

拉芳家化(603630)

国民日化品牌涉足社交电商，切入新模式拥抱消费升级

增持(首次)

2017年09月19日

证券分析师 马莉
 执业证书编号：
 S0600517050002
 021-60199793
 mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦
 执业证书编号：
 S0600517070001
 chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川
 执业证书编号：
 S0600517050003
 linjch@dwzq.com.cn

研究助理 张娴静
 zhangxj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,048.98	1018.83	1129.59	1240.06
同比(%)	6.53%	-2.87%	10.87%	9.78%
净利润(百万元)	149.47	145.96	171.24	197.10
同比(%)	4.65%	-2.34%	17.32%	15.10%
毛利率(%)	59.19%	60.33%	61.66%	62.62%
ROE(%)	19.53%	11.32%	9.38%	9.81%
每股收益(元)	1.14	0.84	0.98	1.13
P/E	37.01	37.90	32.31	28.07
P/B	6.59	3.18	2.90	2.62

投资要点

■ **投资宿迁百宝布局社交电商，切入新模式新渠道拥抱消费升级。**拉芳家化9月8日发布公告，以1.095亿对宿迁百宝增资20%股权，进入母婴行业微信公众号运营、社交电商领域，同时公司享有优先认购权，在社交电商上的布局值得期待。宿迁百宝依托在母婴类微信公众号上生产优质内容的能力聚拢一批高粘性的垂直粉丝群，再通过其选品能力和商品变现能力实现盈利。此外，拉芳通过这一投资有望进一步在新产品的研发、产品品类拓展乃至孵化新品牌上获得协同，稳步提升销售业绩。

■ **多层次品牌结构，民族形象鲜明。**公司坚持大众化的市场定位，针对国内消费者需求，提供物美价廉的洗护产品，持续打造知名民族品牌。同时通过多层次品牌结构发挥协同效应，实现资源合理配置。“拉芳”具有较高的市场知名度和品牌影响力，代表公司的整体形象。公司以此为依托逐步打造“雨洁”、“美多丝”等多个品牌，形成多层次品牌结构。根据 Nielsen 统计数据显示，2015年拉芳在我国的洗发水市场市占率居民族品牌第一。

■ **公司大力拓展商超渠道，线上渠道成为增长新驱动。**公司目前正通过大力拓展商超渠道布局中高端市场。拉芳通过在天猫等电商平台不断投入，收入获得快速增长，成为公司整体收入增长的重要驱动力。随着公司在营销宣传上的持续投入，其未来线上渠道依旧有望保持快速的增长。

■ **盈利预测与投资建议：**公司日化用品主业发展稳健，新品牌增长快速；然而由于渠道建设带动下销售费用的快速增长，我们预计公司原有主业净利润增长较为平稳，17/18/19年归母净利润预计分别为1.46亿/1.71亿/1.97亿元，对应目前市值PE为37/32/28倍。另一方面，考虑到公司较高的股权激励解锁条件，我们认为公司将在社交电商领域持续布局，以此发展出新的业绩增长点。考虑到社交电商在当前消费升级趋势下较为广阔的市场空间，我们对公司的未来发展较为乐观，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：日化用品需求不及预期；社交电商外延扩张进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.72
一年最低/最高价	26.48/72.57
市净率(倍)	3.43
流通A股市值(百万元)	1385

基础数据

每股净资产(元)	9.27
资本负债率(%)	9.70
总股本(百万股)	174
流通A股(百万)	44

目 录

1. 日化用品民族品牌，初登资本市场.....	4
2. 投资宿迁百宝布局社交电商，切入新模式新渠道拥抱消费升级.....	4
2.1. 行业状况：微信社交流量变现的黄金时代，内容电商方兴未艾.....	5
2.1.1. 用户时间聚集在微信端，流量创造价值有待挖掘.....	5
2.1.2. 微信生态下多种变现模式，资本化正当时.....	5
2.1.3. 新兴消费人群孕育母婴电商行业机会，社交电商优势突出.....	6
2.2. 宿迁百宝：构建母婴及泛女性公众号矩阵，成长性及盈利性俱佳.....	8
2.2.1. 依托优质内容聚拢粉丝，打造母婴类公众号矩阵，自带流量降低销售成本.....	8
2.2.2. 精选产品提升购物效率，有一定品牌推广及供应链议价能力.....	9
2.2.3. 促进粉丝转化，按人群及生活方式划分，产品销售品类不断拓展.....	9
3. 日化品牌主业：品牌及渠道仍为核心竞争力.....	10
3.1. 品牌知名度领跑国内日化行业.....	10
3.2. 全渠道布局销售网络，电商、商超渠道快速增长.....	12
3.2.1. 传统经销商渠道保持稳定态势.....	12
3.2.2. 大力拓展商超渠道，提升中高端市场覆盖面.....	12
3.2.3. 线上渠道成为增长新驱动.....	13
4. 财务分析：高毛利产品推广带动毛利率提升，营销费用增长净利率保持稳定.....	14
4.1. 收入端：新渠道、新品牌成为增长驱动力.....	14
4.1.1. 渠道结构优化，商超、电商及零售渠道收入贡献度稳步提高.....	15
4.1.2. 核心品牌“拉芳”稳定增长，中高端品牌“美多丝”高速发展.....	15
4.2. 销售渠道结构变动、中高端洗护产品销售提升带动毛利率稳步提高.....	16
4.3. 期间费用以销售费用为主，费用率受渠道扩展和市场推广影响有所上升.....	17
5. 盈利预测与投资建议：新品牌发展保持主业稳健增长，社交电商业未来发展值得期待.....	18
5.1. 日化用品主业新品牌带动下保持稳健增长.....	18
5.2. 进军社交电商、发布股权激励，为未来快速增长打开空间.....	18
5.3. 可比估值与投资建议.....	19

