

上海家化（600315.SH）日化行业

评级：买入 首次评级

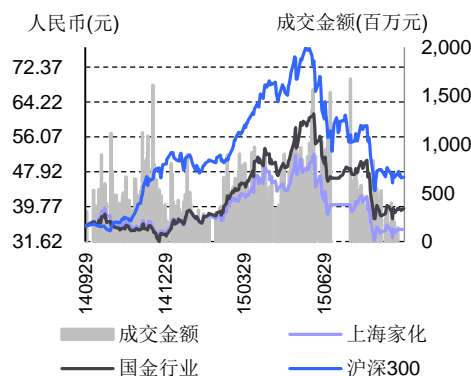
公司研究

 市场价格（人民币）：34.46 元
 目标价格（人民币）：44.00-45.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据（人民币）

已上市流通 A 股(百万股)	671.07
总市值(百万元)	23,227.15
年内股价最高最低(元)	52.06/31.72
沪深 300 指数	3242.75
上证指数	3100.76



相关报告

- 1.《青岛金王：布局化妆品全产业链的“互联网+”标的》，2015.7.31
- 2.《化妆品行业研究：电商冲击下的全渠道融合之路》，2015.9.30

本土品牌崛起，业绩增长可期

公司基本情况（人民币）

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.190	1.335	1.616	1.836	2.108
每股净资产(元)	4.95	5.66	6.59	7.64	8.90
每股经营性现金流(元)	1.53	1.68	2.40	1.89	2.11
市盈率(倍)	35.49	25.70	20.90	18.39	16.03
净利润增长率(%)	28.76%	12.22%	21.04%	13.61%	14.79%
净资产收益率(%)	24.06%	23.60%	21.00%	19.66%	18.54%
总股本(百万股)	672.44	672.37	672.37	672.37	672.37

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 行业仍有稳定成长空间，本土品牌正在崛起：1) 未来几年化妆品行业年增长率将维持在 8% 上下；2) 本土品牌正重点借助电商和线下专营店两大新兴渠道，实现高于整体行业增速的表现；3) 国人对于草本概念的偏好，促进了相关本土品牌的成长。
- “5+1”品牌战略逐渐成型，深耕多个细分市场，打造本土化妆品航母舰队：1) 佰草集在护肤品市场的地位稳固，将随行业一起稳定增长；2) 高夫正向年轻化市场渗透，在男士护理的排名持续攀升；3) 六神将维持在花露水和洗浴市场的领先地位，提供稳定现金流；4) 纸尿裤的市场空间大，花王将是整体营收增长的主要动力。5) 总体来说，上海家化是唯一能与国际第一梯队展开全方位竞争的本土企业，品牌组合优势已经开始显现。
- 电商渠道快速发展，积极探索全渠道融合创新：上海家化将线上渠道定位为品牌传播推广及消费者沟通平台，未来将推行全渠道运营战略，构建电商生态。化妆品行业正朝全渠道融合方向发展，以上海家化为代表的渠道控制力强，具备供应链整合能力的大型化妆品企业将更具竞争优势。
- 增持激励彰显信心，外延内生驱动成长：公司近期的股权激励和股东增持都显示出公司管理层对于未来业务健康持续发展的信心。出售天江药业资产将带来 18 亿元收益，充盈的现金流使得公司进一步并购预期升温。预计上海家化在与片仔癀达成战略合作进入口腔护理领域之后，最有可能在彩妆等领域进行投资收购，继续完善产品线布局。

投资建议

- 预测 15 至 17 年上海家化将分别实现 15.5%、15.3%、14.9% 的销售额增长率，对应的 EPS 分别为 1.616 元、1.836 元、2.108 元。以对标公司平均 PE 值 27.6 倍估算，上海家化的目标价为 44.5 元，给予“买入”评级。

风险

- 跨境电商对传统渠道的冲击、投资并购进展低于预期、企业文化融合不畅

廖德高

 联系人 15914005033
 liaodegao@gjzq.com.cn

张帅

 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
 (8621)60230213
 zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

1. 行业仍有稳定成长空间，本土品牌正在崛起.....	4
1.1 市场规模持续增长，电商地位快速攀升	4
1.2 本土品牌正借助新兴渠道实现崛起，抢占国外品牌份额	5
2 上海家化的品牌战略逐渐成型，组合优势显现	8
2.1 上海家化主要品牌介绍	8
2.2 “5+1” 品牌策略逐渐成形	10
3 深耕多个细分市场，打造本土化妆品航母舰队	11
3.1 佰草集——市场地位稳固，将随护肤品行业一起稳定增长	11
3.2 高夫——往年轻化市场渗透，排名将继续攀升	12
3.3 六神——维持细分市场的领先地位	13
3.4 启初——深化渠道营销，保持高速增长	13
3.5 花王——纸尿裤市场空间大，将成营收增长主力	14
4 电商渠道快速发展，积极探索全渠道融合创新	15
5 盈利预测与估值	16
5.1 增持激励彰显信心，外延内生驱动成长	16
5.2 增速远高于行业平均水平，朝战略目标稳步迈进	16

图表目录

图表 1: 2010-2019 年中国化妆品市场销售额	4
图表 2: 2010-2014 年化妆品零售渠道变化统计	5
图表 3: CR30 中本土品牌的占比	6
图表 4: CR30 中国外品牌的占比	6
图表 5: 丸美渠道销售占比	6
图表 6: 天猫美妆 2015 年上半年热销品牌 TOP10	7
图表 7: 2013- 2014 年双十一美妆平台品牌成交额排名	7
图表 8: 健康、非健康类化妆品销售占比变化	8
图表 9: 上海家化自有品牌介绍	9
图表 10: 上海家化品牌策略	11
图表 11: 2010-2019 年中国护肤品市场规模	12
图表 12: 佰草集在护肤品市场的市占率及排名	12
图表 13: 2010-2019 年中国男士护理市场规模	12
图表 14: 高夫在男士护理市场的市占率及排名	12
图表 15: 2010-2019 年中国洗浴用品市场规模	13
图表 16: 六神在沐浴用品市场的市占率及排名	13
图表 17: 2010-2019 年中国婴童护理市场规模	14
图表 18: 2010-2019 年中国纸尿裤市场规模	14
图表 19: 花王在纸尿裤市场的市占率及排名	14

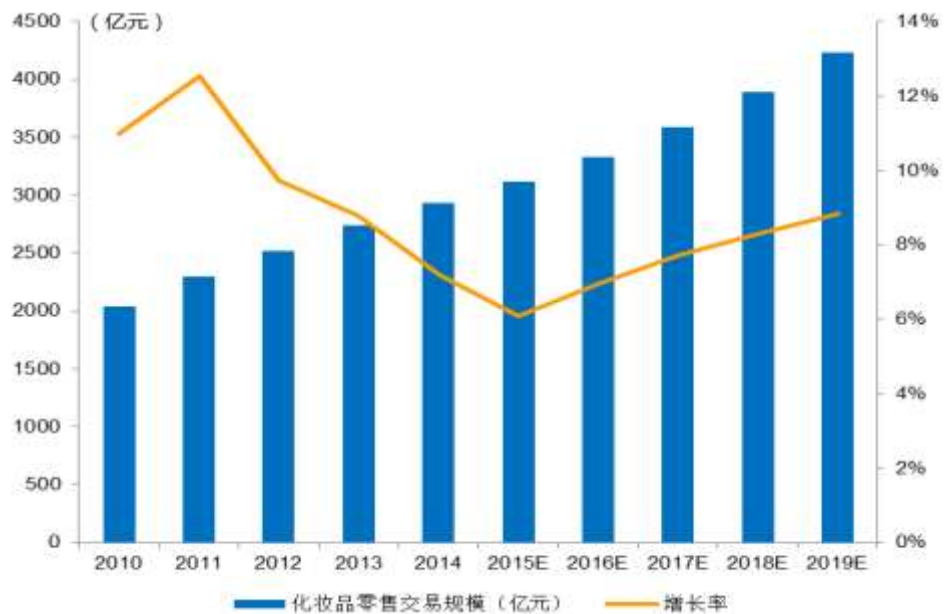
图表 20：上海家化品牌全渠道布局.....	15
图表 21：上海家化股权激励计划	16
图表 22：上海家化品牌收入模型	17
图表 23：上海家化对标公司营收增长率对比	18
图表 24：国外主要化妆品公司估值分析	18

1. 行业仍有稳定成长空间，本土品牌正在崛起

1.1 市场规模持续增长，电商地位快速攀升

- 据 Euromonitor 统计，2014 年中国化妆品零售交易规模为 2937 亿元（含个人护理产品），预计到 2019 年，这一规模将达到 4230 亿，年增长率将稳定在 8% 上下。
- 以 13 亿人口估算，中国人均化妆品消费额从 2011 年 27.81 美元逐渐增长到了 2014 年的 35.04 美元。虽然人均消费年复合增长率超过 8%，但是美国、日本、韩国这三个国家 2014 年化妆品市场人均消费分别为 239 美元、292 美元以及 220 美元，仍存在 6-8 倍的巨大差距。

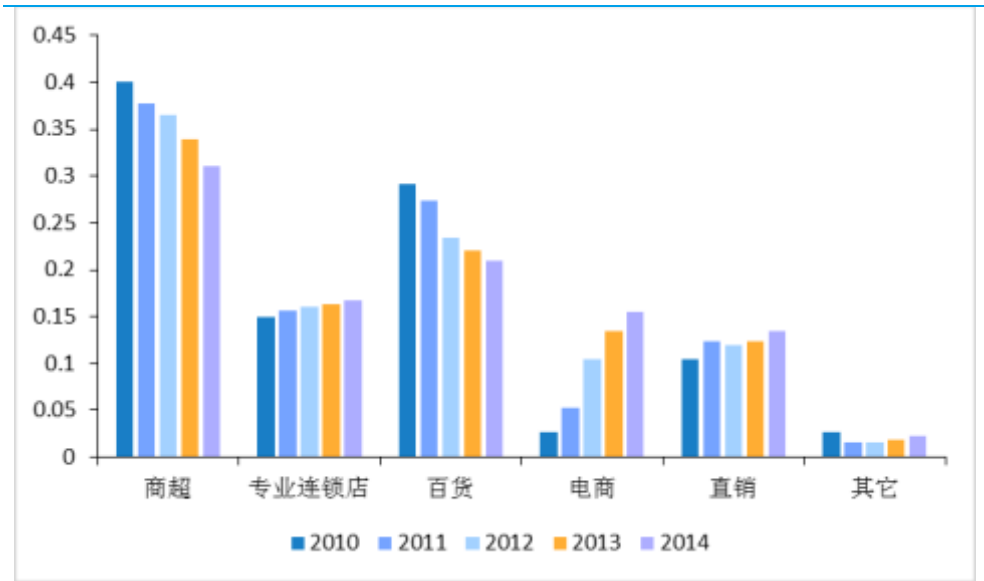
图表 1：2010-2019 年中国化妆品市场销售额



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 2014 年化妆品电商渠道销售额达到 626.74 亿，占比从 2010 年的 0.7% 上升到 2014 年的 15.5%，预计到 2016 年化妆品行业互联网渠道占比或达 25%。挤占的市场份额主要来自于商超和百货。
- 2014 年化妆品专营店的化妆品销售额达到 675.37 亿，占比从 2010 年的 15% 上升到 2014 年的 16.7%，近五年，专营店是线下唯一每年都在稳步增长的渠道。

图表 2：2010-2014 年化妆品零售渠道变化统计

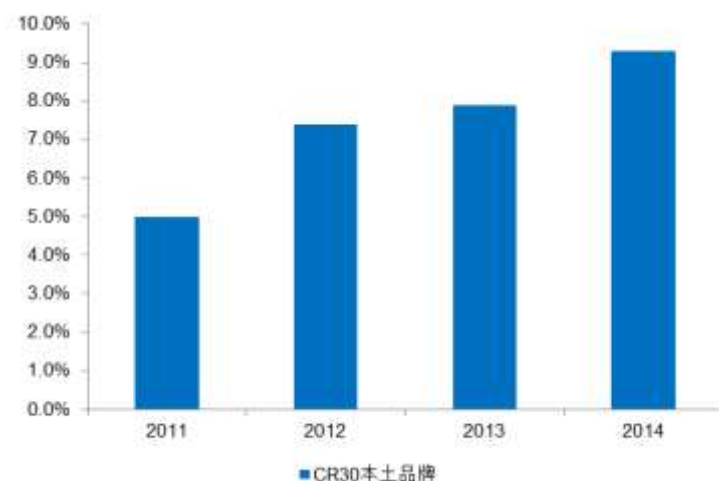


来源：Euromonitor，国金证券研究所

1.2 本土品牌正借助新兴渠道实现崛起，抢占国外品牌份额

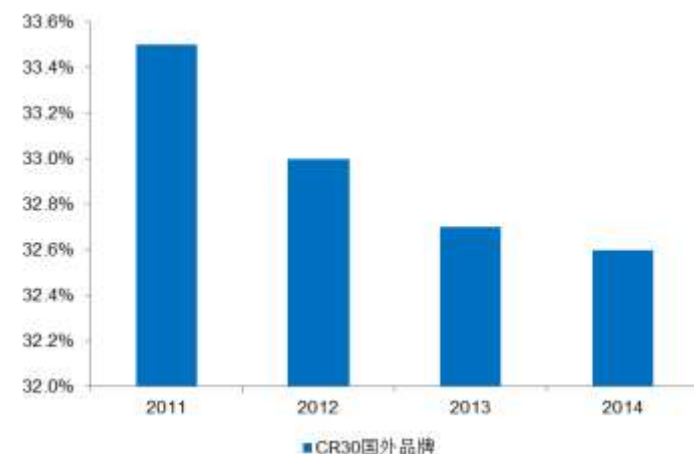
- 本土品牌正在抢占国外品牌市场份额。在 CR30 的品牌中，自然堂、佰草集、相宜本草、珀莱雅等本土化妆品品牌占据了重要位置，且大都呈现上升趋势。2011 年的 CR30 品牌中，国外品牌所占的市场份额为 33.5%，本土品牌的市场份额仅为 5%，而到 2014 年国外品牌的市场份额下降到 32.6%，本土品牌的市场份额上升到 9.3%（由于美即面膜 2013 年被欧莱雅收购，统计比较时剔除出本土品牌）。
- 虽然近几年国内化妆品公司的市场份额不断上升，但与发达国家相比，本土品牌仍然有很大的提升空间，美国、日本、韩国市场 CR30 品牌中本土品牌的市场占比分别为 74.3%、80.6%、84%，而在中国市场这一占比仅为 22%。由于本土优势，国内化妆品品牌一般能更好的贴近本土消费者需求，供应链管理也相对灵活，与专营店和电商的配合更加默契。随着品牌知名度和信任度的提升，我们看好国内优秀化妆品公司未来几年的发展前景。
- 我们分析国内品牌与线下专营店合作成功的主要原因是：1、专营店主要定位于中端化妆品，走高性价比路线的国内品牌与线下专营店的品牌定位更为契合。2、相对一般的国外品牌来说，本土的化妆品公司针对国内的市场反应更加迅速，供应链管理较为灵活，包括更加有弹性的活动折扣和提成标准，与专业店的合作配合显得更加紧密。
- 以丸美为例，最重要的销售渠道就是专卖店：截至 2013 年底，丸美 145 家线下经销商在全国共发展有 14,368 个登记在册的终端销售网点，其中专卖店 11,621 家，远高于排第二的美容院（1870 家）。专卖店一共完成了全年 65% 的销售占比。

图表 3: CR30 中本土品牌的占比



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 4: CR30 中国外品牌的占比



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 5: 丸美渠道销售占比



来源: 公司公开资料, 国金证券研究所

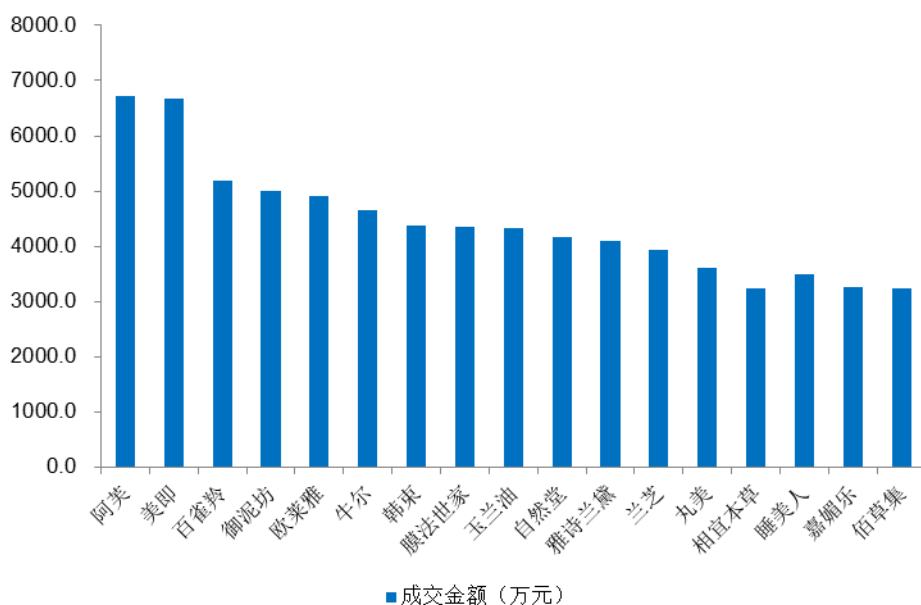
- 在电商渠道, 国产品牌表现更为强势。从 2015 年上半年天猫月热销品牌 TOP10 统计来看, 韩束与百雀羚基本包揽了前两名。越来越多的中、低端本土品牌闯入化妆品热销前十榜单, 如欧诗漫、韩后、美肤宝等等。唯一进入榜单的外资品牌是很早就开始布局电商的巴黎欧莱雅。
- 从天猫 2014 年“双十一”美妆行业的成交额来看, 冠军阿芙精油销售额为 6715 万; 国际大牌中最靠前的是欧莱雅, 以 4907 万进入前五, 另有玉兰油排名第 9 位, 前 10 名中只有两个国际名牌。

图表 6：天猫美妆 2015 年上半年热销品牌 TOP10



来源：数据魔方，国金证券研究所

图表 7：2013-2014 年双十一美妆平台品牌成交额排名

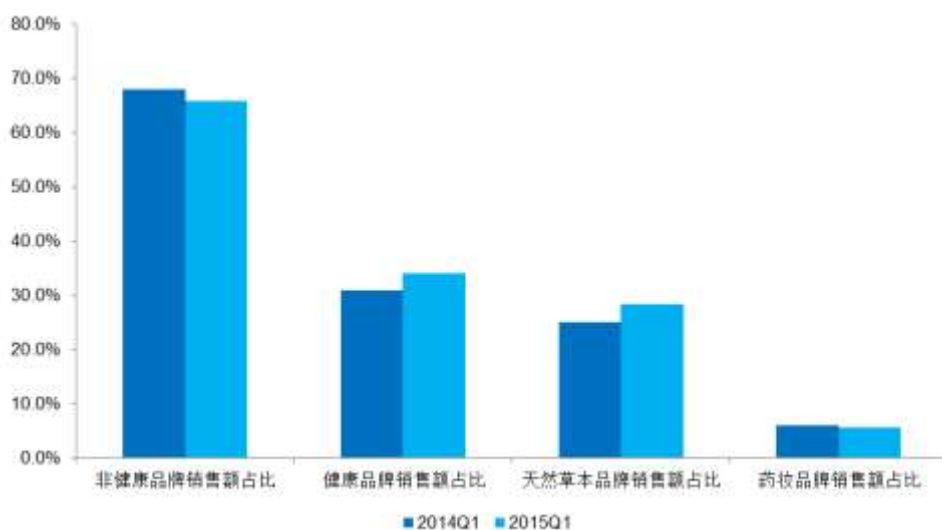


来源：数据魔方，国金证券研究所

- 国人对草本概念的偏好，促进了相关国内品牌的成长。据中怡康 2015 年 1-5 月的数据统计，非健康类化妆品品牌只增长 1.3%，而健康类化妆品增长了 15.6%。在健康类品牌中，天然草本类品牌增长 28.4%，是增长最快的细分品类。消费者对于天然草本的偏好，是以佰草集、百雀羚、相宜本草为代表的国内草本概念品牌的成长助力。
- 欧睿的消费者调查显示：由于中国有含有中药和天然草本成分的护肤传统历史文化，植物提取物和草药成分通常被中国消费者所青睐，认为它们的化学成分更健康；并且在收入超过中国人均可支配收入的人群中，超过 80% 的人认为在购买护肤品时，自然/有机物是一个重要的因素。

- **植根中国文化，具有历史记忆的传统家化品牌正逐渐升温。**不管哪个年代出生的人，国货中蕴含的传统、怀旧和特有的东方文化元素让消费者更有亲切感和认同感，比较容易打开市场。
- **六神采用了从文化层面传播情怀的营销方式。**广告短片《花露水的前世今生》介绍了花露水的发展历史，引发了人们“夏天往浴盆/毛巾/席子上洒几滴花露水”这类童年感怀。这种“情怀”营销方式不再只集中在产品功效上，而是从文化层面上进行品牌传播，让人们对六神“经典国货”的印象更加形象化，认同“有六神在场的夏日生活”的美好，通过情感共鸣和文化认同，让消费者更容易从情感上认可品牌的价值主张。

图表 8：健康、非健康类化妆品销售占比变化



来源：中怡康，国金证券研究所

2 上海家化的品牌战略逐渐成型，组合优势显现

2.1 上海家化主要品牌介绍

- 相对于大多数单品牌运作的国内化妆品公司，具有百年历史的上海家化是国内日化行业中少有能与国际第一梯队展开全方位竞争的本土企业。六神在花露水市场中一枝独秀；佰草集是本土中高端护肤品牌的骄傲，已在百货渠道稳稳占据了一席之地；高夫是首个专于男士护肤的本土品牌，市场份额正快速攀升；而传统老品牌美加净则是护手霜细分市场的霸主；婴幼儿护理品牌启初，家居清洁市场的家安也在各自的细分市场开始崭露头角……上海家化目前已经逐步形成了多品牌协同发展的喜人局面，品牌组合优势开始显现。
- 从渠道上看，上海家化产品已全面覆盖百货、商超、化妆品专营店和电子商务等主流渠道，其中佰草集是难得能进入高端百货商场的本土品牌，六神、美加净主要占据商超渠道，高夫大部分在化妆品专业店分销，启初则专注于母婴专营店。另外，上海家化还尝试为成长性高的渠道推出定制品牌：品牌形象是无龄、乐活、热情的“茶颜”是针对特意电商渠道推出的定制品牌；而针对 18 岁至 25 岁年轻女性的草本品牌“一花一木”主要是在屈臣氏出售。

图表 9：上海家化自有品牌介绍

品牌	细分品类	市场定位	目标人群	主要渠道	品牌介绍
	护肤品、头发护理、身体护理以及 SPA	中高端品牌	20-35 岁收入较高的女性	百货、品牌专营店、丝芙兰、电商	<p>在上海家化的所有品牌中，国际知名度最高，诞生于 1998 年，定位于中高端护肤品和中高档个人护理品。专注于植物成分（如中草药添加剂），并结合中国传统美容的清爽、自然、健康美的概念，推动中国文化元素走向世界时尚消费品舞台，并已获得欧洲主流市场的认可。2014 年以 19% 的增长率成为全球增长最快的 10 个品牌之一。</p>
	沐浴产品、花露水	大众品牌	18-50 岁的都市男性	商超、电商	<p>六神历经 20 多年培育和发展，旗下产品线共涉及 6 大系列（花露水系列、沐浴露系列、香皂系列、粉系列、宝宝系列、夏日随身系列）52 个品种，总计有 108 款产品。在夏日个人护理市场上树立了霸主地位。其中花露水的市场份额常年保持第一，清凉沐浴品类的份额也是第一位。</p>
	面霜、护手霜	大众品牌	20-40 岁女性	商超、电商	<p>美加净是上海家化最为悠久、知名度最高的大众化品牌之一，是消费者心目中大众化护肤品的领导品牌。美加净目前所涉及的产品线有洁面乳、爽肤水、面霜、防晒霜、润唇膏、沐浴露、润体乳、发乳、护手霜等，其中美加净的手霜系列的市场份额一直保持着第一，聚焦商超渠道的面霜排名第五。</p>
	男士护肤	第一个本土男士护肤品牌	18-50 岁的都市男性	化妆品专营店、商超、电商	<p>诞生于 1992 年的高夫旨在打造针对 18-50 岁的男性的高档专业的男士护理品牌，高夫目前拥有 13 个产品系列、58 个单品，是目前市场上拥有最细分、最专业产品线的男士护肤品牌。</p>
	婴幼儿护肤、婴幼儿头发护理、	中高端品牌	0-3 岁婴幼儿	商超、母婴专营店、电商	<p>“取自然之初，育生命之初”是启初品牌的理念精髓。针对中国婴幼儿身体皮肤特性进行临床研究，遵循国内外先进标准进行科学研制生产，致力于为中国 0-3 岁婴幼儿提供专属的个人护理产品及方案。100% 用心，只为给予中国宝宝最适合的呵护，陪伴中国宝宝健康茁壮成长。</p>



家居清洁、
消毒

家居清洁
专家

大众市
场消费
者

商超、电
商

家安是上海家化在家用清洁领域的创新品牌，家安空调消毒剂、家安洗衣机槽清洁剂以及洁厕系列市场接受度很高，高效、安全的产品，解决了家庭环境中深层次的健康问题，提升了家居生活的品质。



护肤品、香
水

高端品牌

30 岁以
上的女
性

品牌专营
店、电商

双妹诞生于十九世纪晚期，上世纪三十年代就已进入国际时尚界，“材美工巧，尽态极妍”，展现东方之美。由上海家化集团于 2010 年再次隆重推出，带着对上海名媛文化的独特视角和理解，以高贵工材配研及雕琢，以上海文化为个人护肤品、香氛、时尚生活品等多个方面，全方位精致演绎“高端跨界时尚”的定位。



问题肌肤护
肤

中高端品
牌

痘痘
肌、敏
感肌人
群

药店、电
商

2009 年玉泽的第一款产品正式面世。玉泽的皮肤屏障修护理被诸多专家认可，其产品陆续进驻各大医院药房及大众药房。玉泽在 2013 年推出了第二套产品，为清痘调护系列。2015 年推出产品系列升级版。



面膜

中端创新
品牌

泛 90 后

电商

Tea Beauty 颠覆传统提倡“肤食茶”的保养理念，通过“清——养——护”独特的保养流程，为肌体呈现最佳保鲜状态的个人保养护理品牌将以线上销售作为第一起跑线，以无龄、乐活、热情的品牌形象全面推向市场。提出“一茶一面膜”，即以口服茶包搭配外敷面膜组合。2015 年以创新品牌的形象重新推出。

来源：公司官网，国金证券研究所

2.2 “5+1” 品牌策略逐渐成形

- 根据上海家化的战略规划，在未来的几年中，上海家化将集中资源大力推行“5+1”品牌战略，进一步巩固其超级品牌“佰草集”与“六神”的地位，进一步扩大其主打品牌“美加净”与“高夫”的市场占有率，大力发展新兴品牌“启初”，继续推广差异化品牌“家安”。
- 在“5+1”品牌策略的基础上，上海家化还针对特定渠道和特定人群开发了细分品牌体系。在 2015 年秋季的新品发布会上，上海家化重新包装推出了玉泽和茶颜（Tea Beauty）。茶颜将被定位为一个创新品牌，主要针对“泛 90 后”的消费群体，以电商渠道为主来进行销售。药妆品牌玉泽则推出了皮肤屏障修护系列和玉泽清痘调护系列针对问题肌肤，销售渠道主要在药店以及医生推荐使用。
- 公司强化了品牌经理负责制，使品牌经理从顾客需求出发，可以全渠道的整合品牌形象和费用投入，使品牌的核心资产得以加强，与消费者的沟通得以清晰。

图表 10：上海家化品牌策略



来源：国金证券研究所

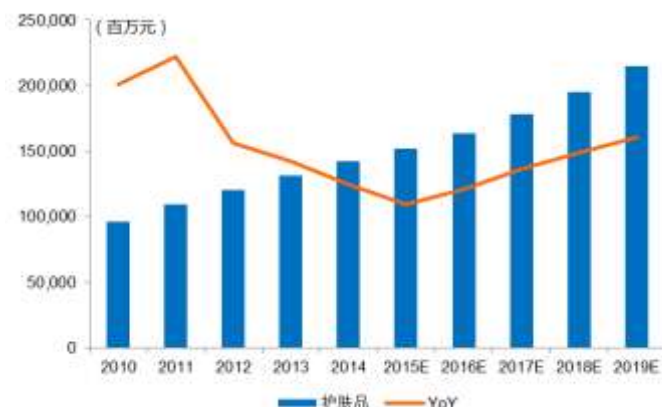
3 深耕多个细分市场，打造本土化妆品航母舰队

- 总体来说，上海家化旗下主要自有品牌在未来三年内都会有不同程度的增长，我们预计两大超级品牌佰草集与六神的增速由于对应市场增长空间的减少和品牌渐已成熟，将逐渐放缓，而男士护理市场品牌高夫和婴童护理市场的新兴品牌启初，营收仍将高速增长。

