

2020 年 08 月 04 日

百年老店匠心独运，新帅上马再谱佳话

上海家化(600315)

主要观点：

► 我们为什么看好上海家化？

4 月 22 日新任 CEO 潘总上任，潘总拥有多年跨国消费品公司的管理经验，对消费品行业尤其是化妆品行业有着深刻的理解。并且从潘总过去在欧莱雅与美泰的任职经历来看，潘总善于驱动转型与变革，我们认为潘总过往在转型与变革方面的成功经验有望助力上海家化顺利转型，带领全家化人共同实现百年民族品牌伟大复兴。此外，近些年来广大消费者不再一味追逐海外品牌，而对于国产品牌的认同感以及品牌中中国文化属性的诉求不断提升。在消费者对国产品牌的日渐认可下，国内日化市场有望迎来一场“国潮热”。而上海家化拥有源远流长的品牌资产，并善于在品牌中运用中国文化元素，我们认为上海家化后续有望受益于“国潮热”，迎来公司品牌前所未有的爆发。

► 品牌大多处于优质赛道，有望受益赛道红利实现业绩增长

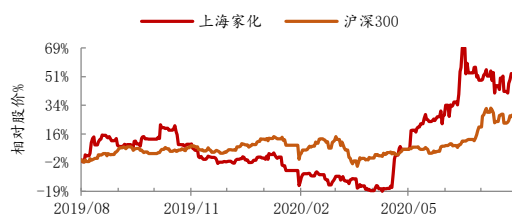
公司的医研共创品牌玉泽位于药妆这一高速增长赛道，2013 至 2017 年，中国“药妆”市场规模年化复合增长率为 28.4%。婴幼儿护肤品牌启初、汤美星位于婴幼儿护理这一高速增长赛道，预计 2019-2024 年，婴幼儿护理行业将保持 CAGR12.4% 的增长。草本护肤品牌佰草集、东情西韵时尚品牌双妹位于高端美妆这一优质赛道，预计 2019-2024 年，婴幼儿护理行业将保持 CAGR17.4% 的增长。家居护理品牌家安位于家居护理这一极具潜力的赛道，预计 2019-2024 年，家居护理行业将保持 CAGR4.7% 的增长。我们认为上述品牌未来有望受益赛道红利，实现高速增长。

► 部分品牌重新梳理，致力于精准服务消费者需求

过去，佰草集存在产品线较多、价格定位部分重合等问题。目前，公司正在重新梳理佰草集产品线，重新梳理过后的产品线有望更精准地服务消费者的个性化需求，从而促进品牌增长。同时，由于典萃系列整体表现与佰草集所定位的高端美妆品牌有一定的距离，因此公司也在考虑将典萃系列“去佰草集化”，作为一个单独的品牌运作，后续有望促成典萃和佰草集的双增长。此外，汤美星的原有的奶瓶嘴质地较硬，和中国消费者目前的需求有较大差异。2020 年，汤美星决定尊重消费者的选择，制定了明确的调整战略，将不断通过对产品的改良来迎合中国市场，以期汤美星产品与中国市场的更好融合与未来在中国高景气母婴市场下的亮眼表现。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	46.56
股票代码：	600315
52 周最高价/最低价：	51.5/24.55
总市值(亿)	312.53
自由流通市值(亿)	312.53
自由流通股数(百万)	671.25



分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100001
联系电话：

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002
联系电话：

相关研究

1. 电商渠道表现出色，费用管控显成效
2020.04.23
2. 销售费用拖累 Q4 业绩，后续线上发力及新品升级值得期待
2020.02.20
3. 公允价值变动影响三季度利润，看好公司中长期投资价值
2019.10.25

► 持续发力新营销，打造业绩新增长点

公司近年来持续发力新营销来加大品牌渗透率，让品牌更好地触达消费者。公司紧跟目标消费群体的偏好，试图通过明星代言、IP 合作、品牌跨界、KOL 直播带货等新型营销方式，打开各大品牌业绩的快速增长通道。受益于新型营销，近年来，玉泽、六神、佰草集等品牌的品牌影响力均有明显提升，并在新型营销的助力下实现了不错的业绩增长，例如 2020 年 618 活动，玉泽天猫旗舰店斩获了 0.69 亿（+372.20%）GMV 的业绩佳绩。

投资建议：

公司作为日化领域龙头，旗下产品品类齐全，覆盖了中低高端产品线。目前公司在营销、渠道等方面均有新布局，我们坚定看好公司的中长期投资价值。我们维持公司的盈利预测不变，预计公司 2020/2021/2022 年营业收入分别 75.09/85.94/99.00 亿元；归母净利润分别为 4.59/5.55/6.53 亿元；对应 EPS 0.68/0.83/0.97 元。化妆品赛道处于高速发展阶段，而公司持续提升内部经营，增长前景可期，继续给予“买入”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧。2) 营销投入效果不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7137.95	7596.95	7509.12	8593.72	9899.73
YoY (%)	10.01%	6.43%	-1.16%	14.44%	15.20%
归母净利润(百万元)	540.38	557.09	459.27	555.30	653.41
YoY (%)	38.63%	3.09%	-17.56%	20.91%	17.67%
毛利率 (%)	62.79%	61.88%	60.21%	60.32%	60.35%
每股收益 (元)	0.81	0.83	0.68	0.83	0.97
ROE	9.30%	8.86%	6.85%	7.65%	8.26%
市盈率	34.53	33.50	40.63	33.60	28.56

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 百年日化巨头，品牌矩阵完善	5
1.1. 业绩稳步增长，费用管控优化	5
1.2. 成长历史：品牌矩阵日益壮大，变革与创新一直在路上	7
1.3. 公司战略概览：产品、品牌、渠道、营销多点发力，致力消费者价值最大化	8
1.4. 平安实际控制，为公司长期发展保驾护航	10
1.5. 新帅上任，公司转型可期	11
2. 美容护肤业务：行业景气度高，拥抱新营销打造新增长点	11
2.1. 玉泽：医研共创为品质背书，占据药妆风口增势强劲	12
2.2. 佰草集：中草药古方个人护理专家，品牌梳理有望迎业绩复苏	13
2.3. 美加净：底蕴深厚的民族品牌，发力多元化营销推进品牌年轻化	16
2.4. 双妹：东情西韵的时尚品牌，占据高端赛道未来可期	16
3. 个人护理业务：营收占比最高，不断焕新产品力拥抱新趋势	18
3.1. 六神：多细分品类领导者，聚焦品牌年轻化	18
3.2. 启初：占据高景气赛道，紧跟消费者需求焕新产品力	20
3.3. 汤美星：品牌实力雄厚，调整后有望在中国市场迎来亮眼表现	21
3.4. 高夫：专业男性护肤品牌，洞察消费者需求完成产品升级	23
4. 家居护理业务：疫情下需求提升，未来增长可期	25
4.1. 家安：家居清洁护理品牌，行业需求打造业绩增长空间	25
4. 盈利预测及投资建议	26
5. 风险提示	29

图表目录

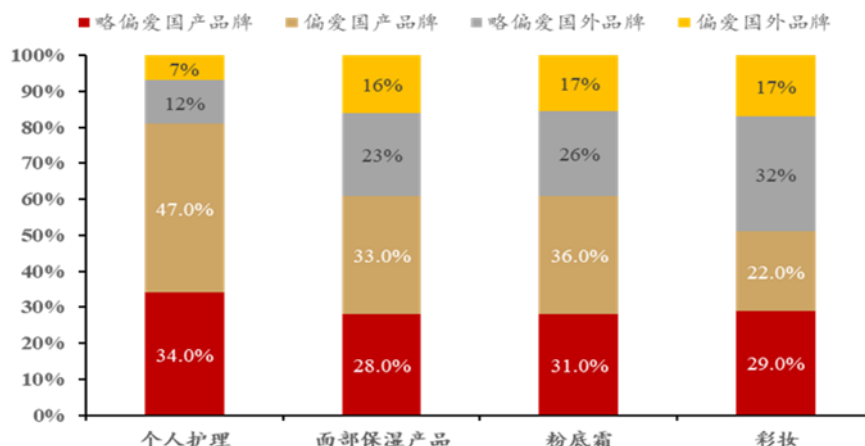
图 1 国内消费者对于各品类的消费偏好.....	5
图 2 公司历史营收表现	6
图 3 公司历史业绩表现	6
图 4 公司 2019 年分品类收入情况占比.....	6
图 5 公司 2019 年分渠道收入情况占比.....	6
图 6 公司毛利率与净利率情况	7
图 7 公司毛利率位于行业中等水平.....	7
图 8 公司费用率情况	7
图 9 上海家化历史沿革	9
图 10 中国中端美妆个护市场规模.....	10
图 11 中国高端美妆个护市场规模.....	10
图 12 中国大众美妆个护市场规模.....	10
图 13 中国美妆个护个渠道占比及变化.....	11
图 14 上海家化线上线下渠道占比变化.....	11
图 15 上海家化股权结构	12
图 16 玉泽与瑞金医院合作	13
图 17 玉泽皮肤屏障修护系列	13
图 18 中国“药妆”市场规模及同比增速.....	14
图 19 今年以来玉泽天猫旗舰店 GMV 增速.....	14
图 20 国内主要草本护肤品牌对比.....	15
图 21 佰草集典萃系列	16
图 22 佰草集冻干面膜系列	16
图 23 “冻干面膜休眠舱科技”展示装置.....	17
图 24 李易峰代言佰草集	17
图 25 花开敦煌·22 周年御享限量套装.....	17
图 26 中国大众手霜品类美加净占比.....	18
图 27 罗云熙代言美加净	19
图 28 大白兔奶糖口味润唇膏	19
图 29 双妹夜上海凝时奢养系列	19
图 30 雙妹×张裕跨界联名打造“醉”新国货.....	19
图 31 中国花露水品类六神品牌占比.....	21
图 32 中国香皂品类六神品牌占比.....	21
图 33 六神沐浴用品销售额及占比.....	21
图 34 华晨宇代言六神花露水	22
图 35 RIO 花露水味鸡尾酒	22
图 36 中国 0-3 岁婴幼儿个护市场规模及同比增速.....	23
图 37 启初 2019 年新品“感官启蒙系列”	23
图 38 汤美星收入及同比增速	24
图 39 汤美星宣传广告	25
图 40 汤美星奶瓶.....	25
图 41 中国男士美妆个护销售额及同比增速.....	26
图 42 高夫零售端销售额及中国美妆个护高夫市占率.....	26
图 43 中国男士美妆个护年龄结构.....	26
图 44 中国男士面霜品类高夫市占率.....	27
图 45 中国家庭护理产品销售额及同比增速.....	27
图 46 家安织物清洁系列	28
图 47 各品牌收入预测	29

前言：我们为什么看好上海家化？

新帅上任，转型可期。4月22日新任CEO潘总上任，潘总拥有多年跨国消费品公司的管理经验，对消费品行业尤其是化妆品行业有着深刻的理解。从潘总过去在欧莱雅与美泰的任职经历来看，潘总善于驱动转型与变革，而转型与变革正是当前存在诸多历史遗留问题的上海家化所迫切需要的。我们认为潘总过往在转型与变革方面的成功经验有望助力上海家化顺利转型，带领全体家化人共同实现百年民族品牌伟大复兴。

“国潮热”蓄势待发，百年国货巨头迎历史性机遇。随着近些年来我国国产品牌的不断推陈出新，叠加消费者需求的多元化趋势，国产品牌在与海外品牌的同场竞争中逐渐赢得了一席之地。广大消费者不再一味追逐海外品牌，而对于国产品牌的认同感以及品牌中中国文化属性的诉求不断提升。麦肯锡2018年调研数据显示，个人护理品类中，81%的国内消费者偏爱或者略偏爱国内品牌；面部保湿产品、粉底霜品类中，61%的国内消费者偏爱或者略偏爱国内品牌；彩妆品类中，51%的国内消费者偏爱或者略偏爱国内品牌。在消费者对国产品牌的日渐认可下，国内日化市场有望迎来一场“国潮热”。而上海家化拥有源远流长的品牌资产，并善于在品牌中运用中国文化元素，后续有望受益于“国潮热”，迎来公司品牌前所未有的爆发。

图1 国内消费者对于各品类的消费偏好



资料来源：麦肯锡，华西证券研究所

1. 百年日化巨头，品牌矩阵完善

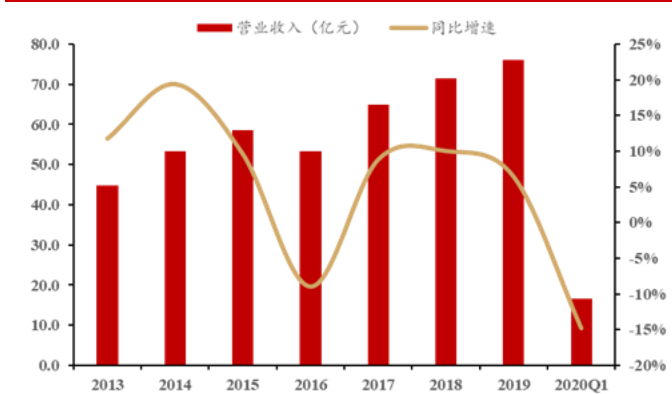
1.1. 业绩稳步增长，费用管控优化

百年民族品牌，历史底蕴深厚。上海家化是国内历史最悠久的日化企业之一，前身是成立于1898年的香港广生行，于2001年在上海证券交易所上市，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，旗下品牌全面，包括佰草集、六神、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹、汤美星等。

营收规模不断提升，业绩稳步增长。公司近年来营收规模总体呈不断上升的态势，公司总营收从2013年的44.7亿增长至2019年的76.0亿，年化复合增长率为

9.2%。14-16 年间，营收增速出现明显下滑，主要系前任董事长董文耀的离任。2016 年以后，资深快消品行业经理人张东方接替谢文坚担任公司董事长，公司治理有所改善，营收增速回暖。2019 年公司实现营收 75.97 亿，同比增长 6.43%。2020 年 Q1 受疫情影响，公司实现营收 16.65 亿，同比下降 14.80%，但剔除会计准则调整影响，下降约 11%，好于行业平均水平。16 年张东方接任公司董事长以来，公司盈利能力也取得了明显的改善，公司归母净利润从 2016 年的 2.16 亿增长至 2019 年的 5.57 亿，年化复合增长率达到 37.13%。2020 年 Q1 受疫情影响，公司实现归母净利润 1.19 亿，同比下降 48.89%，扣非后下降 19.00%，在市场合理预期之内。

图 2 公司历史营收表现



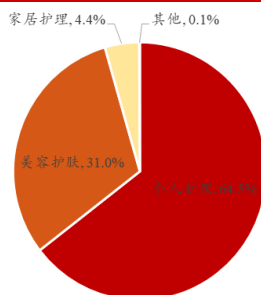
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 3 公司历史业绩表现



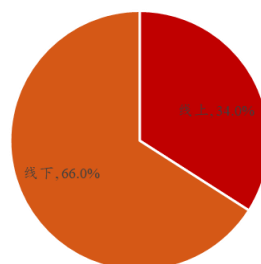
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 公司 2019 年分品类收入情况占比



资料来源：Wind，华西证券研究所

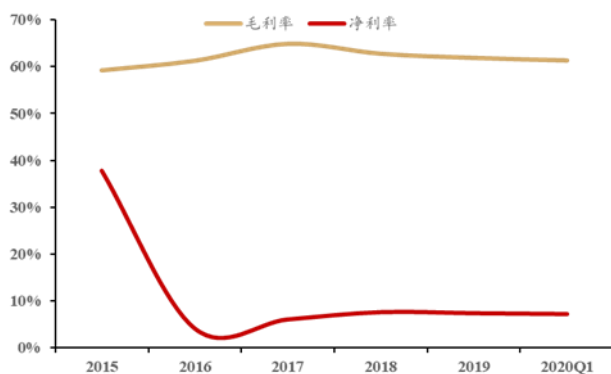
图 5 公司 2019 年分渠道收入情况占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

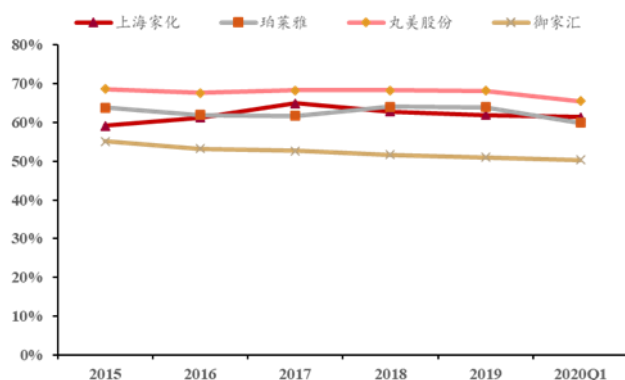
毛利率小幅下行，净利率稳中有升。近几年来，公司毛利率小幅下行，主要系公司产品结构的调整以及为应对激烈的竞争营销成本投入的日趋增大。2019 年公司毛利率 61.88%，同比下滑 1.45%。2020Q1，公司实现毛利率 61.33%。净利率自 16 年见底后显著回升，近几年来稳中有升。2019 年公司实现净利率 7.33%，2020Q1 公司实现净利率 7.16%。公司毛利率在可比公司中处于中等水平，略低于丸美股份，与珀莱雅接近，主要系公司目前线下渠道仍以经销商模式为主，后续公司有望通过对线下渠道的调整改善毛利率水平。

图 6 公司毛利率与净利率情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

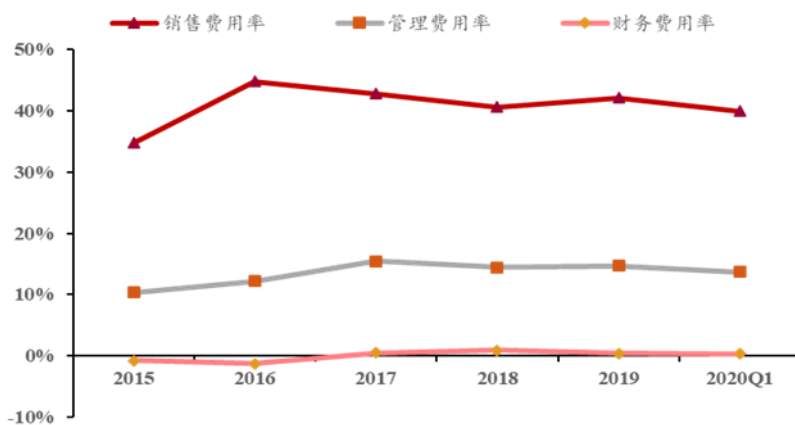
图 7 公司毛利率位于行业中等水平



资料来源: Wind, 华西证券研究所

费用管控有所优化。公司近年来由于营销投入的加码，销售费用率整体偏高，2020Q1，销售费用率达到 39.96%，同比减少 5.60%，主要得益于成本的控制。管理费用率为 13.66%，同比增长 8.75%，主要系公司管理层的调整。财务费用率为 0.30%，同比下滑 61.50%。总体来说，公司的费用管控取得了一定优化，后续随着公司组织结构的调整、品牌与渠道的重新梳理，公司费用仍存在较大改善空间。

图 8 公司费用率情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

1.2. 成长历史：品牌矩阵日益壮大，变革与创新一直在路上

各大品牌初诞生，引领民族化妆品潮流（1898-1990）。

1898 年广东人冯福田在香港创立中国第一家化妆品公司广生行，也是上海家化的前生。1905 年，广生行推出“双妹”牌花露水和雪花膏。1915 年，“双妹”粉嫩膏在旧金山世博会上获得金奖。1949 年，在新中国公私合营改革的浪潮下，广生行上海工厂与香港广生行正式分离，并逐渐演变为上海家化。此后推出“友谊”、“雅霜”两大品牌，成为新中国人最早的护肤品。十一届三中全会后，家化踏入了发展的快车道，1990 年固定资产超过 6000 万元，销售额达 4.5 亿元，利税 1.05 亿元，位居全

国化妆业之首，推出的美加净系列产品成为国内销售量最大、品种规格最全、获奖次数最多、知名度最高的中国民族化妆品第一品牌。

积极谋求新战略，探索实施新制度（1991-2000）。

1991 年上海家化厂被迫拿“露美”、“美加净”两个品牌与美国庄臣公司合资，建立上海庄臣公司。合资后“露美”、“美加净”即被打入“冷宫”，当年销售额锐减 2.5 亿元，陷入谷底。失败的合资让上海家化反省民族品牌的战略发展之路。之后，为打造民族品牌，上海家化向庄臣公司回购了“美加净”和“露美”，同时上海家用化学品厂改制为上海家化联合公司。上海家化进行了意义深远的第二次创业，开始按当时全球领先的市场管理模式推行品牌经理制度，这为家化从一个计划经济下的工厂转变为市场经济体制下具备竞争力的现代化企业奠定了重要基础。

品牌矩阵基本完善，逐鹿世界舞台（2001-2012）。

2001 年，上海家化在上海证券交易所成功上市。六神、美加净、佰草集等多个知名品牌组成了家化品牌矩阵，分别占据了各自细分市场的领导地位，强大的研发与品牌实力打造出家化的综合竞争力。与此同时，家化开始展开与国际同行的合作，2004 年取得法国科蒂（Coty）化妆品公司旗下阿迪达斯 Adidas 个人护理品中国生产权和代理经营权，同年联合 LVMH 集团下法国丝芙兰（Sephora）公司，合资设立“丝芙兰（上海）化妆品销售有限公司”。2011 年与日本花王（Kao）集团就双方开战战略性业务合作达成一致，并正式签署了在中国市场上的销售合作协议。

发力研发创新，积极布局国际化（2013-至今）。

2013 年，佰草集德国上市，进入德国精品化妆品连锁巨头道格拉斯。2015 年，佰草集在巴黎繁华地段——歌剧院商区开设海外首家专卖店，并参加 2015 年在米兰举行的世博会。同年，日本株式会社 Regolis 总裁滨崎武士先生应邀加入上海家化研发中心开展合作研发。2017 年，上海家化全资收购英国著名婴幼儿喂哺品牌 Tommee Tippee。2020 年，潘秋生接任上海家化首席执行官兼总经理，有望带领公司成功转型，实现百年品牌伟大复兴。

图9 上海家化历史沿革



资料来源：公司公告，华西证券研究所

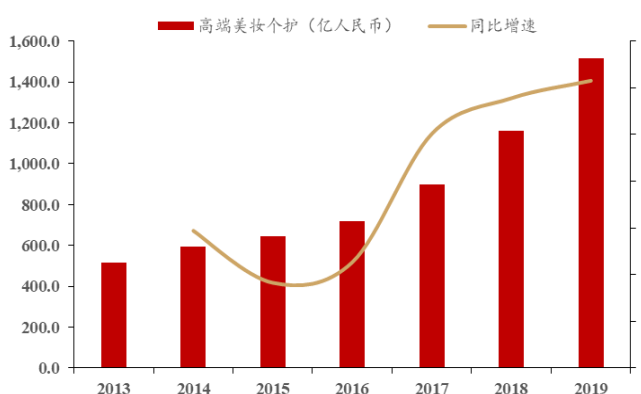
1.3. 公司战略概览：产品、品牌、渠道、营销多点发力，致力消费者价值最大化

从产品角度看，实施研发先行战略。公司具备国内一流的体外功效评估平台，涉及生物，化学、分子生物学、细胞生物学等多个方面的技术手段，并长期致力于化妆品相关的皮肤生理和检测方法的深入研究，现已建立保湿、美白、抗衰老等多种化妆品功效测试方法。2018年，公司首次将微生态概念应用到皮肤健康领域，为优化使用防腐剂打下了基础并创新开发了皮肤益生元屏障保湿技术，应用于玉泽臻安润泽修护系列产品。2019年，公司的发明专利多达13项，包括含甘草酸二钾的组合物，一种包含人参提取物和牛蒡提取物的组合物等等。公司善于借力于国内一流医院提高研发质量，在2019年初与复旦大学附属华山医院共同成立上海家化-复旦大学附属华山医院皮肤科学联合实验室，运用先进的皮肤科学技术、设备等对护肤品的研发和应用展开研究。

从品牌角度看，重点布局中高端战略。2013至2019年，国内高端、奢侈美妆个护产品销售额飞速上升，年化复合增长率分别为19.7%和19.5%。2019年，高端、奢侈美妆个护产品的销售额分别为1517.9亿元和1415.3亿元，而且同比增速创下新高，分别达到30.8%和30.4%。2019年，大众美妆个护产品的总销售额为2769.8亿元，较高端美妆个护产品高82.5%，较奢侈美妆个护产品高95.7%，然而其销售额增速却远远不如高端和奢侈美妆个护领域，大众美妆个护产品的销售额同比增速仅为6.9%，2013至2019年的年化复合增长率仅有6.3%。公司善于抓住美妆个护市场高端产品高速增长趋势，重点推广中端化妆品品牌佰草集，并通过培育美妆品牌双妹布

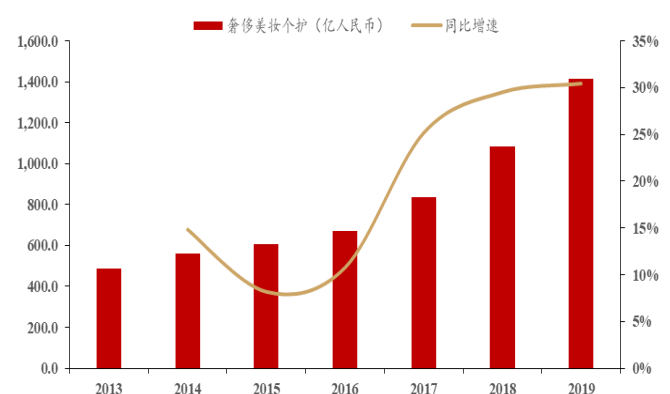
局高端美妆市场。同时公司还于 2017 年豪掷 20 亿收购中高端婴儿奶瓶品牌汤美星的母公司 Cayman A2，借此进军母婴行业高端市场。

图 10 中国高端美妆个护市场规模



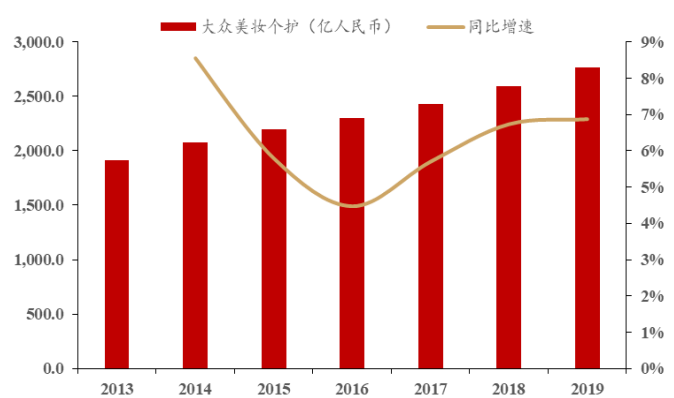
资料来源：欧瑞数据，华西证券研究所

图 11 中国奢侈美妆个护市场规模



资料来源：欧睿数据，华西证券研究所

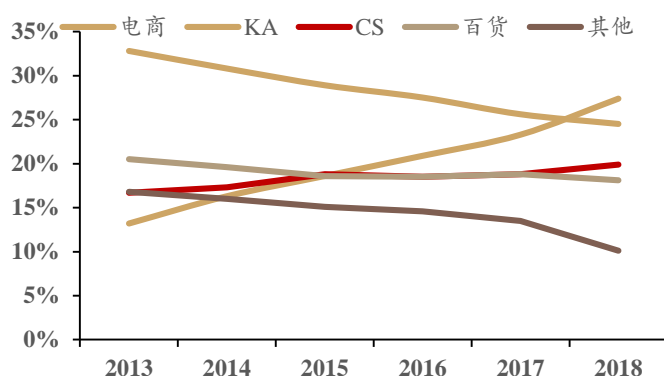
图 12 中国大众美妆个护市场规模



资料来源：欧睿数据，华西证券研究所

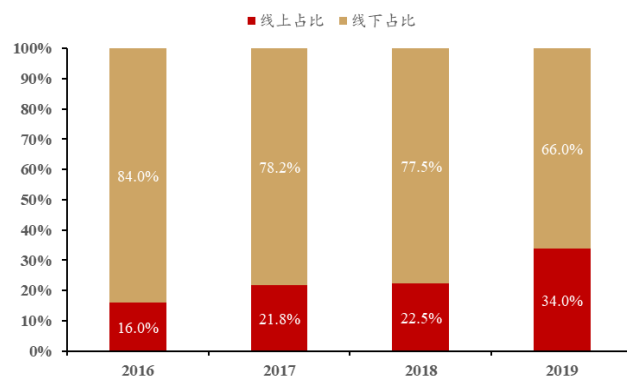
从渠道角度来看，实施多渠道、多地区布局战略。公司的产品通过商超，百货，电商，CS，特殊渠道等渠道销往华东，华北，华中，华南和海外等地区以降低单一渠道下沉的风险和地域风险。截至 2019 年末，公司有组织分销的可控门店中，商超门店有 20 万家，农村直销车覆盖的乡村网点有近 9 万家店，百货有近 1500 家，化妆品专营店约有 1.3 万家，母婴店有近 6000 家。2013 至 2018 年，随着中国市场日化产品在 KA 渠道销售额占比下滑了 8.3pct，电商渠道的占比从 13.2% 提升至 27.4%，约涨幅一倍。顺应着日化市场电商渠道迅速发展的趋势，公司愈加重视线上的销售，2016 至 2019 年，公司线上销售额的占比由 16% 提升至 34%，抵消了市场 KA 渠道下滑对公司营收的影响。公司的线上渠道除了包含天猫，京东这样的传统电商平台外，还有 2018 年推出的“华美家”微信小程序商城。微信小程序商城相对于传统电商平台拥有用户渗透率高，运营成本低和流量多样等特点，还可以帮助家化实现全渠道覆盖。截止 2019 年上半年，“华美家”已注册新会员超 81 万、引导约 9.3 万会员靠柜、产生靠柜零售超 8500 万元、产生跨品牌购买超 2201 人，会员活跃度达 68%，在家化优选小程序留存新注册用户 32127 人。

图 13 中国美妆个护渠道占比及变化



资料来源：欧睿数据，前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 14 上海家化线上线下渠道占比变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

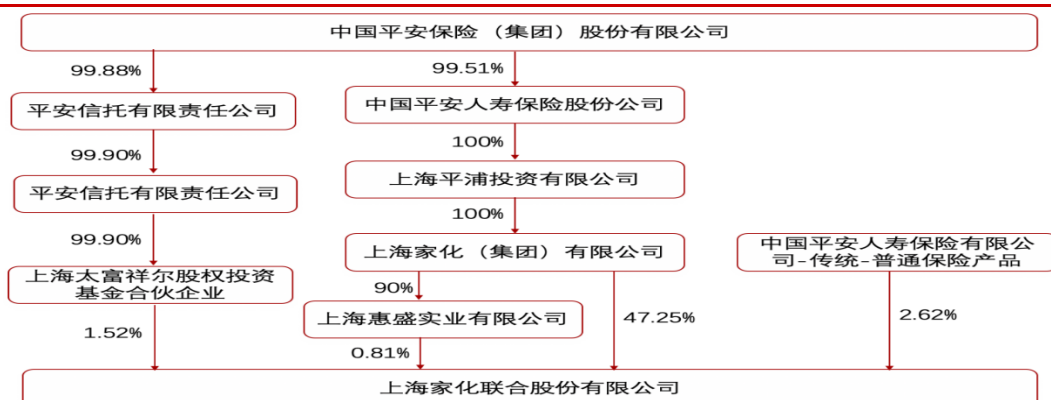
从营销角度来看，实施营销创新战略。公司借助社交媒体和明星的影响力，引爆话题热点，扩大曝光。六神在抖音上进行品牌定制的用户原创内容传播，获点赞数1600万；佰草集借助李易峰推动彩妆新品的销售，微博传播覆盖人次1.58亿；美加净借力罗云熙推广护手霜和唇膏，定制礼盒2万套在一天内售罄。同时，品牌根据微博、微信、小红书、抖音、知乎的不同特性针对性地推进话题曝光、借力KOL、与消费者进行深度互动、深耕口碑种草平台、借力短视频社交平台吸引流量、借助知识分享平台打造专业形象，2018年品牌在口碑营销的带动下全网总曝光近70亿次。根据Global Data2016Q4的消费者调查显示，社交媒体对于中国消费者对美妆个护产品的选择产生了重要的影响，一半18-24岁的中国女性表示社交媒体经常会影响她们对美妆个护产品的选择。对于想要吸引更多年轻消费者的上海家化来说，当前的营销方式紧跟着互联网时代发展的趋势，符合目标消费群体的偏好，合理高效地运用可能会为公司引来更多的忠实客户。

总体来看，公司战略主要围绕产品、品牌、渠道和营销四大方面——研发先行保障产品质量，中高端战略抓住当下风口实现品牌增长，多渠道、多地区布局实现对消费者更好的触达，营销创新改善营销投放效率，最终共同为消费者创造更大价值。

1.4. 平安实际控制，为公司长期发展保驾护航

“平安系”历经多次收购，成为公司实际控制人。2011年上海家化国有化体制改革时，平安通过其控股的平浦投资受让了上海家化集团的股权，上海家化集团作为前大股东持有上市公司上海家化联合股份有限公司27.72%的股权。2015、2016年平安陆续经过要约收购、二级市场增持，对上市公司的持股增加了3.52%。2017年，平安再次通过其子公司要约收购上海家化联合股份有限公司20%的股份。截止2019年12月底，“平安系”一共持有上海家化联合股份有限公司约52%的股份。

图 15 上海家化股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

平安资源优质，为公司长期发展保驾护航。平安作为公司大股东，将在多方面为公司提供支持。平安作为一家以科技+金融为方向的公司，科技方面的优势能够给上海家化提供数字化的支持，上海家化有望借助平安的数字化资源提升公司的数字化能力，从而利用数据精准把握市场变化和消费者需求状况，为消费者创造更大价值。同时，平安还是公司的特殊渠道，公司可以通过平安的特渠资源触达更多消费者，从而为公司带来更好的业绩。

1.5. 新帅上任，公司转型可期

新帅上任，接棒百年老店再出发。今年4月22日，潘秋生开始担任公司CEO。潘总于2015-2019年历任欧莱雅（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，并在任职期间帮助公司实现渠道战略转型，公司线上业务占比取得大幅提升。潘总于2019-2020年4月担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，并于任职期间帮助公司实现全方位业务改善并大幅度减亏，创下过去5年最佳运营记录。潘总于今年6月的上海家化股东大会中提出“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、数据化为三个助推器”的公司未来规划，预期潘总上任后，公司的品牌与渠道将迎来全面调整与梳理，潘总过往在转型与变革方面的成功经验也将带领百年家化再次出发，重回国内日化企业的领先地位。

2. 美容护肤业务：行业景气高，拥抱新营销打造新增长点

行业高景气，后续增长可期。公司的美容护肤业务主要包括玉泽、佰草集、美加净、双妹四大品牌，品类覆盖护肤品、彩妆、香水等，价位覆盖大众、中端与高端。2019年，美容护肤业务实现营业收入23.56亿，占总营收的31.01%，同比增长0.06%，实现毛利率72.74%，同比增加0.12pct。总体来看，美容护肤行业近年来景气度高，并且由于原材料成本相对较低，美容护肤业务持续为公司贡献高毛利，后续有望通过产品升级来不断攻占消费者心智，实现更好的增长。

2.1. 玉泽：医研共创为品质背书，占据药妆风口增势强劲

定位皮肤屏障修护专家，匠心守护国人肌肤健康。玉泽定位于皮肤屏障修护专家，由上海家化汇聚各大医院皮肤科权威医学专家联合研制，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、泛红等各种肌肤问题。早在 2003 年，上海家化就开始与瑞金医院合作，共同研究解决因皮肤屏障受损引起的肌肤问题，开启了“医院+企业”的全新合作模式。2009 年，经过六年时间沉淀，一千余例的临床验证，玉泽第一代产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”正式推出，一经上市就受到了皮肤科专家的大力推荐和消费者的一致好评。2018 年，玉泽加强与瑞金医院的合作，成立“瑞金医院-上海家化玉泽联合实验室”，并聘请瑞金医院皮肤科主任郑捷教授等 14 位医生为专家委员会成员。2019 年，瑞金医院皮肤科团队藉由玉泽临床研究成果所著的论文荣获了国家教育部“2019 年度高等学校科学研究优秀成果奖(科学技术)”一等奖，彰显了国家对于“玉泽皮肤屏障修护剂”安全性和有效性的认可，同时也是对医学严谨验证的玉泽产品的有力背书。多年来，玉泽坚持将科研成果深入临床转化，陆续推出皮肤屏障修护系列、清痘调护系列、修护系列、臻安润泽系列全线产品来满足消费者多元化的市场需求，不断为国人肌肤健康提供更专业、更全面的匠心守护。

图 16 玉泽与瑞金医院合作



资料来源：玉泽官网，华西证券研究所

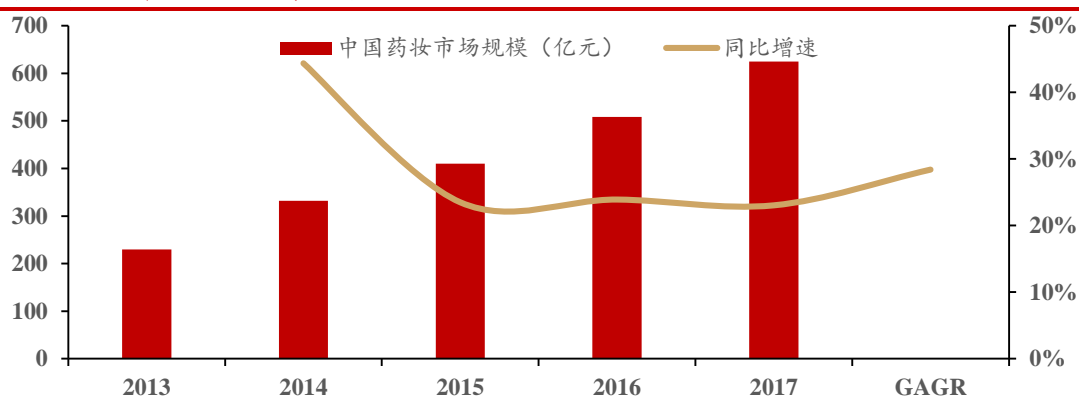
图 17 玉泽皮肤屏障修护系列



资料来源：玉泽官网，华西证券研究所

疫情催生需求，药妆赛道优质。今年的疫情下，一些医护人员因连续佩戴捂满汗水的橡胶手套，双手开始布满红斑，或因长期戴口罩皮肤潮湿细菌滋生，引发面部敏感、痤疮。而以上“消毒手”“口罩脸”等肌肤问题与皮肤屏障受损密切相关，因此催生了专业皮肤屏障修护产品的需求。玉泽皮肤屏障修护系列采用与瑞金医院联合研发的创新皮肤屏障修护技术植物仿生脂质（PBS）技术，能够有效修护医护人员因皮肤屏障损伤出现的“消毒手”、“口罩脸”等肌肤问题，因此相关产品在短期疫情影响下迎来了需求的爆发。同时近年来消费者的生活方式发生了明显的变化，工作中的压力、频繁熬夜等生活方式不断催生了皮肤问题，因此药妆等功效性护肤品开始获得大量消费者的青睐，药妆行业迎来风口。2013 至 2017 年，中国“药妆”市场规模从 230 亿元增长到 625 亿元，年化复合增长率为 28.4%，预计市场未来仍会保持 20% 以上的高速增长，高于化妆品市场整体增长水平。玉泽作为上海家化主打的药妆品牌，有望长期受益赛道红利，实现品牌增长。

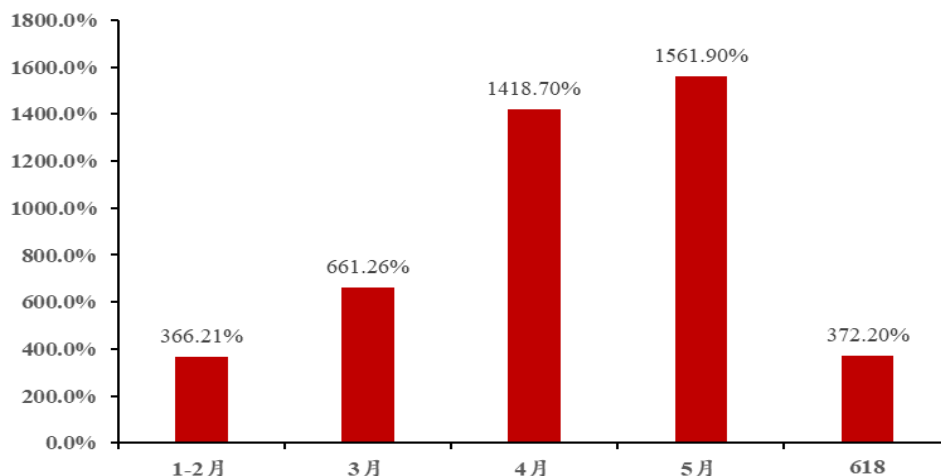
图 18 中国“药妆”市场规模及同比增速



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

拥抱新营销，销量增势夺目。玉泽初期主要依赖于药房和屈臣氏等传统渠道，2014 年，玉泽开始进驻天猫商城等线上渠道，电商渠道的红利也促使玉泽销量显著增长，目前玉泽的营收主要来自线上渠道。近两年来，玉泽紧紧拥抱新营销趋势，与李佳琦、薇娅等头部 KOL 进行直播带货合作，销量突飞猛进的同时也显著扩大了品牌影响力。2019 年，玉泽销售额实现了近 80% 的增长，双十一销售额同比增长超 150%，双十二销售额同比增长超 590%。2020 年以来，玉泽天猫旗舰店 GMV 再次爆发惊人增势。6 月的 618 活动，玉泽天猫旗舰店也斩获了 0.69 亿（+372.20%）GMV 的业绩佳绩。在目前强劲的增势下，我们认为未来一两年内，玉泽有望进入上海家化的“十亿品牌俱乐部”。

图 19 今年以来玉泽天猫旗舰店 GMV 增速



资料来源：淘数据，华西证券研究所

2.2. 佰草集：中草药古方个人护理专家，品牌梳理有望迎业绩复苏

中草药古方个人护理专家，打造东方独特魅力。草本医学的真正源头来自于中国，而这恰恰是西方品牌的弱势领域，上海家化认为这是突破外资品牌围剿的最好底牌，遂于 1998 年打造了佰草集品牌。佰草集定位于现代中草药古方个人护理专家，坚持“集时光之美”的品牌理念。佰草集定位于中高端，目前在国内草本护肤品牌中定位最高，走在国产护肤品牌高端化前列。同时，佰草集完全中国化的汉方定位和产品差异策略，在支撑起产品的民族内涵同时也能有效规避外资品牌的挤压。

图 20 国内主要草本护肤品牌对比

品牌	产品定位	主要价格区间（元）	产品特点	产品图片
佰草集	中高端	200-1050	中草药护肤	
百雀羚	中高端	40-1300	天然不刺激	
相宜本草	中高端	30-800	本草养肤	

资料来源：各品牌官网，各品牌天猫旗舰店，华西证券研究所

品牌重新梳理，业绩有望复苏。过去，佰草集存在产品线较多、价格定位部分重合等问题。公司目前正在重新梳理佰草集产品线，重新梳理过后的产品线有望更精准地服务消费者的个性化需求，从而促进品牌增长。同时，由于典萃系列价格体系相较佰草集其他系列产品略低，而典萃专为 CS 渠道定制的属性又使其具有了一定的局限性，整体表现与佰草集所定位的高端美妆品牌有一定的距离，因此公司也在考虑将典萃系列“去佰草集化”，作为一个单独的品牌运作，后续有望促成典萃和佰草集的双增长。

图 21 佰草集典萃系列



资料来源：公开资料，华西证券研究所

科技赋能新品，助力中草药养美之道。佰草集紧跟化妆品近年来的科技化趋势，于 19 年发布了冻干面膜，实现了冻干技术与中医古方的完美结合。产品采用的冻干科技可将药材整株药效完整保留下来，利用无菌真空环境，突破性地高浓度本草精华原液，实现在 -196°C 到 -40°C 下的瞬间冷冻，保留住高活性、高稳定、高浓缩的中草药精华，并依托氮气环境进行完整地密封保存，让活性成分如同“冬眠”，不需要添加任何防腐剂或保鲜剂，做到真正 0 防腐剂、0 香精、0 色素的“3free”，高效并长久保留精华的鲜活状态，是面膜领域的一次全新技术提升。冻干面膜也顺利成为了公司的明星单品，取得了十分骄人的业绩，618 期间销量全店排名第一，新客占比超过 70%。

图 22 佰草集冻干面膜系列



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 23 “冻干面膜休眠舱科技”展示装置



资料来源：公开资料，华西证券研究所

紧抓风口，实现多元化营销。佰草集于 2017 年请来中国著名女演员刘涛代言其产品，充分利用明星效应拉动粉丝经济，转化为品牌粉丝；并专门针对太极系列请来“杨氏太极”第六代掌门叶泳湘代言，利用中国传统武学文化赋能于产品。在明星代言取得不错的效果后，2018 年，佰草集邀请国内流量一线明星李易峰作为品牌代言人，代言明星产品固态精华面膜，新七白大白泥和彩妆新产品，此次代言投入比较大，但从结果来看，似乎仍未能带动彩妆的销售。2019 年，佰草集请来实力派女演员马伊琍代言第二代太极日夜精华，并通过线上社交平台和线下公共场所大力推广，活动最终获得了不错的效果，自 9 月底上市到双 11 的预售，第二代太极日夜精华已经成为电商平台第二大产品。除此之外，佰草集还顺应 KOL 带货的趋势，通过李佳琦直播带动了冻干面膜的销售，并提升了品牌的影响力。另外，佰草集还将在 2020 年 9 月开始和敦煌研究院开展跨界合作，通过文化赋能产品，预计在 2020 年推出和敦煌 IP 相关的限量礼盒和产品。

图 24 李易峰代言佰草集



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 25 花开敦煌·22 周年御享限量套装

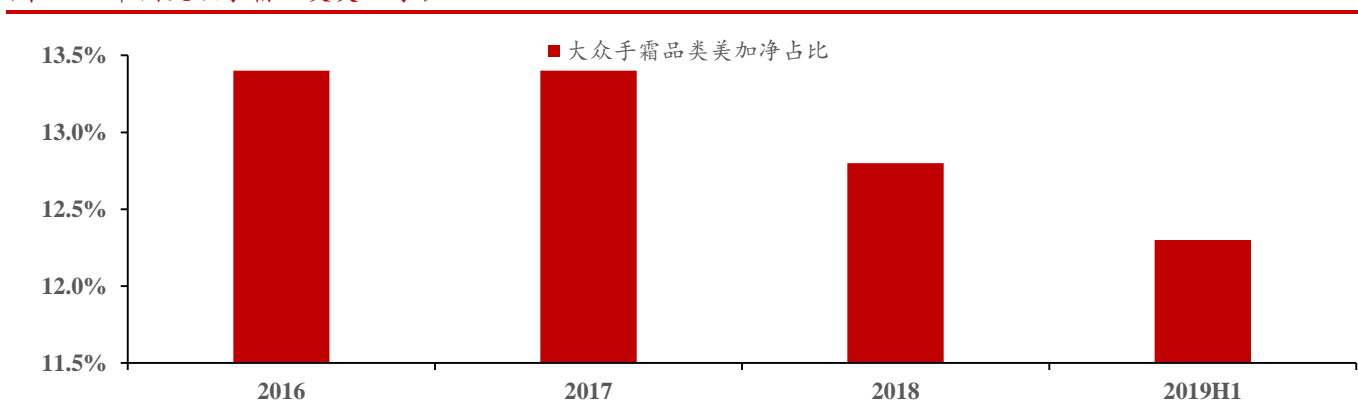


资料来源：佰草集官网，华西证券研究所

2.3. 美加净：底蕴深厚的民族品牌，发力多元化营销推进品牌年轻化

底蕴深厚的民族品牌，国内大众手霜领导者。创立于 1962 年的美加净，是身兼创造中国化妆品市场第一支定型摩丝、第一支防晒霜、第一支定型护手霜等无数光荣的民族品牌。美加净甄选天然植物和美养食材作为产品原材料，并辅以现代提炼工艺，力求将东方的本真之美赋予每一位大众女性。美加净的产品品类主要有面霜、手霜、洁面、水乳、身体护理和唇部护理等，面霜、手霜和唇部护理近几年来销量较高。根据尼尔森的数据，美加净长期以来一直是大众手霜品类的领导者，市场份额一直雄踞第一，2018 年市场金额份额达到 12.8%。但受护手霜消费升级导致的竞争加剧影响，美加净的市场份额近年来稍有下滑。

图 26 中国大众手霜品类美加净占比



资料来源：尼尔森，华西证券研究所

展开多元化新型营销，推进品牌年轻化。近年来，美加净不断借势明星代言、IP 合作等新营销来加大品牌渗透率。2018 年，美加净借力罗云熙推广护手霜和唇膏，定制礼盒 2 万套在一天内售罄。此外，美加净与大白兔跨界联名推出大白兔奶糖口味润唇膏。借助大白兔的影响力，920 套美加净 X 大白兔联名润唇膏在 9 月 20 日预售开启 2 秒售罄，这一品牌跨界引发了市场的广泛关注，并在传播端制造出一个小高潮。9 月 21 日，追加 2 万件联名润唇膏进行预售，也在三分钟内全部售罄。2019 年，美加净特邀明星吴倩为“美+净守护大使”，多维度 KOL 种草，实现销售转化。总体来看，美加净近年来开始聚焦年轻消费者，借助受到年轻人欢迎的新营销方式，不断推进品牌年轻化进程。

图 27 罗云熙代言美加净



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 28 大白兔奶糖口味润唇膏



资料来源：公开资料，华西证券研究所

2.4 双妹：东情西韵的时尚品牌，占据高端赛道未来可期

东情西韵的时尚品牌，有望受益高端赛道优势爆发强劲增长。双妹是以东情西韵为特色的中国高端时尚美妆品牌，源承 1930 年代上海滩名媛致美方略，融合现代国际先进科学技术，彰显极具个性、融汇东西的女性风采，旗下经典产品粉嫩膏曾在 1915 年获得巴拿马世博会金奖。双妹在 20 世纪 30 年代曾是国货之光，力压国际品牌，但后来由于战乱，逐渐淡出消费者的视野。2010 年，上海家化将双妹重新上线，并定位为高端产品，对标国际高端美妆品牌，雅诗兰黛和兰蔻等。目前双妹旗下涵盖玉容、粉嫩、玲珑、香氛、夜上海凝时奢养五大系列，销售渠道主要涵盖线上和线下，线下门店仅有上海田子坊店和浦东机场店两家，近年来双妹线上渠道增速可观，后续有望通过加大对线上渠道的投入来提升品牌的盈利能力。此外，双妹所处的高端美妆赛道优质，近年来高端美妆行业增速显著高于美妆整体行业增速，我们认为，双妹后续有望继续推进高端化来避免和本土大众品牌的竞争，同时继续推出能打造东方特色的新品来实现与海外高端品牌的差异化竞争。位于高端优质赛道的民族品牌双妹未来增长可期。

图 29 双妹夜上海凝时奢养系列



资料来源：双妹官网，华西证券研究所

图 30 雙妹×张裕跨界联名打造“醉”新国货



资料来源：双妹官网，华西证券研究所

3. 个人护理业务：营收占比最高，不断焕新产品力拥抱新趋势

营收占比最高，后续增长可期。公司的个人护理业务主要包括六神、启初、汤美星、高夫四大品牌，品类覆盖日化用品、婴儿洗护、婴儿喂哺、男士护肤等，价位覆盖大众与中高端。2019 年，美容护肤业务实现营业收入 49.01 亿，占总营收的 64.57%，同比增长 7.93%，实现毛利率 57.50%，同比减少 7.08pct。总体来看，个人护理业务为公司营收占比最大的业务，为公司贡献大部分收入。近年来，个人护理行业整体呈稳步上升态势，公司后续需要精准洞察市场的变化与消费者需求的改变，不断推出符合消费者需求的产品，来推动公司业绩的提升。

3.1. 六神：多细分品类领导者，聚焦品牌年轻化

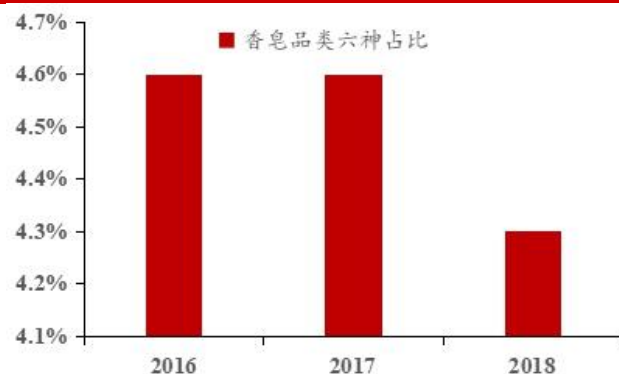
植根中草药文化，多个细分品类的领导者。六神植根于中医中草药文化，积极发展中医中草药的现代化演绎及应用，致力于成为每一位消费者居家必备的个人洗护产品，使消费者获得由身到心的健康清新。六神是公司目前营收体量最大的品牌，旗下产品囊括花露水、沐浴露、香皂、洗手液等品类，产品线囊括花露水系列、沐浴露系列、香皂系列、粉系列、宝宝系列及夏日随身系列六大系列。花露水、沐浴露和香皂是六神旗下最主要的三大品类，同时六神长期以来一直是这三大品类中的领导者。六神花露水连续多年引领中国的花露水市场，2016 年至 2019 年上半年，六神占花露水线下零售市场的份额从 73.4% 逐渐提升到 76.2%，保持在市场第一。2015 年至 2018 年，六神沐浴用品的市场份额从 5.4% 降到 4.3%，销售额从 11 亿下降到 9.8 亿，位于该品类的第三。2016 年至 2018 年，六神香皂也表现不俗，占据中国香皂类产品线下零售市场份额的 4.3% 到 4.6%，排名维持在第三。

图 31 中国花露水品类六神品牌占比



资料来源：尼尔森，华西证券研究所

图 32 中国香皂品类六神品牌占比



资料来源：尼尔森，华西证券研究所

（尼尔森线下零售数据，公司公告，尼尔森公司对其数据统计渠道范围的定义，包括大卖场、超市、小型超市、便利店、食杂店、日用品商店、化妆品商店、饮料雪糕专卖店，不包括百货及线上零售渠道。）

图 33 六神沐浴用品销售额及占比



资料来源：欧睿数据，尼尔森，华西证券研究所

结合明星代言与品牌跨界，致力品牌年轻化。六神坚持品牌年轻化战略，以明星代言、跨界代理和口碑营销的方式，持续创造更多与消费者，尤其是年轻消费者的共生记忆。2017年，六神签订90后一线歌手华晨宇为新代言人，运用粉丝经济，传播六神品牌价值主张。夏季，六神将国民耳熟能详的六神花露水，搭配旗下的后起之秀劲凉酷爽沐浴露，组成了强势的“劲凉 CP”。六神以“劲凉 CP 嗨翻夏天”为主题，运用内容整合营销，跨屏整合所有投放资源，360度全方位覆盖电视、OTV、广播、机场大牌以及线上新媒体资源，并深度植入了华晨宇担任导师的头部综艺《明日之子》，带动花露水及沐浴露全系列夏季销售增长。2018年，六神和RIO跨界合作联名推出花露水鸡尾酒，透明的玻璃樽设计引用了经典的六神花露水包装，打破国货怀旧与潮流的界限。RIO花露水味鸡尾酒在网络上吸引热议，首批生产的17000瓶1分钟售罄，有助于消费者对六神品牌的关注度和认知度的提升。2019年，六神在产品上首次试水价值观营销理念，与全球性的大熊猫公共艺术文化机构HeART Panda合作，以国宝大熊猫为元素推出联名定制款公益系列产品，横跨花露水、沐浴露和洗手液三大品类，使年轻消费者更肩负国货品牌传递中国文化价值的使命感。六神还顺应国潮趋势与知名潮牌INXX牵手，限量定制全套夏日潮服和花露水随身包，延续年轻化风潮。此外，六神还与《明日之子3》深度合作，打造“风系少女养成记”整合传

播，并再次借助代言人华晨宇的粉丝效应，创造全链路内容营销模式，实现从内容端到销售端的完整营销生态闭环。

图 34 华晨宇代言六神花露水



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 35 RIO 花露水味鸡尾酒

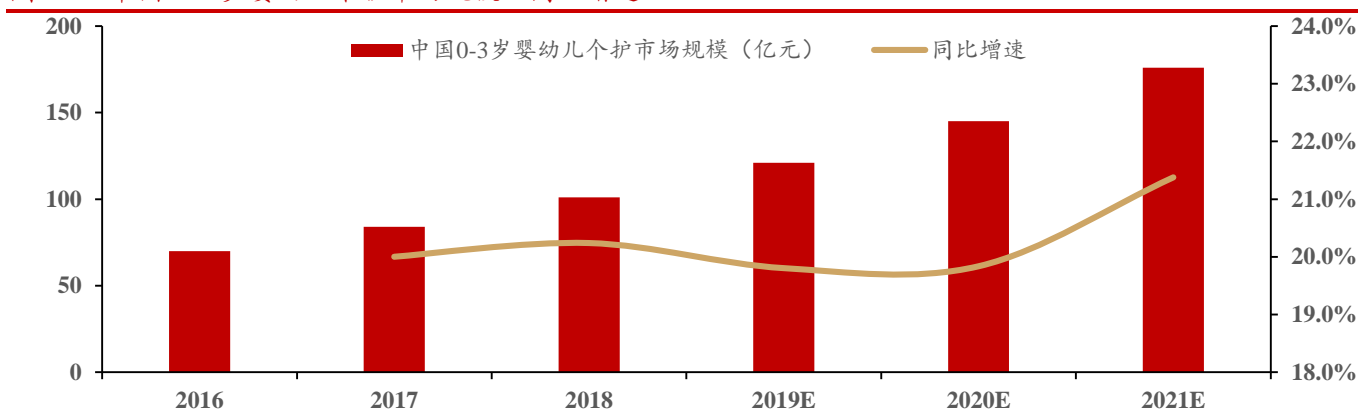


资料来源：公开资料，华西证券研究所

3.2. 启初：占据高景气赛道，紧跟消费者需求焕新产品力

婴幼儿护理领导者，有望受益行业高景气爆发强劲需求。启初，诞生于 2013 年为上海家化旗下的孕婴童个人护理品牌，秉承“取自然之初，育生命之初”的品牌理念，针对中国婴儿身体发肤特性进行临床研究，先后推出了“植物之初”“新生特安”“牛奶谷胚”“生命之初舒缓”“初芽清萃”“感官启蒙”六大系列婴幼儿护理产品，并于今年推出了“水活育润”孕妇系列护理产品，致力于全方位满足中国宝宝和孕产妇的个人肌肤护理需求。经过多年的发展，启初成为了婴儿护肤市场中多个细分品类的领导者，根据据尼尔森数据，19H1 启初婴儿面霜/婴儿沐浴露市占率分别为 14.7%/7.8%，同比增加 2.2pct/2.0pct，市场份额均排名第 2。此外，近年来中国婴幼儿护理市场高速增长，2016 至 2018 年，中国 0-3 岁婴幼儿护理用品市场规模从 70 亿元增长到 101 亿元，年化复合增长率为 20.1%，预计未来市场仍会保持 20.0% 左右的增速，在 2021 年达到 176 亿元的规模。而启初作为目前婴幼儿护理市场的领导者，后续有望受益于行业的高景气而快速增长。

图 36 中国 0-3 岁婴幼儿个护市场规模及同比增速



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

精准洞察新生代母婴洗护需求，焕新产品打造新增长点。在当下竞争愈发激烈的母婴消费市场，针对消费者的个性化需求，打造具有差异化的产品仍是品牌的制胜之道。启初于 2019 年基于对新生代母婴洗护需求的深刻洞察，推出启初感官启蒙系列，这一系列在产品力上创新升级，开创性地加入表情互动、温控变色、专利气味等功能，让宝宝在快乐洗浴的同时，激发视觉、嗅觉、触觉等多重感官联动，促进宝宝身、心、智共同发育成长。同时感官启蒙系列还打通了产品-传播-销售全链路营销方式，最终成功实现了品牌资产累积和销量超指标完成的双优成果。

图 37 启初 2019 年新品“感官启蒙系列”

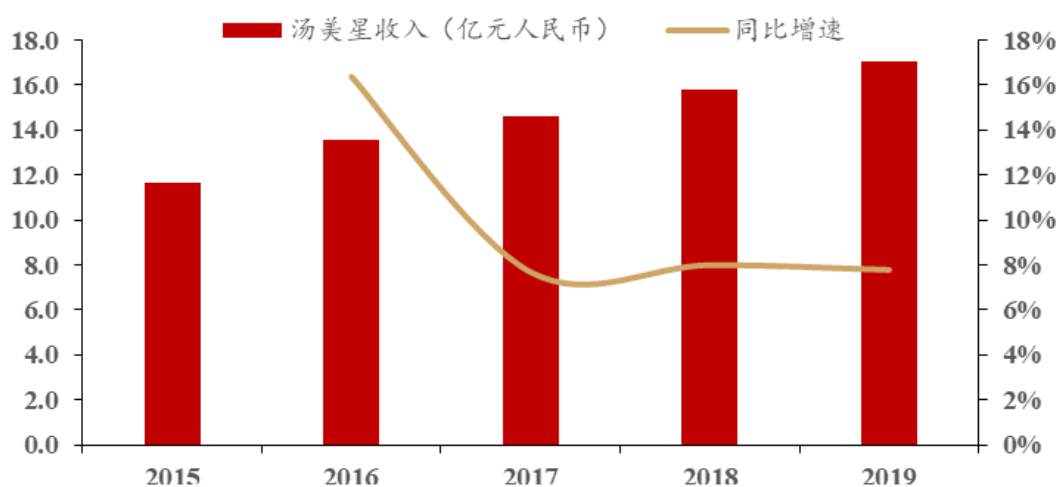


资料来源：上海家化公众号，华西证券研究所

3.3. 汤美星：品牌实力雄厚，调整后有望在中国市场迎来亮眼表现

品牌实力雄厚，收购以来超预期完成业绩承诺。汤美星是家化 2017 年收购的英国 Cayman A2 公司下属的婴幼儿喂哺工具及护理产品品牌，产品横跨喂哺、安抚和清洁三大核心品类，目前产品在美国、欧洲、澳洲、中东、非洲及亚洲的 50 多个国家均有销售，在新生儿喂哺、幼儿喂哺、喂哺辅助用品等细分市场都有优异表现，在英国及澳大利亚的婴儿产品品牌中排名第一。2015 至 2019 年，汤美星品牌收入从 11.7 亿元人增长到 17.03 亿元，年化复合增长率为 9.9%。2019 年，品牌营收实现 4.3% 同比增长，净利润同比增长 14.4%。收购时，汤美星 2017 至 2019 年的承诺净利润分别为人民币 848.88 万元、2555.99 万元、5133.32 万元，目前均超预期实现。

图 38 汤美星收入及同比增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

产品水土不服，调整后未来可期。汤美星在上海家化的推动下尝试打开中国市场。营销方面，汤美星以与国内顶级母婴大咖合作、视频传播、与顶尖专业母婴垂直类网站合作等方式，精准覆盖目标消费者。渠道方面，2017 年汤美星成功在中国开拓线下母婴渠道及线上渠道，完成母婴 1494 家铺货，并成功上线京东，天猫旗舰店。截止于 2019 年上半年，汤美星已覆盖 3400 家母婴店。但是在营销和渠道的投入并未使这个拥有 50 年历史的英伦品牌达到公司对它的期望，主要原因是产品本身未能迎合中国消费者的需求。汤美星的奶瓶嘴采用仿母乳设计，质地较硬，婴儿在吸食时需要较大的力气和较多的时间，而这种设计的好处在于产品有益于婴儿口腔的发育。然而中国消费者目前并未意识到奶瓶嘴对婴儿口腔发育的影响，反而更偏好质地较软的奶瓶嘴，因为使用软奶瓶嘴喂哺时间可以减少一半。汤美星在过去试图改变消费者的观念，但未取得理想的效果。2020 年，汤美星决定尊重消费者的选择，制定了明确的调整战略，将不断通过对产品的改良来迎合中国市场，以期汤美星产品与中国市场的更好融合与未来在中国高景气母婴市场下的亮眼表现。

图 39 汤美星宣传广告



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 40 汤美星奶瓶



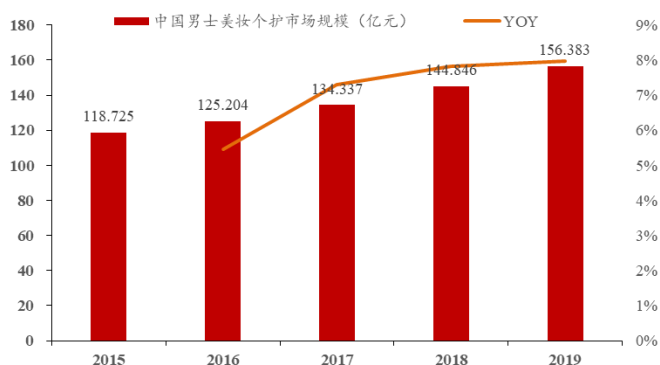
资料来源：公开资料，华西证券研究所

3.4. 高夫：专业男性护肤品牌，洞察消费者需求完成产品升级

专业男士护理品牌，有望受益行业高速增长红利。高夫诞生于 1992 年，是中国化妆品市场上领先的专业男士护理品牌。致力于 18-29 岁中国年轻男性的肤质、护肤需求和生活习惯，不断研发出专为中国男士高级定制的产品，产品系列横跨护肤、发用品、沐浴和香水四大领域。近年来，高夫的业绩及市场份额均稳步上升，2015 至 2019 年，高夫在零售端的销售额从近 8 亿元上升到 9.5 亿元，年化复合增长率为 5%，但其市占率由 6.6% 下降到 6.1%。主要是由于高夫品牌 2019 年表现不佳所致。但我们预计随着管理层的改变，高夫品牌有望焕发第二春。

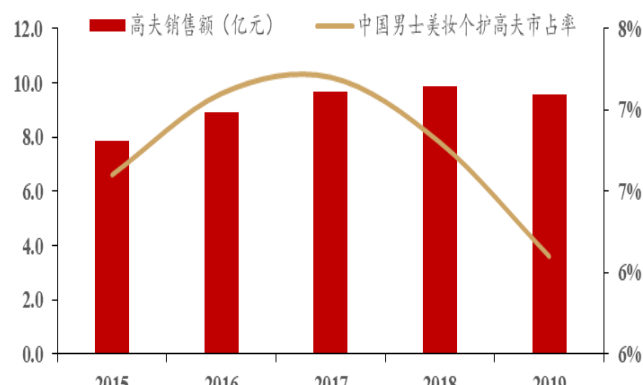
同时，近年来，我国男性护肤及化妆品市场也迎来了快速的发展，中国男士美妆个护销售额从 2014 年的 112.1 亿元增长至 2019 年的 156.4 亿元，年化复合增长率为 6.9%，且增速逐年递增。目前来看，男士美妆护肤品消费者趋于年轻化，18-25 岁的男性消费者贡献 59.5% 的销售额，26-30 岁男性消费者贡献 21.3% 的销售额。而在新生代男性养成消费化妆品的习惯后，随着他们年龄增长，可支配收入增加，对化妆品的消费预计会更大，因此预计未来男士美妆个护市场将保持增长，高夫有望随着行业的增长实现高增长。

图 41 中国男士美妆个护销售额及同比增速



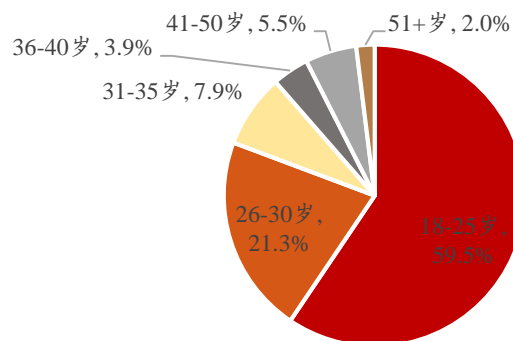
资料来源：欧睿数据，华西证券研究所

图 42 高夫零售端销售额及中国美妆个护高夫市占率



资料来源：欧睿数据，华西证券研究所

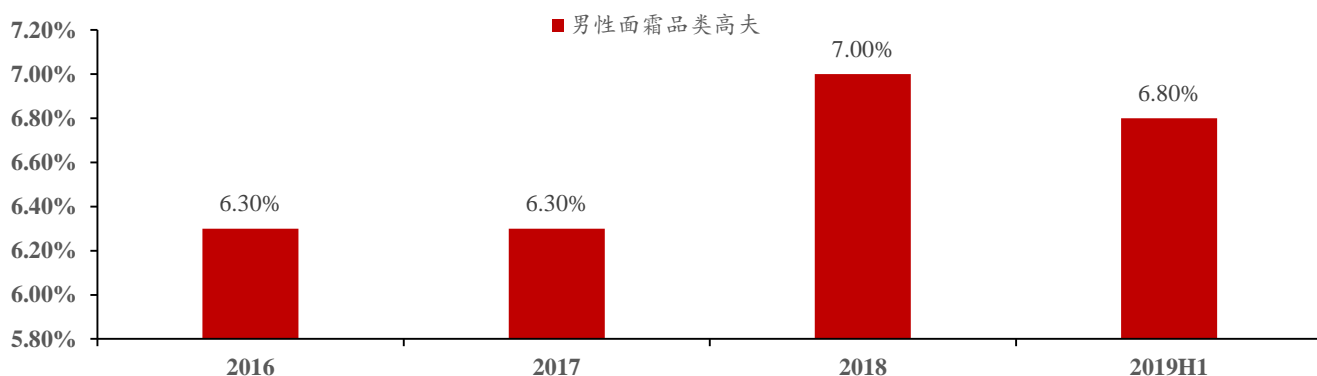
图 43 中国男士美妆个护年龄结构



资料来源：天猫淘宝数据，华西证券研究所

面霜品类领导者，从保湿转向控油满足男性护肤需求。高夫的产品中，洁面和面霜是两个销量最高的品类。高夫为面霜品类领导者，2016至2019年上半年，高夫占中国男士面霜线下零售市场份额从6.3%提升到6.8%，位居市场第四。过去高夫主要在保湿领域具有优势，然而男士本身的需求则更集中在控油祛痘方面，公司精准地捕捉到消费者这一需求，2019年上半年，高夫主打品类从保湿功能向控油功能转型，专为中国男士油性肌肤推出全新升级的净源控油系列，同系列还推出了祛痘、去黑头等功能，全面满足油性肌肤的细分化需求。

图 44 中国男士面霜品类高夫市占率



资料来源：尼尔森，华西证券研究所

4. 家居护理业务：疫情下需求提升，未来增长可期

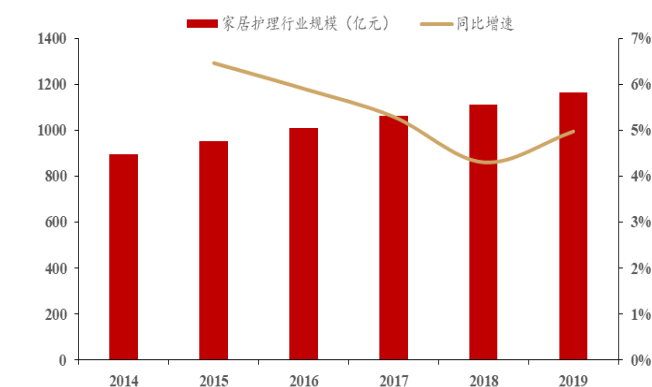
疫情下需求增长，未来发展可期。公司的家居护理业务包括家安一个品牌。2019 年，家居护理业务实现营业收入 3.33 亿，占总营收的 4.39%，同比增长 42.89%，实现毛利率 49.26%，同比增加 2.64pct。总体来看，家居护理业务为公司营收占比最小的业务，目前旗下只有家安一个品牌。然而近年来家居护理业务却取得了十分可观的增速。在 2020 年的疫情下，人们普遍提升了家居护理的意识，并养成了家居清洁等生活习惯，同时，随着近些年人们生活质量的提升、消费方式的升级，预计家居护理行业未来市场广阔，公司后续可以不断拓展旗下家居护理产品品类，全方位解决居民家居清洁护理需求。

4.1. 家安：家居清洁护理品牌，行业需求打造业绩增长空间

家居清洁护理品牌，行业需求向好。生活水平的提高促使消费者开始加大家居护理的投入。尽管 GDP 增速有所放缓，但可支配收入仍继续增长。这导致消费者在做家居护理时更加注重质量，安全性和增值功能等因素。这有助于洗衣、洗碗和家居表面清洁等关键领域的健康增长。同时，消费者还显示出越来越有意愿购买特定家居护理的产品，其中包括厨房清洁剂等类别和浴室清洁剂等。而卫生间护理则受益于消费者对保持清洁卫生的如厕环境的意识增强。由于近两年来公共卫生事件时有发生，例如禽流感、新冠疫情等，保持卫生受到了越来越多的关注，消费者更有意愿购买具有抗菌功效的产品。

家安是上海家化旗下，专注于家居清洁护理领域的科创品牌，致力于为现代家庭提供全方位的、创新性的家清品。家安成立于 2003 年 SARS 疫情期间，旗下产品有较强的抑菌除菌的效果，目前家安的产品囊括织物清洁、家电除菌、厨房清洁和卫浴清洁四大品类。在 2020 年的疫情期间，居民对于家居清洁护理的需求显著上升，即使疫情得到控制以后，预计疫情期间居民养成的家居清洁护理意识也将使家居护理行业迎来更大的需求。此外，近些年来居民愈发重视生活品质，与此同时相关消费也不断升级，因此长期来看家居清洁护理行业整体向好。家安有望在未来受益于行业需求的改善取得业绩的突破。

图 45 中国家庭护理产品销售额及同比增速



资料来源：欧睿数据，华西证券研究所

图 46 家安织物清洁系列



资料来源：家安官网，华西证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

基本假设：

由于受到疫情的影响，大部分消费者户外活动减少，因此对于美妆类用品（例如彩妆、美发、香水、防晒等）的需求有所下降。而与之相反，个人护理类以及家庭护理类产品，特别是家庭洗涤消毒等产品（例如洗手液、洗衣液、口腔护理、婴幼儿专用产品等）的需求会有所提升。而护肤品等长期使用产品受疫情的影响则相对于美妆产品小，部分消费者的使用频率可能会有所下降导致短期需求下降。

目前公司有部分产品被征用为防疫物资，例如六神洗手液。此外公司旗下与防疫有关的除菌产品包括家安的家电清洁产品等，同时公司也加大了和疫情相关的宣传推广。此外，由于长时间的戴口罩以及多频次的使用洗手液，部分脸部以及手部护理的需求也在增加，公司旗下的玉泽有皮肤屏障修护的功能，美加净也有针对化学洗涤用品的护理产品。我们预计疫情后，消费者对于个人卫生的重视程度不会下降，疫情中培养的良好卫生习惯将得到延续，对公司个护类产品需求形成有效的支撑，受益品牌包括六神、家安、玉泽、美加净等。收入端：受益于市场的上升，第二、三梯队品牌收入快速增长，第一梯队品牌收入增长稳定。随着公司对线上渠道价格管控的调整和国人对国潮的认可，预计未来公司收入会有更高的增速。

成本端：参考同比公司成本变化和原材料市场变化来预估成本的变动。

费用端：19 年公司对佰草集新品的大力推广预计会使销售费用大幅增加，但随着公司对控制营销支出的愈加重视，预计未来销售费用率会缓慢下降。

我们看好上海家化在行业上升的局势下，通过价格管控和营销投入的调整，未来盈利会有更高速的增长。

我们依然看好公司的中长期投资价值。考虑会计准则的变化，我们预计公司2020/2021/2022 年营业收入分别为 75.09/85.94/99.00 亿元；归母净利润分别为 4.59/5.55/6.53 亿元；对应 EPS 0.68/0.83/0.97 元。化妆品赛道处于高速发展阶段，增长前景可期我们继续给予“买入”评级。

图 47 各品牌收入预测（未考虑会计准则变化的影响）

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
佰草集（亿元）	18	17.8	16.8	18.4	19.2
yoy		-1.0%	-6.0%	10.0%	4.0%
百货占比	50.0%	46.0%	46.0%	45.0%	42.0%
电商占比	25.0%	28.0%	30.0%	35.0%	39.0%
特渠占比	9.0%	12.0%	12.0%	12.0%	11.0%
CS占比	16.0%	14.0%	12.0%	8.0%	8.0%
六神（亿元）	20	20.4	19.8	20.8	21.6
yoy		2.0%	-3.0%	5.0%	4.0%
商超占比	92.0%	90.7%	88.7%	86.7%	82.7%
电商占比	7.8%	9.0%	11.0%	13.0%	17.0%
CS占比	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
特渠占比	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
高夫（亿元）	5.6	4.8	4.5	5.9	7.3
yoy		-15.0%	-5.0%	30.0%	25.0%
电商占比	42.0%				
CS占比	40.0%				
商超占比	12.0%				
百货占比	0.5%				
特渠占比	5.5%				
美加净（亿元）	5	4.6	4.5	5.1	5.6
yoy		-8.0%	-3.0%	15.0%	10.0%
商超占比	80.0%				
电商占比	10.0%				
特渠占比	10.0%				
启初（亿元）	3	3.8	4.0	5.0	6.0
yoy		28.0%	5.0%	25.0%	20.0%
商超占比	80.0%				
CS占比	5.0%				
电商占比	15.0%				
玉泽（亿元）	1.05	3.5	6.3	10.1	13.1
yoy		233.3%	80.0%	60.0%	30.0%
电商占比	80.0%				
CS占比	10.0%				
特渠占比	10.0%				
家安（亿元）	2.5	3.5	4.2	5.0	5.8
yoy		40.0%	20.0%	20.0%	15.0%
商超占比	70.0%				
电商占比	15.0%				
特渠占比	15.0%				
汤美星（亿元）	15.8	17.0	18.4	19.3	20.3
yoy		8%	8%	5%	5%
其他品牌（亿元）	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0
yoy		80.6%	30.0%	30.0%	30.0%
全部品牌收入（亿元）	71.3	75.9	79.0	90.5	100.0
其他	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
收入总计（亿元）	71.0	76.0	79.0	90.5	100.0
yoy		6.9%	4.0%	14.4%	10.5%

资料来源：华西证券研究所

（备注：此表里的品牌营收预测均未考虑会计准则变化的影响。若考虑会计准则变化的影响，公司实际营收将比此表里的预测下降 5%左右）

5.风险提示

(1) 行业竞争加剧：目前个护美妆市场竞争激烈，海外大牌也纷纷把目光瞄准了庞大的中国市场，假如行业竞争加剧超过公司预期，公司势必加大营销以及产品研发的投入，公司整体盈利能力会受到影响；(2) 营销投入效果不及预期：公司销售费用率较高，主要是由于营销投入较大所致，假如营销投入效果不及预期，对应的产品收入将会下降，从而影响产品的净利率，公司净利润可能会出现下滑。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7596.95	7509.12	8593.72	9899.73	净利润	557.09	459.27	555.30	653.41
YoY (%)	6.43%	-1.16%	14.44%	15.20%	折旧和摊销	230.10	64.42	75.15	80.52
营业成本	2896.00	2987.79	3409.59	3925.35	营运资金变动	185.96	244.06	97.53	132.77
营业税金及附加	53.58	57.09	64.03	73.61	经营活动现金流	748.76	610.07	575.87	715.20
销售费用	3204.13	3123.79	3506.24	4009.39	资本开支	-29.87	15.00	5.00	5.00
管理费用	941.79	901.09	1014.06	1158.27	投资	-129.74	0.00	0.00	0.00
财务费用	31.42	-30.62	-42.30	-55.14	投资活动现金流	-120.81	165.00	155.00	155.00
资产减值损失	-5.00	-2.68	2.89	3.49	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	153.99	150.00	150.00	150.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	700.22	535.31	648.29	763.71	筹资活动现金流	-185.87	-40.43	0.00	0.00
营业外收支	1.78	5.00	5.00	5.00	现金净流量	442.08	734.64	730.87	870.20
利润总额	701.99	540.31	653.29	768.71	主要财务指标				
所得税	144.90	81.05	97.99	115.31	成长能力 (%)				
净利润	557.09	459.27	555.30	653.41	营业收入增长率	6.43%	-1.16%	14.44%	15.20%
归属于母公司净利润	557.09	459.27	555.30	653.41	净利润增长率	3.09%	-17.56%	20.91%	17.67%
YoY (%)	3.09%	-17.56%	20.91%	17.67%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.83	0.68	0.83	0.97	毛利率	61.88%	60.21%	60.32%	60.35%
资产负债表 (百万元)					净利率	7.33%	6.12%	6.46%	6.60%
货币资金	1609.13	2343.78	3074.65	3944.85	总资产收益率 ROA	5.00%	3.93%	4.40%	4.74%
预付款项	63.93	76.19	85.31	96.91	净资产收益率 ROE	8.86%	6.85%	7.65%	8.26%
存货	925.17	934.71	1060.41	1223.06	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3279.28	3126.28	3290.22	3494.78	流动比率	2.05	2.18	2.23	2.25
流动资产合计	5877.51	6480.96	7510.58	8759.60	速动比率	1.71	1.84	1.89	1.91
长期股权投资	391.36	391.36	391.36	391.36	现金比率	0.56	0.79	0.91	1.01
固定资产	1122.05	1057.63	982.48	901.96	资产负债率	43.61%	42.58%	42.52%	42.66%
无形资产	820.65	820.65	820.65	820.65	经营效率 (%)				
非流动资产合计	5269.98	5195.56	5120.40	5039.88	总资产周转率	0.71	0.66	0.71	0.75
资产合计	11147.49	11676.52	12630.98	13799.48	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.83	0.68	0.83	0.97
应付账款及票据	823.86	849.77	970.63	1117.41	每股净资产	9.36	9.99	10.82	11.79
其他流动负债	2041.16	2125.44	2403.74	2772.05	每股经营现金流	1.12	0.91	0.86	1.07
流动负债合计	2865.02	2975.20	3374.37	3889.46	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1138.00	1138.00	1138.00	1138.00	估值分析				
其他长期负债	858.73	858.73	858.73	858.73	PE	33.50	40.63	33.60	28.56
非流动负债合计	1996.73	1996.73	1996.73	1996.73	PB	3.30	2.78	2.57	2.36
负债合计	4861.74	4971.93	5371.10	5886.19					
股本	671.25	671.25	671.25	671.25					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	6285.75	6704.59	7259.89	7913.29					
负债和股东权益合计	11147.49	11676.52	12630.98	13799.48					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。