图表目录

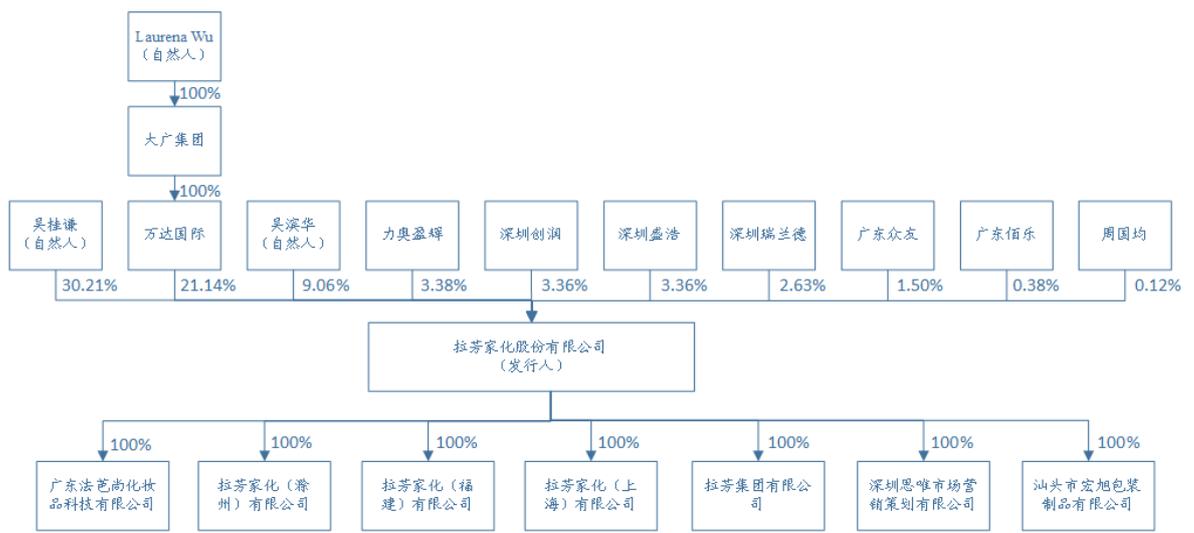
图表 1: 公司股权结构.....	4
图表 2: 微信占据移动互联网时代用户主要时间.....	5
图表 3: 公众号类型多样.....	6
图表 4: 公众号及母婴电商资本化主要事件.....	6
图表 5: 母婴电商潜力较大.....	7
图表 6: 小小包麻麻微信公众号活跃度较高, 文章阅读量高.....	8
图表 7: 小小包麻麻电商销售示意图.....	9
图表 8: 2015 年国内洗发水市场销售额市占率排行榜.....	10
图表 9: 公司品牌矩阵.....	11
图表 10: 公司投放广告费费用 (百万).....	12
图表 11: 经销渠道收入及占比 (百万).....	12
图表 12: 商超渠道收入及占比 (百万).....	13
图表 13: 服装上市公司线上、线下收入、占比及增长速度.....	13
图表 14: 电商收入情况.....	14
图表 15: 公司电商费用情况.....	14
图表 16: 收入按渠道拆分.....	15
图表 17: 收入按品牌拆分.....	15
图表 18: 毛利率按渠道拆分.....	16
图表 19: 毛利率按产品拆分.....	17
图表 20: 渠道费用率行业对比.....	17
图表 21: 拉芳家化净利润.....	17
图表 22: 拉芳各品牌收入情况.....	18
图表 23: 可比公司估值.....	19

1. 日化用品民族品牌，初登资本市场

主品牌“拉芳”已成为中国民族日化用品领导品牌。拉芳家化主要从事日用化学产品的研发、生产与销售，目前旗下拥有“拉芳”、“雨洁”、“美多丝”等品牌，涵盖洗发水、护发素、沐浴露、香皂、膏霜等产品。公司自成立以来，一直致力于打造中国日化产品的民族品牌，力争让消费者用上物美价廉的民族产品。公司于2017年3月13日上市，发行价18.39元/股，对应市值32.07亿。2017上半年，公司营业收入4.30亿，同比下降11.7%，净利润0.53亿，同比下降12.3%。

实际控制人持股比例**60.41%**。公司于2017年3月13日首次公开发行股票4,360万股，发行后总股本17,440万股。目前公司实际控制人为吴桂谦、吴滨华及Laurena Wu，吴滨华及Laurena Wu为吴桂谦之女。截至目前，吴桂谦直接持有公司30.21%的股份，吴滨华直接持有公司9.06%的股份，Laurena Wu持有大广集团100%的股权，该公司通过全资子公司万达国际间接持有公司21.14%的股权。吴桂谦、吴滨华及Laurena Wu三人为一致行动人，并已签署《一致行动协议》，合计持有公司股份10,535.94万股，占公司总股本比例为60.41%。

图表 1: 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2. 投资宿迁百宝布局社交电商，切入新模式新渠道拥抱消费升级

拉芳家化9月8日发布公告，以1.095亿对宿迁百宝增资20%股权，进入母婴行业微信公众号运营领域。宿迁百宝主营母婴、女性自媒体社群和电商业务，通过在微信公众号上撰写优质文章低成本聚拢精准粉丝、向粉丝提供优质服务提升粘度，并依托忠实粉丝群体的高转化率实现婴幼儿用品、女性用品的规模化销售。

宿迁百宝通过自建、控股、参股等形式自主或联合运营了包括“小小包麻麻”、“说说咱家娃”、“宝宝营养辅食”在内的十余个母婴、女性类微信公众号，覆盖800多万精准粉丝，内容覆盖育儿知识、育儿用品评测、图书（故事、英语）、教育、医疗等细分领域。2016年公司收

入 1.06 亿，净利润 75 万；2017H1 收入 1.44 亿，净利润 203 万。宿迁百宝产生的净利润按照投资收益计入公司损益表。

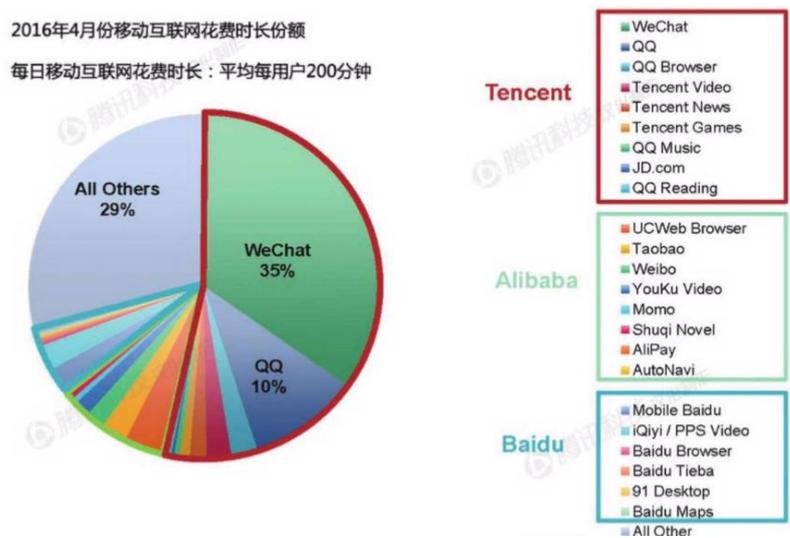
宿迁百宝承诺：1、2018 年度归属于母公司所有者的净利润合计达到 3000 万元（“承诺业绩 1”）或 2、目标公司 2017、2018 年度归属于母公司所有者的净利润合计将达到 4500 万元（“承诺业绩 2”）或 3、目标公司【2017】年度、【2018】年度实现的营业收入合计将达到 9 亿元（承诺业绩 3）（“承诺业绩 1”和“承诺业绩 2”和“承诺业绩 3”统称为“承诺业绩”，为避免歧义，其实现上述承诺业绩 1 或承诺业绩 2 或承诺业绩 3 中的任何一项即视为完整的完成了业绩承诺）

2.1. 行业状况：微信社交流量变现的黄金时代，内容电商方兴未艾

2.1.1. 用户时间聚集在微信端，流量创造价值有待挖掘

移动互联网时代，用户时间从传统媒体转向互联网媒体，由 PC 端转向移动端。参考 CNNIC 的数据，中国移动互联网用户数为超过 10 亿，平均每天接触媒体有效时间为 5.8 小时。用户对社会化媒体产品的粘性逐步提升，从单用户使用时长角度来看，微信单用户时长约为 60 分钟，月活超过 9 亿，无论是从用户数量和用户粘性上都远超其它 APP。

图表 2：微信占据移动互联网时代用户主要时间



资料来源：《全球互联网报告》，东吴证券研究所

微信作为一个重要的流量入口，在网民数量增速放缓的背景下，对其流量的深入挖掘具有重要意义。微信在一线城市渗透率较高，对核心用户群体的覆盖高达 93%，用户年龄主要集中在 15-40 岁，覆盖了主流核心人群，相关价值有待挖掘。

2.1.2. 微信生态下多种变现模式，资本化正当时

参考腾讯官方的数据，公众号目前总量在 1000 万-2000 万，日均 PV 约为 30 亿，粉丝数量过 500 万的公众号约百余个。典型公众号类型可分为以下几类：

图表 3: 公众号类型多样

公众号类型	典型代表
媒体资讯类	人民日报、虎嗅网、36kr
企业服务类	顺丰速运、微信路况
综合 IP 社区类	同道大叔、卡娃微卡、罗辑思维
订阅号偏广告变现类	咪蒙、深夜发嗤
订阅号偏电商类	小小包麻麻、年糕妈妈、一条
付费阅读类	超阅小说、原创书殿

资料来源: 微信公众平台, 东吴证券研究所

微信生态下的商业模式逐步受到认可, 逐步走向 A 股, 目前已有多个公众号运营商获得资本投资。

图表 4: 公众号及母婴电商资本化主要事件

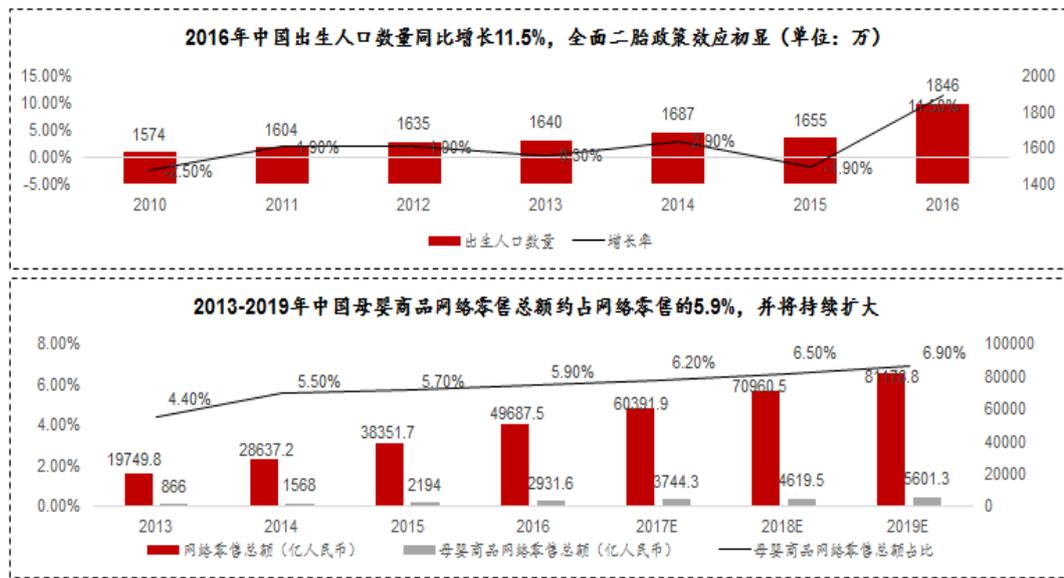
项目	概述	投资机构	额度	投资轮次	投资时间
年糕妈妈	母婴类公众号, 销售母婴产品、发展综合社群等	经纬中国 紫牛基金	数千万元	A 轮	2016.02
凯叔讲故事	公众号+APP, 优质儿童故事	新东方、浙报传媒、艾瑞资本	9000 万, 对应 5 亿估值	B 轮	2017.6
平治信息	付费小说阅读类公众号矩阵, 自有阅读平台	A 股上市	59 亿市值	已上市	2016.12
同道大叔	IP, 公众号, 微博, 社群, 线下咖啡店等	美盛文化	2.2 亿元, 对应 3 亿元估值	-	2016.12

资料来源: 微信公众平台, 东吴证券研究所

2.1.3. 新兴消费人群孕育母婴电商行业机会, 社交电商优势突出

85、90 后一代伴随互联网成长, 对电商渠道接受程度较高。较早的母婴电商是 2003 年成立的红孩子, 开创了母婴产品目录直销和网购的先河, 渠道也逐步扩展到母婴店、大卖场、便利店、阿里京东销售等。“二胎”政策催生了新一代婴儿潮, 90 后新生代父母消费观念升级, 整体母婴市场孕育着品牌和渠道双升级的巨大机会。

图表 5: 母婴电商潜力较大



资料来源：《2017年互联网母婴市场综合分析报告》，东吴证券研究所

母婴电商平台的销售模式也较为多样化。

- **综合性平台如阿里、京东**，平台流量较大，商品种类多，但商品质量参差不齐，服务质量也不统一，对于消费者来讲，选择的压力较大，平台也缺乏更为人性化、生活化的产品介绍、应用场景等。
- **垂直类平台如宝宝树、辣妈帮**，新用户获取压力较大，成本高，是规模持续扩大的重要限制。
- **跨境进口电商平台，如贝贝网、洋码头等**，成长性较好，但由于品牌商较为强势，消费者对品牌较为忠诚，而不是平台，用户容易流失，同时跨境物流路径长，环节多，试用的场景有限。进口电商平台很难兼顾成长性与盈利性。
- **社交电商类**，有较强的内容制作能力，依托微信等平台依靠优质内容吸引粉丝，流量成本较低，与用户沟通交流较为密切，客户粘性较强，搭建社群，促进用户的沟通交流及商品的销售，发展势头良好。

对于商家而言，在社交电商的模式下，有望获取低成本的流量与高客户粘性，16年微博借助社交电商迅速发展。这就意味着更低的销售费用与更高的转化率、复购率，从而达到更高的效率，降低经营成本，获取优势。社交电商在16年比较典型的模式是微博大V/意见领袖如张大奕、安娜，拥有百万级别的粉丝，主打特定服装风格，通过微博与粉丝建立联系，借助微博橱窗上新，与粉丝互动，引导至淘宝店铺消费。相比传统淘宝店铺销售，网红店铺多了个重要的社交流量入口，整体排行在淘宝店铺中较为领先，更好的互动也提高了粉丝粘性，有利于增加转化率。

由于微博可以从中抽取一定比例交易佣金，淘宝店主在微博上也会有相应的营销预算，直接促进了微博收入的快速提升。16年微博营业收入7亿美元，同增37%，归母净利润约1亿美元，同比增长211%，股价16年迄今上涨约447%。

依托微信的社交电商也拥有着自己的发展优势。微博平台媒体属性更强，以明星、新闻、兴趣爱好等作为联结点；微信则更多是熟人社交的生态，公众号通过发布内容，与用户建立联系，有效解决了用户两大痛点：不知道买什么，不知道该信谁。公众号通过持续的优质内容输出，低成本获取用户，潜移默化中，用户较为认可其推荐的生活方式，相关的产品也经过团队仔细挑选，产品质量及服务相对较有保证，这就解决了消费者选品及信任度的问题。社交电商/内容电商相比传统的电商模式，依托较强的内容制作生产能力，充分挖掘社交流量，在用户获取及维系上都有一定的优势，尚处于蓬勃发展期，看好其未来发展空间。

2.2. 宿迁百宝：构建母婴及泛女性公众号矩阵，成长性及盈利性俱佳

2.2.1. 依托优质内容聚拢粉丝，打造母婴类公众号矩阵，自带流量降低销售成本

宿迁百宝通过自建、控股、参股等形式自主或联合运营了包括“小小包麻麻”、“说说咱家娃”、“宝宝营养辅食”在内的十余个母婴、女性类微信公众号，覆盖 800 多万精准粉丝。

以“小小包麻麻”为例，该公众号是母婴领域内粉丝规模最大的公众号之一，关注度超过 500 万，精准定位年轻妈妈人群，也是微信公众号 500 强之一，10w+ 阅读量的文章有 200 多篇。公众号相关疾病防治，酸奶、牛奶、尿不湿、蜡笔等产品测评，0-3 岁小孩喂养指导等主题和相关文章都有较高的阅读量和认可度，吸引了一大批认同“小小包麻麻”生活方式及推荐的产品的粉丝。

图表 6: 小小包麻麻微信公众号活跃度较高，文章阅读量高



资料来源：西瓜数据网，东吴证券研究所

除了“小小包麻麻”外，公司还自主或联合运营有“说说咱家娃”、“宝宝营养辅食”等公众号，形成了母婴及泛女性公众号的矩阵。借助公众号，可以实现与消费者的强联系，相当于获取了更为低价的流量，降低了流量成本。作为比较，天猫平台大部分产品的扣点率大约在5%左右，还需要投入直通车、品牌广告、钻展等营销费用以获得展示或靠前的排名，而通过公众号销售，则仅有0.6%的提现扣点。因此，通常情况下，公司通过团购活动推的促销产品价格比天猫、京东的常规销售价格略低，可以促进消费者购买。

宿迁百宝构建的是公众号矩阵，相比单一公众号而言，抗风险能力更强，不同公众号之间也可以相互推广。同时在供应链议价、物流仓储、资源招商等多个环节有望发挥规模经济优势，构筑竞争壁垒。

2.2.2. 精选产品提升购物效率，有一定品牌推广及供应链议价能力

“小包妈妈”本身就是母婴产品达人，每件产品都经过严格筛选试用，推出的产品都是精挑细选的，产品品质有保证，团购的价格也比较优惠，帮助消费者节约购物时间，提升购物效率，促进了销售转化。同时，相比在电商平台销售，公众号文章推荐的产品除了直接促进销售外，还有一定的品牌推广作用，品牌商也乐于合作，这样公司在供应链端有一定议价能力。宿迁百宝有望通过更优质平价的产品，更契合的选品，更高的销售转化率，形成良好的客户反馈，最终形成良性循环，连结供应链与消费端，提升产业链效率，取得快速成长。

2.2.3. 促进粉丝转化，按人群及生活方式划分，产品销售品类不断拓展

通过公众号销售，用户人群更为精准，同时也构筑了消费场景，刺激消费者进行购买，有望达到比阿里、京东更高的转化率。

以小小包麻麻为例，产品品类包括图书、宝宝辅食、喂养餐具、宝宝玩具、营养品、辣妈保养、健康食品、服装等，与传统电商购物不同，内容电商更多是按照消费人群、生活方式分类，销售产品的品类所受局限性较小，延展性较强。公司通过对供应链的组织，可以通过单一公众号销售多种不同的产品。公司与阳澄湖大闸蟹协会进行合作，16年团购蟹券1.5万份，约10万只螃蟹，17年有望再创新高。

图表 7: 小小包麻麻电商销售示意图



资料来源：小小包麻麻公众号及小程序截图，东吴证券研究所

因此，我们认为新粉丝的获取，对现有粉丝的深入开发，商品类目的拓展，在供应链端更强的议价能力，自有品牌的打造乃至自有平台的建设，都有望驱动宿迁百宝收入、利润的高速成长。

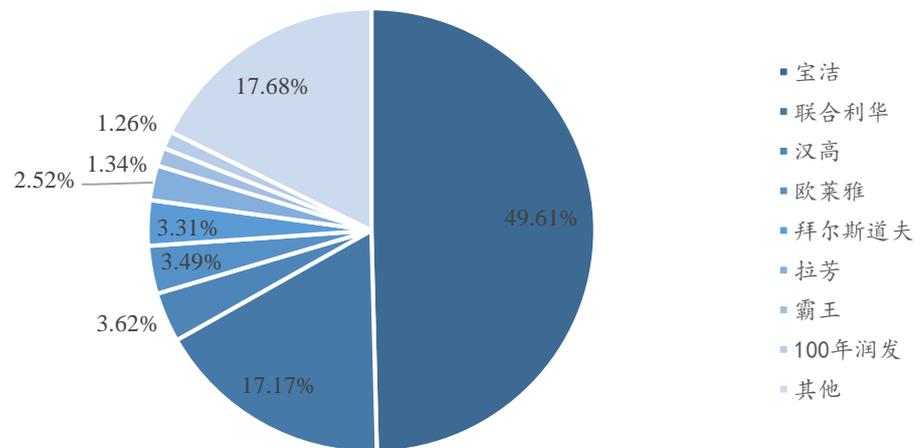
拉芳家化将充分利用标的宿迁百宝高度精准和垂直的粉丝群、优秀的内容生产能力、选品能力和商品变现能力，积极推动公司新产品的研发、产品品类拓展乃至孵化新品牌等工作，为公司打开新的发展空间。此外，公司将与标的公司积极探讨在电商内容生产、流量导入、粉丝经济等方面的合作空间，进一步增强电商渠道的销售能力，稳步提升销售业绩。

3. 日化品牌主业：品牌及渠道仍为核心竞争力

3.1. 品牌知名度领跑国内日化行业

主品牌“拉芳”销售额市场占有率行业第六，国内第一。公司自设立以来，一直专注于日化产品的研发、生产与销售。其中作为公司知名度最高、最为成熟的品牌，“拉芳”已成为我国民族洗护品牌的代表之一。根据 Nielsen 统计数据显示，2015 年拉芳在我国的洗发水市场销售额市占率位居民族品牌第一。

图表 8：2015 年国内洗发水市场销售额市占率排行榜



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

多品牌同时布局，力求覆盖多层次消费者。公司旗下目前拥有多个品牌，其中：“拉芳”是公司多年经营的核心品牌，定位为营养柔顺系列产品，旗下品类较多，涵盖洗发露、护发素、沐浴露、香皂等产品，品牌知名度高、影响力大，近年来收入维持稳定增长。该品牌代表了公司的整体形象，为公司其他品牌的推广提供了质量和信誉保证。

同时，公司以此为依托逐步打造“雨洁”、“美多丝”等多个品牌，形成多层次品牌结构。“雨洁”定位为头皮护理及去屑系列产品，产品主要包括洗发露和护发素。“美多丝”立足于修复细

分市场、定位中高端，近年来增长较快。

图表 9：公司品牌矩阵

品牌名称	LOGO	产品定位
拉芳		营养柔顺系列产品
雨洁		头皮护理及去屑系列产品
缤纯		为亚洲女性肤质开发设计的系列护肤产品
美多丝		头发受损修复系列产品
圣峰		口腔护理产品

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

同时为了持续巩固品牌竞争优势，公司通过全方位宣传策略提升品牌知名度。公司根据目标消费群体的特点设计鲜明的品牌形象，并以此为基础设计全方位的宣传策略提升品牌知名度。在品牌宣传方面，公司陆续聘请郑秀文、任贤齐、赵薇、杨幂、安以轩、孙红雷、唐嫣、刘诗诗等明星作为品牌代言人，提升了公司品牌知名度。同时，公司在产品包装形象方面不断创新，着力塑造差异化、个性化的品牌特性。

同时根据消费者媒体关注习惯多元化的发展趋势，公司选择电视、互联网、线下等多种媒体渠道推广公司的品牌及产品，形成电视媒体、互联网媒体及线下活动相结合的市场推广策略。

从广告费用看，公司持续保持着较高水平的广告费支出。报告期内，公司采用节目冠名、硬广投放、广告植入等多种方式在央视、江苏卫视、湖南卫视、东方卫视、广东卫视、腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆、芒果 TV 等大型电视或网络媒体进行品牌及产品的宣传与推广。2014 年至 2016 年公司广告推广费分别为 1.27 亿元、1.38 亿元和 1.45 亿元，呈逐期增长趋势，占

主营业务收入比例维持稳定。

图表 10: 公司投放广告费费用 (百万)

	2014	2015	2016
广告推广费用	127.39	137.56	144.56
YOY		7.98%	5.09%
占主营业务收入比例	13.69%	13.99%	13.80%

资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3.2. 全渠道布局销售网络, 电商、商超渠道快速增长

公司目前在全国 31 个省、直辖市及自治区均以建立销售渠道, 逐步形成以经销商和商超渠道为主, 辅以新兴电商渠道的全渠道立体营销组合。目前, 相较传统的经销商驱动, 公司在商场和电商渠道发展较快。

3.2.1. 传统经销商渠道保持稳定态势

公司主要通过经销商覆盖中小型超市、便利店及杂货店等销售网点。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。

14-16 年公司经销渠道的销售收入分别为 7.67 亿、7.67 亿和 7.42 亿元。占营业收入的比例超过 70%, 但是经销数量及占比在 2016 年均较 15 年有所下降。

图表 11: 经销渠道收入及占比 (百万)

	2014	2015	2016
经销渠道收入	767.32	766.74	741.57
YOY		-0.08%	-3.28%
占主营业务收入比例	84.47%	77.96%	70.78%
经销商数量	439	469	444
YOY		6.8%	-5.3%

资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3.2.2. 大力拓展商超渠道, 提升中高端市场覆盖面

在传统经销商渠道外, 公司目前正通过大力拓展商超渠道布局中高端市场。目前公司进入了包括沃尔玛、家乐福、易初莲花、乐购、欧尚、大润发等知名商超。作为少数能够进入商超渠道的民族品牌, 公司通过选取大型商场、超市作为销售载体, 在提升一、二线城市产品销量的同时展示品牌形象, 达到销售与宣传并举的目的。

报告期内公司商超渠道的销售收入分别为 1.48 亿、1.77 亿和 2.54 亿, 增速较快, 同时占比由 15.89%逐年增加至 24.20%。

图表 12: 商超渠道收入及占比 (百万)

	2014	2015	2016
商超渠道收入	147.81	176.96	253.61
YOY		19.72%	43.31%
占主营业务收入比例	15.89%	17.99%	24.20%

资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3.2.3. 线上渠道成为增长新驱动

传统品牌快速的线上销售增长逐渐成为消费行业的新趋势。从 17H1 服装品牌的线上销售情况来看, 传统服装品牌在 17 年上半年, 在天猫平台对传统品牌的政策倾斜以及线下流量的持续增长带动下, 均获得了极快的线上销售增长。

图表 13: 服装上市公司线上、线下收入、占比及增长速度

(单位: 亿元)	2016	2017H1
森马线下	85	32
YOY	3%	5%
线上	21	12
YOY	77%	51%
线上销售占比	20%	27%
安踏线下		60 亿+
YOY		15%+
线上		大约 10 亿
YOY		50%+
线上销售占比		14%左右
太平鸟线下	49.0	21.4
YOY	0%	5%
线上	13.0	6.7
YOY	46%	46%
线上销售占比	21%	24%
七匹狼线下	17	7.5 亿左右
YOY	低个位数增长	基本持平
线上	9	5
YOY	30%+	40%
线上销售占比	35%	40%
红蜻蜓线下	23.9	11.5
YOY	-6%	2%
线上	4.8	2.6
YOY	16%	31%
线上销售占比	17%	18%
富安娜线下	18	7.1

YOY	5%左右	基本持平
线上	5.1	2.5
YOY	34%	47%
线上销售占比	22%	26%
九牧王线下	21	10
YOY	-2%	12%
线上	2.1	1.2
YOY	29%	32%
线上销售占比	9%	11%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

同样作为传统线下品牌，拉芳在线上渠道也开始快速增长。具体到拉芳来说，其同样在天猫等大型电商平台开展销售。在公司不断强化与消费者的沟通、交流，及时掌握消费者的消费需求等努力下，公司线上销售同样出现了明显增长，成为了公司收入增长的重要驱动力。

图表 14：电商收入情况

(单位：百万元)	2014	2015	2016	2017H1
电商及零售渠道	15.3	39.9	52.6	46.8
YOY		160.8%	31.8%	91.0%
收入占比	2.0%	5.2%	7.1%	10.9%
毛利率	53.0%	62.6%	71.3%	
天猫	10.0	35.6	48.8	
YOY		256.0%	37.1%	
占比	65.4%	89.2%	92.8%	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为，在传统品牌不断提升线上消费占比的大趋势下，随着公司对营销宣传的持续投入，其未来线上渠道依旧有望保持快速的增长。另一方面，线上的销售数据反馈，也能够为公司产品优化升级提供充分支持。

图表 15：公司电商费用情况

(单位：百万元)	2014	2015	2016
电商平台费用	1.86	6.40	17.63
收入占比	0.20%	0.65%	1.68%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 财务分析：高毛利产品推广带动毛利率提升，营销费用增长净利率保持稳定

4.1. 收入端：新渠道、新品牌成为增长驱动力

公司主营业务收入平稳增长，2015 年、2016 年分别较上年度增长 5.71%和 6.53%，这一方面是因为公司完善了销售渠道网络，在保证经销渠道稳定增长的基础上大力开拓商超渠道及电子商务渠道；另一方面，公司新推出的“美多丝”品牌持续保持了较快的增长。

4.1.1. 渠道结构优化，商超、电商及零售渠道收入贡献度稳步提高

分渠道看，商场和电商两大新渠道增速明显。首先从传统的经销渠道看，近几年公司核心经销商数量较为稳定，保证了来自该渠道收入的稳定。

然而，公司的销售增长更多来自商场及电商两个新渠道。通过与线下大型商超的合作以及在线上持续的投入，这两个新渠道成为公司成长主要驱动力。

图表 16: 收入按渠道拆分

(单位: 百万元)	2014	2015	2016
收入	933.50	984.69	1,048.98
YOY	13.7%	5.5%	6.5%
经销渠道	767.30	766.70	741.60
YOY		-0.1%	-3.3%
核心经销商	757.30	747.30	723.40
数量	390	394	391
平均单个经销商收入	1.94	1.90	1.85
占比	98.70%	97.47%	97.55%
非核心经销商	10	19.4	18.2
数量	49	75	53
平均单个经销商收入	0.20	0.26	0.34
占比	2.56%	4.92%	4.65%
商超渠道	147.8	177	253.6
YOY		19.76%	43.28%
电商及零售渠道	15.3	39.9	52.6
YOY		160.78%	31.83%

资料来源: WIND, 东吴证券研究所

4.1.2. 核心品牌“拉芳”稳定增长，中高端品牌“美多丝”高速发展

分品牌看，公司旗下拥有三大核心品牌：拉芳、雨洁、美多丝，其中“美多丝”近年来发展较快。公司产品中“美多丝”立足于修复细分市场、定位中高端市场。同时公司通过聘请刘诗诗为“美多丝”品牌代言人，并于 2016 年对“美多丝”品牌进行集中广告投放，如对《花样姐姐》、《我爱挑战》等多档热播综艺节目进行冠名，迅速提高了“美多丝”的品牌知名度，这使得“美多丝”销售收入近几年维持高速增长的态势。

图表 17: 收入按品牌拆分

(单位: 百万元)	2014	2015	2016
-----------	------	------	------

收入	933.50	984.69	1,048.98
YOY	13.7%	5.5%	6.5%
拉芳	620.20	634.43	654.12
YOY		2.3%	3.1%
占比	66.7%	64.5%	62.4%
雨洁	187.03	201.28	167.16
YOY		7.6%	-17.0%
占比	30.2%	31.7%	25.6%
美多丝	53.71	94.80	157.51
YOY		76.5%	66.1%
占比	5.8%	9.6%	15.0%
其他	69.53	53.06	68.98
YOY		-23.7%	30.0%
占比	7.5%	5.4%	6.6%

资料来源：WIND，东吴证券研究所

4.2. 销售渠道结构变动、中高端洗护产品销售提升带动毛利率稳步提高

公司 15、16 年毛利率均有较为明显的同比增长，我们认为这主要来自公司渠道变化以及产品结构调整。

首先从公司渠道变化角度来看，高毛利率的商超及电商渠道收入占比提升较为明显。由于取消了中间的经销商环节，商超渠道（直接销售给商超超市）以及电商渠道（直接面对消费者）两个新渠道的毛利率相对较高。因此当这两个渠道的收入占比不断提升时，公司毛利率有提升趋势。

图表 18: 毛利率按渠道拆分

	2014	2015	2016
综合毛利率	50.26%	55.94%	59.19%
经销渠道			
收入占比	82.47%	77.96%	70.78%
毛利率	49.79%	55.04%	55.61%
商超渠道			
收入占比	15.89%	17.99%	24.20%
毛利率	52.96%	58.45%	67.31%
电商及零售渠道			
收入占比	1.65%	4.05%	5.02%
毛利率	52.96%	62.63%	71.28%

资料来源：WIND，东吴证券研究所

其次从产品结构角度来看，公司由于护发素等高毛利的产品收入占比逐渐提升以及洗护类产品毛利率的提升，整体毛利率增长。一方面，从洗发水角度，公司为了迎合消费者的多

样化消费需求，通过新品的推出适度提高洗发水产品的销售价格；同时“美多丝”推出多款中高端洗发水也带动了洗发水类产品价格的提升。

另一方面，护发素产品毛利率也提升明显。公司加大对“美多丝”品牌的品类开拓力度，推出了“美多丝原液头皮护理原液”、“美多丝生姜滋养固发润发乳霜”等多款定位中高端市场的护发素产品，带动了公司毛利率的提升。

图表 19: 毛利率按产品拆分

	2014	2015	2016
洗护类毛利率	52.8%	57.2%	60.3%
洗发水	58.4%	59.9%	62.8%
占比	53.4%	58.9%	59.1%
护发素	49.2%	55.7%	62.7%
占比	13.0%	13.3%	14.7%

资料来源：WIND，东吴证券研究所

4.3. 期间费用以销售费用为主，费用率受渠道扩展和市场推广影响有所上升

公司期间费用主要由销售费用构成，近年销售费用占比提升明显。15、16 年期间费用率比 14 年有所上升，主要原因系公司在 2015 年度开始加强对商超渠道的开拓力度，并加大对中高端洗护类品牌“美多丝”的市场推广，相应的广告费用、销售人员费用的投入有所增加。

管理费用以研发费用和职工薪酬为主，近年管理费用率稳中有升。其中公司研发费用在 15、16 年均保持在 3500 万左右，占收入比在 3.5% 左右。持续的研发占比也保证了公司产品质量的提升。

图表 20: 渠道费用率行业对比

	2014	2015	2016
期间费用率	33.5%	37.9%	42.7%
销售费用率	28.9%	32.3%	36.7%
管理费用率	5.5%	6.5%	6.5%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

在毛利率与期间费用率同时提升的情况下，公司净利率近两年略有提升，整体保持稳定。

图表 21: 拉芳家化净利润

	2012	2013	2014	2015	2016
净利润（百万元）	80.39	95.38	126.06	142.83	149.47
YOY		18.6%	32.2%	13.3%	4.6%

净利率	10.7%	11.6%	13.5%	14.5%	14.2%
-----	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：WIND，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议：新品牌发展维持主业稳健增长，社交电商业务未来发展值得期待

5.1. 驱动因素分析：日化用品主业在新品牌的带动下保持稳健增长

我们认为未来“美多丝”等新品牌将成为公司增长驱动力。公司主品牌“拉芳”在 17 年经历渠道调整及产品结构优化后，收入有所下滑；我们预计从 18 开始，随着原有传统渠道调整完毕以及公司在线上渠道的快速拓展，拉芳主品牌有望恢复增长。

另一方面，我们认为定位中高端市场、并以护发素为主要产品的“美多丝”品牌有望在公司持续的营销投入（如冠名赞助东方卫视真人秀节目《旅途的花样》）下维持此前的快速增长，成为公司收入增长的主要驱动力。

同时，在其他产品领域，随着公司对膏霜、儿童、口腔护理等领域产品的推广，其也有望为公司贡献一定收入。

图表 22：拉芳各品牌收入情况

(单位：百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	930.47	983.57	1,047.77	1,018.83	1,129.59	1,240.06
YOY		5.7%	6.5%	-2.87%	10.87%	9.78%
拉芳	620.20	634.43	654.12	588.71	618.14	649.05
YOY		2.3%	3.1%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	47.9%	54.7%	56.2%	56.0%	57.0%	58.0%
雨洁	187.03	201.28	167.16	133.73	133.73	137.74
YOY		7.6%	-17.0%	-20.0%	0.0%	3.0%
毛利率	58.9%	59.7%	60.1%	61.0%	62.0%	62.0%
美多丝	53.71	94.80	157.51	220.51	286.67	344.00
YOY		76.5%	66.1%	40.0%	30.0%	20.0%
毛利率	55.1%	59.0%	73.8%	74.0%	74.0%	74.0%
其他	69.53	53.06	68.98	75.88	91.05	109.26
YOY		-23.7%	30.0%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率	45.3%	51.2%	52.8%	53.0%	54.0%	55.0%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 进军社交电商、发布股权激励，为未来快速增长打开空间

在完成对宿迁百宝 20%股权投资之后，公司将充分利用其高度精准和垂直的粉丝群、优秀的内容生产能力、选品能力和商品变现能力，积极推动公司新产品的研发、产品品类拓展乃至孵化新品牌等工作，为公司打开新的发展空间；此外，公司将与标的公司积极探讨在电

商内容生产、流量导入、粉丝经济等方面的合作空间，进一步拓展电商销售平台，增强电商渠道的销售能力，稳步提升销售业绩。根据宿迁百宝的承诺，17、18年两年净利润有望达到4500万元，其20%的净利润通过投资收益的方式计入拉芳损益表。

另一方面，公司的股权激励计划传递未来在社交电商业务上持续发展的信心。拉芳家化公布股权激励计划草案，计划授予公司71位核心管理级员工和核心业务（技术）骨干150万份股票期权，占公司目前总股本0.86%。本次股权激励分三期解锁（30%/40%/30%），行权条件为以2017年为基础，18/19/20年归母净利润同比增长30%/50%/80%。我们认为在股权激励解锁条件较高的情况下，公司未来在社交电商业务上持续的布局值得期待。

5.3. 可比估值与投资建议

公司日化用品主业销售费用随收入增长同步上升，净利率稳定、净利润有望随新品牌拓展同步上升。由于对于一二线商超渠道以及电商渠道的持续开拓，公司销售费用预计在未来间增长较为明显；而以研发及职工薪酬为主的管理费用，我们预计其也基本会保持与收入相似的增长速度。同时，宿迁百宝未来三年也能从投资收益上对公司业绩作出正面贡献。因此我们预计拉芳家化17/18/19年归母净利润预计分别为1.46亿/1.71亿/1.97亿元，对应目前市值PE为38/32/28倍。

估值相对合理，涉足社交电商打开未来空间。作为国民日化品牌，公司主业在A股主要可比公司为日化品牌龙头上海家化。然而由于上海家化过去几年由于公司内部调整使得估值较高。在上海家化未来恢复稳定、恢复增长的情况下，拉芳家化与其相比的估值依旧相对偏低，我们也因此认为公司的估值相对合理。

同时，考虑到公司较高的股权激励解锁条件，我们认为公司将来在社交电商领域将持续布局，以此发展出新的业绩增长点。考虑到社交电商在当前消费升级趋势下较为广阔的市场空间，我们对宿迁百宝未来的发展及公司在这一大方向的布局较为乐观。结合目前拉芳相对较为合理的估值，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 23: 可比公司估值

证券代码	证券简称	2016	2017E	2018E	2019E
603630.SH	拉芳家化	37.05	37.82	32.24	28.01
002291.SZ	上海家化	99.54	55.70	41.83	32.43

资料来源：上海家化采用 WIND 一致预期，东吴证券研究所

风险提示:

- 1) 主品牌需求不及预期: 受到海外品牌及其他小众品牌影响, 主品牌需求不及预期;
- 2) 新品牌扩张速度不及预期: 新品牌“美多丝”定价较高, 增长可能不及预期;
- 3) 社交电商外延扩张进度不及预期: 公司计划持续在社交电商领域进行收购布局, 在新标的的收购及运营上可能不及预期;
- 4) 次新股估值较高存在的风险。

财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	859.20	1514.09	1716.80	1917.98	营业收入	1048.98	1018.83	1129.59	1240.06
现金	488.10	1138.13	1240.85	1449.15	营业成本	428.05	404.18	433.04	463.55
应收款项	76.68	68.86	81.75	83.59	营业税金及附加	10.00	9.17	9.77	9.65
存货	238.41	237.10	304.19	275.24	销售费用	384.46	408.04	458.05	509.04
其他	56.01	70.00	90.00	110.00	管理费用	68.55	72.34	79.07	86.80
非流动资产	220.57	466.96	470.99	465.01	财务费用	(5.11)	(28.45)	(31.02)	(36.23)
长期股权投资	99.83	130.00	160.00	190.00	投资净收益	1.61	4.00	6.00	10.00
固定资产	75.83	80.18	133.20	186.23	其他	0.27	(9.17)	(9.77)	(9.65)
无形资产	37.68	36.78	35.78	34.78	营业利润	164.36	166.72	196.46	226.89
其他	7.23	220.00	142.00	54.00	营业外净收支	10.06	5.00	5.00	5.00
资产总计	1079.77	1981.05	2187.78	2383.00	利润总额	174.42	171.72	201.46	231.89
流动负债	227.88	228.76	264.25	262.36	所得税费用	24.95	25.76	30.22	34.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	86.94	84.96	105.35	98.37	归属母公司净利润	149.47	145.96	171.24	197.10
其他	140.94	143.79	158.90	163.99	EBIT	167.91	134.27	159.43	180.66
非流动负债	11.91	13.00	13.00	13.00	EBITDA	153.89	130.45	111.46	132.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	11.91	13.00	13.00	13.00	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	239.79	241.76	277.25	275.36	每股收益(元)	1.14	0.84	0.98	1.13
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(元)	6.42	9.97	10.95	12.09
归属母公司股东权益	839.98	1739.30	1910.53	2107.64	发行在外股份(百万股)	130.8	174.4	174.4	174.4
负债和股东权益总计	1079.77	1981.05	2187.78	2383.00	ROIC(%)	17.13%	6.56%	7.09%	7.29%
					ROE(%)	19.53%	11.32%	9.38%	9.81%
现金流量表 (百万元)	2016E	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	59.19%	60.33%	61.66%	62.62%
经营活动现金流	184.12	153.09	203.59	296.12	EBIT Margin(%)	16.01%	13.18%	14.11%	14.57%
投资活动现金流	(152.38)	(247.48)	(89.19)	(78.49)	销售净利率(%)	14.25%	14.33%	15.16%	15.89%
筹资活动现金流	(7.41)	744.42	(11.68)	(9.34)	资产负债率(%)	22.21%	12.20%	12.67%	11.56%
现金净增加额	24.33	650.03	102.72	208.29	收入增长率(%)	6.53%	-2.87%	10.87%	9.78%
折旧与摊销	14.02	3.82	47.97	47.97	净利润增长率(%)	4.65%	-2.34%	17.32%	15.10%
资本开支	524.16	264.30	100.00	100.00	P/E	37.01	37.90	32.31	28.07
营运资本变动	21.16	7.24	(55.59)	15.07	P/B	6.59	3.18	2.90	2.62
企业自由现金流	703.22	389.49	227.90	316.61	EV/EBITDA	35.95	42.41	49.63	41.69

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