3.1 佰草集——市场地位稳固，将随护肤品行业一起稳定增长

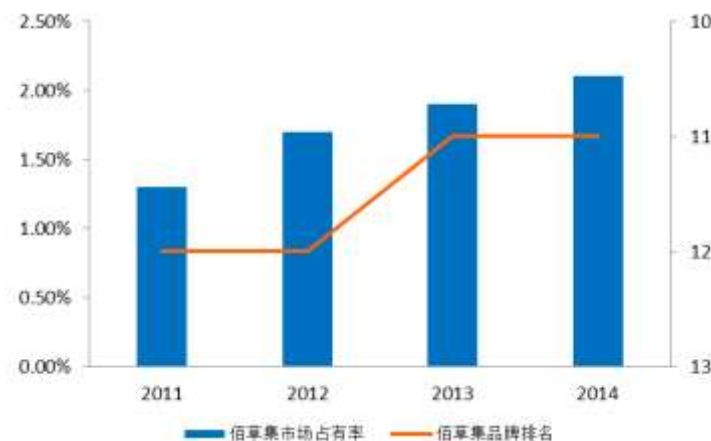
- 2014 年中国护肤品的市场规模为 1419.56 亿元，自 2010 年以来，护肤品市场一直保持着 10.8% 的年复合增长率，护肤品的市场规模不仅在美妆个护几乎占据半壁江山，而且高于美妆个护市场的增长率。预计到 2019 年，中国的护肤品市场规模将达到 2149.64 亿元，年复合增长率达到 8.7%，其中 2014/15 的增长率为 7%。
- 关于未来佰草集的增长点，我们认为主要有：（1）加速国际化进程，佰草集已经在欧洲商圈开设第一家国内品牌的独立品牌旗舰店；（2）推出子品牌，2014 年年底推出“一花一木”，定位于 18 岁至 25 岁年轻女性的细分市场，屈臣氏专供；（3）加大对品牌建设的投资，首度冠名娱乐节目，通过《出发吧！爱情》让消费者更全面地了解佰草集的产品及文化；（4）新品开发，推出新品菁萃原液面膜系列和升级版太极丹系列，新品效应预计将到 2016 年明显体现；（5）电商渠道继续发力，2015 年上半年佰草集电商销售额增长超过 30%，占比已经接近 20%，电商已成为其主要的增长动力，下半年品牌仍将通过推出渠道专供的精油礼盒等活动和发力电商。
- 2014 年佰草集以 2.1% 的市场占有率排名护肤品市场第 11 位，我们预测 2015 年佰草集的市场占有率将略有增长，营收增长率略高于行业在 7.23% 左右，毛利率基本保持不变。

图表 11：2010-2019 年中国护肤品市场规模



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 12：佰草集在护肤品市场的市占率及排名



来源：Euromonitor，国金证券研究所

3.2 高夫——往年轻化市场渗透，排名将继续攀升

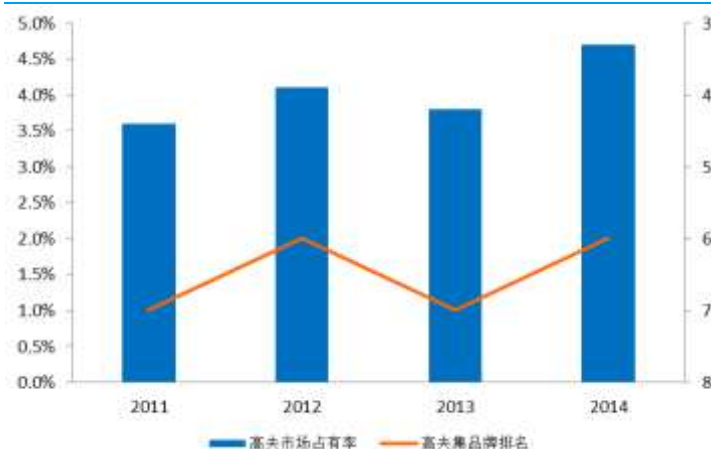
- 2014 年中国男士护理的市场规模约为 105 亿元，作为热门的细分行业，保持了 16.8% 的高复合增长率。预计到 2019 年，中国的男士护理市场规模将达到 163 亿元。
- 本土首个专注于男士护理的化妆品品牌高夫，也是上海家化的明星业务，业务规模和市场占有率提升迅速，并有很好的盈利能力。2014 年，在上海家化化妆品业务中销售额占比为 38%，但利润贡献率却达到 53%。
- 2015 年秋季，高夫推出定位于年轻男士的净透控油系列护肤品，在品牌建设上以新的广告片制作电视投入，代言人从古天乐变为冯绍峰，定位逐渐往年轻化市场渗透。
- 2014 年高夫的市场排名从第 7 位上升到第 6 位，并且市占率从 3.8% 上升到 4.7%。在新品效应、品牌影响力不断提高等因素的影响下，我们预测 2015 年高夫的市场占有率将有进一步攀升，增长率在 14.27% 左右，毛利率基本保持不变，未来两年有望超过曼秀雷敦男士跻身男性护理市场品牌前五。

图表 13：2010-2019 年中国男士护理市场规模



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 14：高夫在男士护理市场的市占率及排名

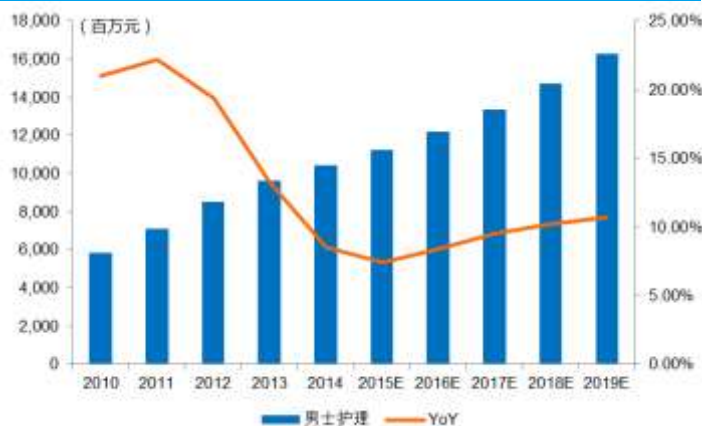


来源：Euromonitor，国金证券研究所

3.3 六神——维持细分市场的领先地位

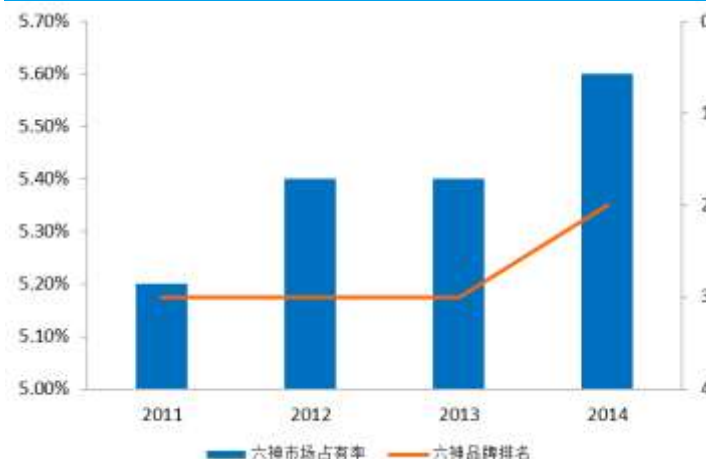
- 2014 年中国沐浴用品的市场规模为 194.72 亿元，同比增长了 5.5%，预计未来几年的洗浴用品市场的增长将会放缓。到 2019 年，中国的沐浴用品市场规模将达到 220 亿元，年复合增长率约为 2.5%。
- 六神在上海家化的 BCG 业务矩阵中低增长但是高市场占有率的奶牛业务。2014 年六神的品牌增长率与整个洗浴市场增长率接近，六神在个护市场上占有较高的市场份额，品牌已经进入成熟期，是企业现金流的重要来源。
- 2015 年六神在巩固花露水绝对领先地位的同时，加大对沐浴露品类的投入，发布了 3 款新品沐浴露和薄荷香膏等随身系列产品，随身系列产品的销售量较小，但增长十分迅速，同时六神还将进军婴童市场。
- 2014 年，六神的沐浴露系列、香皂系列、粉系列等洗浴产品在洗浴市场中以 5.6% 的市场占有率排名从第三位上升到第二位，仅次于舒肤佳。我们预测 2015 年六神在花露水市场份额不变，在洗浴市场的市场占有率略有上升，增长 4.16% 左右，并且随着六神产品的提价，毛利率将略有上升。

图表 15：2010-2019 年中国洗浴用品市场规模



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 16：六神在沐浴用品市场的市占率及排名

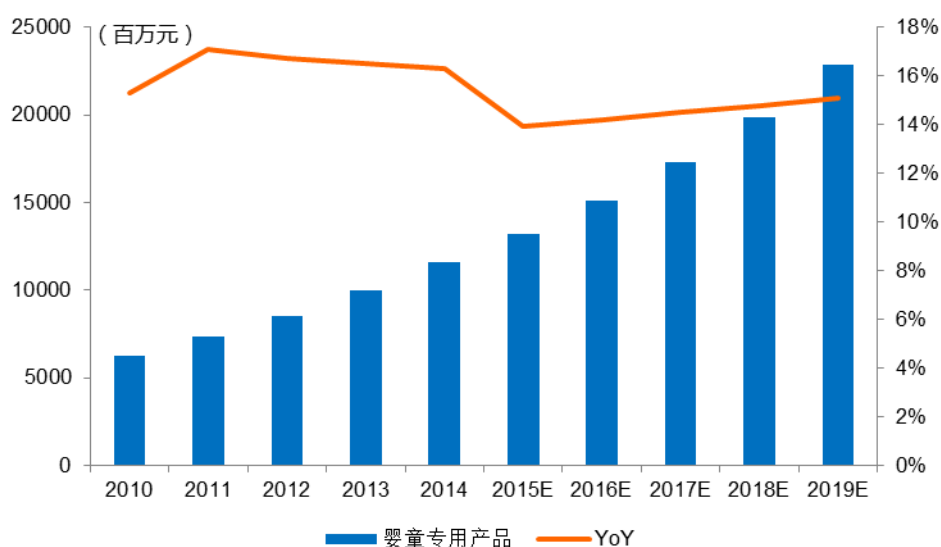


来源：Euromonitor，国金证券研究所

3.4 启初——深化渠道营销，保持高速增长

- 婴童护理市场一直是美妆个护市场中高增速的品类，2014 年市场规模达到 1159.77 亿元，自 2009 年以来的复合增长率达到了 16.4%。随着消费者消费意识的提高以及二胎政策带来的“婴儿潮”，婴童市场还将保持高速增长，预计到 2019 年婴童市场的交易额将达到 2283.77 亿元，复合年增长速率达到 14.5%。
- 启初在上海家化的品牌阵营中属于问号业务。婴幼儿护理市场潜力较大，但启初的市场地位有限。随着市场份额的不断提高，以及新品类的推出，启初未来有望改变强生一家独大的行业局面，争取一定的市场份额。
- 2014 年，启初的营收增长了 353%。2015 年春季启初又推出母婴店渠道专供系列产品“启初新生特安系列”。并计划在 2016 年推出定位于商超的基础系列。随着启初商超、母婴店和电商渠道的营销继续深化，品牌影响力的提高和口碑的传播，我们预测 2015 年启初的市场占有率将继续提升，实现 127.9% 的营收增长，毛利率基本不变。

图表 17: 2010-2019 年中国婴童护理市场规模

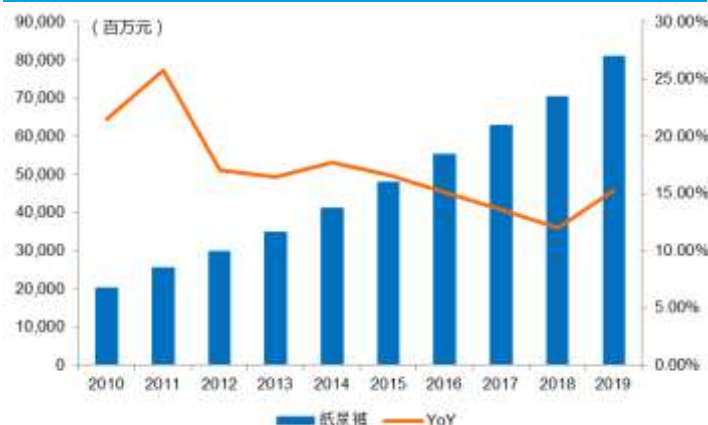


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

3.5 花王——纸尿裤市场空间大，将成营收增长主力

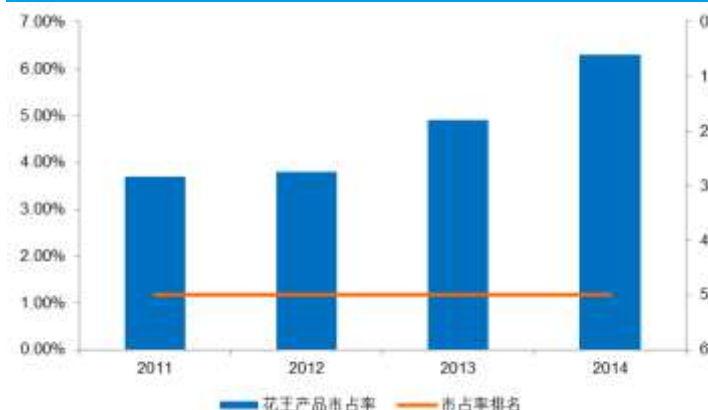
- 2014 年中国纸尿裤的市场规模为 412 亿元，同比增长 17.75%。预计到 2019 年，中国的纸尿裤市场规模将以年复合增长率 14.5% 达到 812.1 亿元。
- 花王自 2011 年以来在中国纸尿裤市场排名稳定第 5 位，但市占率一直在逐年上升，从 2011 年的 3.7% 上升到 2014 年的 6.3%。由于上海家化的渠道优势支持，2013 年和 2014 年花王在中国的纸尿裤市场收入增长都达到了 50%。
- 随着母婴专营店的渠道下沉，花王纸尿裤将深入耕耘三四线城市市场，加上中国纸尿裤市场的持续高增长，我们预测上海家化 2015 年花王的代理销售将增长 48.1%，毛利率维持不变。但考虑跨境电商的冲击，2016 年、2017 年的销售额增速将会有所下滑。

图表 18: 2010 - 2019 年中国纸尿裤市场规模



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 19: 花王在纸尿裤市场的市占率及排名



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

4 电商渠道快速发展，积极探索全渠道融合创新

- 8月27日，囊括八个品牌（佰草集、高夫、六神、美加净、玉泽、双妹、启初、家安）的上海家化旗舰店新近开业，成为天猫首家也是唯一一家美妆综合类目品牌旗舰店。上海家化旗舰店将与各子品牌店实现天猫平台内的销售导流，整合品牌资源。同时，其它B2C平台（京东、唯品会、聚美优品）和走分销商的淘宝C店也是重要的线上渠道组成。
- 上海家化将线上渠道定位为传播和推广，以及消费者沟通平台。在这种全渠道思路的推动下，上海家化积极利用线上线下联动促销、天猫品牌节、微博微信活动、达人推荐等多种形式，在促进销售的同时，实现与消费者全方位的沟通，提升品牌影响力。目前，佰草集单品牌最新线上销售占比已经接近20%。
- 在线下，上海家化具备了强大的线下门店渠道等先天优势，在中国390万个适合日化品销售的商超、百货等零售网点中，家化已开发了其中的95%。未来上海家化将推行品牌全渠道运营战略，构建电商生态。在优化线上服务与互动体验的同时，更强化终端掌控，利用线上线下的互动模式激活传统渠道，有利于发掘市场活力。
- 我们认为未来的电商渠道对于化妆品企业来说，将远不止于一个销售平台：
 - 1) 线上流量效应远大于线下，能实现高效的品牌宣传，并且能与消费者产生有效互动。
 - 2) 电商渠道能产生海量的客户行为数据，即时且真实的大数据对于化妆品产业链的各个环节来说都极具价值，包括线下渠道的营销策略制定、供应链响应、用户关系管理、新品研发等。
 - 3) 长远来看，以上海家化为代表的渠道控制力强（包括对传统线下渠道的把控和线上新兴渠道的运营管理能力），具备供应链整合能力的大型化妆品企业将更具竞争优势。

图表 20：上海家化品牌全渠道布局



来源：国金证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 增持激励彰显信心，外延内生驱动成长

- **股权激励和股东增持彰显信心：**上海家化 9 月 23 号发布公告称，控股股东正筹划以要约方式增持本公司股份。而之前已公告向 308 位中高层，以 19.00 元/股的行权价格，一次性授予限制性股票 166.54 万股，占公司总股本的 0.25%。股权激励和股东增持都显示了公司管理层对于未来业务健康持续发展的决心和信心。
- **积极外延式布局，进入口腔护理领域：**2015 年 6 月上海家化与片仔癀共同注资 1.9 亿人民币设立上海家化片仔癀（漳州）口腔护理有限责任公司，主要经营牙膏产品及其它口腔护理品类产品的研发、生产、销售以及相关业务，通过投资并购进军口腔护理市场。
- **进一步投资并购预期强烈：**上海家化以人民币 23.3 亿元出售天江药业 23.8%的股权给中国中药，根据协议，下半年将陆续收到 2.4 亿元的首期付款，该项目的投资收益将高达 17.9 亿元。充盈的现金流使得未来进一步的投资并购预期升温，我们预计上海家化最有可能在彩妆领域进行投资并购，补充完善公司的品牌布局。

图表 21：上海家化股权激励计划

姓名	职务	限制性股票授予数量（股）	占授予限制性股票总数比例（%）	占公司股本总额的比例（%）
曲建宁	董事、首席技术官	43,700	2.62%	0.0065%
黄健	副总经理	31,500	1.89%	0.0047%
黄震	副总经理、佰草集事业部总经理	44,200	2.65%	0.0066%
叶伟敏	副总经理、大众消费品事业部总经理	44,500	2.67%	0.0066%
董事、高级管理人员合计 4 人		163,900	9.84%	0.0244%
中层管理人员和核心骨干合计 304 人		1,501,500	90.16%	0.2233%
总计 308 人		1,665,400	100.00%	0.2477%

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 增速远高于行业平均水平，朝战略目标稳步迈进

- 根据之前章节对细分市场和各品牌业务的分析预测，我们预测 2015 年、2016 年、2017 年上海家化将分别实现 15.5%、15.3%、14.9% 的销售额增长率。朝 2018 年内生 100 亿元，外延 20 亿元的战略目标稳步迈进。
- 我们测算 15-17 年上海家化的净利润增长率分别为 21.0%、13.6%、14.8%。15-17 年对应的 EPS 分别为 1.616 元、1.836 元、2.108 元。
- 选取四家国际知名化妆品企业作为上海家化的对标公司：欧莱雅、资生堂、雅诗兰黛和科蒂公司，这四家公司都是产品线包含美妆与个护的多品牌运营模式。一方面中国的化妆品市场增速远高于发达国家市场，另一方面在中国化妆品市场，本土品牌的市场份额也在快速提升。可以从营收增速上看到，上海家化的发展速度明显高于这四家公司。
- 以这四家化妆品公司的盈利预测统计行业平均水平，2015 年行业 PE 值为 27.55 倍，以此估算上海家化的目标价为 44.5 元，给予“买入”评级。

图表 22：上海家化品牌收入模型

	2013	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E
佰草集						
营业收入（百万元）	1286	1538	804	1649	1782	1947
增长率（%）	15.0%	19.6%	4.5%	7.2%	8.0%	9.3%
营业额占比（%）	28.8%	28.8%	25.0%	26.7%	25.1%	23.8%
毛利润（百万元）	1092	1323	708	1452	1586	1733
毛利率（%）	84.9%	86.0%	88.0%	88.0%	89.0%	89.0%
高夫						
营业收入（百万元）	397	475	235	542	619	709
增长率（%）	14.0%	19.4%	9.3%	14.3%	14.1%	14.5%
营业额占比（%）	8.9%	8.9%	7.3%	8.8%	8.7%	8.7%
毛利润（百万元）	334	403	209	477	544	623
毛利率（%）	84.0%	85.0%	89.0%	88.0%	88.0%	88.0%
六神						
营业收入（百万元）	1293	1359	736	1416	1470	1529
增长率（%）	8.0%	5.1%	3.4%	4.2%	3.9%	4.0%
营业额占比（%）	28.9%	25.5%	22.9%	22.9%	20.7%	18.7%
毛利润（百万元）	737	775	434	849	912	963
毛利率（%）	57.0%	57.0%	59.0%	60.0%	62.0%	63.0%
美加净						
营业收入（百万元）	577	689	419	810	943	1090
增长率（%）	20.0%	19.3%	14.8%	17.7%	16.3%	15.6%
营业额占比（%）	12.9%	12.9%	13.0%	13.1%	13.3%	13.3%
毛利润（百万元）	335	406	262	511	594	698
毛利率（%）	58.0%	59.0%	62.6%	63.0%	63.0%	64.0%
启初						
营业收入（百万元）	11	50	52	114	195	279
增长率（%）	-	352.6%	126.1%	127.9%	71.3%	43.1%
营业额占比（%）	0.2%	0.9%	1.6%	1.8%	2.7%	3.4%
毛利润（百万元）	7	32	34	74	129	184
毛利率（%）	63.0%	64.0%	65.0%	65.0%	66.0%	66.0%
家安						
营业收入（百万元）	73	81	44	79	82	90
增长率（%）	-	10.9%	-11.2%	-2.1%	3.1%	10.0%
营业额占比（%）	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%
毛利润（百万元）	48	52	28	49	52	58
毛利率（%）	65.1%	63.7%	63.1%	62.0%	64.0%	64.0%
其他品牌						
营业收入（百万元）	221	121	105	54	49	47
增长率（%）	-	-45.3%	74.1%	-55.0%	-10.0%	-5.0%
营业额占比（%）	5.0%	2.3%	3.3%	0.9%	0.7%	0.6%
毛利润（百万元）	114	65	58	29	27	26
毛利率（%）	51.5%	53.9%	54.9%	54.0%	55.0%	56.0%

花王						
营业收入（百万元）	594	1010	809	1497	1960	2469
增长率（%）	-	70.1%	60.1%	48.1%	31.0%	26.0%
营业额占比（%）	13.3%	18.9%	25.2%	24.2%	27.6%	30.2%
毛利润（百万元）	137	232	210	389	535	716
毛利率（%）	23.0%	23.0%	26.0%	26.0%	27.3%	29.0%
主营业务收入						
营业收入（百万元）	4453	5323	3205	6162	7099	8159
增长率（%）	11.7%	19.5%	14.0%	15.8%	15.2%	14.9%
营业额占比（%）	99.7%	99.8%	99.7%	99.8%	99.9%	99.9%
毛利润（百万元）	2803	3288	1943	3830	4379	5001
毛利率（%）	62.9%	61.8%	60.6%	62.2%	61.7%	61.3%

来源：国金证券研究所

注 1：2013 年年报（补充版）对以 2012 年度若干财务数据进行了追溯调整，营收从 4504.1 百万调整为 3998.9 百万元；

图表 23：上海家化对标公司营收增长率对比



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 24：国外主要化妆品公司估值分析

公司	代码	收盘价 (美元)	市值 (美元)	EPS (元/股)				PE			
				2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
雅诗兰黛	EL.US	79.77	29112.65	3.12	2.87	3.19	3.63	23.56	30.54	24.63	21.62
欧莱雅	OR.FP	169.89	92185.84	11.31	6.81	7.30	-	29.06	23.96	22.47	-
资生堂	4911.JT	21.57	8651.33	0.66	0.77	0.28	0.57	27.66	25.26	76.93	38.10
科蒂集团	COTY.US	26.87	9656.30	0.48	1.05	0.99	1.24	35.37	30.46	27.24	21.77
平均		74.52	34901.53	3.89	2.88	2.94	1.81	28.91	27.55	37.82	27.16

来源：来源：Bloomberg，国金证券研究所（截止 9.25 日收盘）

注：宝洁、雅诗兰黛和科蒂集团的财年为每年的 7 月 1 日到次年的 6 月 30 日；资生堂的财年为每年的 4 月 1 日到次年的 3 月 31 日，欧莱雅的财年为每年的 1 月 1 日到 12 月 31 日。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	3,999	4,469	5,335	6,164	7,100	8,160
增长率		11.7%	19.4%	15.5%	15.2%	14.9%
主营业务成本	-1,530	-1,655	-2,037	-2,334	-2,747	-3,204
%销售收入	38.3%	37.0%	38.2%	37.9%	38.7%	39.3%
毛利	2,469	2,813	3,298	3,830	4,353	4,956
%销售收入	61.7%	63.0%	61.8%	62.1%	61.3%	60.7%
营业税金及附加	-43	-42	-49	-57	-65	-75
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-1,380	-1,438	-1,747	-1,911	-2,201	-2,529
%销售收入	34.5%	32.2%	32.8%	31.0%	31.0%	31.0%
管理费用	-503	-572	-612	-616	-710	-816
%销售收入	12.6%	12.8%	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	544	760	890	1,246	1,376	1,535
%销售收入	13.6%	17.0%	16.7%	20.2%	19.4%	18.8%
财务费用	17	23	25	71	101	131
%销售收入	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-1.2%	-1.4%	-1.6%
资产减值损失	-13	-9	-17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	168	162	226	30	60	100
%税前利润	23.0%	16.8%	19.8%	2.2%	3.9%	5.6%
营业利润	716	936	1,123	1,347	1,537	1,766
营业利润率	17.9%	20.9%	21.1%	21.8%	21.7%	21.6%
营业外收支	14	25	19	24	18	18
税前利润	730	961	1,142	1,371	1,555	1,784
利润率	18.3%	21.5%	21.4%	22.2%	21.9%	21.9%
所得税	-95	-141	-235	-274	-311	-357
所得税率	13.0%	14.7%	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	635	820	908	1,096	1,244	1,427
少数股东损益	13	20	10	10	10	10
归属于母公司的净利润	621	800	898	1,087	1,235	1,417
净利率	15.5%	17.9%	16.8%	17.6%	17.4%	17.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	628	820	908	1,096	1,244	1,427
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	117	110	117	67	65	69
非经营收益	-178	-203	-150	-50	-78	-118
营运资金变动	266	116	256	500	38	40
经营活动现金净流	833	843	1,130	1,614	1,269	1,417
资本开支	-132	-157	-97	-376	-482	-384
投资	-6	282	807	300	-40	-80
其他	-476	-438	-565	30	60	100
投资活动现金净流	-614	-313	144	-46	-462	-364
股权募资	416	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-88	0	1
其他	-178	-311	-373	-14	-464	-524
筹资活动现金净流	238	-311	-373	-102	-464	-523
现金净流量	457	219	901	1,466	343	529

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,329	1,733	2,634	4,100	4,443	4,972
应收款项	477	460	568	642	753	884
存货	375	437	524	567	673	790
其他流动资产	17	655	537	25	29	34
流动资产	2,197	3,284	4,263	5,335	5,898	6,680
%总资产	60.2%	72.7%	77.0%	81.1%	77.4%	75.8%
长期投资	999	683	768	468	507	587
固定资产	227	263	244	659	1,112	1,458
%总资产	6.2%	5.8%	4.4%	10.0%	14.6%	16.5%
无形资产	170	201	198	115	98	86
非流动资产	1,450	1,236	1,270	1,244	1,719	2,133
%总资产	39.8%	27.3%	23.0%	18.9%	22.6%	24.2%
资产总计	3,647	4,520	5,534	6,578	7,618	8,813
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	741	903	1,345	1,414	1,632	1,876
其他流动负债	163	227	241	727	829	922
流动负债	905	1,130	1,586	2,140	2,460	2,799
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	11	25	142	0	0	0
负债	915	1,155	1,728	2,140	2,460	2,800
普通股股东权益	2,710	3,325	3,805	4,428	5,138	5,984
少数股东权益	21	40	0	10	20	29
负债股东权益合计	3,647	4,520	5,534	6,578	7,618	8,813

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	1.386	1.190	1.335	1.616	1.836	2.108
每股净资产	6.045	4.945	5.659	6.585	7.642	8.900
每股经营现金净流	1.858	1.530	1.680	2.400	1.888	2.108
每股股利	0.700	0.510	0.610	0.690	0.780	0.850
回报率						
净资产收益率	22.93%	24.06%	23.60%	21.00%	19.66%	18.54%
总资产收益率	17.04%	17.70%	16.23%	15.49%	14.72%	14.07%
投入资本收益率	17.26%	19.22%	18.31%	19.72%	18.22%	17.05%
增长率						
主营业务收入增长率	11.81%	11.74%	19.38%	15.55%	15.19%	14.92%
EBIT 增长率	58.33%	39.79%	17.01%	40.03%	10.50%	11.53%
净利润增长率	72.59%	28.76%	12.22%	21.04%	13.61%	14.79%
总资产增长率	43.20%	23.95%	22.42%	18.01%	22.68%	21.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.5	35.0	32.8	35.4	36.2	37.0
存货周转天数	92.3	89.5	86.1	88.7	89.4	90.0
应付账款周转天数	98.2	92.3	77.8	74.5	72.0	70.2
固定资产周转天数	19.8	17.7	14.8	9.7	8.5	7.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.64%	-51.50%	-69.21%	-87.36%	-92.22%	-95.61%
EBIT 利息保障倍数	-31.4	-33.6	-36.3	-17.9	-14.5	-12.9
资产负债率	25.10%	25.55%	31.23%	26.09%	24.92%	23.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

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

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

长期竞争力评级的说明：

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

优化市盈率计算的说明：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

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

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

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

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD