

家庭及个人用品/必需消费

上海家化(600315)

百年家化再续新篇

——上海家化(600315.SH)深度更新报告

 **曾猛(分析师)** **杨柳(研究助理)**
 021-38676442 021-38038323
 zimeng@gtjas.com yangliu@gtjas.com
 证书编号 S0880513120002 S0880121050043

本报告导读:

新董事长“商鞅变法”逐步理顺公司品牌、渠道策略,同时降本增效推动组织效率提升。未来护肤品牌有望成为公司主要增长引擎,推动公司持续成长与盈利优化。

投资要点:

- **投资建议:** 公司品牌与渠道梳理逐步落地,经营显著提质增效,维持2021-2023年EPS 0.78/1.23/1.64元/股,参考可比公司给予2022年64x PE,上调目标价至78.72元,维持增持评级。
- **新董事长“商鞅变法”厘清品牌理顺渠道,公司业绩触底回升。**潘总上任后,坚决推进公司变革:1)品牌端:重新梳理品牌矩阵,重点发展玉泽、佰草集、典萃、双妹等高增长、高毛利的护肤品牌;2)渠道端:线下缩减长尾低效门店,线上优化电商团队,同时快速跟进私域、抖音等新兴渠道布局;3)产品端:采取聚焦与精简策略,聚焦头部高销售占比、高毛利的SKU;4)营销端:减少传统线下广告投放,积极探索社媒营销,培育自有内容团队;5)组织端:积极推进数字化建设,推动组织层级扁平化,通过股权激励绑定核心人才。经过一年的调整期,改革初见成效,2020年公司扣非利润增速转正,2021Q1扣非净利率达到三年内最高的9.4%,降本增效成效显著。
- **玉泽厚积薄发,佰草集涅槃重生,护肤品类有望引领增长。**玉泽定位功效性护肤品牌,踏准行业风口,2020年迎来爆发,2021年公司加快品牌上新节奏,减少直播依赖、优化盈利能力,经过2021上半年的调整后有望恢复健康增长。佰草集经历2020年库存调整后于2021Q1重回增长,未来随公司数据驱动下的新产品开发模式应用,佰草集有望持续复苏,进一步提升公司盈利能力与行业竞争力。
- **风险提示:** 数字化转型不及预期;品牌复苏不及预期;经济增速放缓。

| 财务摘要(百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 7,597 | 7,032 | 8,367 | 9,470 | 10,626 |
| (+/-)% | 6% | -7% | 19% | 13% | 12% |
| 经营利润(EBIT) | 329 | 370 | 481 | 823 | 1,129 |
| (+/-)% | -33% | 13% | 30% | 71% | 37% |
| 净利润(归母) | 557 | 430 | 526 | 836 | 1,110 |
| (+/-)% | 3% | -23% | 22% | 59% | 33% |
| 每股净收益(元) | 0.82 | 0.63 | 0.78 | 1.23 | 1.64 |
| 每股股利(元) | 0.25 | 0.20 | 0.12 | 0.19 | 0.25 |

| 利润率和估值指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率(%) | 4.3% | 5.3% | 5.8% | 8.7% | 10.6% |
| 净资产收益率(%) | 8.9% | 6.6% | 7.6% | 10.9% | 12.9% |
| 投入资本回报率(%) | 3.5% | 3.9% | 3.8% | 7.6% | 7.7% |
| EV/EBITDA | 36.34 | 38.52 | 62.11 | 39.64 | 29.33 |
| 市盈率 | 70.77 | 91.64 | 74.97 | 47.13 | 35.50 |
| 股息率(%) | 0.4% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.4% |

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **78.72**

上次预测: 61.50

当前价格: 58.15

2021.06.29

交易数据

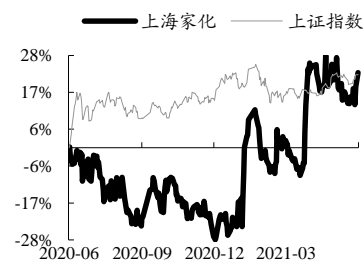
| | |
|---------------|-------------|
| 52周内股价区间(元) | 34.40-60.60 |
| 总市值(百万元) | 39,424 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 678/671 |
| 流通B股/H股(百万) | 0/0 |
| 流通股比例 | 99% |
| 日均成交量(百万股) | 6.82 |
| 日均成交值(百万元) | 372.36 |

资产负债表摘要

| | |
|-----------|---------|
| 股东权益(百万元) | 6,712 |
| 每股净资产 | 9.90 |
| 市净率 | 5.9 |
| 净负债率 | -48.26% |

| EPS(元) | 2020A | 2021E |
|--------|-------|-------|
| Q1 | 0.18 | 0.25 |
| Q2 | 0.09 | 0.19 |
| Q3 | 0.19 | 0.16 |
| Q4 | 0.17 | 0.18 |
| 全年 | 0.63 | 0.78 |

52周内股价走势图



| 升幅(%) | 1M | 3M | 12M |
|-------|----|-----|-----|
| 绝对升幅 | 2% | 21% | 25% |
| 相对指数 | 2% | 15% | 4% |

相关报告

业绩超预期,护肤品类高增,经营提效成效显著 2021.04.22

经营效率显著提升,重点品牌发力可期 2021.02.03

短期因素影响收入,变革推进利润改善 2020.10.27

股权激励落地,机制理顺增长提速 2020.10.09

线上加速增长,品牌和渠道梳理逐步落地 2020.08.27

模型更新时间: 2021.06.29

股票研究

必需消费

家庭及个人用品

上海家化(600315)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **78.72**

上次预测: 61.50

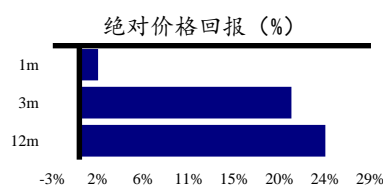
当前价格: 58.15

公司网址

www.jahwa.com.cn

公司简介

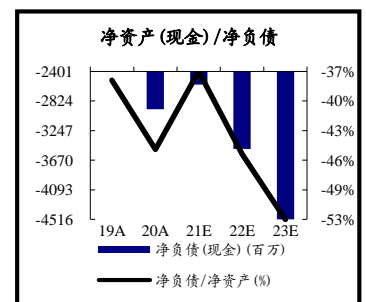
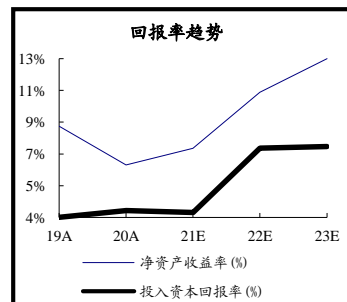
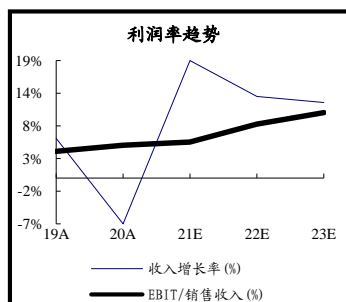
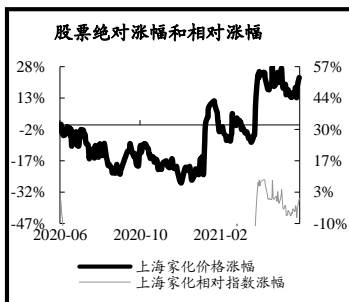
公司是中国历史最悠久的日化企业之一,主要从事化妆品、个人护理、家居护理用品的研发、设计、生产、销售及服务,主要品牌包括佰草集、高夫、美加净、启初、六神、家安等。公司以差异化的品牌定位覆盖不同年龄和消费层次的需求,采用自营及与经销商共同成长的经销模式发展各类渠道,借助持续不断的创新,成为国内拥有一定影响力的化妆品及个人、家居护理产品自主品牌的公司。



52 周内价格范围 34.40-60.60
市值 (百万) 39,424

财务预测 (单位: 百万元)

| 损益表 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,597 | 7,032 | 8,367 | 9,470 | 10,626 |
| 营业成本 | 2,896 | 2,816 | 3,113 | 3,428 | 3,754 |
| 税金及附加 | 54 | 57 | 63 | 74 | 82 |
| 销售费用 | 3,204 | 2,924 | 3,598 | 3,944 | 4,346 |
| 管理费用 | 942 | 721 | 929 | 994 | 1,084 |
| EBIT | 329 | 370 | 481 | 823 | 1,129 |
| 公允价值变动收益 | 84 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 154 | 171 | 167 | 189 | 213 |
| 财务费用 | 31 | 43 | 35 | 25 | 26 |
| 营业利润 | 700 | 534 | 658 | 1,042 | 1,386 |
| 所得税 | 145 | 104 | 132 | 206 | 276 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 557 | 430 | 526 | 836 | 1,110 |
| 资产负债表 | | | | | |
| 货币资金、交易性金融资产 | 3,543 | 4,019 | 5,661 | 4,578 | 7,585 |
| 其他流动资产 | 50 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 长期投资 | 391 | 476 | 476 | 476 | 476 |
| 固定资产合计 | 1,122 | 1,019 | 933 | 839 | 749 |
| 无形及其他资产 | 873 | 990 | 966 | 929 | 899 |
| 资产合计 | 11,147 | 11,295 | 13,193 | 12,249 | 15,451 |
| 流动负债 | 2,865 | 2,876 | 4,276 | 2,571 | 4,780 |
| 非流动负债 | 1,997 | 1,920 | 1,920 | 1,920 | 1,920 |
| 股东权益 | 6,286 | 6,499 | 6,946 | 7,657 | 8,601 |
| 投入资本(IC) | 7,430 | 7,572 | 10,019 | 8,730 | 11,674 |
| 现金流量表 | | | | | |
| NOPLAT | 261 | 298 | 385 | 660 | 905 |
| 折旧与摊销 | 230 | 236 | 156 | 153 | 154 |
| 流动资金增量 | 92 | -142 | 959 | -26 | 104 |
| 资本支出 | -30 | -105 | -57 | -31 | -44 |
| 自由现金流 | 553 | 287 | 1,442 | 756 | 1,119 |
| 经营现金流 | 749 | 643 | -339 | 934 | 1,055 |
| 投资现金流 | -121 | -671 | 110 | 158 | 168 |
| 融资现金流 | -186 | -136 | 1,871 | -2,175 | 1,783 |
| 现金流净增加额 | 442 | -164 | 1,642 | -1,083 | 3,007 |
| 财务指标 | | | | | |
| 成长性 | | | | | |
| 收入增长率 | 6.4% | -7.4% | 19.0% | 13.2% | 12.2% |
| EBIT 增长率 | -33.2% | 12.6% | 30.0% | 70.9% | 37.3% |
| 净利润增长率 | 3.1% | -22.8% | 22.2% | 59.1% | 32.8% |
| 利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 61.9% | 60.0% | 62.8% | 63.8% | 64.7% |
| EBIT 率 | 4.3% | 5.3% | 5.8% | 8.7% | 10.6% |
| 净利润率 | 7.3% | 6.1% | 6.3% | 8.8% | 10.4% |
| 收益率 | | | | | |
| 净资产收益率(ROE) | 8.9% | 6.6% | 7.6% | 10.9% | 12.9% |
| 总资产收益率(ROA) | 5.0% | 3.8% | 4.0% | 6.8% | 7.2% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 3.5% | 3.9% | 3.8% | 7.6% | 7.7% |
| 运营能力 | | | | | |
| 存货周转天数 | 116.6 | 112.3 | 114.5 | 113.4 | 113.9 |
| 应收账款周转天数 | 59.0 | 56.6 | 57.8 | 57.2 | 57.5 |
| 总资产周转率 | 535.6 | 586.3 | 575.5 | 472.1 | 530.7 |
| 净利润现金含量 | 1.3 | 1.5 | -0.6 | 1.1 | 1.0 |
| 资本支出/收入 | 0.4% | 1.5% | 0.7% | 0.3% | 0.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 43.6% | 42.5% | 47.0% | 36.7% | 43.4% |
| 净负债率 | -38.2% | -45.3% | -37.3% | -45.8% | -52.5% |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 70.77 | 91.64 | 74.97 | 47.13 | 35.50 |
| PB | 3.34 | 3.62 | 5.68 | 5.15 | 4.58 |
| EV/EBITDA | 36.34 | 38.52 | 62.11 | 39.64 | 29.33 |
| P/S | 5.14 | 5.61 | 4.71 | 4.16 | 3.71 |
| 股息率 | 0.4% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.4% |



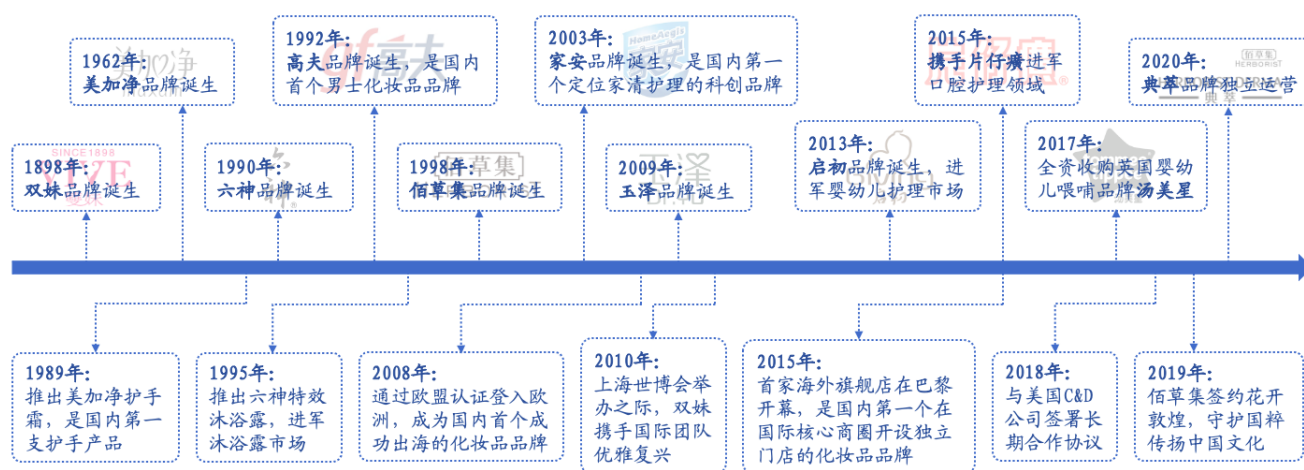
目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 家化百年积淀，再写华美篇章..... | 4 |
| 2. 管理团队革新，组织效率提升..... | 6 |
| 2.1. 2020 年再度换帅，新管理层开拓新局面..... | 6 |
| 2.2. “商鞅变法”之下，“复兴家化”可期..... | 6 |
| 2.3. 新管理新局面，业绩触底回升趋势明显..... | 8 |
| 3. 品牌矩阵优化，护肤品类引领增长..... | 10 |
| 3.1. 梳理品牌矩阵，发力高毛利、高增长的护肤品类..... | 10 |
| 3.2. 玉泽：持续医研共创，把握功效性护肤风口..... | 12 |
| 3.3. 佰草集：重塑品牌形象，加快年轻化转型..... | 14 |
| 3.4. 典萃：“去佰草集”化，塑造 CS 渠道科技护肤品牌..... | 15 |
| 3.5. 双妹：百年高端美妆国牌，全域布局推动复兴..... | 16 |
| 3.6. 其他品牌：持续洞察消费需求，推动品牌年轻化布局..... | 17 |
| 4. 渠道结构优化，数字化转型发力..... | 20 |
| 4.1. 线下门店优化、注重发展新零售，线上业务前景广阔..... | 20 |
| 4.2. 聚焦数字化运营，全面提质增效..... | 22 |
| 5. 投资建议..... | 23 |
| 6. 风险提示..... | 24 |

1. 家化百年积淀，再写华美篇章

百年日化龙头，品牌矩阵完备。上海家化前身是成立于 1898 年的香港广生行，成立同年双妹品牌诞生，旗下粉嫩膏荣膺 1915 年巴拿马世博会金奖、被巴黎时尚界以“VIVE”盛赞完美。1962 年起，公司先后推出美加净、六神、高夫、佰草集等品牌，业务范围扩张至美容护肤、母婴、个护家清三大领域，并于 2001 年在上交所上市。发展至今公司共有 10 大自有品牌，同时代理片仔癀、艾合美、碧缇丝、芳芯等合作品牌，是国内为数不多拥有丰富品类和品牌矩阵的化妆品公司。公司旗下品牌在国内众多细分市场处于领先地位，例如，六神品牌在花露水市场持续巩固冠军地位、各渠道市占率保持第一；启初品牌线下市场份额持续领先、电商市场份额于 2020 年 12 月创下过去两年新高；玉泽品牌在皮肤学级护肤市场位居国货品牌第二名。

图 1：公司品牌发展历程



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

表 1：公司自有品牌分类及特点

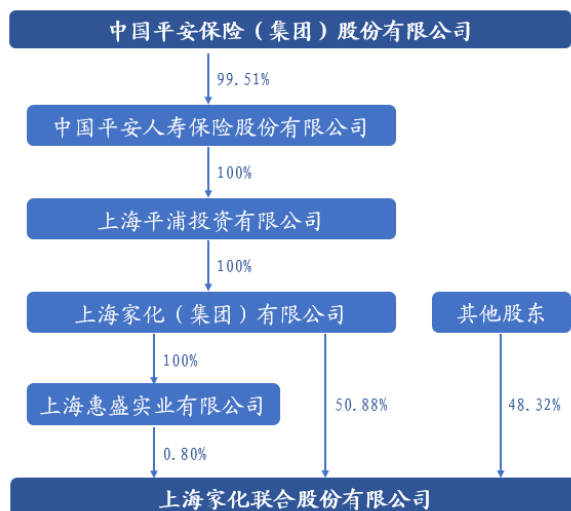
| 品类 | 品牌 | 品牌理念 | 产品价格带(元) | 明星产品/系列 |
|--------|-----|---------------|-----------|------------------|
| 护肤品类 | 佰草集 | 前沿中草药科研级护肤专家 | 180-820 | 太极系列、新七白系列 |
| | 玉泽 | 医研共创 匠心守护 | 68-328 | 皮肤屏障修护系列 |
| | 双妹 | 东情西韵 传世之美 | 219-1080 | 玉容霜、粉嫩膏、养颜萃露 |
| | 典萃 | 科研珍萃 成就美肌 | 138-279 | 冻干安瓶精华系列 |
| | 高夫 | 中国男士科技护肤专家 | 39.9-288 | 新净源控油系列、深润倍养强肤系列 |
| | 美加净 | 天然养肤 养本真之美 | 14.9-179 | 酵米焕活保湿系列 |
| 母婴品类 | 启初 | 取自然之初 育生命之初 | 37-116 | 感官启蒙系列 |
| | 汤美星 | 英伦喂哺至尊 星孕中华而生 | 49-411 | 仿若亲哺奶瓶 |
| 个护家清品类 | 六神 | 自然能量 焕活身心 | 29.9-99.9 | 花露水系列、沐浴露系列 |
| | 家安 | 新净界 新生活 | 14.8-79.8 | 冰箱除菌祛味剂、酵素洗衣液 |

数据来源：公司官网、天猫，国泰君安证券研究

注：产品价格带中，1) 佰草集品牌取官网明星产品价格区间，2) 其余品牌取 2021 年 6 月 27 日各天猫旗舰店产品价格。

中国平安为公司控股股东，持股 51.68%。2011 年，为优化管理结构，公司在时任董事长葛文耀和上海国资委的领导下实行股权改制，原实控人上海国资委转让公司 100%股权至平浦投资，平浦投资实际控制人为中国平安，公司随即从国企转为市场化企业。此后，平安系多次增持公司股票，截至 2021 年 6 月共持有 51.68%的股份。中国平安股权结构较为分散，不存在控股股东及实控人。

图 2：大股东中国平安持股 51.68%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

新董事长上任后股价表现强势，有望再写华美篇章。2011 年改制后，上海家化先后进行了 4 轮股权激励，股价创出新高。2010 年年初至今，公司股价表现明显优于大盘，截至 2021 年 6 月 28 日，公司股价累计涨幅 288%，同期沪深 300 指数累计涨幅仅 47%。自 2020 年 4 月管理层换届后，公司股价累计上涨 91%。未来公司组织变革、渠道理顺、产品创新有望进一步推动业绩兑现，驱动百年家化再写华美篇章。

图 3：2010 年至今公司股价复盘



数据来源：Wind、公司公告，国泰君安证券研究

2. 管理团队革新，组织效率提升

2.1. 2020 年再度换帅，新管理层开拓新局面

再度换帅，开启新一轮改革。2020 年 5 月公司董事会聘任潘秋生为首席执行官兼总经理，6 月正式选举其为董事长。潘董的履历聚焦化妆品行业，在战略转型方面颇具经验：1) 2015–2019 年任欧莱雅中国及亚太区大众化妆品部商务总经理，帮助公司大幅提升线上业务占比，2017–2019 年欧莱雅中国业绩增速分别 18%/33%/35%，其中线上渠道的快速发展为业绩增长的重要驱动力；2) 2019–2020 年任美泰全球副总裁，帮助公司全方位改善业务并大幅减亏，创近 5 年最佳运营记录。潘董对化妆品渠道和品牌的深刻理解有望助力上海家化开启新一轮战略改革。

图 4：新董事长潘秋生具备丰富的化妆品行业从业经验



潘秋生

董事长、首席执行官（CEO）兼总经理

华东理工大学生物化学系理学学士，复旦大学–美国圣路易华盛顿大学 EMBA，进修 INSEAD 欧洲工商管理学院高级管理课程。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、中国平安保险（集团）股份有限公司战略发展中心主任。

数据来源：公司官网

核心岗位高管调整，人才引进助力全面转型。潘董上任后，提出公平公正公开的用人原则，坚持任人唯贤，2020–2021 年从内部提拔和外部引进了多位核心岗位高管，例如研发总监层任职于欧莱雅；电商事业部负责人曾就职于凯诒电商、美泰集团；佰草集品牌负责人为原典萃品牌负责人内部提拔；此外还新引入私域、抖音等渠道负责人，积极跟进新兴行业趋势。新上任高管在各自所属领域均具有丰富的工作经验，为实现公司数字化转型、产品和营销创新奠定了坚实的人才基础。

表 2：部分公司岗位新任管理人员及其背景

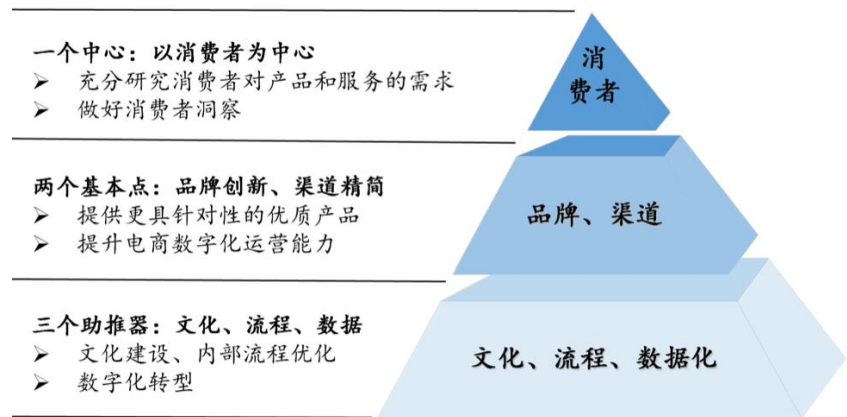
| 职位 | 过往任职经历 |
|----------|---|
| 研发总监 | 2010–2017 年任欧莱雅中国 International Expert，负责新产品开发项目； 2017 年 2020 年任万华化学集团 Care Chemical Business Division 负责人 |
| 电商负责人 | 曾在美泰集团、凯诒电商、金佰利等公司负责电商运营、渠道运营等工作 |
| 佰草集品牌负责人 | 原典萃品牌负责人，内部提拔上任 |

数据来源：公司官网、公司公告，国泰君安证券研究

2.2. “商鞅变法”之下，“复兴家化”可期

直面历史遗留问题，厘清公司定位与管理机制，制定“一二三”战略。潘董上任后，以“复兴家化”为己任，采取“商鞅变法”的态度，推行全新的公司文化体系，明确“公开透明、创新进取、尽责高效、共享共赢”的企业价值观，确立“以消费者为中心，以品牌创新和渠道进阶为两个基本点，以文化、流程、数字化为三个助推器”的经营方针。

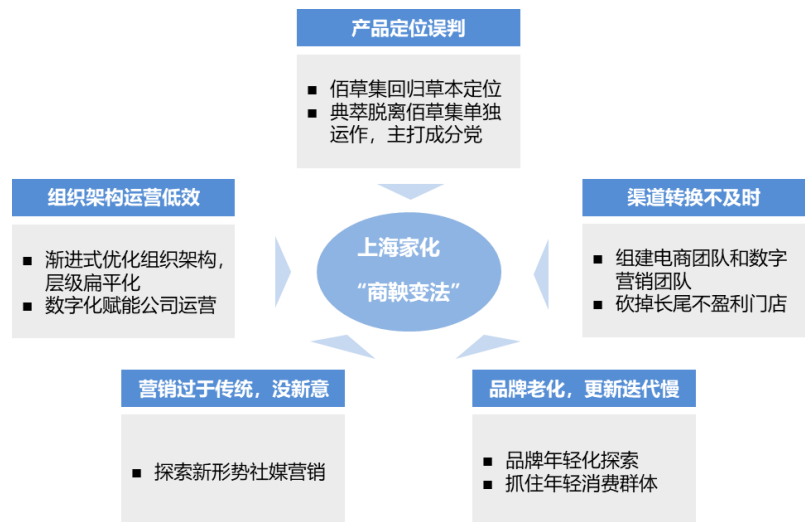
图 5：公司改革围绕“一二三”战略展开



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

变革措施涵盖品牌、渠道、产品、营销、组织等多个维度，全面优化公司运营。公司从多个维度进行调整：1) 品牌端：重新进行品牌定位梳理，结合市场趋势将品牌进行分类，并制定差异化的发展策略；2) 渠道端：一方面积极优化电商团队与数字化团队布局，一方面坚决砍掉长尾、盈利能力差的门店及渠道；3) 产品端：进行 SKU 梳理，聚焦头部高销售、高毛利的 SKU，砍掉长尾 SKU，同时应用新的产品打造模型进行新品开发；4) 营销端：减少传统线下广告投放，积极探索新形势下的社媒营销，逐步培育自有内容团队；5) 组织端：通过渐进式优化组织架构，推动组织层级扁平化，并通过数字化赋能公司运营。

图 6：“商鞅变法”具体措施



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

考核端实行跨部门 KPI 绑定，更加注重工作成果质量考核。公司前台采取典型的大品牌架构，各品牌统一调配管理，部门之间交叉节点多，跨部门沟通效率较低。经过调整后公司采取 KPI 跨部门绑定，例如将研发团队与品牌团队做绑定，希望在内部建立起统一的组织目标，促使员工摒弃小部门本位主义思想，全体达成战略共识。同时，在具体 KPI 的设置上，公司更注重对工作成果质量的考核，例如研发团队过往重点考核

新开发 SKU 数量，现在以新推出 SKU 在当年的销售排名情况作为考核依据，促进跨部门之间协同合作。

设定较高股权激励目标，业绩加速增长可期。2020 年 11 月，公司推出 2020 年股权激励计划，授予 135 名激励对象共计 672.1 万股限制性股票，授予价 19.57 元/股，受益人包括董事长潘秋生、副总经理叶伟敏、CFO 韩敏等中高层管理人员及骨干员工。本次股权激励设两套考核目标：（A）2021-2023 年收入不低于 83/94/106 亿元，累计净利润不低于 4.8/13.1/24.7 亿元，可全部解除限售；（B）2021-2023 年收入不低于 76/86/98 亿元，累计净利润不低于 4.1/11.1/21 亿元，可按比例解除限售。同时，参与股权激励的个人考核评级大于 B 才可完全解除限售，否则只部分解除。根据公司 2020 年业绩情况测算 2020-2023 年收入/利润复合增速，方案 A 为 15%/39%，方案 B 为 12%/32%。

表 3：股权激励考核上限对应未来 3 年营收和净利润 CAGR 分别 15%/39%

| 方案 A 考核目标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | CAGR |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|------|
| 收入（亿元） | 76.0 | 70.3 | 83.0 | 94.0 | 106.0 | 15% |
| 收入增速 | 6.4% | -7.4% | 18.0% | 13.3% | 12.8% | |
| 归母净利润（亿元） | 5.6 | 4.3 | 4.8 | 8.3 | 11.6 | 39% |
| 归母净利增速 | 3.1% | -22.8% | 11.6% | 72.9% | 39.8% | |
| 净利率 | 7.33% | 6.12% | 5.78% | 8.83% | 10.94% | |
| 方案 B 考核目标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | CAGR |
| 收入（亿元） | 76.0 | 70.3 | 76.0 | 86.0 | 98.0 | 12% |
| 收入增速 | 6.4% | -7.4% | 8.1% | 13.2% | 14.0% | |
| 归母净利润（亿元） | 5.6 | 4.3 | 4.1 | 7.0 | 9.9 | 32% |
| 归母净利增速 | 3.1% | -22.8% | -4.7% | 70.7% | 41.4% | |
| 净利率 | 7.33% | 6.12% | 5.39% | 8.14% | 10.10% | |

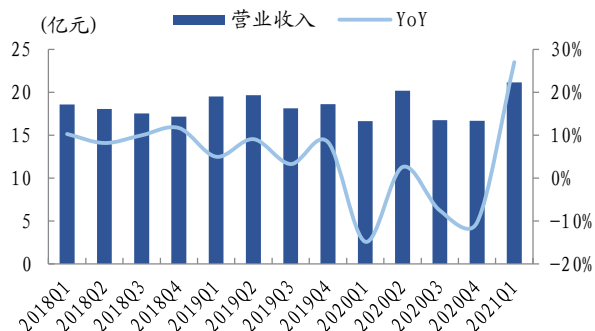
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

注：2021-2023 年归母净利润系根据股权激励考核的累计净利润计算所得值

2.3. 新管理新局面，业绩触底回升趋势明显

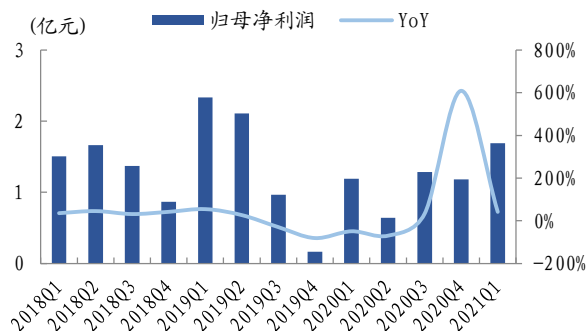
改革初见成效，2021Q1 公司盈利能力显著优化。新管理层上任后，直面过往痛点主动降低库存、改善商业条款、优化产品结构。经过一系列改革，公司费率优化取得阶段性成果，业绩触底回升趋势明显，2020 年实现营收和归母净利 70.32 和 4.3 亿元，同比下降 7.43%和 22.78%；扣非利润增速转正，同比增长 4.3%。从单季度看，2021Q1 营收同比增长 27.0%，归母净利同比增长 41.9%，实现扣非净利 1.99 亿元，扣非净利率达 9.4%，为 3 年来最高水平；其中通过产品结构优化+六神提价，带动公司毛利率提升 3.4pct 至 64.8%，盈利能力显著优化。

图 7: 2021Q1 营收同比增长 27.0%



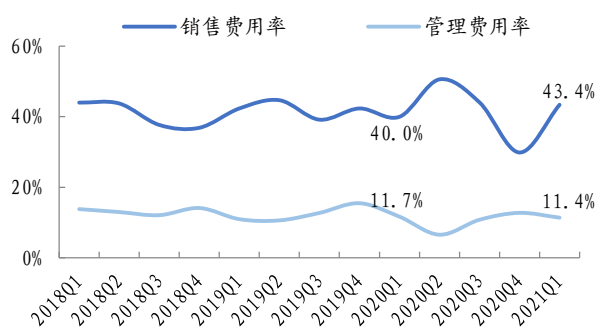
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 2021Q1 归母净利润同比增长 41.9%



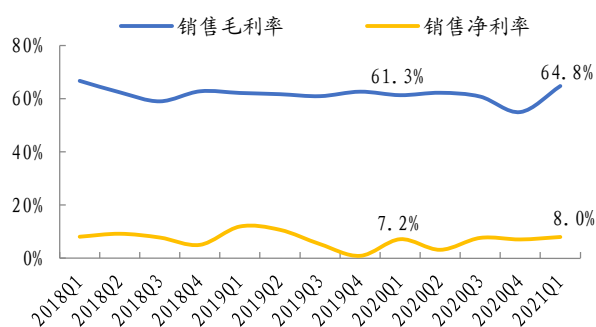
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 9: 2021Q1 管理费用率略有优化



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10: 2021Q1 销售毛利率和净利率双增



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 品牌矩阵优化，护肤品类引领增长

3.1. 梳理品牌矩阵，发力高毛利、高增长的护肤品类

梳理品牌矩阵，确立差异化品牌发展策略。2020年，公司将品牌矩阵进一步细化为护肤品类、个护家清品类、母婴品类以及合作品牌，结合各品类市场增速及毛利率水平，以及公司品牌市场地位进行品牌策略划分：重点聚焦高毛利、高增长的护肤品类，同时对于母婴、个护、男士等细分冠军品类给予快于市场增速的增长目标。具体看：1) 高速增长品牌包括佰草集、双妹、玉泽、典萃等护肤品牌；2) 细分冠军品牌包括六神、启初、高夫；3) 细分领先品牌包括家安、美加净。公司会积极顺应市场趋势，根据不同品牌的定位及发展情况调整资源分配，着力推动公司的收入增长与盈利优化。

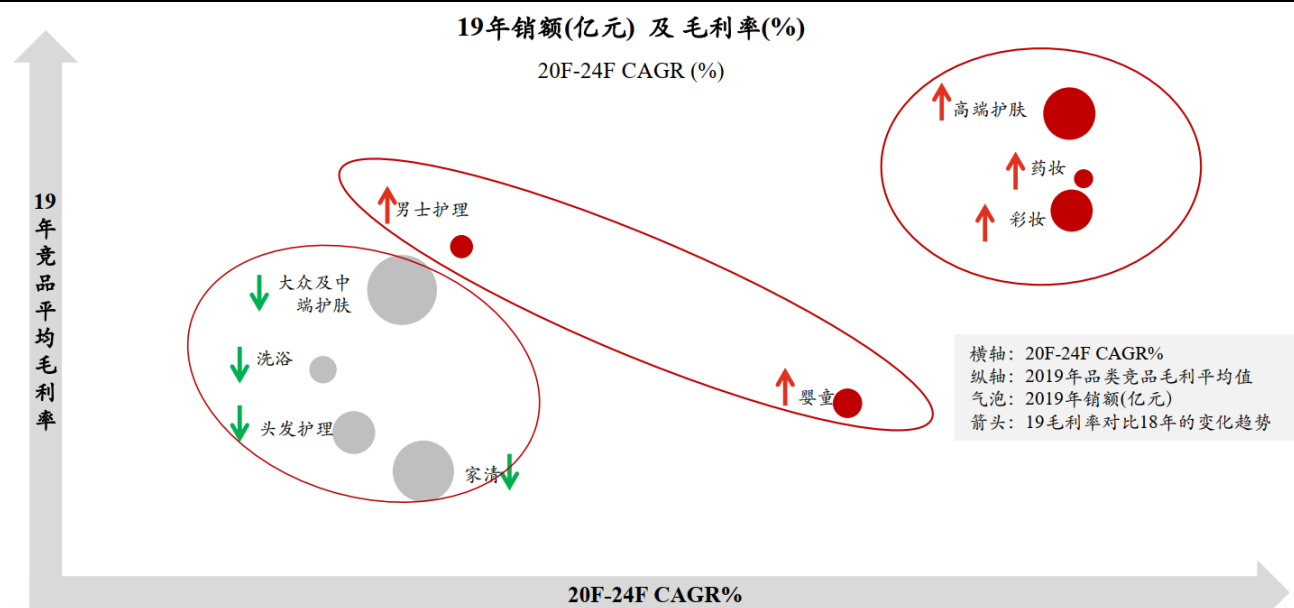
图 11：公司品牌矩阵进一步细化（右边对应）

| 品牌名称 | 品牌 logo | 品牌定位 | 品牌分类 | 所属品类 |
|------|---------|------------------------|------|--------------------------|
| 佰草集 | | · 高端中草药护肤，曾是公司护肤产品销售主力 | 高速增长 | 护肤品类 约22.1亿，占比31.4% |
| 玉泽 | | · 皮肤屏障修护，新晋爆款 | 高速增长 | |
| 典萃 | | · 科研级护肤，从“佰草集”中剥离而来 | 高速增长 | |
| 双妹 | | · 高端香氛护肤 | 高速增长 | |
| 高夫 | | · 专业男士护理 | 细分冠军 | |
| 美加净 | | · 大众护肤，历史悠久 | 细分领先 | 个护家清品类 约24.0亿，占比34.1% |
| 六神 | | · 个人护理，立足中医中草药 | 细分冠军 | |
| 家安 | | · 家居清洁护理 | 细分领先 | |
| 启初 | | · 高端婴幼儿个人护理 | 细分冠军 | 母婴品类 约20.7亿，占比29.5% |
| 汤美星 | | · 婴童喂哺，源自美国 | 收购品牌 | |
| 合作品牌 | | · 片仔癀、艾合美、碧缇丝、芳芯等 | 代理品牌 | 合作品牌 约3.5亿，占比5.0% |

数据来源：公司官网、公司公告，国泰君安证券研究

护肤品类毛利率高、增速快，但目前占比偏低，未来有望引领增长。公司护肤品类毛利率最高，但营收占比长期维持在仅约 1/3 的水平。为把握国内护肤品市场快速增长契机，公司将对旗下护肤品牌进行重点聚焦，积极顺应功能性护肤、高端护肤、成分党等行业趋势，通过产品创新和营销创新打造爆款产品，夯实护肤品类竞争力。根据我们预测，2021-2023 年公司护肤品类收入增速有望达 38%/23%/19%，在总营收中的占比有望达 36%/39%/42%，以玉泽、佰草集、典萃、双妹为代表的护肤品类或将成为公司业绩增长的主要驱动力。

图 12: 公司参考品类毛利率及增速进行品牌分类划分, 确立差异化的品牌发展策略



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 4: 2021-2023 年公司护肤品类收入预测

| 百万元 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入 | 2,099.70 | 1,955.27 | 2,270.74 | 2,355.09 | 2,725.47 | 2,206.81 | 3046.70 | 3733.76 | 4454.88 |
| 收入增速 | — | -7% | 16% | 4% | 16% | -19% | 38% | 23% | 19% |
| 收入占比 | 36% | 37% | 35% | 33% | 36% | 31% | 36% | 39% | 42% |
| 成本 | 342.98 | 436.08 | 438.45 | 644.81 | 760.13 | 626.73 | 857.95 | 1,025.32 | 1,195.08 |
| 毛利 | 1,756.72 | 1,519.19 | 1,832.29 | 1,710.28 | 1,965.33 | 1,580.08 | 2,206.15 | 2,791.96 | 3,306.17 |
| 毛利率 | 83.67% | 77.70% | 80.69% | 72.62% | 72.10% | 71.60% | 72.00% | 73.10% | 73.50% |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

明确爆品增长战略, 着力打造销售占比高、影响力强的优质新品。公司产品端采用精简与聚焦战略, 一方面对现有产品线进行精简, 淘汰长尾产品, 另一方面着力提升各品牌销量前 20 名的产品占比, 打造高声量、高销售占比的大单品, 从而驱动品牌塑造。2020 年, 公司上市新品 300 余个, 同比减少约 200 个。2021 年上半年公司重点聚焦佰草集灯管精华、玉泽蓝铜胜肽精华等重磅新品, 其中玉泽蓝铜胜肽精华上线当日即售出近 4 万件, 单品 GMV 超 1000 万, 初步验证公司新品打造能力。

表 5: 公司主力护肤品牌及 2021 年新品情况

| | 品牌定位 | 目标人群 | 聚焦品类 | 代表产品 | 2021 年上市新品 |
|-----|-----------|-----------|-------|----------------|--------------------------|
| 玉泽 | 医研共创、科学护肤 | 亚健康肌肤人群 | 功效性护肤 | 皮肤屏障修护系列 | 臻安润泽修护蓝铜胜肽精华液、婴幼儿皮肤屏障修护霜 |
| 佰草集 | 草本护肤、科技赋能 | 精致妈妈、都市白领 | 高端护肤 | 太极系列、新七白系列 | 佰草集灯管精华, 后续太极眼霜、面霜待上市 |
| 典萃 | 科研级护肤 | Z 世代、小镇青年 | 功效性护肤 | 33 瓶、55 瓶、77 瓶 | 烟酰胺焕亮修护白泥面膜(单颗次抛、缓解暗沉) |
| 双妹 | 高端时尚美妆 | 资深中产 | 高端护肤 | 玉容霜、粉嫩膏、养颜萃露 | 生命之花系列(中国年轻女性抗初老) |

数据来源: 公司官网、公司公众号, 国泰君安证券研究

3.2. 玉泽：持续医研共创，把握功效性护肤风口

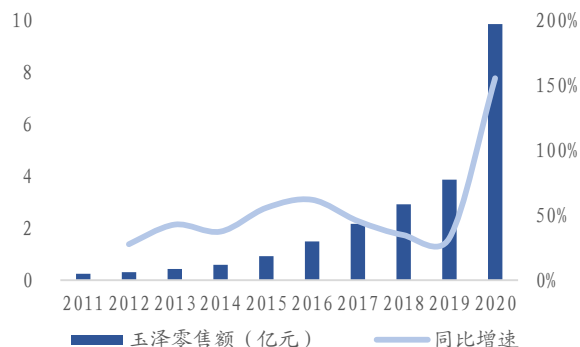
1) 品牌端：专注国人皮肤屏障修护，权威医疗机构背书，多年厚积薄发踏中功效性护肤风口。玉泽专注于国人皮肤屏障修护，主打医研共创。将临床医学、预防医学、美容医学和生物医学领域的科技引入到产品设计和验证过程中。多年来，玉泽与瑞金医院、华山医院、华西医院、上海皮肤病医院等多家国内顶尖三甲医院保持紧密的前沿研究和临床合作，截至 2020 年底拥有有效国家授权发明专利 76 项。由于国人对国内三甲医院信任度极高，玉泽联合顶尖三甲医院皮肤科共同研发不仅保障了产品质量，更借助三甲医院背书提升了自身品牌力，在消费者中树立起“皮肤修复专家”的口碑。近年来，品牌依托功效性护肤赛道快速成长，2019 年起乘直播电商之风实现爆发。

图 13: 玉泽与国内顶尖皮肤科专家进行合作研发



数据来源：化妆品财经在线

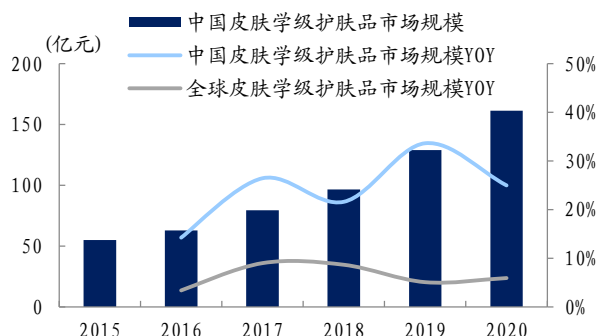
图 14: 玉泽品牌零售额于 2020 年迎来爆发



数据来源：欧睿咨询，国泰君安证券研究

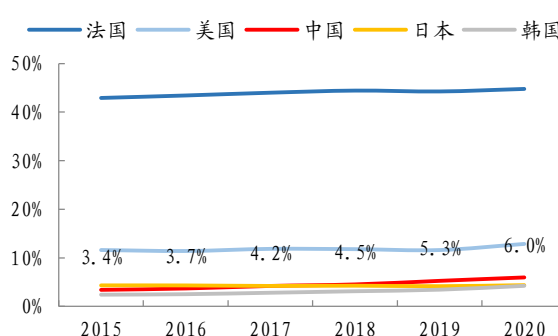
2) 产品端：把握国内功效性护肤赛道红利，成长空间广阔。根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，敏感性皮肤在各国均有较高的发生率，且女性发病率普遍高于男性，2017 年调查显示我国女性发病率约 36.1%。近年来敏感肌护理从小众市场发展为主流市场，主要针对敏感肌肤修护的皮肤学级护肤品也因此蓬勃发展。根据欧睿咨询，2020 年我国皮肤学级护肤品市场规模为 161 亿元，增速高达 25.0%，远超全球皮肤学级护肤品市场（增速 5.9%）和国内护肤品全量市场（增速 10.3%）；与此同时，2020 年我国皮肤学级护肤品在整个护肤品行业的渗透率仅 6.0%，远低于法国的 44.8% 和美国的 12.9%，未来提升空间广阔。

图 15：我国皮肤学级护肤品市场增速远超全球



数据来源：欧睿咨询，国泰君安证券研究

图 16: 我国皮肤学级护肤品渗透率提升空间较大



数据来源：欧睿咨询，国泰君安证券研究

产品创新融入“黑科技”，定位中间价格带。2020 年，玉泽创新性地将功能性护肤和前沿科学技术结合，推出烟酰胺冻干面膜、果酸安瓶精华、控油凝露等新品，受到消费者一致好评。未来品牌还将探索更多“黑科技”，顺应风口迭代推新，满足消费者多样化需求。此外，截至 2021 年 6 月 24 日，玉泽天猫旗舰店在售皮肤屏障修复系列保湿水原价为每毫升 0.62 元，保湿霜原价为每克 3.96 元，与薇诺娜、雅漾、理肤泉等同类品牌相比价格适中。

表 6：玉泽单位产品售价位于行业中间价格带（均取产品原价）

| 水/喷雾 | | | 乳/霜 | |
|------|------------------|-----------|-------------------|-----------|
| 玉泽 | 皮肤屏障修护保湿水（200ml） | 0.62 元/ml | 皮肤屏障修护保湿霜（50g） | 3.96 元/g |
| 薇诺娜 | 舒敏保湿润肤水（120ml） | 1.57 元/ml | 舒敏保湿特护霜（50g） | 5.36 元/g |
| 雅漾 | 舒润调理柔肤水（200ml） | 0.98 元/ml | 修护舒缓保湿霜（50ml） | 5.44 元/ml |
| 理肤泉 | 特安舒缓柔肤水（200ml） | 1.13 元/ml | 新 B5 多效修复乳霜（40ml） | 2.98 元/ml |

数据来源：天猫，国泰君安证券研究

3) 渠道：线上优化直播占比提升盈利水平，线下巩固医院渠道、拓展 OTC 渠道。玉泽品牌目前线上收入占比 80% 以上，受益于前期投放，其产品在渠道的认可度已经较高，因此转而优化直播频次和产品结构，以提升盈利性为重心。在线下，公司主要进驻医院、OTC 药房、屈臣氏等渠道，未来品牌还将进一步拓展 OTC 渠道布局，提高其在国内皮肤科领域的知名度，打造完善的“电商+医院+OTC”渠道体系。

4) 营销：借头部 KOL 之力成功出圈，精准投放占领消费者心智。基于对消费习惯的分析，玉泽“医研共创”的专业属性与理性消费者的专业护肤需求相契合，因而品牌营销环节着重选择专业平台，如知乎、小红书、淘宝直播等，同时有针对性地分发内容，实现精准投放。在传统的“两微一抖小红书”平台，玉泽采用“KOL+内容+硬广”的运营模式，精准定位潜在客群，直接触达并转化。2019 年，玉泽加大营销力度，联合李佳琦直播间持续拉新，其积雪草面膜被李佳琦冠以“宝藏面膜”的称号，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%。借超头李佳琦之力，玉泽成功跳出小众护肤的圈子，积累起广泛的市场口碑。2020 年疫情期间，玉泽敏锐洞察“口罩闷痘”促生的调护需求，把握消费需求转变趋势调整营销重点，借助疫情初期的直播带货风潮开展新一轮推广，2020Q1 销售额实现同比 500% 以上增长，Q2 持续高增，Q3 公司主动优化直播策略，增速有所回落，Q4 恢复高增，全年同比增长 200%+，规模由 3 亿左右迅速成长至 8 亿左右。2021 年 5 月天猫国潮日，玉泽推出新品蓝铜胜肽精华，通过 2000 余位 KOL 的宣传以及 10 万私域粉丝的传播，新品曝光逾 2 亿次、互动量超 300 万，上市首日销售额即破千万，位列当天国货美妆第一。

表 7：2020 年玉泽销售额同比增速位居可比品牌前列

| | 珀莱雅 | 御泥坊 | 百雀羚 | 玉泽 | 欧莱雅 | OLAY | 润百颜 | 雅诗兰黛 |
|------------|------|------|------|-------|------|------|-------|------|
| 2020.01 | 14% | -45% | 22% | 198% | 110% | 43% | 21% | 12% |
| 2020.02 | 17% | -12% | 13% | 628% | 87% | -4% | 41% | -49% |
| 2020.03 | 83% | 102% | 27% | 639% | 63% | 25% | 216% | 127% |
| 2020.04 | 42% | 268% | -8% | 1419% | 123% | 71% | 465% | 156% |
| 2020.05 | 140% | 163% | -32% | 1562% | -6% | -12% | 197% | 38% |
| 2020.06 | 71% | 60% | -11% | 376% | 83% | 56% | 126% | 239% |
| 2020.07 | -34% | 195% | 43% | 69% | 17% | 29% | 867% | 40% |
| 2020.08 | -15% | 50% | -9% | 77% | 67% | 15% | 285% | 165% |
| 2020.09 | 0% | 33% | -33% | 249% | 42% | -11% | 199% | 42% |
| 2020.10 | 99% | 454% | 63% | 265% | 248% | 54% | 1208% | -2% |
| 2020.11 | 51% | 85% | -28% | 185% | 101% | -4% | 125% | 52% |
| 2020.12 | 65% | 80% | 50% | 41% | 55% | 10% | 164% | 136% |
| 2020.01-12 | 30% | 95% | -11% | 268% | 82% | 9% | 195% | 68% |

资料来源：淘数据，国泰君安证券研究（淘数据为第三方爬虫数据，与品牌实际销售情况可能存在差异）

3.3. 佰草集：重塑品牌形象，加快年轻化转型

1) 品牌端：重塑品牌形象，定位“草本护肤+科技赋能”，2020 年摆脱包袱有望重新启航。佰草集品牌创立于 1998 年，定位中草药/草本护肤。由于一度缺乏功效宣传，佰草集品牌调性未能及时转变，近年来在“成分党”浪潮中处于劣势地位。潘总上任后，着力解决品牌定位问题，在回归草本护肤定位的同时引入更多现代科技，加大功效宣传，满足主流消费需求。

2) 产品端：新技术优化功效，助力爆款打造。新管理层上任后，对佰草集产品研发提出新要求，一改过去中草药护肤品化学萃取的暴力方法，采用一系列新技术新手段研发生产，提高中药材提纯效果，带动品牌复兴。佰草集已上市新品均含有科技成分，如太极日月精华使用 RNA 肌源修护科技、太极水使用低温发酵技术、太极丹和太极面霜使用活性萃取技术、新七白面膜则使用冻干技术、灯管精华使用粉液分离技术等。同时，品牌过往产品线冗杂，价格带覆盖 100 元-800 元区间，SKU 总数超 160 个，且单个 SKU 销售占比不足 5%，后续品牌将大力精简产品线，减少冗杂 SKU，将资源集中于爆款打造。

表 8：佰草集新品集草本元素和前沿科技于一体

| |  |  |  |  |  |
|---------|---|---|---|---|---|
| 产品名称 | 太极日月精华 | 太极水 | 太极面霜 | 新七白面膜 | 灯管精华 |
| 采用的前沿科技 | RNA 肌源修护科技 (提高提取物抗氧化/抗老功效) | 低温发酵技术 (保障酵母微精纯度) | 活性萃取技术 (提高活性物纯度) | 冻干技术 (避免活性物流失) | 双生透白科技(粉液分离) |

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

3) 渠道与营销：精简线下门店，创新营销加快年轻化转型。2020 年公司直面佰草集线下渠道问题，精简约 1/3 长尾门店，共关闭 462 家低单产百货专柜及门店，百货渠道库存全年下降约 3 亿，逐步摆脱历史包袱。同时，佰草集借鉴玉泽电商团队的成功经验组建自有直播电商团队，通过常态化社媒营销、创新网络玩法实现营销裂变，如 2019 年签约“花开敦煌”文化 IP 开展跨界合作、2020 年推出“花开敦煌：22 周年御享限量礼盒”，2021 年签约“国民妈妈”张小斐为品牌代言人，逐渐转变品牌传统形象。2021Q1 佰草集品牌在线下渠道恢复的驱动下实现接近翻倍的同比增长，后续随着品牌年轻化新品的持续推出，有望逐步进行品牌焕活。

3.4. 典萃：“去佰草集”化，塑造 CS 渠道科技护肤品牌

1) 品牌端：脱离佰草集独立运作，主打科技型功能护肤。典萃原为佰草集专攻 CS 渠道的子品牌，定位大众化护肤品，价格低于佰草集其他系列产品。为明确与母品牌的边界，2020 年 6 月典萃脱离佰草集独立运作。“去佰草集化”的典萃主打科技型功能护肤，走“成分党”发展之路，目标客群为 Z 世代和小镇青年。

2) 产品端：中药植萃结合科技成分，主打冻干安瓶系列新品。典萃拥有国家级科研技术中心和工业设计中心，与国际多家科研机构开展合作，将创新型科技应用于产品研究。品牌主打产品为冻干安瓶精华液，通过结合中药萃取液以及烟酰胺、玻尿酸、多肽等热门成分，依托冻干科技转化为冻干粉形式封存，方便保存的同时维持产品高浓缩与高活性。目前，典萃旗下涵盖主打不同功效的冻干安瓶精华：烟酰胺焕亮系列（33 瓶）、玻尿酸水润系列（55 瓶）、多肽凝时冻干安瓶精华液（77 瓶）等。

图 17：典萃品牌全新 LOGO



数据来源：公司官网

图 18：典萃重磅新品 77 瓶



数据来源：公司官网

3) 渠道与营销：CS 渠道表现优异，面向年轻群体精准营销。典萃在线下主要布局 CS 渠道，在线上设立天猫旗舰店。2020 年，典萃在屈臣氏渠道快速成长，增速相比屈臣氏其他护肤品类领先 40%-50%。同时，自 2020 年起公司开始运作独立的天猫旗舰店，未来有望在线上渠道实现拓展。营销端，典萃基于目标群体围绕小红书等社交媒体进行种草，精准触达潜在消费者，提升营销效率。同时，品牌选择知名演员袁泉为形象代言人、00 后歌手段奥娟为品牌大使，在拓展年轻成分党客群的同时留住成熟女性用户。这也是上海家化首次签约 00 后代言人，体现出公司年

轻化发展的战略和决心。

图 19：典萃选择知名演员袁泉为代言人、年轻艺人段奥娟为品牌大使



数据来源：公司官网

3.5. 双妹：百年高端美妆国牌，全域布局推动复兴

1) 品牌端：百余年历史底蕴，国货高端品牌之光。双妹品牌创立于 1898 年，1910 年入驻上海南京路 475 号、占据当时最高端的时尚地标，1915 年明星产品“粉嫩膏”荣膺巴拿马万国博览会金奖、获民国总统黎元洪亲笔题词“材美工巧、尽态极妍”，成为上海滩首屈一指的高端美妆品牌。百年过去，2010 年公司藉由上海世博会的契机重新复活双妹，欲将其打造为以东情西韵为特色的本土高端时尚美妆品牌。回归后的双妹品牌定位“东情西韵、尽态极妍”，着力彰显极具个性、融汇东西的女性风采。2020 年，双妹荣登“胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜”，成为化妆品行业唯一上榜品牌。

图 20：双妹产品外观优雅设计新颖，走在时尚前列



数据来源：公司官网

图 21：1915 年双妹粉嫩膏斩获巴拿马世博会金奖



数据来源：公司官网

2) 产品端：百年方略融合现代技术，主打东方女性精致护肤需求。2010 年上海家化携手国际团队经 3 年的悉心研究与开发重启双妹品牌。复兴后的双妹以海派文化为个性，融合中西先进科技进行自主创新，针对东方女性打造顶级护肤产品，产品线聚焦香氛护肤、彩妆、香水等，先后推出玉容霜、粉嫩膏、养颜萃露等一批明星单品。双妹品牌定位高端市

场，旗下眼霜产品（15g）天猫商城定价集中于 560-650 元不等、面霜产品（50g）定价 680-1080 元不等、精华产品（30ml）定价 880-1280 元不等，价位对标国际大牌护肤品。

表 9：双妹眼霜、面霜、精华产品主力价位对标国际大牌护肤品

| 各品牌主要价位（元） | 双妹 | 兰蔻 | 雅诗兰黛 | SK-II | 雪花秀 | 资生堂 |
|--------------|----------|----------|----------|-----------|------------|----------|
| 眼霜（15g/15ml） | 560-650 | 530-810* | 300-2600 | 620-1180 | 900* | 360-780 |
| 面霜（50g/50ml） | 680-1080 | 595-3980 | 480-880 | 890-1160 | 520*-1400* | 520-3800 |
| 精华（30ml） | 880-1280 | 830-4300 | 550-2500 | 960-1133* | 360-880 | 880-3500 |

数据来源：天猫、各公司官网，国泰君安证券研究

注：标*为根据容量折算后的价格

3) 渠道与营销：线上聚焦纳新，线下尝试拓展强体验属性的百货专柜。

双妹品牌过往渠道主要聚焦在上海田子坊的单品牌店，以及线上天猫旗舰店，在公司未给予过多资源倾斜的情况下于 2019 年实现良好的自然增长。2020 年潘总上任后战略聚焦双妹品牌，一方面尝试布局线下百货专柜，设立合肥银泰专柜，并特邀法国设计师以 ART—DECO 风格呈现“东情西韵”的品牌格调，复原上世纪 30 年代夜上海的摩登气息，为消费者带来全新的线下购物体验。另一方面注重电商渠道布局，通过设置中样套组等方式降低电商消费者购买门槛，推动品牌逐步出圈。2020 年全年双妹取得高双位数增长，后续有望线上线下共同发力。营销端，由于品牌定位高端，更加注重品牌宣传，2018 年邀国际知名油画大师陈逸鸣先生创作油画《双妹》为品牌诞辰 120 周年献礼；2018 年参加天猫国潮行动，携手纽约时装周入驻时尚快闪店，在国际舞台演绎国货新潮流；2019 年在“天猫国货大赏”中携手张裕解百纳推出联名款解百纳干红，打造跨界潮货。未来品牌有望结合品牌营销与社媒效果营销，打造国产高端护肤品牌。

图 22：双妹田子坊店铺



数据来源：大众点评网

图 23：双妹线下高端零售店兼具体验性与零售性



数据来源：公司官网

3.6. 其他品牌：持续洞察消费需求，推动品牌年轻化布局

1) 六神：跨界营销触达年轻消费群，引领潮流推动国货老字号复兴。六神是公司重要的细分冠军品牌，规模接近 20 亿元，在花露水市场市占率稳居第一。2020 年，为进一步提升老品牌在年轻消费群体中的知名度，六神花露水打破传统约束，先后与 KFC、安踏等联名推出劲凉提神花露水（咖啡香型）、净爽活力花露水（运动型），推进品牌年轻化。2021 年

六神延续潮流化战略，于 5 月上线 Tokidoki 联名随身花露水系列并推出配套潮玩盲卡玩法，新品入选天猫小黑盒并在薇娅直播爆卖 5 万套。凭借一系列出圈营销，六神不断触达年轻消费者，有望进一步实现老字号复兴。

图 24：近年来六神先后推出多款跨界联名产品



数据来源：公司公告、公司公众号

启初：扩充目标客群，2020Q4 电商渠道份额创新高。启初品牌定位婴幼儿护肤，2020 年品牌基于这一定位拓展目标消费群体，推出扩展至 2-12 岁儿童和孕产妇适用的产品，旨在为不同生命阶段的消费者提供专业的护理产品。2020 年 12 月品牌电商市场份额创下过去两年新高。2021 年 3 月启初上线新品水润防晒露和驱蚊花露水，Q1 品牌收入增速超 60%，引领母婴品类增长。营销端，启初先后于 2020 年 9 月联名芭比推出“自信魔发瓶礼盒”、于 2020 年 10 月联名宝可梦推出“经典 Buff 礼盒”、于 2021 年 6 月联名哆啦 A 梦推出“探索一夏夏·宝藏礼盒”等，通过多款动漫 IP 联名，取得了较好的市场反响。

图 25：启初多以联名礼盒形式开展跨界营销



数据来源：公司公众号

高夫：高端线与大众线采取差异化渠道策略，2021Q1 收入恢复增长。2020 年至今公司对高夫品牌产品线进行了重新梳理和全面简化：1) 在高端市场，为顺应男士护肤年轻化和高端化趋势，2020 年 9 月在屈臣氏渠道推出首条蓝色线产品锐智多效系列，并于 2021 年 4 月在电商和屈臣氏渠道推出第二条蓝色线产品恒润保湿系列，持续提升高端产品占比；2) 在大众市场，整合并统一线上和线下商超渠道，推动线下批发和零售市场价格大幅反弹，支撑红色线产品增长。2020 年 8 月高夫官宣全新代言人郭麒麟，进一步加大营销力度，并在随后的双 11 大促中荣登双榜，位列

天猫男士护肤第四、国货第一。受益于线下渠道的强劲恢复与线上渠道增速转正，2021Q1 高夫收入同比增长超 80%，同时盈利能力大幅提升。

图 26：高夫顺应男性护肤升级趋势推出蓝色高端线产品

蓝色线主打高端护肤



恒润保湿系列



锐智多效系列

红色线主打大众护肤



净源控油系列



恒时水润系列



经典保湿系列



水感酷白系列

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

美加净：巩固面部护肤产品，营收改善在即。2020 年公司持续巩固和提升美加净品牌面部护肤产品，升级了明星产品银耳珍珠霜，并推出融合发酵技术的酵米焕活保湿精华霜等新品。凭借爆品打造和营销创新，美加净收入下跌态势逐步改善，2020Q4 收入跌幅收窄，2021Q1 同比大致持平，其中新品酵米系列由于精准把握了年轻消费者需求，贡献超 10% 的收入且呈持续上升态势。随着品牌头部产品的确立，公司有望于 2021 年内扭转下跌趋势。

家安：推新迎合消费者需求，收入持续高增。2020 年为适应疫情时期需求变化，家安品牌推出多款除菌、抑菌产品，为消费者提供全方位健康保护，全年收入取得双位数增长。2021 年家安推出新品洗衣机槽泡腾片，进一步丰富产品矩阵，为消费者提供便利。2021Q1 品牌收入同比增速超 40%，引领公司个护家清品类增长。

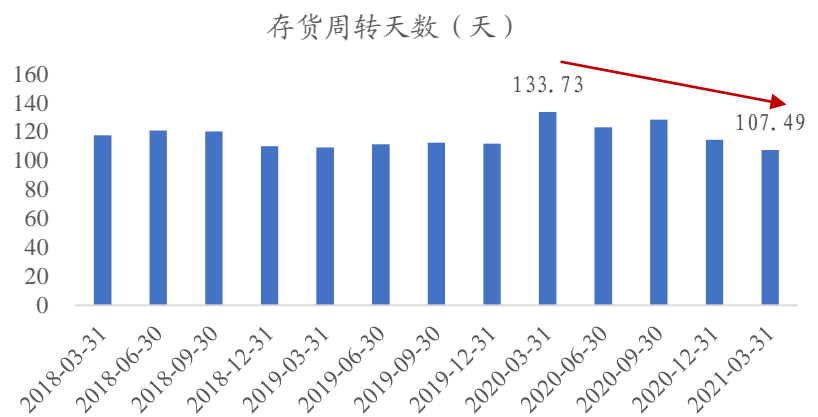
汤美星：战略性转型线上，全球业务逆势增长。公司于 2017 年收购汤美星，该品牌主要销售地点在欧美等海外国家。2020 年疫情期间，为缓解海外市场线下购物大幅减少的冲击，公司根据中国经验战略性推进汤美星线上业务转型，积极拓展其在亚马逊、海外 DTC 网站等渠道的销售，同时在中国地区积极消化库存、优化产品线。2020 年汤美星海外业务依托电商的快速发展实现逆势增长，2021Q1 全球业务继续保持高个位数增长。

4. 渠道结构优化，数字化转型发力

4.1. 线下门店优化、注重发展新零售，线上业务前景广阔

线下主动出清低效门店，消化社会库存，2021 年轻装上阵。受新冠疫情影响，2020 年公司策略性缩编百货渠道，关闭 462 家低效亏损专柜及门店，将原有会员并入其他在运门店以及新零售系统。未来公司还将延续线下门店动态管理措施，持续评估店面运营情况从而决定新店扩张和旧店收缩具体策略，同时通过门店形象更新提升消费者观感与购物体验，以更高的头部门店单产弥补长尾门店损失。为配合公司头部聚焦打法，2020 年百货渠道主动消化社会库存约 3 亿，至 2021 年一季度末存货周转天数降至 107 天，为后续轻装上阵打下基础。

图 27：公司存货周转天数自 2020Q2 起显著下降



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

积极布局新零售，探索线下持续增长路径。由于近年来线下流量承压明显，为提升线下渠道运营效率，公司积极推行新零售，通过线上线下结合的方式赋能百货、商超、CS 等渠道。除自建云店外，公司还大力开展外部合作：1) 在百货渠道，通过与大型商业集团合作充分运营集团会员。2) 在商超渠道，B2B 业务方面与阿里、京东合作，利用其互联网技术和平台运营能力加强铺货；到店业务方面与支付宝、微信 DAAS、银联、大众点评等合作，通过 LBS 推送至消费端；到家业务方面与美团、饿了么、淘鲜达、京东到家等展开线上线下结合，以线下为前置仓，发挥 1+1>2 的作用。3) 在 CS 渠道，与屈臣氏展开深度合作，以其领先的新零售业务和数字化运营体系赋能公司数字化发展。此外公司还与国内知名跨界（物业）社区团购形成联盟，持续巩固社群运营，截至 2020 年在百货渠道已建立 600 余个社群，实现新零售短期目标。2021 年 1-5 月公司新零售业务同比三位数增长，在线下渠道收入中的占比已超 12%，随着线下消费者互动效率持续提升，未来这一比例有望持续提升。

图 28：公司新零售体系



数据来源：公司公告

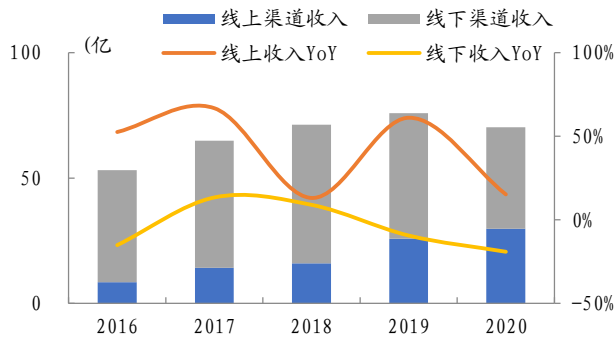
图 29：社群营销赋能线下导购提升复购



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

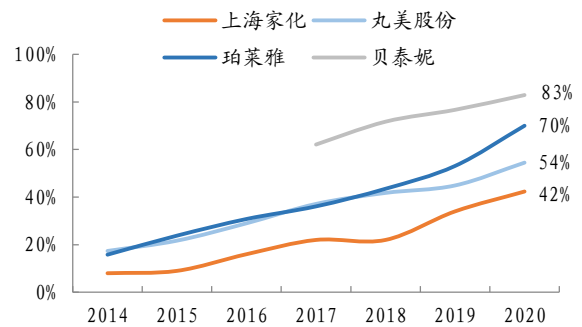
线上收入占比提升空间仍然较大，新团队新机制驱动增长。根据欧睿数据，电商是目前我国美妆个护行业规模最大、增速最快的渠道，2020 年渠道份额达 38.0%，2006-2020 年渠道规模 CAGR 达 48.6%。在国内，电商渠道不仅是销售渠道，更是传播渠道和消费者触点。公司过去发展主要依赖线下渠道，发力电商相对较晚，2020 年更换电商事业部负责人，计划通过“全方位、全平台、全品牌的全域打法”推动电商渠道增长：1) 协同品牌 and 平台，聚焦头部创新产品，加大全域招新力度，提升客单价和复购率；2) 改善分销拓展方式，探索新兴渠道；3) 加强直播和自播中心建设，降低对超头的依赖。2020 年，公司线上渠道收入增速远超线下，占总收入的比例为 42%，相比于同行业公司，未来电商渗透率提升空间依然较大。

图 30：公司近年来线上渠道收入增速快于线下



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 31：公司线上渠道收入占比逐年提升

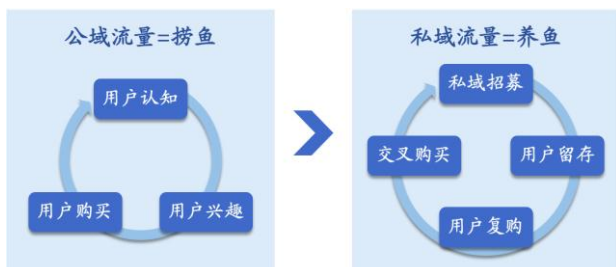


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

全渠道打造私域生态，把握消费者 LTV。后流量红利时代，公域流量营销出现了一系列变革，包括消费者认知环节由电视转向网络平台、兴趣环节由社交网络转向短视频平台、购买环节由普通电商转向直播带货等。2020 年新冠疫情加剧了各行业对精细化运营的需求，私域流量成为消费者个性化互动的重要抓手，引导市场思维由公域流量“捞鱼”向私域流量“养鱼”转变：1) 捞鱼多为一次性收割，营销效率较低，平台依赖性较大；2) 养鱼则是全域直达消费者，追求触达和变现效率最大化。2021 年，公司将以消费者为中心搭建一站式私域生态，从招募、留存、复购到交叉购买环节牢牢把握消费者 LTV：1) 私域招募，线上线下多触点招募用户进入私域阵地；2) 用户留存，将各私域平台数据整合进公司消费者数据中台，通过建模、标签化激活数据资产，为消费者提供个性化推荐和购买福利；3) 用户复购，在千余个线下专柜推行社群营销，通过专

业导购实现消费者沟通与场景激活；4) 跨品牌交叉购买，发挥公司品牌矩阵横跨三大品类而互不竞争的优势，通过数据中台分析各品牌消费者共性，以精准营销促进用户跨品牌购买，从而降低单品牌获客成本、提升单用户 LTV。

图 32：公司营销思维由“捞鱼”向“养鱼”转变



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 33：多品牌策略助力公司充分把握消费者 LTV



数据来源：公司公告

4.2. 聚焦数字化运营，全面提质增效

电商流量进入新时代，数字化建设成必争之地。随着国内互联网红利淡去，电商流量意义凸显。一方面，积累的消费者数据可帮助公司了解消费者偏好、构造用户画像、充分判断市场风口，进而推动新品研发，打造符合市场需求的爆款产品；另一方面，数字化赋能有助于提高渠道管理和营销效率，优化运营效果。例如近年来国际大牌化妆品纷纷建立起数据分析中台，深入剖析消费者数据，持续推出新品爆品，成功解决品牌老化、产品更新不及时等问题，重夺中国市场份额。

表 10：国际大牌化妆品通过数字化转型重夺中国市场份额，在天猫双十一美妆榜单中排名攀升

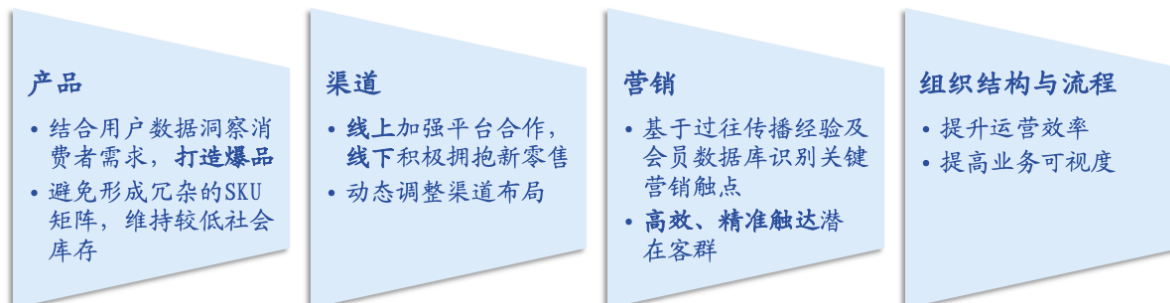
| 排名 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|
| 1 | 百雀羚 | 百雀羚 | 百雀羚 | 欧莱雅 | 玉兰油 | 雅诗兰黛 |
| 2 | 韩束 | 欧莱雅 | 自然堂 | 兰蔻 | 兰蔻 | 兰蔻 |
| 3 | 欧莱雅 | SK-II | 兰蔻 | 雅诗兰黛 | SK-II | 欧莱雅 |
| 4 | 玉兰油 | 一叶子 | 雅诗兰黛 | 玉兰油 | 雅诗兰黛 | 后 |
| 5 | 御泥坊 | 自然堂 | SK-II | SK-II | 欧莱雅 | 玉兰油 |
| 6 | 膜法世家 | 雅诗兰黛 | 玉兰油 | 百雀羚 | 百雀羚 | SK-II |
| 7 | 珀莱雅 | 韩束 | 欧莱雅 | 自然堂 | Home Facial Pro | 雪花秀 |
| 8 | 韩后 | 佰草集 | 一叶子 | 后 | 自然堂 | 资生堂 |
| 9 | 佰草集 | 玉兰油 | 悦诗风吟 | 薇诺娜 | 薇诺娜 | 薇诺娜 |
| 10 | 卡姿兰 | 兰蔻 | 资生堂 | 修丽可 | 一叶子 | 海蓝之谜 |

数据来源：天猫，国泰君安证券研究

管理层转型经验丰富，数字化改革决心坚定。潘总 2015-2019 年出任欧莱雅大众化妆品部商务经理期间大胆改革，帮助欧莱雅中国顺利完成渠道转型和数字化升级，重回高速增长态势。我们认为，潘总丰富的化妆品管理经验有助于上海家化快速搭建数据中台、修复业绩重返巅峰。潘总计划用 3 年时间将上海家化打造为数据驱动的化妆品公司：1) 产品方面，结合用户数据洞察消费者需求并打造爆品，缩减 SKU；2) 渠道方面，

线上加强平台合作, 线下积极拥抱新零售, 动态调整渠道布局; 3) 营销方面, 基于过往传播经验及会员数据库识别关键营销触点, 高效、精准触达潜在客群; 4) 组织结构与流程方面, 建立数字化优势, 提升运营效率与业务可视度。

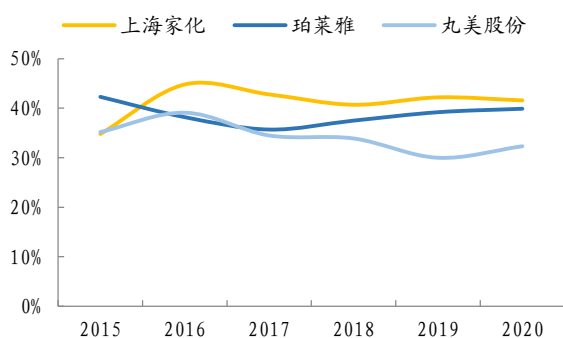
图 34: 公司数字化转型主要策略



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

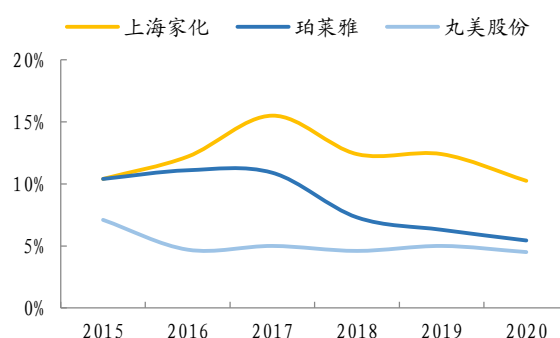
ROI 导向贯穿全流程, 费率优化成效显著。公司明确将 ROI 投入产出比的思维根植于全流程, 持续提质增效。数字化运营方面, 以消费者需求为导向, 引入 DBPI (品牌数字资产指数) 持续监测品牌声量情况, 采用 oCPM (优化后的千次曝光成本) 传播解决方案探索最优投放策略, 充分发挥数据优势, 推动营销 ROI 提升。在数字化转型与 ROI 双驱动下, 公司效率优化成效显著, 2020 年销售费用同比减少 8.73%、费率下降 0.6pct, 管理费用同比减少 23.48%、费率下降 2.15pct。未来随着数字化转型带动费用率逐步优化, 公司盈利能力有望进一步提升。

图 35: 2020 年公司销售费用率同比下降 0.62pct



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 36: 2020 年公司管理费用率大幅下降 2.15pct



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 投资建议

投资建议: 新董事长上任后对公司的品牌、渠道、产品、组织等多个维度进行梳理重整, 同时积极践行降本增效策略, 2020Q4、2021Q1 公司盈利能力持续优化。调整后公司有望进一步提质增效, 推动业绩持续兑现。维持 2021-2023 年 EPS 0.78/1.23/1.64 元/股, 参考可比公司给予 2022 年 64x PE, 上调目标价至 78.72 元, 维持增持评级。

表 11：可比公司盈利预测估值表（更新于 2021 年 6 月 28 日）

| 公司名称 | 股价 (20210628) | EPS | | | | PE | | | 净利润 CAGR |
|------------|------------------|------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 贝泰妮 | 271.18 | 1.28 | 1.86 | 2.57 | 3.41 | 146 | 106 | 80 | 39% |
| 珀莱雅 | 193.30 | 2.37 | 2.92 | 3.63 | 4.45 | 66 | 53 | 43 | 23% |
| 丸美股份 | 52.31 | 1.16 | 1.36 | 1.56 | 1.78 | 38 | 34 | 29 | 15% |
| 平均值 | | | | | | 83 | 64 | 51 | 26% |
| 上海家化 | 58.15 | 0.63 | 0.78 | 1.23 | 1.64 | 75 | 47 | 35 | 38% |

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

6. 风险提示

- 1、数字化转型不及预期；
- 2、主品牌复苏进程不及预期；
- 3、经济增速下滑，抑制可选消费。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

| | |
|-------------|---|
| <hr/> <hr/> | <hr/> <hr/> |
| | <hr/> <hr/> <hr/> <hr/> <hr/> <hr/> <hr/> <hr/> |
| <hr/> | <hr/> |
| <hr/> <hr/> | |
| <hr/> | |