

上海家化(600315.SH)/化妆品

百年国妆，梅开二度

评级：买入（首次）

市场价格：31.44 元

目标价格：37.56 元

分析师：鞠兴海

执业证书编号：S0740516120001

电话：021-20315087

 Email：juxh@r.qizq.com.cn

分析师：邵璟璐

执业证书编号：S00740517040004

电话：021-20315196

 Email：shaojl@r.qizq.com.cn

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

电话：021-20315196

 Email：wangys@r.qizq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	671
流通股本(百万股)	671
市价(港元)	31.44
市值(百万港元)	21100
流通市值(百万港元)	21200

行业-市场走势对比

相关报告

1. 2017 年投资策略：新消费时代，时尚投资下一站 (2017-02-15)
2. 化妆品行业深度报告—三千亿装点你的美(2017-06-28)

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5846	5321	6323	7178	8174
增长率 yoy%	9.6	-9.0	18.8	13.5	13.9
净利润	2210	216	364	625	877
增长率 yoy%	146.1	-90.2	68.5	71.6	40.4
每股收益(元)	3.28	0.32	0.54	0.93	1.30
每股净资产	8.51	7.82	8.20	8.84	9.76
净资产收益率	38.6	4.1	6.8	10.9	14.0
P/E	10	98	58	34	24
P/B	3.7	4.0	3.8	3.6	3.2
EV/EBITDA	27	56	44	26	18

备注：收盘价为 2017 年 8 月 18 日

投资要点

- **本土多品牌全品类化妆品龙头。**作为见证中国近代化妆品发展史的百年国货，家化历经风云，如今已具有多品牌全品类的化妆品集团雏形，包括佰草集和六神两大核心品牌，以及高夫（男士护肤）、家安（家居护理）、玉泽（药妆）、启初（婴幼儿护理）、美加净等细分领域品牌，主打年轻客群的一花一木和茶颜，2017 年收购英国母婴喂养品牌 Tommee Tippee。公司采用自主研发、自产和外协结合的经营模式，实现了以 KA 和百货为主，CS 渠道为辅、同时电商和特供渠道快速增长的全渠道覆盖。2016 年公司提出“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”的十六字方针，将品牌建设提到空前的战略高位之上，开启公司在消费升级时代的新征途。
- **化妆品行业：最好的时代，整合变革进行时。**国内化妆品意识逐渐深入，行业增速高于其他市场（2016-2020CAGR=5%至近 3500 亿元），我们认为国内化妆品行业具备培育大市值巨头的潜质，未来三年将是集团化整合和品牌梯队搭建的过程。以宝洁为例，我们总结化妆品龙头的三大成长规律：①化妆品巨头都有明星品牌，明星品牌通常具有文化底蕴和细分领域的优势单品。②化妆品品类多样的属性使得全品类覆盖、功能细分化成为必然趋势。③“研发为本，营销并重，渠道助推”构筑品牌铁三角。
- **新气象之“攻市场”：年轻化+多元渠道，助攻品牌。**新管理层到位后，搭建品牌管理的新架构，年初至今各方面均有明显起色：1. 品牌：主力品牌均有 20 年以上历史，品牌文化底蕴是其品牌力的根本；2017 年公司开启年轻化策略寻求突破（佰草集多年来首次使用全线代言人/六神聘请华晨宇代言等）。2. 渠道：公司以往在 KA 和百货的实力较强，2017 年 CS 将成为重点拓展方向。同时，公司将借助平安保险的客户资源大力发展特供渠道，并推出特供产品。3. 公司青浦中央工厂预计 2017 年底完工，明年投产运营，将成为集团供应链的强大后盾。以上均成为品牌增长的源动力。
- **新气象之“提效率”：费用结构优化，净利率有望触底回升。**花王业务结束后，伴随佰草集和六神等高毛利率品牌比例提升，公司毛利率持续上行，预计后续趋稳回升。2001-2013 年公司净利率从 5.6%提升至 18.3%，2014-16 年受营销和人工费用拖累持续下行至 4.06%。2017 年公司开启费用管控和结构性优化，成效在中报已略有体现，后续灵活高效的营销和研发投入，与严谨的薪酬/劳务等人工成本将并行，主导公司净利率水平稳步恢复。
- **盈利预测与投资建议。**公司是具有百年历史的本土化妆品龙头，新管理层整装待发，引领公司从制造主导向品牌驱动转型；新架构有望充分调动集团化优势，预计公司将进入多品牌梯次成长、经营效率提升带来的盈利改善周期。预计公司 2017-19 年净利润分别为 3.64/6.25/8.77 亿、EPS0.54/0.93/1.23 元（其中家化现有品牌贡献 3.56/6.8.3 亿元、净利率 7.3%/10.8%/12.8%）。在盈利趋于恢复正常过程中，PS 和 DCF 估值更为合理，参考海外可比龙头，结合 DCF 估值和敏感度分析以及相对估值法，得出公司合理估值区间 36.32-37.56 元（2017PS 4 倍），首次给予“买入”评级。
- **风险因素。**海外品牌涌入，行业竞争加剧。CS 渠道增速放缓，品牌增长受影响。公司费用管控效果不达预期。

内容目录

见证国妆百年风云的本土龙头	- 4 -
本土多品牌全品类化妆品龙头	- 4 -
自主研发，自产外协结合，全渠道覆盖	- 6 -
化妆品行业：最好的时代，整合变革进行时	- 7 -
空间大+增速快，孕育巨头的沃土	- 7 -
品牌端研发营销并重，渠道端多元格局持续	- 10 -
从宝洁成长路径看化妆品巨头的发展规律	- 13 -
新气象之“攻市场”：年轻化+多元渠道，助攻多品牌	- 14 -
新管理层整装待发，新架构调动集团化优势	- 14 -
百年沉淀品牌底蕴，年轻化寻求破局	- 15 -
大客户+CS加码渠道，研发+供应为品牌护法	- 17 -
新气象之“提效率”：费用结构优化，净利率有望触底回升	- 19 -
代理业务减少+产品结构调整，毛利率趋于稳定	- 19 -
营销费用和人工成本大幅提升，净利率触底回升	- 20 -
盈利预测和估值评级	- 22 -
盈利预测	- 22 -
估值评级	- 24 -
风险提示	- 25 -
附录：海外化妆品龙头案例——宝洁发展史	- 25 -

图表目录

图表 1：公司品牌矩阵覆盖范围广	- 4 -
图表 2：百年家化见证国妆历史	- 5 -
图表 3：公司股权结构	- 6 -
图表 4：公司各品牌的对应渠道	- 6 -
图表 5：公司对研发的关注度比较领先	- 7 -
图表 6：公司工厂情况	- 7 -
图表 7：化妆品市场持续增长，规模近 2000 亿	- 8 -
图表 8：中国化妆品市场增速远高于发达国家（2016）	- 8 -
图表 9：护肤/日化高渗透/负增&彩妆低渗透高增	- 8 -
图表 10：化妆品细分品类规模与 11-16CAGR	- 8 -
图表 11：化妆品行业从 2014 年开始资本活跃	- 8 -
图表 12：护肤品牌是品牌端的融资集中地	- 8 -
图表 13：国内部分多品牌化妆品集团	- 9 -
图表 14：国内营收规模前十大化妆品公司	- 10 -
图表 15：中国护肤品类前十大品牌	- 10 -
图表 16：中国彩妆前十大品牌	- 10 -

图表 17: 化妆品的流行扩张与传媒升级相伴相随	- 11 -
图表 18: 高夫与《大圣归来》合作套装	- 11 -
图表 19: 2011-2016 年化妆品渠道结构改变	- 12 -
图表 20: 2016 年各国化妆品渠道结构比较	- 12 -
图表 21: 各类渠道比较	- 12 -
图表 22: 宝洁主要品牌矩阵	- 13 -
图表 23: 公司部分品牌产品的老照片 (露美已消失)	- 15 -
图表 24: 相似定位客群品牌 2000-2017 年代言人一览表	- 15 -
图表 25: 佰草集代言人刘涛	- 16 -
图表 26: 公司冠名天猫双十一晚会	- 16 -
图表 27: 近 3 年的营销费用居高不下	- 16 -
图表 28: 品牌形象年轻化	- 17 -
图表 29: 研发项目 (项) 和新品贡献率 (%)	- 18 -
图表 30: 研发费用 (亿元) 和研发占比 (%)	- 18 -
图表 31: 御·五行焕肌系列&凝·臻白如玉系列	- 18 -
图表 32: 公司青浦生产基地	- 19 -
图表 33: 2001-2016 年公司收入和净利润以及增速 (单位: 亿元、%)	- 19 -
图表 34: 2013-2016 年公司三大品类的毛利率 (单位: 亿元、%)	- 20 -
图表 35: 2001-2016 年公司毛利率 (单位: %)	- 20 -
图表 36: 2001-2016 年公司毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率 (单位: %)	- 21 -
图表 37: 2001-2016 年公司存货增速和存货周转天数 (单位: 天、%)	- 21 -
图表 38: 2001-2016 年公司应收账款增速和应收账款周转天数 (单位: 天、%)	- 21 -
图表 39: 2016-2020E 公司收入的品牌拆分预测 (单位: 亿元)	- 23 -
图表 40: WACC 假设和计算 (单位: 亿元人民币)	- 24 -
图表 41: WACC 和永续增长率敏感度分析 (单位: 元)	- 24 -
图表 42: 海外化妆品集团的收入、净利润、市值 (单位: 亿元人民币)	- 25 -
图表 43: 历史沿革	- 26 -
图表 44: 2007-2016 年宝洁收入及增速 (亿美元)	- 26 -
图表 45: 2007-2016 年宝洁净利润及增速 (亿美元)	- 26 -
图表 46: 财务报表	- 27 -

见证国妆百年风云的本土龙头

本土多品牌全品类化妆品龙头

- 品牌矩阵丰富，覆盖多场景、全年龄。**2018年，上海家化将迎来120年的周年大庆，这家百年龙头已有较成熟的多品牌矩阵，包括佰草集和六神两大核心品牌，以及高夫（男士护肤）、家安（家居护理）、玉泽（药妆）、启初（婴幼儿护理）、美加净等细分领域品牌，主打年轻客群的“一花一木”和“茶颜”；2017年公司收购英国高端婴幼儿品牌Tomme Tippee，继续壮大公司在高增长母婴市场中的实力。公司2017年提出了“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”的十六字方针，将品牌建设提到空前的战略高位之上。

图表 1：公司品牌矩阵覆盖范围广

产品图片				
品牌名称	佰草集	美加净	一花一木	茶颜
单价定位	50-900元/中高端护肤	100元内/大众洗护	60-290元/大众护肤	10-15元/片
主流客群	25-45岁职业女性	20-40岁女性	90后	年轻群体
主打概念	汉方/太极五行护肤	护手霜/面霜	中草药护肤/花木对	保湿/面膜
产品图片				
品牌名称	六神	玉泽	启初	汤美天地
单价定位	100元内/大众洗护	70-180元/大众药妆	100元内/大众洗护	40-580元/高端婴童
主流客群	全年龄段/全性别	全年龄段敏感肌	0-3岁婴幼儿	0-3岁婴幼儿
主打概念	中草药爽身/花露水	无添加/温和/药妆	婴幼儿护理	婴幼儿哺喂
产品图片				
品牌名称	高夫	家安	双妹	
单价定位	40-280元/大众男士	100元内/大众清洁	200-1300元/高端护肤	
主流客群	18-50岁都市男性	全年龄段/全性别	25-45岁精英名媛	
主打概念	男士洗护	专业家居清洁	提拉紧致/保湿/香水	

来源：中泰证券研究所整理

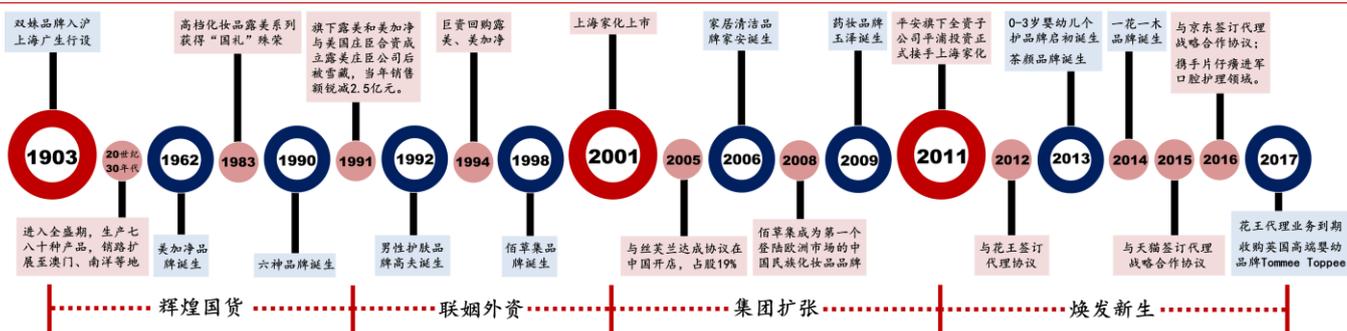
- 百年国货，见证中国近现代化妆品发展史。**1903年，香港广生行（1898）的创始人冯福田将“双妹”品牌带到上海滩，在塘山路成立上海发行所，这就是上海家化的前身，在随后的百年光阴中，公司经历了四个重要时期：

➢ **辉煌国货：**受益于20世纪30年代国人抵制日货情绪高涨，广生行

进入全盛期，至 20 世纪 90 年代前，公司已拥有美加净、露美、双妹、六神等知名品牌。

- **联姻外资：**1991 年，中外合资热潮下的公司与美国庄臣合资成立了露美庄臣公司，随之两张王牌“美加净”和“露美”遭到雪藏。这次合作以公司回购二者告终，但品牌发展遭受重创。
- **集团扩张：**2001 年，上海家化上市，随后不断扩充品牌矩阵，家安、玉泽相继面市，同时推进佰草集登陆欧洲，公司加力国际化进程。2001-2013 年公司收入稳健增长，年均增速 10% 以上，盈利水平逐渐稳定，多品牌集团初现雏形。
- **焕发新生：**2011 年国资彻底退出上海家化；2012 年平安集团间接成为公司第一大股东，经过四年变革和调整，2016 年张东方成为上海家化新掌舵人，提出“品牌驱动、研发先行、渠道创新、供应保障”十六字方针，开启制造主导向品牌销售导向的转型。2017 年公司出资 2.93 亿美元收购“Cayman A2” 100% 股权，获得旗下英国婴幼儿喂哺品牌 Tommee Tippee。

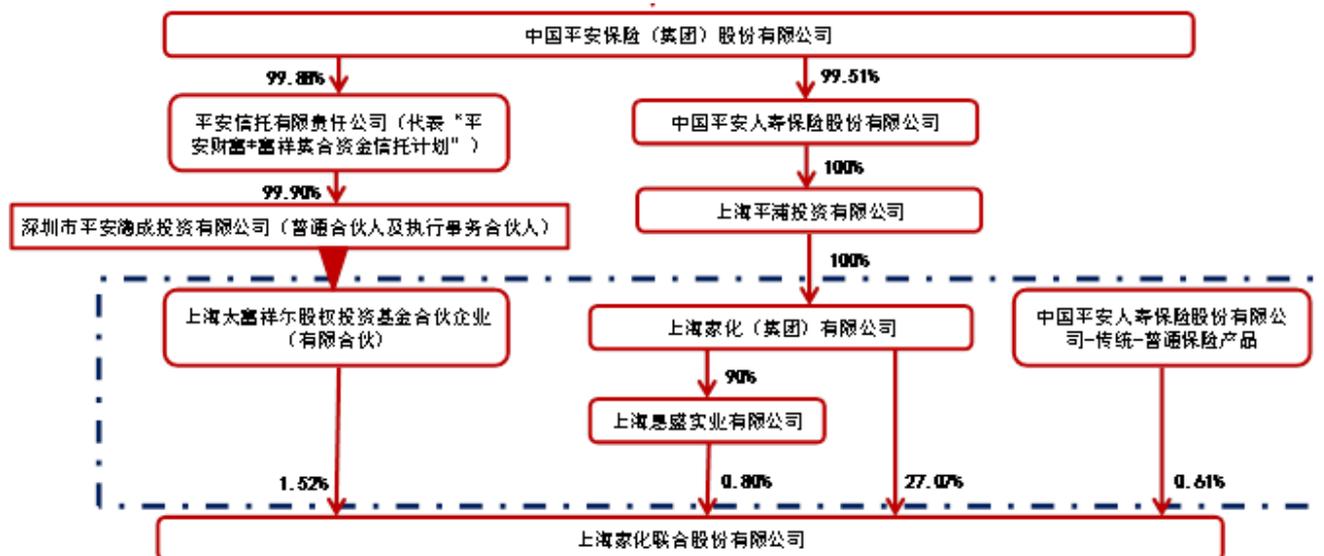
图表 2：百年家化见证国妆历史



来源：中泰证券研究所整理

- 公司控股股东为上海（家化）集团有限公司，股权占比 27.09%。2011 年，中国平安保险（集团）股份有限公司旗下全资子公司平浦投资全面接手上海家化。

图表 3: 公司股权结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理

自主研发, 自产外协结合, 全渠道覆盖

- 以 KA 和百货为主, CS 为辅、电商和特供渠道快速增长的全渠道覆盖。公司拥有化妆品专营店 CS、电商 (占收入 20%左右)、百货、KA、特供渠道 (包括平安集团渠道)、母婴店及药房等渠道, 覆盖全国 4 个直辖市、291 个地级市 (含省会城市)、361 个县级市, 渗透至 1500 家专柜及品牌专卖店、近 4000 家母婴店系统、1.2 万家大型卖场、30 万家网点。

在公司诸多渠道中, 平安特供、电商、SPA (佰草集) 以及一部分百货渠道均由公司直营管理; CS 渠道、母婴店、药房 (玉泽) 和剩余百货专柜则通过代理商完成销售。公司在 CS 渠道仍有大有可为, 将成立专门团队发展 CS 渠道。公司产品在百货渠道的出货折扣约 65-70%, KA 商超渠道在 70-75% 在左右。

图表 4: 公司各品牌的对应渠道

	佰草集	六神	高夫	美加净	玉泽	启初	一花一木	家安	双妹	汤美天地	茶颜
电商	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
CS	√	√	√	√	√	√	√				
KA	√	√	√	√		√		√			
百货专柜	√		√						√		
母婴店						√				√	
SPA	√										
药房					√						

来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理

- 国内范围中, 公司研发投入最高, 凸显行业龙头的研发能力。公司拥有国家级研发中心——家化技术研发中心, 以中医、中草药在化妆品中的

运用为研究特色。2016 年公司研发投入共计 1.2 亿元，占营业收入的 2.3%；若剔除花王代理业务对收入的影响，公司的研发支出占比为 2.83%。从研发支出占比角度观察，公司处于海内外化妆品集团/企业的前列；从绝对投入观察，成熟的海外化妆品巨头具备不可比拟的资本优势，例如，宝洁公司的研发支出是公司总收入的两倍有余。

图表 5：公司对研发的关注度比较领先

	研发占比 (2016)	研发支出 (万元)	旗下品牌
宝洁	2.91%	1276515	SK-II/玉兰油等
欧莱雅	3.29%	631935	欧莱雅/兰蔻等
拜尔斯道夫	2.78%	139799	妮维雅/La prairie 等
雅诗兰黛	1.70%	128525	雅诗兰黛/La Mer 等
资生堂	2.15%	113140	资生堂/欧珀莱等
爱茉莉太平洋	1.75%	57235	雪花秀/兰芝等
上海家化	2.83%	12373	佰草集/六神等
欧舒丹	1.18%	11517	欧舒丹
珀莱雅	3.18%	3505	珀莱雅/猫语玫瑰等
御家汇	2.60%	3037	御泥坊/花瑶花等
丸美	2.05%	2480	丸美/春纪
幸美股份	2.33%	722	植美村/泉润等
毛戈平	1.15%	305	毛戈平/至爱终生

来源：公司公告，中泰证券研究所整理 注：上海家化数据剔除花王代理业务影响；毛戈平数据剔除培训学校业务影响；珀莱雅、毛戈平取 2015 年数据

- 公司的产品生产分为自有工厂生产和 OEM/ODM 外协工厂代加工两种模式。公司拥有两个自有工厂：青浦中央工厂（年产 1.2 亿件）以及海南工厂（年产 6500 万件），其中中央工厂主要生产佰草集、高夫、启初、双妹、玉泽、美加净等品牌，产品类型涵盖护肤类、洗护类产品；海南工厂主要生产“六神”品牌花露水。青浦在建工厂将于预计 2018 年投产运营（投资规模约 13.5 亿元），将带来 6 亿件/年的产能提升。公司与国内外 38 家行业内知名的企业建立稳定的 OEM/ODM 业务合作，对自有工厂的产能形成有效补充。

图表 6：公司工厂情况

主要厂区或项目	主要产品	设计产能	产能利用率 (%)
青浦中央工厂	多品牌护肤、洗护类产品	1.2 亿件/年	约 80%
海南工厂	六神花露水	6500 万件/年	约 75%
青浦新建工场	在建，未投产	6 亿件/年	2017 年底完工

来源：公司公告，中泰证券研究所整理

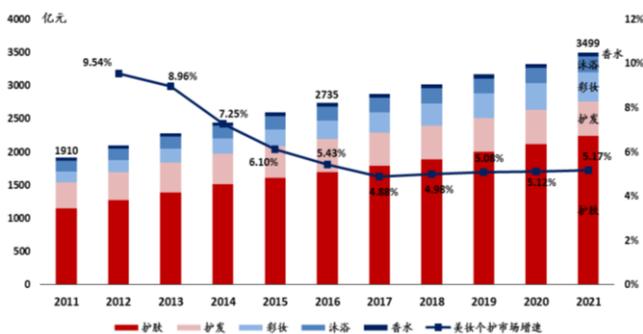
化妆品行业：最好的时代，整合变革进行时

空间大+增速快，孕育巨头的沃土

- 未来五年中国化妆品行业增速有望高于主要发达国家。Euromonitor 数据显示，2016 年中国化妆品市场规模（护肤、护发、沐浴、彩妆、香水）2735 亿元，2011-2016 年 CAGR7.45%，预计 2016-2020 年中国化妆

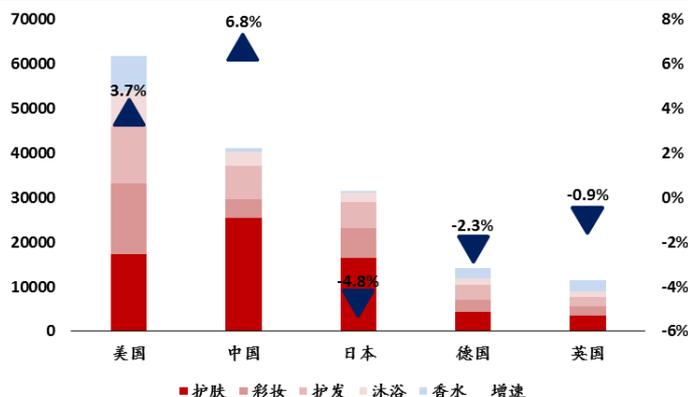
品行业将以 5.05% 的速度增长，到 2021 年行业规模（护肤、护发、沐浴、彩妆、香水）望达 3499 亿元。中国整体化妆品行业增速高于美国（3.7%）、英国（-0.9%）、日本（0.23%）等发达国家，是全球增长最快的化妆品市场。

图表 7：化妆品市场持续增长，规模近 2000 亿



来源：Euromonitor，中泰证券研究所 注：仅取狭义化妆品市场规模

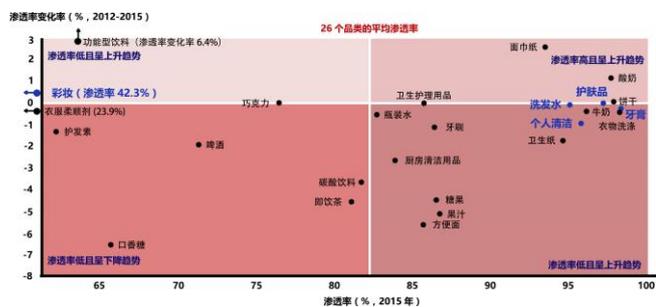
图表 8：中国化妆品市场增速远高于发达国家（2016）



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

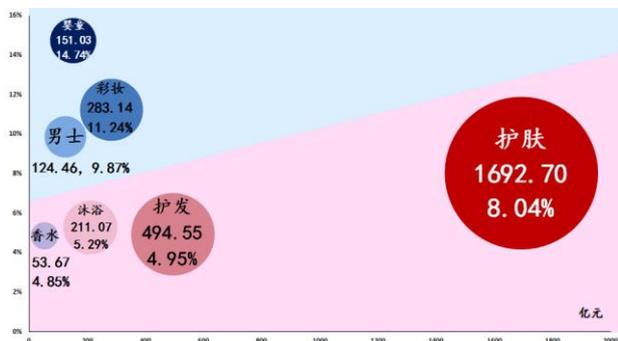
- **化妆品细分品类崛起呼唤多产品线。**具体来看，未来行业增长动力主要源于：在颜值经济时代下，核心化妆人口增加带来的化妆品使用率提升，以及需求细分化趋势下品类多样化带来的连带销售增量。

图表 9：护肤/日化高渗透低/负增&彩妆低渗透高增



来源：凯度消费指数，中泰证券研究所

图表 10：化妆品细分品类规模与 11-16CAGR

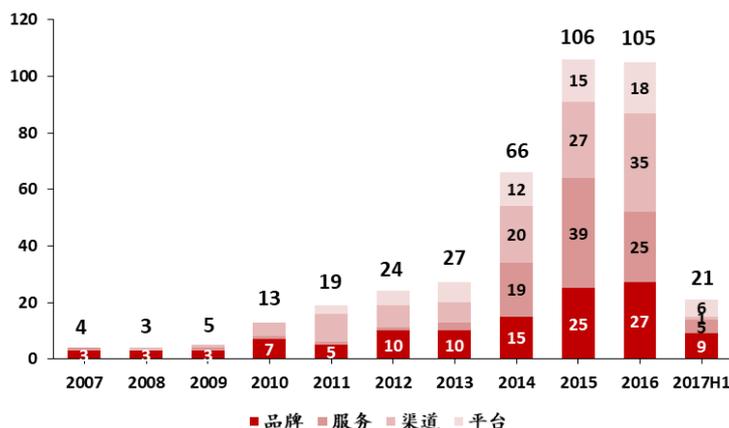


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

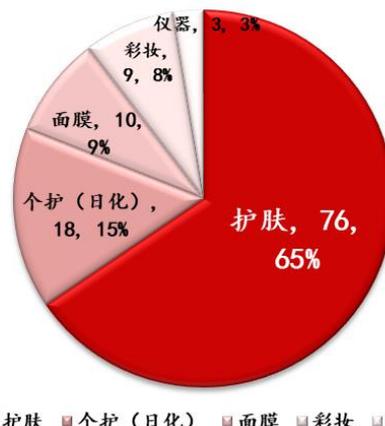
- **产业整合进行时，2014-2016 年为融资和并购高峰。**过去十年中，化妆品行业共计融资交易 394 例，主要标的集中在渠道商（29.44%）、品牌商（29.44%）、服务商（24.37%）和平台（16.75%）。

图表 11：化妆品行业从 2014 年开始资本活跃

图表 12：护肤品牌是品牌端的融资集中地



来源：《中国化妆品行业资本十年白皮书》，中泰证券研究所



来源：《中国化妆品行业资本十年白皮书》，中泰证券研究所

- 综上，我们认为国内化妆品行业具备培育大市值巨头的潜质。1. 行业增长动力具备：随着城镇化增加、消费力提升和化妆意识的高涨，中国化妆品消费品类正从护肤品向深度化妆辐射，彩妆增速尤为突出，且品类细分化。2、行业进入整合期，资本化趋势难挡：2015年以来化妆品行业资本化、收购频繁（包括品牌间收购、渠道与品牌融合、亦或是跨界产业链并购等），预计未来三年将是集团化整合和品牌梯队搭建的过程。

图表 13：国内部分多品牌化妆品集团

企业	护肤	面膜	彩妆	男士	母婴	洗护	个护
上海家化	佰草集/一花一木 双妹/玉泽	茶颜		高夫	启初/汤美天地		六神/美净
上海上美	韩束/美素/必优兰 珂思美媿/素语自然	一叶子	韩粉世家/花迷	吾尊	红色小象	索薇娅	时克
青岛金王	肌养精华		蓝秀				
环亚科技	美肤宝/幽雅 法兰琳卡/MOR					滋源	
伽蓝集团	植物智慧/医婷		自然堂/美素				
幸美股份	植美村/肌情 秀吉/小家碧玉		泉润/安尚秀				
百雀羚	百雀羚/三生花 气韵/海之秘				小百羚		
丹姿	水密码□丹姿			他能量	呵护星		
珀莱雅	珀莱雅/优资莱 韩雅/悠雅		猫语玫瑰				
丸美	丸美/春纪						
毛戈平股份			MGP IN/至爱一生				

来源：《中国化妆品行业白皮书》，中泰证券研究所整理

- 产化妆品已出现数家营收规模 20 亿元以上的品牌，前十大化妆品公司营收规模均过 10 亿元，网点数量超过 1 万（主攻百货专柜渠道的佰草

集除外)。目前,中国还没有出现同时拥有 2 张及以上王牌的绝对龙头品牌商。

图表 14: 国内营收规模前十大化妆品公司

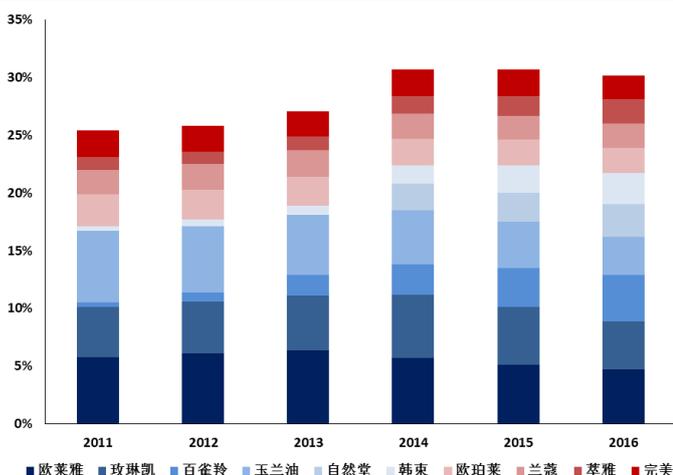
2016 年营收规模	品牌	创立时间	2016 网点总数
>20 亿元	百雀羚	1931	30000
>20 亿元	自然堂(伽蓝)	2001	20000
>20 亿元	韩束(上美)	2002	28000
>20 亿元	佰草集(上海家化)	1998	4500
15-20 亿元	珀莱雅	2003	15000
15-20 亿元	欧诗漫	1992	20000
15-20 亿元	韩后	2005	20000
10-15 亿元	卡姿兰	2001	13000
10-15 亿元	丸美	2000	17000
10-15 亿元	美肤宝(环亚)	1999	12000

来源:《中国化妆品行业白皮书》,中泰证券研究所整理

品牌端研发营销并重,渠道端多元格局持续

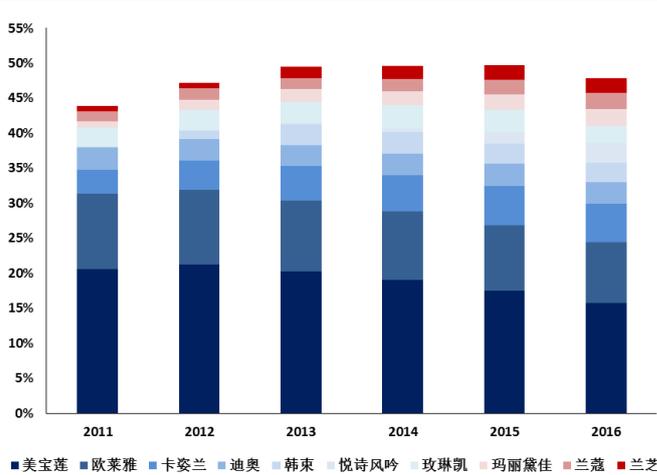
- **品牌集中度下降,竞争加剧。**1989-1996 年欧美和日本化妆品集团相继入场中国,起步较晚的韩国化妆品集团也随着 21 世纪初的韩流文化进入。凭借成熟的品牌运营经验、雄厚的资金,国际品牌在中国迅速发展,一度形成海外垄断之势,具有先发优势。近年来单一产品和营销方式掣肘海外品牌份额提升;新兴本土品牌着力渠道升级(品牌体验店)、新媒体营销,实现快速成长,如韩束(2002)、卡姿兰(2001)等,与海外品牌抢夺份额。

图表 15: 中国护肤品类前十大品牌



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 16: 中国彩妆前十大品牌



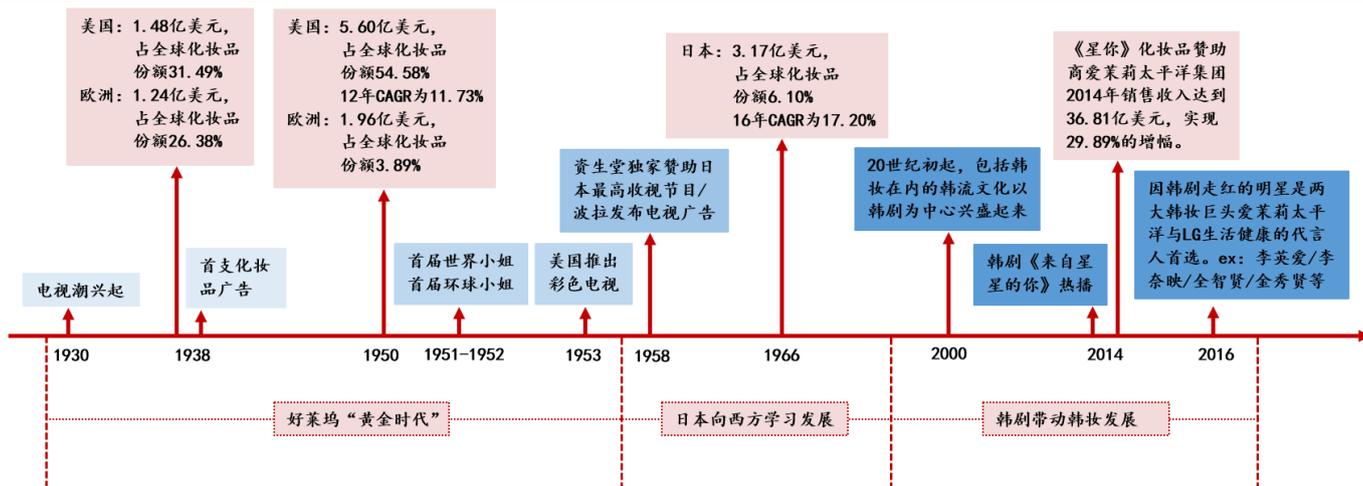
来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

- **集中度变化的背后折射的是竞争要素的变迁,品牌竞争进入研发和概念营销并重的阶段。**从全球化妆品营销历史来看,媒介更新与化妆品行业连锁反应巨大,叠加移动化时代和新媒体崛起加速信息传播,娱乐营销

成为助推品牌快速发展的重要因素。

- **海外：**20 世纪 50 年代中期彩色电视的问世和赫赫有名的好莱坞电影成为美国化妆品行业，尤其是彩妆的巨大推手，美国一举超越欧洲占据全球化妆品市场的半壁江山。从 21 世纪初开始，以韩剧为中心的韩流席卷亚洲乃至全球，和韩国欧巴们一起走红的还有演员们在韩剧中使用的化妆品。2014 年《来自星星的你》热播，赞助商爱茉莉太平洋销售收入达到 36.81 亿美元，同增 29.89%。

图表 17：化妆品的流行扩张与传媒升级相伴相随



来源：《美丽战争》，爱茉莉太平洋财报，中泰证券研究所整理

- **中国：**如今，相比于 20 世纪 30 年代的“美国电视潮”和 21 世纪初的“韩流文化”，中国化妆品行业站在了“新媒体”机会浪潮之上。根据品观网数据统计预测，2016 年本土日化品牌电视/网络视频广告投放金额超过 55 亿元。2016 年，中国共计备案 1232 部电视剧，卫视及网络综艺共有 255 档，电影总票房 457 亿元，新兴的直播 APP 达到 200 多家。这些新媒体形式成为时尚与美丽的传播使者，也为化妆品行业插上双翼。

图表 18：高夫与《大圣归来》合作套装

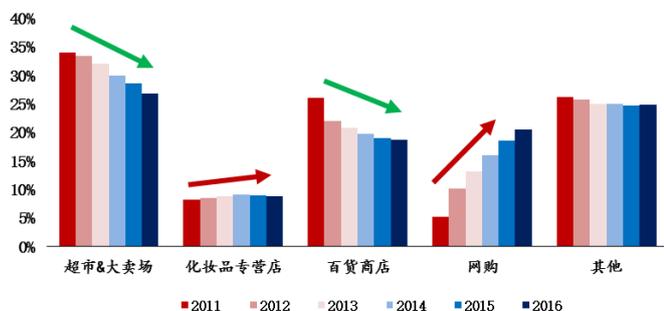


来源：凤凰网，中泰证券研究所

随着新媒体的发展，卫视真人秀和移动端网红直播成为化妆品的绝佳营销端口。如美宝莲的品牌发布会邀请 Angelababy 和 50 位网红联合直播，腾讯视频的同时在线突破 500 万，美拍直播 8 万，熊猫 TV 直播 15 万，获得 3.5 万个赞；2 小时直播销售超万支口红（约合 142 万人民币）。

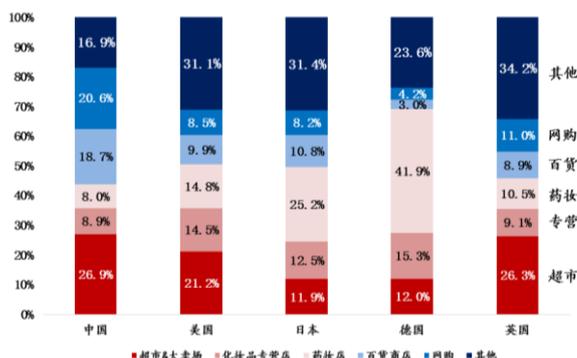
- **渠道：结构多样化，CS 和电商快速崛起。**根据 Euromonitor 数据，目前主要渠道仍是百货（18.7%）和超市/卖场（26.9%）；增长速度最快的是电商渠道，占比 5 年 CAGR 高达 31.7%，占比 20.6%，份额远超美国（8.5%）、英国（11.0%）、日本（8.2%）、德国（4.2%）。目前国内化妆品渠道呈现线上爆发增长；百货和超市/卖场份额被吞噬；化妆品专营店温和增长的局面。

图表 19：2011-2016 年化妆品渠道结构改变



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 20：2016 年各国化妆品渠道结构比较



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

品牌与渠道定位匹配，渠道间互补共存。基于不同的产品定位和目标顾客群体，扣点和准入门槛较高的百货专柜被中高端品牌垄断，提供优质服务内容的大型连锁专营店和高级美容院也是中高端品牌的重要渠道；中端品牌的适应范围较广，包括百货、连锁专营店、大型商超等；而本土大众品牌更适用于电商和三四线城市 CS 渠道，消费客单价较低，50-100 元的价格区间最大（34%），彩妆消费在 1000 元以内的居多。

图表 21：各类渠道比较

渠道列举	品牌定位	举例	
KA 商超	家乐福等	中端	玉兰油、欧莱雅、妮维雅
百货专柜	来福士/久光/银泰	中高端、奢侈	香奈儿、迪奥、资生堂、雪花秀、契尔氏、兰蔻等
	百盛/八佰伴	中端	欧莱雅、欧珀莱、佰草集、韩束、美宝莲、自然堂等
CS 化妆品专营	屈臣氏/万宁	中端	Freeplus、雅漾、理肤泉、KATE、Za 等
	丝芙兰	中高端	迪奥、兰蔻、雅诗兰黛、倩碧、娇兰、碧欧泉等
	聚美优品体验店	全方位品牌	/
电商	鸥美药妆	单品牌	Dermina、Swiss Clinical、Mask MD、Parabody
	聚美优品	新贵国产品牌	Mediheal 面膜、美即面膜、膜法世家
美容院	天猫	中高端品牌旗舰店	悦诗风吟、百雀羚、自然堂、韩束、雅诗兰黛等
	东田造型/自然美	高端	卡诗、沙宣等

来源：中泰证券研究所整理 注：化妆品 CS 渠道指日化产品在终端销售中的化妆品店、日化店、精品店系统所构成的销售终端网络系统，屈臣氏、丝芙兰等属于 CS 渠道。化妆品 KA 渠道指重点大型零售客户，例如沃尔玛等大型商超。

从宝洁成长路径看化妆品巨头的发展规律

- **品牌品类齐全，覆盖生活家居各领域。**宝洁起家日化，现在已是全球最大的日化企业之一，旗下品牌涵盖日化和化妆品。具体可分为四个板块：家庭&衣物护理（汰渍/碧浪等）、健康与美容（佳洁士等）、妇女婴幼儿护理（帮宝适等）、美容美发（玉兰油/SKII/沙宣/飘柔/潘婷等）。四板块共 66 个品牌实现消费者日常生活场景全覆盖。

图表 22：宝洁主要品牌矩阵



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 以宝洁的发展和旗下品牌的成长为例，我们总结化妆品龙头的三大成长规律：

- 每个化妆品巨头都有明星品牌，明星品牌通常具有深厚的文化底蕴和在细分领域有绝对优势的明星单品。

宝洁成立至今以打造了 24 个年销售额超 10 亿元的明星单品（如 Olay、海飞丝、飘柔等）。明星单品均深入人心，其四大洗发水品牌在中国超市无需进场费，且若某个超市若没有以上品牌，就会被消费者认为不专业，明星单品的引流能力可见一斑。不仅是宝洁，欧莱雅（欧莱雅/兰蔻）、雅诗兰黛（雅诗兰黛/La Mer）、资生堂（资生堂/CPB）等欧美日化集团均有各自的明星品牌。

创立多年的经典明星品牌拥有深厚的文化底蕴，成为其差异化优势；而新生代的明星品牌在品牌理念和产品包装上都更为个性化，也是其有别于经典品牌的竞争优势。在品牌策略上，明星品牌都拥有 1-2 款明星单品，可以让消费者在纷繁的品牌世界中快速记住自己。如：兰蔻的小黑瓶肌底液，雅诗兰黛的小棕瓶，YSL 星辰口红，SK-II 神仙水等；以及韩束的小黑膜，毛戈平的粉膏等。

- **对于品牌而言，化妆品品类多样的属性使得全品类覆盖、功能细分化成为必然趋势。**化妆品具有品类多样的消费属性（一套完整的护肤程序需要至少 5 种产品、化妆程序则至少需要 7-10 种产品和工具），因此全品类的覆盖是品牌在通过明星产品抓住消费后做大客单价、强化粘性的必要产品路径。集团化的运营理念则是围绕消费者的日常生活所需，布局品牌和品类矩阵。
- **品牌铁三角：研发为本，营销并重，渠道助推。**随着生产技术升级，化妆品的生产门槛逐渐降低，产品间同质化严重，然而回溯龙头品牌的明星单品，大多都是在技术上实现了突破，成为卖点，也是消费者更愿意买单并给予溢价的。

同时，随着品牌数量急剧增加，在“酒香也怕巷子深”的消费者主权时代，品牌营销也不可懈怠，与有更大流量优势的明星合作（霍建华代言 SKII/景甜代言韩束小黑膜/鹿晗代言一叶子），或赞助热门 IP 资源（YSL 赞助《星你》），或在社交平台传播更有感染力的事件营销文案等（联合利华的多芬品牌母亲节广告《妈妈你很美》），都是强化品牌形象的营销途径。而渠道作为直接接触消费者的窗口，不仅承担了流通产品的任务，也是兑现产品力和品牌力的重要通道。

新气象之“攻市场”：年轻化+多元渠道，助攻多品牌

新管理层整装待发，新架构调动集团化优势

- 公司将原本的四大事业部（大众消费品事业部、佰草集事业部、数字化营销事业部、化妆品专营店事业部）全部撤销，取而代之的是品牌管理办公室和渠道管理办公室。
- 品牌管理办公室主要管理公司旗下所有品牌，设十大品牌负责人，负责各自品牌运营，包括产品概念的捕捉、产品设计、推动研发、营销推广、在各渠道间分配资源与预算等，品牌负责人向 CMO 汇报。
- 渠道管理办公室，全面承接公司品牌战略在各渠道的落地，制定和执行销售规划，开发和维护客户和终端门店。

此外，公司原战略管理部与原投资管理部合并设立战略投资部，负责制定公司战略发展规划并推进战略举措实施，对符合公司战略发展方向的投资项目进行分析评估并推进。

- 此次调整后，公司营销体系将由渠道驱动变为品牌驱动，品牌独立于渠道，承担更多的市场策略和资源分配的决策权。公司品牌矩阵丰富，品牌的发展阶段和主流客群各不相同，品牌自主采取适宜自身的战略战术将提高效率。

百年沉淀品牌底蕴，年轻化寻求破局

- 她从清末走来，尤带着旧时上海滩的气韵和最绵长的品牌故事。1915年，曾广受各国名媛欢迎的双妹品牌代表中国赢得了国际巴拿马大奖；1962年的美加净护手霜和摩丝是三代人的共同记忆；1983，高端化妆品“露美”得到作为外交国礼的殊荣；六神 1990 年面世，成为国人几十年中的夏季必备品；多数中国男士的第一瓶古龙水和火山泥洁面乳可能来自 1992 年诞生的高夫；源于 1998，佰草集十年后成为第一个登陆欧洲市场的中国化妆品牌。

图表 23：公司部分品牌产品的老照片（露美已消失）



来源：公司官网，中泰证券研究所整理

公司旗下的主力品牌均具有 20 年以上历史，品牌的文化底蕴是其品牌力的根本；另一方面，因循守旧也可能是导致品牌年代感太过浓重、品牌形象老化的诱因。如何讲述品牌故事与文化并打动新时代消费者是公司旗下品牌再创辉煌的关键一步。

- 多系列代言人增加明星产品出线机会。经过统计整理与佰草集风格/定位相似的品牌，我们发现高关注度品牌的代言人加盟与更迭越频繁，其中玉兰油在过去 17 年中与 16 位明星代言人合作过；同时，多元化诉求为小众市场崛起提供机遇，品牌纷纷把握消费场合、人群和产品功能等细分领域 机会丰富产品线，例如韩束拥有林志玲 (BB 霜系列)/郭采洁 (墨菊巨补水系列)/古力娜扎 (巨水光系列)/景甜 (小黑膜系列)。

图表 24：相似定位客群品牌 2000-2017 年代言人一一览表

品牌	人数 (全线+单产品线)	代言人
佰草集	5	刘庭羽/郭可盈 (2002) /奚梦瑶 (佰草节) /叶泳湘 (太极系列) /刘涛 (全线代言)
韩束	5	崔智友/林志玲/郭采洁/古力娜扎/景甜
百雀羚	3	莫文蔚/李冰冰/黄晓明
欧珀莱	6	赵薇/蒋勤勤/张静初/孙俪/白冰/周冬雨
悦诗风吟	7	韩彩英/金泰熙/南相美/宋慧乔/文根英/李敏镐/林允儿
欧莱雅	8	吴彦祖/巩俐/李冰冰/范冰冰/阮经天/李宇春/井柏然/吴亦凡
玉兰油	15	李冰冰/张曼玉/章子怡/梁佩玲/钱韦杉/陈法拉/林志玲/小 S/王珞丹/黄晓明/Angelababy/宋茜/马天宇/高圆圆/李易峰

来源：中泰证券研究所整理 注：刘涛为佰草集近年来第一个全线系列的总代言，过去的代言人主要是产品系列代言

2017年，佰草集聘请刘涛为品牌形象代言人，作为中国兼具流量号召力的大青衣，刘涛“东方美+国际范”的形象良好诠释了佰草集的产品概念。同时，公司聘请杨氏太极传人叶泳湘为佰草集“太极系列”产品线的代言人。

图表 25：佰草集代言人刘涛



来源：刘涛微博，中泰证券研究所整理

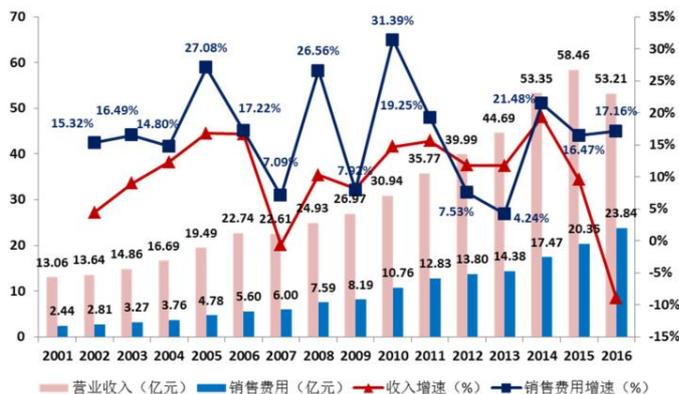
- 娱乐为媒，启用年轻偶像为代言人，推进品牌年轻化进程。2016年，六神品牌与热门IP《跑男4》在腾讯平台进行深度合作，更在暑期档热播电视剧《致青春》和《神犬小七2》进行深度植入。男士护肤品牌高夫先后与电影《大圣归来》《三体》合作推出生套套，并且携手著名青年作家韩寒、国民女团SNH48进行品牌营销。2016年公司冠名双十一天猫晚会。

图表 26：公司冠名天猫双十一晚会

图表 27：近3年的营销费用居高不下



来源：会计网，中泰证券研究所 注：仅取狭义化妆品市场规模



来源：公司公告，中泰证券研究所 注：利润增速 2015 年剔除出售天阴江天的影响

佰草集选用国际名模奚梦瑶担任“佰草节”代言人、高夫启用冯绍峰替代古天乐、茶颜找来小鲜肉韩东君，音乐才子华晨宇代言六神，欧豪代言一花一木，进一步加速品牌年轻化进程。在借助代言人的影响力吸引到年轻消费者的同时，也将自己打造为更年轻、时尚的品牌形象。

图表 28：品牌形象年轻化



来源：各品牌官微，中泰证券研究所整理

大客户+CS 加码渠道，研发+供应为品牌护法

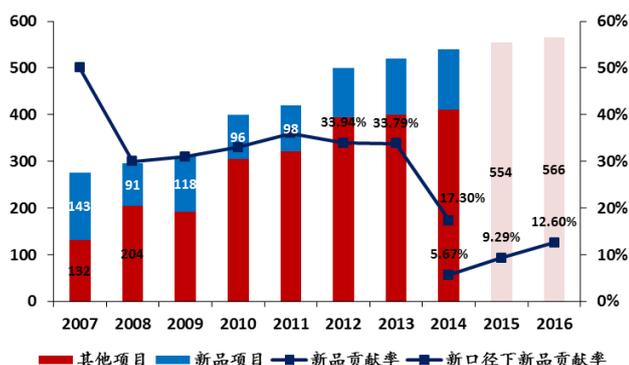
- 公司以往在 KA 和百货的实力较强，2017 年 CS 渠道将成为渠道的拓展重点。公司组建了 CS 渠道团队，持续对 CS 渠道整合资源、加大力度，推动实施：1) 精准投放，让最合适的品类和品牌进入这个渠道并高速发展；2) 精耕细作，注重渠道终端的动销管理，做好对经销商的服务支持。2017 年上半年 CS 渠道销售同增 50%。

同时，公司将借助平安保险的客户资源，大力发展大客户渠道，公司也将推出特供产品。该业务从 2016 年下半年开始，目前发展势头良好，上半年增长较快。

此外，2017 年上半年，公司完成了电商渠道的改革，将京东和天猫超市的运营模式由代理切换为自营，为未来两大平台的发展打下基础。

- **研发先行，公司新品贡献率逐渐回暖。**公司 2012 年以来的项目研发维持在 500 余项/年，新品研发项目维持在 100 余项。尽管 2014 年起公司收窄新品认定口径，然而按原口径计算出的 2014 年当年的新品贡献率 17.30% 依然远低于 2013 时的 33.79%。按新统计口径，公司新品贡献率从 2014 年的 5.67% 上升至 2016 年的 12.60%；2017 上半年，公司研发支出 0.65 亿元，同比增长 0.32%，研发费用占比 2.45%。

图表 29：研发项目（项）和新品贡献率（%）



来源：公司年报，中泰证券研究所 注：2014 年新品认定口径调整

图表 30：研发费用（亿元）和研发占比（%）



来源：公司年报，中泰证券研究所

佰草集于 1-6 月陆续推出新产品故宫合作限量版太极丹、重磅新品凝·臻白如玉系列、周年献礼与中国著名高级珠宝设计师万宝宝合作设计的 19 周年扇美·御享限量礼盒，配合新品的上市及季节同步进行了多项营销活动。1-6 月佰草集“御·五行焕肌”和“凝·臻白如玉”两个系列已占佰草集零售额约 30%。

图表 31：御·五行焕肌系列&凝·臻白如玉系列



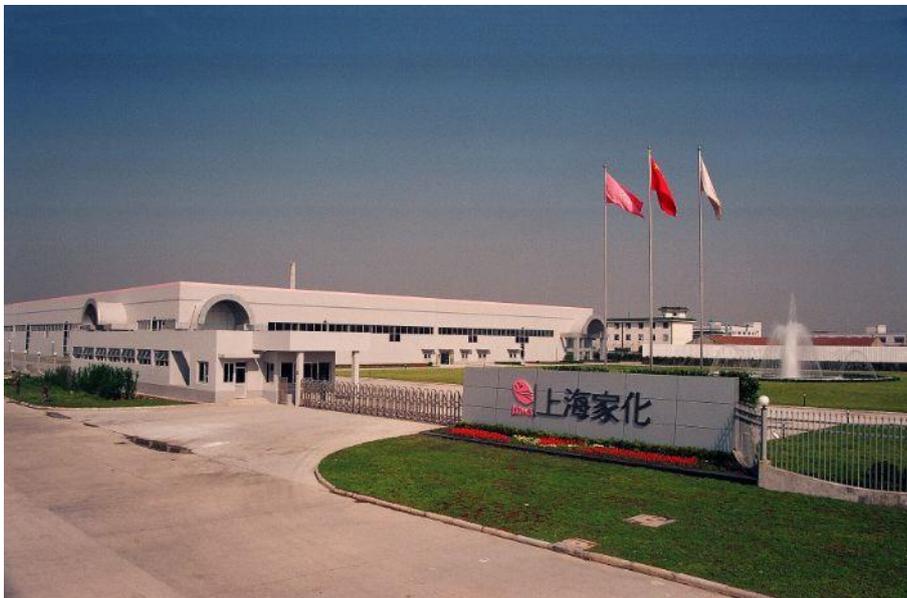
来源：佰草集官微，中泰证券研究所

六神发布了年轻版嗨夏限量花露水，在产品外包装上进行了设计创新，在花露水的香型上进行了重新调整，创新推出了四种不同的香型：酷爽、酷玩、清新、清雅，给了消费者耳目一新的消费感受。

- **新厂即将投产，加厚供应保障。**公司的青浦中央工厂拥有十四套真空均质乳化设备，十六条包装流水线，产品类型涵盖护肤类、洗护类产品；海南工厂主要生产“六神”品牌花露水。正在建设中的青浦新厂项目总

占地面积约 209.5 亩，约为现有中央工厂的两倍，一期建筑面积约 10 万平方米，由膏霜车间、液洗车间、中草药提取车间、综合楼、污水处理站等建筑单体组成，预计 2017 年底完工，明年投产运营。

图表 32：公司青浦生产基地



来源：品观网，中泰证券研究所

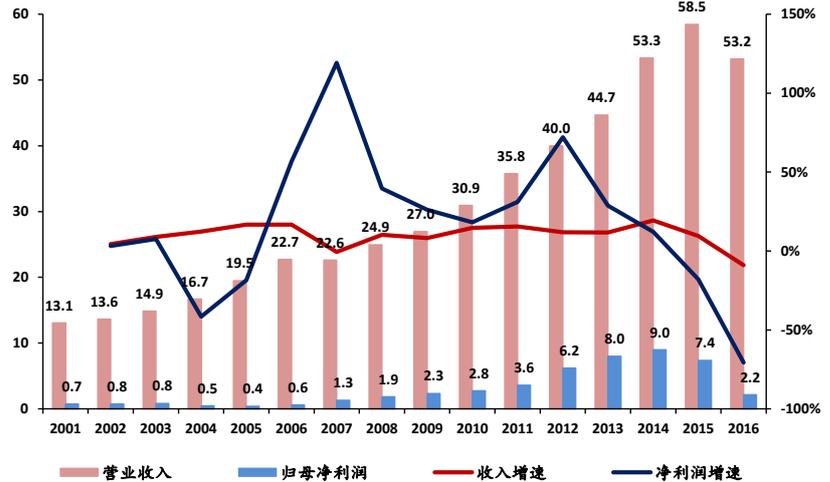
公司与国内外 38 家行业内知名的企业建立稳定、可持续的 OEM/ODM 业务合作。OEM 外协供应商是对中央工厂和海南工厂在产能上的有效补充，而 ODM 业务主要是作为公司产品创新能力外延及补充，推动公司新技术引进加速，助力公司各品牌业务外延式增长。

新气象之“提效率”：费用结构优化，净利率有望触底回升

代理业务减少+产品结构调整，毛利率趋于稳定

- 2001-2015 年公司收入保持稳健增长，期间 CAGR 约 11.3%（若剔除花王在 2013-2016 年的收入影响的 CAGR 为 9%）。净利润波动较大，期间 CAGR 达 18%（若剔除花王的净利润影响，CAGR 为 17%）。

图表 33：2001-2016 年公司收入和净利润以及增速（单位：亿元、%）

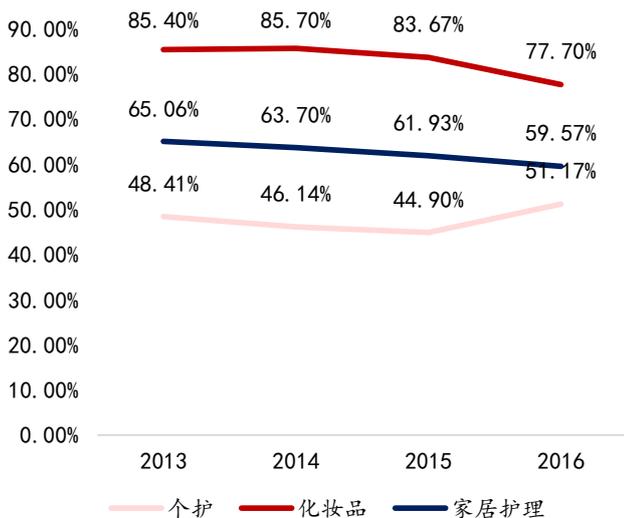


来源: Wind, 中泰证券研究所 注: 2015年净利润为不考虑公司出售江阴天江药业23.84%股权后确认的投资收益17.35亿元、对应的净利润影响为14.73亿元

- 2001-2013年, 公司毛利率较高的核心品牌佰草集和六神快速成长, 毛利率持续攀升至62.96%; 2013年公司开启花王代理业务, 随着毛利率较低的代理业务占收入比例的增加(2015年占23%), 期间毛利率受影响下降至59.18%。合作于2016年年底终止, 毛利率自2016Q1企稳改善, 2017H1达69.92%(Q1/Q2分别为72.36%/67.42%, Q2下降主要由于新渠道低毛利率产品以及促销赠品扣减毛利影响)。

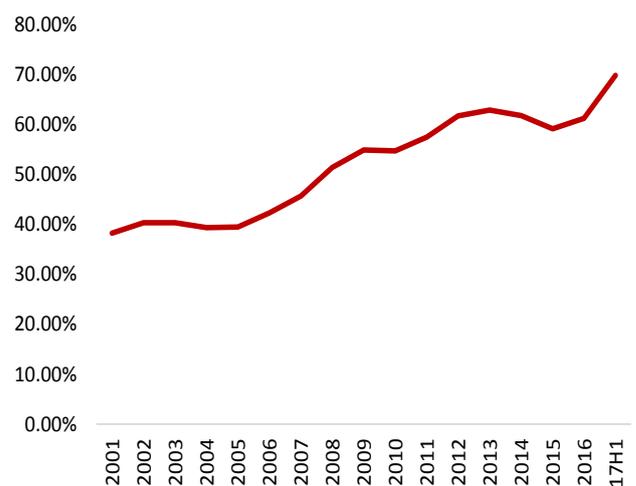
从品类来看, 化妆品毛利率更高, 家居护理品类次之, 日化毛利率较低, 2016年毛利率更高的化妆品品类销售贡献提升, 带动整体毛利率上行。

图表 34: 2013-2016 年公司三大品类的毛利率 (单位: 亿元、%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 35: 2001-2016 年公司毛利率 (单位: %)



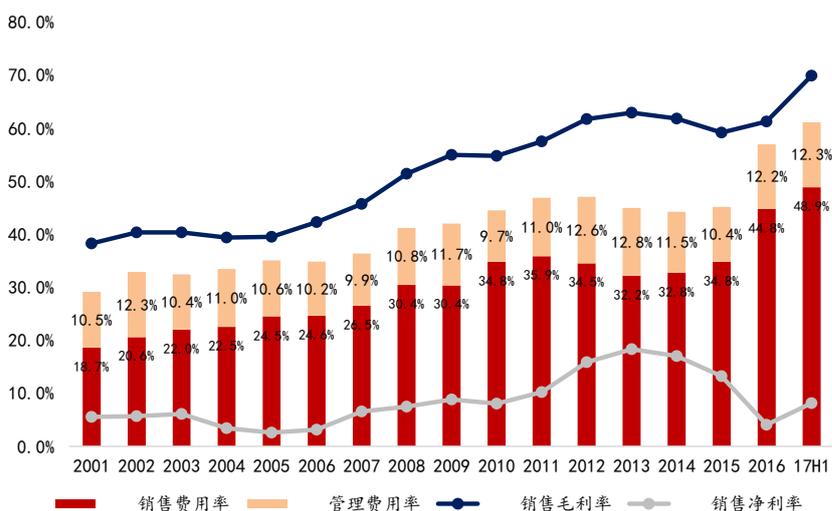
来源: Wind, 中泰证券研究所

营销费用和人工成本大幅提升, 净利率触底回升

- 公司净利率从 2001 年的 5.6% 提升至 2013 年的 18.3%，2014-2016 年净利率持续下行，不仅是由于业务结构调整带来的毛利率下降，还有逐年增加的销售费用，其中增加最多的是营销费用和工资和劳务费用（分别占整体销售的 68%/20.7%），2014-16 年营销费用分别增长 31%/13%/23%、工资费用分别增长 31%/33%/30%。

2017 年公司开启费用管控和结构性优化，成效在中报已略有体现。销售费用同增 12.1%，其中工资和劳务费用同比下降 12.76%、营销费用同增 17% 主要由于公司增加品牌推广投入，包括为多个品牌聘请新代言人（华晨宇代言六神、刘涛代言佰草集）。管理费用同增 9.36%，其中公司和劳务费同增 5.8%，属于合理增长；因租用新办公场地致办公费用同增 121%。由上可见，公司在营销、研发等必要费用中较为灵活，在薪酬、劳务、差旅等费用较为严谨。若该趋势延续，则公司费用率有望得到控制并恢复至常规水平。

图表 36：2001-2016 年公司毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率（单位：%）

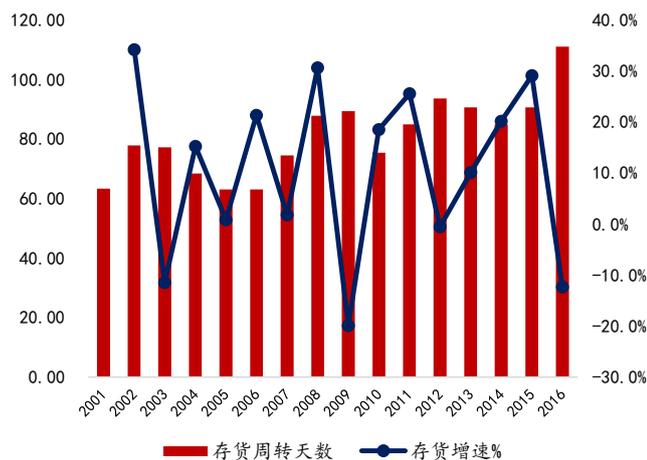


来源：Wind，中泰证券研究所 注：2015 年净利润为不考虑公司出售江阴天江药业 23.84% 股权后确认的投资收益 17.35 亿元、对应的净利润影响为 14.73 亿元

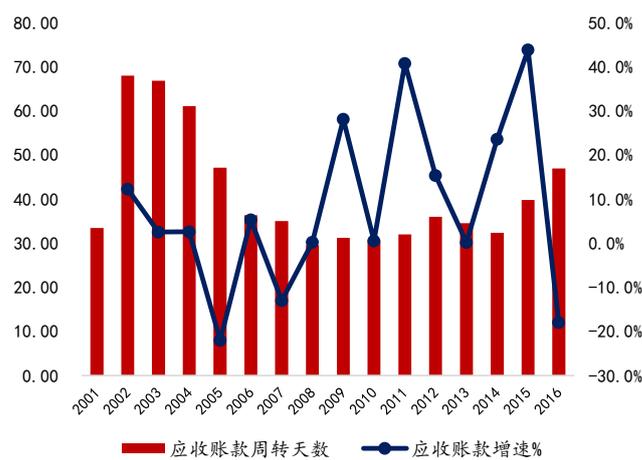
- 库存有所改善，应收账款周转稳定。2016 年存货同降 10%、2017 年上半年基本较同期持平，存货周转天数较 Q1 环比减少 10 天。渠道库存方面，根据草根调研佰草集在渠道的库存周转天数自 2016 年底起逐步改善，现在基本接近行业平均水平。

图表 37：2001-2016 年公司存货增速和存货周转天数（单位：天、%）

图表 38：2001-2016 年公司应收账款增速和应收账款周转天数（单位：天、%）



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

盈利预测和估值评级

盈利预测

- **收入:** 假定 Tommee Tippee 年内完成并表(且为同一控制下企业合并), 预计公司 2017-2019 年收入分别为 63.23/71.8/82.7 亿元, 同增 44.49%/13.52%/13.89%。如果不考虑 TP 并表和 2016 年花王业务, 预计收入 48.6/71.8/82.7 亿元、增速分别为 11%/14.5%/16%。分品牌看,
 - **佰草集:** 推出多个新品系列, 产品力强化搭配多元营销(APP/热门电视剧 IP/网红等)、首次启用刘涛代言, 品牌形象焕发新生。预计品牌将进入双位数增长阶段。
 - **六神:** 明确年轻化路线, 上半年劲凉 CP 销售同增 57%, 小鲜肉代言和社交媒体营销策略效果良好。考虑到目前六神在花露水、清爽沐浴露等品类中市占率分别达 73%/27%, 核心产品拥有垄断地位, 预计后续进入高单位数的平稳增长期, 2020 年有望达 20 亿收入。
 - **高夫:** 品牌策略上采用“精准圈层+营销创新”的方式, 打造网红爆款产品吸引流量。高夫本身在产品力上具有明显的先发优势, 营销策略明确后将为后续增长助力, 预计未来三年 CAGR 达 20%。
 - **美加净:** 在护手霜和面霜的细分品类中已经奠定了一定品牌基础和认可度, 近两年美加净面临品牌老化的困境和调整, 2017H1 美加净开启品类升级战略, 预计后续有望发力增长, 到 2020 年有望贡献 5 亿收入 (CAGR=15%)。
 - **启初、家安、玉泽:** 三大品牌分别在婴幼儿护理、家居护理、药妆细分品类中拥有较高的产品认可度和品牌认知度, 目前启初在婴儿面霜和沐浴露的份额中已排名第二, 分别为 10.5%/4.6%。三大品牌均潜力较大, 预计未来三年 CAGR 分别为 26%/36%/36%。
 - **Tommee Tippee:** 公司收购 Tommee Tippee 后高效落地, 目前已

经进入部分母婴渠道，根据公告，TP 品牌 2017/2018/2019 年分别贡献 14.63/16.158/17.28 亿元，预计到 2020 年有望达 20 亿，CAGR 为 10%。

- 一花一木/茶颜/双妹等：2017 年 6 月一花一木首批产品进入 CS 渠道，有望开启新增长；茶颜和双妹尚在培育阶段。

图表 39：2016-2020E 公司收入的品牌拆分预测（单位：亿元）

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
佰草集	18	19	21	23	27
增速%		6%	11%	10%	17%
六神	15	16	17	18.5	20
增速%		7%	6%	9%	8%
高夫	4.5	5.5	7	8.5	10
增速%		22%	27%	21%	18%
美加净	3	3.3	4	4.5	5
增速%		10%	21%	13%	11%
启初	1.1	1.5	2	2.5	3
增速%		36%	33%	25%	20%
家安	0.95	1.2	1.5	2.5	3
增速%		26%	25%	67%	20%
玉泽	0.7	1.2	1.5	2.5	3
增速%		71%	25%	67%	20%
Tommee Tippee*	6.41	14.63	16.15	17.28	20
增速%		128%	10%	7%	16%
一花一木					
茶颜	0.12	0.5	1.2	2	3
双妹					
其他业务收入	0.39	0.4	0.43	0.46	0.5
总收入	43.76	63.23	71.78	81.74	94.50
增速%		44.49%	13.52%	13.88%	15.61%
增速%-家化（不考虑TP和花王）		11.06%	14.47%	15.87%	15.58%

来源：Wind，中泰证券研究所 注：(1) Tommee Tippee 2016 年的 6.4 亿收入仅涵盖 2016 年 4 月-12 月。(2) 2016 年收入为剔除花王 9.45 亿收入的口径，若以 2016 年报表收入口径计算，2017 年收入增速为 18.83%

- **毛利率：**公司各品牌中毛利率较高的是佰草集和高夫（大约 80%+），六神约 60%左右，家安毛利率在 50%-60%左右，Tommee Tippee 在 50%左右。预计取消花王代理业务后，公司毛利率将在 65%-70%左右；考虑到 TP 毛利率低于现有品牌的整体毛利率水平，且收入占比较大，恐对整体毛利率水平有所影响，预计 2017/2018/2019 年毛利率分别为 64.2%/64.5%/64.6%。
- **销售费用率：**结构优化，预计 2017/2018/2019 年分别为 45.6%/43%/40.7%。具体拆分来看，销售费用主要成分是营销费用和工资福利（占 80%）。公司对销售费用严控，预计公司现有品牌营销费用和工资费用增速将放缓；另一方面，根据公司公告，TP 品牌 2017/2018 年或有 3.6/4 亿人民币销售费用并表，其中 1.9/2 亿用于营销。综上预计 2017-19 年整体销售费用率有望持续下降。

管理费用率：由上分析，同理预计未来管理费用率将稳中有降，预计 2017/2018/2019 年分别为 13%/12.4%/11.6%。

- 综合来看，公司 2017-19 年净利润分别为 3.64/6.25/8.77 亿、同增 68.5%/71.6%/40.4%、对应净利率 5.76%/8.7%/10.73%、EPS0.54/0.93/1.23 元。其中 TP 品牌贡献 0.08/0.26/0.51 亿元；家化现有品牌贡献 3.56/6/8.3 亿元（净利率 7.3%/10.8%/12.8%）。

估值评级

- 按照 DCF 估值法，假设永续增长率为 2%、股票市场风险溢价为 9%，则 WACC 为 10.56%，再针对加权平均资本成本和永续增长率，进行敏感度分析，得出估值区间 36.32-42.86 元。

图表 40：WACC 假设和计算（单位：亿元人民币）

WACC 计算假设		股权价值计算过程	
无风险利率	2.70%	现金流现值	85.74
风险溢价	10.00%	终值现值	149.67
债务成本	5.50%	企业价值	235.41
税率	25.00%	货币资金	23.30
股票 beta	1.00	长期股权投资	1.18
股权成本	12.70%	总资产价值	259.90
债权比例	25.00%	债务价值	0.00
股权比例	75.00%	股权价值	259.90
WACC	10.56%	总股数	6.73
TV 增长率	2.00%	每股价值	39.32

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 41：WACC 和永续增长率敏感度分析（单位：元）

TV	WACC						
	9.1%	9.6%	10.1%	10.56%	11.1%	11.6%	12.1%
1.4%	46.49	43.18	40.27	37.70	35.41	33.36	31.52
1.6%	47.32	43.88	40.87	38.22	35.86	33.75	31.86
1.8%	48.20	44.62	41.50	38.75	36.32	34.15	32.21
2.0%	49.12	45.40	42.16	39.32	36.81	34.57	32.58
2.2%	50.11	46.22	42.86	39.91	37.32	35.01	32.96
2.4%	51.15	47.09	43.59	40.53	37.85	35.47	33.35
2.6%	52.25	48.01	44.36	41.18	38.40	35.95	33.77

来源：Wind，中泰证券研究所

- **相对估值法：**由于公司正处于经营调整期，净利率水平处于异常区间，故考虑采用 PS 作为相对估值指标。考虑到公司在本土化妆品集团中的龙头地位，参考海外龙头，给予公司 2017 年 3.5-4 倍 PS（以考虑了 Tommee Tippee 2017 年收入的备考情况测算），对应估值区间 32.86-37.56 元。

结合 DCF 估值和敏感度分析以及相对估值法，得出公司合理估值区间 36.32-37.56 元，首次给予“买入”评级。

图表 42：海外化妆品集团的收入、净利润、市值（单位：亿元人民币）

	市值	2016 年收入	2016 年净利润	2016 净利率	2017PS
宝洁	15749	4341	98.6	2.27%	3.8
欧莱雅	7717	2108	43.4	2.06%	3.8
雅诗兰黛	2481	773	11.1	1.44%	3.4
资生堂	1105	550	2.39	0.43%	2.1
爱茉莉太平洋	1067	322	28.81	8.94%	3.5

来源：Wind，中泰证券研究所

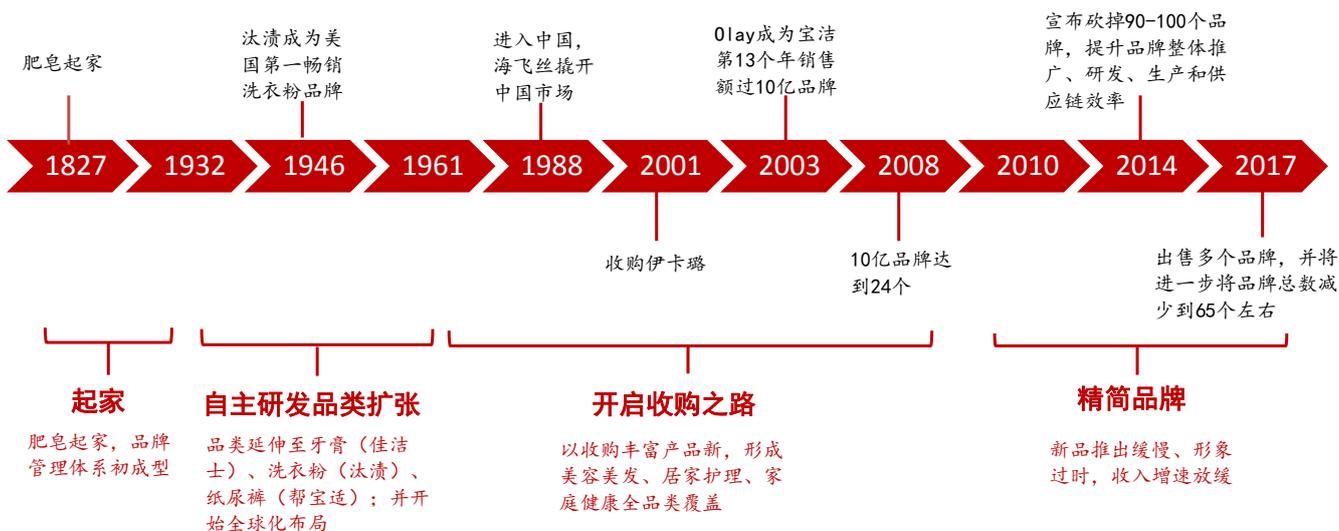
风险提示

- **海外品牌涌入，行业竞争加剧。**近年来化妆品行业技术升级，进入门槛降低，品牌数量激增，集中度下降，尤其是日韩小众品牌具有强劲爆发力，行业竞争日趋激烈为公司旗下多品牌市场拓展带来挑战。
- **CS 渠道增速放缓，品牌增长受影响。**近两年 CS 渠道爆发增长，CS 连锁品牌渠道数量快速增长，后续拓展空间恐逐步减少，CS 渠道增速恐有所放缓，但仍是化妆品行业重要的渠道之一。
- **公司费用管控效果不达预期。**公司 2017 年起严控费用、优化结构，考虑到实际执行过程中实现品牌渠道拓展和注重营销难以费用控制平衡，费用管控效果存低于预期风险。

附录：海外化妆品龙头案例——宝洁发展史

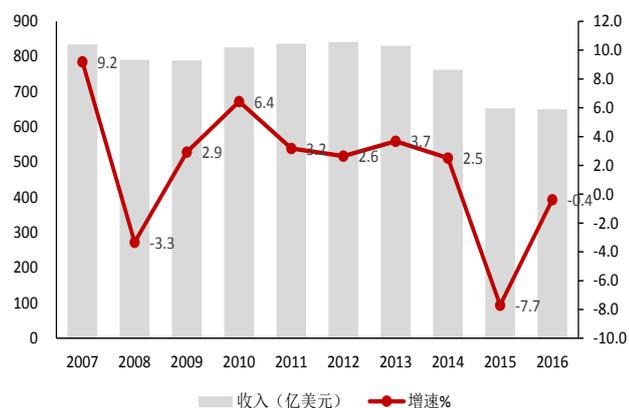
- **从宝洁的一百多年发展历史中，我们将其浓缩为四大关键的发展阶段：**
 - **品牌管理系统萌芽。**公司于 1827 年成立，以卖肥皂起家，成功推出各品牌肥皂。此期间每一品牌均有独立的营销团队负责的品牌管理体系萌芽。
 - **自主研发扩张品类，开启全球化布局。**公司通过不断研发创新，将品类延伸至牙膏（佳洁士）、洗衣粉（汰渍）、纸尿裤（帮宝适）等领域，汰渍于 1946 年成为全美最畅销洗衣粉品牌。同起，公司开始全球化布局（菲律宾、墨西哥、法国等）。
 - **收购开启，实现全品类覆盖。**从 1963 年收购咖啡公司 J.A. Folger & Co 开始，开启其并购之路。四十多年间收购伊卡璐、蜜丝佛陀、吉利等品牌，实现日常生活家居领域全覆盖。公司 1988 年进入中国。
 - **精简品牌。**因同类型品牌过多（导致相互竞争）、新品推出缓慢、且形象过时（消费升级下没能抓住年轻客户），公司自 2011 年起收入增速开始下滑。因此公司于 2014 年宣布砍掉 60-100 个鸡肋品牌，保留贡献 95% 利润的 70-80 个核心品牌，尤其侧重于“女性”“婴儿护理”和“家居”等门类。

图表 43: 历史沿革



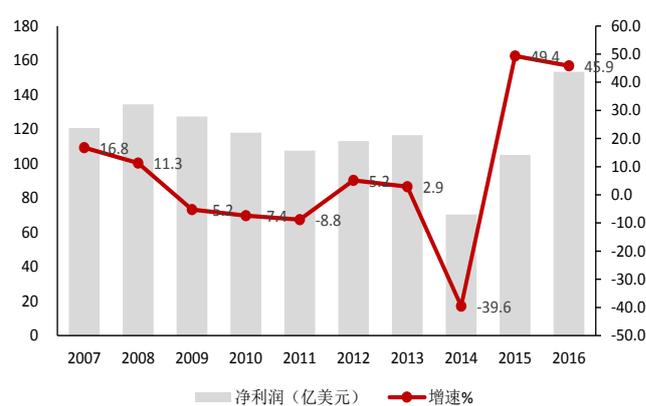
来源: 中泰证券研究所整理

图表 44: 2007-2016 年宝洁收入及增速 (亿美元)



来源: Wind, 中泰证券研究所, 以上年份为财年(次年6月底)

图表 45: 2007-2016 年宝洁净利润及增速 (亿美元)



来源: Wind, 中泰证券研究所, 以上年份为财年(次年6月底)

图表 46: 财务报表

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F		2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	5,846	5,321	6,323	7,178	8,174	货币资金	3,477	2,330	2,529	3,274	4,150
营业成本	2,386	2,061	2,265	2,546	2,898	存货	677	594	623	576	599
毛利率	59.18%	61.26%	64.19%	64.53%	64.55%	应收账款	762	625	732	762	789
营业税金及附加	53	55	63	72	82	其他流动资产	2,010	1,864	2,035	2,120	2,190
营业费用	2,035	2,384	2,886	3,084	3,328	流动资产	6,926	5,413	5,920	6,732	7,728
营业费用率	34.81%	44.81%	45.64%	42.96%	40.72%	固定资产	224	207	193	180	167
管理费用	605	647	823	887	945	长期股权投资	118	205	205	205	205
管理费用率	10.35%	12.16%	13.01%	12.35%	11.56%	无形资产	334	318	318	318	318
财务费用	-49	-69	-70	-71	-73	其他长期资产	557	1,490	1,540	1,623	1,695
财务费用率	-0.84%	-1.29%	-1.11%	-1.00%	-0.89%	非流动资产	1,233	2,219	2,256	2,326	2,385
投资收益	1,787	21	90	127	124	资产总计	8,159	7,632	8,176	9,058	10,112
营业利润	2,576	273	432	773	1,103	短期借款	0	0	2	0	0
营业利润率	44.06%	5.13%	6.83%	10.77%	13.49%	应付账款	641	485	564	685	837
营业外收入	38	56	57	63	69	其他流动负债	1,438	1,419	1,482	1,648	1,793
营业外支出	2	39	4	3	3	流动负债	2,079	1,904	2,047	2,333	2,630
利润总额	2,611	291	485	833	1,169	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	401	75	121	208	292	其他长期负债	352	464	610	769	912
所得税率	15.37%	25.66%	25.00%	25.00%	25.00%	非流动性负债	352	464	610	769	912
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	2,431	2,368	2,657	3,102	3,542
归属于母公司股东的净利润	2,210	216	364	625	877	股本	674	673	673	673	673
净利率	37.80%	4.06%	5.76%	8.70%	10.73%	资本公积	1,092	1,087	1,087	1,087	1,087
每股收益(元)(摊薄)	3.28	0.32	0.54	0.93	1.30	股东权益合计	5,729	5,264	5,519	5,956	6,570
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						负债股东权益总计	8,159	7,632	8,176	9,058	10,112
						比率分析					
							2015	2016	2017F	2018F	2019F
						增长率 (%)					
						营业收入	9.6	-9.0	18.8	13.5	13.9
						营业利润	129.4	-89.4	58.1	78.9	42.7
						净利润	146.1	-90.2	68.5	71.6	40.4
						利润率 (%)					
						毛利率	59.2	61.3	64.2	64.5	64.5
						EBIT Margin	13.1	3.3	4.5	8.2	11.3
						EBITDA Margin	13.9	4.3	5.0	8.7	11.7
						净利率	37.8	4.1	5.8	8.7	10.7
						回报率 (%)					
						净资产收益率	38.6	4.1	6.8	10.9	14.0
						总资产收益率	27.1	2.8	4.6	7.2	9.1
						其他 (%)					
						资产负债率	29.8	31.0	32.5	34.2	35.0
						所得税率	15.4	25.7	25.0	25.0	25.0
						股利支付率	30.2	31.2	30.0	30.0	30.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。