

## 内生外延双轮驱动，领跑民族日化企业

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 自2012年以来化妆品行业的年复合增长率达到13%，增长速度远超全球化妆品市场。2) 内生外延双轮驱动公司发展，2015年来公司大力拓展中高端产品，今年上半年高端品牌美多丝营收同比增长高达32.5%，与此同时公司陆续收购宿迁百宝、投资美妆产业基金、入股蜜妆信息，进军自媒体和美妆领域；3) 2018年上半年公司实现营业收入4.4亿元，同比+2.8%，归母净利润0.8亿元，同比+57.8%，根据我们的预测数据，2018年估值只有17倍。
- **大力拓展中高端产品，品牌矩阵不断丰富:** 1) **大力拓展中高端产品:** 当前大众洗护用品增长放缓，但中高端洗护用品相对稀缺，为了迎合消费者需求升级，公司从2015年起大力拓展中高端产品，中高端品牌美多丝在公司营业收入比重从2014年5.8%上升到21.8%。2) **品牌矩阵不断丰富:** 公司新推出以绿色、健康为主题的“依媚”、“娇草堂”、“曼丝娜”等洗护品牌，同时通过代理进口品牌“瑞铂希”、“黛尔珀”，不断对日化市场进行多维度、深层次的渗透。今年上半年“代理产品”和“曼丝娜”销售同比增长分别为502.2%、18.4%。
- **深度调整销售渠道、加大新兴渠道营销布局:** 1) **深度调整销售渠道:** 在强化原有优势渠道的基础上，加强与重点零售商的合作，今年上半年公司以“大润发”、“物美”等为代表的KA渠道销售同比增长10.3%，占营业收入的比重为30.4%；同时重点拓展化妆品专营店及电子商务等新兴渠道。2) **加大新兴渠道营销布局:** 加大在线上微信头部公众号、微博等平台的KOL、微信小程序和主流电商平台的渠道推广，用“社交平台及公众传播等宣传渠道”有序替换“传统渠道”。
- **积极对外投资，进行产业链布局:** 公司坚持内生和外延双轮驱动的战略，目前公司已陆续参股宿迁百宝和蜜妆信息，涉足内容电商、美妆等领域，设立产业基金定位美妆行业，通过优势互补完善美妆领域产业布局。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2018-2020年归母净利润增速分别为47.6%、22.05%、15.8%，EPS分别为0.79元、0.90元、1.04元，给予公司2018年30倍PE，对应6个月目标价为23.7元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧或不及预期；新品销售或不及预期；投资项目达成及进度或不及预期。

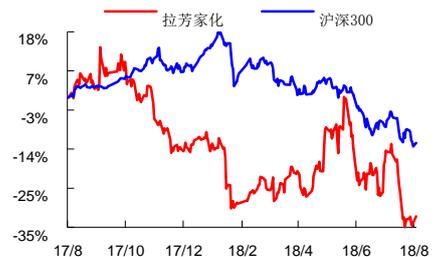
| 指标/年度         | 2017A  | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 981.12 | 1074.14 | 1172.85 | 1273.95 |
| 增长率           | -6.47% | 9.48%   | 9.19%   | 8.62%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 138.05 | 203.77  | 248.71  | 287.94  |
| 增长率           | -7.64% | 47.61%  | 22.05%  | 15.78%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.62   | 0.79    | 0.90    | 1.04    |
| 净资产收益率ROE     | 8.12%  | 11.49%  | 12.55%  | 12.97%  |
| PE            | 26     | 17      | 14      | 12      |
| PB            | 2.10   | 2.01    | 1.80    | 1.60    |

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)     | 2.27        |
| 流通A股(亿股)    | 0.81        |
| 52周内股价区间(元) | 15.42-35.33 |
| 总市值(亿元)     | 35.64       |
| 总资产(亿元)     | 19.42       |
| 每股净资产(元)    | 7.78        |

### 相关研究

1. 拉芳家化(603630): 内外兼修拥抱消费升级, 民族日化龙头加速崛起 (2018-05-20)

## 目 录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1 公司概况：定位大众洗护品牌，领军民族日化企业</b> ..... | <b>1</b>  |
| 1.1 公司业务结构：立足个人护理，丰富品牌矩阵 .....        | 1         |
| 1.2 公司业绩状况：优化资源配置，助力业绩增长由负转正.....     | 3         |
| 1.3 公司股权结构：股权结构稳定，股权激励保障 .....        | 4         |
| <b>2 行业分析：规模持续上升，品牌竞争激烈</b> .....     | <b>6</b>  |
| 2.1 日化行业规模持续上升 .....                  | 6         |
| 2.2 日化行业竞争激烈 .....                    | 8         |
| 2.3 渠道结构变革，线上发展迅速 .....               | 8         |
| <b>3 公司分析：品牌渠道齐发展，拉芳开启新篇章</b> .....   | <b>10</b> |
| 3.1 品牌优质、口碑优异，民族品牌突围成功 .....          | 10        |
| 3.2 营销研发双管齐下，品牌品质显著提升 .....           | 12        |
| 3.3 延伸外沿投资领域，扩张电商美妆平台 .....           | 15        |
| <b>4 盈利预测与估值</b> .....                | <b>18</b> |
| <b>5 风险提示</b> .....                   | <b>20</b> |

## 图 目 录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 公司品牌发展历程                      | 1  |
| 图 2: 公司 2017 年主营业务结构               | 2  |
| 图 3: 公司 2014 年以来主营业务毛利率情况          | 2  |
| 图 4: 2016 年各品牌收入占比情况               | 2  |
| 图 5: 2016 年各品牌毛利率                  | 2  |
| 图 6: 2014 年以来公司各地区主营业务收入 (亿元) 分布   | 3  |
| 图 7: 2017 年公司各地区营业收入占总收入比重         | 3  |
| 图 8: 2013 年以来公司营业收入及增速             | 4  |
| 图 9: 2012 年以来公司归母净利润及增速            | 4  |
| 图 10: 股权结构示意图                      | 5  |
| 图 11: 我国限额以上化妆品零售额及增长情况            | 6  |
| 图 12: 全球化妆品市场规模及增长情况               | 6  |
| 图 13: 2017 年国内化妆品产品结构              | 7  |
| 图 14: 2015 年洗护类产品市场竞争格局            | 7  |
| 图 15: 2012-2016 年我国彩妆市场规模          | 7  |
| 图 16: 2016 年彩妆零售额在化妆品市场中的占比        | 7  |
| 图 17: 中国日化企业的行业集中度                 | 8  |
| 图 18: 2012-2017 年日化 TOP20 中本土企业市占率 | 8  |
| 图 19: 2012-2017 年中国日化行业各渠道销售占比     | 9  |
| 图 20: 2012-2017 年屈臣氏门店数量           | 9  |
| 图 21: 2012-2017 年国内日化行业线上销售额       | 9  |
| 图 22: 2017 年国内外日化企业线上销售占比          | 9  |
| 图 23: 美多丝产品图片                      | 12 |
| 图 24: 拉芳工业园                        | 12 |
| 图 25: 金洁工业园                        | 12 |
| 图 26: 2013 年以来年公司研发投入及增速           | 13 |
| 图 27: 2015 年化妆品公司研发投入情况            | 13 |
| 图 28: 拉芳现任品牌代言人唐嫣                  | 14 |
| 图 29: 美多丝现任品牌代言人刘诗诗                | 14 |
| 图 30: 美多丝综艺节目宣传图片                  | 14 |
| 图 31: 2018H1 电视剧宣传海报               | 14 |
| 图 32: 2014 年以来公司期间费用率变化情况          | 14 |
| 图 33: 2015 年以来年公司销售费用率变化情况         | 14 |
| 图 34: 增资后股权结构示意图                   | 16 |
| 图 35: 股权结构示意图                      | 17 |

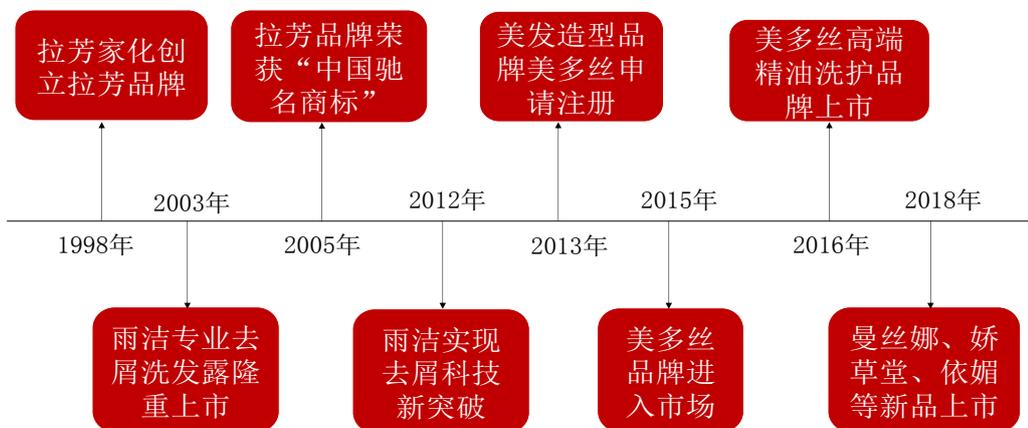
## 表 目 录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 表 1: 2017 年公司销售渠道基本情况 ..... | 3  |
| 表 2: 公司主要股东持股情况表 .....      | 5  |
| 表 3: 激励对象名单及授予情况 .....      | 6  |
| 表 4: 公司业绩考核要求 .....         | 6  |
| 表 5: 公司品牌矩阵 .....           | 10 |
| 表 6: 拉芳系列产品 .....           | 11 |
| 表 7: 2017 年研发费用表 .....      | 13 |
| 表 8: 增资前宿迁百宝股东情况 .....      | 15 |
| 表 9: 宿迁百宝财务指标 .....         | 15 |
| 表 10: 业绩承诺 .....            | 16 |
| 表 11: 收购前蜜妆信息 6 名股东情况 ..... | 17 |
| 表 12: 蜜妆信息 2017 年财务数据 ..... | 17 |
| 表 13: 合作方基本情况 .....         | 18 |
| 表 14: 合伙首期出资情况 .....        | 18 |
| 表 15: 分品牌收入拆分 .....         | 19 |
| 表 16: 可比公司估值比较 .....        | 20 |
| 附表: 财务预测与估值 .....           | 21 |

## 1 公司概况：定位大众洗护品牌，领军民族日化企业

拉芳家化是一家拥有近百项发明专利的民族日化企业，旗下拥有“拉芳”、“雨洁”、“圣峰”、“缤纯”、“威爽”、“现代美”等六大品牌，产品涵盖洗发护发、清洁沐浴、肌肤护理、口腔护理、日用洗涤等多个领域。“拉芳”、“雨洁”、“圣峰”、“缤纯”四大品牌荣获国家免检产品称号，“拉芳”更是荣获了中国驰名商标、中国消费者喜爱的商标，“缤纯”荣获广东省名牌、广东省著名商标。拉芳家化始终坚持“诚信、品质、分享”的企业价值观，以“科技、创新、时尚”为企业战略，立足个人护理用品领域，实施多品牌发展策略，经过十余年的不懈努力，现已跻身国内个人护理用品行业的前列。多年来，拉芳家化诚信经营以及对卓越品质的追求，得到了社会和广大消费者的广泛认同。

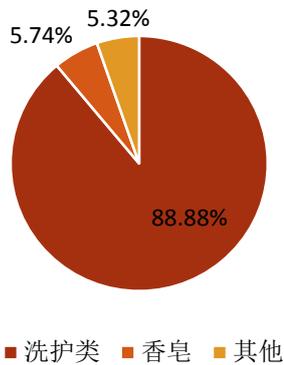
图 1：公司品牌发展历程



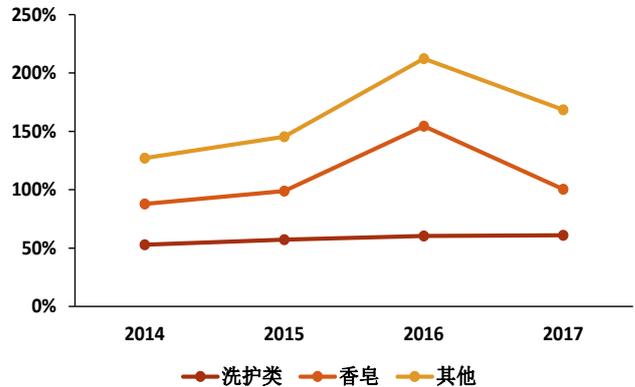
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.1 公司业务结构：立足个人护理，丰富品牌矩阵

**分产品：**公司是国内个人护理领域的龙头，洗护类产品占比 89%。公司一直致力于日用化学产品的研发、生产与销售，主要产品包括洗发水、护发素、沐浴露、香皂、膏霜等洗护沐产品。公洗护产品收入占比 88.9%，此香皂类占比 5.7%、其他类占比 5.3%。2017 年洗护类产品营业总收入为 8.7 亿元，同比下降 7.1%，但洗护类的毛利率为 60.9%，同期增长 0.6 个百分点。洗护类收入下降主要是因为洗发露、护发素、沐浴露销量分别下降 16.2%、5.6%和 1.0%。

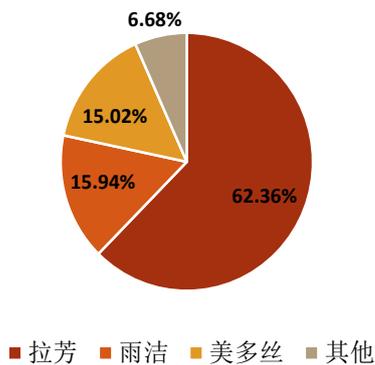
**图 2：公司 2017 年主营业务结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

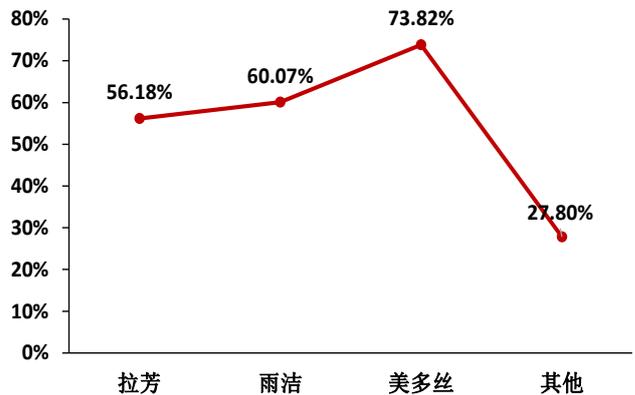
**图 3：公司 2014 年以来主营业务毛利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**分品牌：**拉芳、雨洁、美多丝为公司主打品牌。公司自成立以来，坚持以“拉芳”品牌为主打，2003 年“雨洁”专业去屑洗发露隆重上市，2013 年美发造型品牌“美多丝”上市，形成“营养柔顺”、“护理去屑”和“受损修复”三大细分功能定位，2018 年推出新品“依媚”、“娇草堂”、“曼丝娜”等绿色、健康品牌，品牌矩阵不断丰富。

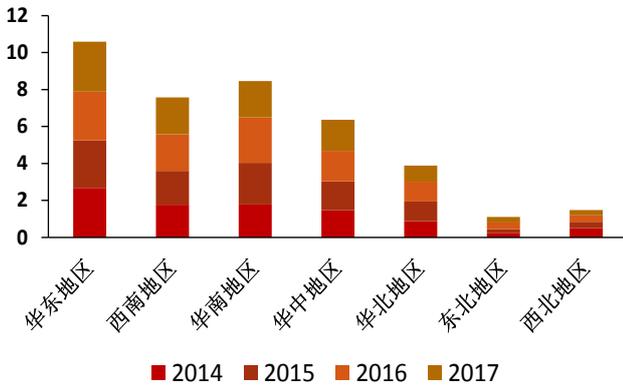
**图 4：2016 年各品牌收入占比情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

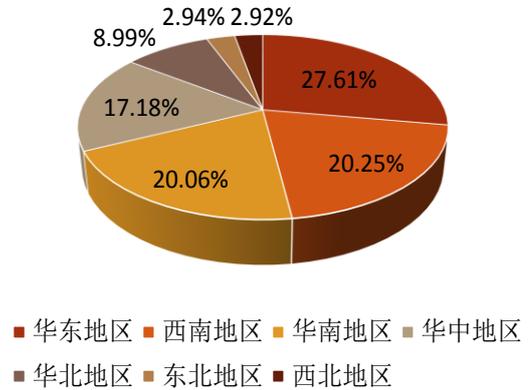
**图 5：2016 年各品牌毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**分地区：**各地区收入比重处于稳定状态。公司各地区收入占总营业收入的比重比较稳定，其中华东、华南、华中和西南地区是公司营业收入的核心，2017 年收入占比分别为 27.6%、20.1%、17.2%和 20.3%，其中华东、华中和西南地区营业收入同比增长 2.7%、3.0% 和 0.4%。

**图 6：2014 年以来公司各地区主营业务收入（亿元）分布**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：2017 年公司各地区营业收入占总收入比重**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**分渠道：三种销售模式并存，加速推进渠道建设。**公司采用经销、商超、电商三种渠道并行的销售模式，逐步形成以经销和商超渠道为主，辅以新兴电商渠道的立体营销渠道组合。

**(1) 经销渠道：**公司主要通过经销商覆盖中小型超市、便利店及杂货店等销售网点。公司经销渠道的销售收入占营业收入的比例超过 60%。**(2) 商超渠道：**公司商超渠道主要包括沃尔玛、家乐福、易初莲花、物美、乐购、欧尚、大润发等知名商超。2017 年公司商超渠道占比 27%。**(3) 电商渠道：**公司主要通过天猫等电商平台开展线上销售，加强市场开拓力度，同时不断强化与消费者的沟通、交流，及时掌握消费者的消费需求与偏好。2017 年电商及零售渠道占比 9%。

2018 上半年公司加强与重点零售商的合作（如大润发、物美、步步高为代表的大卖场、超市等），进一步强化线下分销体系；同时重点拓展化妆品专营店及电子商务（如京东、天猫等）等新兴渠道，公司以“大润发”、“物美”等为代表的 KA 渠道销售增幅较大，实现营业收入 1.3 亿元，占营业收入的比重为 30.4%，较去年同期增长 10.3%。

**表 1：2017 年公司销售渠道基本情况**

| 销售渠道    | 营业收入（万元） | 占比  | 营业收入比上年增长% |
|---------|----------|-----|------------|
| 经销渠道    | 62457    | 64% | -15.78     |
| 商超渠道    | 26643    | 27% | 5.05       |
| 电商及零售渠道 | 8957     | 9%  | 70.29      |

数据来源：公司公告，西南证券整理

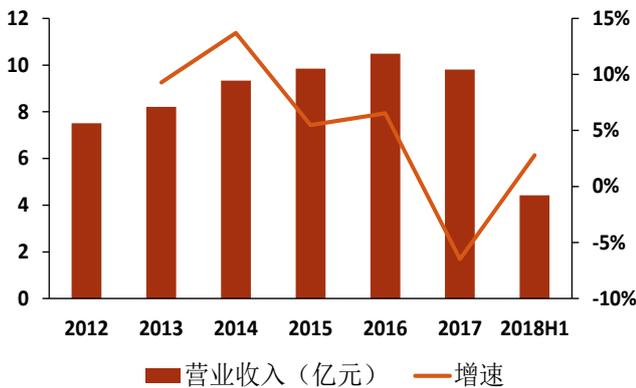
## 1.2 公司业绩状况：优化资源配置，助力业绩增长由负转正

**2017 年公司业绩下滑严重。**自 2012 年以来公司业绩稳健增长近三年，2017 年公司业绩出现下滑，根据公司 2017 年年报，2017 年公司营业收入 9.8 亿元、同比-6.5%，归母净利润约 1.4 亿元、同比-7.6%，扣非后同比-12.3%，主要是国内日化行业市场竞争持续加剧、原材料棕榈油价格上涨、网上零售等新兴业态蓬勃发展、产品结构优化及人工成本逐年增加等因素影响所致。

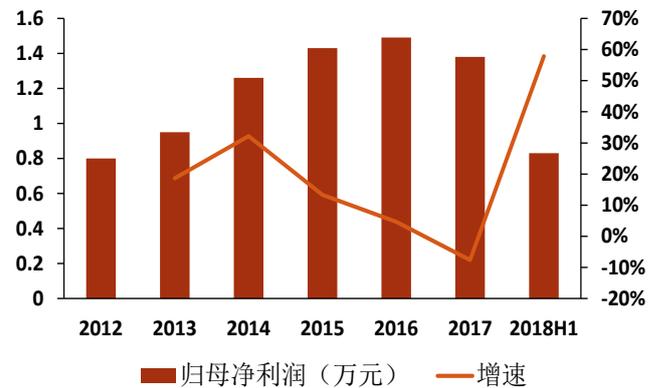
**2018 年第二季度迎来业绩拐点。**2018 年上半年公司加大丰富品牌矩阵、拓展渠道、积极对外投资、布局产业链，逐渐降低销售费用，上半年恢复盈利且归母净利润大幅增长。2018

年上半年公司业绩呈现高增长态势，实现营业收入 4.4 亿元，同比+2.8%，归母净利润 0.8 亿元，同比+57.8%，扣非后归母净利润同比+65.9%。其中 2018 年第二季度单季改善最为明显，二季度单季营收同比+13.3%，归母净利润同比+104.8%。

2018 年上半年归母净利润增速高于营收增速主要在于公司期间费用率的大幅下降以及投资收益的大幅提升：与去年同期相比，公司期间费用率下降 4.85 个百分点至 41.7%，其中销售费用率下降 5.7 个百分点至 34.4%，主要系社交平台及公众传播有序替换传统渠道宣传费用所致；此外公司上半年实现投资净收益 0.17 亿元，从 2017 年下半年起公司陆续参股宿迁百宝和蜜妆信息，涉足内容电商、美妆等领域，为公司贡献了较大投资收益，

**图 8：2013 年以来公司营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：2012 年以来公司归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**2018 年上半年公司业绩回升主要基于以下几点原因：1) 品牌矩阵不断丰富，在消费升级的趋势下扩大中高端的产品的比重。**上半年新推出以绿色、健康为主题的“依媚”、“娇草堂”、“曼丝娜”等洗护品牌，另一方面通过代理进口品牌“瑞铂希”、“黛尔珀”等进行推广布局，进一步拓展公司在日化细分领域的产品和品牌矩阵。2018 年上半年公司的代理进口产品、自有品牌“美多丝”和“曼丝娜”销售增幅较大，其中美多丝实现营收 9640.1 万元，较上年同期增长 32.5%，目前美多丝的营收占比已从 2017 年的 18% 上升到当前的 21%。**2) 加强渠道布局，其中商超渠道销售增幅较大，商超渠道占比从 2017 年 27% 上升到当前 30%。**公司以“拉芳观线下 CS 基金”为依托，大力拓展以购物中心为主的 CS 渠道；加强与重点零售商的合作（如大润发、物美、步步高为代表的大卖场、超市等），进一步强化线下分销体系，2018 年上半年公司以“大润发”、“物美”等为代表的 KA 渠道销售增幅较大，实现营业收入 1.3 亿元，占营业收入的比重为 30.4%，较去年同期增长 10.3%；同时重点拓展化妆品专营店及电子商务（如京东、天猫等）等新兴渠道。**3) 提高管理和营销效率，社交平台及公众传播有序替换传统营销渠道。**2018 年上半年公司期间费用率下降 4.85 个百分点至 41.7%，其中销售费用率下降 5.7 个百分点至 34.4%。

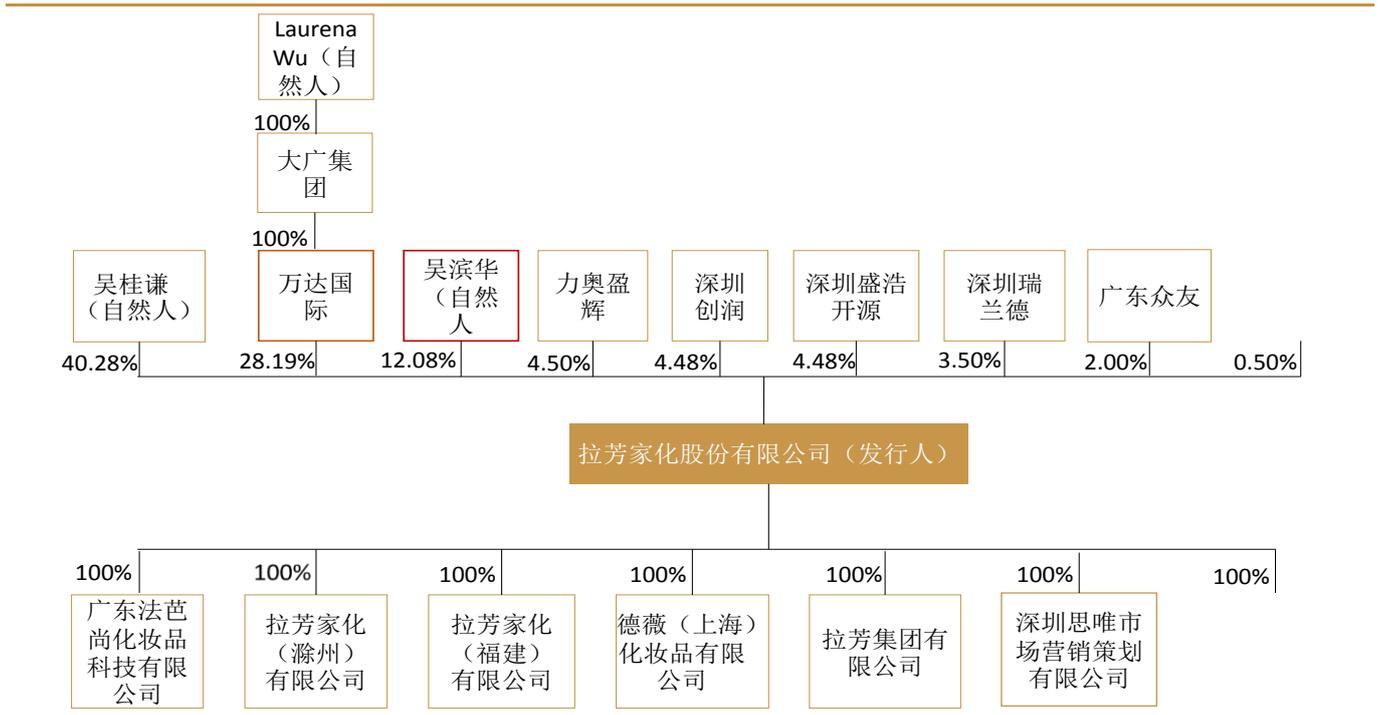
### 1.3 公司股权结构：股权结构稳定，股权激励保障

公司实际控制人为吴桂谦、吴滨华和 Laurena Wu。吴桂谦持有公司股份 30.2%，吴滨华、Laurena Wu 为吴桂谦之女，分别持有公司股份 9.1% 和 21.1%，其中 Laurena Wu 完全控股大广集团，由其全资子公司澳洲万达国际有限公司间接持有拉芳家化 21.1% 股权，三人合计持有公司 60.4% 的股份。公司股权结构稳定，有助于公司持续快速的发展。

**表 2: 公司主要股东持股情况表**

| 股东名称                    | 持股数量 (万股) | 占总股本比例 (%) |
|-------------------------|-----------|------------|
| 吴桂谦                     | 5301.60   | 30.4       |
| 澳洲万达国际有限公司              | 3687.58   | 21.1       |
| 吴滨华                     | 1580.39   | 9.1        |
| 广州市力奥辉投资合伙企业 (有限合伙)     | 588.60    | 3.4        |
| 深圳市盛浩开源投资企业 (有限合伙)      | 585.33    | 3.4        |
| 深圳市创润投资企业 (有限合伙)        | 585.33    | 3.4        |
| 深圳市瑞兰德股份投资基金合伙企业 (有限合伙) | 321.00    | 1.9        |
| 广东众友创业投资有限公司            | 261.60    | 1.5        |
| 广东佰乐投资有限公司              | 65.40     | 0.4        |
| 何伟雄                     | 49.71     | 0.3        |
| 合计                      | 13032.54  | 74.8       |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 10: 股权结构示意图**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**实施股权激励计划, 彰显企业发展信心。**公司于 2017 年 9 月 20 日实施股权激励计划, 行权价格为每份 32.75 元, 向激励对象授予总量为 150 万份股票期权, 占本激励计划签署时公司股本总额 17440 万股的 0.9%。在本次激励计划中, 公司层面的业绩指标为: 2018 年至 2020 年公司各年度实现的归属于上市公司股东的净利润与 2017 年相比, 增长率不得低于 30%、50%、80%。

**表 3: 激励对象名单及授予情况**

| 激励对象                   | 获授的股票期权份数 (万份) | 获授股票期权占授予总数的比例 | 获授股票期权占当前总股本比例 |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|
| 核心管理级员工 (合计 28 人)      | 40             | 27%            | 0.23%          |
| 核心业务 (技术) 骨干 (合计 41 人) | 76             | 52%            | 0.44%          |
| 预留股票期权                 | 30             | 21%            | 0.17%          |
| 总计                     | 146            | 100%           | 0.84%          |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 4: 公司业绩考核要求**

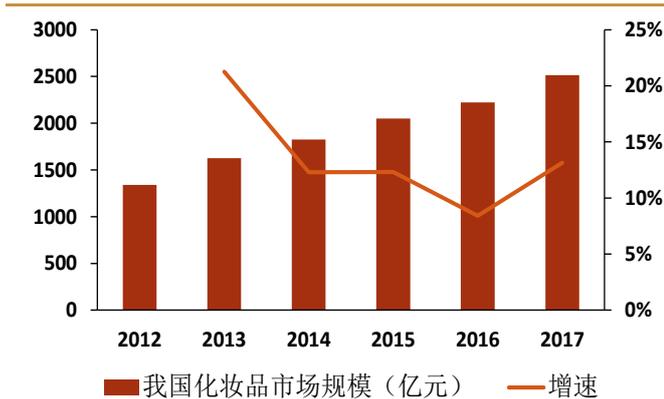
| 行权期               | 业绩考核指标   |
|-------------------|--|
| 首次/预留的股票期权的第一个行权期 | 以 2017 年业绩为基准, 2018 年公司实现的归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长不低于 30% |
| 首次/预留的股票期权的第二个行权期 | 以 2017 年业绩为基准, 2019 年公司实现的归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长不低于 50% |
| 首次/预留的股票期权的第三个行权期 | 以 2017 年业绩为基准, 2020 年公司实现的归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长不低于 80% |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 行业分析: 规模持续上升, 品牌竞争激烈

### 2.1 日化行业规模持续上升

2017 年全球化妆品市场规模达 1940 亿欧元, 同比增长 4.2%, 从增速来看, 近十年来全球化妆品市场呈现稳定增长趋势。而与全球相比, 我国的化妆品市场空间巨大, 2012 年我国限额以上化妆品零售额为 1340 亿元, 至 2017 年我国限额以上化妆品零售额已达 2514 亿元, 同比增长 13.5%, 自 2012 年以来的年复合增长率达到 13%, 增长速度远超全球化妆品市场。

**图 11: 我国限额以上化妆品零售额及增长情况**


数据来源: wind, 统计局, 西南证券整理

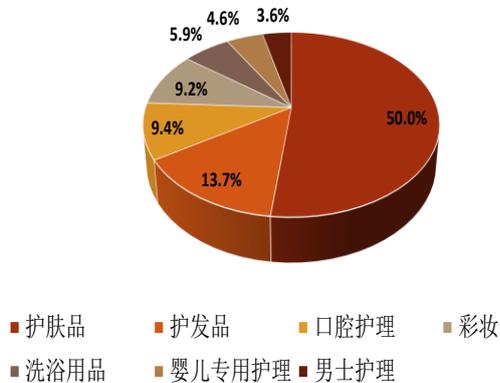
**图 12: 全球化妆品市场规模及增长情况**


数据来源: 欧莱雅集团年报, 西南证券整理

而在化妆品行业中护肤品占比最高, 达 50%, 此外护发品、口腔护理、彩妆、洗浴用品、婴儿专用护理、男士护理占比分别为 13.7%、9.4%、9.2%、5.9%、4.6%、3.6%, 其中洗护 (洗护品、洗浴用品) 类由于渗透率较高, 增速相对缓慢, 而彩妆和护肤类产品起步较晚, 增长最为迅速。

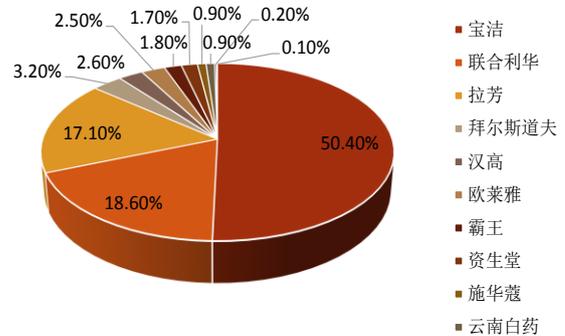
**洗护类用品：**中国洗护类产品由于对外开放较早，现已发展成为竞争相对充分的行业。两大巨头宝洁和联合利华占比了 70% 的市场份额，2015 年宝洁在全球洗护类市场中占比 50.4%，联合利华为 18.6%，而拉芳作为本土品牌跻身第三，占比 17.1%。

图 13：2017 年国内化妆品产品结构



数据来源：产业信息网，西南证券整理

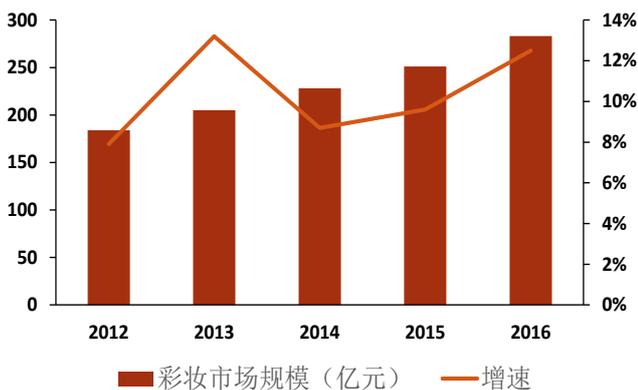
图 14：2015 年洗护类产品市场竞争格局



数据来源：智研咨询，西南证券整理

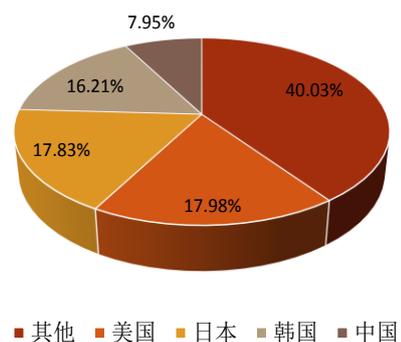
**彩妆市场：**彩妆主要包括脸部化妆品、眼部化妆品、唇部产品、美甲产品和彩妆套装五大类。2016 年我国彩妆市场容量为 283.1 亿元，占化妆品整体市场 8.5% 的份额；其中脸部化妆品、眼部化妆品、唇部产品、美甲产品和彩妆套装分别为 138.2 亿元、60.4 亿元、71.5 亿元、4.8 亿元和 8.2 亿元。2012-2016 年彩妆市场的年均复合增长率为 11.8%。从彩妆零售额占化妆品市场比例来看，我国当前的彩妆零售额仅占化妆品市场的 8%，日本、韩国彩妆零售额占化妆品市场的比例为 17.8% 及 16.2%，美国为 18%，相比于成熟的彩妆市场，我国彩妆零售额占化妆品市场的比例未来还有较大的提升空间。

图 15：2012-2016 年我国彩妆市场规模



数据来源：产业信息网，西南证券整理

图 16：2016 年彩妆零售额在化妆品市场中的占比



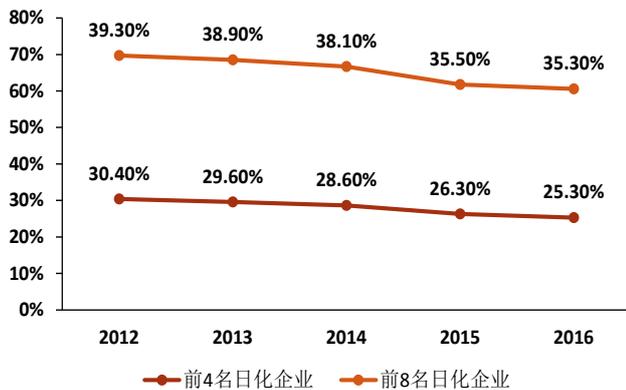
数据来源：产业信息网，西南证券整理

## 2.2 日化行业竞争激烈

日化行业竞争激烈。中国已成为世界化妆品消费大国，国外品牌的纷纷涌入、国产品牌的不断崛起，导致妆品行业市场竞争日益激烈，市场集中度不断下降，2016年前4名日化企业销售金额总和占全国日化销售总额的比重由2012年的39.3%下降到35.3%，前8名日化企业由2012年的30.4%下降到25.3%。

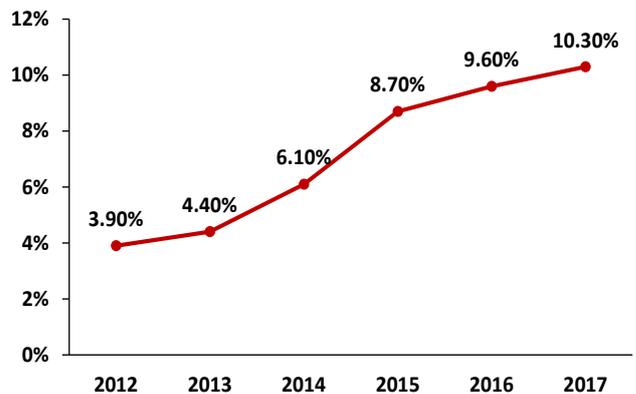
国产品牌市场份额不断扩大。随着行业的持续扩张，我国国产化妆品品牌如雨后春笋般不断涌现。在TOP20品牌中，本土品牌的份额正不断提升，护肤品类中本土品牌市场份额从2011年的6.9%提升到2017年的22.0%，彩妆品类的本土份额占比也从2011年的5.5%提高到2017年的15.0%。排名前二十的企业中也出现了上海家化、伽蓝集团、百雀羚、韩束、云南白药等多家本土企业。国内本土化妆品企业通过更好地贴近国内消费者需求，了解国内消费者的消费偏好，精准的品牌定位，灵活的供应链管理，以及与日化专营店、电商等渠道的默契配合，提升品牌知名度和信任度，本土化妆品品牌有望保持持续稳定增长。

图 17：中国日化企业的行业集中度



数据来源：Euromonitor C&T China 2016，西南证券整理

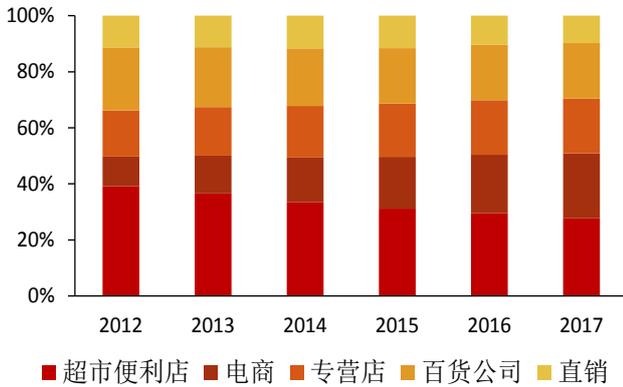
图 18：2012-2017 年日化 TOP20 中本土企业市占率



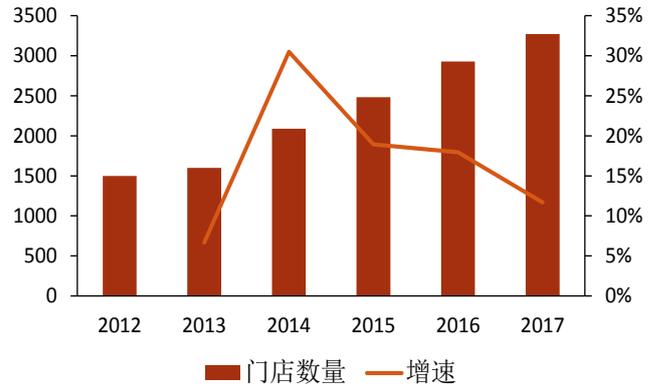
数据来源：产业信息网，西南证券整理

## 2.3 渠道结构变革，线上发展迅速

商超百货渠道日渐萎缩，化妆品专卖店渠道稳步增长。传统的商超百货渠道销售额占比逐年下降，其中超市及便利店五年间占比下降 10.3 个百分点至 2017 年的 27.7%，但仍为最大渠道；百货渠道占比下降 3.1 个百分点至 2017 年的 18.7%，退居第三大渠道。电商渠道五年间占比翻倍至 2017 年达 23.2%，成为第二大渠道。专营店占比也稳步提升 2 个百分点至 2017 年的 18.2%，位居第四。从线下渠道看，商超百货仍为主要销售渠道，但专营店呈现稳步发展。

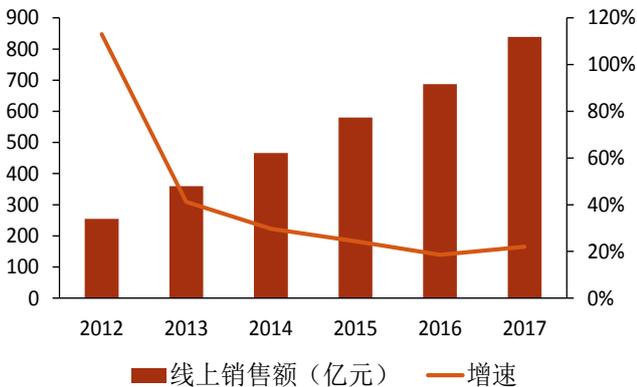
**图 19: 2012-2017 年中国日化行业各渠道销售占比**


数据来源: E 智研咨询, 西南证券整理

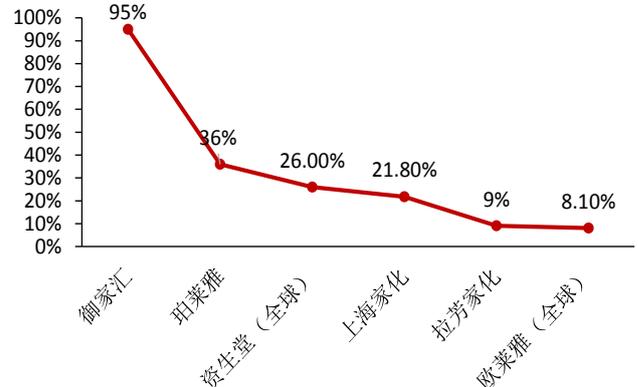
**图 20: 2012-2017 年屈臣氏门店数量**


数据来源: choice, 西南证券整理

**渠道结构变革, 推动国产日化企业快速增长。**伴随着我国电子商务的迅速发展, 网购已成为购买化妆品性价比最高的方式之一, 日化行业线上销售规模持续扩张, 2012-2017 年复合增长率为 26.9%, 2017 年达 838.7 亿元。本土品牌对电商拓展更早更积极, 线上占比明显高于国际品牌, 如御家汇, 2017 年线上占比达到 95%。而珀莱雅、上海家化和拉芳, 三年间线上营收占比分别提升 0.4、14.1 和 8.0 个百分点, 2017 年达到 36%、21.8%和 9.1%。

**图 21: 2012-2017 年国内日化行业线上销售额**


数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

**图 22: 2017 年国内外日化企业线上销售占比**


数据来源: Euromonitor C&amp;T China 2016, 西南证券整理

### 3 公司分析：品牌渠道齐发展，拉芳开启新篇章

#### 3.1 品牌优质、口碑优异，民族品牌突围成功

##### 3.1.1 品牌矩阵丰富

加速拓展日化细分领域的产品和品牌矩阵。公司坚持以“拉芳”品牌为主打，积极拓展“美多丝”、“缤纯”、“圣峰”、“曼丝娜”、“瑞铂希”及“黛尔珀”等自有或代理品牌，其中拉芳定位为营养柔顺系列，价格在 20 到 60 元之间；美多丝定位为头发受损修复系列，价格在 40 到 200 元之间；曼丝娜定位为无硅油系列，价格在 43.4 到 98 元之间；代理品牌瑞铂希、黛尔珀价格分别在 688 到 2188 元和 108 到 338 元之间。丰富的品牌矩阵将公司打造为年轻化、高端化的“拉芳”品牌群，实现公司的产品和品牌系列向多样化、多品牌、年轻化及高端化方向发展。

表 5：公司品牌矩阵

| 品牌  | 产品  | 价位         | 定位  |
|-----|---|------------|-----|
| 拉芳  |   | 20-60 元/件  | 大众  |
| 雨洁  |  | 20-40 元/件  | 大众  |
| 美多丝 |  | 40-200 元/件 | 中高端 |
| 缤纯  |  | 8-50 元/件   | 大众  |
| 圣峰  |  | 2-8 元/件    | 大众  |

| 品牌  | 产品  | 价位         | 定位 |
|-----|---|------------|----|
| 曼丝娜 |  | 43.4—98/件  | 中端 |
| 瑞铂希 |  | 688-2188/件 | 代理 |
| 黛尔珀 |  | 108-338/件  | 代理 |

数据来源：世界品牌实验室，西南证券整理

**(1) 拉芳：**“拉芳”品牌定位为营养柔顺系列，作为拉芳家化旗下的著名品牌，十多年来一直致力于优质洗护发产品的研发，专注于各类发质头皮头发护理的服务。2013- 2016 年拉芳品牌收入占比分别为 69.9%、78.6%、71.3%和 69.7%。

**表 6：拉芳系列产品**

| 产品系列       | 产品      | 产品功效               |
|------------|---------|--------------------|
| 臻致奢护系列     | 氨基酸洗发水  | 柔软顺滑 深度清洁          |
|            | 清莹去屑洗发水 | 深度滋养 柔软顺滑 深度清洁     |
|            | 无硅油洗发水  | 滋润营养 改善毛躁 去油止痒     |
| 精油洗护系列     | 奇焕臻润洗发水 | 丰盈蓬松 滋润 保湿 补水      |
|            | 奇焕臻润发膜  | 改善毛躁 染烫受损护理 头皮控油   |
|            | 臻润修护精华液 | 改善毛躁 滋润 保湿 补水      |
| LAFCOCO 系列 | 水润香氛洗发乳 | 丰盈蓬松 改善毛躁 改善头痒     |
|            | 水润香氛护发素 | 丰盈蓬松 改善毛躁 改善头痒     |
|            | 水润香氛沐浴露 | 滋润 补水 深层清洁 清爽 滋润保湿 |
| 拉芳热卖单品     | 去屑控油洗发水 | 柔软顺滑 去屑止痒 滋润营养     |
|            | 深层修护发膜  | 丰盈蓬松 改善毛躁 染烫受损护理   |
|            | 发尾修润精油  | 使用效果 光泽 清爽         |

数据来源：公司官网，西南证券整理

**(2) 美多丝：**新品牌“美多丝”，定位为头发受损修复系列产品，是拉芳家化旗下的美发造型品牌，是完善拉芳家化整体布局的重要棋子，代表着拉芳家化进军洗护市场的决心，扩大拉芳家化在国内洗护市场的份额。2014- 2017 年美多丝收入增速分别为 315.6%、57.9%、85.7%和 13.1%，收入占比分别为 5.8%、8.6%、15.0%和 18.2%；2018 上半年美多丝实现营收 9640.1 万元，较上年同期增长 32.5%。

图 23: 美多丝产品图片



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.1.2 文化底蕴深厚, 企业口碑优异

拉芳出品, 优质保证是拉芳家化对于广大消费者的郑重承诺。拉芳家化一直将“品质”视为企业的核心生命力, 在生产环境、生产工艺、过程控制和品质管理上都尽力做到最好!

拉芳家化始终坚持“诚信、品质、分享”的企业价值观。拉芳视诚信为企业发展基石, 视品质为企业的生命, 视分享为企业的责任, 三者环环相扣, 持之以恒。公司目前已建成集科研、生产、办公、生活为一体的两个工业园区——拉芳工业园、金洁工业园, 其中拉芳工业园占地面积 180 多亩, 建筑面积 12 万多平方米; 金洁工业城占地面积 100 亩, 建筑面积 7 万多平方米, 总投资人民币 1.2 亿元。拉芳坚持以“零缺陷”作为企业质量管理的最终目标, 严格管理, 精益求精。

图 24: 拉芳工业园



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 金洁工业园



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 3.2 营销研发双管齐下, 品牌品质显著提升

### 3.2.1 研发

积极研发创新, 优化产品结构。公司聚焦洗护沐, 并加大对膏霜、儿童、口腔护理等领域产品的研发, 通过持续与德之馨、巴斯夫、瓦克等国际性机构合作, 不断研发新产品, 优

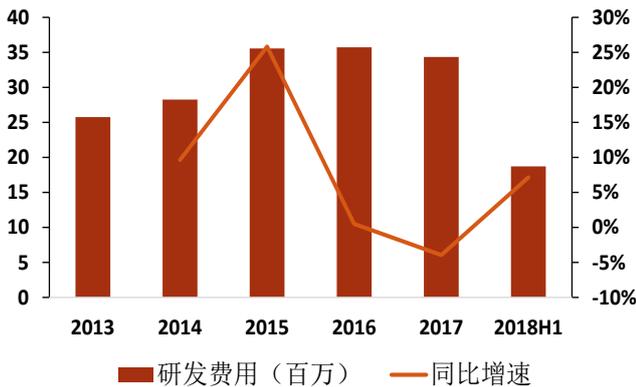
化产品配方。拉芳家化虽然在研发投入的整体规模上，与宝洁、欧莱雅等国际巨头不可同日而语——宝洁的研发开支是拉芳家化年收入的 13 倍。但是，就研发投入占营业收入的比重来看，拉芳家化 3.4% 的比例已位于行业前列，与研发投入最下功夫的花王 (3.5%) 和欧莱雅 (3.1%) 持平，高于宝洁 2.9%，也高于国产品牌上海家化的 2.2%。

**表 7：2017 年研发费用表**

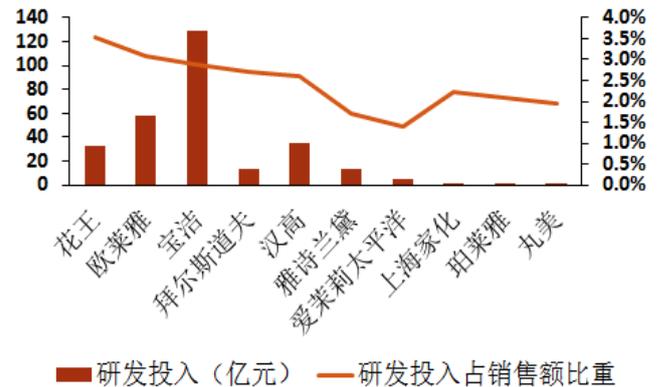
| 项目分类                | 金额/数量 |
|---------------------|-------|
| 本期费用化研发投入 (万元)      | 3433  |
| 研发投入总额占营业收入比例 (%)   | 3.50  |
| 公司研发人员的数量 (人)       | 108   |
| 研发人员数量占公司总人数的比例 (%) | 3.78  |

数据来源：wind，西南证券整理

2018 年上半年公司及子公司所获得的新增授权专利共 11 项，其中：发明专利 4 项，外观专利 7 项；公司及子公司新增商标 39 项。2017 年公司研发支出 3432.6 万元，占营业收入的 3.5%，同比-3.92%，2018 年上半年研发支出 1872.6 万元，占营业收入的 4.2%，同比+7.14%，

**图 26：2013 年以来年公司研发投入及增速**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 27：2015 年化妆品公司研发投入情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2.2 营销

良好的品牌形象是促使消费者的购买的最重要的因素之一。2018 年上半年，公司不仅通过知名 KOL 博主戏精牡丹”软植入“拉芳”产品；线下通过“解忧电话亭”、线上通过微博、微信将公司自创的《洗走不顺》魔性舞曲进行传播。此外，公司分别通过与湖南卫视热播剧《像我们一样年轻》和《金牌投资人》、湖北卫视《非正式会谈》、东方卫视《琅琊榜 2 风起长林》等电视节目进行宣传和推广。

图 28: 拉芳现任品牌代言人唐嫣



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 29: 美多丝现任品牌代言人刘诗诗



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 30: 美多丝综艺节目宣传图片



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

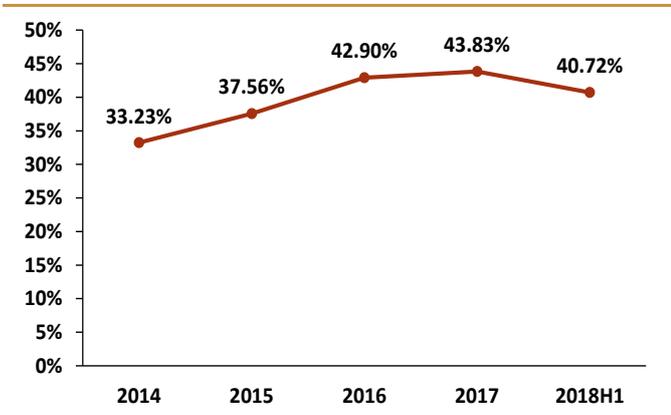
图 31: 2018H1 电视剧宣传海报



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

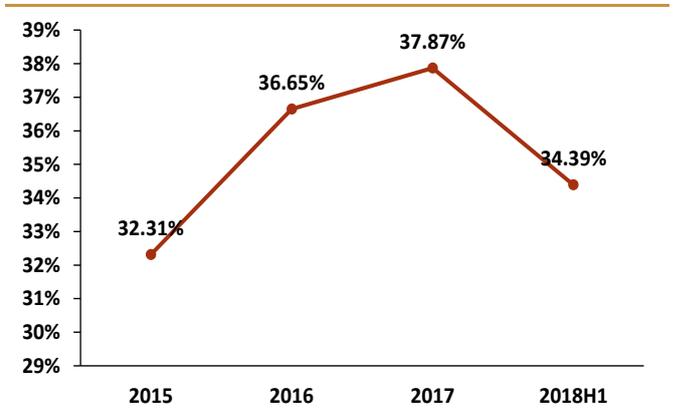
2015-2017 年公司的期间费用率分别为 37.9%、42.8%和 43.9%，销售费用率分别为 32.3%、36.7%和 37.9%。2018 上半年期间费用率下降 4.85 个百分点至 41.7%，其中销售费用率下降 5.7 个百分点至 34.4%，主要系社交平台及公众传播有序替换传统渠道宣传费用所致。

图 32: 2014 年以来公司期间费用率变化情况



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 33: 2015 年以来年公司销售费用率变化情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2015、2016 年期间费用率上升主要在于公司加大对美多丝品牌的宣传效应。2015、2016 年期间费用率分别较上期上升 4.3 个百分点、4.8 个百分点，主要在于公司在 2015 年度开始加强对商超渠道的开拓力度，加大对中高端洗护类品牌“美多丝”的市场推广，相应的广告费用、销售人员费用的投入增加所致。为配合“美多丝”升级为中高端品牌，拉芳家化于 2015 年聘请了刘诗诗为品牌代言人，并于 2016 年对“美多丝”加大了广告投放力度，冠名《花样姐姐》、《我爱挑战》等多档热播综艺节目。目前广告投入的效果正在不断释放。

### 3.3 延伸外沿投资领域，扩张电商美妆平台

#### 3.3.1 投资宿迁百宝，加码电商渠道

投资宿迁百宝布局社交电商，切入新模式新渠道拥抱消费升级。2017 年 9 月拉芳家化以 1.1 亿对宿迁百宝增资 20% 股权，进入母婴行业微信公众号运营、社交电商领域，同时公司享有优先认购权。宿迁百宝主营母婴、女性自媒体社群和电商业务，其通过在微信公众号平台上撰写优质文章，低成本聚拢精准粉丝，向粉丝提供优质服务提升粘度，并依托忠实粉丝群体的高转化率实现婴幼儿用品、女性用品的规模化销售，是目前国内最具代表性的社群电商企业之一。目前，宿迁百宝旗下拥有“小小包麻麻”、“小说说咱家娃”和“宝宝营养辅食”在内的十余个母婴、女性类微信公众号。

表 8：增资前宿迁百宝股东情况

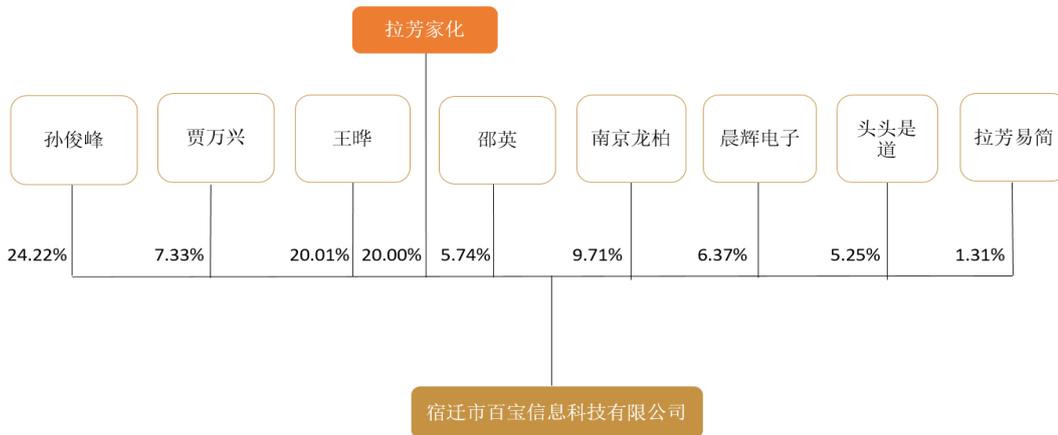
| 股东姓名/名称       | 出资额 (万元) | 持股比例  |
|---------------|----------|-------|
| 孙俊峰           | 38.0     | 30.3% |
| 贾万兴           | 11.5     | 9.2%  |
| 王晔            | 31.5     | 25.1% |
| 邵英            | 9.0      | 7.2%  |
| 南京龙柏投资中心      | 15.2     | 12.1% |
| 宿迁市晨辉电子科技研发中心 | 10.0     | 8.0%  |
| 杭州头头是道投资合伙企业  | 8.2      | 6.5%  |
| 珠海拉芳易简新媒体产业基金 | 2.1      | 1.6%  |
| 合计            | 125.5    | 100%  |

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 9：宿迁百宝财务指标

| 项目        | 2016 年度 | 2017 年 1-6 月 |
|-----------|---------|--------------|
| 资产总额 (万元) | 4425    | 8792         |
| 资产净额 (万元) | 2675    | 5656         |
| 营业收入 (万元) | 10632   | 14379        |
| 净利润 (万元)  | 75      | 203          |

数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 34: 增资后股权结构示意图**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 10: 业绩承诺**

| 业绩承诺   | 承诺内容                                   |
|--------|--|
| 业绩承诺 1 | 2018 年度归属于母公司所有者的净利润将达到 3000 万元        |
| 业绩承诺 2 | 2017、2018 年度归属于母公司所有者的净利润合计将达到 4500 万元 |
| 业绩承诺 3 | 2017 年度、2018 年度实现的营业收入合计将达到 9 亿元       |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**投资宿迁百宝的协同效应:** 公司充分利用宿迁百宝高度精准和垂直的粉丝群、优秀的內容生产能力、选品能力和商品变现能力, 积极推动公司新产品的研发、产品品类拓展乃至孵化新品牌等工作, 为公司打开新的发展空间; 此外, 公司与宿迁百宝积极探索在电商內容生产、流量导入、粉丝经济等方面的合作空间, 进一步拓展电商销售平台、丰富电商渠道, 增强电商渠道的销售能力, 稳步提升销售业绩。

### 3.3.2 入股蜜妆信息, 延伸自媒体、美妆领域布局

**延伸美妆领域, 优化资源配置。** 2018 年 5 月 15 日拉芳家化以 3440 万元收购蜜妆信息 26.8% 的股权。蜜妆信息主营业务为自媒体原创內容运营、自有彩妆品牌“MeetDay”的品牌管理和运营, 该公司运营的自媒体主要以微信公众号及微博“MK 凉凉”为主, 拥有“小五月狂想曲”、“粉星种草鸡”、“托腮少女张橙子”及“MK 的小宇宙”等微信公众号矩阵, 形成了覆盖 600 多万粉丝的网红平台。

从产业链上看, 蜜妆信息的业务涵盖了美妆时尚原创內容创作、年轻女性粉丝运营、社群运营、IP 打造、KOL 孵化、彩妆品牌运营及供应链管理、彩妆销售渠道拓展与维护等领域, 公司通过此次入股蜜妆信息, 进入自媒体和美妆领域, 可形成优势互补, 丰富公司产品结构, 增强品牌推广效率, 拓展公司营销渠道。

**表 11: 收购前蜜妆信息 6 名股东情况**

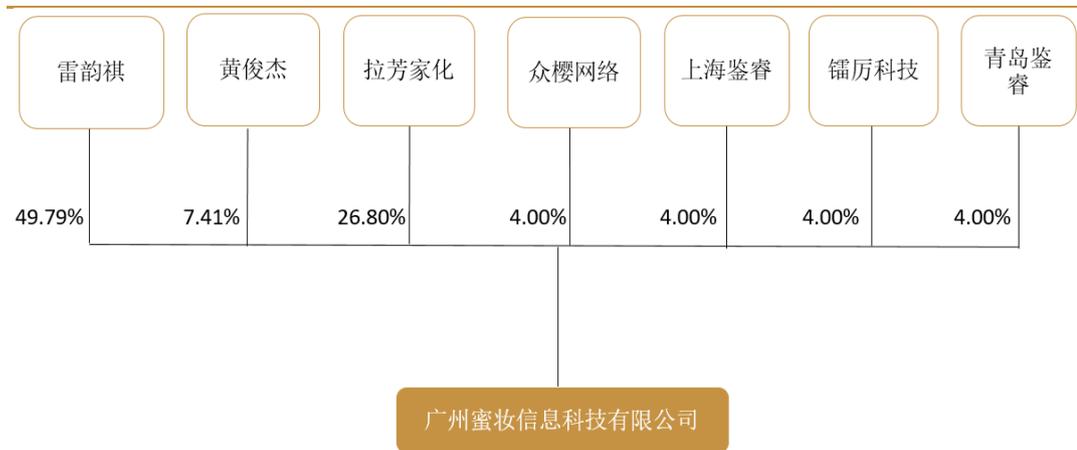
| 股东名称          | 出资额 (万元) | 持股比例   |
|---------------|----------|--------|
| 雷韵祺           | 7.5      | 55.3%  |
| 黄俊杰           | 1.0      | 7.4%   |
| 珠海拉芳易简新媒体产业基金 | 2.0      | 14.5%  |
| 宁波众樱网络科技有限公司  | 1.0      | 7.6%   |
| 上海鉴睿创业投资中心    | 0.6      | 4.8%   |
| 宁波镭厉科技创业投资中心  | 0.6      | 4.8%   |
| 青岛鉴睿创业投资中心    | 0.8      | 5.7%   |
| 合计            | 13.5     | 16.75% |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 12: 蜜妆信息 2017 年财务数据**

| 项目         | 2017 年 (未经审计) |
|------------|---------------|
| 资产总额 (万元)  | 2939          |
| 负债总额 (万元)  | 657           |
| 所有者权益 (万元) | 2252          |
| 营业收入 (万元)  | 3979          |
| 营业利润 (万元)  | 2052          |
| 净利润 (万元)   | 1655          |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 35: 股权结构示意图**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**入股蜜妆信息的协同效应:** (1) 优势互补、产业协同, 提升公司整体业务能力。公司通过入股蜜妆信息, 进入自媒体和美妆领域, 可形成优势互补, 丰富公司产品结构, 增强品牌推广效率, 拓展公司营销渠道, 有利于更好的优化资源配置、实现产业链的协同发展, 进一步提升公司的整体业务能力。(2) 良好的投资价值。蜜妆信息具有优秀的美妆时尚类内容创作能力、推广及电商变现能力, 核心管理团队稳定, 盈利能力较强。

### 3.3.3 设立美妆产业基金，完善日化行业战略布局

**定位美妆行业，优势互补完善美妆领域产业布局。**2018年3月拉芳家化与珠海市华熙基金管理有限公司、品观科技（武汉）有限公司共同投资设立总规模为1亿元的美妆产业基金。产业基金投资方向定位为美妆行业线下渠道商、代理商、服务方案提供商、境内外优质化妆品品牌公司、B2B智能硬件等领域的资源整合为目的，结合公司和品观科技在美妆领域的专业优势，借助专业投资管理机构华熙基金的投资经验和专业能力，优势互补推动公司引入外部资源和市场化资本，从而增强公司的盈利能力。拉芳家化可利用基金的专业优势和风险控制能力，为公司提供优质项目储备，推动公司积极稳健地扩张，从而进一步完善公司在美妆领域的产业布局，实现公司持续、健康、快速发展。

**表 13：合作方基本情况**

| 合作方           | 法人代表 | 股权结构                                    |
|---------------|------|---|
| 品观科技有限公司      | 邓敏   | 品观企业管理（武汉）有限公司持股 100%                   |
| 珠海市华熙基金管理有限公司 | 王亚宁  | 众君和管理咨询（深圳）有限公司持股 70%，众君弘（深圳）投资企业持股 30% |

数据来源：公司公告，西南证券整理

基金有限合伙人出资规模暂定为1亿元，其中：首期规模为5000万元，拉芳家化出资4700万元（出资比例为94%），品观科技出资300万元（出资比例为6%），剩余出资根据实际情况由华熙基金决定是否募集。

**表 14：合伙首期出资情况**

| 合作方  | 出资金额（万元）   | 出资比例 |
|------|------------|------|
| 拉芳家化 | 4700       | 94%  |
| 品观科技 | 300        | 6%   |
| 华熙基金 | 根据情况决定是否募捐 |      |
| 合计   | 5000       | 100% |

数据来源：公司公告，西南证券整理

**设立产业基金的协同效应：**主要以美妆行业线下渠道商、代理商、服务方案提供商、境内外优质化妆品品牌公司、B2B智能硬件等领域的资源整合为目的，结合公司和品观科技在美妆领域的专业优势，借助专业投资管理机构华熙基金的投资经验和专业能力，优势互补推动公司引入外部资源和市场化资本，从而增强公司的盈利能力。

## 4 盈利预测与估值

假设 1：假设未来三年拉芳价格不变，预计 2018-2020 年拉芳的销量增速分别为 5%、3%和 1%，毛利率分别为 56%、57%和 58%。

假设 2：假设未来三年美多丝价格不变，随着美多丝品牌的升级与品牌宣传效应，美多丝的收入将有所增加，预计 2018-2020 年销量增速分别为 35%、33%和 30%，毛利率分别为 80%、84%和 84%。

假设 3：假设未来三年雨洁价格不变，预计 2018-2020 年雨洁的销量增速分别为 2%、2%和 1%，毛利率分别为 60%、61%和 62%。

**表 15: 分品牌收入拆分**

| 单位: 百万元       | 2015A  | 2016A   | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>合计</b>     |        |         |         |         |         |         |
| 收入            | 984.69 | 1048.97 | 981.12  | 1074.14 | 1172.85 | 1273.95 |
| 增速            |        | 6.53%   | -6.47%  | 9.48%   | 9.19%   | 8.62%   |
| 成本            | 391.98 | 428.05  | 391.98  | 402.91  | 405.65  | 415.83  |
| 毛利率           | 60.19% | 59.19%  | 60.05%  | 62.49%  | 65.41%  | 67.36%  |
| <b>拉芳</b>     |        |         |         |         |         |         |
| 收入            | 634.43 | 654.12  | 594.77  | 624.51  | 643.24  | 649.68  |
| 增速            |        | 3.10%   | -9.07%  | 5%      | 3%      | 1%      |
| 成本            | 287.14 | 286.64  | 261.70  | 274.78  | 276.59  | 272.86  |
| 毛利率           | 54.74% | 56.18%  | 56%     | 56%     | 57%     | 58%     |
| <b>雨洁</b>     |        |         |         |         |         |         |
| 收入            | 201.28 | 167.16  | 155.35  | 158.46  | 161.63  | 163.24  |
| 增速            |        | -16.95% | -7.07%  | 2%      | 2%      | 1%      |
| 成本            | 81.22  | 66.75   | 62.14   | 63.38   | 63.03   | 62.03   |
| 毛利率           | 59.65% | 60.07%  | 60%     | 60%     | 61%     | 62%     |
| <b>美多丝</b>    |        |         |         |         |         |         |
| 收入            | 94.8   | 157.51  | 178.16  | 240.52  | 319.89  | 415.85  |
| 增速            |        | 66.15%  | 13.10%  | 35%     | 33%     | 30%     |
| 成本            | 38.92  | 41.24   | 42.76   | 48.10   | 51.18   | 66.54   |
| 毛利率           | 58.95% | 73.82%  | 76%     | 80%     | 84%     | 84%     |
| <b>其他主营业务</b> |        |         |         |         |         |         |
| 收入            | 53.06  | 68.98   | 52.24   | 50.15   | 47.64   | 44.78   |
| 增速            |        | 30%     | -24.27% | -4%     | -5%     | -6%     |
| 成本            | 25.88  | 32.55   | 16.72   | 16.55   | 14.77   | 14.33   |
| 毛利率           | 51.22% | 52.81%  | 67.99%  | 67%     | 69%     | 68%     |
| <b>其他</b>     |        |         |         |         |         |         |
| 收入            | 1.12   | 1.2     | 0.56    | 0.50    | 0.45    | 0.39    |
| 增速            |        | 7.14%   | -53.33% | -10%    | -11%    | -13%    |
| 成本            | 0.73   | 0.87    | 0.09    | 0.09    | 0.07    | 0.06    |
| 毛利率           | 34.54% | 27.80%  | 83.53%  | 83%     | 85%     | 84%     |

数据来源: 公司公告, 17 年拉芳和雨洁的收入根据 2016 年二者占比推算, 西南证券

鉴于公司内生改善明显、外延加速布局, 二季度业绩大幅好转, 我们上调盈利预测, 预计拉芳家化 2018-2020 年的归母净利润分别为 2.0 亿、2.5 亿和 2.9 亿, 同比增速分别为 47.6%、22.0% 和 15.8%, EPS 分别为 0.79 元、0.90 元、1.04 元, 对应 PE 为 17 倍、14 倍和 12 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, 我们认为公司估值可参考同行业平均水平。以上海家化、珀莱雅、御家汇三家民族日化企业为参考, 根据 wind 一致预测, 2018 年 PE 平均估值为 37 倍, 因此给予公司 30 倍 PE, 对应 6 个月目标价为 23.7 元, 维持“买入”评级。

**表 16: 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      | 226.17   | 226.17    | 52.33  | 42.05 | 31.56 |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 化工 (化妆品) | 82.62    | 82.62     | 38.12  | 31.29 | 24.28 |
| 300740.SZ | 御家汇  | 化工 (化妆品) | 81.36    | 81.36     | 49.81  | 36.90 | 27.01 |
| 平均值       |      |          |          |           | 46.75  | 36.75 | 27.62 |
| 603630.SH | 拉芳家化 | 日用品      | 35.16    | 3.16      | 23.61  | 19.02 | 16.27 |

数据来源: wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

行业竞争加剧或不及预期风险; 新品销售或不及预期风险; 投资项目达成及进度或不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |         |         |         |         | 现金流量表 (百万元)       |         |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|-------------------|---------|---------|---------|---------|
|               | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |                   | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
| 营业收入          | 981.12  | 1074.14 | 1172.85 | 1273.95 | 净利润               | 138.05  | 204.04  | 248.98  | 288.21  |
| 营业成本          | 391.98  | 402.91  | 405.65  | 415.83  | 折旧与摊销             | 15.50   | 14.98   | 14.98   | 14.98   |
| 营业税金及附加       | 12.82   | 13.00   | 14.19   | 15.41   | 财务费用              | -12.10  | -1.50   | -0.60   | -1.05   |
| 销售费用          | 371.52  | 369.40  | 402.64  | 438.11  | 资产减值损失            | 3.29    | 0.01    | 0.01    | 0.01    |
| 管理费用          | 70.63   | 91.09   | 98.87   | 107.39  | 经营营运资本变动          | -438.82 | -732.70 | -101.43 | -108.05 |
| 财务费用          | -12.10  | -1.50   | -0.60   | -1.05   | 其他                | 353.47  | -20.48  | -33.03  | -32.98  |
| 资产减值损失        | 3.29    | 0.01    | 0.01    | 0.01    | <b>经营活动现金流净额</b>  | 59.39   | -535.65 | 128.91  | 161.11  |
| 投资收益          | 6.29    | 34.24   | 34.24   | 34.24   | 资本支出              | -36.27  | -2.03   | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动损益      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 其他                | -429.74 | 34.17   | 34.24   | 34.24   |
| 其他经营损益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>投资活动现金流净额</b>  | -466.01 | 32.14   | 34.24   | 34.24   |
| <b>营业利润</b>   | 151.48  | 233.49  | 286.33  | 332.49  | 短期借款              | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他非经营损益       | 7.65    | 6.56    | 6.58    | 6.58    | 长期借款              | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>利润总额</b>   | 159.13  | 240.05  | 292.91  | 339.07  | 股权融资              | 750.91  | -100.00 | 0.00    | 0.00    |
| 所得税           | 21.08   | 36.01   | 43.94   | 50.86   | 支付股利              | -29.82  | -27.61  | -40.75  | -49.74  |
| 净利润           | 138.05  | 204.04  | 248.98  | 288.21  | 其他                | -1.02   | 1.50    | 0.60    | 1.05    |
| 少数股东损益        | 0.00    | 0.27    | 0.27    | 0.27    | <b>筹资活动现金流净额</b>  | 720.06  | -126.11 | -40.16  | -48.69  |
| 归属母公司股东净利润    | 138.05  | 203.77  | 248.71  | 287.94  | <b>现金流量净额</b>     | 313.45  | -629.62 | 122.99  | 146.66  |
|               |         |         |         |         |                   |         |         |         |         |
| 资产负债表 (百万元)   |         |         |         |         | 财务分析指标            |         |         |         |         |
|               | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |                   | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
| 货币资金          | 795.34  | 165.72  | 288.71  | 435.37  | <b>成长能力</b>       |         |         |         |         |
| 应收和预付款项       | 94.04   | 262.22  | 286.29  | 310.93  | 销售收入增长率           | -6.47%  | 9.48%   | 9.19%   | 8.62%   |
| 存货            | 264.41  | 335.79  | 338.09  | 346.62  | 营业利润增长率           | -7.83%  | 54.13%  | 22.63%  | 16.12%  |
| 其他流动资产        | 392.54  | 975.32  | 1064.95 | 1156.74 | 净利润增长率            | -7.64%  | 47.80%  | 22.02%  | 15.76%  |
| 长期股权投资        | 207.26  | 207.26  | 207.26  | 207.26  | EBITDA 增长率        | -10.61% | 59.46%  | 21.76%  | 15.20%  |
| 投资性房地产        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>获利能力</b>       |         |         |         |         |
| 固定资产和在建工程     | 72.02   | 60.41   | 46.78   | 33.15   | 毛利率               | 60.05%  | 62.49%  | 65.41%  | 67.36%  |
| 无形资产和开发支出     | 50.01   | 48.66   | 47.30   | 45.95   | 三费率               | 43.83%  | 42.73%  | 42.71%  | 42.74%  |
| 其他非流动资产       | 5.66    | 5.73    | 5.73    | 5.73    | 净利率               | 14.07%  | 19.00%  | 21.23%  | 22.62%  |
| <b>资产总计</b>   | 1881.27 | 2061.11 | 2285.12 | 2541.77 | ROE               | 8.12%   | 11.49%  | 12.55%  | 12.97%  |
| 短期借款          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROA               | 7.34%   | 9.90%   | 10.90%  | 11.34%  |
| 应付和预收款项       | 167.02  | 273.91  | 289.69  | 307.87  | ROIC              | 21.21%  | 17.20%  | 15.65%  | 17.07%  |
| 长期借款          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EBITDA/销售收入       | 15.79%  | 22.99%  | 25.64%  | 27.19%  |
| 其他负债          | 15.14   | 11.66   | 11.66   | 11.66   | <b>营运能力</b>       |         |         |         |         |
| <b>负债合计</b>   | 182.16  | 285.56  | 301.35  | 319.53  | 总资产周转率            | 0.66    | 0.54    | 0.54    | 0.53    |
| 股本            | 174.40  | 174.40  | 174.40  | 174.40  | 固定资产周转率           | 13.68   | 17.66   | 24.85   | 37.95   |
| 资本公积          | 870.65  | 770.65  | 770.65  | 770.65  | 应收账款周转率           | 11.90   | 6.03    | 4.18    | 4.17    |
| 留存收益          | 654.07  | 830.23  | 1038.18 | 1276.38 | 存货周转率             | 1.55    | 1.34    | 1.20    | 1.21    |
| 归属母公司股东权益     | 1699.12 | 1775.28 | 1983.23 | 2221.43 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.10% | —       | —       | —       |
| 少数股东权益        | 0.00    | 0.27    | 0.54    | 0.81    | <b>资本结构</b>       |         |         |         |         |
| <b>股东权益合计</b> | 1699.12 | 1775.55 | 1983.77 | 2222.24 | 资产负债率             | 9.68%   | 13.85%  | 13.19%  | 12.57%  |
| 负债和股东权益合计     | 1881.27 | 2061.11 | 2285.12 | 2541.77 | 带息债务/总负债          | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   |
|               |         |         |         |         | 流动比率              | 9.07    | 6.35    | 6.83    | 7.31    |
|               |         |         |         |         | 速动比率              | 7.52    | 5.12    | 5.66    | 6.18    |
|               |         |         |         |         | 股利支付率             | 21.60%  | 13.55%  | 16.39%  | 17.27%  |
| 业绩和估值指标       |         |         |         |         | 每股指标              |         |         |         |         |
|               | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |                   | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
| EBITDA        | 154.88  | 246.97  | 300.71  | 346.42  | 每股收益              | 0.62    | 0.79    | 0.90    | 1.04    |
| PE            | 25.82   | 17.49   | 14.33   | 12.38   | 每股净资产             | 7.57    | 9.13    | 9.87    | 10.73   |
| PB            | 2.10    | 2.01    | 1.80    | 1.60    | 每股经营现金            | 0.26    | 0.46    | 0.52    | 0.78    |
| PS            | 3.63    | 3.32    | 3.04    | 2.80    | 每股股利              | 0.13    | 0.12    | 0.16    | 0.18    |
| EV/EBITDA     | 2741.57 | 2741.57 | 2741.57 | 2741.57 |                   |         |         |         |         |
| 股息率           | 0.84%   | 0.77%   | 1.14%   | 1.40%   |                   |         |         |         |         |

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     |
|    | 汪文沁    | 机构销售   | 021-68415380  | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn      |
|    | 王慧芳    | 机构销售   | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn      |
| 北京 | 蒋诗烽    | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@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      |
|    | 陈霄（广州） | 机构销售   | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |