

120年风雨洗礼，家化再谱华美篇章

投资要点

- **推荐逻辑：**（1）2010-2017年化妆品行业复合增长率达16%，化妆品行业处于快速发展期。（2）公司旗下品牌优质，佰草集有望成为国产品牌中最先实现高端化的品牌；公司渠道广泛，拥有经销商分销、直营KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外、电商、特渠等八大渠道，线上线下全渠道发展。（3）在新任董事长的带领下，公司进行了全方位的变革，业绩成效显著，2017年实现营业收入64.9亿元，同比增长22%，归母净利润3.9亿元，涨幅达94%。2018年1季度实现归母净利润1.5亿元，同比增长率高达39%。
- **公司两支柱行业迎来快速增长。**（1）**化妆品：**2017年我国日化行业市场规模达到3615亿元，预计2017-2021年将保持7.9%的稳步增长。其中限额以上化妆品销售额为2513亿元，2010-2017年行业复合增长率达16%。根据国外化妆品行业发展的历史经验，未来两年随着我国人均GDP突破1万美元，化妆品行业将进入快速发展期。（2）**母婴：**伴随二胎政策的实施和消费理念的升级，母婴用品行业发展迅速。预计2018年母婴行业市场规模将突破3.1万亿元，并将保持15%-20%的增长。
- **公司内部调整加外部契机告别最坏时代，百年老企风光再现。**（1）**品牌优、渠道广：**上海家化的底子很好，旗下拥有众多历史悠久且优质的品牌。经过多年的发展，形成了广泛且扎实的营销网络，截至2017年底，公司进入商超门店19.6万家、百货及药房2048家、化妆品专营店1.17万家、母婴店3000家。（2）**平安助力：**实际控制人中国平安加强控股，融入平安生态圈有望助力公司进一步发展。大股东平安能够为公司提供客户、渠道、资本等方面的支持，助力公司做大做强。（3）**新女掌门上任，带领公司继续领跑：**公司迎来新任掌门人，拥有丰富的日化行业经验，在品牌、渠道、研发、组织架构等方面均进行了积极的调整，在其带领下上海家化百年老企有望进一步腾飞。
- **盈利预测与投资建议。**预计上海家化2018-2020年的归母净利润分别为5.5亿、7.6亿和10.0亿，同比增速分别为40.7%、39.3%和30.9%，EPS分别为0.82元、1.14元和1.49元，对应PE为48倍、34倍和26倍。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险；新品销售不及预期风险；人才流失风险。

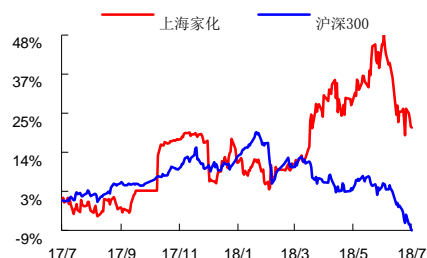
| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入（百万元） | 6488.25 | 7849.89 | 9316.24 | 10707.29 |
| 增长率 | 21.93% | 20.99% | 18.68% | 14.93% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 389.80 | 548.49 | 763.98 | 999.71 |
| 增长率 | 80.45% | 40.71% | 39.29% | 30.86% |
| 每股收益EPS（元） | 0.58 | 0.82 | 1.14 | 1.49 |
| 净资产收益率ROE | 7.25% | 9.54% | 11.93% | 13.78% |
| PE | 68 | 48 | 34 | 26 |
| PB | 4.90 | 4.58 | 4.11 | 3.63 |

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn
 联系人：嵇文欣
 电话：021-58351812
 邮箱：jwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 6.72 |
| 流通A股(亿股) | 6.71 |
| 52周内股价区间(元) | 29.84-46.34 |
| 总市值(亿元) | 254.71 |
| 总资产(亿元) | 100.36 |
| 每股净资产(元) | 8.34 |

相关研究

目 录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 1 公司概况：百年民族品牌，绽放东方魅力 | 1 |
| 1.1 公司业绩情况：贯彻经营方针，业绩稳定增长 | 1 |
| 1.2 公司业务结构：三大支柱产业，深耕全球市场 | 3 |
| 1.3 公司股权结构：家化集团加强控股，融入平安生态圈 | 4 |
| 2 行业分析：整体规模增速显著，上升空间巨大 | 6 |
| 2.1 日化行业：市场中速增长，行业竞争加剧 | 6 |
| 2.2 化妆品行业：潜力无限的黄金时代 | 7 |
| 2.3 母婴行业：二胎政策助力市场扩张 | 9 |
| 3 跨越三世纪，新家化弦歌不辍 | 10 |
| 3.1 品牌优质、渠道广泛，老牌名企底子更佳 | 10 |
| 3.2 平安加持，资本助力企业做大做强 | 17 |
| 3.3 新帅上任，百年家化再度起航 | 18 |
| 4 盈利预测与估值 | 20 |
| 5 风险提示 | 22 |

图 目 录

| | |
|------------------------------------------|----|
| 图 1：国内家庭与个人用品行业企业市值 Top10（单位：亿元） | 1 |
| 图 2：国内日用化学用品行业企业市值 Top10（单位：亿元） | 1 |
| 图 3：公司 2008 年以来营业收入及增速 | 2 |
| 图 4：公司 2008 年以来归母净利润及增速 | 2 |
| 图 5：公司 2017 年各品牌收入占比 | 2 |
| 图 6：公司 2017 年各品牌收入增长率 | 2 |
| 图 7：波士顿矩阵 | 3 |
| 图 8：公司 2017 年主要业务构成（单位：亿元） | 3 |
| 图 9：公司 2013-2017 年主营业务构成变化（单位：万元） | 3 |
| 图 10：2017 年营收地区分布 | 4 |
| 图 11：2017 年营收渠道分布 | 4 |
| 图 12：股权结构示意图 | 5 |
| 图 13：中国日化行业市场规模及增速 | 6 |
| 图 14：2017 年部分上市公司日化产品营业收入（单位：万元） | 6 |
| 图 15：洗护类产品市场竞争格局 | 6 |
| 图 16：日化行业市场集中度 | 6 |
| 图 17：限额以上化妆品零售额及增长率 | 7 |
| 图 18：2017 年各国化妆品市场规模及人均消费额 | 7 |
| 图 19：我国化妆品市场集中度 | 7 |
| 图 20：我国化妆品细分市场占有率 | 7 |
| 图 21：2016 年国内前 20 大护肤品品牌市场占有率 | 8 |
| 图 22：男士护肤行业前十品牌市场占有率 | 8 |
| 图 23：男士护肤部分品牌产品 | 8 |
| 图 24：互联网渠道化妆品销售份额 | 9 |
| 图 25：化妆品网购交易规模及增速 | 9 |
| 图 26：2007 年-2016 年我国 0-14 岁人口发展情况 | 10 |
| 图 27：中国母婴行业市场规模 | 10 |
| 图 28：母婴类网购规模发展 | 10 |
| 图 29：百度指数奶瓶品牌 Top10 | 10 |
| 图 30：化妆品上市公司销售费用率比较 | 15 |
| 图 31：上海家化营收及销售费用增速 | 15 |
| 图 32：上海家化线上营收及增速 | 16 |
| 图 33：上海家化线下营收及增速 | 16 |
| 图 34：销售商品及提供劳务关联交易（万元） | 17 |
| 图 35：2017 年 5 月主要保险类 APP 月活用户数（万人） | 17 |
| 图 36：保险类 APP 用户粘性 | 18 |
| 图 37：2007-2017 年化妆品资本事件类别 | 18 |
| 图 38：2010-2015 年维达国际营业收入 | 19 |
| 图 39：维达国际 2010-2015 股价走势 | 19 |
| 图 40：六神签订新代言人华晨宇 | 20 |
| 图 41：佰草集高端太极面霜 | 20 |

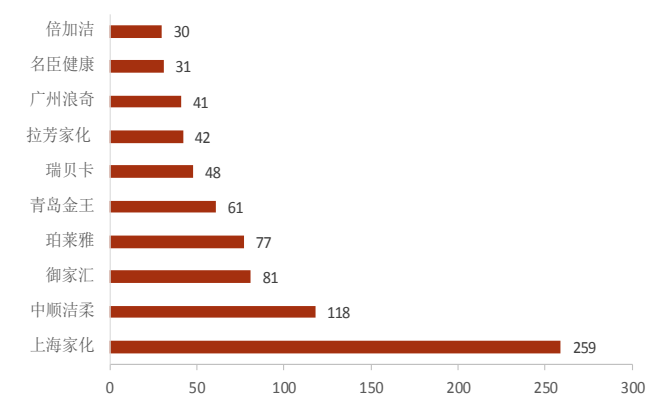
表 目 录

| | |
|---------------------------|----|
| 表 1：公司主要股东持股情况表 | 4 |
| 表 2：上海家化各品牌市场占有率及排名 | 12 |
| 表 3：上海家化各品牌定位 | 12 |
| 表 4：上海家化各品牌主要产品价格 | 13 |
| 表 5：国产护肤品产品升级 | 13 |
| 表 6：主要化妆品品牌价格及定位 | 14 |
| 表 7：佰草集高端产品线 | 14 |
| 表 8：细分领域资本事件统计 | 18 |
| 表 9：欧莱雅收购事件 | 18 |
| 表 10：分产品收入拆分 | 21 |
| 表 11：可比公司估值比较 | 22 |

1 公司概况：百年民族品牌，绽放东方魅力

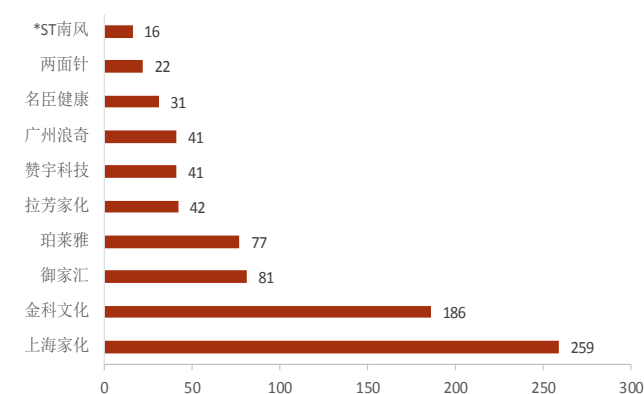
上海家化联合股份有限公司（600315.SH）是中国历史最悠久的日化企业之一，前身是成立于 1898 年的香港广生行，历经百年发展，于 2001 年在上海证券交易所上市。公司及子公司主要从事化妆品，日用化学品和婴儿产品的开发、生产和销售。旗下品牌包括佰草集、六神、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹、汤美星等。目前，上海家化总市值突破 259 亿，在家庭与个人用品行业（Wind）、日用化学用品行业（申银万国）均排名第一位。2017 年上海家化在“创新领先、增长领先、品质领先”发展战略的指引下，针对各品牌特性及目标消费群体进行整合营销传播，整合现有八大渠道，同时大力投入产品研发，大胆创新，发布了一系列符合年轻化定位的新产品，收获了市场的广泛好评。

图 1：国内家庭与个人用品行业企业市值 Top10（单位：亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：国内日用化学用品行业企业市值 Top10（单位：亿元）

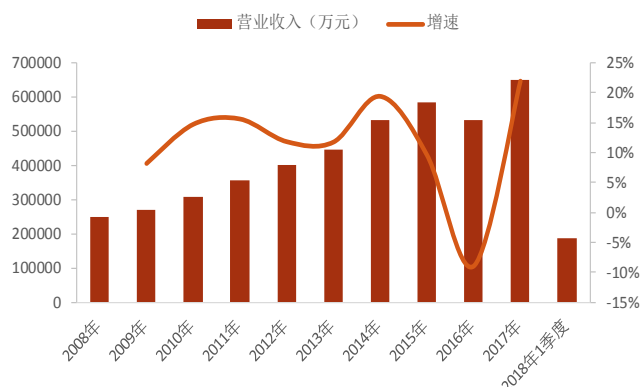


数据来源：wind，西南证券整理

1.1 公司业绩情况：贯彻经营方针，业绩稳定增长

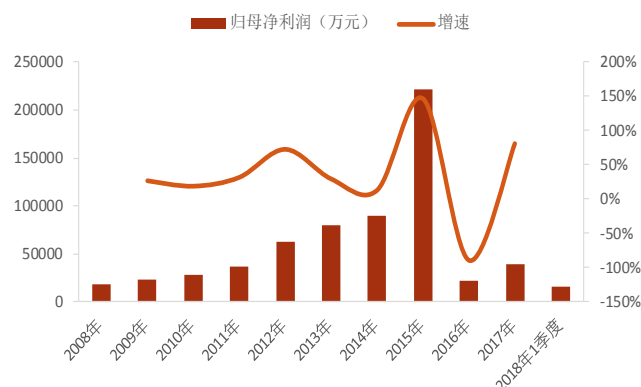
自 2008 年以来，公司营业收入基本保持 10% 以上的快速增长，归属于母公司的净利润年平均增长率达 8.63%。2015 年归母净利润大幅增长，主要因公司当年出售江阴天江药业 23.84% 的股权，确认投资收益 17.35 亿。2016 年归母净利润为 2.16 亿元，同比下降 90.23%，收入下降的原因主要是受累于整体经济环境和行业增速放缓的影响、传统销售渠道商超和百货增速明显放缓、以及大型外资品牌和许多本土品牌持续加大市场营销投入，再加上 2016 年代理花王业务接近尾声的影响，且 2015 年由投资收益带来的归母净利润大幅提高，基数较大。2017 年公司着重建设自有品牌，遵循“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”的经营方针，实现营业收入 64.88 亿元，同比增长 22%，归母净利润 3.90 亿元，涨幅达 94%。2018 年 1 季度实现营收 18.6 亿元，归母净利润为 1.5 亿元，同比增长率均高达 39%。

图 3：公司 2008 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

图 4：公司 2008 年以来归母净利润及增速

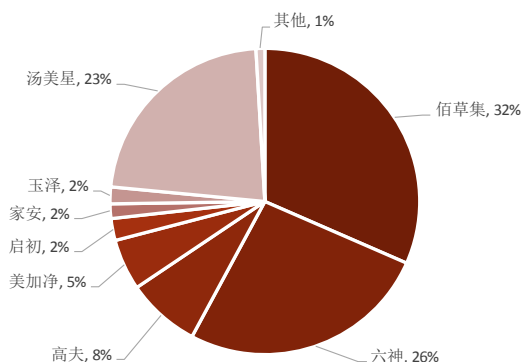


数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

公司少数优秀品牌贡献了主要的营业收入。2017 年公司主要收入来源于佰草集、六神和汤美星品牌，分别营收 20.5 亿元、17 亿元和 14.6 亿元。公司收购汤美星后，快速开拓线下母婴及线上渠道，完成母婴 1494 家铺货。2017 年汤美星品牌收入增速高达 128%，与此同时，婴儿护肤品牌启初也迎来快速增长，增速达 36%。

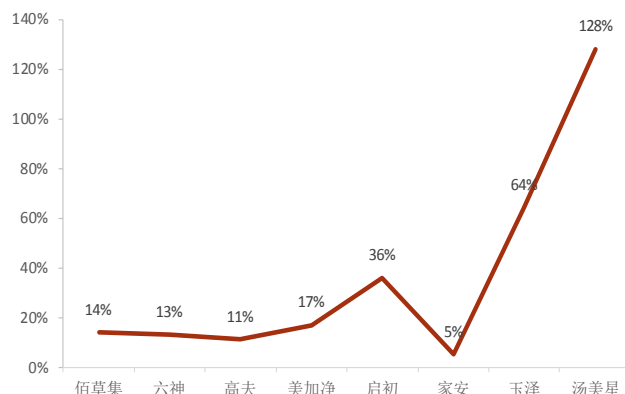
我们使用波士顿矩阵对几大品牌在所在领域的市场占有率和市场增长率进行分析，并得出结论：目前六神品牌是公司的现金牛业务，它能为公司带来充足稳定的现金流。六神是花露水品类的绝对市场领导者，2017 年市场金额份额为 73.5%，根据中国产业调研网发布的花露水行业调查报告，我国花露水行业增速约为 8%，保持稳定增长。问题型业务为高增速、低市场占有率的业务，目前公司所涉及的女性护肤彩妆领域、男士护肤领域及婴儿用品领域均处于高速增长期，但佰草集、高夫、汤美星、启初、美加净等产品市场占有率仍不高，市占率仍有很高的提升空间。未来公司在化妆品、婴儿用品行业若取得更高的市场份额，这些问题型业务将发展成为明星业务。家安为公司的瘦狗型业务，出现了低增长、低市场占有率的情形，借着面向年轻群体的针对性营销和以电商为主要平台的经营方式，家安品牌未来业绩增速有望提高，从而转为新的问题型业务，成为公司继续发展的新潜力。

图 5：公司 2017 年各品牌收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2017 年各品牌收入增长率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：波士顿矩阵



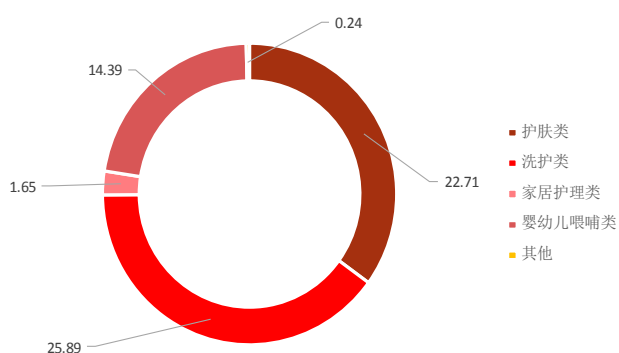
数据来源：公司公告，wind，中国产业调研网，西南证券整理

1.2 公司业务结构：三大支柱产业，深耕全球市场

个人护理业务与化妆品业务是公司持续健康发展的支柱型产业。2013 至 2017 年，公司个人护理业务与化妆品业务稳步发展，2017 年合计贡献收入 48.6 亿元，占主营业务收入的 75%，其中个人护理用品毛利率 59.29%，化妆品毛利率 80.69%。

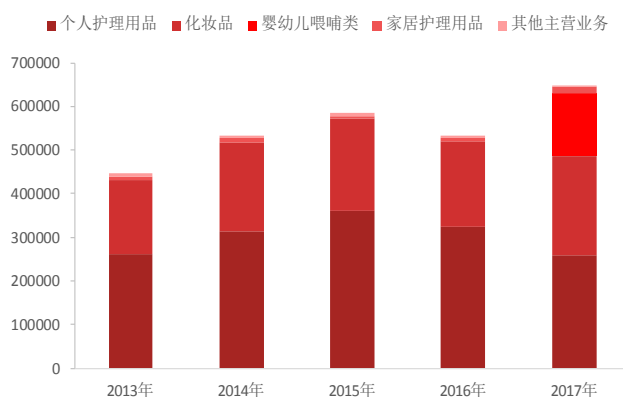
婴儿用品业务正成长为公司第三大支柱型产业。2017 年公司进入母婴用品产业，根据尼尔森市场研究公司的线下零售渠道数据，公司的新兴品牌启初已在婴儿护肤市场占据重要地位，在婴儿面霜和婴儿沐浴露中均占第 2 位。2017 年公司收购拥有 50 年历史的国际领先婴童用品品牌汤美星，欲与启初品牌协同发展，共同开拓海内外母婴喂哺用品市场。2017 年公司婴幼儿喂哺类业务实现营收 14.39 亿，占总营业收入的 22%。

图 8：公司 2017 年主要业务构成（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司 2013-2017 年主营业务构成变化（单位：万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品销售遍及国内外。2017 年营收合计提升 8.8%。其中河南地区产品销量大幅增加，营收提高 31%；而上海地区和浙江地区销售收入分别下降 33%，20%，其主要受花王代理业务终止影响；海外营收增幅达 121%，主要因公司收购国外品牌商 Cayman A2. Ltd.。

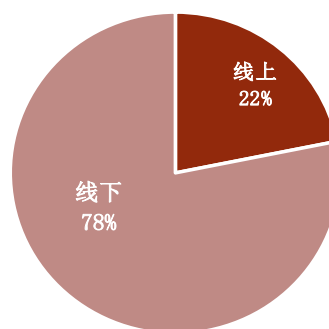
线上渠道正逐步成为公司运营的重要收入来源。公司近年来抓住线上电子商务爆发式增长的契机，先后与天猫、京东、唯品会、聚美优品、小红书等国内知名大型购物网站及美妆平台建立了密切的关系。2017 年，公司线上渠道带来营业收入 14 亿元，比上年增长近 50%，占总营业收入的 22%。

图 10：2017 年营收地区分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：2017 年营收渠道分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 公司股权结构：家化集团加强控股，融入平安生态圈

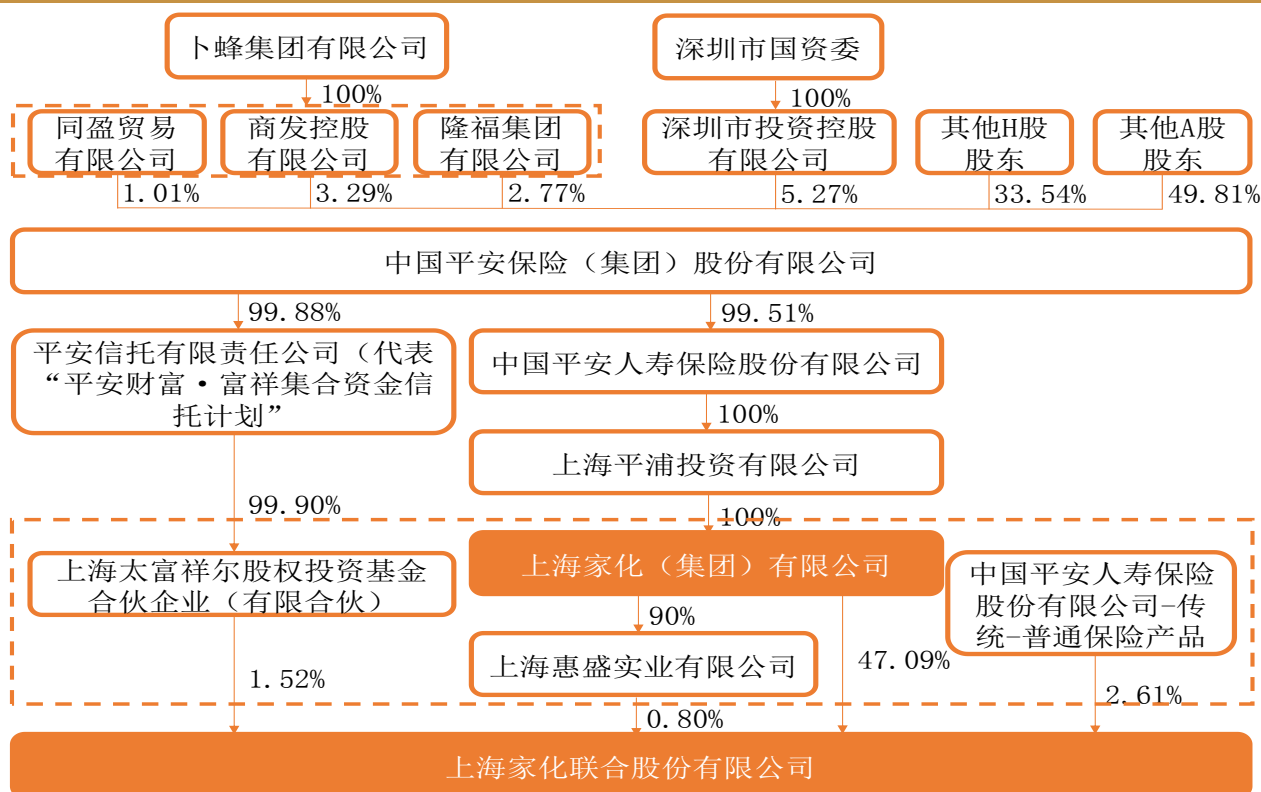
公司的实际控制人为中国平安（集团）股份有限公司。截至 2017 年年底，上海家化普通股股东总数共 23703 户，其中前十名股东持股数总额占总股数 64.65%，公司控股股东为上海家化（集团）有限公司，上海家化（集团）有限公司是中国平安保险（集团）股份有限公司的下属公司，根据中国平安保险（集团）股份有限公司公布的 2017 半年度报告，截至 2017 年 6 月 30 日中国平安保险（集团）股份有限公司股权结构比较松散，无控股股东亦无实际控制人。

表 1：公司主要股东持股情况表

| 股东名称（全称） | 持股数 | 比例 | 股东性质 | 备注 |
|----------------------------|-------------|--------|---------|------------------|
| 上海家化（集团）有限公司 | 317,132,527 | 47.09% | 境内非国有法人 | 中国平安保险（集团）股份有限公司 |
| 中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品 | 17,567,886 | 2.61% | 境内非国有法人 | |
| 上海太富祥尔股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 10,226,588 | 1.52% | 境内非国有法人 | |
| 上海惠盛实业有限公司 | 5,416,577 | 0.80% | 境内非国有法人 | |
| 上海重阳战略投资有限公司-重阳战略聚智基金 | 18,971,234 | 2.82% | 其他 | 重阳集团有限公司 |
| 上海重阳战略投资有限公司-重阳战略同智基金 | 10,600,066 | 1.57% | 其他 | |
| 重阳集团有限公司 | 5,534,687 | 0.82% | 其他 | |
| 上海久事（集团）有限公司 | 28,768,731 | 4.27% | 国有法人 | |
| 云南国际信托有限公司-盛锦 37 号集合资金信托计划 | 11,062,997 | 1.64% | 其他 | |
| 香港中央结算有限公司 | 10,150,219 | 1.51% | 境外法人 | |

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：股权结构示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3.1 股权激励助力发展

公司通过多次股权激励助力公司业绩增长。继 2015 股票激励后，公司计划进一步加强激励程度。2018 年 3 月上海家化公布股票期权激励计划草案，拟向公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术人员等共 10 人授予股票期权 425 万份，涉及标的股票占当期股本总额 671713547 股的 0.6327%，公司给出的考核计划为以 2017 年为基准，2018-2020 年营业收入增速分别不低于 23%，54%，92%，净利润增速分别不低于 41%，92%，156%。通过多次激励计划，公司旨在鼓励管理人员优化治理结构、提高管理效率、增强公司各业务盈利能力，从而使得公司快速发展。

1.3.2 要约回购彰显信心

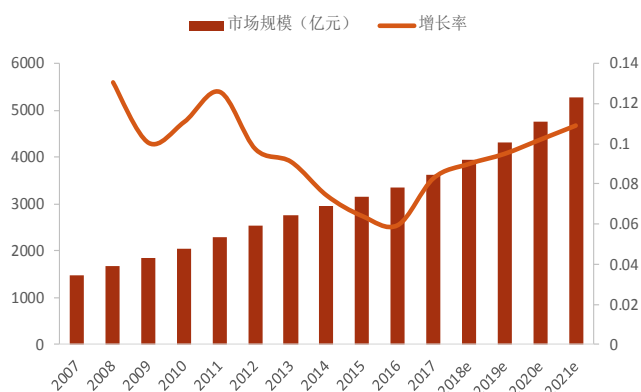
2017 年 10 月上海家化（集团）有限公司向除平安人寿、惠盛实业、太富祥尔以外的上海家化股东发出要约，要约收购 134,683,294 股股份，股份比例为 20%，要约收购价格为 38 元/股。截至 2017 年 12 月该要约收购的清算过户手续全部办理完毕，上海家化（集团）有限公司直接持有上海家化联合股份有限公司 47.09% 的股份。本次回购股份意在提高控股股东持股比例，表明公司对长期高速发展信心十足。

2 行业分析：整体规模增速显著，上升空间巨大

2.1 日化行业：市场中速增长，行业竞争加剧

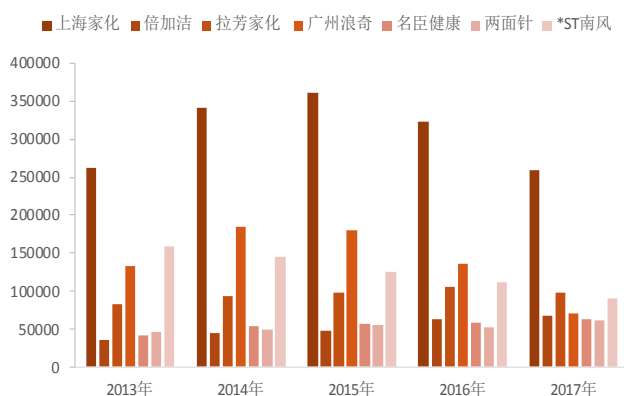
中国日化行业整体发展呈现新常态。根据欧睿、中怡康、尼尔森等第三方研究公司的预测和统计，中国日化行业整体市场增速放缓且放缓态势预计将持续。2011-2016 年中国日化市场销售额复合年均增长率达 7.7%，预计 2017-2021 年销售额复合年均增长率可达 7.9%。

图 13：中国日化行业市场规模及增速



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

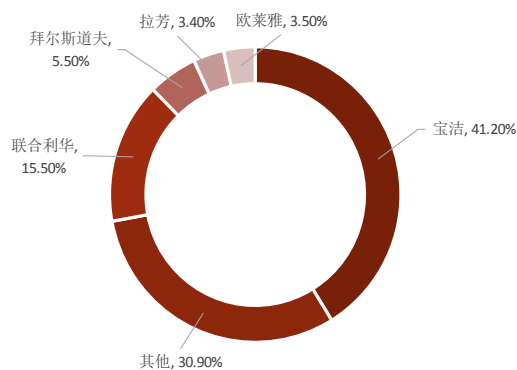
图 14：2017 年部分上市公司日化产品营业收入（单位：万元）



数据来源：wind，西南证券整理

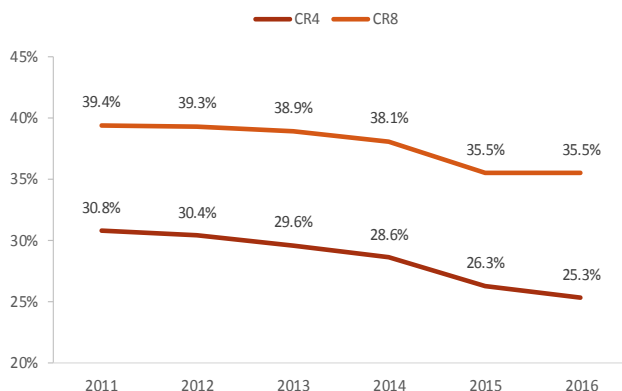
日化行业竞争加剧。数据显示我国日化行业市场规模已超过 3600 亿美元，但行业整体集中度不高，前四家企业所占的市场份额有逐年降低趋势。欧睿研究数据显示，2016 年中国日化行业集中率 CR4=25.3%，CR8=35.3%，行业集中度处于较低水平，行业内竞争较为激烈。主要由于随着收入水平的提高，消费者的需求日渐多样化，细分市场也越来越多。为迎合多元化的消费诉求，上海家化推出多种品牌产品针对不同细分市场，提供高品质个性化的产品。

图 15：洗护类产品市场竞争格局



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 16：日化行业市场集中率



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

2.2 化妆品行业：潜力无限的黄金时代

2.2.1 市场总体增速加快，人均消费额度有待提升

化妆品行业正迎来快速增长期。化妆品不同于一般的消费品，它是社会经济发展到一定水平后，人们开始追求美丽和享受而产生的需求。根据美国与日本市场的经验，当人均 GDP 超过 1 万美元后，化妆品消费将迎来爆发式的增长。根据国家统计局报告，2017 年中国人均 GDP 达 59660 元人民币，约合 9170 美元，预计未来两年内有望突破 1 万美元。中国化妆品行业正将迎来快速发展的黄金期。2010-2017 年我国限额以上化妆品零售额整体年复合增长率为 16%，高于同期社会消费零售总额复合增长率 12.8%。2012-2016 年化妆品行业发展速度有所放缓，但 2017 年开始触底反弹，主要由于经济水平的不断提升和人民消费信心的不断提高，预计 2020 年化妆品市场将达到 3700 亿元的市场规模。

我国化妆品行业发展潜力大。目前我国化妆品行业整体规模已成为世界第二，但人均消费额仅为 41 美元，与美日韩等国家相比依然较低，我国化妆品行业发展空间依然巨大。

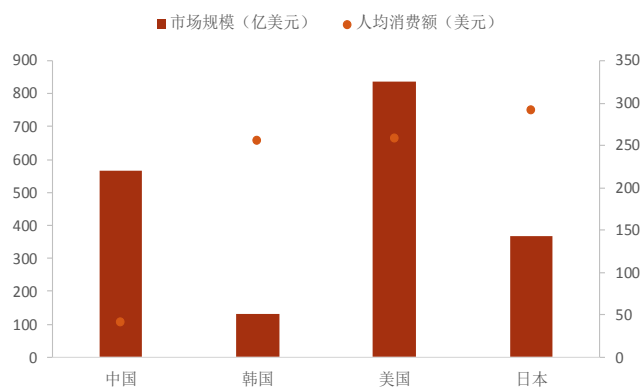
我国的国货品牌实力较弱，化妆品市场上国外品牌占据主导地位。与美国、韩国等国外化妆品市场相比，我国化妆品市场本土品牌影响力较低。2016 年国内前 20 大护肤品品牌市场中，国产品牌仅占据 21.3% 的市场份额。与欧莱雅、雅诗兰黛等欧美大品牌依然有所差距。

图 17：限额以上化妆品零售额及增长率



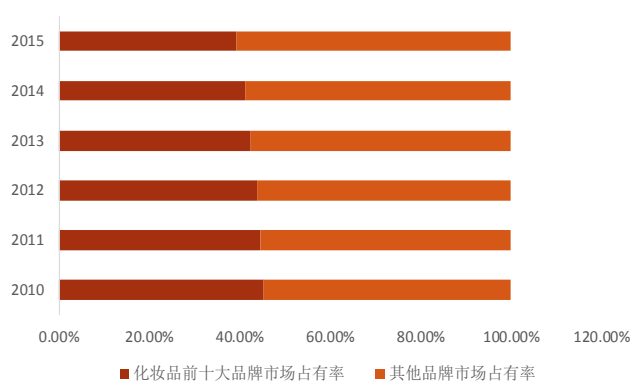
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 18：2017 年各国化妆品市场规模及人均消费额



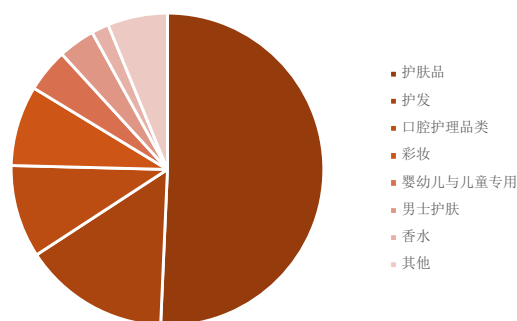
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 19：我国化妆品市场集中度



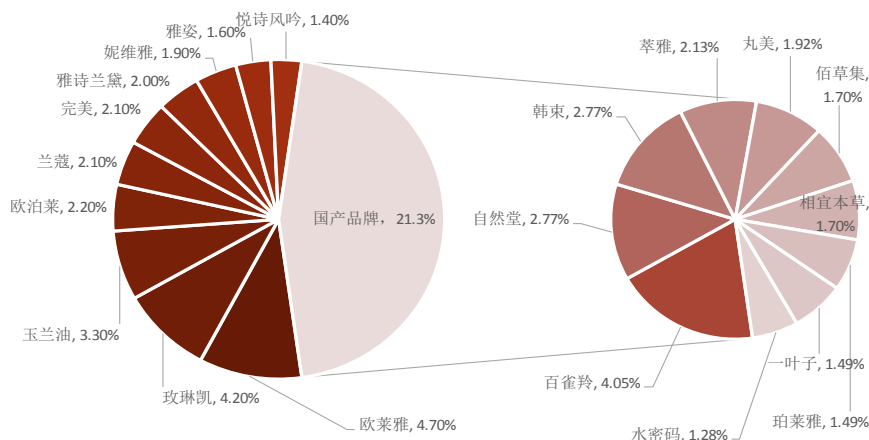
数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 20：我国化妆品细分市场占有率



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 21：2016 年国内前 20 大护肤品品牌市场占有率

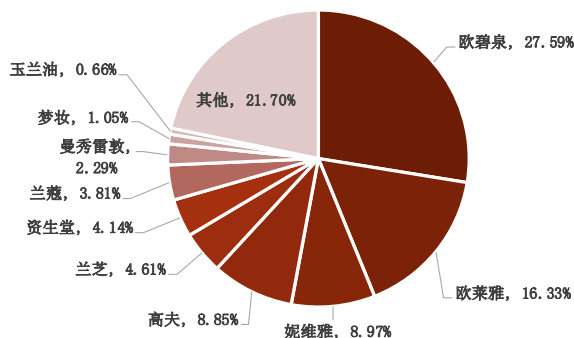


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

2.2.2 男士护肤需求释放，成为购买新力量

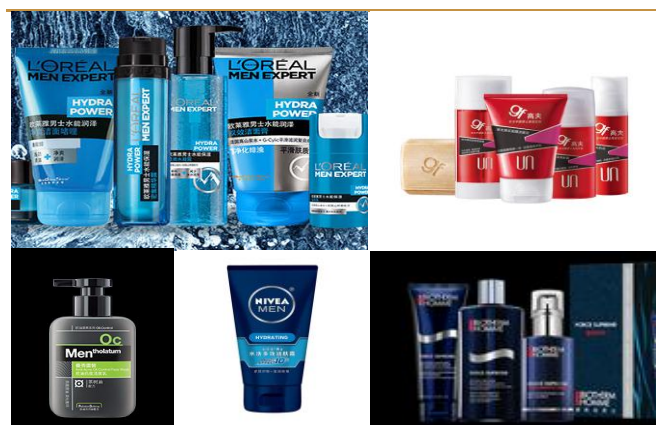
我国男士护肤领域面临爆发式增长。随着越来越多的国内外品牌不断出击试图扩展新市场，以及新一轮的“日韩风”、“小鲜肉”等概念引发国内潮流，以往被化妆品企业所忽略的男性护肤领域正爆发出前所未有的增长态势，目前男士护肤品市场已达百亿规模，根据尼尔森调研发现，男士护肤品消费增长率达 24%，远超护肤品行业消费整体增速。唯品会购物数据显示，近三年男性购买护肤品的数量几乎达到每年翻一番的程度。与护肤品整体行业情况相似，男士护肤领域也是外国品牌居多，前十品牌中仅有高夫一款国产品牌；不同的是，男士护肤品市场行业集中度较高，前十品牌的市场占有率达 78.3%。

图 22：男士护肤行业前十品牌市场占有率



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 23：男士护肤部分品牌产品



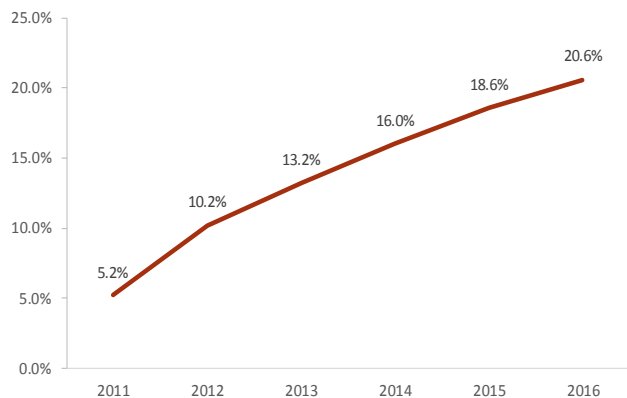
数据来源：各品牌官网，西南证券整理

2.2.3 化妆品渠道变革带来发展机遇

线上电商发展推动了化妆品市场进一步扩张。我国化妆品主要销售渠道包括专营店、百货、超市及大卖场、直营 KA 和电商平台。从 2011 年到 2016 年，化妆品各销售渠道的占比有比较明显的变化，超市和大卖场的渠道份额下滑，从 2011 年的 34.1% 下滑到 2016 年的 26.9%，百货渠道份额亦有下滑，从 26.1% 到 18.7%，下滑较为明显。份额上升最为明显的

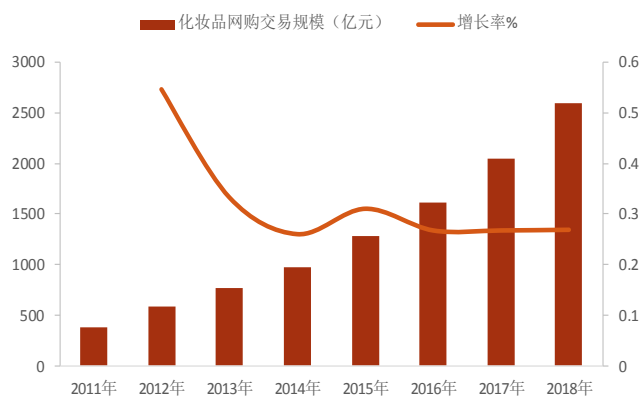
渠道是电商渠道，2011 年仅占 5.2% 的份额，2016 年超过百货渠道，占比 20.6%。电子商务的快速发展和网民数量的不断增长，直接刺激了化妆品网购交易规模的增长，2011-2016 年年均复合增长率高达 33%，预计 2018 年将达到 2600 亿元的市场规模。

图 24：互联网渠道化妆品销售份额



数据来源：观研天下，西南证券整理

图 25：化妆品网购交易规模及增速



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

2.3 母婴行业：二胎政策助力市场扩张

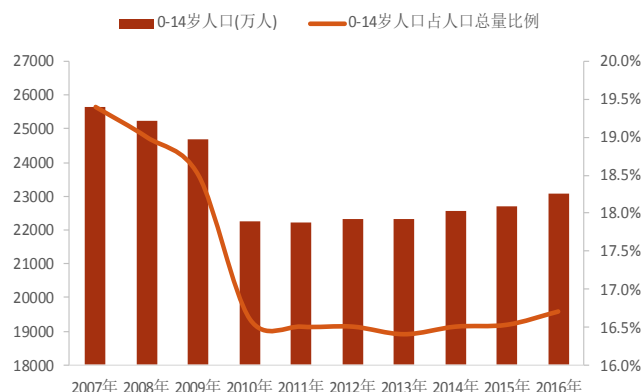
受二胎政策与消费理念升级影响，母婴类消费需求激增。随着我国第三次婴儿潮出生人群进入生育适龄年龄，同时伴随着 2016 年“全面二胎”政策的正式实施，2016 年我国出生人口数量达到 1846 万，同比增长 11.5%，我们预计未来 3-4 年内出生率将继续走高，2018-2020 年每年出生人口将超过 2000 万，并直接刺激母婴行业的消费需求。与此同时，随着收入水平的提高和消费理念的升级，人们对婴童用品的消费需求逐年提高。中国 2015 年的核心婴儿产品（婴儿喂哺）市场总额预计为约 132 亿人民币，预计 2015-2020 年间年均增长率为 15%。根据易观数据显示，2018 年我国母婴行业市场规模有望突破 3.1 万亿，并将保持 15%-20% 的增长率快速扩张。

借着电子商务发展的潮流，母婴类网购规模也快速扩张。2010-2016 年，母婴类网购规模复合增长率高达 73%，远高于电子商务整体行业发展速度，新兴的 80、90 后家长是母婴类网购的主要消费群体。

当前中国婴儿喂哺类产品品牌依然是外国品牌认知度更高。以婴儿喂哺类主要产品奶瓶为例，根据百度搜索指数，排名前 10 的奶瓶品牌中，仅有 4 个中国品牌，排名前 4 的品牌均为外国品牌，反映消费者在选择婴儿喂哺产品时更倾向于外国品牌。

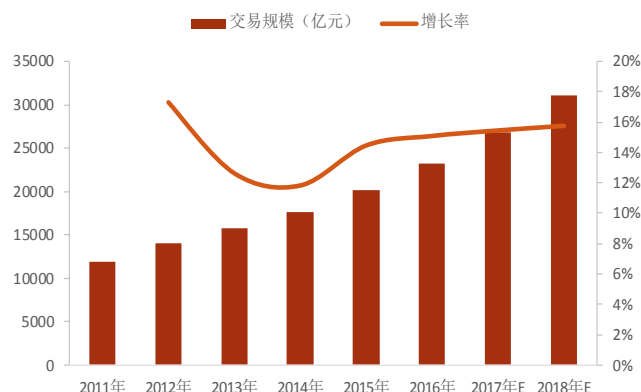
目前，公司的新兴品牌启初已在婴儿护肤市场占据重要地位，2017 年市场份额分别为 11.8% 和 4.7%，分别增长 3.6 个百分点和 2.1 个百分点。公司新收购的品牌汤美星是英国和澳大利亚市占第一、北美增长最快的喂哺品牌。未来公司将针对母婴市场全力塑造品牌形象，不断进行产品升级，满足新生代宝宝和妈妈们的需求。

图 26：2007 年-2016 年我国 0-14 岁人口发展情况



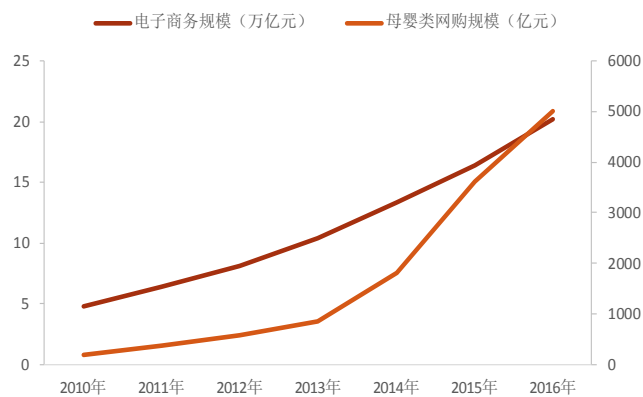
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 27：中国母婴行业市场规模



数据来源：Analysys 易观，西南证券整理

图 28：母婴类网购规模发展



数据来源：wind，艾瑞咨询，西南证券整理

图 29：百度指数奶瓶品牌 Top10

| 品牌 | 品牌所属地 |
|------|-------|
| 贝亲 | 日本 |
| nuk | 德国 |
| 布朗博士 | 美国 |
| 新安怡 | 英国 |
| 爱得利 | 中国台湾 |
| 乐儿宝 | 中国香港 |
| 日康 | 中国 |
| 贝儿欣 | 英国 |
| 喜多 | 日本 |
| 努比 | 中国 |

数据来源：百度指数，西南证券整理

3 跨越三世纪，新家化弦歌不辍

3.1 品牌优质、渠道广泛，老牌名企底子更佳

3.3.1 品牌优质

上海家化历史悠久，是中国最早的日化企业之一。时间赋予了品牌历史的厚重感，在时间的检验和洗礼下，上海家化旗下的一个个品牌脱颖而出，成为深入人心的产品，也成了民族化妆品品牌的荣光。经历过岁月而沉淀下来的品牌，本就是公司一笔最大的、最珍贵的资产。

（1）佰草集：佰草集诞生于 1998 年，是植根于中国本土文化而研发的产品，带有浓厚的本土文化色彩，是国际市场上第一套中草药化妆品，填补了国内相关市场的空白，也成为了中草药护肤的创立者和引领者。

（2）六神：第一支六神花露水于 1990 年成功研发并上市，六神是上海家化最重要的品牌之一，已成为一个品类的代名词，拥有极高的消费者忠诚度，在国内处于垄断地位。

(3) 美加净：美加净创立于 1962 年，是身兼创造中国化妆品市场第一支定型摩丝、第一支防晒霜、第一支定型护手霜等无数光荣的民族品牌，是三代人的集体记忆。1990 年美加净进入巅峰期，以百分之十几的市场份额无可争议地成为行业的第一品牌，年增长率高达两位数。随后虽经历一系列波折，但老牌国货依然拥有旺盛的生命力，在特定细分品类中仍位居第一。

(4) 高夫：高夫品牌诞生于 1992 年，是中国市场上第一个专门为中国男性生产专业化化妆品的品牌。高夫品牌作为中国男士化妆品的先驱，牢牢占据了行业前五的份额。二十多年来，高夫品牌潜心打造了 18 个系列、逾 140 个单品，产品跨越面部护肤、面部清洁、香水和身体护理四大领域。

除了这些诞生于上个世纪的品牌，不断有新的品牌加入到这个大家族里面，不仅拓展了品牌矩阵，也让上海家化这家百年企业焕发出年轻的活力。

(5) 启初：启初诞生于 2013 年 8 月 6 日，致力于成为中国专业高端的婴幼儿个人护理品牌。秉承“取自然之初，育生命之初”的品牌理念，针对中国婴儿身体发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，先后推出了“植物之初”“新生特安”“牛奶谷胚”“生命之初舒缓”“初芽清萃”五大系列产品，全方位满足中国宝宝个人肌肤护理需求。

(6) 汤美星：汤美星在全球享有较高知名度，目前是英国和澳大利亚排名第一的婴儿产品公司，在英国市场的婴儿喂养产品生产商里排名第一；在美国、澳大利亚、法国和其他国家保持业务增长。公司产品于 2017 年 4 月 27 日正式进入中国市场，中国地区的业务将受益于上海家化的营销网络和领导地位大幅增加销售规模。

上海家化高度重视品牌建设，在众多细分市场上建立了领导地位。公司旗下各大品牌，包括六神、佰草集、美加净、高夫、启初等均是其细分市场的领导者。

六神是花露水品类的绝对市场领导者。经历了 20 多年的培育和发展，迄今为止六神旗下的产品线共 6 大系列，包含花露水系列、沐浴露系列、香皂系列、粉系列、宝宝系列、夏日随身系列等在内的个人护理用品。六神是花露水品类的绝对市场领导者，2017 年市场份额增加 0.1 个百分点，牢牢占据市场第一的位置。在沐浴露、香皂、洗手液等细分品类市场，六神的排名也占据领导地位。六神是沐浴露品类唯一进入前五的国产品牌，2017 年市场金额份额为 7.1%，位列第四位；六神是香皂品类唯一进入前三的国产品牌，2017 年市场份额为 4.6%；六神洗手液 2017 年市场份额为 3.3%，同比增加 1.1 个百分点，位居第五。

在百货渠道，佰草集是国产第一品牌。根据中怡康市场研究公司数据，2016 年，佰草集在百货渠道的市场份额为 2.7%，排名第 11 位。2017 年，佰草集在护肤彩妆百货渠道主要品牌市场份额排名第 12 位，市场份额为 2.4%。2017 年相较 2016 年市场份额略有下滑，主要原因是市场彩妆部分增长较快，而佰草集品牌主攻护肤品类。在百货渠道，佰草集品牌依旧是国产第一品牌。

美加净在手霜品类的市场占有稳居第一，高夫在男士洁面和面霜品类均占据第 4 位。2016-2017 年，美加净在大众手霜品类的市场占有率分别为 13.4%和 13.1%，稳居第一位。高夫品牌在男士洁面和面霜市场均排名靠前，2017 年在洁面和面霜品类均占据第 4 位，市场份额略有上升。

启初在婴儿面霜和沐浴露品类中的市占率提升迅速。启初作为公司的新兴品牌，在公司品牌战略中具有重要的作用，在婴儿护肤市场也占据着重要的地位。2017 年，启初在婴儿面霜和沐浴露品类中的市场占有率和排名快速提升，其中婴儿面霜占比 11.8%，排名第 2，较 2016 年份额上升 3.6 个百分点；在婴儿沐浴露品类市场中，份额占比 4.7%，较 2016 年份额上升 2.1 个百分点，同时排名由第 5 名提升到第 2 名。

表 2：上海家化各品牌市场占有率及排名

| 品牌 | 品类 | 2017 市场份额 | | 2016 市场份额 | |
|-----|----------|-----------|----|-----------|----|
| | | 占比 | 排名 | 占比 | 排名 |
| 六神 | 花露水 | 73.5% | 1 | 73.4% | 1 |
| | 沐浴露 | 7.1% | 4 | 7.2% | 4 |
| | 香皂 | 4.6% | 前三 | 4.6% | 前三 |
| | 洗手液 | 3.3% | 5 | 2.2% | 5 |
| 佰草集 | 百货渠道护肤彩妆 | 2.4% | 12 | 2.7% | 11 |
| 美加净 | 手霜 | 13.1% | 1 | 13.4% | 1 |
| 高夫 | 男士洁面 | 5.6% | 4 | 5.2% | 4 |
| | 男士面霜 | 6.3% | 4 | 6.3% | 3 |
| 启初 | 婴儿面霜 | 11.8% | 2 | 8.2% | 2 |
| | 婴儿沐浴露 | 4.7% | 2 | 2.6% | 5 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3.2 产品线丰富

公司产品线丰富，目标客户涵盖不同年龄、性别、消费层次人群。上海家化旗下各品牌形成了差异化竞争，差异化的品牌覆盖了不同的消费需求。如佰草集主要定位 25-35 岁的白领都市女性；一花一木是上海家化于 2014 年推出的新品牌，定位中档护肤品牌，专供屈臣氏渠道，瞄准 18-25 岁的“90 后”消费群体；六神的使用人群的年龄分布则更为广泛。

在价格方面，上海家化旗下品牌产品以大众消费品为主，佰草集定位中高端，目前已形成了不同价格线的产品，太极养美系列 600 以上，御、凝、润系列 400-600，新瓷意系列包含新玉润、新恒美、新七白 200-400；一花一木定位中端，价格在 100-300 之间；高夫品牌也涵盖了 100 以下、100-200、200 以上的价格，能够满足更多消费层次人群的需求。

表 3：上海家化各品牌定位

| 品牌 | 定位 |
|------|-----------------------|
| 佰草集 | 定位 25—35 岁白领都市女性 |
| 六神 | 年龄层广泛 |
| 美加净 | 22-45 岁女性 |
| 高夫 | 19-35 岁男士 |
| 启初 | 0-3 岁婴幼儿 |
| 汤美星 | 高端喂哺品牌 |
| 一花一木 | 瞄准 18-25 岁的“90 后”消费群体 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：上海家化各品牌主要产品价格

| 产品 | 价格 | 产品 | 价格 |
|-----------------|-------|-------------------|------|
| 六神 | | 佰草集 | |
| 六神花露水劲凉提神喷雾 | 19 | 新玉润保湿菁华露 | 220 |
| 六神经典花露水 | 17.9 | 新七白美白精华水 | 260 |
| 六神沐浴露清凉爽肤 | 9.9 | 佰草集凝臻白如玉晨霜 | 500 |
| 汉方清肌香氛沐浴乳 | 39 | 御五行焕肌眼霜 | 550 |
| 六神金盏菊香皂 | 10 | 太极·昼御夜养·源生霜 35G*2 | 1280 |
| 美加净 | | 高夫 | |
| 美加净亮白润手精华霜 | 25 | 高夫竹炭控油洁面乳 | 35 |
| 美加净细嫩柔白防晒乳 | 24.8 | 高夫经典保湿润肤露 | 88 |
| 美加净灵芝保湿霜 | 15.6 | 高夫燃诱古龙水 | 118 |
| 美加净清透沐浴露 | 9.9 | 高夫恒润保湿肌源活肤露 | 158 |
| 美加净牡丹石榴粉润滢亮乳 | 78 | 高夫容耀抗皱精粹面霜 | 298 |
| 启初 | | 一花一木 | |
| 植物之初宝宝保湿滋润儿童润肤霜 | 41.8 | 一花一木控油水衡爽肤水 | 148 |
| 初芽清萃宝宝沐浴露 | 48.8 | 一花一木双效保湿奶油霜 | 228 |
| 新生特安宝宝专用儿童保湿润肤乳 | 78.8 | 一花一木沁透水活晚安面膜 | 158 |
| 牛奶谷胚宝宝滋养面霜 | 23.8 | 一花一木控油水衡洁面乳 | 98 |
| 婴儿舒缓云朵霜 | 158.8 | 一花一木花妍悦色气垫 BB | 188 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

国产化妆品高端化，佰草集一枝独秀。国产化妆品主要集中在中低端市场，如韩束、百雀羚、自然堂和珀莱雅等主力产品均定位中低端，新晋互联网品牌包括膜法世家和御泥坊推出的护肤品则主要针对 100 元以下的低端市场。在消费升级的浪潮下，国产化妆品品牌迎合消费升级趋势，不断升级品牌定位和品牌形象。除佰草集之外，百雀羚、自然堂、珀莱雅等国产知名品牌均在原有产品基础上推出中高端产品。但是在高端产品系列上，国内仅佰草集有所涉猎，如太极系列（600 元以上）、“御、凝、润”系列（400-600 元），充分彰显佰草集进军高端化妆品市场的决心和实力。高端产品线的推出更有助于国产品牌实现转型升级，佰草集正走在品牌高端化的前列，在建立消费者的品牌认知度上具有先发优势。

表 5：国产护肤品产品升级

| | 传统主力产品 | 定价 | 新品 | 定价 |
|-----|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 佰草集 |  | 新恒美系列 200-400/件 |  | 太极养美系列 600 以上 |
| 百雀羚 |  | 草本系列 100-200/件 |  | 肌初赋活系列 200-300/件 |

| | 传统主力产品 | 定价 | 新品 | 定价 |
|-----|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 自然堂 |  | 雪域精粹系列 100-168/件 |  | 雪松精油系列 260-380/件 |
| 珀莱雅 |  | 水漾芯肌系列 100-180/件 |  | 赋能鲜颜系列 218-298/件 |

数据来源：公司官网，西南证券整理

表 6：主要化妆品品牌价格及定位

| 品牌名称 | 主力护肤品价格 | 市场定位 |
|------|----------|--------|
| 兰蔻 | 400-4500 | 高端、超高端 |
| 雅诗兰黛 | 350-1000 | 高端 |
| 资生堂 | 300-1000 | 高端 |
| 佰草集 | 150-1000 | 中高端 |
| 兰芝 | 150-450 | 中高端 |
| 玉兰油 | 150-300 | 中端 |
| 欧莱雅 | 100-300 | 中端 |
| 悦诗风吟 | 100-250 | 中端 |
| 韩束 | 100-250 | 中端 |
| 百雀羚 | 80-200 | 中低端 |
| 自然堂 | 70-300 | 中低端 |
| 珀莱雅 | 70-300 | 中低端 |
| 膜法世家 | 50-65 | 低端 |
| 御泥坊 | 30-70 | 低端 |

数据来源：中国报告网，西南证券整理

表 7：佰草集高端产品线

| 名称 | 产品 | 价格 |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------|
| 御·五行焕肌系列 |  | 400-600 |
| 凝·臻白如玉系列 |  | 400-600 |

| 名称 | 产品 | 价格 |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------------|---------|
| 润·泽兰蕴美系列 |  | 400-600 |
| 太极养美系列 |  | >600 |

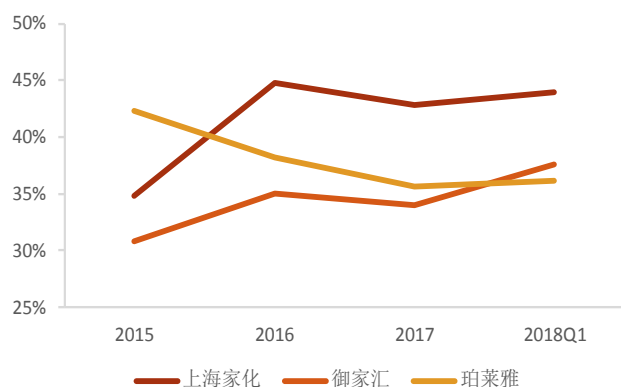
数据来源：公司官网，西南证券整理

2018 下半年佰草集新品推出速度加快，有望促进较快增长。公司预计于 2018 年 7 月份推出一种彩妆，悦·溢彩系列，一共 12 个 SKU，10 个是唇部，2 个是底妆，与意大利顶尖生产彩妆的厂商合作，定价会较高。悦·溢彩系列也是佰草集的首款高端彩妆，不同于很多西方的彩妆产品，佰草集在彩妆产品中添加古方中草药精华，外容内养。不仅可以打造外在好颜色，更是蕴养内在好气色。此外，太极系列还将推出化妆水新品。

3.3.3 营销加码

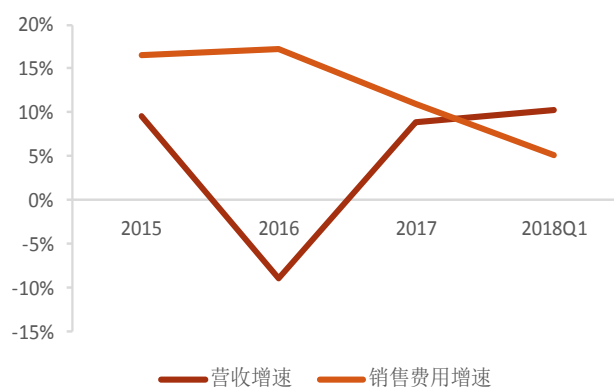
上海家化不断加大营销投入，品牌建树卓有成效，且营销效率不断提高。上海家化自 2015 年以来在品牌建设端的营销投入不断走高，销售费用率在可比上市公司中居首，2017 年销售费用率 42.82%，2018 年一季度 43.98%。2017 年，公司营收增速 8.82%，销售费用增速 10.93%；2018 年一季度营收增速 10.33%，销售费用增速 5.06%，营收增速快于销售费用增速，表明公司营销效率不断提高。公司不断尝试新媒体营销和跨界营销，利用明星效应拉动粉丝经济，营销效率进一步提升。如佰草集联手品牌代言人刘涛、太极传人叶泳湘、人气小鲜肉邓伦、陆毅鲍蕾夫妇、高伟光、宁心等，充分利用明星效应拉动粉丝经济，转化为品牌粉丝；六神和潮牌 Rio 跨界，通过精准消费者洞察，经过三个多月的配方开发的产品测试，打造出六神花露水风味的鸡尾酒，这一富有话题性的爆款单品，并将其带上全球最大的酒展 Vinexpo，引发业界内外强烈关注。

图 30：化妆品上市公司销售费用率比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：上海家化营收及销售费用增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

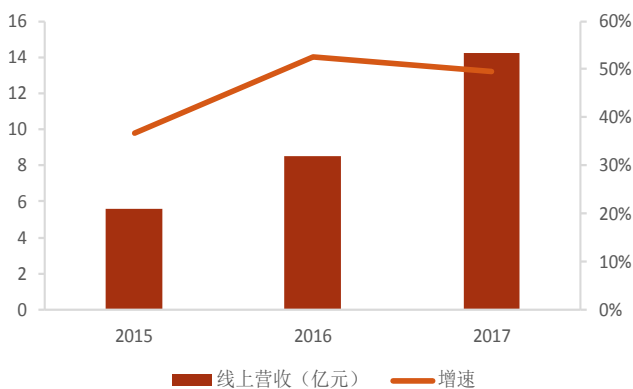
3.3.4 渠道广泛

上海家化拥有扎实、广泛的渠道，让公司的产品可以在短时间内触达各个消费者人群。公司在百货、商超渠道深耕多年，在经销商中有众多互利互信的合作伙伴，在电商渠道与化妆品专营店渠道也都进行了积极的拓展，且建设了战略性的渠道。大范围、多层次的渠道网将保证无论外部环境如何变化，公司都能及时响应消费者的需求。上海家化的渠道战略是全渠道、全覆盖，线上与线下相融合，渠道与品牌相匹配共同发展。公司八大渠道包括：线下销售为经销商分销、直营 KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外；线上销售为电商、特渠。截至 2017 年底，公司进入商超门店 19.6 万家、百货及药房 2048 家、化妆品专营店 1.17 万家、母婴店 3000 万家。

公司线上渠道销售保持高速增长。2015-2017 年增速分别为 36.59%、52.57%、49.48%。2017 年公司对电商进行了优化，将京东和天猫超市两大平台从经销模式转变到直营模式，提升了平台控制力，可更直接地收集消费者数据，为将来的精准营销和传播打下基础。线下渠道销售收入增速由负转正，重回两位数增速。2015-2017 年，上海家化线下渠道营收增速分别为 7.41%、-15.47%、13.40%。

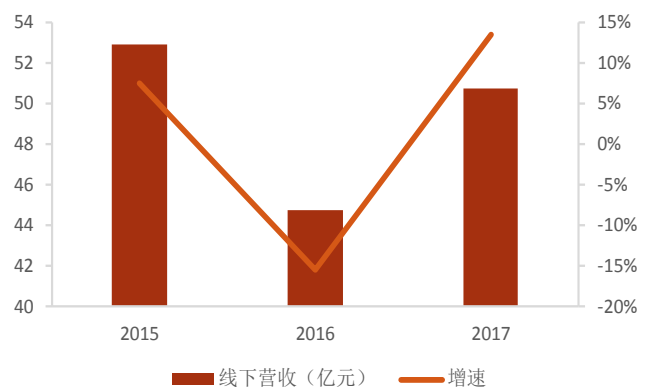
公司旗下佰草集品牌占据线下专柜有利赛道，线下消费复苏带来利好。中高端客户消费粘性高、重视购物体验与导购推荐，因此中高端品牌往往布局线下赛道，有助于品牌形象宣传。定位中高端的佰草集不断在线下发力，截至目前在全国已拥有约 1320 家专柜。佰草集同样也是为数不多甚至是唯一在百货渠道可以与外资品牌对抗的国产品牌。百货渠道份额排名靠前的多为雅诗兰黛、兰蔻、欧莱雅、香奈儿等国际大牌，商场或百货里的专柜是最佳的免费的广告，在好商场或好百货开专柜，让消费者看见，久而久之就会给消费者留下印象，此外，与国际品牌专柜相邻，也有助于提升品牌形象。随着线下消费热情的回暖，百货将最先受益，同时也有多重因素利好百货。转型发展是现阶段百货的主旋律，体验式消费的加入、购物中心化以及奥特莱斯业态的发展，将为本轮百货以及线下消费的复苏提供持续的动力。

图 32：上海家化线上营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：上海家化线下营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 平安加持，资本助力企业做大做强

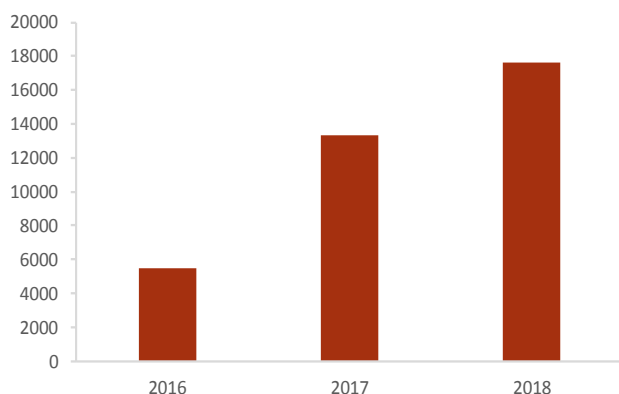
2017 年 11 月，平安人寿对上海家化进行部分要约收购，要约收购完成后中国平安持股比例将升至 52.02%，由参股股东变为实际控股股东。表明平安对上海家化所在行业的前景长期看好，上海家化作为中国历史最悠久的日化企业之一，以本土文化为核心竞争力，在业内具有良好的品牌价值和口碑。中国平安与上海家化的联姻，有利于上市公司更长远的发展，中国平安能够带给上市公司更多的资源，背靠中国平安，优势凸显。

客户资源：平安旗下拥有数百万的员工和广泛的客户资源，双方深入的合作，能够将平安的员工及客户转变成上海家化潜在的消费者。上海家化计划在 2018 年继续深入开展和中国平安的业务合作，平安集团相关业务员向其客户宣传上海家化品牌及产品，客户通过互联网平台购买上海家化产品。2016 年度向关联人销售商品及提供劳务实际发生 5504.14 万元，2017 年实际发生 13356.52 万元，预计 2018 年度发生 17650 万元关联交易。

渠道资源：比达咨询数据中心监测数据显示，2017 年 5 月保险类 APP 月活用户数排行中，平安金管家以 1064.9 万月活排名首位。平安金管家 APP 接入上海家化，可通过 APP 直接购买公司产品，有效促进产品销售。

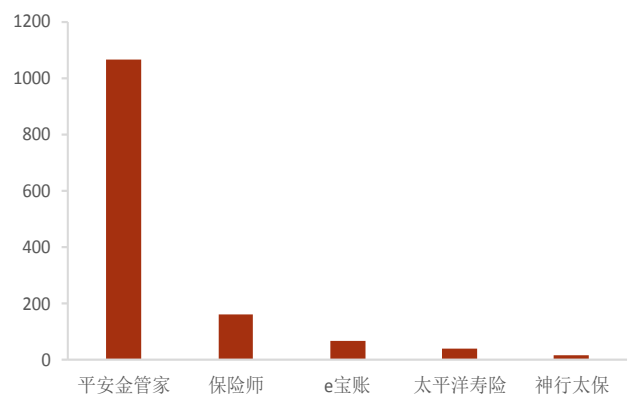
资本优势：产业离不开资本，当产业发展到一定阶段时，对于资本的需求会不断扩大；而当资本发展到一定阶段时，也必须寻找产业支持，以此作为金融产业发展的物质基础。在 2007-2017 年的十年时间里，化妆品市场在资本的助推下风起云涌。据不完全统计，在过去的十年间，中国化妆品行业共发生了 394 起与资本相关的事件。从细分领域来看，中国化妆品行业最受资本关注的是渠道商和品牌商，这两个类型的企业分别以 116 起资本事件成为被投资最多的领域。纵观国际化妆品集团的成长，离不开资本的助力，并购成为企业做强最大的推动力。以欧莱雅集团为例，旗下的知名品牌大多通过并购得来。上海家化背靠平安大金主，更有利于产业和资本的融合，未来或更多地利用资本手段，在市场上寻求标的实施收购，以图企业的快速壮大。

图 34：销售商品及提供劳务关联交易（万元）



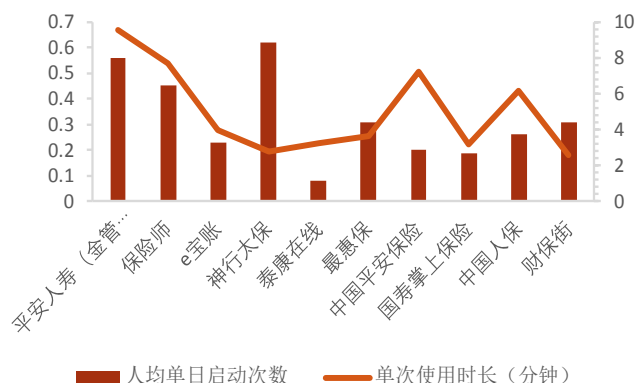
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：2017 年 5 月主要保险类 APP 月活用户数（万人）



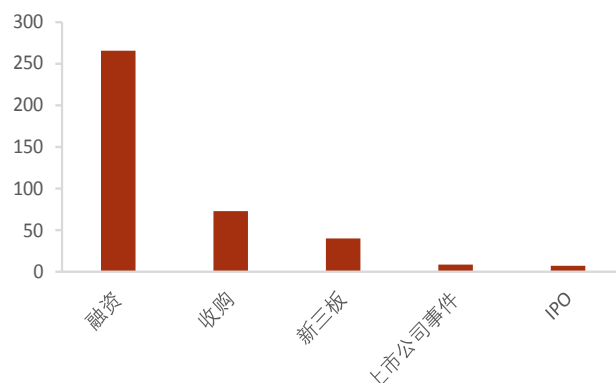
数据来源：比达咨询，西南证券整理

图 36：保险类 APP 用户粘性



数据来源：易观，西南证券整理

图 37：2007-2017 年化妆品资本事件类别



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 8：细分领域资本事件统计

| 细分领域 | 资本事件 | 占比 |
|------|------|--------|
| 渠道方 | 116 | 29.44% |
| 品牌商 | 116 | 29.44% |
| 服务商 | 96 | 24.37% |
| 平台类 | 66 | 16.75% |

数据来源：《中国化妆品行业资本十年白皮书》，西南证券整理

表 9：欧莱雅收购事件

| 年份 | 收购事件 | 年份 | 收购事件 |
|-----------|--------------------------------------------|------|---------------------------------------------------------|
| 1967-1969 | 收购 Garnier (卡尼尔), Lancome (兰蔻) | 2005 | 收购 SkinCeuticals |
| 1971 | 收购 Biotherm (碧欧泉) | 2006 | 收购 TheBodyShop |
| 1980 | 收购 Vichy (薇姿) | 2008 | 收购 YvesSaintLaurent (美妆) |
| 1985 | 收购 GiorgioArmani 和 RalphLauren 的美妆产品线 | 2010 | 收购 essie |
| 1988 | 收购 HR (赫莲娜) | 2011 | 收购 Clarisonic (科莱丽) |
| 1989 | 收购 LaRoche-Posay (理肤泉) | 2013 | 收购 UrbanDecay |
| 1993 | 收购 Redken | 2014 | 收购 Decl é or (思妍丽), Carita, 中国美即 (MG), NYX |
| 1996 | 收购 Maybelline (美宝莲) | 2015 | 收购 NielyCosmetics |
| 2000 | 收购 Matrix, Kiehl's (科颜氏), SoftSheen-Carson | 2016 | 收购 ITCosmetics, Saint-GervaisMont-Blanc, AtelierCologne |
| 2002 | 收购 ShuUemura (植村秀) | 2017 | 收购 Valeant 旗下 CeraVe, AcneFree 和 Ambi 三个活性护肤品牌 |

数据来源：西南证券整理

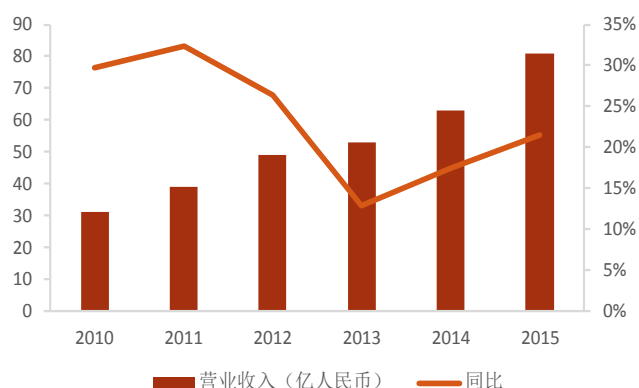
3.3 新帅上任，百年家化再度起航

上海家化的管理层动荡落下了帷幕，曾任生活用纸生产商维达国际董事兼首席执行官的张东方女士成为公司的首位女掌门。

张东方女士任职维达国际期间功勋卓著。2010-2015 年，张东方女士在维达国际任职的期间内，领导公司管理团队，成功使维达销售收入和市值增长数倍。2010 年，实现营业收入 31 亿元人民币，2015 年营业收入 81 亿元人民币，年均复合增长率为 21.2%。

同时，在张东方的带领下，维达实现了多方面的转型，从传统的商品销售公司转型为拥有多个品牌的消费品公司，从纸巾公司转型为卫生用品公司，从本土公司转型为跨国公司。在品牌方面，除了原本的“维达”品牌，还整合了爱生雅集团在中国内地、香港及澳门的卫生业务，增加了天宁 TENA、得宝 Tempo、多康 TORK 等生活用纸品牌，实现了从单一品牌向多品牌的转型。在品类方面，维达的产品线从生活用纸延伸到长者护理，婴儿护理，女性护理等品类。在渠道方面，维达从线下渠道向线上线下全渠道转型，2011 年以前，维达的渠道几乎全部为传统线下渠道。此后，公司着力发展线上业务，至 2015 年上半年，电商渠道的销售占比接近 10%。在国际化方面，张东方女士任职期间成功将业务拓展至多个亚洲市场。

图 38：2010-2015 年维达国际营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 39：维达国际 2010-2015 股价走势



数据来源：wind，西南证券整理

丰富且独特的经历或有助于上海家化的发展。张东方女士拥有丰富的国际与国内企业管理经验，具有二十多年快消品行业经验，熟悉家居护理，个人护理以及化妆品行业，对日用消费品行业有深刻的洞察，将引领上海家化加快变革与转型的步伐。张东方女士在维达的独特的经历与经验具备成功移植到上海家化的可能性。上海家化的多品牌、多品类、渠道创新战略和国际化之路，均能在过往的维达国际身上找到相似的影子。张东方女士在维达出色的经历，将来有望凭借其成功的经验推动上海家化进一步成长。

现任董事长对品牌的重视更有助于盘活公司的品牌资产。上海家化旗下拥有众多优质的品牌，历史悠久的品牌难免会出现品牌老化等一系列问题，但是让百年国货重新焕发出年轻的活力不是不可能。张东方女士特别注重品牌的建设，从她在维达的经历可见一斑，2013 年，纸品原材料上涨导致纸品毛利下降，为了消化成本上涨的压力，一些企业会选择选购便宜的原材料或者提价的策略，认为品牌建设不会一下子因产能过剩而打价格战的张东方女士则坚决表示不会对价格做任何的调整，而是通过调整渠道，升级产品来化解成本上涨的压力。

内部改革，确立品牌的核心地位。从在上海家化上任至今，张东方对品牌的重视程度表露无疑，其为上海家化制定了品牌驱动的方针。将加大力度进行品牌建设，对成熟品牌和成长品牌做出不同的战略战术，以此驱动渠道布局，加强与消费者的有效沟通，不断提升品牌资产和价值。此外，不再设置大众消费品事业部、佰草集事业部、数字化营销事业部、化妆品专营店事业部四大事业部，设立研发部、品牌管理办公室、渠道管理办公室、供应链、合并战略部和投资部，设立战略投资部增加法律部的合规管理和监督管理职责。其中品牌管理办公室，管理公司旗下所有品牌（包括但不限于佰草集、六神、美加净、高夫、启初、家安

等)。改革后以品牌作为驱动力将有助于公司统一调配营销资源，确保品牌资产发挥应有的价值。

上海家化品牌的高端化和年轻化成效明显。在**高端化**方面，佰草集继续顺应消费升级趋势，将全新高端产品太极面霜作为品牌宣传主要着力点。400元以上产品销售占比提升，从31.2%升至40.9%。2018年，佰草集将继续对高端产品线进行补充，继续顺应高端化的趋势。在**年轻化**方面，六神签订新代言人华晨宇，运用粉丝经济，针对泛90后人群，以劲凉CP为明星产品组合为主线，90后嗨夏限量版花露水，秋冬季沐浴露为副线，传播六神品牌价值主张，提升年轻人对品牌的好感度，进一步加速品牌年轻化进程。

图 40：六神签订新代言人华晨宇



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 41：佰草集高端太极面霜



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

假设 1：护肤类—随着品牌驱动战略成效的显现、新品的推出，护肤类产品销量增速有望实现两位数增长，佰草集毛利率较高，规模效应、高端产品销售占比的提升将带动毛利率回升。预计 2018-2020 销量增速 25%、20%、18%，毛利率 81%、82%、83%。

假设 2：洗护类—2017 年增速下滑较多主要受花王代理业务终止的影响，随着六神品牌年轻化的成功，以及产品线的延伸，将带动洗护类产品销量实现正增长。预计 2018-2020 销量增速 20%、18%、15%，毛利率 60%、61%、62%。

假设 3：家居护理类—家安品牌市场份额第一，家居护理类产品仍将延续高增长，并继续开拓更广阔的高端家居护理市场。预计 2018-2020 销量增速 40%、35%、30%，毛利率为 53%保持稳定。

假设 4：婴幼儿喂哺类—根据公司公告，2017、2018、2019 年度汤美星预计营业收入分别为人民币 14.63 亿元、16.15 亿元、17.28 亿元。预计公司 2018-2020 年销量增速分别为 15%、10%、8%，毛利率为 51%保持稳定。

表 10：分产品收入拆分

| 单位：百万元 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 合计 | | | | | | |
| 营业收入 | 5845.9 | 5321.2 | 6488.2 | 7849.9 | 9316.2 | 10707.3 |
| yoy | 9.6% | -9.0% | 21.9% | 21.0% | 18.7% | 14.9% |
| 营业成本 | 2386.3 | 2061.4 | 2275.6 | 2705.2 | 3103.8 | 3459.4 |
| 毛利率 | 59.2% | 61.3% | 64.9% | 65.5% | 66.7% | 67.7% |
| 护肤类 | | | | | | |
| 收入 | 2099.7 | 1955.3 | 2270.7 | 2838.4 | 3406.1 | 4019.2 |
| yoy | 3.0% | -6.9% | 16.1% | 25.0% | 20.0% | 18.0% |
| 成本 | 343.0 | 436.1 | 438.5 | 539.3 | 613.1 | 683.3 |
| 毛利率 | 83.7% | 77.7% | 80.7% | 81.0% | 82.0% | 83.0% |
| 洗护类 | | | | | | |
| 收入 | 3612.0 | 3232.2 | 2588.5 | 3106.2 | 3665.3 | 4215.1 |
| yoy | 14.7% | -10.5% | -19.9% | 20.0% | 18.0% | 15.0% |
| 成本 | 1990.2 | 1578.4 | 1053.8 | 1242.5 | 1429.5 | 1601.8 |
| 毛利率 | 44.9% | 51.2% | 59.3% | 60.0% | 61.0% | 62.0% |
| 家居护理类 | | | | | | |
| 收入 | 73.1 | 94.6 | 165.3 | 231.4 | 312.4 | 406.1 |
| yoy | -9.7% | 29.4% | 74.6% | 40.0% | 35.0% | 30.0% |
| 成本 | 27.8 | 38.3 | 76.8 | 108.8 | 146.8 | 190.9 |
| 毛利率 | 61.9% | 59.6% | 53.5% | 53.0% | 53.0% | 53.0% |
| 婴幼儿喂哺类 | | | | | | |
| 收入 | | | 1439.1 | 1654.9 | 1820.4 | 1966.0 |
| yoy | | | | 15.0% | 10.0% | 8.0% |
| 成本 | | | 704.4 | 810.9 | 892.0 | 963.4 |
| 毛利率 | | | 51.0% | 51.0% | 51.0% | 51.0% |
| 其他 | | | | | | |
| 收入 | 39.9 | 38.2 | 23.7 | 18.9 | 112.0 | 100.8 |
| yoy | -28.2% | -4.4% | -38.0% | -20.0% | -15.0% | -10.0% |
| 成本 | 9.5 | 8.2 | 1.4 | 3.8 | 22.4 | 20.2 |
| 毛利率 | 76.3% | 78.4% | 93.9% | 80.0% | 80.0% | 80.0% |

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计上海家化 2018-2020 年的归母净利润分别为 5.5 亿、7.6 亿和 10.0 亿，同比增速分别为 40.7%、39.3%和 30.9%，EPS 分别为 0.82 元、1.14 元和 1.49 元，对应 PE 为 48 倍、34 倍和 26 倍。考虑到公司品牌档次和定位的提升、全渠道的发展，后续继续通过并购扩充品牌和品类的可能性较大，首次覆盖给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值比较

| 代码 | 证券简称 | 所属申万行业 | 总市值 (亿元) | 流通市值 (亿元) | 市盈率 PE | | |
|------------------|-------------|------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | | TTM | 18E | 19E |
| 600315.SH | 上海家化 | 日用品 | 259.95 | 259.95 | 60.15 | 48.41 | 36.39 |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 化工（化妆品） | 86.90 | 86.90 | 40.09 | 33.23 | 26.08 |
| 300740.SZ | 御家汇 | 化工（化妆品） | 81.36 | 81.36 | 49.81 | 37.34 | 27.48 |
| 603630.SH | 拉芳家化 | 日用品 | 44.37 | 44.37 | 29.79 | 23.91 | 20.52 |
| 600439.SH | 瑞贝卡 | 日用品 | 39.05 | 39.05 | 17.61 | 14.74 | 12.11 |
| 002919.SZ | 名臣健康 | 日用品 | 28.09 | 28.09 | 59.77 | -- | -- |

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

行业竞争加剧风险；新品销售不及预期风险；人才流失风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 现金流量表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 6488.25 | 7849.89 | 9316.24 | 10707.29 | 净利润 | 389.80 | 548.49 | 763.98 | 999.71 |
| 营业成本 | 2275.57 | 2705.24 | 3103.80 | 3459.41 | 折旧与摊销 | 185.37 | 151.64 | 154.81 | 157.98 |
| 营业税金及附加 | 57.63 | 69.73 | 82.75 | 95.11 | 财务费用 | 29.83 | 71.59 | 71.76 | 70.32 |
| 销售费用 | 2778.07 | 3453.95 | 4099.14 | 4711.21 | 资产减值损失 | 48.97 | 58.00 | 70.00 | 84.00 |
| 管理费用 | 1003.69 | 981.24 | 1117.95 | 1231.34 | 经营营运资本变动 | 660.54 | -42.35 | -75.00 | -43.70 |
| 财务费用 | 29.83 | 71.59 | 71.76 | 70.32 | 其他 | -452.75 | -204.21 | -210.08 | -226.68 |
| 资产减值损失 | 48.97 | 58.00 | 70.00 | 84.00 | 经营活动现金流净额 | 861.77 | 583.16 | 775.47 | 1041.62 |
| 投资收益 | 145.54 | 160.00 | 160.00 | 160.00 | 资本支出 | -2407.57 | -320.00 | -255.00 | -155.00 |
| 公允价值变动损益 | -2.12 | -1.06 | -1.24 | -1.32 | 其他 | 2939.71 | -92.45 | 58.76 | 58.68 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | 532.14 | -412.45 | -196.24 | -96.32 |
| 营业利润 | 482.30 | 669.09 | 929.60 | 1214.58 | 短期借款 | 18.52 | 1.57 | -20.09 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -11.06 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | 长期借款 | 1078.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 471.24 | 663.09 | 923.60 | 1208.58 | 股权融资 | -248.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 81.44 | 114.60 | 159.62 | 208.87 | 支付股利 | -67.34 | -77.96 | -109.70 | -152.80 |
| 净利润 | 389.80 | 548.49 | 763.98 | 999.71 | 其他 | -2883.70 | -90.79 | 8.24 | 9.68 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -2102.64 | -167.19 | -121.54 | -143.12 |
| 归属母公司股东净利润 | 389.80 | 548.49 | 763.98 | 999.71 | 现金流量净额 | -717.32 | 3.53 | 457.69 | 802.18 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 财务分析指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 1330.96 | 1334.48 | 1792.17 | 2594.35 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1063.75 | 1189.95 | 1322.53 | 1417.32 | 销售收入增长率 | 21.93% | 20.99% | 18.68% | 14.93% |
| 存货 | 750.42 | 869.78 | 964.25 | 1037.01 | 营业利润增长率 | 76.54% | 38.73% | 38.94% | 30.66% |
| 其他流动资产 | 1224.87 | 1481.92 | 1758.74 | 2021.35 | 净利润增长率 | 80.45% | 40.71% | 39.29% | 30.86% |
| 长期股权投资 | 207.05 | 207.05 | 207.05 | 207.05 | EBITDA 增长率 | 99.23% | 27.93% | 29.57% | 24.80% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1225.93 | 1496.32 | 1665.45 | 1733.31 | 毛利率 | 64.93% | 65.54% | 66.68% | 67.69% |
| 无形资产和开发支出 | 2794.20 | 2703.32 | 2645.54 | 2585.86 | 三费率 | 58.75% | 57.41% | 56.77% | 56.16% |
| 其他非流动资产 | 1006.79 | 1247.03 | 1335.87 | 1424.71 | 净利率 | 6.01% | 6.99% | 8.20% | 9.34% |
| 资产总计 | 9603.96 | 10529.85 | 11691.60 | 13020.95 | ROE | 7.25% | 9.54% | 11.93% | 13.78% |
| 短期借款 | 18.52 | 20.09 | 0.00 | 0.00 | ROA | 4.06% | 5.21% | 6.53% | 7.68% |
| 应付和预收款项 | 1083.51 | 1291.78 | 1493.77 | 1677.11 | ROIC | 10.54% | 11.50% | 14.59% | 17.89% |
| 长期借款 | 1078.69 | 1078.69 | 1078.69 | 1078.69 | EBITDA/销售收入 | 10.75% | 11.37% | 12.41% | 13.48% |
| 其他负债 | 2046.68 | 2387.44 | 2713.01 | 3012.11 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 4227.41 | 4778.00 | 5285.47 | 5767.91 | 总资产周转率 | 0.75 | 0.78 | 0.84 | 0.87 |
| 股本 | 673.42 | 671.72 | 671.72 | 671.72 | 固定资产周转率 | 25.77 | 27.81 | 36.97 | 48.56 |
| 资本公积 | 877.72 | 879.42 | 879.42 | 879.42 | 应收账款周转率 | 7.78 | 7.50 | 8.07 | 8.58 |
| 留存收益 | 3768.14 | 4238.67 | 4892.94 | 5739.86 | 存货周转率 | 3.25 | 3.16 | 3.19 | 3.25 |
| 归属母公司股东权益 | 5376.55 | 5751.85 | 6406.13 | 7253.05 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 108.18% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 5376.55 | 5751.85 | 6406.13 | 7253.05 | 资产负债率 | 44.02% | 45.38% | 45.21% | 44.30% |
| 负债和股东权益合计 | 9603.96 | 10529.85 | 11691.60 | 13020.95 | 带息债务/总负债 | 25.95% | 23.00% | 20.41% | 18.70% |
| | | | | | 流动比率 | 1.74 | 1.64 | 1.71 | 1.86 |
| | | | | | 速动比率 | 1.44 | 1.35 | 1.43 | 1.58 |
| | | | | | 股利支付率 | 17.28% | 14.21% | 14.36% | 15.28% |
| 业绩和估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 697.50 | 892.32 | 1156.17 | 1442.88 | 每股收益 | 0.58 | 0.82 | 1.14 | 1.49 |
| PE | 67.55 | 48.01 | 34.47 | 26.34 | 每股净资产 | 8.00 | 8.56 | 9.54 | 10.80 |
| PB | 4.90 | 4.58 | 4.11 | 3.63 | 每股经营现金 | 1.28 | 0.87 | 1.15 | 1.55 |
| PS | 4.06 | 3.35 | 2.83 | 2.46 | 每股股利 | 0.10 | 0.12 | 0.16 | 0.23 |
| EV/EBITDA | 36.23 | 27.96 | 21.08 | 16.27 | | | | | |
| 股息率 | 0.26% | 0.30% | 0.42% | 0.58% | | | | | |

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|------|--------|---------------|-------------|--------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 机构销售 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| | 贾乔真 | 机构销售 | 18911542702 | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 机构销售 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |