

挺立潮头，再辟新天地

——上海家化(600315)公司投资价值分析

核心观点

坚定看好中国市场增长前景 经济上升周期释放巨大需求，化妆品充分分享消费增长，化妆品价格上升趋势并未因渗透率提高及竞争格局改变而受到影响，中国消费者化妆品使用还处在初级阶段，基础性消费需求满足后，人均化妆品消费将呈现指数级增长。二三线市场女性单笔消费不高，护肤保养类产品渗透率低，培育空间较大，新品牌有进入机会。

重视女性消费能力提升和男性化妆品市场崛起 随着女性经济独立和收入增长，追求美丽的实力和能力更强。男性化妆品市场刚起步，针对的消费群是精英层，纯男性化妆品品牌少，大力开拓男性市场是战略选择。

跨国公司加大在中国扩张 欧莱雅拥有各档次核心品牌，处于市场领导地位，目标把二三线城市覆盖提高 10 倍。中国已是宝洁全球第四大销售市场，宝洁计划至 2015 继续投资 10 亿美元，针对低收入消费阶层，推出知名品牌低价产品，扩大分销网络，覆盖未进入的低线市场。

上海家化品牌梯队构建完成 公司具备多品牌成功运作经验，大流通领域优势明显，六神已成为品类代名词，是具备定价权的领导品牌，未来将以个人护理用品市场为重点，美加净的品牌贡献和认知度远不能匹配，公司完全有机会把这样一个有认知有资产的品牌做强做大，佰草集和高夫等竞争力上升，帮助公司重回一线化妆品行列，推出奢侈品品牌“双妹”后，已覆盖大众消费品—中高档化妆品—奢侈品三类市场层次。

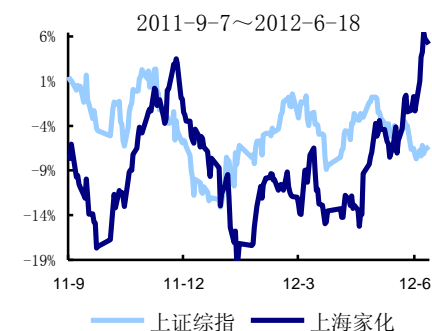
有望受益集团时尚战略 集团将启动时尚产业战略，向化妆品、手表、时装和精品酒店领域进军，偏爱购买为中国设计、包含中国元素奢侈品的消费者数量上升很快，以“汉文化”作为品牌根基将吸引更多追求环保、天然的自然主义时尚人士，时尚产业的引入有望将带来高毛利业务。

分享上海家化新一轮成长 二次股改是成长催化剂，股东、高管、员工三方利益趋于一致，公司来到新起点后将着力提升化妆品业务竞争力，利用大流通品牌市场地位进一步挖掘潜力，同时在佰草集和高夫等细分市场延续高成长表现，其他品牌的有益探索将为长期发展积累经验。

投资建议：公司在与外资品牌较量中不断壮大，说明已走出一条特色发展道路，预计 2012-2014 年收入将保持 20%增速水平，EPS 分别为 1.11、1.41 和 1.94 元，对应 PE 为 35、27 和 20 倍，优质国际日化公司中长期均有大幅超越市场表现，给予“强烈推荐_A”的评级。

风险提示：在国际品牌扩张和本土品牌崛起下化妆品市场竞争加剧。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	42301.10
流通A股(万股)	42300.05
52周内股价区间(元)	28.91-39.66
总市值(亿元)	164.13
总资产(亿元)	25.47
每股净资产(元)	4.16
目标价	6个月 50
	12个月

相关报告

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	3576.61	4311.60	5171.33	6273.34
同比增速(%)	15.60%	20.55%	19.94%	21.31%
净利润(百万)	361.25	482.42	614.33	844.88
同比增速(%)	31.06%	33.54%	27.34%	37.53%
EPS(元)	0.85	1.11	1.41	1.94
P/E	45.25	34.83	27.35	19.89

研究员：李韵

电话：010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120006

联系人：周红军

电话：010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1.全球化妆品产业增长与升级并进	5
1.1 不惧周期，跨国巨头唱主角	5
1.2 化妆品销售渠道多元化	6
1.3 产业竞争全面升级	7
2.坚定看好中国市场增长前景	8
2.1 更美的未来已经走来	8
2.2 进口价格攀升无法抑制购买热情	9
2.3 二元化市场特征显著，未来潜力巨大	10
2.4 巨额广告投入反映竞争激烈	12
3.必须重视行业发展新机会	13
3.1 女性消费者话语权提升	13
3.2 男性化妆品市场崛起战略意义重大	14
4.两大巨头分析及在华发展	16
4.1 欧莱雅集团——为了所有人的美丽梦想	16
4.2 宝洁——消费者至上，优质超值产品的代名词	19
5.上海家化——涅槃重生的民族品牌	21
5.1 风雨之后依然屹立	21
5.2 多品牌运作经验丰富	22
5.3 大流通领域握有优势品牌，稳健增长可期	23
5.4 佰草集与高夫是支撑当前快速成长的利器	25
6.新一轮发展已经启动	28
6.1 机制理顺，活力再度激发	28
6.2 有望受益集团时尚战略	29
7.投资优质日化公司回报可期	30

图表目录

图 1: 2002 - 2011 全球化妆品市场年增速 (%)	5
图 2: 全球化妆品市场占比	5
图 3: 细分产品占比	5
图 4: 前十大消费国 2008 年规模 (亿美元)	6
图 5: 2009 - 2013 年消费国复合增速预测 (%)	6
图 6: 跨国公司 2011 年化妆品销售规模 (亿美元)	6
图 7: 美国化妆品各类销售渠道占比	7
图 8: 俄罗斯化妆品各类销售渠道占比	7
图 9: 化妆品产业变化	7
图 10: 化妆品零售增速%	8
图 11: 化妆品、服装 RPI 指数对比	8
图 12: 各国人均化妆品消费水平对比	8
图 13: 进口化妆品价格走势 (万美元/吨)	9
图 14: 进口化妆品 (百万美元) 增速	9
图 15: 化妆品主要消费省市	10
图 16: 二三线市场品牌占有率	10
图 17: 一二三线城市各类化妆品消费对比	11
图 18: 各级城市化妆品消费渠道	11
图 19: 各级城市护肤品/护发品年人均年消费 (支)	11
图 20: 2009-2011 中国广告花费前五行业 (亿元)	12
图 21: 2010 年广告主投入花费前十 (亿元)	12
图 22: 三巨头占广告市场份额比例变化	12
图 23: 家庭消费中女性主导权比例	13
图 24: 女性角色多元化	13
图 25: 高端女性护肤品年消费额 (元)	13
图 26: 高端女性出境购物消费选择	13
图 27: 男性护肤品品牌广告投入	14
图 28: 男性化妆品广告投放增速	14
图 29: 卡尼尔男士化妆品广告	14
图 30: 欧莱雅男士化妆品广告	14
图 31: 2011 年 Q3 中国省会以上城市欧洲五国男士化妆品每周使用频率对比	15
图 32: 2011 男士化妆品搜索指数	15
图 33: 2011 男士护肤品关注排行	15
图 34: 欧莱雅集团收入规模 (十亿欧元)	16
图 35: 欧莱雅集团收入与利润增速 (%)	16
图 36: 欧莱雅研发支出 (百万欧元)	17
图 37: 欧莱雅集团研发支出占收入比重 (%)	17
图 38: 欧莱雅每年取得专利数量	17
图 39: 欧莱雅集团研发人员数量	17
图 40: 欧莱雅四大核心业务线及核心品牌	18
图 41: 欧莱雅在中国历年销售收入 (亿元人民币)	18
图 42: 欧莱雅上海研究中心实验室	18
图 43: 宝洁全球销售额 (十亿美元)	19
图 44: 收入与净利润增速	19
图 45: 宝洁旗下品牌及各类业务占比	20
图 46: 宝洁中国销售额 (亿美元)	21
图 47: 宝洁品牌运作	21
图 48: 上海家化销售收入 (亿元) 及增速	21
图 49: 上海家化净利润 (亿元) 及增速	21
图 50: 科研及销售人员占比	22
图 51: 上海家化研发项目数量及贡献率	22

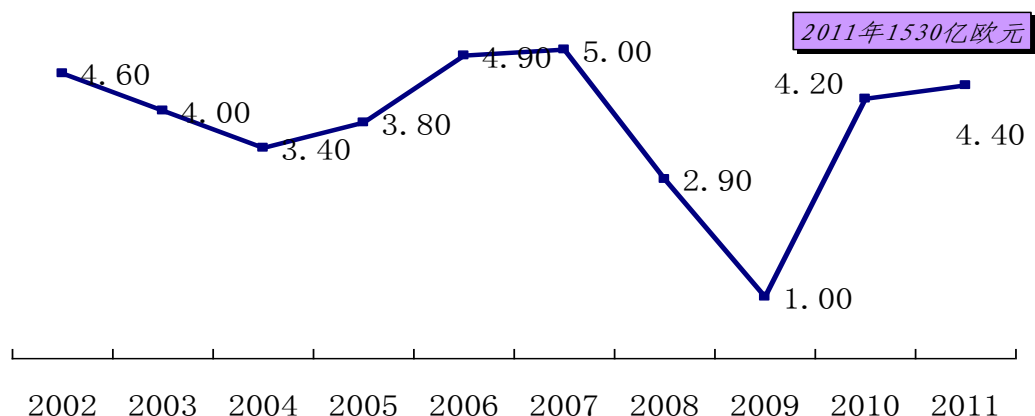
图 52: 上海家化品牌梯队	23
图 53: 六神系列销售收入 (百万元)	24
图 54: 六神各类产品占比	24
图 55: 美加净系列销售收入 (百万元)	24
图 56: 美加净主打产品护手霜系列	24
图 57: 美即控股销售收入 (亿港元) 及增速	25
图 58: 美即控股净利润 (亿港元) 及增速	25
图 59: 佰草集的品牌故事与渠道模式	26
图 60: 佰草集系列销售收入 (百万元)	26
图 61: 佰草集门店数量	26
图 62: 佰草集在 SEPHORA 官网形象	27
图 63: 男士护肤品市场占有率排名	28
图 64: 屈臣氏主推高夫产品	28
图 65: 上海家化股权结构	28
图 66: 个人奢侈品消费额 (亿欧元)	29
图 67: 偏好有中国元素奢侈品的消费者比例	29
图 68: 欧莱雅 1992 - 2012 相对市场走势	32
图 69: 宝洁 2003 - 2012 相对市场走势	32
图 70: LG 健康生活 2002 - 2012 相对市场走势	32
图 71: 资生堂 2002 - 2012 相对市场走势	32
表 1: 2010 年中国化妆品进口增长情况	9
表 2: 2011 年 Q1 上海百货业态化妆品品牌销售排行	10
表 3: 欧莱雅集团发展历程	16
表 4: 宝洁公司发展历程	19
表 5: 上海家化收入预测	30
表 6: 上海家化财务预测	31
表 7: 全球重要日化公司估值/盈利能力对比	32
表 8: 上海家化发展历程	33

1.全球化妆品产业增长与升级并进

1.1 不惧周期，跨国巨头唱主角

近十年来全球化妆品市场呈现一种坚韧而稳定的增长，未有一年出现过停滞或负增长情形，即使在 2008-2009 危机之年增速放缓，但很快在复苏中回到历史正常增长水平，我们认为化妆品消费者并没有在危机到来时改变购买行为，也没有降低对化妆品的价值评价，可以说消费者对化妆品的热情比以往更高，化妆品市场作为一个创新驱动特征明显的卖方市场，消费者愿意为高品质、效果显著的产品而买单。截至 2011 年全球化妆品市场规模达 1530 亿欧元。

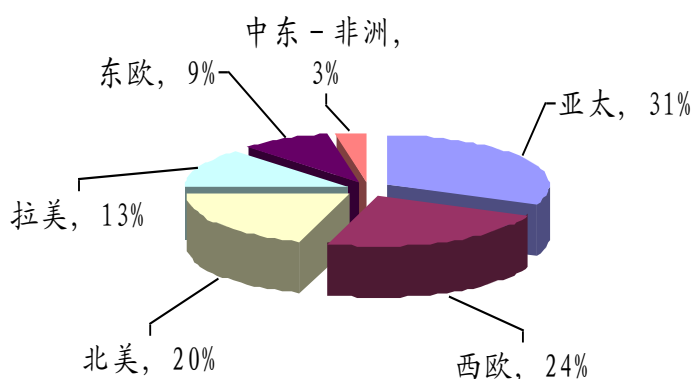
图 1: 2002-2011 全球化妆品市场年增速 (%)



资料来源：欧莱雅集团、国都证券研究所

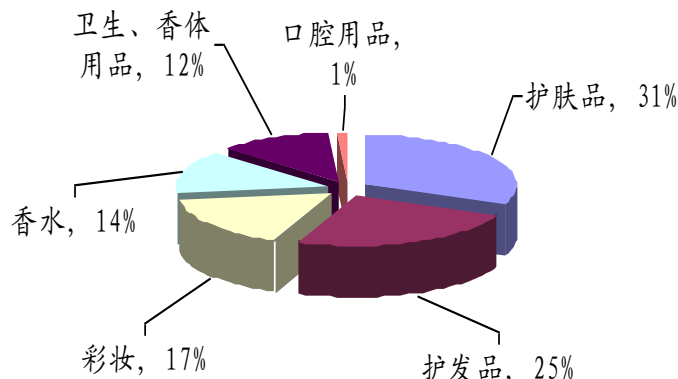
在美国和亚洲市场的强劲带动下，2011 年全球化妆品市场的高端产品增长 7.7%，市场份额恢复至危机前水平，高端产品为全球增长贡献占比达到 35%。新兴市场同时保持着让人兴奋的增长势头，亚太市场已成为全球最大的化妆品消费市场，西欧、北美、拉美地区分列其后，而从产品品类看，护肤品、护发用品和彩妆依然需求最大。

图 2: 全球化妆品市场占比



资料来源：欧莱雅集团、国都证券研究所

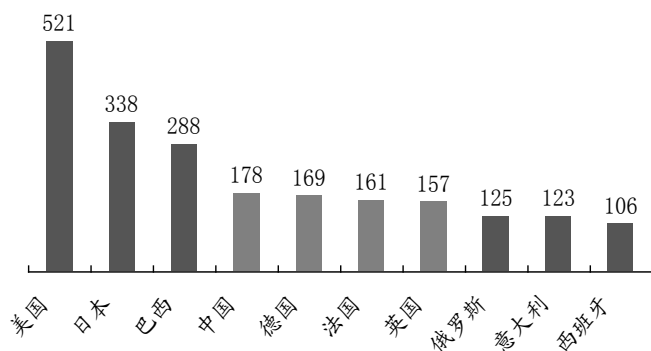
图 3: 细分产品占比



资料来源：欧莱雅集团、国都证券研究所

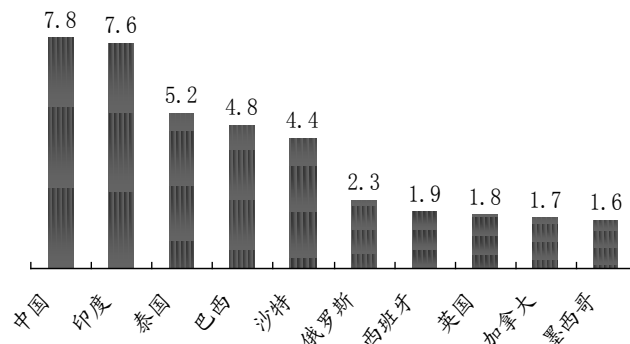
在经济一体化进程中，以巴西、俄罗斯、中国、印度为代表的新兴经济体快速成长，中产阶级的崛起和城镇化率提高，给化妆品需求的释放提供了巨大动力。化妆品消费排名前十的国家中，新兴经济体占据三席，而从增速来看，金砖国家领先于成熟经济体。

图 4：前十大消费国 2008 年规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor、国都证券研究所

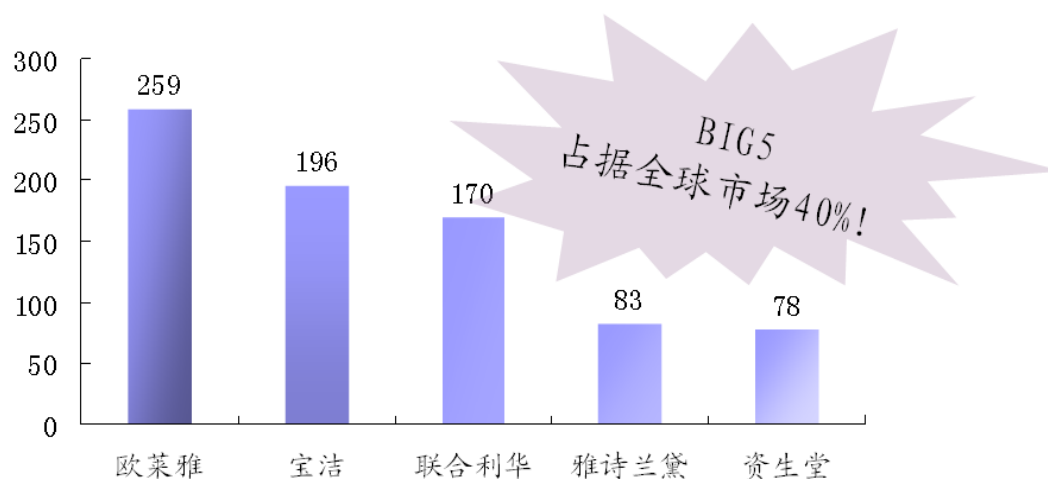
图 5：2009 - 2013 年消费国复合增速预测（%）



资料来源：Euromonitor、国都证券研究所

跨国公司的霸主地位依然无法撼动，其凭借强大的研发能力、品牌影响力及营销能力，牢牢占据化妆品产业领先地位，排名前列的公司依次是欧莱雅、宝洁、联合利华、雅诗兰黛和资生堂，合计市场份额接近 40%。欧美日企业引领全球美容理念和产业发展方向，在可预见的将来这一格局仍将延续。我们也看到成熟市场的品牌集中度很高，如加拿大化妆品市场，宝洁、欧莱雅和露华浓三大品牌合计占比达到 80%。

图 6：跨国公司 2011 年化妆品销售规模（亿美元）



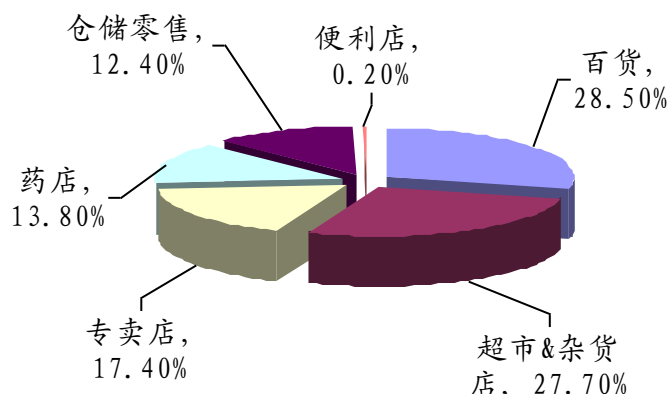
资料来源：欧莱雅集团研究院、国都证券研究所

1.2 化妆品销售渠道多元化

从对主要消费国化妆品销售渠道分析来看，主要集中在百货、超市、药店和连锁专卖。根据各国实际情况不同，各类渠道的作用差异明显，如流通业发达的美国，仓

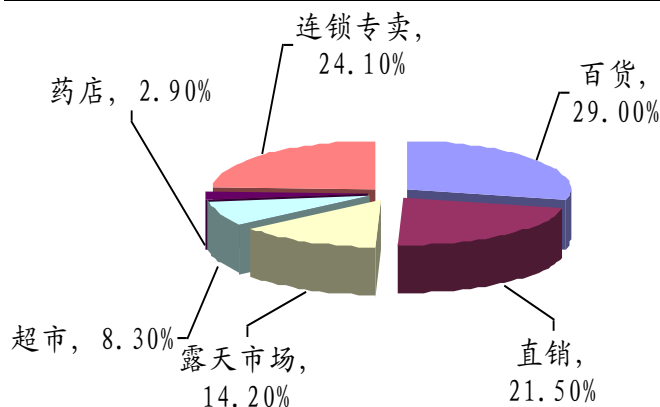
储零售渠道是其一大特色，而直销和开放式市场在俄罗斯占比较大。在欧洲发达国家如英国、德国、西班牙等，百货渠道的作用小，超市、专卖店和药店占据极高的比例，尤其是药店是最主要的销售渠道，英国的 B00TS 连锁药店占据了 70% 的份额。

图 7：美国化妆品各类销售渠道占比



资料来源：IBISWORLD、国都证券研究所

图 8：俄罗斯化妆品各类销售渠道占比

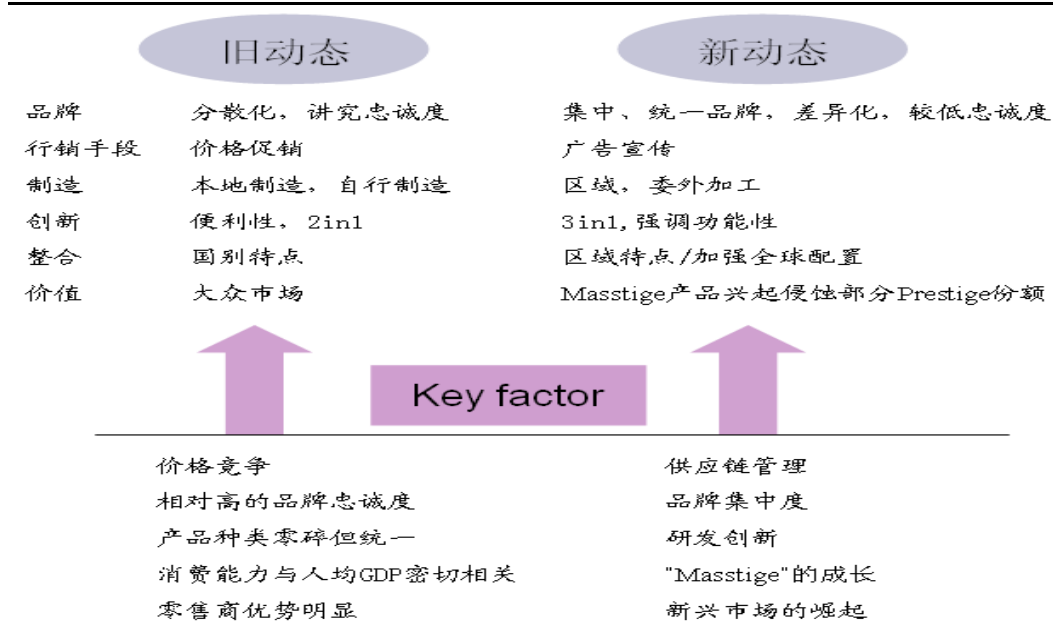


资料来源：Expo Media Group、国都证券研究所

1.3 产业竞争全面升级

人们追求美丽的天性使化妆品市场始终保持长盛不衰，但随着时代发展和环境改变，产业竞争特点已出现较大变化，尤其是金融危机后，大众消费形态需求开始转变，消费者开始倾向“大众精品”（Masstige），即选择具备高价精品的品质，同时价格并不过分昂贵的“中档偏高”品牌，这一倾向使得跨国公司营销策略有所调整。传统的百货、化妆品专卖店渠道，开始向药妆店、药房、网络等渠道扩散，其便捷性和经济实惠得到消费者的青睐。

图 9：化妆品产业变化



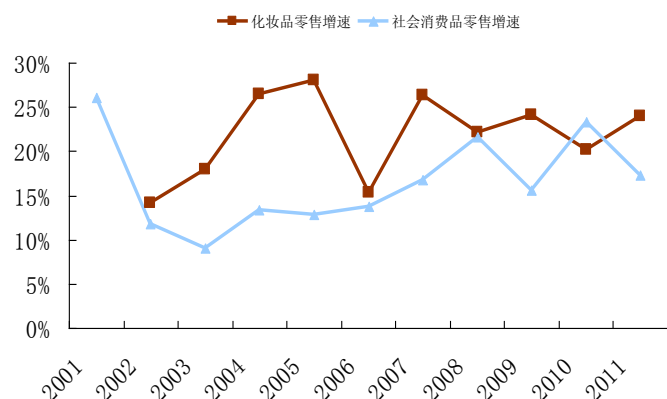
资料来源：CITIGROUP、国都证券研究所

2. 坚定看好中国市场增长前景

2.1 更美的未来已经走来

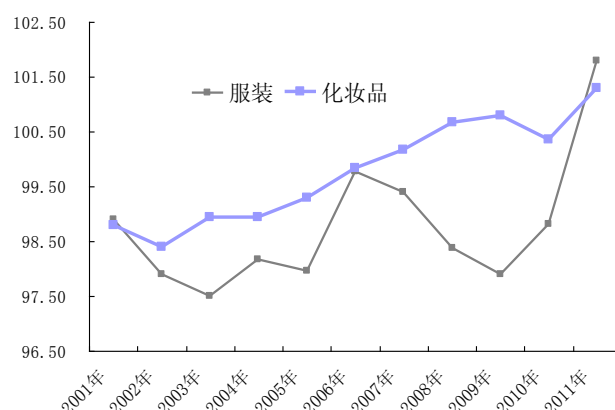
近十年中国化妆品市场保持较快增长势头，2011 年化妆品零售额较十年前增长 7 倍，年均复合增速 21.78%，远超社会消费品零售增速，在经济增长和消费升级过程中表现强劲，充分享受了经济上升周期所释放的市场需求，截至 2011 年底化妆品零售额已达 1103 亿元，价格水平同时保持稳步上扬趋势，说明化妆品价格并未因渗透率的提高以及竞争格局的改变而受到影响，优于服装、鞋类等消费品的表现。

图 10: 化妆品零售增速%



资料来源：统计局、国都证券研究所

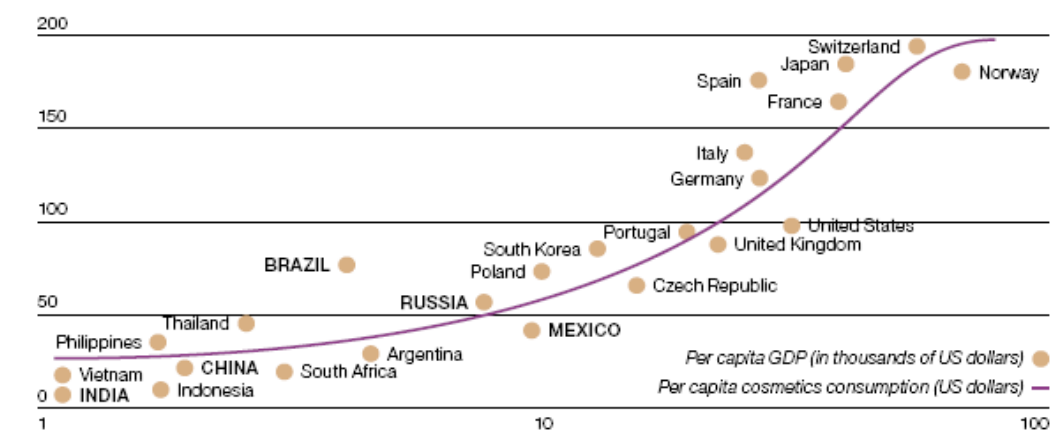
图 11: 化妆品、服装 RPI 指数对比



资料来源：统计局、国都证券研究所

虽然中国化妆品市场总量可以排进世界前五，但是人均化妆品支出水平在世界依然处于较低水平。欧美人均化妆品年支出为 106 - 133 美元，中国仅为 10.64 美元，不仅远落后发达国家，甚至还不如新兴经济体人均支出为 14.63 美元的水平。我们认为基础性消费需求满足后，人均化妆品消费将呈现指数级增长，中国消费者对于化妆品的使用还在初级阶段，我们对于未来五年化妆品消费增长表示乐观，在目前基础上翻番达到 2000 亿元的市场规模是可以预见的。

图 12: 各国人均化妆品消费水平对比



资料来源：国都证券研究所

2.2 进口价格攀升无法抑制购买热情

我们看到 2008 年以来进口化妆品价格整体进入上升通道，涨价潮从商场专柜逐渐蔓延到网络购物平台，说明国内消费者对高品质化妆品的需求较为旺盛，且认可度高。2010 年化妆品进口规模增长明显，护肤品增长 36%，彩妆及香水增长超过 20%。尽管国际知名品牌的质量问题时有曝光，但仍没有动摇国内消费者对国际品牌的热情，消费者普遍认为个别产品的质量并不影响整体水平，同时将拥有进口品牌化妆品作为一种时尚追求，以上因素决定了国际品牌在当前阶段依然有较好前景。

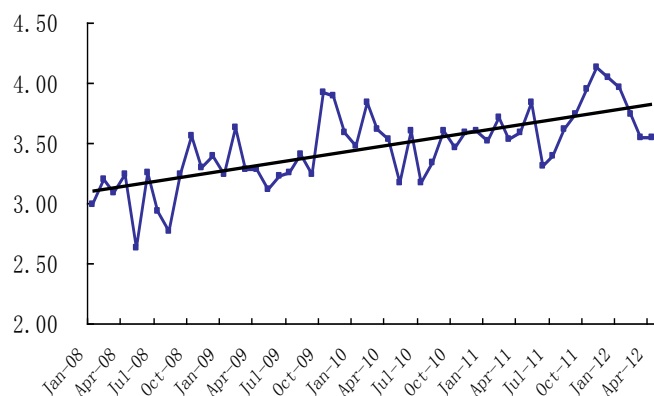
表 1: 2010 年中国化妆品进口增长情况

产品名称	2010 年 百万美元	10/09 增/减幅 (%)
香水及花露水	67.70	20.33
唇部化妆用品	26.34	7.07
眼部化妆用品	46.52	21.33
香粉	36.09	25.71
护肤品	686.09	36.28
洗发剂	23.76	32.32
烫发剂	2.64	89.57
定型剂	7.07	44.83
其他	31.52	29.25
人体除臭剂及止汗剂	5.32	38.52

资料来源：World Trade Atlas、国都证券研究所

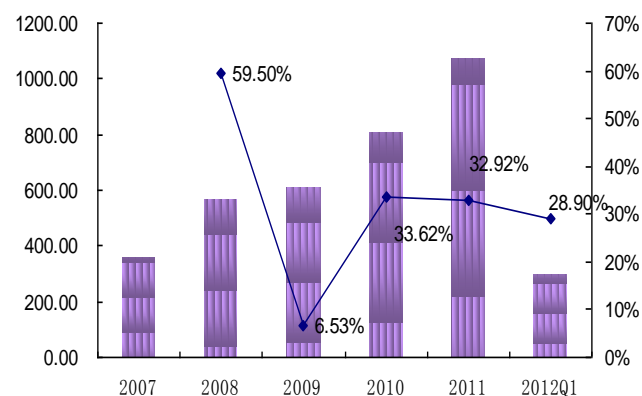
随着外资品牌生产成本降低及逐渐宽松的关税政策，越来越多的欧美、日韩品牌开始进驻中国。国家对高档化妆品按 30%征收消费税，主要覆盖彩妆和香水类产品，而此类产品的消费群体主要在高端人群，高端消费市场首先被培养起来，有利于引导需求扩大。2007 - 2011 年进口化妆品金额年复合增速达 32%，2011 年规模突破 10 亿美元，较 2007 年扩大了 2 倍，2012 年一季度虽然宏观经济处于复苏阶段，但中国化妆品进口同比增长 28.9%，依然保持旺盛势头。

图 13: 进口化妆品价格走势 (万美元/吨)



资料来源：海关总署、国都证券研究所

图 14: 进口化妆品 (百万美元) 增速

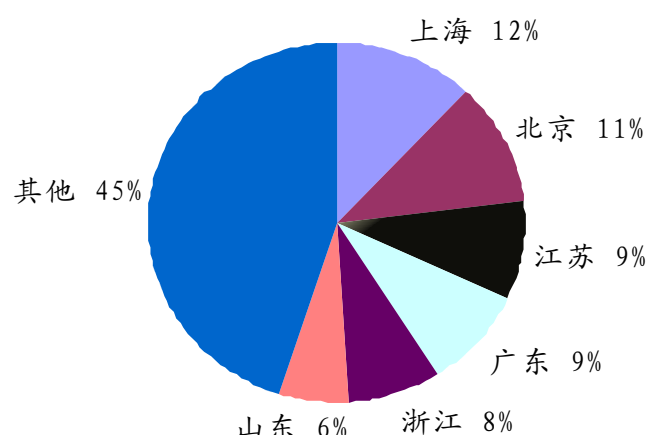


资料来源：海关总署、国都证券研究所

2.3 二元化市场特征显著，未来潜力巨大

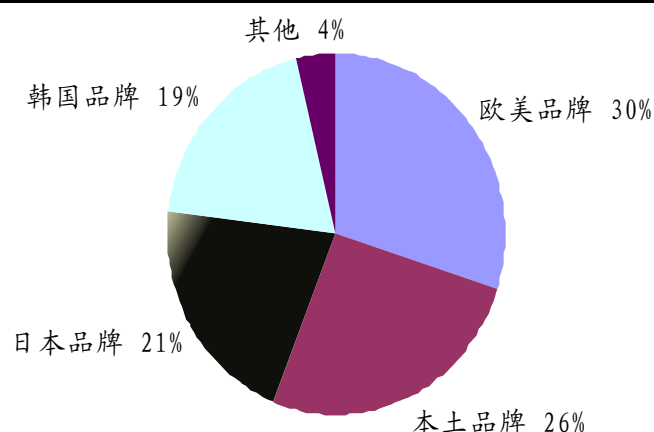
国内化妆品市场区域特征明显，一线城市和东南沿海省市占比突出，上海、北京、江苏、广东、浙江、山东 6 省市化妆品零售额占全国的 55%，但二三线市场的增长潜力正逐渐显现，根据全国商业信息中心统计，2010 年二三线城市的化妆品零售分别增长 17%和 28.2%，均超过一线城市 15.8%的增幅。

图 15: 化妆品主要消费省市



资料来源: HTD、国都证券研究所

图 16: 二三线市场品牌占有率



资料来源: 数字 100、国都证券研究所

化妆品行业是开放程度最高，参与国际竞争最为充分的产业之一，以上海 2011 年一季度百货业态化妆品销售数据为例，化妆品品牌销售排行前十位悉数外资品牌，扩展至前三十位则陆续有 1-2 个本土品牌出现，无论从品牌个数和市场占有率来看，外资品牌在一线市场占据绝对优势。但这一格局在二三线市场则出现变化，虽然外资品牌总体占有率依然高，但是本土品牌占比已经能够达到 26%，且领先于日韩品牌，说明二三线市场女性消费选择趋于多元化，品牌忠诚度较低，经常更换品牌的消费者比一线城市高 9 个百分点，新品牌有进入机会。

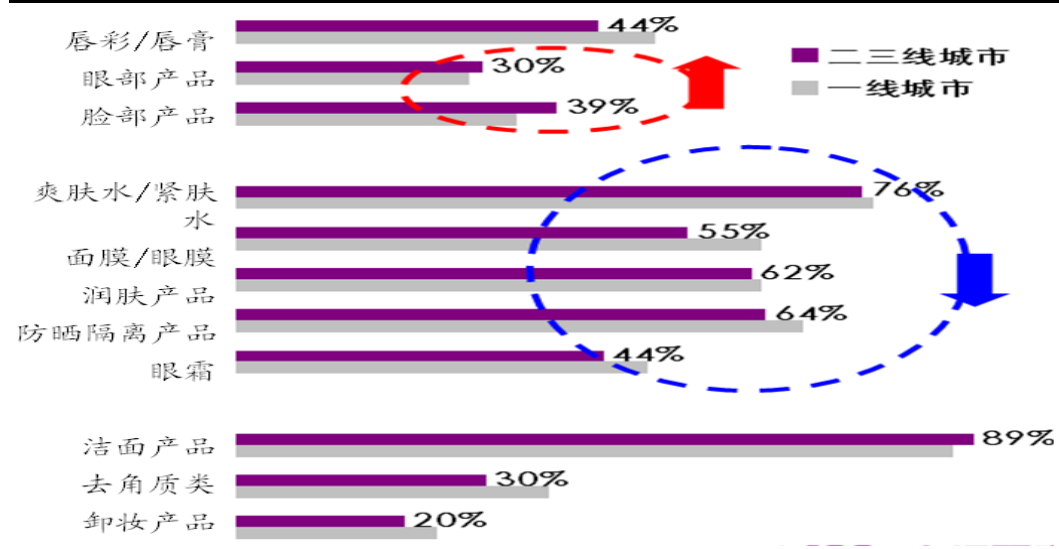
表 2: 2011 年 Q1 上海百货业态化妆品品牌销售排行

洁肤类	占比%	护肤类	占比%	彩妆	占比%	香品	占比%
FANCL	10.63	L'oreal	8.31	Christian Dior	7.96	CHANEL	27.15
L'oreal	6.27	Estée Lauder	8.1	CHANEL	6.9	Christian Dior	19.85
AUPRES	6.01	Lancome	7.17	M.A.C	6.53	Lancome	8.65
DHC	5.06	AUPRES	5.15	Maybelline	6.03	Burberry	5.59
Lancome	4.98	Shiseido	5.04	Estée Lauder	5.23	Gucci	3.57
Shu uemura	4.81	SK-II	4.98	L'oreal	4.93	Hugo Boss	3.46
Shiseido	4.61	CLARINS	3.85	Lancome	4.05	Hermès	2.8
Clinique	4.26	FANCL	3.48	Bobbi Brown	3.85	Ferragamo	2.8
SOFINA	4.01	Christian Dior	3.34	毛戈平	3.66	BVLGARI	2.55
Estée Lauder	3.39	Clinique	3.29	Benefit	3.4	Anna Sui	2.39
		佰草集	0.9				

资料来源: CCR、国都证券研究所

我们认为国内经济发展不均衡，为本土品牌的生存和发展争取了时间与空间。二三线城市女性消费者对与护肤美容的理念正逐渐深入，化妆品的渗透率已经达到 95.2%，说明消费基础已基本建立。相对于一线城市来说，二三线城市化妆品消费更注重粉饰功能，彩妆类产品的使用比例高于一线城市，护肤产品使用低于一线城市，说明保养意识还需要进一步培养，这一类产品的增长潜力较大。

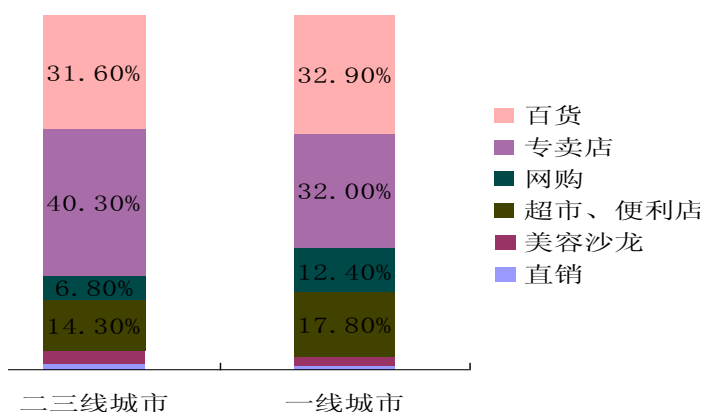
图 17：一二三线城市各类化妆品消费对比



资料来源：数字 100、国都证券研究所

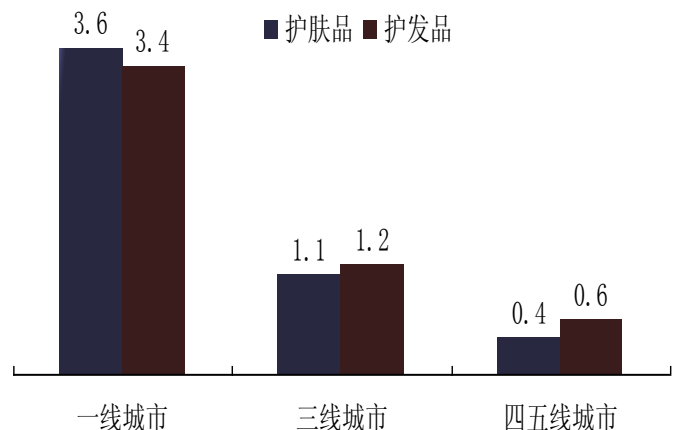
来自欧莱雅调查数据显示：对于护肤品/护发品的消费三线城市人均一年使用量仅为一线城市的 30%，四五线城市仅为 10%，由此可见三四五线城市蕴藏巨大市场机会。我们看到截至 2011 年 10 月，欧莱雅已进入中国 56 个二三线城市，比 2010 年多出 15 个，远期规划将进驻中国 600 个二级城市，并逐步将高端产品引入二三线城市。通过化妆品消费渠道分析，百货销售占比较为接近，二三级城市专卖店购买比例则明显较高，网购通路和通过便利店购买潜力有望提升，因此未来开拓市场时，在走传统百货渠道的同时，需要充分挖掘网络购物等新零售通路的潜力。综合来看，二三线市场女性消费者购买频率高，单笔消费不高，品牌选择较为分散，整体培育空间较大。

图 18：各级城市化妆品消费渠道



资料来源：数字 100、国都证券研究所

图 19：各级城市护肤品/护发品年人均年消费（支）

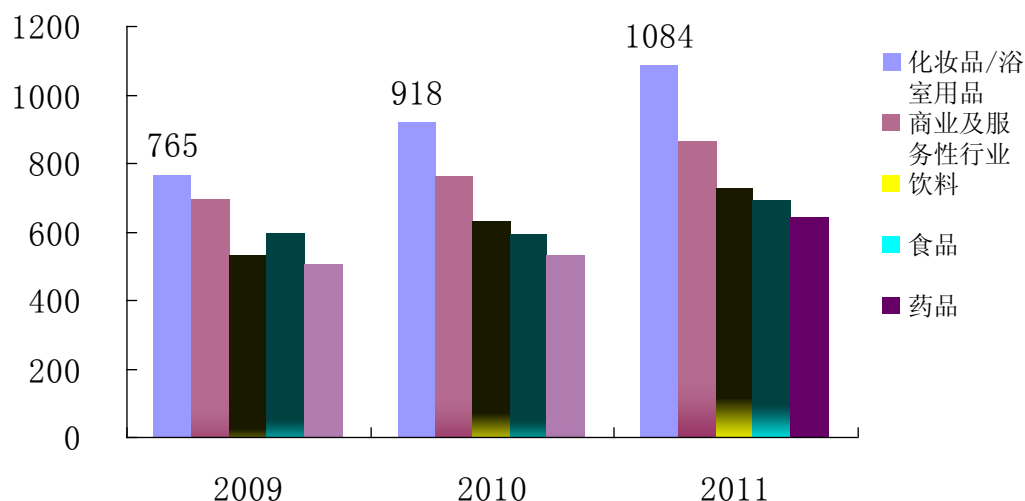


资料来源：欧莱雅集团、国都证券研究所

2.4 巨额广告投入反映竞争激烈

广告投入是化妆品行业风向标，其绝对规模明显领先其他行业，2009-2011 年化妆品/浴室用品的广告投入分别为 765 亿、918 亿和 1084 亿（均以刊例价为统计口径，以下同），增速分别为 20%和 18%，领先于食品、饮料、药品等消费品行业。

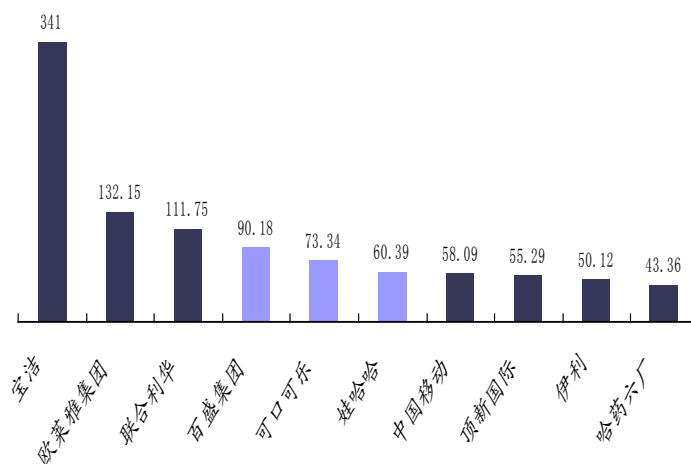
图 20：2009-2011 中国广告花费前五行业（亿元）



资料来源：CTR、国都证券研究所

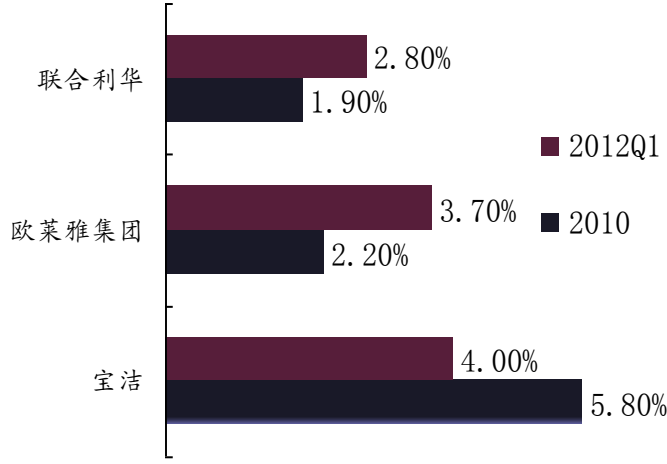
伴随着多线产品全面渗透，2010 年欧莱雅已超过联合利华成为第二大广告主，并向宝洁展开强有力挑战，这一趋势在 2012 年一季度更为明确，欧莱雅抓住宝洁收缩的机会，加大扩张力度，一季度投入同比增长 54%，广告份额从 2010 年的 2.2%提高至 3.7%，大幅缩小了与宝洁的差距，旗下的巴黎欧莱雅品牌增长 48%，美宝莲品牌增长 202%，兰蔻品牌增长 60%，联合利华力度不减，增速也达到 21%，充分说明跨国公司对未来中国消费增长的乐观预期，也说明日化市场的争夺将日趋激烈。

图 21：2010 年广告主投入花费前十（亿元）



资料来源：CTR、国都证券研究所

图 22：三巨头占广告市场份额比例变化



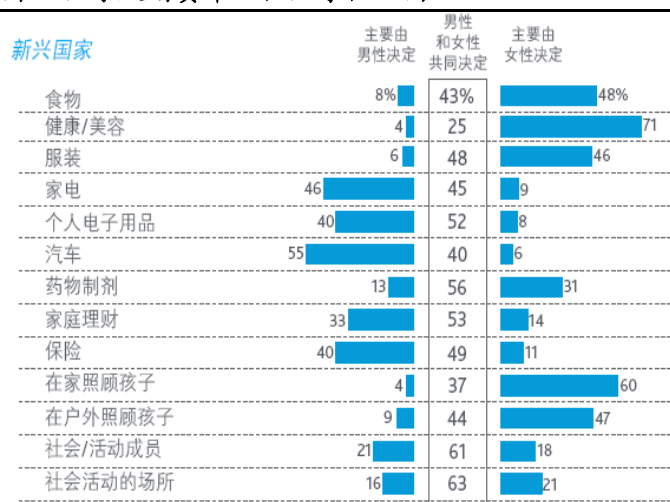
资料来源：CTR、国都证券研究所

3. 必须重视行业发展新机会

3.1 女性消费者话语权提升

随着女性教育经历的延长，在事业以及政治领域所发挥作用和影响不断提升，这让她们越来越独立、自信。女性身兼女儿、妻子、母亲等多重家庭角色，决定了她们在日常消费中，除了关注自身之外，也很关注孩子的教育、家人的健康，反映在购买行为中中国女性在消费方面越来越追求物超所值以及产品的高端化，二三线城市女性消费水准也有向一线城市靠近的趋势。女性对消费决定权的掌控力增强，在家庭中能够拥有更多的购物决定权，通过调查发现，新兴国家家庭消费决策中，男女发言权基本平衡。

图 23：家庭消费中女性主导权比例



资料来源：AC 尼尔森、国都证券研究所

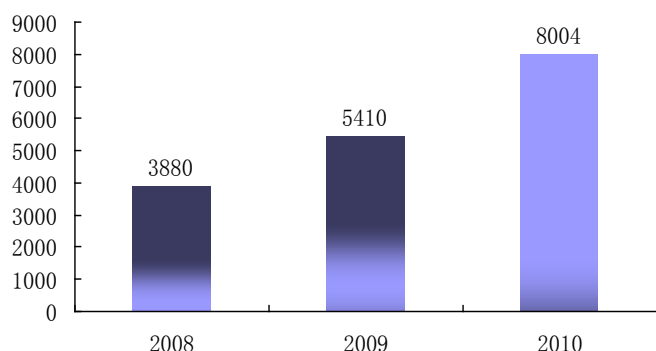
图 24：女性角色多元化



资料来源：CTR、国都证券研究所

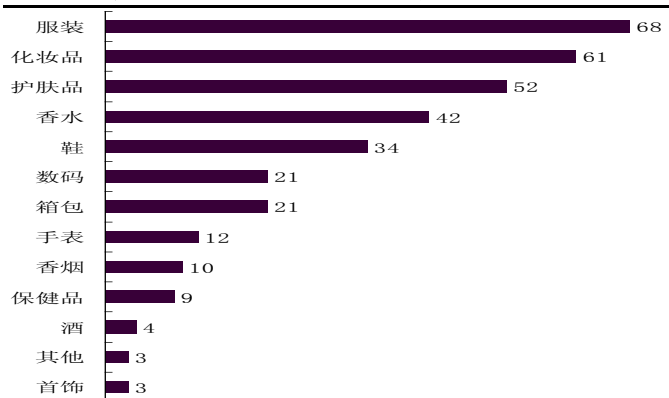
随着女性的经济独立和收入增长，女性有了追求美丽的实力和能力。中国女性越来越注重自己的外表和仪态，服装服饰、化妆品、美容美发已经成为城市女性个人消费的重点，94.3%的女性每月都有化妆品消费，92.7%女性每月都有美容美发消费。我们也注意到高端女性消费群体已成为新力量，2010 年这部分人群的护肤品消费额人均 8000 元，每月进行美容护肤的占比达 64%，化妆品依然是出境购物的重点。

图 25：高端女性护肤品年消费额（元）



资料来源：CTR、国都证券研究所

图 26：高端女性出境购物消费选择

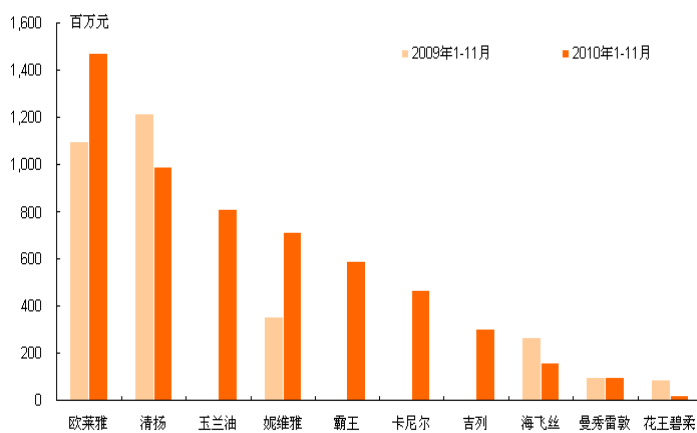


资料来源：CTR、国都证券研究所

3.2 男性化妆品市场崛起战略意义重大

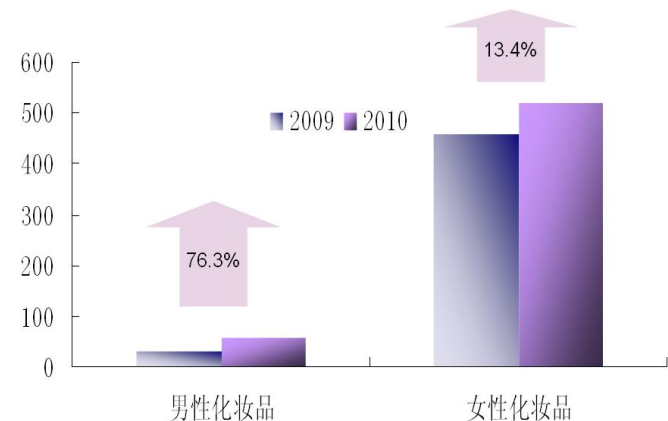
现代社会对男性仪表要求日益提高,男性也注重保持健康良好的形象来提升交际能力,大众化妆品的“性别无差异”时代已经结束,无论是洗发护发还是滋润护肤,男性消费者都可以购买到针对自身发质、肤质的专用产品。国内男性美容护理市场规虽然起步较晚,但男性消费市场显然具有更大上升空间。2009年1-11月男性美容护理行业广告投放花费为32.4亿,仅相当于女性美容护理行业广告投放的7%,而2010年前11个月行业广告投放花费达到57.1亿,同比大幅增长76%,其中护肤用品同比增幅高达130%,成为拉动增长的最大动力。但目前男性化妆品多为女性产品的延伸,纯男性化妆品品牌较少。

图 27: 男性护肤品品牌广告投入



资料来源: CTR、国都证券研究所

图 28: 男性化妆品广告投放增速



资料来源: CTR、国都证券研究所

从一线明星代言男士护肤品来看,男性用品业务已成为知名品牌的重点推动方向之一。继欧莱雅早前推出由吴彦祖代言的男士护肤系列之后,2010年卡尼尔和玉兰油也先后签下亚洲人气偶像王力宏和黄晓明分别作为旗下首批男士护肤产品的形象代言人,广告投放力度也随之迅速提升,2011年前11个月玉兰油的投放规模已经超过了具备先发优势的妮维雅,排名行业第三。

图 29: 卡尼尔男士化妆品广告



资料来源: 国都证券研究所

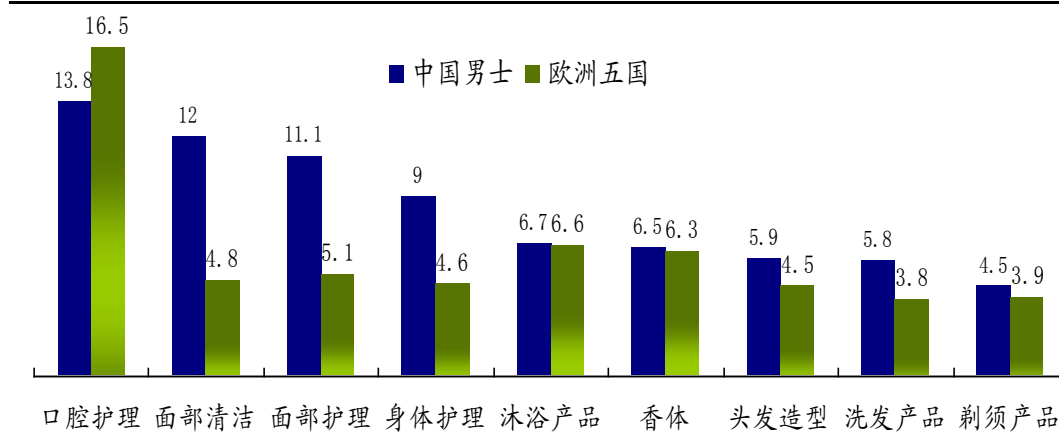
图 30: 欧莱雅男士化妆品广告



资料来源: 国都证券研究所

通过对比中国省会以上城市和欧洲五国男士化妆品使用频率,可以看到中国都市男性更注重个人护理,每周平均中国男士使用 5.7 个品类多于欧洲男士 4.7 个的水平。中国的性别比为 106:100,意味着投入男性市场化妆品市场可能带来更大回报。目前厂商需要向男性消费者传达完整面部皮肤护理的好处,从而驱动面部清洁和护理产品的增长。同时要做好对年轻消费者的培养,推动诸如香体/止汗液等新兴品类的渗透率,这些品类的目标人群多为年轻富裕男士,他们将随着年龄增长保持使用习惯。

图 31: 2011 年 Q3 中国省会以上城市欧洲五国男士化妆品每周使用频率对比



资料来源: Kantar World panel、国都证券研究所

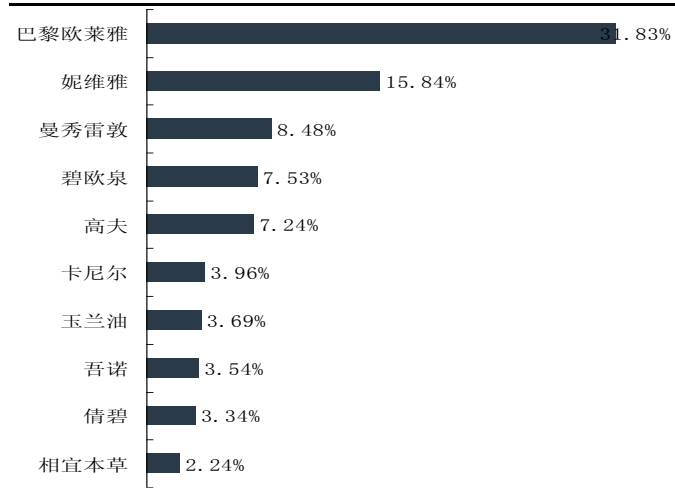
2011 年百度男士护肤品日均搜索指数为 7 万,比去年的 5.47 万大幅提高 28%,除网民基数增长因素外,说明中国男性对护肤问题的关注明显提高。品牌关注度排行上国产品牌相宜本草挤掉了 2010 年排名第八的碧柔,上海家化的高夫守住了阵地。由榜单可以看出,配备男士护肤产品的高档护肤品牌还比较少,男士护肤品市场还属于初级阶段,平民品牌占有绝对优势。我们认为男性化妆品刚起步,针对的主流顾客群又是社会精英层,价格、利润要高于女性化妆品市场,因此开拓男性市场是日化企业的战略方向。

图 32: 2011 男士化妆品搜索指数



资料来源: 百度、国都证券研究所

图 33: 2011 男士护肤品关注排行



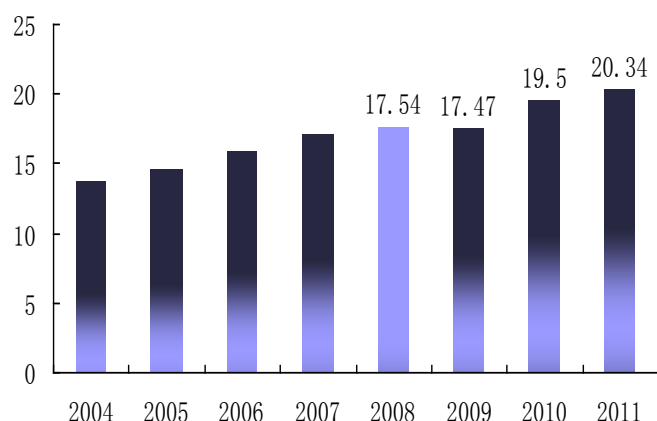
资料来源: 百度、国都证券研究所

4.两大巨头分析及在华发展

4.1 欧莱雅集团——为了所有人的美丽梦想

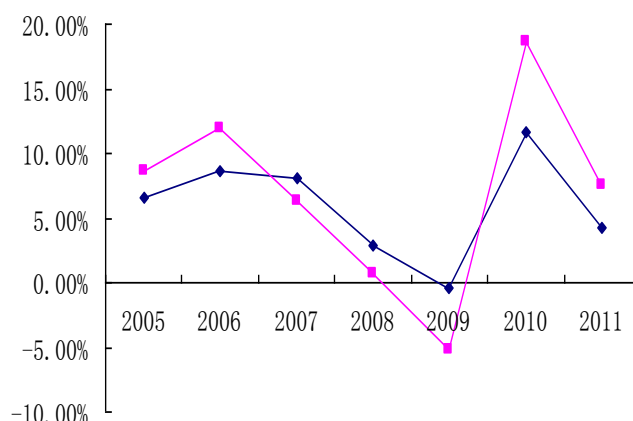
1907年，年仅30岁的法国化学家欧仁·舒莱尔发明了世界上第一支无毒染发剂，并由此创立了巴黎欧莱雅公司，经过一百年的发展欧莱雅已经成为世界上最大的化妆品公司，并跻身全球500强。欧莱雅涉足护发、染发、护肤、彩妆及香水五大专业领域，业务遍及全球150多个国家和地区，在全球拥有300多家分公司及100多个代理商，并且在世界各地拥有68900多名员工、42家工厂和27个国际品牌，截至2011年收入规模达到200亿欧元，已逐步走出金融危机的阴影。

图 34：欧莱雅集团收入规模（十亿欧元）



资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

图 35：欧莱雅集团收入与利润增速（%）



资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

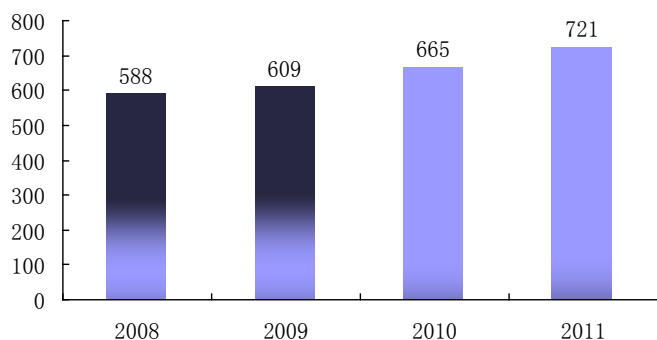
表 3：欧莱雅集团发展历程

1907	欧莱雅在法国诞生	1989	收购高科技皮肤病产品品牌——理肤泉
1963	欧莱雅成为上市公司，为公司开启融资渠道	1994	赢取印度市场，成为第一个在印度建立全资分公司的国际化妆品集团
1964	收购兰蔻是欧莱雅成为高档化妆品帝国第一步	1996	收购美宝莲，确立了欧莱雅在美国霸主地位
1965	收购卡尼尔，这让欧莱雅得到了一整套具备有机定位的辅助护发产品	1996	与苏州医学院合作，成立了苏州欧莱雅美容产品公司。同年，欧莱雅在苏州工业园的工厂也破土动工
1970	收购碧欧泉，该品牌定位独特——从温泉的可再生能源中得到有机护肤方法	2002	收购中国品牌羽西
1973	收购法国 Synthé labo 药物公司的大部分股份，让欧莱雅集团得到了开展皮肤病学活动和皮肤病药物学活动的途径	2003	收购美国高端专业护肤品牌 Skinceuticals
1985	拉尔夫·劳伦加盟欧莱雅，让欧莱雅进入美国的高档化妆品市场和男士高档香水市场	2003	收购中国本土品牌小护士
1986	碧欧泉推出男士护肤产品	2005	在上海浦东成立中国研发中心
1987	薇姿推出男士护肤产品	2006	收购 SkinE thic、TheBodyShop 和 Sanoflore
1989	收购美国护肤品牌——赫莲娜，随后又与乔治·阿玛尼(GiorgioArmani)签订了一个授权协议，使欧莱雅得以在时尚界推广这个卓越的品牌	2007	收购生态美发品牌 Pureology，该品牌最出名的产品是不含硫酸盐的洗发香波

资料来源：国都证券研究所

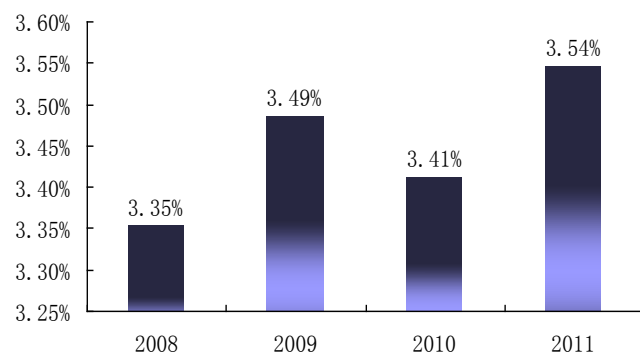
欧莱雅对研究与创新公司保持着孜孜不倦的追求和巨大投入,研发支出占销售比例始终保持在 3%以上,2011 年研发支出达到 7.21 亿欧元,占比 3.54%,公司拥有多达 3400 人的强大研发队伍,在欧洲、美洲和亚洲均拥有研发中心,每年取得的突破性项目保持在 600 个以上。

图 36: 欧莱雅研发支出 (百万欧元)



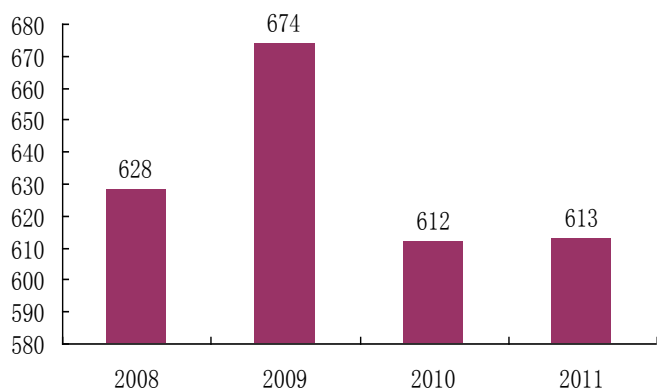
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图 37: 欧莱雅集团研发支出占收入比重 (%)



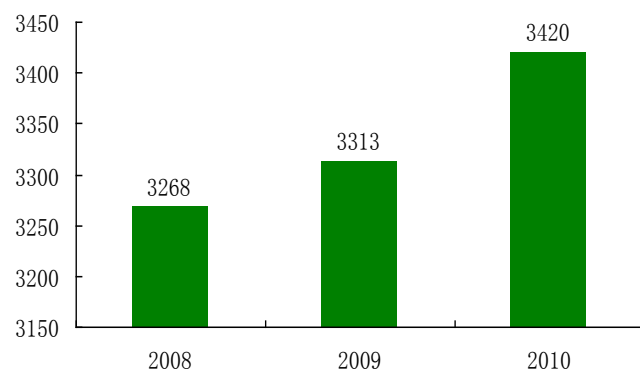
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图 38: 欧莱雅每年取得专利数量



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图 39: 欧莱雅集团研发人员数量



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

欧莱雅消费群体定位较宽,市场细分复杂,多数为 20-35 岁的中高收入人群,女性消费者占比为 70%,欧莱雅的化妆品以“档次、价格”为品牌划分标准,以情感表达和自我表达为利益诉求点,以满足消费者不同品位、档次及审美情趣需要为目标,从在中国市场的实践来看,取得了很好的共鸣。欧莱雅通过不断收购、扩张丰富延伸产品线,成功打造了各档次产品的核心品牌,将来自将法国、美国、意大利、日本、中国的不同风格元素整合在欧莱雅集团战略下,造就了从低端到高端的产品结构,从平民到奢侈的价格体系,打破了价格因素对追求美丽的阻碍。

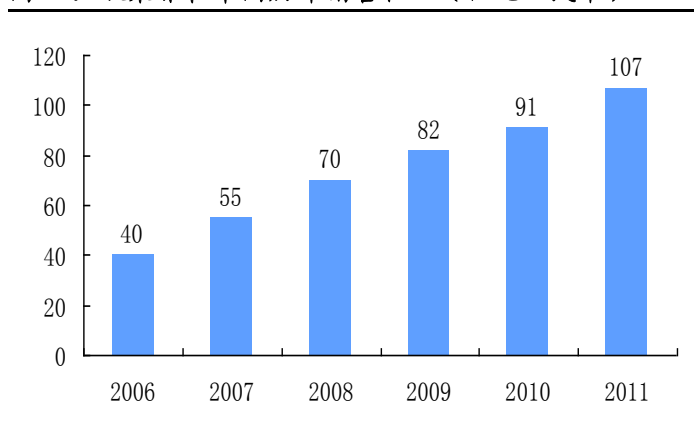
图 40：欧莱雅四大核心业务线及核心品牌



资料来源：欧莱雅集团、国都证券研究所

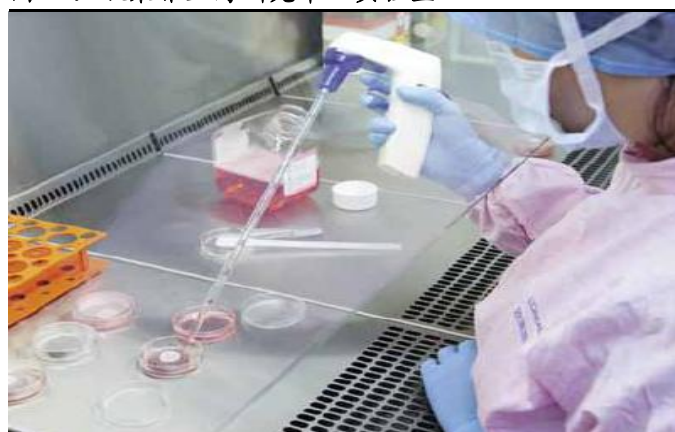
欧莱雅 1997 年进入中国市场后，凭借先进的营销方式及对消费者的准确把握，以超越行业的增速不断扩大市场份，2010 年欧莱雅在中国的销售突破 10 亿欧元，并成为欧莱雅全球第三大消费市场，2011 年销售收入更是达到 107 亿人民币，短短 15 年成为中国化妆品市场的领袖。欧莱雅集团目前在中国拥有 19 个国际和本土品牌，覆盖了大型百货商店、超市、药房、高档专业发廊和免税店等各种销售渠道，成为行业内拥有品牌数量最多、覆盖渠道最完整的公司。欧莱雅集团在中国的研发与创新中心于 2005 年在上海成立，这是继续巴黎、纽约和东京之后欧莱雅集团的又一个研发基地，专门从事对中国人皮肤、毛发以及中国原材料和配方方面的研究和开发，中国市场已成为欧莱雅集团的战略发展重心。

图 41：欧莱雅在中国历年销售收入（亿元人民币）



资料来源：欧莱雅集团、国都证券研究所

图 42：欧莱雅上海研究中心实验室

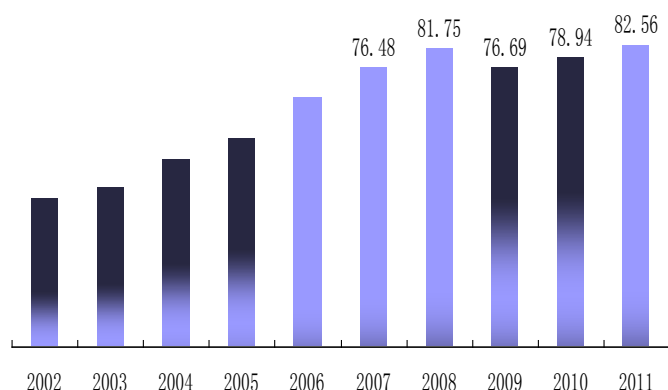


资料来源：欧莱雅集团、国都证券研究所

4.2 宝洁——消费者至上，优质超值产品的代名词

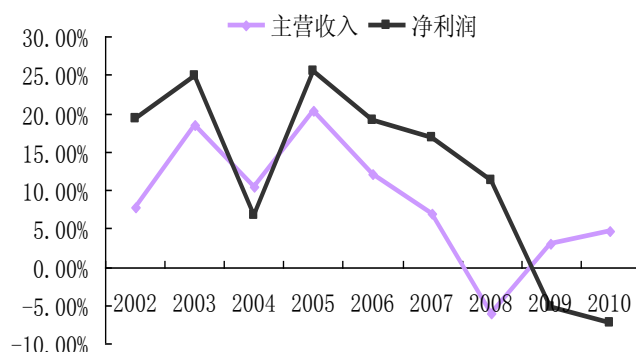
宝洁公司于 1837 由英格兰移民威廉·波克特 (WILLIAM PROCTER) 与爱尔兰移民詹姆斯·甘保 (JAMES GAMBLE) 创立于美国辛辛那提，经过 170 年发展，从最初仅销售肥皂和蜡烛的小作坊成长为世界最大的日用消费品公司之一，宝洁公司在全球 80 多个国家设有工厂或分公司，拥有 127,000 名雇员产品畅销 160 多个国家和地区，产品包括美容美发、居家护理、家庭健康用品、食品饮料等，2011 年公司全年销售额 826 亿美元，2010 年全球 500 强排名 66 位，宝洁长期保持高费率投入，这一政策使其在金融危机中复苏缓慢，目前正在采取降低费用和裁员等措施，以图扭转颓势。

图 43: 宝洁全球销售额 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图 44: 收入与净利润增速



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

表 4: 宝洁公司发展历程

1838	首间生产厂兼办公室位于辛辛那提市。	1983	宝洁推出了一种优质妇女个人卫生用品, Always, 又名 Whisper (护舒宝), 在 1985 年成为全球领先品牌。
1879	开发出“象牙”皂, 最早的明星产品。	1985	宝洁购买 Richardson Vicks 公司, 扩展成药保健用品市场。公司又购买了 Mefumucil、Dramamine 和 Icy Hot 三种品牌, 成为最大的非处方类零售成药制造商。
1887	宝洁公司开创性地提倡利润分享计划, 让员工拥有公司的股权。	1986	宝洁首创洗发水和护发素二合一的产品, Rejoice 飘柔洗发水迅速成为世界上领先的洗发香波品牌之一。
1890	宝洁在 Ivorydale 工厂建立了一个分析实验室, 是美国工业史最早的产品开发研究实验室之一。	1987	宝洁收购欧洲的 Blendax 系列产品, 包括 Blend-a-med 和 Blendax 牙膏。这是公司上最大的一次国际性收购。
1924	成立市场调查部门, 研究消费者的喜好以及购买习惯, 这是工业史上最早的市场研究部门之一。	1988	广州宝洁有限公司注册成立。
1926	继象牙香皂后又推出 Camay 香皂, 公司拥有两个存在竞争的品牌, 这是品牌管理系统的雏形。	1989	宝洁购买 Noxell 公司和它的 Cover Girl、Noxzeme 和 Clarion 品牌, 进入化妆品和香料生意行业。
1930	宝洁在英国购买了 Thomas Hedley 有限公司。	1990	宝洁购买 Shulton's Old Spice 产品系列, 扩展男士个人护理用品的生意。
1931	公司创立了专门的市场营销机构, 由一组专门人员负责某一品牌的管理, 而品牌之间存在竞争。这一系统使每一品牌都具有独立的市场营销策	1992	宝洁重新推出 Pantene-Pro-V (潘婷) 品牌, 迅速成为世界上生意发展最快的洗发香波产品。
1934	宝洁推出 Drene: 第一种合成洗发香波, 开始进军洗发护发产品市场。	1997	宝洁公司收购了 Tambrands 公司和它旗下的全球知名品牌 Tampax (丹碧丝), 扩展其妇女卫生用品市场。

1937	宝洁创立一百周年纪念，年销售额达到二亿三千万美元。	1999	公司收购 Iams 公司，开始进军宠物保健和营养产品领域。
1946	Tide(汰渍)推出，卓越的洗涤效果及合理的价格使汰渍于 1950 年成为美国第一品牌。	2000	雷富礼先生当选为公司总裁兼首席执行官。宝洁公司推出 reflect. com, 一个互动性网上商务美容公司。美国 FDA 通过了防治骨质疏松症的新药—Actonel。
1955	宝洁推出佳洁士牙膏，这是第一种含氟并经临床证实能预防龋齿的牙膏。	2001	宝洁公司从施贵宝公司收购了伊卡露系列。伊卡露是全球染发、护发领导品牌，年销售额达 16 亿美元。
1957	宝洁收购制造纸巾及卫生巾的 Charmin Paper Milk 公司，正式进入消费性纸品生意。	2003	玉兰油成为宝洁第十三个年销售超过 10 亿美元的品牌，宝洁收购威娜公司。
1961	宝洁首创产品：婴儿纸尿裤“帮宝适”推出。	2005	宝洁公司收购了 Gillette, 开辟了男士剃须用品市场，也是宝洁公司历史上最大的一次收购。
1972	Bounce 品牌的推出，它迅即成为仅次于 Downy 品牌的第二大织物柔顺剂。	2008	宝洁中国 20 周年。宝洁与 Gillette 的业务基本完成整合，当年宝洁全球销售额高达 835 亿美元，实现净利润 120 亿美元。10 亿美元品牌达到 24 个。
1973	宝洁收购了日本 Nippon Sunhome 公司，开始在日本制造并销售公司产品。	2010	宝洁北京研发中心落成，就研发领域及品类规模而言，超过其他，超过了宝洁在美国的“大本营”。

资料来源：国都证券研究所

宝洁公司旗下拥有 50 个全球家庭日化领导品牌，其中 25 个品牌年销售额超过 10 亿美元。中国已经成为作为宝洁全球业务增长速度最快的区域市场之一，至 2010 年宝洁公司在华已投资 17 亿美元，拥有 7000 名员工，宝洁在中国主打 14 个品牌，作为中国日化市场的领导者，拥有洗发水市场 50% 的份额和个人卫生市场 40% 的份额，2011

图 45：宝洁旗下品牌及各类业务占比



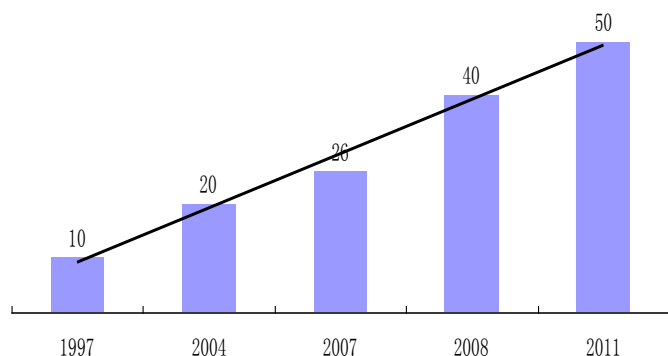
资料来源：宝洁公司、国都证券研究所

年宝洁大中华区的销售收入为 50 亿美元，销售量已位居全球区域市场中的第二位，销售额也位居第四位。为实现到 2015 年获得 10 亿新用户的目标，宝洁公司把精力集中在人口最多的两大国家——中国和印度，宝洁计划 2010-2015 在中国继续投资 10 亿美元，将针对可支配收入水平较低的消费者，推出了旗下诸如汰渍 (Tide) 及吉列 (Gillette) 等优质品牌的延伸低价产品，扩大其分销网络，以覆盖以前无法进入的农村地区。

宝洁拥有准确的产品定位能力，多品牌运作体系成熟，以产品功能为区分标准，以

为消费者提供差异化功能为利益诉求点。宝洁的全球品牌经理人负责设定品牌形象及可在全球范围运作的战略理念，地方层级品牌经理人，擅长从区域层面管理品牌，强调与当地消费者的互动，于是我们看到，当海飞丝将“秀发无屑时，你会更有自信，能更好表达自我”的理念同“中国达人秀”节目相结合后，业务量在原来基础上涨了40%。

图 46: 宝洁中国销售额 (亿美元)



资料来源: 国都证券研究所

图 47: 宝洁品牌运作



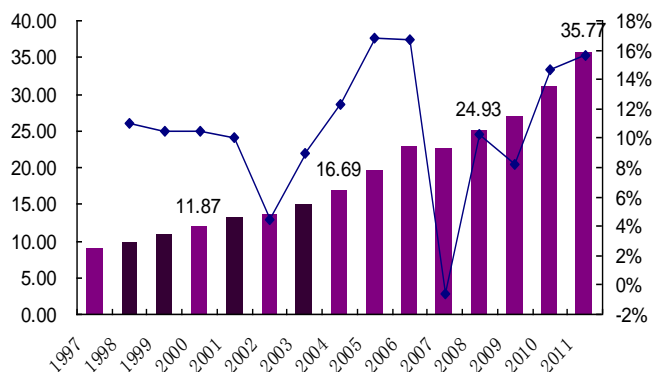
资料来源: 国都证券研究所

5. 上海家化——涅槃重生的民族品牌

5.1 风雨之后依然屹立

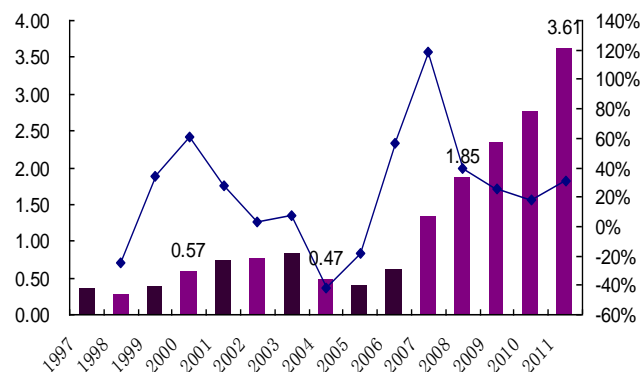
上海家化的前身—香港广生行创立于 1898 年,生产销售双妹牌化妆品,1903 年上海广生行设立,1915 在巴拿马国际展会上荣获金奖,这也是上海家化最早的辉煌。经历几次合并、更名后,1992 年上海家化联合公司诞生,终于走上现代企业发展道路。与外资并不成功的合作令上海家化失去了快速发展的机会,市场份额出现明显下滑,阵痛后管理层进行了一系列改革和调整,2005-2007 年实现恢复性增长,平均增速达到 15%。随着佰草集和高夫等高值品牌竞争力的提高,公司已经进入快速发展阶段,并在外资品牌林立的化妆品市场中占据一席之地。

图 48: 上海家化销售收入 (亿元) 及增速



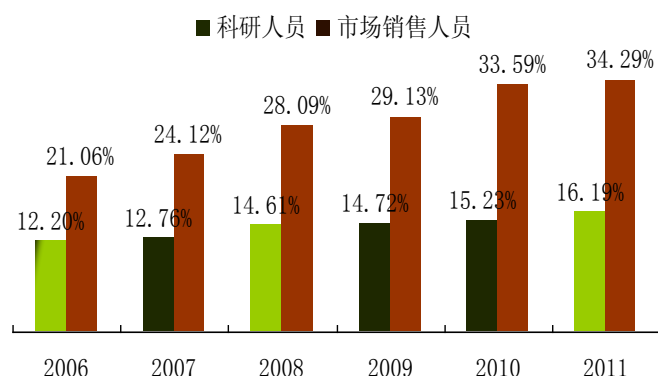
资料来源: 国都证券研究所

图 49: 上海家化净利润 (亿元) 及增速



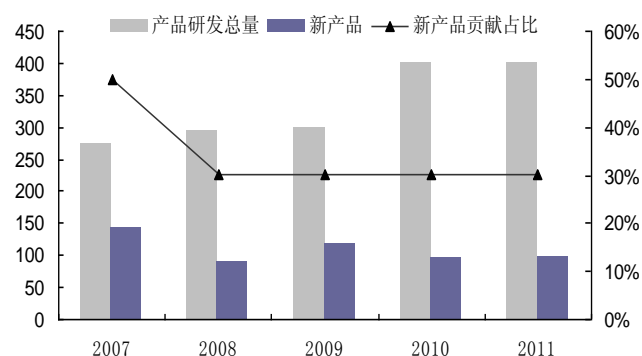
资料来源: 国都证券研究所

图 50: 科研及销售人员占比



资料来源: 国都证券研究所

图 51: 上海家化研发项目数量及贡献率



资料来源: 国都证券研究所

5.2 多品牌运作经验丰富

家化采用与宝洁类似的托权品牌策略, 允许受托品牌有最大的空间建立自身品牌联想, 不同品牌之间的关系清晰明朗, 家化旗下的美加净、六神、佰草集、高夫、清妃、可采、家安等属于受托品牌, 上海家化是托权品牌。按照市场定位划分, 一类是走超市开架渠道的大流通品牌, 包括六神、美加净、家安和可采, 另一类则是走百货、专卖店渠道, 注重各类细分市场的中高端品牌, 包括佰草集、高夫、清妃等, 公司 2010 年向奢侈品领域进军, 将“双妹”作为主打品牌, 构建了从低到高的品牌梯队, 覆盖了从大众消费品——中高档化妆品——奢侈品三类市场层次, 满足不同消费群体需求。

公司是国内消费品行业中为数不多的成功运作多品牌的企业, 早在上世纪九十年代率先引入品牌经理制度, 并在实践中建立了一套针对多品牌战略的营销管理制度。在公司整体营销战略方针下, 品牌经理负责各自品牌发展, 在共享平台资源的基础上, 实现相互竞争, 保证各个品牌从策略、计划到执行的全方位营销管理工作能够按照各自轨道推进, 从而实现公司整体战略目标。品牌经理作为每个品牌的核心管理者, 对内是消费者的代言人, 对外则是营销力量的组织者和推动者, 公司对品牌经理进行了充分授权, 一是产品开发制造权, 品牌经理可根据对市场判断, 提出开发、升级和淘汰方案, 由其他部门配合完成, 这一模式逐渐成为上海家化产品开发体系的核心, 二是品牌经理在产品定价、市场开发和销售费用上有支配权, 我们认为这一制度安排, 能够激发品牌经理的创造力, 有利于品牌活动有效持续开展和成本控制, 使得研发、生产、销售联系更紧密, 产品能够得到不断优化调整, 更贴近市场需求。

图 52：上海家化品牌梯队



资料来源：国都证券研究所

5.3 大流通领域握有优势品牌，稳健增长可期

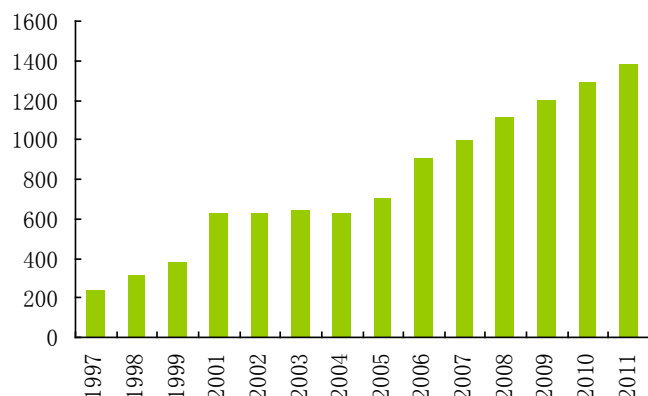
六神品牌 1990 年推出，源于传统中药“六神丸”，六神丸是用来治疗痄子和其它夏季疾病的药方名称，六神花露水包含麝香、珍珠粉等中药成分，把传统古方与现代花露水结合，创造了夏季皮肤解决方法。上海家化后续推出了六神清凉沐浴露、六神冰露花语等系列产品，虽然推出较晚，但凭借消费者对中药的信任，以及丰富的产品线，击退国际品牌，成为沐浴露市场领跑的本土品牌。六神在花露水市场占有率保持在 60% - 70%，市场份额是排名第二位的六倍，六神沐浴露以 11% - 12% 的市场占有率排名前三，是前三位中唯一的本土品牌。六神品牌目前拥有六大系列，53 个产品，花露水约占总收入的 50% 左右，沐浴露占 30-40%，香皂占比 14%，近五年来复合增速保持 9% 左右，2011 年收入达 13.8 亿元。

六神的销售通过子公司和经销商完成，走卖场、商超渠道，50% 的量走经销商体系，经销商全款拿货可以保证回款安全，给予公司良好的流动性支持。2004 年开始向二三线城市和四级乡镇铺设网络，网点数量最高峰达到 18 万，公司还针对农村市场开发产品，通过大篷车送货下乡模式，取得了良好效果。

我们认为六神系列产品的成功，在于中医药成分的创造性使用，和对消费者“清凉”和“清爽”夏季家居诉求的准确把握，凸显了与其他品牌的差异，六神的品牌联想丰富、清晰，“清凉、草本精华、夏天使用最好”等信息给消费深刻印象，六神打破了按功能划分市场的传统规则，创立了按季节细分的策略。通过有效的广告和渠道下沉，最大限度地开拓了市场。六神已经成为夏季家居品类的代名词，拥有极高的消费者忠诚度，是具备定价权的领导品牌，六神未来的发展方向是以个人护理用品市场为主，从品类发展

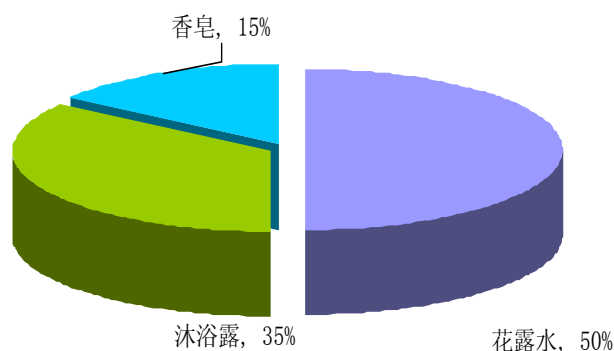
和人群发展培养新的增长点，我们看到产品时尚度提升显示向年轻人群进行战略延伸。

图 53: 六神系列销售收入 (百万元)



资料来源: 国都证券研究所

图 54: 六神各类产品占比



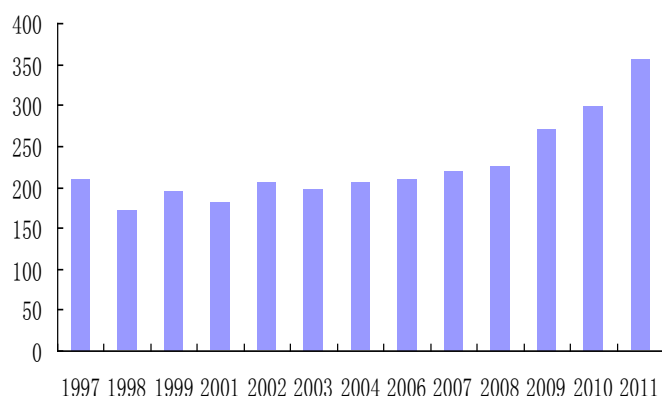
资料来源: 国都证券研究所

美加净曾是中国化妆品市场领导品牌，几经浮沉后在公司 2004 年“回归日化”的战略下，通过明星代言和央视媒体集中投放，在二三线市场和北方区域的消费者认知度和忠诚度显著提高，公司及时推动渠道下沉，完善经销商代表工作，通过产品、代理商向三四线城市等低级别市场渗透，目前美加净终端数量不足 3 万，提升空间依然很大。

2010 年美加净面霜市场份额达到 3.5%，增长 0.1 个百分点，在面霜品类中排名第五，手霜产品占全国 15.3% 的市场份额，在单品销售排行中保持第一，近五年复合增速保持 12%，2011 年收入达 3.5 亿元，短期可以看到面霜的增长空间还很大。我们认为优势产品的口碑效应为其他细分护肤品拓展打下了良好基础，公司已推出防晒爽等新品，技术指标上甚至优于外资品牌，需要消费者一个接受的过程。

虽然对美加净复兴的争议一直存在，但我们认为其品牌知晓度达 98%，有着强大的群众基础，目前的市场占有率水平和品牌贡献率远不能匹配，在快速消费品行业中，公司完全有机会把这样一个有认知有资产的品牌做强做大，关键是打造品牌的突出卖点，价值表达应更加精准，使消费者在原有“安全、质朴”的认知基础上得到更具体，更实在的信息，作为主打中低端市场的品牌，消费者越容易理解，则越容易接受。

图 55: 美加净系列销售收入 (百万元)



资料来源: 国都证券研究所

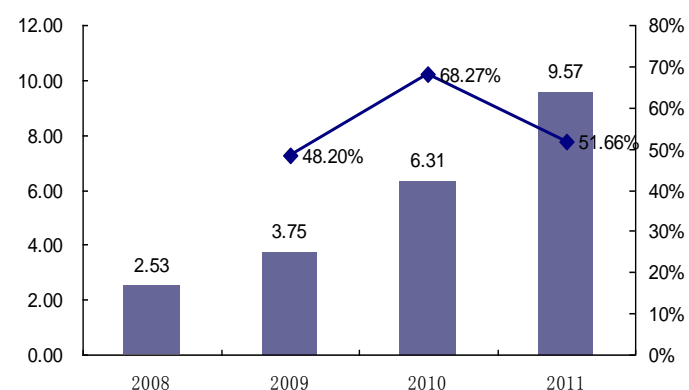
图 56: 美加净主打产品护手霜系列



资料来源: 国都证券研究所

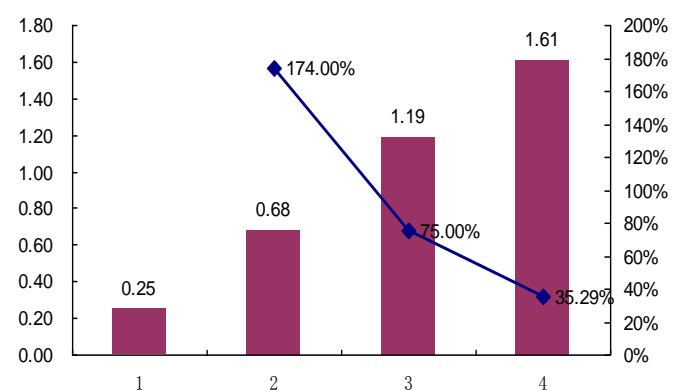
2008 年上海家化增资 6521 万，收购四川可采 51% 股权，收购可采帮助家化进入面膜市场这一空白领域，可采的中药配方与家化理念相吻合，也是家化中草药护理产品的延伸。面膜市场年增速 30%，超过同期化妆品行业增速，面膜产品渗透率不足 20%，远低于面部护肤品 84% 的水平，2009 年面膜市场规模达 40 亿元。我们看到主营面膜产品的美即控股已在香港上市，近三年来业绩保持高速增长，2011 年门店增长 63%，达到 6243 家，毛利率保持 77%，家化渠道资源能够帮助可采突破销售瓶颈，分享这一细分市场的机会，面膜市场是未来积极布局的方向。

图 57: 美即控股销售收入（亿港元）及增速



资料来源：国都证券研究所

图 58: 美即控股净利润（亿港元）及增速



资料来源：国都证券研究所

5.4 佰草集与高夫是支撑当前快速成长的利器

随着消费者日趋成熟和理性，逐渐认识到东方人肌肤特点决定了欧洲化妆品并不完全适用于国内消费者，而源自中医，以草本为主要配方的护肤品恰恰以天然安全为特点，所以家化切入这一领域后，有效把握了国内消费者诉求。佰草集定位 25-35 岁白领都市女性，这部分消费者思想独立，文化程度较高，有品牌依赖性和固定的消费习惯，且化妆品消费主要是出于对品牌的接受，佰草集的消费者很大部分是从外资品牌切换过来的，目前会员人数达 50 万，45% 的消费来自 VIP 客户。

佰草集是中国第一个具备完整意义的中草药个人护理品品牌，提倡“自然、平衡”的美肤理念，以植物精华为本，将传统中医药理论与绿色时尚相结合，产品涵盖护发、护肤、内服、香薰等完整的个人护理产品体系。巴黎欧莱雅在商场专柜中的 SKU 一般维持在 150 个，玉兰油有 60 多个。产品线越长有利于覆盖同类产品中的不同价格区间，品牌自身存在的消费机会就会增多。佰草集目前汇集了 180-200 个 SKU，构筑了以面部护理为主，兼顾全身护理的护理品牌。

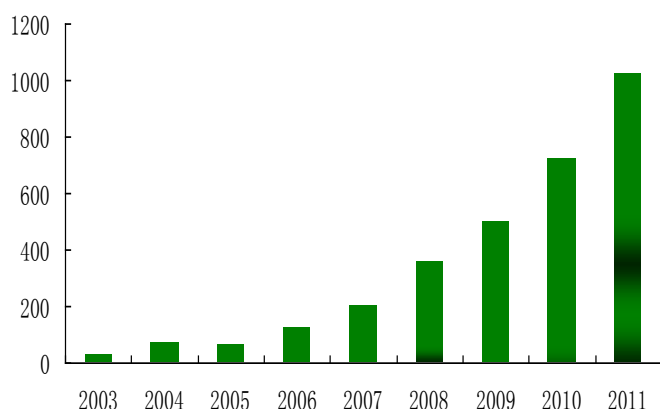
图 59: 佰草集的品牌故事与渠道模式



资料来源：国都证券研究所

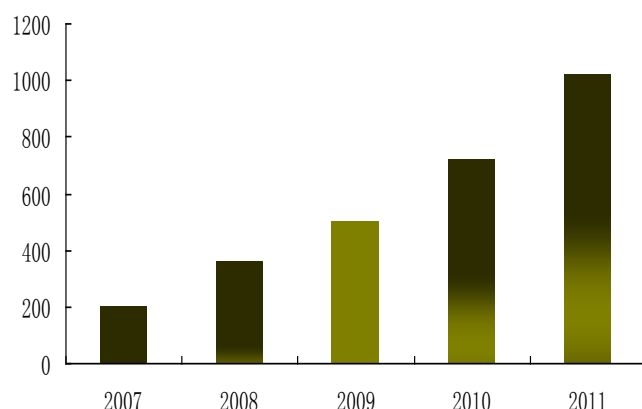
佰草集 2006 年开始进入成长快车道，近五年复合增速达 50%，佰草集的成功帮助上海家化重返一线化妆品行列。佰草集愿意重点培养没有化妆品行业经验的加盟商，这样在发展初期双方的合作基础较为扎实，一方面有利于建立加盟商的忠诚度，同时也会降低管理风险，佰草集模仿 bodyshop，在北京上海等 9 大城市设立自营店，在其他城市特许加盟，目前经销商贡献了 70% 的销售业绩。佰草集已度过品牌初创阶段，管理费用较为固定，随着收入规模扩大，毛利率水平保持在 70% 左右。2011 年单品牌收入 10.21 亿元，门店达到 1200 家，预计未来将保持每年 200 家门店的发展速度。

图 60: 佰草集系列销售收入 (百万元)



资料来源：国都证券研究所

图 61: 佰草集门店数量



资料来源：国都证券研究所

佰草集通过与 SEPHORA (丝芙兰) 合作，打入欧洲市场，该公司在 14 个国家开店 800 家。在法国佰草集总体售价是国内 2 倍，与碧欧泉持平，明星产品太极泥面膜在丝芙兰保持前十销售。在法国销售佰草集的丝芙兰店面已超过 70 家，遍布全法国。

选择代理商模式对于来自东方的佰草集意义重大，丝芙兰独家代理可以解决品牌认知问题，保证以正面形象展示在消费者面前，缩短市场培育时间。佰草集已经入驻法国、西班牙、意大利、土耳其、波兰、丹麦六个欧洲国家，终端数量已达到 193 家，随着品牌认知度的提高和对西方消费者认知加深，佰草集海外市场有望取得更大发展。

图 62：佰草集在 SEPHORA 官网形象



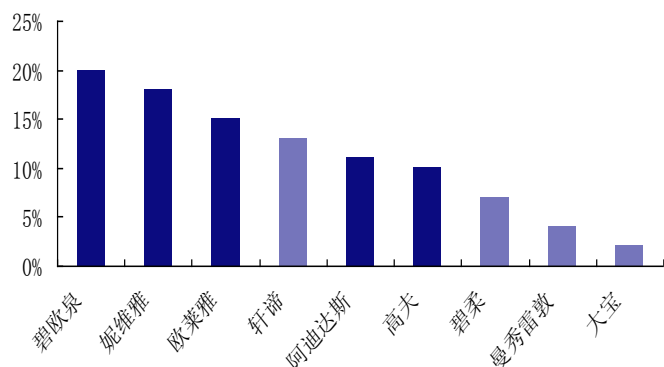
资料来源：国都证券研究所

高夫是国内市场上唯一一个男士专属化妆品品牌，2003 年重新定位后，启用梁朝伟作为品牌代言人，确立了高夫从容儒雅的品牌格调。高夫产品线跨越了护肤，护发，香水三大领域，专注为广大男性白领研发专业护理产品。目前品牌分为 9 大专业护理系列的产品，SKU 数量近 50 个。

我们看到科蒂集团在去年 6 月入主丁家宜后，丁家宜便开始接替上海家化代理科蒂旗下的阿迪达斯品牌，外资企业正是看好国内男士化妆品市场潜力，才收回代理权，希望通过借助丁家宜两万个销售网点展开新一轮扩张。前文已经重点分析过，男士护理用品将是等待深度挖掘的下一个细分市场，家化切入这一市场较早，无论是产品开发还是品牌塑造，都已有了相当深厚的经验积累，与对手相比高夫在品牌硬度上并不落下风。2012 年预计男士市场增长 24%，高于化妆品市场整体增速，单纯男士护肤品的市场规模约为 26.4 亿元。尤其需要注意的是，男士对于护理用品的忠诚度较高，第一次选择后不易转移，因此在男士用品市场尚未形成领导品牌的情况下，高夫的机会还是很大的。

高夫长期以百货渠道为主，其他渠道资源没有充分开发，现在已开始在大商超、护理用品连锁等渠道铺货，建立“商场专柜+化妆品专营店+商超+电子商务”的四轮驱动销售体系。2011 年底高夫渠道终端数量达 1200 个，屈臣氏 2011 年底门店数量 1000 家，预计 2016 年增加到 3000 家，每年 400 家开店速度，我们推算高夫有望保持 50%~60% 的年增速，有希望成为下一个年销售额突破 10 亿元的品牌，并在 2015 年进入男士化妆品市场前三。

图 63: 男士护肤品市场占有率排名



资料来源: 国都证券研究所

图 64: 屈臣氏主推高夫产品



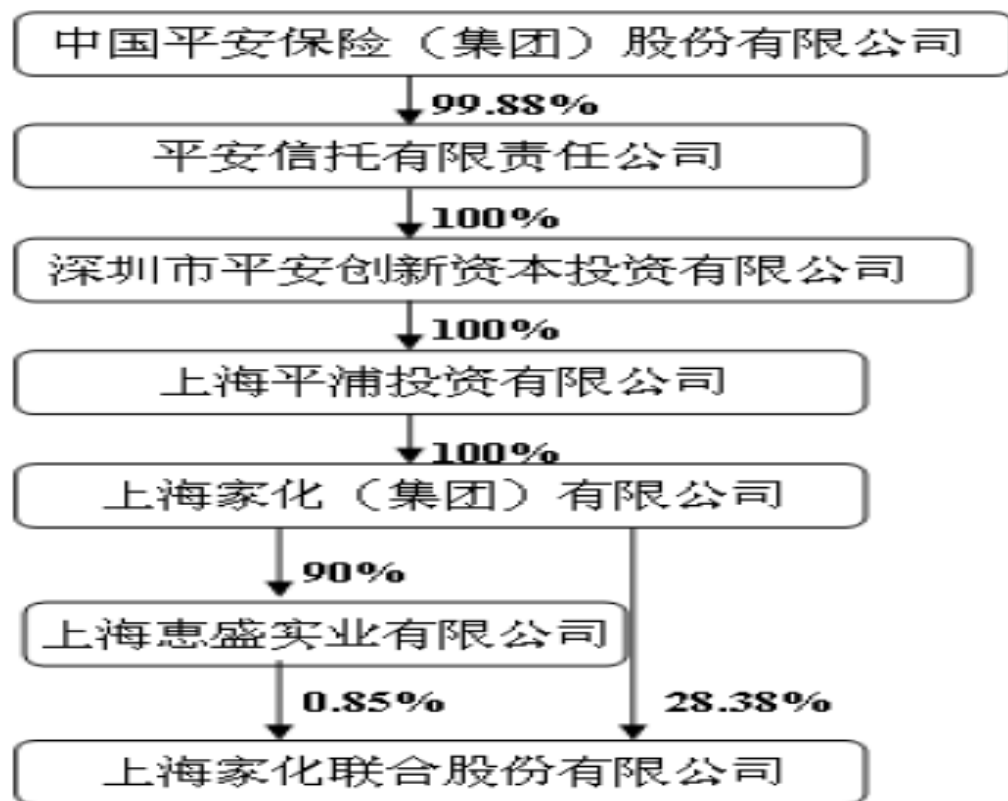
资料来源: 国都证券研究所

6.新一轮发展已经启动

6.1 机制理顺，活力再度激发

2011 年 11 月 7 日,上海家化集团股权改制结束,经过市场竞争平安集团出资 51.09 亿元夺得上海家化集团 100% 股权,标志着上海家化终于脱离传统体制束缚,以全新姿态站在新起点上。家化集团此前经营自主权不够充分,大规模投资决策并不能自己掌握,难以有效应对市场变化,打破体制束缚后,可充分利用并购手段做强化妆品主业,同时也扫清了向时尚和奢侈品领域进军的障碍,完全市场化的激励方案也得以实施。

图 65: 上海家化股权结构



资料来源: 国都证券研究所

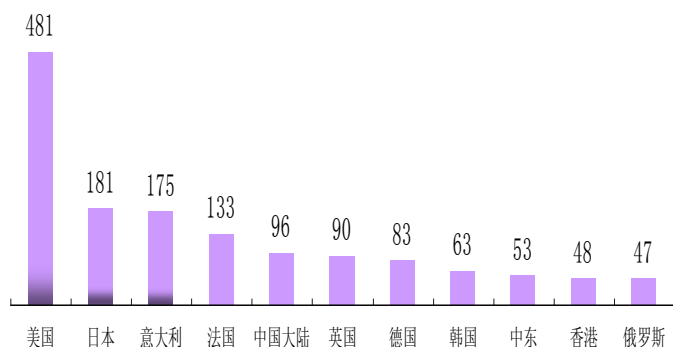
上海家化在与跨国公司竞争中一直受到人才问题的困扰,在首次股权激励的前五年内,家化的营销、技术人员流失 79 人,中层以上营销人员流失 13 人。今年启动第二次限制性股票激励计划,以市价的 50%,向 37.8%(共计 395 名)员工定向发行不超过 2540.5 万股限制性股票,占总股本 6.01%。激励对象如要完成三年分期解锁,公司必须保证实现 2012 年至 2014 年净利润复合增速保持 25%,加权平均净资产收益率不低于 18%,本次股权激励结构中除包含了高管层外,对科研和营销方面的骨干及总监等中高层覆盖达到占到 90%,我们认为这次股权激励力度大,覆盖面广,不仅可以稳定现有员工队伍,未来也可以吸引更多人才加盟。

6.2 有望受益集团时尚战略

家化集团改制成功后,将全面启动时尚产业战略,向化妆品、手表、时装和精品酒店等领域进军,突破现有格局,走出一条民族品牌的创新发展之路。时尚产业提供的产品和服务一定是有文化渊源的,家化已经从佰草集的成功深刻认识到这一点,用深厚的“汉文化”作为品牌根基,是家化集团的现实选择,立足本土完全可以承载家化的时尚梦想,双妹品牌的推出已让人看到家化在这一点上的坚定信念。我们认为时尚产业将带来的是高毛利业务,在化妆品主业上,公司将用汉文化吸引追求环保、天然的自然主义时尚人士,为爱美人士提供一站式解决方案。

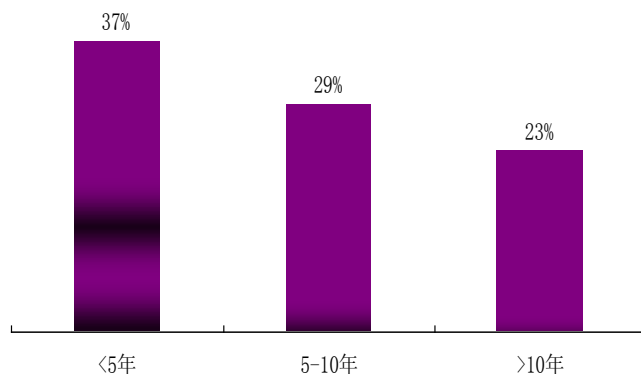
2010 年中国大陆地区的个人奢侈品消费额达 871 亿元人民币,全球排名第 5,中国奢侈品消费总额的 60%为境外(包括港澳)消费,2011 年,中国奢侈品市场仍有超过 60%的增长来自于新增消费者,预计 2015 年将达到 1800 亿元,中国将占全球奢侈品市场的 20%。我们注意到虽然中国消费者依然对国外品牌情有独钟,但偏爱购买专为中国设计、包含中国元素的产品消费者占比上升很快,在低于 5 年奢侈品消费时间的新兴中产阶层消费者中占比达 37%。

图 66: 个人奢侈品消费额 (亿欧元)



资料来源: 贝恩资本、国都证券研究所

图 67: 偏好有中国元素奢侈品的消费者比例



资料来源: 麦肯锡、国都证券研究所

7.投资优质日化公司回报可期

个人护理品牌增长有三个途径：扩大消费者数量、增加使用频率、让消费者为产品花费提高。首先是尽可能吸引更多人来使用产品，直到消费群体饱和，之后通过教育提高使用频率、反复购买。最后，提供高端产品推动消费升级，带来更高利润，这种增长模式是我们投资消费品最为看重的。上海家化作为 A 股市场不可多得的个人护理/化妆品公司，能够在与外资品牌较量中不断壮大，说明已走出一条特色发展道路，二次股改是成长催化剂，股东、高管、公司员工三方利益一致，当前处于新一轮发展阶段的开始。

我们预计公司未来会有一些并购举动，目标是希望将家化的科研能力与被收购品牌的市场份额相结合，全球的设计、采购和生产资源也将在公司视野内，品牌推广上将增加线上传播，加强与目标消费者有效接触，增加电视和新媒体投放比例，多个品牌已开始尝试利用微博平台进行话题营销。我们认为公司有机会利用大流通品牌的市场地位，延伸产品线，继续挖掘品牌潜力，同时在佰草集和高夫两个核心品牌所在细分市场继续优异表现。

从对国际日化公司的股价中长期表现来看，均有大幅超越市场的表现，说明投资者对优质消费品公司长期看好，平安的收购成本相对于股票市值溢价 16.43%，按照市盈率测算达到 57 倍，说明收购方对上海家化的发展前景也是充满信心。我们预计上海家化六神系列产品将保持稳健增长，美加净品牌增速有所提高，佰草集和高夫将保持较快增速，其他品牌处于调整或积累阶段，尚不会对业绩有较大影响。预计 2012-2014 年收入增速将保持在 20%，综合毛利率将稳定增长，EPS 分别为 1.11、1.41 和 1.94 元，对应 PE 为 35、27 和 20 倍，给予“强烈推荐-A”的评级。

风险提示：在国际品牌扩张和本土品牌崛起下化妆品市场竞争加剧。

表 5：上海家化收入预测

	百万	2010	2011	2012E	2013E	2014E
大流通品牌	收入	1611.00	1795.31	1995.08	2202.48	2436.40
	YOY	6.34%	11.44%	11.13%	10.40%	10.62%
佰草集+高夫	收入	832.00	1181.00	1633.18	2188.79	2934.41
	YOY	46.48%	41.95%	38.29%	34.02%	34.07%
其他品牌	收入	330.00	217.00	221.34	225.77	230.28
	YOY	-23.79%	-34.24%	2.00%	2.00%	2.00%
日化收入合计	收入	2773.00	3193.31	3849.60	4617.04	5601.10
	YOY	10.21%	15.16%	20.55%	19.94%	21.31%
	毛利率	51%	64%	66%	67%	68%

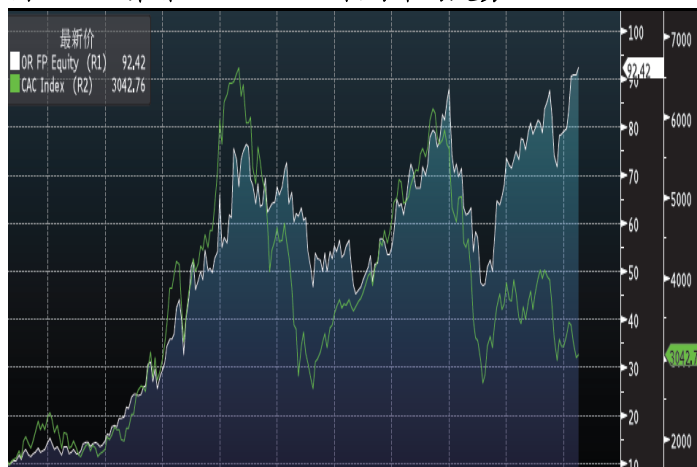
资料来源：国都证券研究所

表 6: 上海家化财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1767.45	1971.51	2505.70	2860.05	营业收入	3576.61	4311.60	5171.33	6273.34
现金	871.58	1074.08	1292.67	1494.75	营业成本	1519.29	1793.63	2104.73	2496.79
应收账款	371.39	377.36	521.23	576.58	营业税金及附加	37.31	39.42	47.61	60.18
其它应收款	22.97	29.71	32.70	43.15	营业费用	1283.19	1547.86	1861.68	2164.30
预付账款	28.03	14.76	42.86	28.85	管理费用	393.32	388.04	465.94	565.23
存货	398.64	425.83	518.57	629.28	财务费用	-11.12	-2.45	-7.48	-8.74
其他	74.83	49.76	97.68	87.43	资产减值损失	7.64	10.78	12.93	15.68
非流动资产	779.34	997.82	1204.88	1414.06	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	358.47	424.29	505.02	583.06	投资净收益	88.74	66.44	81.33	78.84
固定资产	234.53	383.91	515.47	643.56	营业利润	435.72	600.76	767.26	1058.73
无形资产	94.23	97.66	103.73	114.98	营业外收入	18.70	10.00	10.00	10.00
其他	92.11	91.95	80.66	72.47	营业外支出	2.16	1.47	1.37	1.67
资产总计	2546.78	2969.32	3710.59	4274.10	利润总额	452.26	609.28	775.89	1067.07
流动负债	762.63	665.55	990.67	978.98	所得税	87.25	121.86	155.18	213.41
短期借款	10.00	12.00	12.00	11.33	净利润	365.00	487.43	620.71	853.65
应付账款	359.22	432.02	481.89	608.73	少数股东损益	3.75	5.01	6.38	8.77
其他	393.41	221.53	496.79	358.91	归属母公司净利润	361.25	482.42	614.33	844.88
非流动负债	2.43	14.07	15.03	11.32	EBITDA	424.56	653.44	842.66	1160.44
长期借款	0.00	9.95	11.40	7.93	EPS (元)	0.85	1.11	1.41	1.94
其他	2.43	4.12	3.63	3.40	主要财务比率				
负债合计	765.06	679.62	1005.70	990.30		2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	22.97	27.98	34.35	43.13	成长能力				
归属母公司股东权益	1758.76	2261.73	2670.53	3240.68	营业收入	15.60%	20.55%	19.94%	21.31%
负债和股东权益	2546.78	2969.32	3710.59	4274.10	营业利润	49.19%	37.88%	27.72%	37.99%
					归属母公司净利润	31.06%	33.54%	27.34%	37.53%
					获利能力				
					毛利率	57.52%	58.40%	59.30%	60.20%
					净利率	10.21%	11.31%	12.00%	13.61%
					ROE	20.49%	21.29%	22.95%	26.00%
					ROIC	19.35%	20.21%	21.87%	25.05%
					偿债能力				
					资产负债率	30.04%	22.89%	27.10%	23.17%
					净负债比率	0.56%	1.07%	0.99%	0.69%
					流动比率	2.32	2.96	2.53	2.92
					速动比率	1.79	2.32	2.01	2.28
					营运能力				
					总资产周转率	1.53	1.56	1.55	1.57
					应收帐款周转率	11.26	11.52	11.51	11.43
					应付帐款周转率	4.60	4.53	4.61	4.58
					每股指标(元)				
					每股收益	0.85	1.11	1.41	1.94
					每股经营现金	0.48	0.93	1.52	1.75
					每股净资产	4.21	5.27	6.22	7.55
					估值比率				
					P/E	8.93	34.02	26.72	19.43
					P/B	1.84	7.26	6.15	5.06
					EV/EBITDA	5.63	24.26	18.57	13.31

资料来源: 公司报表、国都证券

图 68: 欧莱雅 1992 - 2012 相对市场走势



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图 69: 宝洁 2003 - 2012 相对市场走势



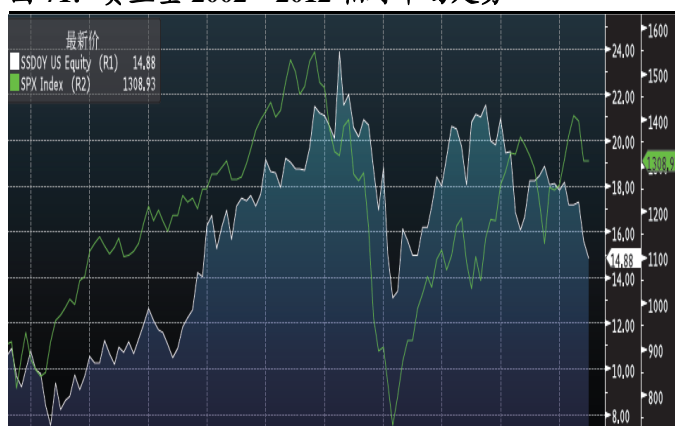
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图 70: LG 健康生活 2002 - 2012 相对市场走势



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图 71: 资生堂 2002 - 2012 相对市场走势



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

表 7: 全球重要日化公司估值/盈利能力对比

	P/E	ROE	P/E 预测值	P/S	毛利率	净利率
均值	18.46	25.48	15.40	1.62	55.59	8.61
PROCTER & GAMBLE	16.79	14.47	15.18	2.04	49.23	11.32
COLGATE-PALMOLIVE CO	19.78	103.97	16.96	2.86	57.24	14.45
KIMBERLY-CLARK CORP	16.40	31.69	14.65	1.52	30.36	8.12
CLOROX COMPANY	17.16	N/A	16.69	1.74	42.36	9.91
AVON PRODUCTS INC	11.41	22.92	13.56	0.61	62.58	3.53
ESTEE LAUDER COMPANIES	24.63	31.69	21.01	2.24	79.21	8.89
ENERGIZER HOLDINGS INC	13.15	14.97	11.03	1.04	46.49	7.04
CHURCH & DWIGHT CO INC	24.33	16.17	20.08	2.74	43.93	11.50
REVLON INC-CLASS A	10.48	N/A	9.58	0.56	64.10	3.73
UNILEVER NV-CVA	16.58	29.55	14.17	1.52	39.89	9.15
L'OREAL	22.16	15.01	18.16	2.65	71.24	11.99
HENKEL AG & CO KGAA VORZUG	16.90	15.91	13.15	1.43	45.60	8.47
SHISEIDO CO LTD	32.87	4.84	18.36	0.70	76.11	2.13
ELIZABETH ARDEN INC	17.93	13.30	14.48	0.83	48.88	4.83

KAO CORP	20.37	9.81	15.73	0.87	56.83	4.31
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	14.41	32.41	13.60	2.65	59.69	18.40

资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

表 8：上海家化发展历程

1898	上海家化的前身——香港广生行创立	1995	成功地开发了六神特效沐浴露，创造性地细分了中国的沐浴露市场
1956	友谊品牌诞生		上海家化联合公司与上实日用化学品控股有限公司合资成立上海家化有限公司
1958	广生行、明星家用化学品制造厂、东方化学工业社、中国协记化妆品厂合并成为上海明星家用化学品制造厂		佰草集正式立项研究，为佰草集的研发做准备
1961	美加净头蜡研制成功	1998	上海家化兼并上海日化集团，成立上海家化（集团）有限公司
1962	首次成功开发美加净雪花		佰草集品牌诞生；佰草集在上海香港广场开设第一家品牌专卖店
1967	上海明星家用化学品制造厂改名为“上海家用化学品厂”	2001	上海家化在上海证券交易所上市
1978	美加净银耳珍珠霜诞生，成为当时时尚女性护肤品的代名词	2003	移至青浦的上海家化国家级技术中心落成
1983	我国第一套高级系列化妆品，美加净系列化妆品上市	2004	上海家化中标中央电视台广告招标
1989	上海家化在国内企业中率先组建了市场部，成为与销售部、科研部和生产部等部门并立的全新部门	2007	上海家化和 Sephora 达成共识，将佰草集品牌引入欧洲市场
1990	美加净品牌全国市场占有率超过 10%，为中国化妆品第一品牌		上海家化收购四川可采化妆品股份有限公司
	上海家化同法国欧莱雅公司合作推出第一款“清妃”香水，而后清妃逐步形成了完善的护肤和彩妆产品系列	2008	实施限制性股权激励计划
	推出中国第一支护手产品——美加净护手霜，其市场份额自上市以来一直保持第一		佰草集产品成功打进欧洲市场，取得良好效果
1991	第一瓶六神花露水问世，市场份额自上市以来一直保持第一	2010	上海家化成立上海家化信息科技有限公司，正式涉足电子商务领域
	上海家化与美国庄臣父子有限公司合资成立了上海露美庄臣化妆品有限公司		高端时尚跨界品牌“双妹”上市，标志着上海家化正式进军高端时尚领域
1992	高夫品牌诞生标志着中国化妆品市场诞生了第一个男性化妆品品牌	2011	中国平安入主，上海家化二次改制成功，目标打造民族时尚品牌
	在全国快速消费品业内最早推行“品牌经理制”，着力培养本土的营销尖端人才		上海家化与花王集团签署销售合作协议，开展战略合作，构建互赢互惠关系

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崑	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			