

证券研究报告—深度报告

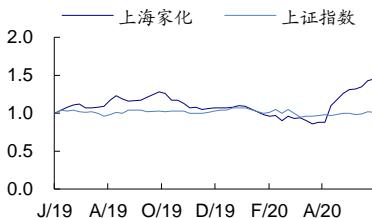
商业贸易

日用化妆品

上海家化(600315)
买入

合理估值: 52.66-56.72 元 昨收盘: 41.31 元 (调高评级)

2020年06月15日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	671/671
总市值/流通(百万元)	27,729/27,729
上证综指/深圳成指	2,920/11,252
12个月最高/最低(元)	41.93/24.44

相关研究报告:

《上海家化-600315-2020 年一季报点评: Q1 营收符合预期, 新任 CEO 带来新期待》——2020-04-24

《上海家化-600315-2019 年年报点评: 营销强化影响短期业绩, 持续推动品牌优化升级》——2020-02-20

《上海家化-600315-2019 年三季报点评: 佰草集有望延续复苏, 日化龙头再起航》——2019-10-25

《上海家化-600315-2019 年半年报点评: 佰草集单季复苏明显, 下半年新品表现值得期待》——2019-08-19

《上海家化-600315-2018 年年报点评: Q4 逆势表现优异, 佰草集调整可期》——2019-03-14

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师: 冯思捷

电话: 15219481534
 E-MAIL: fengsijie@guosen.com
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040002

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

百年匠心, 历久弥新

● 公司概况: 全渠道、全品类、多品牌的百年日化龙头

公司是中国日化行业历史最悠久的民族企业之一, 历经百年已发展为品类、渠道和品牌布局最为全面的本土日化龙头。14 年后公司由于管理层调整磨合及行业变化基本面有所波动, 近年来通过品牌及渠道积极调整有所企稳。公司过去三年营收和业绩复合增速分别为 12.6% 和 37.1%, 今年 Q1 受疫情影响营收有所下滑, 但仍好于行业平均水平。

● 攻守兼备的品牌矩阵, 产品力沉淀深厚, 保障长期稳定发展

公司产品力积淀深厚, 兼具中草药概念独特性及产品安全性和功效性, 在此基础上搭建了完备的品牌矩阵基础: 玉泽借强劲产品力及新营销布局成为拉动公司增长新驱动力, Q1GMV 增速超 500%; 六神整体稳健, 今年在疫情提振个人清洁品类需求及炎夏提振花露水需求下有望稳步增长; 佰草集加速产品革新, 提升营销效率, 有望逐步重回增长轨道; 美加净及高夫通过品类转型升级打开空间; 其他新锐品牌启初, 家安、双妹等所处细分市场发展迅速, 为公司中长期发展储备潜能。

● 管理机制有望优化, 释放业绩潜力, 新兴渠道发展空间大

公司新任 CEO 具备国际美妆企业运营经验, 随着未来管理层变革, 公司一方面有望在机制理顺后实现提效控费释放业绩, 目前公司费用率高出同行以及自身历史稳健水平超过 10pct 以上; 另一方面, 新任管理层具有电商新渠道转型运营经验, 公司 19 年电商渠道占比预计不到 30%, 而板块内品牌公司普遍占比高于 45%, 未来发展空间较大。

● 风险提示

国内消费市场需求不振, 美妆品牌竞争加剧, 公司新兴渠道布局不力。

● 盈利能力改善可期, 多品牌布局促长期发展, 上调至“买入”

考虑公司在管理机制上的变革及新品牌高速增长后带来基本面快速增长, 上调 20-22 年 EPS 为 0.81/1.11/1.39 元, 对应 PE51.0/37.2/29.8 倍。作为国内综合性的日化龙头, 公司研发生产实力强劲, 品牌资产深厚, 中短期随着管理机制优化以及品牌成长规模效应体现, 盈利能力有望得到改善, 中长期基本面确定性强, 上调评级至“买入”。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,597.0	8,092.9	9,539.0	10,528.2
(+/-%)	6.4%	6.5%	17.9%	10.4%
净利润(百万元)	557.1	543.9	745.5	930.3
(+/-%)	3.1%	-2.4%	37.1%	24.8%
摊薄每股收益(元)	0.8	0.8	1.1	1.4
EBIT Margin	6.6%	6.5%	8.0%	9.3%
净资产收益率(ROE)	8.9%	8.1%	10.4%	12.0%
市盈率(PE)	49.8	51.0	37.2	29.8
EV/EBITDA	47.6	48.1	35.8	29.2
市净率(PB)	4.4	4.1	3.9	3.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是中国日化行业历史最悠久的民族企业之一，目前已发展为品类、渠道和品牌布局最为全面的本土日化龙头。2014年后由于管理层调整磨合及行业变化，公司基本面有所波动，近年来通过品牌及渠道积极调整基本面有所企稳，近三年营收和业绩复合增速分别为12.6%和37.1%。

中短期来看，玉泽品牌 Q1GMV 增速超 500%，凭借强劲产品力及新营销布局正成为拉动公司增长新驱动力；今年六神有望受益疫情提振个人清洁品类需求及炎夏提振花露水需求，实现稳步增长；中期随着佰草集营销效率的提升，品牌有望逐步复苏，高毛利率的护肤品业务的增长拉动公司整体毛利率水平，且规模效应下费用率有望得到优化；此外，公司新任管理层日化行业经验丰富，有望带来市场化机制的变革，业绩释放潜力大。综合来看，公司品牌资产丰厚，研发生产实力强，为长期发展带来保障。

综合来看，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年的 EPS 为 0.81/1.11/1.39 元（此前为 0.81/0.99/1.21 元/股），对应的 PE 分别为 51.0/37.2/29.8 倍。

核心假设与逻辑

- 1、玉泽凭借优异的产品力保持高速增长，并实现盈利；
- 2、佰草集通过推出新品，拉新成功，同时营销效率不断提升，品牌逐渐复苏；
- 3、新任管理层带来市场化机制的变革，实现企业提效控费，释放业绩。

与市场的差异之处

- 1、市场对玉泽的市场空间有所疑虑。我们认为当下玉泽所处的功能性护肤品是护肤品行业增长最快的细分赛道，玉泽的竞品薇诺娜 2019 年营收已经达到越 20 亿的水平。而玉泽作为医研共创品牌，产品实力极强，2019 年营收不到 3 亿元，未来 3 年有望保持高速增长。
- 2、市场认为公司其他品牌的成长空间有限。我们认为，启初、家安和双妹所处的赛道及自身品牌力都十分优质，未来几年仍有望保持高速增长。
- 3、市场认为佰草集复苏难度较大。我们认为当前公司已经完成了佰草集在品牌定位、渠道和产品上的梳理，目前产品推新思路越发清晰化，有望在持续招新以及营销效率提升的推动下，有望逐步复苏。

股价变化的催化因素

- 1、玉泽品牌保持爆发式增长；
- 2、佰草集在推新成功以及营销效率提升背景下，迎来业绩拐点；
- 3、其他小品牌保持高速增长，并逐渐盈利。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、玉泽的产品在安全性和功效性方面未达到消费者预期，销售低于预期；
- 2、线上内容营销效果不达预期，营销效率较低，造成销售费用率较高。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 46.85-47.56 元/股	6
相对估值: 52.66-56.72 元/股	7
投资建议: 中短期盈利能力改善可期, 多品牌布局确保长期发展, 上调至“买入” 评级	8
公司概况: 全渠道、全品类、多品牌的日化龙头	9
股权结构及管理: 中国平安为实际控制人, 多次激励绑定核心骨干	9
经营情况: 定位大众护肤品牌, CS 渠道为基, 电商高速发展	10
财务分析: 规模王者, 盈利能力存在提升空间	12
历史沿革: 百年龙头, 历久弥新	14
行业情况: 景气度持续向好, 渠道及营销迎来变革	20
线上化红利打破行业增长天花板, 家化虽有所落后但改善空间大	21
注重产品力提升为未来大势所趋, 家化具备先发优势	21
多品牌集团化保证长期稳定发展, 家化具备完善品牌矩阵基础	22
品牌优势: 攻守兼备的品牌矩阵, 保障长期稳定发展	24
玉泽: 占据优质赛道, 产品实力强劲, 新营销发力	25
佰草集: 品牌和渠道定位逐步理顺, 加快产品推新升级	26
六神: 向全季个人洗护领导品牌进军, 推进年轻化转型	28
美加净: 国民品牌沉淀深厚, 年轻化、品类升级进行中	29
高夫: 专业男士护理品牌, 积极推进产品转型	30
其他品牌: 启初、家安、双妹品牌在各自细分市场初具影响力	31
产品优势: 产品力积淀深厚, 营销助力形象升级	34
完善的研发系统和优异的生产实力, 为产品力奠定基础	34
加强市场洞察, 巧用社媒营销, 强化产品形象	36
管理变革: 机制理顺有望释放业绩, 新兴渠道迎发展	39
新任 CEO 具备国际化妆品巨头任职背景, 专业化管理能力较强	39
电商渠道发展值得期待, 助力公司打破渠道发展天花板	40
管理优化后的费用下降空间较大, 有望提升公司未来盈利能力	40
盈利预测	42
核心假设	42
敏感性分析	43
风险提示	44
附表: 财务预测与估值	45
国信证券投资评级	46
分析师承诺	46
风险提示	46
证券投资咨询业务的说明	46

图表目录

图 1: 公司股权结构图	9
图 2: 公司品类占比	10
图 3: 各个品类历年增速.....	10
图 4: 线上（电商和特渠）和线下收入增速/%	11
图 5: 线上（电商和特渠）线下占比/%.....	11
图 6: 上市公司日化营收规模/亿元.....	12
图 7: 各公司营收增速/%.....	12
图 8: 各公司毛利率对比.....	13
图 9: 各公司净利率对比.....	13
图 10: 各公司存货周转天数对比.....	13
图 11: 各公司应收账款周转天数对比	13
图 12: 公司股价走势图.....	15
图 13: 公司前身广生行	16
图 14: 90 年代以来上海家化的几次重大控制权变动	16
图 15: 公司现有主要运营品牌的发展历程.....	16
图 16: 公司这一时期净利润水平快速提升	17
图 17: 公司毛利率水平快速提升	17
图 18: 公司这一时期收益质量大幅下滑	18
图 19: 公司这一时期存货和应收账款周转天数快速提升.....	18
图 20: 公司营收增速有所回升企稳	18
图 21: 公司盈利能力 17 年有所企稳但仍不及历史平均水平.....	18
图 22: 化妆品零售额当月值及同比增速（%）	20
图 23: 我国化妆品行业历年零售额（百万元）及增速/%.....	20
图 24: 行业集中度变化趋势.....	20
图 25: 日化板块分季度营收增速变化/%.....	20
图 26: 化妆品行业渠道占比变化情况	21
图 27: 各品牌 Q1 电商渠道增速.....	21
图 28: 2019 年头条美妆品类热度.....	22
图 29: 2018 年细分品类零售额增长/%.....	22
图 30: 企业唯有不断培育第二增长曲线才能实现持续发展	23
图 31: 爱茉莉太平洋营收增速（%）、业绩增速（%）及 PE.....	23
图 32: 欧莱雅营收增速（%）、业绩增速（%）及 PE.....	23
图 33: 公司业务的波士顿矩阵分析	24
图 34: 玉泽的营收变化	25
图 35: 玉泽今年以来线上增长情况	25
图 36: 我国功能性化妆品市场快速发展.....	26
图 37: 专家 KOL 与美妆 KOL 合力营销	26
图 38: 佰草集营收变化情况.....	27
图 39: 处于中高端定位的佰草集受国际品牌降维打击影响.....	27
图 40: 佰草集近两年不断升级拓宽旗下太极明星产品系列	28

图 41: 六神营收变化情况.....	28
图 42: 六神积极通过跨界营销布局品牌年轻化.....	28
图 43: 六神主要品类的市占率变化情况.....	29
图 44: 美加净品牌营收变化情况.....	30
图 45: 美加净在大众护手霜品类市占率情况.....	30
图 46: 美加净近年在产品升级以及品牌升级上布局积极.....	30
图 47: 高夫品牌营收变化情况.....	31
图 48: 高夫在面霜品类市占率情况.....	31
图 49: 婴幼儿护理市场空间预测.....	32
图 50: 2020 年启初推出孕妇“孕安瓶”, 拓展孕妈市场.....	32
图 51: 家居护理细分品类规模和增速情况.....	32
图 52: 家安 2020 年推出空气净化香氛系列.....	32
图 53: 高端护肤品和大众护肤品市场增速对比.....	33
图 54: 双妹 2020 年推出唇膏新品.....	33
图 55: 公司历年研发费用率情况.....	34
图 56: 可比公司 2019 年研发费用率对比.....	34
图 57: 上海家化科创中心.....	35
图 58: 上海家化科创中心.....	35
图 59: 上海家化青浦工厂膏霜水配置车间.....	36
图 60: 上海家化青浦工厂液洗车间.....	36
图 61: 化妆品产品开发过程以及研发人员角色的变化.....	38
图 62: 欧莱雅中国区电商占比变化.....	40
图 63: 上市公司历年电商渠道占比.....	40
图 64: 上海家化费用率相对同行较高.....	41
图 65: 公司费用率变化情况.....	41
表 1: 三阶段模型的主要假设.....	6
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	6
表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析.....	6
表 4: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析.....	7
表 5: 可比公司 2019 年指标对比.....	7
表 6: 同行业上市公司估值比较.....	7
表 7: 公司前次股权激励方案.....	10
表 8: 公司旗下品牌详情介绍.....	11
表 9: 公司历史沿革.....	14
表 10: 上海家化 2018 年以来推出的新品.....	37
表 11: 公司历任董事长情况介绍.....	39
表 12: 公司分品牌盈利预测.....	42
表 13: 情景分析表.....	43

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：46.85-47.56 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。疫情对公司 2020 年业绩造成了较大的影响，从收入端来看，佰草集线下百货占比较大，受到影响较大；此外，汤美星品牌目前收入集中在海外，受到的疫情扩散影响较大。利润端，公司疫情对公司持股的北京和上海的丝芙兰门店造成了较大的影响，因而投资收益有所下降。但疫情的影响属于短期因素，随着疫情逐步好转，未来我们预计 2021-2022 年公司在玉泽品牌和其他新兴品牌高速增长，佰草集逐渐复苏以及六神稳健增长的推动下，营收未来三年实现快速恢复增长，且随着较高毛利率的护肤品业务占比的提升也将带动毛利率继续提升，并随着扩张带来的规模效益逐渐体现，以及管理机制的改善，公司管理和销售费用率有望呈下降趋势。同时出于谨慎考虑，我们假设在最后几年增速逐步下降。据此推算上海家化每股绝对估值合理区间为 46.85~47.56 元，对应空间为 13.41%-15.13%。

表 1：三阶段模型的主要假设

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	6.53%	17.87%	10.37%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	6.00%	5.00%
营业成本/营业收入	37.79%	36.71%	35.84%	35.50%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
管理费用/营业收入	14.00%	13.80%	13.60%	13.00%	13.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
销售费用/销售收入	40.60%	40.40%	40.20%	39.00%	38.00%	37.00%	37.00%	37.00%	37.00%	37.00%
营业税及附加/营收	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税税率	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%

资料来源:公司年报, 国信证券经济研究所整理预测

表 2：绝对估值的基本假设条件

基本假设			
无风险利率	2.5%	风险溢价	6.0%
永续增长率	3.5%	实际所得税率	16%
公司市值 (百万元)	27729	E/(D+E)	96.02%
债务总额 (百万元)	1148	D/(D+E)	3.98%
Ke	8.09%	WACC	7.93%

资料来源:公司年报, 国信证券经济研究所整理预测

表 3：FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

47.56	7.1%	7.6%	8.09%	8.6%	9.1%
5.0%	97.95	78.24	64.92	55.31	48.06
4.5%	81.42	67.52	57.50	49.94	44.03
4.0%	70.25	59.79	51.90	45.74	40.79
3.5%	62.18	53.95	47.52	42.36	38.13
3.0%	56.10	49.38	44.00	39.59	35.91
2.5%	51.33	45.72	41.11	37.27	34.03
2.0%	47.51	42.70	38.70	35.31	32.41

资料来源:国信证券经济研究所整理预测

表 4: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

46.85	6.9%	7.4%	7.93%	8.4%	8.9%
5.0%	98.53	77.89	64.29	54.65	47.47
4.5%	81.01	66.82	56.77	49.27	43.47
4.0%	69.47	58.97	51.15	45.10	40.28
3.5%	61.28	53.12	46.81	41.78	37.68
3.0%	55.18	48.59	43.34	39.07	35.52
2.5%	50.46	44.98	40.52	36.81	33.69
2.0%	46.69	42.03	38.17	34.91	32.13

资料来源:国信证券经济研究所整理预测

相对估值: 52.66-56.72 元/股

与化妆品板块的上市公司比较来看,公司的收入体量最大,但是成长性、盈利能力和 ROE 水平相对一般。具体从业务来看,壹网壹创主营化妆品线上代运营,华熙生物除化妆品业务外,还有原料和医疗终端产品业务,可比性相对较低,珀莱雅和丸美股份与公司同为品牌企业,可比性相对更高。

表 5: 可比公司 2019 年指标对比

	上海家化	珀莱雅	丸美股份	华熙生物	壹网壹创
营收/亿元	75.97	31.24	18.01	18.86	14.51
Yoy/%	6.43/%	32.28/%	14.28/%	49.28/%	43.25/%
归母净利润/亿元	5.57	3.93	5.15	5.86	2.19
yoy/%	3.09/%	36.73/%	23.99/%	38.16/%	34.71/%
毛利率/%	61.88/%	63.96/%	68.16/%	79.66/%	43.04/%
净利率/%	7.33/%	11.73/%	28.48/%	31.00/%	15.10/%
存货周转天数	111.88	87.38	99.22	230.50	41.54
应收账款周转天数	53.53	16.56	0.47	54.79	33.58
ROE/%	8.86/%	19.35/%	19.28/%	12.87/%	17.14/%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

化妆品行业赛道优质,景气度高,长期发展空间广阔,且板块上市公司较少,稀缺性明显;同时当前市场流动性充沛而优质高成长性资产相对稀缺,且根据宏观环境形势,预计这一趋势在未来一段时间很难发生变化,因此板块内上市公司较历史平均水平偏高的估值状态预计也将持续一段时间。

从可比公司的平均估值来看,如下图所示,公司无论是 PE 还是 PS 角度都有所低估,其中 PS 低估相对更为明显:

表 6: 同行业上市公司估值比较

公司名称	收盘价 截止 6.12	市值(亿元) 截止 6/12	净利润增速(%)				PE		PS			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2021E	2022E	
华熙生物	127.42	611.62	38.16%	21.78%	47.42%	32.82%	85.76	58.18	43.80	25.81	18.00	13.81
珀莱雅	161.51	325.07	36.73%	27.88%	35.72%	27.14%	64.73	47.69	37.51	8.21	6.24	5.21
丸美股份	82.20	329.62	23.99%	16.83%	24.74%	16.88%	54.80	43.93	37.59	15.94	13.17	11.49
壹网壹创	180.60	260.52	34.71%	40.50%	33.47%	26.80%	84.64	63.42	50.01	13.94	10.47	8.41
加权平均							74.41	53.76	42.18	17.91	13.17	10.56
上海家化	41.31	277.29	3.09%	-2.38%	37.08%	24.78%	50.99	37.19	29.81	3.43	2.91	2.63

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理预测

我们认为,上海家化近几年主要由于品牌投入期(佰草集、高夫复苏期费用投放较大,玉泽、启初等品牌高速成长期的品牌投放费用也较大)、汤美星品牌的收购消化等短期因素影响,以及前期管理层变动磨合带来业绩波动下,导致同期净利率明显低于同行平均水平,而在明后年这一局面有望逐步改善:

1) 新任管理层上任有望带来管理机制的变革: 公司新任 CEO 潘总于 5 月上任, 相对于前两任 CEO, 潘总在化妆品领域的实操经验丰富。当前我国日化领域风口变化较快, 更加需要敏锐和经验丰富的管理层来把握方向。而机制的改善一方面有望通过提效控费释放公司业绩; 另一方面借助新管理层在电商新兴渠道方面的经验, 有望将家化带上新的营收成长通道。

2) 中短期品牌迭代保障业绩增长, 盈利能力有望改善: 一是, 公司内生孵化的功能性护肤品品牌玉泽在 2020 年爆发, 一季度 GMV 同比增长 500% 以上。玉泽品牌所处赛道优质且产品自身实力强, 我们预计今年占比有望接近 15%, 而对标薇诺娜 2019 年约 20 亿元的收入体量, 未来仍有较大的成长空间。二是, 短期今年公司占比最大的六神品牌有望受益疫情提振个人清洁品类需求, 以及炎夏气候提振花露水需求, 有望实现在去年低基数下的快速增长; 三是, 中期来看, 佰草集当前的产品和营销思路已经逐渐清晰, 产品推新招新情况优异, 营销投放逐渐趋于合理化, 明后年实现复苏增长可期。四是, 长期来看新锐品牌如婴幼儿护理品牌启初、家具清理品牌家安, 以及中高端护肤品牌双妹, 所处赛道优质, 且在细分品类已经具有一定的品牌优势, 为公司长期增长接力。而从盈利能力改善来看, 随着玉泽、启初的不断成长壮大, 以及佰草集的复苏, 高毛利率的护肤品业务有望推动公司整体毛利率的提升, 且费用率随着规模效应的显现也有望不断下降。

3) 此外, 与可比公司目前均依靠单个化妆品品牌支撑成长相比, 公司的收入规模体量最大, 品类、品牌矩阵最为完善, 中长期的业绩稳定性相对突出。具体来看, 上海家化旗下品牌资产丰厚, 在每个日化细分领域均有相应布局的品牌, 且在对应的领域初具影响力, 能够应对市场的变化, 长期来看基本面的稳定性高, 也是家化在过去多年的管理层磨合战略不清晰调整下仍能在市场占据较高影响力的重要原因, 这样的多品牌策略保证了长期业绩增长的稳定性, 参考国际日化企业的估值特点, 多品牌平台型公司理应享有一定估值溢价。

综合来看, 今年受疫情影响, 公司基本面走低已成定局, 但疫情属于短期影响, 在行业快速复苏背景下, 公司明后年基本面仍有望走上正轨, 且根据上述分析, 上海家化自身各品牌也有望在明后年迎来突破。因此综合分析, 我们给予公司 2021 年预测 PE47-51 倍, 预测 PS 3.7-4.0 倍, 对应股价 52.66-56.72 元/股, 对应的上涨空间为 26.74%-36.49%。

投资建议: 中短期盈利能力改善可期, 多品牌布局确保长期发展, 上调至“买入”评级

综合来看, 考虑公司在管理机制上的变革以及新兴品牌高速增长和主力品牌改善带来的盈利能力改善, 我们上调公司明后年盈利预测, 预计公司 2020-2022 年的 EPS 为 0.81/1.11/1.39 元 (此前为 0.81/0.99/1.21 元/股), 对应的 PE 分别为 51.0/37.2/29.8 倍。公司作为国内综合性日化龙头, 研发生产实力强劲, 品牌资产深厚, 品牌迭代保障中长期成长, 管理改善提效控费释放业绩。

综合考虑, 我们认为公司未来一年期合理价值区间在 52.66-56.72 元/股, 对应的上涨空间为 27.5%-37.3%, 作为国内综合性的日化龙头, 公司品牌资产深厚, 中长期基本面确定性强, 短期随着管理机制优化逐步实现盈利能力改善, 并有望加强新兴渠道布局推动企业步入发展快车道, 我们上调评级至“买入”。

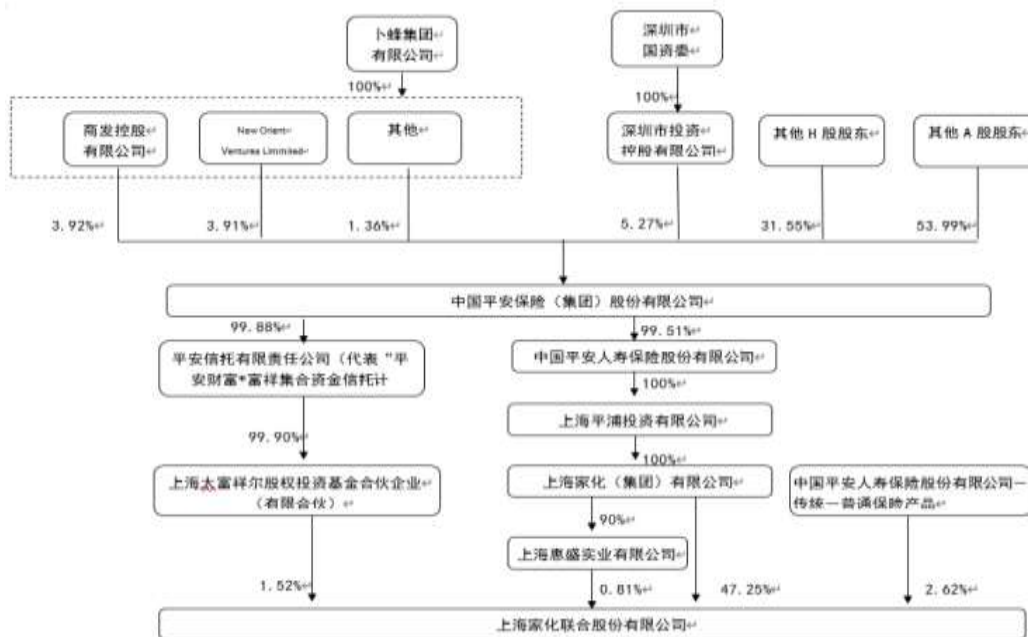
公司概况：全渠道、全品类、多品牌的日化龙头

上海家化是中国日化行业历史悠久的民族企业之一，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，今年已步入发展的第 122 年。公司是目前国内品类和品牌矩阵最为强大的平台型日化龙头公司，产品覆盖美容护肤、个人护理、家居护理三大领域，通过内生孵化，旗下拥有“六神”、“佰草集”、“美加净”、“高夫”、“玉泽”、“家安”、“启初”和“双妹”等多个国内知名品牌。公司过去三年在品牌及渠道调整背景下营收和归母净利润年复合增速分别为 12.60% 和 37.13%，今年 Q1 受疫情影响营收下降 14.80%，剔除会计准则调整影响，下滑幅度约 11%，仍好于行业平均水平。当前随着公司新任 CEO 潘总上任，有望迎来企业革新契机。凭借强大的多品牌矩阵、深厚的产品底蕴，以及不断强化的营销和渠道布局，百年日化龙头有望迎来焕新腾飞。

股权结构及管理：中国平安为实际控制人，多次激励绑定核心骨干

公司控股股东为上海家化集团有限公司，在上市之初实际控制人为上海市国资委，2011 年 11 月，控股股东家化集团整体改制，中国平安下属平浦投资竞得家化集团 100% 股权，实际控制人变更为中国平安，后续经过数次要约收购，目前中国平安通过直接或间接共计持有公司 52.20% 的股份。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司上市以后历经四任 CEO，2013 年以前一直由葛文耀担任，其在任期间为公司奠定了多品牌矩阵基础。其后公司分别在 2013 年及 2016 年聘任了谢文坚及张东方为公司 CEO，今年 4 月公司公告聘任潘秋生为公司新任 CEO，潘总已于 5 月 6 日正式上任。

长期以来，公司一直积极推行领先的激励机制，上市后实施多次股权激励计划，以绑定核心骨干，调动关键员工的积极性，从而帮助公司实现长期健康发展。公司最新一期股权激励的考核期将于今年到期，预计新 CEO 上任后将推动新一轮股权激励实施。

表 7: 公司历年股权激励方案

推出时间	激励对象	考核内容	股份数
2008 年	公司董事长、总经理在内的高管团队人员，公司及子公司中层管理人员；经公司认定的营销、技术和管理骨干。	公司 2007 年度净利润不低于 9220 万元；扣非净利润不低于 8448 万元	530 万股
2012 年	公司董事长、总经理在内的高管团队人员，公司及子公司中层管理人员；经公司认定的营销、技术和管理骨干。	2012-2014 三个年度加权平均净资产收益率不低于 18%，以 2011 年为基准，三年增速分别不低于 25%/56%/95%	2540 万股
2015 年	公司及子公司董事、高级管理人员、公司核心人才和管理骨干	以 2013 年业绩为基准，2015-2017 年营收增长率分别不低于 37%，64%，102%，同时加权平均净资产收益率均不低于 18%	179.82 万股
2018 年	公司董事、高级管理人员等共计 10 人	以 2017 年营收为基准，2018-2020 年增速分别不低于 23%/54%/92%;2018-2020 年净利润增长分别不低于 41%/92%/156%	425 万股

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

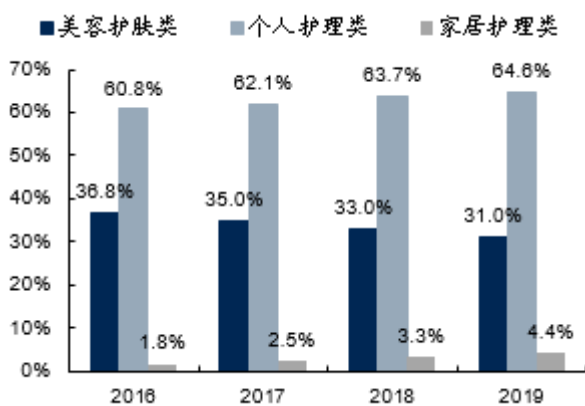
经营情况: 定位大众护肤品牌, CS 渠道为基, 电商高速发展

产品端: 全品类覆盖的日化龙头

公司把产品分类为美容护肤类、个人护理类和家居护理类。其中美容护肤主要包括佰草集、玉泽、美加净和双妹品牌等; 个人护理品类主要包括六神、高夫、汤美星、启初品牌等; 家居护理主要包括家安品牌。

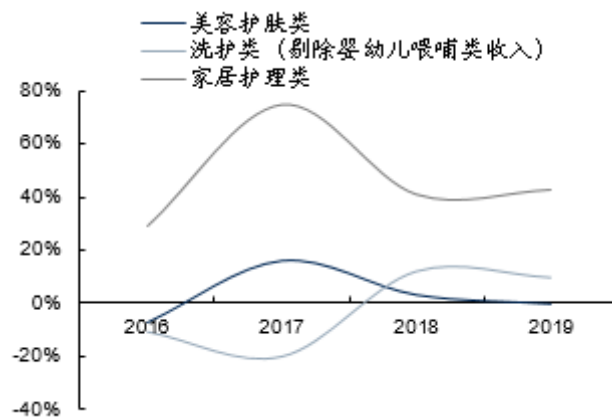
2019 年, 个人护理品类占比最高达到 64.57%, 美容占比 31.04%, 家居护理品类营收占比 4.39%。从近年增长情况来看, 公司体量最小的家居护理品类增速最快, 个人护理品类(剔除汤美星并表)在六神稳健增长及 18 年 9 月代理美国 C&D 个护等品类的推动下, 实现稳健的增长, 美容护肤类则在佰草集及美加净收入承压背景下, 营收有所放缓。

图 2: 公司品类占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 各个品类历年增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

品牌端: 品牌差异化明显, 玉泽、启初和家安快速增长

公司旗下的品牌在品牌理念上大部分均极具中国东方特色, 运用中国智慧、珍视传统、追求创新, 使其品牌差异化较为明显。最大的两个品牌六神和佰草集均是主打中草药配方。从定位来看, 旗下品牌定位覆盖大众到高端, 其中公司在大众品类上的运作相对较为成熟, 六神、美加净品牌深入人心。而在中高端品牌方面的布局有佰草集和双妹品牌。

表 8: 公司旗下品牌详情介绍

品牌	品牌定位	品类	品牌成立时间	营收体量情况	渠道
六神	大众个护品牌	主打中草药配方的花露水、沐浴露、香皂、洗手液、粉系列、宝宝系列、随身系列、洗发露系列在内的各类个人护理产品	1990 年	预计 25%+	线下商超为主
佰草集	中高端中草药配方护肤品品牌	中草药面部皮肤护理品牌	1998 年	预计 25%	线上、线下以百货为主
汤美星 (收购)	中高端婴幼儿喂哺品牌	婴幼儿喂哺用具	2017 年	20%以上	线下母婴店为主
美加净	大众中低端护肤品品牌	面霜、手霜等护肤品	1962 年	不到 6%	线上, 线下以商超为主
高夫	大众护肤品品牌	男士护肤品、洗发沐浴、香氛	1992 年	不到 6%	线上, 百货、CS 店、商超
玉泽	大众功能性护肤品品牌	修护皮肤屏障的皮肤学级护肤品品牌	2002 年	不到 6%	线上为主
家安	大众家居清洁护理品牌	家居护理类, 包括织物清洁、家电除菌、厨房清洁和卫浴清洁	1993 年	不到 6%	线上, 线下商超
启初	大众婴幼儿皮肤护理品牌	婴幼儿面霜、身体乳, 沐浴露、洗发露等	2013 年	不到 6%	线下母婴店为主
片仔癀	中高端口腔护理品牌	牙膏等口腔护理品类	2015 年	占比极小	线下商超为主
双妹	高端美妆品牌	目前以护肤品为主	1898 年	占比极小	百货

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所估算整理

从营收体量来看, 目前六神和佰草集是公司的两大重量级品牌, 两者合计营收占比约为 50%, 2017 年收购的汤美星品牌营收占比约为 20%以上, 其他品牌收入占比预计不高于 6%。从增速情况来看, 目前六神、佰草集、美加净和高夫品牌相对较为成熟, 收入增速相对较为平稳, 玉泽、启初、家安保持较快的增长, 我们在下文将详细介绍公司的多品牌发展情况。

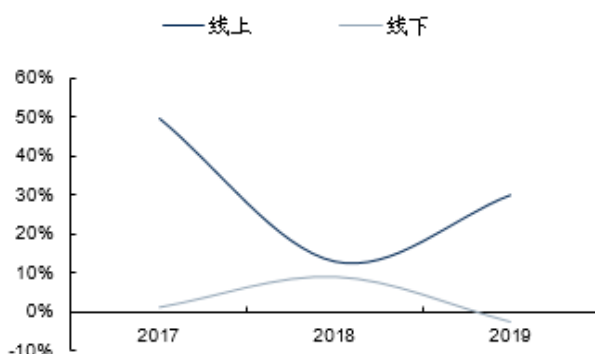
➤ 渠道端: 线下相对乏力, 线上快速增长且仍有提升空间

公司构建了覆盖多渠道的销售网络, 主要可分为线上和线下两个渠道。由于公司整体品类和品牌较为多样化, 不同品类和品牌适应的渠道也不相同, 公司美容护肤品类线上化程度相对较高, 而个人护理和家居护理品类线上化程度较低。

分别来看, 公司线上渠道包括特渠和电商渠道, 其中特渠占比相对较小, 过去几年在 5%-8%之间, 而电商渠道包括淘宝、京东、唯品会等线上渠道。2019 年线上的电商和特渠实现收入 25.83 亿元, 同比增长 30.01%, 占比约 34%。

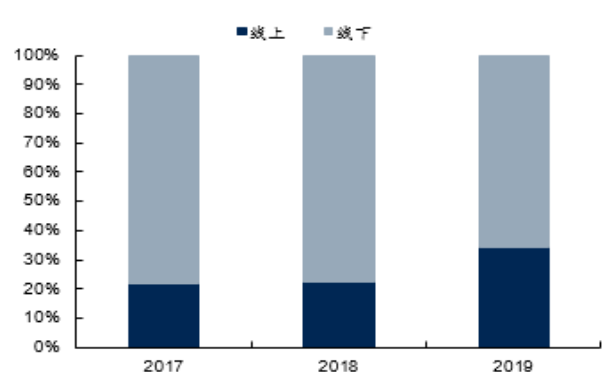
线下渠道包括商超渠道、百货渠道、化妆品专营店和母婴渠道。19 年公司线下渠道实现 50.08 亿元营业收入, 同比下降 2.62%, 占比约 66%, 主要系以佰草集主要的线下百货渠道的收入有所下降。2019 年公司有组织分销的可控商超门店 20 万家、百货近 1500 家、化妆品专营店约 1.3 万家、母婴店近 6000 家。

图 4: 线上 (电商和特渠) 和线下收入增速/%



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 线上 (电商和特渠) 线下占比/%



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

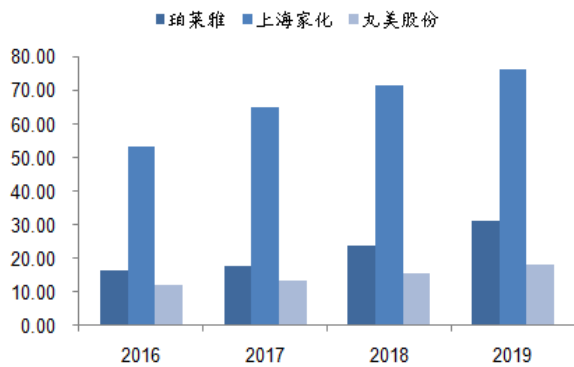
财务分析：规模王者，盈利能力存在提升空间

营收分析：近年营收增长趋于稳健，归母净利润受费用端影响较大

2019年上海家化实现营收75.97亿元，同比增长6.43%，实现归母净利润5.57亿元，同比增长3.09%，扣非归母净利润3.80亿元，同比下降16.91%。今年Q1受疫情影响，公司营收下滑14.80%，剔除会计准则调整影响，下滑幅度约11%，好于行业平均水平，归母净利润下滑48.89%，主要系参股企业受疫情较大及金融资产投资收益下降影响，扣非后下滑19.00%，整体符合市场预期。

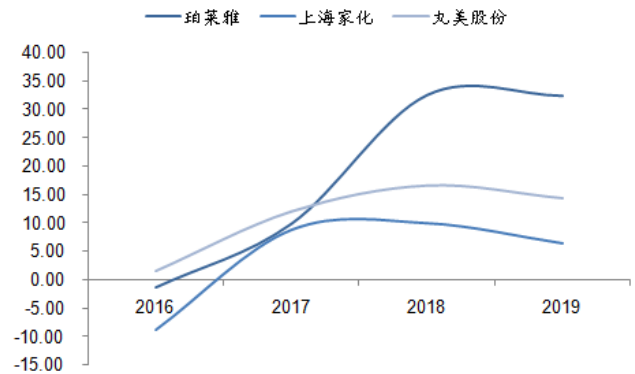
如下图所示，与同行业相比，上海家化无疑是营收体量最大的上市美妆公司，远高于丸美、珀莱雅等品牌公司，主要受益于较为成熟的品牌布局，其余企业均以主品牌为主要营收来源。但是从成长情况角度来看，上海家化近年表现相对并不突出，预计主要系电商渠道布局相对落后于同业，同时线下受竞争加剧等影响下滑明显。但随着去年以来公司在内容营销产业链上下游布局的完善和人才的吸引积累，公司电商有望厚积薄发。

图 6：上市公司日化营收规模/亿元



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 7：各公司营收增速/%



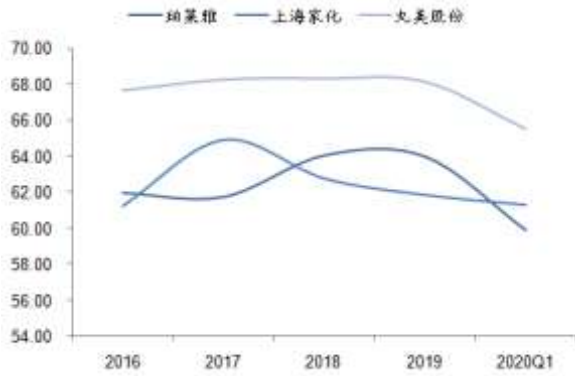
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

盈利能力：近年来盈利能力处于同行较低水平

从毛利率来看，2019年公司毛利率61.87%，同比下降0.91pct，主要系新工厂开工的成本提升以及产品结构中面膜占比的提升所致。上海家化近三年公司毛利率呈现下降的趋势，预计与公司在竞争环境加剧背景下，为促进销售稳步增长加大促销力度有关。目前整体毛利率水平处于品牌类同业公司中相对低位，公司产品系列丰富，多数品类处于大众中端价位，同时线下也以经销商模式为主，因此毛利率水平相对较低，但与同业差距并不明显。

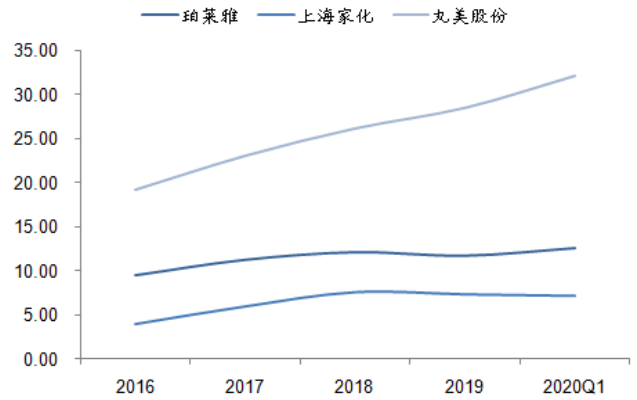
从净利率来看，2019年公司净利润率，同样处于可比上市公司相对较低水平，自16年以来公司一直处于管理调整阶段，同时收购汤美星后管理费用率水平有所提升，此外，在行业竞争压力加大情况下，公司提升了网红直播带货等新兴媒介的投放，也带来较大的营销费用支出。

图 8: 各公司毛利率对比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 9: 各公司净利率对比

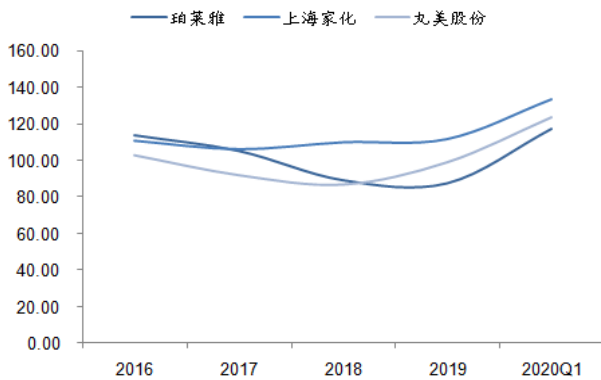


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

经营效率: 渠道及品牌调整下, 经营能力有待改善

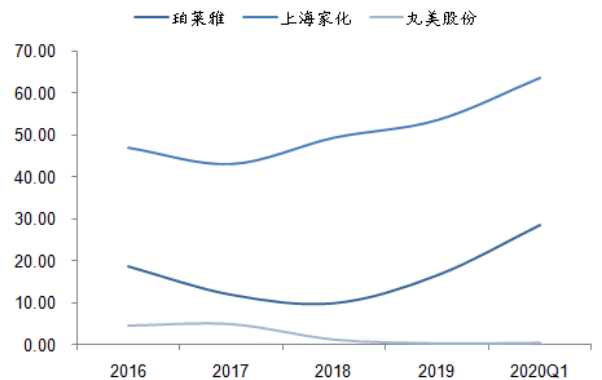
上海家化的存货周转天数自 2015 年渠道管理转型及旗下品牌产品调整开始一直呈现上升的趋势, 2019 约为 112 天, 也处于可比公司相对较高水平。同时应收周转天数则相对较低, 2019 年约为 54 天, 较去年有所提升, 但从账龄来看一年以内占比 97%, 整体风险可控。此外公司当前现金储备仍有约 15 亿元, 处于同行较高水平, 在疫情下也具备了较强抗风险能力。

图 10: 各公司存货周转天数对比



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 各公司应收账款周转天数对比



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

历史沿革：百年龙头，历久弥新

上海家化创立至今已有 122 年历史，行业环境的骤变加上经营策略变化使公司经历了多次起伏。通过对公司的发展过程及变革分析，也可以一窥民族品牌的发展历程。我们根据公司的管理架构变革及基本面变化将其发展分为六个阶段，具体如下图所示。

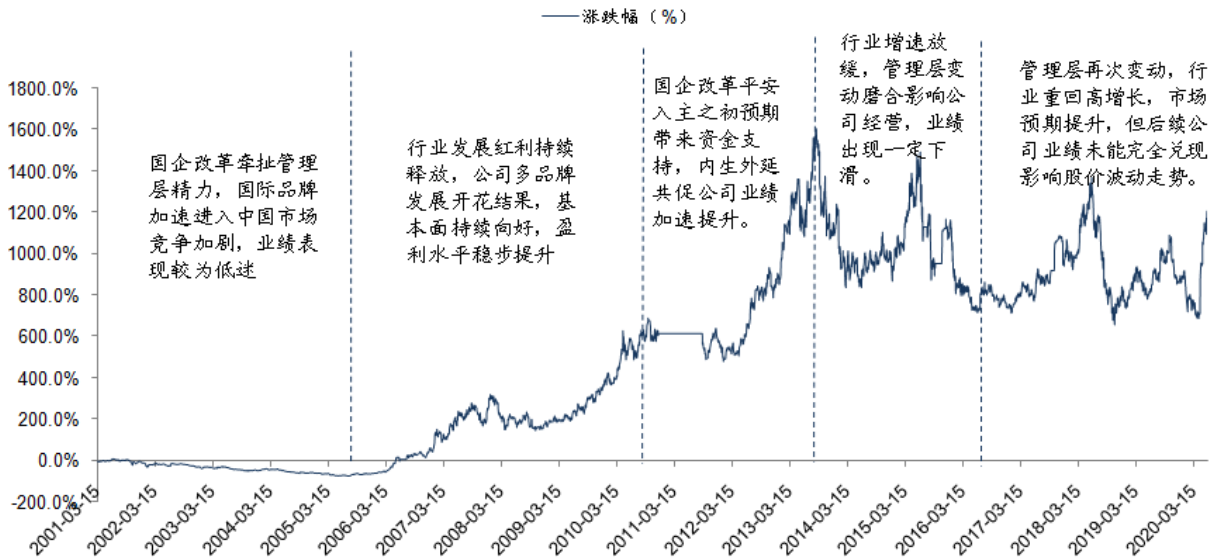
表 9：公司历史沿革

时间段	1988-1978 年	1978-1991 年	1992-2002 年	2003-2012 年	2013-2016 年	2017-2020 年
描述	百年龙头奠基期，囿于时代经营沉浮	乘改革东风快速发展，探索体制变革	重启二次发展，奠定多品牌发展基础	多品牌布局收获期，盈利能力不断提升	管理磨合阵痛期，主力品牌增长放缓	持续调整经营企稳，行业变革迎来新发展
发展策略	公司前身香港广生行创立，迅速成为民族化妆品业的领头羊，推出了雪花膏、花露水、牙膏等 9 个品种产品。	拓展新品牌，并在全国同行中第一个建立了覆盖各省市的销售网络。	坚定的多品牌发展，奠定了当前集团品牌矩阵基础。	专注发展化妆品主业，加大了各品牌的投入力度，将前期初步搭建的品牌矩阵更加完善化，逐步重回稳定增长通道。	后期确立了以渠道为中心的发展规划，分别成立百货、现代渠道、电商和化妆品专营店四大事业部。	“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”的战略，打破渠道为主的事业部机制，重新以品牌划部门
品牌布局	“双妹”品牌获世博巴拿马奖，60 年代初推出“友谊”、“雅霜”，1972 年推出“美加净”牙膏。	1983 年推出我国第一套高级系列化妆品“露美”，1990 年推出“六神”花露水。	92 年推出国内第一个男士护理品牌“高夫”，98 年推出中草药护肤品牌“佰草集”	六神巩固个护领导地位，佰草集爆发式增长，03 年创立家具清理品牌“家安”，09 年创立药妆品牌“玉泽”。	资源主要聚焦五大品牌，13 年创立母婴品牌“启初”，14 年年轻护肤品牌“一花一木”，15 年携“片仔癀”口腔护理	核心品牌持续调整企稳，新锐品牌取得快速发展，并通过外延收购取得英伦喂哺品牌“汤美星”。
组织架构	解放后通过实施公私合营政策，广生行与明星公司和其他化妆品、化学公社合并成为上海明星家用化学制品制造厂。	1985 年葛文耀开始担任上海家化厂长一职，91 年美国庄臣公司与家化成立合资公司，带走包括葛文耀在内大部分的业务骨干。	葛文耀重回家化担任公司董事长、总经理，推行品牌经理制度，打破原国企的决策程序，以市场为中心。	管理层在处理完集团股改和上海日化并购问题后开始专注主业，05 年完成对上实股份回购，巩固控制权。	上海家化集团整体改制，平安成为公司实际控制人，后聘任职业经理人谢文坚担任公司新任董事长。	2016 年底，张东方出任公司董事长，2020 年离任由原欧莱雅中国区高管潘秋生接任。
行业背景	最早一批民族品牌奠基发展时期，但后期受制于复杂的时代背景，企业发展潜力未被激活。	1978 年改革开放激活企业发展，各大企业实现步入市场经济发展快车道，并建立全国的销售网络。	市场经济蓬勃发展，企业活力不断释放，但外资品牌也逐步入华，后期竞争压力加剧。	化妆品行业步入品牌发展的黄金时期，需求不断提升，渠道日趋多样化，定位中低端的国产品牌也有大量成长于这一时期。	行业增速逐步放缓，竞争激烈而线下渠道日益饱和，电商渠道逐步兴起。	化妆品行业重新步入快速增长阶段，在新媒体营销助力下，电商渠道迎来爆发成为行业第一大渠道。
业绩变化	—	1990 年上海家化销售额达 4.5 亿元，利税 1.08 亿元，固定资产增加到 6000 万元，位居全国化妆品企业之首。	公司营收稳步增长，99 年突破十亿元，但在 2002 年增速跌至 4.4% 至阶段性低点。	经过 03 年至 04 年的调整，自 2005 年开始公司营收基本增速基本均保持在 10% 以上，毛利率不断走高，净利润快速增长。	公司营收逐年放缓，并在 16 年首次为负增长 9%	2017 年起公司营收反弹明显，但核心品牌六神和佰草集仍在恢复期，且面临了国际国内品牌的较大竞争压力，整体增速仍低于 10%。

资料来源：公司公告、新浪财经、凤凰网、国信证券经济研究所整理

从公司上市以来股价变动情况来看（如下图所示），与公司各个阶段的基本面变化预期基本一致，而公司基本面变化的预期则与公司的品牌发展战略变化以及管理层体制变动有着高度相关性。

图 12: 公司股价走势图



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

➤ 1898-1978 年：百年龙头奠基期，囿于时代经营沉浮

上海家化的前身—香港广生行于 1898 年创立。1915 年，广生行“双妹”产品获世博巴拿马奖，广生行迅速成为民族化妆品业的领头羊。1937 年，广生行已推出了双妹牌雪花膏、花露水、牙膏等 9 个品种国货。

解放后，通过实施公私合营政策后，广生行与明星公司和其他化妆品、化学公社合并成为上海明星家用化学品制造厂。60 年代初公司推出“友谊”、“雅霜”成为国内最早的护肤品，1962 年，上海家化向国内推出了第一支“美加净”牙膏，1967 年公司改名为上海家用化学品公司并沿用至今。整体这一时期由于国内环境及政策影响，公司发展相对缓慢。

➤ 1978-1991 年：乘改革东风快速发展，积极探索体制变革

1978 年借着改革开放的东风，上海家化从固定资产只有 100 万元起步，逐步进入发展的快车道。1983 年“露美”作为我国第一套高级系列化妆品诞生，曾做为国礼赠送予外宾，同时美加净在这一时期也逐步成为中国日化第一品牌。90 年推出“六神”品牌。

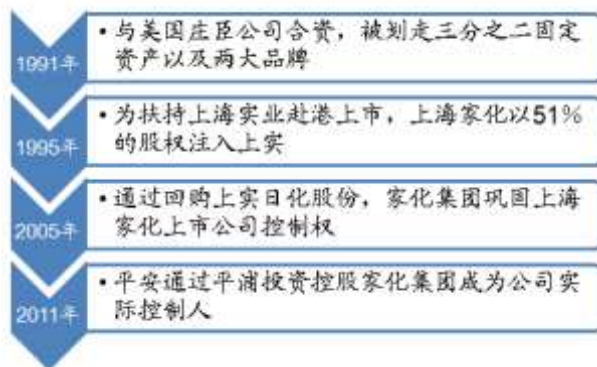
1985 年葛文耀开始担任上海家化厂长一职，其接手后，打破计划经济体制，设立了市场、销售、科研、生产等部门，在全国同行中第一个建立覆盖各省市销售网络，到 1990 年，上海家化销售额达 4.5 亿元，利税 1.08 亿元，固定资产增加到 6000 万元，位居全国化妆品企业之首，排在全国企业 500 强的 220 位。但在 1991 年，美国庄臣公司提出与上海家化成立合资公司，合资公司取得原上海家化三分之二固定资产，包括葛文耀在内大部分的业务骨干，以及“露美”、“美加净”两大品牌，因而原家化公司业务规模在 92 年出现明显萎缩。

图 13: 公司前身广生行



资料来源: 新浪财经, 国信证券经济研究所整理

图 14: 90 年代以来上海家化的几次重大控制权变动



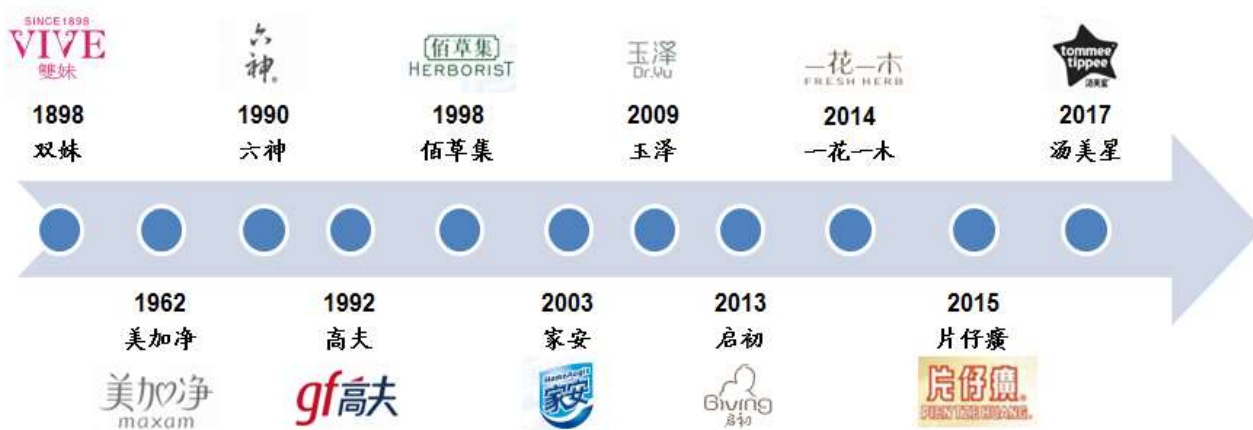
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

➤ 1992-2002 年: 重启二次发展, 奠定当前多品牌基础

1992 年葛文耀重回上海家化担任公司董事长、总经理, 公司也走上了重启发展之路。公司于 1992-95 年公司分别向庄臣公司回购了“美加净”和“露美”品牌, 同时, 公司于 1990 年推出了六神花露水后, 在 92 年推出六神沐浴露系列。并同在 92 年公司推出高夫品牌, 成为国内第一个男士护理品牌, 此后在 1998 年推出佰草集品牌, 从而奠定了当前集团多品牌发展的基础。

这一时期公司品牌快速发展离不开领先的管理机制变革, 公司这一时期推行了品牌经理制度, 打破原国企的决策程序, 以市场为中心, 通过消费者需求洞察, 做出市场化的决策。正是凭借着先进的管理机制, 公司能够从低谷中快速重整发展, 并形成了六神、美加净、佰草集等多个知名品牌的完整矩阵, 且在外资合围的竞争局势下, 仍占据了各自细分市场的品牌领导地位。

图 15: 公司现有主要运营品牌的发展历程



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

1998 年, 为了支持政府国有企业改制, 上海家化集团兼并了连年亏损的上海日化集团公司, 此后至 2003 年, 集团为消化收购影响, 花费 5 亿元, 关掉 30 个亏损企业, 安置了 6000 多个下岗的工人, 而这一过程对于上海家化股份公司也产生了一定的负面拖累影响, 管理层主要精力都在处理上海日化问题上, 同时这一时期外资品牌的竞争压力越发加大, 因此公司营收增速也在 2002 年到了阶段性的低点。

➤ **2003-2012年：多品牌布局收获期，盈利能力不断提升**

这一时期家化管理层在处理完股改和并购问题之后，开始专注发展化妆品主业，对经营团队进行了一定调整，并充分利用这一时期化妆品行业的品牌黄金发展期加大了各品牌的投入力度，将前期初步搭建的品牌矩阵更加完善化。通过2003-2004年的两年调整，公司逐步重回稳定增长通道，同时在2005年完成对当时并列第一大股东的上实日化的股份回购，巩固了对上市公司的控制权。

品牌端来看，一方面，个护品类中六神品牌在这一时期成功抵御了宝洁旗下激爽品牌的狙击，虽在竞争初期受营销费用及降价促销影响导致业绩有所影响，但2005年后随着激爽的退出后重回稳定增长；另一方面，佰草集的发展成为最大亮点，佰草集从2004年开始爆发，到2005年实现了近100%的增长，迅速成长为公司的新一大品牌增长驱动力。

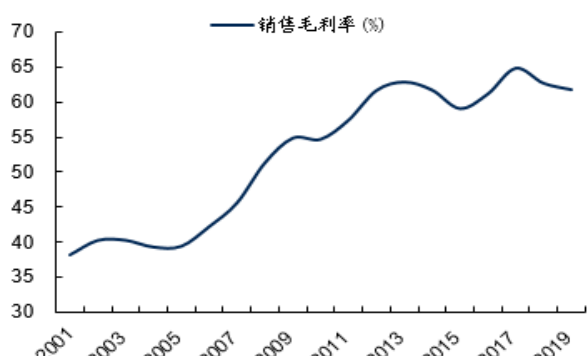
因此从财务来看，公司通过2003年至2004年的调整，自2005年开始公司营收基本增速基本均保持在10%以上（2007年因并表范围发生变化营收有所下降；2009年受经济大环境影响，可选消费受到的冲击较大）。同时，随着旗下品类结构不断优化和丰富以及品牌升级的持续推进，公司毛利率在2004年-2013年以来呈现高速提升的趋势，从39.4%提升至63.0%。品牌不断培育成熟的过程总，公司营收实现稳健的增长，虽然由于投入力度的加大，销售费用率也在快速增长，但整体这一时期公司的净利润增速处于快速提升状态。

图 16：公司这一时期净利润水平快速提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 17：公司毛利率水平快速提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

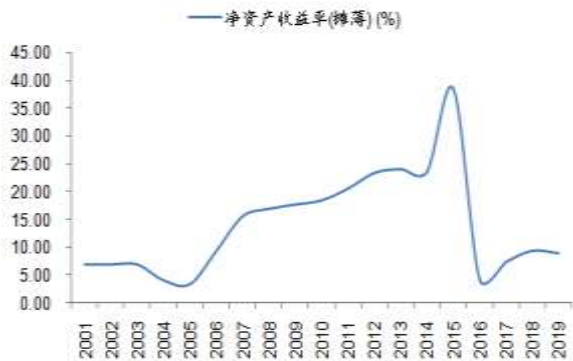
➤ **2013-2016年：管理磨合阵痛期，主力品牌增长放缓**

从公司管理来看：这一阶段公司体制发生了较大的变化，2011年公司控股股东上海家化集团整体改制，上海市国资委与中国平安旗下上海平浦投资有限公司签署《产权交易合同》，受让上海市国资委持有的家化集团100%股权，公司的实际控制人变更为中国平安。其后，由于平安与家化原有管理层在管理理念上的不同，葛文耀被免去家化集团董事长和总经理的职务，2013年职业经理人谢文坚担任公司新任董事长，此后家化的管理层经历了较长时间磨合期。这一期间，上海家化资源主要聚焦在五大品牌，削减了一定新品牌的投入，并在后期确立了以渠道为中心的发展规划，分别成立百货、现代渠道、电商和化妆品专营店四大事业部。

从公司基本面看：2013-2014年公司营收仍保持了相对不错的增长，一方面，前期的多品牌红利仍在释放，同时，2012年公司开始代理花王品牌在中国的个人护理品类。但这一时期发展问题已现，公司存货和应收账款周转天数在2014年开始呈现快速上升的趋势，预计与公司品牌竞争力下降背景下通过延长账期等方式加大给经销商的让利有关。而后在2015-2016年公司营收增速正式陷入

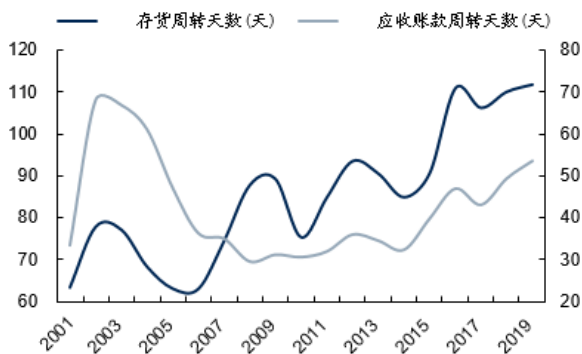
低谷，一方面，2015 年行业开始陷入低谷，增速放缓同时竞争加剧，另一方面，公司管理层较大的变动后，进入团队磨合期，公司与花王的合作也于 2016 年终止。同时，自 2013 年开始，公司的毛利率呈现逐步下降的趋势，其中预计与公司加大佰草集线上促销力度，以及与公司低毛利率的花王代理业务的规模快速提升有关，因而整体公司净利润波动也相对较大。

图 18: 公司这一时期收益质量大幅下滑



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 19: 公司这一时期存货和应收账款周转天数快速提升



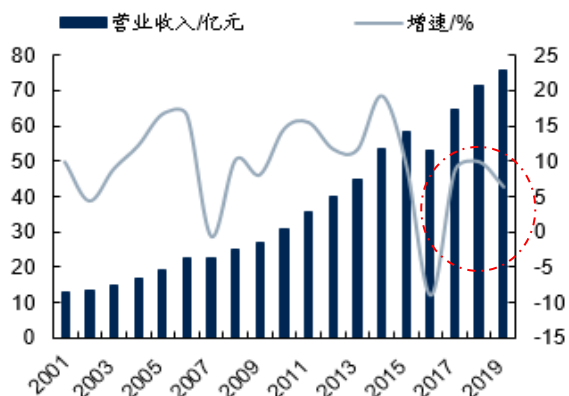
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

➤ 2017-2019 年: 经营企稳持续调整期, 行业迎来变革

2016 年底, 张东方出任公司董事长, 在上任后提出“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”的战略, 打破上海家化原先以渠道为主的事业部的管理机制, 重新设置品牌事业部。同时积极推动外延布局, 分别在 2017 年收购英国婴幼儿喂哺类品牌汤美星, 2018 年与美国 C&D 公司签署中国区长期合作协议。

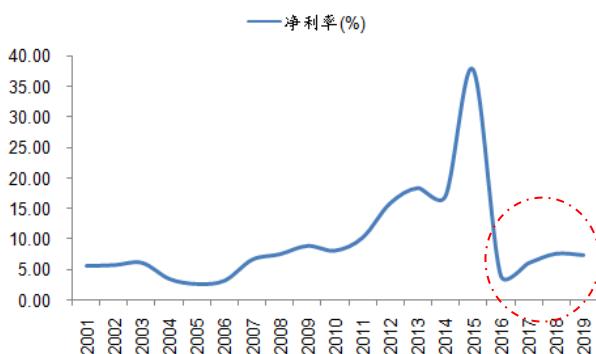
从基本面看, 2017 年公司营收反弹明显, 同时 2018 年、2019 年公司销售收入继续保持一定增长, 但是核心品牌六神和佰草集仍在恢复期, 且面临了国际国内品牌的较大竞争压力, 因此整体增速低于 10%, 但新锐品牌启初、玉泽和家安等保持了较快速的增长。此外, 由于这一时期营销环境的变化以及竞争的加剧, 公司加大了销售终端的投入和品牌的新媒体营销投入, 同时收购汤美星后带来管理费用率的提升, 使得公司整体费用水平仍处于相对高位。

图 20: 公司营收增速有所回升企稳



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 21: 公司盈利能力 17 年有所企稳但仍不及历史平均水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

➤ **2020 年：新任 CEO 上任，迈入发展新阶段**

2020 年 5 月，原欧莱雅集团中国区高管潘秋生接替张东方，出任上海家化的总经理一职。潘总在欧莱雅集团大众化妆品部门任职期间，推进了线上渠道改革。从当前来看，公司经过前期的调整，品牌端，佰草集品牌有望实现焕新，而玉泽品牌的爆发为公司未来的增长带来新驱动力；渠道端，公司电商有望迎来发展新机遇，同时新零售系统的布局成效在本次疫情中也得到了显现。整体来看，当前行业正在迎来深刻变局，家化虽然前期握新趋势的在把上有所落后，但公司品牌底蕴依旧深厚，通过积极的机制改善和产品变革，未来仍有望赶上行业变革红利，实现新一轮成长。

行业情况：景气度持续向好，渠道及营销迎来变革

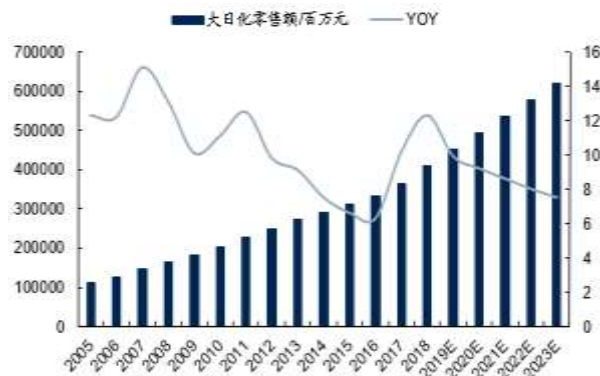
过去两年多，化妆品行业整体景气度持续向好。根据国家统计局数据显示，2019年全年，限额以上化妆品零售额为2992亿元，同比增长12.6%，较2018年提升3.0pct，在所有消费品类中位居第二，景气度表现突出。根据Euromonitor的统计，2018年我国美容用品及个人护理品类市场容量为4102.34亿元，同比增长为12.3%，过去十年复合增速达到9.5%。

图 22：化妆品零售额当月值及同比增速（%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

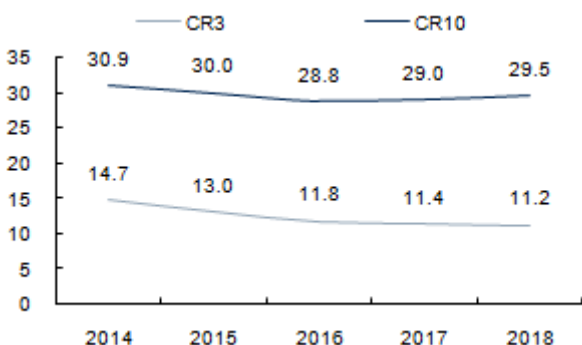
图 23：我国化妆品行业历年零售额（百万元）及增速1%



资料来源：欧睿数据，国信证券经济研究所整理

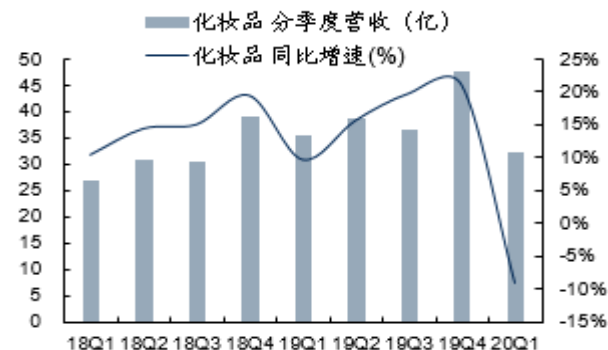
从竞争格局变化来看，2014-2018年我国护肤品和彩妆的CR3和CR10均呈现整体下降的趋势，但在近两年有所企稳。整体来看，行业竞争依旧激烈，外资品牌牢牢占据高端市场，借助百货、电商以及免税渠道继续扩张，并大力投放新兴营销，增长迅速。互联网新锐品牌如雨后春笋不断扩容，借助新媒体营销以及新流量的熟练运用快速发展势头迅猛。而积极转型的本土传统品牌在对用户需求深刻理解下迎合产品新概念，深挖自身品牌理念，配合短视频/直播等新媒体营销，同样实现了快速增长。

图 24：行业集中度变化趋势



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

图 25：日化板块分季度营收增速变化1%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从最新疫情以来的表现情况来看，除少数如欧莱雅、雅诗兰黛等具备极强品牌力以及营销渠道本土化较为成功的品牌外，不少腰尾部的国际品牌的中国区业务在疫情期间表现较弱，同时，新锐品牌虽然在初期借助新兴电商渠道仍有快速增长，但在后期随着产能等问题的显现，增速也逐步有所放缓，反观国产本土龙头，不仅在一季度表现优异，在Q2也展现出了更加迅猛的复苏态势。国

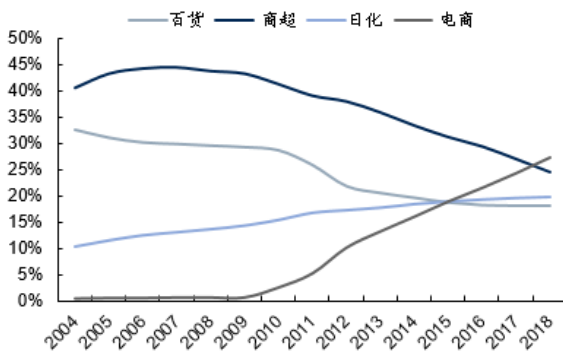
产品品牌龙头之所以普遍表现优于行业水平，我们认为，一方面在于自身通过前期在电商渠道以及线下新零售等布局下有效的对冲了线下门店的关店影响，同时产品端也积极拓展升级，并加大了营销投放力度等；另一方面，同时期部分中高端的国际品牌由于以线下百货渠道为主受冲击较为直接，同时产品所面向的中产阶层也在收入预期不明朗下消费意愿降低；此外，国产的中小品牌在一定程度上受到了代工厂停工等带来的产能供给不足影响，给国产龙头带来更加友好的发展环境。

线上化红利打破行业增长天花板，家化虽有所落后但改善空间大

美妆行业在 2017 年以来的快速增长离不开新电商红利的释放。自 2010 年以来电商就一直是美妆行业的最具活力的渠道，但彼时电商仅仅是作为卖货的渠道，而随着社媒营销的崛起后与电商渠道的深度融合，赋予了其在营销拉新等更多的职能。特别是去年以来电商直播带货兴起的助力，不但帮助品牌更好的触及到以低线及年轻客群为主的消费群体，更是通过理念传递和消费习惯培养，进一步刺激了消费需求的爆发。

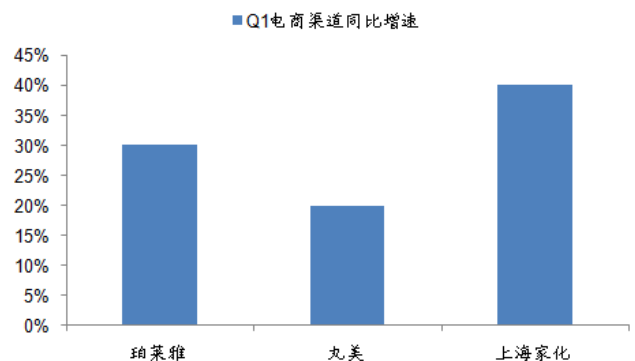
此次疫情也起到了进一步催化的作用。从 Q1 表现来看，上市品牌的线上渠道仍取得了靓丽的增长，部分前期具备一定线上业务布局基础的企业将有望在此次疫情过程中继续维持稳定的销售运营，在行业整体受损情况下实现逆势市场份额的扩大。且从长期看，对于企业而言相较于线下经销，电商是一个有数据的渠道，是一个和消费者建立直接对话的渠道，而借助电商销售大数据，可以有效助力品牌商围绕消费者需求开展全品类、全链路、全渠道的快速发展。从家化情况来看，虽然公司线上占比相对同业较低，但近年来布局力度正在不断加大，未来在内部机制理顺后仍有望实现快速发展。

图 26: 化妆品行业渠道占比变化情况



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

图 27: 各品牌 Q1 电商渠道增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注重产品力提升为未来大势所趋，家化具备先发优势

今年以来，美妆行业在产品升级趋势上较去年进一步明显。功能性护肤保持较高增速，同时高单价的精华类产品成为绝大多数品牌的发力方向。而在未来我们预计这一趋势仍将延续：对比韩国的美妆历史来看，韩国经历了基础护肤-彩妆-高功能护肤（药妆和精华类产品）-微整形的历程，当前我国正迅速从基础护肤转换到高功能性护肤。

从整个消费品近年来的发展趋势上看科技与美学的概念正得到越来越多消费者的青睐，化妆品领域两者的重要品类代表就是功能性护肤以及彩妆。数据上来看，根据头条指数的数据显示，2019 年彩妆的热度超过护肤品，是细分品类中

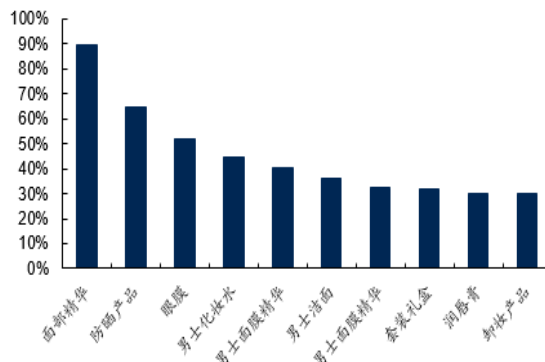
热度最高的品类。同时，根据欧睿《美妆行业洞察报告》显示，2018年面部精华是增长最快的护肤品类，而HFP和薇诺娜等以功能性为主打的品牌的崛起也正是印证了这一趋势。

图 28: 2019 年头条美妆品类热度



资料来源：头条指数，国信证券经济研究所整理

图 29: 2018 年细分品类零售额增长/%



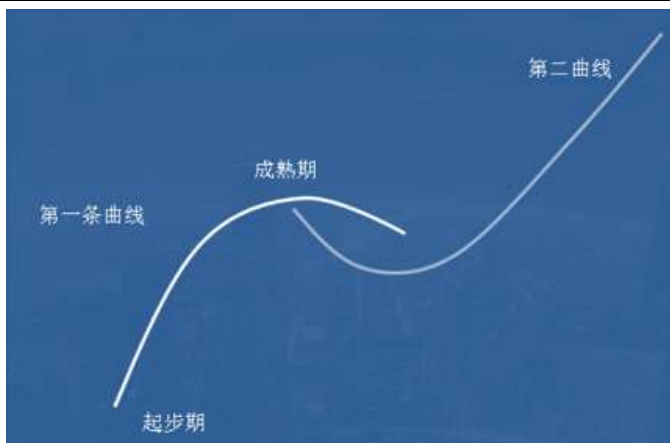
资料来源：欧睿《美妆行业洞察报告》，国信证券经济研究所整理

随着国内品牌近年来普遍开始强调提升自身品牌调性，在通过以较高性价比的产品布局低线城市完成规模化积累的阶段后，品牌想要实现进一步成长并维持客户粘性就需要持续强化客群的品牌认知度，实现这一目标的基础在于品牌差异化下的产品力提升。功能性护肤在研发技术上对品牌的产品开发能力有着更高的要求，这也是多数国产品牌前期并不具备的能力，但也只有实现了这两大品类的布局和产品力提升，才能告别同质化竞争，实现品牌在消费者中的认知度提升。而上海家化在国货品牌中具备极为领先的产品研发优势，特别是对于中国特色的研发理念开发上有着较为丰富的经验和成果，同时近年也通过医研合作打造了玉泽品牌，抓住了今年以来功能性护肤的发展红利。

多品牌集团化保证长期稳定发展，家化具备完善品牌矩阵基础

品牌数量相对单一是大多数本土化妆品公司目前发展中面临的一大问题。长期来看，多品牌是化妆品企业发展的必经之路，纵观全球市场，大型日化企业均为通过前期单一品牌突围之后通过内生孵化多品牌和并购不断壮大。从企业运营角度，一家企业要想超越时代的红利获得永续经营，就必须不断培育出第二增长曲线，通过平台化生态化的布局，获得新的增长动力来源。而从美妆行业来看，单一品牌由于客群定位以及产品概念相对固定，也无法满足以女性为主的消费者多样化消费需求，且多品牌布局也能在越来越快速的需求变化环境下提升企业运营中抗风险能力。

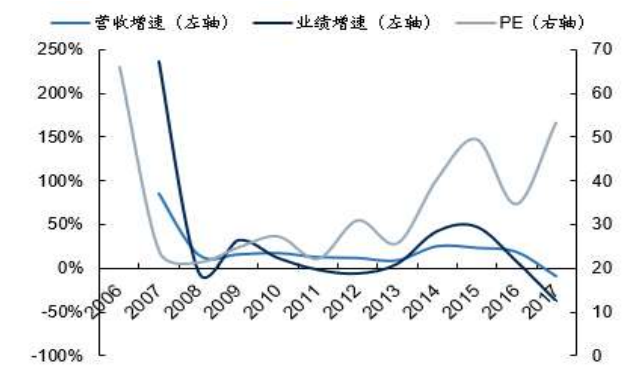
图 30: 企业唯有不断培育第二增长曲线才能实现持续发展



资料来源:新浪网, 国信证券经济研究所整理

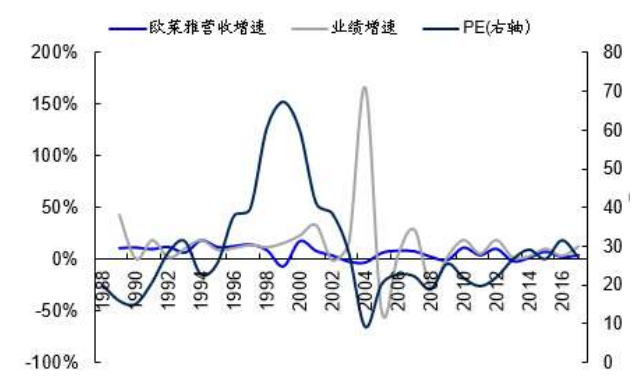
回顾全球日化巨头, 多品牌、多市场的发展使得他们能够面对不同细分市场, 服务尽可能多的消费者。这些日化龙头公司在行业低谷期的业绩增速并不是很高, 复合增长率基本在个位数, 但其估值仍然是业绩增速的数倍以上: 如 2007 年到 2017 年, 欧莱雅的收入复合增长率为 4.31%, 净利润复合增长率为 3.03%; 爱茉莉太平洋的收入复合增长率为 13.40%, 净利润复合增长率为 6.98%。我们认为市场给予估值溢价的原因, 除了其较高分红外, 最主要的原因是其平台型的公司本质, 通过关注消费者需求和注重产品研发, 其强大的系统支持能力支撑其进入不同细分领域, 面对尽可能多的细分市场和消费群体。

图 31: 爱茉莉太平洋营收增速 (%), 业绩增速 (%) 及 PE



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 32: 欧莱雅营收增速 (%), 业绩增速 (%) 及 PE



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

而本土品牌多家化妆品企业开启上市后, 在资本助力下开启收购整合之路, 但目前, 在本土企业中只有上海家化的多品牌布局相对最为完善的, 基本上在每个细分的护肤品类领域均有相应的品牌作为布局重点。

品牌优势：攻守兼备的品牌矩阵，保障长期稳定发展

通过多品牌布局，充分覆盖日化核心品类和用户，使得家化在市场需求转移变化的任何时点都能拥有一个相对应的品牌作为攻城略地的武器。我们按照波士顿矩阵模型根据品牌的成长性以及市场占有率角度分析，将公司企业品牌进行划分分析：

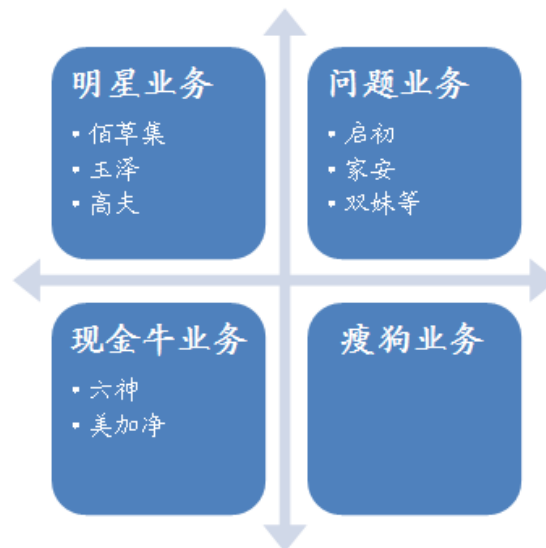
首先是**现金牛品牌**，体现为品牌在所针对品类的高市场占有率，以及由于该品类相对成熟的发展环境带来的低成长率。在该业务板块，品牌作为市场中的领导者，享有规模经济和高边际利润的优势，因而给企业在财务上带来稳定的支撑。其中公司的**六神业务和美加净业务**分别在花露水以及大众手霜品类市场中取得了领导者地位，但随着行业整体发展平稳，近年来增长趋缓，这两者品牌未来一方面是凭借相对稳定的业绩给公司在新业务的扩张提供利润支持，另一方面也需要自身进行适当的品类扩张探索从而步入下一阶段发展。

其次，公司进入新品类市场初期，新的品牌项目在新的市场中首先将经历问题业务的发展阶段，即指高市场成长率、低相对市场份额。这期间公司必须通过投入营销费用，增加资源和人员支持，以便跟上迅速发展的市场，并超过竞争对手。而通过持续加大投资，并充分利用原有业务发展优势，公司得以取得市场同步甚至高于市场的增长，问题业务也将逐步转变为明星业务，即指高市场成长率、高相对市场份额的业务，而未来这部分业务也将成为公司新的现金牛业务。

公司的**玉泽、佰草集及高夫**处于明星业务的阶段，三者分别在功能性护肤、中高端草本护肤以及男士护肤市场初具竞争力，且当前所处细分行业的景气度也相对较高，但公司一方面需要在产品上做出持续的升级和品类丰富度的提升以扩大受众，另一方面需要加大正确的营销投放以强化在目标消费人群中的影响力，由此才能不断地扩大市场份额。

此外，其他新锐品牌如**婴幼儿护理品牌启初**，**高端护肤业务的双妹**以及**家居护理品牌家安**等正处于从问题业务阶段，其在所处细分市场发展迅速，且品牌在市场内已取得了一定成绩，增速迅猛但整体市占率仍较低，未来有望通过不断深挖细分市场逐渐扩大规模，最终从问题业务逐步变为明星业务。

图 33：公司业务的波士顿矩阵分析



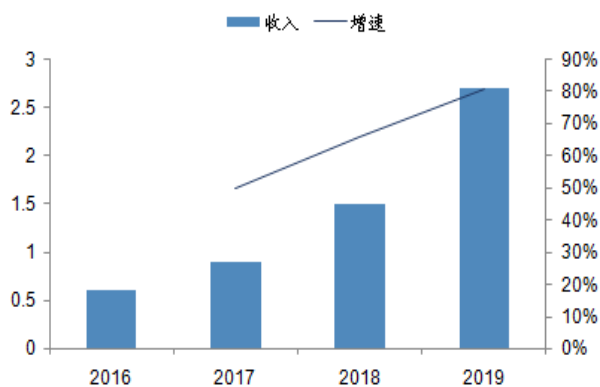
资料来源：国信证券经济研究所整理

玉泽：占据优质赛道，产品实力强劲，新营销发力

➤ 基本情况：高速成长的专业皮肤科学护肤品品牌

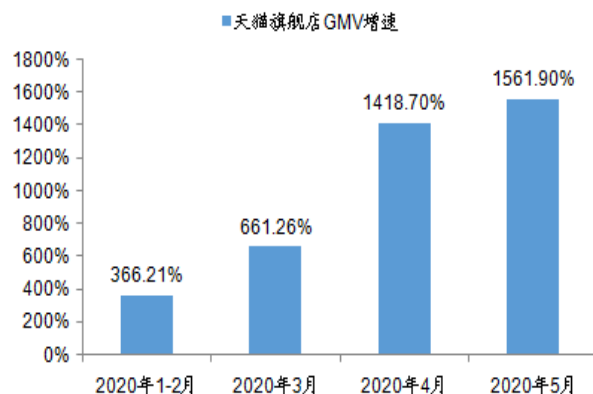
玉泽创立于2009年，专注皮肤科学护肤产品，主打修护皮肤屏障，针对敏感肌护肤，由上海家化和交大附属瑞金医院的皮肤科权威专家联合研制，专业背景强大。从产品情况来看，玉泽主打皮肤屏障修护，目前旗下有四个产品系列，分别为皮肤屏障修护系列、清痘调护系列、舒缓修护系列、臻安润泽系列。品类方面，玉泽品类齐全，包括洁面/化妆水/乳霜/精华/沐浴露/身体乳/面膜，产品价格基本大多在100-200元。从渠道情况来看，玉泽在创立之初主要渠道为各地主流医院以及各大药房。2014年品牌正式入驻天猫商城。目前玉泽品牌的线上占比较高，已远超过线下。从竞品情况来看，玉泽的主要竞品有国内的薇诺娜、法国的雅漾、理肤泉和日本的珂润、freeplus等品牌。2019年薇诺娜收入约为20亿元。同时，根据代运营的数据估算，2019年freeplus在中国区的收入在5-10亿元。因此对比来看，玉泽仍有较大的发展空间。

图 34：玉泽的营收变化



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所估算

图 35：玉泽今年以来线上增长情况



资料来源：淘数据，国信证券经济研究所整理

整体来看，在多年积累的产品积淀，玉泽在2019年的双十一实现爆发，并在2020年延续高增长的态势。我们估算2019年玉泽的收入规模不到3亿元，同比增长约80%，双十一销售额同比增长超150%。而在今年一季度，玉泽品牌营收保持高速增长的趋势，GMV预计同比增长500%以上。其中玉泽积雪草安心修护面膜获得2月天猫美容护肤行业单品第一，月销量10万以上。疫情后的四五月，玉泽实现了进一步的加速增长，我们预计全年品牌如保持目前增长势头，有望在明年成为公司旗下的又一“十亿”品牌，从而成为拉动公司营收再度爆发的新驱动力。

➤ 品牌发展前景：产品硬核实力强劲，新媒体渠道营销突出

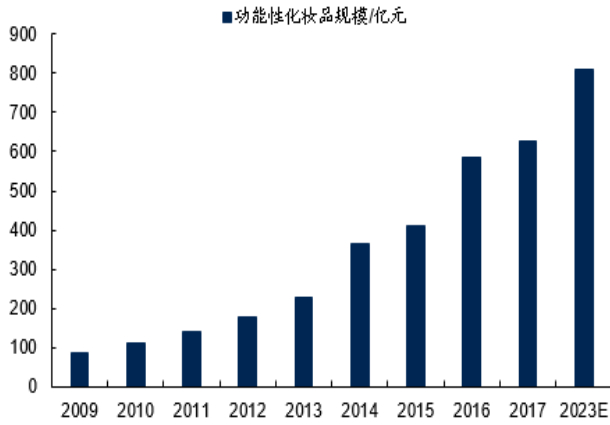
1) 深耕功能性护肤优质赛道，自身产品实力强劲

中国功效护肤市场规模从2010年的110亿元增长至2017年的625亿元，年复合增长率达28.2%，而正如前文所述，未来随着消费者对安全性和功效性诉求的不断增强，功效性护肤品市场仍有望保持高于整体护肤品的增长水平，本身赛道红利有望持续释放。同时，从短期来看，今年疫情的影响下，由于长期戴口罩会出现由于皮肤破损，在受压局部出现明显压痕、红肿、糜烂甚至水疱，形成“口罩脸”的表现，而以玉泽为代表的皮肤屏障修护系列护肤产品有着极为针对性的解决效果，因而催化刺激了相关产品需求爆发，这一过程也将强化玉泽皮肤修复专家这一品牌形象在消费者心智中的建立。

赛道红利空间巨大的同时，玉泽自身产品优势也十分突出。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，保持着长期而紧密的前沿研究与临床合作。这种合作模式，让玉泽产品的安全性与功效性被皮肤科医生广泛认可并推荐，成为品牌差异化的核心竞争优势。

图 36: 我国功能性化妆品市场快速发展



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图 37: 专家 KOL 与美妆 KOL 合力营销



资料来源: 公司新闻, 国信证券经济研究所整理

2) 自营电商团队布局, 大力推进社媒营销投入

目前玉泽的营收主要来自于线上渠道, 2019 年开始玉泽由公司自营团队进行运营, 同时, 相对于公司旗下其他品牌, 玉泽没有线下渠道的掣肘, 能更好地将资源集中在线上。在 2019 年双十一, 玉泽通过头部网红李佳琦直播带货, 知名度大幅提升, 直播爆款产品也带动了玉泽其他产品的销售。而进入 2020 年, 玉泽一方面进一步加强和头部主播的带货合作, 销售实现爆发式增长, 另一方面也积极通过选择调性相符、人设清晰的 KOL, 给 KOL 充分授权, 深度共创内容, 并结合硬广资源, 实现最佳曝光与内容教育。例如, 玉泽曾在采用专家 KOL 与美妆 KOL 的线上连线的方式进行推广, 进一步提升了品牌的专业形象。

佰草集: 品牌和渠道定位逐步理顺, 加快产品推新升级

品牌情况: 中草药护肤理念领先, 定位中高端

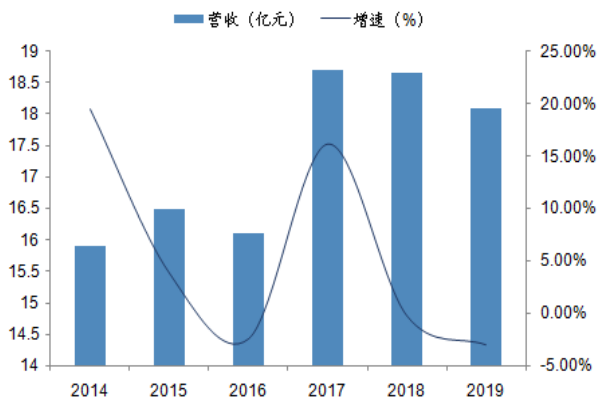
佰草集成立于 1998 年, 时值中国护肤品的渗透率高速提升的过程中, 佰草集定位中高端, 主打中草药护肤, 产品理念、成分和包装均极具东方特色。

从产品来看, 整体产品价格分布在 200-1300 元之间, 主力产品价格分布在 300-800 元之间, 与大多数本土品牌形成错位竞争。目前佰草集主要分为四个系列: 新(入门级): 包括新七白和新玉润、金(中高端): 凝/御、敏(特敏护理): 舒敏、极(高端): 即太极系列。目前新和金系列收入占比较高。从渠道来看, 佰草集线上线下渠道并进, 目前线下收入占比超过一半, 其中百货(包括养美空间)收入占比较大。从竞品来看, 佰草集的国内直接竞品相对较少, 目前定位中草药/草本护肤的品牌有百雀羚、相宜本草和佰草集, 其中百雀羚和相宜本草定位大众, 佰草集定位相对最为高端。

我们估算, 目前佰草集的营收规模不到 20 亿元, 是家化旗下营收规模第二大的品牌。近两年佰草集的营收有所下降, 我们认为有多方面因素: 第一, 2017-2019 年国际品牌整体均价有所下降, 佰草集作为国货中为数不多的定位中高端的品牌, 受到国际品牌的降维打击冲击较大; 第二, 中草药护肤理念的热度逐渐下降, 国内同类型品牌不断出现, 且价位通常较低, 拉低了消费者对中草药护肤品牌的认知度; 第三, 在消费代际的变迁中, 年轻一代消费者崛起,

佰草集品牌有所老化，而其自身也在 2016 年之后在品牌定位和渠道策略上出现了一定失误。

图 38: 佰草集营收变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所估算

图 39: 处于中高端定位的佰草集受国际品牌降维打击影响



资料来源：上海家化公众号，国信证券经济研究所整理

➤ 品牌发展前景：理顺品牌和渠道定位，产品持续升级中

2013 年后由于管理层对于公司架构的调整，佰草集的品牌和渠道策略均发生了一定变化。从品牌策略来看：由于佰草集早期在化妆品专营店的系统一直没有突破，2013 年 3 月公司推出专供 CS 渠道的典萃系列，典萃系列主要布局在低线城市。佰草集典萃在化妆品店的单品价格主要集中在 250 元~350 元。2014 年，典萃品牌进驻 CS 渠道，铺设上千家门店。同时，公司在 2014 年 8 月推出专供屈臣氏渠道的一花一木品牌，“一花一木”定价在 100-300 元之间，借助佰草集进行背书。典萃系列和一花一木的虽然打开了佰草集品牌在不同价位市场的销售空间，但也使得消费者对于佰草集品牌的认知变得混乱。从渠道策略来看：2014 年后公司为了抓住低线城市 CS 渠道的红利，下调了对 CS 渠道的供货折扣，后期由于佰草集不同渠道的出货折扣率有所不同，一定程度上伤害了佰草集的价格体系，导致经销商的品牌信心下降。

1) 理顺品牌和渠道定位

进入 2017 年以来，佰草集开始不断的调整品牌定位和渠道定位。2019 年上半年佰草集完成品牌定位调整，坚持高端及中医中草药的品牌调性。目前一花一木品牌也基本上停止销售，公司也考虑将典萃系列从佰草集体内独立出来。并且公司在过去两年积极调整了佰草集的渠道，淘汰销量不佳的终端，并对现有的渠道终端进行升级。

2) 加大产品推新力度，产品升级思路清晰

2017 年公司开始梳理佰草集的系列并进行产品升级，新品推出速度明显加快，新品占比上升到了 25.5%，贡献率不断提升。此外，佰草集的产品推新越来越贴近市场和消费者，产品升级的思路也越来越清晰，2019 年夏季佰草集主推冻干面膜，将其作为作为引流爆品，实现当年面膜品类销售过亿；并且进入冬季聚焦资源主推全新太极精华，太极精华上市后购买该产品的新客比例为 57%。太极系列是佰草集最高端的一个系列，通过新品不仅实现了品牌拉新，也提升了品牌文化和品牌理念的传播，公司预计在 2020 年将不断延伸太极系列，对太极的品类进行扩充。

图 40: 佰草集近两年不断升级拓宽旗下太极明星产品系列



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

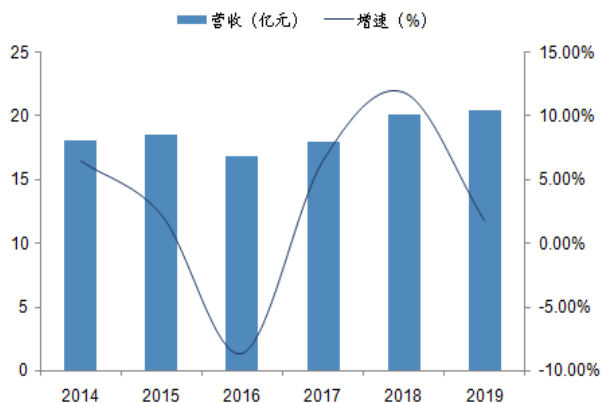
六神: 向全季个人洗护领导品牌进军, 推进年轻化转型

品牌基本情况: 公司旗下最大品牌, 花露水市场龙头

六神创立于 1990 年, 通过推出“六神花露水”打响品牌, 产品添加了中药成分, 以“驱痱止痒, 提神醒脑”为明确的诉求, 迅速在市场在打开局面。产品方面, 目前六神的品类主要有花露水、沐浴露、洗发液、夏日随身护理产品、香皂和洗手液等。我们推测六神花露水产品类的营收占比在 50%以上, 沐浴露产品营收占比在 30%左右。渠道方面, 目前六神的销售渠道主要以线下商超渠道为主。此外, 六神在过去推出了宝宝系列, 产品在母婴店的渗透率也较高。

目前, 六神是上海家化旗下营收体量最大的品牌, 其营收表现对公司的整体基本面变化起到较大的影响。整体来看, 六神品牌近年营收保持稳健的增长。2019 年营收增速有所放缓, 预计主要与沐浴露市场竞争加剧, 以及去年夏季气温较往年较低影响了花露水销量有关。今年, 一方面六神进一步改善和优化产品结构, 并加大新媒体营销, 另一方面炎夏的气候有望拉长主力品类的销售旺季, 因此品牌有望在今年下半年开始在低基数基础上实现稳健增长。

图 41: 六神营收变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所估算

图 42: 六神积极通过跨界营销布局品牌年轻化

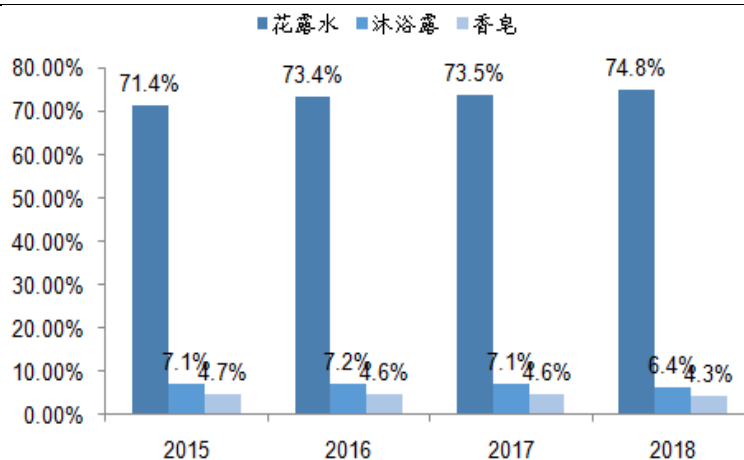


资料来源: 上海家化公众号, 国信证券经济研究所整理

根据尼尔森市场研究公司的线下零售渠道数据, 六神品牌在多个品类占据市场领先地位,且市场份额同比均有不同程度的增长: 六神是花露水品类的绝对市场领导者, 2018 年市场金额份额为 74.8%, 同比增加 0.2 个百分点; 六神是沐浴

露品类唯一进入前五的国产品牌，2018 年市场金额份额为 6.4%，位列第四位；六神是香皂品类唯一进入前三的国产品牌，2018 年市场份额为 4.3%。

图 43: 六神主要品类的市占率变化情况



资料来源：AC 尼尔森，公司公告，国信证券经济研究所整理

➤ 品牌展望：向全季个人洗护领导品牌进军，推进年轻化转型

展望未来，首先，六神品牌需要继续从花露水第一品牌向个护领导品牌进军，从而实现从聚焦夏季需求的季节性品牌逐步向全季品牌过渡。对此，公司需要一方面加强对花露水新应用场景的探索，打破市场的天花板；另一方面，需要加强沐浴露品类的布局，考虑到目前中档沐浴露市场竞争比较激烈，因此公司仍需从产品入手，通过产品升级将实现差异化竞争，并将毛利水平提升，才有参与竞争的资本。

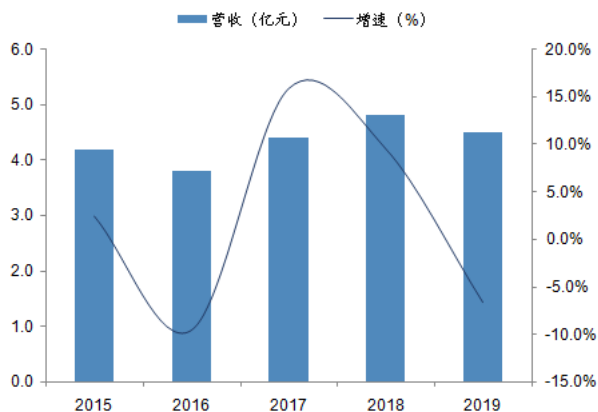
其次，六神需要持续推进年轻化，扩大年轻用户群影响力。六神品牌在前几年中面临了一定品牌老化的问题，一方面需要针对年轻消费者的需求推展新品，包括香氛系列等，带来更多品牌新体验。另一方面加强品牌营销年轻化，包括对代言人的选择，跨界营销等，抓住当前年轻消费者对国货友好度不断提升的契机，不断强化他们最六神品牌的认知度。

美加净：国民品牌沉淀深厚，年轻化、品类升级进行中

美加净的品牌历史可以追溯到 1962 年，曾在 1990 年中国护肤品市场的市占率高达 20%，国民度极高。目前品牌整体定位于中低端，主力产品价格 50 元以下。产品端来看，当前美加净在市面上的产品主要品类有面霜、护手霜、洁面、水乳、身体护理和唇部护理等，其中面霜和护手霜占比较高，明星产品美加净银耳珍珠滋养霜历久弥新，根据尼尔森市场研究公司的线下零售渠道数据，美加净品牌是大众手霜品类的领导者，2018 年市场金额份额达到 12.8%，位居第一。渠道端来看，美加净主要在线下商超和大卖场销售，近年来线上占比也在不断提升。

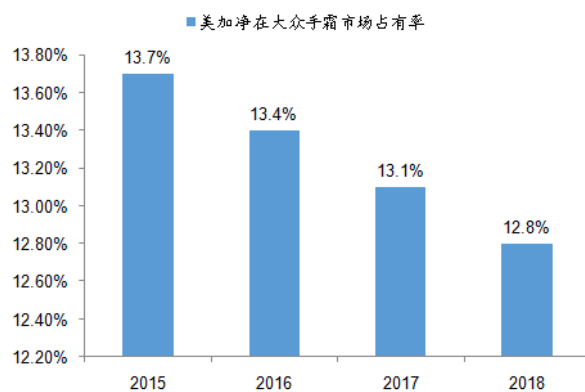
目前，美加净 2019 年的营收体量不到 5 亿元，本身大众护肤市场是化妆品市场中竞争最为激烈的区间，且行业整体增速相对趋缓，且美加净主要聚焦的护手霜近年来消费升级趋势明显，竞争也有所加剧，因而市占率也略有下滑，因此在 2019 年，美加净品牌营收有所下降。

图 44: 美加净品牌营收变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所估算

图 45: 美加净在大众护手霜品类市占率情况



资料来源: AC 尼尔森, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

展望未来, 美加净将持续推进年轻化转型, 从生活场景延伸到情感场景, 激活年轻人的购买欲望; 此外, 美加净品牌将推进产品升级, 迎合年轻群体在手霜和面霜品类消费升级的趋势。在 2020 年新品发布会上, 上海家化将对美加净品牌的面部产品进行升级(2019 年上海家化对美加净的手霜品类进行了升级), 推出具有抗初老功能的全新面部系列——酵米焕活保湿系列。同时, 近年来美加净不断拓展新品类, 推出水乳、洁面、精华和面膜等品类。

图 46: 美加净近年在产品升级以及品牌升级上布局积极



资料来源: 公司公众号, 国信证券经济研究所整理

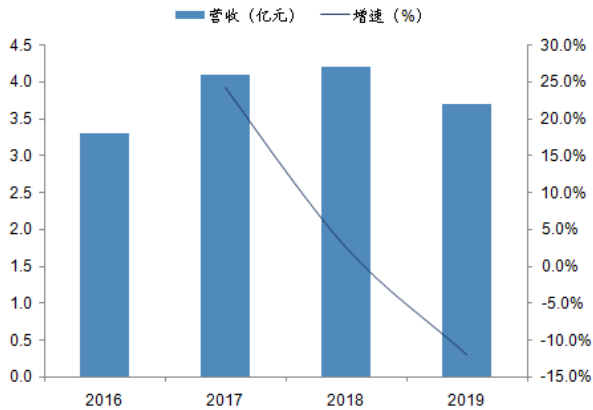
高夫: 专业男士护理品牌, 积极推进产品转型

高夫品牌创立于 1992 年, 是中国化妆品市场上领先的专业男士护理品牌。

产品端, 高夫单品价格定位于 50-150 元之间, 主打高性价比男士护肤。高夫男士护肤过去主打保湿, 但是男士本身的需求是集中在控油祛痘, 目前公司正在向这方面转型。**渠道端**, 高夫的渠道有商超、百货、CS 和电商渠道。前期高夫的渠道主要以百货专柜, 后来高夫大力发展 CS 渠道和超市渠道。

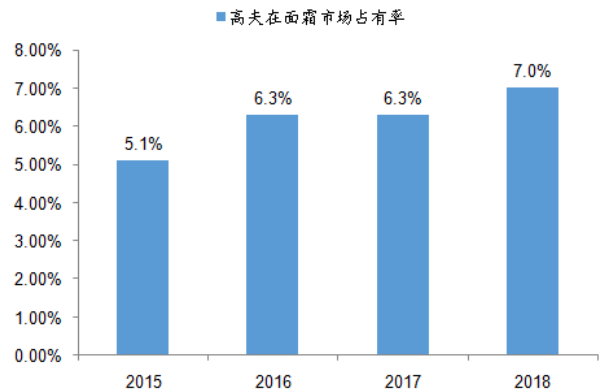
当前来看, 根据智研咨询的数据显示, 我国男性护肤及化妆品市场的发展速度正在加快, 2016 年-2019 年中国内地男性护肤品及化妆品市场的零售额平均年增长速度将达 13.5, 远高于全球的 5.8%。根据尼尔森市场研究公司的线下零售渠道数据, 高夫品牌是男性护肤市场的领导者, 在面霜品类占据第 4 位, 2018 年市场份额为 7.0%。

图 47: 高夫品牌营收变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所估算

图 48: 高夫在面霜品类市占率情况



资料来源: AC 尼尔森, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

高夫和美加净同为公司第二梯队的品牌, 2019 年体量次于六神和佰草集, 但增速低于公司第三梯队的新锐品牌。2019 年高夫品牌营收同比有所下降, 我们推测主要与高夫产品转型同时多渠道发展的同时给价格体系造成了一定的冲击。**展望未来**, 一方面, 高夫将持续针对当前消费者需求变化, 向控油方面转型, 在 2020 年产品发布会上, 公司发布了高夫净源控油产品和水感酷白系列; 此外, 公司将针对不同渠道推出特供产品, 有利于在稳固品牌价格体系的同时, 促进品牌规模的不断发展壮大。

其他品牌: 启初、家安、双妹品牌在各自细分市场初具影响力

启初: 专注婴幼儿皮肤护理, 深挖婴幼儿童护理品类同时进军孕妈市场

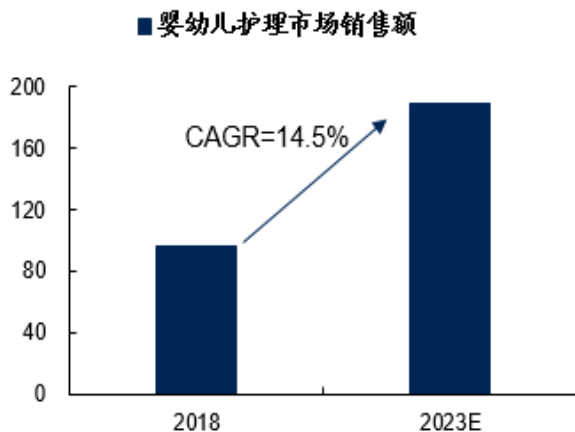
启初创立于 2013 年, 是上海家化旗下针对婴幼儿 (0-3 岁) 推出的皮肤护理品牌。**产品端**, 产品品类主要为婴幼儿面霜、沐浴露和乳液等, 单品价格大多在 0-100 元之间。**渠道端**, 启初的渠道主要是母婴 (孩子王) 和电商渠道, 母婴店铺货 3000 多家。

根据尼尔森市场研究公司的线下零售渠道数据, 公司的新兴品牌启初已在婴儿护肤市场占据重要地位, 分别在婴儿面霜和婴儿沐浴露中均占据第 2 位, 2018 年市场份额分别为 13.6% 和 6.6%, 分别增长 2.0 个百分点和 1.9 个百分点。

目前来看, 根据英敏特的数据显示, 2013-2018 年, 中国婴幼儿护理用品市场销售额在以 19% 的年复合增速快速增长, 2018 年市场销售额达到 96 亿元。启初作为公司的新兴品牌, 近年来一直保持快速增长的趋势, 2019 年启初品牌实现了 25% 以上的增长, 营收体量约为 3 亿元。**展望未来**, 英敏特预测, 中国婴幼儿护理用品市场预计将保持增长势头, 市场销售额在未来五年将以 14.5% 的年均复合增长率继续高速稳定增长, 并在 2023 年达到 189 亿元。

而当前启初已经在细分市场拥有了较强的口碑, 未来将随着行业的高速增长而成长。在 2020 年产品发布会上, 上海家化宣布不仅要继续深挖拓展幼童市场, 且正式进军孕妈市场, 期待成为专业化、高端化的中国孕婴童一站式个护领导品牌。幼童市场方面, 启初根据女宝们易出现头发毛躁打结、细软、发黄等问题, 推出专为女宝设计的新品。为了拓展孕妈市场, 启初推出了孕期专用孕安瓶——启初水活育润系列乳米臻润玻尿酸安瓶。

图 49: 婴幼儿护理市场空间预测



资料来源: 英敏特, 国信证券经济研究所整理

图 50: 2020 年启初推出孕妇“孕安瓶”, 拓展孕妈市场



资料来源: 上海家化公众号, 国信证券经济研究所整理

家安: 家居清洁护理品牌, 在细分产品上占据一定优势

家安品牌创立于 2006 年, 是上海家化旗下专注于家居清洁护理领域的科创品牌, 创立之初便率先推出中国市场上第一款空调消毒剂和洗衣机槽清洁剂, 至今牢牢占据着该品类国内市场领导的地位。产品端, 家安不断向更多的家居清洁品类进行延伸, 2016 年, 家安正式推出“家安酵素净护洗衣液系列”, 进入洗衣液领域。目前家安的产品品类包括织物清洁、家电除菌、厨房清洁和卫浴清洁。家安定位性价比, 从天猫旗舰店来看, 单品价格均在 100 元以下。渠道端, 家安的渠道主要为线上和大卖场、商超等大流通渠道。目前来看, 2019 年家安的收入体量在 3 亿元左右, 近两年营收增速均保持在 40% 以上。

展望未来, 当前家居护理行业的不同细分行业处于不同的发展阶段, 根据欧睿的数据显示, 衣物护理体量最大, 2018 年市场规模为 702 亿元, 但增速相对较为缓慢, 为 4.4%。硬物护理, 即包括家电除菌、厨房清洁 (不包括餐具清洗剂) 和卫浴清洁品类的护理, 市场相对较小, 2018 年市场规模为 160 亿元。但随着近年来城镇化率不断提升, 人们对于家居清洁护理需求不断提升, 2018 年市场增速为 8.7%。此外, 疫情的常态化也有望进一步提升人们的家居清洁护理意识, 预计硬物护理品类有望保持较高速增长。

图 51: 家居护理细分品类规模和增速情况

品类	2018年规模 (亿元)	2018年增长率	2019年预计增速
衣物护理	702	4.4%	5.4%
硬面护理	160	8.7%	9.2%
餐具清洁剂	134	6.2%	6.7%
家用杀虫剂	74	-0.1%	0.2%
空气护理	13	6.4%	6.5%
漂白剂	1	2.9%	

资料来源: 日化最前线, 国信证券经济研究所整理

图 52: 家安 2020 年推出空气净化香氛系列



资料来源: 上海家化公众号, 国信证券经济研究所整理

2020 年家安将陆续推出空气净化香氛系列、空气净味除菌喷雾、多功能除菌去渍泡等产品。家安本身在细分的清洁品类上已经有一定的品牌优势，未来家安将进一步巩固细分品类的优势。

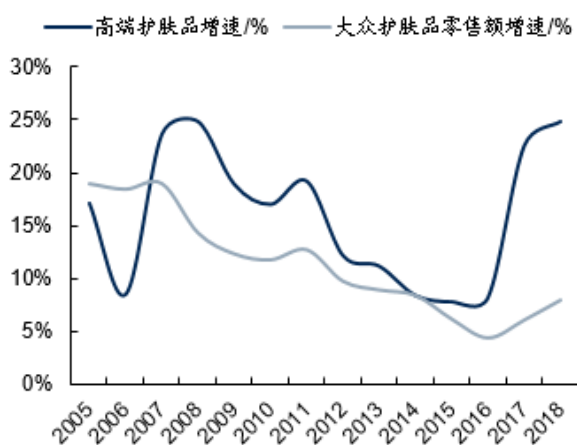
双妹：品牌积淀丰厚，2020 年将推出彩妆品类

双妹品牌积淀深厚，其传承上海文化，凸显上海女性风情。品牌诞生于 1898 年，到上世纪三十年代，已经是沪上乃至全国首屈一指的高端化妆品品牌，后因战乱逐渐淡出了上海市场。

从产品来看，双妹是上海家化旗下最为高端的品牌，产品价格一般在 400-1100 元之间，产品品类包括护肤品和彩妆，其中护肤品占比较大。2019 年，上海家化对双妹玉容系列的包装和配方进行升级，“新玉容”夜上海凝时奢养系列上线，这是双妹产品多年来首次升级推新。从渠道来看，双妹的渠道为线下和线上，目前双妹的线下门店仅有两家，分别为上海田子坊店和浦东机场店，线上主要为天猫旗舰店。目前来看，我们估算双妹 2019 年收入为千万的体量，根据品观网的数据显示，2019 年双妹全渠道增长超过 100%，线上渠道增长超 200%。

展望未来，双妹所处的高端市场赛道优异，根据欧睿的数据显示，2018 年高端护肤品市场增速为 24.9%，而同期大众护肤品市场增速仅为 8.0%，未来高端美妆仍将保持高速增长，而双妹具有丰厚的品牌积淀，具备极强品牌潜力。我们预计双妹在未来几年会保持稳步的推新计划，公司在 2020 年新品发布会上提到，考虑到彩妆品类近年的增势，2020 年双妹将推出全新彩妆产品。

图 53: 高端护肤品和大众护肤品市场增速对比



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

图 54: 双妹 2020 年推出唇膏新品



资料来源：上海家化公众号，国信证券经济研究所整理

产品优势：产品力积淀深厚，营销助力形象升级

这是一个越来越注重产品力的时代。对于传统国货大牌而言，随着美妆行业整体线上化趋势的不断加强，国货品牌的线下渠道物理壁垒被打破，而在全面转向线上后，传统国货品牌往往在流量的运营以及新媒体的营销方面，相对新锐品牌和国际品牌并不具备领先优势，因而更加需要从产品出发，抓住消费需求变化，实现差异化的产品布局，才能实现真正的突围。

家化拥有较为长期的产品力积淀，产品研发和生产基础实力在国内品牌中十分突出，为其产品力奠定了基础，同时公司也是中草药等传统概念的领导者，旗下产品极具东方特色，这也在同国际品牌竞争过程中提供了差异化的优势，在当前国货复兴的大背景下兼具硬实力和软实力，有望占据未来国货品牌大发展的先机。而未来，公司也需要通过机制的革新，及时针对消费者需求变化，进行针对性的产品开发，才能将沉淀的产品实力真正转化为强大销售能力。

完善的研发系统和优异的生产实力，为产品力奠定基础

➤ 研发实力积淀深厚，兼具中草药独特性及医研共创领先性

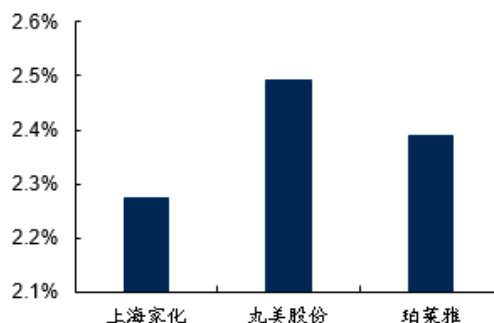
在众多日化企业中，上海家化不仅是研发投入最早的企业，更是持续重视投入的代表。公司的研发费用率近年来维持在 2.0%-2.4%，2019 年公司的研发费用率为 2.27%，略低于丸美和珀莱雅，但考虑到规模体量的差距，研发投入的绝对额居于领先地位。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有 234 名研发人员，占公司总人数比例为 6.89%。

图 55: 公司历年研发费用率情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 56: 可比公司 2019 年研发费用率对比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

上海家化技术研发中心是国家级研究中心、国家级工业设计中心和博士后科研工作站。技术中心囊括配方开发、配方研究、应用基础研究、中医中药研究、包装创意设计和开发、消费者研究等五十多个内部实验室。2018 年 7 月，上海家化将研发中心搬迁至保定路，专门供研发部门做创新研发使用。

除此之外，上海家化始终与外部的科研院所、医院也保持着密切的联系，包括复旦大学附属华山医院、上海交通大学附属瑞金医院、上海市皮肤病医院等，致力于为消费者带来更好的产品，其中目前发展迅猛的玉泽品牌就是医研共创的典范。

图 57: 上海家化科创中心



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 58: 上海家化科创中心



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

凭借着多年内部的研发积累以及与外部科研平台的协作, 上海家化在产品安全和功效研究领域取得了一定的突破, 具体来看:

1) 专注中草药研发, 强化差异化产品特质。公司通过利用高新科技对传统中医中草药技术进行深化和拓展, 形成了家化独特的中医中草药添加剂库, 为公司新品打下基础。如 2018 年公司对佰草集新恒美、新七白、新玉润系列做了全新配方升级, 增加了产品中中草药复方的用量, 新使用了现代科技, 大大提升了产品的功效。

2) 医研共创加强品牌研发技术领导地位。通过与专业医院和医学机构合作, 公司针对敏感肌肤特征, 建立了“抑制刺激+屏障修复”的机理, 在此基础上开发了玉泽舒缓修复系列产品; 针对宝宝的柔嫩肌肤, 对表面活性剂的安全性进行研究, 建立了完全适用于宝宝肌肤的表面活性剂组合科技。目前两个品牌在细分市场均取得较高的市占率, 并保持较高的增长。

➤ 一流的生产能力和供应链管理能力和保障产品质量稳定

当前不少本土新锐品牌正快速发展, 其更多的是依靠营销和产品开发环节取胜, 但是在生产端, 其供应链的基础建设仍然不完善, 没有自建产能, 无法保证产品高质量稳定的供应, 这将成为制约其长期发展的短板。而上海家化作为本土为数不多的拥有自建工厂和自建产能的日化公司, 拥有一流的生产能力和供应链管理能力和保障产品质量稳定, 这是保障现有品牌稳健发展、孵化新品牌并成长为多品牌集团的重要条件。

目前公司拥有五个自有工厂: 青浦跨越工厂、海南工厂、东莞工厂及海外的摩洛哥和英国工厂, 其中青浦跨越工厂拥有八条液洗包装流水线和十六条面霜包装流水线, 主要生产佰草集、高夫、启初、双妹、玉泽、美加净等品牌, 产品类型涵盖护肤类、洗护类产品; 海南工厂生产“六神”品牌花露水。东莞工厂、摩洛哥和英国三个工厂生产汤美星产品, 同时, 还有约 50% 的汤美星产品为委外生产。其中, 公司青浦跨越工厂于 2018 年 6 月起陆续投产运营, 占地面积 14 万方, 总投资额 12 亿元。目前产能利用率仍然较低, 2019 年产能利用率仅为 34%, 未来仍有较大的提升空间。

图 59: 上海家化青浦工厂膏霜水配置车间



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 60: 上海家化青浦工厂液洗车间



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

1) 高标准的的生产工艺和流程

化妆品时常会因为原料精炼不良、混合防腐剂、混合香料、细菌污染等因素导致产品致敏率提升。而使用高生产标准更能够开发出功效更加显著, 且更加安全稳定的产品。公司率先通过质量管理体系国际标准 ISO9001 的认证, 是行业诸多国家标准的参与制定者之一, 并于 2012 年顺利通过 GMP 认证。通过严格把关产品质量, 保证产品的安全性和有效性, 为消费者提供高价值感和舒适体验度的产品。

2) 运营管理和生产的自动化、智能化

2018 年 6 月投入运营的青浦跨越工厂由中外专家设计, 引入了先进的设备、工艺、自动控制系统及生产信息化管理系统, 实现了运营管理的数字化、精准化、信息化、自动化。在工厂运营管理方面, 精益生产和 5S 现场管理的推进使得生产质量和效率大幅提升, 逐步地实现生产从人工向自动化、智能化转变。

加强市场洞察, 巧用社媒营销, 强化产品形象

产品的升级和迭代是日化品牌保持长期发展的核心, 特别是在当前化妆品市场变化迅速, 新的品牌、产品概念层出不穷, 如果无法保持对消费者需求的洞察, 快速推陈出新, 则有可能面临品牌老化的问题。家化旗下品牌在前期也确实多多少少面临着这一问题, 但近年也已逐步开始积极改善。

➤ 新品打造速度加快, 围绕消费者需求实现产品升级

上海家化旗下不同品类、不同研发方向的新品均有不同的开发周期和机制: 1) 针对电商的新品, 速度最快, 从研发到供应链、出仓, 生产周期在 2 个月到 3 个月, 这一供应链周期目前基本与淘品牌的开发水平相当; 2) 第二大类型的新品, 主要涉及新的配方的延伸、产品的新功效要求, 这一部分新品从配方的完善到再推向市场, 基本要 6 个月左右; 3) 第三大类型的新品, 则是佰草集等品牌的护肤线, 从配方机制到配方创意, 需要一年多时间才能最终上市。

2017 年以来, 公司加快了新品推出速度, 贴合消费者需求, 吸引新一代的年轻消费者。2019 年, 公司通过深入洞察消费者需求, 佰草集以精华为切入点, 推出第二代佰草集太极·日月焕颜·双重修复精华及冻干面膜, 太极精华上市后购买该产品的新客比例为 57%, 冻干面膜系列销售过亿。

从上海家化 2020 年品牌发布会来看, 公司今年进一步加大了产品的推新力度。每个品牌在今年都会有新品, 其中佰草集将陆续推出太极水、太极面霜、太极精华敦煌限量版、太极眼霜和太极丹等新品, 持续招新, 推动品牌复苏。

表 10: 上海家化 2018 年以来推出的新品

2018 年		
品牌	新品	市场表现
佰草集	佰草集固态精华面膜	
	佰草集悦·溢彩系列彩妆	
	舒安肌养源系列	
美加净	润泽兰蕴美喷雾型精华水天猫首发	
	全新升级新七百、新玉润和新恒美系列	
	美之以衡焕若桃花 20 周年限量礼盒	
六神	美加净联合大白兔推出的奶糖味唇膏	天猫旗舰店上线两秒售罄
	六神推出与 RIO 合作的花露水风味鸡尾酒	
	六神迪士尼 IP 联名	
玉泽	六神清馨香氛系列	
	玉泽舒缓修复系列	
家安	空调除菌清洁系列产品	
高夫	净源控油系列	
启初	启初初芽清萃系列	
2019 年		
佰草集	第二代太极日月精华	太极精华上市后购买该产品的新客比例为 57%
	新七白冻干精华面膜	冻干面膜系列销售过亿
	新清透清凉防晒乳	
六神	御见 21 周年礼盒	
	精妍限量精华家族	
	劲爽活力花露水 (运动型)	
启初	清凉沐浴露系列	
	六神国宝萌神限量版套装	
	启初感官启蒙系列	
玉泽	宝宝雪绒霜	
	清痘调护系列产品	
	玻尿酸安瓶精华液	
美加净	植物洁面系列	
	柔嫩樱花护手霜	
	关爱动物小礼盒	
高夫	净源控油系列单品	
双妹	夜上海凝时奢养精华霜	
汤美星	感温防胀气奶瓶、不倒水杯	
片仔癀	牙敏舒系列牙膏	
2020 年		
佰草集	太极赋活微精华源生液等太极系列产品	
佰草集典萃	烟酰胺焕亮冻干安瓶精华液	
	玻尿酸水润冻干安瓶精华液	
	多肽凝时冻干安瓶精华液等 6 款新品	
高夫	净源控油系列产品	
启初	水感酷白系列	
	孕妇护肤安瓶	
片仔癀	抑菌系列漱口水	
	烟酰胺净颜冻干面膜	
玉泽	果酸焕肤安瓶精华液	
	净颜控油凝露	
	多功能除菌去渍泡	
家安	空气精华香氛系列	
	空气净味除菌喷雾	
双妹	倾姿魅色唇膏	
汤美星	仿若亲哺奶瓶 (更贴合亚洲宝宝口腔哺乳窝)	
	巧心为爱单边电动吸乳	
	巧星成长系列水杯	

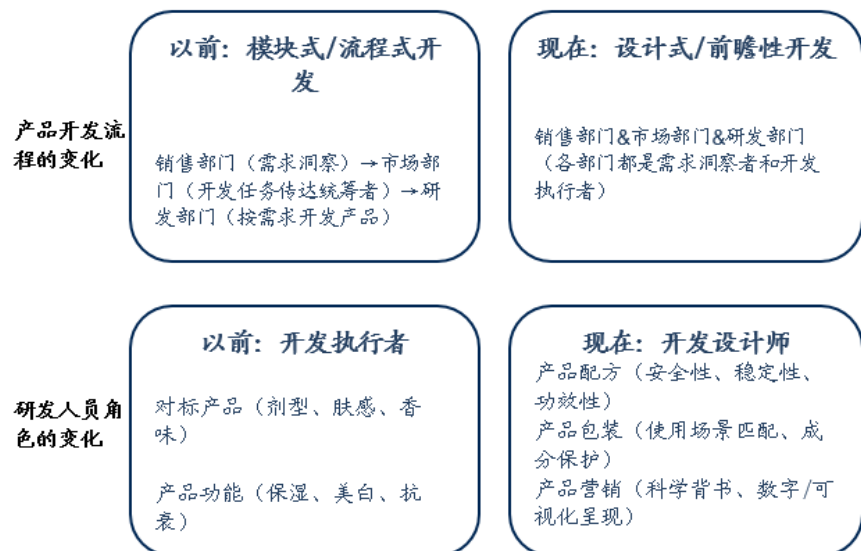
资料来源:上海家化公众号, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

➤ 巧用社媒营销，实现产品“出圈”

1) 社媒营销塑造产品形象，助力产品触达消费者。有了好的产品，也需要好的营销渠道和方式帮助产品更好的触达消费者，2018年，家化选用流量明星李易峰代言佰草集彩妆和面膜产品、罗云熙代言美加净“时刻守护”系列，六神、美加净持续推出IP联名，推动品牌年轻化转型。2018年品牌在口碑营销的带动下全网总曝光近70亿次。2019年，公司进一步推进新媒体应用，积极抓住微博、微信、小红书、抖音等营销红利、跟投热剧和综艺。2019年社交媒体投入占比提升至50%以上，和头部主播李佳琦和薇娅展开合作。

2) 社媒渠道可缩短销售链路，实时了解消费者需求，指导前端产品开发。社媒时代产品流量风口更迭迅速，美妆品牌的竞争更为直接与激烈，传统的管理机制越来越难以响应消费者需求快速变化。因此，未来**研发人员要走到前端，成为市场的洞察者**。在内容驱动的时代，企业需要从策划新品开始，就把产品和传播内容深度结合，让内容随产品而生，实现营销前置，这样，好的爆款和明星产品就会营运而生。

图 61：化妆品产品开发过程以及研发人员角色的变化



资料来源:化妆品新锐品牌大会，国信证券经济研究所整理

管理变革：机制理顺有望释放业绩，新兴渠道迎发展

在此前报告中，我们一直强调：一个具备较强生命力的日化企业一定是一家以消费者为核心并有一整套体系去保障的公司。在当前消费者需求变化越来越快，越来越难以把握的情况下，很多国产品牌因为僵化的体制在面对市场风云变幻中没有及时作出回应导致品牌迅速老化。这一过程中管理层的战略思想先进性，以及是否具备一套稳定的组织结构保障战略准确度和执行力就显得十分重要。

而上海家化在早期也是业内优异治理结构的标杆型企业，优异机制是奠定公司成长为行业龙头的最基础保障。首先有着**敏锐且经验丰富的最高领导层**，保证公司的发展方向和共同的文化，并将集团打造为一个资源型赋能平台，而在具体发展过程中，**以品牌经理制，充分放权给具体负责每个品牌面对一个细分市场**，使得其核心精力集中在其目标消费者需求的研究和把握之上，同时通过内部的市场化机制形成了一个评价和资源配置体系。这也是家化能够形成一个庞大且完善的多品牌矩阵的基础。虽然后期公司由于管理团队更迭及磨合弱化了机制的运转，但公司此前沉淀的公司文化及品牌价值仍在，未来随着新管理层更换后对机制优化的推进，有望再次激活家化的庞大品牌价值。

新任 CEO 具备国际化妆品巨头任职背景，专业化管理能力较强

从新任 CEO 的履历我们可以看到，潘秋生 1973 年出生，华东理工大学生物化学系理学士、复旦大学-美国圣路易华盛顿大学 EMBA，曾在欧莱雅、美泰芭比担任高级管理职务，具有二十年快消品行业经验，熟悉化妆品行业。

同时，根据我们了解，潘总在此前的两次任职期间均有较为突出管理经营贡献：1) 在 2015-2019 年任欧莱雅集团大众化妆品部中国商务总经理及亚太区商务总经理时期，潘总培养了较为优异的跨国消费品公司中国及亚太区高管管理经验，对消费品行业特别是化妆品行业培养了深刻理解，并善于驱动转型变革，具备了很强的战略领导力和执行力，并在任职期间帮助欧莱雅实现渠道战略转型，线上业务占比取得大幅度提升。2) 2019-2020 年 4 月担任美太芭比中国区总经理期间，通过稳定管理团队，优化内部机制，并加强库存管控和费用管理，迅速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。

表 11: 公司历任董事长情况介绍

董事长	进入上海家化前履历	在任时间	在任期间主要行动
葛文耀	1985 年起担任上海家化厂长，	1985-2013 年 5 月	创立“六神”、“佰草集”等知名品牌，奠定了公司的品牌基础，
谢文坚	曾任强生医疗大中华区董事长	2013 年 10 月-2016 年 11 月	将资源主要聚焦在五大品牌，削减新锐品牌，并发展线上渠道。
张东方	曾任维达国际控股有限公司执行董事兼首席执行官	2016 年 12 月-2020 年 5 月	提出“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”的战略，打破以渠道为主的事业部的管理机制。
潘秋生	曾任欧莱雅集团中国区大众化妆品部商务总经理	2020 年 5 月-	-

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

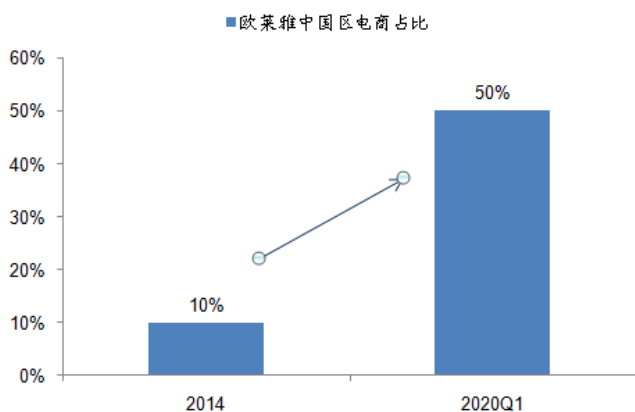
我们认为，首先在专业性上，相对其前两任，潘总的履历更聚焦于化妆品行业。化妆品相对于一般快消品类，在产品迭代升级上更加迅速，在营销手段上更加丰富，因而管理层对于市场的熟悉是十分重要的。

其次，潘总在任职上海家化 CEO 前就担任平安集团战略发展中心副主任，对两者战略层面的了解，能够帮助其更好的协调上市公司与大股东之间的联系沟通，进一步发挥大股东平安对于上市公司的赋能作用。

电商渠道发展值得期待，助力公司打破渠道发展天花板

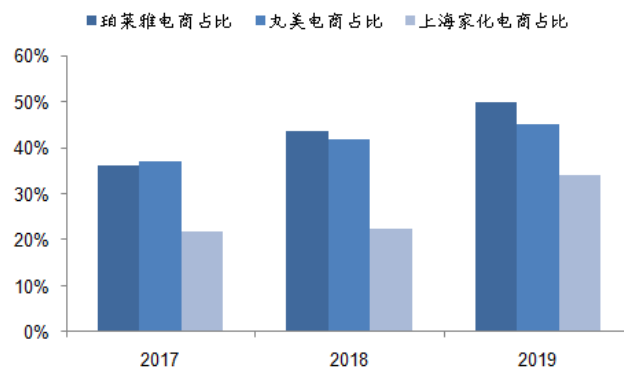
潘总在欧莱雅的任职时期，也是欧莱雅中国区电商快速发展的节点。虽然欧莱雅的电商布局早在 2010 年就已经开启，也是首个登陆天猫网站的国际化妆品集团，但真正的实现快速发展始于 2015 年，此时国内化妆品行业线下渠道已趋于饱和，国际品牌受限于折扣率及价格因素下沉难度又相对较大，而电商渠道则成为了其继续保持快速增长的主要方式。经过一系列的渠道制度变革，资源投入倾斜以及全局式的数字化赋能，欧莱雅中国逐步成为中国电子商务领域最强大的参与者，集团中国区业务中电商的占比已从 2014 年 10% 左右，上升至目前的超过 50%。

图 62：欧莱雅中国区电商占比变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 63：上市公司历年电商渠道占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

目前来看，上海家化在电商渠道的布局中相对低于国内同行。2019 年珀莱雅及丸美的电商渠道占比分别达到 53%/45%，而上海家化电商占比为 34%，其中若剔除平安特渠预计占比不到 30%，因此未来电商占比提升空间仍相对广阔。从家化自身来看，公司过去几年在电商及新零售等领域已经有了比较突出的布局基础，但整体线上化程度仍相对同行较慢。我们认为除了内部机制和管理磨合尚未完全理顺外，主要系相对国内同业，家化旗下品牌及覆盖品类较为全面复杂，不同品牌和品类布局电商的策略也不尽相同，同时家化主力品牌相对其他国货偏中高端，在布局电商过程中不具备明显的价格优势，且需要维护价格体系从而不至于冲击线下原有渠道。

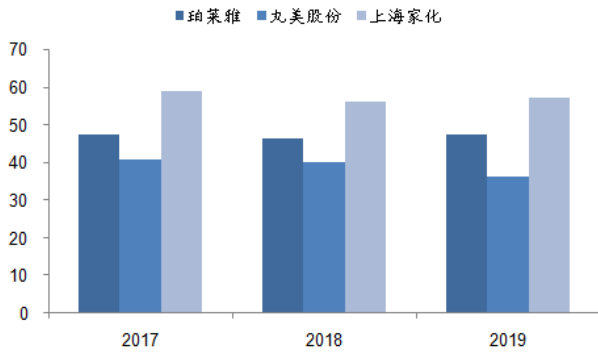
而潘总在欧莱雅任职期间，欧莱雅也曾面临在发展电商渠道初期，不同渠道之间在价格体系维护，营销资源投放配比，以及针对性的产品结构调整等一系列问题，但最终还是取得了突出的线上化成绩，因此潘总一定程度上具备处理相关问题的经验。未来随着公司新管理层的系统性机制化的电商布局开展，有望在家化此前已经初步搭建起来的新渠道基础上，进一步带领上海家化拥抱新零售消费趋势的变化，加快渠道变革与转型步伐，并以数字化引领产品和营销创新，帮助公司突破原有增长天花板。

管理优化后的费用下降空间较大，有望提升公司未来盈利能力

整体来看，公司的费用率不仅处于同行业公司的较高水平，且近年来一直处于不断上升的状态，我们预计一方面主要由于行业竞争加剧，需要公司不断加大营销投放力度，但从结果来看，销售费用率的大幅提升并没有完全转化成销售收入的提升，在当前渠道变革和营销变革中，我国品牌营销投放格局发生了明显的变化，若没有及时抓住新营销变革的红利，且具体投放过程中不注重精细

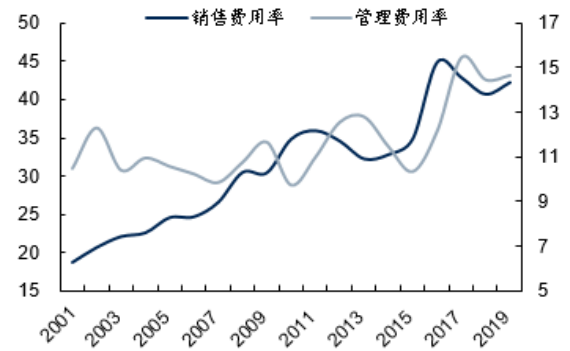
化运营，将导致营销投放产出较低。另一方面，公司自 2012 年以来管理层更迭后磨合期较长，且在后期一系列的外延布局后整合尚未完全完成，导致费用率水平持续处于历史相对高位。

图 64: 上海家化费用率相对同行较高



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 65: 公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

未来随着机制的理顺，一方面，公司有望强化以市场为导向的运作思路，洞察消费者需求，并强化营销精细化布局，提升营销活动的 ROI 水平；另一方面，通过加强内部管理，提效费用，公司的净利润水平也有望得到提升。

盈利预测

我们从品牌来拆分营收，按照体量来划分，公司的品牌可以划分为三类：第一梯队的六神、佰草集和汤美星，第二梯队的美加净和高夫，第三梯队的玉泽、启初和家安，以及体量较小的片仔癀和双妹。

核心假设

- 1、第一梯队：从六神来看，炎夏气候及“地摊经济”的火热，叠加去年下半年的低基数，预计未来三年六神保持稳健增长；从佰草集来看，疫情对线下百货渠道造成较大影响，而佰草集线下百货占比较大，预计2020年整体佰草集承压明显，而明后两年在低基数以及品牌逐渐复苏背景下，有望保持稳健的增长；从汤美星来看，海外疫情对汤美星销售造成一定的影响，预计2021年将得到恢复，此后有望保持稳健增长。
- 2、第二梯队：短期美加净和高夫均处于品牌调整期，叠加疫情短期冲击，预计2020年仍受到一定的影响，2021-2022年有望逐渐恢复，保持稳健增长。
- 3、第三梯队：以玉泽为首的细分品类品牌所处赛道优质，叠加产品在细分市场已经初具品牌，预计未来将保持高速增长。
- 4、随着玉泽高增长以及佰草集逐渐复苏，高毛利率的护肤品品类收入占比有望提升，带动毛利率的提升。新兴品牌高速增长叠加佰草集复苏带来的规模效应推动费用率平缓下降。

表 12：公司分品牌盈利预测

品牌	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	简述
六神	18.00	19.84	20.46	20.99	21.64	22.29	
增速/%	6.51%	10.25%	3.10%	2.60%	3.10%	3.00%	“地摊经济”火热，叠加去年下半年的低基数，预计未来三年六神保持稳健增长
佰草集	18.70	18.62	18.10	15.20	18.24	19.61	
增速/%	16.15%	-0.42%	-2.80%	-16.00%	20.00%	7.50%	疫情对线下百货渠道造成较大影响，而佰草集线下百货占比较大，预计2020年整体佰草集承压明显，而明后两年在低基数以及品牌逐渐复苏背景下，有望保持稳健的增长
美加净	4.40	4.83	4.50	4.05	4.64	4.84	
增速/%	15.79%	9.73%	-6.80%	-10.00%	14.60%	4.20%	品牌调整叠加疫情，短期受到的冲击较大，随着品类升级，未来有望保持稳健的增长
高夫	4.10	4.23	3.70	3.52	3.73	4.02	
增速/%	24.24%	3.25%	-12.60%	-5.00%	6.20%	7.60%	品牌调整叠加疫情，短期受到的冲击较大，随着调整转型结束，仍有望保持稳健的增长
玉泽	0.90	1.55	2.80	12.32	17.86	22.87	
增速/%	50.00%	72.07%	80.80%	340.00%	45.00%	28.00%	随着功能性护肤品行业高速增长以及玉泽自身产品力认知度、认可度不断提升，玉泽品牌有望保持较高的增速
家安	1.65	2.32	3.30	4.09	4.95	5.74	
增速/%	83.33%	40.35%	42.50%	24.00%	21.00%	16.00%	家居清洁护理需求不断提升，今年疫情的常态化也有望进一步提升人们的家居清洁护理意识，预计家安未来三年将保持较为高速的增长
启初	1.50	2.15	2.70	2.79	3.55	4.22	
增速/%	25.00%	43.31%	25.60%	3.20%	27.52%	18.90%	启初的销售中线下母婴店占比较大，短期疫情造成一定的影响，而行业高增长的趋势不变，预计明后年将稳步恢复
汤美星	14.39	16.33	17.03	14.82	17.13	17.68	
增速/%				-13.00%	15.60%	3.20%	海外疫情对汤美星销售造成一定的影响，预计2021年将得到恢复，此后有望保持稳健增长
其他	1.23	1.42	3.32	3.15	3.63	4.01	
增速/%	29.47%	15.45%	133.80%	-5.00%	15.20%	10.50%	
总收入	64.88	71.38	75.97	80.93	95.39	105.28	
增速/%	0.09	10.01	0.06	6.53%	17.87%	10.37%	
毛利率	64.93%	62.79%	61.88%	62.21%	63.29%	64.16%	随着玉泽高增长以及佰草集逐渐复苏，高毛利率的护肤品品类收入占比提升，带动毛利率的提升
管理费用率	15.47%	14.47%	14.67%	14.00%	13.80%	13.60%	新兴品牌高速增长叠加佰草集复苏带来的规模效应
销售费用率	42.82%	40.65%	42.18%	40.60%	40.40%	40.20%	新兴品牌高速增长叠加佰草集复苏带来的规模效应
净利润增速	93.95%	38.63%	3.09%	-2.38%	37.08%	24.78%	

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

综合来看，考虑公司在管理机制上的变革以及玉泽品牌高速增长有望带来盈利能力的改善，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年的 EPS 为 0.81/1.11/1.39 元（此前为 0.81/0.99/1.21 元/股），对应的 PE 分别为 51.0/37.2/29.8 倍。

敏感性分析

综合收入和成本端，我们对公司的未来业绩做乐观、中性和悲观三种情景分析，得到的结果如下：

乐观假设：公司 2020-2022 年收入增速分别为 11%、22%、14%，净利润增速分别为 1%、42%、29%，EPS 分别为 0.84、1.18、1.53 元/股。

中性假设：公司 2020-2022 年收入增速分别为 7%、18%、10%，净利润增速分别为-2%、37%、25%，EPS 分别为 0.81、1.11、1.39 元/股。

悲观假设：公司 2020-2022 年收入增速分别为 3%、14%、6%，净利润增速分别为-6%、33%、20%，EPS 分别为 0.78、1.04、1.25 元/股。

表 13: 情景分析表

	2018	2019	预测值		
			2020	2021	2022
乐观预测					
销售收入(百万元)	7137.9	7,597.0	8,396.8	10,233.1	11,703.5
增长%	10.0%	6.4%	10.5%	21.9%	14.4%
净利润(百万元)	540.4	557.1	561.41	794.57	1,026.95
增长%	38.6%	3.1%	0.8%	41.5%	29.2%
EPS	0.81	0.83	0.84	1.18	1.53
现实的预测					
销售收入(百万元)	7137.9	7,597.0	8,092.9	9,539.0	10,528.2
增长%	10.0%	6.4%	6.5%	17.9%	10.4%
净利润(百万元)	540.4	557.1	543.86	745.55	930.28
增长%	38.6%	3.1%	-2.4%	37.1%	24.8%
EPS	0.81	0.83	0.81	1.11	1.39
悲观的预测					
销售收入(百万元)	7137.9	7,597.0	7,789.0	8,869.3	9,434.2
增长%	10.0%	6.4%	2.5%	13.9%	6.4%
净利润(百万元)	540.4	557.1	526.31	698.24	840.27
增长%	38.6%	3.1%	-5.5%	32.7%	20.3%
EPS	0.81	0.83	0.78	1.04	1.25
总股本(百万)	671	671	671	671	671

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 52.66-56.72 元，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、板块景气度下降，或竞争格局进一步加剧，导致板块内上市公司估值承压，从而对公司的相对估值水平造成较大的影响。

盈利预测的风险

- 第一、玉泽的产品在安全性和功效性方面未达到消费者预期，导致玉泽的收入增速低于预期；
- 第二、佰草集新品类的拓展和线上内容营销的效果不达预期，导致佰草集复苏低于预期；
- 第三、高夫转型以及美加净产品升级效果不达预期。

经营风险

公司的六神和美加净品牌存在一定的品牌老化问题，如果公司的品牌年轻化程度不达预期，且随着新锐品牌逐渐的崛起，将会对公司的收入造成一定的影响。

公司所在的化妆品行业由于品牌竞争激烈，营销和推广费用较大，且公司正处于提升品牌力和不断推出新品的时期，若控制不力，较高的营销费用率会对利润造成一定的吞噬。

新任 CEO 无法带来管理机制的改善，公司在产品创新和营销效率方面停滞，跟不上市场的变化。

市场风险

从行业层面上来看，目前以中草药为概念的护肤品市场正在不断降温，取而代之的功能性护肤品的崛起，如若该市场逐渐萎缩，预计将对佰草集的销售造成一定的影响；

此外，佰草集定位中高端，与外资品牌形成直接竞争，如果外资品牌进一步加大促销力度，预计将对佰草集的销售造成一定的影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1609	2339	3137	4245	营业收入	7597	8093	9539	10528
应收款项	1276	1330	1385	1529	营业成本	2896	3058	3501	3774
存货净额	925	984	1036	1015	营业税金及附加	54	57	67	74
其他流动资产	133	1237	1313	1081	销售费用	3204	3286	3854	4232
流动资产合计	5878	6535	7516	8515	管理费用	942	1166	1349	1465
固定资产	1146	1096	1146	1173	财务费用	31	11	(8)	(32)
无形资产及其他	821	788	755	722	投资收益	154	110	130	120
投资性房地产	2912	2912	2912	2912	资产减值及公允价值变动	89	20	(20)	(30)
长期股权投资	391	411	431	451	其他收入	(13)	0	0	0
资产总计	11147	11743	12760	13774	营业利润	700	645	886	1105
短期借款及交易性金融负债	6	10	10	10	营业外净收支	2	2	2	2
应付款项	824	820	942	1015	利润总额	702	647	888	1107
其他流动负债	2035	2075	2410	2624	所得税费用	145	104	142	177
流动负债合计	2865	2905	3363	3649	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1138	1138	1138	1138	归属于母公司净利润	557	544	746	930
其他长期负债	859	979	1091	1261					
长期负债合计	1997	2117	2229	2399	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4862	5022	5592	6048	净利润	557	544	746	930
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	13	(2)	1	1
股东权益	6286	6721	7168	7726	折旧摊销	184	155	162	174
负债和股东权益总计	11147	11743	12760	13774	公允价值变动损失	(89)	(20)	20	30
					财务费用	31	11	(8)	(32)
关键财务与估值指标					营运资本变动	1972	(1063)	388	566
每股收益	0.83	0.81	1.11	1.39	其它	(13)	2	(1)	(1)
每股红利	0.33	0.16	0.44	0.55	经营活动现金流	2623	(384)	1316	1700
每股净资产	9.36	10.01	10.68	11.51	资本开支	(171)	(50)	(200)	(200)
ROIC	8%	9%	12%	16%	其它投资现金流	(1934)	1289	0	0
ROE	9%	8%	10%	12%	投资活动现金流	(2220)	1219	(220)	(220)
毛利率	62%	62%	63%	64%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	8%	9%	负债净变化	65	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	10%	11%	支付股利、利息	(221)	(109)	(298)	(372)
收入增长	6%	7%	18%	10%	其它融资现金流	412	4	0	0
净利润增长率	3%	-2%	37%	25%	融资活动现金流	101	(105)	(298)	(372)
资产负债率	44%	43%	44%	44%	现金净变动	504	730	797	1108
息率	0.8%	0.4%	1.1%	1.3%	货币资金的期初余额	1105	1609	2339	3137
P/E	49.8	51.0	37.2	29.8	货币资金的期末余额	1609	2339	3137	4245
P/B	4.4	4.1	3.9	3.6	企业自由现金流	2382	(516)	995	1367
EV/EBITDA	47.6	48.1	35.8	29.2	权益自由现金流	2860	(521)	1002	1393

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032