

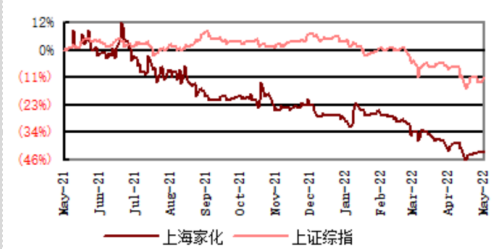
600315.SH

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 32.04

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.7)	(4.8)	(19.3)	(46.9)
相对上证指数	(5.7)	(1.4)	(7.7)	(34.4)

发行股数(百万)	680
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	21,775
3个月日均交易额(人民币 百万)	129
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
上海家化(集团)有限公司	51

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 5 月 18 日收市价为标准

相关研究报告

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

美容护理: 化妆品

证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

证券分析师: 丁凡

(8610)66229231

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521090001

联系人: 郑紫舟

(8610)66229231

一般证券业务证书编号: S1300121070001

上海家化

百年家化, 复兴正当时

支撑评级的要点

- 全品类布局, 品牌资产丰富的百年化妆品企业。**公司业务布局全面, 覆盖护肤品、个护家清、母婴等, 旗下品牌矩阵丰富。1898 年成立至 2020 年 6 月历经三次换帅, 持续积淀自身实力, 基于其完善的品牌矩阵、丰富渠道资源及扎实的研发实力, 在国内化妆品市场竞争愈发激烈的环境下, 市场份额保持稳定。2016-2021 年公司收入/净利润 CAGR 为 4.2%/21.6%, 2021 年收入/净利润为 76.5 亿元/6.5 亿元, 同增 8.7%/50.9%。
- 化妆品行业快速发展, 竞争要素呈现多样化。**过去 5 年国内化妆品行业 CAGR10%, 2021 年市场规模达到 811.3 亿美元。在行业发展中, 伴随着互联网的高速发展和多样化的营销方式浮现, 以传导内容为主的销售渠道将有望成为行业内各品牌销售渠道的发力方向; 此外, 以产品力为主驱动品牌不断增长也将是大势所趋。**未来发展来看:** 1) 2021 年中国皮肤学级护肤品市场超越美国位列全球第一, 规模为 43.88 亿美元, 同增 17%。基于我国较大敏感肌消费人群数量 (约 2.46 亿人) 以及消费者对皮肤健康管理意识逐步增强, 敏感肌护肤市场有望向上; 2) 随着消费者愈加理性, 对成分功效性产品需求持续增加, 推动产品成分持续挖掘, 拉动功效性护肤市场稳步上行。
- 及时战略调整布局, 聚焦资源, 护肤品牌有望拉动增长。**2020 年 6 月新帅潘秋生先生上任, 逐一解决过往发展问题, 及时调整产品和品牌战略。**公司加大对护肤品类重视, 把握行业快速增长红利:** 1) **玉泽:** 敏感肌护肤市场持续增长, 公司基于大数据运营系统, 持续进行爆品打造, 拉动品牌复购率向上, 2021 年天猫旗舰店复购率同增 6pct 至 42.6%, 看好该模式下玉泽未来增长。2) **佰草集:** 2021 年开启品牌复兴, 调整品牌和产品定位, 精简低效能门店, 加速年轻化转型。随着对过往问题解决及根据市场变化快速调整, 佰草集呈现向好趋势。3) **典萃:** 脱离佰草集独立运作, 聚焦 CS 渠道, 主打高功效、高科技, 定位 Z 世代和二三线人群。在功效性护肤需求推动, 及品牌定位更清晰, 未来有望不断向上。4) **双妹:** 品牌重新启动, 试点品牌新形象线下店, 品牌营销力度提升, 更契合品牌高端定位, 有望获得更多消费者认可。
- 细分冠军品牌与领先品类深入挖掘消费者需求, 持续改进与提升。**1) **细分冠军品牌:** 六神: 品牌持续调整, 向多场景年轻化迈进, 用户人群上由居家人群向多人群拓展; 启初品牌旗下产品为更多年龄段产品提供个护及护肤产品; 高夫产品线梳理与简化, 提升高端产品占比。2) **细分领先品类:** 美加净 2020 年开启对面部护肤产品进行巩固与提升; 家安聚焦消费者需求, 加大推出新品力度。

估值

- 预计公司 2022-2024 年营收为 81.6/91.2/101.6 亿元, 归母净利润为 7.7/9.6/11 亿元, 对应 PE 分别为 28/23/20 倍。公司聚焦资源于核心品牌与品类、持续改善产品结构、增强品牌竞争力, 未来可期。首次覆盖给予 **增持** 评级。

风险提示

- 新品拓展不及预期; 疫情反复影响销售; 行业竞争加剧

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	7,032	7,646	8,157	9,118	10,160
变动(%)	(7)	9	7	12	11
净利润(人民币 百万)	430	649	769	955	1,100
全面摊薄每股收益(人民币)	0.635	0.955	1.132	1.406	1.618
变动(%)	(23.5)	50.6	18.4	24.2	15.1
全面摊薄市盈率(倍)	50.5	33.5	28.3	22.8	19.8
价格/每股现金流量(倍)	33.8	21.9	17.4	18.2	17.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.6	28.5	20.2	16.3	13.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1. 全品牌全渠道布局的国产化妆品龙头	5
1.1 全品类布局，品牌资产丰富	5
1.2 自产自销为主，全渠道布局	6
1.3 股权集中，管理层经验丰富	7
2. 百年成长历经坎坷，实力逐步积淀.....	9
2.1 复盘历史：2020 年以前，公司已经历三轮换帅	9
2.2 见证行业变迁，实力持续积淀	11
3. 顺应时代发展，战略调整与变革.....	15
3.1 行业持续发展，竞争要素变化.....	15
3.2 新帅上任，战略调整助推发展.....	16
4. 护肤品牌拉动增长，其他品牌持续优化	19
4.1 敏感肌和成分功效性护肤为高需求板块	19
4.2 护肤品牌强势发力	21
4.3 其他品牌：深入挖掘消费者需求，持续改进与提升	24
5. 盈利预测与投资建议	27
风险提示.....	29

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司收入稳步向上（亿元）	5
图表 2.公司自有品牌资产丰富（单品价格区间单位：元）	6
图表 3.2016-2021 年收入结构（亿元）	6
图表 4.2021 年公司工厂产能与开工情况.....	7
图表 5.公司以线上销售为主，逐步拓展线下渠道（亿元）	7
图表 6.公司股权分布较为集中	7
图表 7.公司核心管理层履历.....	8
图表 8.2021 年公司再度推出股权激励计划	8
图表 9.公司前生发展历程.....	9
图表 10.1992-2013 年公司发展历程	10
图表 11.公司收入稳步向上（亿元）	10
图表 12.公司 2013-2016 年收入业绩情况（亿元）	11
图表 13.公司 2016-2020 年收入业绩情况（亿元）	11
图表 14.国产及国际品牌相继布局中国化妆品市场.....	12
图表 15.全球化妆品市场规模稳定，中国占比第二（亿美元）	12
图表 16.2012-2021 年化妆品市场竞争激烈下，上海家化市场份额保持稳固（%）	12
图表 17.公司旗下化妆品牌矩阵丰富	13
图表 18.各公司研发费用率对比.....	13
图表 19.2021 年公司发明专利数量领先（个）	13
图表 20.2019 年公司线下收入占比及当前线下布局	14
图表 21.直播电商平台分流传统电商.....	15
图表 22.薇诺娜特护霜.....	16
图表 23.珀莱雅早 C 晚 A 套装	16
图表 24.各化妆品公司线上收入占比对比.....	16
图表 25.公司 2021 年应收账款和存货周转率较过去均存在好转（单位：亿元）	17
图表 26.公司发展战略布局.....	17
图表 27.2018 年来租金支出逐渐下降（亿元）	18
图表 28.佰草集、典萃主要产品系列	18
图表 29.六神跨界联名产品.....	18
图表 30.全球主要国家皮肤学级护肤品市场规模（亿美元）	19

图表 31. 中国敏感肌诱发因素排行.....	19
图表 32. 中国皮肤学级护肤品渗透率显著低于美、德、法.....	20
图表 33. 美妆及护肤品年龄集中于 17-40 岁.....	20
图表 34. 化妆品行业消费者性别划分.....	20
图表 35. 成分、功效及性价比是中国化妆品消费者主要关注点.....	20
图表 36. 功效性原料当下所处生命周期情况.....	21
图表 37. 玉泽各平台粉丝数 (万人).....	21
图表 38. 皮肤学级护肤品价格对比.....	22
图表 39. 玉泽蓝舱精华.....	22
图表 40. 佰草集主打产品系列.....	23
图表 41. 佰草集产品系列.....	23
图表 42. 典萃产品系列.....	24
图表 43. 合肥银泰百货双妹旗舰店.....	24
图表 43. 六神终端销售收入平稳, 对应的市场份额排名位居前列.....	25
图表 44. 启初产品目标消费者由 0-3 岁婴幼儿拓宽至 3 岁以上儿童和孕妇.....	25
图表 43. 公司收入拆分表 (亿元).....	27
图表 44. 公司盈利预测的主要假设 (收入单位: 亿元).....	28
图表 45. 上市公司估值表.....	28
损益表(人民币 百万).....	30
资产负债表(人民币 百万).....	30
现金流量表(人民币 百万).....	30
主要比率 (%).....	30

1. 全品牌全渠道布局的国产化妆品龙头

1.1 全品类布局，品牌资产丰富

上海家化是一家涵盖护肤、个护清洁和母婴产品，全渠道全覆盖式发展，集研发、生产、销售于一体的日化企业。公司旗下主要品牌包括佰草集、玉泽、高夫、美加净、典萃、双妹、启初、汤美星、六神、家安等，合作品牌包括片仔癀、艾禾美、芳芯及碧缇丝；品类涵盖护肤、个护清洁以及母婴产品等，主要通过线上、线下渠道进行销售。随着公司品牌和品类的发展、线上线下渠道的经营建设，近几年公司收入稳步向上：2016-2021年公司收入CAGR为4.23%，净利润CAGR为21.58%，其中2021年公司收入为76.46亿元、净利润6.49亿元，同比增速为8.73%/50.92%。

图表 1. 公司收入稳步向上 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1
营业收入	59.62	64.88	71.38	75.97	70.32	76.46	21.17
yoy	-8.97%	8.82%	10.01%	6.43%	-7.43%	8.73%	0.11%
归母净利润	2.01	3.90	5.40	5.57	4.30	6.49	1.99
yoy	-90.23%	93.95%	38.63%	3.09%	-22.78%	50.92%	17.81%

资料来源：万得，中银证券

公司品牌资产丰富，品类布局全面。公司旗下拥有多个品牌，涵盖领域可分为三类：1) 护肤品：包括佰草集、玉泽、高夫、典萃、美加净以及双妹品牌；2) 个护家清：包括六神和家安品牌；3) 母婴产品：包括启初和汤美星品牌。此外，公司还开发了一些合作品牌，包括片仔癀、艾禾美、碧缇丝以及芳芯。从收入分布看，护肤类占比最大，2021年公司护肤类、个护家清类和母婴品牌分别为26.97/24.10/21.58亿元，分别占比35.31%/31.55%/28.25%。

图表 2. 公司自有品牌资产丰富（单品价格区间单位：元）

品牌	品牌标识	品牌介绍	价格区间	
佰草集		专注于中国特色草本护肤理念，加持现代科技革新，激活肌底强大自护力，线上线下全渠道协同销售	120-480	
玉泽		专注皮肤屏障自修护，致力于从根源上解决皮肤屏障受损引起的多种肌肤问题，线上线下全渠道协同销售	85-338	
高夫		专注男士科技护肤，为男性消费者提供更高端的护肤体验，线上线下全渠道协同销售	38-300	
护肤	美加净		专注天然植物和美养食材，发展原液蒸馏工艺，线上线下全渠道销售	35-185
典萃		专注本草研究，将高肌能成分与珍贵植萃有效融合，精准配比成分和浓度，致力于打造高科技、高功效、高温和、高价值成分、高信赖的科研级护肤品，线上线下全渠道销售	120-450	
双妹		以东情西韵为特色的中国高端时尚美妆品牌，专注于香氛护肤、彩妆、香水等，线上线下全渠道销售	270-1280	
母婴	启初		专注中国专业高端的孕婴童个人护理，线上线下全渠道销售	20-1500
汤美星		专注婴幼儿育儿产品，线上线下全渠道销售	50-1200	
个护家清	六神		专注个人护理产品，线上线下全渠道销售	20-100
家安		专注于家居清洁护，线上线下全渠道销售	10-70	

资料来源：公司官网，中银证券

图表 3. 2016-2021 年收入结构（亿元）

分类	收入情况	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1
美容护肤	收入规模	19.55	22.70	23.55	23.56	22.06	26.97	4.48
	占比	36.74%	34.99%	32.99%	31.01%	31.37%	35.27%	21.17%
个护家清及母婴	收入规模	33.27	41.93	47.74	52.34	44.01	45.68	15.96
	占比	62.53%	64.64%	66.88%	68.90%	62.59%	59.74%	75.40%
合作品牌及其他	收入规模	0.39	0.24	0.09	0.07	4.25	3.82	0.73
	占比	0.73%	0.37%	0.13%	0.09%	6.04%	4.99%	3.43%

资料来源：公司年报，中银证券

1.2 自产自销为主，全渠道布局

公司以自产为主要的生产模式。公司生产模式以自有工厂生产为主和 OEM/ODM 外协工厂代加工为辅。公司拥有五个自有工厂：青浦跨越工厂、海南工厂、东莞工厂及海外的摩洛哥和英国工厂，其中青浦跨越工厂主要生产佰草集、玉泽、高夫、双妹、典萃、美加净、启初、汤美星、六神等品牌，产品类型涵盖护肤类、洗护类产品以及香水类产品；海南工厂生产六神品牌花露水。东莞工厂、摩洛哥和英国三个工厂生产汤美星产品。

图表 4. 2021 年公司工厂产能与开工情况

主要厂区和项目	设计产能	产能利用率(%)
青浦跨越工厂	7 亿件/年	31
海南工厂	9300 万件/年	99
东莞工厂	3000 万件/年 (多品类)	92
英国工厂	1630 万件 (尿布压缩塑料膜) ; 80 万件/年 (尿布处理桶)	85
摩洛哥工厂	1300 万件/年 (奶瓶) ; 90 万件/年 (围兜)	81

资料来源: 公司年报, 中银证券

销售渠道布局上, 线下渠道为主, 线上渠道加速布局。公司采用全渠道、全覆盖, 线上与线下相融合, 渠道与品牌相匹配的策略: 线下销售渠道包括经销商分销、直营 KA、母婴及化妆品专营店、百货渠道; 线上销售包括电商渠道与特殊渠道。线下收入近几年来一直保持占比在 50% 以上, 线上渠道快速增长, 占比从 2017 年的 21.84% 增长至 2021 年的 42.04%。

图表 5. 公司以线上销售为主, 逐步拓展线下渠道 (亿元)

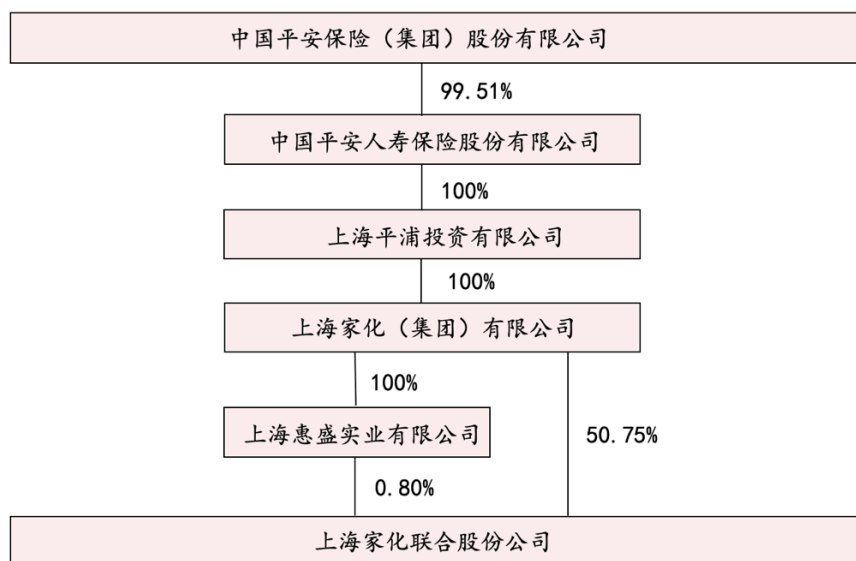
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
线上收入	8.50	14.17	16.03	25.83	29.76	32.11
同比增速	52.57%	66.71%	13.13%	61.14%	15.21%	7.87%
占比	15.97%	21.84%	22.46%	34.00%	42.32%	42.04%
线下收入	44.71	50.70	55.26	50.08	40.52	44.27
同比增速	-15.13%	13.40%	8.99%	-9.37%	-19.09%	9.26%
占比	84.03%	78.14%	77.42%	65.92%	57.62%	57.96%

资料来源: 公司年报, 中银证券

1.3 股权集中, 管理层经验丰富

中国平安为公司的实际持有人, 持股占比达到 50.5%。2011 年 11 月后, 在上海国资委出售上海家化 (集团) 100% 股权给平浦投资后, 中国平安成为公司最大股东 (中国平安为平浦投资的实控人), 通过间接持股占比达 50.5%。公司也由原本的国有控股企业转变为了混合所有制企业。

图表 6. 公司股权分布较为集中



资料来源: 公司公告, 中银证券

管理层经验丰富，利于公司长远发展。公司成立至今经过多次人事变动，从2020年起，潘秋生先生成为公司新一任董事长兼首席执行官、总经理。公司管理层相关人员经验丰富，具备大型日化企业任职经历以及投资公司任职经历，利于公司未来长远发展。

图表 7. 公司核心管理层履历

姓名	职务	出生年月	主要履历
潘秋生	董事长、首席执行官、总经理	1973 年	华东理工大学生物化学系理学士，复旦大学-美国圣路易华盛顿大学 EMBA 曾任欧莱雅（中国）有限公司大众化妆品部商务总经理及欧莱雅集团大众化妆品部亚太区商务总经理； 曾任美泰全球副总裁兼美太芭比（上海）贸易有限公司中国区总经理； 曾任中国平安保险（集团）股份有限公司战略发展中心副主任。
叶伟敏	副总经理兼首席运营官	-	硕士 曾任联合利华中国有限公司华东区区域销售经理、养生堂有限公司事业部总经理、好孩子集团卫生用品事业部总经理、公司总经理助理、事业一部、三部部长、公司副总经理兼大众消费品事业部总经理。 现任公司副总经理兼首席运营官。
韩敏	副总经理、首席财务官兼董事会秘书	-	硕士，注册会计师 曾任中国建设银行上海分行风险控制部经理、汇丰控股及汇丰银行公司银行部业务开发主任、中国国际金融有限公司投资银行部副总经理、上海医药集团股份有限公司董事会秘书、公司秘书、董事。 现任公司副总经理、首席财务官兼董事会秘书。

资料来源：公司年报，中银证券

股权激励彰显未来发展信心。公司于2020年9月宣布向在公司任职的董事、高级管理人员、中高层管理人员共计139人授予股权激励。在2021年10月27日公司再度发布激励，宣布向公司董事长潘秋生发放了123万份股票期权，2022年业绩考核目标有所上调，彰显公司在新董事长管理下，对公司长远发展持续向好的信心。

图表 8. 2021 年公司再度推出股权激励计划

授予对象	2020 年股权激励计划对象具体情况		
	授权数量 (万股)	占授予总数比重	占公司总股本比重
潘秋生	60	6.90%	0.09%
叶伟敏	20	2.30%	0.03%
韩敏	20	2.30%	0.03%
高层管理人员及骨干管理 员工 (136) 人	600.30	68.08%	0.89%
预留	168.70	19.41%	0.25%
合计	869.00	100.00%	1.29%
2020 年激励计划首次授予的限制性业绩考核目标			
归属安排	业绩考核目标 (增速以 20 年为基准)		
2021 年度	净利润不低于 4.49 亿元，增速不低于 4.33%；营业收入不低于 76.01 亿元，增速不低于 8.08%		
2022 年度	净利润不低于 7.34 亿元，增速不低于 70.73%；营业收入不低于 79.58 亿元，增速不低于 13.16%		
2023 年度	净利润不低于 6.08 亿元，增速不低于 41.43%；营业收入不低于 80.13 亿元，增速不低于 13.95%		
2021 年股票期权激励计划			
授予对象	授权数量 (万股)	占授予总数比重	占公司总股本比重
潘秋生	123	100%	0.18%
2021 年股票期权激励计划业绩考核情况			
归属安排	业绩考核目标 (增速以 20 年为基准，全行权目标)		
2021 年度	净利润不低于 4.71 亿元，增速不低于 9.54%；营业收入不低于 77.53 亿元，增速不低于 10.24%		
2022 年度	净利润不低于 7.35 亿元，增速不低于 70.96%；营业收入不低于 79.58 亿元，增速不低于 13.16%		
2023 年度	净利润不低于 6.08 亿元，增速不低于 41.24%；营业收入不低于 80.13 亿元，增速不低于 13.95%		

资料来源：公司公告，中银证券

2. 百年成长历经坎坷，实力逐步积淀

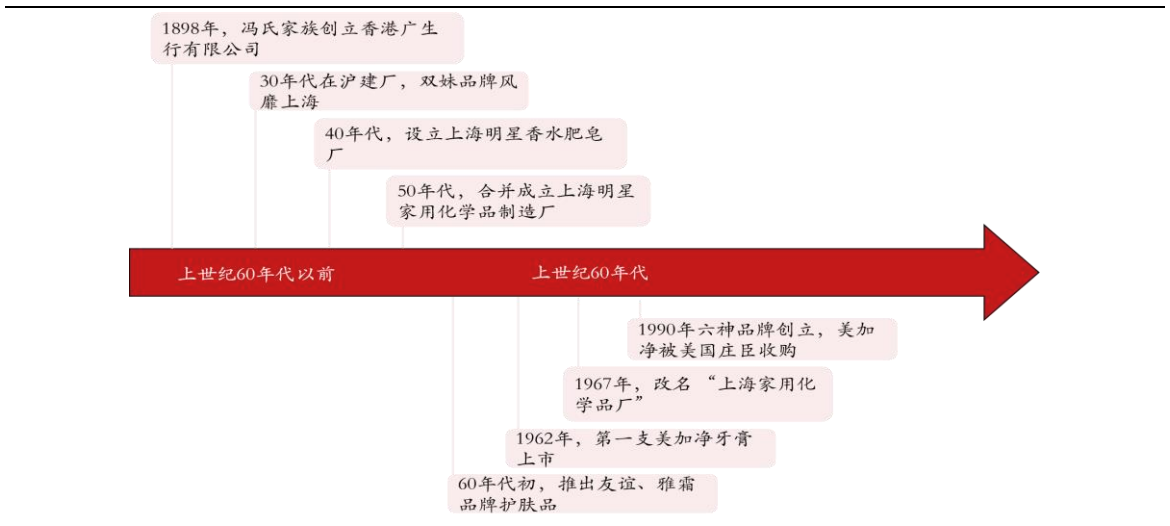
2.1 复盘历史：2020 年以前，公司已经历三轮换帅

公司自 1898 年成立至今，经过上百年的时间，截至 2020 年 6 月以前，已经历 3 次换帅：

1) 1898-1991 年：公司前身发展历程

公司前身于 1898 年由冯氏家族创立，上世纪 30 年代在沪建厂，双妹品牌广受消费者认可，并于 1915 年获得巴拿马奖。40 年代，设立上海明星香水肥皂厂；50 年代，广生行、上海明星香水肥皂厂与东方化学工业社、中国协记化妆品厂合并成为上海明星家用化学品制造厂；60 年代初，推出**友谊**、**雅霜**品牌护肤品；1962 年，第一支**美加净**牙膏上市；1967 年，上海明星家用化学品制造厂改名为“上海家用化学品厂”；1990 年**六神**品牌创立，并推出第一款六神花露水；同期美加净被美国庄臣收购。

图表 9. 公司前身发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

2) 1992-2013 年：葛文耀任职董事长，品牌矩阵完善

覆盖化妆品行业不同子板块的品牌逐一推向市场。1992 年，上海家用化学品厂改制为上海家化联合公司，同时推出中国化妆品市场第一个男性化妆品品牌**高夫**；1994 年公司买回**美加净**品牌；并于 1996 年 1 月正式成立上海家化有限公司。随后公司于 1998 年推出以中草药护肤为理念的**佰草集**，2001 上海家化上市；2006 年推出家具清洁专业品牌**家安**；2009 年上海家化和皮肤科医院——瑞金医院共同打造针对皮肤屏障修护的功能性品牌**玉泽**；2013 年推出 0-3 岁婴幼儿个人护理品**启初**。

图表 10. 1992-2013 年公司发展历程



资料来源: 公司官网, 中银证券

2011年国企改革推进,上海国资将上海家化100%股权转让给中国平安,推动公司混改,强化其市场化运营,战略布局有所调整。在战略方面,公司着力打造六神、美加净和佰草集品牌,资源重点投入于化妆品,成分区别于外资品牌,主打草本植物。1997-2012年,公司营业收入从8.77亿元增长至39.99亿元,净利润从0.4亿元增长至6.2亿元,毛利率水平从42.2%增长至61.7%,净利率水平从3.6%增长至15.5%。公司营收的全面增长得益于有效的战略布局、品牌形象的塑造以及草本护肤概念的推行。

图表 11. 公司收入稳步向上 (亿元)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
总营收	8.8	9.7	10.8	11.9	13.1	13.6	14.9	16.7	19.5	22.7	22.6	24.9	27.0	30.9	35.8	40.0
Yoy		11.0%	10.5%	10.4%	10.0%	4.4%	8.9%	12.3%	16.8%	16.7%	-0.6%	10.3%	8.2%	14.7%	15.6%	11.81%
净利润	0.4	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	0.8	0.5	0.4	0.6	1.3	1.9	2.3	2.8	3.6	6.21
yoy		-24.8%	34.5%	61.3%	27.4%	3.3%	7.6%	-41.6%	-18.5%	56.8%	119.1%	39.6%	26.1%	18.2%	31.1%	72.0%
毛利率	42.2%	36.9%	36.3%	37.2%	38.3%	40.3%	40.4%	39.4%	39.5%	42.3%	45.7%	51.4%	55.0%	54.8%	57.5%	61.7%
净利率	3.6%	2.7%	3.3%	4.8%	5.6%	5.5%	5.5%	2.8%	2.0%	2.7%	5.9%	7.4%	8.6%	8.9%	10.1%	15.5%

资料来源: 万得, 中银证券

3) 2013年11月-2016年11月: 谢文坚担任董事长, 明确“5+1”发展战略

公司资源分散布局叠加行业竞争加剧,致使公司发展放缓。2014年,公司发布五年发展战略,专注于化妆品、个人护理用品和家居护理用品三大领域,并集中资源发展“5+1”核心品牌,即**超级品牌六神和佰草集**,主力品牌**高夫和美加净**,新兴品牌**启初**,差异化品牌**家安**。渠道上,公司**加速拓展专营渠道,同时也在布局电商渠道**。但因资源的分散以及市场竞争逐步激烈(除海外国家大牌雅诗兰黛、欧莱雅等布局国内市场,国产品牌百雀羚、自然堂等也在不断强化布局),整体销售情况低于预期,导致存货较高,应收账款周转率有显著下滑;同时因对营销的过度看重和产品研发有一定程度的忽视,销售费率从32.18%上升至44.81%,研发费率从2.98%降低至2.34%,也导致产品发展较行业发展更为迟缓,对应公司收入也进一步放缓至负增长。

图表 12. 公司 2013-2016 年收入业绩情况 (亿元)

	2013	2014	2015	2016
营业收入	44.69	53.35	58.46	53.21
Yoy	11.74%	19.38%	9.58%	-8.98%
净利润	8.00	8.98	22.10	2.16
Yoy	28.76%	12.25%	146.10%	-90.23%
毛利率	62.96%	61.82%	59.18%	61.26%
净利率	17.91%	16.83%	37.80%	4.06%
销售费率	32.18%	32.75%	34.81%	44.81%
研发费率	2.98%	2.62%	2.24%	2.34%
应收账款周转率	10.42	11.12	9.05	7.67
存货周转率	3.97	4.24	3.97	3.24

资料来源：公司年报，中银证券

4) 2016 年 11 月-2020 年 6 月：张东方担任董事长，公司平稳发展

组织架构调整，战略方向清晰。品牌布局上，2017 年全资收购应该著名婴幼儿品牌汤美星，强化婴幼儿市场领域布局。战略方面上，董事长调整原有的四大事业部制的组织架构，设立品牌管理办公室、渠道管理办公室、战略投资部、研发部、供应链和法律部，重视研发投入和产品创新，同时加强品牌和渠道端的协同合作，对应业绩上，收入和净利润均开始回升。2020 年 6 月后，潘秋生先生担任公司董事长职务，其化妆品运营管理经验丰富。上任后，公司业绩呈现逐渐改善，21Q1/Q2/Q3/Q4/22Q1 业绩同比增速分别为 41.9%/81.69%/4.6%/93.75%/17.81%。

图表 13. 公司 2016-2020 年收入业绩情况 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	53.21	64.88	71.38	75.97	70.32
Yoy	-8.98%	21.93%	10.02%	6.43%	-7.43%
净利润	2.16	3.90	5.40	5.57	4.30
Yoy	-90.23%	80.45%	38.46%	3.09%	-22.80%
毛利率	61.26%	64.39%	62.79%	61.88%	59.95%
净利率	4.06%	6.01%	7.57%	7.33%	6.12%
销售费率	44.81%	42.82%	40.65%	42.18%	41.58%
研发费率	2.34%	2.36%	2.09%	2.27%	2.05%
应收账款周转率	6.07	6.73	7.29	8.36	7.67
存货周转率	3.14	3.22	3.27	3.39	3.24

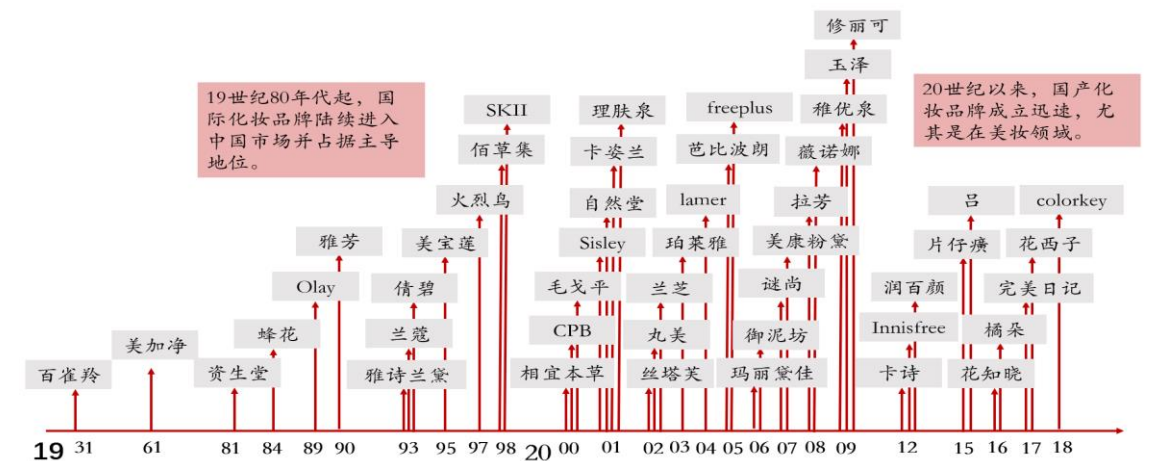
资料来源：公司年报，中银证券

2.2 见证行业变迁，实力持续积淀

公司发展历经百年，见证着行业的不断前进发展的同时也在进行自我调整和实力积淀。

行业发展 70 余年，品牌持续布局，为市场不断注入新鲜血液，市场规模不断扩大。国内化妆品市场发展分为四大阶段：1950-1970 年，品牌较少，本土市场缓慢发展；1980-1990 年，随着改革开放，夏士莲、旁氏等品牌入驻中国，逐步垄断国内市场，国内品牌在该阶段主要跟随模仿；2000-2016 年，本土品牌开始发展，2008 年后借助互联网崛起，根据消费者需求进行品类及渠道等创新，进入上升发展期；2016 年-至今，随着移动互联网、4G 普及，伴随互联网成长的 Z 世代消费者逐步成为消费主流人群，国货与国际大牌同台竞争。历经四大阶段，国内化妆品市场规模实现了占比全球第二，增速全球第一。

图表 14. 国产及国际品牌相继布局中国化妆品市场



资料来源：公司年报，公司官网，中银证券

图表 15. 全球化妆品市场规模稳定，中国占比第二（亿美元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
全球行业规模	4608.6	4677.7	4769.8	4826.7	4485.5	4542.3	4781.3	4975.8	5033.2	4840.3	5249.1
Yoy	9.5%	1.5%	2.0%	1.2%	-7.1%	1.3%	5.3%	4.1%	1.2%	-3.8%	8.4%
美国	723.1	749.0	768.0	788.4	821.6	854.5	883.8	913.1	933.4	909.9	925.8
占比	15.7%	16.0%	16.1%	16.3%	18.3%	18.8%	18.5%	18.4%	18.5%	18.8%	17.6%
Yoy	4.4%	3.6%	2.5%	2.7%	4.2%	4.0%	3.4%	3.3%	2.2%	-2.5%	1.7%
中国	357.5	401.8	446.8	485.5	512.0	510.5	553.5	638.9	702.0	753.5	811.3
占比	7.8%	8.6%	9.4%	10.1%	11.4%	11.2%	11.6%	12.8%	13.9%	15.6%	15.5%
Yoy	18.0%	12.4%	11.2%	8.7%	5.4%	-0.3%	8.4%	15.4%	9.9%	7.3%	7.7%
日本	465.4	468.1	387.5	361.2	323.8	367.3	365.6	379.7	389.5	351.0	383.1
占比	10.1%	10.0%	8.1%	7.5%	7.2%	8.1%	7.6%	7.6%	7.7%	7.3%	7.3%
Yoy	7.9%	0.6%	-17.2%	-6.8%	-10.3%	13.4%	-0.5%	3.9%	2.6%	-9.9%	9.1%

资料来源：欧睿数据，中银证券

品牌的不断布局加剧了市场竞争的激烈程度，而公司的市场份额依旧稳定。国内化妆品市场竞争加剧，而公司在激烈的竞争下依旧维持较稳定的市场份额，2011年-2020年在1.2%-2.0%之间，体现了公司强大的品牌底蕴。

图表 16. 2012-2021 年化妆品市场竞争激烈下，上海家化市场份额保持稳固（%）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
欧莱雅	8.9	9.0	9.2	8.9	8.3	8.3	9.0	10.3	11.3	12.2
宝洁	13.8	13.2	12.5	11.7	10.5	10.0	9.7	9.3	9.3	9.0
雅诗兰黛	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	2.5	3.1	4.1	5.0	5.4
资生堂	3.6	3.3	3.1	2.9	3.0	3.1	3.4	3.5	3.6	3.5
LVMH	1.5	1.5	1.7	1.7	1.8	2.1	2.5	2.9	3.0	3.2
联合利华	4.1	4.1	3.6	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5	2.3	2.3
爱茉莉	0.9	1.2	1.4	1.9	2.4	2.4	2.5	2.5	2.2	2.0
百雀羚	0.4	0.9	1.3	1.8	2.0	2.3	2.3	2.3	2.2	1.9
伽蓝集团	1.4	1.5	1.6	1.7	2.0	2.2	2.2	2.2	2.1	1.9
高露洁	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	2.7	2.3	2.0	1.9	1.9
LG 生活健康	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.2	1.3	1.4	1.6	1.6
强生	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
上海家化	1.7	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源：欧睿数据，中银证券

我们认为公司强大的品牌底蕴源于其完善的品牌矩阵和丰富的渠道资源及研发实力积淀。

1) 具备完整品牌矩阵，满足不同性别和年龄层消费者需求

公司十大品牌定位清晰：佰草集品牌专注于中草药弧度理念，主要针对女性消费者群体护肤抗衰老需求；玉泽品牌专注皮肤屏障修护，主要针对敏感肌消费群体，高夫品牌专注男士护肤；美加净品牌专注天然食物和美养食材，护手霜系列产品广受欢迎，消费者人群年龄跨度较大；启初、汤美星品牌专注母婴领域产品，消费者群体多为育儿群体；六神品牌专注个护领域，驱蚊产品为明星产品，消费者年龄阶段跨度广。

图表 17. 公司旗下化妆品牌矩阵丰富

品牌	品类	针对人群	品牌介绍	价格区间
佰草集	护肤	25~35 岁的年轻女性	专注中国特色本草护肤理念，加持现代科技革新，激活肌底强大自护力，更高效、更安全的守护中国女性的真实美力。	120-480
玉泽	护肤	年轻敏感肌人群	专注皮肤屏障自修护，致力于从根源上解决皮肤屏障受损引起的多种肌肤问题。	85-338
高夫	护肤	男士	专注男士科技护肤，为男性消费者提供更高端的护肤体验。	38-300
美加净	护肤	22-45 岁女性	专注天然植物和美养食材，发展原液蒸馏工艺。	35-185
典萃	护肤	年轻女性	专注本草研究，将高机能成分与珍贵植萃有效融合，精准配比成分和浓度，致力于打造高科技、高功效、高温和、高价值成分、高信赖的科研级护肤品。	120-450
双妹	护肤	23-39 岁女性	以东情西韵为特色的中国高端时尚美妆品牌，专注于香氛护肤、彩妆、香水等。	270-1280
启初	母婴	孕婴童	专注中国专业高端的孕婴童个人护理，涵盖专业婴幼儿初生肌护理、中小童多元专业护理以及孕产妇专用护理，全面布局孕婴童赛道。	20-1500
汤美星	母婴	婴幼儿育儿	专注婴幼儿育儿产品。	50-1200
六神	个护家清	全年龄段	专注个人护理产品。	20-100
家安	个护家清	全年龄段	专注于家居清洁护理领域。	10-70

资料来源：公司年报，公司官网，中银证券

3) 经历多年累积了丰富的渠道资源和雄厚的研发实力

研发方面：公司秉持匠心精神，积极布局基础研究、原料开发、配方研发、标准制定，采用超临界萃取、超声波辅助提取等技术，自主研发以草药提取物为基础的配方。截止 2021 年，公司拥有发明专利 89 项。

图表 18. 各公司研发费用率对比

公司	2019 年	2020 年	2021 年
上海家化	2.27%	2.05%	2.13%
珀莱雅	2.39%	1.92%	1.65%
丸美股份	2.49%	2.87%	2.83%

资料来源：公司年报，中银证券

图表 19. 2021 年公司发明专利数量领先（个）

公司	贝泰妮	上海家化	珀莱雅	丸美股份
发明专利数量	22	89	92	81

资料来源：公司年报，中银证券

渠道方面：线下渠道方面，截止 2019 年，线下商超门店 20 万家，百货近 1500 家，化妆品专营店约 1.3 万家，母婴店近 6000 家，在线下收入占比超过同行业其他家，线下资源较为丰富。

图表 20. 2019 年公司线下收入占比及当前线下布局

公司	贝泰妮	上海家化	珀莱雅	丸美股份
线下销售额占比	23.30%	65.97%	46.91%	45.53%
线下销售方式	商业公司、连锁药店、区域经销商	经销商分销、直营 KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外	化妆品专营店、商超、单品牌店	日化专营店、百货专柜、美容院

资料来源：公司年报，中银证券

3. 顺应时代发展，战略调整与变革

3.1 行业持续发展，竞争要素变化

在行业高速增长的过程中，伴随着互联网的高速发展和多样化的营销方式浮现，产品的销售渠道不仅是消费者的消费途径，也成为品牌和教育市场与推广市场的一大工具。未来来看，以传导内容为主的销售渠道将有望成为行业内各品牌销售渠道的核心发力方向。

- 1) 打通线上线下壁垒，通过客户导流等模式建立品牌的私域流量为未来发展的必然趋势。随着潜在的网购用户增量趋于稳定，平台投放费用仍在不断上涨，对应公域流量的获客边际效益有所下滑，相比之下，通过线下快闪店或线下店铺的体验后，进一步引导用户进入品牌自己运营的流量池带来的优势凸显：不仅推广费用投入相对较低，且私域流量更便于企业进行客户关系维护和管理，保持较高的用户质量。
- 2) 以抖音等为代表的新兴电商尚处在高速发展时期，未来将不断发展向上。随着产品营销模式的多样化，直播带货成为符合当下消费者喜好、满足其提升沉浸式体验和信任感的一大产品推广模式。抖音、快手则为产品直播带货的代表平台，对传统电商出现了一定的分流：2021年11.1-11.11日，直播电商平台销售额达到738亿元。当下抖音、快手等直播平台商业化密度仍较低，快手处于上升阶段，未来有望进一步向上。

图表 21. 直播电商平台分流传统电商



资料来源：星图数据，中银证券

与此同时，以产品力为主驱动品牌不断增长也将是大势所趋。以当前热门的国货单品为例，薇诺娜在敏感肌护肤赛道差异化布局，热门大单品特护霜和高保湿面霜等主打云南植物，更适于国人肤质；珀莱雅推出红宝石精华和双抗精华，与国际知名原料企业巴斯夫等合作，同时产品主打早C晚A的科学护肤模式效果显著，已在天猫护肤品热门榜单名列前茅。当下，各品牌也开始加速研发布局，以夯实和强化自身产品力，进一步增强自身品牌竞争力，如水羊股份自建生产基地、珀莱雅开启投入基础研究等。

图表 22. 薇诺娜特护霜



资料来源：公司官网，中银证券

图表 23. 珀莱雅早C晚A套装



资料来源：京东官网，中银证券

3.2 新帅上任，战略调整助推发展

在公司百年发展过程中，实力积淀的同时也有不少问题存在：1) 组织架构繁琐，效率较低：过去渠道部门和品牌部门较为割裂，在百货、商超、CS 和电商等渠道的广泛布局下，两部门难以协调一致，一定程度上束缚品牌发展。2) 渠道上，未及时掌握线上红利：线下渠道资源尽管丰富，但存在效率较低的问题，由此导致存货高，周转率低等隐患。电商渠道入场晚投入少，未及时掌握电商流量红利；3) 产品与品牌上，未充分挖掘消费者需求：公司认为草本核心功能诉求是安全无刺激，却忽视了消费者日益增长的强功效需求。4) 营销较为传统：传统线下广告投放转型缓慢，电商渠道布局落后。公司 19 年电商渠道占比不到 40%，而同业可比公司普遍占比高于 45%。

图表 24. 各化妆品公司线上收入占比对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
上海家化	16.0%	21.8%	22.5%	34.0%	42.3%	32.11%
珀莱雅	30.0%	36.1%	43.6%	53.1%	70.0%	84.92%
丸美股份	29.0%	37.1%	41.8%	44.9%	54.5%	59.54%
贝泰妮	-	62.1%	71.7%	76.7%	83.2%	82.34%
水羊股份	-	-	96.4%	89.2%	90.1%	88.15%

资料来源：公司年报，中银证券

2020 年 6 月新帅上任，确立新发展战略。2020 年 6 月潘秋生先生担任公司董事长职务，其曾任欧莱雅（中国）有限公司大众化妆品部商务总经理及欧莱雅集团大众化妆品部亚太区商务总经理、美泰全球副总裁兼美太芭比（上海）贸易有限公司中国区总经理，化妆品运营管理经验丰富。上任之后，公司战略部署调整，确立“一个中心，两个基本点，三个助推器”经营方针，即以消费者为中心，坚持为消费者创造价值；以品牌创新、渠道进阶为两个基本点，加速品牌在电商渠道的发展；以文化、系统流程、数字化为三个助推器，拆破部门墙，优化组织架构。

图表 25. 公司 2021 年应收账款和存货周转率较过去均存在好转 (单位: 亿元)

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业收入	21.15	20.95	16.20	18.16	21.17
Yoy	27.04%	3.73%	-3.41%	8.71%	0.11%
归母净利润	1.69	1.17	1.34	2.29	1.99
Yoy	41.92%	81.69%	4.6%	93.75%	17.81%
毛利率	64.77%	63.73%	58.89%	45.74%	62.66%
净利率	8.00%	8.00%	8.27%	12.60%	9.42%
销售费率	43.37%	50.79%	37.78%	19.41%	39.77
研发费率	1.97%	1.77%	1.69%	3.11%	1.50%
应收账款周转率	1.91	3.55	5.16	6.96	1.88
注: 2020 年	1.41	2.85	4.38	6.07	-
2019 年	1.84	3.43	5.01	6.73	-
存货周转率	0.84	1.73	2.37	3.63	0.86
注: 2020 年	0.67	1.46	2.10	3.14	-
2019 年	0.82	1.62	2.40	3.22	-

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 26. 公司发展战略布局



资料来源: 公司公告, 中银证券

新战略的布局不仅针对原有问题及时调整, 也基于行业发展趋势进行了快速布局:

- 1) **数字化为运营基础, 以全面实现降本增效。**公司正通过数字化转型不断提升私域运营能力, 盘活新旧用户。2021 年 3 月份, 上海家化与天猫新品创新中心签署深度合作签约书, 以数字化赋能新品开发, 打造多维度内容矩阵, 构建品牌壁垒。此外, 公司还优化了产品开发流程和规范, 开展与大数据平台的协作, 以消费者评价来驱动从产品概念到包装、配方等方面的研发。通过建立了分析品牌投资效率的 DBPI 系统, 通过研究消费者的购物链路、聚焦关键平台以提升社交媒体投入的效率。
- 2) **线下门店优化, 强化新零售发展, 推动线上线渠道打通。**上海家化传统优势在于线下渠道, 而线下门店长久以来存在效率较低的问题, 由此导致存货高, 周转率低等隐患。公司通过持续关闭低效率门店进行渠道改革, 2021 年共关闭 111 家低单产专柜及门店, 截至年底现存专柜及门店数合计 866 家, 销售费用中租金支出由 18 年 2.0 亿元降低至 21 年 1.7 亿元。同时在线下渠道积极拥抱新零售赋能整个组织, 通过抖音、公众号、小红书等平台触达用户, 赋能线下门店, 不断提升新零售占比。

图表 27. 2018 年来租金支出逐渐下降 (亿元)

	2018	2019	2020	2021
租金	2.03	1.69	1.59	1.66
Yoy	27.40%	-16.79%	-6.09%	4.40%
租金占收入比	2.85%	2.23%	2.26%	2.17%

资料来源：公司年报，中银证券

3) **加大研发投入，增强产品力。**2020 年公司引进了类蛇毒肽、肌肽、神经酰胺 III、二裂酵母发酵液等创新功效原料并用于佰草集、玉泽等品牌的明星产品。公司还与国际知名原料供应商如巴斯夫、默克、路博润、西莱博等公司建立了长期稳定合作关系，确保能在第一时间获取前沿的原料技术，为开发高品质产品打下坚实的基础。

4) **及时调整产品和品牌战略，重点关注优质细分赛道，聚焦头部产品，让资源更集中。**产品策略方面，快速发展高毛利高速增长护肤品类包括玉泽、典萃、佰草集、双妹等；聚焦细分冠军品类如六神、启初、高夫等；此外，对细分领先品类着力打造品类差异化，持续提升毛利率水平。**此外，在品牌定位上，也进行了定位调整：**典萃于 2020 年 6 月脱离佰草集成为独立品牌，主打高功效性护肤如玻尿酸水润系列、烟酰胺焕亮系列，且定位为 CS 渠道的专供品牌，迎合功效性需求的消费群体，同时进一步明确佰草集中高端天然草本护肤的定位。2020 年下半年，典萃实现了快速的业绩增长，Q4 增速超 100%。

图表 28. 佰草集、典萃主要产品系列

品牌	产品	主要成分	主要功效
佰草集	太极肌源修护系列	白牡丹、乌药精萃	淡纹，强韧，紧致，光泽
佰草集	新七白系列	白芍、白蔹、白茯苓等 7 种本草精华成分	肌肤祛黑、淡斑、匀净、美白
典萃	玻尿酸水润系列	4 重玻尿酸、石斛精粹、锁水磁石、角鲨烷	补水，保湿，水润修护
典萃	烟酰胺焕亮系列	高纯烟酰胺、雪莲精粹、活性 VC、掌叶提取物	补水，焕白亮白，保湿

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，中银证券

5) **营销紧跟行业趋势，把握潮流方向。**营销方面，公司除在抖音、小红书加大布局外，也同时进行超头直播等，通过以消费者为中心进行种草。其中，玉泽通过全域传播，结合自播与会员运营，打造爆款产品；佰草集采用数字化营销手段，提升线上线下新品声量，触达核心目标人群；六神也开启多样化的跨界联名，例如联合乐乐茶推出新品“薄荷玫瑰冰椰椰”。

图表 29. 六神跨界联名产品



资料来源：腾讯网，中银证券

4. 护肤品牌拉动增长，其他品牌持续优化

4.1 敏感肌和成分功效性护肤为高需求板块

1) 皮肤学级护肤品

中国皮肤学级护肤品市场快速崛起，位列全球规模第一。中国皮肤学级护肤品市场于2021年超越美国位列全球第一，规模为43.88亿美元。从增速来看，中国市场规模的复合增速超全球各国，10年CAGR达到20.42%。

图表 30. 全球主要国家皮肤学级护肤品市场规模（亿美元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	10年 CAGR
中国	7.52	8.41	10.44	11.82	15.06	20.05	29.56	37.49	43.88	20.42%
yoy	9.88%	11.83%	24.17%	13.19%	27.41%	33.13%	47.44%	26.80%	17.06%	
美国	27.98	28.95	30.03	31.19	32.63	34.16	35.39	39.08	42.99	4.88%
yoy	4.78%	3.49%	3.73%	3.85%	4.61%	4.71%	3.58%	10.42%	10.02%	
法国	18.65	19.32	20.04	19.86	19.76	19.47	19.25	18.16	18.58	0.16%
yoy	2.05%	3.57%	3.75%	-0.89%	-0.53%	-1.44%	-1.12%	-5.70%	2.31%	
德国	9.02	9.58	10.21	10.72	11.04	11.28	11.57	11.88	12.09	3.16%
yoy	1.82%	6.16%	6.64%	4.93%	3.02%	2.16%	2.60%	2.61%	1.80%	

资料来源：欧睿数据，中银证券

皮肤学级护肤品的目标消费者为敏感肌群体（尤其以女性为主），当前该目标人群的基数较大。敏感肌人群主要因外部或内部因素影响，局部皮肤的屏障功能受损或者破坏，起不到正常的保护屏障功能，因此当皮肤接触少量或微量的刺激物或过敏物，都会出现不耐受、不适应，呈现红斑、水肿、瘙痒、疼痛、脱屑等现象。而皮肤学级护肤品主要通过温和科学的配方，结合传统护肤品与皮肤科药品的特性，起到舒敏、修护皮肤屏障、祛痘等作用，能较好解决该肌肤问题，同时女性更注重面部保养，为主要消费目标群体。据《中国皮肤性病学杂志》所公布的《中国敏感性皮肤诊治专家共识》描述，中国女性的敏感性皮肤发生率约为36.1%。推算得到，我国敏感肌女性人数约为2.46亿，具有较大的敏感肌消费人群基础。

图表 31. 中国敏感肌诱发因素排行



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

对比海外成熟市场，我国皮肤学级护肤品有较大的提升空间。我国皮肤学级护肤品消费者具备较大规模基础，此外对海外其他国家的渗透率，我国市场尚存空间：2020年美国皮肤学级化妆品渗透率为16.6%，法国为44.8%，德国为20.1%，中国为7.0%。综合而言，未来的市场规模有望持续向上。

图表 32. 中国皮肤学级护肤品渗透率显著低于美、德、法

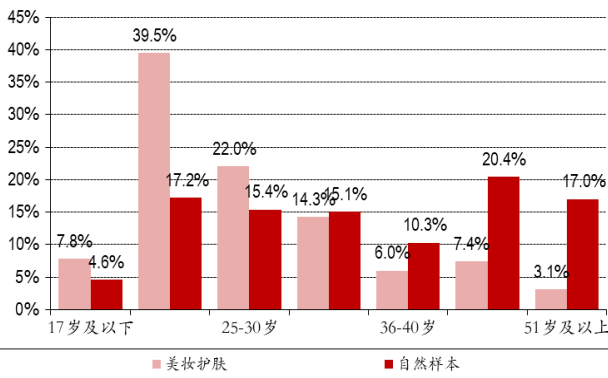
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国	3.9%	3.2%	3.2%	3.3%	3.9%	4.4%	5.1%	5.3%	6.5%	7.0%
美国	17.2%	16.8%	17.0%	17.1%	17.1%	16.5%	16.5%	15.9%	15.3%	16.6%
法国	36.1%	38.3%	37.2%	37.8%	46.2%	46.8%	46.0%	43.6%	45.2%	44.8%
德国	15.7%	17.1%	16.7%	17.1%	20.9%	21.2%	20.4%	19.2%	20.2%	20.1%

资料来源：欧睿数据，中银证券

2) 成分功效型护肤

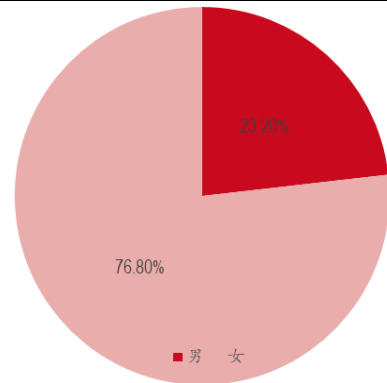
化妆品行业的消费群体以女性为主、年龄在 17-40 岁。据艾瑞咨询，化妆品消费者中 17-40 岁人群占比超过 70%，为最核心消费者；性别上，我国女性人群为消费主力，占化妆品消费群体比重为 76.8%。

图表 33. 美妆及护肤品年龄集中于 17-40 岁



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 34. 化妆品行业消费者性别划分



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

根据年龄结构可判断，Z 世代为最核心消费主力，该类消费者在做决策时更多会通过各式信息针对自身需求做出理性判断。17-25 岁的消费年龄人群主要为 95 后甚至 00 后，而相比于 80 后消费者，该类人群（Z 世代）使用各类媒介进行信息的挖掘；此外，Z 世代消费者在信息流通的环境中成长，倾向于通过分析收纳的信息做出最终决策判断，大多不盲目相信品牌自身所描述。因消费者对产品的关注点在于能否解决其实际消费需求上，对应产品的功效成为了国内化妆品消费者的决策关键。

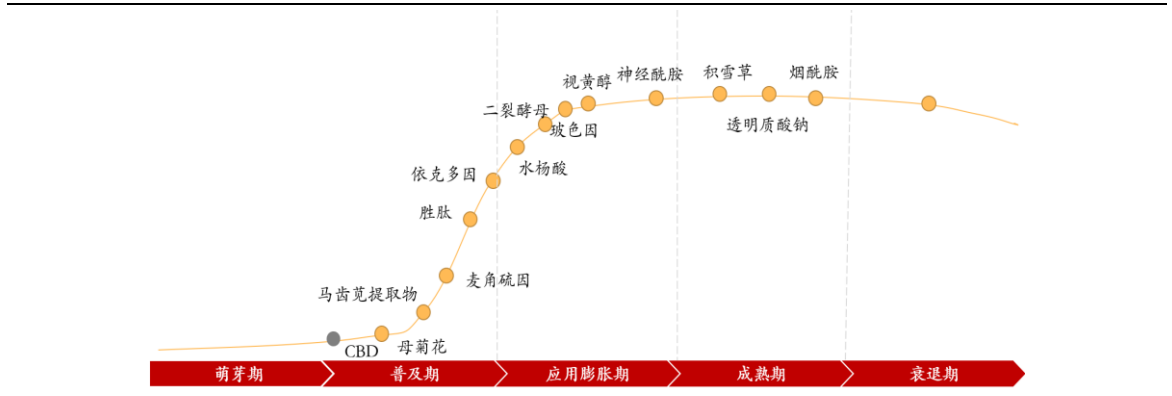
图表 35. 成分、功效及性价比是中国化妆品消费者主要关注点

购买原因	成分/功效	性价比高	品牌保障	使用感/妆感	朋友同事口碑	专业人士推荐	售后服务	独家技术	美妆博主种草	明星代言	产品包装	限量版/联名款
比例	53.2%	49.30%	40.70%	40.50%	37.00%	32.70%	22.50%	22.10%	20.00%	18.80%	17.80%	15.00%

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

在消费者对产品的成分功效性高关注度下，驱动产品成分持续迭代推新，拉动成分功效性护肤市场发展。产品中的活性成分是满足消费者功效性需求的关键原料，但各活性成分均有自身的生命周期，随着其进入成熟期后，多款产品均具备该成分功效，致使消费者逐步对品牌的记忆点减弱，不利于品牌的竞争突围，进一步驱动品牌在产品的活性成分上持续挖掘和推新，以不断夯实品牌市场竞争力，同时也持续拉动了成分功效性护肤的行业向上发展。

图表 36. 功效性原料当下所处生命周期情况



资料来源：美修大数据，中银证券

4.2 护肤品牌强势发力

■ 玉泽：针对敏感肌肤问题，医研共创产品

产品针对敏感肌人群，持续医研共创。玉泽品牌通过医研共创，致力于从根源上解决皮肤屏障受损引起的脱屑、干痒、皴裂、粗糙、粉刺、刺痛、泛红等各种敏感肌肤问题：公司与上海交通大学医学院附属瑞金医院皮肤科、复旦大学附属华山医院以及上海市皮肤医院等机构进行了深度合作，平均每年与上海市皮肤病医院合作开展超过 20 个临床研究项目，由专业医院进行背书，品牌产品力坚实。其中，皮肤屏障修复身体乳与精华乳上市前经过 1386 例功效与安全性临床验证。产品上市后，针对银屑病的辅助治疗与预防复发、湿疹皮炎、瘙痒症等进行了单中心与多中心研究，其结果发表于国际权威期刊《皮肤治疗学（Dermatologic Therapy）》上，具备扎实的医学研究和临床验证。

此外，公司把握产品特点入驻专业线下渠道，线上则把握新趋势同时推进模式。品牌最早布局专业线下渠道，即药店，紧接着布局了屈臣氏，深度和平安健康展开合作（线上）；线上电商平台为主，除了传统电商渠道，公司也在开拓和布局新兴电商和社交电商渠道，包括抖音、小红书等。

图表 37. 玉泽各平台粉丝数（万人）

	淘宝	小红书	抖音	微博
粉丝数	410.5	3.5	24.9	22.5

资料来源：淘宝，小红书，抖音，微博，中银证券

产品价格错位布局，同时在皮肤学级护肤品赛道的高增速和头部 KOL 推广下，迅速走红，并保持持续增长势头。对比同为皮肤学级护肤品的品牌薇诺娜、雅漾、薇姿，玉泽产品价格卡位中间段，符合年轻消费人群的消费水平，更有助于吸引学生党等消费人群。随着皮肤学级护肤品市场的快速增长以及 2019 年玉泽加大营销力度，联合头部 KOL 直播间持续推广，品牌知名度迅速提升：2019 年双十一实现同比增长 150%，双十二排名一度升至天猫美妆第六，全年同比增长超 80%。随着在后续品牌力持续扩大下，剔除掉超头的因素，22 年 Q1 仍实现增长 23% 的较好成绩。

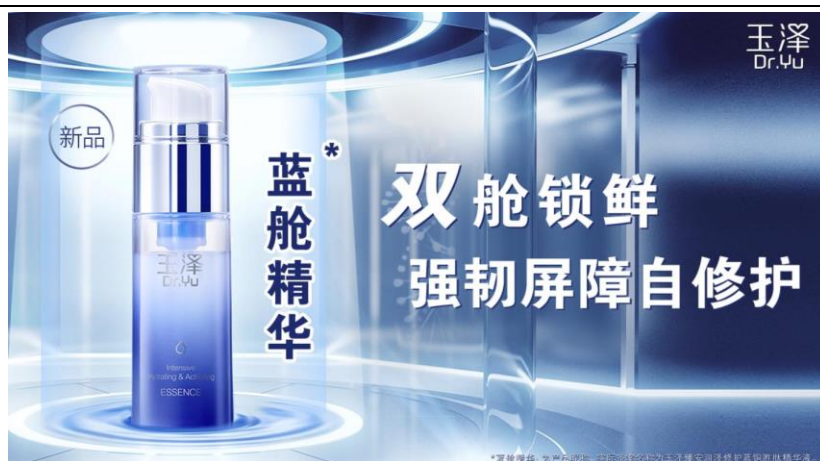
图表 38. 皮肤学级护肤品价格对比

品牌	产品名称	产品功效	价格
玉泽	皮肤屏障修护保湿面霜	舒缓补水	50g/158 元, 100g/316 元
	屏障修护调理乳	润肤补水	50ml/158 元, 100ml/316 元
	臻安修护保湿面霜	滋润	50g/178 元
薇诺娜	舒敏保湿特护霜	舒缓修护	50g/268 元, 100g/536 元
	高保湿修护面霜	补水	50g/298 元
雅漾	恒润保湿凝露	补水	50ml/228 元, 100ml/318 元
	恒润柔肤滋润保湿霜	舒缓补水	40ml/228 元
薇姿	水活霜	保湿补水	50ml/269 元
	89 精华	舒缓	30ml/349 元, 75ml/450 元

资料来源: 天猫, 中银证券

未来来看, 除板块高增长加成外, 公司持续围绕消费者需求进行爆品打造将有望进一步助推品牌增长。玉泽品牌依托上海家化, 积极拥抱大数据赋能, 和天猫平台达成深度合作, 利用对精准人群的测算, 获得消费者画像, 调查消费者偏好。通过了解消费者需求和对消费者心理进行画像, 品牌可以持续打造符合消费者预期的产品, 新产品成为爆品的可能性成更高。在公司自身的调整和行业高增的共同驱动下, 2020 年品牌新品蓝舱精华首周 GMV 超过 1000 万, 2021 年天猫旗舰店复购率由 2020 年的 36.36% 提升至 42.58%。

图表 39. 玉泽蓝舱精华



资料来源: 公司官网, 中银证券

■ 佰草集: 科技赋能产品, 加速年轻化转型

2021 年开始, 公司开启佰草集复兴之路, 调整品牌和产品定位。佰草集在过往发展中存在多方问题, 在新董事长上任后, 公司加速对佰草集改进, 积极推动佰草集品牌的复兴之路, 聚焦打造“特色草本×科技赋能”的核心竞争力。过去上海家化在消费者心中的定位趋近平价, 产品利润较低。未来佰草集品牌将持续通过特色草本研发和技术赋能, 提升产品结构, 向中高端市场进军, 成为公司整体业绩增长的一大助力。截至 2021 年佰草集全新太极肌源系列全部单品进入品牌头部销售 SKU, 并在当年双十一期间成为品牌电商销售前五位的爆品。

图表 40. 佰草集主打产品系列

产品系列	定位	SKU	价格区间
太极肌源系列	中高端	精华水、精华、面霜、眼霜	320-1080 元
御·五行焕肌系列	中高端	精华、面霜、眼霜、乳液、洁面乳	260-1580 元
新七白系列	中端	精华、面霜、眼霜、防晒、面膜	120-380 元
润泽兰系列	中端	面膜	120-150 元

资料来源：公司官网，中银证券

渠道端，精简低效能门店，同时通过 IP 合作等模式营销加速年轻化转型。在线下，公司收缩长尾低效能门店、聚焦头部门店；还与屈臣氏开展深度合作，利用其领先行业的新零售业务和数字化运营体系赋能数字化运营，不断提升百货渠道的效率。在线上则准确锁定 30 岁以下的年轻群体，以抖音、小红书等作为营销的主要投放阵地，涌现了现象级 IP 如 21 年 10 月的“佰草集延禧宫正传”。品牌的年轻化运营卓有成效，2021 年品牌在 Z 时代人群占比上升了 62%，复购率也由 20 年的 33.7% 提升到 21 年的 41.6%。

图表 41. 佰草集产品系列



资料来源：佰草集抖音账号主页，中银证券

我们认为，随着公司对佰草集过往问题的逐一解决同时根据市场变化渠道的快速调整转变，未来佰草集有望实现持续向上。

■ 典萃：明确消费人群，定位 CS 渠道

脱离佰草集独立运作，通过 CS 渠道销售。典萃于 2020 年 6 月脱离佰草集成为独立品牌，主打高功效性护肤如玻尿酸水润系列、烟酰胺焕亮系列，迎合功效性需求消费者。定位上，典萃作为 CS 渠道的专供品牌，除了专营店、日化店等传统 CS 渠道，还不断深化与屈臣氏的全方位合作，利用数字化实现线上和线下渠道共同成长。此外还有 CS 渠道云商城，通过一店一云店的形式，实现线下线上的无缝对接。

典萃产品为公司美妆矩阵重要品牌，功效主打高功效、高科技、高肌能，主打高性价比，定位 Z 世代和二三线人群。品牌定位上，典萃品牌将目标人群定位为追求消费体验、在意消费品位同时又注重性价比的年轻群体，即以 Z 世代为主体的消费客群。主要产品包括冻干安瓶精华系列、玻尿酸水润系列、烟酰胺焕亮系列等，在成分上主打高功效性以迎合成分党的需求，同时单品价格维持在 100-400 元区间，其高性价比符合当下 Z 世代消费者消费心理，有望挖掘年轻消费市场的潜力，实现持续增长。我们认为，在未来功效性护肤品需求推动下，典萃品牌定位清晰下，未来有望实现不断向上。

图表 42. 典萃产品系列

产品系列	主要成分	价格区间
玻尿酸水润系列	四重玻尿酸	128-229 元
烟酰胺焕亮系列	高纯烟酰胺、雪莲精粹、活性 VC	118-229 元
安瓶面膜系列	高纯烟酰胺、玻尿酸、石斛精粹	118-128 元
冻干安瓶面膜系列	高纯烟酰胺、白藜芦醇、雪莲花提取物	270 元
冻干面膜系列	玻尿酸、石斛精粹、生物多糖胶	179 元

资料来源：公司官网，中银证券

■ 双妹：品牌重启，线下加大试点、线上加速布局

渠道拓宽，双妹品牌重新启动。双妹品牌创立于 1898 年，以“东情西韵·尽态极妍”为品牌特色，定位于上海高端品牌，2010 年以海派文化为个性进行品牌复兴，过往渠道多聚焦在上海田子坊品牌店及天猫旗舰店。2020 年，双妹品牌重新启动，开始试点品牌新形象的线下店，包括设立合肥银泰百货专柜等，与品牌定位相匹配，同时加大电商推动，2020 年实现品牌双位数增长，2021 年同比增速超 15%。未来随着品牌营销力度加大以及销售渠道拓宽，该品牌有望获得更多消费者认可，持续向上。

图表 43. 合肥银泰百货双妹旗舰店



资料来源：百度图片，中银证券

4.3 其他品牌：深入挖掘消费者需求，持续改进与提升

■ 细分冠军品牌

1) 六神

六神作为上海家化旗下专注于个护家清品类的品牌，成立至今已经有 30 余年历史，具备深厚的品牌力积淀。90 年代“六神”花露水上市，以“夏季+中草药+家庭”为品牌定位，迅速赢得了 70% 以上的花露水市场份额，成为当时民生三宝中的一宝。发展至今，六神旗下产品矩阵已囊括花露水、沐浴露、香皂、洗手液等多种多样的产品，六神品牌在一众国际连锁品牌角逐中，仍然在中国家清个护市场之中占据一席之地。随着品牌年轻化形象的打造，多款联名产品的成功打造，六神品牌成功在《第一财经》发布的“2019 年度新国货”榜单之中斩获国货榜样奖。同时，在强大的品牌力支持下，公司通过产品提价，在原材料成本上行下，减轻成本端压力。

图表 43. 六神终端销售收入平稳，对应的市场份额排名位居前列

	2016	2017	2018	2019	2020
六神 (亿元)	10.62	10.70	10.74	10.66	10.81
Yoy	-9.93%	0.75%	0.38%	-0.71%	1.44%
洗浴类产品市场份额					
	2017	2018	2019	2020	2021
洗浴类产品市场份额	4.50%	4.40%	4.20%	3.80%	3.90%
排名	3	3	3	3	3

资料来源: Euromonitor, 中银证券

品牌持续调整，向多场景年轻化迈进，致力于成为中国特色植物、中草药草本生活品牌。公司在六神品牌的两大品类进行结构性调整：1) 花露水方面，满足多场景需求推出新品，包括户外驱蚊等；2) 沐浴露方面，进行产品的升级和四季化，并于 2021 年下半年携手新代言人推出精粹沐浴露。随着产品结构的调整，六神品牌在价格上有望实现提升，在用户人群上也有望由居家人群向多人群拓展，实现品牌的不断向上，驱动公司成长。

2) 启初

启初品牌持续拓宽消费群体，欲为不同生命阶段的消费者提供专业护理产品。启初品牌创立初期主要消费群体为婴幼儿，2020 年进一步拓展目标消费者范围至儿童、孕产妇，致力于为不同生命阶段的消费者提供专业的护理产品。此外，公司持续加强跨界联名合作，包括联名宝可梦、哆啦 A 梦等，多样化增强品牌知名度，品牌的电商市场份额在 2020 年 12 月创下过去两年新高，2021 年抖音渠道同比增速超过 20%。随着不断推出新品，实现消费人群的持续开拓，将持续助推品牌收入上行。

图表 44. 启初产品目标消费者由 0-3 岁婴幼儿拓宽至 3 岁以上儿童和孕妇



资料来源: 启初官网, 中银证券

3) 高夫

产品线梳理与简化，提升高端产品占比。公司高夫品牌分为大众系列和高端系列，大众系列主要为红色线产品，其中套盒产品价格段在 150-300 元；高端系列为蓝色线产品，其中套盒产品价位段在 400-550 元，为顺应男性市场向年轻化和高端化转变，公司加大高端系列产品，打造高科技形象，实现高夫收入的提升，2021 年同比提升 15%。未来高夫品牌也将在抖音上面持续深耕自播以及达播，进一步提升品牌力。

■ 细分领先品类

- 1) **美加净 2020 年开启对面部护肤产品进行巩固与提升**，包括升级了明星产品银耳珍珠霜，并推出融合发酵技术的酵米系列。2021 年美加净对配方技术工艺进行创新，酵米焕活微凝珠精华，采用了创新的微流控技术，避免了大量乳化剂的使用，从而获得更均匀稳定的外观。产品升级后，公司对新系列产品进行提价，进一步拉动对于品类毛利率。
- 2) **家安聚焦消费者需求，推出新品**。2020 年，家安为适应疫情时期消费者需求变化，推出多款除菌、抑菌产品，全年收入实现双位数增长；2021 年推出洗衣机槽泡腾片等新品，但因受特渠影响，销售收入下滑，随着特渠影响得到控制，品牌增长值得期待。

5. 盈利预测与投资建议

■ 盈利预测

我们通过分品类拆分进行未来收入情况预测：

1) 美容护肤：

随着公司旗下护肤品牌的调整以及行业高增长的拉动作用，该部分业务收入有望在未来呈现双位数增长，预计 2022-2024 年收入增速分别为 11%/19%/18%。

2) 个护家清（含合作品牌）：

公司个护家清品牌主要为六神和家安，此外还包括合作品牌。基于公司较强的品牌力，未来将呈现逐步提价策略，预计 2022-2024 年收入增速为 5%/7%/6%。

3) 母婴：

公司旗下母婴业务品牌主要为汤美星和启初，其中启初作为细分冠军品类，将有望持续拉动公司母婴业务稳步向上，预计 2022-2024 年收入增速分别 7%/10%/10%。

综合以上，2022-2024 年公司总收入为 81.57/91.18/101.6 亿元，对应增速分别为 6.7%/11.8%/11.4%。

图表 43. 公司收入拆分表（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	76.46	81.57	91.18	101.60
yoy	8.73%	6.68%	11.78%	11.43%
美容护肤	26.97	29.94	35.63	42.04
yoy	22.22%	11.00%	19.00%	18.00%
个护家清（含合作品牌）	24.10	25.30	27.07	28.70
yoy	-12.39%	5.00%	7.00%	6.00%
母婴	21.58	23.09	25.40	27.94
yoy	4.18%	7.00%	10.00%	10.00%

资料来源：万得，中银证券

毛利率：随着公司产品逐步拓展和升级以及一点幅度提价，未来毛利率将稳中有升，预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 60%/61%/61%。

费用率：随着公司规模扩大，管理及销售费率有望收窄，而研发端公司加持续加大投入，预计 2022-2024 年公司销售费率为 38.35%/38.31%/38.42%，管理费用率将达到 9.01%/9.04%/8.64%，研发费用率将达到 2.3%/2.2%/2.4%。

综合，预计公司 2022-2024 年总收入为 81.57/91.18/101.6 亿元，对应增速分别为 6.7%/11.8%/11.4%；归母净利润为 7.7/9.6/11.0 亿元，同比增长 18%/24%/15%。

图表 44. 公司盈利预测的主要假设 (收入单位: 亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	76.46	81.57	91.18	101.60
yoy	8.73%	6.68%	11.78%	11.43%
毛利率	58.73%	59.71%	60.59%	61.14%
费用率	51.01%	49.66%	49.50%	49.46%
销售费用	38.54%	38.35%	38.31%	38.42%
管理费用	10.34%	9.01%	9.04%	8.64%
研发费用	2.13%	2.30%	2.15%	2.40%
归母净利润	6.49	7.69	9.55	11.00
yoy	51%	18%	24%	15%

资料来源: 万得, 中银证券

■ 估值讨论

我们选取国内化妆品龙头企业珀莱雅和皮肤学级护肤品龙头薇诺娜为可比公司; 当前市场对应公司 2022 年 PE 为 28 倍, 对比所选标的公司估值, 同时考虑公司收入端有望在护肤品的拉动下实现较快速增长, 同时盈利能力逐步提升, 预计未来有望持续向上, 首次覆盖予以“**增持**”评级。

图表 45. 上市公司估值表

公司简称	股价 (元/股)	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			每股收益(元/股)			市盈率(x)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
贝泰妮	175.79	4.24	744.65	11.89	15.53	19.83	2.81	3.67	4.68	62.63	47.95	37.55
珀莱雅	193.02	2.01	387.99	7.30	9.03	10.89	3.63	4.49	5.42	53.15	42.97	35.63
上海家化	32.04	6.80	218.09	7.82	9.37	11.20	1.13	1.41	1.62	28.35	22.72	19.78

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 5 月 18 日

风险提示

新品拓展不及预期：公司通过不断推出新品的方式拓展自身业务版图，若新品研发受阻，新品推出速度放缓，将对公司的自主品牌业务增长有一定影响。

疫情反复影响销售：公司线下收入占比较大，若疫情反复影响线下门店正常运营，将对公司的业务增速有一定影响。

行业竞争加剧：若公司业务所处行业竞争进一步加剧，将对公司市场份额有影响，进一步影响公司未来发展。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	7,032	7,646	8,157	9,118	10,160
销售成本	(2,816)	(3,156)	(3,286)	(3,593)	(3,948)
经营费用	(3,611)	(3,751)	(3,888)	(4,345)	(4,867)
息税折旧前利润	606	740	983	1,180	1,344
折旧及摊销	(236)	(209)	(225)	(223)	(219)
经营利润(息税前利润)	370	531	758	956	1,125
净利息收入/(费用)	107	35	51	50	45
其他收益/(损失)	260	304	274	281	286
税前利润	534	764	938	1,137	1,317
所得税	(104)	(115)	(169)	(182)	(217)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	430	649	769	955	1,100
核心净利润	430	649	769	955	1,100
每股收益(人民币)	0.635	0.955	1.132	1.406	1.618
核心每股收益(人民币)	0.635	0.955	1.132	1.406	1.618
每股股息(人民币)	0.214	0.290	0.344	0.427	0.492
收入增长(%)	(7)	9	7	12	11
息税前利润增长(%)	13	43	43	26	18
息税折旧前利润增长(%)	8	22	33	20	14
每股收益增长(%)	(24)	51	18	24	15
核心每股收益增长(%)	(24)	51	18	24	15

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4,019	4,297	5,561	6,177	6,786
应收帐款	1,224	1,396	1,184	1,000	1,064
库存	867	872	1,009	1,120	1,172
其他流动资产	46	216	216	216	216
流动资产总计	6,155	6,780	7,970	8,513	9,237
固定资产	1,023	946	955	950	943
无形资产	3,202	3,344	2,707	2,727	2,746
其他长期资产	720	854	854	854	855
长期资产总计	5,140	5,365	4,747	4,772	4,794
总资产	11,295	12,146	12,717	13,285	14,031
应付帐款	2,698	2,883	3,120	3,138	3,246
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	178	326	343	360	378
流动负债总计	2,876	3,210	3,463	3,497	3,624
长期借款	1,062	925	925	925	925
其他长期负债	858	1,047	909	909	909
股本	678	680	680	680	680
储备	5,821	6,284	6,740	7,274	7,894
股东权益	6,499	6,963	7,420	7,954	8,574
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	11,295	12,146	12,717	13,285	14,031
每股帐面价值(人民币)	9.59	10.25	10.92	11.70	12.62
每股有形资产(人民币)	4.84	5.29	6.88	7.62	8.50
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.33)	(0.99)	(2.85)	(3.75)	(4.65)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	534	764	938	1,137	1,317
折旧与摊销	236	209	225	223	219
净利息费用	(43)	(13)	(29)	(28)	(23)
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	(104)	(115)	(169)	(182)	(217)
其他经营现金流	21	147	283	49	(39)
经营活动产生的现金流	643	993	1,248	1,199	1,256
购买固定资产净值	(106)	(141)	(127)	(114)	(103)
投资减少/增加	(565)	(243)	(243)	(243)	(243)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(671)	(384)	(370)	(357)	(346)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(62)	(4)	711	203	185
支付股息	(205)	(166)	(269)	(382)	(440)
其他融资现金流	132	(58)	(47)	(47)	(47)
融资活动产生的现金流	(136)	(228)	395	(226)	(302)
现金变动	(164)	381	1,273	616	609
期初现金	1,499	1,277	1,588	2,861	3,477
公司自由现金流	36	631	900	864	933
权益自由现金流	(43)	602	1,586	1,042	1,093

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.6	9.7	12.0	12.9	13.2
息税前利润率(%)	7.5	9.9	9.3	10.5	11.1
税前利润率(%)	7.6	10.0	11.5	12.5	13.0
净利率(%)	6.1	8.5	9.4	10.5	10.8
流动性					
流动比率(倍)	2.1	2.1	2.3	2.4	2.5
利息覆盖率(倍)	32.0	29.7	29.7	37.5	44.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2
估值					
市盈率(倍)	50.5	33.5	28.3	22.8	19.8
核心业务市盈率(倍)	50.5	33.5	28.3	22.8	19.8
市净率(倍)	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5
价格/现金流(倍)	33.8	21.9	17.4	18.2	17.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.6	28.5	20.2	16.3	13.8
周转率					
存货周转天数	241.4	206.5	216.2	215.4	199.2
应收帐款周转天数	31.9	37.6	33.8	26.9	25.6
应付帐款周转天数	72.4	71.2	72.6	65.3	60.5
回报率					
股息支付率(%)	33.7	30.4	30.4	30.4	30.4
净资产收益率(%)	13.2	18.6	20.7	24.0	25.7
资产收益率(%)	4.8	6.8	9.1	11.3	12.6
已运用资本收益率(%)	2.8	4.1	4.6	5.4	5.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371