



Research and
Development Center

迎接新机遇，百年国货日化龙头再起航

——上海家化（600315）深度报告

2020年07月20日

程远 分析师
李媛媛 研究助理

证券研究报告

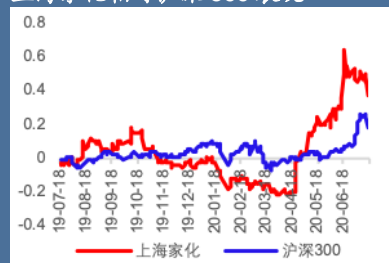
公司研究——深度研究

上海家化（600615.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

上海家化相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.7.20）

收盘价（元）	43.67
52 周内股价波动区间(元)	22.44-52.20
最近一月涨跌幅(%)	-15.20
总股本(亿股)	6.71
流通 A 股比例(%)	100%
总市值(亿元)	293.13

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

程远 分析师

执业编号：S1500519100002

邮箱：chengyuan1@cindasc.com

李媛媛 研究助理

联系电话：18516582264

邮箱：liyanyuan1@cindasc.com

相关研究

《高景气度带动全产业链繁荣，电商新阶段助力国货品牌追赶》

2020.6

《6 月美妆线上维持高景气度，国货品牌追击》2020.7

迎接新机遇，百年国货日化龙头再起航

2020 年 07 月 20 日

本期内容提要：

- ◆ **百年国货日化龙头，拥有最全品牌矩阵、最深渠道布局、最强研发体系。**上海家化是国产日化品中历史悠久的老牌国货企业，拥有 120 年发展历史。公司旗下拥有十大品牌，覆盖个人护理类目、美容护肤类目以及家居护理类目，其中六神销售额超过 20 亿，佰草集与汤美星销售额大十几亿；同时，公司拥有深而全的渠道布局，覆盖商超、百货、电商、分销网点、CS 网点、母婴店、海外等渠道；此外公司重视研发投入，拥有先进生产技术，具备自研创新型产品能力。2019 年上海家化实现收入 76 亿元，近七年复合增速为 9.6%；实现扣非归母净利润为 3.8 亿元，近几年业绩波动较大。
- ◆ **12 年以后经营有所动荡，抛开股权变化及高管更换，品牌打法多元化与相互制约的架构设计或是重要因素。**从近 20 年发展历程看，公司在 05-11 年聚焦六神、佰草集两大品牌，单品牌走稳健扩张路线，实现了收入盈利水平双重提升。12 年之后公司经营动荡，抛开股权变更及管理层频繁变化的因素外，从经营内因分析在于：1) 品牌矩阵布局及单品牌打法更偏多元化，阶段性聚焦点分散化；以佰草集为例，尽管获得丰富资源，但承担了各大渠道发展重任，品牌建设、新品推进等方面未必可满足多方需求。2) 尽管给予品牌更灵活资源分配权，但看似扁平实则相互制约的组织构架未必可实现资源投放效率最优化：以佰草集为例，渠道费用、市场费用、新品研发费用归属于不同部门，单一费用同样面临不同部门合理分配问题，或影响整体投放效率。
- ◆ **新任高管上任后组织架构优化及品牌调整有望改善盈利水平，带来业绩弹性。**一方面，新任高管上任后提出以消费者为中心，进行品牌创新及渠道进阶，以数据为底层基础，提出简化公司复杂组织架构，打破部门墙，未来有望带来期间费用率改善。另一方面，品牌打法有望聚焦化，例如佰草集与典萃重心突出，改变过去单品牌兼顾不同用户打法，助力费用投放效率提升，稳定市场份额；同时丰富的品牌矩阵中阶段性重心突出，例如阶段性选择复购粘性更强的品牌或细分赛道景气度更高品牌重点投入。我们认为，未来公司组织架构简化及品牌更聚焦将改善公司盈利水平，释放业绩弹性。
- ◆ **卡位细分优质赛道，玉泽等品牌提升收入规模天花板。**公司拥有多个卡位细分高景气度赛道品牌，且具备较强市场竞争力，有望抬升收入规模天花板。其一，玉泽专攻敏感肌与痘肌等修复，甩脱线下包袱主攻线上，行业本身需求景气度叠加线上资源投放优势，有望成为下一个佰草集。其二，高夫成为 top5 专业男士护理品牌，男士护肤高成长性与男性用户较高忠诚度，优化打法后有望获得平稳增长；其三，典萃品牌形象有所调整，更偏高科技感功能性护肤品，主攻 CS 渠道，与竞争对手差异化标签显著，叠加功能性护肤品高景气度，有望在 CS 渠道中脱颖而出。

◆**盈利预测与投资评级：**公司是国产日化龙头企业，拥有最全品牌矩阵、最深渠道布局、最强研发能力，过去 7 年经营动荡。新任高层上任后，将逐步改善历史遗留问题，调整品牌打法，叠加细分赛道高景气度可持续性，未来有望实现收入规模及盈利水平双重突破。今年疫情叠加高层换届处于调整期，我们看好公司长期前景，预计公司 2020-2022 年摊薄 EPS 为 0.73 元、0.96 元、1.19 元，对应增速分别为-12%、31%、24%，对应 PE 分别为 60 倍、45 倍、37 倍。鉴于公司调整后良好的成长性及龙头地位，与同赛道化妆品企业相比仍具备估值优势，给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**品牌增长超预期；费用率下降幅度超预期；海外疫情好转带来海外业务恢复

◆**风险因素：**1) 组织架构及品牌调整不达预期：我们对新任高管上任后简化公司组织架构以及品牌打法更聚焦从而带来公司费用率降低给予较高预期；但是未来仍存在架构调整过程中进度或效果不达预期风险，同时，头部品牌需要权衡的利益点复杂，存在调整不达预期风险。2) 玉泽等品牌收入及盈利不达预期：我们给予了玉泽等品牌较高成长预期，但是从中长期视角看，玉泽仍面临产品系列延展过程中再造爆款产品不达预期风险，从而影响品牌成长天花板；玉泽过去一年中头部主播带货贡献比重较高，进而影响品牌盈利性，存在利润率不达预期风险。

表：公司盈利预测情况

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
营业总收入	7,137.95	7,596.95	7,550.14	8,344.83	9,185.29
同比(%)	10.01%	6.43%	-0.62%	10.53%	10.07%
归属母公司净利润	540.38	557.09	491.46	644.64	796.54
同比(%)	38.63%	3.09%	-11.78%	31.17%	23.56%
毛利率(%)	62.79%	61.88%	62.78%	63.12%	63.53%
ROE(%)	9.66%	9.21%	7.52%	9.08%	10.19%
EPS（摊薄）（元）	0.81	0.83	0.73	0.96	1.19
P/E	55	53	60	45	37
P/B	5.13	4.74	4.33	3.95	3.57

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 07 月 20 日收盘价

目 录

核心逻辑	1
有别于市场的认识	2
公司概况	3
管理层变动，迎来新机遇	3
最强品牌矩阵，最深渠道布局，研发走在市场前列	5
知往鉴今	6
2001-2011 年：黄金十一年，聚焦“六神”、“佰草集”两大王牌，实现规模盈利水平双提升	6
2012-2019 年：七年动荡，品牌打法更偏多元化，规模有所突破盈利能力下降	10
未来看点	18
组织架构优化与品牌打法调整有望降本增效带来业绩弹性	18
卡位细分高成长赛道，玉泽成长正当时，重视高夫、典萃未来潜力	22
盈利预测、估值、投资评级	31
风险因素	33

表 目 录

表 1：上海家化旗下部分品牌情况	5
表 2：2001-2011 年期间公司品牌产品动作情况	8
表 3：佰草集品牌主要产品系列定位及推出时间	13
表 4：公司近几年线下渠道布局变化情况	15
表 5：玉泽品牌旗下产品系列情况	23
表 6：头部美妆品牌主打“修复舒敏”和“清痘”产品系列价格对比	24
表 7：高夫品牌产品系列及定位	27
表 8：典萃品牌 2020 年新产品系列及定位	30
表 9：收入成本预测拆分（单位：百万）	31
表 10：上海家化可比公司估值情况	32

图 目 录

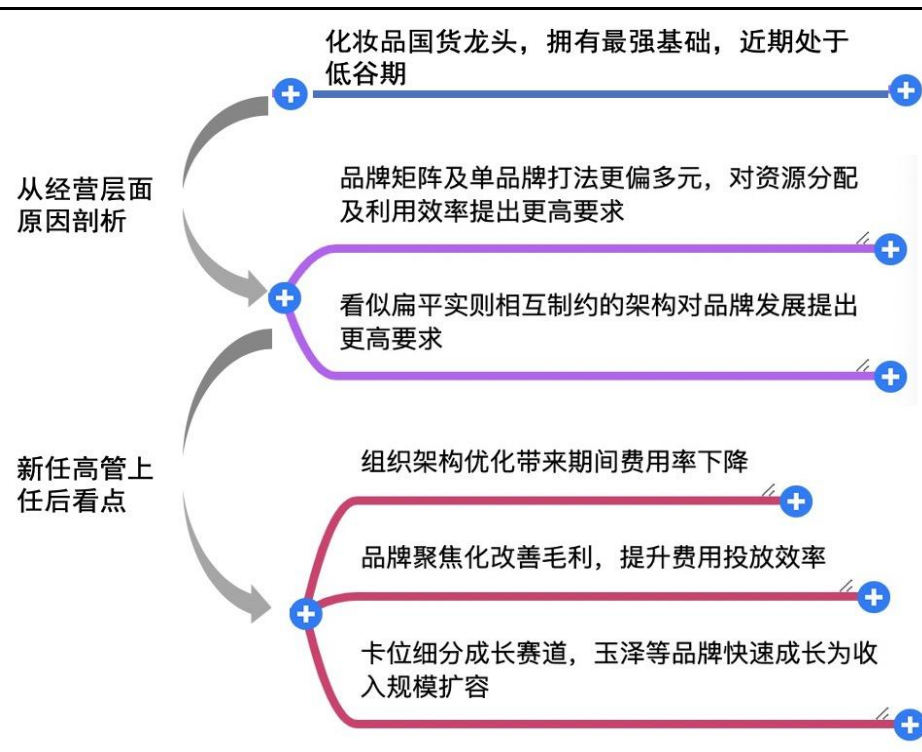
图 1：本文核心逻辑与框架	1
图 2：公司股权结构情况（截止 20q1）	3
图 3：公司历任 CEO 任职期间及从业背景	4
图 4：欧莱雅集团亚太地区占比情况	4
图 5：欧莱雅集团电商渠道占比及增速情况	4
图 6：公司 2001-2011 年主要品牌增长情况（单位：百万）	6
图 7：公司 2011 年主要品牌结构情况	6
图 8：六神品牌毛利率变化对公司毛利率的影响	7
图 9：2009 年以来六神品牌实现品类多元化	7
图 10：公司 2001-2011 年收入及增长情况（百万）	9
图 11：公司 2001-2011 年归母净利润及增长情况（百万）	9
图 12：公司 2001-2011 年毛利率与净利率情况	9
图 13：公司 2001-2011 年期间费用率情况	9
图 14：公司 2001-2011 年 ROE 变化情况（单位：%）	10
图 15：2012-2019 年公司品牌结构变化	11
图 16：2011-2016 年花王收入情况（单位：亿元）	11
图 17：2017-2019 年汤美星收入情况（单位：百万）	11
图 18：佰草集 2014-2019 年销售额及零售额变化（单位：百万）	12
图 19：佰草集 2012-2019 年发展思路的变化	12
图 20：2012-2019 年六神销售情况（单位：亿元）	14
图 21：2017-2018 年六神重点品类市占率情况	14
图 22：2011-2019 年电商渠道变化	15
图 23：公司 2016-2019 年线上收入情况（单位：百万）	16
图 24：公司 2016-2019 年线上线下结构情况	16
图 25：公司 2012-2019 年收入及增长情况（百万）	16
图 26：公司 2012-2019 年归母净利润及增长情况（百万）	16
图 27：公司 2012-2019 年毛利率与净利率情况	17
图 28：公司 2012-2019 年期间费用率情况	17
图 29：上海家化营销类费用率与同业比较	18
图 30：上海家化销售与管理费用中人工费率及同业比较	18
图 31：公司 2017 年前后组织架构变化	20
图 32：公司新任管理层提出指导思想	21
图 33：公司 2013-2019 年化妆品毛利率变化趋势	21
图 34：以佰草集品牌为例渠道布局、产品系列情况	22
图 35：公司 2017-2019 年玉泽的收入情况（单位：亿元）	24
图 36：玉泽淘系月度 gmv 表现（单位：百万）	24
图 37：敏感肌成因 top 因素情况	25
图 38：敏感肌肤人群年龄结构情况	25
图 39：敏感修复品牌近 10 年市占率情况（单位：%）	26
图 40：专注敏感肌修复品牌淘系 gmv 或收入规模表现（单位：亿）	26
图 41：高夫品牌不同阶段收入规模变化情况（单位：百万）	26

图 42: 男性护肤品市场规模及增长情况 (单位: 亿美元)	28
图 43: 2017-2019MT 淘宝男性买家用户年龄分布	28
图 44: 男性护肤品品牌关注程度	29
图 45: 高夫洁面产品与面霜产品市场份额情况	29
图 46: 典萃品牌发展历程	30

核心逻辑

上海家化享受行业高景气度及公司改善双重红利，新阶段公司有望走出从改善到成长路径，实现规模与盈利能力双重提升。我们的核心逻辑为：1）组织架构优化及品牌策略调整有望降本增效释放业绩弹性。公司新任高管具备全球美妆龙头高管从业经历，深耕行业多年，提出“提出一个中心、两个基本点、三个助力器”战略，提出将简化组织架构，打破部门墙，有望带来期间费用率下降；另外，品牌打法有望聚焦化，例如佰草集与典萃重心突出，改变过去单品牌兼顾不同用户打法，有望提升费用投放效率，稳定市场份额。2）卡位细分优质赛道，玉泽成长正当时，高夫、典萃具备成长潜力。玉泽专注于敏感/痘痘肌修复，赛道本身具备良好的成长性，已跻身前列，资源加码下有望冲进第一梯队；高夫、典萃重新梳理战略，投入CS渠道，卡位男士与功能性护肤赛道，具备成长潜力。

图 1：本文核心逻辑与框架



资料来源：信达证券研发中心

有别于市场的认识

- 1. 市场对公司次轮改善底层认识不足，影响公司盈利改善的信心。**市场认为，公司次轮最大的改善来源于管理层更换，但对公司过去七年发展过程中遗留的历史问题认识不足，进而影响了对未来盈利改善的信心。经过历史复盘，我们认为公司在 05-11 年聚焦六神、佰草集两大品牌，同时单品牌走稳健扩张路线，实现了收入盈利水平双重提升。12 年之后公司经营动荡，抛开实际控制人变更及管理层频繁变化的因素外，从经营内因分析在于：1) 品牌矩阵布局及单品牌打法更偏多元化，阶段性聚焦点分散化，反而影响头部品牌规模及盈利性提升；以单品牌打法中佰草集为例，尽管获得丰富资源，但承担了各大渠道发展重任，品牌建设、新品推进未必可满足多方需求。2) 17 年之后给予品牌更灵活资源分配权，但看似扁平实则相互制约的组织构架未必可实现资源投放效率最优化：以佰草集为例，渠道费用、市场费用、新品研发费用归属于不同事业部，而单一费用面临同一事业部不同子部门分配（比如新品投放费用方面不同渠道对产品诉求未必一致），相互交叉制约的结构重心反而碎片化，影响投放效率。新任管理层卓越的履历背景给予市场信心，更振奋人心的管理层对于未来简化架构、品牌聚焦等思路的变化，公司经营改善将好于市场预期。
- 2. 市场低估公司未来成长性。**市场认为，公司规模体量较大，头部品牌成长遇到一定瓶颈，进而引发对公司未来成长空间的担忧。我们认为，一方面，公司第一梯队的品牌有望成长为利润中心品牌，同时为其他品牌留下宝贵经验，比如品牌建设及渠道建设经验。另一方面，公司具备多个卡位细分优质赛道品牌，伴随更聚焦打法有望突破成长天花板。仅以化妆品类目为例，玉泽定位敏感肌/清痘型大众化护肤品，主推线上，有望成为下一个佰草集；高夫定位专业男性护肤品，已进入 top5 行列，赛道本身成长性及用户高忠诚度带来头部品牌竞争地位的稳固有望将高夫带上新高度；典萃定位科技感的功能性护肤品，新品系列简练，主推 CS 渠道，有望成为“CS 渠道的 HFP”。我们认为，公司本身所处赛道优质，行业红利+打法调整，未来成长天花板足够高。

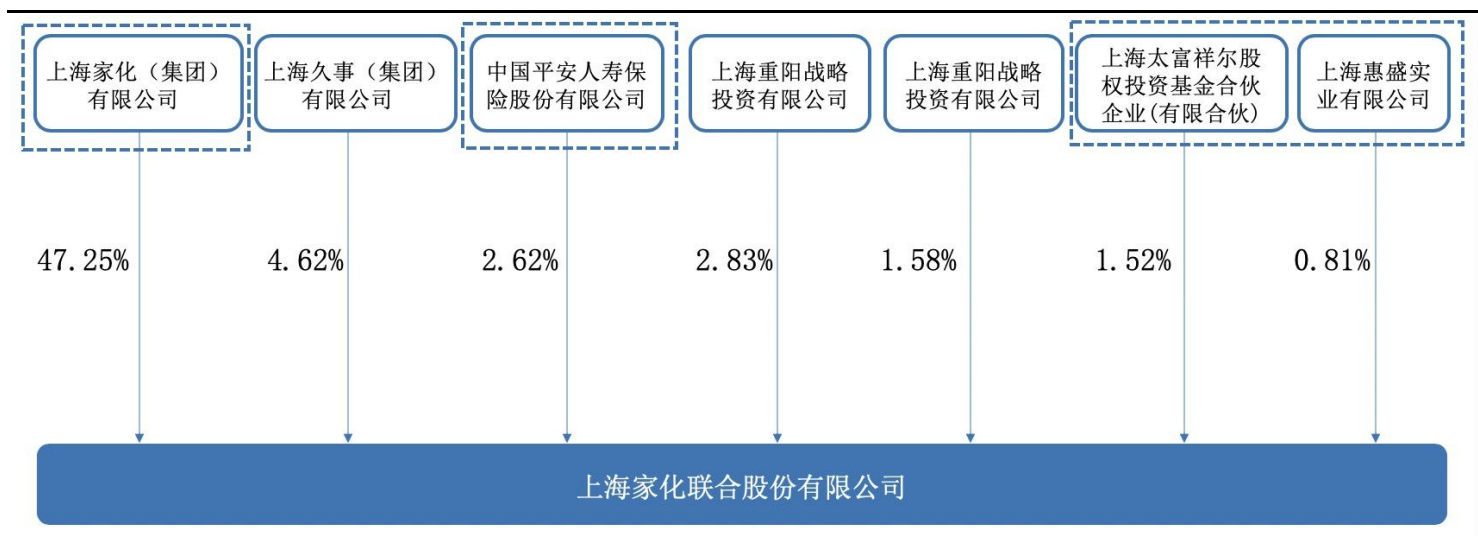
公司概况

管理层变动，迎来新机遇

上海家化是日化赛道超过百年历史的老牌国货企业，2001 年 2 月登陆 a 股市场成为资本市场日化赛道老将，拥有最全的品牌矩阵、最深的渠道布局、最强研发实力。

2011 年股权改制后平安系成为上海家化实际控制人，并连续增持平安系持股比例超过 50%。2011 年 11 月，上海家化原实际控人上海国资委受让上海家化(集团) 100%股权至平浦投资，而上海家化(集团)直接或间接合计持有上海家化 29.24%的股权，为公司控股股东；股权转移后，上海家化实际控制人转移，平浦投资实际控制人为中国平安。在此之后，平安系分别于 2015 年、2016 年、2017 年通过要约收购或者二级市场购买方式增持公司股票，实现绝对控股。至今，平安系通过直接或间接方式一共持有公司 52.2%股份。

图 2：公司股权结构情况（截止 20q1）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

七年三次换帅，青睐具有国际化经验高管。2013 年 11 月，实际控制人平安集团选定谢文坚为公司 CEO，结束长达 2 年的新老团队控制权之争，谢总曾就职于强生集团；2016 年 11 月，公司更换职业经理人，张东方为现任 CEO，张总

曾就职于维达控股，任维达 CEO；2020 年 5 月，公司再次更换职业经理人，潘秋生为现任 CEO，潘总曾就职于欧莱雅集团与美泰，拥有丰富的化妆品行业管理经验。

图 3：公司历任 CEO 任职期间及从业背景



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

新任高管化妆品行业经验更丰富，欧莱雅任职期间欧莱雅集团亚太地区及电商渠道业绩突出。新任高管拥有近 5 年全球化妆品龙头企业欧莱雅集团的高管经验，在职期间参与了欧莱雅集团数字化战略转型进程，所负责地区战绩良好。根据欧莱雅集团公告，2017-2019 财年，欧莱雅集团亚太地区销售额占比从 26.3% 提升至 32.2%，电商渠道占比从 8% 提升至 15.6%。新任高管有望凭借对美妆行业的理解及过往全球领先化妆品集团的积累带领家化创造佳绩。

图 4：欧莱雅集团亚太地区占比情况

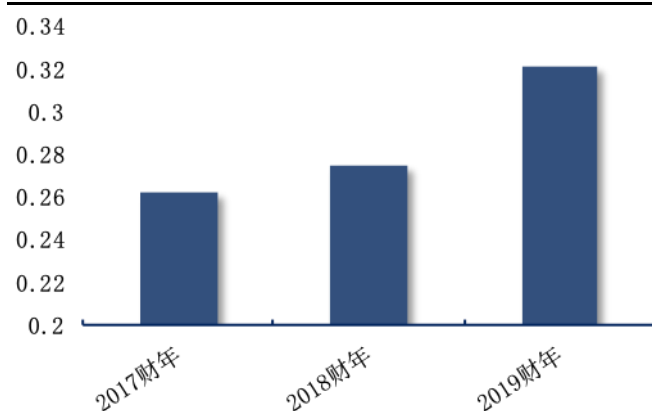
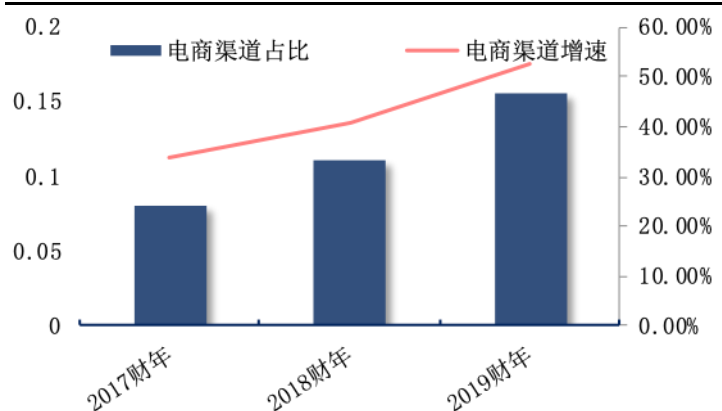


图 5：欧莱雅集团电商渠道占比及增速情况



资料来源：欧莱雅集团官网，信达证券研发中心

资料来源：欧莱雅集团官网，信达证券研发中心

最强品牌矩阵，最深渠道布局，研发走在市场前列

最全品牌矩阵与渠道布局，覆盖各年龄段消费人群。公司旗下拥有十大品牌，涵盖护肤品/洗护类/家居护理类及婴幼儿喂哺类产品，主要品牌包括六神、佰草集、美加净、启初、家安、玉泽、汤美星、双妹等。同时，公司渠道布局广，线下渠道覆盖百货、ka、母婴店、cs店、海外，线上渠道包括电商、特渠，拥有商超门店 20 万家，乡村网点 9 万家，百货近 1500 家，化妆品专营店 1.3 万家，母婴店 6000 家。

表 1：上海家化旗下部分品牌情况

品牌名称	成立时间	品牌定位	19 年规模体量	主要渠道布局
双妹	1903 年	高端化妆品	小于 2 亿	百货、电商
佰草集	1998 年	中高端草本护肤品	15-20 亿	百货、电商、CS 渠道、特渠等
玉泽	2009 年	平价药妆护肤品	2-3 亿	药店、电商
高夫	1992 年	男士护肤/沐浴/香水等	4 亿左右	CS 渠道、电商、百货、商超
美加净	1962 年	大众护肤品	4 亿左右	商超、电商等
六神	1990 年	花露水/沐浴露/香皂等大众个人护理	超过 20 亿	分销、商超、电商
家安	2007 年	织物厨卫清洁品牌	超过 3 亿	商超、电商等
启初	2013 年	0-3 岁婴幼儿护理品牌	低于 3 亿	商超、电商等
汤美星	2017 年（收购）	高端母婴喂哺等	17 亿	母婴店、电商

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

注重研发投入，拥有领先的研发实力。公司具备创造开发新技术能力，与外部科研院所、医院、政府机构保持紧密合作，产品研发走在市场前列，例如公司将冻干科技与微生物学相结合开发冻干面膜、冻干精华新产品，做到产品无防腐、高功效等特征；采用中草药小分子 r.n.a 修复技术与生物发酵技术获取的中草药活性成分推出太极系列产品，提升肌肤弹

性。2017-2019 年，公司研发人员数量为 177 人、145 人、234 人，研发投入总额分别为 1.61 亿元/1.68 亿元/1.83 亿元，占比公司收入的 2.5%、2.4%、2.4%。

知往鉴今

2001-2011 年：黄金十一年，聚焦“六神”、“佰草集”两大王牌，实现规模盈利水平双提升

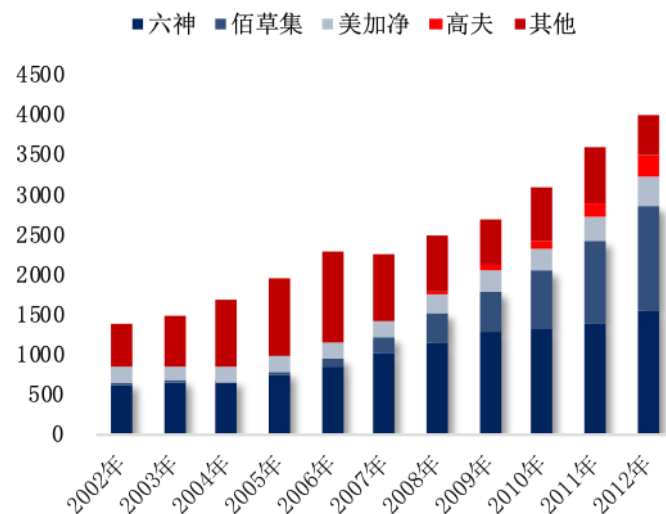
1.1 经营分析：从多元到聚焦，六神规模与毛利提升共振，佰草集快速成长

2001-2011 年是家化黄金十一年，从多元到聚焦，打造“六神”与“佰草集”两块王牌。2005 年前后公司品牌战略更加聚焦，同时加大对化妆品类目的重视程度，实现“六神”和“佰草集”两大品牌收入及盈利水平的提升，同时给予高夫、美加净等品牌一定资源支持，为后续多品牌发展打下良好基础。具体而言，可分为两大阶段分析：

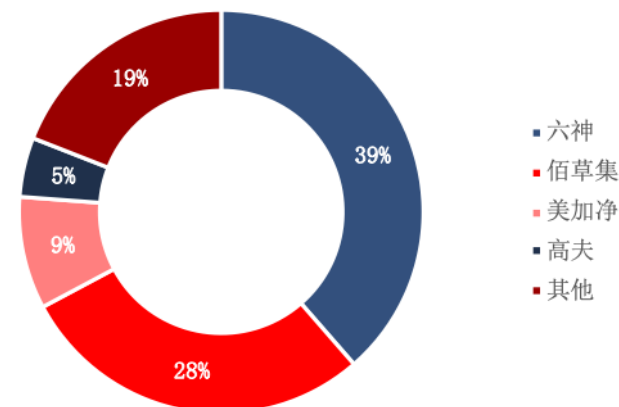
1) 2001-2004 年，多品牌共同发展，个护为主，加强盲区渗透。在此阶段，公司旗下自有品牌有六神、美加净、梦巴黎、清妃珂珂、佰草集等，同时与日本狮王等品牌合作，涉足代理业务；布局渠道包括家用、宾馆、商场、写字楼等商用，并设立分公司管理终端，加强盲区渗透。从品牌表现看，2004 年占比最大的品牌六神收入规模 6.2 亿，近三年基本保持平稳；占比第二品牌美加净收入规模 2.0 亿，近三年保持平稳；而其他品牌可达 8.4 亿元，增速较快；同时，面临外资品牌竞争压力个护行业出现价格下降，公司依然加大市场投入，尤其在沐浴露和花露水两大品类，保持高费用投放，为后期发展奠定基础。

图 6：公司 2001-2011 年主要品牌增长情况（单位：百万）

图 7：公司 2011 年主要品牌结构情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

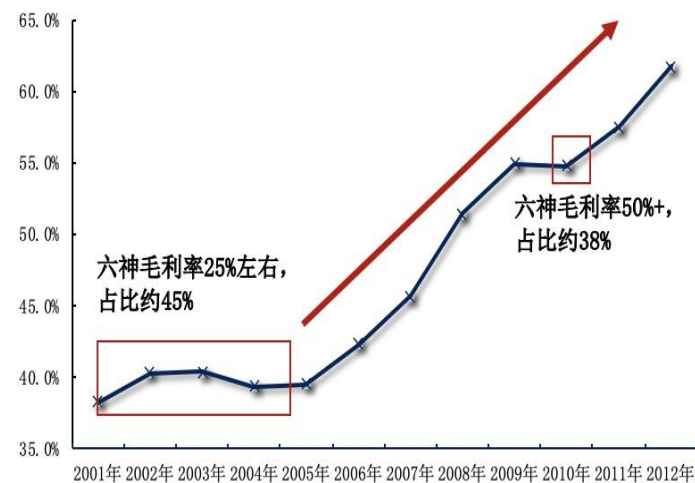


资料来源：信达证券研发中心

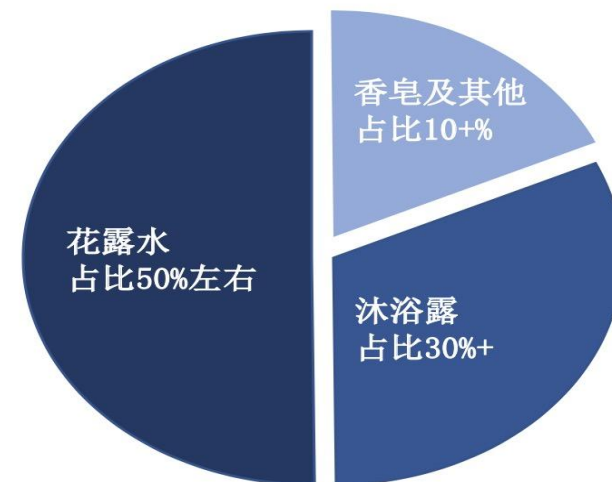
2) 2005-2011 年，聚焦六神与佰草集，重品牌建设，孵化高潜力品牌。2005 年，公司认识到重点产品的品牌健康意味着公司长期健康，调整经营战略，开始长达 7 年的聚焦六神与佰草集战略，加大重点品牌营销投入与终端营销支持；同时阶段性的投入老品牌高夫、美加净，并设立家安品牌进入清洁类个护赛道。从品牌表现看，六神品牌获得双位数的复合增速，到 2011 年收入近 14 亿，实现从花露水到沐浴露到香皂品类延展，毛利率 50% 左右，与 2004 年 24% 的毛利率水平相比大幅改善；佰草集获得快速成长，到 2011 年收入超过 10 亿，聚焦高端，毛利率超过 75%，优化整体毛利结构；其他品牌 11 亿+，与 2004 年相比其他品牌结构更加优化，呈现明显的向超级品牌集中态势。

图 8：六神品牌毛利率变化对公司毛利率的影响

图 9：2009 年以来六神品牌实现品类多元化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：信达证券研发中心

表 2：2001-2011 年期间公司品牌产品动作情况

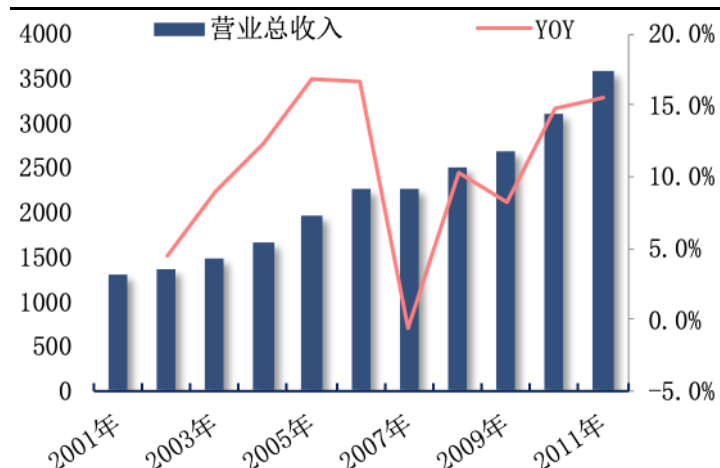
品牌	产品动作
佰草集	2009 年推出新玉润系列，登陆法国、荷兰等欧洲主流市场
	2010 年推出太极两仪、肌活新颜等新品，更新恒美抗衰系列
	2011 年推出新七白焕新、男士君恒抗衰、肌活新颜面膜
六神	2009 年推出止痒花露水
	2011 年沐浴露表现良好，清凉类居第一
家安	2007 年创立家安，进入家居卫生领域

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 财务分析：05 年之后盈利能力提升，ROE 大幅改善

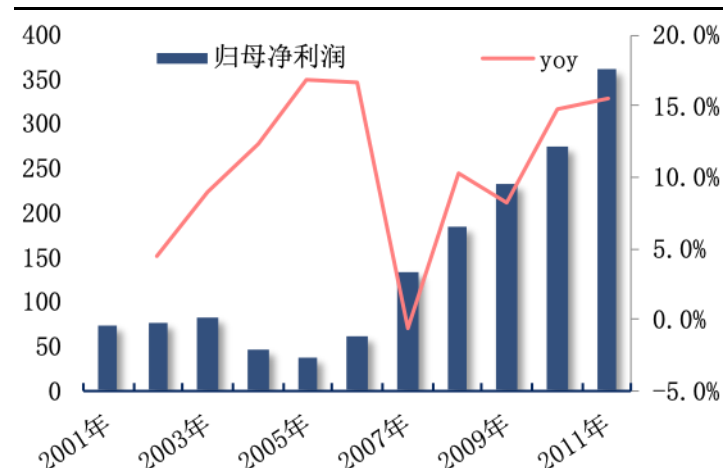
2005年之后公司进入盈利能力快速提升阶段，业绩加速增长。公司2011年收入规模达35.8亿，cacr(11)为9.6%，归母净利润规模为3.6亿元，cacr(11)为15.7%；归母净利率10.1%，较2001年上升初期提升4.5pct，主要在于六神市占率提升之后带来盈利能力优化，佰草集突破盈亏平衡点之后带动整体盈利能力提升。

图 10: 公司 2001-2011 年收入及增长情况 (百万)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 公司 2001-2011 年归母净利润及增长情况 (百万)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 公司 2001-2011 年毛利率与净利率情况

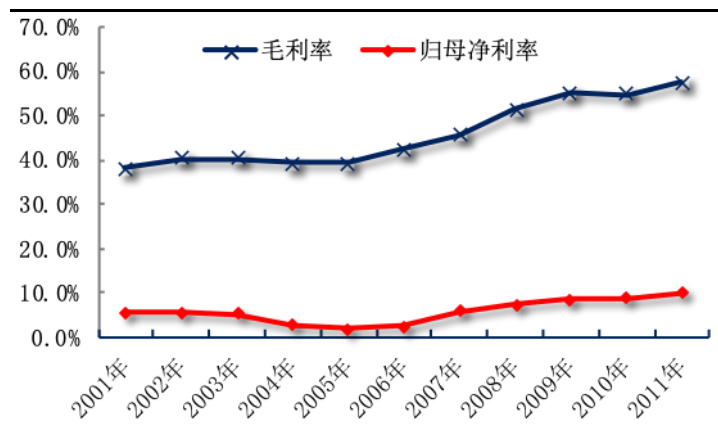
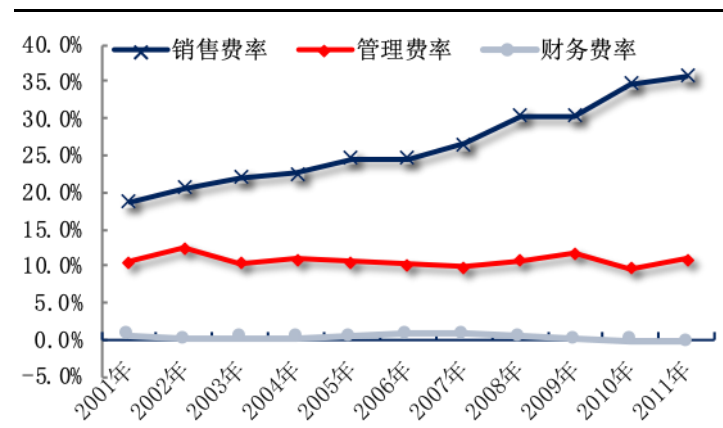


图 13: 公司 2001-2011 年期间费用率情况

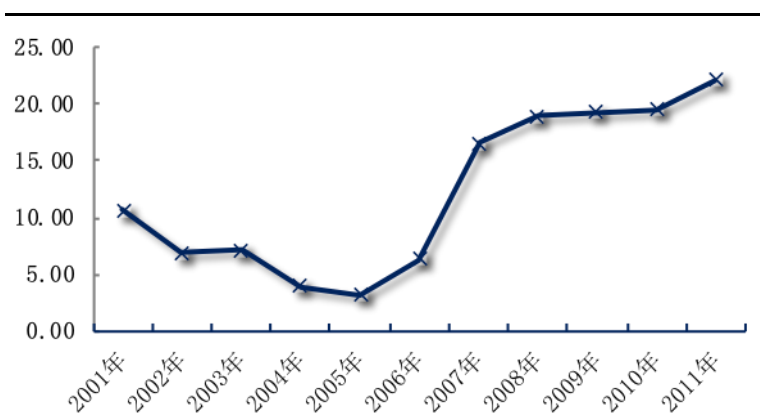


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2005 年之后公司 roe 逐渐改善，现金流质量良好。2011 年公司 roe 提升至 22%，主要在于盈利能力快速提升，资产周转效率提升；同时，公司账面现金资产 8.7 亿元，现金流质量良好。

图 14：公司 2001-2011 年 ROE 变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

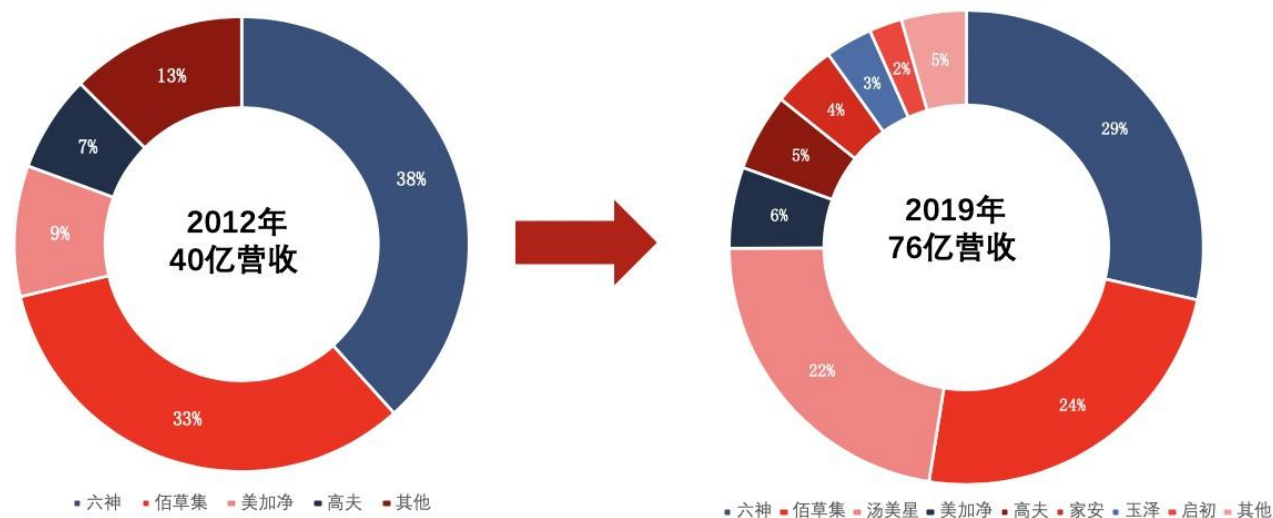
2012-2019 年：七年动荡，品牌打法更偏多元化，规模有所突破盈利能力下降

2.1 经营举措：从聚焦重回多元化，超级品牌平稳增长，渠道布局不断深化

➤ 品牌方面：支柱品牌平稳增长，品牌矩阵丰富，增加母婴类品牌布局

从品牌矩阵策略上看，公司丰富品类布局，更注重多品牌共同发展。以不同时期品牌策略为例：1）2013 年（葛谢交替时期），公司树立以“六神、佰草集、美加净”三大超级品牌的战略中心，将产品创新及营销成功率的提升作为重要目标；2）2014 年-2016 年，公司以领域聚焦，资源集中投放至 5 大品牌，即佰草集、六神、美加净、高夫、启初；3）2017-2019 年，公司旗下各大品牌均作为重点发展，包括佰草集（子品牌典萃）、六神、美加净、高夫、启初、玉泽、一花一木、汤美星等。六神、佰草集作为公司第一梯队品牌基于本身地位优势及资源获取能力获得 5% 左右复合增速；第二梯队的护肤品美加净、高夫阶段性达成历史规模最佳水平；同时新增启初、汤美星两大母婴类品牌，成为公司重点类目。

图 15: 2012-2019 年公司品牌结构变化

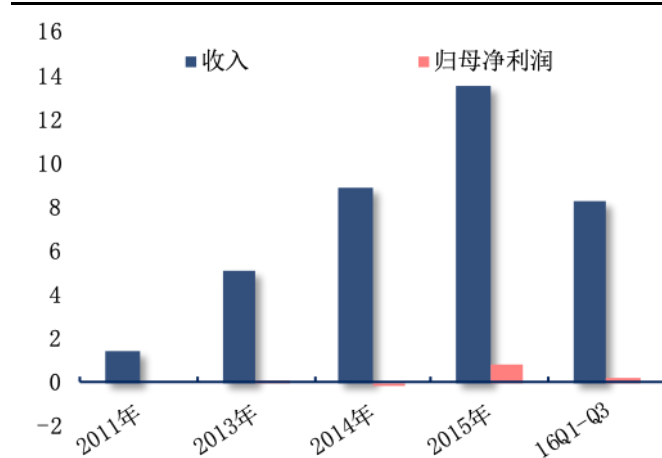


资料来源: 信达证券研发中心

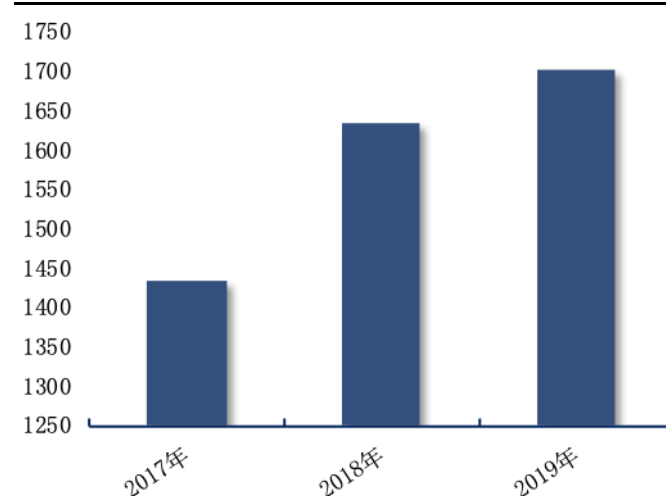
母婴护理品类延展过程中采用代理或收购方式, 获得快速成长, 为后续自有品牌发展打下基础。公司 2012 年 1 月 1 日开始与日本花王合作, 代理日本花王品牌的纸尿裤、洁霸等产品的部分渠道销售, 切入母婴品类, 至 2016 年 12 月 31 日停止合作。代理花王期间, 所代理品类获得飞跃式增长, 从 2011 年的 1.5 亿元左右上升至 2016 年的 9.45 亿元; 由于代理业务模式, 公司所获的净利润并不高, 2016 年净利润仅 0.33 亿元, 净利率 3.5%。结束与花王的合作后, 公司 2017 年从独家代理母婴喂哺品牌汤美星到实现汤美星收购, 当年实现收入 14.3 亿元, 2019 年汤美星实现收入 17.0 亿元, 净利润 0.84 亿元, 净利率 4.9%。与外资品牌合作过程中, 加强公司对母婴品类本身的认识, 同时助力公司积累母婴类目渠道资源, 为后续自有品牌协同发展提供基础。

图 16: 2011-2016 年花王收入情况 (单位: 亿元)

图 17: 2017-2019 年汤美星收入情况 (单位: 百万)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从单品牌策略看，注重品类及渠道的延展，多元化发展。公司注重品牌多品类、多渠道的延展，提升市场地位，我们以两大头部品牌为例进行分析，具体而言：

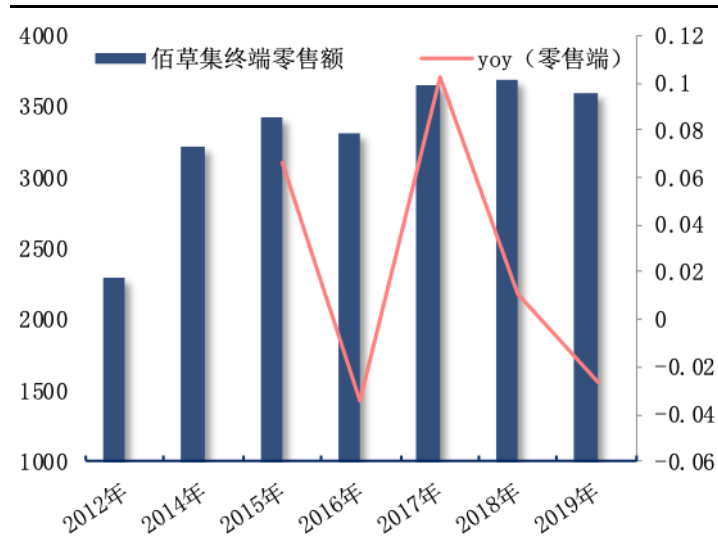
1) 佰草集：向 CS 渠道与电商延展，产品系列价位带不断丰富以满足各渠道诉求

2012 年到 2019 年，佰草集品牌增速放缓，近七年复合增长为 5% 左右，近三年增速放缓明显。从阶段划分看：

1) 2012-2015 年是渠道红利阶段，佰草集品牌注重渠道门店扩展及单产提升，尽管费用投放相对保守且新出产品系列较少，但借助良好的产品及品牌基础，仍保持双位数增长。**2) 2016-2018 年是产品升级迭代推动阶段**，佰草集开始推新卖高策略，将老旧产品系列在 CS 渠道与电商渠道推广，同时在百货渠道进行产品系列的升级迭代，拉升均价；比如在百货渠道将同样主打抗衰概念的御五行替代恒美系列，主打美白概念的银臻白替代新七白。**3) 2019 年，佰草集提出明星单品策略**，推出冻干面膜、太极精华等产品，加入科技化概念，打造明星单品产品单品。

图 18：佰草集 2014-2019 年零售额变化（单位：百万）

图 19：佰草集 2012-2019 年发展思路的变化



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3: 佰草集品牌主要产品系列定位及推出时间

产品系列	代表 sku	价格	单位价格	定位	相关时间点
肌本清源	水露套装	168 元/150ml+75ml	0.75 元/ml	补水控油	未知
肌活新颜	洁面水乳套套装	229 元/150ml/件	1.5 元/ml	补水保湿	2011 年推出
平衡系列	洁面水露套装	229 元/3 件	0.76 元/ml	平衡水油	13 年新玉润替代
新玉润	水露套装	309 元/150ml+75ml	1.4 元/ml	保湿	2009 年更新
新七白	水露套装	328 元/150ml+75ml	1.5 元/ml	美白	2011 年更新
新恒美	水露套装	489 元/150ml+75ml	2.2 元/ml	紧致抗衰	2010 年更新
太极系列	太极水	280 元/120ml	2.3 元/ml	中西护理	2010 年首推
御五行	水霜套装	840 元/150ml+50ml	4.2 元/ml	抗衰老	2015 年推出

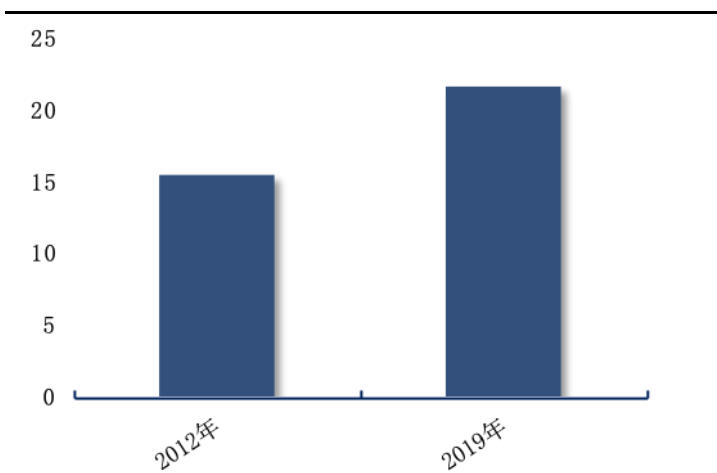
资料来源：公司官网，佰草集官方旗舰店，信达证券研发中心（价格数据为 2020 年 6 月 24 日价格）

一方面，佰草集通过渠道延展及产品系列推新升级获得增量用户，实现了增长；另一方面，为满足各个渠道用户需求，佰草集产品系列价格带拉宽，品牌标签有所模糊，叠加组织架构复杂化，为品牌建设及费用投放效率埋下弊端（后文详细阐述）。

2）六神：差异化概念切入成熟类目市场，品类稳步扩张，与外资抗衡挤进市场前列

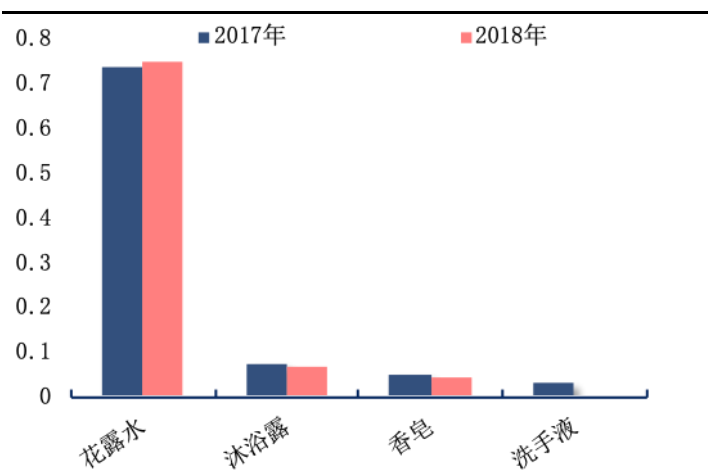
六神依托深厚渠道优势品类持续延展，同时产品营销不断升级实现稳定增长，近 7 年实现 5% 左右复合增长。从细分品类上，花露水市场连续多年稳定 70% 以上的份额，不断升级迭代；沐浴露市占率 7% 左右，位列第四，其中清凉型沐浴露保持第一，市场份额超过 20%；香皂品类以艾叶等主打中草药概念切入，获得 4% 以上的市场份额，是唯一进入前三的国产品牌；洗手液 17 年份额为 3.3%，位居第五。六神品类紧跟营销潮流趋势，加强品牌年轻化宣传；借助 30 万个分销网点优势，以差异化概念切入成熟细分品类市场，多品类延展颇有成效，市场地位稳固。

图 20：2012-2019 年六神销售情况（单位：亿元）



资料来源：信达证券研发中心

图 21：2017-2018 年六神重点品类市占率情况



资料来源：尼尔森，信达证券研发中心

➤ 渠道方面：渠道布局丰富度提升，电商经过多轮变革重心投入更突出引领全渠道增长

线下渠道中 CS 渠道与母婴渠道布局获得突破，为后续发展埋下基础。从线下布局看，CS 渠道与母婴店渠道基本是线下渠道布局新增量。公司 2012 年左右开始重视 CS 渠道布局，开发佰草集子品牌典萃、一花一木以及已有的高夫品牌进行推广，至 2018 年已布局 1.3 万家 CS 门店，网点布局仅次于自然堂等 CS 渠道起家的

品牌。从代理花王开始，公司积极扩展母婴店系统，目前超过 5000 家门店布局。同时，传统线下商超、分销网点、百货专柜等渠道保持优势。整体上，多元化布局过程中带来渠道扩容，为后续细分品类深耕打下良好基础。

表 4：公司近几年线下渠道布局变化情况

	商超+乡村网点	百货	cs 门店	母婴店
2018 年	20 万家商超+9 万家乡村网点	约 1500 家	1.3 万家	超过 5000 家母婴店
2017 年	19.6 万家商超	含药房 2048 家	1.17 万家	3000 家母婴店
2016 年	30 万家分销网点	约 1500 家	未披露	近 4000 家母婴店系统
2014 年	—	—	3800 家	超过 4700 家母婴店系统

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

线上渠道几经变革重心投入更突出。公司线上渠道发展经历三个阶段：**1）2011 年-2013 年**，公司在 2011 年左右对线上渠道重视程度较高，受限于当时新老高管交替的处境，电商渠道投入程度并非最高。**2）2014-2016 年**，2014 年电商部门换帅，新任领导将外包的电商业务收回自营，并在 2015 年成立数字营销事业部，电商渠道获得大量资源投入（例如双十一晚会投入 1 亿元），注重多品牌全面发展，线上渗透获得提升。**3）2017-2019 年**，组织架构变化后电商成为渠道事业部的子部门，品牌资源投放逐渐集中。2017 年，公司将京东渠道与天猫超市收回自营，旨在获取消费者数据，天猫旗舰店采用代运营；2018 年，公司重视分销渠道建设，发展天猫专营、拼多多、京东 pop 等渠道分销；2019 年玉泽天猫旗舰店自营，品牌投放重心从“佰草集-六神-玉泽等”变为“玉泽-佰草集等”，重心更为突出。

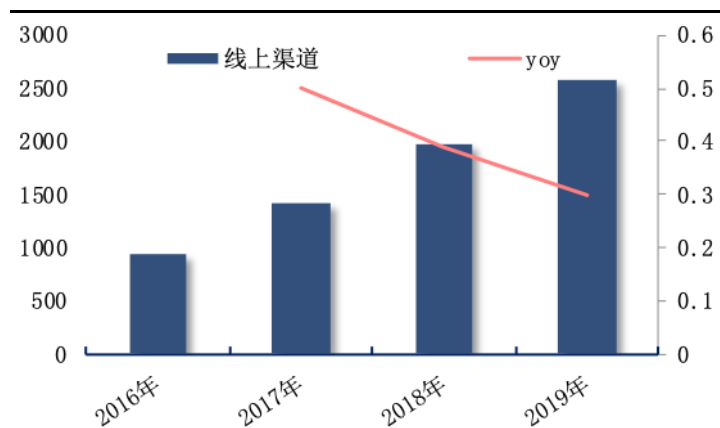
图 22：2011-2019 年电商渠道变化



资料来源：信达证券研发中心

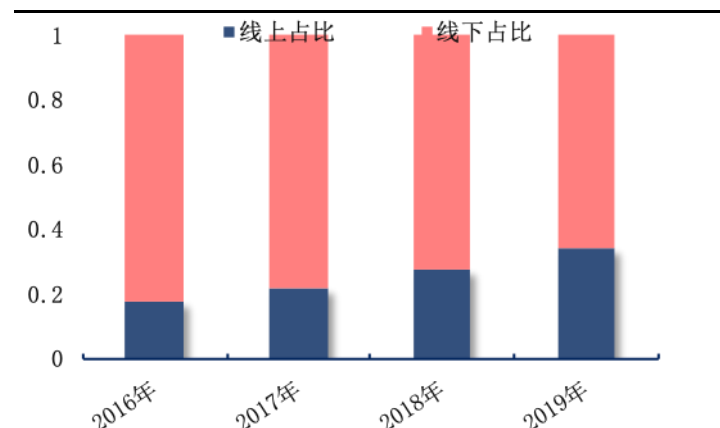
线上获得良好的增长，占比超过 34%，保持 30+% 增长。2016 年-2019 年，公司线上渠道收入从 9.6 亿上升至 25.8 亿元，占比从 17.9% 上升至 34%，保持 30% 以上的增长。

图 23：公司 2016-2019 年线上收入情况（单位：百万）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 24：公司 2016-2019 年线上线下结构情况



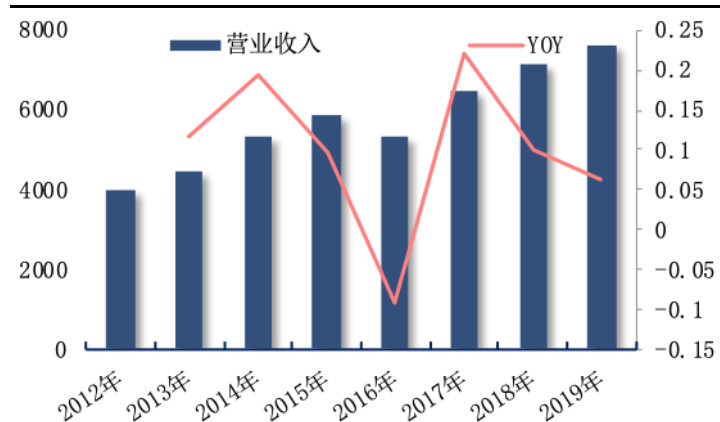
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2 财务表现：收入规模稳定增长，业绩波动较大

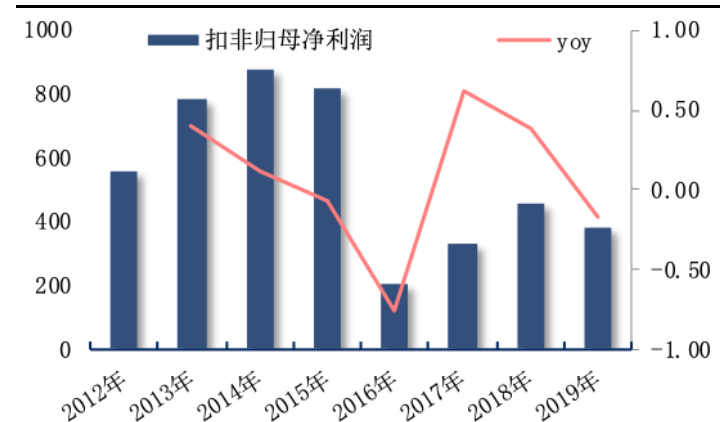
2011 年-2019 年公司收入规模平稳增长，业绩波动较大。公司 2019 年收入规模达 76.0 亿，cacr(7) 为 9.6%，扣非归母净利润规模为 3.8 亿元；扣非归母净利率 5%。公司收入规模的平稳增长得益于六神、佰草集两大超级品牌保持增长，其他品牌亦获得成长。

图 25：公司 2012-2019 年收入及增长情况（百万）

图 26：公司 2012-2019 年归母净利润及增长情况（百万）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

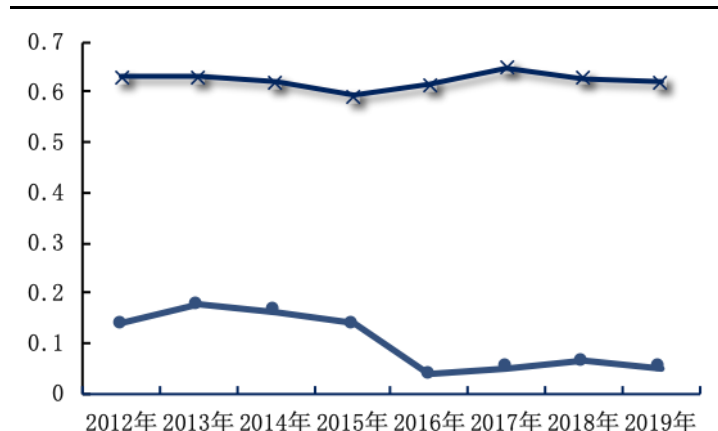


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

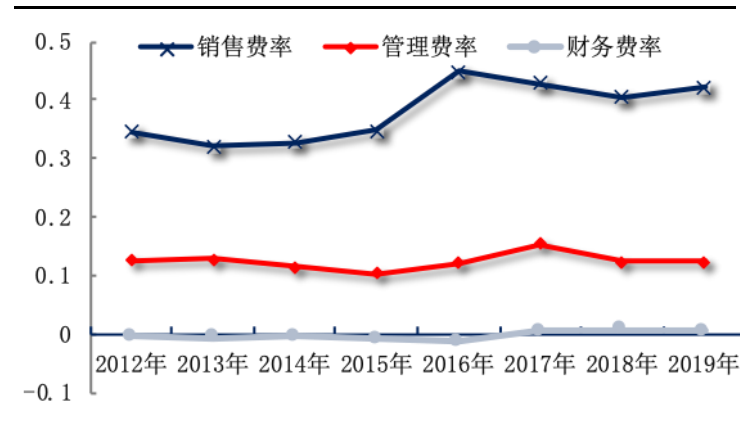
公司业绩波动较大，除经营策略外（后文将对净利率下降成因做解释），与以下因素存在相关性：1）天江药业阶段性的为公司带来投资收益。公司 1998 年开始参股天江药业，2015 年向中国中药出售江阴天江 23.84% 的股份；2011-2014 年天江药业分别为公司贡献投资收益 0.88 亿、1.66 亿、1.41 亿、1.80 亿，2015 年出售天江药业为公司贡献投资收益 17.4 亿元。2）不同阶段的股权激励考核指标为业绩波动带来一定的影响。2012-2014 年期间股权激励政策主要考核净利润的增长及 roe 稳定，要求净利润相比于基期增速不低于 25%/56%/95%，每年 roe 不低于 18%；2015-2017 年期间股权激励考核收入增长及 roe 稳定，要求收入相比于 2013 年增速不低于 37%/64%/102%，每年 roe 不低于 18%；以利润增长为考核期间公司期间费用率处于低位，销售费用率保持在 32%-35% 区间，此后达 40% 以上。

图 27：公司 2012-2019 年毛利率与净利率情况

图 28：公司 2012-2019 年期间费用率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

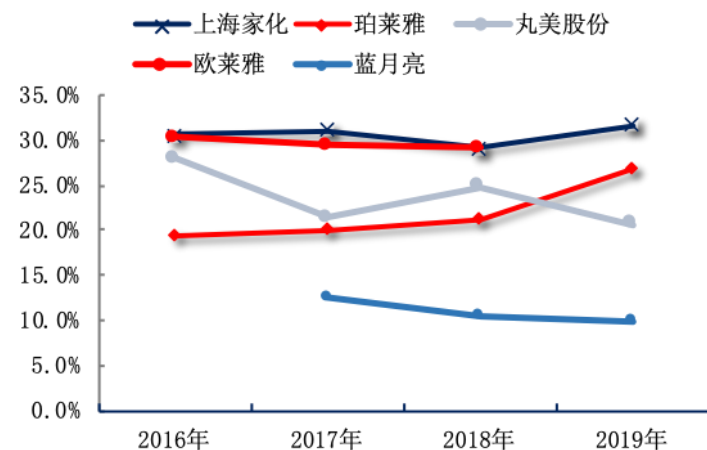
未来看点

组织架构优化与品牌打法调整有望降本增效带来业绩弹性

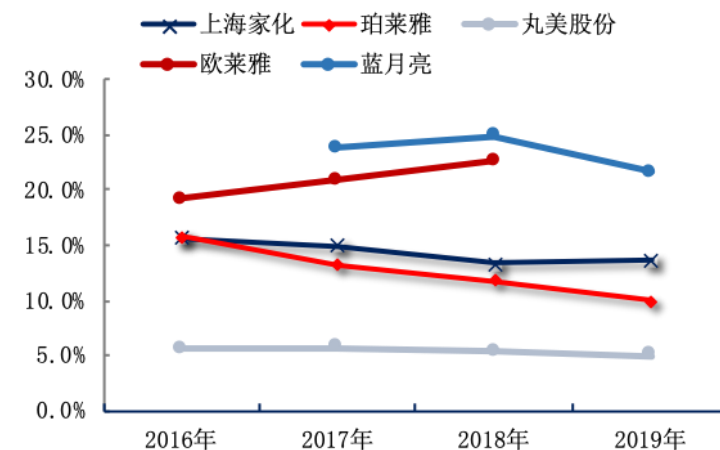
广告宣传费率高、人工费率高、化妆品类目毛利率下降造成公司近几年盈利能力恶化。一方面，从期间费用角度，公司 2016-2019 年广告宣传费用率保持 30% 左右，销售费用和管理费用中人工相关费用率从 15.7% 下降至 13.6%。与化妆品公司相比，公司人工费用率较高，2017-2019 年珀莱雅广告宣传费用率为 20%、21%、27%，丸美股份广告宣传费用率为 22%、25%、21%，公司投放略高于竞争对手；而人工费用率方面，同口径下珀莱雅 2017-2019 年人工费率为 13%、12%、10%，丸美股份 2017-2019 年人工费用率为 6%、5%、5%，公司人工成本远高于竞争对手。与日化公司相比，公司营销类费用较高。2017-2019 年，专注于洗护产品的蓝月亮广告推广费率为 13%/11%/10%，近三年绝对额投入为 7 亿元左右，表现出规模效应；2017-2019 年人工费用率为 15%/19%/15%，高于公司人力投入，综合看，公司营销推广费率较高。另一方面，从毛利率视角，公司 2015 年以来化妆品毛利率下滑，近两年 73% 左右，与 13-14 年 85% 以上的毛利率水平相差较大，影响公司利润率提升。

图 29：上海家化营销类费用率与同业比较

图 30：上海家化销售与管理费用中人工费率及同业比较



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

一方面，近三年复杂的架构搭建为多品牌多渠道发展提出更高要求，影响费用投放效率。家化是拥有 3 个二十亿左右体量品牌的，是少数具备多品牌布局的国产日化集团。多品牌发展中，对组织架构搭建与品牌战略规划要求更高。从公司组织架构变化来看，主要分为三个阶段：

1) 14 年及之前：形成以佰草集与六神两大品牌为核心的两大事业部构架，体现出较强以头部品牌为核心思路。早起上海家化形成以六神为中心的大众消费品事业部和以佰草集为中心的佰草集事业部，大众消费品事业部具备强渠道优势，对于渠道掌控力强，覆盖个护家清等类目；佰草集事业部集品牌建设、产品研发、渠道建设于一体，体现出较强品牌建设力，拥有独立于集团的会员管理系统，主要对佰草集负责。两大事业部重心突出，为六神与佰草集的发展提供良好的基础。

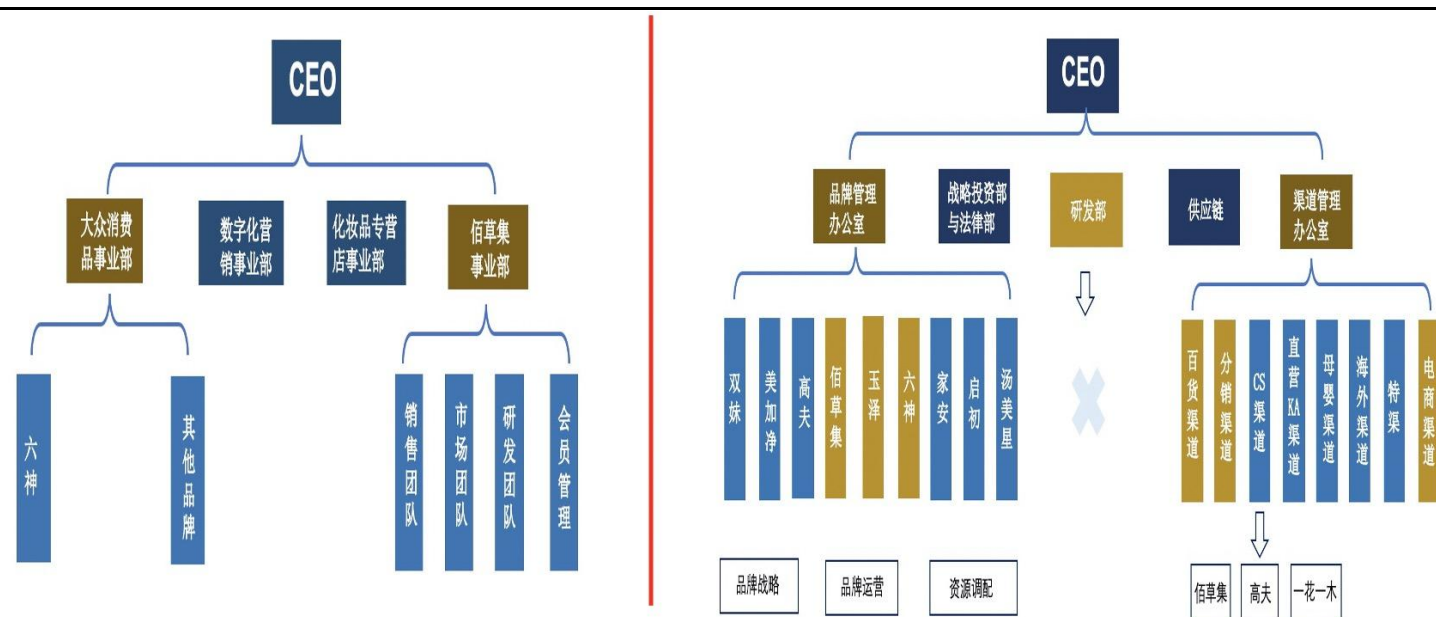
2) 15-16 年：新增数字营销及化妆品专营店两大事业部，体现出对 CS 渠道及电商渠道的重视。2015 年，伴随电商渠道高景气度，公司成立第三个事业部“数字化营销事业部”，谋求线上渠道品销合一，体现在线上规划的强品牌宣传意识，走在竞争对手前列。2016 年，公司对化妆品专营店渠道重视程度提升，成立第四个事业部“化妆品专营店事业部”。尽管新增两大事业部，仍保留了原有事业部，同时渠道地位提升。

3) 17 年之后：组织架构大调，品牌与渠道独立平行，增加品牌部对资源投放的决策权力。2017 年组织架构重构，形成品牌管理办公室、研发部、渠道管理办公室、供应链部，4 大部门直接对 CEO 汇报，各个事业部

拥有各自管辖范围，却又存在交叉范畴。同时，设有战略投资部与法律部，架构更加扁平化，旨在提升品牌对于资源分配及市场策略的主导权。

新一轮的架构变化对公司多品牌多渠道发展提出更高挑战，尽管提升了品牌资源分配权，但看似扁平实则互相制约的构架反而对品牌的发展提出更高要求。以佰草集品牌为例，品牌建设等费用投放归属于品牌管理办公室，新品研发归属于研发部，渠道费用投放归属于渠道管理办公室；而各事业部下又有着多方利益诉求，例如面临佰草集的新品投入，各个渠道产品诉求未必一致，研发部同样面临如何协调分配各个渠道新品需求从来达到产出最优化的难题。尽管品牌收入利润的稳定增长是各部门共同的目标，但不同阶段不同部门的诉求未必可高度一致，尤其需要实现全渠道多品牌健康发展目标时，面临挑战更高。看似扁平化的架构下，实则互相制衡，各事业部面临各自的考核过程中，易产生资源投放效率不高的问题。

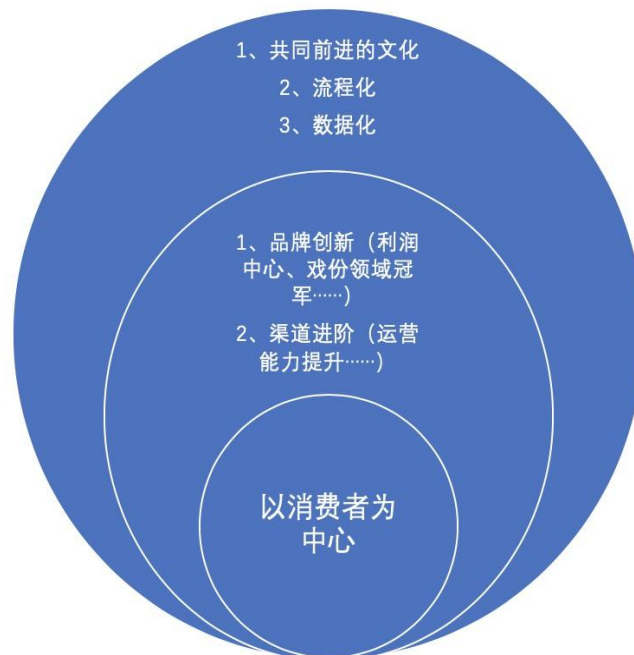
图 31：公司 2017 年前后组织构架变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

新任高管上任后有望优化架构，提升综合费用投放效率。新任高管提出“一个中心（以消费者为中心），两个基本点（品牌创新+渠道进阶），三个助推器（文化+流程+数据化）”战略，消费者是品牌的根基，数据可助力公司洞察消费者变化，渠道主导思维将下降；同时，新管理层希望可打破公司内部部门墙，简化组织架构，未来费用率有望优化。

图 32：公司新任管理层提出指导思想



资料来源：公司调研，信达证券研发中心

图 33：公司 2013-2019 年化妆品毛利率变化趋势



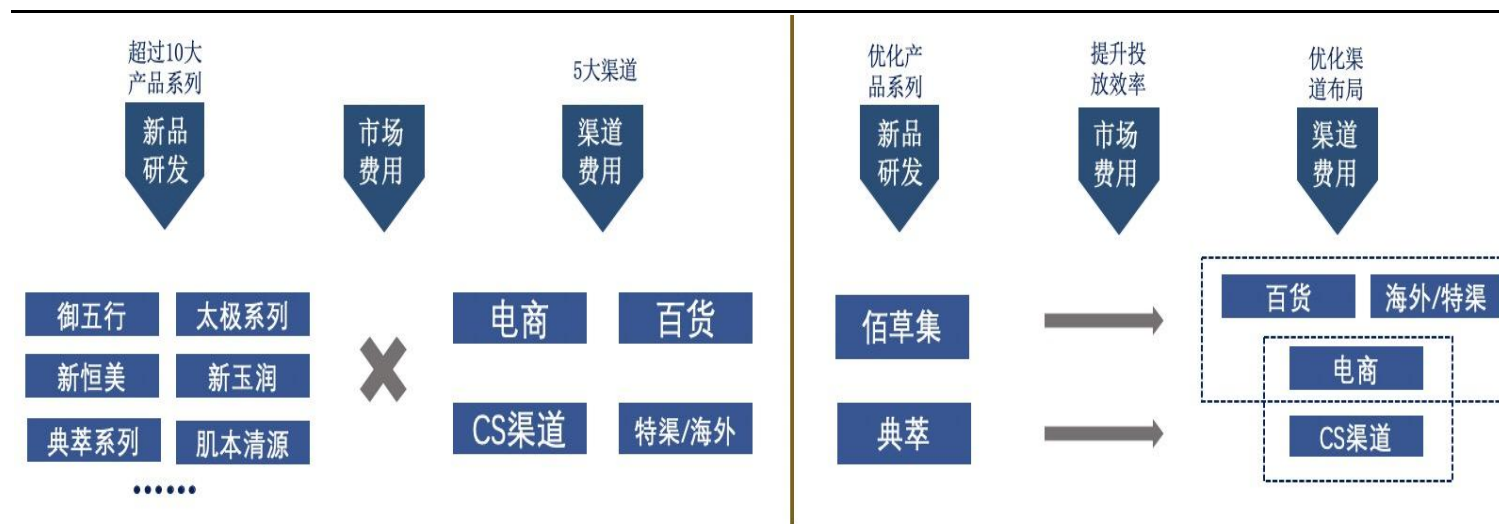
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

另一方面，单品牌多元化打法过程中容易模糊化品牌形象，影响规模及盈利能力。品牌多渠道发展中突破收入规模的同时，未必可实现盈利能力稳定或提升。以佰草集为例：1）早期主攻百货渠道，打造高端草本护肤品牌形象，新品研发及品牌建设跟上品牌规模成长，维持高毛利水平；2）12年之后布局CS渠道过程中，佰草集作为最具实力的化妆品品牌承担重要责任，考虑到渠道本身消费者差异性，推出定位更大众化产品系列，影响品牌形象统一的同时有丢失老用户风险；3）2014年电商渠道投入达到新高度，佰草集作为线上资源投放重点品牌，既需要承担投入产出率又需要兼顾线下两大渠道利益，给线上发展带来一定压力。总体上，从品牌

短期盈利上，从高端到偏大众化产品延展影响毛利率稳定（14年之后化妆品毛利率下降），同时市场费用及新品投入等如何在差异化渠道中平衡是更大挑战，影响费用投放效率；从长期品牌发展看，部门渠道底层用户基础未必趋同，给品牌形象统一带来挑战，拉新用户的过程中也面临老用户流失的风险，影响长期发展。

公司已出现优化产品系列及渠道布局势头，未来品牌聚焦化有望提升单品牌盈利能力。公司拥有足够全的品牌矩阵，在多品牌优势的加码下，可实现单一品牌聚焦细分领域或细分人群，打造差异化标签，即符合行业特性，又可发挥公司独特优势，打造细分领域冠军型品牌、利润中心型品牌。我们看到，典萃以更加独立的形象继续深耕 CS 渠道，主打科技感功能护肤品，佰草集高端草本护肤标签更清晰，可实现 1+1 大于 2 效果；高夫将更专注于 CS 渠道，加强品牌形象塑造。未来品牌聚焦化有望提升单品牌盈利能力，抓取细分市场更高份额。

图 34：以佰草集品牌为例渠道布局、产品系列情况



资料来源：信达证券研发中心

卡位细分高成长赛道，玉泽成长正当时，重视高夫、典萃未来潜力

2.1 玉泽：沉淀十余年，专注敏感痘肌护肤领域，精耕细作少数经典产品系列

玉泽沉淀十余年专注于敏感肌/痘痘肌等问题肌肤修复，产品系列精简。玉泽品牌成立于 2009 年，早在 2003 年公司成立“皮肤科学健康研究室”，并于 2004 年与上海瑞金医院建立产学研专项合作项目，经过 6 多年时间沉淀，斥 600 例临床功效验证，慎重推出第一款医学护肤产品“玉泽特润保湿乳”（皮肤屏障修复系列前身），标志着玉泽品牌的成立。2013 年，公司研发团队联合天津中医药大学中医专家，将西医“创新水杨酸控释技术”与中医“四物清肌愈颜方”结合，推出玉泽清痘调护系列（现为净颜清痘系列）。2018 年，玉泽继续推出舒缓修复系列（抗炎性更佳）、臻安润泽修护系列（独特的植物仿生脂质技术和 P-FOS 生物科技增强皮肤屏障）两大系列产品，继续丰富产品线。发展近十余年，玉泽专注于医学护肤细分领域，定价大众化，精细化打磨产品系列。

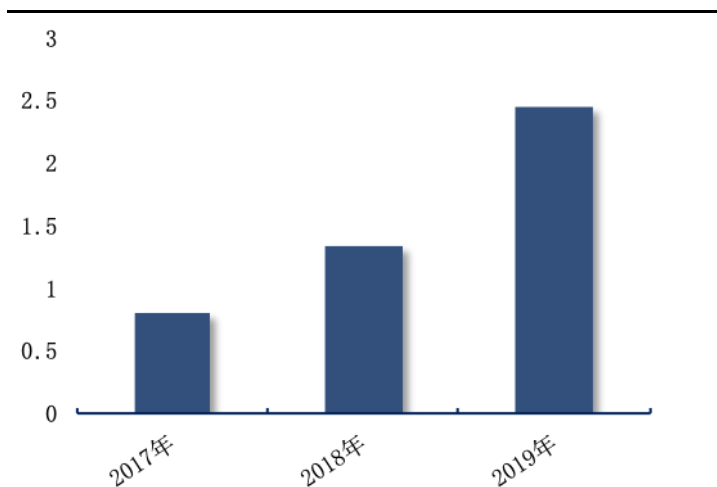
表 5：玉泽品牌旗下产品系列情况

系列名称	代表 sku 情况	代表 sku 定价	单位价格	推出时间
屏障修护系列	洁面水乳精华套装	558 元/150ml+200ml+50ml+25ml	1.3 元/ml	2009 年
净颜清痘系列	水乳套装	258 元/200ml+50ml	1 元/ml	2013 年
舒缓修护系列	洁面喷雾乳霜	514 元/150ml+150ml+50ml	1.5 元/ml	2018 年
臻安修护系列	洁面喷雾精华	434 元/100ml+150ml+30ml	1.6 元/ml	2018 年

资料来源：玉泽官方旗舰店，信达证券研发中心（价格数据为 2020 年 6 月 24 日价格）

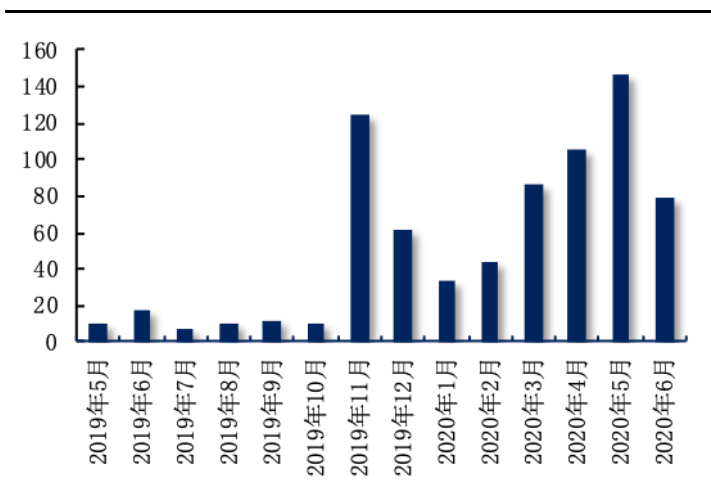
产品定位、渠道布局、营销推广采用差异化打法，近两年保持三位数高速增长。从渠道布局上看，玉泽始于药房渠道，盛于电商渠道，尤其在近三年线上高速发展阶段，玉泽成为家化体系内少数可甩掉线下渠道包袱的特色品牌，获得更多资源投放，线上保持三位数增长。从营销推广上，2017 年以前，玉泽注重医学领域进行学术推广，与平安好医生、春雨医生等线上平台合作，着重“医学护肤品的专业形象的培育；2017 年-2018 年，玉泽扩大影响力，注重微博、微信、小红书等平台内容营销，注重消费者互动，借助真实口碑沉淀提升美誉度；2019 年下半年，大力投入直播，与头部主播达成合作，获取海量新用户，收割流量，依靠产品力形成复购，进一步提升品牌力。从产品定位上，专注敏感肌与痘痘肌修复，相比于竞争对手，定价略低于薇诺娜、理肤泉等品牌。2019 年，玉泽品牌实现收入 2.5 亿元，同比增长 200%以上；根据淘数据，2020 年 1-5 月玉泽品牌淘系全渠道 gmv 超过 4 亿，势头良好。

图 35: 公司 2017-2019 年玉泽的收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 信达证券研发中心

图 36: 玉泽淘系月度 gmv 表现 (单位: 百万)



资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

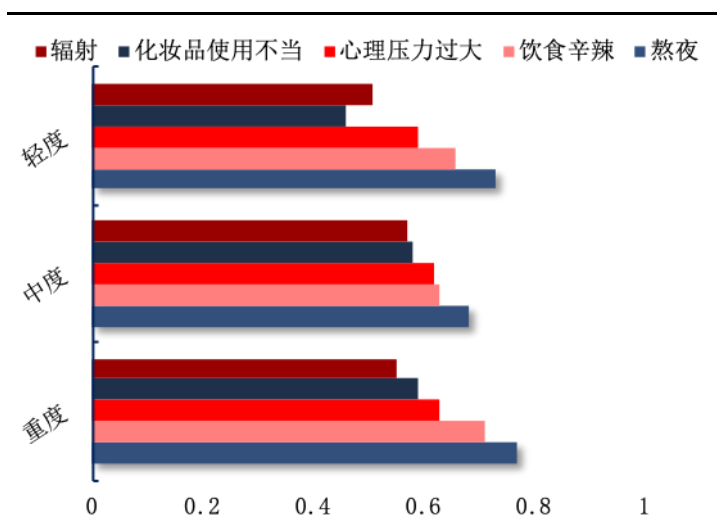
表 6: 头部美妆品牌主打“修复舒敏”和“清痘”产品系列价格对比

品牌	代表系列	sku	价格	含赠品单位价格	定位
玉泽	屏障修护系列	洁面水乳精华套装	558 元/150ml+200ml+50ml+25ml	1.3 (元/ml)	敏感肌维稳
薇诺娜	舒敏保湿系列	洁面水乳霜防晒套装	614 元/80g+120ml+15g+50g+15g	2.2 (元/ml)	敏感肌保湿修复
理肤泉	特安舒护系列	洁面喷雾水乳晚安蜜套装	1020 元/125ml+300ml+200ml+40ml+40ml	1.4 (元/ml)	敏感肌保湿修复
玉泽	净颜清痘系列	水乳套装	258 元/200ml+50ml	1.0 (元/ml)	控油控痘补水
薇诺娜	净痘清颜系列	洁面水霜套装	574 元/80g+120ml+50g	2.3 (元/ml)	控油祛痘
理肤泉	清痘净肤系列	洁面喷雾乳套装	553 元/125ml+200ml+40ml+9ml	1.5 (元/ml)	控油祛痘

资料来源: 玉泽/薇诺娜/理肤泉官方旗舰店, 信达证券研发中心 (喷雾产品的存在拉低均价, 价格数据为 2020 年 6 月 24 日价格)

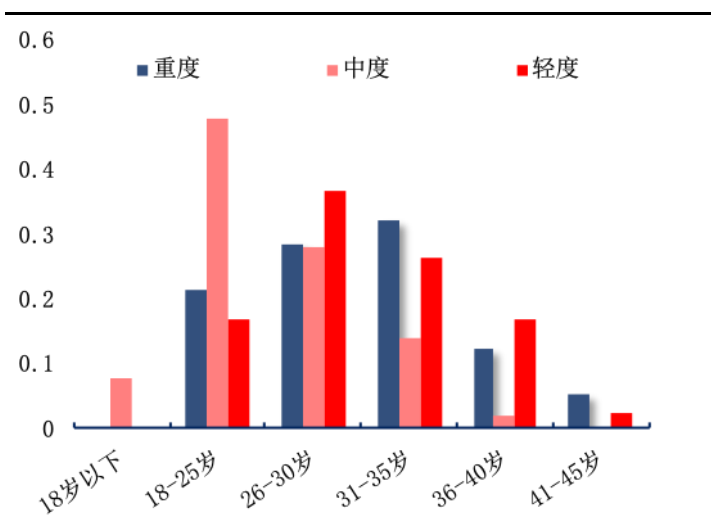
细分赛道春风已来，新营销助力，国货品牌不输外资品牌，玉泽拥抱更好机会。1) 需求方面，敏感护肤品自带流量，平台注重细分需求挖掘助力景气度提升。抗敏感等类型产品高景气度主要在于：1) 化妆、熬夜等消费习惯变化激发更多敏感肌。根据艾瑞咨询样本统计，34%以上的用户存在肌肤敏感问题；加之“金领一族”熬夜成为新习惯，放大肌肤健康问题，同时年轻化消费者尝试各类美妆产品，易刺激肌肤，需求释放。2) 敏感肌用户年轻化，平台助力细分需求挖掘扩大用户池。从线上环境看，用户年轻化是平台重要诉求，敏感肌等具备良好的用户基础，且未来伴随彩妆年轻化普及，目标用户或更年轻化；另外，细分需求挖掘是美妆市场扩容的重要驱动因素，敏感肌修复、祛痘等符合诉求，未来新流量、新营销加码下细分赛道有望展现更强景气度。

图 37：敏感肌成因 top 因素情况



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

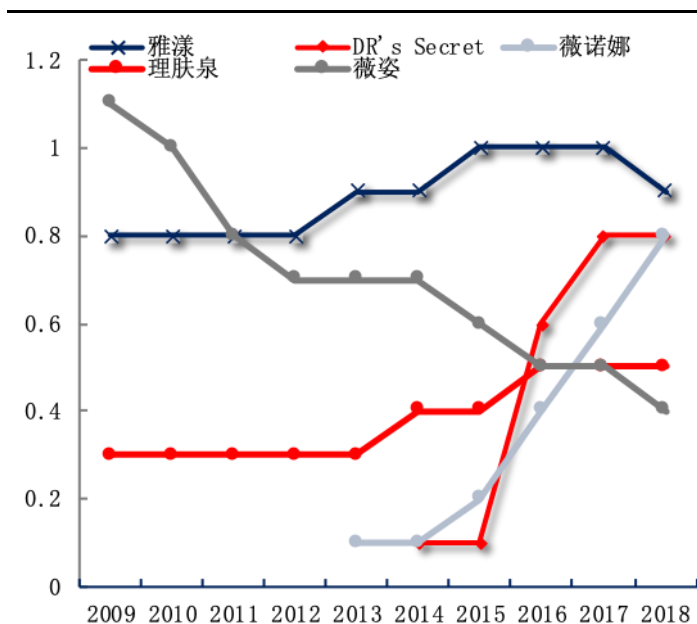
图 38：敏感肌肤人群年龄结构情况



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

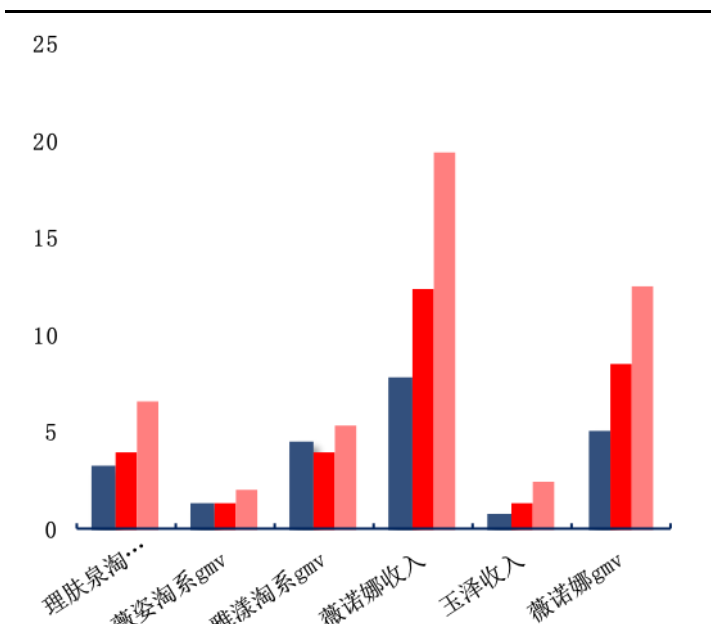
2) 竞争方面，国产敏感肌护肤品品牌竞争力不输外资品牌，年轻用户或对国货品牌青睐程度更高。近 2 年国货品牌玉泽、薇诺娜展现出更强筋的增速。根据淘数据，敏感肌修复外资龙头品牌理肤泉、雅漾 2019 年 gmv 分别为 6.6 亿、5.3 亿，同比增长 64%、33%；国货品牌薇诺娜 2019 年收入为 19.4 亿，同比增长 56%；玉泽 2019 年规模 2.5 亿左右，同比大几十增长，国货品牌势头迅猛，毫不逊色。我们认为，国货敏感肌品牌采用更新潮营销打法，医院研发背书下，年轻化用户或对国货敏感肌修复品牌更青睐，玉泽有望跻身第一梯队。

图 39: 敏感修复品牌近 10 年市占率情况 (单位: %)



资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

图 40: 专注敏感肌修复品牌淘系 gmV 或收入规模表现 (单位: 亿)

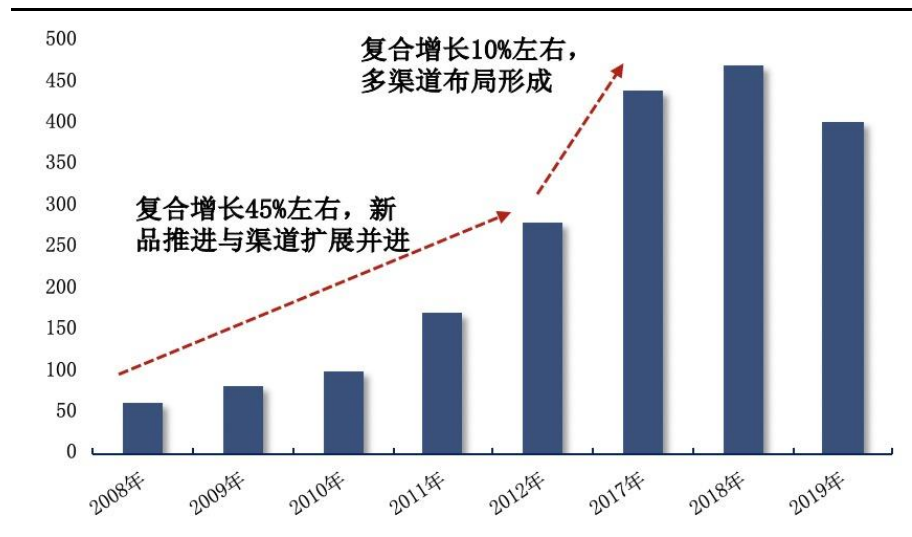


资料来源: 淘数据, 薇诺娜招股书, 信达证券研发中心

2.2 高夫: 专注男性护肤头部护肤品牌, 调整品牌打法后可追击

高夫品牌成立于 1992 年, 是专业男士化妆品品牌, 实现全面的品类及主流渠道覆盖。目前, 高夫品牌拥有男士护肤品系列、洗护品类、香水品类; 其中护肤品类目拥有 7 大明细系列, 涵盖控油、保湿、醒肤、美白、抗皱等护肤诉求, 价格带覆盖较全, 单位价格从 0.55 元/ml 到 2.18 元/ml, 整体偏大众化定位。同时, 高夫品牌覆盖百货、商超、CS、电商四大主流渠道, 不同渠道阶段性的助力品牌获取用户, 实现增长。截止 2019 年, 高夫收入规模 4 亿左右, 与美加净并列为公司第二大梯队品牌。

图 41: 高夫品牌不同阶段收入规模变化情况 (单位: 百万)



资料来源：信达证券研发中心

表 7：高夫品牌产品系列及定位

类目	系列	总价与 sku	单位价格	定位
洗护	发蜡喷雾套装	76 元/80g+250ml	0.23 元/ml	—
	洗发水沐浴露套装	79 元/400ml+400ml	0.10 元/ml	—
香水	古龙香水	158 元/60ml	2.63 元/ml	—
护肤品	恒润保湿系列 洁面喷雾水乳套装	419 元/120g+150ml+75ml+75ml	1.0 元/ml	保湿
	锐智多效系列 洁面水乳套装	439 元/120g+75ml+75ml	1.19 元/ml	醒肤
	荣耀耀抗皱系列 洁面水乳眼霜套装	729 元/120g+125ml+75ml+14ml	2.18 元/ml	紧致抗皱
	恒时保湿系列 洁面水乳套装	143 元/50g+75ml+75ml	0.82 元/ml	保湿
	净源控油系列 洁面水保湿露套装	178 元/100g+125ml+50ml	0.65 元/ml	控油
	水感酷白系列 洁面乳液面膜套装	258 元/100g+60ml+6 片*28	0.86 元/ml	美白

聚能醒肤系列

洁面水乳套装

249 元/150ml+150ml+150ml

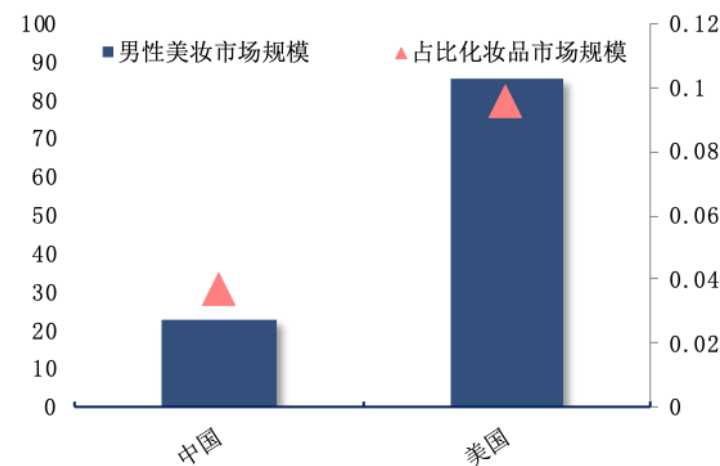
0.55 元/ml

醒肤

资料来源：公司公告，信达证券研发中心（价格数据为 2020 年 6 月 24 日价格）

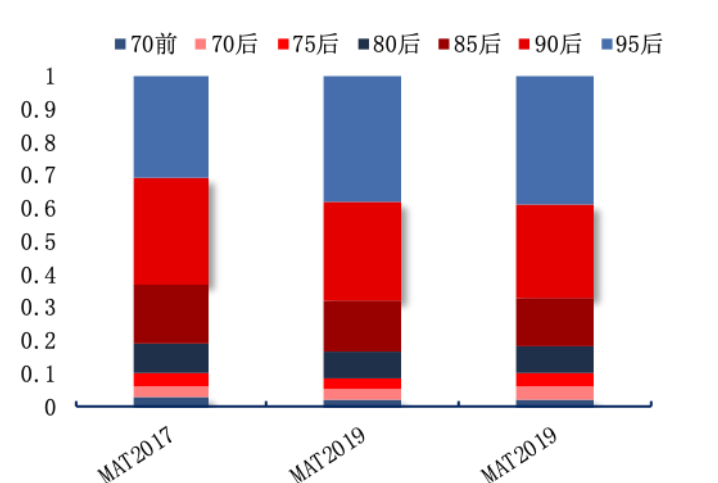
男性护肤品市场具备高成长性，线上用户年轻化助力行业成长。根据欧瑞咨询，2018 年男性美妆市场规模超过 20 亿美元，占比化妆品行业规模的 3.7%。相比于海外成熟市场，我国男性护肤品市场处于初级阶段，大部分用户仅满足清洁类需求，以美国市场为例，2018 年其男性美妆市场规模达 86 亿美元，占比美妆行业规模的 9.6%。我国男性美妆市场仍是蓝海市场，具备更强成长空间。根据天猫美妆近三年男性美妆用户观察，线上用户年轻化趋势明显，新生代消费者男性使用化妆品渗透率将提升，行业成长正当时。从近三年趋势看，淘系男士护肤品与彩妆买家 gmV 结构中，由 95 后买家贡献的 gmV 占比提升 4pct 至 67%，美妆线上化进程中正加速年轻用户消费习性养成，助力行业成长。

图 42：男性护肤品市场规模及增长情况（单位：亿美元）



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

图 43：2017-2019MT 淘宝男性买家用户年龄分布



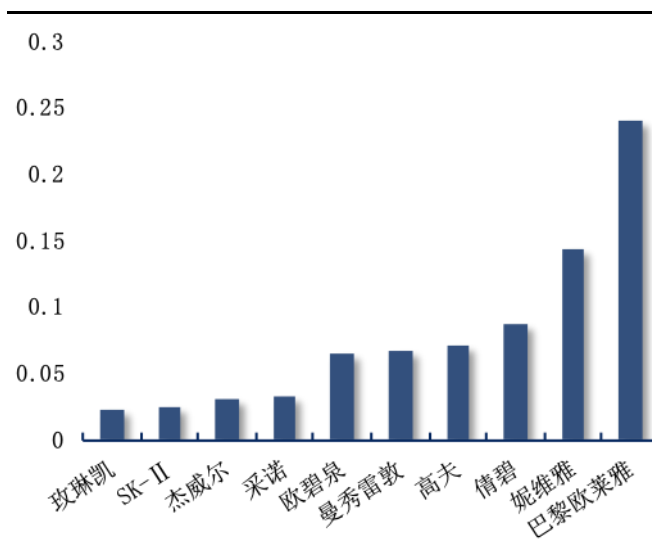
资料来源：天猫美妆，信达证券研发中心

男性用户具备更高忠诚度，高夫成为国货第一专业男士护理品牌，稳居男士护理前四地位。根据尼尔森数据，高夫面霜类产品 2018 年市场份额为 7%，稳居男士护理行业前四地位，份额稳步提升；洁面类产品 2017 年

市场份额为 5.6%，位列行业第三。根据智妍咨询，高夫品牌关注度列于第四，是关注度第一的国货品牌。同时，男性用户具备更高忠诚度，头部品牌可在巩固已有用户基础上获取增量用户，增强竞争地位。

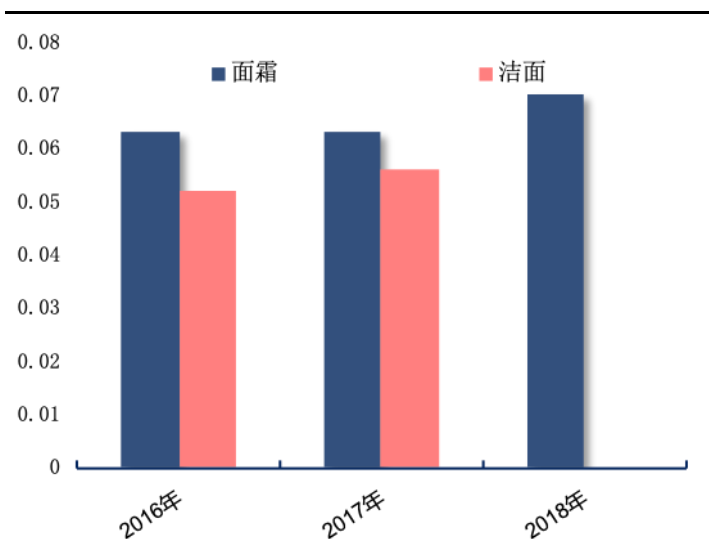
高夫品牌已然建立较强品牌知名度，品牌调整后有望追赶。近年，高夫品牌增长并不理想，可能在于：1) 17 年组织架构改革后品牌建设与渠道管理分部在不同事业部，四大渠道共同发展，新品设计及品牌形象受渠道差异难协调；2) 多品牌矩阵发展中，高夫在单一渠道中均不是资源投入重心。**未来高夫品牌边际改善在于：**1) **CS** 渠道是聚集和沉淀私域流量的良好阵地，高夫作为 **CS** 渠道中重点品牌之一推广享受赛道与流量红利；2) 在精简的中心思路指引下，高夫品牌预计将在渠道布局与核心产品系列投入上重心更为突出，带来效率提升。整体上，男性用户拥有更高的品牌忠诚度，高夫拥有良好的品牌沉淀，未来拥有更广阔的成长空间。

图 44：男性护肤品牌关注度



资料来源：智妍咨询，信达证券研发中心

图 45：高夫洁面产品与面霜产品市场份额情况

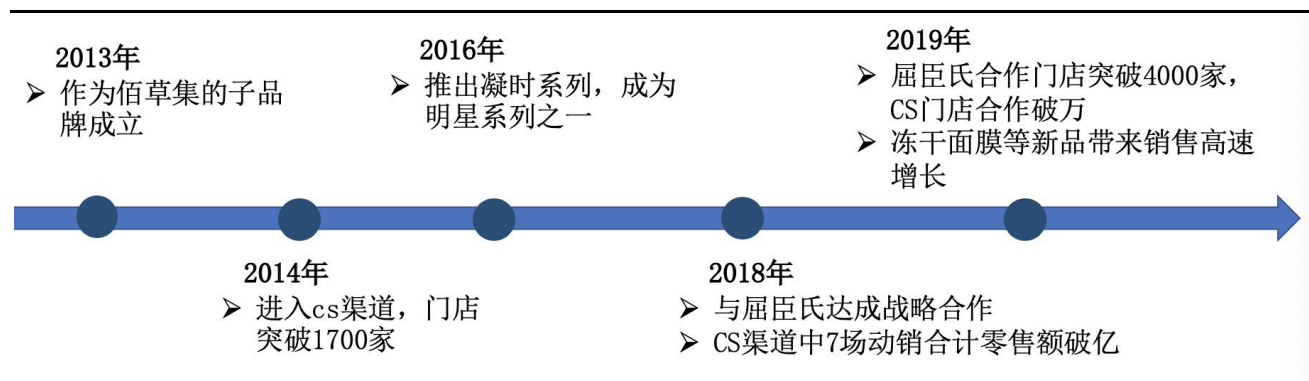


资料来源：尼尔森，信达证券研发中心

2.3 典萃：科技化功能性护肤品，主攻 CS 渠道与电商渠道，有望跻身二梯队美妆品牌

典萃成立于 2013 年，过去七余年中作为佰草集的子品牌主攻线下 **CS** 渠道。沿用佰草集的中草药护肤理念，典萃覆盖美白、保湿、抗衰等多个护肤产品系列，定位偏大众化。

图 46: 典萃品牌发展历程



资料来源：公司公告，公司公众号，信达证券研发中心

2020年6月，公司调整典萃品牌，具体而言：1) 树立新品牌形象，增加科技化功效性护肤理念。公司采用新的品牌宣传，“科研珍萃，成就美肌”，升级新的包装风格，打造科技化功效性护肤品牌形象；新品推进上，典萃推出全新的产品烟酰胺 33 瓶、玻尿酸 55 瓶、多肽凝时 77 瓶，与产品形象高度契合。2) cs 渠道与电商渠道齐发力，独立于佰草集宣传提升在渠道中知名度。根据公司 cs 云商城发布会，典萃将作为重点品牌继续深耕 CS 渠道，在该渠道中具备差异化标签，具备独特的竞争力。3) 新营销推广有望跟进，直播、社群运营等传播等齐驱并进。今年 6 月公司 cs 云发布上，新任董事长亲自为典萃带货，新营销推广方式有望推进。

表 8: 典萃品牌 2020 年新产品系列及定位

系列名称	功效	重点成分	定价
烟酰胺焕亮系列	美白	烟酰胺+雪莲精萃+白藜芦醇+冻干技术	239 元/7 对
玻尿酸水润系列	补水	4 重玻尿酸+石斛精萃+蓝铜胜肽+冻干技术	239 元/7 对
多肽凝时系列	淡化细纹	多肽+人参精萃+视黄醇+冻干技术	239 元/7 对

资料来源：屈臣氏官方旗舰店，信达证券研发中心，（价格数据为 2020 年 6 月 24 日价格）

盈利预测、估值、投资评级

盈利预测及假设

1) 收入毛利率预测

根据公司收入拆分口径，主要分为个人护理、美容护肤、家居护理三大类目，我们按照公司口径拆分：

收入方面，**个人护理类**目中，主要为六神、汤美星、启初、高夫等，六神品牌基于稳健的品类延展及短期疫情叠加凉夏影响预计 2020-2022 年收入增幅为 0%、3%、3%；汤美星短期受疫情负面冲击较明显，预计 2020-2022 年收入增幅为-30%、15%、12%，个人护理类增速分别为-11%、8%、7%。**美容护肤类**目中，主要为佰草集、玉泽、美加净等，佰草集短期处于调整期，预计 2020-2022 年收入增速为-12.6%、5.8%、6.1%；玉泽卡位细分赛道，主攻线上渠道，具备高成长性，预计 2020-2022 年收入增速为 290%、28%、25%；美容护肤类目预计 2020-2022 年收入增速为 16%、13%、13%。**家居护理类**目中，家安处于成长初级阶段，利用现有广阔渠道优势，预计 2020-2022 年收入增速为 25%、25%、22%。综合预计收入增速分别为-1%、11%、10%。

毛利率方面，个人护理类目中，预计 2020-2022 年毛利率为 57.5%、57.5%、57.5%；美容护肤类目中，预计 2020-2022 年毛利率为 73.2%、74.2%、75.0%；家居护理类目中，预计 2020-2022 年毛利率为 49.3%、49.3%、49.3%；综合预计毛利率为 62.8%、63.1%、63.5%。

2) 期间费用率预测

我们预计公司期间费用率降有所优化，主要基于：1）新任管理层上任后带来的组织架构简化及品牌渠道调整将有利于优化资源利用效率，降低公司费用率；2）处于成长期的品牌规模体量变大的过程度过盈亏平衡期，将带来费用率的优化。综合而言，预计 2020-2021 年销售费用率为 41.1%、40.0%、39.0%，管理费用率为 12.2%、12.0%、12.0%。

表 9：收入成本预测拆分（单位：百万）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	7138	7597	7550	8345	9185
yoy		6.4%	-0.6%	10.5%	10.1%
毛利率	62.8%	61.9%	62.8%	63.1%	63.5%
(1)个人护理	4541	4901	4387	4731	5060
yoy		7.9%	-10.5%	7.9%	7.0%

—六神预测	2080	2170	2170	2235	2302
yoy		4.3%	0.0%	3.0%	3.0%
—汤美星预测	1633	1703	1192	1371	1535
yoy		4.3%	-30.0%	15.0%	12.0%
—其他预测	828	1028	1025	1125	1223
yoy		24.2%	-0.4%	9.8%	8.7%
毛利率	58.5%	57.5%	57.5%	57.5%	57.5%
(2) 美容护肤	2355	2356	2741	3087	3484
yoy		0.1%	16.3%	12.6%	12.8%
—佰草集预测	1870	1820	1591	1684	1787
yoy		-2.7%	-12.6%	5.8%	6.1%
—玉泽预测	135	245	956	1223	1529
yoy		81.5%	290.0%	28.0%	25.0%
毛利率	72.6%	72.7%	73.2%	74.2%	75.0%
(3) 家居护理	233	333	416	521	635
yoy		42.9%	25.0%	25.0%	22.0%

资料来源：信达证券研发中心

估值与投资建议

我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 75.5 亿元/83.4 亿元/91.9 亿元，同比增长-1%/10.5%/10.1%；归母净利润分别为 4.9 亿元/6.4 亿元/8.0 亿元，同比变化为-12%/31%/24%，对应 PE 分别为 60 倍/45 倍/37 倍。公司为行业品牌矩阵及渠道布局最广的公司，是国产日化集团龙头企业，新任高管有望带来管理改善释放业绩潜力；根据万德一致预期，同业可比公司 2020-2022 年 PE 均值分别 78.4 倍、55.8 倍、45.0 倍，考虑到公司龙头地位及未来增长潜力，与同赛道化妆品企业相比仍具备估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：上海家化可比公司估值情况

		2020E	2021E	2022E
丸美股份	PS	15.6	13.0	11.2
	PE	53.9	44.8	38.2
珀莱雅	PS	8.2	6.4	5.1

御家汇	PE	66.3	51.0	40.7
	PS	2.5	2.1	2.5
壹网壹创	PE	118.3	74.2	61.2
	PS	12.4	9.3	7.2
	PE	75.3	53.3	39.8
平均 PS		9.6	7.7	6.5
平均 PE		78.4	55.8	45.0
上海家化 PS		3.9	3.5	3.2
上海家化 PE		59.6	45.5	36.8

资料来源：万德一致预期，信达证券研发中心（以 2020 年 7 月 20 日收盘价为基础）

风险因素

组织架构及品牌调整效果不达预期。我们对新任高管上任后简化公司组织架构以及品牌打法更聚焦从而带来公司费用率降低给予较高预期；但是未来仍存在组织架构调整过程中受到历史遗留问题进度或效果不达预期风险，同时，头部品牌需要权衡的利益点复杂，受制于细分赛道本身的景气度，亦存在调整不达预期风险。

玉泽品牌收入及盈利不达预期。玉泽卡位优质细分赛道，且成为公司化妆品类目重心品牌，享受资源优势，我们给予了超高速增长预期。但是从中长期视角看，玉泽仍面临多产品系列延展过程中再造爆款产品不达预期风险，从而影响品牌成长天花板；同时，玉泽过去一年中头部主播带货贡献比重较高，进而影响品牌盈利性，未来存在仍依赖高费率销售渠道风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,777.45	5,877.52	6,170.91	6,877.69	7,753.01
货币资金	1,105.49	1,609.13	1,939.40	2,426.37	3,072.65
应收票据	1.15	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1,030.31	1,228.98	1,221.40	1,349.96	1,485.93
预付账款	78.26	63.93	62.04	67.94	73.95
存货	874.82	925.17	897.76	983.12	1,070.18
其他	1,687.42	2,050.31	2,050.31	2,050.31	2,050.31
非流动资产	5,382.63	5,269.98	5,386.77	5,493.18	5,592.40
长期股权投资	276.18	391.36	391.36	391.36	391.36
固定资产(合计)	1,188.92	1,122.05	1,114.69	1,159.67	1,190.55
无形资产	816.34	820.65	863.69	904.06	944.13
其他	3,101.19	2,935.92	3,017.02	3,038.09	3,066.35
资产总计	10,160.07	11,147.49	11,557.67	12,370.87	13,345.41
流动负债	2,691.44	2,865.02	2,838.70	2,947.08	3,058.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	827.62	823.86	799.45	875.46	952.99
其他	1,863.82	2,041.16	2,039.25	2,071.62	2,105.85
非流动负债	1,655.57	1,996.73	1,996.73	1,996.73	1,996.73
长期借款	1,072.54	1,138.00	1,138.00	1,138.00	1,138.00
其他	583.03	858.73	858.73	858.73	858.73
负债合计	4,347.01	4,861.74	4,835.43	4,943.81	5,055.57
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	5,813.06	6,285.75	6,777.21	7,421.85	8,218.39
负债和股东权益	10,160.07	11,147.49	11,557.67	12,370.87	13,345.41

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,137.95	7,596.95	7,550.14	8,344.83	9,185.29
同比(%)	10.01%	6.43%	-0.62%	10.53%	10.07%
归属母公司净利润	540.38	557.09	491.46	644.64	796.54
同比(%)	38.63%	3.09%	-11.78%	31.17%	23.56%
毛利率(%)	62.79%	61.88%	62.78%	63.12%	63.53%
ROE(%)	9.66%	9.21%	7.52%	9.08%	10.19%
EPS(摊薄)(元)	0.81	0.83	0.73	0.96	1.19
P/E	53	52	60	45	37
P/B	4.97	4.59	4.33	4.95	3.57

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,137.95	7,596.95	7,550.14	8,344.83	9,185.29
营业成本	2,655.91	2,896.00	2,810.21	3,077.41	3,349.93
营业税金及附加	55.60	53.58	54.36	60.08	66.13
销售费用	2,901.39	3,204.13	3,103.11	3,337.93	3,582.26
管理费用	883.32	941.79	921.12	1,001.38	1,102.24
研发费用	149.51	172.83	188.75	212.79	234.23
财务费用	60.91	31.42	44.05	40.00	33.84
减值损失合计	60.31	-73.52	-22.06	-29.89	-47.37
投资净收益	129.93	153.99	115.85	127.67	135.29
其他	145.38	175.50	55.88	40.21	5.25
营业利润	646.31	700.22	622.32	813.00	1,004.58
营业外收支	-0.07	1.78	-3.04	-0.71	-0.87
利润总额	646.24	701.99	619.28	812.30	1,003.71
所得税	105.86	144.90	127.82	167.66	207.17
净利润	540.38	557.09	491.46	644.64	796.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	540.38	557.09	491.46	644.64	796.54
EBITDA	905.20	989.96	826.54	1,033.35	1,240.72
EPS(当年)(元)	0.81	0.83	0.73	0.96	1.19

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	894.67	748.76	638.37	677.67	840.49
净利润	540.38	557.09	491.46	644.64	796.54
折旧摊销	196.58	230.10	143.88	157.67	173.63
财务费用	62.38	57.87	63.38	63.38	63.38
投资损失	-129.93	-153.99	-115.85	-127.67	-135.29
营运资金变动	40.29	116.26	18.89	-95.28	-83.64
其它	184.97	-58.57	36.60	34.93	25.87
投资活动现金流	-841.77	-120.81	-134.61	-127.33	-130.82
资本支出	-382.40	-29.87	-250.45	-255.00	-266.12
长期投资	3,914.18	3,209.06	115.85	127.67	135.29
其他	-4,373.55	-3,300.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-220.34	-185.87	-63.38	-63.38	-63.38
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-18.60	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	176.73	221.06	63.38	63.38	63.38

EV/EBITDA	33.08	30.31	36.85	29.47	24.55	现金净增加额	-169.89	438.49	440.38	486.97	646.28
-----------	-------	-------	-------	-------	-------	--------	---------	--------	--------	--------	--------

研究团队简介

程远，北京大学工商管理学硕士，2008 年开始从事证券行业。现任信达证券研发中心负责人。曾任华泰证券研究所首席研究员，东兴证券基金业务部投资总监、研究总监、基金经理等职务。中央电视台财经频道特邀嘉宾，中证报特约撰稿人。

李媛媛，复旦大学金融硕士，2020 年加入信达证券研究开发中心，从事纺织轻工行业研究，研究化妆品等方向。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。