

公司研究/更新报告

2020年05月15日

社会服务/旅游综合 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 37.26
合理价格区间(元): 40.30~40.92

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

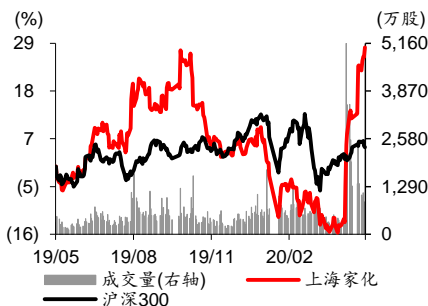
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《上海家化(600315 SH,增持): 引入欧莱雅原高管, 关注渠道转型》2020.05
- 2《上海家化(600315 SH,增持): 业绩平稳, Q4 佰草集有望发力》2019.10
- 3《上海家化(600315 SH,买入): 国货龙头, 百年品牌焕新颜》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

玉泽：十年磨一剑，厚积厚发时

上海家化(600315)

上海家化旗下玉泽品牌高速增长，有望成今年黑马

玉泽品牌 2009 年创立，主打皮肤屏障修复，发展之初主攻药房渠道。19 年 H2 公司成立数字化事业部，加大美妆品牌营销投入，玉泽以口碑传播种草蓄势/内容营销扩大声量/直播带货快速破圈，19 年收入同比增速近 80%，20 年截至 5 月 12 日天猫旗舰店 GMV 达 2.97 亿元（19 全年 2.64 亿）。伴随投入资源持续加大，我们认为全年高增长态势有望延续，对标欧莱雅旗下理肤泉等/国内药妆新秀薇诺娜品牌，提升空间较大。4 月公司公告拟聘任新 CEO 兼总经理潘秋生，后者曾任欧莱雅中国区高管，新管理层有望带来新期待。预计 20-22 年 EPS0.62/0.88/0.99 元，维持增持。

玉泽：创于 2009 年的医研共创品牌

伴随外资“药妆”品牌薇姿（1998 年 7 月）/理肤泉（2001 年 11 月）/雅漾（2003 年 1 月）等相继进入中国市场，加速市场教育，“药妆”护肤理念逐渐深入人心，国内品牌亦纷纷布局。2009 年上海家化旗下的玉泽品牌诞生，定位与瑞金医院合作的医研共创品牌，产品问世前历经 6 年 1386 次临床验证，获 2000+ 国内外权威皮肤科专家认可，运用 PBS 植物仿生脂质技术，可发挥抗炎和改善表皮屏障功能的作用。2009 年至今，玉泽经历 4 代更新，包含皮肤屏障修护等四大产品系列，涵盖洁面/化妆水/乳霜/精华/沐浴露/身体乳等全面 SKU，主力产品价格基本在 100-200 元。

天时地利人和，玉泽驶入成长快车道

天时：“问题肌肤”人群扩大，护肤理念成熟，对产品功效成分的关注度提升。地利：KOL 缩短消费者决策路径，降低选择成本，直播带货改造营销及渠道，为花西子等诸多中腰部/长尾品牌带来突围机遇。人和：玉泽为医研共创品牌，更易积累消费者信赖/产品口碑；皮肤屏障系列/积雪草面膜等明星产品奠基，在主力产品价格带上与薇诺娜（100 元以下）/修丽可（600 元以上）等形成错位竞争。玉泽以口碑传播种草蓄势/内容营销扩大声量/直播带货快速破圈，4 月 16 日-5 月 10 日，玉泽在李佳琦直播间 GMV 达 4460 万元（胖球数据），同期天猫旗舰店 GMV1.24 亿元（淘数据）。

玉泽展望：未来已来，前景可期

20 年截至 5 月 12 日天猫旗舰店 GMV 已达 2.97 亿元（19 全年 2.64 亿）。19 年欧莱雅活性产品（理肤泉/雅漾/修丽可/CeraVe 等）收入达 26 亿欧元/营业利润率 23%，其中理肤泉全球收入体量突破 10 亿欧元。18 年薇诺娜终端零售额 17.45 亿元（欧睿）。玉泽高增长态势延续，参照同业品牌 1-2 年内收入规模有望达 10-20 亿级别，若获客成本持续降低/费用结构持续优化，达到欧莱雅活性产品营业利润率，可贡献 2-4 亿元营业利润。预计 20-22 年 EPS0.62/0.88/0.99 元，可比公司 20 年平均预测 PE64 倍，给予 20 年目标 PE65-66 倍 PE，目标价 40.3-40.92 元（前值 37.2~40.3 元）。

风险提示：新管理层上任磨合期较长；玉泽品牌增长不及预期，盈利能力提升较慢；线下渠道受疫情冲击较大，佰草集/汤美星等品牌业绩受拖累。

公司基本资料

总股本 (百万股)	671.25
流通 A 股 (百万股)	671.25
52 周内股价区间 (元)	24.55-37.26
总市值 (百万元)	25,011
总资产 (百万元)	11,168
每股净资产 (元)	9.43

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,138	7,597	7,509	8,682	9,536
+/-%	10.01	6.43	(1.16)	15.62	9.84
归属母公司净利润 (百万元)	540.38	557.09	415.15	589.36	665.17
+/-%	38.63	3.09	(25.48)	41.96	12.86
EPS (元, 最新摊薄)	0.81	0.83	0.62	0.88	0.99
PE (倍)	46.28	44.90	60.25	42.44	37.60

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

玉泽：创于 2009 年的医研共创品牌.....	4
上海家化联手瑞金医院，2009 年推出玉泽品牌.....	4
初期主攻药房渠道，线上渠道加速发展.....	8
天时地利人和，玉泽驶入成长快车道.....	9
天时：敏感肌人群扩大，护肤理念日趋成熟.....	9
地利：KOL 直播带货崛起，降低选择成本.....	10
人和：医研共创专业背书，加码社交营销投入.....	13
玉泽展望：未来已来，前景可期.....	16
对标同业，收入体量有较大拓展空间.....	16
他山之石：欧莱雅活性产品业务常青，电商渠道成新增长驱动.....	16
本土新秀：用户思维/数据驱动/组织升级，薇诺娜品牌力不断升级.....	18
投资建议：百年国货品牌，玉泽有望成今年黑马.....	21
风险提示.....	21
PE/PB - Bands.....	21

图表目录

图表 1: 内外资企业纷纷抢滩布局“药妆”市场.....	5
图表 2: 玉泽发展历程.....	5
图表 3: 皮肤屏障原理.....	6
图表 4: 玉泽产品运的 PBS 技术原理.....	6
图表 5: 玉泽产品系列.....	7
图表 6: 玉泽品牌天猫旗舰店销售情况.....	8
图表 7: 2020 年 1-4 月阿里系面部精华类产品销量排行榜.....	9
图表 8: 2020 年 1-4 月阿里系面霜类产品销量排行榜.....	9
图表 9: 促进成交因素的重要性排序.....	9
图表 10: 阻碍达成原因的影响程度排序.....	9
图表 11: 用户泛娱乐休闲时间正在向短视频转移.....	10
图表 12: 互联网用户注意力资源的变迁.....	10
图表 13: MCN 机构谦寻旗下 KOL 薇娅带货收费情况.....	11
图表 14: 直播电商相较于传统电商的购买路径发生了改变.....	11
图表 15: 花西子月销额.....	12
图表 16: 花西子 2019 年全年各品类销售额及占比.....	12
图表 17: 2019.11 平台粉底液品牌数及同比增速.....	12
图表 18: 2019.11 天猫淘宝粉底液品类成交量占比 TOP5.....	12
图表 19: 透真 2018 年单品类年销售额占品牌年销售额比例.....	13
图表 20: 玉泽为医研共创品牌, 具强专业背书.....	13
图表 21: 公司明星单品皮肤屏障修护保湿霜的旗舰店销售情况.....	14
图表 22: 玉泽皮肤屏障系列明星单品.....	14
图表 23: 玉泽臻安润泽系列明星单品.....	14
图表 24: 玉泽主力产品的定价与其他“药妆”品牌形成错位竞争.....	15
图表 25: 玉泽明星产品在李佳琦直播间的带货情况.....	15
图表 26: 欧莱雅活性产品业务维持快速增长.....	16
图表 27: 欧莱雅活性产品品牌序列.....	17
图表 28: 欧莱雅集团分项业务的营业利润率变化.....	17
图表 29: 欧莱雅集团分项业务的营业利润占比变化.....	17
图表 30: 理肤泉、雅漾中国地区终端零售表现.....	18
图表 31: 薇诺娜的明星产品.....	18
图表 32: 薇诺娜 11-18 年国内终端零售额.....	19
图表 33: 薇诺娜近 12 个月天猫旗舰店销售额.....	20
图表 34: 薇诺娜的数据系统.....	20
图表 35: 可比公司估值表.....	21
图表 36: 上海家化历史 PE-Bands.....	21
图表 37: 上海家化历史 PB-Bands.....	21

玉泽：创于2009年的医研共创品牌

上海家化联手瑞金医院，2009年推出玉泽品牌

“药妆”至今在国内尚没有法规层面明确的界定。为避免化妆品的命名对消费者产生误导，国家食品药品监督管理局出台的《化妆品命名规范》中禁止使用“医学”、“医药”、“医生”、“药妆”等相关词语。19年1月10日，国家药监局发文表示“对于以化妆品名义注册或备案的产品，宣称‘药妆’、‘医学护肤品’等‘药妆品’概念的，属于违法行为”。国家卫生部用于规范管理化妆品的主要法规《化妆品卫生监督条例》，仅将化妆品分为特殊、非特殊两类。特殊用途化妆品指用于育发、染发、烫发、脱毛、美乳、健美、除臭、祛斑、防晒的化妆品。

从市场的角度，化妆品行业普遍认同的“药妆”大致分为三类：（1）药品企业延伸出来的“药物化妆品”，如云南白药的采之汲面膜、同仁堂的丽颜坊；（2）由医学人员研发，在医院和药房渠道销售的“医学护肤品”，如玉泽标婷/京卫本草/薇诺娜等等；（3）有舒缓/修复/祛斑祛痘等针对性功能的“功效性护肤品”。因此，“药妆”从某种意义上是化妆品行业发展过程中随着消费者需求的升级以及皮肤学研究的深入应运而生的一个细分品类，并未得到官方的“名分”。本文所提及的“药妆”将立足于市场公认的“药妆”概念。

2010年前后“药妆”市场持续升温、群雄逐鹿，外资加速进入中国市场，国内品牌纷纷布局，上海家化旗下的玉泽品牌应运而生。1998年7月，欧莱雅旗下的薇姿（VICHY）进入中国，并将药房专销护肤品的概念带入中国。随后理肤泉（2001年11月）、雅漾（2003年1月）相继进入中国市场，伴随外资品牌的市场教育，“药妆”护肤理念逐渐深入人心。据 Synovate 市场研究数据，2004年-2007年，中国“药妆”市场的销售额年增长率均达10%-20%。伴随市场规模的扩大，更多的内外资化妆品集团以及知名药企也纷纷开始涉足“药妆”，意图分一杯羹。

2006年前后，菲璐泽、美丽芳丝、优色林、日美健等外资品牌已先后进军中国市场。2009年5月，福建漳州片仔癀化妆品公司开发出“药妆”品牌 PZH 片仔癀，同仁堂、康恩贝、敬修堂等中药制药企业也积极进军；2008年11月，滇虹药业总经理郭振宇携“WINONA 薇诺娜”品牌亮相第四届中国皮肤科医师年会；据资生堂官网，2009年12月资生堂宣布于2010年3月在中国市场推出药妆品牌 DQ 蒂珂，主要在药房和屈臣氏渠道发展。

2009年12月，据上海家化官网，公司举办玉泽新品发布会，宣布其“药妆”品牌玉泽上市。据玉泽新品发布会，彼时的上海家化葛文耀表示：“目前中国药妆市场已被雅漾、理肤泉、薇姿占去了近60%的份额，这是一个上海家化必须要进入的战略领域。”

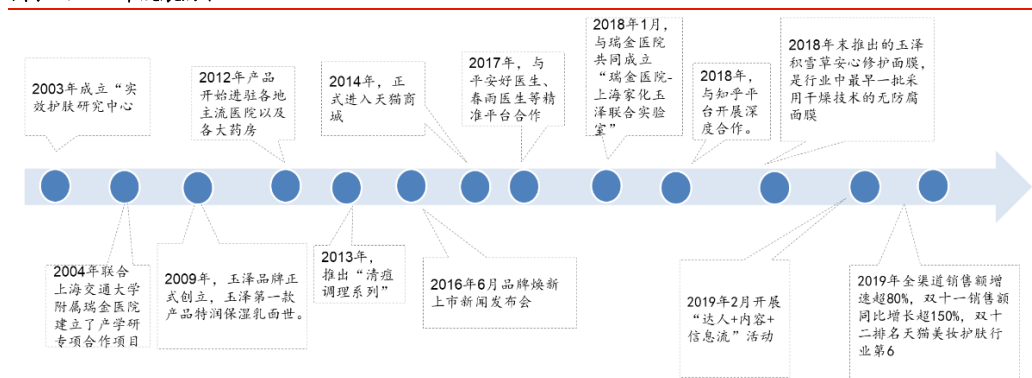
图表1： 内外资企业纷纷抢滩布局“药妆”市场

相关企业	品牌	进入中国市场时间	产品定位	价位（元）	代表性产品	产品价格
云南白药	云南白药	1993年	中草药研发护肤品	50-100	云南白药祛痘棒	28.9元/2ml
欧莱雅	薇姿	1998年	纯净、天然、高效	200-350	薇姿89火山能量瓶 官方正品薇姿89眼霜 薇姿温泉矿物水活霜	249元/30ml 229元/15ml 269元/50ml
片仔癀	片仔癀	1999年	祛黄美白	50-100	皇后牌片仔癀珍珠膏 片仔癀珍珠臻白精华液 片仔癀雪肌无暇润白洁面乳	75元/20ml 214元/40ml 74元/100ml
欧莱雅	理肤泉	2001年	对“问题肌肤”的专注 舒缓修护	150-300	理肤泉舒缓调理喷雾 理肤泉清痘净肤修护乳 AI 乳 理肤泉B5多效修复面霜	185元/300ml 180元/15ml 119元/40ml
皮尔法伯	雅漾	2003年	舒缓修护	100-250	雅漾舒护调理喷雾 avene雅漾修复霜 雅漾修护舒缓保湿霜 50ml	186元/300ml 129元/40ml 272元/50ml
同仁堂	同仁堂	2005年	中药成分	60-200	同仁堂清痘润颜修复凝胶 同仁堂润初妍塑颜水润眼霜柔肤水	118元/30ml 169元/120ml
嘉娜宝	美丽芳丝	2005年	针对敏感肌，“无添加”	100-250	美丽芳丝洗面奶 美丽芳丝乳液	150元/100ml 230元/100ml
云南贝泰妮	薇诺娜	2008年	修护护肤屏障	200-300	薇诺娜舒敏保湿修红霜 薇诺娜舒敏保湿特护霜	268元/50ml 268元/50ml
上海家化	玉泽	2009年	皮肤屏障修护专家	100-200	皮肤屏障修护精华乳 玉泽皮肤屏障修护保湿霜 50g	80元/120ml 178元/50ml
欧莱雅	修丽可	2010年	“抗氧化权威”	700-2000	修丽可发光瓶美白精华 修丽可B5保湿透明质酸 修丽可杜克CE高浓抗氧化抗衰老	980元/30ml 680元/30ml 1490元/30ml
马应龙	瞳话	2012年	全新功能眼部护理	50-150	马应龙眼霜八宝走珠眼部精华 马应龙眼霜瞳话女黑眼圈 马应龙眼霜瞳话去黑眼圈精华液	89元/15ml 138元/18ml 49元/10ml
Obagi	Obagi	2018年	专治细纹，毛孔粗大，肤色不均	700-1000	OBAGI c10左旋维C抗氧化精华 OBAGI c15左旋vc维C面部精华液	750元/30ml 895元/30ml
华熙生物	米蓓尔	2018年	敏感肌修护	100-200	米蓓尔粉水 米蓓尔多元玻尿酸舒缓精华水	158元/100ml 258元/260ml

资料来源：各品牌官网，华泰证券研究所

玉泽：医研共创护肤品牌，六年千余例临床验证厚积，致力于解决国人亚健康状态肌肤问题。早在2003年，上海家化即开始与瑞金医院皮肤科合作，针对皮肤屏障受损性疾病银屑病、特应性皮炎(湿疹)、鱼鳞病、老年性季节性瘙痒症的辅助治疗和预防复发开展研究。经过一千余例的临床验证，历时六年于2009年正式推出了玉泽第一代产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”。2018年1月，玉泽品牌与瑞金医院共同成立了“瑞金医院-上海家化玉泽联合实验室”，打通“临床科研成果转化”最后一公里。同时玉泽邀请14名顶尖的皮肤科医生和专家成立“玉泽皮肤健康研究专家委员会”，针对皮肤屏障受损的复发性炎症性皮肤病和皮肤亚健康的自我护理治疗进行更为精细的产品研究和开发。

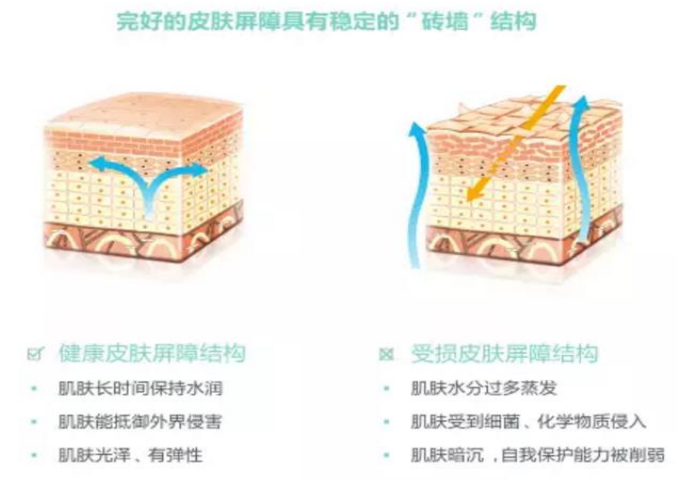
图表2： 玉泽发展历程



资料来源：淘数据，华泰证券研究所

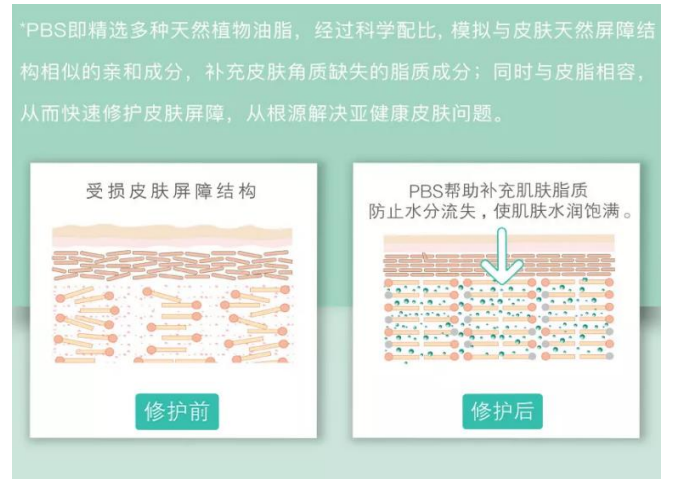
玉泽的核心原理是皮肤屏障的研究和应用，具生物学研究基础。据玉泽产品官网，所谓的“皮肤屏障”由人体表皮角质层和皮脂膜构成，能够防止水分流失、抵御外在紫外线与刺激物对皮肤的侵害。皮肤屏障受损则会引起表皮微生态的紊乱、天然免疫系统活化等问题，导致干燥、发痒、泛红、刺痛等症状出现。玉泽运用了上海家化与瑞金医院共同创新研发的 PBS 植物仿生脂质技术，将多种天然的植物油脂，通过成分、结构、配比三重仿生，补充皮肤中缺少的脂质，并能够通过激活 PPAR 受体，使人体自动生成神经酰胺（而非在产品中单纯添加神经酰胺），从而发挥抗炎和改善表皮屏障功能的作用，重建肌肤的自愈力。该产品系列具有生物学研究基础，使得其成分作用的部位是细胞，从而通过精准调节细胞基因的表达和转录活性，使皮肤生理生物功能处于最佳状态。

图表3：皮肤屏障原理



资料来源：玉泽官网，华泰证券研究所

图表4：玉泽产品运用的 PBS 技术原理



资料来源：玉泽官网，华泰证券研究所

精选 4 大产品系列，涵盖洁面、化妆水、乳霜、精华、沐浴露、身体乳等全面 SKU，价格定位大众。从 2009 年至今，玉泽产品经历了 4 代更新，2009 年第一款产品特润保湿乳受到认可后正式推出整套的“皮肤屏障修护系列”，2013 年推出“清痘调理系列”，2018 年先后推出舒缓修复和臻安润泽系列，各系列均涵盖身体乳、保湿霜、保湿水等，品类全面，单个产品价位基本在 100-300 元，价格定位大众档次，略低于理肤泉、雅漾、薇姿等外资品牌。

图表5：玉泽产品系列

产品系列	推出时间	主打定位	价位(元)
皮肤屏障修护系列	2009	修护皮肤屏障，重焕肌肤健康态 配方温和安心，不添加香精、色素、矿油及易致敏防腐剂 创新植物仿生脂质(PBS)技术，直接修护受损皮肤屏障 麦冬果聚糖，提升皮肤屏障自身修护能力，强健皮肤屏障功能	100-400
清痘调护系列	2013	有效清痘不留痕，提升屏障防御力 创新“中西精粹融合”理念，快速祛痘不留痕 • 独特水杨酸控释技术，快速祛痘同时保护皮肤屏障 • 配方温和安心，不添加香精、色素、矿油及易致敏防腐剂	100-250
舒缓修护系列	2018	维护肌肤稳定，强韧皮肤屏障 “抑制刺激+屏障修护”理念，守护敏感肌肤 • 快速舒缓、抑制刺激反应，维护肌肤稳定 • 多效修护皮肤屏障，增强屏障防御力，降低敏感率 • 配方温和安心，不添加香精、色素、矿油及易致敏防腐剂	180-230
臻安润泽系列	2018	修护保湿双重奏，拒绝反复“干”扰 采用 P-FOS 生物科技，防止肌肤水分流失，强韧皮肤屏障 • 提升自我保湿力、水润修护力和屏障防御力 • 经敏感肌肤实验验证，配方安全有效 • 配方温和安心，不添加香精、色素、矿油及易致敏防腐剂	130-260
玉泽积雪草安心修护面膜 2018		无防腐更安心，敷出强韧水润肌 • 天然植物纤维膜布，承载高耐受精简配方 • Refractance Window™ 科技，有效休眠高活性益肤精萃，遇水瞬间焕活天然植物纤维膜布，承载高耐受精简配方 • 蕴含积雪草、玻尿酸、海藻糖等活性精萃成分，补水保湿，缓解肌肤不适 • 特别添加益生元成分，维护肌肤健康平衡状态 • 配方温和安心，不添加香精、色素、矿油及易致敏防腐剂	198
玉泽臻安润泽玻尿酸安瓶 2019 精华液		7天即刻 澎弹·抚纹 大、中、小分子玻尿酸，高效保湿，充盈澎润 • 3重神经酰胺，舒缓肌肤，强韧屏障 • 3重植物精萃，改善粗糙，提升弹性·次抛安瓶，方便安心	138

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

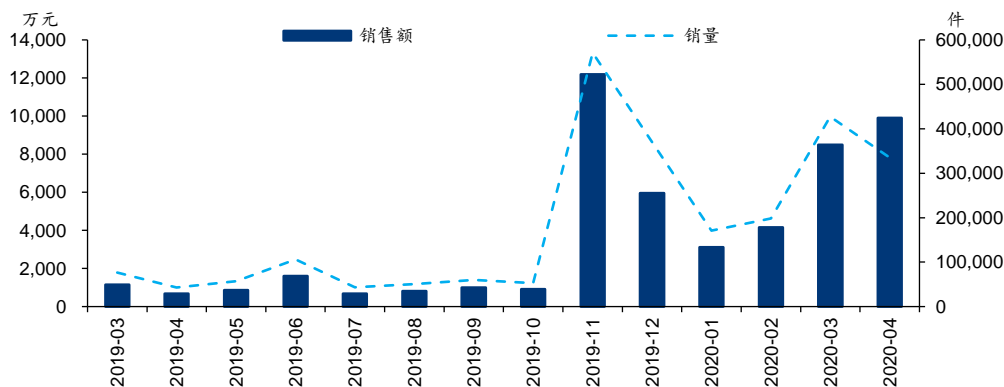
初期主攻药房渠道，线上渠道加速发展

玉泽创立之初以药房为主攻渠道，初战难言捷。和薇姿/理肤泉/雅漾等外资品类类似，2009年面世起玉泽以药房为专攻渠道，初期主要通过医院及药房渠道销往上海、浙江、江苏三地，涉及60个左右的药房和医院。2012年1月，据朗生医药公告，其将全权负责玉泽品牌的医院管道销售（指中国所有医院所属药房及医院周边的连锁药房），上海家化则负责非医院管道的销售，代理许可期为5年。

相比于KA、百货、专营店等护肤品传统经销方式，药房销售有利增强品牌的专业背书，提升消费者对品牌的信任感。然而国内药店的受众与化妆品消费人群存在较大偏差，且大部分销售人员不具备专业药理和美容知识，“药妆”在我国药房的销售受阻，多个品牌开始逐渐转向KA、百货等传统渠道。以薇姿为例，其98年进入中国后的200多家大型药房专柜缩减为13年的11个药店专柜，并选择进驻百货专柜。玉泽发展之初在药房渠道收入体量亦较为有限。

乘互联网之风而起，2014年之后开始向线上倾斜，增长加速。2014年玉泽打通线上渠道，以天猫和京东为主；据公司2014Q3业绩交流会，公司表示对玉泽的互联网推广做“爆款”已经有新的构思，未来将会有所动作。2018-2019年，玉泽收入同比增速分别超过40%、接近80%（据2018年业绩交流纪要以及2019年业绩交流纪要）。20年截至5月12日天猫旗舰店销售额达2.97亿元，相较19全年的2.64亿增长迅猛。

图表6：玉泽品牌天猫旗舰店销售情况



资料来源：淘数据，华泰证券研究所

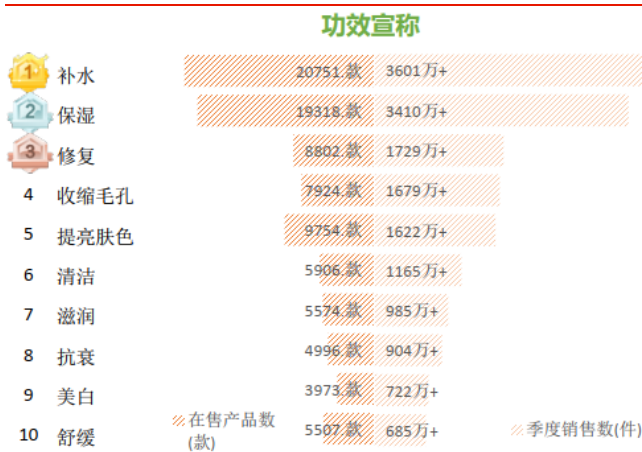
天时地利人和，玉泽驶入成长快车道

天时：敏感肌人群扩大，护肤理念日趋成熟

“问题肌肤”人群扩大，而伴随互联网教育，消费者护肤历年理念日趋理性，护肤需求更加明确化、更具针对性，对护肤产品功效成分的关注度提升，奠定玉泽等品牌崛起的先决条件。据2017年发布的《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，我国女性敏感性肌肤的发生率有36.1%。工作压力增大、城市空气污染加剧等多因素可能使得敏感肌人群进一步扩大，皮肤修复类护肤需求日益旺盛。据阿里大数据，20Q1面部精华品类中，宣称“修复”的产品共计有7518款，整体销量超过731万，仅次于补水/保湿/提亮肤色及抗衰。在面霜品类中，宣称“修复”的产品则有4479款，整体销量超过694万，仅次于补水和保湿。

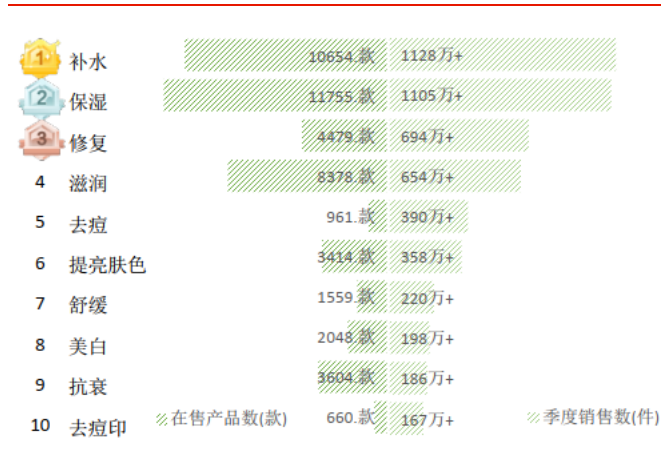
伴随着互联网教育，消费者的护肤意识、护肤理念也逐渐成熟，据英敏特数据，63%的消费者能够区分敏感和国民，对自身皮肤状况有较正确认知，而一旦出现敏感症状，有41%的参与调研的消费者会选择购买修复敏感肌的产品进行护理，产品效果成为购买决策的首要因素，而品牌次之。

图表7：2020年1-4月阿里系面部精华类产品销量排行榜



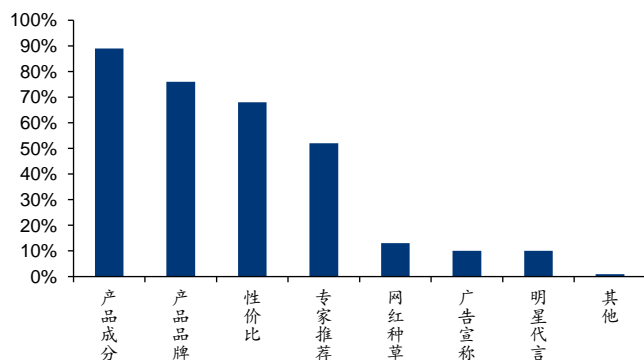
注：数据从2020年1月1日至4月1日；
资料来源：阿里大数据，华泰证券研究所

图表8：2020年1-4月阿里系面霜类产品销量排行榜



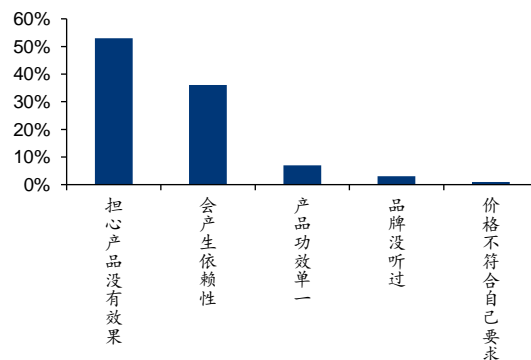
注：数据从2020年1月1日至4月1日；
资料来源：阿里大数据，华泰证券研究所

图表9：促进成交因素的重要性排序



资料来源：品域美创、日化最前线，2019年《敏感肌护肤品市场调研报告》，华泰证券研究所

图表10：阻碍达成原因的影响程度排序

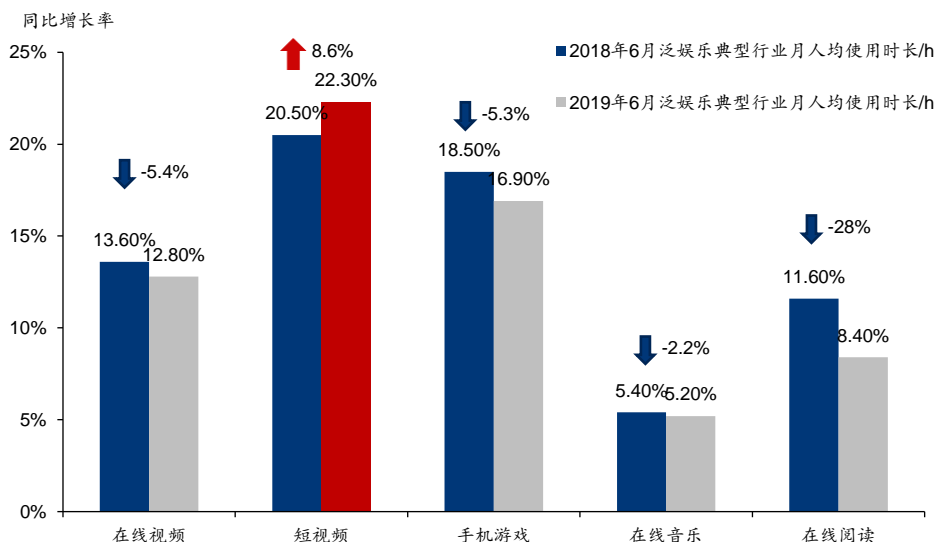


资料来源：品域美创、日化最前线，2019年《敏感肌护肤品市场调研报告》，华泰证券研究所

地利：KOL 直播带货崛起，降低选择成本

需求端，消费者注意力资源变迁、消费场景碎片化、品牌忠诚度降低；供给端，新营销、新渠道降低品牌进入门槛、缩短培育周期。KOL 缩短消费者决策路径，降低选择成本。用户的使用习惯从图文向音频视频转变明显，传播媒介变迁带来注意力资源变迁，但使用场景碎片化、改变消费习惯，倒逼营销传播效率提高。同时新产品快速涌现，而消费者对单品的关注和平台千人千面的展示方式都进一步降低品牌的忠诚度。意见领袖 KOL 帮助选品、议价、试用、答疑，提高从认知到购买的决策效率，降低选择成本，优化用户体验，被 KOL “种草” 已经成为一种大众习惯。

图表11： 用户泛娱乐休闲时间正在向短视频转移



资料来源：QuestMobile，华泰证券研究所

图表12： 互联网用户注意力资源的变迁



资料来源：QuestMobile，华泰证券研究所

对于 KOL 而言，美妆品类高客单价、SKU 标准化，且能够生成开箱、测评、种草、教程等等多元内容加强与粉丝互动，社交属性强；KOL 推广知名品牌有利于增强背书、吸引流量，推广小众品牌有利于塑造个性化形象、提升盈利空间。据 QuestMobile 数据，用户通过短视频平台购买的商品品类分布中，美妆护肤占比最高，将近 40%（2019 年 4 月数据）。据谦寻公司官网，知名美妆 KOL 对不同类型的美妆品牌收取的佣金费率有所差异，以薇娅为例，其国际美妆品牌佣金率在 15% 左右，而国内品牌在 35% 左右。

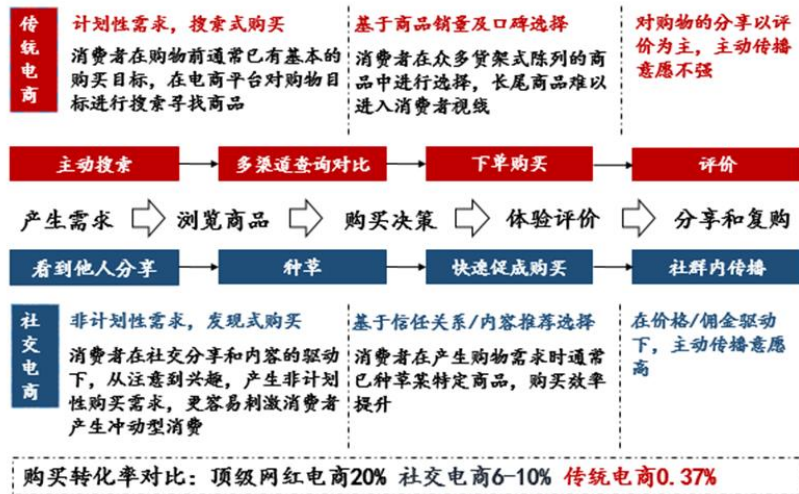
图表13: MCN 机构谦寻旗下 KOL 薇娅带货收费情况

类目	价格 (坑位费+佣金费)
美妆	国产: 65000 元坑位费+35%佣金费; 国际: 80000 元坑位费+15%佣金费
零食	25000 元坑位费+20%佣金费
生活	个护家清、美瞳、保健: 50000 元坑位费+20%佣金费; 其他百货: 35000 元坑位费+20%佣金费

资料来源: 谦寻, 华泰证券研究所

KOL 直播带货改造营销及渠道, 为诸多中腰部、小众长尾品牌带来突围机遇。直播电商最鲜明的特色在于 KOL 实时讲解、真实展示、即时互动、快速购买, 相较于传统电商, 实现从搜索式购物到发现式购物的转变。我们认为将会持续有传统品牌、新锐品牌、ODM/OEM 厂牌等, 借力新渠道、新营销, 通过流量的精细化运营、消费者运营、供应链提效升级实现快速崛起, 而电商平台的流量扶持、电商服务机构的全面帮助以及投资机构的资金支持将持续赋能品牌, 加速成长。

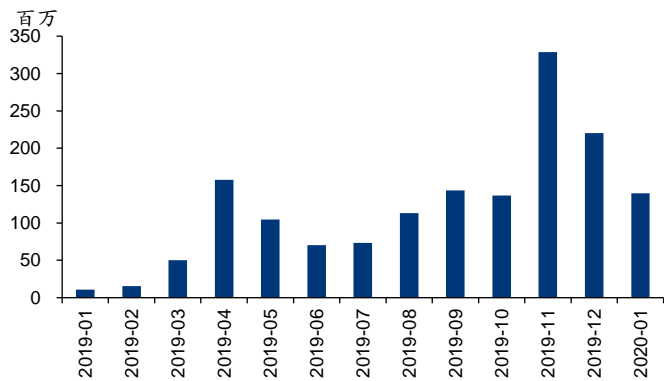
图表14: 直播电商相较于传统电商的购买路径发生了改变



资料来源: 艾瑞咨询, 华泰证券研究所

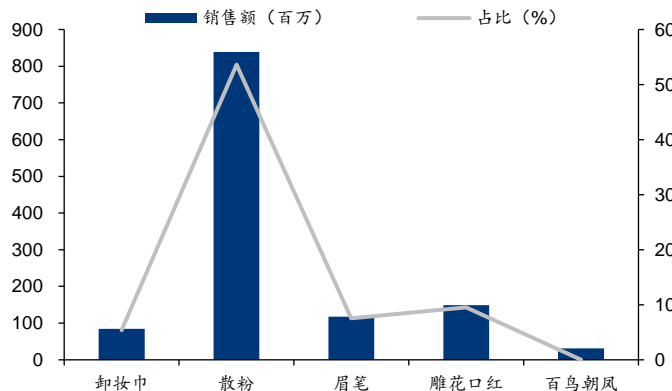
花西子: 依托头部 KOL 迅速崛起:花西子创立于 2017 年, 是一个以“东方彩妆, 以花养妆”为理念的彩妆品牌。花西子营销成功之处在于 KOL 的选择, 2018 年李佳琦尚未出名之前就进入其直播间进行推广, 随着李佳琦的声名鹊起相继推出了散粉、雕花口红等一系列爆品, 根据淘数据, 自 2019 年以来, 花西子散粉销售额占总销售额的 53.61%; 花西子月销额也在不断增长, 尤其是 19 年 11 月份, 销售额突破三亿元, 其中双 11 贡献了很大部分的销售额。根据天猫数据, 作为首次参加双十一的花西子仅开场一小时成交额就突破一亿, 根据星图数据, 双十一当天全网美妆类销售额品牌排名第七, 是唯一进入前十的国货品牌之一。

图表15: 花西子月销售额



资料来源: 淘数据, 华泰证券研究所

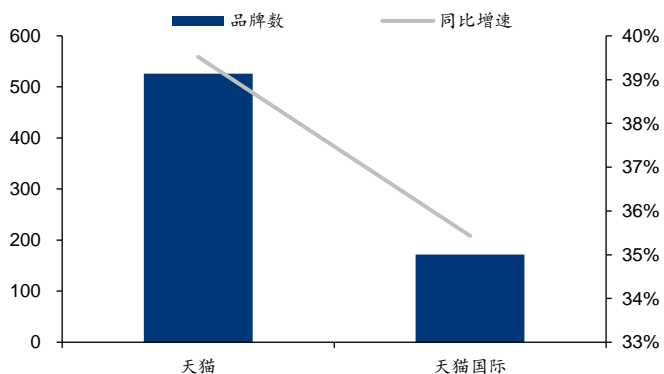
图表16: 花西子2019年全年各品类销售额及占比



资料来源: 淘数据, 华泰证券研究所

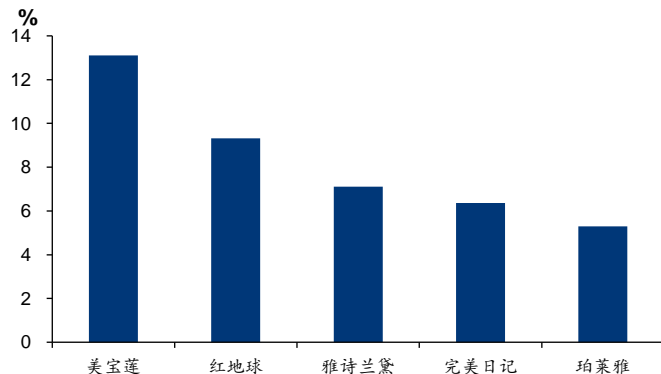
红地球: 借势直播成功转型: 红地球诞生于1989年, 主打美妆品类, 据CBO新闻, 其于1998年进入中国市场, 三年内, 迅速在全国百货扩张至300家专柜, 营业额超1亿元, 此后未能延续其发展趋势, 2015年全国专柜缩减至30多家, 且经营权几经周转, 2013年转由澳妆(上海)国际贸易有限公司代理, 2015年被澳妆(上海)国际贸易有限公司和香港颖通集团联合收购。2018年开始大规模线上营销, 据上海语析信息咨询有限公司统计, 2018年11月, 其草本粉底液在李佳琦的直播中出现了8次, 带动其在天猫的销售指数增长了10倍, 2019年与李佳琦进行了长期合作, 粉底液成为其直播间的常客。截止19年11月天猫和天猫国际粉底液品牌数量将近700家, 红地球借由直播成功崛起, 19年11月粉底液成交量在粉底液品类排名第二。

图表17: 2019.11 平台粉底液品牌数及同比增速



资料来源: 上海语析信息咨询有限公司, 华泰证券研究所

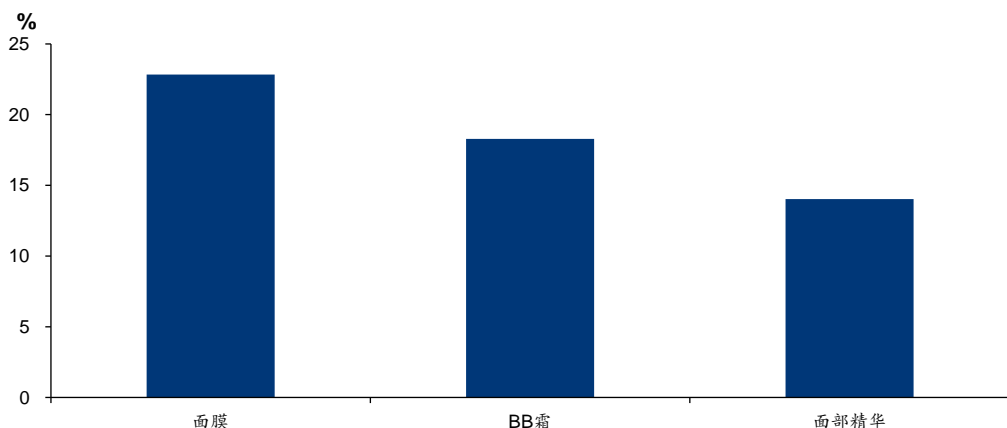
图表18: 2019.11 天猫淘宝粉底液品类成交量占比 TOP5



资料来源: 上海语析信息咨询有限公司, 华泰证券研究所

透真: 凭借店铺直播进入大众视野: 透真成立于2008年, 其致力于成为面向大众市场的玻尿酸美肌领域的趋向品牌, 2018年销售额前三的面膜、BB霜和面部精华中均添加了玻尿酸成分。透真选择通过店铺直播进入大众视野, 其天猫旗舰店每天至少进行一场直播, 根据其天猫旗舰店, 19年1月至19年11月, 透真明星产品隔离霜销量将近167万瓶。

图表19: 透真 2018年单品类年销售额占品牌年销售额比例



资料来源: 用户说, 华泰证券研究所

人和: 医研共创专业背书, 加码社交营销投入

玉泽品牌为上海家化联手瑞金医院的医研共创品牌, 更易积累消费者信赖、产品口碑; 同时品牌持续通过学术会议/医生互动等巩固专业形象, 形成产品认可——复购提升——粘性增加的良性循环。玉泽产品推出后, 其功效得到了国际医学界认可: 2012年起, 瑞金医院皮肤科对皮肤病治疗中最困难的银屑病患者进行持续一年以上的跟踪观察, 结果显示, 58%的银屑病患者避免复发或复发程度显著减轻。该研究成果 2015 年在美国《皮肤病治疗学》杂志发表; 2016 年 6 月, 玉泽举办品牌焕新上市新闻发布会, 并邀请瑞金医院的皮肤科专家到场出席; 2018 年 6 月参加中华医学会皮肤性病学术年会等专业活动。2017 年玉泽与平安好医生、春雨医生等精准平台合作, 针对消费者的皮肤亚健康问题进行正确护肤理念普及, 在专业渠道中的医生推荐排名上升。

图表20: 玉泽为医研共创品牌, 具强专业背书

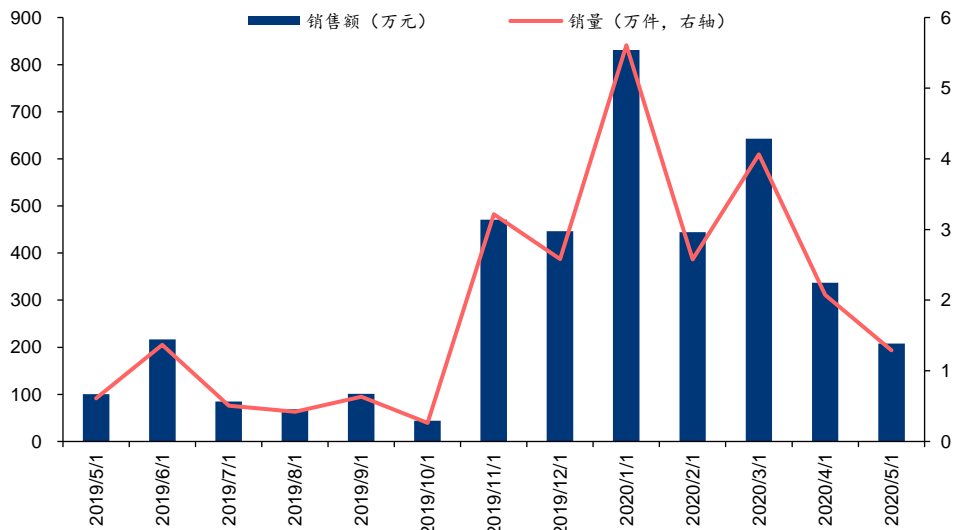
玉泽相信:
好产品是聪明人+笨工夫做出来的
6年, 12次配方改进, 1386例临床验证®
2000+国内外权威皮肤科专家认可

四川大学华西医院 | 北京协和医院 | 上海交通大学医学院附属瑞金医院等
8家全国重点三甲医院验证有效
全国500余家医院、药房有售
全系列产品0香精、0色素、0易致敏防腐剂

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

明星单品奠定发力基础，并在产品定位、价格档次上与其他“药妆”品牌形成错位竞争。玉泽积雪草安心修护面膜荣获“2019 网购金品”大奖；玉泽皮肤屏障修护身体乳曾获 2014 年瑞丽年度盛典最佳滋润肌肤奖、2019 年天猫美妆奖年度趋势单品奖、2018 风尚大赏年度美容天后口碑护肤单品奖。在价格方面，玉泽产品在主力产品价格带（100-200 元）上与薇诺娜（100 元以下）/修丽可（600 元以上）/理肤泉（200 元以上）等品牌形成错位竞争。

图表21： 公司明星单品皮肤屏障修护保湿霜的旗舰店销售情况



资料来源：淘数据，华泰证券研究所

图表22： 玉泽皮肤屏障系列明星单品

	玉泽皮肤屏障 修护调理乳	玉泽皮肤屏障 修护精华乳
质地：	水润轻薄，易吸收	滋润柔滑，易吸收
适用肌肤：	中性、混合性肌肤，轻度皮肤屏障受损肌肤	干燥性肌肤，皮肤屏障受损肌肤、及病症肌肤
成分：	天然植物油、麦冬果聚糖等	天然植物油、红没药醇、植物甾醇等
功效：	缓解轻微干燥问题，修护轻度受损皮肤屏障，强韧肌肤	缓解干燥问题，修护受损皮肤屏障，强韧肌肤，并能镇定安抚肌肤，减轻炎症和刺激。对于病症类肌肤，具有辅助治疗与预防作用。

资料来源：玉泽官网，华泰证券研究所

图表23： 玉泽臻安润泽系列明星单品

	玉泽臻安润泽 修护清爽 保湿乳液	玉泽臻安润泽 修护保湿面霜
质地：	水感清润	绵柔乳霜，雪融触感
适用肌肤：	油性肌肤、缺水性混合肌肤及亚健康脆弱肌肤	缺水性干燥肌肤及亚健康脆弱肌肤
成分：	白池花籽油、角鲨烷、海藻糖、低聚果糖、透明质酸等	角鲨烷、牛油果树果脂、霍霍巴酯类、海藻糖、低聚果糖、透明质酸等
功效：	清爽水润，提升肌肤自身保湿力与修护力，赋予肌肤水润光泽	柔润易吸收，高效保湿修护，全面解决肌肤缺水性问题，强韧皮肤屏障，维护皮肤表面均衡状态

资料来源：玉泽官网，华泰证券研究所

图表24：玉泽主力产品的定价与其他“药妆”品牌形成错位竞争

品牌	主力产品名称	定价(元)	规格
玉泽	玉泽皮肤屏障修护保湿霜	198.00	50g
	玉泽皮肤屏障修护精华乳	168.00	25ml
	玉泽积雪草修护干面膜	198.00	6片
	玉泽皮肤屏障修护调理乳	168.00	50ml
薇诺娜	舒敏保湿特护霜	68.00	15ml
	舒敏保湿修红霜	89.00	30ml
	薇诺娜阿里健康定制保湿补水修护面膜礼盒	99.00	8片
	薇诺娜薇诺娜净痘清颜	58.00	15ml
修丽可	杜克紫米玻色因 HA 紧致抗皱苹果肌抗衰老精华	980.00	30ml
	杜克 C 高浓抗氧化抗衰老美白淡斑修护日间精华	1490.00	30ml
	杜克 CE 高浓抗氧化抗衰老亮白修护肤面部紧致精华	1490.00	30ml
	修丽可果酸焕活复颜精华液 30 ml	780.00	30ml
理肤泉	理肤泉清痘净肤精华乳 K+	278.00	40ml
	理肤泉特安舒护乳 40ml	255.00	40ml
	理肤泉 duo+ 清痘调理精华乳	245.00	40ml
	理肤泉 mat 乳清痘净肤水油平衡乳液	228.00	40ml

资料来源：各品牌官网，华泰证券研究所

运作方式：口碑传播种草蓄势，内容营销扩大声量，直播带货快速破圈，数据运营提升复购。玉泽的强专业背书积累了原始的消费者口碑，在此基础上，品牌通过小红书/微博/微信公众号/知乎等社交平台进行内容营销不断扩大品牌声量。2018年玉泽与知乎平台合作，开通官方账号在平台内开展专业科普，形成内容沉淀；19年5月，玉泽曾邀请美妆 KOL “李璐 Gemma” 对话玉泽研发相关人员，2019年12月邀请 L “深夜徐老师” 与上海瑞金医院皮肤科医生“破壁” 连线咨询皮肤屏障受损等肌肤问题，持续种草用户。2019年开始，玉泽的皮肤屏障修护系列和积雪草面膜开始多次出现在李佳琦直播间，凭借良好的产品使用效果人气迅速提升、产品口碑加速传播。仅4月16日-5月10日，玉泽产品在李佳琦直播间出现了5次，总销售额达到4460万元（胖球数据），同期玉泽天猫官方旗舰店的销售额为1.24亿元，据此计算直播的销售占比达到36%（淘数据）。

图表25：玉泽明星产品在李佳琦直播间的带货情况

时间	产品	直播价(元)	销售量(万)	销售额(万元)
2020/4/18	屏障修护调理乳 50ml	173.00	4.76	857.26
2020/5/10	屏障修护调理乳 51ml	173.00	2.5	451.58
2020/5/4	积雪草修护干面膜 2盒装	40.00	4.49	179.96
2020/4/16	积雪草修护干面膜 3盒装	296.00	2.26	896.97
2020/4/17	皮肤屏障修护保湿霜 50g*2	396.00	5.23	2074.64

资料来源：胖球数据，华泰证券研究所

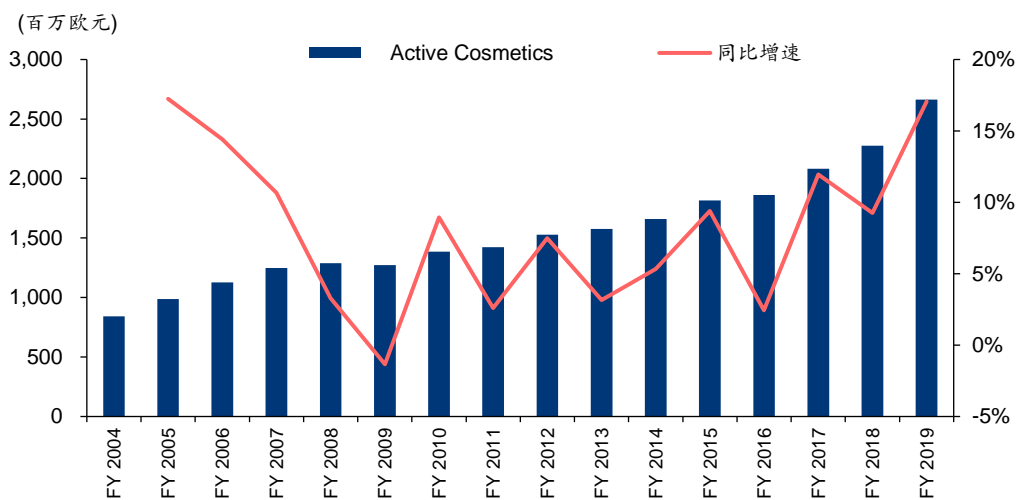
玉泽展望：未来已来，前景可期 对标同业，收入体量有较大拓展空间

19年玉泽天猫旗舰店 GMV 2.64 亿元（淘数据），收入增长接近 80%。20 年截至 5 月 12 日旗舰店 GMV 已达 2.97 亿元。2019 年欧莱雅集团活性产品（理肤泉/雅漾/修丽可/CeraVe 等）收入达 26 亿欧元/营业利润率 23%，其中理肤泉全球收入体量突破 10 亿欧元，18 年理肤泉/雅漾中国地区零售额分别在 13/19 亿元人民币。2019 年薇诺娜淘系全网 GMV 达 13 亿元。玉泽高增长态势延续，1-2 年内收入规模有望达到 10-20 亿级别，若费用结构持续优化，达到欧莱雅活性产品营业利润率，可贡献 2-4 亿元营业利润。敏感肌人群扩大，护肤理念日趋成熟，“药妆”市场规模空间仍有望持续扩容，玉泽品牌发展空间广阔。

他山之石：欧莱雅活性产品业务常青，电商渠道成新增长驱动

欧莱雅集团旗下的活性产品包含薇姿、理肤泉、修丽可、CeraVe、香邂格蕾以及圣芙兰。2019 年欧莱雅集团活性产品收入规模达到 26.64 亿欧元/+yoy17.1%，04-19 年收入复合增速达到 8%，除 2009 年因金融危机影响收入下滑了 1%，其余年份均维持正增长，16 年以来增长明显提速。2019 年集团活性产品的电商渠道收入增长超过 55%，理肤泉销售额首次突破 10 亿欧元，增速超 40%，成为欧莱雅 10 亿欧元俱乐部的第 9 大品牌（其余为巴黎欧莱雅、卡尼尔、美宝莲、欧莱雅专业美发、兰蔻、YSL 圣罗兰美妆、阿玛尼美妆、科颜氏）。20Q1，集团活性产品收入达到 8.30 亿欧元/+yoy+13.2%。该部门 2/3 的销售额来自药房和药店，疫情以来渠道一直开放，CeraVe 和理肤泉实现全区域增长。中国增长强劲，电商已成第一大渠道，修丽可表现靓丽。

图表26：欧莱雅活性产品业务维持快速增长



资料来源：欧莱雅公司公告，华泰证券研究所

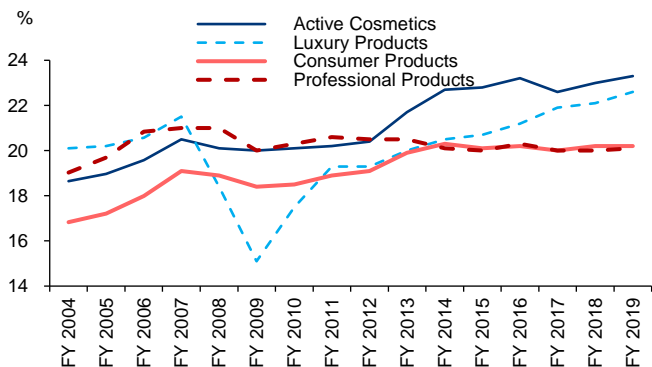
图表27: 欧莱雅活性产品品牌序列

品牌	创立时间	进入中国时间	简介	产品定位
薇姿	1931年	1998年	全球专业敏感肌护肤领先品牌，法国三大美妆品牌之一，1931年由美容学家 GUERIN 先生和 VICHY 温泉治疗中心皮肤科医生 HALLER 博士共同创立，将 VICHY 温泉水融入美容护肤的高科技产品中，产品畅销全球 63 个国家和地区，拥有 5700 个销售点	纯净、天然、高效
理肤泉	1928年	2001年	通过 La Roche Posay 温泉水开发护肤产品，一共有 13 条生产线，131 名员工，对“问题肌肤”的专注 2004 年共生产了 4600 万支产品通过 ISO9001 质量认证，并严格执行欧洲制药 GMP 生产标准和欧莱雅的质量控制政策	
修丽可	1997年	2010年	1997 年，美国杜克大学皮肤科学家 Sheldon Pinnell 教授发现黄金抗氧化配方，“抗氧化权威”创立 SkinCeuticals 修丽可品牌，预防未来损伤，修护老化痕迹，保护肌肤健康。	
香邂格蕾	1862年	2015年	香邂格蕾于 1862 年由 Armand Roger 和 Charles Gallet 在法国巴黎联名创建。法国百年香氛世家品牌在海外的宣传点是其为“拿破仑的御用古龙水，深受欧洲皇室成员喜爱”。在天猫旗舰店，该品牌产品分为香水&香氛系列、沐浴及身体护理系列和居家系列。	
SANOFLORE	1972年	尚未进入	有机化妆品的先驱，1972 年创立于法国东南部的 Sanoflore，制造并通过药房渠天然有机药用植物化妆品道销售化妆品和香氛按摩产品，并全程负责从种植到成品的香氛和药用植物链所有方面的事务。	
CERA VE	2005年	2019年	CeraVe 是皮肤科医生推荐的护肤品牌，其中包含三种必需的神经酰胺，可恢复专效针对干敏肌皮肤的天然屏障，产品均由领先的皮肤科医生开发。该品牌现在提供一系列护肤产品，尤其是清洁剂，保湿剂和治疗药膏。CeraVe 的成功基于结合了 3 种基本神经酰胺（神经酰胺 1、3 和 6-II）的配方。	

资料来源：欧莱雅官网，华泰证券研究所

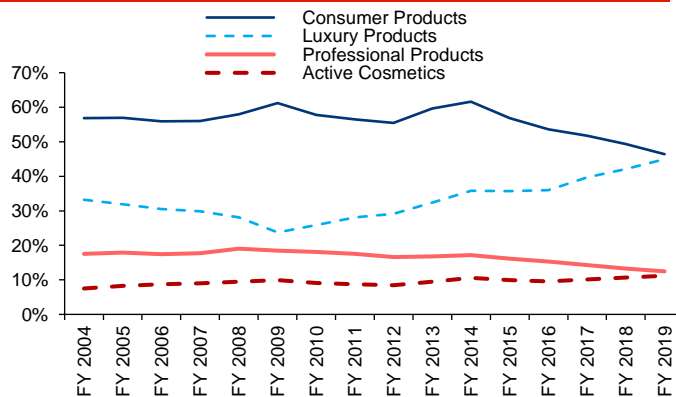
从盈利能力来看，活性产品业务的营业利润率从 04 年的 18.65% 不断提升至 2019 年的 23%，2019 年占集团整体营业利润的比重已经达到 11%。

图表28: 欧莱雅集团分项业务的营业利润率变化



资料来源：欧莱雅公司公告，华泰证券研究所

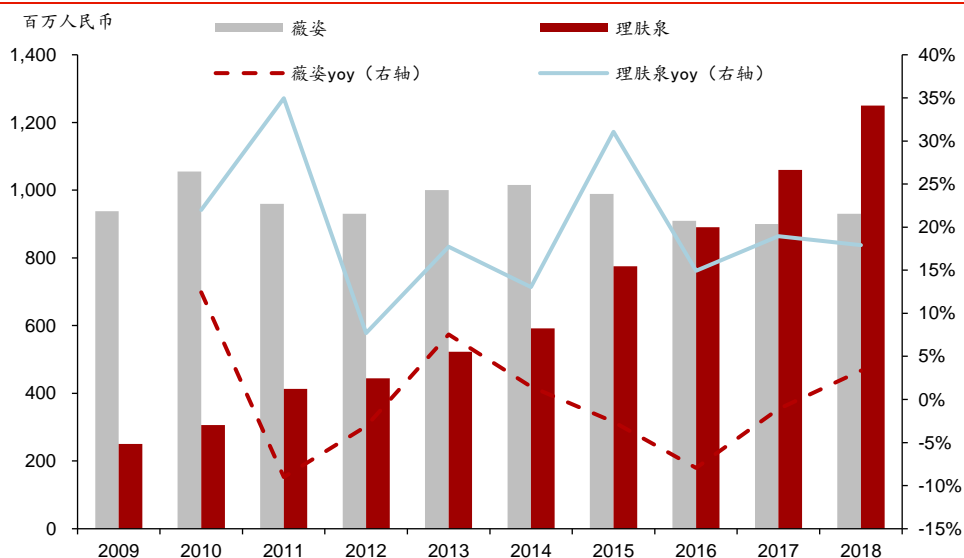
图表29: 欧莱雅集团分项业务的营业利润占比变化



资料来源：欧莱雅公司公告，华泰证券研究所

据欧睿数据，2018 年理肤泉、薇姿在中国地区终端零售规模分别达到 12.5/18.7 亿元人民币（欧睿数据统计的范围不包括跨境电商/代购等 C2C 渠道，我们认为该数据可能较实际数据偏低）。

图表30：理肤泉、雅漾中国地区终端零售表现



资料来源：欧睿，华泰证券研究所

本土新秀：用户思维/数据驱动/组织升级，薇诺娜品牌力不断升级

薇诺娜：专注于国人敏感肌肤修复的本土专业品牌。薇诺娜品牌创始人郭振宇为美国乔治华盛顿大学终身教授，前滇虹药业董事长、总裁。在雅漾、薇姿等理肤泉等外资品牌占据国内市场的背景下，研发出一个真正适合国人皮肤、安全有效的药妆品牌成为郭振宇创立薇诺娜的初衷。2005年6月薇诺娜科学护肤项目落地于云南，贝泰妮联合昆明医科大学第一附属医院皮肤科、中国科学院昆明植物研究所，通过医、产、学、研结合，从云南6000多种植物中，选出青刺果、马齿苋、滇重楼、滇山茶作为产品的四大核心成分，并进行12000次以上的肌肤实测试验，2008年薇诺娜首次于第四届中国皮肤科医师年会上亮相。基于舒敏药理理念，旗下产品涵盖舒敏保湿、舒敏控油、透白、极润、紧致、防晒等13个系列，80个单品。

图表31：薇诺娜的明星产品

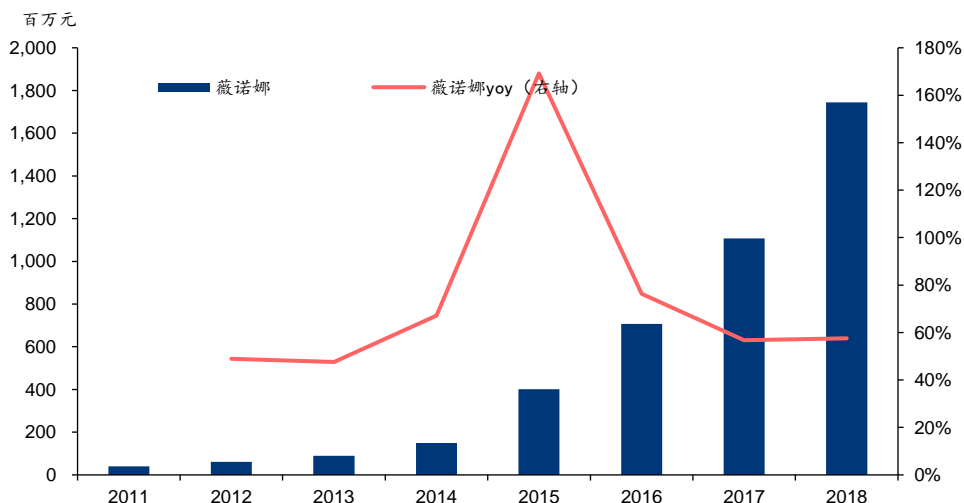
产品名称	主要成分	产品功效
舒敏保湿特护霜	强效的功能草本精华	使用户基础护肤，可与其他顶级美妆产品复合使用，具有优异的包容性
保湿修护精华液	青刺果油、马齿苋、角鲨烷、透明质酸钾	稳定肌肤健康状态，修护敏感肌
柔润保湿霜	野生纯净青刺果油、天然马齿苋等多种植物成分	皮炎辅助治疗，特干性皮肤日常护理
清痘修复精华液	马齿苋、榆绣线菊提取物	祛痘，舒缓
青刺果修护保湿喷雾	青刺果油，活莲、甜菜碱	修护屏障，补水保湿

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

国内外核心期刊学术论文、顶尖机构临床验证奠定专业基础。薇诺娜一开始即致力于临床功效和基础研究。学术方面，2009年至2018年共在国内外核心期刊上发表了学术论文64篇；临床方面，薇诺娜成为全国唯一功效性和安全性通过北京大学第一医院、复旦大学华山医院等54家国内著名三甲医院多中心临床观察一致验证的医学护肤品牌。2017年9月，薇诺娜和全国顶尖皮肤科医生共同发布了《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》红宝书，推动建立了护肤品在皮肤科临床应用中的11项国家级指南，在业界学术底蕴、研究实力彰显。

薇诺娜销售收入快速增长。据欧睿数据，2018年薇诺娜终端零售额达17.45亿元（考虑到欧睿数据的渠道统计可能不全面，该数据可能较实际销售情况偏小），11年以来复合增速71%。另据薇诺娜运营主体贝泰妮生物发布的运营报告，薇诺娜品牌2018年1月-12月整体营收为25.88亿元，同比2017年上升35.65%，2019年薇诺娜制定全年目标为30亿。2013年，红杉资本宣布注资薇诺娜运营实体贝泰妮生物，截至19年6月，红杉资本持股比例为25.39%。

图表32：薇诺娜11-18年国内终端零售额



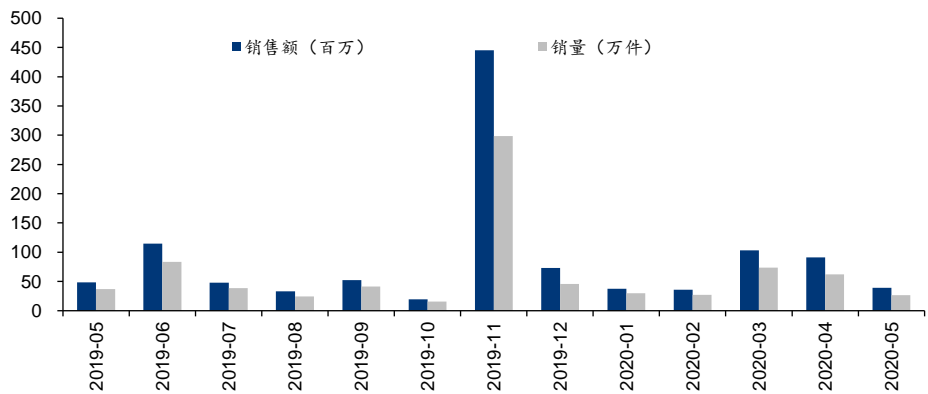
资料来源：欧睿数据，华泰证券研究所

薇诺娜以专业背书、产品效果奠定初期消费者口碑基础，依托专业 KOL，利用社交平台放大品牌知名度，形成口碑传播。据薇诺娜官网，其产品被广泛应用在全国 2400 多家医院皮肤科的临床辅助治疗中，帮助超过 600 万人次的患者改善，积累首批受皮肤问题困扰的核心消费者，形成消费者对品牌信赖。在微博、知乎、豆瓣、小红书等社交平台均建立了运营矩阵。除常规美妆 KOL，还通过皮肤科专家等专业 KOL 进行品牌宣传，在线下，医生在医院可以向皮肤病患者推荐薇诺娜；在线上，薇诺娜邀请皮肤科专家为消费者答疑解惑，进行在线问诊，解答消费者在护肤方面的疑惑。2018 年双 11 期间，薇诺娜的微博直播连续 10 天，每天一场，邀请皮肤科专家以及超人气网红卧蚕阿姨、潘雨润、fairy 菲宝、玉米酱罐头等亲临敏感肌研究所，在线肌肤问题专业答疑，每场直播基本都持续 2-3 个小时，为店铺粉丝持续引流，实现销售转化。

线下以专柜和 OTC 为依托提供专业服务，发力电商渠道，消费者口碑传播助力快速增长。目前薇诺娜全国线下专柜超过 500 余家，定位以服务与皮肤学护肤体验为发展助力，面向线下消费者提供一对一定制化服务；覆盖 OTC (over the counter, 即非处方药, 不需要医生处方, 消费者可直接在药房或药店中即可购取药物) 2400 家, 未来计划通过与全国连锁药店如健之佳、一心堂、老百姓、海王星辰等知名连锁药店强强联合, 在全国继续布点开拓这一渠道。

2012 年开始，薇诺娜将品牌建设和推广的主阵地布局在电商平台，电商运营团队从 2012 年的 7 人发展到如今的 100 多人，产品入驻天猫、京东等大平台。线下积累的口碑，让薇诺娜迅速成为线上人气品牌。据薇诺娜官网，2017 年双 11 线上销售达 2.3 亿，其中天猫达 1.68 亿，当天线上线下共销售 3 亿，同比增长 180%；2018 年双十一，再次成功突围欧美、日韩品牌，以 2.37 亿元的销售总额跃进美妆榜 TOP9。2019 年双 11 当天薇诺娜旗舰店全天销量突破 3.47 亿元/+yoy72%，线上线下全渠道总销量破 7.2 亿元。

图表33: 薇诺娜近12个月天猫旗舰店销售额



资料来源：淘数据，华泰证券研究所

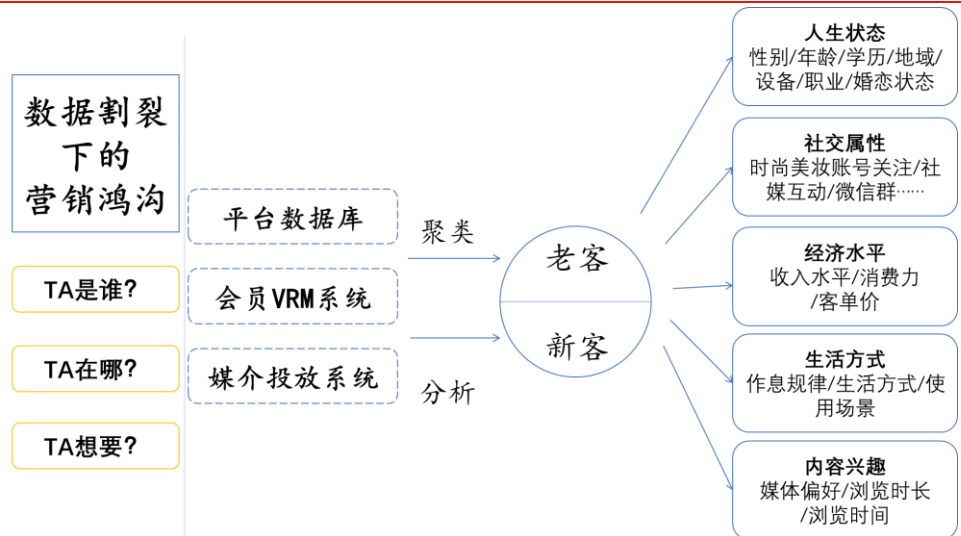
用户思维、数据驱动、组织升级，薇诺娜的品牌力有望不断提升。

1) 用户思维：薇诺娜强调思考用户需求，根据不同的消费者需求产生不同的内容。2019年薇诺娜联手阿里创新中心，通过初期市场调研、消费者数据挖掘，从中挖掘出的信息有效的助力了产品研发，打造出明星产品青刺果喷雾，大数据赋能下该产品周期从18个月降低到6个月。产品主要针对敏感肌人群护肤痛点，其主打成分青刺果能够有促进肌肤角质层神经酰胺合成，修护肌肤受损屏障，定价139元/150ml；据天猫旗舰店，在新品上市当日，17000多支喷雾全部售罄。

2) 数据驱动。薇诺娜成立专门的数据部门，以数据赋能人群营销，实现千人千面的精准触达；并基于消费者的行为数据/购买数据等深耕用户运营，实现复购率的提升。

3) 组织升级。薇诺娜认为，建立有效的工作流程以及有效的组织架构适应市场打法、以数据体系链接至关重要。

图表34: 薇诺娜的数据系统



资料来源：薇诺娜，2019年聚美丽新锐品牌大会，华泰证券研究所

投资建议：百年国货品牌，玉泽有望成今年黑马

玉泽品牌 2009 年创立，主打皮肤屏障修复的医研共创品牌，发展之初主攻药房渠道。19 年 H2 公司成立数字化事业部，加大美妆品牌营销费用投入，玉泽以口碑传播种草蓄势/内容营销扩大声量/直播带货快速破圈，19 年收入同比增速近 80%，20 年截至 5 月 12 日旗舰店销售额达 2.97 亿元（19 全年 2.64 亿）。伴随投入资源持续加大，我们认为全年高速增长态势有望延续，对标欧莱雅旗下理肤泉等/国内药妆新秀薇诺娜品牌，提升空间较大。预计 20-22 年 EPS0.62/0.88/0.99 元，可比公司 20 年平均预测 PE64 倍，给予 20 年目标 PE65-66 倍，4 月公司公告拟聘任新 CEO 兼总经理潘秋生，后者曾任欧莱雅中国区高管，新管理层有望带来新期待，品牌焕新/渠道理顺可期，目标价 40.3 -40.92 元，维持增持。

图表35：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	2020 PE
300740.SZ	御家汇	60.82	118.46
603605.SH	珀莱雅	308.95	63.10
603983.SH	丸美股份	345.74	59.38
688363.SH	华熙生物	510.24	68.58
	平均值（剔除御家汇）	388.31	63.69

注：因御家汇 20 年 PE 已经超过 100 倍，失去参考意义，考虑华熙生物为玻尿酸原料龙头，化妆品业务快速增长，我们引入华熙生物为可比标的，计算可比公司平均 PE 时已经剔除御家汇；皆为 Wind 一致盈利预测，交易日期截至 5 月 15 日；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

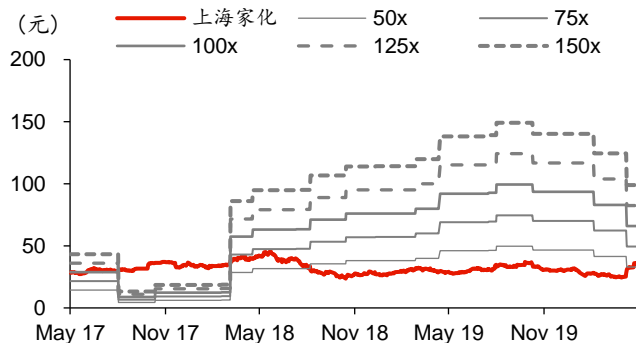
新管理层上任磨合期较长。公司公告拟聘任新 CEO 兼总经理潘秋生，其 15~19 年历任欧莱雅大众化妆品部商务总经理及亚太区商务总经理。新管理层上任提振机制改善、效率提升、业绩加速释放等预期，但若新管理层磨合期较长，或新战略方向出现失误，可能导致公司未来的发展受到影响。

玉泽品牌增长不及预期，盈利能力提升较慢。玉泽品牌以线上渠道为主，市场竞争有可能不断加剧。若公司未能及时推出新的产品、捕捉市场需求变化，玉泽品牌的成长有可能放缓。同时直播带货等新营销方式的投入较大，若难以精细化运营，可能拖累盈利能力。

线下渠道受疫情冲击较大，佰草集/汤美星等品牌业绩受拖累。公司线下百货、商超、CS 等整体占比仍高，疫情冲击线下零售门店，可能会对线下渠道占比较高的品牌有持续负面影响。

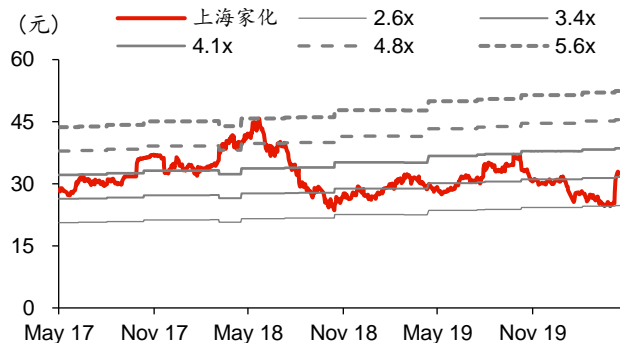
PE/PB - Bands

图表36：上海家化历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表37：上海家化历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,777	5,878	5,840	6,807	6,495
现金	1,105	1,609	2,021	1,878	2,248
应收账款	1,030	1,229	913.40	1,615	1,134
其他应收账款	34.77	66.32	33.60	81.93	44.96
预付账款	78.26	63.93	76.61	85.89	92.60
存货	874.82	925.17	807.53	1,162	987.92
其他流动资产	1,654	1,984	1,988	1,984	1,987
非流动资产	5,383	5,270	5,400	5,673	5,885
长期投资	276.18	391.36	586.55	701.73	816.92
固定投资	1,189	1,122	998.85	1,007	986.89
无形资产	845.07	830.65	927.87	1,008	1,109
其他非流动资产	3,072	2,926	2,887	2,956	2,972
资产总计	10,160	11,147	11,240	12,479	12,379
流动负债	2,691	2,865	2,780	3,724	3,270
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	827.62	823.86	764.28	1,042	929.20
其他流动负债	1,864	2,041	2,015	2,682	2,340
非流动负债	1,656	1,997	1,760	1,554	1,338
长期借款	1,073	1,138	900.78	695.58	478.95
其他非流动负债	583.03	858.73	858.73	858.73	858.73
负债合计	4,347	4,862	4,539	5,278	4,607
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	671.25	671.25	671.25	671.25	671.25
资本公积	857.57	865.75	865.75	865.75	865.75
留存公积	4,188	4,708	5,027	5,490	6,029
归属母公司股东权益	5,813	6,286	6,701	7,201	7,772
负债和股东权益	10,160	11,147	11,240	12,479	12,379

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	894.67	748.76	647.54	584.53	1,066
净利润	540.38	557.09	415.15	589.36	665.17
折旧摊销	196.58	230.10	231.22	187.29	205.13
财务费用	60.91	31.42	(1.00)	(21.13)	(28.44)
投资损失	(129.93)	(153.99)	(80.00)	0.00	0.00
营运资金变动	40.29	116.26	155.72	(152.19)	248.51
其他经营现金	186.45	(32.12)	(73.54)	(18.79)	(24.77)
投资活动现金	(841.77)	(120.81)	(221.64)	(459.67)	(417.19)
资本支出	383.00	184.92	166.46	344.48	302.00
长期投资	(511.72)	(129.74)	(195.19)	(115.19)	(115.19)
其他投资现金	(970.48)	(65.62)	(250.37)	(230.37)	(230.37)
筹资活动现金	(220.34)	(185.87)	(14.44)	(267.41)	(278.45)
短期借款	(18.52)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(6.15)	65.46	(237.21)	(205.20)	(216.64)
普通股增加	(2.17)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(20.15)	8.18	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(173.35)	(259.51)	222.77	(62.21)	(61.81)
现金净增加额	(169.89)	438.49	411.46	(142.55)	369.97

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,138	7,597	7,509	8,682	9,536
营业成本	2,656	2,896	2,788	3,168	3,459
营业税金及附加	55.60	53.58	48.81	56.43	61.98
营业费用	2,901	3,204	3,237	3,629	4,007
管理费用	883.32	941.79	882.19	931.85	1,009
财务费用	60.91	31.42	(1.00)	(21.13)	(28.44)
资产减值损失	(60.31)	(5.00)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(2.84)	84.28	60.00	0.00	0.00
投资净收益	129.93	153.99	80.00	0.00	0.00
营业利润	646.31	700.22	516.87	725.63	819.68
营业外收入	2.25	2.75	15.74	5.57	6.58
营业外支出	2.32	0.97	13.74	7.40	6.11
利润总额	646.24	701.99	518.87	723.79	820.15
所得税	105.86	144.90	103.73	134.44	154.98
净利润	540.38	557.09	415.15	589.36	665.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	540.38	557.09	415.15	589.36	665.17
EBITDA	880.44	958.93	729.29	878.94	982.77
EPS (元, 基本)	0.81	0.83	0.62	0.88	0.99

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	10.01	6.43	(1.16)	15.62	9.84
营业利润	34.01	8.34	(26.18)	40.39	12.96
归属母公司净利润	38.63	3.09	(25.48)	41.96	12.86
获利能力 (%)					
毛利率	62.79	61.88	62.87	63.50	63.73
净利率	7.57	7.33	5.53	6.79	6.98
ROE	9.30	8.86	6.20	8.18	8.56
ROIC	11.15	15.98	11.68	15.06	17.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.79	43.61	40.38	42.29	37.22
净负债比率 (%)	8.04	4.77	(1.89)	(2.55)	(9.86)
流动比率	1.78	2.05	2.10	1.83	1.99
速动比率	0.81	1.69	1.76	1.48	1.64
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.71	0.67	0.73	0.77
应收账款周转率	7.25	6.72	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	3.51	3.51	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.83	0.62	0.88	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	2.84	0.96	0.87	1.59
每股净资产(最新摊薄)	8.66	9.36	9.98	10.73	11.58
估值比率					
PE (倍)	46.28	44.90	60.25	42.44	37.60
PB (倍)	4.30	3.98	3.73	3.47	3.22
EV_EBITDA (倍)	28.94	24.38	31.47	26.05	22.70

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，林寰宇、梅昕、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林寰宇、梅昕、孙丹阳本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司