

# 上海家化 600315.SH

## 2013 年起公司主营增速将再上新台阶



### 投资要点

- **改制元年公司业绩实现高速增长。**公司之前公告预计 2012 年盈利增长 70% 左右，我们认为在 2012 年国内经济整体低迷的大背景下，公司业绩取得高速增长的主要原因如下：（1）改制和股权激励充分调动管理层和核心骨干的主观能动性（2）主品牌六神提速、佰草集保持快速增长、高夫延续高速增长 花王合作超预期（3）期间费用率的逐步下降直接提升公司净利率水平。
- **我们认为 2013 年公司现有品牌将着眼“聚焦+创新”策略，有望延续去年的快速增长。**具体表现为（1）六神艾叶系列做深做广，新产品仍将陆续推出（2）佰草集坚持稳健外延扩张，侧重店效的提升 2013 年重磅新品太极丹值得期待（3）美加净产品线不断延伸，适度覆盖商超中高端品类空白点。（4）高夫品牌专注男士护肤，渠道四轮驱动和新品日益丰富将驱动品牌持续高速增长（5）花王代理业务在产能瓶颈突破后有望踏上新台阶。
- **2013 年公司三大新品牌（化妆品专营店品牌、婴童护肤用品品牌和淘品牌）蓄势待发，将为公司未来 3-5 年的发展打开了新的广阔空间。**（1）婴童护理用品需求增长快速 目前市场缺乏龙头，公司厚积薄发值得期待。（2）独立的专营店品牌将依托佰草集公司，同时借鉴现有品牌实践经验，以高起点和科学化的体系运作分享这一市场的野蛮生长。（3）2013 年中公司将推出独具东方特色元素的淘品牌，进一步分享电子商务市场的蓬勃发展。

### 财务与估值

- **我们预计 2013 年起公司主营收入增速将有望再上一个台阶，而日益充沛的经营现金流也为公司未来化妆品主业的投资整合提供了潜在可能。**我们上调公司未来三年收入增速，同时小幅下调公司期间费用率，预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 1.37 元、2.06 元和 3.03 元（原预测分别为 1.35 元、1.77 元和 2.38 元）。考虑到公司成长较为确定且经营现金流稳定，我们采用 DCF 法进行估值，得出每股价值为 83.40 元，对应 2013 年 40 倍 PE 估值，维持公司买入评级。

### 风险提示

- 天气变化对个别品牌销售的可能影响等。

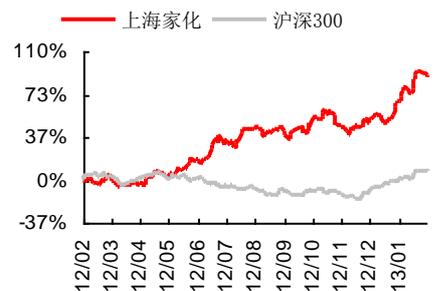
公司主要财务信息					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	3,094	3,577	4,420	5,636	7,215
同比增长	14.7%	15.6%	23.6%	27.5%	28.0%
营业利润（百万元）	292	436	759	1,145	1,691
同比增长	2.2%	49.2%	74.2%	50.9%	47.7%
归属母公司净利润（百万元）	276	361	613	921	1,358
同比增长	18.2%	31.1%	69.6%	50.4%	47.4%
每股收益（元）	0.62	0.81	1.37	2.06	3.03
毛利率	54.8%	57.5%	56.7%	58.4%	59.2%
净利率	8.9%	10.1%	13.9%	16.3%	18.8%
净资产收益率	19.6%	22.2%	28.0%	29.9%	32.2%
市盈率（倍）	101.7	77.6	45.7	30.4	20.6
市净率（倍）	18.7	15.9	10.7	7.9	5.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2013 年 02 月 19 日）	61.82 元
目标价格	83.40 元
52 周最高价/最低价	63.51/31.28 元
总股本/流通 A 股（万股）	44,835/42,300
A 股市值（百万元）	27,717
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2013 年 02 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-2.7	12.2	28.4	86.2
相对表现 (%)	0.5	8.8	4.9	80.4
沪深 300 (%)	-3.1	3.5	23.5	5.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师 施红梅**  
 021-63325888\*6076  
 shihongmei@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860511010001

**联系人 赵越峰**  
 021-63325888\*7507  
 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

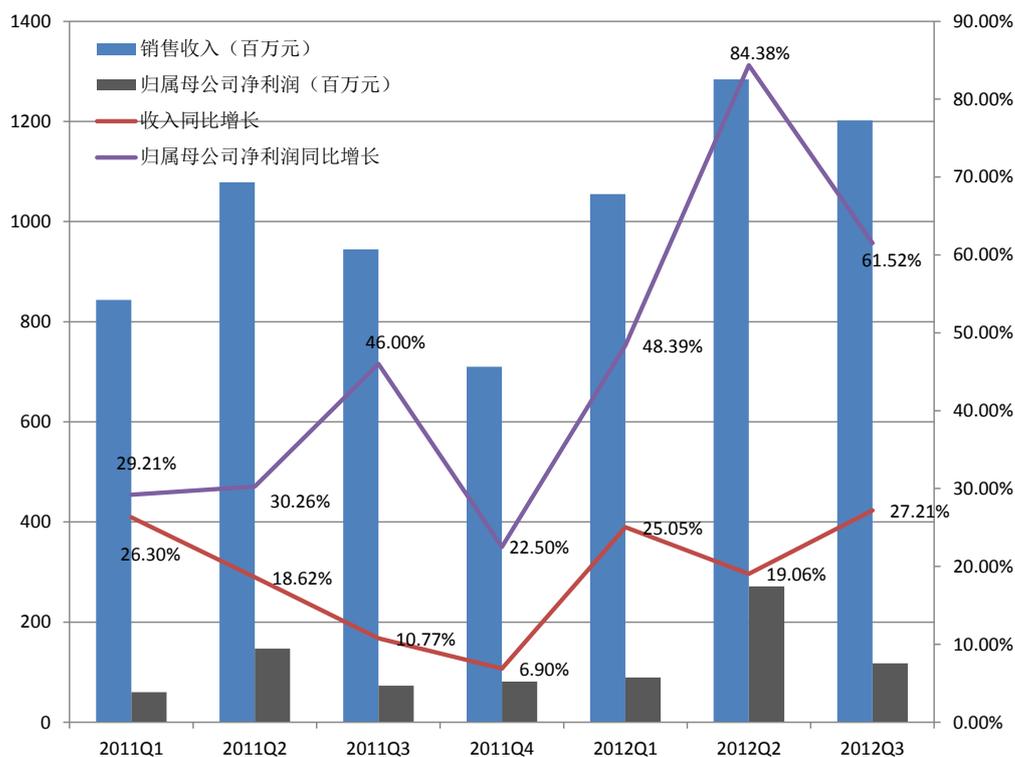
**相关报告**

主营提速推动业绩持续高速增长	2012-10-31
盈利高速增长来自收入提速和费用控制得当	2012-08-15
改制元年,上海家化上半年业绩同比增长 70%以上	2012-07-09

## 改制元年业绩高速增长

作为平安入主家化集团后第一个完整财年，2012年上海家化交出了令所有投资者满意的答卷，公司前期预告2012年盈利增长70%左右，对应每股收益1.37元。在2012年所有上市消费品企业中公司的业绩也是较为突出的。

图1：上海家化2012年单季收入与净利润增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

我们认为在2012年国内宏观经济整体较为低迷的大背景下，公司业绩取得高速增长的主要原因如下：

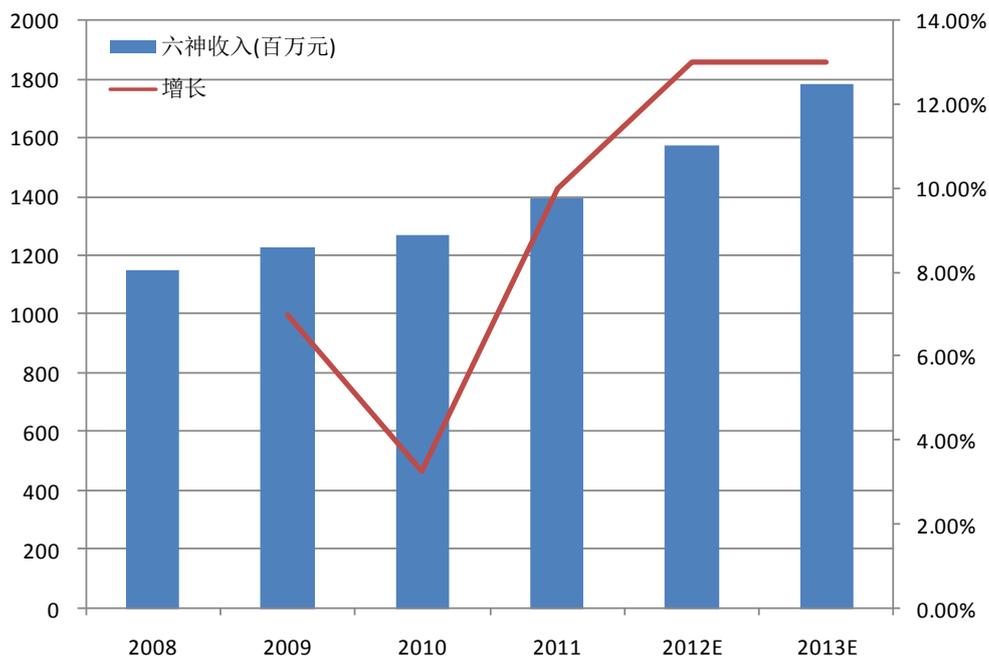
(1) 改制和股权激励充分调动管理层和核心骨干的主观能动性和业务开拓积极性，2012年在改制完成后，公司在原有组织架构逐步完善的基础上，成功推出股权激励计划，股东、高管与员工等多方利益高度一致，为公司中长期业绩增长提供保障。

(2) 主品牌六神提速、佰草集保持快速增长、高夫延续高速增长、花王合作超预期

**主品牌六神增长重新提速。**2012年家化现金牛品牌六神增长提速，我们预计全年增长可以达到13%左右的水平，其中花露水品类在基数较大的情况下市场份额继续提升，优势地位逐步扩大，与隆力奇此消彼长；清凉系列产品带动沐浴露品类增长，新产品艾叶系列与宝宝系列在推出时就受到消费者较高的接受度，2012年均实现高速增长，我们预计2013年艾叶与宝宝系列将继续深度分销，在渗透度远不及花露水品类的情况下，市场空间仍然巨大。此外，2012年六神在品牌推广上独辟蹊径，首次运用网络视频短片形式宣传花露水品类产品，微电影《花露水的前世今生》甫一推出便

受到极佳的反馈，新传播媒介的使用不仅提高了品牌投入的性价比，也提升了品牌在年轻人群中的接受度，这也将驱动公司在 2013 年继续向新兴社交媒体如视频网站、微博等增加投入。我们认为，作为一个极具知名度和认可度的品牌，六神销售收入的提速对公司盈利的边际贡献是十分可观的，这将在公司后期经营中依然发挥重要的作用。

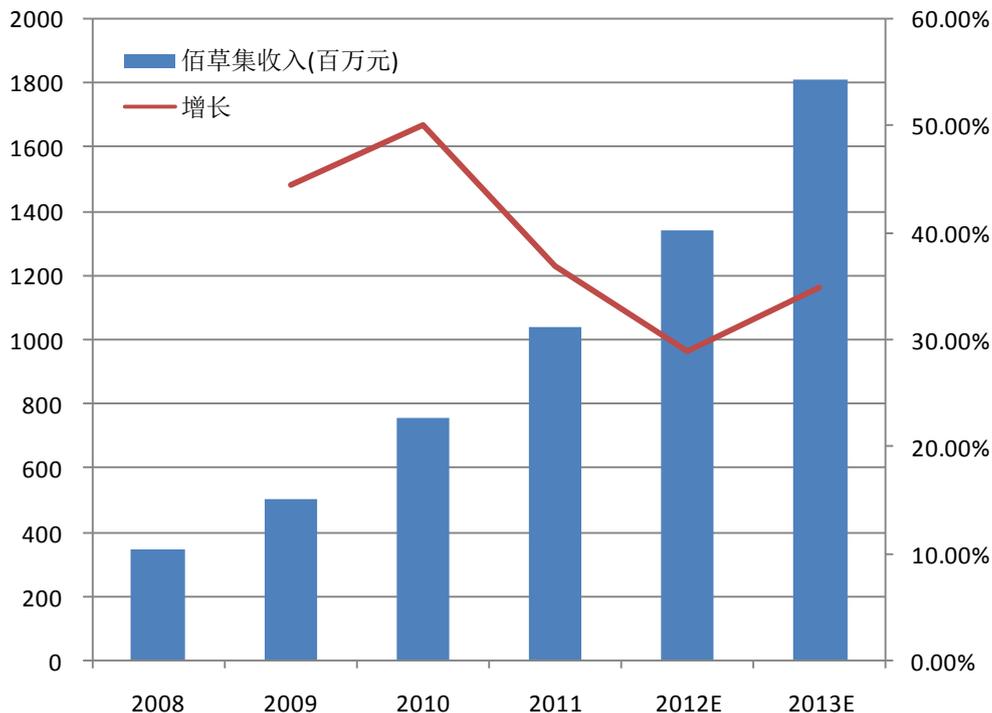
图 2：六神品牌销售额及年增长率



资料来源：东方证券研究所

**佰草集高基数下持续快速增长。**2012 年得益于渠道的稳步扩张与店效的提升，在缺少重磅新品推出、同时销售规模基数不断扩大的情况下佰草集品牌仍维持了过去数年来快速的增长态势，我们预计全年增速保持在 30%左右。从渠道结构来分析，佰草集仍以百货渠道为主，兼顾电子商务与专营店渠道的拓展，我们预计 2012 年底佰草集终端网点在 1500 家左右（含国内外的诗芙兰的专柜，扣除这块大概在 1280 多家），新开门店 150 家左右，目前直营与加盟基本保持在 3:7 的比例。我们认为 2012 年佰草集的快速增长一方面与品牌美誉度日益提升、传统渠道扩张有关，另一方面，电子商务的快速增长也有重要贡献，我们预计 2012 年全年电子商务销售占佰草集品牌收入的 8%左右。

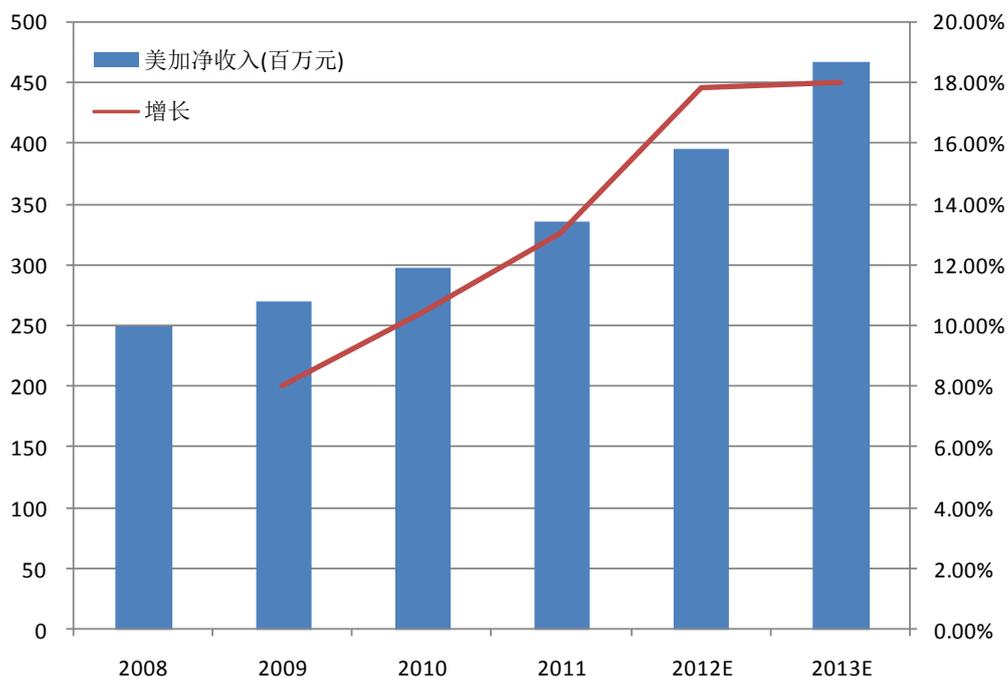
图 3：佰草集品牌销售额及年增长率



资料来源：东方证券研究所

美加净品牌定位日益清晰，旺季热销实现稳定增长。美加净品牌经过前期调整，定位“天然成分、物超所值”，在品类上有所取舍。2012 年第四季度旺季热销保障了全年销售稳定增长。我们预计 2012 年美加净新天然系列面霜与手霜继续保持 20%左右的增长，手霜市场份额继续保持第一。针对品牌原有产品冬强夏弱的局面，2012 年美加净尝试推出部分夏季产品——防晒系列产品，仍以天然成分为主要诉求，2013 年将继续集中资源推广，借此打开淡季销售的增长机会。

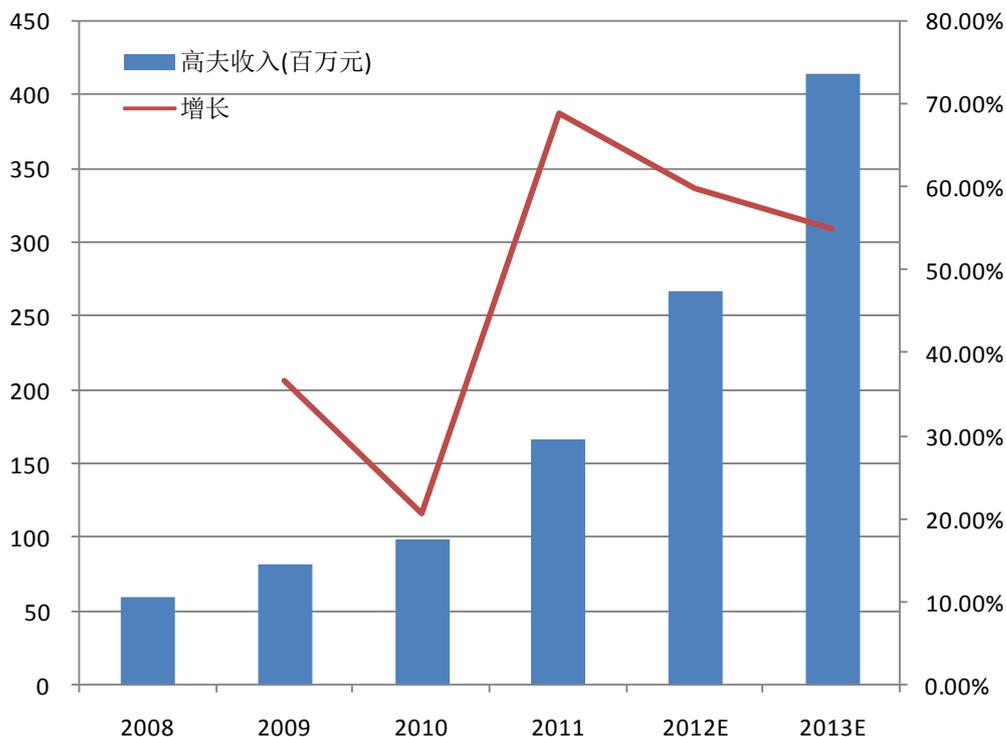
图 4：美加净品牌销售额及年增长率



资料来源：东方证券研究所

**高夫受益行业高景气，延续高成长态势。**2012 年国内男士护肤品行业并未受到经济下滑太大冲击，行业本身仍处于快速增长阶段，在此基础上高夫保持了近几年来成长，我们预计增速在 60%左右。2012 年高夫针对自身中产阶级男性的定位不断推出新产品，令消费者耳目一新，另一方面在渠道拓展上高夫沿着百货为主，带动电商、专营店、KA 渠道三轮驱动的路径发展，取得了良好的市场反馈。产品的不断推陈出新和渠道的丰富多元化拓展带动了高夫销售的高增长。

图 5：高夫品牌销售额及年增长率



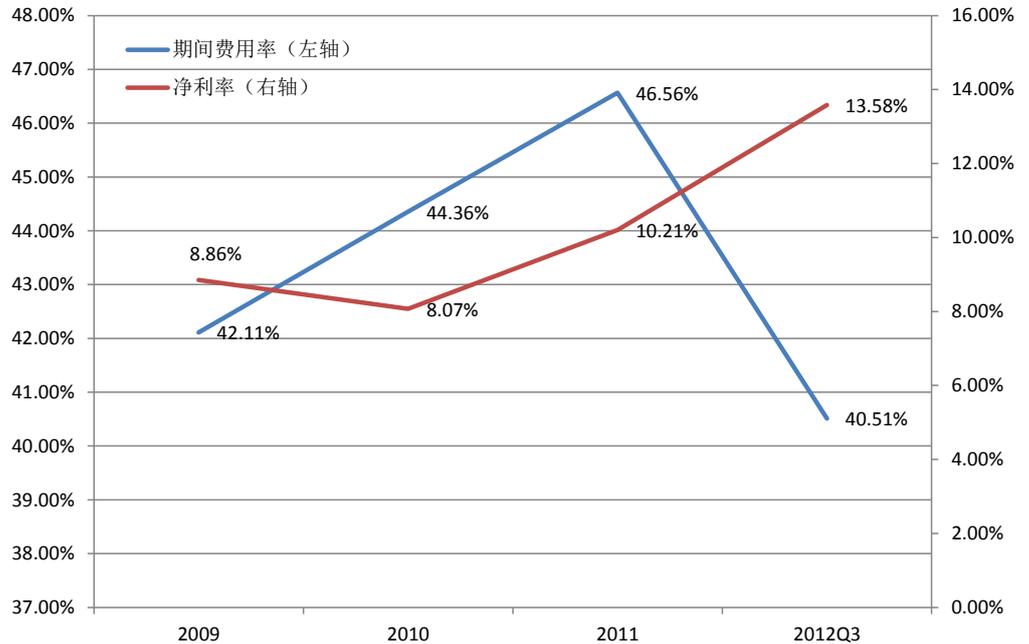
资料来源：东方证券研究所

**代理花王业务获得丰收。**2012 年公司代理花王业务（目前主要代理纸尿裤、卫生巾、洗衣粉）大放光彩是超出市场预期的一大亮点，花王中国全年销售预计增长 60%以上，在日系品牌中名列前茅，而其中 45%左右增长来自于家化代理销售，可以说这是花王产品自身的高市场认可度结合家化优势渠道资源的结果，我们认为 2012 年公司代理花王业务的优异表现也为公司与花王之间更深更广的合作提供了可能。由于代理业务本身并不需要家化付出太多投入，随着花王产品借助家化渠道在国内的全面铺开，代理业务比重将逐步提升，同时也将给公司贡献可观的业绩。

### (3) 期间费用率的逐步下降直接提升公司净利率水平

在判断 2012 年经济大环境不尽人如意的基础上，公司严格控制各品牌投入，注重合理的投入产出比，在战略上更聚焦，相应地在品牌投入上有所取舍，主要资源集中在四大主品牌（六神、佰草、美加净和高夫）的发展，降低甚至放弃几个潜力较小品牌（清妃、cocool、家安、可采）的投入。此外，受益于超级品牌六神增长重新提速带来的规模效应，在投入相对有限的情况下家化的期间费用率得到有效降低，综合以上这些因素直接提升了公司净利率水平。

图 6：上海家化 2012 年前三季度期间费用率大幅下降



资料来源：Wind、东方证券研究所

## 现有品牌着眼“聚焦+创新”，延续快速增长

2013 年起，公司对现有品牌的发展策略依然是战略聚焦，重点发展六神、佰草集、美加净和高夫四大品牌，同时进一步做好花王代理业务。在聚焦战略下，根据行业发展趋势，通过创新（产品创新、渠道创新和传播创新等）实现现有品牌的持续快速增长。

**六神艾叶系列做深做广，新产品仍将陆续推出。**艾叶系列产品经过 2011 年试销后，在 2012 年全面推广，获得了较好的终端反馈（我们 2012 年销售增长 100% 以上），这一方面代表艾叶系列定位除菌诉求取得消费者认可，另一方面由于艾叶系列终端渗透率远不及花露水（2012 年渠道铺货仅 60% 左右），可以预见的是 2013 年仍有不少铺货空间，为艾叶系列带来可观的增量。此外，六神品牌下多个品类 2013 年也将陆续推出新产品，花露水与艾叶都将推出“去味型”诉求的产品，沐浴露方面将推出更清凉酷爽的沐浴露，同时艾叶系列将切入洗手液市场，2013 年将是这些新品试销推广之年，我们相信经过公司长久的准备，这些新品的陆续推出有望接棒艾叶系列在 2013 年取得不俗业绩。未来在六神品牌的传播上，也会投入更丰富、更深入，减少传统媒体投入，会增加新兴方式投入。

**佰草集坚持稳健外延扩张，侧重店效的提升 2013 年重磅新品太极丹值得期待。**我们预计未来佰草集将保持每年 150-200 家的开店速度，在高产出网点空白越发稀缺的情况下，公司近年来更重视单店质量的提升，强调大店、好店的比例。此外，相比新品欠缺的 2012 年，2013 年佰草集将推出准备已久的重磅产品“太极丹”，延续佰草集中草药配方以及中高端定位（980 元/套），2013 年 1 月开始预售反馈良好，目前终端基本处于供不应求的状态，在搜集终端反馈建议的基础上，

“太极丹”后期在包装等方面将进一步完善，我们预计今年 5/6 月全面上市后“太极丹”有望为佰草集品牌未来 2—3 年的快速增长贡献重要力量。另外在国内化妆品专营店市场和电子商务如火如荼发展之际，未来佰草集品牌将针对新渠道的发展推出一些定制产品系列，2013 年 1 月佰草集品牌已经推出了专门针对专营店渠道的典萃系列，未来不排除在电商渠道推出一些包装或价格等方面与线下形成区隔的专门产品，我们认为多渠道多样化产品的发展将为佰草集后续快速增长打开新的空间。

**美加净产品线不断延伸，适度覆盖商超中高端品类空白点。**未来美加净将针对自身大众化的定位，不断进入新品类、延伸产品线，力图改变冬强夏弱的销售格局。2013 年美加净将尝试推出洗发水等新品类，我们预计在产品诉求与定价上会与竞争对手有所区分。同时针对国内商超渠道中高端产品缺失的现状，美加净也将适时推出 60-100 元的中高端定价产品，以填补这一空缺。未来在品牌传播上，美加净将进一步重视新媒体形式的运用，继续聚焦和加大传播力度，提升品牌的美誉度。

**高夫品牌专注男士护肤，渠道四轮驱动和新品日益丰富将驱动品牌持续高增长。**在众多化妆品品牌逐渐重视男士护肤行业之时，高夫凭借多年的专注成功积累市场认同，在过去 4-5 年间充分享受了子行业的快速增长，目前市占率位居第四，值得一提的是，高夫中高端的细分定位与目前第一梯队男士护肤品牌（欧莱雅、妮维雅、曼秀雷敦）普遍定位大众化存在明显差异，产品更迎合国人喜好，从竞争角度来看高夫未来的潜力仍然巨大，进入行业第一梯队将是高夫短期发展目标。从渠道上而言，百货仍然会是高夫渠道的拓展主力，同时高夫会继续在电商、专营店、KA 等渠道顺势而为，加强投入。从品类上看，随着品牌定位逐渐清晰，高夫将在现有基础上不断开发推出适应不同渠道需求的新品，考虑到男士护肤行业本身的快速成长（预计在 20%—30%左右），消费者对产品的诉求也将不断被挖掘，这为高夫品牌的高速增长提供了足够的空间。

**花王代理业务在产能瓶颈突破后有望再上新台阶。**作为家化代理花王业务的主力产品，花王纸尿裤（占家化代理花王销售 60%-70%）在 2012 年出现供不应求的局面，这一方面缘于花王纸尿裤产品主要依赖日本进口，国内供应受限，另一方面随着婴儿潮的到来，纸尿裤作为许多新生儿必不可少的卫生用品，需求旺盛，过去数年国内纸尿裤市场销售保持了两位数增长。与欧美国家婴儿纸尿裤 100%的渗透率相比，国内 37%左右的渗透率预示着强大的市场潜力，在人均可支配收入逐步提升的大背景下，“80 后”父母通常更舍得在子女身上投入更多，更倾向于使用便捷的纸尿裤，纸尿裤有机会进一步替代传统布尿布。目前国内纸尿裤市场品牌集中度较高，CR10 达到 83%，市场容量达到 200 亿元左右，花王作为领先的品牌之一，市场口碑一直很高，将充分受益这一市场的高景气。我们预计随着今年安徽生产基地的投产，产能将不再成为制约花王销售的一大瓶颈，收入也将随着渠道的进一步铺开保持快速增长。

## 顺应行业格局演变，三大新品牌蓄势待发

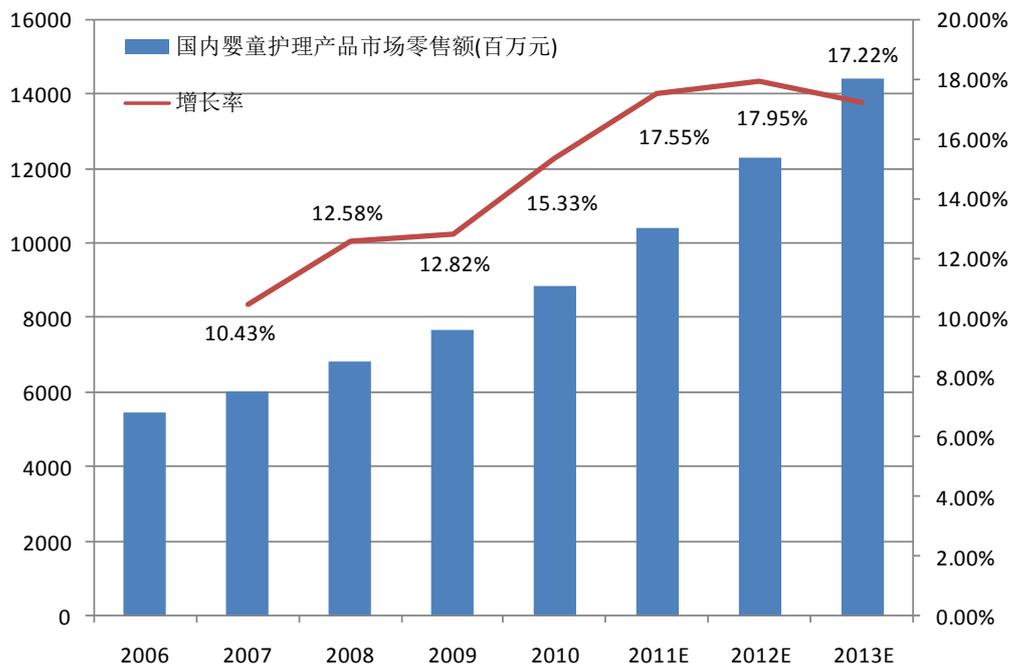
**消费者日益成熟，需求越发多样。**随着近些年化妆品行业在中国的快速发展，国内消费者呈现出日益成熟的趋势，具体表现为需求的多样化、购买渠道的多元化、诉求的个性化。单一的化妆品品牌已经无法通过零星的产品吸引不同客户群的青睐，消费者在选择上不再盲目，对化妆品定位诉求越发个性化，要求也更为细致，男士、儿童等护肤用品市场快速发展。此外，随着消费渠道与传播方式的变更，电子商务与社交媒体成为化妆品品牌公司无法绕过的发展方向。可以说国内消费者产生的一系列变化给众多品牌提出了更高的要求。

**本土品牌的时代也许正在到来。**国内化妆品市场已经一改过去外资品牌独大的格局，本土品牌在数年的摸爬滚打中寻找出了一套适合自身发展的定位、渠道及企业组织架构，近年来慢慢扭转了过去的劣势地位，朝着更为有利的方向发展。在定位上，许多本土品牌通过中国特有的“汉方本草”定位在与外资品牌差异化竞争中脱颖而出，获得了为数众多消费者的推崇，在创新上，本土品牌没有外资品牌过于繁琐的业务流程，新产品的开发在“快”与“稳”之间寻求平衡，同时由于在传统百货商超渠道不具优势，本土品牌相比外资品牌在二/三线专营店市场、电子商务等渠道上更愿意大量投入，正切合了化妆品新渠道在国内的蓬勃发展。我们认为对于化妆品行业而言，外资企业最好的时代可能已经过去，本土企业最坏的时代也可能已经结束，行业目前的竞争格局为优秀的本土品牌创造了良好的机会。

**通过前期市场化组织架构的搭建与激励措施的完善，家化已经做好成功开拓新品牌的充分准备。**经过两轮股权激励与改制前后市场化的人员引进，家化已经在组织结构和核心员工储备上做好的应对市场格局不断演变的充分准备。公司目前设立三大事业部，分管大流通品牌（六神、美加净、家安）、细分化品牌（佰草集、高夫）及培育品牌（双妹、SPA 等），每个事业部通过家化自身培养与引进，分别配备了专门负责市场销售与品牌的核心管理人员，此外针对电子商务渠道，公司拥有专业团队负责运营管理。前些年的发展中，公司更多侧重于现有品牌的稳健发展和内部管理的夯实，对行业竞争中的新机会——电子商务、专营店和商超中的中高端产品市场重视不够，但近两年已引起充分重视并开始积极准备，**2013 年公司三大新品蓄势待发，将有望为公司未来 3—5 年的发展提供新的增长点。**我们预计 2013 年 5/6 月公司将推出主攻化妆品专营店渠道的新品牌，2013 年中期将推出专门针对电子商务市场的淘品牌，2013 年 8/9 月将推出独立的婴童护理品牌。

**(1) 婴童护理用品需求增长快速，目前市场缺乏龙头，公司厚积薄发值得期待。**近 5 年来婴童护理用品市场是国内发展速度最快的社会消费品行业之一，2006-2011 年市场零售额复合增长率达到 13.72%，领先国内零售市场的增速。目前国内婴童护理产品平均每户开支仅为美国的 22%，日本的 33%，国内居民收入水平及购买力的提升将是缩小差距的推动因素之一。随着 80 后逐步迈入婚育年龄，2006 年起中国进入第四波生育高峰，新生儿数量将较上一个 10 年有明显增加，与欧美及日本不同的是，国内 421 型的家庭结构决定了父母与祖父母两代人将更注重也更舍得对第三代的投入，婴童护理用品作为家庭婴幼儿开支的一大组成部分，有望从可选消费品转变为必需消费品，这也是行业维持快速增长的一大驱动因素。

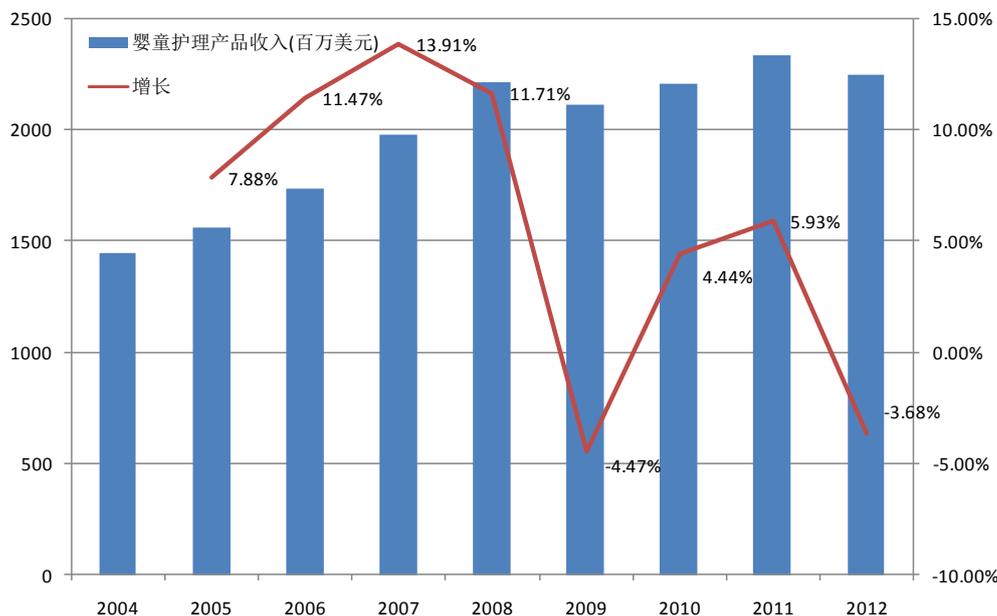
图 7：国内婴童护理产品市场零售额销售额及增长率



资料来源：Euromonitor、东方证券研究所

国内婴童护理用品的发展吸引了越来越多的国内外品牌进驻市场，过去强生作为国内婴童市场的龙头在终端具有较大优势，商超渠道陈列可以占据儿童品牌 50%以上的货架，但在 2009-2011 年两次被查出产品含有有毒物质后，消费者越发注重对产品安全品质的诉求，并开始转向更多元化的品牌选择，这也给国内品牌发展提供了机会，近年来青蛙王子、小浣熊、皮皮狗、孩儿面、暖呵等本土品牌逐步在各区域和渠道崭露头角，分食婴童市场大蛋糕，但值得一提的是，除了青蛙王子已经发展为全国性品牌，大部分国内品牌局限于个别区域发展。在产品定位上，强生中低价位的定价策略曾经一度限制了本土品牌向中高端发展的空间，但在消费者需求日益多元化的今天，反而留给了本土品牌足够的拓展空间，市场缺少绝对龙头，对于每一个新进入者都意味着机会。对于婴童护理品牌，公司筹备已久，我们预计新品牌将定位中高端市场，先期以 KA、母婴店与电商渠道为主，结合公司在商超渠道经营、品牌建设与产品品质管理上的丰厚经验，以及在六神、美加净品牌内的儿童产品开发经验，我们认为公司独立的新婴童护理品牌未来发值得重点关注。

图 8：2009 年及 2011 年底被查出有毒物质后强生婴童护理产品收入增长出现下滑



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

表 1：国内婴童护理产品市场竞争格局

	品牌	市场定位及收入
第一梯队	强生	定位中低端，国内市场份额第一
第二梯队	青蛙王子	全国性品牌，2011 年销售收入 12.69 亿元
第三梯队	皮皮狗、暖呵、孩儿面、贝亲、小浣熊等	区域性品牌，年销售收入 4 亿元左右

资料来源：公司公告、东方证券研究所

(2) 独立的专营店品牌将依托佰草集公司，同时借鉴现有品牌实践经验，以高起点和科学化的体系运作分享这一市场的野蛮生长。针对公司过去几年忽略的专营店渠道，公司除了在佰草集品牌内开发专门的专营店产品系列以外，2013 年将推出独立的专营店品牌重点开拓这一市场。专营店作为一个独特的业态，对公司来说既是难得的机遇，也是一大挑战。目前全国有 16 万家左右化妆品专营店，集中度非常低，过去三四线城市由于缺乏百货商超，专营店渠道可以很好地覆盖这些地区，部分起点较低的日韩及本土品牌在专营店渠道获得了较好的推广效果。而如今专营店正受到越来越大的经营压力，一方面来自于物业、员工成本的上升，获利空间受到挤压，另一方面，一线城市品牌专营店如屈臣氏、丝芙兰以及百货商超的渠道下沉、网购的兴起都在威胁众多专营店的生存，预计专营店渠道本身会经历集中度提升的过程。出于对盈利更多的考虑，近年来专营店代理商正逐步提高对店内品牌的删选标准，品牌的市场号召力、差异化的定位、优惠的合作条款及定价策略正逐

渐成为专营店考量的几大标准，根据业内统计，目前有质量、适合发展的二/三线城市化妆品专营店渠道数量在 2000—3000 家左右，市场容量在 200 亿元左右，而真正有实力的全国性品牌并不多，规模较大的几个基本都是本土品牌，比如自然堂、泊莱雅等（估计零售规模 20 亿左右），外资品牌因为介入较晚、水土不服等因素普遍经营不佳。我们认为这样的市场格局正为公司这样具有强大产品开发力、良好的品牌基础和优秀管理能力的企业提供了新的机会。我们预计未来公司针对专营店渠道推出的新品牌将挂牌于佰草集公司之下，同时继续依托中草药基础，与众多外资及本土品牌在定位上拉开差距，而与佰草集品牌不同，新专营店品牌将另辟蹊径诠释中草药，更年轻，更时尚，推出更适合专营店渠道消费人群的产品。考虑到专营店是一个独特的业态（在价格设计、促销方式、管理等方面与传统的百货商超均存在很大不同），公司前期已经组建专门的团队对专营店进行渠道研究、沟通及管理，未来也会专门建立一个系统来支持这个渠道的发展，同时结合现有品牌在这个渠道的经验，慎重出战，务求必胜。我们认为，参考佰草集“汉方本草”定位近些年来取得的成功范例、积累的市场美誉度以及高夫在专营店积累的实践经验，2013 年新专营店品牌的推出十分值得期待，我们预计 500-800 家是公司专营店渠道布点会是家化的第一个目标，简单考虑前期的渠道铺货对公司销售就会带来新的增量，新品牌推出后的后续发展需要进一步跟踪。

**(3) 2013 年中公司将推出独具东方特色元素的淘品牌，进一步分享电子商务市场的蓬勃发展。**化妆品拥有单个体积较小、客单价适中、标准化程度较高、复购率较高、需求周期较短，种类多样性、更新换代快等特性，非常适合电商销售，因此鞋服箱包、3C 家电、化妆品一直都是电子商务领域的重点网络零售品类，艾瑞数据显示，从 2008 年—2011 年，化妆品网络购物交易额占化妆品零售总额分别是 4.6%、8.4%、12.2%、16.3%，2011 年网络购物交易总额为 7666 亿，其中化妆品品类占比 4.9%，为 376 亿左右，那么可推算出 2011 年化妆品零售总额在 2304 亿左右。艾瑞预测 2012 年全年网络购物市场交易规模达 11840.5 亿，而化妆品网购交易额占整个网购交易规模的 4.9%（艾瑞数据显示这一占比情况自 2011 年开始一直相对稳定），那么预计 2012 年的化妆品网购交易额规模在 580 亿左右。根据国家统计局的数据显示，2012 年全年限额以上企业化妆品零售总额为 1340 亿，同比增长率为 17%。根据以上同比增长情况，保守估算 2012 年化妆品零售市场同比增长率可达 15%，再根据此前推算的 2011 年化妆品零售总额 2304 亿，可初步推算出 2012 年化妆品零售总额在 2650 亿左右。综上，预计 2012 年化妆品网购交易额占化妆品零售总额的占比在 21.9%左右。艾瑞预计到 2015 年化妆品网购市场整体规模将达到 1273 亿，届时化妆品网购占化妆品总零售额的比重将达 27.5%。电子商务的快速发展和占化妆品零售总额比重的持续提升已经引起了化妆品行业整体竞争格局的变化。线上和线下之间的竞争、融合将是行业的中长期态势，这既为新进入者提供了机会，也为传统品牌提出了新的挑战。

公司近年来逐步重视电子商务市场的拓展，目前已经进驻天猫、京东、一号店等主流电商平台，但品牌和产品仍以线下原有产品为主，更多是一个渠道的补充，2012 年公司电子商务业务取得了快速增长，预计占总收入的 4%左右，其中佰草集品牌电子商务销售比重在 8%左右，但与整体行业中电子商务的销售比重相比仍有较大差距，公司充分重视并看到了这一新兴市场的巨大潜力，同时考虑到目前国内化妆品电商市场中淘宝和天猫销售占了 3/4 左右的市场份额，在借鉴前期发展经验的基础之上，公司将于 2013 年中期推出一个独立的淘品牌。我们判断公司即将推出的淘品牌仍将突出其独有的东方元素，与公司现有品牌、以及国内电子商务市场上的淘品牌形成充分的差异化，目前在化妆品电子商务领域做得不错的淘品牌主要有御泥坊、阿芙精油、膜法世家等品牌，其中前两名的年销售收入已经超过亿元，而从品牌创立至今也不过几年时间，对于淘品牌而言，好的品牌切入点是前期成功的关键因素。而后期的产品质量保证、合理的价格、良好的服务和营销等是因素

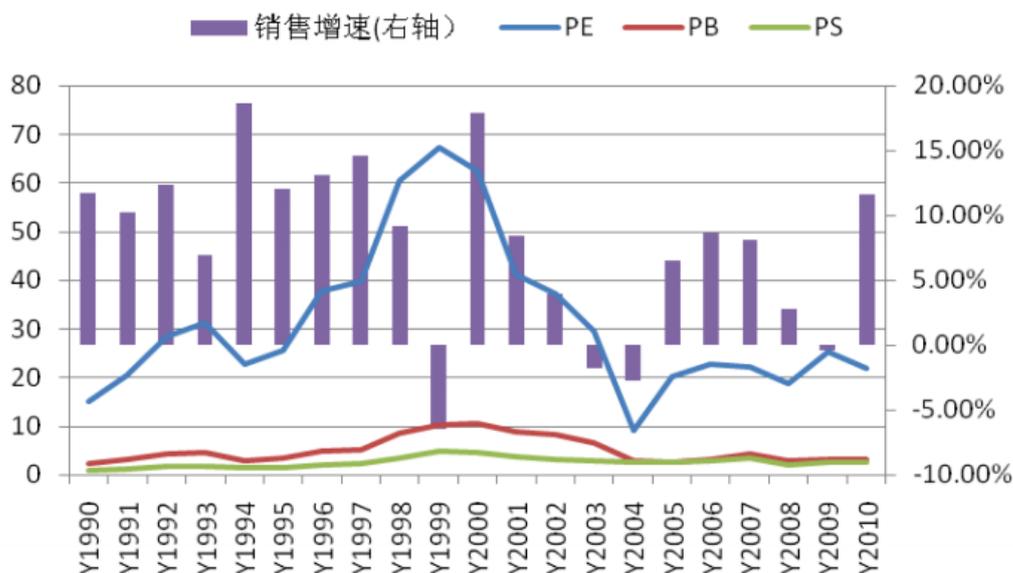
是品牌能否持续做大做强的重要保障。我们认为公司优秀的研发能力、线下积累的营销管理能力、品牌传播能力和之前积累的电子商务实践经验等都使得其运作淘品牌的实力和起点大大高于现有的淘品牌，未来更有能力分享化妆品电子商务市场的快速发展。

## 盈利预测和投资评级

综上，我们认为公司未来的业绩的增长除了原有四大品牌（六神、佰草集、美加净和高夫）在战略聚焦和创新推动下的延续增长外，花王代理业务的做深做大将逐步提高盈利贡献比重，同时从 2013 年三大新品牌（化妆品专营店品牌、婴童护肤用品品牌、淘品牌）的推出也将为公司未来 3-5 年的发展打开了新的广阔空间，我们判断 2013 年起公司化妆品主业增速有望再上一个台阶，此外，随着公司近几年主业盈利的持续快速发展，公司经营现金流日益充沛，也为公司未来化妆品主业的外延收购整合提供了潜在可能。

参考国际经验，在化妆品品牌企业盈利高增长的黄金阶段，资本市场通常愿意给予其更高的估值溢价。欧莱雅在其成长最为迅速的 1990-2000 年代，随着业绩增长的不提速，其市盈率水平长期保持在 30 倍之上，而在最近 10 年公司进入稳定增长阶段后，资本市场仍然给予其 20 倍以上的高于整个市场平均的市盈率估值，可以说，处于黄金发展期的品牌企业不仅能给投资者带来超预期的盈利增长，还能从估值水平不断提升中给予双重收益。

图 9：欧莱雅历史收入增长与估值水平

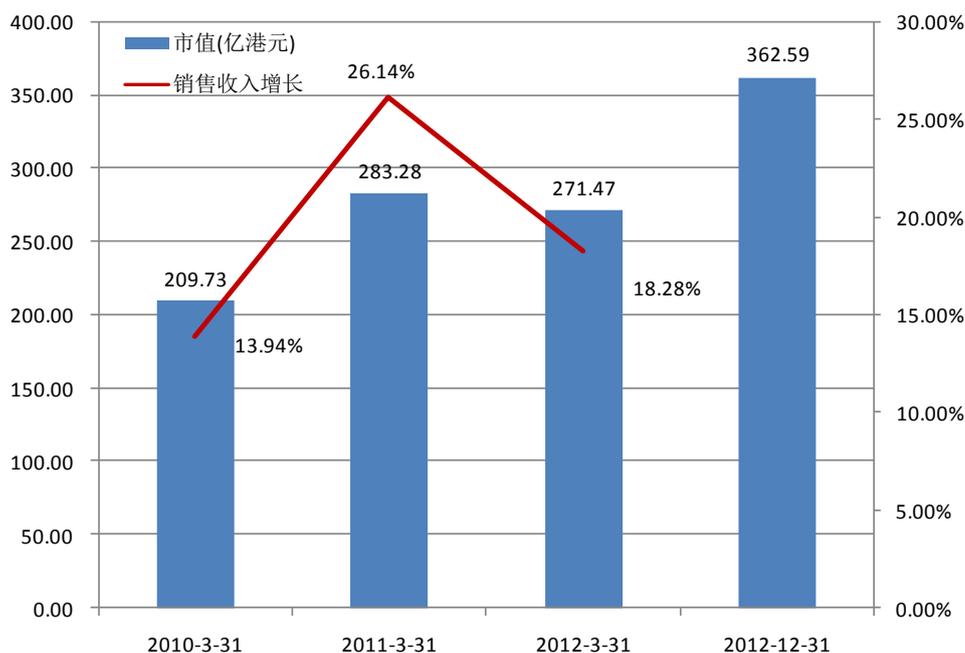


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

化妆品行业是诞生大市值企业的摇篮。作为充分竞争行业，化妆品行业品牌企业通常面临着复杂的竞争环境、多变的消费者喜好与层出不穷的竞争对手的挑战，但其相对更为日用、快速消费的属性、以及丰富多元的品类、广阔的市场容量也使得行业往往容易产生千亿以上大市值龙头公司，一方面由于这些公司在激烈的竞争中塑造了适合竞争环境变化的组织架构、研发团队与销售队伍，往往能

够出现强者恒强的局面，另一方面，出色的盈利与现金流能够保证这些企业不断加强新产品研发、品牌传播、渠道外延式扩张和多品牌并购，以滚雪球的方式覆盖越来越多的消费人群。截止 2013 年 1 月 31 日，欧莱雅市值达到 665 亿欧元，1990-2010 年欧莱雅销售增长 4 倍，股价上涨 13 倍，远超同期指数表现；2010 年在香港上市的欧舒丹，销售增长 50% 的情况下，市值上涨了 60% 以上，目前市值已经达到 340 亿港元。

图 10：欧舒丹市值随着收入逐渐增长



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

考虑到公司 2013 年新品牌、新渠道的布局、新产品的陆续推广以及战略聚焦、花王业务快速扩张带来的更强的期间费用控制能力，我们上调公司未来三年收入增速，同时小幅下调公司期间费用率，预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 1.37 元、2.06 元和 3.03 元（原预测分别为 1.35 元、1.77 元和 2.38 元）。目前沪深两市没有可以和家化完全类比的公司，考虑到家化成长较为确定且经营现金流稳定，我们采用 DCF 法进行估值，得出每股价值为 83.40 元，对应 2013 年 40 倍 PE 估值，维持公司买入评级。

表 2：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
<b>核心假设</b>						
<b>六神</b>						
收入增长	13.0%	12.0%	10.0%	13.0%	13.0%	11.0%
毛利率	52%	52%	52%	53%	53%	53%
<b>美加净</b>						
收入增长	22%	25%	25%	18%	18%	16%
毛利率	57%	58%	58%	58%	58%	58%
<b>佰草集</b>						
收入增长	27.0%	30.0%	30.0%	30.0%	34.8%	29.8%
毛利率	79%	79%	79%	79%	80%	80%
<b>高夫</b>						
收入增长	60%	50%	40%	60%	55%	50%
毛利率	63%	64%	64%	64%	64%	64%
<b>家安</b>						
收入增长	-5%	10%	15%	5%	5%	5%
毛利率	71%	71%	71%	71%	71%	71%
<b>清妃</b>						
收入增长	-30%	-10%	-10%	-70%	-20%	-20%
毛利率	62%	62%	62%	62%	62%	62%
<b>可采</b>						
收入增长	10%	10%	10%	-50%	-20%	-20%
毛利率	68%	68%	68%	68%	68%	68%
<b>专营店品牌</b>						
收入增长						157%
毛利率					60%	60%
<b>儿童品牌</b>						
收入增长						250%
毛利率					65%	65%
<b>淘品牌</b>						
收入增长						200%
毛利率					40%	40%
<b>代理品牌（花王）</b>						
收入增长	367%	50%	40%	500%	40%	40%
毛利率	35%	35%	35%	25%	25%	25%
<b>其他（友谊、雅霜、SPA、双妹、玉泽等）</b>						

收入增长	30%	60%	50%	0%	15%	15%
毛利率	59%	60%	60%	59%	60%	60%
销售费用率	31.8%	32.0%	32.0%	31.2%	30.6%	30.0%
管理费用率	11.4%	10.4%	8.9%	11.1%	9.5%	7.5%
财务费用率	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	13.8	10.8	33.7	14.4	-1.7	18.0
投资收益	163	137	150	163	144	172

资料来源：东方证券研究所

表 3：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,368	5,349	6,566	4,420	5,636	7,215
变动幅度				1.2%	5.4%	9.9%
营业利润	748	983	1,325	759	1,145	1,691
变动幅度				1.5%	16.5%	27.6%
归属于母公司净利润	604	792	1,065	613	921	1,358
变动幅度				1.5%	16.3%	27.5%
每股收益（元）	1.35	1.77	2.38	1.37	2.06	3.03
变动幅度				1.5%	16.4%	27.3%
毛利率(%)	57.6%	59.0%	59.9%	56.7%	58.4%	59.2%
变动幅度				-1.6%	-1.0%	-1.2%
净利率(%)	13.8%	14.8%	16.2%	13.9%	16.3%	18.8%
变动幅度				0.7%	10.1%	16.1%

资料来源：东方证券研究所

表 4 DCF 估值假设

指标	数值	指标	数值
所得税税率	25%	市场收益率 Rm	10.59%
永续增长率	2%	股权投资成本 (Ke)	8.58%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	0.66	WACC	8.20%

资料来源：东方证券研究所

表 5 WACC 敏感性分析

		永续增长率				
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
WACC	6.20%	89.68	103.38	123.60	156.48	219.30
	6.70%	82.85	94.17	110.32	135.21	178.56
	7.20%	76.97	86.46	99.61	119.02	150.58
	7.70%	71.87	79.91	90.79	106.29	130.19
	8.20%	67.39	74.28	<b>83.40</b>	96.02	114.66
	8.70%	63.44	69.39	77.12	87.56	102.46
	9.20%	59.92	65.10	71.72	80.48	92.60
	9.70%	56.77	61.31	67.03	74.46	84.49
	10.20%	53.94	57.94	62.92	69.28	77.69

资料来源: 东方证券研究所

表 4: 海外化妆品重点公司盈利预测及估值 (截止 2013 年 2 月 15 日, 按照各公司财年预测)

股票名称	市值 (亿美元)	2011 年 PE	2012 年 PE	2013 年 PE	2014 年 PE	2011 年 PS	2012 年 PS	2013 年 PS	2014 年 PS	三年 CAGR
欧舒丹	44.19	25.56	21.65	24.30	20.54	3.28	2.87	3.07	2.66	18.09%
欧莱雅	895.56	19.64	21.90	21.56	19.88	2.35	2.79	2.86	2.71	11.13%
联合利华	1183.44	17.14	18.39	17.63	16.27	1.57	1.60	1.66	1.57	8.08%
宝洁	2090.81	16.09	15.91	18.82	17.42	2.16	2.01	2.47	2.38	2.21%
雅诗兰黛	245.74	27.54	23.53	24.32	21.31	2.35	2.17	2.39	2.24	17.97%
资生堂	51.80	44.79	39.16	43.26	24.30	0.85	0.83	0.71	0.68	14.65%
花王	161.55	23.66	21.62	20.80	19.18	0.93	0.93	1.20	1.18	19.50%
FANCL	7.03	26.54	29.46	33.10	28.29	0.81	0.82	0.79	0.77	-6.54%
算术平均		25.12	23.95	25.47	20.90	1.79	1.75	1.90	1.77	

资料来源: Bloomberg、东方证券研究所

## 风险提示

- 1、日化行业为充分竞争领域, 消费者偏好的变动与市场竞争格局的改变都可能导致公司实际销售收入与期间费用支出与我们预期存在一定出入。
- 2、公司主品牌六神与美加净具有明显季节性特征, 天气的异常会对这两个品牌实际销售产生影响。
- 3、未来电子商务的快速发展将不可避免地冲击线下利益, 给行业实体店定价体系产生一定影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	768	872	1,612	2,401	3,632	营业收入	3,094	3,577	4,420	5,636	7,215
应收账款	264	371	422	535	678	营业成本	1,399	1,519	1,912	2,345	2,942
预付账款	22	28	31	41	53	营业税金及附加	25	37	46	59	76
存货	369	425	497	563	677	营业费用	1,076	1,283	1,379	1,725	2,165
其他	12	71	95	126	170	管理费用	301	393	489	538	542
<b>流动资产合计</b>	<b>1,435</b>	<b>1,767</b>	<b>2,658</b>	<b>3,666</b>	<b>5,211</b>	财务费用	(5)	(11)	(18)	(29)	(44)
长期股权投资	347	414	550	650	700	资产减值损失	95	8	14	(2)	17
固定资产	258	235	262	287	310	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	32	17	17	17	17	投资净收益	89	89	163	144	172
无形资产	31	94	87	81	74	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	20	20	7	0	0	营业利润	292	436	759	1,145	1,691
<b>非流动资产合计</b>	<b>688</b>	<b>779</b>	<b>923</b>	<b>1,034</b>	<b>1,100</b>	营业外收入	11	19	13	13	13
<b>资产总计</b>	<b>2,122</b>	<b>2,547</b>	<b>3,581</b>	<b>4,700</b>	<b>6,311</b>	营业外支出	0	2	1	1	1
短期借款	14	10	10	10	10	<b>利润总额</b>	<b>302</b>	<b>452</b>	<b>771</b>	<b>1,157</b>	<b>1,703</b>
应付账款	302	359	478	586	736	所得税	53	87	154	231	341
其他	284	393	445	531	631	<b>净利润</b>	<b>250</b>	<b>365</b>	<b>617</b>	<b>925</b>	<b>1,362</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>600</b>	<b>763</b>	<b>933</b>	<b>1,127</b>	<b>1,376</b>	少数股东损益	(26)	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>276</b>	<b>361</b>	<b>613</b>	<b>921</b>	<b>1,358</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.62	0.81	1.37	2.06	3.03
其他	4	2	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>604</b>	<b>765</b>	<b>933</b>	<b>1,127</b>	<b>1,376</b>		<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
少数股东权益	21	23	27	31	36	<b>成长能力</b>					
股本	423	423	448	448	448	营业收入	14.7%	15.6%	23.6%	27.5%	28.0%
资本公积	371	378	769	769	769	营业利润	2.2%	49.2%	74.2%	50.9%	47.7%
留存收益	704	960	1,403	2,325	3,683	归属于母公司净利润	18.2%	31.1%	69.6%	50.4%	47.4%
其他	(2)	(2)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,518</b>	<b>1,782</b>	<b>2,647</b>	<b>3,573</b>	<b>4,935</b>	毛利率	54.8%	57.5%	56.7%	58.4%	59.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,122</b>	<b>2,547</b>	<b>3,581</b>	<b>4,700</b>	<b>6,311</b>	净利率	8.9%	10.1%	13.9%	16.3%	18.8%
						ROE	19.6%	22.2%	28.0%	29.9%	32.2%
						ROIC	16.3%	20.6%	26.6%	28.6%	30.9%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	28.5%	30.0%	26.1%	24.0%	21.8%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.39	2.32	2.85	3.25	3.79
						速动比率	1.78	1.76	2.27	2.72	3.26
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	11.8	11.3	11.0	11.5	11.7
						存货周转率	4.3	3.8	4.0	4.1	4.4
						总资产周转率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.62	0.81	1.37	2.06	3.03
						每股经营现金流	0.73	0.77	1.19	1.68	2.48
						每股净资产	3.34	3.93	5.85	7.91	10.94
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	101.7	77.6	45.7	30.4	20.6
						市净率	18.7	15.9	10.7	7.9	5.7
						EV/EBITDA	71.1	55.5	32.7	22.9	15.7
						EV/EBIT	91.5	61.8	35.4	23.5	15.9

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)