销售记录不令人满意的任何商品
永辉超市	永辉超市向公司下达订单，公司按订单发货，定期结算货款	公司与永辉超市于每月的 10 日和 25 日进行对账，对账无误后开具发票，永辉超市收到发票后 30 天内付款	永辉超市根据公司产品的销售情况不定期向公司订货，公司接到订单后应按时保质、保量地交货；除双方约定不能退换货商品外，永辉超市享有无条件退换货的权利；公司应积极参与永辉超市组织的各项促销活动，并在自愿基础上力所能及地提供各类促销品

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **“茶花家居生活馆”提升流通效率，持续推广利好业绩增长。**依托与终端零售客户的良好合作关系，以及较强的谈判能力，公司于 2011 年开始协助各经销商在各大商超推广设立“茶花家居生活馆”。“生活馆”以公司统一设计的货架替代商超原有的货架，突出品牌在终端的形象，并实现产品专区、专架集中陈列，形成“店中店”的销售方式。与传统销售模式相比，公司借助省级专营经销模式，规避了产品进驻商超前经销商的初次筛选，使公司的供货产品能够直接进入商超。同时，公司通过建设“生活馆”使产品在商超拥有专属货架，避免了与其他品牌争抢货架的情况，促使公司在终端的品类占有率更高，产品流通效率更高。“生活馆”将产品进行集中式陈列，有助于消费者形成“一站式”采购模式，大幅提升客户体验度。我们认为，“生活馆”既有普通卖场销售的功能，又有高端品牌专卖店的优点，是公司提升品牌形象和产品渗透率的重要手段。此外，“生活馆”也是公司获得消费者一手需求信息的重要渠道，通过消费者的反馈信息，公司可以更加及时的了解消费的偏好，对于产品的持续升级优化有着积极作用。在“生活馆”布局较多的吉林省，“茶花”已经成为家喻户晓的品牌，“生活馆”的销量通常比同体量超市柜台高出 30%-50%左右。未来“生活馆”的推广将对公司品牌影响力和销量起到积极作用。截至目前，公司已在全国范围内开设 700 余家“生活馆”，店面形象也已更新至第三代。公司计划在持续增设“生活馆”的同时，进一步推广“生活馆”到社区甚至便利店中，打造“小微生活馆”以此增强品牌渗透率，促使产品销量和品牌形象不断提升。

图表 62: 茶花股份产品通路与传统产品通路对比



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

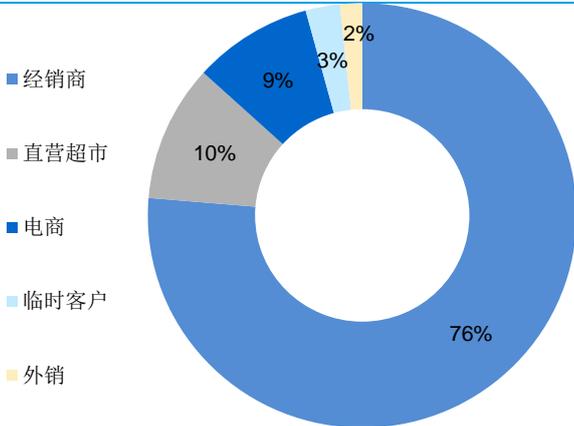
图表 63: “茶花”家居生活馆



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

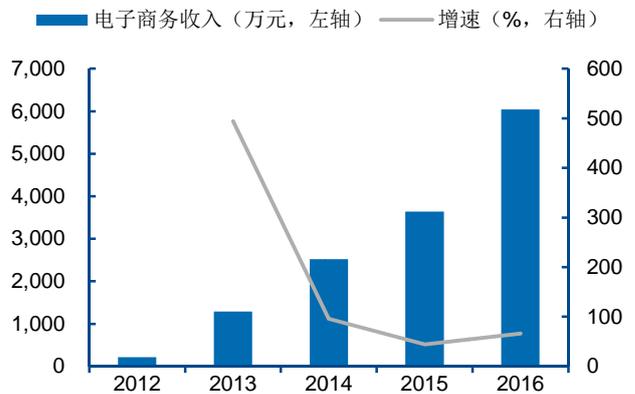
- **电子商务是公司增长最快的销售渠道。**伴随国内电子商务的快速兴起,公司于 2012 年开始拓展电商销售渠道。公司电商模式也主要分为直营和经销两大模式。目前来看,公司直营电商已经进驻淘宝、天猫、京东等国内知名大型网络购物平台。经销电商方面,公司以上海六齐科贸作为主要网络分销商,同时还授权其通过南京六小狐电子商务开展网络经销。2016 年,电子商务收入达到 6,038.24 万元,同比增速为 66.02%。根据公司的计划,未来公司继续纵深在电子商务方面的发展,鼓励经销商进入电子商务领域。同时公司也将加强对电子商务交易的统一管理,借助管理软件实现多点仓、相互结算,充分发挥现有实体销售网络的地面优势,线上线下共同发展,合力推动公司业绩增长。

图表 64: 电子商务成为茶花股份第三道销售渠道



来源: 公司 2016 年报, 国金证券研究所

图表 65: 茶花股份电子商务业务保持良好发展



来源: wind, 国金证券研究所

研发设计优势凸显, 自动化生产技术升级将有效缓解人力成本

- 消费升级背景下,对于家居日用消费品来说,除了基本的使用功能与质量需求之外,更重要的是,消费者在时尚性、功能性、健康性、环保性等方面的诉求日益增加,因而面对消费者多样化需求,产品研发设计性能的重要性也日益凸显。经过多年的发展优化,公司已形成了较为完善的研发体系,独创的“潜水艇”式研发流程从新品立项的信息收集到新品设计再到新品试用和反馈改进形成了完整的闭环。公司产品也通过不断升级换代,实现功能性与设计感的双重提升,2015 年公司“茶花易洁系列扫把奋斗套装”荣获了“中国设计红星奖”,公司研发设计优势凸显。

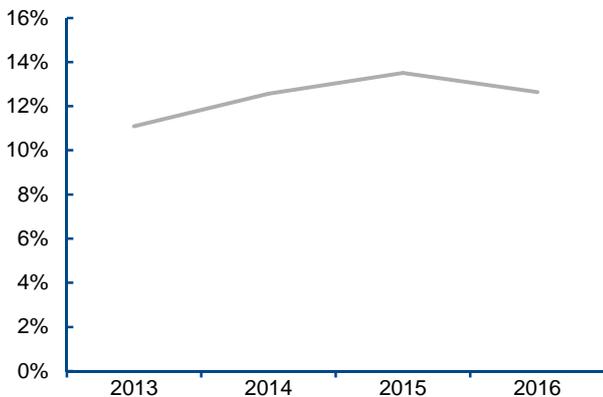
图表 66: 茶花股份“潜水艇”式研发设计流程



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

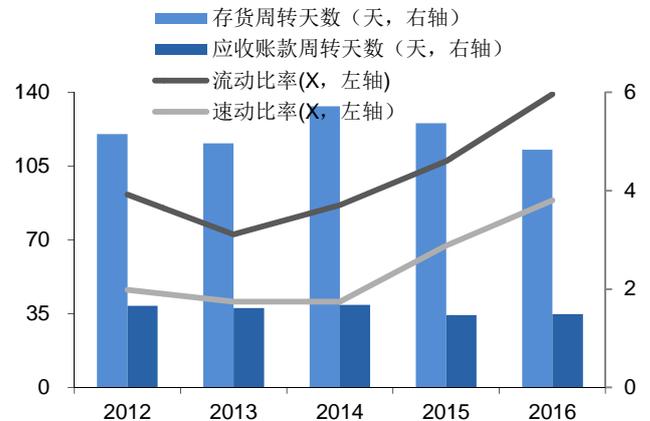
- 生产制造环节, 公司通过引进先进注塑设备和模具, 进一步提升自动化生产水平。另外公司还通过为中央集中供料系统引入制造执行系统 (MES), 提升生产制造系统的响应速度, 增加生产的弹性, 提高生产管理的精细化程度, 大幅提升生产效率和人均产值。我们认为, 在劳动力成本不断上升这一必然趋势下, 公司提高自动化生产水平可以有效缓解人力成本, 并推动公司由劳动力密集型企业向资金密集、人才密集和技术密集型企业转型。
- 供应链整合升级将进一步提升公司整体营运效率。供应链系统涵盖了采购、生产制造、仓储物流等各环节, 供应链系统运行是否稳定、高效、顺畅直接影响到产品供货的及时性、品质的稳定性。公司近年不断加大技改投入, 引进先进的设备及自动化生产线, 全面实现自动化、集约化和精益化生产。通过持续整合优化供应链系统, 有利于公司降低综合生产成本, 提高存货周转速度, 公司整体营运效率也将持续提升。

图表 67: 自动化水平提升有效降低人工成本占比



来源: 招股书, 国金证券研究所

图表 68: 茶花股份近年经营效率显著提升



来源: 招股书, 国金证券研究所

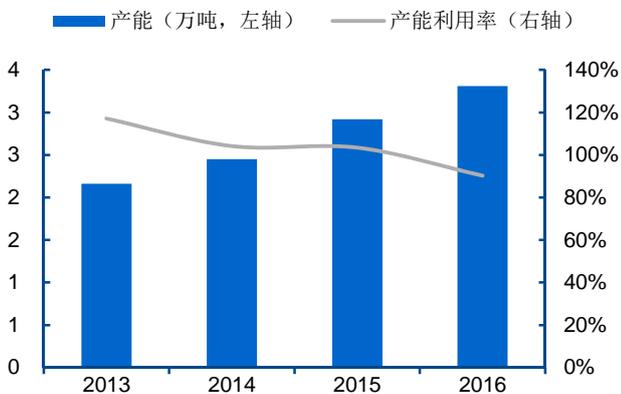
募投项目助力突破产能瓶颈, 长期成长空间广阔

- 公司近年产能利用率均在 90%以上, 2015 年, 公司借助原材料价格大幅下降的契机, 结构性调整了部分产品的出厂价格, 并加大产品促销力度, 2015 年产量和销量较 2014 年均较大幅度增长。通过此次募投项目, 建设连江生产基地并添置注塑机等生产设备, 不仅将有效扩大产能规模, 同时能够提高公司生产弹性, 为抓住家居日用消费品行业快速增长的机遇打下坚实基础。
- 公司 IPO 募投项目发行 6,000 万股新股, 占发行后总股本的 25%, 募集资金净额 45,422 万元, 主要用于投资全资子公司茶花塑料家居用品 (连江) 有限公司的“塑料家居用品新建项目”、“婴童用品新建项目”和公司的“研发中心建设项目”。其中, 塑料家居用品新建项目主要为了扩大公司现有产能, 缓解产能瓶颈; 婴童用品项目则是为了抓住国内快速增长的婴童用品市场, 延伸公司产品线布局, 完善公司产品结构; 研发中心建设项目

则是为了全面提升公司产品品质，强化公司新品研发优势，保证公司业内的领先地位。

- **把握国内婴童产品市场巨大需求，填补婴童用品关键产品线空白。**前文我们已经分析，在婚育婴儿潮、二孩政策及消费升级多因素全面推动下，婴童用品产业规模空间广阔。而在“4+2+1”家庭结构下，婴童消费将成为我国消费升级的核心主体之一。目前，公司产品线已经基本覆盖居民家居生活的方方面面，然而在婴童用品方面，公司仍存在产品系列不够丰富和关键单品缺失的问题。目前公司虽有儿童浴盆、儿童衣架和儿童水壶等婴童用品，但是产品系列仍不够丰富，特别是在婴童用品最关键的两个产品—奶瓶和奶嘴，公司目前还未推出产品。此次婴童用品新建项目投产后，公司将具备年产奶瓶 800 万个、奶嘴 3,200 万个以及婴童辅助用品 309 万个（套）的生产能力，能够有效填补公司在婴童用品关键产品线上的空白。目前公司在儿童杯、婴儿浴盆和儿童衣架等婴童用品端已建立了稳固销售渠道、丰富运营经验以及良好品牌形象，在此基础上，公司还将进一步加大商超、生活馆以及电商投放渠道。未来，公司有望利用在婴童用品端的布局优势实现收入规模的大幅提升，公司作为国内日用家居龙头品牌的竞争地位也将进一步巩固。

图表 69: 茶花股份近年产能及利用率情况



来源: 招股书, 国金证券研究所

图表 70: 茶花股份 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	总投资额 (万元)	计划用募集资金投入 (万元)
1	塑料家居用品新建项目	41,000.00	31,000.00
2	婴童用品新建项目	18,600.00	12,222.00
3	研发中心建设项目	2,200.00	2,200.00
	合计	61,800.00	45,422.00

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 综合前文对国际可比公司发展历程及成长经验的分析，我们认为，作为家居日用的领先企业，特百惠和乐扣乐扣的发展经验对于茶花的长期发展具有重要的借鉴意义：**1) 特百惠：**在特百惠成长为国际龙头企业过程中，独特强势的营销模式及丰富创新的产品线布局是公司成功的关键因素，同时，以理家会营销模式衍生的体验服务式营销也成为了特百惠品牌影响力显著增强的原因之一。**2) 乐扣乐扣：**品牌形象及新颖营销渠道构建是实现区域性快速拓张的重要因素，但营销渠道及产品布局的相对单一也成为了阻碍公司持续成长壮大的发展瓶颈。**总结来看，**茶花股份在营销方面拥有独特的省级专营经销模式，同时生活馆也实现了体验服务式营销，产品方面公司拥有较强的创新研发实力，产品线覆盖家居生活全领域，特别是公司有力把握了国内婴童产品市场巨大需求商机，对比市场中其他日用家居品牌，公司在奶瓶、奶嘴产品线布局也拥有明显先发优势，我们认为公司具备多点成功因素，结合 IPO 项目对公司产能及研发实力的进一步增强扩充，公司未来长期成长空间巨大。

风险因素

原材料价格上涨风险

- 公司主要原材料为 PP 等石化大宗商品，价格主要受石油价格波动的影响。国际石油价格波动具有金融属性难以预测，公司存在由原材料价格上涨而导致盈利能力下降的风险。

产品质量风险

- 公司主要从事家居日用产品生产制造，尤其对于食品容器类产品来说，产品质量对于公司品牌形象至关重要，若公司因质量管理疏忽或其他原因发生产品质量问题，公司经营与品牌形象都会受到重大不利影响。

新建项目达产进度不达预期

- 公司现有产能已经基本饱和，未来业绩成长主要依赖新建项目的投放。若新建项目建设或建成后产能利用进度不达预期，公司盈利成长亦将受到拖累。

盈利预测

关键假设

- 塑料家居用品项目预计在 2018 年下半年全部建成，公司日用塑料制品的年生产能力在现有约 3 万吨基础上再新增 3 万吨。2018 年-2020 年项目达产率分别为 30%/50%/100%。
- 婴童用品项目预计在 2018 年下半年全部建成，将新增年产奶瓶 800 万个、奶嘴 3,200 万个以及婴童辅助用品 309 万个（套）的生产能力。2018 年-2020 年项目达产率分别为 30%/50%/100%。

盈利预测

图表 71：茶花股份盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (万元)	62,224.1	68,002.1	67,062.3	73,181.2	93,155.5	131,898.0
塑料制品	58,978.0	64,078.0	61,841.0	66,169.9	82,712.3	115,797.3
非塑料制品	3,071.0	3,733.0	5,072.0	6,847.2	10,270.8	15,919.7
其他	175.1	191.1	149.3	164.2	172.4	181.0
营业成本 (万元)	42,632.0	46,660.0	44,686.0	49,494.4	62,972.2	89,024.5
塑料制品	40,161.0	43,631.0	40,634.0	44,003.0	54,755.6	76,368.3
非塑料制品	2,471.0	3,029.0	4,052.0	5,491.5	8,216.6	12,656.2
其他	94.4	94.9	58.1	65.7	69.5	73.5
业务利润 (万元)	19,592.1	21,342.1	22,376.3	23,686.8	30,183.3	42,873.5
塑料制品	18,817.0	20,447.0	21,207.0	22,166.9	27,956.8	39,429.0
非塑料制品	600.0	704.0	1,020.0	1,355.7	2,054.2	3,263.5
其他	80.7	96.2	91.2	98.5	102.9	107.5
毛利率 (%)	31.5	31.4	33.4	32.4	32.4	32.5
塑料制品	31.9	31.9	34.3	33.5	33.8	34.1
非塑料制品	19.5	18.9	20.1	19.8	20.0	20.5
其他	46.1	50.4	61.1	60.0	59.7	59.4
增速 (%)	1.7	9.3	-1.4	9.1	27.3	41.6
塑料制品	1.9	8.6	-3.5	7.0	25.0	40.0
非塑料制品	-6.5	21.6	35.9	35.0	50.0	55.0
其他	72.1	9.1	-21.9	10.0	5.0	5.0

来源：Wind，国金证券研究所预测

- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2017-2019 年净利润分别为 1.00/1.40/2.01 亿元，三年 CAGR 为 30%，全面摊薄后每股收益为 0.42/0.59/0.84 元/股。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	622	680	671	732	932	1,319	货币资金	98	177	256	859	906	1,001
增长率		9.3%	-1.4%	9.1%	27.3%	41.6%	应收款项	68	63	67	76	97	137
主营业务成本	-427	-468	-447	-496	-630	-891	存货	178	143	133	166	211	298
%销售收入	68.7%	68.8%	66.7%	67.7%	67.7%	67.6%	其他流动资产	12	1	52	5	5	7
毛利	195	212	223	236	301	428	流动资产	356	384	508	1,105	1,219	1,443
%销售收入	31.3%	31.2%	33.3%	32.3%	32.3%	32.4%	%总资产	47.4%	46.4%	55.1%	73.4%	75.4%	78.7%
营业税金及附加	-5	-5	-8	-9	-10	-13	长期投资	0	20	0	1	0	0
%销售收入	0.8%	0.7%	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%	固定资产	338	361	354	350	339	323
营业费用	-34	-38	-45	-50	-61	-82	%总资产	45.1%	43.6%	38.4%	23.2%	21.0%	17.6%
%销售收入	5.5%	5.6%	6.8%	6.8%	6.5%	6.2%	无形资产	41	40	40	48	57	65
管理费用	-41	-48	-43	-51	-58	-81	非流动资产	395	444	415	401	398	390
%销售收入	6.6%	7.1%	6.4%	7.0%	6.3%	6.2%	%总资产	52.6%	53.6%	44.9%	26.6%	24.6%	21.3%
息税前利润 (EBIT)	115	121	126	126	173	252	资产总计	750	828	923	1,506	1,617	1,833
%销售收入	18.5%	17.8%	18.8%	17.2%	18.6%	19.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	2	2	11	18	20	应付款项	60	50	51	61	78	110
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-1.6%	-1.9%	-1.5%	其他流动负债	36	34	35	76	101	143
资产减值损失	-3	-6	-10	0	0	0	流动负债	96	83	85	137	179	254
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	1	3	2	2	2	其他长期负债	0	0	2	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.9%	2.5%	1.4%	1.0%	0.7%	负债	96	84	87	137	179	255
营业利润	114	119	122	140	193	274	普通股股东权益	654	744	836	1,363	1,426	1,561
营业利润率	18.3%	17.4%	18.1%	19.1%	20.7%	20.7%	少数股东权益	0	0	0	6	12	18
营业外收支	5	2	1	2	2	2	负债股东权益合计	750	828	923	1,506	1,617	1,833
税前利润	119	121	122	142	195	276	比率分析						
利润率	19.1%	17.8%	18.2%	19.4%	21.0%	20.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-30	-31	-31	-35	-49	-69	每股指标						
所得税率	25.6%	25.4%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.49	0.50	0.51	0.42	0.59	0.84
净利润	88	90	91	106	146	207	每股净资产	3.63	4.14	4.64	5.68	5.94	6.50
少数股东损益	0	0	0	6	6	6	每股经营现金净流	0.37	1.02	0.81	0.71	0.62	0.76
归属于母公司的净利润	88	90	91	100	140	201	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.14	0.19	0.28
净利率	14.2%	13.3%	13.6%	13.7%	15.1%	15.2%	回报率						
							净资产收益率	13.52%	12.11%	10.94%	7.36%	9.85%	12.88%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.79%	10.88%	9.90%	6.66%	8.69%	10.96%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	13.08%	12.15%	11.26%	6.91%	9.02%	11.97%
净利润	88	90	91	106	146	207	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	1.53%	9.29%	-1.38%	9.12%	27.29%	41.59%
非现金支出	27	38	39	38	45	53	EBIT 增长率	-14.97%	5.52%	4.01%	-0.13%	37.11%	45.81%
非经营收益	1	-2	-3	0	-4	-4	净利润增长率	-12.48%	1.93%	1.43%	9.78%	39.97%	43.06%
营运资金变动	-51	58	19	26	-38	-74	总资产增长率	11.73%	10.41%	11.47%	63.18%	7.32%	13.39%
经营活动现金净流	66	184	146	170	149	181	资产管理能力						
资本开支	-73	-85	-40	-29	-40	-42	应收账款周转天数	39	34	35	37	37	37
投资	0	-19	-27	-1	0	0	存货周转天数	133	125	113	122	122	122
其他	-18	0	0	2	2	2	应付账款周转天数	38	32	27	32	32	32
投资活动现金净流	-90	-104	-67	-28	-38	-40	固定资产周转天数	187	188	191	192	162	122
股权募资	0	0	0	460	-31	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	1	净负债/股东权益	-15.00%	-23.79%	-30.69%	-62.74%	-63.00%	-63.38%
其他	0	-1	0	0	-33	-46	EBIT 利息保障倍数	-138.5	-60.2	-57.9	-11.0	-9.6	-12.9
筹资活动现金净流	0	-1	0	460	-64	-45	资产负债率	12.78%	10.12%	9.46%	9.12%	11.06%	13.89%
现金净流量	-24	78	79	602	47	96							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD