

SOSO

making life beautiful



莎莎 (178.HK)

莎莎国际控股有限公司 [00178.HK] 为亚洲区内具领导地位的化妆品零售集团。

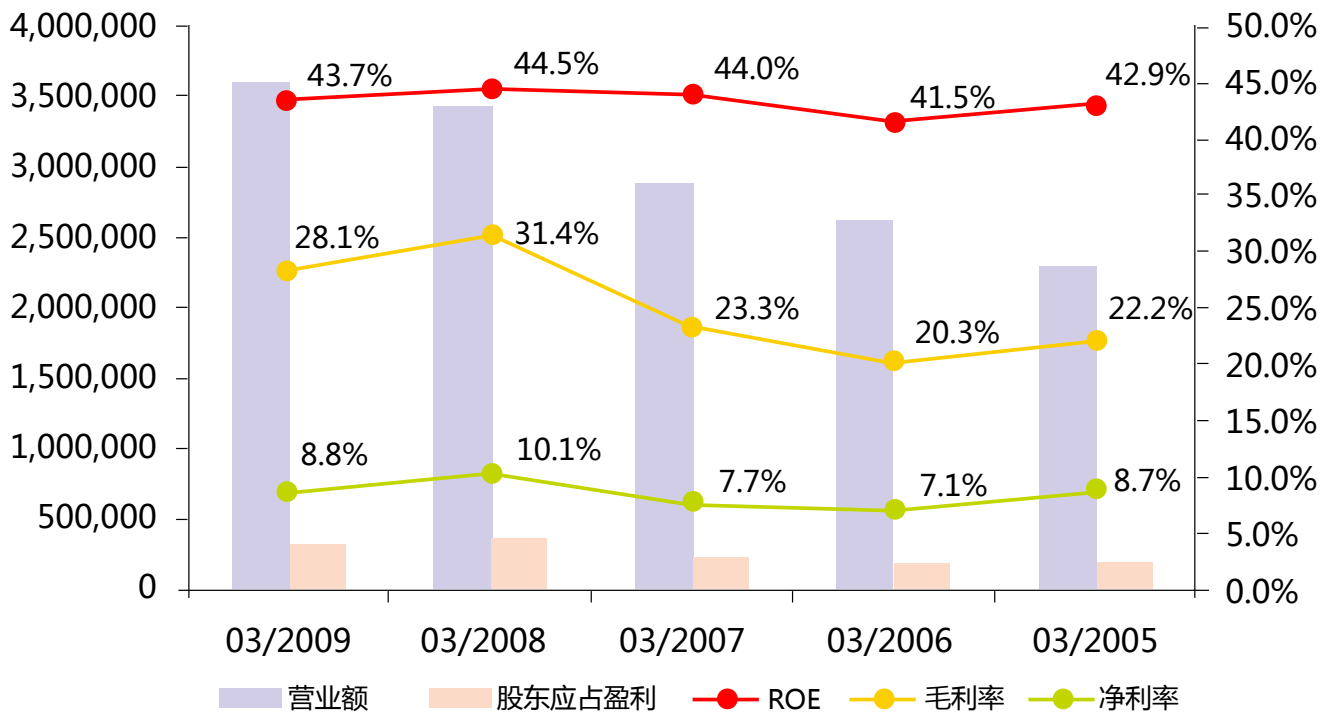
公司于 1978 年成立，1997 年在联交所上市，从最初面积仅四十平方呎的零售柜位，发展成为亚洲区居领导地位的化妆品零售集团。根据“Retail Asia”杂志、KPMG 及 Euromonitor2009 年“亚太区首 500 家零售商”排名，莎莎现为亚洲最大的化妆品连锁店，亦为香港十大零售集团之一。

截止 2009 年 9 月 30 日，莎莎在香港、澳门、中国内地、新加坡、台湾及马来西亚设有 159 间零售店及专柜，销售 400 余种品牌的护肤品、香水、彩妆及护发产品，包括公司自家品牌及其他特许国际品牌，售价从 10 港元以下到 3,600 港元不等。在亚洲区内六个主要市场包括香港、中国大陆、新加坡、马来西亚、台湾及澳门雇用逾二千六百名员工。

近十年来，莎莎始终保持收入持续增长，即便在 1997 年亚洲金融危机及 2003 年非典型肺炎爆发期间亦不例外。在 2008 年金融风暴及目前市场关注的甲流面前，管理层再次显示了经营困境的强大执行能力。



莎莎 2005-2009 年主要财务指标示意图



优势及特色

1、超过 30 年经营历史，适应市场变化

1978 年成立的莎莎，现在已经有 31 年的经营经验。1997 年香港上市后，经历了 97 亚洲金融危机及 2003 年 SARS 的洗礼。在 09 年充满挑战的零售环境中，有较强的灵活性。现在公司已调整产品组合，引入更多中低价产品，以稳定现有客户及吸引更多客户。

2、一站式化妆品专门店

莎莎品牌享负盛名，全赖其广受欢迎的“一站式化妆品专门店”概念。公司打破了国内日用化妆品以专柜、大卖场货架和专卖店“一统天下”的销售局面，推行其在亚洲首创并获巨大成功的“一站式化妆品购物”的消费新模式。

莎莎还拥有专业的美容顾问为顾客提供针对性的服务；这种大而全的产品阵容可与百货公司化妆品品牌专柜进行差异化竞争，同时顾客开放式的体验也是莎莎特色之一。在这种模式的带动下，香港莎莎，每 2 秒就有一笔交易发生，每 10 秒卖出一支口红，每 12 秒卖出一瓶香水。这其中，内地顾客至少占了四成。

同时，公司旗下电子商贸网站除提供丰富产品及公司资讯外，还方便顾客随时购物。莎莎的目标是维持其亚洲化妆品零售业翘楚的地位。



多元化产品：

公司现经营超过 400 个品牌 15,000 种产品，范围覆盖护肤品、香水、化妆品、头发及身体护理产品等，价格在 10 元以下每件至 3,600 元每件不等。其中香水、护肤品及化妆品的销售占公司总销售额 90% 以上。

3、财务状况稳健

莎莎是一个高派息的公司，从 2003-2009 年，基本上年年派息比率都超过 100%，杠杆比率均为零。公司有稳定的经营业务现金流入，加上现时手持之现金及银行信贷，有充裕的财务资源以应付未来发展。（见下表一）

	中期股息	中期特别息	末期股息	末期特别息	加总 DPS	EPS	派息率
2003	1	1	4	0	6	5.3	113%
2004	2	1	5	4	12	11.9	101%
2005	3	3	5	6	17	15.5	110%
2006	3	3	5	6	17	13.9	122%
2007	3	3	5	6	17	16.4	104%
2008	3	3	5	10	21	25.3	83%
2009	3	3	5	12	23	22.9	100%

业务 分析



莎莎透过旗下两项主要业务，奠定了其独特的市场地位：

——零售业务

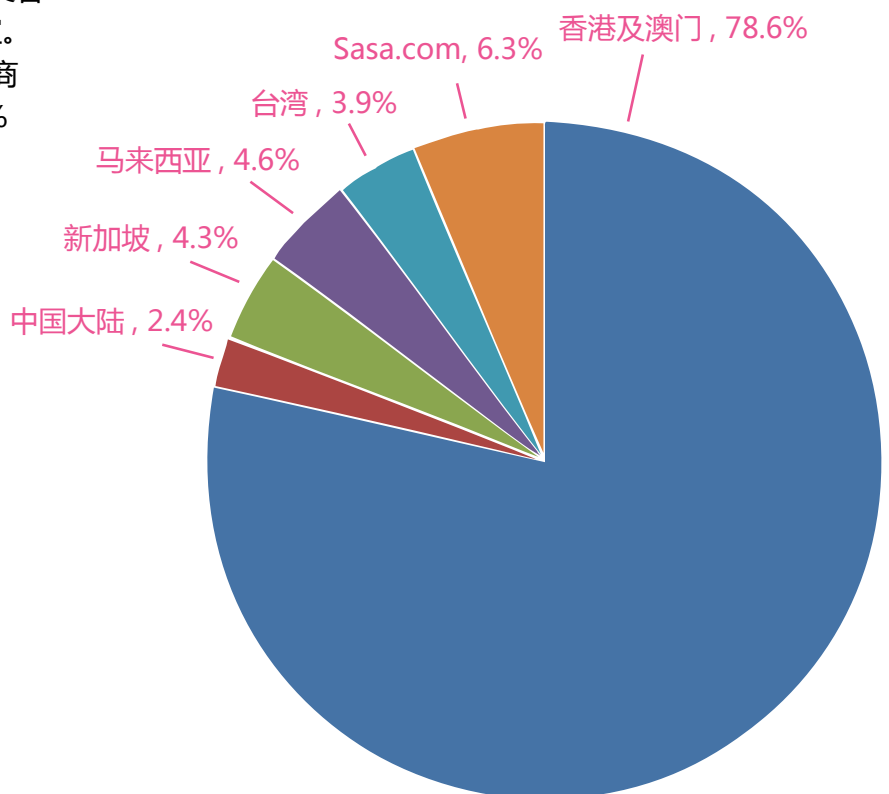
公司销售逾 400 个品牌，包括超过 15,000 种护肤品、香水、化妆品、头发护理、沐浴及身体护理产品和美颜修身保健食品，以及专有品牌和独家代理产品。零售网络包括超过 120 间莎莎化妆品专门店、科丽妍 (La Colline) 专门店、伊莉莎伯雅顿 (Elizabeth Arden) 专柜和 23 个瑞士葆丽美 (Suisse Programme) 专柜。每年的交易宗数超过 1,300 万宗。集团电子商贸平台 Sasa.com 为全球超过八十个国家的顾客提供全日二十四小时网上零售服务，及丰富的产品和集团信息。

——品牌管理业务

除销售专有品牌产品外，公司亦为多个国际化妆品品牌的亚洲区独家代理商。莎莎自 2002 年 10 月起获国际知名化妆品牌伊莉莎伯雅顿 (Elizabeth Arden) 委任为香港及澳门区的独家代理。公司现独家代理逾一百个主要美容品牌，负责其品牌建立、推广及销售事宜。对于独家代理的品牌，莎莎承担了代理商和零售商的双重角色，毛利率可达 50% 以上。



09/10 年中报显示，零售业务约占公司销售额 62.4%，品牌管理业务约占公司销售额 37.6%。港澳地区仍是莎莎的主战场，占公司零售业务销售额的 78.6%，其次是莎莎的网上销售业务，约占 6.3%，而内地业务营业额增长最为强劲，约为 70.2%。



港澳 销售额继续增长

10 财年上半年香港和澳门的营业额同比增长 3.9%，而同店销售额仅同比增长 2.5%。同店销售额的增长缓慢主要是因为 5-7 月 H1N1 爆发，内地游客数量剧减导致客单价缩水。但是客单价下降的影响被客流量上升 7.7% 所抵消，这主要是因为公司针对不同的客户群，采用不同的分销及市场推广策略，为顾客提供物超所值的货品，将客户基础从游客扩大到本地居民。

1H2010，公司港澳地区零售及批发业务的毛利率上升至 43.7%（1H2009：42.7%），主要是因为库存管理改善，减少了慢流及不合潮流货品的拨备，加之其他有效的成本控制策略，如收紧营销费用等。

同时，莎莎专有品牌与独家货品销售额占公司零售营业额的 37.6%，较上财年同期的 38.6% 有所降低。这对毛利率所产生的负面影响完全抵消了因加强库存管理慢流库存拨备降低而产生的正面影响。

随着 H1N1 的影响逐步减退，同店销售收入重新恢复了增长。10 财年 3 季度，同店销售额增长率从 1 季度的 1.6% 和 2 季度的 3.4% 大幅提高至 11.3%。10 财年上半年，莎莎新开设了 7 家新门店，并关闭了 1 家门店，9 月末门店总数为 69 家。公司将 10 财年末门店总数目标从 70 家提高至 74 家，也就是说 10 财年下半年公司将再开设 1 家门店。同时，公司也将 11 财年末的门店数量目标从 75 家提高至 82 家。

管理层认为打折店面的成功证明了低端市场供不应求的局面。莎莎早已在游客经常光顾的购物区开设了店面，其总收入的 50% 来源于内地消费者。公司对未来进一步扩张零售网络，从富裕的本地居民手中赢得潜在的收入充满信心。




内地 业务增长强劲

发展内地业务不仅是帮助公司扭亏为盈的正确选择，也是对公司长期发展方向的重新调整。截至 2009 年 9 月 30 日止 6 个月，莎莎于中国内地市场的营业额增长 70.2% 至 4220 万港元，同店销售额增加 14.6%；内地业务亏损额同比下降 25% 至 1,090 万港币，越来越接近公司将全年亏损额缩减至 1,800 万港币的目标。

期内，公司着重推动同店增长，加强“莎莎”店铺的贡献，努力整合瑞士葆丽美专柜，10 财年上半年关闭了 6 家亏损的专柜，管理层认为，现有的 17 家专柜尽管从店铺层面来看依然处于亏损状况，但以后很可能扭亏为盈。公司目标是在 2010 年 3 月底时拥有 22 个专柜。

另一方面，公司又新开了三家同时销售多个品牌的莎莎门店（武汉 2 家，上海 1 家），使得这类门店的总数达到了 13 家。10 财年下半年，公司将在对该品牌反响较好的地区再开设五家新店，而这些新店将受益于与现有门店的协同效应。管理层认为，从店铺层面来看，莎莎门店是一种具有较强盈利能力的可行模式。

公司显着下调了内地网络扩张的目标。到 11 财年未的门店数量暂定目标由 115 家下降至了 85 家。我们认为，这是更为现实的目标，并且不排除公司进一步下调目标的可能性。除此之外，公司决定推迟向分销商批发自有品牌的计划。管理层表示，需要更多时间来进行产品设计和包装。我们认为，如果在内地市场没有成熟的零售网络，推出自有品牌将面临很高的成本，同时成功的可能性很小。公司重新考虑批发业务应被视为一个好消息。



新马台 市场稳定增长

新马台市场比较稳定，占公司总营业额的比例一般在 4% 左右。2010 财年上半年新马市场营业额同比增长 14.35%（1H2009 年：32.5%）至约 1.56 亿港元。但从地区来看，马来西亚分店数目约是新加坡的两倍，营业额增长也更快。

台湾市场增长缓慢，近两年收入增长比率都在 3% 左右，经济低迷、风灾等因素都影响了其消费意欲，但总的来说，截止 2009 年 9 月 30 日的 6 个月 6810 万港币的营业额仍高于中国内地的 4320 万。

莎莎截止 2009 年 9 月 30 日分店营业数据

	莎莎店铺数目 (按品牌及地区划分)				
	莎莎门店 (间)	形象店 / 专柜 (间)	合计 (间)	销售额 (万港元)	单店销售额 (万港元)
港澳	69	2	71	138,620	1952
中国内地	13	17	30	4,220	141
马来西亚	28	0	28	8,030	287
新加坡	15	0	15	7,590	506
台湾	14	1	15	6,810	454
合计	139	20	159	165,270	1039

如果将批发零售业务合计，在上表中，港澳地区营业额最高，分店数目最多，平均每家店面的销售额最高，因此其毛利率也是最高的。中国内地分店数目居第二，但销售额最低，占公司总销售额的比重不到 3%，因此平均每家店面的销售额仅有 141 万元，但亏损有所收窄。但也正是因为如此，内地是最有成长潜力的市场。

2009 年 9 月 30 日，莎莎在北京、上海及武汉设有自家品牌店，并在北京、上海、杭州、沈阳、鞍山、武汉、长沙及成都设有保丽美专柜。

莎莎零售业绩一览

截至 2009 年 9 月 30 日止 6 个月		(同比增减)
合计	营业额增长	8.3%
	纯利增长	40.9%
	毛利率	43.9%
	存货周期 (天)	111
香港 / 澳门	营业额增长	3.9%
	同店销售增长	2.5%
中国内地	营业额增长	70.2%
	同店销售增长	14.6%
新加坡	营业额增长	6.1%
	同店销售增长	-3.9%
马来西亚	营业额增长	23.5%
	同店销售增长	14.5%
台湾	营业额增长	2.7%
	同店销售增长	9.0%
sasa.com	营业额增长	63.3%



在上表中，中国内地、马来西亚、网上业务营业额增长最快，尤其是内地和网上业务基数小，成长空间较大，是未来的拓展重点。而公司较早进入马来西亚市场（迄今约 10 年），竞争相对较小，产品推广更为顺利，销售增长十分强劲（09/08 年中期：37.4%）。

莎莎零售网络扩展计划 (截止每年 3 月 31 日) 单位: 间

零售店数目	2008 财年	2009 财年	2010E	2011E
香港及澳门	60	64	74	82
中国内地	16	33	42	85
马来西亚	21	26	29	40
新加坡	13	14	18	20
台湾	14	13	16	20
合计	124	150	179	247

在上表中, 我们看到了莎莎未来业务拓展的重点, 中国内地的网点数目将在 2011 年 3 月底前翻番, 超过港澳成为分店数目最多的分部。

网络销售的好处



莎莎网的销售额一直保持强劲增长。10 财年上半年, 公司网上销售额同比大幅增长 63% 至 1.119 亿港币, 占总销售额的 6.3%, 领先于中国内地和其他海外市场。网上销售利润在 1,300-1,400 万港币, 占总利润的 10% 左右, 大大高于其他香港以外地区市场。

莎莎网的业务模式是将网店带来的成本节约 (包括相当于总收入 10% 左右的租金和相当于总收入 13-14% 左右的人工成本) 中的大部分让利给消费者。因此, 消费者最低只要消费 75 美元就可以享受免费送货, 同时在网店上还可以享受到比内地门店价格更低的折扣。尽管如此, 由于没有销售人员来推销高端和独家品牌产品, 因此网店的毛利率通常比临街门店的毛利率要低。我们认为, 莎莎网可以满足低价免税商品的重置需求。从长期来看, 公司可以引入贵宾客户体系, 将网上和网下购物结合起来, 从而提升高端客户的忠诚度。

财务分析

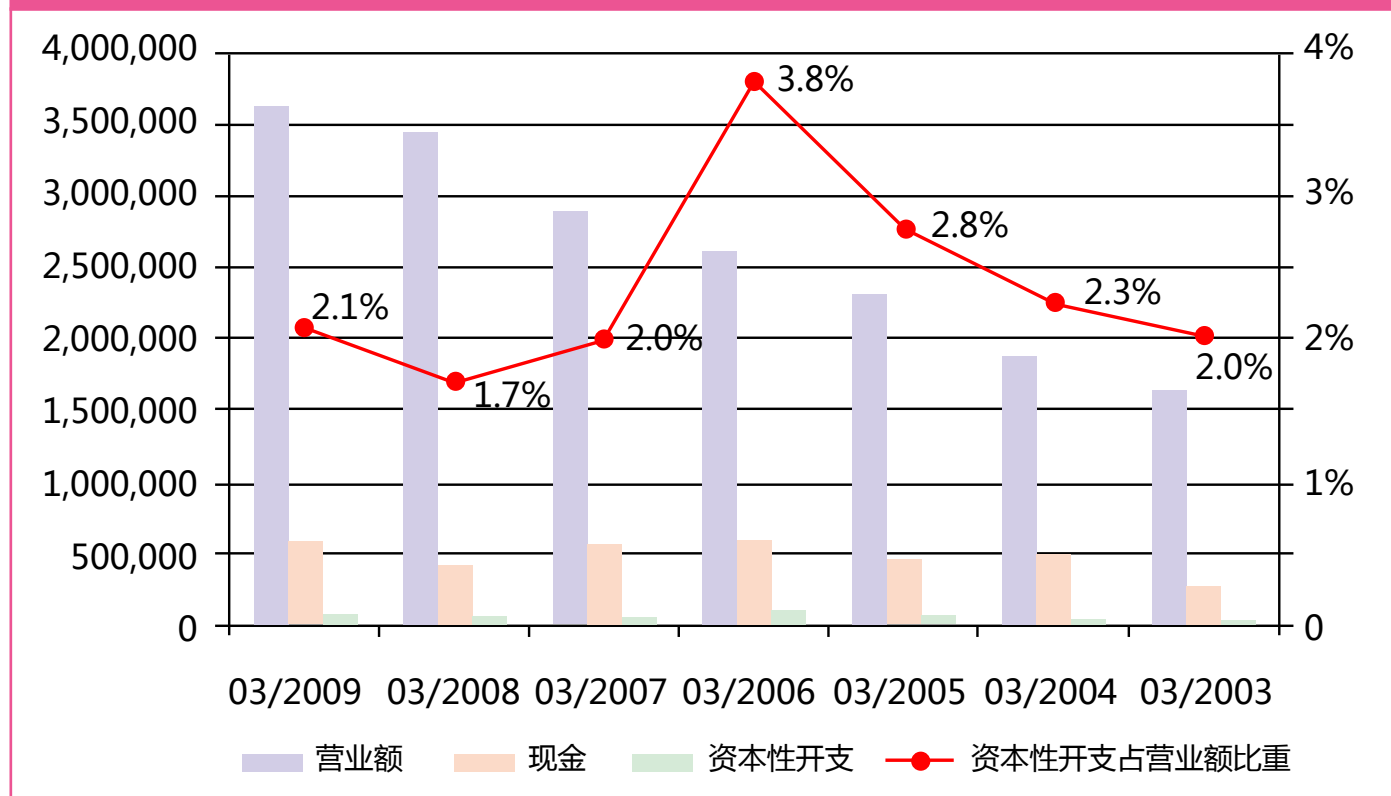


莎莎 2010 年度上半年收入仅按年增长 8.3%，但透过加强成本控制及改善存货管理，期内纯利按年急升 40.9%。销售及一般行政开支占收入的比重从 2009 年度上半年的 37.3% 降低一个百分点，至 2010 年度上半年的 36.3%。期内，整体毛利率从 42.7% 升至 43.9%，但较高毛利率品牌管理业务的贡献比重则从 38.6% 降至 37.6%。管理层应消费金额下降的趋势推出更多中档产品，促使滞销存货的拨备减少，从而使得毛利率略有改善。

截止 2009 年 9 月底，股东权益持有人权益总额约为 10.3 亿港元，现金及银行结存累积约达 4.8 亿港元，净负债为零。从其历史数据来看（2003-2009 财年），股息支付率约为 100%，而股息收益率在 5% 以上。09 财年，公司的资本开支约 7507 万港元，而 1H10 的资本性开支仅 2912 万元，即使 2H10 财年猛增至 09 财年的水平，公司仍拥有充足的现金流。



莎莎 2003-2009 年资本支出情况 单位：千港元



在上表中，我们可以看到公司每年的资本性开支基本在营业额的 2% 左右，而现金充裕，财务状况非常稳健，公司有充裕资金应付未来发展。

未来盈利前景

1、快速反应能力

2008 年金融风暴蔓延，人均消费显著下降。管理层从 2008 年 9 月起重点推出中档产品。随着这一策略的成功执行，公司抵御了经济滑坡及甲流蔓延的负面冲击。2010 年度上半年，旗下港澳业务的零售额按年增长 5.1%，主要是由于成交量扩大 7.8%，而每单交易的平均销售额则下挫 2.5% 至 243 港元。

2、内地游客数量刺激销售额

由于进口化妆品征税、申请周期长及进口新产品的成本，内地消费者在化妆品方面的选择较香港消费者更少。管理层指旗下港澳业务收入中（该业务占公司总收入约 80%），约 50% 由到访两地的内地客所贡献。

随着中国经济逐步复苏，加上甲流的阴霾减消，内地客数量自 2009 年 8 月起恢复正增长（10 月按年增长 22.8%），结束了此前连跌三个月的趋势。随着 2010 年亚运会及世博会召开在即，加上非广东居民自由行计划从 2009 年 12 月 15 日起实施，游客数量将刺激莎莎的营业额。管理层指内地客的平均每单消费额为 500 至 600 港元，远多于本港客户的 150 至 160 港元。

3、就业形势好转，有助促进消费。

随着全球经济复苏，香港经济持续好转，失业率将进一步下滑，有助于促进包括化妆品消费在内的个人消费。



进军内地的风险：

从以上的分析我们已经可以看出，莎莎未来的发展重点是立足于港澳，重点开发内地市场，换言之，内地市场若能成功是其成败与否的关键。

内地百货商场的专柜销售模式占化妆品市场近 70% 的份额，而化妆品折扣店则几近于零。而在成熟的市场，例如欧洲和美国，包括香港，两者几乎各占有 50% 的市场份额。这是莎莎的机会。

2005 年，莎莎内地首间店铺登陆上海，2008 年进军北京，然而这家在亚洲拥有 110 家专卖店和专柜的香港最大化妆品连锁店，在持续经营了 4 年后的内地市场持续录得亏损，与此同时其港澳台以及东南亚地区则均有着不同程度的增长。

内地和香港市场的不同情况使其出现了水土不服的状况：

——低价策略难以实现

化妆品成本中，渠道成本所占的比重一般在 70% 左右。省下渠道的费用，大批量进货是莎莎砍价的筹码，莎莎能比专柜价格便宜 20% ~ 50%。

但是莎莎在香港推行的“低价政策”很难实现，内地的关税是一道天然的屏障。化妆品进口香港是免征关税的，但进入内地则需要征收一定的关税，再加上莎莎需要为所售商品支付至少约 17% 的增值税和 30% 的消费税，这使莎莎在内地的价格比香港普遍要高出 15% 到 20%。尽管莎莎在价格方面努力争取，也有部分商品做到了沪港同价，但总体上还是无法实现在香港的价格模式和折扣程度。





繁复的检验检疫过程也增加了莎莎的隐性成本。在内地，进口商品的审批程序比较复杂，通常需要至少半年的时间，并且每次需要支付检验检疫费 2 万元。而美容产品种类繁多，哪怕是一支口红，也要按照每一个不同的色号进行分次检疫审批，时间和费用成本都比较高。因此，港澳两地的莎莎在价格和产品数目上差异较大，其优势难以发挥。

例如，上海莎莎店的进口品价格虽与上海百货商店比有差异，但仍比香港莎莎贵了 15% ~ 20%。香港莎莎平均每年引进 6000 个新品种，而店内销售保持在 15,000 种产品，这意味着每年也要淘汰 6000 个品种，“确保最受欢迎产品一直存在”。莎莎还率先开辟了男士用品专区，目前销售只占不到 5%，但是“不能错过任何趋势”。



而内地的检疫制度让这个淘汰过程放缓下来。香港莎莎能为顾客提供 400 多个品牌，2 万多个品种的商品，光是面膜品牌就超过 100 个的莎莎，进入内地之后只能提供 200 多个品牌的 7,000 多个品种。

——一线大牌缺席

最大的问题可能还是在于一线大牌化妆品的集体缺席。香港莎莎店内，兰蔻、雅诗兰黛、Dior 等一线品牌的化妆品价格都要比商场专柜低上三到五成。但在内地，消费者看见莎莎的货架上摆满了她们不了解的品牌。

根据规定，内地检疫之后由卫生部颁发的卫生检疫号和中文标签是惟一的，属于申请者所有。对于那些已经进入内地的一线化妆品，莎莎将无法重新申请检疫。尽管莎莎一直在和一线品牌接触谈判，但是这些已经在内地市场经营多年的品牌早就有了各自的经销渠道和代理商体系，希望以价格取胜的莎莎此时很难再以理想的利润空间拿货——这些大牌们并不乐意见到自己的产品在莎莎店里卖得比专柜便宜这么多。

欧莱雅高管曾表示，莎莎的渠道很散，尤其是进入内地之后的渠道更不成熟，欧莱雅觉得这会让品牌形象不好控制，“而且莎莎在香港一贯的低价策略，也是我们目前没有合作的原因，它们的打折促销太过于频繁”。

因此，

欧莱雅旗下大部分高端品牌

都选择了比莎莎晚 1 个月进入内地的化妆品零售商店丝芙兰。隶属于全球第一大奢侈品集团 LVMH 的丝芙兰 (SEPHORA) 目前已经引进了兰蔻、娇兰、纪梵希等大家熟知的品牌。然而这里高档化妆品的售价和百货公司的专柜价格并无二致。这似乎不符合莎莎的“独特优势”策略。

相对于莎莎在扩张方面的谨慎和许多品牌的缺失，后进入的丝芙兰的确在势头上盖过了莎莎。到 2008 年 10 月，丝芙兰用 3 年多的时间，在内地一共开出了 45 间门店，基本上覆盖了国内大部分一二线城市，而同期莎莎门店加专柜约 30 间。

丝芙兰并没有采取与莎莎相同的低价策略，尽管价格优势并不明显，但它至少抓住了一线大牌，并且用快速开店给消费者留下深刻的印象。丝芙兰还不定期推出一些百货专柜没有的优惠套装，以及很多自有品牌商品，价格实惠。这些自有品牌也在知名大牌的带动下，一度占到丝芙兰销售成绩的 30%。

而在同一阶段，被莎莎寄予最大希望的，是它独家代理的 100 多个品牌，这些品牌多为欧美的美容院线产品，高、中、低档都有覆盖。在香港，这类独有品牌的销售业绩能够占到莎莎总销量的 40%。然而内地消费者接受美容讯息的渠道远远少于香港，所以她们比香港本地的消费者更加依赖广告，更加“迷信”大的知名品牌。

在价格和品牌两大杀手铜都施展不开的压力之下，莎莎开始调整开店的策略。初进上海的时候，莎莎都选择面积超过 400 平米的店面，但在后来的北京店铺，莎莎把面积都压缩到了 200 平米。另外，与香港莎莎的单纯超市不一样，莎莎内地店主推“一站式”服务，用来吸引顾客的还有莎莎的美容和增值服务。



——是否转型

香港莎莎不仅在北京遭遇尴尬，在上海、深圳等地的业绩与在香港的店铺比起来也是相差甚远。难道曾被很多内地顾客奉为“化妆品购物天堂”的香港莎莎也同样陷入了水土不服的怪圈？

北京商业经济学会秘书长赖阳指出，根据目前情况看，莎莎若想在内地扎根，只有转型。他认为，一家成功的企业必须要有其独一无二的竞争优势。莎莎的优势就是渠道和价格。赖阳说，莎莎在香港搜集的是全球的日化用品品牌，实际就是尾货，可以保证渠道非常广、价格非常低。但是一进内地后，莎莎如在香港一样的采购渠道没有了，内地的大品牌化妆品厂家不给予渠道支持，甚至还要接受化妆品公司的限制，而关税又使其失去了价格优势。所以，在渠道和价格这两大优势都已经失去的情况下，要想在内地生存下来，只有转型。

日化行业专家冯建军则认为，莎莎在内地的品牌影响力还没有发挥出来。他说，这需要一个过程。莎莎在上海开店的第一年，经历也非常曲折，但这是正常的。比如，如今在中国发展得很好的屈臣氏，也是在 15 年的非议中成长起来的。而莎莎进入内地不久，其影响力是有限的。

莎莎似乎也意料到了这个问题，香港莎莎企业传讯总监梁玮珈在不久前接受媒体采访时说，莎莎集团有一个雄心勃勃的扩张计划。这个新的财年，莎莎打算在上海、北京和武汉的周边增开 14 间店铺，加上继续新增的品牌专柜，要把内地销售点从现时的 33 个增加到 58 个。

曾经有消息说，在这些新销售点里，可能会出现加盟店的身影。为了减少成本，莎莎正考虑改变以往的直营店模式，并欲将加盟模式推广达到 70% 的比例。但莎莎否认了这种说法。

另据该公司相关人士透露，香港莎莎正在将独家代理品牌与百货公司合作，从而把莎莎的代理产品的柜台开到百货店，由此开拓百货店销售这一新渠道。这正应了逸马咨询顾问马瑞光的分析，在北京开店，只是莎莎整个战略布局的一部分。但他同时也指出，莎莎在内地还要做一段时间内的亏损准备。

马瑞光表示，现在内地的日化品牌以知名厂家占主导地位，比如欧莱雅、宝洁、资生堂等。莎莎目前还只是个商业品牌，需要一个由商业品牌向制造品牌过渡的时间。所以莎莎要一边开店，一边观察消费者的反应，不断推出符合内地消费者需求的产品，使莎莎能够尽快地进入本土化的状态。

对于体量超过香港 10 倍的内地化妆品市场，莎莎当然不会放过。但重视了 4 年之后，莎莎对于它的难题并没有找到有效的解决办法。在大牌缺席和价格优势不再的情况下，仅仅调整开店策略很难让现在的格局产生真正的改变，寄望于用独有品牌打开消费意识的理想也看上去并不容易，如果无法让消费者在内地找到走进莎莎香港店的那种兴奋，莎莎在内地市场的“投资期”或许将会更长。



估值分析



代码	名称	收市价	市盈率	股息收益率	股东权益回报	净利率
百货						
825	新世界中国	7.5	22.8	2.1	12.4	31.8
289	永安国际	10.8	不适用	3.1	-2.6	-12.3
848	茂业国际	2.5	27.7	1.1	27.6	13.8
3368	百盛集团	13.6	41.0	1.1	23.2	26.3
3308	金鹰商贸	15.7	39.3	2.3	36.5	43.1
化妆品						
178	莎莎国际	5.9	26.4	3.8	28.1	8.8
653	卓悦控股	9.0	16.1	4.7	75.2	9.6

以上的财务数据是根据最近一个会计年度指标计算的，不过每个公司的会计年度有所不同，就化妆品分类来说，卓悦是截止 2008 年 12 月底，莎莎是截止 2009 年 3 月底。如果不考虑会计年度的差异，我们发现就净利率来说，百货业明显高于化妆品，但派息率则反之。

就 ROE 来看，两家化妆品公司的收益都不错，但是卓悦综合指标更好，莎莎超过 25 倍的 PE 明显较卓悦偏高，这主要是由于其化妆品龙头的地位。卓悦成立于 1991 年，销售产品种类超过 20,000 多种产品，但港澳 34 间分店只有莎莎的一半。

但目前莎莎于内地的业务还处于突破的关键时期，虽然亏损收窄，营业额大幅度增长，但是仍未能扭亏。

莎莎截至 2009 年 12 月底的 9 个月，首季度的营业额按年上升 10.9%，港澳零售销售增长 8.2%，同店销售增长 5.0%，而平均每宗交易金额升 0.4% 至 264.0 元，交易宗数升 7.8% 至 880 万宗，整体数据较上半年度为佳。而今年首两个月的同店销售增长超过 15%，整体销售额上升 25%。内地市场上半年同店销售增长表现较优，按年上升 14.6%，分部亏损也收窄近 25%，另外电子商贸受惠货品组合改进，推动顾客重复惠顾的订单增长 56.0%，推动公司纯利上升。

内地旅客是香港零售业的重要客源，他们的消费占香港零售股本地业务收入 30%-50%。在春节黄金周，内地访港旅客占整体访港旅客超过 70%。莎莎在大年初一到年初七期间，集团的香港和澳门分店的零售额同比增长超过 15%，卓悦同期增长 31.5%。

我们预计 2010 财年的 EPS 约 0.318 港元，2010 年预估 PE 为 20 倍，那么预计股价应为 6.36 港元左右。