

上海家化(600315)

深度报告

行业公司研究—化学制品行业—

百年积淀，历久弥新，日化龙头再起航  
——上海家化深度报告

✍ 分析师：邱冠华 S1230520010003  
☎ 联系人：余剑秋 汤秀洁  
✉ 邮箱：yujianqiu@stocke.com.cn tangxiujie@stocke.com.cn

报告导读

百年上海家化再出发，公司四大优势：**渠道可塑性佳+研发沉淀+护肤赛道竞争力强+多品牌格局领先，最能把握这一轮化妆品大趋势，首次覆盖给予增持评级。**

投资要点

□ 公司面临着怎样的时代性大趋势？

**变美+抗老是“新刚需”，高景气下美妆继续腾飞。1) 行业：中国化妆品成为新零售宠儿，行业景气度持续提升。**19年限额以上化妆品零售额同比增长12.6%至2992亿元，高于同期社零增速4.6个百分点。Euromonitor数据显示，2010年-2020年，预计中国化妆品与个护市场规模复合增长7%至718亿美元，增速领跑全球并有望2023年超越美国成为第一大消费市场。**2) 渠道：国货把握电商红利崛起，改变国际品牌独大局面。**2019年电商渠道占30%，超过百货、KA，成为化妆品第一大销售渠道，在线购物节井喷+直播带货更是进一步刺激电商购物的发展，线上线下流量转化成为未来趋势。受益于渠道变革优势，中国本土化妆品品牌市占率呈上升趋势，佰草集+珀莱雅+丸美+完美日记市占率合计由10年的1.3%增长至19年的2.5%。**3) 壁垒：护肤领域追求高端升级+精细护肤，知名度高且研发力强的品牌受益。**Euromonitor数据显示，14-19年护肤品高端消费占比由27%提升至49%，特别是以精华、眼霜为主打的精细护肤直击消费者“变美的欲望+衰老的恐慌”。护肤品类少+见效慢+直接上脸，功效为王，最终受益强研发力品牌。**4) 对标国际：构造多品牌日化帝国是龙头必然选择。**多引擎同时拉动增长是成功日化企业的最佳选择，国际巨头欧莱雅集团就是美妆帝国典型，其旗下国际品牌多达36个，并且复数品牌均市占率靠前，拥有持续增长力。

□ 公司多年沉淀了什么样资源禀赋？

百年家化厚积薄发，**电商渠道可塑性佳+研发资源沉淀+中高端领域竞争力强+多品牌格局领先，最能把握这一轮化妆品大趋势。1) 八大渠道全覆盖，线下网点优势+电商转型经验。**上海家化拥有商超门店20万家、农村直销车覆盖的乡村网点有近9万家店、百货近1500家、化妆品专营店约1.3万家、母婴店近6000家。上任CEO新建渠道管理部门统管八大渠道，同时加速布局电商建设，积极与热门主播、天猫购物节进行合作，已初见成效。17-19年线上销售比例成功提升12pct至34%。**2) 科研王者，经验与研发投入都位于国内顶端。**公司多次参与行业标准制定+自主中医中草药美容添加剂库+40%硕博以上科研人员+海内外合作项目(包括日、法、华山医院、ODM等)。2019年研发费用1.73亿元，研发费用率在2.5%上下，处于国际领先公司的1.5%-3.5%区间内。**3) 差异化品牌梯队，中高端+高成长性赛道均有布局。**拥有佰草集、六神等十大自主品牌，品牌矩阵覆盖母婴、家庭、男性、护肤等全领域，市占率0.1%及以上品牌多达5个(佰草集、六神、高夫、启初、美加净)。

□ 公司未来将如何实现价值的蜕变？

**品牌格局重塑，多品牌齐发力，聚焦高成长赛道打造新引擎。1) 多品牌均具有“黑马”潜力，将共同发力。**国货龙头通常表现为“一枝独秀”，即市占率大于

评级

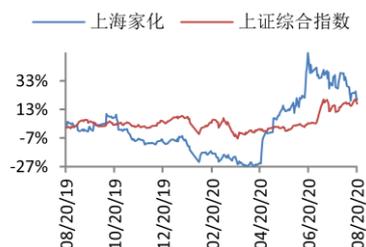
增持

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥40.11

单季度业绩

元/股

1Q/2020	0.18
4Q/2019	0.02
3Q/2019	0.14
2Q/2019	0.31



公司简介

相关报告

报告撰写人：邱冠华  
联系人：余剑秋 汤秀洁

证券研究报告

0.1%的只有主打品牌。相较而言，上海家化多品牌布局已颇为成熟，高市占率品牌覆盖个护、家用与男女护肤，随着品牌形象年轻化重塑与渠道改革的顺利推进，未来有望实现多点爆发共同助长。**2) 品牌再定位，聚焦高成长赛道。**一方面，**强研发力护航佰草集+双妹专攻中高端护肤市场**，顺应护肤需求高端化+精细护肤趋势，分享高端护肤赛道的高毛利。同时，**玉泽与佰草集典萃新开拓功能性护肤市场**，Euromonitor 数据显示，19 年中国功能性护肤市场规模达 19.6 亿美元，五年复合增长率达 21%，比市场总增速高 8%，其内部竞争（19 年中国功能性护肤赛道市场份额 0.1%及以上品牌仅 17 个）也小于其余赛道，玉泽在该赛道表现优异。**另一方面，六神、美加净开启年轻化转型，抓住 90 后、95 后高潜力消费群体。**六神推出与 RIO 合作的花露水风味鸡尾酒，美加净联合大白兔推出的奶糖味唇膏，同时上海家化充分联合《跑男 4》、李易峰、李佳琪等热门 IP，拉近与年轻一代的距离，有望通过“网红经济”迎来新一波爆发。

**新 CEO 新战略，品牌聚焦，渠道线上线下载发力。**14 年起，上海家化由于内部管理动荡经历了磨合期→再爬坡期，2020 年 5 月，潘秋生临危受命，担任新首席执行官兼总经理，提出了一个中心（以消费者为中心）两个基本点（品牌创新+渠道经济）三个助推器（文化、流程、数据化）新战略。**1) 多次临危受命交出出色答卷。**潘秋生任职欧莱雅期间亚太地区销售占比由 22.5%提升至 32.2%，亚太地区销售总额达 96 亿欧元，复合增长率达 14%。任职美泰期间成功实现扭亏为盈；**2) 在品牌上**，重点寻找迅速增长的市场品类与消费者核心诉求，打造未来爆品，在高毛利赛道竞争；**3) 在渠道上**，CS 渠道新战略推出一店一云店模式，实体门店为消费者提供优质服务和新奇体验，云店则提升便利性并促进复购，加之多入口会员体系进一步赋能。

#### □ 公司目前的盈利预测与估值如何？

百年国货龙头上海家化，在悠久的历史进程中沉淀文化底蕴、夯实研发壁垒并塑造极具代表性的国货形象，又在渠道加速变革的今天直面痛点、锐意进取。**新任 CEO 潘秋生及管理团队经过数月的磨合期，新战略逐步落地，品牌创新+渠道经济初见成效，加之玉泽表现超预期加速发展进程，进一步提振资本市场信心。**目前公司收入规模仅欧莱雅的 3%，资生堂的 10%，百年家化拔锚起航之路才刚刚开启。预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.67、0.80、0.98 元/股，同比增长-20%、20%、22%，对应 PE 为 60、50、41 倍，首次覆盖给予增持评级。

#### □ 风险提示

1) 化妆品市场需求波动的风险。2) 新管理团队战略失误的风险。3) 品牌拓展不及预期的风险。4) 疫情常态化背景下，线下渠道受冲击存在不确定性。

#### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	7596.95	7670.81	8535.20	9678.00
(+/-)	6.43%	0.97%	11.27%	13.39%
净利润	557.09	448.07	538.32	655.17
(+/-)	3.09%	-19.57%	20.14%	21.71%
每股收益(元)	0.83	0.67	0.80	0.98
P/E	48	60	50	41

## 投资逻辑

### 超预期因素

从品牌来看，国货的理念与产品质量越来越受到消费者的认可，疫情加速国际品牌与国货品牌强弱关系转换，国货品牌特别是主打敏感肌适用的功能性护肤品牌市占率显著提升。上海家化以其扎实全覆盖的品牌矩阵，能实现佰草集、六神、启初等高市占率品牌+玉泽等新锐网红品牌齐发力，占据高成长赛道+年轻化拉近 90 后、95 后高潜力消费群体，共同把握行业发展机遇。

从渠道来看，19 年电商渠道占 30%，超过百货、KA，成为化妆品第一大销售渠。上海家化不仅在电商改革上已有积淀，拥有与天猫购物节、网红主播李佳琪的深度合作经验，且取得了一定成效。同时新 CS 渠道战略为上海家化庞大线下网点赋能，强化新奇、优质购物体验+65 款 CS 专供新品将重燃线下渠道增长动力。

从新战略来看，新任 CEO 潘秋生在日化巨头欧莱雅工作期间积累了丰富的品牌+电商改革管理经验，在新 CEO 带领下，公司渠道、品牌、营销等新战略逐步落地，为后续发展注入信心。

### 超预期逻辑推导路径

**市场原有预期：**近年来公司管理组织架构变动频繁，整体业绩表现略显平淡。市场认为公司需要较长时间的变革调整，短期内基本面难以明显改善。

**市场预期推演：**我们认上海家化的内控、渠道与品牌定位的调整变革早在 2017 年开始布局，历经三年的沉淀，效果已逐步外显，17-19 年线上销售比例成功提升 12pct 至 34%，19 年末双十二冻干面膜卖断货……百年家化近几年表现虽略低于预期，但其百年沉淀所积累的品牌布局、科研实力与渠道覆盖是新兴日化公司短期难以追赶的，加之新 CEO 上任后渠道、营销等新战略落地，再次激发品牌活力，预计上海家化的再起航指日可待。

**可能超预期的点：**1) **新战略逐步落地。**潘秋生不仅在日化巨头欧莱雅有丰富的品牌+电商改革管理经验，亦在短期内实现了美泰的扭亏为盈。美泰作为一家历史悠久的传统企业，其境遇可谓与上海家化相似，预期上海家化也可实现同等变化。新任 CEO 潘秋生及管理团队经过数月的磨合期，新战略逐步落地：家化云商城已经上线；六神进一步跨界突破，与安踏推出联名礼盒，20 年 6 月天猫销量同比提升 10%；防疫相关产品扩展初见成效，家安、启初天猫销售额 20Q2 较 20Q1 分别增长 88%、22%。2) **多品牌齐发力。精细护肤看点：**玉泽以“医药合研”深耕功能性成分的皮肤屏障修护+佰草集典藏延续原有的中草药护肤的同时拓展更多高肌能科研成分+双妹占据高端护肤国货赛道。不仅大众到高端全覆盖，赛道的高毛利有望提升公司整体的盈利质量。**品牌年轻化看点：**原火箭少女成员段奥娟担任佰草集典藏品牌大使，袁泉成为代言人跟踪“独立女性”与“自信之美”话题热度，同时上海家化充分联合《跑男 4》、李易峰、李佳琪等热门 IP，拉近与年轻一代的距离，有望通过“网红经济”迎来新一波爆发。3) **渠道改革线上线下同步赋能。**新 CS 渠道战略一门店一云店不仅加速上海家化的电商布局，也为其百年积累的网点优势带来新赋能。一方面，网红主播带货+CEO 亲自直播，二次元快闪+交互式体验等多管齐下，提升线上销售规模抵消疫情对线下渠道的影响；另一方面，实体门店为消费者提供优质服务+新奇体验，云店则提升便利性并促进复购，加之多入口会员体系进一步赋能。

### 催化剂

1) 网红营销与品牌年轻化已初见成效，冻干面膜成为新兴爆品，上半年玉泽线上销售收入高增长。2) 新 CEO 注入信心，新 CS 渠道战略已经发布，一门店一云店同时为线下购物体验和线上布局赋能。3) 疫情限制了海外国际品牌增长，加之化妆品与个护品的必需品属性和长期复购属性，公司有望分得更大市场份额。4) 65 款 CS 专供新品将重燃线下渠道增长动力。5) 佰草集典藏结合冻干科技与功能性成分推陈出新，线上官网更新升级。

## 核心风险

- 1) 化妆品市场需求波动的风险。
- 2) 新管理团队战略失误的风险。
- 3) 品牌拓展不及预期的风险。
- 4) 疫情常态化背景下，线下渠道受冲击存在不确定性。

## 正文目录

<b>1. 全渠道全品类+新 CEO 赋能渠道改革与品牌聚焦，百年民族日化龙头再起航</b>	<b>7</b>
1.1. 122 年历史的民族企业，自研自产+全渠道全品类的日化龙头	7
1.2. 磨合期已过，规模效应+低位利润率展现上升空间	10
<b>2. 消费升级+电商催化，国货崛起分享高成长性市场</b>	<b>12</b>
2.1. 中国化妆品成为新零售宠儿，增速领跑国际	12
2.2. 电商渠道崛起，国货爆发加速品牌格局重塑	13
2.3. 消费升级追求精细护肤，多品牌差异化覆盖需求	14
<b>3. 新战略+强研发+优赛道，传统优势与新增长点共同发力</b>	<b>16</b>
3.1. 玉泽崛起，聚焦高成长功能性护肤赛道有望成为新引擎	16
3.2. 新 CEO 新战略，品牌聚焦，渠道线上线下齐发力	18
3.3. 厚积薄发，科研与现金积淀为上海家化长期保驾护航	21
3.3.1. 科研王者，经验与研发投入都位于国内顶端	21
3.3.2. 财力资源雄厚，并购拥抱新可能	22
<b>4. 盈利预测</b>	<b>23</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 经历两次重大体制改革，业务扩展+品牌驱动巩固龙头地位	7
图 2: 10 大品牌共同发力，实现市场全覆盖	8
图 3: 公司 19 年营收占比个护 65%、化妆品 31%，业务结构稳定	8
图 4: 公司 19 年化妆品与个护市场市占率为 1.5%，头牌佰草集占 0.8%	8
图 5: 公司线上销售占比由 17 年的 22%提升至 19 年的 34%	9
图 6: 11 年第二轮体制改革后，中国平安系持有上海家化 52.12% 的股权，为实际控制人	9
图 7: 14-19 年公司收入复合增长 7%至 76 亿元	10
图 8: 14-19 年公司归母净利润复合增长-9%至 5.57 亿元	10
图 9: 19 年公司销售净利率 7.3%，销售毛利率 61.9%	10
图 10: 19 年公司销售费用率 55%，管理费用率 12.4%	10
图 11: 19 年珀莱雅毛利率 68%，丸美 64%，公司 62%	11
图 12: 19 年珀莱雅净利率 12%，丸美 28%，公司 7%	11
图 13: 19 年上海家化化妆品业务毛利率为 72.74%，是利润率最高的业务	11
图 14: 化妆品社零增速持续超过整体社会消费品零售增速	12
图 15: 19 年限额以上零售额同比增速中，化妆品位列第二	12
图 16: 预计 2020 年中国化妆品与个护市场增长至 718 亿美元	12
图 17: 中国化妆品与个护市场规模增速全球第一	12
图 18: 公司层面，12-19 年日化品牌公司市占率呈分化趋势，国货崛起竞争日益激烈	13
图 19: 中国本土化妆品品牌市占率呈上升趋势	13

图 20: 75%消费者尝试过国货, 86%的消费者会考虑购买国货 .....	13
图 21: 19 年中国电商渠道占比 30.3%, 成为领先的第一大渠道 .....	14
图 22: 18 年淘宝推出 16 个在线购物节 (不完全统计) .....	14
图 23: 14-19 年护肤品高端产品消费占比提升至 49.2%.....	15
图 24: 14-19 年彩妆产品高端消费占比提升至 38.3%.....	15
图 25: 中国化妆品与个护市场护肤品占比最大, 18 年市场比例提升至 56% .....	15
图 26: 功能性护肤市场增速明显领先整体的美妆与个护市场 .....	16
图 27: 贝泰妮 2019 毛利率为 80%, 大幅高于日化上市公司 .....	16
图 28: 中国功能性护肤赛道内部进一步细分, 覆盖护肤全流程, 基础成分成为品牌卖点 .....	17
图 29: 2015 年中国本土功能性护肤品牌市占率总计 15.8%.....	17
图 30: 2019 年中国本土功能性护肤品牌市占率总计 27.3%, 薇诺娜成为市场第一 .....	17
图 31: 截至 2020.7.26, 玉泽天猫旗舰店近 30 天销售额 1000 万元.....	18
图 32: 截至 2020.7.26, 功能性护肤赛道中玉泽近 30 日销量占比达 4.4% .....	18
图 33: 上海家化历史相对收益率、毛利率、净利率复盘, 经历增长期→磨合期→再爬坡期.....	19
图 34: 16-19 欧莱雅亚太销售额复合增长率达 14%, 占比 32% .....	20
图 35: 16-19 欧莱雅电商销售额复合增长率达 40%, 占比 15% .....	20
图 36: 公司 19 年线下销售额负增长, 16-19 复合增长率 2%.....	21
图 37: 上海家化线上销售占比 34%, 低于珀莱雅和丸美股份 .....	21
图 38: 公司 19 年研发投入 1.73 亿, 远高于行业均值 .....	22
图 39: 公司研发费用率在 2.5%上下, 位于国际领先区间 .....	22
图 40: 公司 19 年经营现金流量净额 7.49 亿元 .....	22
图 41: 公司品牌矩阵覆盖母婴、男性、护肤等全领域 .....	22
表 1: 上海家化线下网点基数庞大, 为珀莱雅、丸美的十倍以上.....	20
表 2: 公司细分业务盈利预测 .....	23
表 3: 可比公司估值情况 .....	24
表附录: 三大报表预测值 .....	25

# 1. 全渠道全品类+新 CEO 赋能渠道改革与品牌聚焦，百年民族日化龙头再起航

## 1.1. 122 年历史的民族企业，自研自产+全渠道全品类的日化龙头

自研自产的全渠道全品类日化龙头，10 大品牌市场全覆盖。上海家化最早成立于 1898 年，前身为广生行，是中国历史最悠久的日化行业民族企业。在品牌上，目前家化拥有六神、佰草集、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹、一花一木、汤美星十大品牌，布局覆盖护肤类、洗护类、家居护理类、婴幼儿喂哺类产品；在渠道上，公司拥有八大渠道：线下销售为经销商分销、直营 KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外；线上销售为电商、特殊渠道；在产业链上，公司自主研发实力强劲，在国内外多有联合项目，并与外部的科研院所、医院和政府机构也保持着密切的联系，同时公司采用自主生产为主+ODM/OEM 为辅的生产模式。公司拥有青浦跨越工厂、海南工厂、东莞工厂及海外的摩洛哥和英国工厂五个工厂，并与国内外数十家行业内知名的企业建立稳定的 OEM/ODM 业务合作。

图 1：经历两次重大体制改革，业务扩展+品牌驱动巩固龙头地位



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

家化发展战略特点：品牌驱动为核心，全方位综合发展+电商改革、品牌年轻化成为未来趋势。1) 家化的品牌矩阵覆盖大众至高端不同消费阶级；婴儿、女性、男性等不同消费群体；个人护理、化妆品、家居清理等不同消费场景消费需求，为消费者提供综合性日化产品选择。2019 年，上海家化个人护理用品、化妆品、家具护理用品的营业收入分别为 49 亿元、24 亿元与 3 亿元，占比分别为 65%、31%与 4%。家化的整体业务构成比例在近几年基本维持不变，个人护理用品占比小幅上升，始终是家化最主要的收入来源。根据 Euromonitor 统计，2019 年上海家化市占率为 1.5%，受日益激烈的国内外竞争影响，市占率自 2015 年起略有下降。其中，佰草集以在化妆品与个护市场综合 0.8%的市占率与六神以在花露水赛道 70%以上的市占率稳坐家化“双头牌”位置，其余在化妆品与个护市场市占率在 0.1%以上品牌包括高夫、启初、美加净，依旧相对综合覆盖不同消费需求。

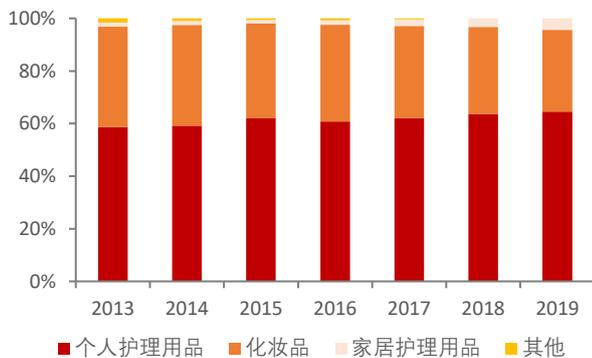
2017年，公司通过全资收购外资婴幼儿哺育类品牌汤美星，延伸了婴童品类的产品线。其2019年度实现营业收入17亿元，同比增长4.3%；实现净利润8,612万元，同比增长14.4%，实现扣非净利润8,380万元，大幅超过收购时卖方对2019年度净利润承诺数，为公司带来了稳定的收入和利润增长。未来上海家化仍然有兼并收购的能力，哪方面品类缺乏，比如高端、医美等，都可以通过兼并收购或合作方式进行拓展。

图 2：10 大品牌共同发力，实现市场全覆盖



资料来源：Euromonitor，公司公告，浙商证券研究所

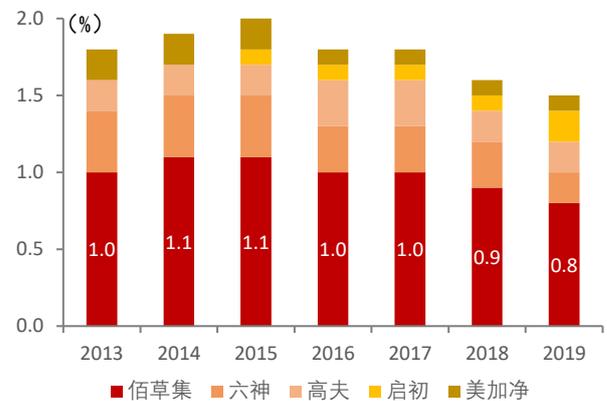
图 3：公司 19 年营收占比个护 65%、化妆品 31%，业务结构稳定



注：将 17 年年报中的婴儿哺育类调整至个护

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：公司 19 年化妆品与个护市场市占率为 1.5%，头牌佰草集 集占 0.8%

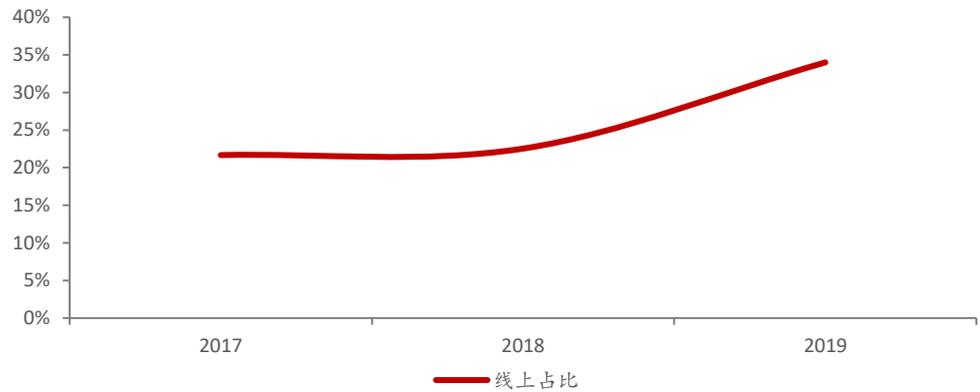


资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

2)百年家化新赋能，品牌年轻化打破“传统”刻板印象。自2016年以来，上海家化在跨界合作与品牌年轻化方面做了诸多努力：六神推出与RIO合作的花露水风味鸡尾酒，并加速品牌年轻化进程；美加净联合大白兔推出的奶糖味唇膏在发售当日两秒售空；启初联合国货品牌光明集团莫斯利安品牌，支持国家探月工程，市占率翻倍。同时上海家化充分联合《跑男4》、李易峰、李佳琪等热门IP，吸引年轻一代的消费者，进行品牌形象与认知升级。与此同时，上海家化也积极实施电商改革，加速电商布局。2017年来上海家化线上销售占比由22%提升至34%，并通过与当红主播李佳琪合作，直播带货，点燃玉泽品牌全网知名度，特别是玉泽线上渠道高增长，成为上海家化新的增长引擎。2020年

5月新总裁潘秋生上任后，提出了一门店一云店的新CS渠道发展战略，有望进一步加速上海家化线上业务的发展。

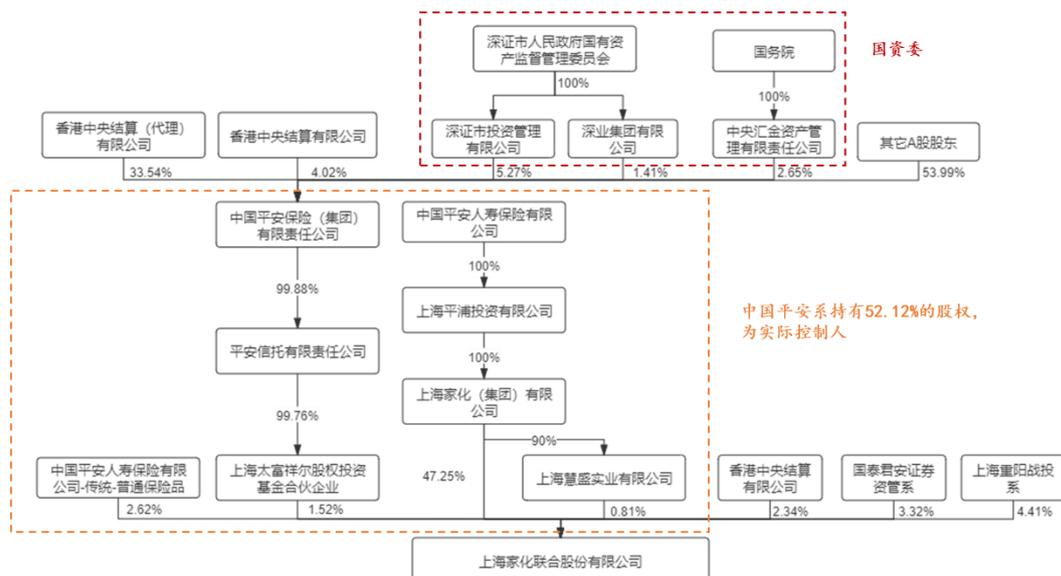
图 5：公司线上销售占比由 17 年的 22%提升至 19 年的 34%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**新 CEO 带来新希望，百年家化乘风破浪。**自 2011 年上海家化完成第二轮体制改革，平安成为上海家化的最大股东后，9 年间上海家化的管理层经历了三轮的换代。这一内部的不稳定性不仅导致上海家化错失了一些市场机遇，也使市场信心不足，股价承受下行压力。然而新 CEO 的到来为上海家化注入了新的信心，自宣布提名潘秋生先生担任新 CEO 以来，上海家化股价由 31.3 上涨至 44.8，涨幅达 43%。**潘秋生曾多次临危受命交出出色答卷**，1) 在 15-19 年担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，期间亚太地区销售占比由 22.5%提升至 32.2%，亚太地区销售总额达 96 亿欧元，复合增长率达 14%；2) 19 年-2020 年 4 月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，19 年美泰净利润 329 万美元，是连续多年亏损后的首次盈利。潘秋生在日化零售行业与电商渠道转型+业务整改的丰富经验想必能助力百年家化再次乘风破浪。上任后，潘秋生不仅提出了一个中心(以消费者为中心)两个基本点(品牌创新+渠道经济)三个助推器(文化、流程、数据化)，还发布了 CS 渠道新战略，启动 CS 渠道云商城，并预计发布 65 款新品。

图 6：11 年第二轮体制改革后，中国平安系持有上海家化 52.12%的股权，为实际控制人

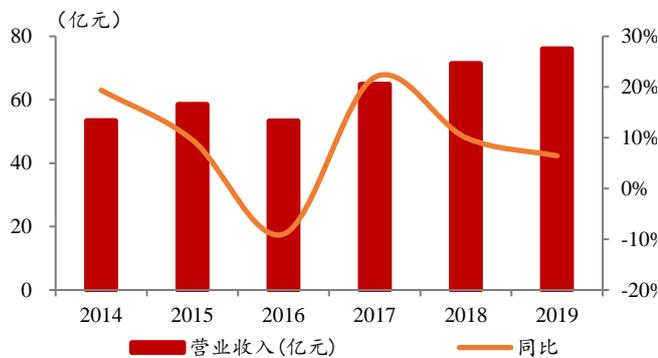


资料来源：天眼查，公司公告，浙商证券研究所

## 1.2. 磨合期已过，规模效应+低位利润率展现上升空间

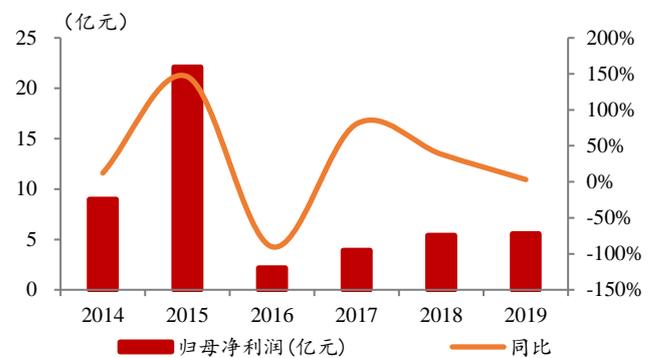
14-19年上海家化收入和归母净利润分别复合增长7%与复合下降9%，内部动荡磨合期已过，净利润开始重新爬坡。收入从14年的53亿元提升至19年的76亿元，CAGR 7%；归母净利润从14年的9亿元下降至19年的5.6亿元，CAGR -9%。上海家化的营收规模处于国内美妆上市公司领先地位，远高于珀莱雅（收入31.2亿元）和丸美股份（收入18.0亿元）。但是上海家化的收入与归母净利润在2016年均出现较大下滑，其中净利率先在15年大幅提升至37.8%，后在16年剧烈下降至4.1%，这是由于上海家化在15年出售了天江药业股权，换取了一次性利益，此后则由于面临激烈的市场竞争+布局网络营销、网红经济等带来的大量投入，导致销售费用率由44%上升至55%，继而使净利率大幅下跌。17年起上海家化业绩进入重新爬坡期，16-19年收入CAGR 13%，16-19年归母净利润CAGR 37%，此增速与国内其余美妆上市公司，如珀莱雅（收入CAGR 12%，归母净利润CAGR 20%）、丸美股份（收入CAGR 11%，归母净利润CAGR 14%）基本持平，未来有望逐步恢复正轨。

图 7：14-19 年公司收入复合增长 7%至 76 亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：14-19 年公司归母净利润复合增长-9%至 5.57 亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：19 年公司销售净利率 7.3%，销售毛利率 61.9%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：19 年公司销售费用率 55%，管理费用率 12.4%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

19年上海家化销售毛利率61.9%，销售净利率7.3%，处于行业较低水平，仍有较大上升空间，自主云店建设+聚焦高成长赛道将助长利润率。19年上海家化销售毛利率61.9%，不及珀莱雅的68%与丸美股份的64%；19年上海家化销售净利率7.3%，不及珀莱雅的12%与丸美股份的28%，毛/净利率仍有较大的提升空间。上海家化净利率的下降部分归因于市场竞争压力大，积极布局电商转型、网红经济、直播带货而带来了高额销售

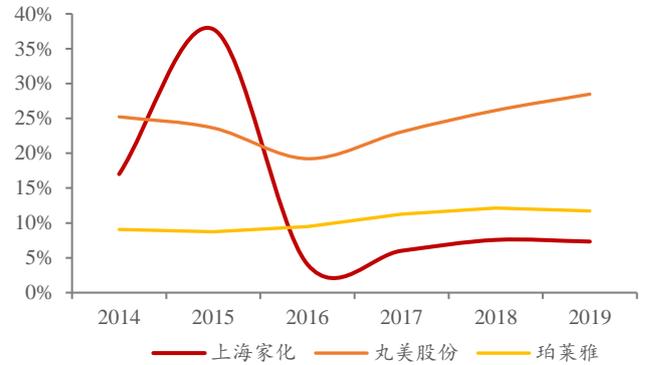
费用。此后，一是网红、热门 IP 打造的流量与市场认知度将转化为自然增长率，二是上海家化将积极推广一门店一云店的自有电商渠道建设，故未来平均营销费率和渠道扣点率有望回落，给净利率以增长空间。

图 11：19 年珀莱雅毛利率 68%，丸美 64%，公司 62%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

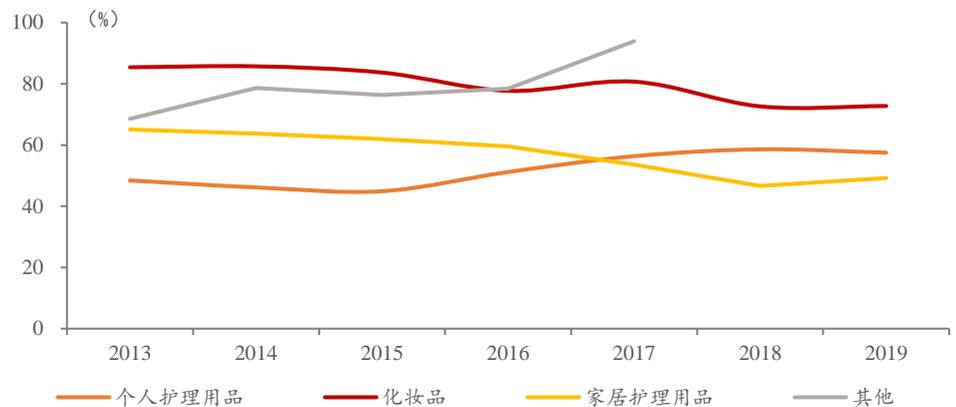
图 12：19 年珀莱雅净利率 12%，丸美 28%，公司 7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

另一方面，按业务分类拆，19 年上海家化化妆品业务毛利率为 72.74%，个人护理用品毛利率为 57.5%，家居护理用品毛利率为 49.26%，化妆品是毛利率最高的业务线。潘秋生新战略指出，将在品牌端聚焦高成长赛道，尤其是上半年线上渠道高增长的玉泽品牌成为了上海家化的新热点，有望获得公司更多的资源支持。继而对上海家化而言，高毛利的化妆品业务占比有望提升，拉动整个公司利润率的增长。

图 13：19 年上海家化化妆品业务毛利率为 72.74%，是利润率最高的业务



资料来源：Wind，浙商证券研究所

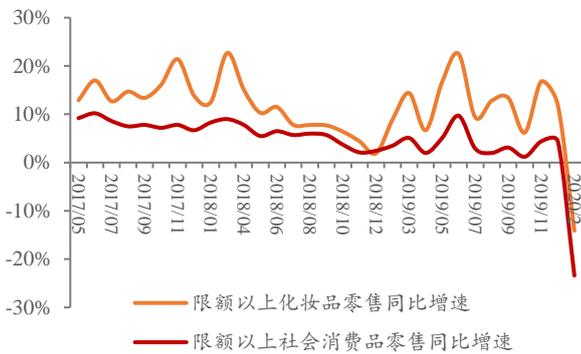
2017 年，公司通过全资收购外资婴幼儿喂哺类品牌汤美星，延伸了婴童品类的产品线。其 2019 年度实现营业收入 17.03 亿元，同比增长 4.3%；实现净利润 8,612 万元，同比增长 14.4%，实现扣非净利润 8,380 万元，大幅超过收购时卖方对 2019 年度净利润承诺数，为公司带来了稳定的收入和利润增长。同时也为公司布局其它产品的海外生产销售打开了可能性。未来上海家化仍然有兼并收购的能力，并通过收购兼并优质标的进一步提升规模与收益质量。此举也为公司布局海外生产销售其余自有品牌开拓了渠道和资源。

## 2. 消费升级+电商催化，国货崛起分享高成长性市场

### 2.1. 中国化妆品成为新零售宠儿，增速领跑国际

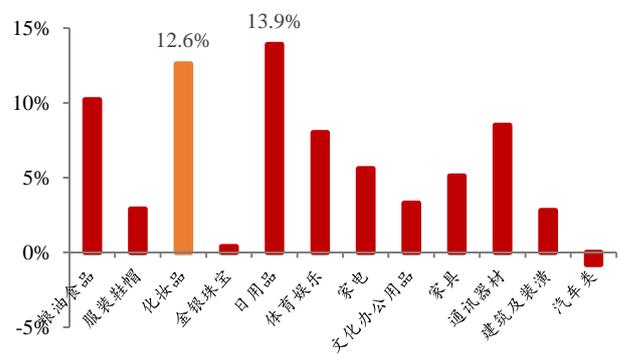
变美的渴望+网红营销点燃行业需求，中国化妆品零售市场正当红。受益于新媒体催化加速美妆意识崛起、90后和00后消费群形成扩大化妆品消费基础、经济增长提升消费频次和金额等多重因素影响，2017年成为我国化妆品爆发元年，化妆品行业红利期来临并引领全球增长。国家统计局数据显示，2019年限额以上化妆品零售额同比增长12.6%至2992亿元，高于同期社会消费品零售总额增速4.6个百分点，较2018年9.6%的同比增长再提速。

图 14：化妆品社零增速持续超过整体社会消费品零售增速



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

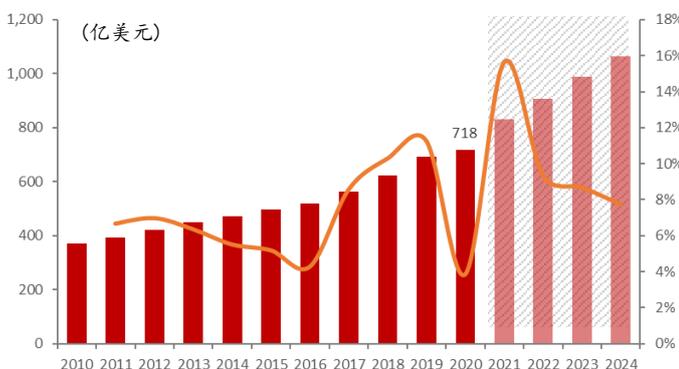
图 15：19 年限额以上零售额同比增速中，化妆品位列第二



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

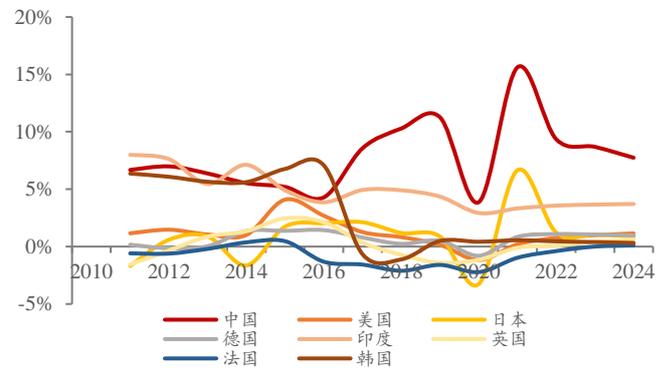
2010年-2020年，预计中国化妆品与个护市场复合增长7%至718亿美元，增速领跑全球。根据Euromonitor统计，中国化妆品与个护市场规模由2010年的369亿美元增长至2020年的718亿美元，CAGR7%。并有望在2024年突破千亿美元大关。目前中国是世界第二大的化妆品与个护用品市场，仅次于美国（918亿美元），根据Euromonitor预测，中国市场规模有望在2023年超越美国，成为世界第一。

图 16：预计 2020 年中国化妆品与个护市场增长至 718 亿美元



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 17：中国化妆品与个护市场规模增速全球第一



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

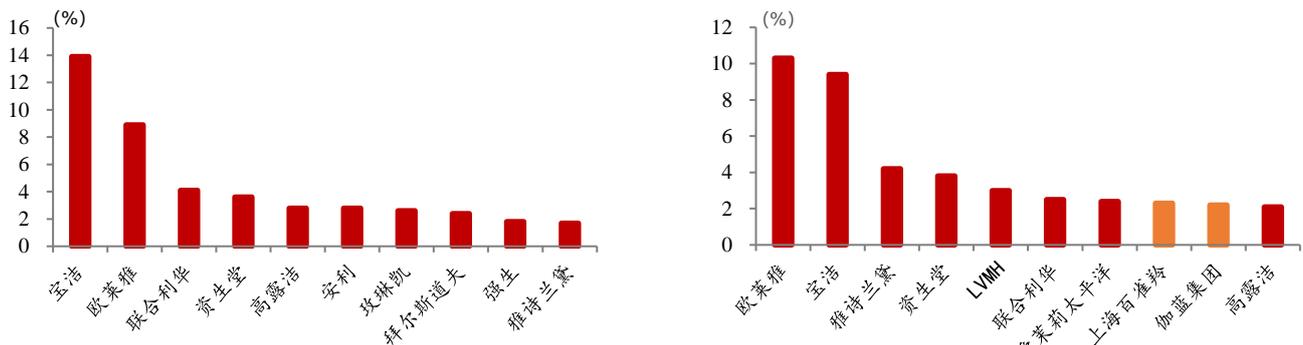
与此同时，18年中国化妆品及个护人均消费金额45美元，而同期日本和美国的人均消费额分别为297和273美元，中国化妆品及个护人均消费额仅为主要发达国家的1/6，未来中国化妆品市场具有较广阔增长空间。在市场增速上，中国近十年复合增长率达7%，

与之相比,大多数成熟的发达国家市场,如日、美、英、法等,市场增速均在5%及以下。中国的化妆品与个护市场依旧处于成长期,对于日化企业来说,将直接受益于市场成长性和与其相伴的市场机遇。

## 2.2. 电商渠道崛起, 国货爆发加速品牌格局重塑

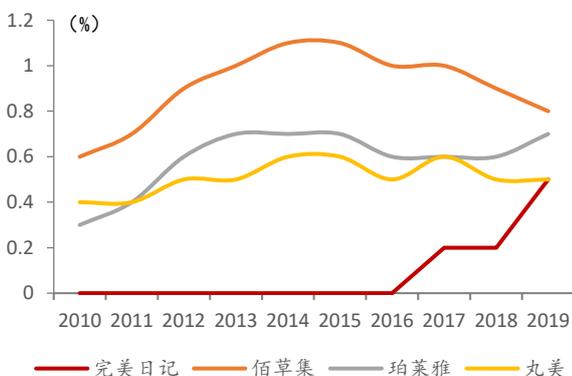
中国化妆品行业经历了“外资品牌主导→传统国货复苏→新锐品牌爆发”路径,多轮迭代更新后下游品牌或品牌集团市占率分化,未来分化趋势将延续。1) 2010年前后: 线下渠道为王, 外资地位强势, 国货避其锋芒。根据 Euromonitor 数据(公司层面数据, 如欧莱雅指的是包含多个品牌在内的集团公司, 下同), 2012年中国化妆品市场市占率 TOP10 均为国际品牌, 且除宝洁(14%)和欧莱雅(9%)两大美妆日化巨头外, 市占率均低于5%。2) 2017年前后: 国货崛起, 外资仍明显领先。小红书、抖音等新社交媒体开启品牌私域流量运营时代, 触发化妆品品牌格局颠覆性洗牌。根据 Euromonitor 数据, 2019年中国化妆品市场市占率 TOP10 有2家国货跻身, 宝洁等国际集团市占率明显降低, 除宝洁(9%)和欧莱雅(10%)外市占率均低于4%。此外, 中国本土化妆品品牌市占率呈上升趋势, 完美日记+佰草集+珀莱雅+丸美市占率合计由10年的1.3%增长至19年的2.5%。3) 如今: 电商平台加剧品牌竞争。2018年电商渠道以27%的占比, 首次超越 KA、百货成为化妆品第一大销售渠道。传统国货品牌电商转型意愿强烈, 完美日记、HFP 等新锐品牌凭借庞大的90后、95后消费群体占据一席之地, 市场竞争愈发激烈。

图 18: 公司层面, 12-19 年日化品牌公司市占率呈分化趋势, 国货崛起竞争日益激烈



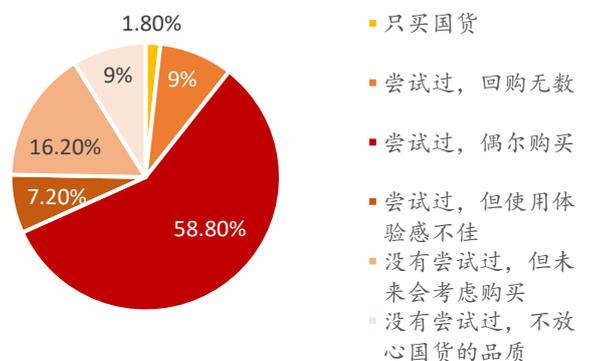
资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 19: 中国本土化妆品品牌市占率呈上升趋势



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 20: 75%消费者尝试过国货, 86%的消费者会考虑购买国货



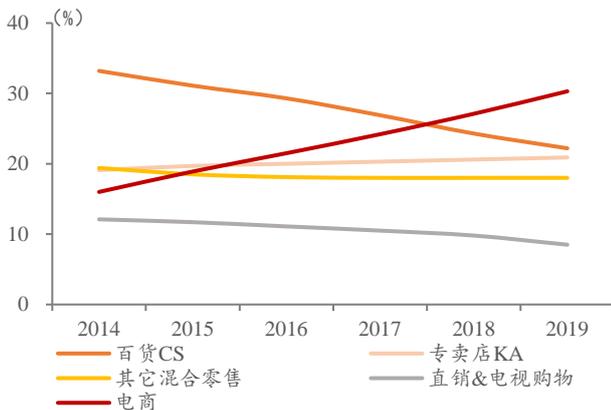
资料来源:《请回答 2018: 珠宝没装家居, 20 问探寻消费者心理》, 浙商证券研究所

在分销渠道方面，电商渠道占 30.3%，超过百货、KA，成为化妆品第一大销售渠道，在线购物节井喷+直播带货更是进一步刺激电商购物的发展。

1) 在线购物节数量激增，持续吸引消费者热情。自淘宝 2009 年首次推出“双 11”在线购物节以来，至 2018 年，仅淘宝就在一年中推出了 16 余个在线购物节，以节假日为依托，通过大规模促销持续性激发消费者的购物冲动与购物热情。其中 4 个在线购物节主题直接与美妆、女性相关：“美妆春光节”、“三八女王节”、“美白防晒节”和“天猫母亲节”，化妆品类成为在线促销宠儿。除此之外，其余电商巨头（京东等）与超商巨头（沃尔玛等）也不甘示弱，纷纷推出自己的购物节，进一步煽动市场。

2) 直播带货为电商经济加把火。2020 年 618 期间，明星达人单日直播带货销售额可超十亿元。直播带货呈现以下趋势：品牌代言明星空降品牌直播间增多；明星变身专业主播数量增多；除专业主播外，虚拟 IP 带货（洛天依、初音未来等）、CEO 带货（格力电器等）成为新的趋势，一方面虚拟 IP 能够更好地亲近 95 后、00 后消费者，这部分群体消费冲动性高，且消费能力将在未来持续增强；另一方面，CEO 亲自带货则能更好地向消费者传达品牌理念，提升消费者对产品质量和专业性的认知。

图 21：19 年中国电商渠道占比 30.3%，成为领先的第一大渠道



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 22：18 年淘宝推出 16 个在线购物节（不完全统计）

美妆春光节	2.25-3.2
开学季	2.25-3.2
家装节	2.26-3.27
三八女王节	3.3-3.8
春游节	3.10-3.31
出游季	4.7-4.12
美白防晒节	4.11-4.16
天猫男人节	4.22-4.27
天猫母亲节	5.3-5.8
520表白节	5.13-5.20
517吃货节	5.15-5.17
天猫父亲节	5.25-6.30
618年中大促	6.1-6.19
天猫99大促	9.9
双十一全球狂欢节	11.11
1212年度盛典	12.12

资料来源：淘宝公开资料，浙商证券研究所

### 2.3. 消费升级追求精细护肤，多品牌差异化覆盖需求

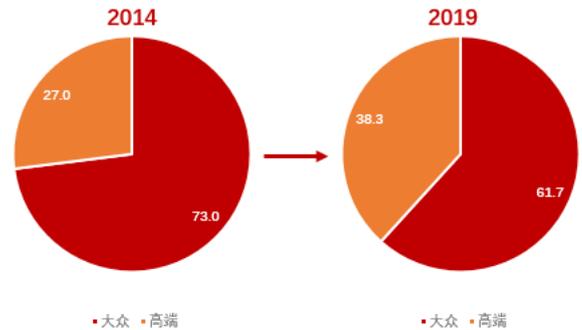
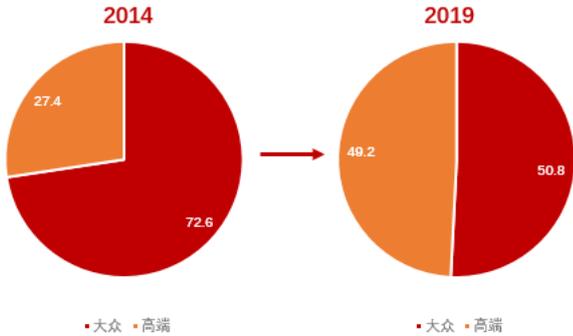
消费升级拉动产品升级，产品力成为决策关键，精细护肤引领未来。1) 消费者高端产品偏好提升。根据 Euromonitor 统计，14-19 年，护肤品类高端产品消费占比由 27.4% 提升至 49.2%，彩妆品类高端产品消费占比由 27.0% 提升至 38.3%。随着中国经济水平的发展、居民可支配收入的提升、信息获取越来越便利以及国际巨头品牌消费者教育的影响，中国市场逐步展现出对高端产品的偏好，这种偏好在护肤品类领域更为明显。一是护肤品直接“贴脸”，消费者对其产品质量与安全性有更直接的感受和顾虑；二是护肤品功效为王，不像彩妆可以依靠色彩、设计等吸引消费者的冲动消费。2) 2018 年护肤品市场规模同比增长 11% 至 2040 亿元，其占比由 2011 年的 50% 提升至 2018 年的 56%，可见我国消费者已基本养成使用护肤品的习惯。预计未来护肤市场规模增速会放缓至个位数增速，并于 2021 突破 2500 亿元。

“变美的欲望+衰老的恐慌”是化妆品营销两大利器，精细护肤直击消费者痛点，缓解消费者衰老恐惧。依据发达市场历史经验，护肤品类的发展历程为“基础护肤→高功能性护肤→医美”，而我国目前正处于从基础性护肤转化到高功能性护肤这一过度阶段。根据格润实验室所推荐的护肤步骤，作为可选护肤步骤的精华、眼霜、面膜等产品，其普及

率和使用频次正逐渐提升。考虑到精细护肤产品通常具备小容量、高单价、高毛利的特点，因此精细护肤产品热销能一定程度上提升企业盈利水平。此外，相比基础护肤，精细护肤更注重产品效用的创新度，近两年新兴爆款品类包括安瓶、冻干粉、抗老精华等，具备较高研发创新力的品牌受益。

图 23：14-19 年护肤品高端产品消费占比提升至 49.2%

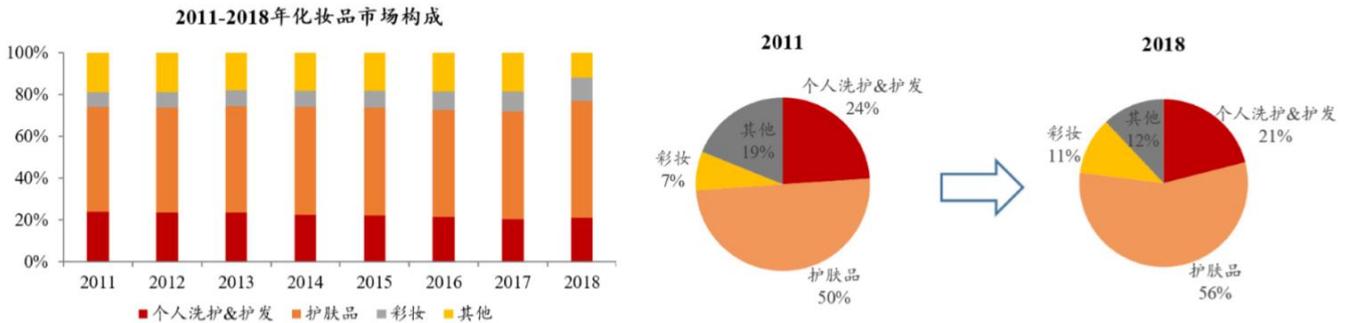
图 24：14-19 年彩妆产品高端消费占比提升至 38.3%



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 25：中国化妆品与个护市场护肤品占比最大，18 年市场比例提升至 56%



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

对于日化公司而言，除了自主研发推出新产品新品牌来捕捉行业机遇这一路径外，收购兼并也是被日化巨头广为使用的方式。欧莱雅集团就是这一模式的典型，其旗下拥有 36 个多元而互补的国际品牌，其中收购品牌数量达 30+，通过战略性收购品牌实现全球布局，成长为化妆品行业的翘楚，欧莱雅凭借着独一无二的国际品牌组合和多元化的产品主张，搭上了全球增长的快车，其品牌布局主要得益于收购外延，除自创品牌巴黎欧莱雅外，其余 30 多个品牌几乎都是收购而来。

无论是自培还是兼并收购，依据国际经验来看，多品牌布局始终是成功日化企业的最终目的地。从行业需求来看，消费升级是一个持续迭代的过程，公司需要发展不同品牌来定位不同消费者的需求；从市场营销来看，市场热点元素瞬息万变，只有持续的推陈出新才能保持自身市场热度与知名度，不被淘汰；从公司运营来看，公司需要不断挖掘新的增长引擎以保持公司的永续活力。中国本土日化企业仍处于多品牌布局的初期，虽上海家化、珀莱雅、丸美股份等都持有复数品牌，但“一家独大”现象明显，其主要品牌占公司总收入的 50%以上。

### 3. 新战略+强研发+优赛道，传统优势与新增长点共同发力

#### 3.1. 玉泽崛起，聚焦高成长功能性护肤赛道有望成为新引擎

玉泽 (Dr. Yu) 创立于 2009 年，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、泛红等多种肌肤问题，提供皮肤科学护肤解决方案。品牌以“医药合研”为特色，主打功能性护肤这一高成长性赛道，并与瑞金医院、华山医院等领先的皮肤科医院设立有联合实验室。继 2019 年下半年玉泽加码电商直播后，今年上半年增长势头强劲，淘数据显示今年上半年玉泽天猫渠道销售额成倍增长。

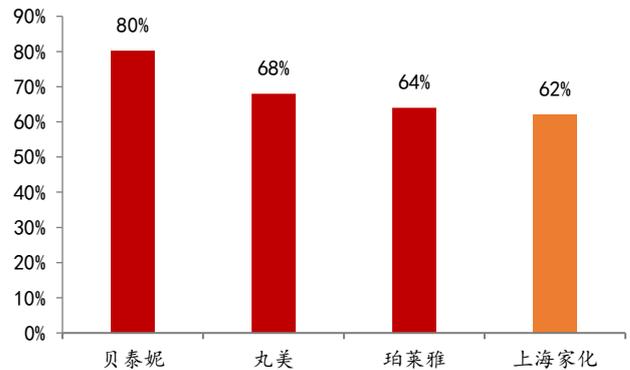
**功能性护肤赛道具有更高的发展潜力与收益率。** 1) 根据 Euromonitor 统计，2019 中国功能性护肤市场规模达 19.6 亿美元，五年复合增长率达 21%，比中国美妆与个护总市场增长率高 13%。中国功能性护肤赛道正处于崛起的上升期，未来仍将保持高速增长。2) 目前中国功能性护肤市场份额第一的薇诺娜背后的云南贝泰妮在 2019 年毛利率高达 80%，比综合性美妆个护上市公司丸美、珀莱雅和上海家化分别高出了 12%、16%与 18%。

图 26：功能性护肤市场增速明显领先整体的美妆与个护市场



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 27：贝泰妮 2019 毛利率为 80%，大幅高于日化上市公司



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

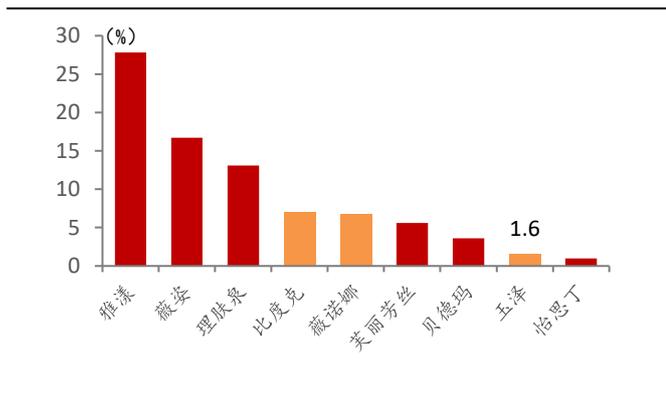
**中国功能性护肤市场竞争相对于其余赛道较小，成分为王，以薇诺娜、玉泽为代表的本土品牌备受青睐。** 1) 根据 Euromonitor 统计，2019 年中国功能性护肤赛道市场份额 0.1% 及以上品牌共 17 个，远小于婴幼儿、男士、高端和护肤市场的 27、45、82 与 112 个品牌。2) 功能性护肤赛道内部进一步分化，涵盖护理调理、隔离防晒、卸妆清洁等全护肤流程，故在单一细分赛道内只有 2、3 家品牌面临直接竞争，竞争压力小，成长空间大。3) 相较于护肤市场对花木精华、积雪草、冻干等“高大上”元素的追寻，功能性护肤赛道品牌更倾向于回归本质，强调酸、糖、脂类等基础成分功效。功能性护肤赛道品牌市场份额近五年来面临巨大变动，仍未形成稳定的市场分化。15-19 年中国本土功能性护肤品牌市占率总计由 15.8% 上升至 27.3%，其中本土品牌薇诺娜逆袭，在 2019 年以 20.5% 的市占率成为中国功能性护肤头牌，五年市占率复合增长率达 46%。

图 28：中国功能性护肤赛道内部进一步细分，覆盖护肤全流程，基础成分成为品牌卖点

护肤步骤	品牌	天猫热销产品	功效	成分
护理调理	薇诺娜	 舒敏保湿特护霜	• 保湿修复，舒缓敏感、泛红、干痒、刺痛	• 青刺果油+蘑菇葡聚糖+天然马齿苋精粹
	雅漾	 舒泉调理喷雾	• 保湿补水、降低敏感、改善皮肤屏障	• 原始天然生物体Aqua.D+矿物质水
	理肤泉	 B5多效保湿修复面膜	• 晒后修复	• 维生素原B5+积雪草苷+矿物质温泉水
	玉泽	 皮肤屏障修护保湿霜	• 皮肤屏障修护、保湿强锁水	• 神经酰胺+角鲨烷+半乳糖阿拉伯聚糖+牛油果树脂+霍霍巴酯类+油橄榄果油+向日葵籽油
祛痘	理肤泉	 清痘净肤细致精华乳	• 控油脂、清黑头、去粉刺闭口	• 维生素E+肌肽+LHA辛酸水杨酸+AIRLICUIM吸油因子+肌氨酸
	比度克	 祛痘膏	• 舒缓泛红、渗透力强	• 角鲨烷+天然草本
妆前隔离	薇姿	 水光焕亮凝透光采妆前隔离乳	• 抗氧提亮肤色	• 牡丹根精粹+透明质酸
	怡思丁	 防晒霜、防晒喷雾	• 水润防晒不闷痘，抵抗因光照导致的脱皮、长纹等肌肤问题	• X2玻尿酸+维生素C+维生素E
卸妆清洁	贝德玛	 舒妍多效洁肤液	• 卸除彩妆污垢、清理PM1-2.5微粒、抵抗重金属刺激	• 低聚果糖+甘露糖醇+鼠李糖+木糖醇
	芙丽芳丝	 氨基酸净润洗面霜	• 温和、清洁敏感肌	• 椰油酰甘氨酸钾
	艾维诺	 婴儿舒缓柔嫩防护面霜	• 深层滋润+肌肤免受泛红，干燥，脱屑，刺痛	• 燕麦精华

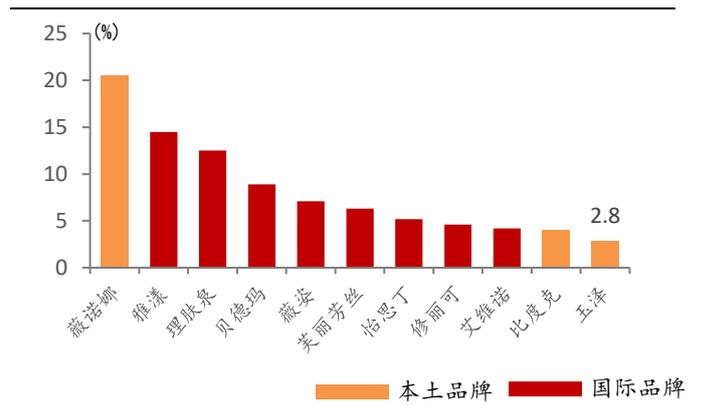
资料来源：Euromonitor，天猫，浙商证券研究所

图 29：2015 年中国本土功能性护肤品牌市占率总计 15.8%



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 30：2019 年中国本土功能性护肤品牌市占率总计 27.3%，薇诺娜成为市场第一



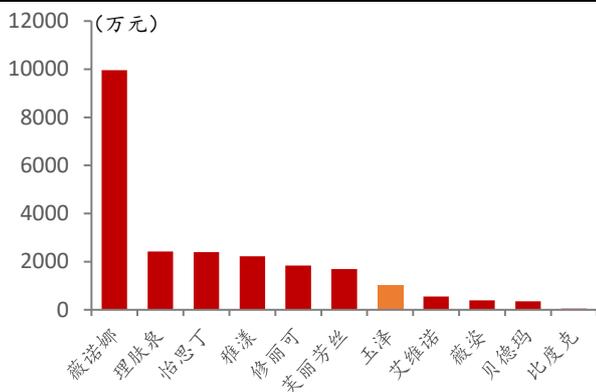
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

**玉泽：高质量产品+渠道营销+热点传播→成功转化为高自然增长率。在产品上，**玉泽主打“医研共创”，与瑞金医院、华山医院等著名皮肤科医院成立联合实验室，自2003年建立首个合作研究项目以来，经历过6年的开发完善与1386例临床验证后才推出第一款产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”，借助医院IP认证了产品功效与产品安全性，赢得了消费者信任。同时，玉泽专注于对肌肤有益的基础成分研发，其明星产品的有益成分含量高达7种，在市场中处于领先地位。**在渠道上，**1)巩固医学护肤品专业形象+医生推荐口

碑,上市 10 周年之际,玉泽联合国内外权威皮肤科专家在沪成功举办了“中国皮肤屏障高峰论坛”,百余位皮肤科专家亲临现场;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,对于消费者生活中的皮肤问题答疑解惑,深度覆盖上百万精准人群;2)直播带货点燃全网知名度,19 年双十一期间玉泽首次与李佳琪直播间进行合作,显著提升了品牌知名度,主推的冻干面膜甚至在双 12 期间卖断货。2020 年上海家化又多次与薇娅和李佳琦等头部主播合作强势宣传,催化玉泽天猫销售额大增,目前玉泽天猫旗舰店粉丝数量达 249 万。在传播上,玉泽加强知乎、小红书等用户交流平台运营,玉泽小红书官方账号已有 28 篇笔记和 8 千粉丝,相关分享最高收藏达 8609。同时,抓住“疫情”和“口罩闷痘”热点制造话题,针对年轻的油痘肌用户重点围绕玉泽清痘调护系列产品展开传播。

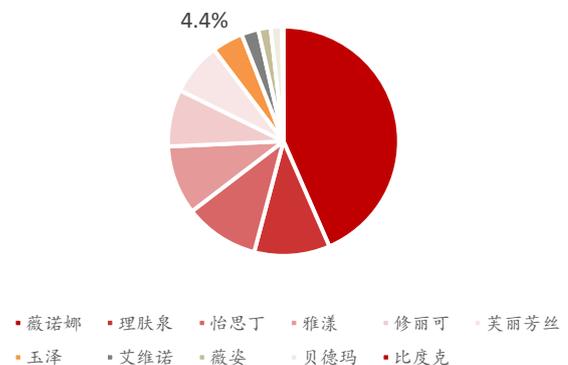
截至 2020.7.26,玉泽天猫旗舰店近 30 天销售额为 1000 万元,在功能性护肤品牌中排名第七,相对占比为 4.4%。玉泽自 19 年下半年强化电商直播赋能,预计今年下半年增速略放缓,但整体来看全年增长势头仍较为强劲。

图 31:截至 2020.7.26,玉泽天猫旗舰店近 30 天销售额 1000 万元



资料来源:淘数据,浙商证券研究所

图 32:截至 2020.7.26,功能性护肤赛道中玉泽近 30 日销量占比达 4.4%



资料来源:淘数据,浙商证券研究所

### 3.2. 新 CEO 新战略,品牌聚焦,渠道线上线下齐发力

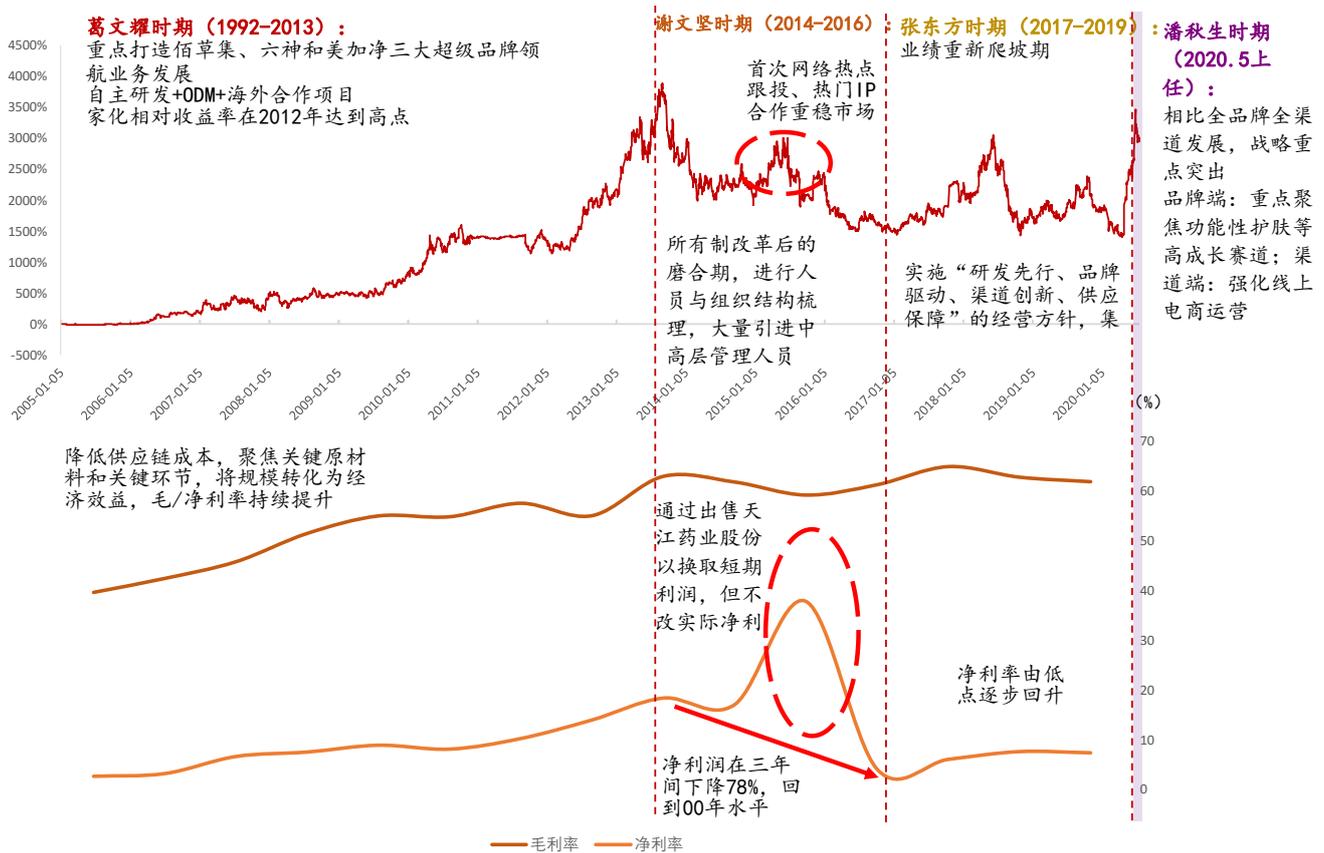
2020 年 5 月,潘秋生临危受命,担任上海家化新首席执行官兼总经理,并于 6 月成功被选举为公司董事,昭示着上海家化的潘秋生时代正式开始。潘秋生此前曾任欧莱雅集团大众化妆品部中国商务总经理及亚太区商务总经理、美泰全球副总裁兼美太芭比(上海)贸易有限公司中国区总经理、中国平安保险(集团)股份有限公司战略发展中心副主任等职,管理经验极其丰富。

自上海家化 2014 年管理层动荡以来,上海家化的股价与市场信心都受到了一定程度的冲击。

谢文坚时期(2014-2016),所有制改革后的磨合与 IP 营销试水。新总裁上任后进行了较大规模的人员与组织结构梳理,并大量引进中高层管理人员。这一时期上海家化的股价受到了明显的下行压力,与花王的销售合同没能续约,同时也不得不将天江药业等优质资产售卖。上海家化的净利率在三年间下降了 78%,回到了 00 年初的水平。不得不提的是,上海家化在这一阶段也做了一些新的尝试,首次与热门 IP《跑男 4》进行深度合作,并将六神热门单品在暑期热播档电视剧进行深度植入。这些努力帮助上海家化重赢了一部分的市场信心,相对收益率有回升。

**张东方时期 (2017-2020.4), 业绩重新爬坡期, 净利率由低点回升。**张东方女士上任后, 不仅对内部部门设立进行重新整合, 将四大事业部, 即大众消费品事业部、佰草集事业部、数字化营销事业部、化妆品专营店事业部, 取代为六大部门。同时也设立了“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”的十六字经营方针。虽然张东方对电商发展也极为重视, 但是公司内部的调整负荷还是让公司难以抓住中国急速变化的新零售趋势。经过三年的努力, 净利润由低点重新翻了一倍, 但相对收益率基本持平。

图 33: 上海家化历史相对收益率、毛利率、净利率复盘, 经历增长期→磨合期→再爬坡期



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

注: 上海家化相对收益率=上海家化当日收盘价/2005-1-05 上海家化收盘价 - 万得全 A 当日收盘价/2005-1-05 万得全 A 收盘价

**潘秋生时期 (2020.5 - 至今), 多次临危受命交出出色答卷, 电商渠道改革+业务整合改善业绩经验将赋能上海家化。**1) 潘秋生在 15-19 年担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, 期间亚太地区销售占比由 22.5%提升至 32.2%, 亚太地区销售总额达 96 亿欧元, 复合增长率达 14%, 处于综合日化业的高位。与此同时, 他也致力于帮助欧莱雅进行战略渠道改革, 电子商务销售比例由 16 年的 6.5%提升至 19 年的 15.6%, 电子商务销售额复合增长率从达 40%。此外, 期间亦有线下新赋能经验, 欧莱雅中国曾与菜鸟驿站开展深度合作, 联动 300 所学校+450 个社区成为临时“线下门店”。2) 19 年-2020 年 4 月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, 19 年美泰净利润 329 万美元, 是连续多年亏损后的首次盈利。期间潘秋生对美泰的业务大幅改革梳理, 虽总销售额有所下降, 但同时节省了更多开支, 才成功扭亏为盈。

美泰作为一家历史悠久的传统企业，其境遇可谓与上海家化相似，此次潘秋生的成功改革也为上海家化注入了新的信心。此外，潘秋生还有日化零售行业与电商渠道转型的丰富经验，可谓锦上添花。

图 34: 16-19 欧莱雅亚太销售额复合增长率达 14%，占比 32%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 35: 16-19 欧莱雅电商销售额复合增长率达 40%，占比 15%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**新战略聚焦高成长性赛道，线上线下渠道两手抓，充分结合线下服务体验与线上便捷购物优势。**潘秋生不仅提出了一个中心（以消费者为中心）两个基本点（品牌创新+渠道经济）三个助推器（文化、流程、数据化），还发布了 CS 渠道新战略，启动 CS 渠道云商城。1) 在品牌上，重点寻找迅速增长的市场品类与消费者核心诉求，打造未来爆品，在高毛利赛道竞争。相比前任主推上海家化的传统核心六神与佰草集，或是全力发展十大品牌战略，新战略明显有了聚焦，中短期内资源更多倾向于玉泽。功能性护肤赛道的高毛利高成长，加之玉泽本身过硬的产品质量与先前直播口碑做出的知名度，有很大希望能成为上海家化发展的新引擎，帮助上海家化摆脱目前的低净利率困境。2) 在渠道上，继续改革发展线上销售的同时，利用场景+体验为线下 CS 渠道新赋能。上海家化先前虽强调在线业务发展，对其传统线下渠道却重视不足，线下营业收入在 2019 年已经出现了 2.6% 的下滑。上海家化的线下网点数量一直是上海家化长期以来积累的优势，是珀莱雅、丸美等竞对的十倍以上。如此大的基数，即使增长潜力不及线上，但若加以合理运用也必将成为上海家化发展的一大动力。另一方面，上海家化作为传统日化公司，其线上销售率仅为 34%，不及竞对丸美（45%）与珀莱雅（52%）。CS 渠道新战略推出一店一云店模式，实体门店为消费者提供优质服务和新奇体验，云店则提升便利性并促进复购，加之多入口会员体系进一步赋能。同时，上海家化也将推出 65 款新品以吸引消费者。不仅能依据庞大的 CS 门店基础拉动上海家化电商的发展，亦能重新激发线下门店的增长潜力。

表 1: 上海家化线下网点基数庞大，为珀莱雅、丸美的十倍以上

公司	网点数量
上海家化	商超门店 20 万家、农村直销车覆盖的乡村网点有近 9 万家店、百货近 1500 家、化妆品专营店约 1.3 万家、母婴店近 6000 家
珀莱雅	商超和日化店：22480 家
丸美股份	商超和日化店：15282

注：珀莱雅、丸美股份为 2016 年数据，上海家化门店数据来自 2019 年报

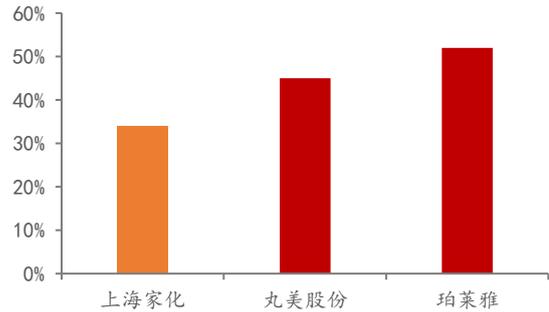
资料来源：公司公告，丸美股份招股说明书，浙商证券研究所

图 36：公司 19 年线下销售额负增长，16-19 复合增长率 2%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 37：上海家化线上销售占比 34%，低于珀莱雅和丸美股份



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.3. 厚积薄发，科研与现金积淀为上海家化长期保驾护航

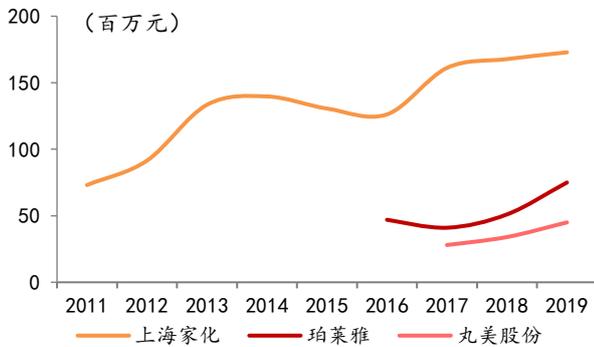
百年家化，积累的不仅仅是历史，更是产品的科研实力。虽然电商渠道变革与 KOL 网红经济兴起，但对日化行业而言，产品质量与创新力依旧是吸引消费者、保持公司长期生命力的本质。日化行业赚的是消费者的情感属性，“变美的欲望+衰老的恐慌”是生意本质。变美需要一个好的肌肤质地，以更好地衬托彩妆；而抗衰老则更是需要长期对肌肤的细心呵护。护肤品类可谓是不分性别、不分年龄阶段都有需求的产品。同时与彩妆不同，彩妆加强的是“外在美”，可以依靠颜色、设计与营销在极短的时间内打造爆品，而此类爆品也不追求长久，更新迭代速度快。相对而言，护肤类产品保护的是肌肤的“内在美”，往往需要长时间的使用才能体现出效果，没有花哨的色彩装饰刺激消费者，在最初的消费冲动过后，消费者所比较的便是产品的实际效果。此外，对于部分有特殊功效的产品，上脸是否有刺激，皮肤状况是否能得到改善，对消费者而言都是低分直接的比较标的。

#### 3.3.1. 科研王者，经验与研发投入都位于国内顶端

长久以来，上海家化积累了雄厚的科研实力。1) 公司多次参与行业标准的制定：2011 年参与《爽身粉、祛痱粉》和《润肤膏霜》2 项行业标准的修订；2013 年公司技术中心负责了制定了国家标准《化妆品中锆的测定》，并修订了行业标准《化妆品检验规则》；2018 年 3 月，公司再次荣获上海市高新技术企业资格认定，并参与编写了《化妆品功效宣称验证指导原则》和国内首部《化妆品毒理学检验替代方法标准指南》。2) 公司始终坚持自主研发，经验丰富：早在 2001 年上市之时，公司就已有自己的研发中心；公司推广人人创新、月月分享，累积到 2015 年年底已收集产品创意近千个；2016 年公司持续推进全方位的研发平台建设，实现了基础配方平台和功效测试平台的线上共享，并启动了技术平台建设，同时进一步完善了中医中草药美容添加剂库；截至 2018 年初，教授级高工、博士、硕士学历以上的科研人员占到了公司研发中心人才队伍的 40%，2018 年 7 月公司还将原来的办公大楼改造成科创中心，专门供研发部门做创新研发使用。3) 公司研发项目与海内外多有合作，进一步赋能：2011 年公司在法国和日本建立了海外联合研发机构项目；2012 年公司确立了有效利用外部科研、ODM 资源的开放式研发战略，在多个品牌的新产品开发中利用了国内外 ODM 资源；公司与复旦大学附属华山医院共同（挂牌）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，实验室将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，并与上海交通大学附属瑞金医院、上海市皮肤病医院、北京儿童医院顺义妇儿医院、中国食品药品检定研究院、中国检验检疫科学研究院、上海海关技术中心、上海香料所、上海大学、华东理工大学、北京工商大学、东南大学、成都中医药大学等保持着密切联系，致力于为消费者带来更好的产品。

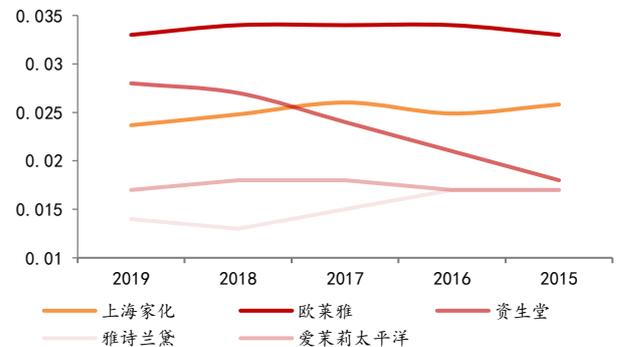
在研发投入方面，2019 年研发费用 1.73 亿元，自 2011 年来复合增长率达 11%，远高于后起之秀的珀莱雅和丸美股份。在研发投入的绝对数上，虽仍然与国际巨头公司的十亿元级别有差距，但上海家化研发费用率在 2.5% 上下，处于国际领先公司的 1.5%-3.5% 区间内，未来可期。

图 38：公司 19 年研发投入 1.73 亿，远高于行业均值



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 39：公司研发费用率在 2.5% 上下，位于国际领先区间

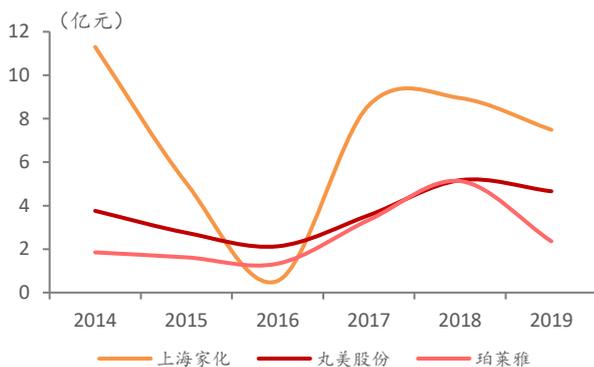


资料来源：Bloomberg，公司公告，浙商证券研究所

### 3.3.2. 财力资源雄厚，并购拥抱新可能

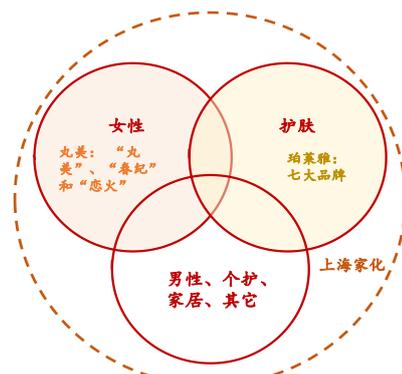
除了研发实力之外，上海家化的财力物力也在百年之中得到了积淀。无论是在并购的可能性上还是在新品研发、推出的速度上，上海家化都有更强劲的实力保障。上海家化 2019 年经营活动产生的现金流量净额 7.49 亿元，虽然在 15-16 年经历了明显的下行动荡，但目前已回归稳定。

图 40：公司 19 年经营现金流量净额 7.49 亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 41：公司品牌矩阵覆盖母婴、男性、护肤等全领域



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2017 年度公司完成对婴幼儿喂哺类产品品牌商 Cayman A2, Ltd (拥有汤美星等国际知名品牌)，延伸了婴童品类的产品线。Cayman A2, Ltd. 2019 年度实现营业收入 17.03 亿元，同比增长 4.3%；实现净利润 8,612 万元，同比增长 14.4%，实现扣非净利润 8,380 万元，大幅超过 2019 年度净利润承诺数，为公司带来了稳定的收入和利润增长。在品牌覆盖上，目前上海家化以 11 大品牌覆盖全年龄段全产品线，差异化覆盖消费需求，未来产品矩阵有望进一步完善。

## 4. 盈利预测

我们将营业收入按业务类型拆分为：化妆品、个人护理用品、家居护理用品和其它。

### 核心假设：

1) 疫情对化妆品业务线下渠道冲击较大，预计 2020 年佰草集等重点布局线下的品牌收入略有下滑。2021 年起，公司化妆品业务受线下渠道转型深化与直播带货等高效营销推广手段的红利，预计收入会有较大边际改善。同时，强研发力保障上海家化品牌格局优化持续推进，随着新战略聚焦由玉泽引领的功能性护肤等高成长赛道，预计 2020-2022 化妆品业务毛利率分别为 73%、74%和 75%。

2) 个人护理用品业务受上半年疫情对线下销售的打击，加之今年入夏较晚将影响六神等主打清凉系个护产品的销售，预计今年增速将明显放缓，而自明年起受整体渠道运营改革战略影响，增速将逐渐恢复。

3) 由收购的汤美星代表的婴幼儿哺喂类产品线由于主要布局海外销售，且线海外以下销售为主，故预计今年销售额将受疫情影响较大而难以获得明显增长。不过考虑到人们追求生活质量与消费升级的不可逆性，这种消费习惯更是会体现在婴幼儿消费上，预计疫情结束后婴幼儿哺喂类产品将明显反弹，并在此后保持稳定增速。

4) 家居护理用品由于其较小的规模基数在近三年展现出了 40%及以上的超高速增长，预计随着未来基数的增大而增速将有所放缓。

**表 2：公司细分业务盈利预测**

化妆品	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,270.74	2,355.09	2,356.38	2,332.82	2,612.75	3,004.67
增长率(%)	16%	4%	0%	-1%	12%	15%
毛利率(%)	81%	73%	73%	73%	74%	75%
个人护理用品	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,027.57	4,541.13	4,901.36	4,933.37	5,457.38	6,147.97
增长率(%)	25%	13%	8%	1%	11%	13%
毛利率(%)	56%	59%	58%	58%	58%	58%
家居护理用品	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	165.28	233.14	333.12	399.74	459.71	519.47
增长率(%)	75%	41%	43%	20%	15%	13%
毛利率(%)	54%	47%	49%	50%	51%	52%
总营业收入	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,488.00	7,137.95	7,596.95	7,670.81	8,535.20	9,678.00
增长率(%)	22%	10%	6%	1%	11%	13%
毛利率(%)	64.93%	62.79%	61.88%	62.15%	62.40%	63.10%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

珀莱雅、丸美股份和华熙生物 2020 年 Wind 一致预期 PE 均值为 70 倍、PS 均值为 17 倍。无论是 PE 还是 PS 角度，上海家化作为百年日化国货龙头，股价均存在明显低估。

其原因是包括：管理组织架构变动频繁、业绩不达市场预期、以及利润率低于行业龙头均值等。

百年国货龙头上海家化，在悠久的历史进程中沉淀文化底蕴、夯实研发壁垒并塑造极具代表性的国货形象，又在渠道加速变革的今天直面痛点、锐意进取。就当前时点看：

**1) 新人 CEO 磨合效果初现：**新任 CEO 潘秋生及管理团队经过数月磨合期，新战略逐步落地，品牌创新+渠道经济初见成效，前期抑制股价释放的不确定因素逐渐消除。包括原火箭少女成员段奥娟担任佰草集典藏品牌大使，袁泉成为代言人跟踪“独立女性”与“自信之美”话题热度；家化云商城已经上线；六神进一步跨界突破，与安踏推出联名礼盒，20年6月天猫销售额同比提升10%；防疫相关产品扩展初见成效，家安、启初天猫销售额20Q2较20Q1分别提升88%、22%。**2) 玉泽增长强势加速发展进程：**玉泽功能性护肤结合“口罩闷痘”成为新热点，“医药合研”+直播带货打通质量和口碑。继2019年下半年玉泽加码电商直播后，今年上半年增长势头强劲，淘数据显示今年上半年玉泽天猫渠道销售额成倍增长。上述边际变化进一步提振资本市场信心，百年家化拔锚起航之路才刚刚开启。预计2020-2022年公司EPS为0.67、0.80、0.98元/股，首次覆盖给予增持评级。

**表 3：可比公司估值情况**

股票代码	股票简称	市值 (2020.8.20)	2020E	
			PS	PE
603605.SH	珀莱雅	347	9	71
603983.SH	丸美股份	296	15	51
688363.SH	华熙生物	642	26	87
	<b>均值</b>		<b>17</b>	<b>70</b>
600315.SH	上海家化	269	4	60

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：可比公司销售收入和归母净利润数据来自 Wind 一致预期，截止日期 2020 年 8 月 20 日

## 5. 风险提示

1) 化妆品市场需求波动的风险。化妆品属快速消费品，消费者偏好变化迅速，市场竞争较为激烈，产品差异化小，消费者忠诚度相对较低，若公司不能很好把握市场趋势的变动，则可能在竞争中落于不利地位。

2) 新管理团队战略失误的风险。新任 CEO 潘秋生经验丰富，但上海家化和欧莱雅、美泰的组织架构、经营模式以及时代背景等均有所差异，新管理团队磨合效果、战略执行进展等仍有待检验。

3) 品牌拓展不及预期的风险。佰草集、六神、玉泽等品牌作为公司未来发展的核心驱动品牌，在新品研发、营销布局、渠道拓展等方面面临激烈竞争，如果某环节发展不及预期，对品牌业绩会造成较大影响。

4) 疫情常态化背景下，线下渠道受冲击存在不确定性。公司线下商超、百货和 CS 等渠道占比较高，如果疫情防控情况出现变动，则会对线下渠道产生较大影响。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5877.52	6091.27	6770.53	7704.78
现金	1609.13	1505.06	2121.50	2685.14
交易性金融资产	1934.09	1934.09	1934.09	1934.09
应收账款	1228.91	984.30	1122.56	1302.49
其它应收款	46.99	53.33	51.24	61.75
预付账款	63.93	76.82	83.44	88.74
存货	925.17	947.04	1043.00	1155.64
其他	69.29	590.63	414.71	476.93
<b>非流动资产</b>	5269.98	5239.71	5221.26	5212.74
金额资产类	0.00	418.70	375.39	264.70
长期投资	391.36	291.53	319.69	334.19
固定资产	1122.05	1059.79	1043.54	1062.76
无形资产	820.65	947.57	958.76	987.97
在建工程	23.88	24.21	24.47	24.68
其他	2912.04	2497.92	2499.41	2538.44
<b>资产总计</b>	11147.49	11330.98	11991.79	12917.52
<b>流动负债</b>	2865.02	2932.84	3205.32	3600.70
短期借款	0.00	6.17	2.06	2.74
应付款项	823.86	870.95	962.71	1071.48
预收账款	96.46	97.24	106.96	122.28
其他	1944.70	1958.47	2133.59	2404.20
<b>非流动负债</b>	1996.73	1832.13	1849.96	1892.94
长期借款	1138.00	1138.00	1138.00	1138.00
其他	858.73	694.14	711.97	754.95
<b>负债合计</b>	4861.74	4764.97	5055.29	5493.65
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权	6285.75	6566.00	6936.51	7423.87
<b>负债和股东权益</b>	11147.49	11330.98	11991.79	12917.52
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	748.76	454.47	854.68	762.90
净利润	557.09	448.07	538.32	655.17
折旧摊销	230.10	179.65	177.41	182.14
财务费用	31.42	45.88	40.40	28.14
投资损失	-153.99	-143.15	-142.36	-146.50
营运资金变动	1851.58	-427.96	316.17	158.30
其它	-1767.44	351.99	-75.25	-114.35
<b>投资活动现金流</b>	-120.81	-351.16	-25.75	-4.05
资本支出	60.49	-8.45	-56.38	-96.38
长期投资	592.30	-318.86	15.14	96.19
其他	-773.60	-23.85	15.49	-3.86
<b>筹资活动现金流</b>	-185.87	-207.38	-212.50	-195.21
短期借款	0.00	6.17	-4.12	0.69
长期借款	65.46	0.00	0.00	0.00
其他	-251.32	-213.55	-208.38	-195.89
<b>现金净增加额</b>	442.08	-104.07	616.44	563.64

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	7596.95	7670.81	8535.20	9678.00
营业成本	2896.00	2903.17	3209.03	3571.60
营业税金及附加	53.58	60.66	64.73	72.73
营业费用	3204.13	3229.41	3542.11	3987.34
管理费用	941.79	951.18	1041.29	1161.36
研发费用	172.83	161.09	187.77	222.59
财务费用	31.42	45.88	40.40	28.14
资产减值损失	73.52	43.69	50.47	72.17
公允价值变动损益	84.28	26.44	35.96	48.89
投资净收益	153.99	143.15	142.36	146.50
其他经营收益	238.25	100.00	80.00	50.00
<b>营业利润</b>	700.22	545.32	657.72	807.47
营业外收支	1.78	1.78	1.78	1.78
<b>利润总额</b>	701.99	547.10	659.50	809.25
所得税	144.90	99.03	121.18	154.08
<b>净利润</b>	557.09	448.07	538.32	655.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	557.09	448.07	538.32	655.17
EBITDA	976.24	772.17	878.54	1024.09
EPS (最新摊薄)	0.83	0.67	0.80	0.98
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	6.43%	0.97%	11.27%	13.39%
营业利润	8.34%	-22.12%	20.61%	22.77%
归属母公司净利润	3.09%	-19.57%	20.14%	21.71%
<b>获利能力</b>				
毛利率	61.88%	62.15%	62.40%	63.10%
净利率	7.33%	5.84%	6.31%	6.77%
ROE	9.21%	6.97%	7.97%	9.12%
ROIC	7.80%	6.21%	6.98%	7.84%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.61%	42.05%	42.16%	42.53%
净负债比率	23.53%	24.12%	22.66%	20.86%
流动比率	2.05	2.08	2.11	2.14
速动比率	1.73	1.75	1.79	1.82
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.71	0.68	0.73	0.78
应收帐款周转率	6.73	6.89	7.94	7.72
应付帐款周转率	3.51	3.43	3.50	3.51
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.83	0.67	0.80	0.98
每股经营现金	1.12	0.68	1.27	1.14
每股净资产	9.36	9.78	10.33	11.06
<b>估值比率</b>				
P/E	48.33	60.09	50.01	41.09
P/B	4.28	4.10	3.88	3.63
EV/EBITDA	18.98	32.04	27.47	23.02

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>