

短期增长确定，长期享三重空间

买入 维持

目标价格：50元

报告摘要：

- **短期增长较确定——最新调研跟踪:** 1、六神：5月同比打平，6月有所好转，1-5月同比增速超10%。另外，艾叶香皂增长80%，沐浴露50%，空间很大。2、高夫：目前增速过快，造成色系等方面管理较乱，公司不希望增长过快。3、美加净：不要看重增长，同价位产品中增速不算慢，空间非常大，对手比较弱，可以做成10亿元的品牌。4、佰草集：5月份百草销售不太好，但零售终端还不错，经销商拿货速度放缓造成。6月份对佰草集来说本来就是一个淡季，但略有恢复。5、家安：5月份增速数据30%左右，6月的数据应该是非常好。6、花王：花王5月销售不好，由于国际关系原因，单月少了3万箱。
- **电商业务发展迅速，今年增速超100%，预期全年销售超过2亿元。**
电商到目前为止增速100%左右（去年规模百草+高夫1亿元），超过预期，主要是佰草集和高夫贡献，今年还会推出新的线上品牌。未来线上线下产品区别主要从外包装方面。
- **长期看，公司将享三重增长空间。** (1) 消费能力空间：中产阶级崛起，高端消费能力扩容；短期看，未来5年，中国化妆品行业复合增速约为13%。到2016年行业容量将达2022亿。长期看，中国人均化妆品消费仅为日韩的六分之一，成熟状态下中国化妆品市场容量将超过1万亿元。(2) 地区渗透空间：三四线城市的化妆品市场仍有巨大阶梯渗透空间；近年来，在三四线城市新开MALL数量远远大于一二线，我们认为上海家化渠道扩张将极大受益于三四线地区购物中心和百货门店的扩张(3) 新消费群体空间：男士护理产品过去5年增速达到24.4%；12年，我国男士护理市场空间已超过60亿元。
- **盈利预测和投资建议。** 我们预计13年、14年、15年EPS分别为1.32、1.72和2.30元，根据国际同行业公司估值水平(22-38X)，同时考虑到强劲的内生增长和改制后灵活的激励、投资机制，以及三重空间红利，公司有望实现EPS和PE的交叉式增长，我们给予公司38X PE，目标价50元。维持公司“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	3576.61	4504.12	5695	7023	9135
增长率(%)	15.60%	25.93%	26.45%	23.30%	30.08%
归母净利润(百万)	361.25	614.63	890	1158	1546
增长率(%)	31.06%	70.14%	44.87%	30.09%	33.49%
每股收益	0.54	0.91	1.32	1.72	2.30
市盈率	80.05	47.05	32.49	24.97	18.71

消费服务研究组

分析师：

陈炫如(S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email： chenxu@hysec.com

研究助理：

姜天骄

电话：010-8801 3525

Email： jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

业绩依旧笑春风

2013/4/26

营销费用控制有力，业绩如期释放

2013/3/21

盈利能力加速，进入发展的快车道

2012/10/31

提毛利、控费用推动利润高速增长

2012/8/14

具备成长为伟大企业的DNA

2012/7/28

一、短期增长确定：近期调研概况

(一) 佰草集：

1、佰草集压货情况如何？

5月份百草销售不是太好，但零售终端还不错，所以是库存下降造成的，拿货速度放缓。主要是加盟商是对未来管理层稳定程度风险的一个考量（害怕现在的一些经营政策持续性中断）。6月份对佰草集来说本来就是一个淡季，但略有恢复。通常来说佰草集终端库存有2个月左右。经销商的库存是倒推的，因为可以看到零售终端的数据。

2、有传闻说华东地区佰草集销售占比很高，是否真实？

不真实，佰草集华东地区不是最强劲，河南都比这个强劲。华北做的好，华南福建，华中河南武汉都做得不错，华东自营做的一般，北京自营做的好，单产最高。单产100万/月，北京最高的单产。上海没有超过50万单产，西单的中友百货，位子还不是很好的但是却能够卖100万。第三次进去了。中友百货化妆品在全国排第二。

公司各个区域的数据不会拆分，未来也不会拆分，因为公司获得竞争对手的这个信息是要花钱买的，公司没必要免费提供。

3、佰草集的会员情况？

佰草集会员系统在公司这里不在加盟商，会员去年比较活跃的才100多万。空间还是比较大。相比之下，六神每年要卖2亿瓶，客户群大概上千万。一年重复购买的定义为活跃会员。

4、佰草集出口情况如何？

去年出口大概在3000-4000万人民币左右，德国现在已经开了。

(二) 高夫

1、公司对于高夫的定位和投入是什么样的？

高夫是很有潜力的，但增速已经是最快的了，并不弱小，所以不需要太多的资源投入，本身成长太快也会出问题，会很担心有所疏漏。狂奔之中如果出了质量问题对于品牌打击是很大的，被市场推动的，其实是公司并不喜欢的状态，对于品牌来说并不好。高夫一下子覆盖4各渠道，有些乱。目前有3个色系，又有若干子色系，所以有些凌乱，与以前没有一致性。还有很多地方要改进。

高夫现在主要进的专营店是屈臣氏，价格没有窜货可能性。高夫现在才2000多家店。高夫的毛利率比较稳定。专营店主要是高夫，佰草集很少。高夫现在还比较小，变化比较大，还没有稳定。

(三) 家安

1、家安的销售情况如何？

家安的情况，销量情况比预期要好，做的还是软广告（科普之类）。空调这块实际上还是很有潜力，希望做到亿元以上产品。前两年5000-6000万。家安5月份增速数据30%左右，

6月的数据应该是非常好。部分渠道出现缺货的情况是预期不足的原因，不是产能的问题。空调清洁剂是家化的专利产品，竞争优势很强；而洗衣机槽是买来的商品，相对没有那么强势。

(四) 六神

1、六神的销售情况如何？

5月份六神单月基本上打平，雨水比较多，天气比较清凉。6月前1-2周不太好，后面稍微好点，1-5月份是11%的增长。六神两个新品本来预期全年1500万，结果1-6月就做到了。艾叶香皂增速80%，沐浴露增速50%，整体今年应该能超过50%，去年就1个亿了。艾叶是一个可以做大的产品，希望能够做到10个亿以上的产品。艾叶销售是全年比较平均的。艾叶未来分成两块，对物（家安来做），对人（六神来做）。六神清凉产品季节性强，只卖中间6个月。

(五) 美加净

1、美加净的情况？

美加净不要看增长，但在同价位产品中增速不算慢，其实空间非常大，对手比较弱（比如大宝等等，长期看都不是家化对手）可以做成10-20亿元的品牌。美加净有很多中高端的产品，不需要大量研发，只需要配方整合一下就可以了。美加净本来季节性很强，现在推出洗发水平滑季节性的问题。

(六) 专营店的运营情况

专营店和百货店渠道，完全不同的东西，差别巨大。专营渠道必须有代理商，垫资买断，对代理商资金实力要求更高，会吸纳很多库存，但同时议价能力会更强。公司并不希望拿佰草集整体品牌去做专营，而是拿一个副牌去做。专营起来速度很快，但是关店也特别快。未来会针对性地去开发一些产品。商超、百货仍然是主流渠道，未来电商也会成为主流渠道，专营店可能在很多地方没有百货、没有购物中心的地方才会诞生出来。比如福建的代理商就开始做专营店，是代理商个人的看法。专营店相当于批发，装修都不会由公司承担。给的扣率大，就会出现终端价格不同窜货的情况，比较难以管理。越是成熟的渠道，自律性越强，窜货商最后都被淘汰了。

(七) 电子商务

1、公司电商业务发展如何？

电商到目前为止增速100%左右，超过预期。主要是佰草集和高夫（在天猫），今年还会有一个线上品牌出来，大约7、8月份出来。专门针对线上，以后从包装方面将线上和线下区分开。电商趋势很明显。比如线下佰草集是玻璃瓶包装的，线上有些是塑料瓶包装，或者可能是简包装的。另外，线上会有一些组合装，这些都是线下没有的。包括在光棍节等等会有活动，不过不会像其他行业有很大的折扣。线上去年规模百草+高夫1亿元多，今年可能在2亿元，不一定能达到3亿元。六神和家安实际上不鼓励线上业务，因为单价都比较低，考虑物流后其实是不划算的，六神大概一年只有100-200万的交易量，其实普通家庭是不太会在线上买的。

线上线下利润率差别不大，去年销售 1 亿多，才 200 万的利润。到 10 个亿的时候比较可能比较有意义。

电商团队同时管理高夫、佰草集、六神，电商管理层持股 30% 不到，个别的高管，公司占 70% 多。

2、经销商对于电商如何看

经销商对于电商这块是比较抱怨的，1 季度也有经销商将店铺交给公司。还有一部分经销商希望开放线上开放给他们做，但是是不可能的。公司希望线下线上均衡发展。

(八) 其他经营情况

1、婴童产品什么时候推出？

婴童产品，应该在 8 月份左右推出。

2、天江药业情况如何？

天江药业增速会比去年还快，中药颗粒，肯定超过 40% 的行业增速。

3、公司对新产品的广告投入如何考虑？

新产品的广告投入，不是费用配比，而是第一步试销，有些到了第三年才有广告。太极丹第一次销售就有广告，因为一开始拿到的反馈比较好。线上线下也没有广告配比的规定，品牌自己决定配比。六神广告是上半年多，销售额占比 2/3，，佰草集可能下半年多一些。

4、太极丹的优势在哪里？

太极丹的颠覆性：以前都是水乳交融，乳液（水多）或膏霜（油多）。而太极丹是分开，先用水再用油。技术难点就是，精华水和精油分开用达不到效果。只有公司产品可以这样的效果。

5、花王情况如何？

花王五月份销售情况不好，主要是进口速度慢，与国家关系有关系。配额没有拿足，少了 3 万箱。

6、同店增长情况如何？

同店增长去年只有 5%，如果剔除网上部分，今年可能也比较低，主要是线上渠道的一个替代。

7、新品发布会是什么时候？

大概 8 月 6 日新品发布会。

二、长期公司将享“三重增长空间”红利

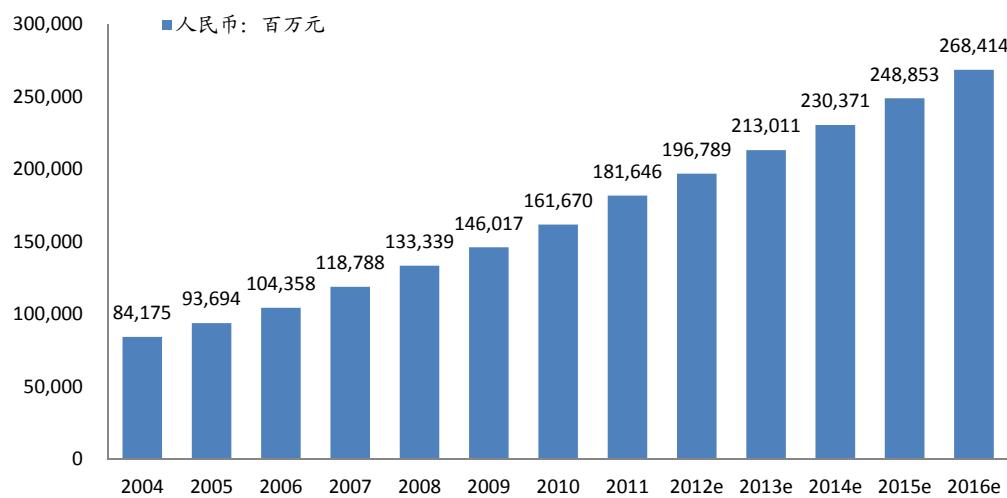
我们认为，在中国经济和人口发展的大环境背景下，上海家化未来将享受三重增长空间：

- (1) 消费能力空间：中产阶级崛起，收入提升带来化妆品，特别是高端消费能力扩容；(2) 地区渗透空间：三四线城市的化妆品市场仍有巨大阶梯渗透空间；(3) 新消费群体空间：男士和婴童护理产品潜力空间巨大

(一) 消费能力空间：中产阶级崛起，收入提升带来化妆品，特别是高端消费能力扩容

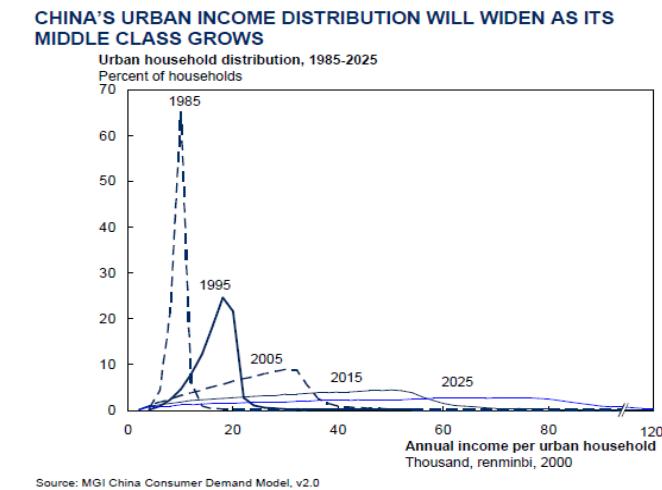
短期看，未来5年，中国化妆品行业复合增速约为13%。到2016年，化妆品行业容量将达222亿元。长期看，中国人均化妆品消费金额仅为日韩的六分之一，随着人均收入增长，成熟状态下中国化妆品市场容量将超过10000亿元。

图1：中国日化行业市场规模稳定增长



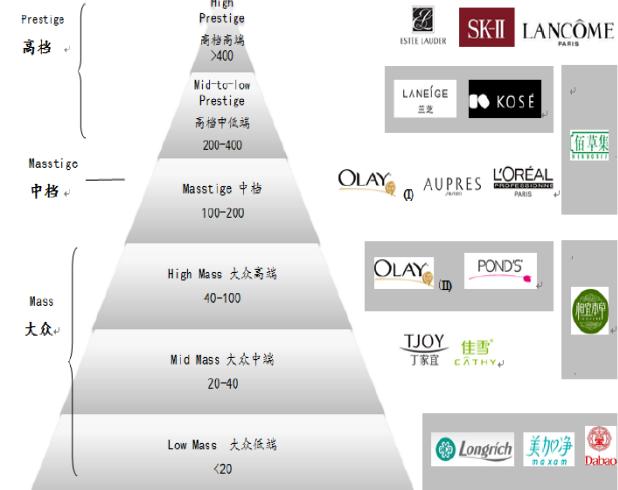
资料来源：Euromonitor B&P China 2012，宏源证券

图2：中产阶级消费崛起是中国经济未来大势所趋

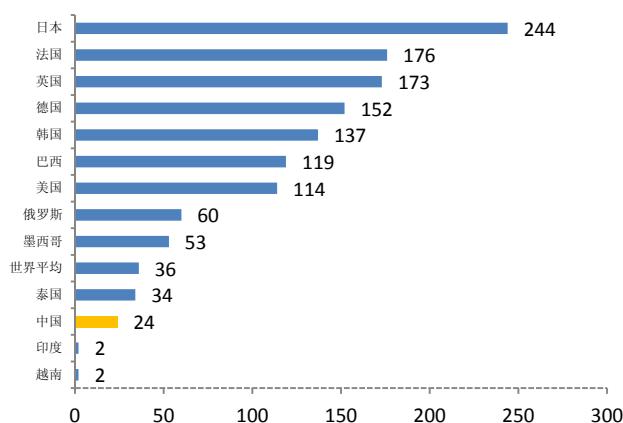


资料来源：麦肯锡，宏源证券

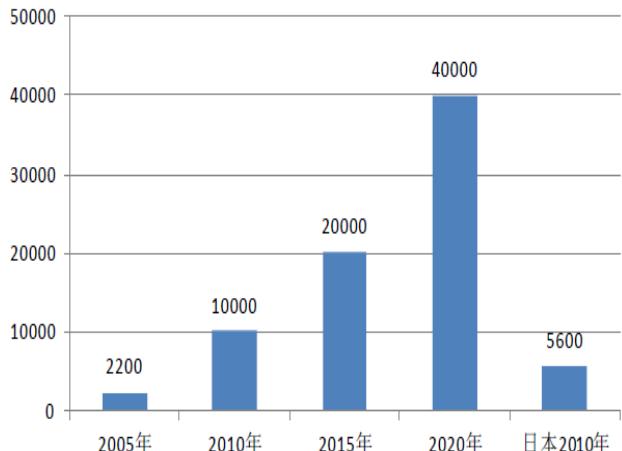
图3：上海家化主打化妆品牌佰草集定位中高端



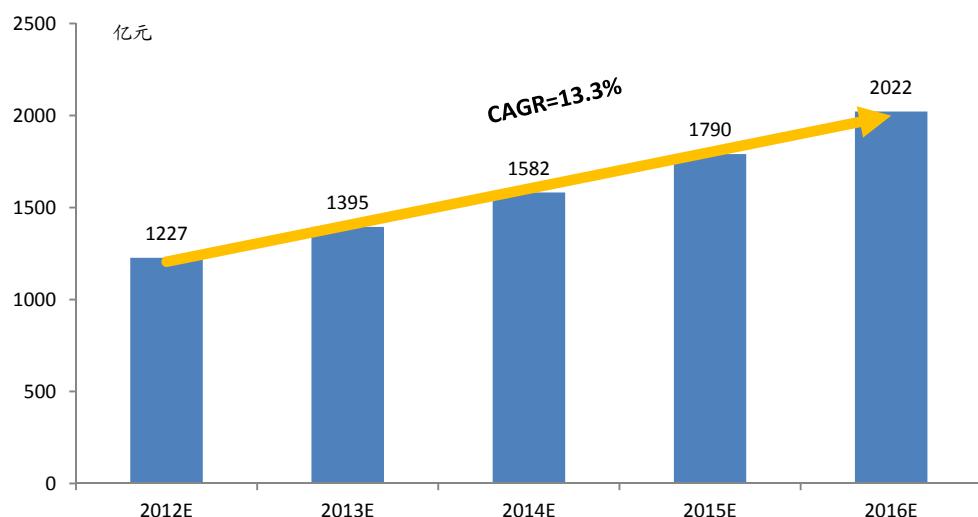
资料来源：互联网，宏源证券

图 4：中国人均化妆品距日韩等东亚国家有 5 倍空间


资料来源：Euromonitor，宏源证券

图 5：中国核心化妆品人口（万人）


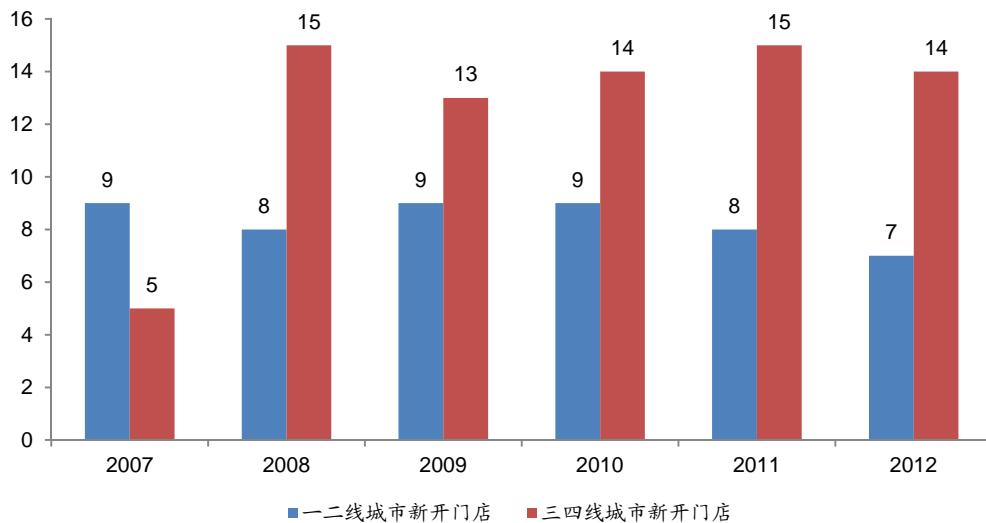
资料来源：资生堂，宏源证券

图 6：预计 2012-2016 中国化妆品市场增速 13.3%


资料来源：Euromonitor，宏源证券

(二) 地区渗透空间：三四线城市的化妆品市场仍有巨大阶梯渗透空间

近年来，在三四线城市新开购物中心门店数量远远大于一二线地区新开购物中心门店数量，我们认为上海家化渠道扩张将极大受益于三四线地区购物中心和百货门店的扩张。以上市公司样本来看，我们选取了 9 家以购物中心为主的外延扩张型公司，近年来在三四线城市平均开出的门店数量达到了一二线城市的 2 倍。三四线城市的扩张空间可观，同时三四线城市的化妆品消费增速达到 20% 以上也远大于一二线城市 5% 左右的增速。

图 7：百货上市公司在三四线门店扩张力度远大于一二线城市


资料来源：Euromonitor，宏源证券

表 1：主要外延扩张型上市百货在一二线城市的门店扩张情况

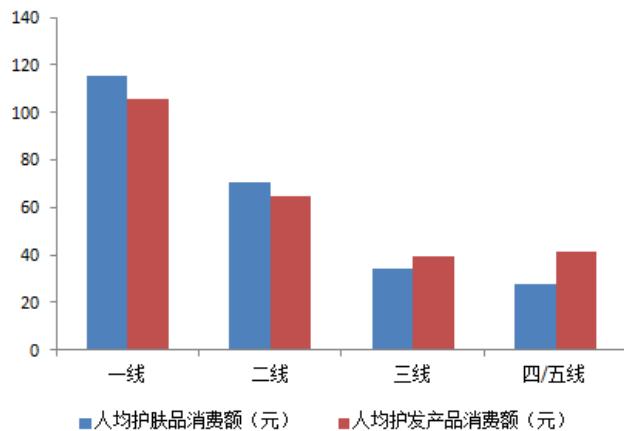
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
欧亚集团	沈阳市			济南市 (2)	济南 (4)	济南市
合肥百货						合肥 (2)
南京中商						南京
银座股份	济南市	济南市 (2)	济南市 (2)			
王府井	乌鲁木齐		太原, 兰州, 昆明	北京 (2)	成都	
友好集团		乌鲁木齐				乌鲁木齐 (3)
天虹商场	深圳 (4), 南昌, 东莞	深圳 (2), 厦门, 长沙	南昌, 杭州, 苏州, 北京	深圳 (2), 东莞 (2), 北京	东莞, 苏州	
文峰股份						
步步高		长沙,			长沙	
新开门店数量	9	8	9	9	8	7

表 2：主要外延扩张型上市百货在三、四线城市的门店扩张情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
欧亚集团		通化市		辽源市, 吉林市, 白城市	吉林市	梅河口市
合肥百货		六安, 淮南	蚌埠	巢湖		
南京中商						大冶
银座股份	滨州市, 莱芜市	东营市 (2), 泰安市 (2), 滨州市 (2), 莱芜市	潍坊市, 滨州市 (2), 德州市 (2), 临沂市 (2)	淄博 (1), 东营市 (2), 滨州市, 德州市, 临沂市	泰安市 (2), 临沂市, 潍坊	泰安市, 德州市, 临沂市 (2), 菏泽市, 威海, 聊城
王府井		包头		株洲	南宁, 鄂尔多斯	
友好集团	库尔勒	独山子			伊犁	奎屯, 伊犁

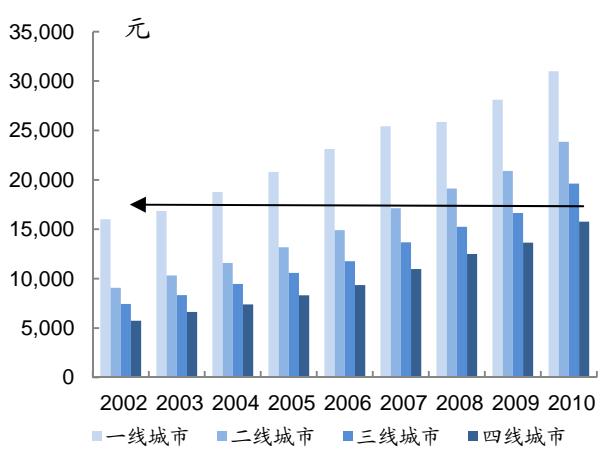
天虹商场		惠州	湖州	永安, 赣州, 泉州, 娄底, 威海
文峰股份	南通通州		泰州靖江市	扬州市宝应县
步步高	益阳	郴州, 株洲, 抚州	永州, 湘潭, 衡阳, 新余	邵阳
新开门店数量	5	15	13	14
			岳阳	耒阳, 宜春, 张 家界
				15
				14

图 8：三四线人均化妆品消费是一线城市的三分之一



资料来源：欧莱雅，宏源证券

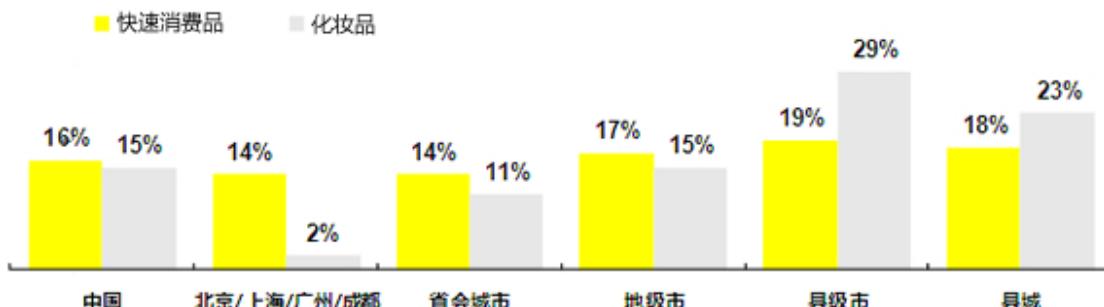
图 9：三四线城市人均收入落后一二线约 10 年



资料来源：宏源证券，CEIC

图 10：三四线地区化妆品消费增速远高于一二线地区。

快速消费品销售额增长率 (2012年第一季度 Vs 2011年第一季度)

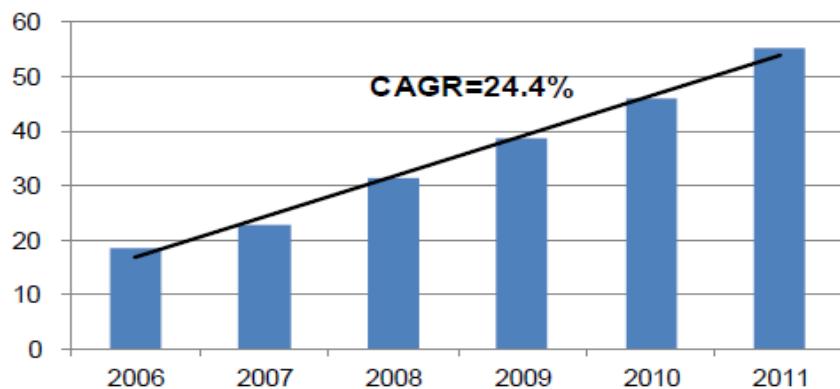


数据来源：Kantar Worldpanel中国消费者指数

资料来源：公开资料，宏源证券

(三) 新消费群体空间：男士护理产品潜力空间巨大

图 11：男士护理产品增速达到 24.4%远大于化妆品消费平均 13.3%的增速



资料来源：公开资料，宏源证券

三、国际同行业估值水平在 22-38X 之间

表 3：海外化妆品同行业公司估值情况一览

代码	国家	中文名称	总市值 (美元)	P/E	收入 T12M	PS
AVP US Equity	美国	雅芳产品有限公司	10,087,015,424	28.75	10,625,399,808	0.9
REV US Equity	美国	露华浓	1,001,585,472	33.02	1,427,300,000	0.7
EL	美国	雅思兰黛	27,546,184,373	28.00	9,713,000,000	2.8
OR FP Equity	美国	欧莱雅	104,448,000,000	27.58	28,884,712,285	6.2
4452 JP Equity	日本	花王日化用品	18,398,294,016	37.76	14,944,045,986	1.2
4927 JP Equity	日本	宝丽奥蜜思化妆品	2,147,572,480	28.42	2,221,675,595	1
4922 JP Equity	日本	高丝化妆品	1,610,943,616	22.35	2,063,206,345	0.8

资料来源：彭博数据，宏源证券

作者简介:

陈炫如：商贸零售行业高级分析师，消费服务组组长，就读香港大学、中山大学、厦门大学，金融学硕士，5年证券行业从业经验，2010年8月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

姜天骄：商贸零售行业分析师，复旦大学经济学学士，上海财经大学数量经济学硕士。2012年加入宏源证券。

主要覆盖公司：永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大A

机构销售团队

华北区域	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
华东区域	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚羲	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。