

上海家化 (600315.SH) 增持 (首次评级)

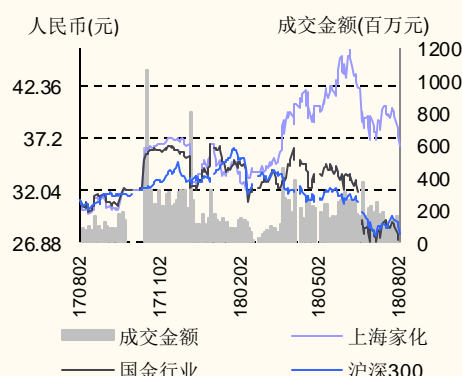
公司深度研究

市场价格 (人民币): 36.40 元

百年品牌积淀, 再赋增长新章

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 671.25 |
| 总市值(百万元) | 24,450.37 |
| 年内股价最高最低(元) | 46.13/29.71 |
| 沪深 300 指数 | 3370.96 |
| 上证指数 | 2768.02 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.321 | 0.586 | 0.794 | 1.010 | 1.235 |
| 每股净资产(元) | 7.82 | 7.98 | 8.78 | 9.78 | 11.02 |
| 每股经营性现金流(元) | -0.05 | 1.14 | 0.82 | 1.49 | 1.68 |
| 市盈率(倍) | 84.51 | 62.92 | 45.85 | 36.02 | 29.47 |
| 净利润增长率(%) | -90.23% | 82.78% | 35.07% | 27.27% | 22.25% |
| 净资产收益率(%) | 4.10% | 7.34% | 9.02% | 10.30% | 11.19% |
| 总股本(百万股) | 673.42 | 673.42 | 671.71 | 671.71 | 671.71 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **百年积淀, 国产化妆品扛旗者, 新掌门人上任开启发展新篇章:** 公司具有 120 年品牌积淀, 顺应时代变迁品牌不断推陈出新。主要品牌包括佰草集、六神、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹、汤美星等, 品类涵盖护肤、洗护、家居护理和婴幼儿喂哺。近年来, 中国平安连续加码持股 50% 以上, 为公司实际控制人; 高管与大股东不断磨合经历调整变动, 新掌门人 16 年底上任后, 明晰公司战略、组织架构及绩效体系, 公司基本面迎来拐点。
- **品牌驱动、渠道协同、供应保障为核心优势:** 佰草集和六神以中草药为差异化特色, 为营收最大的两个品牌, 合计占比超过 60%; 高夫占据男士化妆品前三市场份额; 美加净及一花一木加速品牌年轻化; 启初、家安、玉泽、双妹分别专注婴幼儿护肤、家居护理和医学护肤、高端美妆细分赛道; 汤美星为英伦高端喂哺品牌, 17 年被公司收购引入国内市场, 营收超过 14 亿元。公司八大渠道包括经销商分销、直营 KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外、电商、特渠。线上占比由 14 年 7.7% 上升至 17 年 21.84%, 17 年将京东和天猫从经销转为直营, 渠道把控力进一步加强。青浦新工厂于 18 年 6 月部分投入运营, 生产能力达到 6 亿件/年, 是原有中央工厂产能的 5 倍。
- **业务复苏营收与净利润双增长, 股票期权激励彰显信心:** 2018Q1 实现营收 18.6 亿元, 同比增长 39.04%; 归母净利润 1.51 亿元, 同比增长 39.16%。2017 年实现营收 64.88 亿元, 同比增长 21.93%; 归母净利润 3.9 亿元, 同比增长 80.45%。18 年 3 月, 发布股票期权激励计划, 未来三年营收目标复合增速超过 24%, 净利润目标复合增速超过 36%。

投资建议

- **我国化妆品行业零售额保持两位数增长, 行业景气度高。**我们看好公司作为国产化妆品扛旗者研发为先、供应保障、“十大品牌”和“八大渠道”有效协同、产品向高端化、年轻化、细分化三大方向升级的战略布局。
- **在不考虑并购情况下, 2018-2020 年预计公司内生增长实现营收 77.93 亿元/93.41 亿元/110.07 亿元, 同比增长 20.11%/19.87%/17.83%; 归母净利润分别为 5.33/6.79/8.30 亿元, 同比增长 35.07%/27.27%/22.25%。当前市值对应 PE 分别为 46/36/29 倍, 首次覆盖给予增持评级。**

风险

- 行业竞争加剧、渠道结构变革风险、收购形成的商誉减值风险

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 百年积淀，再赋新章..... | 4 |
| 1.1 百年时代激流，本土化妆品巨头发展逻辑..... | 4 |
| 1.2 中国平安为实际控制人，连续加码持有 50%以上股份..... | 5 |
| 1.3 新掌门人上任，开启发展新篇章..... | 6 |
| 2. 核心优势：品牌驱动、渠道协同、供应链保障..... | 8 |
| 2.1 国牌扛旗者，高端化、年轻化、细分化升级战略..... | 8 |
| 2.2 八大渠道协同品牌发展，线上渠道增速强劲..... | 13 |
| 2.3 新工厂投入运营，质量控制整体升级..... | 16 |
| 3. 业务复苏，营收盈利迎来拐点，营运指标出现改善..... | 17 |
| 4. 股票期权激励彰显信心，三年目标利润复合增速 36%以上..... | 20 |
| 5. 化妆品行业景气度高，研发与渠道为产业链重要环节..... | 22 |
| 5.1 化妆品行业零售增速保持高位，网络销售占比逐步上升..... | 22 |
| 5.2 产品研发与渠道销售为化妆品产业链重要环节..... | 23 |
| 6. 投资建议..... | 25 |
| 7. 风险提示..... | 26 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：公司 120 年发展逻辑..... | 4 |
| 图表 2：公司品牌发展历程..... | 5 |
| 图表 3：实际控制人中国平安持股变动..... | 5 |
| 图表 4：公司股权结构..... | 6 |
| 图表 5：2010-2018Q1 公司营收（亿元）及增速..... | 7 |
| 图表 6：2010-2018Q1 公司归母净利润（亿元）及增速..... | 7 |
| 图表 7：公司十大品牌定位、价格带及产品线..... | 8 |
| 图表 8：公司品牌矩阵及未来发展方向..... | 9 |
| 图表 9：佰草集品牌产品体系..... | 9 |
| 图表 10：佰草集产品对标国际一线大牌..... | 10 |
| 图表 11：六神品牌产品..... | 10 |
| 图表 12：高夫品牌形象..... | 11 |
| 图表 13：高夫品牌产品..... | 11 |
| 图表 14：美加净、双妹、家安、启初等品牌产品..... | 12 |
| 图表 15：汤美星品牌产品..... | 13 |
| 图表 16：佰草集线下单品牌店..... | 14 |
| 图表 17：佰草集线下养美空间..... | 14 |
| 图表 18：公司线上线下渠道营收占比..... | 14 |
| 图表 19：公司线上线下渠道营收增速..... | 15 |
| 图表 20：各品牌最近 12 个月（17M7-18M6）阿里平台销售额（万元）..... | 15 |

| | |
|---|----|
| 图表 21: 各品牌天猫旗舰店粉丝数量 (万) | 16 |
| 图表 22: 各品牌京东旗舰店粉丝数量 (万) | 16 |
| 图表 23: 公司工厂与产能情况..... | 17 |
| 图表 24: 公司 2014 至 2018 Q1 营收变化 (亿元) | 18 |
| 图表 25: 公司 2014 至 2018 Q1 归母净利润变化 (亿元) | 18 |
| 图表 26: 公司 2014 至 2017 年分业务营收 (亿元) 及增速..... | 18 |
| 图表 27: 公司 2014 至 2017 年核心业务营收占比..... | 19 |
| 图表 28: 公司 2014 至 2017 年核心业务毛利率..... | 19 |
| 图表 29: 公司 2014 至 2018Q1 销售费用率及管理费用率..... | 20 |
| 图表 30: 公司 2014 至 2017 营运指标..... | 20 |
| 图表 31: 计划授予的股票期权在各激励对象间的分配情况..... | 21 |
| 图表 32: 各年度业绩考核目标..... | 21 |
| 图表 33: 2013-2017 我国化妆品零售额 (亿元) 及增速..... | 22 |
| 图表 34: 2013-2017 化妆品网络零售额 (亿元) 及增速..... | 22 |
| 图表 35: 2013-2017 化妆品网络零售额占比..... | 22 |
| 图表 36: 2017 年护肤类化妆品消费分类情况..... | 23 |
| 图表 37: 2017 年彩妆类化妆品消费分类情况..... | 23 |
| 图表 38: 2017 年我国快消及化妆品全渠道 vs 线上增长率..... | 23 |
| 图表 39: 化妆品行业产业链..... | 24 |
| 图表 40: 中国化妆品行业整体渠道格局..... | 25 |

1. 百年积淀，再赋新章

1.1 百年时代激流，本土化妆品巨头发展逻辑

- 上海家化是中国历史最悠久的日化企业之一，前身为成立于 1898 年的香港广生行，2001 年在上海证券交易所上市。公司主要从事护肤类、洗护类、家居护理类、婴幼儿喂哺类产品的研发、生产和销售，主要品牌包括佰草集、六神、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹、汤美星等。公司 120 年的发展经历了 5 个阶段，也折射出一部本土化妆品巨头商业史：
 - **1898-1949**：洋品牌及产品舶来，西方文化为中国消费者带来审美启蒙，广东商人创办广生行，此后上海双妹品牌诞生。
 - **1950-1977**：解放初期生活水平相对较低，但是消费者已经有大众消费品的需求，于是上海家化诞生了友谊、雅霜、美加净等大众品牌。
 - **1978-1991**：计划经济、市场经济并存，改革开放带来了更高的经济发展，消费者的审美逐渐多元化、个性化，公司进行产品革命和模式创新，露美品牌作为国礼赠送国外元首。
 - **1992-2004**：外资企业进入中国市场，化妆品高速发展，消费需求进一步产生差异化，公司推出中医中草药差异化品牌六神、佰草集等。
 - **2005 至今**：全球化竞争格局，消费者需求更细分化、高端化、年轻化。公司从国有企业转变为民营企业，建立并完善品牌矩阵，走出去和引进来战略相结合，佰草集出海，引进汤美星。

图表 1：公司 120 年发展逻辑

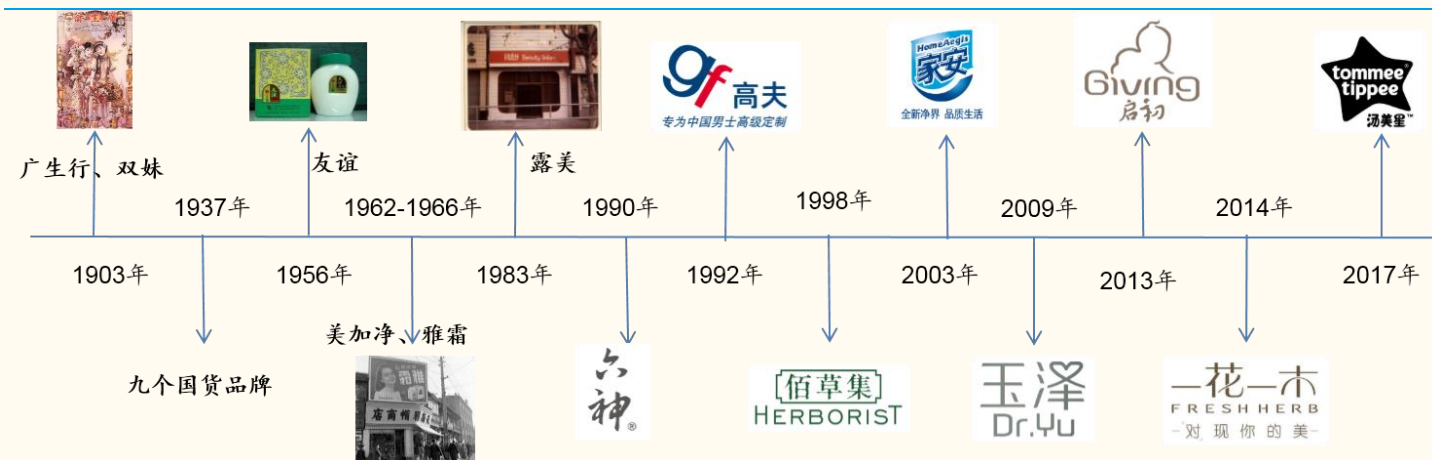
| | 1898 年-1949 年 | 1950 年-1977 年 | 1978 年-1991 年 | 1992 年-2004 年 | 2005 年-至今 |
|------|-----------------------|-----------------------|----------------------------|------------------------|--------------------------|
| 时代背景 | 内忧外患，产业报国兴起 | 计划经济时代，化妆品统购包销，公私合营浪潮 | 计划经济和市场经济并存 | 中美签订合作备忘录，允许外资企业进入中国市场 | 全球化竞争格局，消费升级时代到来 |
| | 洋品牌及产品舶来，西方文化带来审美启蒙 | 审美趋势：朴素、大众化 | 改革开放，消费者生活质量提升；审美逐步多元化、个性化 | 中国成为全球企业的竞争之地； | 消费者心态转变，国货时代到来 |
| | 民族工业起步阶段，水平落后 | 化妆品被视为奢侈品，产品讲求性价比及功效 | 人们对护肤品的需求急速扩张 | 消费者需求进一步差异化 | 消费者需求更细分化、高端化、年轻化 |
| 家化发展 | 广生行诞生，个体经营 | 公私合营，成立“上海明星家用化学品制造厂” | 乡镇企业联营发展战略 | 中外合资—国有企业，中医中草药差异化发展模式 | 国有企业—股权分置改革—改制为民营企业 |
| | 双妹品牌诞生 | 友谊、雅霜定位大众护肤品，风靡全国 | 第一套完整护肤品露美系列，作为国礼赠予国外元首 | 由大众市场向中高端市场衍伸；品牌经理制度 | 建立及完善品牌矩阵（玉泽、双妹、启初、一花一木） |
| | 尝试多样化营销：如入驻时尚地标、杂志广告等 | 美加净诞生，成为国民护肤经典品牌 | 产品革命，模式创新，美加净划时代推出中国多个第一 | 推出六神、佰草集、高夫、家安等品牌 | 走出去和引进来战略相结合，佰草集出海，引进汤美星 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **顺应时代变迁品牌不断推陈出新，进行产品升级**：双妹品牌曾广受民国名媛的欢迎，代表中国赢得了国际至高的荣誉；美加净品牌首创中国的发蜡、摩丝、护手霜；六神品牌在花露水中创新的加入了中草药元素，是花露水品类绝对的主导者；高夫品牌作为中国男士化妆品的先驱，牢牢占据了行业前三的份额；佰草集品牌充分运用平衡之道，将中华文化融于现代科技；家安品牌坚持科技创新，在不断创造家居清洁新品类的基础上进一步向成熟品类进军；启初品牌取自然之初，育生命之初，陪伴中国宝宝健康成长；

玉泽品牌与瑞金医院进行合作，产品品质经过了临床医学专业的严格检验；一花一木品牌既运用了中医经典的“花木对”概念，又结合了中外的前沿技术；Tommee Tippee 汤美星是享誉全球的婴幼儿喂哺品牌。

图表 2：公司品牌发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 中国平安为实际控制人，连续加码持有 50%以上股份

- **2011 年** 母公司家化集团完成了国企改制：在经历了个体经营、公私合营、乡镇企业联营、中外合资、国有控股和股权分置改革后，2011 年 11 月 15 日，上海市国资委与平浦投资（中国平安旗下投资公司）签署《产权交易合同》，平浦投资以 51.09 亿元受让母公司家化集团 100% 股权。母公司家化集团直接和间接合计持有上海家化 29.24% 的股权，为上海家化的控股股东。平浦投资受让股权，使公司实际控制人由上海市国资委变更为中国平安。此后，中国平安通过要约收购和二级市场购买等方式对公司连续增持：
- **2015 年**：上海太富祥尔股权投资基金合伙企业（实际控制人为中国平安）向除家化集团及上海惠盛实业有限公司以外的股东发出部分收购要约，以 40 元/股价格要约收购上海家化 1.52% 的股份。
- **2016 年**：平安人寿保险股份有限公司（实际控制人为中国平安）通过二级市场购买上海家化 2.61% 的股份。
- **2017 年**：家化集团（实际控制人为中国平安）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的部分要约，要约收购价格以 38 元/股的要约收购价格收购上海家化 20% 的股份。

图表 3：实际控制人中国平安持股变动

| | 2011 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|----------|--------|----------------|--------|---------------------|
| 收购方 | 平浦投资 | 太富祥尔 | 平安人寿保险 | 家化集团 |
| 收购方实际控制人 | 中国平安 | | | |
| 收购形式 | 要约收购 | 要约收购 | 二级市场购买 | 要约收购 |
| 收购对象 | 家化集团 | 除家化集团和惠盛实业以外股东 | 二级市场股东 | 除平安人寿、惠盛实业、太富祥尔以外股东 |
| 收购股份 | 29.24% | 1.52% | 2.61% | 20% |

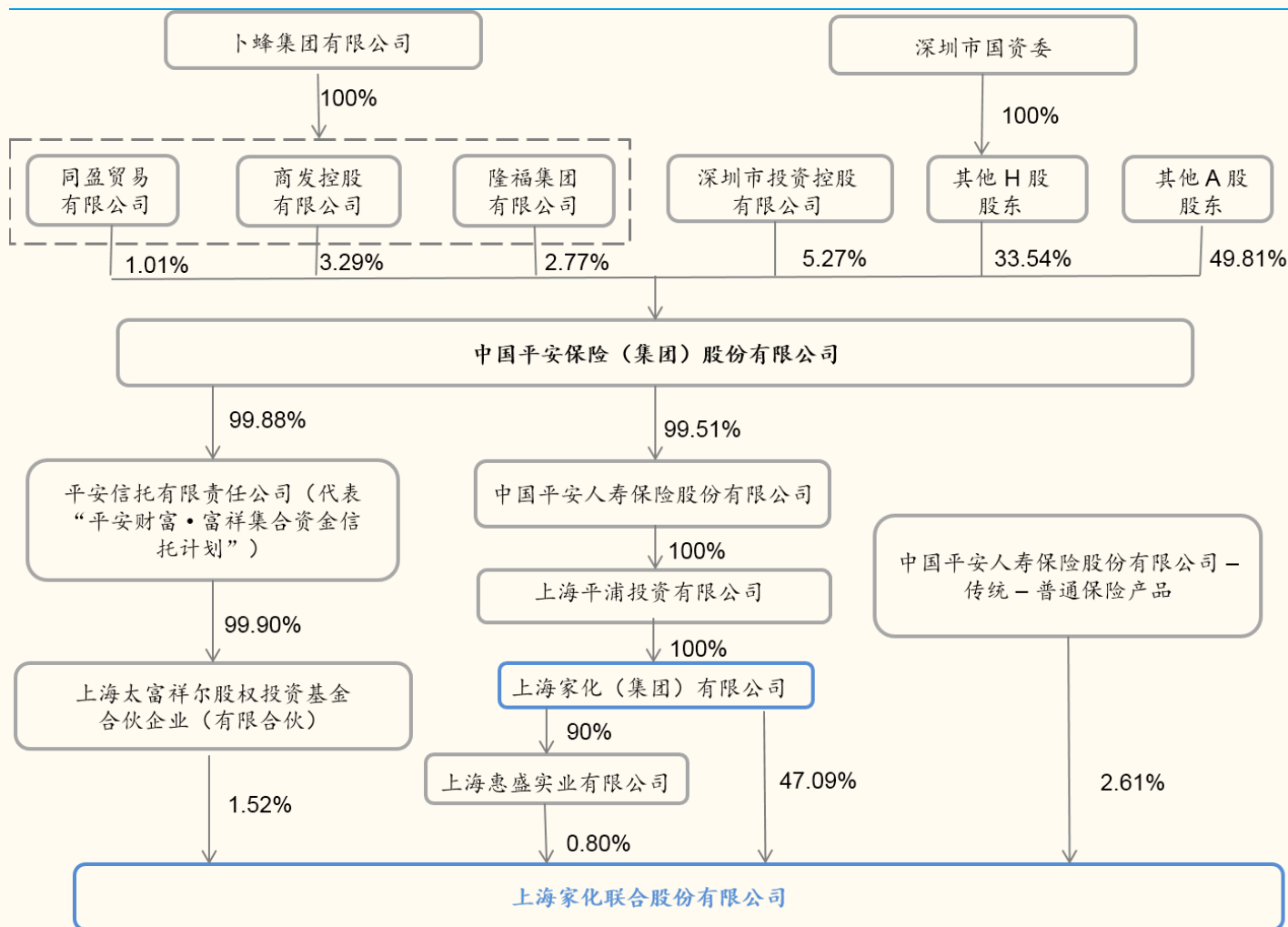
来源：公司公告，国金证券研究所

- 截至 2017 年报，中国平安通过太富祥尔、家化集团、惠盛实业和平安人寿持有上海家化 51.7% 的股份，为公司实际控制人。中国平安于 1988 年诞生于深圳蛇口，是中国第一家股份制保险企业，至今已发展成为融保险、

银行、投资三大主营业务为一体、核心金融与互联网金融业务并行发展的个人金融生活服务集团之一。

- **中国平安的加持，反映出对上海家化前景的长期看好。**随着新一代年轻消费者逐渐成为消费主流，日化市场规模将继续延续增长趋势。公司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，在业内赢得了良好的品牌价值和口碑。连续增持有利于整合和优化中国平安旗下的产业资源配置，巩固中国平安对上海家化的控股地位，同时有效促进上海家化稳定发展。

图表 4：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

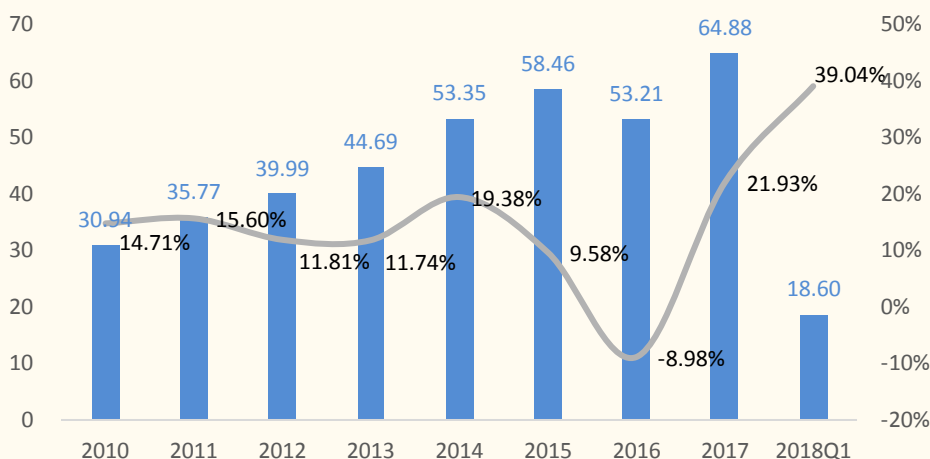
1.3 新掌门人上任，开启发展新篇章

- 过去 5 年，公司管理层与大股东不断磨合，经历较大调整变动，新掌门人张东方上任后，重新梳理公司战略及组织架构，公司发展逐渐进入快车道：
- **第一任掌门人-葛文耀**，1985 年进入公司，1999 年至 2013 年担任公司董事长、总经理等职务，带领公司完成连续数年业绩增长、A 股上市及国企改革，于 2013 年 9 月 17 日申请退休。
- **第二任掌门人-谢文坚**，曾任强生医疗中国区总经理、强生医疗中国区总裁、中国医疗器械行业协会副会长、中国卫生检验协会常务理事。2013 年 10 月加入公司担任董事长、总经理等职务，2016 年 11 月 26 日因个人原因申请辞职。
- **第三任掌门人-张东方**，曾任芬美意集团北亚日化香精副总裁及大中华董事总经理、维达国际控股有限公司（03331.HK）执行董事兼首席执行官，

快消品行业二十余年从业经验。2016 年 12 月加入公司，当选为新一任董事长、总经理。

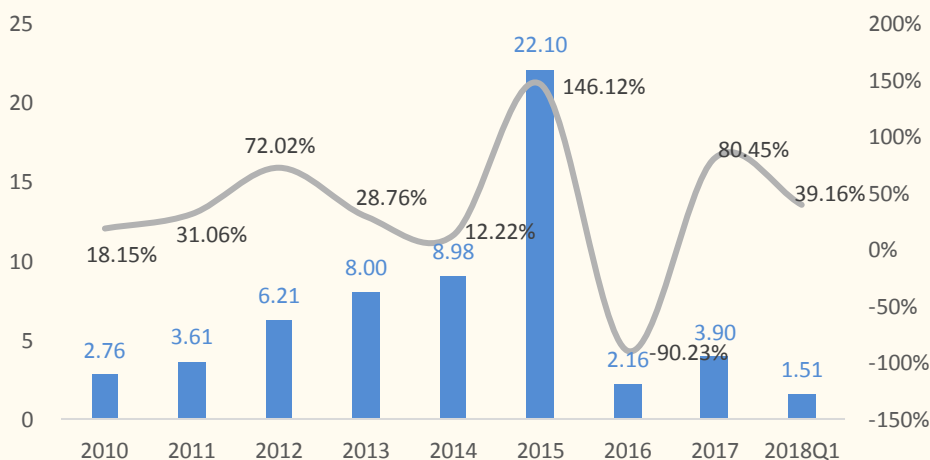
- **新掌门人为公司发展开启新篇章：**① 从顶层设计入手，明确公司战略方针，提出创新领先、增长领先、品质领先三大战略及研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障十六字方针。② 组织结构更加扁平、开放，绩效考核更加明晰，2017 年初取消“事业部”制，建立“品牌中心”和“渠道中心”，10 个品牌 8 大渠道可自由组合。品牌考核指标为单品牌全渠道的业绩，渠道考核指标为单渠道全品牌的业绩。③ 提高对创新能力的要求，由科研中心变为科创中心，平均每天 2 个产品创新或新品上线；营销强调小投入、高频次、紧跟热点打法。④ 提出系统化运营，品牌主导、渠道协同、销售执行，并通过系统将品牌和渠道的数据有效整合，指导运营决策。
- **在新的战略目标和运营策略驱动下，公司基本面迎来拐点：**2017 年公司营收达到 64.88 亿元，增速由负转正至 21.93%，2018Q1 继续保持良好的势头，实现营收 18.6 亿元，同比增长 39.04%。2017 年公司归母净利润达到 3.9 亿元，增速由负转正至 80.45%，2018Q1 实现归母净利润 1.51 亿元，同比增长 39.16%。

图表 5：2010-2018Q1 公司营收（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2010-2018Q1 公司归母净利润（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

2. 核心优势：品牌驱动、渠道协同、供应链保障

2.1 国牌扛旗者，高端化、年轻化、细分化升级战略

- **国牌扛旗者，品牌矩阵对标宝洁、联合利华。**公司目前已形成佰草集、六神、高夫、家安、美加净、玉泽、启初、双妹、汤美星、一花一木十大自有品牌，品类包括美容护肤、个人护理、家居护理、婴童护理四大类，未来向高端化、年轻化、细分化三大方向升级。2017 年自有品牌（不含汤美星）实现营业收入 50.69 亿元，同比增长 15.85%。
- 新品开发着力点为提升客户粘性和复购率。公司不断提升产品品质，着力于打造明星产品，如以美白科技整体观开发的佰草集凝系列产品、以鲜活萃科技打造的太极新品太极源生霜、六神花露水年轻化包装系列、六神香氛沐浴露系列、与日本合作开发的一花一木品牌新系列等。2018 年，各品牌将持续进行消费者洞察，优化产品开发，提高传播影响和效率并加深渠道推广。

图表 7：公司十大品牌定位、价格带及产品线

| 类别 | 品牌 | 核心价格带 | 具体定位 | 产品线 | 产品图片 |
|------|------|------------|--------------------------------|--|---|
| 美容护肤 | 双妹 | 600-1000 元 | 高端时尚美妆，30 岁以上时尚女性 | 玉容系列、粉嫩系列、玲珑系列 |  |
| | 佰草集 | 200-1000 元 | 中高端品牌，草本护肤，20-35 岁收入较高的女性 | 品牌金字塔分为太极系列、金妍系列、专意理护系列和基础系列四大产品线 |  |
| | 一花一木 | 100-200 元 | 天然 + 科技，中日联合研制护肤品牌，18-25 岁年轻女性 | 控油水衡系列、日本进口系列、沁透水活系列、花颜悦色系列等 |  |
| | 玉泽 | 100-300 元 | 中高端品牌，医学护肤，痘痘肌、敏感肌人群 | 屏障系列、清痘系列 |  |
| 个人护理 | 高夫 | 50-100 元 | 第一个本土男士护肤品牌，18-50 岁男性 | 恒时水润、竹炭净化、多效防御、净透控油、洗发护发等 |  |
| | 美加净 | 50-100 元 | 大众品牌，全方面呵护，20-40 岁女性 | 天然真颜系列、花样年华系列、水嫩盈采系列、天然实效系列、植萃欣颜系列、鲜果防晒系列、身体护理系列 |  |
| | 六神 | 20-40 元 | 大众品牌，身体洗护，18-50 岁人群 | 花露水、沐浴露品类 |  |
| 家居护理 | 家安 | 20-50 元 | 大众品牌，家居清洁专家，大众家庭 | 家电除菌、管道疏通、厨房清洁、衣物清洁等清洁产品 |  |
| 婴童护理 | 启初 | 50-100 元 | 中高端品牌，婴幼儿护肤，0-3 岁婴幼儿 | 植物之初系列、初芽清萃系列、新生特安系列、牛奶谷胚系列、生命之初舒缓系列 |  |
| | 汤美星 | 50-200 元 | 英伦高端喂哺品牌，0-3 岁婴幼儿 | 小伦敦系列、小家电系列、奶瓶奶嘴等 |  |

来源：公司官网，天猫，国金证券研究所

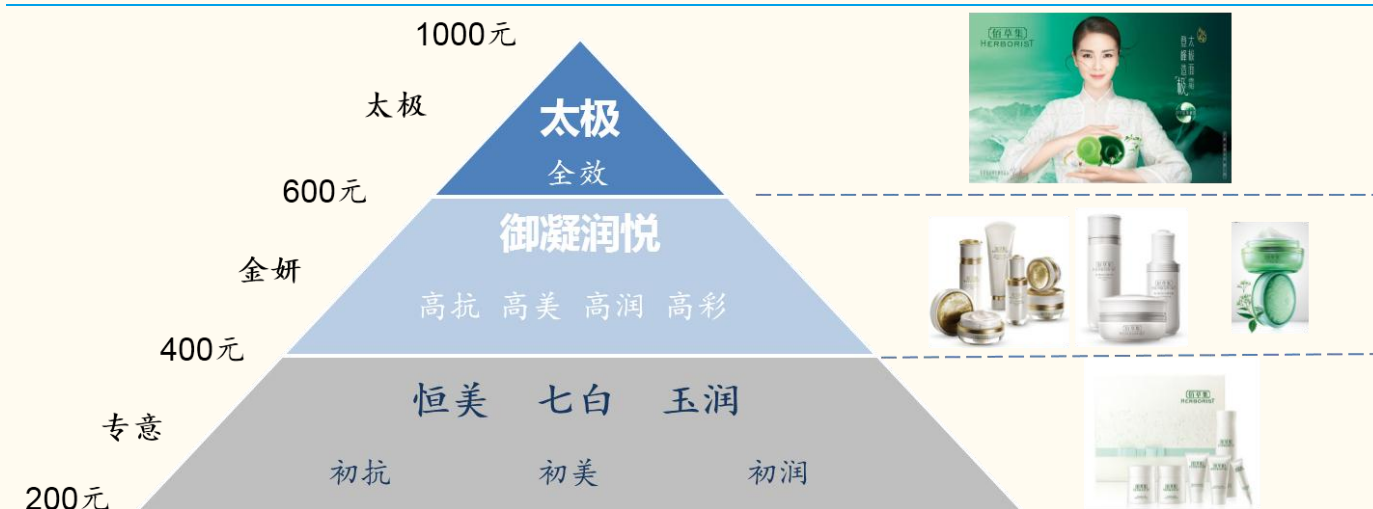
图表 8：公司品牌矩阵及未来发展方向



来源：公司官网，国金证券研究所

- **佰草集**：公司明星品牌，高端化定位，收入占公司营收 30%左右。遵循“美自根源·平衡有道”的品牌理念，启用代言人刘涛来诠释品牌形象。17 年收入增速接近 15%，18Q1 增速 10%以上。2017 年完成对产品体系的全面梳理，品牌金字塔分为太极系列、金妍系列和专意系列，并提速各项新品进程。太极系列（600 元-1000 元），主打高端全效功能；金妍系列（400 元-600 元），主打御、凝、润、悦四大产品线，针对高抗、高美、高润、高彩四大功能；专意系列（200 元-400 元）主打恒美、七白、玉润三大产品线，针对初抗、初美、初润三大功能。品牌将继续向高端化升级，提升 400 元以上核心价格带产品线占比。
- 彩妆为佰草集品牌 18 年 H2 新的发力点，与意大利顶级 ODM 厂商合作推出的彩妆悦系列，成分独创、加中草药精油，目前已开始在天猫旗舰店售卖，预计 8 月开始大力推广。悦系列定位高端彩妆，气垫 BB 单价 388 元，唇釉/唇膏单价 288 元，7 月启用李易峰作为全新代言人。

图表 9：佰草集品牌产品体系



来源：国金证券研究所

- 根据中怡康市场研究公司数据，佰草集品牌在 2017 年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%。依旧为百货渠道的国产第一品牌。
- 品牌持续向高端化升级，产品功能及定位对标国际一线大牌。例如佰草集御五行焕肌精华液定位对标雅诗兰黛特润修护肌透精华露，佰草集御五行焕肌晚霜对标娇韵诗焕颜紧致日霜。2018 年佰草集不断推陈出新，并对新玉润、新恒美、新七白系列进行换代升级，上市新品包括固态精华面膜、20 周年礼盒、高端产品线补充等。

图表 10：佰草集产品对标国际一线大牌



来源：天猫，国金证券研究所

- 六神：公司明星品牌，收入占公司营收 30%左右。品牌年轻化进程加速，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，提升年轻人对品牌的好感度。产品核心价格带在 20-40 元。未来六神品牌将从聚焦夏季需求的季节性品牌逐步向全季品牌过渡；从提供单纯的功能性诉求逐步向情感性诉求延伸；从花露水第一品牌向个人身体洗护领导品牌进军。

图表 11：六神品牌产品



来源：公司公告，国金证券研究所

- 根据尼尔森市场研究公司的线下零售渠道数据，六神品牌在多个品类占据市场领先地位，且市场份额同比均有不同程度的增长：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%，同比增加 0.2 个百分点；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。

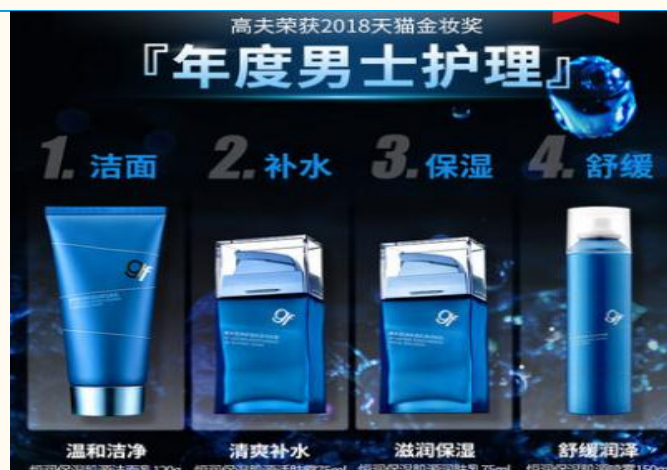
- 18 年六神花露水、沐浴露品类均有上新计划，最具代表性的经典玻璃瓶花露水也将推出一款经典原香喷雾装产品。18 年 H1 花露水产品阿里平台累计销售额为 3,951 万元，市占率超过 50%。此外还将继续拓展香氛系列产品，并对基础沐浴露系列进行全面升级。
- **高夫：专攻男士护肤品，确立细分市场领先地位。**致力于为 18-50 岁中国男士提供优质的个人护理解决方案，产品核心价格带在 50-100 元。17 年着力打造爆款恒时水润保湿系列，并进行了一系列整合营销的运作：推出书法家朱敬一创意西游现世语录面膜、联合微软 XBOX 打造“游戏人生，必须去干”虚拟世界等，品牌知名度较上年大幅提升，超过 3 大竞品提升的总额。18 年将继续打造具有热血中国风的差异化品牌形象，并继续打造强势保湿品类，推陈出新建立竞争壁垒。
- 根据尼尔森市场研究公司的线下零售渠道数据，高夫品牌是男性护肤市场的领导者，在洁面和面霜品类均占据第 4 位，2017 年市场份额分别为 5.6%、6.3%。

图表 12：高夫品牌形象



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：高夫品牌产品



来源：公司公告，国金证券研究所

- **美加净：品牌年轻化进程加速，产品核心价格带在 50-100 元。**17 年进行重要品类升级，推出新品时刻手护系列手霜、雪耳珍珠升级系列，以迎合面手消费升级趋势。同时，在商超渠道形成面部和手部升级产品营销模式，提升单点卖力，线下加强深度分销，提升铺货及销售；线上打造美加净“护手节”，提升美加净手部线上市场份额，并增加特供产品套组。18 年，美加净将维持面霜市场地位，做强做大手霜市场，并拓展润唇等机会品类。
- 根据尼尔森市场研究公司的线下零售渠道数据，美加净品牌是大众手霜品类的领导者，2017 年市场金额份额达到 13.1%，位居第一。
- **玉泽：定位于医学护肤细分市场，产品核心价格带在 100-300 元。**产品品类包括屏障系列、清痘系列等。17 年与平安好医生、春雨医生等精准平台合作，针对消费者的皮肤亚健康问题进行正确护肤理念普及，深度覆盖上百万精准人群，在专业渠道中的医生推荐排名上升；以玉泽明星产品为主推，结合微博、微信、女性垂直网站、电商等平台上的消费者真实口碑，实现产品口碑沉淀。2018 年玉泽将继续加强医学护肤领域的专业属性，强化“修护皮肤屏障”差异化品牌定位，产品延伸与渠道拓展并重。
- **双妹：定位于高端时尚美妆领域，产品核心价格带在 600-1000 元。**18 年将持续塑造以东情西韵为特色的中国高端时尚美妆品牌，专注香氛护肤、香水、彩妆领域，完善产品线规划。
- **一花一木：品牌主打年轻人群，定位“天然+科技”，产品核心价格带在 100-200 元。**17 年完成全新上市，亮相上海美容博览会，向全国 CS 渠道

代理商推荐新产品。17 年 H2 下半年开展线上线下上新活动，通过 KOL 传播推广和美妆 APP 产品试用测评，积累产品口碑。2018 年一花一木将继续拓展线下化妆品专营店，并在线上开拓电商平台。

- **家安：定位于家居护理细分领域，产品核心价格带在 20-50 元。**产品品类包括家电除菌、管道疏通、厨房清洁、衣物清洁等。17 年以淘内直播、淘系内容营销等方式面向年轻群体，进行线上品牌塑造。2018 年，家安将持续巩固在创新细分品类的优势与形象，同时持续拓展及大力发展在成熟家清品类市场的机会，成为全方位的科创家清品牌。
- **启初：专攻婴幼儿护肤，确立细分市场领先定位，产品核心价格带在 50-100 元。**17 年携手育儿网，进行婴幼儿皮肤护理专业化内容定制，为品牌塑造专业形象，提升信赖感；借助阿里 Uni-desk 全域营销，深度利用代言人胡可，全方位整合资源露出品牌，打造品牌口碑，引流电商。2018 年，启初将利用新品精准招新，并将爆款产品进行升级，不断满足新生代宝宝和妈妈的需求，塑造婴幼儿洗护品牌全国性领导形象。
- 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，分别在婴儿面霜和婴儿沐浴露中均占据第 2 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。同时，在婴儿沐浴露线下零售渠道中，六神品牌和启初品牌合计占有市场份额 6.0%，厂家排名第二。

图表 14：美加净、双妹、家安、启初等品牌产品



来源：公司公告，国金证券研究所

- **汤美星：50 年英伦喂哺品牌，英国市场占有率第一。**产品核心价格带在 50-200 元。品牌在全球进行运作与销售，2017 年公司完成收购后将汤美星引入国内，在国内市场开拓线下母婴及线上渠道，完成母婴 1,494 家铺货，并成功上线京东、天猫旗舰店。传播方面，品牌通过与国内顶级母婴大咖合作、与顶尖专业母婴垂直类网站战略合作等方式，精准覆盖目标消费者。2018 年汤美星将继续塑造英伦高端喂哺品牌形象，借力国内外顶尖母婴 KOL 及精准营销媒体组合，扩大品牌知名度和消费者口碑，做好专业渠道渗透。
- 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，同时也是全球五大婴儿必需品品牌之一。在喂哺、卫生和安慰产品方面都曾获殊荣，并已进入全球超过 70 个国家。汤美星在英国市占率约为 40%；澳大利亚市占第一约为 38%，且在三年内增长一倍；汤美星目前占据北美 4% 的市占率，但由于北美市场分散，汤美星仍有较大机会；由于中国市场非常大并且在中高端市场预计有 15% 的复合增长率，中国是汤美星最大的增长引擎。

- 根据收购时的盈利预测及补偿承诺，家化集团承诺汤美星品牌公司 Cayman A2 的 2017 年度、2018 年度及 2019 年度的净利润（指合并报表经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）分别不低于人民币 848.88 万元、2,555.99 万元、5,133.32 万元。家化集团将就实际盈利数不足承诺净利润数的情况对公司进行补偿。2017 年 Cayman A2 实现净利润 3,707 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 3,961 万元，大幅超额完成承诺的 849 万元。

图表 15：汤美星品牌产品



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 八大渠道协同品牌发展，线上渠道增速强劲

- 公司渠道战略为全渠道、全覆盖，线上与线下相融合，渠道与品牌相匹配。公司八大渠道包括：线下销售—经销商分销、直营 KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外；线上销售—电商、特渠。公司整体渠道分布大致为：商超占比 40%以上，百货不到 20%，CS 渠道不到 10%，电商 20%左右，海外渠道（汤美星）约 20%，特渠约 5%左右。商超与百货为公司的传统优势渠道。截止 2017 年 12 月 31 日，公司进入商超门店 19.6 万家、百货及药房 2,048 家、化妆品专营店 1.17 万家、母婴店 3,000 万家。
- 公司针对不同渠道特点制定了相应渠道策略：对于经销商分销渠道，公司驱动政策为抓单产、产品升级；母婴渠道进行门店拓展并提高单产，同时将启初的高端新系列舒缓系列以及汤美星系列产品快速引入；化妆品专营店进行渠道梳理，持续加强门店覆盖，重点关注门店单点提升；百货渠道进行终端形象优化、门店单产提升和应收有效控制；海外渠道挖掘欧洲市场增长潜力，并在北美、非洲市场进行突破，机场酒店业务快速提升。
- 公司目前有 100 余家单品牌店和 100 余家养美空间。公司将在客流多的购物中心和社区开单品牌店和养美空间，并优化产品结构，将符合消费升级趋势的产品引入，加强跨品牌、跨品类联合促销。此外还将试点与阿里新零售合作项目，目前对部分北京上海自营门店改造，线上线下一相互引流。

图表 16：佰草集线下单品品牌店



来源：国金证券研究所

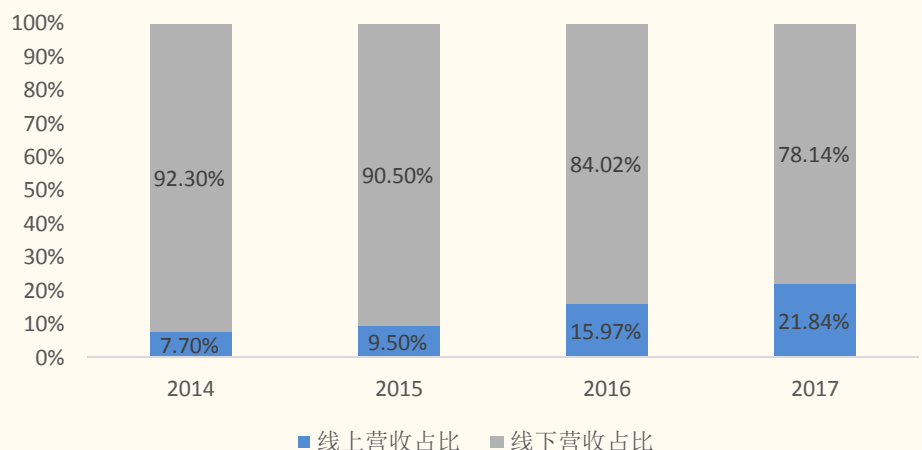
图表 17：佰草集线下养美空间



来源：国金证券研究所

- 公司线上渠道营收占比逐年提升，公司线上渠道分为：①自营（天猫、猫超、京东）。②通过经销商售卖（唯品会、苏宁）。③平安特渠。京东+淘系收入占线上收入超过一半以上。由 2014 年 7.7%的比重上升至 2017 年 21.84%的比重，未来目标线上线下渠道各占 50%。

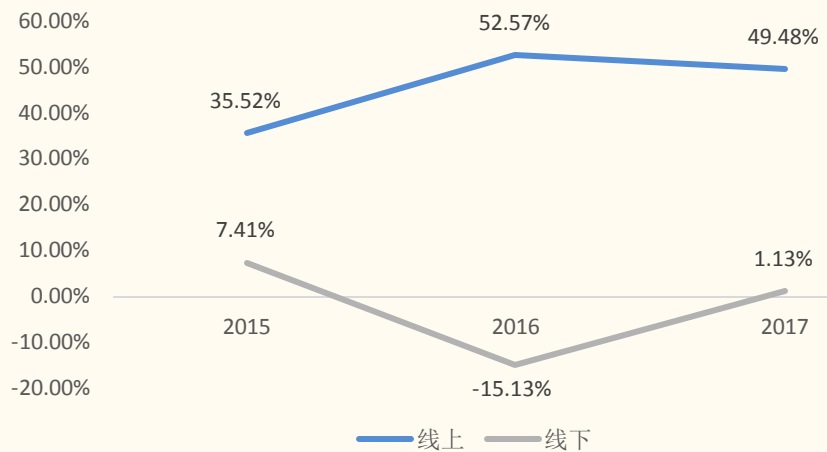
图表 18：公司线上线下渠道营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所，注：比例以当年年报披露数据计算

- 近年来线上渠道增速强劲，远高于线下增速。2015-2017 年，公司线上渠道增速分别为 35.52%、52.57%和 49.48%，增速保持高位，公司重视并及时布局线上渠道，产品线上渗透率不断提高。2015-2017 年，线下渠道增速分别为 7.41%、-15.13%和 1.13%，16 年传统渠道百货（护肤+彩妆）2016 年增速为-0.9%；大卖场（日化品类）2016 年增速为-4.3%；大超市（日化品类）2016 年增速为-0.6%，对于以百货渠道、商超渠道为主渠道的公司带来一定挑战。17 年线下渠道回暖，在价格增长、彩妆及高端品牌增长驱动下，百货及购物中心恢复增长，公司线下增长亦由负转正。未来公司一方面要巩固强化现有的渠道优势，另一方面也要抓住化妆品专营店和线上的机会快速发展，才能在不断变革的市场环境中始终占据领先。

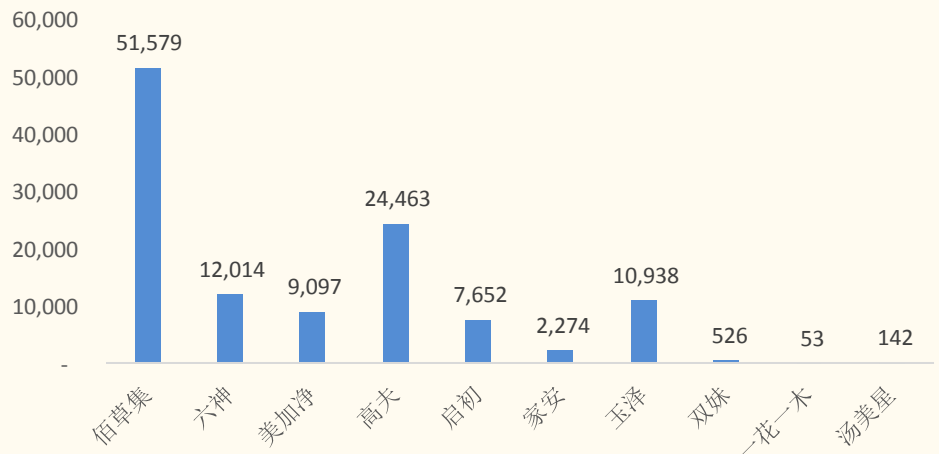
图表 19：公司线上线下渠道营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所，注：当年年报披露增速数据，其中 17 年增速公司根据追溯调整 16 年 7 月-12 月汤美星收购后计算

- **2017 年公司对电商进行优化：**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，为将来的精准传播打下基础；引入电商行业内的优秀机构、人才及经验，提升渠道运作能力，同时更加注重消费者体验和感知，提升店铺转化率、运营能力和费用效率。此外，平安特殊渠道实质上是一个公开的多用途电商平台，公司可以通过该平台进行新品推广、试用测试，并作为企业福利和团购平台，进一步拓展消费体验。
- 根据我们的第三方数据监测，最近 12 个月（17M7-18M6）公司旗下品牌在阿里平台销售额排名前 5 的分别为佰草集（5.16 亿元）、高夫（2.45 亿元）、六神（1.20 亿元）、玉泽（1.09 亿元）和美加净（9,097 万元）。

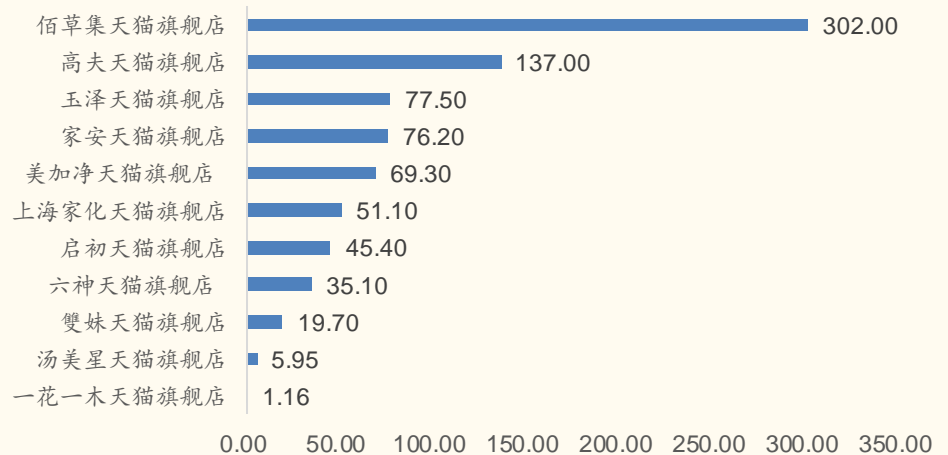
图表 20：各品牌最近 12 个月（17M7-18M6）阿里平台销售额（万元）



来源：国金证券研究所第三方数据监测

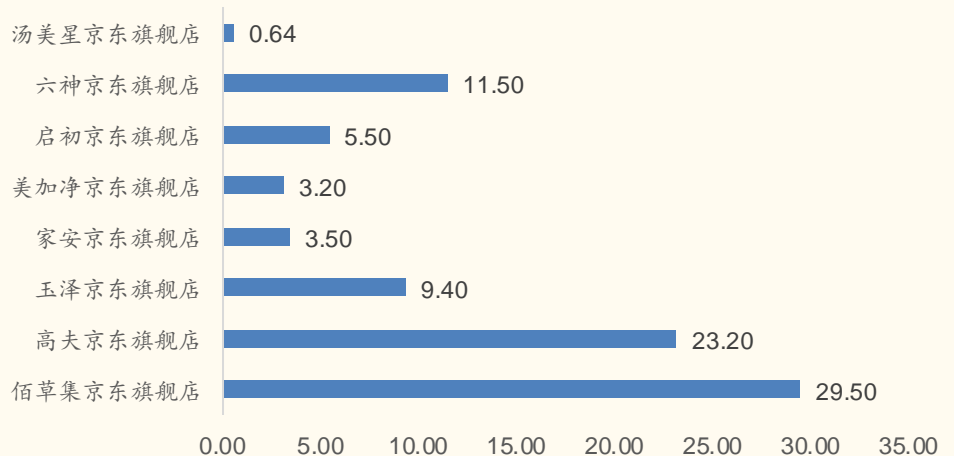
- 各品牌天猫旗舰店粉丝数快速增长，京东旗舰店仍有较大提升空间。佰草集和高夫为公司电商旗舰店中粉丝数最多的两个品牌。目前佰草集天猫旗舰店粉丝数达到 300 万，高夫天猫旗舰店粉丝数超过 130 万。佰草集京东旗舰店粉丝数为 29.5 万，高夫京东旗舰店粉丝数超过 23.2 万。

图表 21：各品牌天猫旗舰店粉丝数量（万）



来源：天猫，国金证券研究所

图表 22：各品牌京东旗舰店粉丝数量（万）



来源：京东，国金证券研究所；备注：家化、双妹和一花一木暂未在京东开设旗舰店

2.3 新工厂投入运营，质量控制整体升级

- **公司研发实力居行业领先地位：**17 年制定了新《ODM 供应商管理规范》，引入多项新原料技术、开展老原料二元化、问题原料的替换等工作，以降低供应链复杂度，完成绿色生态培训及包材环保设计。2018 年 3 月，公司再次荣获上海市高新技术企业资格认定，并参与编写了《化妆品功效宣称验证指导原则》和国内首部《化妆品毒理学检验替代方法标准指南》。
- **生产模式主要分为自有工厂生产和 OEM/ODM 外协工厂代加工两种模式。**公司拥有五个自有工厂：青浦中央工厂（青浦新工厂投产后中央工厂逐步停用）、海南工厂、东莞工厂及海外的摩洛哥和英国工厂，其中中央工厂拥有十四套真空均质乳化设备，十六条包装流水线，主要生产佰草集、高夫、启初、双妹、玉泽、美加净等品牌，产品类型涵盖护肤类、洗护类产品；海南工厂主要生产“六神”品牌花露水，两大工厂以品质卓越与优化成本为追求目标，满足公司的业务发展需求。东莞、摩洛哥和英国三个工厂生产汤美星产品，同时，还有约 50% 的汤美星产品为委外生产。
- **公司在青浦工业园区新建了占地面积约 209.5 亩，建筑面积约 10 万平方米的全新制造工厂，新工厂 18 年 6 月已部分投入运营，**整个厂区由膏霜车间、液洗车间、中草药提取车间、综合楼、污水处理站等建筑单体组成，生产能力达到 6 亿件/年，是原有中央工厂产能的 5 倍。新工厂在设计阶

段引入绿色建筑标准，并取得美国绿色建筑协会颁发的 LEED 金奖；采用了先进的 MES 系统，并结合 SAP 系统，引进国际先进的自动化生产线和现代化的物流仓储设施；设定了关键工序智能化，关键岗位机器人化，生产过程信息化。突出数字化和数据化管理，提升劳动生产率和降低产品生产周期；结合清洁生产，水循环利用，太阳能项目，降低污染物排放；通过标准化和规范化生产，提供高质量的产品。

图表 23：公司工厂与产能情况

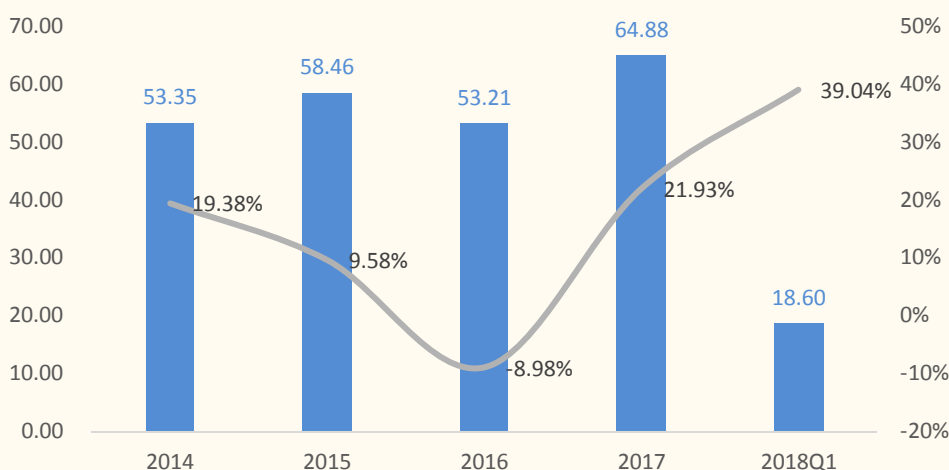
| 主要厂区或项目 | 设计产能 | 产能利用率 |
|---------|------------------------------------|------------------|
| 中央工厂 | 1.2 亿件 / 年 | 80% |
| 海南工厂 | 6500 万件 / 年 | 75% |
| 青浦新建工厂 | 6 亿件 / 年 | 2018 年 6 月部分投入运营 |
| 东莞工厂 | 3000 万件/年（多品类） | 93% |
| 英国工厂 | 1400 万件/年（尿布压缩塑料膜）或 80 万件/年（尿布处理桶） | 84% |
| 摩洛哥工厂 | 1300 万件 / 年（奶瓶） | 80% |

来源：公司公告，国金证券研究所

3. 业务复苏，营收盈利迎来拐点，营运指标出现改善

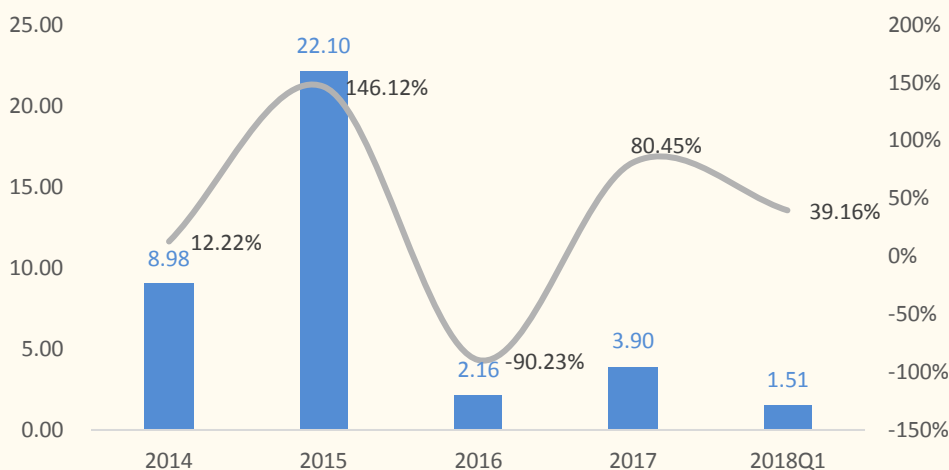
- **业务复苏迎来营收与净利润高速增长。**公司 2018Q1 实现营业收入 18.6 亿元，同比增长 39.04%；归母净利润 1.51 亿元，同比增长 39.16%。2017 年实现营收 64.88 亿元，同比增长 21.93%；归母净利润 3.9 亿元，同比增长 80.45%。
- 考虑到 2015 年出售江阴天江 23.84% 的股权，确认投资收益 17.35 亿元，占利润总额 66.43%，公司净利润在 2015 年处于历史高位。2016 年逐步终止花王代理业务以及 2017 年 Cayman 收购对当年公司整体营收与盈利均产生影响，在剔除 Cayman 收购及终止花王业务因素影响后，2017 年度公司自有品牌实现营业收入 50.69 亿元，同比增长 15.85%，实现归属于母公司的净利润 3.61 亿元，同比增长 97.28%。
- 2017 年公司完成对 Cayman（拥有汤美星等国际知名品牌）的 100% 股权收购，因加强费用管理，Cayman 17 年实现营业收入 14.47 亿元，基本达到收购时的 2017 年度营业收入预计数 14.63 亿元；实现净利润 3,707 万元，大幅超过收购时的 2017 年度净利润承诺数 849 万元。

图表 24：公司 2014 至 2018 Q1 营收变化（亿元）



来源：公司公告 国金证券研究所

图表 25：公司 2014 至 2018 Q1 归母净利润变化（亿元）



来源：公司公告 国金证券研究所

- 2017 年公司护肤类、家居护理类、婴幼儿喂哺类业务营业收入同比增长显著。2017 年度公司完成对婴幼儿喂哺类产品品牌商 Cayman 全资收购后，洗护、护肤、婴幼儿喂哺和家居护理四大类业务支撑公司主要营收。由于公司在 2016 和 2017 年逐步终止花王代理业务，洗护业务营业收入部分下滑，而护肤、家居护理和婴幼儿喂哺三类业务营业收入 2017 年同比增长 16.13%、74.64%、124.48%。

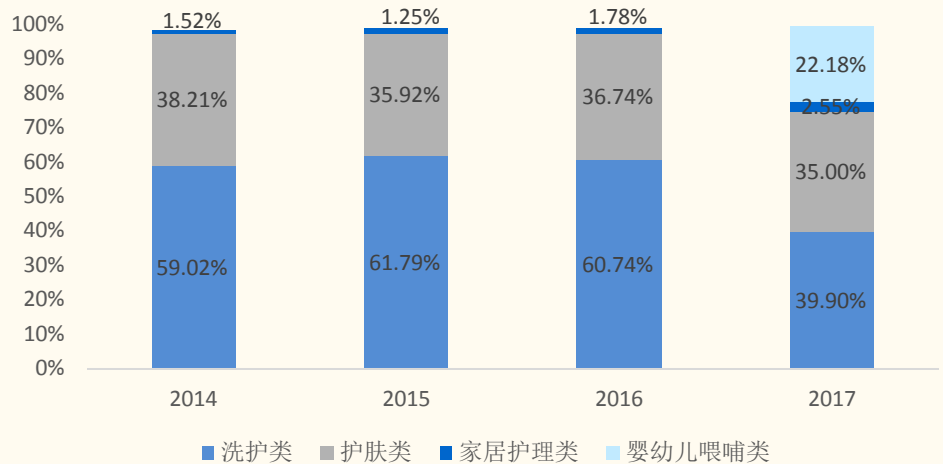
图表 26：公司 2014 至 2017 年分业务营收（亿元）及增速

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------|--------|--------|---------|---------|
| 洗护类 | 31.48 | 36.12 | 32.32 | 25.89 |
| YOY(%) | 20.34% | 14.73% | -10.52% | -19.91% |
| 护肤类 | 20.38 | 21.00 | 19.55 | 22.71 |
| YOY(%) | 20.28% | 3.01% | -6.88% | 16.13% |
| 家居护理类 | 0.81 | 0.73 | 0.95 | 1.65 |
| YOY(%) | 10.89% | -9.66% | 29.40% | 74.64% |
| 婴幼儿喂哺类 | | | | 14.39 |

| | | | | |
|--------|---------|---------|--------|---------|
| YOY(%) | | | | 124.48% |
| 其他业务 | 0.56 | 0.40 | 0.38 | 0.24 |
| YOY(%) | -19.42% | -28.23% | -4.44% | -37.99% |

来源：公司公告 国金证券研究所

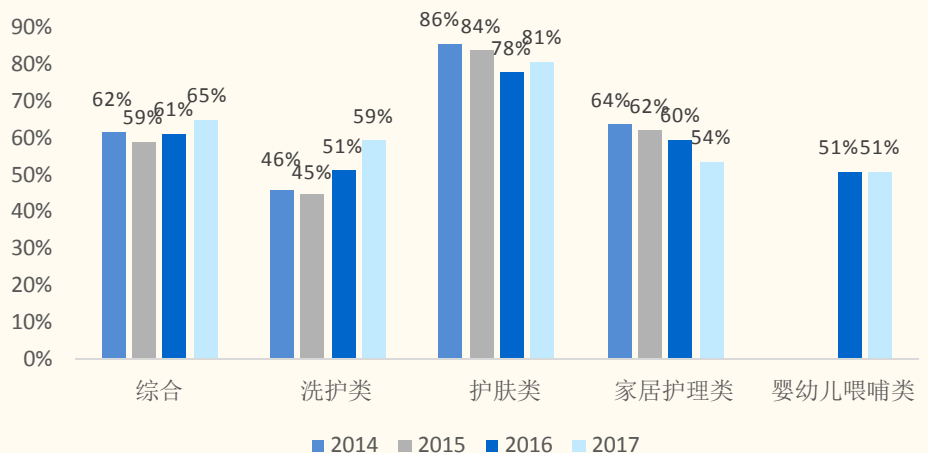
图表 27：公司 2014 至 2017 年核心业务营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- **2017 毛利率 64.93%，毛利水平持续提升。**2014 至 2018 Q1 公司毛利率提升明显，维持 60%以上较高的毛利率水平。分业务来看，由于公司在 2016 和 2017 年终止代理花王部分产品业务，洗护业务营业成本同比减少 20.69%和 33.23%，毛利率大幅提升 6.27%、8.12%；2017 年护肤类毛利率提升至 80.69%，显著高于其他业务毛利率。

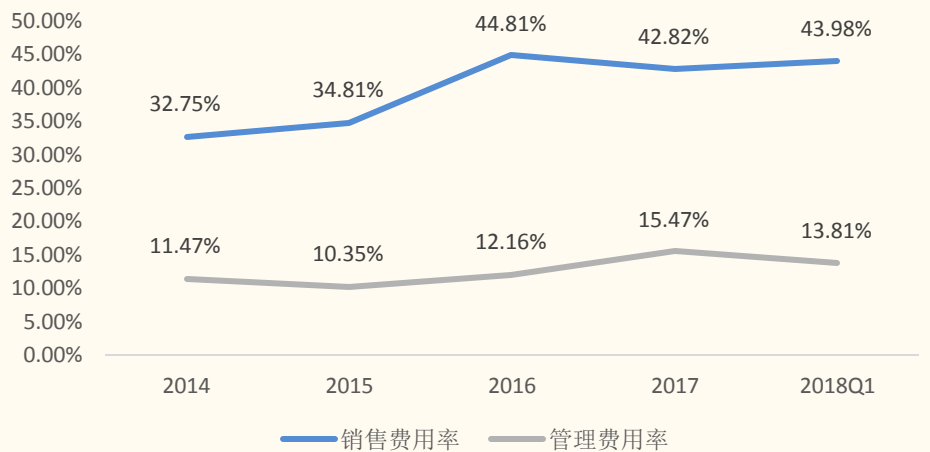
图表 28：公司 2014 至 2017 年核心业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- **销售费用率与管理费用率有所提升。**2017 年公司销售费用为 27.78 亿元，销售费用率 42.82%，2016 年至 2018Q1 销售费用的平均投入与过去年份相比有明显提升。2017 年公司管理费用为 10.04 亿元，管理费用率 15.47%，近三年管理费用率保持小幅增长。公司销售费用与管理费用率的提升，一方面源于公司为提升品牌竞争力扩大国内市场品牌传播投入，另一方面源于收购 Cayman 对其以前年度数据进行的追溯调整。

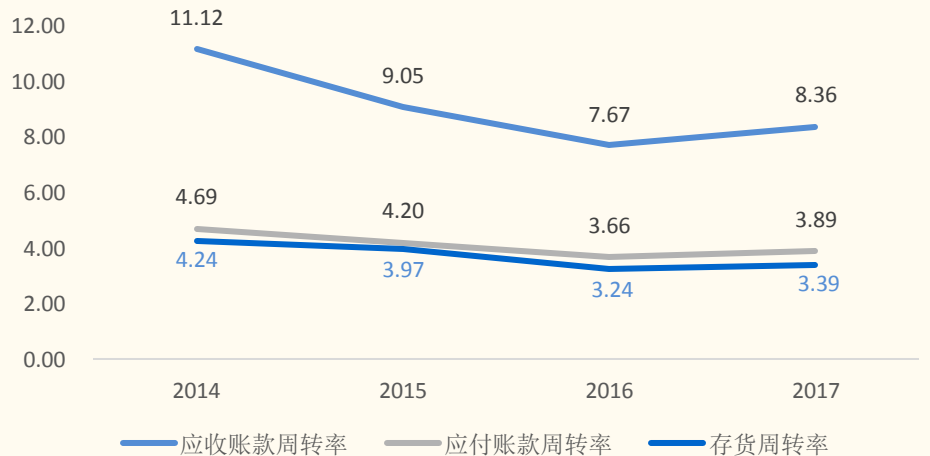
图表 29：公司 2014 至 2018Q1 销售费用率及管理费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

- 各项指标转好，营运能力将逐步改善。2017 年公司应收账款周转率回升至 8.36 次，应付账款周转率回升至 3.89 次，存货周转率回升至 3.89 次，各项营运指标转好，资产营运能力逐步改善。

图表 30：公司 2014 至 2017 营运指标



来源：公司公告，国金证券研究所

4. 股票期权激励彰显信心，三年目标利润复合增速 36% 以上

- 2018 年 3 月，公司发布股票期权激励计划：拟对包括公司董事长兼 CEO、CFO 兼董秘、副总等在内的 10 名核心中层高管授予总计 425 万份的股票期权，占总股本 0.6327%。在满足行权条件的前提下，激励对象获授的每一份股票期权拥有在可行权期内以行权价格购买 1 股公司股票的权利，首次授予股票期权的行权价格为 35.75 元/股。考核目标 2018-2020 年营收对应 17 年增速分别不低于 23%/54%/92%，对应的三年复合增速 24.29%；业绩对应 17 年增速分别不低于 41%/92%/156%，对应的三年复合增速 36.80%。此外，预计此次股权激励为公司 2018-2021 年分别增加费用 664、1130、767、301 万元，对公司业绩影响相对较小。

图表 31：计划授予的股票期权在各激励对象间的分配情况

| 序号 | 姓名 | 职务 | 获授的股票 期权数量 (万份) | 占股票期权 总量的比例 | 占公告日公司 股本总额的比 例 |
|-----------------|-----|----------|-----------------------|----------------|-----------------------|
| 1 | 张东方 | 董事长兼 CEO | 152 | 35.76% | 0.2263% |
| 2 | 韩敏 | CFO 兼董秘 | 32 | 7.53% | 0.0476% |
| 3 | 叶伟敏 | 副总经理 | 38 | 8.94% | 0.0566% |
| 4 | 黄健 | 副总经理 | 8 | 1.88% | 0.0119% |
| 核心管理和技术人员合计 6 人 | | | 110 | 25.88% | 0.1638% |
| 预留 | | | 85 | 20% | 0.1265% |
| 合计 | | | 425 | 100% | 0.6327% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 一方面，本次股权激励计划目标对象覆盖公司核心中高层骨干，方案的落实将有效绑定公司核心骨干利益，充分调动员工积极性，有利于公司中长期发展目标的有效达成；另一方面，本次考核标准较高，营收考核指标对应未来三年的复合增速超过 24%，净利润考核指标对应未来三年的复合增速超过 36%，且除公司层面的业绩考核外，公司对业务单元及个人还设置了严密的绩效考核体系，能够对激励对象的工作绩效作出较为准确、全面的综合评价，同时也一定程度上体现了管理层对公司未来高速增长的信心。

图表 32：各年度业绩考核目标

| 行权期 | 达成目标 1 达成目标后的行权比例为 30% | 达成目标 2 达成目标后的行权比例为 70% |
|------------|---|--|
| 第一个 行权期 | 以 2017 年度营业收入为基准，2018 年度营业收入增长率不低于 23% 或以 2017 年度营业收入为基准，2019 年度营业收入增长率不低于 54%。 | 以 2017 年度净利润为基准，2018 年度净利润增长率不低于 41% 或以 2017 年度净利润为基准，2019 年度净利润增长率不低于 92%。 |
| 第二个 行权期 | 以 2017 年度营业收入为基准，2019 年度营业收入增长率不低于 54% 或以 2017 年度营业收入为基准，2020 年度营业收入增长率不低于 92%。 | 以 2017 年度净利润为基准，2019 年度净利润增长率不低于 92% 或以 2017 年度净利润为基准，2020 年度净利润增长率不低于 156%。 |
| 第三个 行权期 | 以 2017 年度营业收入为基准，2020 年度营业收入增长率不低于 92%。 | 以 2017 年度净利润为基准，2020 年度净利润增长率不低于 156%。 |

来源：公司公告，国金证券研究所

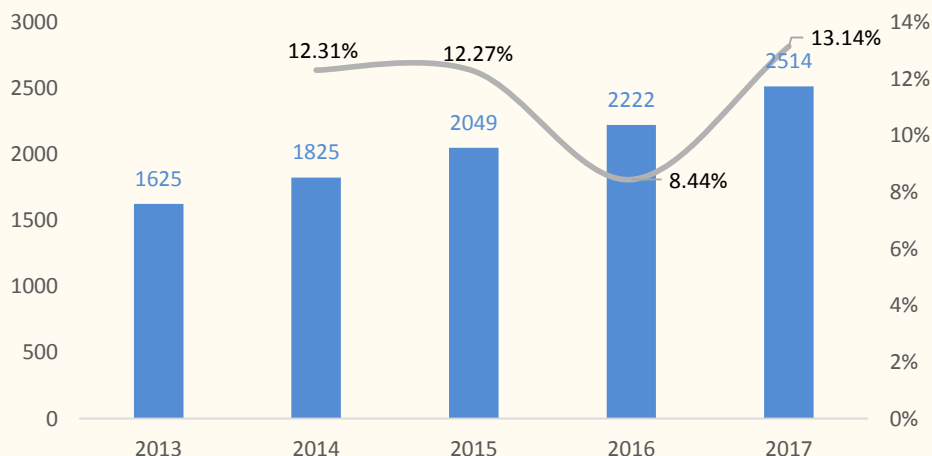
- 对激励对象而言，业绩目标明确，有利于充分调动公司核心骨干的主动性和创造性；对公司而言，也有助于增加公司对行业内人才的吸引力，为公司核心队伍的建设起到积极的促进作用，确保公司未来发展战略和经营目标的实现，为股东带来更高效、更持久的回报。

5. 化妆品行业景气度高，研发与渠道为产业链重要环节

5.1 化妆品行业零售增速保持高位，网络销售占比逐步上升

- 国家统计局数据显示，2013-2017 年我国化妆品零售总额不断增加，年均复合增长率约为 11.53%。2017 年我国化妆品零售总额达到 2,514 亿元，同比+13.14%。2018 年 1-6 月，我国限额以上化妆品零售额为 1,276 亿元，同比+14.2%，增速在 15 个商品品类中位居第一。

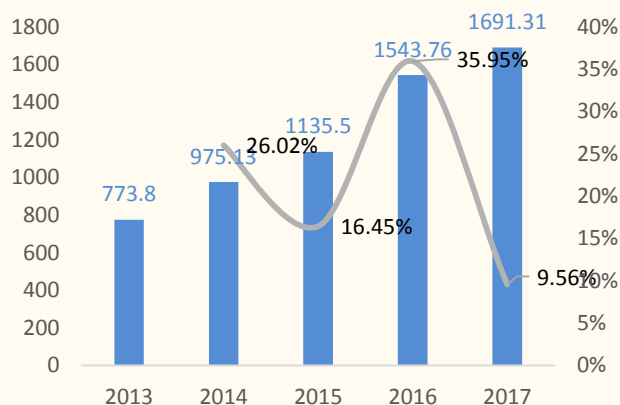
图表 33：2013-2017 我国化妆品零售额（亿元）及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

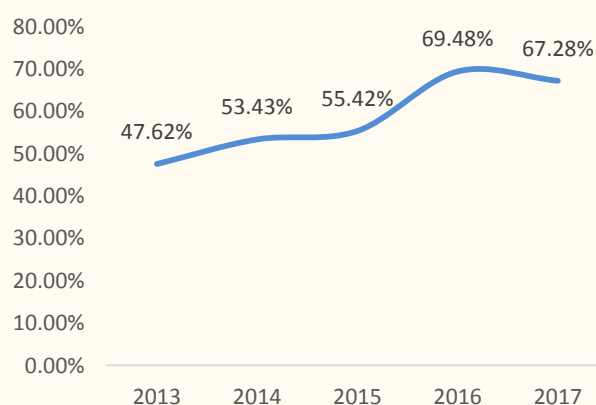
- 化妆品网络零售额占比逐步上升，2017 年占零售总额 67.28%。电商营销已经成为互联网发展时期我国产品销售的主要渠道。在网络销售模式普及及“美妆达人”、“美妆推荐”直播、短视频、图文等的影响下，化妆品网络销售也逐渐获得消费者的认可。2013-2017 年我国化妆品网络消费规模不断增加，由 773.8 亿元上升至 1691.31 亿元，占零售总额比重由 47.62% 上升至 67.28%。

图表 34：2013-2017 化妆品网络零售额（亿元）及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

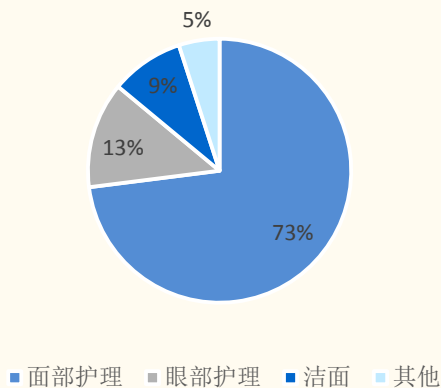
图表 35：2013-2017 化妆品网络零售额占比



来源：国家统计局，国金证券研究所

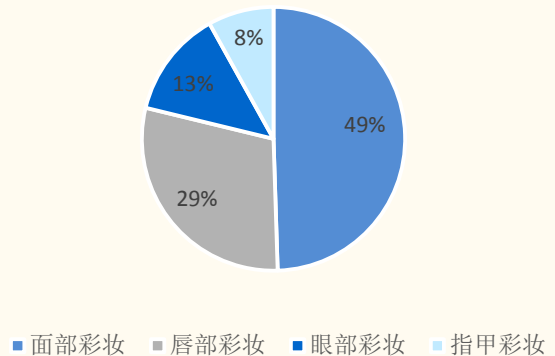
- 化妆品细分品类主要分为护肤类化妆品和彩妆类化妆品，总体上以护肤类化妆品的市场规模占比最大。2017 年护肤类产品中以面部护理的水、乳、精华、面霜等基础的面部护理和保养产品为主，占护肤类产品的 73%；眼部护理产品规模占比为 13%；而洁面类化妆品的规模占比仅为 9%。相对于护肤类产品，彩妆化妆品涉及到面部五官及手脚等多部分，以面部彩妆为主，销售额占比为 49%，唇部彩妆和眼部彩妆的占比分别为 29%和 13%。

图表 36：2017 年护肤类化妆品消费分类情况



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

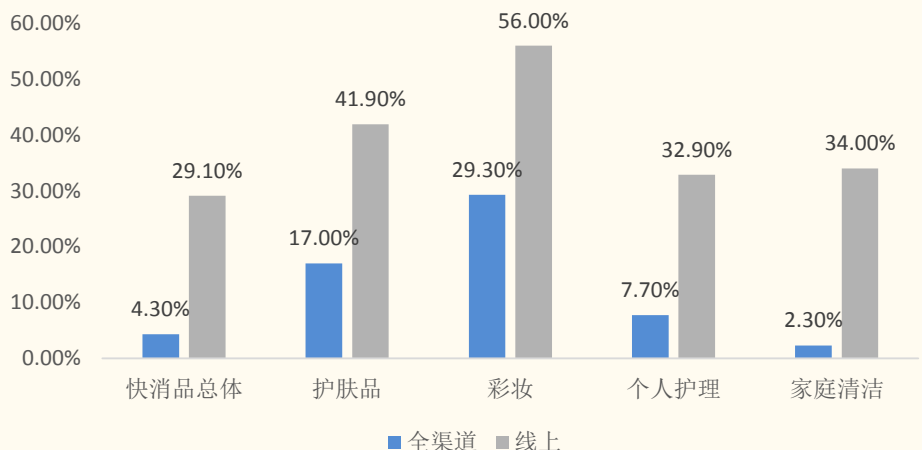
图表 37：2017 年彩妆类化妆品消费分类情况



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **2017 年护肤品及彩妆引领快消品增长：**快消品整体来看，17 年全渠道增速 4.3%，其中线上渠道以 29.1% 的增长领跑渠道增长。分品类来看，护肤品和彩妆表现亮眼，17 年护肤品全渠道增速 17%，线上渠道增速 41.9%；彩妆全渠道增速 29.3%，线上渠道增速为 56%。这反映出消费者已不仅仅满足于基本的护理和清洁，对个人形象的提升有更强的诉求；且由于化妆品相对标品，线上渠道更易得到消费者青睐，故线上增速远高于线下。

图表 38：2017 年我国快消及化妆品全渠道 vs 线上增长率



来源：凯度消费者指数，国金证券研究所

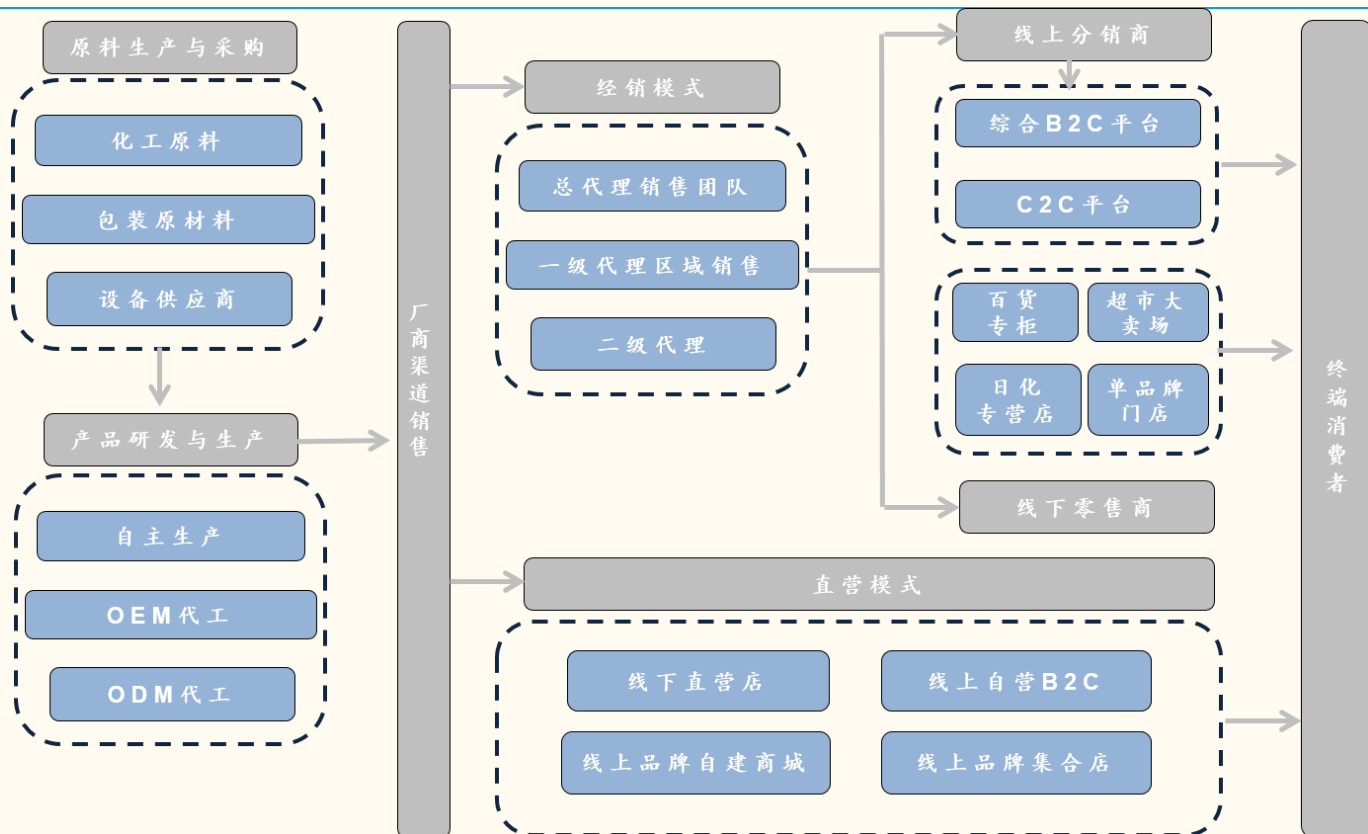
5.2 产品研发与渠道销售为化妆品产业链重要环节

- 化妆品产业链可以分为原料生产与采购、产品研发与加工生产、渠道销售三个环节。其中产品研发筑就技术壁垒、渠道销售奠定品牌地位，为产业链中最重要的两个环节。
- ① **原料生产与采购：**化妆品原料主要包括水、甘油、乳化剂、稳定剂、油脂、功能性添加剂、粉体、珠光颜料、香精等；包装材料包括纸包装、塑料包装、软包装膜袋和玻璃包装等。原料占化妆品生产成本的比例约为 20%-40%，包装材料占化妆品生产成本的比例约为 30%-50%。上游原材料产业发展较为成熟，竞争充分，日化厂商对上游供应商不存在依赖关系。
- ② **产品研发与加工生产：**化妆品企业研发与加工生产分为两种情况，依托自有生产线自行生产和委托生产/代工。自主生产方式在生产工艺控制与产品质量检测等方面具有一定优势。当企业自建生产线产能不足或工艺受限时，会采用委托生产的方式。代工模式分为两种，OEM 模式与 ODM 模式。OEM 指客户提供配方，根据客户的要求完成原材料的采购与生产，试制样

品后客户下单。ODM 指根据客户的品牌策划，对产品的要求进行配方研发、试产，产品贴牌，以研发能力为核心竞争力。

- **③ 渠道销售：**大多数企业采用经销为主，直销为辅的方式。渠道具有多样性，传统销售渠道包括百货、超市及大卖场、日化专营店等线下实体流通渠道，而近几年以电商为基础发展起来的 B2C、C2C 等电商渠道发展势头迅猛。企业一般都会根据企业实力、品牌定位等选择经销+直营多种销售渠道并存的方式。
- **超市及大卖场：**具有快消特点的日化产品、大众护肤品主要销售渠道。产品价格区间一般在 40-300 元。
- **百货专柜：**彩妆产品和中高端护肤品最核心渠道。提供体验式服务、品牌宣传、产品展示等。自彩妆产品进入市场以来，百货渠道占比一直高居各销售渠道之首。产品价格区间一般在 200-2000 元。
- **日化专营店：**专门从事化妆品销售的零售商，汇集了化妆品、彩妆、香水、日化用品多种品类，向顾客提供专业的美容服务。在渠道管理、品牌代理、会员经营上体现出极大的整合优势。例如屈臣氏、莎莎国际、万宁、娇兰佳人等。产品价格区间一般在 40-300 元。
- **单品牌门店：**提供品牌更丰富的产品品类和试用体验，顾客在店内的停留时间被有效延长，标志性的装修也更能传递品牌理念。欧美品牌有欧舒丹，科颜氏，韩系化妆品有悦诗风吟、伊蒂之屋，国内主打草本概念的佰草集、林清轩也纷纷建立起了单品牌门店。
- **电商渠道：**几乎覆盖所有品牌，电商渠道在信息展示、信息传播、信息分享等方面具有优势，打通了不同定位品牌在不同区域的渠道限制。B2C 平台包括天猫、京东等，C2C 平台包括淘宝等，垂直平台包括聚美优品、唯品会、小红书等，新兴渠道包括微信小程序、云集等，产品定位覆盖高中低端，价格通常有较大折扣。

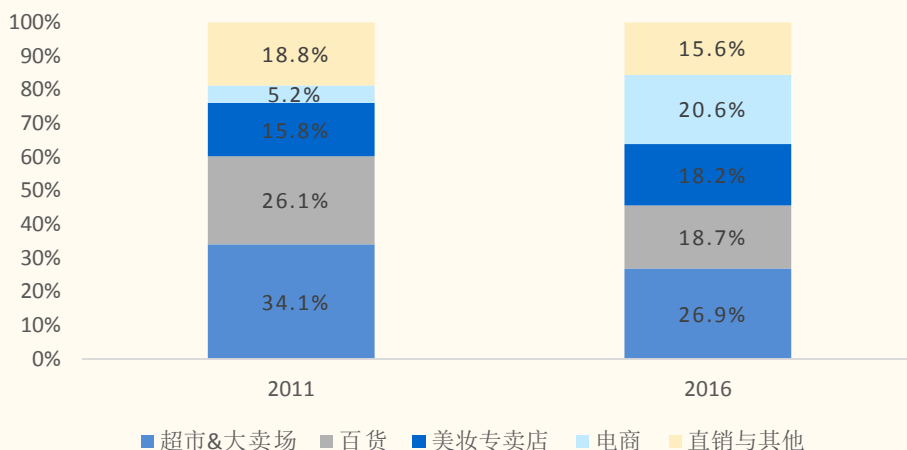
图表 39：化妆品行业产业链



来源：国金证券研究所

- 过去几年，化妆品行业渠道格局发生较大变革：2011-2016 年，超市及大卖场占比由 34.1%下滑至 26.9%；百货渠道占比由 26.1%下滑至 18.7%；美妆专卖店由 15.8%上升至 18.2%，电商渠道由 5.2%上升至 20.6%。渠道变革对行业内公司把握新兴渠道布局能力及品牌+渠道相互配合的能力提出更高的要求。

图表 40：中国化妆品行业整体渠道格局



来源：Euromonitor，国金证券研究所

6. 投资建议

- **百年积淀，国产化妆品扛旗者，新掌门人上任开启发展新篇章：**公司具有 120 年品牌积淀，顺应时代变迁品牌不断推陈出新。主要品牌包括佰草集、六神、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹、汤美星等，品类涵盖护肤、洗护、家居护理和婴幼儿喂哺。近年来，中国平安连续加码持股 50% 以上，为公司实际控制人；高管与大股东不断磨合经历调整变动，新掌门人 16 年底上任后，明晰公司战略、组织架构及绩效体系，公司基本面迎来拐点。
- **品牌驱动、渠道协同、供应保障为核心优势：**佰草集和六神以中草药为差异化特色，为营收最大的两个品牌，合计占比超过 60%；高夫占据男士化妆品前三市场份额；美加净及一花一木加速品牌年轻化；启初、家安、玉泽、双妹分别专注婴幼儿护肤、家居护理和医学护肤、高端美妆细分赛道；汤美星为英伦高端喂哺品牌，17 年被公司收购引入国内市场，营收超过 14 亿元。公司八大渠道包括经销商分销、直营 KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外、电商、特渠。线上占比由 14 年 7.7% 上升至 17 年 21.84%，17 年将京东和猫超从经销转为直营，渠道把控力进一步加强。青浦新工厂于 18 年 6 月部分投入运营，生产能力达到 6 亿件/ 年，是原有中央工厂产能的 5 倍。
- **业务复苏营收与净利润双增长，股票期权激励彰显信心：**2018Q1 实现营收 18.6 亿元，同比增长 39.04%；归母净利润 1.51 亿元，同比增长 39.16%。2017 年实现营收 64.88 亿元，同比增长 21.93%；归母净利润 3.9 亿元，同比增长 80.45%。18 年 3 月，发布股票期权激励计划，未来三年营收目标复合增速超过 24%，净利润目标复合增速超过 36%。
- **在不考虑并购情况下，2018-2020 年预计公司内生增长实现营收 77.93 亿元/93.41 亿元/110.07 亿元，同比增长 20.11%/19.87%/17.83%；**综合毛利率为 64.86%/64.80%/64.51%。其中，洗护类产品销售额预计同比增长 10%/10%/9%，毛利率分别为 59.33%/59.33%/59.38%；护肤类产品销售额预计同比增长 18%/18%/16%，毛利率分别为 81.10%/81.90%/81.90%；婴幼儿喂哺类产品销售额预计同比增长 40%/35%/30%，毛利率分别为

52.07%/52.09%/52.09%；家居护理类产品销售额预计同比增长40%/33%/20%，毛利率分别为53.97%/55.57%/56.88%。

- 预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 5.33/6.79/8.30 亿元，同比增长 35.07%/27.27%/22.25%。当前市值对应 PE 分别为 46/36/29 倍，首次覆盖给予增持评级。

7. 风险提示

- 行业竞争加剧：美妆市场竞争激烈，本土和外资品牌无论在线上还是线下都展开激烈争夺。公司需要时刻保持并提升在天然领域的优势，着力于中国文化元素，把握住高端化、年轻化、细分化的消费趋势并不断创新打造明星产品。
- 渠道结构变革风险：化妆品渠道结构正在经历变革，线上持续保持高位增速，线下化妆品专营店优势依旧，百货及购物中心由下滑逐渐恢复增长。公司需要重视并积极布局新渠道，才能在不断变革的市场环境中始终占据领先。
- 收购形成的商誉减值风险：公司 2017 年收购 Cayman 100%的股权，形成 19.6 亿元商誉，占公司 17 年总资产比例为 20%，未来可能面临一定的商誉减值风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 5,846 | 5,321 | 6,488 | 7,793 | 9,341 | 11,007 |
| 增长率 | | -9.0% | 21.9% | 20.1% | 19.9% | 17.8% |
| 主营业务成本 | -2,386 | -2,061 | -2,276 | -2,739 | -3,288 | -3,906 |
| %销售收入 | 40.8% | 38.7% | 35.1% | 35.1% | 35.2% | 35.5% |
| 毛利 | 3,460 | 3,260 | 4,213 | 5,054 | 6,054 | 7,101 |
| %销售收入 | 59.2% | 61.3% | 64.9% | 64.9% | 64.8% | 64.5% |
| 营业税金及附加 | -53 | -55 | -58 | -70 | -84 | -99 |
| %销售收入 | 0.9% | 1.0% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| 营业费用 | -2,035 | -2,384 | -2,778 | -3,273 | -3,877 | -4,513 |
| %销售收入 | 34.8% | 44.8% | 42.8% | 42.0% | 41.5% | 41.0% |
| 管理费用 | -605 | -647 | -1,004 | -1,169 | -1,383 | -1,607 |
| %销售收入 | 10.3% | 12.2% | 15.5% | 15.0% | 14.8% | 14.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | 767 | 174 | 373 | 542 | 710 | 882 |
| %销售收入 | 13.1% | 3.3% | 5.8% | 7.0% | 7.6% | 8.0% |
| 财务费用 | 49 | 69 | -30 | -60 | -52 | -42 |
| %销售收入 | -0.8% | -1.3% | 0.5% | 0.8% | 0.6% | 0.4% |
| 资产减值损失 | -27 | 10 | -49 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1,787 | 21 | 146 | 150 | 150 | 150 |
| %税前利润 | 68.4% | 7.4% | 30.6% | 23.3% | 18.3% | 15.0% |
| 营业利润 | 2,576 | 273 | 487 | 633 | 808 | 990 |
| 营业利润率 | 44.1% | 5.1% | 7.5% | 8.1% | 8.6% | 9.0% |
| 营业外收支 | 36 | 17 | -11 | 10 | 10 | 10 |
| 税前利润 | 2,611 | 291 | 476 | 643 | 818 | 1,000 |
| 利润率 | 44.7% | 5.5% | 7.3% | 8.2% | 8.8% | 9.1% |
| 所得税 | -401 | -75 | -81 | -109 | -139 | -170 |
| 所得税率 | 15.4% | 25.7% | 17.1% | 17.0% | 17.0% | 17.0% |
| 净利润 | 2,210 | 216 | 395 | 533 | 679 | 830 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 2,210 | 216 | 395 | 533 | 679 | 830 |
| 净利率 | 37.8% | 4.1% | 6.1% | 6.8% | 7.3% | 7.5% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|-------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 2,210 | 216 | 390 | 533 | 679 | 830 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 74 | 46 | 142 | 84 | 97 | 106 |
| 非经营收益 | -1,883 | -76 | -145 | -145 | -85 | -85 |
| 营运资金变动 | 40 | -222 | 383 | 80 | 316 | 284 |
| 经营活动现金净流 | 441 | -36 | 769 | 552 | 1,006 | 1,134 |
| 资本开支 | -480 | -480 | -524 | -154 | -132 | -136 |
| 投资 | 289 | -234 | 904 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 388 | 141 | 152 | 150 | 150 | 150 |
| 投资活动现金净流 | 197 | -574 | 532 | -4 | 18 | 14 |
| 股权募资 | 32 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | -12 | -46 | 0 | 0 |
| 其他 | -430 | -676 | -2,099 | -78 | -75 | -75 |
| 筹资活动现金净流 | -399 | -676 | -2,111 | -124 | -75 | -75 |
| 现金净流量 | 240 | -1,285 | -810 | 424 | 949 | 1,074 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 3,477 | 2,330 | 1,331 | 1,755 | 2,704 | 3,777 |
| 应收账款 | 1,177 | 758 | 1,000 | 1,018 | 1,139 | 1,309 |
| 存货 | 677 | 594 | 750 | 788 | 856 | 910 |
| 其他流动资产 | 1,595 | 1,731 | 1,288 | 1,327 | 1,352 | 1,379 |
| 流动资产 | 6,926 | 5,413 | 4,370 | 4,888 | 6,050 | 7,375 |
| %总资产 | 84.9% | 70.9% | 45.5% | 48.1% | 53.2% | 57.9% |
| 长期投资 | 238 | 648 | 756 | 756 | 756 | 756 |
| 固定资产 | 377 | 791 | 1,226 | 1,367 | 1,454 | 1,532 |
| %总资产 | 4.6% | 10.4% | 12.8% | 13.4% | 12.8% | 12.0% |
| 无形资产 | 422 | 484 | 2,906 | 2,847 | 2,806 | 2,768 |
| 非流动资产 | 1,233 | 2,219 | 5,234 | 5,280 | 5,326 | 5,365 |
| %总资产 | 15.1% | 29.1% | 54.5% | 51.9% | 46.8% | 42.1% |
| 资产总计 | 8,159 | 7,632 | 9,604 | 10,168 | 11,376 | 12,740 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1,559 | 1,717 | 2,160 | 2,338 | 2,791 | 3,187 |
| 其他流动负债 | 520 | 152 | 325 | 381 | 457 | 596 |
| 流动负债 | 2,079 | 1,869 | 2,508 | 2,719 | 3,249 | 3,783 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 1,079 | 1,079 | 1,079 | 1,079 |
| 其他长期负债 | 352 | 499 | 641 | 460 | 460 | 460 |
| 负债 | 2,431 | 2,368 | 4,227 | 4,258 | 4,787 | 5,322 |
| 普通股股东权益 | 5,729 | 5,264 | 5,377 | 5,910 | 6,589 | 7,418 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 8,159 | 7,632 | 9,604 | 10,168 | 11,376 | 12,740 |

比率分析

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 3.279 | 0.321 | 0.586 | 0.794 | 1.010 | 1.235 |
| 每股净资产 | 8.499 | 7.817 | 7.984 | 8.776 | 9.784 | 11.016 |
| 每股经营现金净流 | 0.655 | -0.054 | 1.143 | 0.819 | 1.493 | 1.684 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 38.58% | 4.10% | 7.34% | 9.02% | 10.30% | 11.19% |
| 总资产收益率 | 27.08% | 2.83% | 4.11% | 5.25% | 5.97% | 6.51% |
| 投入资本收益率 | 11.32% | 2.45% | 4.71% | 6.44% | 7.69% | 8.62% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 9.58% | -8.98% | 21.93% | 20.11% | 19.87% | 17.83% |
| EBIT增长率 | -13.83% | -77.36% | 115.13% | 45.26% | 30.99% | 24.20% |
| 净利润增长率 | 146.12% | -90.23% | 82.78% | 35.07% | 27.27% | 22.25% |
| 总资产增长率 | 47.45% | -6.46% | 25.83% | 5.87% | 11.88% | 11.99% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 40.3 | 47.6 | 43.7 | 43.0 | 40.0 | 39.0 |
| 存货周转天数 | 91.9 | 112.5 | 107.8 | 105.0 | 95.0 | 85.0 |
| 应付账款周转天数 | 86.9 | 99.6 | 93.7 | 93.0 | 93.0 | 93.0 |
| 固定资产周转天数 | 14.0 | 14.2 | 16.7 | 15.8 | 12.7 | 10.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -60.70% | -44.27% | -4.27% | -11.44% | -24.66% | -36.38% |
| EBIT利息保障倍数 | -15.7 | -2.5 | 12.5 | 9.1 | 13.5 | 20.8 |
| 资产负债率 | 29.79% | 31.03% | 44.02% | 41.88% | 42.08% | 41.77% |

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：贝格数据

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH