



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

匠心百年，日新月异

买入 (首次)

行业: 美容护理
日期: 2023年04月06日

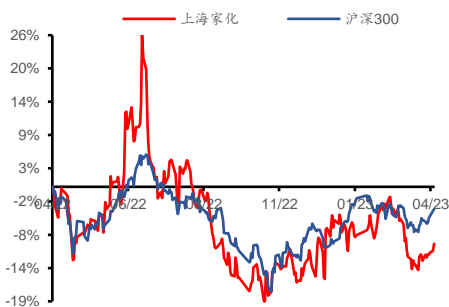
分析师: 王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001

分析师: 彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001

基本数据

最新收盘价 (元)	30.50
12mth A 股价格区间 (元)	27.23-42.75
总股本 (百万股)	678.87
无限售 A 股/总股本	99.16%
流通市值 (亿元)	205.32

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

百年日化龙头，组织变革，厚积薄发，“123”方针成效凸显

历经120余年发展，国货日化龙头焕新升级。上海家化主要从事护肤、个护家清、母婴产品的研发、生产和销售，在众多细分领域上保持领先地位。2020年潘秋生先生接任董事长后提出“123”方针，进行业务结构优化、梳理渠道布局、提升组织效率，公司迎来全新气象。22年受疫情影响，特渠调整，超头缺失等多重因素扰动下实现营收71.06亿元，同比-7.06%，归母净利润为4.72亿元，同比-27.29%。

品牌定位厘清，产品品类丰富，攻守兼具

公司品牌资产丰富，3大品类、10大品牌多元布局护肤、个护家清、母婴等专业赛道，覆盖多样消费需求。坚持差异化品牌发展战略，重点聚焦头部化妆品产品的同时精简长尾产品，梳理在研产品并明晰产品线的迭代优化。

1) 玉泽: 以医研共创为基础，定位功效护肤，与多家顶尖医院的皮肤科研发合作，打造科技“药妆”品牌形象；21年其客户数及复购率显著提升，其天猫官旗复购率达42.58%，同比+6.22pcts，远超行业平均复购水平。22年，玉泽线上三大平台销售额累计达6.28亿元。23年3月推出新品“油敏霜”，继屏障修护、清痘调护等4大系列后新的拐点与突破。

2) 佰草集: 聚焦草本护肤，通过梳理产品结构、精简SKU、收缩门店、消化库存等策略实现盈利改善；品牌形象升级重塑，提高产品调性、不断吸引年轻客群。22年，佰草集三大线上平台销售额累计3.09亿元，23M1-M2佰草集猫旗累计GMV同增14.9%。

3) 其他品牌: 典萃、双妹、高夫、美加净、家安、六神、启初：定位不同细分赛道及人群，产品及品类矩阵丰富，不断推陈出新。品牌投放策略阶梯化，家清个护品牌韧性突出，品类具有全覆盖的比较优势，丰富的品牌矩阵有利于公司经营的稳定性与盈利弹性。

聚焦中国特色草本，医研共创

2021年，公司研发投入1.63亿元，同增13.07%，研发人员达212人。研发围绕8大创新基础研究平台和1个对外开放创新网络，通过“产学研医”多维对外创新合作，加速技术落地，打造未来行业领先优势。持续推动开放式研发合作布局，与各大医院、上游厂商深度合作，在基础研究、应用创新、产品价值塑造等多方面取得重大进展。2022年，上海家化专利申请数量翻倍于2019-2020年同期水平；在发明专利的获得数上，2020-2022年同比2017-2019年提升57%。上海家化共有427项有效专利累计，其中包含96项国家发明专利以及22项全球PCT专利。

数字化赋能，重启超头，渠道优化进阶，提质增效

公司不断扩展销售渠道，线上包括电商、特渠，线下涵盖商超、百货和化妆品专营店。线上渠道占比显著提升，2022H1线上渠道营收12.44亿元，占比由16年的15.97%上升到33.52%。线上精细化运营，推动线上渠道进阶，主流电商平台持续发展，同时加大兴趣电商布局。公司主动优化线下渠道，关闭长尾店铺，提升门店运营效率。同

时，公司不断推进特渠零售化转型，积极与头部零售商深化合作，推动新零售体系打造，依托数字化赋能，精细化私域运营，22年末已开始实现月销售额同比正增长。22年12月恢复超头合作，多平台的达播拓展自22Q4获得突破，逐步消化过去对单一平台、单一打法的依赖。

■ 投资建议

公司拥有百年历史，是国货美妆集团中稀有的在护肤、个护家清、母婴等多维赛道均有品牌声量的老字号企业。坚持“123”方针，推进品牌高端化、年轻化、专业化，驱动品牌价值提升，精简产品SKU、顺应“产品为王”消费趋势、清晰化品牌定位，持续优化运营模式、推动渠道变革，在多重不利影响因素退却后，经营有望迎来边际改善。预计2022-2024年营业收入分别为71.06、86.00、96.00亿元，对应增速分别-7.06%、+21.02%、+11.63%；归母净利润分别为4.72、7.76、9.22亿元，同比分别-27.30%、+64.37%、+18.77%；预计2022-2024年EPS分别为0.70、1.14、1.36元/股，对应PE为43、26、22倍。首次覆盖，“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争风险；疫情反复风险；新品推出不及预期风险；战略调整不及预期风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7646	7106	8600	9600
年增长率	8.7%	-7.1%	21.0%	11.6%
归母净利润	649	472	776	922
年增长率	50.9%	-27.3%	64.4%	18.8%
每股收益（元）	0.96	0.70	1.14	1.36
市盈率（X）	31.37	43.15	26.25	22.10
市净率（X）	2.92	2.82	2.55	2.29

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年04月04日收盘价）

目 录

1 百年老字号，国潮兴起品牌焕新	6
1.1 百年家化，日新月异.....	6
1.2 中国平安为控股股东，持股 51.65%	8
1.3 管理层经验丰富，组织变革寄予厚望.....	9
1.4 管理效率持续提升，产品结构盈利能力优化	12
2 品牌：定位细分，各有侧重	14
2.1 品牌聚焦，卡位鲜明.....	14
2.2 加码研发，创新驱动产品升级	15
2.3 玉泽：医研共创，营销破圈.....	17
2.4 佰草集：聚焦草本护肤，匠心独运.....	23
2.5 典萃：扎根 CS 渠道，定位科技护肤.....	26
2.6 双妹：国潮风起，古典与现代科技碰撞	28
2.7 其他品牌：聚焦消费需求，持续迭代创新.....	31
2.7.1 细分冠军品类：定位明确，赛道占优.....	31
2.7.2 细分领先品类：产品全面，稳步前进.....	33
3 渠道：优化进阶提质增效，智慧零售持续转型	33
3.1 线下渠道覆盖面广，重心转移发力线上	33
3.2 电商：精细化运营，结构调整下渠道进阶.....	34
3.3 特渠：加快转型，拥抱零售.....	35
3.4 线下：提质增效，智慧零售持续转型	35
3.5 打造新零售体系，数字赋能未来可期.....	36
4 盈利预测与投资建议	37
4.1 盈利预测.....	37
4.2 投资建议.....	39
5 风险提示：	40

图

图 1：公司发展历程	8
图 2：公司股权结构图（更新时间：22Q3 季报）	8
图 3：企业战略屋.....	11
图 4：2016-2022 年公司营业收入、净利润及增速.....	13
图 5：2016-2022Q1-Q3 年公司净利率与毛利率，%	13
图 6：2022H1 年公司主营业务收入占比，%	13
图 7：2020-2021 年主营业务分品类毛利率情况，%	13
图 8：2016-2022Q1-Q3 年公司管理费用率及销售费用率，%	14
图 9：公司品牌矩阵（截止时间：22 年半年报）	15
图 10：2017-2022H1 年护肤品类营收及增速.....	15
图 11：2017-2021 年护肤品类毛利率，%.....	15
图 12：2018-2022Q1-Q3 年公司研发费用及同比	17
图 13：国内化妆品可比公司研发费用率，%.....	17
图 14：公司布局八大基础平台	17

图 15: 2021 年中国功效型护肤品护肤观念变化趋势	18
图 16: 2021 国民健康困扰 TOP5	18
图 17: 2017-2021 年中国皮肤学级护肤品市场规模	18
图 18: 玉泽皮肤健康研究中心	19
图 19: 玉泽瞄准油敏肌推出“油敏霜”	19
图 20: 玉泽“十二天宫”联名	22
图 21: 玉泽亚健康肌肤研究所	22
图 22: 2020 年修护功效护肤品 TOP5 热门宣称成分	23
图 23: 2021H2 vs 2021H1 抖音美妆产品 GMV、销量及美妆 行业内容搜索量环比增速	23
图 24: 佰草集发展历程	24
图 25: 佰草集四大明星产品系列	25
图 26: 佰草集代言人	26
图 27: 2022 年中国美妆个护销售渠道占比, %	26
图 28: 16-22 年中国美妆个护 CS 渠道规模, 亿元	26
图 29: 典萃品牌发展历程	27
图 30: 典萃主要产品系列	28
图 31: 典萃线下专柜	28
图 32: 典萃品牌代言人	28
图 33: 双妹获得巴拿马奖	29
图 34: 双妹荣登人民日报消费板块	29
图 35: 双妹商标 logo 发展变化	29
图 36: 双妹系列产品	30
图 37: 双妹创新营销	31
图 38: 2017-2026 年婴童专用产品销售额	32
图 39: 2021 年天猫婴童护理品牌 TOP10	32
图 40: 2022 中国男士护肤品牌 TOP5	33
图 41: 郭麒麟、张云龙先后代言高夫	33
图 42: 家安推出创新型产品“米精华”	33
图 43: 家安米精华餐具净获 2021 消费金品	33
图 44: 2017-2022H1 年线上渠道营收及增速	34
图 45: 2016-2022H1 年公司线上营收占比, %	34
图 46: 线上前台中台协同	35
图 47: 公司四大变革	35
图 48: 2017-2022H1 年线下渠道营收及增速	36
图 50: 线下渠道布局情况	36
图 49: 3+3 智慧运营体系	37
图 50: 公司新零售体系	37
图 51: 公司数字化转型战略	37
图 52: 公司私域运营“养鱼、捞鱼”策略	37

表

表 1: 公司核心管理层	10
表 2: 近期公司激励计划	12

表 3: 公司激励计划考核要求.....	12
表 4: 玉泽产品价格较低.....	20
表 5: 玉泽主要产品系列.....	20
表 6: 玉泽多方位营销.....	22
表 7: 公司营业收入拆分预测 (单位: 百万元, %)	39
表 8: 可比公司估值表.....	40

1 百年老字号，国潮兴起品牌焕新

1.1 百年家化，日新月异

百年家化，整装待发。上海家化历史可追溯至 1898 年，其前身为香港广生行，发展至今已拥有 125 年历史，是中国最早的民族化妆品企业，曾打造“双妹”“友谊”“雅霜”等多款老牌民族护肤品。目前主要从事护肤、个护家清、母婴产品的研发、生产和销售，且重视品牌建设，在众多细分领域上保持领先地位，主营业务可分为四大板块：**1) 美容护肤：**佰草集、玉泽、高夫、美加净、典萃、双妹；**2) 个护家清：**六神、家安；**3) 母婴产品：**启初、汤美星；**4) 合作品牌：**片仔癀（口腔护理）、艾禾美、芳芯、碧缇丝。公司坚持全渠道运营，在百货、商超、CS 等线下渠道深耕多年，同时积极拓展新零售业务；线上渠道多平台布局、精细化运营降本增效。采用线上与线下相结合，持续不断地为消费者带来更好的产品与服务。公司的发展历程可以分为以下 4 个阶段：

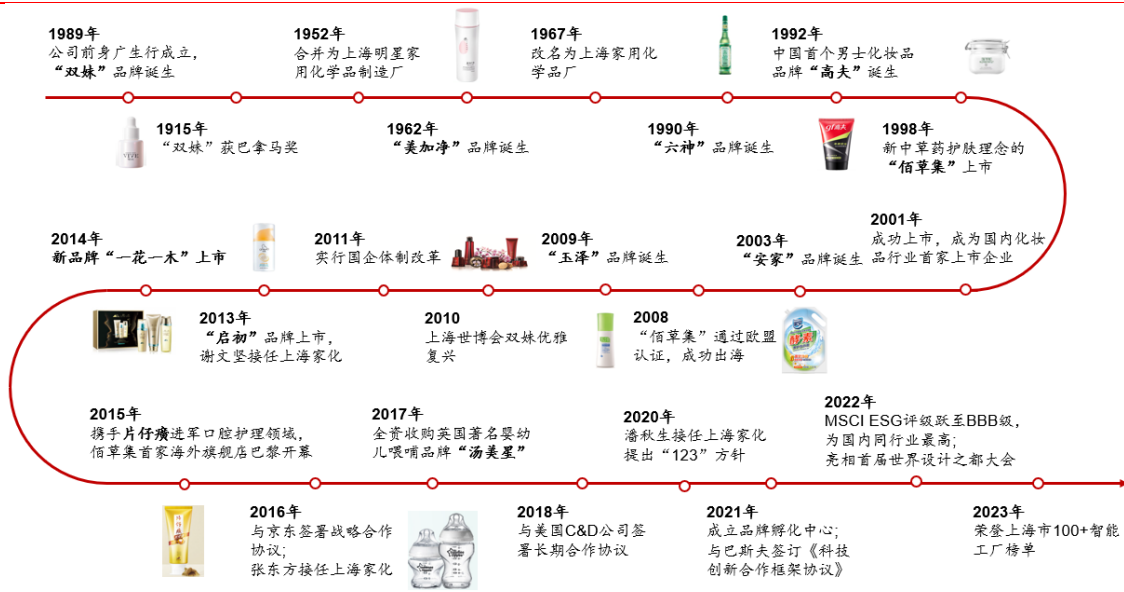
1898-1990 年：初创奠基，独占鳌头。1898 年冯福田创立上海家化前身香港广生行，同年推出“双妹”品牌，该品牌于 1915 年获巴拿马奖。1930s，广生行在沪建厂，并在 1960s 改名为“上海家用化学品厂”，公司在此期间陆续推出“友谊”、“雅霜”以及“美加净”等护肤品。1983 年“露美”作为我国第一套高级系列化妆品诞生，曾作为国礼赠予外宾。1990 年，公司建立起第一个覆盖各省市的销售网络，销售额位居全国化妆业之首，同年推出“六神”品牌，美加净系列产品也同时成为国内销售量最大、品种规格最全、获奖次数最多、知名度最高的中国民族化妆品品牌；

1991-2013 年：改制上市，繁荣发展。1992 年，上海家用化学品厂改制为上海家化联合公司，向现代化企业转变。伴随生活水平的提高以及审美多元化发展，上海家化敏锐地察觉到中国男性消费市场的发展机遇，于 1992 年推出了中国第一个男士专业护肤品牌“高夫”。随后以中草药护肤为切入点，1998 年成功推动“佰草集”品牌上市。1999 年，上海家化联合公司兼并上海日用化学集团。2001 年，公司成为国内首家化妆品行业上市公司，随后陆续推出针对消费者细分需求的新品牌，如定位功效护肤的“玉泽”、婴幼儿护肤的“启初”和家居护理品牌“家安”。在消费升级背景下，上海家化不断完善品牌矩阵，通过子母品牌联动优化品牌驱动力，实现品牌价值最大化，形成一个充满活力的良性品牌生态圈；

2014-2019 年：战略调整，砥砺前行。2015 年，公司意识到互联网渠道正在冲击传统线下渠道，开始布局线上渠道和数字化营销事业部渠道团队。2016 年，开始组建化妆品专营店，年底，公司确立“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”经营方针，高度重视品牌建设，通过自主研发与兼并收购，完善品牌矩阵。公司坚持全渠道、全覆盖战略，对电商进行了优化，从经销模式逐渐转变到直营模式。2017-2019 年，公司营业收入 CAGR+8.2%，归母净利 CAGR+19.5%；

2020 年-至今：整装待发，再铸华章。2020 年 6 月潘秋生出任公司董事长，提出“123”经营方针，即以消费者为中心，以品牌创新和渠道进阶为两个基本点，以文化、系统与流程和数字化为三个助推器。从品牌、渠道、效率、文化等方面进行改革，把品牌划分为快速发展、细分冠军以及细分领先品类，开启公司发展的新时代。2020 年，公司多举措并举推动品牌创新和产品创新，聚焦于与大数据平台的合作，旗下自有品牌及合作品牌全面融入 TMIC（阿里巴巴集团旗下天猫新品创新中心）生态圈，成功孵化新品超 40 个。2022 年，踔厉奋发，取得不少亮眼成绩，如国际知名指数 MSCI 更新了公司的 ESG 评级，评级跃升至 BBB 级，为国内同行业最高；公司参展首届世界设计之都大会，首度对外正式亮相 AI 定制化、AGEs 荧光扫描探针、微流控、胶囊频射仪、超级计算机等各种智能美妆科技产品。2023 年，公司在历经线上测评、现场评估、答辩评审和名单公示等环节，历时 4 个月，最终成功入选上海市 100+智能工厂名单，成为受益于数字化和智能化转型的先锋企业之一。

图 1：公司发展历程

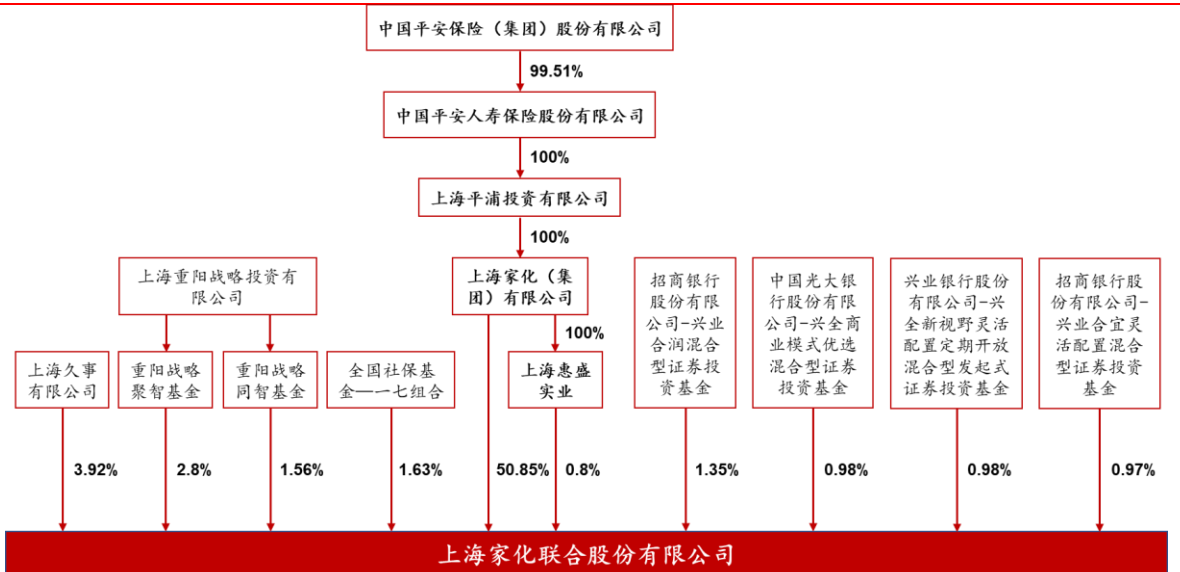


资料来源：公司官网，招股说明书，京东，天猫，每日经济新闻，中国证券报，中国经济网，新华社，上海证券研究所

1.2 中国平安为控股股东，持股 51.65%

中国平安为控股股东，累计持股达 51.65%（截至 22Q3）。2011 年，中国平安控股的上海平浦投资竞得上海国资委持有的上海家化集团 100% 股权，后中国平安五次要约回购。截至 2022Q3，中国平安直接和间接合计持有公司 51.65% 的股份，为公司最大控股股东。中国平安入主上海家化以来，向上海家化董事会派驻了多名平安系代表。截至 23 年 4 月 wind 披露数据，公司主要董事、监事和高管核心人员 11 人中共有 5 名来自平安系。

图 2：公司股权结构图（更新时间：22Q3 季报）



资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 管理层经验丰富，组织变革寄予厚望

管理层革故鼎新，组织变革焕发新机。中国平安入主上海家化后，随着战略调整以及行业趋势变迁，以董事长接替为标志，对公司管理层历经了四大时期、三轮重大调整：

1) 1985年：葛耀文出任厂长。葛文耀前期担任上海日化公司计划科副科长，后被任命为上海家用化学品厂厂长。在接手家化后第一个在国内同行中建立了覆盖各省市的销售网络。1990年，上海家化的固定资产、销售额和利税都位居全国化妆品行业之首。1990s，外资大举涌入，严重冲击国内化妆品企业格局。葛文耀大力发展自主品牌，立足研发，从中国医药学中借鉴思路，采取差异化的品牌经营战略。1995年12月，公司成立以汉方为特色的佰草集品牌小组，在充分竞争的日化市场上同时创造了“六神”、“美加净”、“高夫”、“清妃”等诸多中国著名品牌，在众多细分市场上建立了领导地位。2008年，佰草集品牌成为中国首个走出国门的化妆品品牌，两年后打入法国市场。在葛文耀长达28年的经营过程中，上海家化从最初的400万元资产到2012年发展成为总资产36.47亿元，净利润达6.35亿元，旗下所有品牌当年的营业收入均实现两位数增长。

2) 2013年：谢文坚接替葛文耀。葛文耀13年辞任董事长，谢文坚具有二十多年大型跨国企业综合管理、市场营销和科学研究方面的经验。在入主上海家化前，在强生任职13年，掌舵期间强生医疗持续保持了业务额年均20%以上的增长，发展成为中国最大的医疗及诊断器材公司。谢文坚接任上海家化后推进公司战略改革，集中资源打造“六神”、“佰草集”等五大高毛利核心品牌，施行“重销售、轻研发”的快销策略。但大刀阔斧的改革并没有带来预期效果，2016年出现了十年以来的首次业绩下滑，营收同比下降9.0%至53.2亿元。

3) 2016年：张东方接替谢文坚。张东方曾赴海外留学，具有二十多年快消品行业经验，熟悉美容护肤、个人护理、家居护理行业。在维达国际控股有限公司任职期间，成功使维达销售收入增长数倍，实现从本土公司到跨国企业的多方面转型。16年底，张东方担任上海家化董事长。为了给员工树立信心，上任后给全体员工写了一封信，同时带着团队拜访所有客户和供应商，以提振信心。同时，张东方给公司制定了高端化、年轻化、细分化的品牌战略和“走出去、引进来”的具体策略。履新一年，公司2017年营收较上年同期增长8.82%，净利润同比增长93.95%。2017-2019年，营收CAGR+8.2%，归母净利润CAGR+19.5%。

4) 2020年：潘秋生接替张东方。潘秋生具有二十年快消品行业经验，曾在 2015-2019 年期间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。任职期内欧莱雅亚太区销售收入占比上升至 32.3%；2019-2020 年 4 月，其任美泰全球副总裁及中国区总经理，帮助美泰创下过去五年最佳运营纪录。2020 年 5 月份正式掌舵上海家化，作为实干派，开始了大力改革，来“修补”上海家化。在行之有效的改革中，公司业绩得到提高。公司 2020 年实现营收 70.3 亿元，归母净利润 4.3 亿元，其中 20Q4 净利润实现了同比 609% 的提升。

与此同时，公司还引入了大量经验丰富的专业化管理层人才：首席数字官张晓娟、首席运营官叶伟敏、资深研发总监贾海东、首席市场官陈静。张晓娟曾在 eBay、Google 等平台担任市场营销职务，在加入上海家化之前，她在全球最大广告传播集团 WPP 旗下的群邑传媒担任首席数字产品和服务官，成功推进了群邑的数字化转型，创造了领先优势。她熟谙中国线上渠道，擅长与生态合作伙伴合作共赢，对市场和数字化业务有深刻的理解和洞察。叶伟敏曾任职于联合利华、好孩子等企业，快消品行业经验丰富。贾海东拥有 15 年以上丰富的化妆品经验，美妆日化行业产业链从原料、研发、生产、品牌、市场、渠道各环节以及法规、全球趋势等方面均十分熟悉。新团队为公司注入了新血液，带来了新风貌。

表 1：公司核心管理层

管理层姓名	职位	背景介绍
潘秋生	董事长, 首席执行官, 总经理	本科, 曾任欧莱雅(中国)有限公司大众化妆品部商务总经理及欧莱雅集团大众化妆品部亚太区商务总经理, 美泰全球副总裁兼美太芭比(上海)贸易有限公司中国区总经理, 中国平安保险(集团)股份有限公司战略发展中心副主任。现任本公司 董事长, 首席执行官, 总经理 。
叶伟敏	副总经理、首席销售官	硕士。曾任联合利华中国有限公司华东区区域销售经理, 养生堂有限公司事业部总经理, 好孩子集团卫生用品事业部总经理, 公司总经理助理, 事业一部, 三部部长, 公司副总经理兼大众消费品事业部总经理, 现任公司 副总经理, 首席销售官 。
韩敏	首席财务官、董事会秘书	硕士, 中国注册会计师。曾任中国建设银行上海分行风险控制部经理, 汇丰控股及汇丰银行公司银行部业务开发主任, 中国国际金融有限公司投资银行部副总经理, 上海医药集团股份有限公司董事会秘书, 公司秘书, 现任公司 首席财务官, 董事会秘书 。

资料来源：Wind，上海证券研究所（获取时间：2023 年 4 月 6 日）

潘秋生以“复兴家化不负使命”为目标，对上海家化进行了一系列改革，推出了 123 经营方针：“以消费者为中心，以品牌创新和渠道进阶为两个基本点，以文化、系统和流程、数字化为三个助推器”的经营方针。通过策略合作、数字赋能、智慧零售、私域运营、模式创新五大核心举措，对渠道进行调整、升级和优

化。同时以消费者为导向，充分研究消费者对产品和服务的需求以洞察创新。在完善的品牌矩阵和深厚国潮文化底蕴支撑下，百年家化开启了全新征程。

有的放矢，明确“123”经营方针。针对个别主力品牌缺乏创新、费用过高以及团队协作效率低问题，公司明确了“123”经营方针：

“1”：指以消费者为中心，通过和大数据平台的合作，分析消费者需求，打造品牌定位，推出更安全、高效的产品；

“2”：指以品牌创新和渠道进阶为两个基本点，从品牌创新角度上，基于消费者洞察的方法论，差异化品牌发展，聚焦头部产品，减少长尾产品，明晰各品牌需要迭代弥补的产品线。从渠道进阶角度上，线上渠道加强平台的战略合作，数字化运营能力，线下渠道提升新零售占比，缩减低单产专柜及门店，加强CS重建，找到更有效率传达到消费者的距离；

“3”：指以文化、系统流程和数字化为三个助推器。聚焦消费者、与时俱进，简化流程，利用数据分析消费者需求。

图 3：企业战略屋



资料来源：公司年报，上海证券研究所

股权激励通权达变，权衡激励性与挑战性。2020年9月，公司推出2020年限制性股票激励计划，拟授予限制性股票数量869万股，占公司股本总额的1.29%。激励对象包括董事长潘秋生、副总经理叶伟敏、CFO韩敏等公司骨干员工，共计139人。2021年，推出对董事长潘秋生个人的期权激励计划，拟授予股票期权123万份。为实现更好发展，公司于2022年9月再度推出限制性股票激励计划，激励对象共计9人，包括公司（含分公司及控股子公司）任职的中层管理人员及骨干员工，合计授予58万股限制性股票，占公司股本总额的0.09%。2022年业绩考核目标略低于2020年与2021年的业绩考核目标，全行权两个行权目标营收分别为80、94

亿元，目标净利润分别为 6.61 和 9.2 亿元，主要原因在于受疫情影响，公司在生产、物流、渠道等方面分别遭遇工厂停工、仓库封闭物流受限、线下零售终端闭店等多重不利情况，线下、线上业务受到不同程度冲击，此情况下适当下调业绩考核目标充分调动中层管理人员及骨干员工的积极性。

表 2：近期公司激励计划

年份	激励对象	职务	获授的限制性股票数量(万股)	获授的限制性股票总数的比例	占公告日股本总额的比例
2020	中层管理人员及骨干员工(84人)		168.7	100.00%	0.25%
2021	潘秋生	董事长、首席执行官、总经理	123	100%	0.18%
2022	中层管理人员及骨干员工(9人)		58	100%	0.09%

资料来源：公司公告，公司年报，上海证券研究所

表 3：公司激励计划考核要求

业绩考核目标		第一个解除限售期			第二个解除限售期			第三个解除限售期	
激励计划发布年度		2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年
全行权目标可行权100%	收入(亿元)	83	84.66	80	94	95.88	94	106	108.12
	收入增速	18.03%	20.39%	4.63%	13.25%	13.25%	17.50%	12.77%	12.77%
	归母净利润(亿元)	4.8	5.04	6.61	8.3	8.72	9.2	11.6	12.18
	归母净利增速	11.63%	17.21%	1.85%	72.92%	72.92%	39.18%	39.76%	39.76%
	净利率	5.78%	5.95%	8.26%	8.83%	9.09%	9.79%	10.94%	11.27%
最低行权目标可行权80%	收入(亿元)	76	77.52	75	86	87.72	86	98	99.96
	收入增速	8.08%	10.24%	-1.90%	13.16%	13.16%	14.67%	13.95%	13.95%
	归母净利润(亿元)	4.1	4.31	4.61	7	7.35	8.1	9.9	10.39
	归母净利增速	-4.65%	0.12%	-29.00%	70.73%	70.73%	75.71%	41.43%	41.43%
	净利率	5.39%	5.55%	6.15%	8.14%	8.38%	9.42%	10.10%	10.40%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

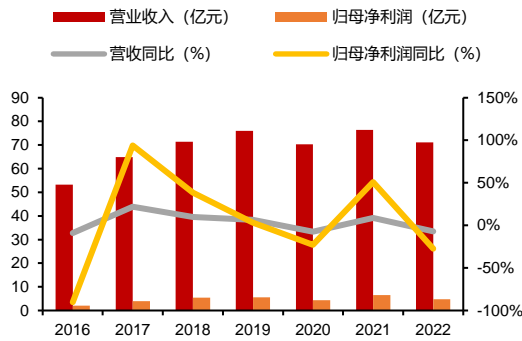
1.4 管理效率持续提升，产品结构盈利能力优化

优化产品渠道结构，夯实内功厚积薄发。上海家化新管理层上任以来对品牌、产品、渠道及组织架构进行了全面梳理、调整与升级，通过精细化运营不断提高组织效率。22H1 公司实现营收 37.15 亿元，同比-11.76%；归母净利润 1.58 亿元，同比-44.84%；毛利率为 59.91%，同比-1.35pcts；净利率为 4.24%，同比-2.55pcts。22Q3 开始公司逐步克服疫情影响，业绩已恢复增长，单 Q3 实现营收 16.39 亿元，同比+1.17%；归母净利润 1.56 亿元，同比+15.55%；毛利率为 58.19%，同比-4.58pcts；净利率为 5.85%，同比-1.36pcts。从 22 全年看，二季度工厂及物流基地停摆，叠加 2021 年下半年开始大股东改革带来的特渠业务调整以及 2021 年底超级主播合作伙伴停播带来的电商销售缺失，使得公司

请务必阅读尾页重要声明

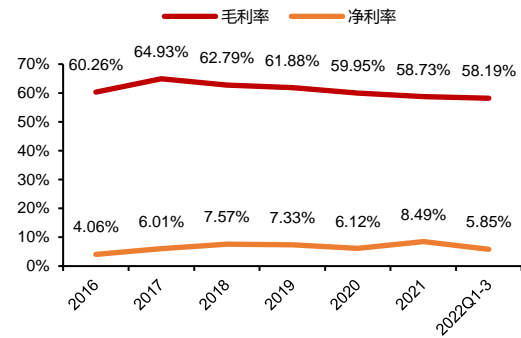
面临前所未有的挑战，22 年实现营收 71.06 亿元，同比-7.06%；归母净利润为 4.72 亿元，同比-27.29%。但公司持续推动运营的不断优化，对内不断提升，将 2022 年作为夯实内功，整饬团队及流程，蓄力厚积薄发。

图 4：2016-2022 年公司营业收入、净利润及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

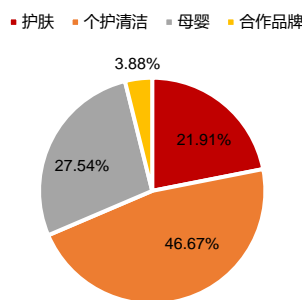
图 5：2016-2022Q1-Q3 年公司净利率与毛利率，%



资料来源：Wind，上海证券研究所

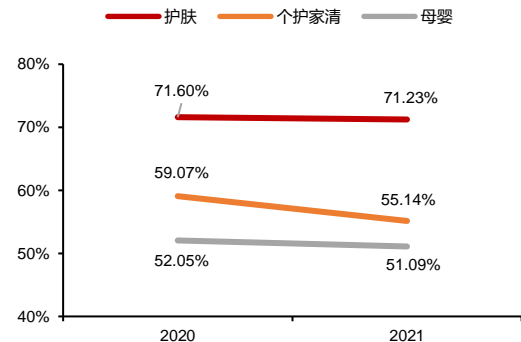
➤ 分品类看，个护家清品类增速较快。22H1 护肤类、个护家清、母婴类分别实现营收 8.13、17.32、10.22 亿元，其中个护家清品类同比+1.27%，护肤与母婴则出现了较大的业绩下滑；从毛利率看，21 年三大业务毛利率均超过 50%，其中护肤类毛利率最高，达 71.23%，个护家清为 55.14%，母婴产品为 51.09%。公司业务收入形成以护肤、个护家清、母婴三足鼎立的局面，其中个护家清占比较高，产品结构层次布局丰富多元。

图 6：2022H1 年公司主营业务收入占比，%



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 7：2020-2021 年主营业务分品类毛利率情况，%



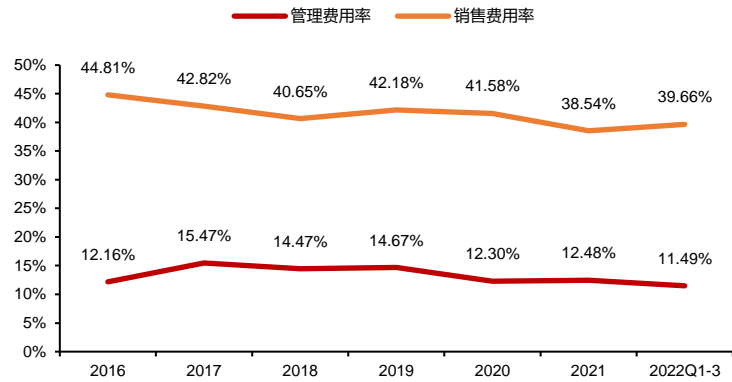
资料来源：公司年报，上海证券研究所

➤ 分地区看，国内占比超 7 成，海外营收有所上升。22H1，公司国内营收为 28.16 亿元，占主营业务收入比重为 75.86%；公司海外营收 8.96 亿元，占主营业务收入比重为 24.14%，同比+1%，剔除汇率影响，同比+7.58%。

➤ 费用端，公司提质增效优化成本管控。2022Q1-Q3 公司销售费用率为 39.66%，同比-4.83pcts。20 年，加强数字化运营，建立分析品牌投资效率的 DBPI 系统，采用 oCPM 传播方式，

促进成本端优化；21年，公司通过百货渠道继续策略性闭店缩编，提升线下门店运营效率，减少成本支出；22H1，受疫情影响，公司主动调整营销活动节奏，后置营销资源。

图 8：2016-2022Q1-Q3 年公司管理费用率及销售费用率，%



资料来源：Wind，上海证券研究所

2 品牌：定位细分，各有侧重

2.1 品牌聚焦，卡位鲜明

品牌差异化定位，覆盖日化多领域。公司旗下品牌类型丰富，在细分赛道个护家清、美妆、母婴等领域布局全面，旗下 10 大优势品牌分别为：双妹、佰草集、典萃、玉泽、高夫、美加净、六神、家安、启初以及汤美星，均进行差异化定位。三大品类多元布局全方位满足消费者多样需求，扩大消费者覆盖面，打造多个营收增长点，提升抗风险能力。

公司建立基于消费者洞察的方法论，通过对消费者需求趋势的判断，对旗下 10 大品牌进行重新梳理，佰草集、双妹、玉泽、典萃等护肤品类为快速发展品类，六神、启初、高夫等列为细分冠军品类，家安、美加净等归为细分领先品类，并以此制定了不同品类和品牌差异化的发展策略，更好的契合满足消费者的个性化需求，推动公司收入增长与盈利结构优化。

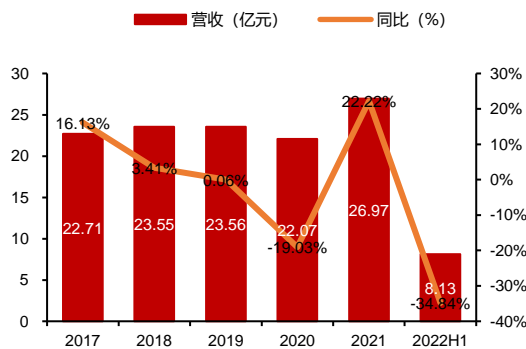
图 9：公司品牌矩阵（截止时间：22 年半年报）



资料来源：公司官网，公司年报，上海证券研究所

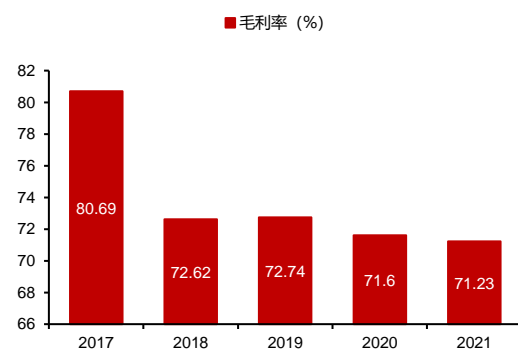
抓大放小，单点突围带动整体增长。伴随消费者护肤理念升级，功效护肤需求增加，公司坚持以消费者为中心的经营方针，通过对消费者需求趋势的判断，重点发展护肤类产品，并将护肤品类定位为高毛利快速发展品类。2022H1，护肤、个护家清、母婴品类分别实现收入 8.13、17.33、10.22 亿元，其中护肤品类产品主要仓库自 3 月末到 5 月被严格封控，物流受限导致订单无法履约，线上订单退货比例增加，电商派样招新活动无法执行，叠加超头缺失影响，使得护肤品类同比下跌 34.84%。根据公司的差异化品牌发展战略，公司在聚焦头部产品的同时，将逐步减少现有产品中的长尾产品，梳理在研产品并明晰各品牌需要迭代弥补的产品线，以优化产品结构。

图 10：2017-2022H1 年护肤品类营收及增速



资料来源：Wind，公司年报，上海证券研究所

图 11：2017-2021 年护肤品类毛利率，%



资料来源：公司年报，上海证券研究所

2.2 加码研发，创新驱动产品升级

科技赋能，品牌创新。2021 年研发费用为 1.63 亿元，同比 +13.07%；22Q3 公司研发费用为 0.40 亿元，同比 +45.78%。相比

国内其他可比化妆品公司，上海家化研发费用处于中上水平，研发人员数量从 2018 年的 145 人上升至 2021 年的 212 人，占比公司总人数 3.84%。从 2017 年开始，公司的专利申请数稳步提升，2021 年共提交了 82 项专利申请，同比+68%，在行业主流期刊上发表 21 篇论文，研发投入保证品牌中长期发展，2022 年公司的专利申请书已达到 2019-2020 年的翻倍水平，2020-2022 年周期内，发明专利获得数也比 2017-2019 年的周期提升 57%。目前公司累计获得了 427 项有效专利，其中包含 96 项国家的发明专利，以及 22 项全球 PCB 的专利，同时参与制定了 95 项国家的标准，其中 63 项地方团体标准及 32 项国行标准。数字化赋能缩短新品研发周期，新品研发从 12 个月缩短至 8.5 个月，新产品在原料、配方、工艺等层面进行创新，其中佰草集最近推出的太极肌源修护面霜，灵感源自诺贝尔生理学奖，运用尖端“生物钟科技”，修护肌肤微损伤。

布局八大创新基础研究平台，持续推动研发合作。公司大力布局从医研共创到中国特色草本植物的八大创新基础研究平台，并持续推动开放式研发合作。具备完善的研发系统实力以及消费者洞察驱动的研发方法论，秉承以消费者为中心，依托全流程的项目管理和整链式研发模式，从基础研究、应用创新以及产品价值塑造三个维度实现科技赋能。22 年专利申请数和专利获得数不断提升，部分专利已成功运用在公司品牌中；品牌发展上持续推进高端化、年轻化、专业化。佰草集成功实现产品线清理和品牌定位的重新塑造，个护品类中的六神推动年轻化、高端化和全季化并初见成效。

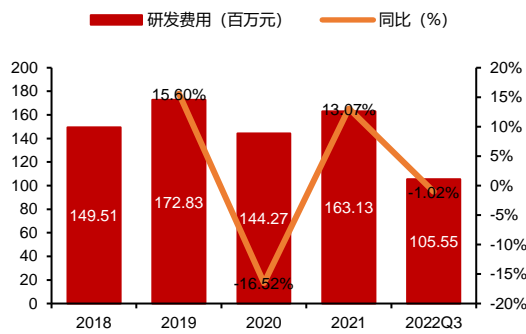
基础研究：围绕八大基础平台，医研共创、中医中草药、细胞生物、AI 定制化、安全评价、功效筛选、包装设计和美容仪器，不断深化前沿研究并推动创新成果加速落地。在医研共创方面，深化与各大医院的科研合作，在成果转化方面不断取得重大突破；另外在中医中草药研究方面进一步利用核心技术和公司研究平台，对植物成分与功效的双重提升研究，筛选具有潜在美容功效的天然活性成分，推动产品创新。同时通过产学研医多维度开放创新网络，公司加入皮肤健康产业中国科技联盟，与巴斯夫、上海市食药检院等建立合作关系，推动技术创新和转化，加速科研成果落地。

应用创新：公司依托产业链上下游的优势及技术，从原料、配方、工艺、包装等方面进行的应用创新。通过打造植物本草技术，打造佰草集“新太极”系列产品；通过对配方技术工艺的创新，在美加净产品中避免了大量乳化剂的使用；以及引入双腔锁

鲜技术和蓝铜肽于玉泽精华液，提升修复效果；采用多层微胶囊包裹发明专利技术开发了双妹生命之花系列产品。

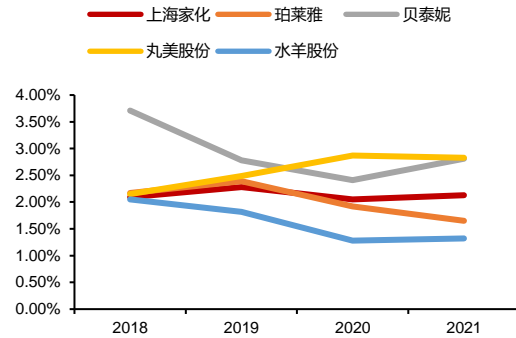
产品价值塑造：公司利用全球排名前 100 位的超级计算机助力产品配方的优化和机理研究，协助实现配方的精准设计。同时公司注重科学结果的可视化呈现，利用荧光标记来表述活性物渗透过程，使得消费者更好的理解功效成果。在对外合作方面，携手天猫创新中心推动产品研发，收集消费者用户体验来改进研发方向。产品研发方面，数字化赋能实现研发周期的大幅缩短，同时简化合并了 83% 的研发审批流程，研发周期有望进一步缩短。

图 12: 2018-2022Q1-Q3 年公司研发费用及同比



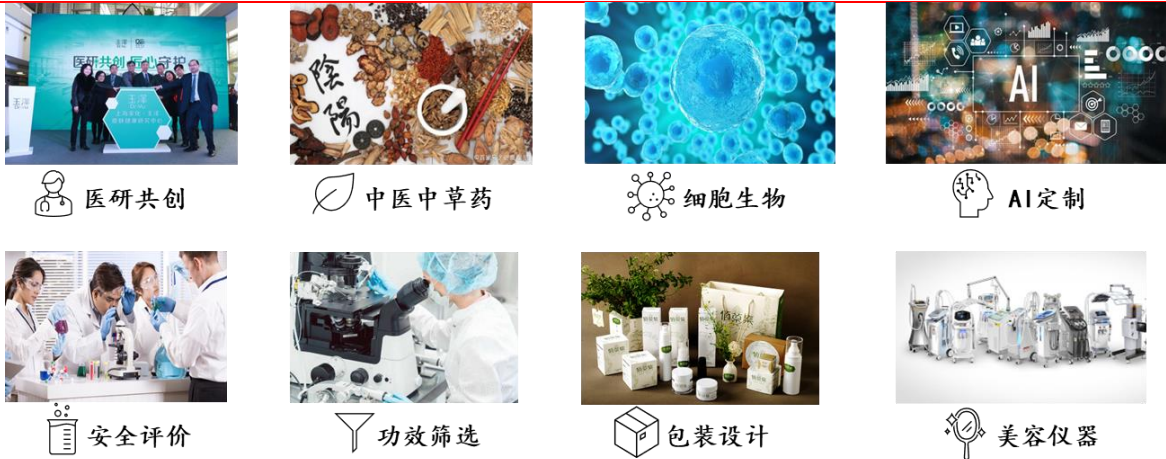
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 13: 国内化妆品可比公司研发费用率, %



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 14: 公司布局八大基础平台



资料来源: 公司年报, 全景视觉, 汉士联合, 科技知识圈, 站酷, 脉脉, SHSMU 校友会, 上海证券研究所

2.3 玉泽：医研共创，营销破圈

消费者认知升级，功效护肤卡位细分市场。随着消费者对护肤认知的发展，肌肤护理越来越受到国人重视，功效型护肤品以天然活性成分为卖点，能针对性地解决消费者皮肤问题，更容易获得问题肌肤人群及成分党这类消费者的青睐。艾瑞数据显示，2021 年近 80% 的调研人群认为自己的护肤观念较三年前有所转变，前 3 分别是成分与功效、安全性和品牌知名度，可见中国消费者护请务必阅读尾页重要声明

肤观念正不断聚焦功效护肤。当前中国功效型护肤品使用者以女性为主导，人群占比超过 70%。《中国敏感性皮肤整治专家共识》指出，我国有约 36.1% 的女性为敏感性皮肤，而且 20 岁到 35 岁的女性是易敏高发人群，占比超过七成。

图 15: 2021 年中国功效型护肤品护肤观念变化趋势

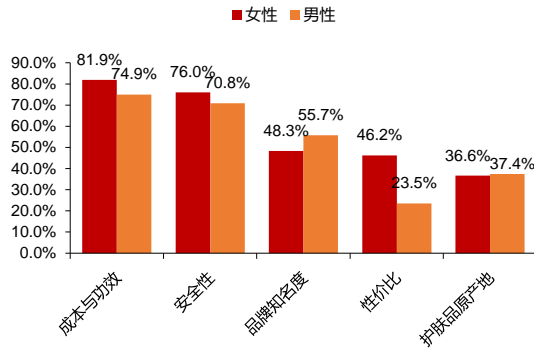
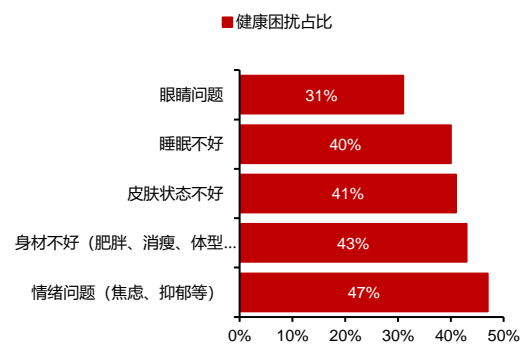


图 16: 2021 国民健康困扰 TOP5

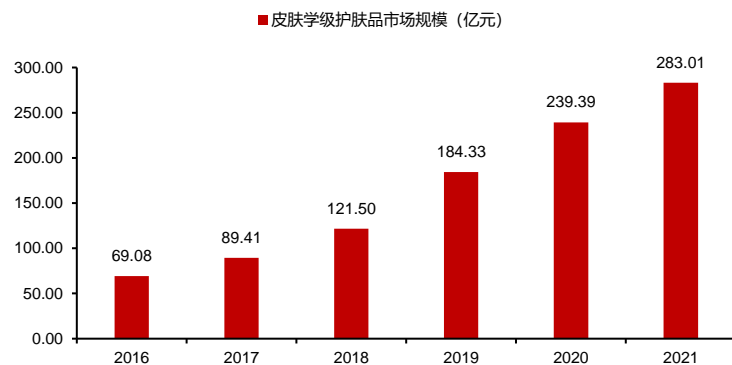


资料来源: 艾瑞咨询, 上海证券研究所

资料来源: 丁香医生, 上海证券研究所

国牌市占率不断提升，功效型护肤成黄金赛道。中国拥有全球第 2 大化妆品消费市场，但中国市场上高端化妆品绝大多数仍以外资品牌为主导，功效型护肤为国牌护肤品打开了差异化竞争通道。在国潮兴起国货崛起背景下，据艾瑞咨询数据显示，2020 年国货品牌在中国功效型护肤品市场占比提升至 29.8%，发展潜力巨大，正迎来“黄金时代”。据欧睿数据统计，2021 年中国市场皮肤学级产品市场规模达到 250.6 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 32.5%。玉泽作为功能性护肤品牌，2020 年实现爬坡式增长，收入同比增加约 200%，21 年玉泽客户数及复购率显著提升，其天猫官旗复购率达 42.58%，同比+6.22pcts。

图 17: 2017-2021 年中国皮肤学级护肤品市场规模



资料来源: 欧睿数据, 上海证券研究所

品牌端：深化医研共创，紧抓功效护肤趋势，寻找未来增长点。玉泽首创于 2009 年，在创立之前与上海瑞金医院已有长达 6 年的合作，经历上千次临床试验后，在 2009 年推出玉泽第一个产品，即特润保湿乳。2018 年，玉泽与上海瑞金医院共同成立了“瑞金医院——上海家化玉泽联合实验室”，并邀请国外 14 名顶尖

专家成立“玉泽皮肤健康研究专家委员会”；2020年，公司继续加强医研共创，与上海交通大学医学院附属瑞金医院皮肤科、复旦大学附属华山医院、上海市皮肤病医院进行合作，形成医研共创模式，为行业首创、独树一帜的研究生产模式。作为长期主义的坚守者与匠心代表，玉泽始终坚持医研共创的差异化定位，作为长期主义的坚守者与匠心代表，玉泽始终坚持医研共创的差异化定位，持续深化品牌专业形象，传递给消费者“屏实力做自己”的价值共鸣。玉泽瞄准油敏肌，于2023年3月推出新品“油敏霜”，新品上市反映玉泽试图摆脱单一敏感肌修复标签形象，寻找未来增长的可能性。

图 18：玉泽皮肤健康研究中心



资料来源：美妆头条，上海证券研究所

图 19：玉泽瞄准油敏肌推出“油敏霜”



资料来源：公司官网，上海证券研究所

产品端：兼具功效性与安全性，凸显科技赋能。玉泽与多家顶尖医院的皮肤科合作，探索“医学护肤”途径，不断提升自身研发实力，为产品赋能。玉泽品牌的“皮肤屏障修复”身体乳与精华乳上市前经过 1386 例临床验证，证明其功效性与安全性兼具，上市后又针对银屑病的辅助治疗与预防复发，对于干燥性皮肤及其诱发的相关疾病等按照“循证医学”的原则进行了单中心与多中心研究，其结果分别在 2015 年、2019 年、2020 年在国际权威期刊《皮肤治疗学 (Dermatologic Therapy)》发表。在此基础上，玉泽持续优化升级 PBS 植物仿生脂质技术，依托皮肤代谢组学、免疫学及表皮微生态等几个屏障领域进一步扩展和提升产品功效。清痘调护系列产品运用独特水杨酸控释技术，祛痘同时保护皮肤屏障。

21 年新品蓝舱精华上市首周 GMV 超 1000 万元，并在天猫国潮日位列国货美妆第一名和美妆类目的第二名。22 年 3 月推出防晒新品“大分子白金盾”清爽倍护防晒乳，在天猫小黑盒上市当日位列防晒品类第一名。23 年 3 月新品“油敏霜”，主打修护+控油，继屏障修护系列、清痘调护系列后，针对油性与敏感肌的一次更细分布局。此外，玉泽多数产品的价位控制在 100-300 元区间，和

同类产品薇诺娜、雅漾、理肤泉相比，价格优势较大。

表 4：玉泽产品价格较低

品牌	水/喷雾	乳/霜	价格	
玉泽	皮肤屏障修护保湿水	0.79 元/ml	皮肤屏障修护保湿霜	3.96 元/g
薇诺娜	舒敏保湿润肤水	1.57 元/ml	舒敏保湿特护霜	5.36 元/g
雅漾	舒润调理柔肤水	0.98 元/ml	修护舒缓保湿霜	6.06 元/ml
理肤泉	特安舒缓柔肤水	0.88 元/ml	新 B5 多效修复乳霜	2.98 元/ml

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，上海证券研究所（注：产品价格仅供参考，价格会随活动变化）

表 5：玉泽主要产品系列

产品系列	图片	具体产品	产品价格	产品规格
皮肤屏障修护系列		皮肤屏障修护调理乳	139	50ml
		皮肤屏障修护保湿水	124	200ml
		皮肤屏障修护保湿面霜	139	50g
		皮肤屏障修护精华乳	188	25ml
		皮肤屏障身体乳	99	50ml
		皮肤屏障修护洁面凝露	79	150ml
清痘调护系列		清痘修护精华液	138	30ml
		净颜调护舒缓喷雾	108	150ml
		清痘修护平衡乳液	128	50ml
		净颜调护洁面泡	78	150ml
		净颜平衡水油爽肤水	88	200ml
		烟酰胺净颜冻干面膜	138	1 盒
舒缓修护系列		舒缓修护喷雾	83	150ml
		舒缓修护调理乳霜	319	50g
		舒缓修护无泡洁面乳	111	150ml
臻安润泽系列		臻安润泽修护晚安面膜	108	75g
		臻安润泽修护保湿面霜	148	50g
		臻安润泽修护保湿喷雾	88	150ml
		臻安润泽修护氨基酸洁面霜	110	100g
		臻安润泽玻尿酸安瓶精华	100	1.5ml*2
		臻安润泽修护精华眼霜	148	15g

资料来源：玉泽官方旗舰店，上海证券研究所（注：产品价格仅供参考，价格会随活动变化）

营销端与渠道端：营销破圈实现品效共振，线下为基，加码线上渠道。营销方面，玉泽通过电商平台上的头部 KOL 扩大品牌声量，实现了更高效的品效共振。2019 年，玉泽通过超头直播间进行高强度宣传，实现较大的销量提升；2021 年，突破性与中国航天十二天宫 IP 跨界合作，推出“看不见的宇航服”整合营销传播，通过精准的传播切入点，结合多元化的传播矩阵，实现营销破圈；2022 年，玉泽打造“皮肤科专家-专业博主-美妆博主-KOC”的跨圈层传播矩阵，增强产品的核心竞争力，在提高科技含量和产品认知度上同时发力。2023 年 3 月，玉泽官宣史上首位品牌明星代言人白宇，开启品牌年轻化和高端化新形象。

渠道方面，通过线上渠道持续布局，21 年玉泽消费者画像中请务必阅读尾页重要声明

Z 时代人群占比提升了 25%，品牌健康度 BHT 呈现全面优化，复购率从 20 年的 36.4% 提升至 22H1 的 43.02%，并跻身 2021 年天猫国货美妆销售额 TOP 5。玉泽将持续拓展线上主流渠道，加码兴趣电商布局。2021 年双十一期间全渠道增长超 70%，跻身 2021 年天猫国货美妆销售额 TOP 5。无超头护航下，2022 年玉泽在 618、双 11 等大促节点所在月份 6 月和 11 月的天猫销额同比分别下降了 50.7%、83.2%；积极布局的抖音渠道成效显著，6 月和 11 月的销额同比分别上升 389.1%、30.1%；京东平台业务经过优化调整后整体保持稳健增长，6 月和 11 月的销额同比分别上升 92.2%、23.7%。22 年，玉泽天猫+京东+抖音三方平台共实现 6.28 亿元，其中天猫平台成交额达 4.24 亿元，同比-52.99%，主要系超头缺失影响；抖音平台成交额达 0.81 亿元，京东平台成交额为 1.22 亿元。

玉泽将持续拓展线上主流渠道，在大数据指导下进行精细化运营，提升运营效果并与线上平台进行深度战略合作，如与天猫平台小黑盒 IP 合作，与快手合作“她力量”短视频。同时，玉泽未来将通过优化直播频次和产品结构强化线上，加速兴趣电商布局，并通过进驻医院药房、OTC 药房、屈臣氏等拓展线下渠道，并举办“治愈系诊所”“亚健康肌肤研究所”等类似活动进行引流，实现线上线下全渠道覆盖，共同发力提高产品知名度。

表 6: 玉泽多方位营销

时间	营销内容	图片
2023年3月	官宣白宇为玉泽史上首位品牌明星代言人，主推玉泽新品“油敏霜”，助力品牌进一步升级。	
2022年6月	上海家化董事长兼 CEO 潘秋生空降玉泽官方直播间，为 618 直播助力。	
2022年5月	与王濛、辣目洋子联动，发起“屏实力 晒出大不同”挑战，邀请网友分享自己独特实力，传达出品牌专注实力的态度。	
2021年9月	携手“中国航天十二天宫”，借助航天热点，推出“看不见的宇航服”整合营销案，以“屏障”为契合点将宇航服的“屏障”功能概念和玉泽产品功效衔接到一起。	
2018年至今	微信公众号开设“48小时皮肤肌察室”问诊平台，集结国内外顶尖皮肤科专家针对皮肤问题提供免费线上咨询，形成差异化宣传。	

资料来源：玉泽官方微博，公司官网，搜狐，上海证券研究所

图 20: 玉泽“十二天宫”联名



资料来源：玉泽官方微博，上海证券研究所

图 21: 玉泽亚健康健康肌肤研究所

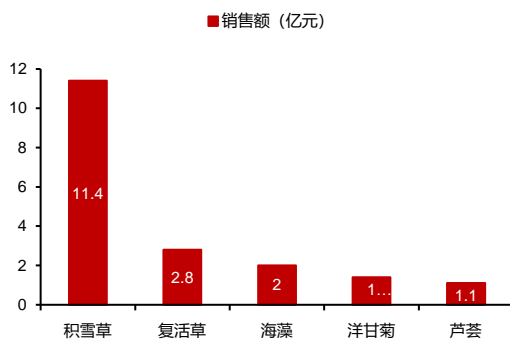


资料来源：艾瑞网，上海证券研究所

2.4 佰草集：聚焦草本护肤，匠心独运

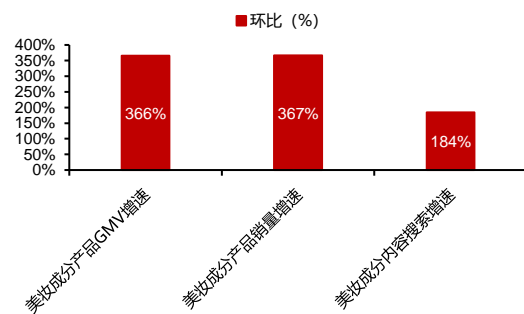
依托植物优势，主打草本护肤卖点。我国素有天然药物王国的盛誉，中草药品种繁多，中医理论博大精深、源远流长，研发以天然植物尤其是含中草药成分的功效性护肤品具备得天独厚的条件。随着科学技术的发展，消费者可以了解到更多关于产品的相关信息，使得当下的消费者被教育为“成分党”、“配方党”，英敏特调研数据显示，91%的消费者认为选购面膜产品时有了解更多成分相关信息的必要，86%的消费者表示愿意为了洗沐浴产品中含有自己喜欢的成分支付额外的溢价。根据巨量算数数据，21年下半年与上半年相比，抖音上有关于成分的搜索和产品销量均有大幅增长。在此背景之下，以中药理论为指导的草本护肤品以天然、健康的特质被消费者所青睐，草本护肤独特卖点吸引更多相关消费人群。据 CC2C 传媒数据显示，2022 年我国草本化妆品行业市场规模为 784 亿元，年均增长率达 11.6%。佰草集受益草本护肤兴起，25 年来传承并革新中草药护肤理念。在公司提出品牌全面复兴后的第 3 年，佰草集线上天猫旗舰店及百货的复购率也由 20 年的 33.7% 提升到 22H1 的 41.8%。

图 22：2020 年修护功效护肤品 TOP5 热门宣称成分



资料来源：美业颜究院，上海证券研究所

图 23：2021H2 vs 2021H1 抖音美妆产品 GMV、销量及美妆行业内容搜索量环比增速



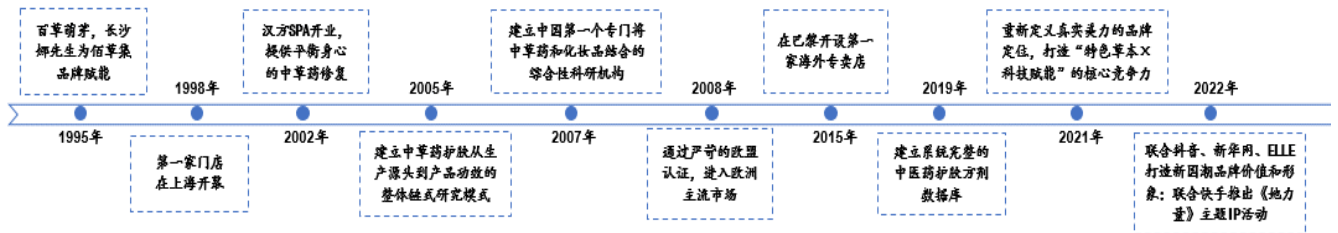
资料来源：巨量算数，36 氪，上海证券研究所

品牌端：根植草本护肤，梳理品牌渠道定位。1995 年，佰草集开始萌芽，相关人员专程赴神农架实地，正式立项研究。1998 年，佰草集正式上市，并在上海成立第一家店铺，此后，佰草集始终致力于将中医思想、智慧与配方融入护肤理念，将中医药方美颜精髓传递给每一位中国女性。2008 年成为中国首个通过欧盟严格认证的化妆品品牌，进入欧盟主要销售渠道，2015 年成为首家在海外设立化妆品专卖店的国货品牌，迅速进军海外。但随着百货市场萎靡，电商崛起，佰草集 2013 年以来上半年净利润出现 4 次亏损，2020 年因疫情影响及经营策略调整收入同比大幅减少。

2021 年，得益于产品结构梳理、长尾门店收缩、主动消化社会库存的策略，重新定义了真实美力的品牌定位，打造“特色草

本×科技赋能”的核心竞争力，形成更现代、更专业的品牌视觉形象。2022年，佰草集与官方平台展开系列破圈合作，联合抖音、新华网、ELLE 打造新国潮品牌价值和形象；与玉泽、美加净三大品牌联合快手推出《她力量》主题 IP 活动，借助女性自信的意识崛起，强化了品牌理念，在春节期间引起话题热议，跻身快手热搜榜前十。2023年，佰草集将携手实力与人气兼具的一线演员，开启年轻化和高端化的品牌新体验。

图 24：佰草集发展历程



资料来源：佰草集官网，上海证券研究所

产品端：中草药叠加科技，产品推新升级。作为专注研究中国女性肤质，22年来传承并革新中草药护肤理念的国货品牌，佰草集一直不断地在通过现代科技之力，探索更安心、更卓效的中草药活性成分，转变为运用现代科技进行更加高浓度的中医药提纯，打造出“特色草本×科技赋能”的科技品牌，产品科技含量大幅度提升。太极肌源系列运用了前沿的“生物钟”校准科技，配合调整肌肤正常的昼夜规律，从而加速护肤；御五行焕肌系列，运用了M3微囊现代科技，深入修护肌底，持久缓慢释放活性物质，焕活肌底新生力，发挥强韧、修护、活力、紧致、抚纹的功效。新七白系列传承中国经典成分，精研7种本草精华成分，辅以现代科技，加乘高活性美白成分，赋予肌肤亮、白、净3维“质感白”。润泽兰系列运用前沿“自生水科技”，全面提升肌肤防御力和自愈力，直击干燥、发红、刺痛、干痒等肌肤问题，赋能肌肤防御力和自愈力。双石斛高保湿系列，用纳米级“R2 KER 核芯双能修护科技”，携载双石斛修护保湿因子直入肌底，高能修护屏障损伤，激发保湿原，持久保湿同时快速舒缓，根源提升干皮抵御力。

图 25: 佰草集四大明星产品系列



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

渠道&营销端: 精简 SKU, 传播方式年轻化。公司新管理层上线, 大力精简产品线, 并关闭运营效率低的店铺, 删减了部分 SKU 产品线, 将更多的资源用于明星单品的打造, 聚焦“保湿、美白、抗初老、抗老”4 大核心美妆功能赛道。以“聚资源、造爆品、重招新、立心智, 品效合一”为整体策略, 快速提升影响力, 强化“功效化、高端化、年轻化”的品牌形象。

佰草集努力尝试拥抱数字化新媒体, 2021 年成立直播团队, 抖音直播间迈出内容驱动营销的第一步。双十一期间, 佰草集直播间自播延禧宫斗剧, 以宫廷形式沉浸式带货, 仅开播十天就达成国产品牌直播间平均在线人数 TOP2。2022 年 4 月 27 日, 佰草集携手微博千万粉丝级别的朱正廷进行了啵啵水的大力宣传。佰草集传播方式的转变取得初步成果, 佰草集 Z 时代人群占比上升了 62%, 品牌健康度 BHT 在“运用现代科技, 不断创新, 适合年轻人”等维度上呈现了久违的改善, 佰草集线上天猫旗舰店及百货的复购率也由 20 年的 33.7%提升到 22H1 的 41.8%。2022 年 618 期间佰草集抖音渠道销额增长亮眼, 同比+3571%, 双 11 期间销额与 2021 年相比基本持平略有下降, 同比-2.7%; 京东渠道保持稳定增长, 618 和双十一大促期间分别同比+164.8%、+20.6%; 天猫渠道销额有所下滑, 618 和双十一大促期间分别同比-46.1%、-58.3%; 天猫、抖音、京东三渠道销额总和在 618 和双十一大促期间分别同比+5.2%、-41.2%。

2022 年 12 月 19 日, 佰草集重回李佳琦直播间, 合作产品为主推单品太极啵啵水, 该合作带动佰草集官旗 12 月 GMV 增幅出现显著改善, 同比-18.1%。22 年, 佰草集天猫+京东+抖音三方平台共实现销额 3.09 亿元, 其中天猫平台成交额达 1.46 亿元, 同比-26.26%; 抖音平台成交额达 0.81 亿元, 京东平台成交额为 1.22 亿元。23 年 1-2 月, 佰草集天猫官旗累计 GMV 同比转正, 增速为

14.9%，消费复苏背景下，佰草集精简 SKU、打造品牌形象显现成效，预计未来加速贡献增量。

图 26：佰草集代言人

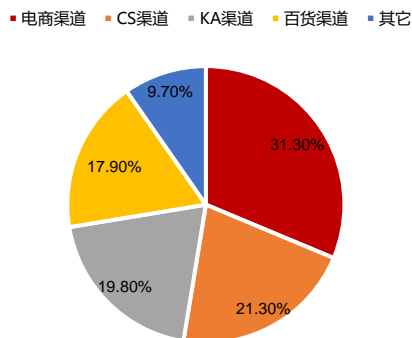


资料来源：公司官网，凤凰网财经，新浪时尚，上海证券研究所

2.5 典萃：扎根 CS 渠道，定位科技护肤

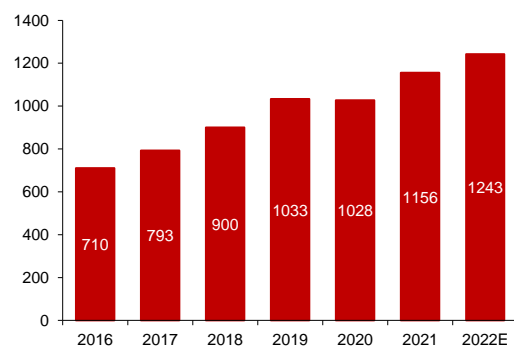
CS 渠道受夹击，亟需既有品牌力，又懂渠道特性的专业性品牌注入力量。化妆品 CS 渠道主要指日化产品在终端销售中的化妆品店、日化店、精品店系统所构成的销售终端网络系统，在中国化妆品发展过程中发展孕育了诸多本土品牌。近年来，年轻消费者和部分品牌转战线上后，CS 渠道热度减退，但 CS 渠道作为线下销售最广泛触点，服务、体验属性不容忽视，仍然在化妆品产业中举足轻重，目前仍是仅次于电商的美妆个护销售渠道，预计 2022 年我国化妆品 CS 渠道占比达 21.3%，市场规模将达 1243 亿元。

图 27：2022 年中国美妆个护销售渠道占比，%



资料来源：欧睿数据，中商产业研究院，上海证券研究所

图 28：16-22 年中国美妆个护 CS 渠道规模，亿元



资料来源：中商情报网，上海证券研究所

品牌端：逐步独立化运作，取得较快增长。典萃于 2013 年首创于上海，凝聚国际前沿科技及 25 年本草研究成果，为中国女性精准配比成分和浓度，致力于打造高科技、高功效、高温和、高价值成分、高信赖的科研级护肤品牌，近年来获得较快增长。2017 年，典萃 CS 渠道门店数量达到 5000 家，“V 脸”精华系列

达到8万销售量。2019年，典萃在屈臣氏的门店数量达到4000家，冻干面膜上市，销量达到200万片。2020年，典萃进行全面升级，完全从佰草集独立出来，拥有典萃官方品牌店，给消费者提供高技能成分与珍贵植萃有效融合的科研级护肤产品。2021年，嘉年华整合营销（CARNIVO）接受典萃委托，成为品牌传播代理商，为典萃提供全域社交平台的规划运营服务，同时负责为品牌提供2021年度品牌定位以及2022年度新品方向上的策略服务。2022年，典萃推出最新产品酵母精华水，打造精华水品类高差异化的头号新款，并以此建立典萃“成分党科技护肤”的品牌心智。

图 29：典萃品牌发展历程



资料来源：人民政协网，今报网，上海证券研究所

产品端：科研驱动，成就东方美肌。典萃拥有国家级科研技术中心和国家级工业设计中心，同时与国际多家科研机构开展多方面合作，致力于将创新型科技技术应用于产品研究，开启实效护肤新模式。旗下拥有7个产品系列，从玻尿酸水润、烟酰胺焕亮、安瓶面膜修护、经典草本精萃保湿、多肽精萃抗皱抗老、维生素B5补水、酵母精粹温和护肤等多维度护肤。典萃始终将产品安全置于首位，从人参、雪莲和铁皮石斛等多种珍稀植萃中汲取天然温和成分，精准配比浓度和成分，专门为中国女性打造护肤产品，致力于成就东方美肌。

图 30：典萃主要产品系列



资料来源：公司官网，上海证券研究所

渠道&营销端：扎根CS渠道，营销凸显年轻化战略。2020年6月份典萃脱离佰草集开始独立销售，线下渠道重点布局屈臣氏，并在屈臣氏快速发展。21Q4开始试点与CS重点连锁合作新的模式，并将于2022年有序铺开。新模式下品牌方各类资源将更加聚焦终端门店，进一步创建并持续完善与CS渠道利益相关方和谐共赢的长期机制。2021年双十一期间典萃天猫旗舰店销售量增长了5倍之多。营销代言方面，典萃选择知名演员袁泉担任形象代言人，彰显“独立、自信、优雅”新调性。同时选择00后歌手段奥娟作为品牌大使，拓展年轻消费者客群，凸显公司的年轻化品牌发展战略。2023年，典萃进一步与实力派年轻演员郭晓婷达成合作。

图 31：典萃线下专柜



资料来源：青眼，上海证券研究所

图 32：典萃品牌代言人



资料来源：典萃官方微博，CBO，上海证券研究所

2.6 双妹：国潮风起，古典与现代科技碰撞

高端定位，“东情西韵”。2018年李宁登上纽约时装周走秀，正式揭开“国潮”序幕。近年来，国货的流行作为一种消费趋势甚至亚文化日趋显著，而在购物狂欢中与一众国际品牌短兵相接并占得上风。一项关于国潮品牌消费洞察的报告显示，从2011至2021年十年间，国潮搜索热度增长超5倍。《新周刊》认为越来越请务必阅读尾页重要声明

多年青人愿意为情怀而消费，“逆代购、老字号网红、新东方美学、AI 新物种、非遗匠心”趋势明显。“国潮”火热，国潮与大单品、年轻化、全渠道一同成为了 2021 年美妆行业营销关键词。

品牌端：融汇东情西韵，传承百年经典。“双妹”（VIVE）诞生于 1898 年，是以东情西韵为特色的中国高端时尚美妆品牌，集经典、奢雅、精致、东西合璧于一身。2010 年双妹携手国际团队，传播海上名媛致美方略，重兴“东情西韵，尽态极妍”的不朽传奇。2018 年 9 月登陆纽约时装周，入驻时尚快闪店，演绎国货新潮流。2020 年，公司重新打造双妹品牌，融合现代国际先进科学技术，通过“活色生香”不同系列，全方位演绎“东情西韵，传世之美”的现代都会女性形象，彰显极具个性、融汇东西的女性风采。23 年 3 月，“双妹”与宋庆龄故居纪念馆跨界合作举办特别纪念活动，共同发布联名礼盒，传递品牌为女性送上节日祝福，传递女性力量。

图 33：双妹获得巴拿马奖



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 34：双妹荣登人民日报消费板块



资料来源：人民日报，上海证券研究所

图 35：双妹商标 logo 发展变化



资料来源：公司官网，上海证券研究所

产品端：融合现代科技，引领中国女性护肤新潮流。双妹专注于香氛护肤、彩妆、香水等，以“东情西韵”为品牌个性，开启“香氛奢宠”之路。双妹产品整体价格带在 200-2000 元，定位高端。2019 年明星“玉容系列”焕新升级，精心组合欧洲皇室和海上名媛的不老法宝，特以珍稀松露与玉兰精华，结合多项先进

护肤科技，研制出玉容系列护肤圣品，通过现代高科技手段萃取的菁华成分，实现年轻玉润美肌。“夜上海凝时奢养系列”于同年重磅登场，萃取珍贵法国松露凝合印度檀香菁华，内涵东西方珍稀精粹的奢宠滋养，倾心复刻 1930 年代东方风华，赋予夜上海香气的优雅馨香，让护肤体验更精致愉悦。2021 年全新生命之花修护系列重磅上市，萃取珍贵阿尔卑斯雪绒花凝合天山雪莲花，蕴含非凡活力，于馥郁花香中温柔呵护肌肤，1 亿+纳米级修护小微囊，层层渗透，直达肌底，赋予肌肤强大修护力。双妹各大系列在融合现代科技基础上，体现中国传统女性护肤品魅力。

图 36：双妹系列产品



资料来源：公司官网，上海证券研究所

渠道&营销端：线上把握国潮流量，线下拓展体验专柜。双妹品牌在 2020 年重新启动，彰显品牌新形象的线下店开始试点，同时大力推动电商，获得了高双位数的增长。双妹前期渠道主要集中在上海田子坊的品牌店以及天猫旗舰店，2019 年实现自然良好增长，2020 年尝试在线下布局百货专柜，主要在合肥银泰设立专柜，并邀请法国设计师呈现“东情西韵”格调，复原上世纪夜上海的老牌氛围，使消费者能够沉浸式购物，获得全新的购物体验。

在国潮兴起的背景下，双妹注重线上的品牌宣传，2018 年双妹加入天猫国潮行动，打出“美自东方新潮派”的口号，与众多国货 IP 一起亮相纽约街头。这是“中国制造”到“中国创造”的一次集体亮相，更是新国货们触摸时尚跨界的重要尝试；2019 年在“天猫国货大赏”中再次发力，联名百年张裕，推出联名款解百纳干红，重焕国货之光，逐浪“醉”新国潮。2023 年，双妹携手上海宋庆龄故居纪念馆实现跨界联名合作，全面打开跨界 IP 营销新思路。

图 37：双妹创新营销



资料来源：公司官网，上海证券研究所

2.7 其他品牌：聚焦消费需求，持续迭代创新

2.7.1 细分冠军品类：定位明确，赛道占优

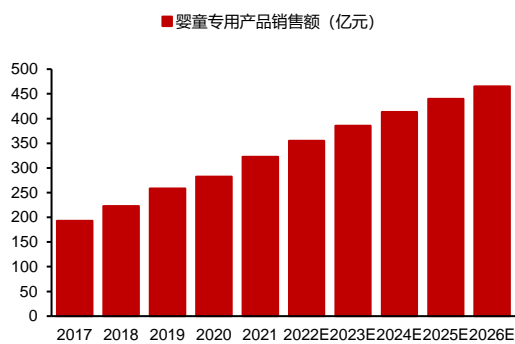
六神：植根传统中医，历久弥新引领潮流。六神坚持立足于中医中草药文化，创新性地将传统的中医药文化和现代科技相结合，并进行品类延伸。1990 年第一瓶六神花露水诞生以来，历经三十多年的发展，六神旗下已囊括花露水、沐浴露、香皂、洗手液、粉系列、宝宝系列、随身系列、洗发露系列在内的各类个人护理产品。

为吸引年轻消费者，六神大力推行年轻化战略，产品端上市了更年轻的菁萃沐浴露系列，营销端不仅官宣肖战成为品牌全新代言人，面向年轻人群输出六神花露水的多种用法，取得了显著成效：21 年线上市场份额比 20 年上升了 3%，菁萃沐浴露系列更在 11 月上市当月，斩获天猫 V 榜沐浴露品类第一。22 年 618 期间六神克服货品供应不足等困难，电商 GMV 依然同比增长 23%，其中天猫官旗同比增长 56%，除在花露水产品市场占有率保持绝对优势外，还在沐浴露品类成功跻身天猫沐浴露品类 TOP5 品牌，带动个护家清品类在上半年保持了正增长；7 月初六神品牌联合线上主力平台、线下重点商超连锁卖场及新零售平台，和消费者共创“六神清凉节”，在天猫大牌日中 GMV 同比+ 154%，列身体护理类目第一名。23 年将继续打造自创 IP “六神清凉节”。

启初：专研自然之初，打造高端母婴品牌。2013 年诞生以来，启初秉承“取自然之初，育生命之初”的品牌理念，针对中国婴

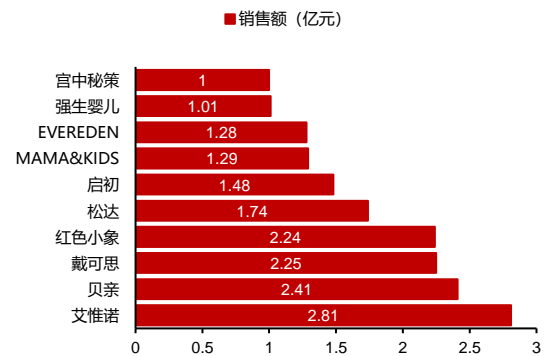
儿身体发肤特性进行临床研究，全面布局为 0-3 岁孕婴童赛道，先后推出了“植物之初”“新生特安”“牛奶谷胚”“生命之初舒缓”“初芽清萃”“感官启蒙”“水活育润”“萌趣乐护”八大系列护理产品。在空间广阔的婴童护理市场，随着传统母婴品牌逐渐式微，国货新品牌开始主宰市场，在分龄护肤、纯净护肤等新概念之风加持下，启初 21 年营收增长超 20%，根据解数咨询数据，启初在 2021 年全年天猫婴童护理品牌 TOP20 的名单中排名第六，同年公司双十一战报显示，启初全渠道增长约 25%，其中京东增长 60%，拼多多+370%。后续将与世界级大满贯冠军妈妈牵手，开启品牌“夺冠”之路。

图 38：2017-2026 年婴童专用产品销售额



资料来源：欧睿数据，聚美丽，上海证券研究所

图 39：2021 年天猫婴童护理品牌 TOP10



资料来源：解数咨询，上海证券研究所

高夫：深耕男性护肤，不断推陈出新。高夫诞生于 1992 年，是中国化妆品市场上第一个男士护肤品牌。31 年以来，高夫不忘初心，不断为中国男性护肤市场推陈出新，针对不同年龄段、不同肤质、不同需求建立了全面的产品线，推出了“恒润保湿”“锐智多效”“净源控油”“经典保湿”“恒时水润”“水感酷白”六大系列，满足不同消费者的护肤需求。为引领男士护肤新潮流，高夫进行创新性精准营销，21 年 10 月，高夫携手哆啦 A 梦破圈出道，双十一期间，高夫恒润保湿礼盒和锐智多效礼盒登上天猫 V 榜。随着男性护肤意识的逐渐提升，男性护肤品市场发展潜力巨大，高夫将作为中国男士科技护肤专家，不断发力占领市场高地。后续将与头部电竞手游 IP 以及 KPL 的 TOP 战队 eStarPro 三方强强联合。

图 40：2022 中国男士护肤品牌 TOP5

排名	品牌
①	欧莱雅
②	妮维雅
③	曼秀雷敦
④	碧欧泉
⑤	高夫

资料来源：前瞻产业研究院，品牌网，上海证券研究所

图 41：郭麒麟、张云龙先后代言高夫



资料来源：高夫官方微博，上海证券研究所

2.7.2 细分领先品类：产品全面，稳步前进

家安：专注家居清洁护理，追求极致。2006 年家安诞生，创新开发了冰箱除味剂等家电除菌产品，至 2013 年已经成为了中国家电除菌市场的领导品牌。后续家安不断拓展产品品类，相继进入了卫浴清洁、厨房清洁、织物清洁领域，建立了完善的清洁产品矩阵。在科学严谨、求真务实的专业理念指导下，家安不断探索、勇于创新，家安米精华餐具净荣获 2021 年快消品 TOP 金榜年度餐具洗涤类消费金品。

图 42：家安推出创新型产品“米精华”



资料来源：家安官方旗舰店，上海证券研究所

图 43：家安米精华餐具净获 2021 消费金品



资料来源：公司官网，上海证券研究所

美加净：日化先驱，聚焦天然。诞生于 1962 年的美加净是上海家化历史悠久的大众化品牌之一，甄选天然植物和美养食材，辅以现代原液蒸馏工艺，推出了洁面乳、润体乳、爽肤水、护肤霜、护手霜等细化产品，满足了消费者日常护理和护肤需要。

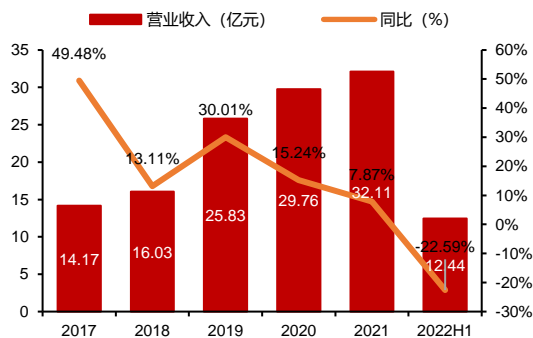
3 渠道：优化进阶提质增效，智慧零售持续转型

3.1 线下渠道覆盖面广，重心转移发力线上

线上渠道进阶，线下智慧零售持续转型。在长期发展历程中，公司不断横向延伸销售触点，从线上到线下构建了多元销售渠道。线上包括电商和特渠，线下包括商超、百货和化妆品专营店。2016年以来，公司渠道重心渐渐转移，线上渠道占比显著提升。2022H1线上渠道营收12.44亿元，占比由16年的15.97%上升到33.52%。22年3月上海疫情持续，公司在生产、物流、渠道等方面分别遭遇工厂停工、仓库封闭物流受限、线下零售终端闭店等多重不利情况，线下、线上业务受到不同程度冲击。

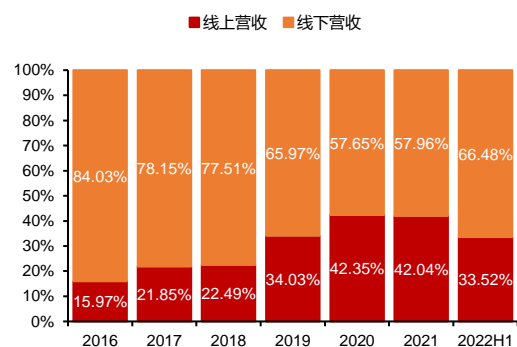
线上渠道方面，零售终端闭店影响终端动销，公司持续以精细化运营推动多平台布局并深化与各平台的全方位合作，在多平台的达播拓展自22Q4获得突破，多品牌与头部主播建立了稳定的长期合作，逐步消化过去对单一平台、单一打法的依赖。通过流程化、简单化、自动化来提升效率，减少对超头主播的依赖，通过营销创新、精细运营、私域打通来提升效能。**线下渠道方面**，物流停滞及后期运力不足影响品牌招新蓄水举措的实施，未来计划加大新零售推动力度，加强社区团购头部平台合作力度，加大下沉市场开架零售终端的拓品拓店力度，从而实现线上线下协同发展。

图 44：2017-2022H1 年线上渠道营收及增速



资料来源：公司年报，半年报，上海证券研究所

图 45：2016-2022H1 年公司线上营收占比，%



资料来源：公司年报，半年报，上海证券研究所

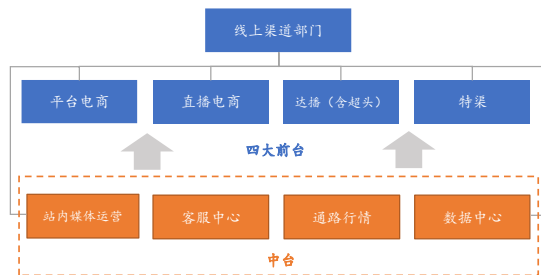
3.2 电商：精细化运营，结构调整下渠道进阶

推动全方位多平台布局，精细化电商运营引领增量。在电商渠道方面，公司持续以精细化运营推动多平台布局并深化与各平台的全方位合作，实现渠道进阶。同时，将人力部署重心转移到数字化运营和电商团队，以此抢抓快速发展的线上渠道，为高质量发展提供“硬支撑”。多平台的达播拓展自22Q4获得突破，多品牌与头部主播建立稳定的长期合作，逐步消化过去对单一平台、单一打法的依赖。**1) 天猫**：公司通过加强布局店铺自播，丰富直播矩阵，稳健增长下提升运营能力；**2) 京东**：业务优化实现扭亏为盈，快速增长；**3) 拼多多**：首批入围“超新星”计划。

2017-2021年，公司线上渠道营收从14.2亿元增至32.1亿元（CAGR 22.7%），占比从21.8%增至42.0%。2022H1年公司电商渠道收入为7.21亿元，占比营收19.42%。由于公司发力线上业务较晚，电商渗透率相较于同业其他公司仍有较大提升空间。22年618活动中，在超头缺失和疫情导致物流受限的双重不利因素下，公司线上平台剔除超头因素实现同比两位数增长，在以拼多多为代表的电商平台和抖音及快手为代表的兴趣电商平台实现三位数增长。22年双11大促中，考虑到超头缺失，公司调整线上打法，时间上提前在国庆之后就启动了双十一活动，积极寻求和各类头部主播进行合作，搭建达人矩阵，大促期间业绩基本符合预期。

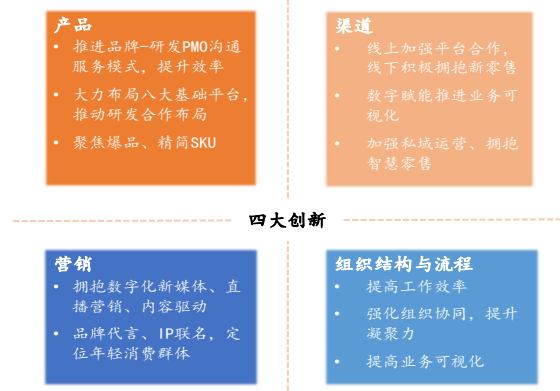
加强自播建设，发力兴趣电商。公司的直播中心于2019年成立，上海与成都两地都有直播基地，其中签约主播达50人，未来还在不断加强自播团队的内部建设。将资源落实到创新营销新体验和线上兴趣电商破局，聚焦打造重点爆品、引领创新营销潮流，高效触达消费群体，树立更权威的专业形象，提升用户口碑，通过短视频、自播团队及达播矩阵共同推进兴趣电商的突破。

图 46：线上前台中台协同



资料来源：公司年报，新京报，电商报，上海证券研究所

图 47：公司四大变革



资料来源：公司年报，上海证券研究所

3.3 特渠：加快转型，拥抱零售

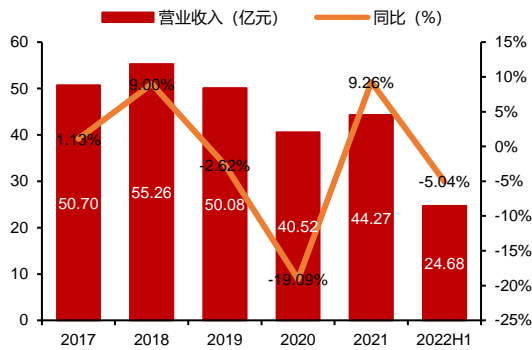
平安集团寿险改革，特渠加快零售转型。公司在特渠方面与平安集团深度合作，但在2021年，平安集团进行了寿险改革，对公司的特渠产生了负面影响。21Q3季度特渠业务同比呈现-43%的负增长，21年全年特渠业务占比为7.4%。公司不断推进特渠零售化转型，22年末已开始实现月销售额同比正增长。

3.4 线下：提质增效，智慧零售持续转型

门店大幅度精简优化，新零售占比不断提升。在线下门店方面：公司2021年关闭了111家低单产专柜及门店，并将四季SPA业务线上化。在CS渠道方面：公司通过重建传统CS和对屈臣氏

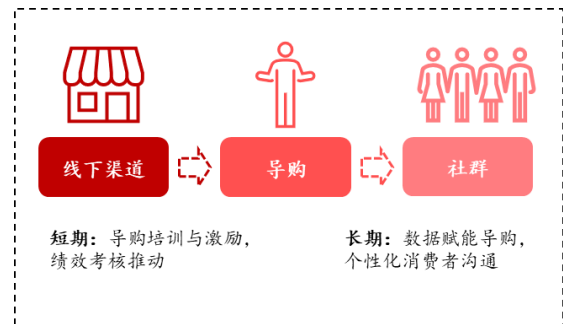
的增利，有效加强了 CS 渠道的盈利能力。同时，为消化 2021 年 2 月份以来疫情带来的线下销售障碍，加强商用渠道、社区团购和跨境渠道建设。22H1 线下渠道中商超、百货及化妆品专营店占比主营业务收入分别为 43.91%/4.42%/3.72%，商超占比提升。同时通过持续优化线下渠道的员工数量，提升生产力和效率，我们预计未来随着消费回暖及其他不利因素消退，公司线下渠道业务将稳健增长。

图 48：2017-2022H1 年线下渠道营收及增速



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 50：线下渠道布局情况



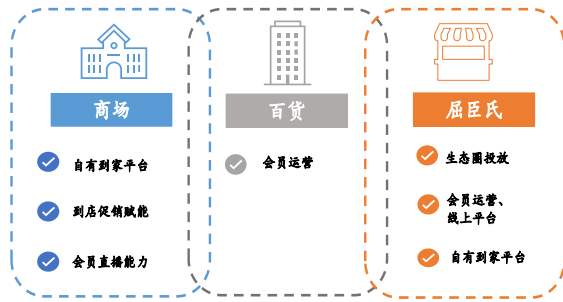
资料来源：公司官方公众号，财报网，上海证券研究所

3.5 打造新零售体系，数字赋能未来可期

深化头部零售商合作，大力开发新零售。近几年，公司线下流量压力较大，为了提高线下渠道的运营效率，公司大力开发并推行了新零售。除了建造自己的云端店铺以外，公司还大力开展了外部渠道与合作：**1) 百货渠道**：与大型商业集团合作进行会员运营；**2) 商超渠道**：与阿里和京东合作 B2B 业务，同时也会利用其成熟的互联网技术和运营平台的能力进行加强铺货和发展；**3) CS 渠道**：与屈臣氏展开合作，以其领先的零售业务和数字化运营体系助力公司数字化的发展。

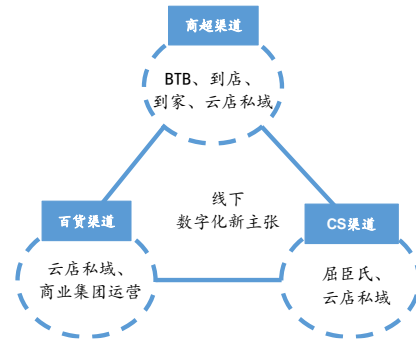
持续推动智慧零售转型，新零售业务占比不断提升。通过持续推进多元化合作，加强与产险、银行等的双向引流并向零售业务转型，21 年新零售业务同比增速超 100%，占国内线下业务占比超 10%，减缓流量下降对主营业务的影响。2020-2022 年，新零售业务 CAGR 为 57%，其中商超 O2O 到家业务、社区团购、屈臣氏 O2OCAGR 为分别 76%、137%、147%。随着持续转型新零售，公司线下渠道业务有望稳健增长。

图 49: 3+3 智慧运营体系



资料来源: 22 年公司战略发布会, 上海证券研究所

图 50: 公司新零售体系



资料来源: 公司官方公众号, 上海证券研究所

数字赋能提升效率, 私域运营提高客户粘性。公司上线家华直播中心, 助力自播业务, 推出更加高效的全渠道合同返利系统。通过管理驾驶舱, 用多维度数据展示提升了业务可视度。同时, 公司以消费者需求为主, 引入 DBPI 来检测品牌的流量情况, 同时也运用了 OCPM 传播解释方案探索最优的投放策略, 充分发挥数据优势, 为营销赋能。2021 年公司开始尝试私域运营, 私域用户数量持续增长, 短时间内全渠道私域已沉淀超百万消费者资产。截至 2022 年 6 月末, 公司私域运营已经积累超 130 万的用户, 近 2 万个私域沟通群, 9 月初上线全域 CRM 系统, 反哺各大渠道的招新, 赋能高效运营并加速数据化转型。

图 51: 公司数字化转型战略



资料来源: 公司年报, 上海证券研究所

图 52: 公司私域运营“养鱼、捞鱼”策略



资料来源: 化妆品财经在线, 人人都是产品经理, 上海证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

从品类角度拆分, 公司主营业务可划分为四大类: 美容护肤、个护家清、母婴产品和合作品牌。

1) 美容护肤：通过“123”方针的逐步推进以及大数据平台赋能产品研发和定位。佰草集精简长尾SKU，22年12月恢复超头合作，基本完成产品线厘清及品牌升级重塑，后续发力可期。玉泽卡位功效性护肤品优质赛道，开创“医研共创”研发模式，差异化定位紧抓功效护肤风口，经历渠道调整后，23M1-2 抖音增长亮眼，23年3月上新油敏肌新品，精准定位油敏肌细分人群，预计23年全渠道有望恢复增长。佰草集与玉泽将作为公司两大核心化妆品品牌，贡献该板块主要收入。作为高毛利板块，公司美容护肤业务未来三年有望维持较快增速，产品结构调整，品牌力持续提升，盈利能力优化。预计2022-2024年该业务营业收入分别为23.15、31.57、39.54亿元，同比分别-14.16%、+36.34%、+22.09%；

2) 个护家清：六神品牌作为国货细分赛道龙头，历史悠久渗透率高，龙头地位稳固，为公司个护家清业务核心，伴随品牌年轻化升级以及使用场景的不断拓展，预计未来三年将保持个位数稳健增长；家安定位家居清洁护理，受特渠影响短期出现小幅下降，预计未来拥抱零售有望恢复增长。预计2022-2024年该业务营业收入分别为23.04、26.54、28.00亿元，同比分别-4.38%、+15.21%、+5.47%；

3) 母婴产品：启初定位高端专业婴幼儿护理市场，为细分冠军品类；汤美星发展历史悠久创立于英国，在国际婴幼儿哺育市场拥有较高知名度，公司通过积极拓展亚马逊、海外DTC网站等渠道，以及国家鼓励生育的利好政策，预计未来三年内该业务保持稳定增长。预计2022-2024年该业务营业收入分别为21.25、24.01、25.39亿元，同比分别-1.50%、+12.95%、+5.76%；

4) 毛利率与费用率：佰草集品牌定位升级、产品提价,精简SKU；玉泽卡位功效护肤市场优质赛道，渠道优化调整，其他护肤品品牌迭代更新，公司美容护肤业务多元品牌矩阵形成，该板块业务毛利率加高，收入占比有望持续提高。随着消费回暖、线下复苏等利好因素影响，22年低基数基础上，整体毛利率预计稳定回升。费用率方面，公司通过优化组织架构、策略性关闭低效门店、加强数字化运营举措等，近年来公司销售和管理费用率均有不同程度下降，未来管理费率有望收窄，盈利质量预计回升。

表 7：公司营业收入拆分预测（单位：百万元，%）

	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	7,646.12	7,106.31	8,600.26	9,600.14
营收 YOY	8.73%	-7.06%	21.02%	11.63%
归母净利润	649.25	472.02	775.87	921.50
归母 YOY	50.92%	-27.30%	64.37%	18.77%
毛利率	58.73%	58.01%	59.00%	59.69%
主营业务收入	7,637.88	7,106.31	8,600.26	9,600.14
YOY	8.67%	-7.06%	21.02%	11.63%
1. 美容护肤				
营收	2,697.12	2,315.21	3,156.56	3,853.84
YOY	22.22%	-14.16%	36.34%	22.09%
毛利率	71.23%	71.03%	71.15%	71.28%
占比营业收入	35.27%	32.58%	36.70%	40.14%
2. 个护家清				
营收	2,409.53	2,304.02	2,654.46	2,799.66
YOY	-54.96%	-4.38%	15.21%	5.47%
毛利率	55.14%	54.74%	54.86%	54.73%
占比营业收入	31.51%	32.42%	30.86%	29.16%
3. 母婴产品				
营收	2,157.85	2,125.48	2,400.73	2,539.01
YOY	4.18%	-1.50%	12.95%	5.76%
毛利率	51.09%	50.89%	51.01%	50.86%
占比营业收入	28.22%	29.91%	27.91%	26.45%
4. 合作品牌				
营收	373.37	354.14	380.88	400.31
YOY	6.48%	-5.15%	7.55%	5.10%
毛利率	36.55%	37.65%	38.19%	39.54%
占比营业收入	4.88%	4.98%	4.43%	4.17%
其他业务				
营收	8.25	7.46	7.63	7.32
YOY	99.06%	-9.54%	2.23%	-4.03%
毛利率	23.93%	24.16%	25.64%	25.97%
占比营业收入	0.11%	0.10%	0.09%	0.08%

资料来源：Wind，上海证券研究所

4.2 投资建议

公司拥有百年历史，是国货美妆集团中稀有的在护肤、个护家清、母婴等多维赛道均有品牌声量的老字号企业。坚持“123”方针，推进品牌高端化、年轻化、专业化，驱动品牌价值提升，

精简产品 SKU、顺应“产品为王”消费趋势、清晰化品牌定位，持续优化运营模式、推动渠道变革，在多重不利影响因素退却后，经营有望迎来边际改善。预计 2022-2024 年营业收入分别为 71.06、86.00、96.00 亿元，对应增速分别-7.06%、+21.02%、+11.63%；归母净利润分别为 4.72、7.76、9.22 亿元，同比分别-27.30%、+64.37%、+18.77%；预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.70、1.14、1.36 元/股，对应 PE 为 43、26、22 倍。首次覆盖，“买入”评级。

表 8：可比公司估值表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 EPS (摊薄)				市盈率 PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
贝泰妮	543.18	128.23	2.04	2.48	3.26	4.18	94.39	60.14	39.30	30.64
华熙生物	545.55	113.40	1.63	2.02	2.74	3.51	95.28	67.03	41.39	32.33
珀莱雅	515.58	181.85	2.87	2.67	3.38	4.23	72.68	68.21	53.86	43.03
丸美股份	153.15	38.15	0.62	0.61	0.78	0.92	51.65	62.53	49.08	41.43
平均	439.37	115.41	1.79	1.95	2.54	3.21	78.50	64.48	45.91	36.86
上海家化	203.66	30.00	0.97	0.70	1.14	1.36	41.66	43.15	26.25	22.10

资料来源：Wind，上海证券研究所（收盘时间：2023 年 3 月 31 日，除上海家化为估值模型，其余数据均来自 Wind 一致预测）

5 风险提示：

1) 行业竞争风险：化妆品品牌众多，行业内各品牌竞争激烈，若公司未能准确把握市场动向推出符合市场需求的产品或策略，公司经营情况会受到一定影响。

2) 疫情反复风险：由于疫情反复发展，封控导致物流受阻、工厂无法正常开工，影响公司线下生产以及线上销售。

3) 新品推出不及预期风险：公司产品 SKU 精简，若新推出产品市场反馈不佳或未收到市场认可，将会对公司业绩产生不利影响。

4) 战略调整不及预期风险：公司“123”战略方针如果不能准确落实到位，实际推进情况不及预期会影响公司长远可持续发展。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1597	2043	2332	4086
应收票据及应收账款	1109	1046	1555	1327
存货	872	833	1161	1026
其他流动资产	3202	2970	3262	3027
流动资产合计	6780	6893	8310	9466
长期股权投资	434	460	474	482
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	939	859	779	702
在建工程	25	25	25	26
无形资产	761	741	719	700
其他非流动资产	3206	3255	3304	3361
非流动资产合计	5365	5340	5301	5271
资产总计	12146	12233	13611	14737
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	718	739	949	900
合同负债	104	84	109	117
其他流动负债	2388	2227	2594	2839
流动负债合计	3210	3050	3653	3857
长期借款	925	925	925	925
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1047	1047	1047	1047
非流动负债合计	1972	1972	1972	1972
负债合计	5182	5022	5625	5830
股本	680	678	678	678
资本公积	1082	1055	1055	1055
留存收益	5485	5760	6536	7457
归属母公司股东权益	6963	7210	7986	8907
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6963	7210	7986	8907
负债和股东权益合计	12146	12233	13611	14737

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	993	560	136	1577
净利润	649	472	776	922
折旧摊销	265	121	114	111
营运资金变动	214	174	-526	803
其他	-136	-207	-228	-259
投资活动现金流量	-384	111	153	177
资本支出	-139	-41	-55	-62
投资变动	-368	-26	-13	-9
其他	123	179	221	248
筹资活动现金流量	-228	-225	0	0
债权融资	-4	0	0	0
股权融资	47	-28	0	0
其他	-271	-197	0	0
现金净流量	311	446	289	1754

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7646	7106	8600	9600
营业成本	3156	2984	3526	3870
营业税金及附加	59	55	67	75
销售费用	2947	2843	3327	3699
管理费用	791	809	907	1036
研发费用	163	155	184	207
财务费用	13	0	0	0
资产减值损失	-40	-5	-5	-4
投资收益	209	179	221	248
公允价值变动损益	-42	0	0	0
营业利润	752	543	922	1090
营业外收支净额	12	13	0	0
利润总额	764	556	922	1090
所得税	115	84	146	168
净利润	649	472	776	922
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	649	472	776	922

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	58.7%	58.0%	59.0%	59.7%
净利率	8.5%	6.6%	9.0%	9.6%
净资产收益率	9.3%	6.5%	9.7%	10.3%
资产回报率	5.3%	3.9%	5.7%	6.3%
投资回报率	6.3%	3.5%	6.3%	6.9%
成长能力指标				
营业收入增长率	8.7%	-7.1%	21.0%	11.6%
EBIT 增长率	54.2%	-42.0%	98.7%	19.8%
归母净利润增长率	50.9%	-27.3%	64.4%	18.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.96	0.70	1.14	1.36
每股净资产	10.26	10.62	11.76	13.12
每股经营现金流	1.46	0.83	0.20	2.32
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.63	0.58	0.63	0.65
应收账款周转率	6.89	6.79	5.53	7.23
存货周转率	3.62	3.58	3.04	3.77
偿债能力指标				
资产负债率	42.7%	41.1%	41.3%	39.6%
流动比率	2.11	2.26	2.28	2.45
速动比率	1.75	1.89	1.88	2.11
估值指标				
P/E	31.37	43.15	26.25	22.10
P/B	2.92	2.82	2.55	2.29
EV/EBITDA	31.23	41.55	23.82	18.56

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。