

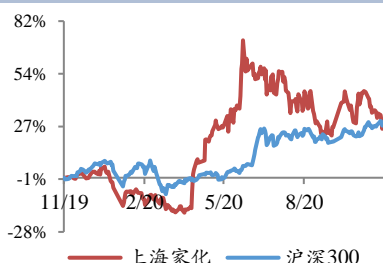
百廿龙头蓄势再起航

投资评级: 增持 (首次)

报告日期: 2020-11-30

收盘价 (元) 38.14
近 12 个月最高/最低 (元) 51.50/24.55
总股本 (百万股) 671
流通股本 (百万股) 671
流通股比例 (%) 100.00
总市值 (亿元) 256
流通市值 (亿元) 256

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 虞晓文

执业证书号: S0010520050002

电话: 18505739789

邮箱: yuxw@hazq.com

联系人: 谢丽媛

执业证书号: S0010120050004

电话: 15802117956

邮箱: xiely@hazq.com

相关报告

- 《十四五专题之新消费: 从社会学与心理学角度解读新消费的本质 | 华安家电轻工》
- 《化妆品行业深度: 美丽无止境, 重点配置品牌端和渠道端 | 华安家电轻工》

主要观点:

● 多品牌+多品类+全渠道的百廿民族日化龙头。

公司经营历史超过 120 年, 旗下品牌众多、品类齐全, 覆盖不同年龄和消费层次、满足多种细分需求, 线下线上拥有八大渠道; 2020 年公司迎来新 CEO, 并颁布新一轮股权激励计划, 为公司发展注入新动能。

● 品牌端: 聚焦主力高增长品牌, 卡位细分高成长赛道。

公司从品牌大小、增速、毛利率和竞争集中度等维度, 对品牌矩阵进行重新梳理, 形成高速增长、细分冠军和细分领先的差异化品牌发展策略, 将资源投放聚焦于主力高增长品牌, 并在细分高成长赛道完成卡位。

● 渠道端: 线下渠道精简+赋能持续焕活, 线上渠道拓渠+聚焦稳步提升。

公司顺应渠道变革趋势, 积极推进渠道转型。线下渠道方面, 持续推进线下拓展, 在人流下降压力较大的经销商分销和 KA 系统, 取得了高于市场的增速, 并提高了单产。百货渠道进行了终端形象优化, 并开始逐步推广养美空间单品牌店模式。母婴渠道通过互相引流的模式取得了更好的增长。化妆品专营店渠道覆盖更多品牌和品类, 同时积极拓展海外渠道, 并入驻亚马逊; 线上渠道方面, 电商实现运营能力和单产提高, 并通过智慧零售门店尝试线上线下融合; 特渠逐步建立可持续的业务模式, 并尝试通过引入会员流量打造家化自有的商城平台。

● 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 75.4、84.4、94.7 亿元, 对应增速分别-0.8%、12.0%、12.2%, 预计公司归母净利润分别 3.7、5.1、7.7 亿元对应增速分别-33.3%、37.7%、49.5%, 对应 EPS 分别为 0.55、0.76、1.14 元/股, 当前股价对应 2020-2022 年分别 69.5x、50.5x、33.8xPE, 给予增持评级。

● 风险提示

疫情反复导致线下门店恢复速度不及预期; 公司的组织架构和品牌战略调整短期内难见成效, 影响市场信心; 品牌拓展及新品研发不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7597	7535	8439	9465
收入同比 (%)	6.4%	-0.8%	12.0%	12.2%
归属母公司净利润	557	372	512	765
净利润同比 (%)	3.1%	-33.3%	37.7%	49.5%
毛利率 (%)	61.9%	61.3%	62.3%	63.7%
ROE (%)	8.9%	5.6%	7.1%	9.6%
每股收益 (元)	0.83	0.55	0.76	1.14
P/E	37.28	69.51	50.48	33.77
P/B	3.30	3.88	3.60	3.25
EV/EBITDA	36.34	68.62	59.89	34.36

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

引言	5
1 多品牌+多品类+全渠道的百廿民族日化龙头	5
1.1 百廿日化民族品牌，“换帅+股权激励”注入新动能	5
1.2 丰富的品牌矩阵+深厚的渠道布局，构造最强综合竞争实力	8
2 品牌端：聚焦主力高增长品牌，卡位细分高成长赛道	10
2.1 佰草集：品牌梳理+定位聚焦，有望迎来业绩复苏	12
2.2 雙妹：传承百年经典，续写美妆传奇	14
2.3 玉泽：功能护肤正当时，有望成为公司业绩增长新引擎	19
2.4 高夫：专为中国男士高级定制的护肤品牌，蓝海市场空间广阔	24
3 渠道端：线下渠道精简+赋能持续焕活，线上渠道拓渠+聚焦稳步提升	27
3.1 线下渠道精简+赋能，以新零售激活业绩增长	27
3.2 线上不断开拓新兴渠道，以聚焦化打造明星爆款	29
4 公司基本情况	34
4.1 股权结构	34
4.2 基本财务信息	35
5 投资建议	37
风险提示	39
财务报表与盈利预测	40

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 欧莱雅中国 2017-2019 年连续三年实现高增，分别达到 17%/33%/35%	7
图表 3 2019 年美泰实现 5 年内营业收入首次停止下滑，3 年内营业利润和经营性现金流首次转正，创下 5 年内最佳运营纪录	7
图表 4 股权激励公司业绩层面考核目标	8
图表 5 股权激励个人业绩层面考核目标	8
图表 6 公司拥有国内最全的品牌矩阵	8
图表 7 公司品牌发展历程	9
图表 8 公司 2015-2019 年分类别营业收入及增速	9
图表 9 公司 2019 年分品牌营业收入（亿元）	10
图表 10 公司线下网点情况	10
图表 11 2020 年 1-10 月美妆 TOP20 品牌	11
图表 12 2020 年 1-10 月护肤 TOP20 品牌	11
图表 13 公司差异化品牌发展策略	12
图表 14 佰草集产品类型丰富，定位中高端	12
图表 15 2002-2019 年佰草集营业收入情况	13
图表 16 佰草集明星单品——太极系列精华液和冻干面膜	14
图表 17 1915 年黎洪元题词“材美工巧，尽态极妍”	15
图表 18 最为经典的雙妹月份牌（1936 年）	15
图表 19 新的品牌标识和产品外观	16
图表 20 精致的产品套装包装设计	17
图表 21 雙妹的产品品类	17
图表 22 雙妹与解百纳“醉”国潮跨界营销、响应“国潮行动”登陆纽约时装周	17
图表 23 高端化妆品行业增速远超大众化妆品	18
图表 24 高端化妆品市场集中度	18
图表 25 公司经营项目增加第一类和第二类医疗器械销售	19
图表 26 疫情催生“口罩脸”	19
图表 27 玉泽屏障修护系列采用的 PBS 技术，可从根源上解决“口罩脸”问题	20
图表 28 玉泽首创医研共创模式为品质背书	21
图表 29 严选成分，配方精简无添加	21
图表 30 玉泽已形成“4 大系列+2 大单品”的产品矩阵	22
图表 31 玉泽产品矩阵情况	22
图表 32 玉泽采用多元营销组合拳，迅速破圈	23
图表 33 2019 年试水超头直播后，品牌热度明显上升	23
图表 34 2020 年玉泽销售规模暴涨，全年销售额有望突破 10 亿元	23
图表 35 2020.1 月-2020.11 月玉泽销售额在功能护肤可比品牌中排名第 6，占比 10%	24
图表 36 高夫产品矩阵情况	25
图表 37 男性首次使用护肤品的年龄分布	26

图表 38 不同代际男性的化妆品消费占比分布	26
图表 39 2015-2019 年男性护肤市场规模及增速	26
图表 40 2010-2019 年男性护肤可比品牌市占率情况（高夫稳居行业前四，国货第一）	27
图表 41 上海家化云商城	28
图表 42 CS 渠道专供品牌“典萃”新产品“33 瓶、55 瓶、77 瓶”	29
图表 43 公司组织架构调整，电商划归渠道管理办公室	30
图表 44 “高夫×大圣归来”	31
图表 45 “六神×RIO 鸡尾酒”	32
图表 46 “美加净×大白兔”	33
图表 47 “美加净×大白兔”引发市场大量关注	33
图表 48 公司线上渠道增速较快	34
图表 49 2019 年公司线上渠道收入占比快速提升	34
图表 50 股权结构	34
图表 51 营业收入及增速	35
图表 52 2019 年公司线上渠道收入占比快速提升	35
图表 53 销售净利率	35
图表 54 销售毛利率	35
图表 55 公司的销售费用率约为 42%，与御家汇相近，高于珀莱雅和丸美	36
图表 56 公司的管理费用率约为 15%，远高于珀莱雅、丸美和御家汇	36
图表 57 公司的财务费用率约 0.4%，与可比公司相近	36
图表 58 公司的人均创收和人均创利逐步改善	36
图表 59 可比公司 ROE 拆分	37
图表 60 分品牌盈利预测（亿元）	38

引言

上海家化作为经营历史跨越三个世纪的民族日化龙头，旗下品牌众多、品类齐全，覆盖不同年龄和消费层次、满足多种细分需求，可谓中国本土综合实力最强的日化企业。但 2013 年后公司发展进入调整期，7 年 3 次管理层变更，使得资本市场对公司的长期发展信心不足。2020 年，公司再次换帅，新董事长潘总擅长战略转型和渠道变革，具有丰富的化妆品行业从业经验，此番能否带领百年家化实现复兴？家化的新变革将从哪些领域展开？已经落实哪些措施，取得何种效果？本篇报告将对这些问题进行重点分析。

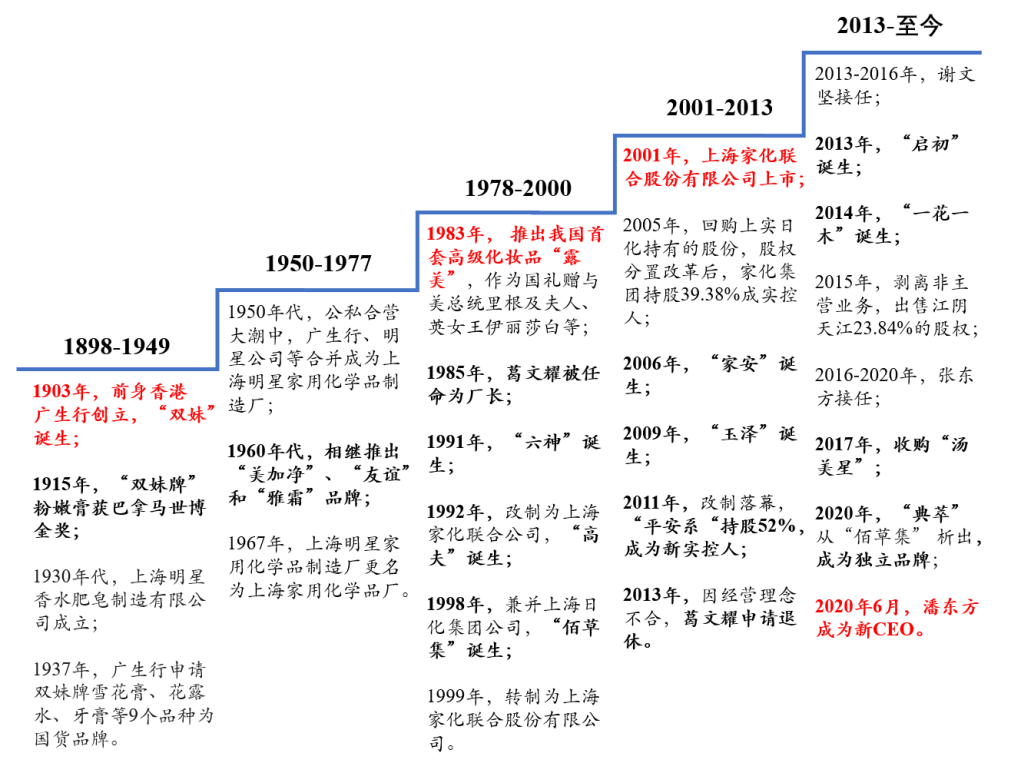
1 多品牌+多品类+全渠道的百廿民族日化龙头

1.1 百廿日化民族品牌，“换帅+股权激励”注入新动能

百廿民族日化品牌，化妆品上市第一股。上海家化前身可追溯至 1898 年创立于香港的广生行，企业开办历史至今已逾 122 年，是本土开办历史最为悠久的日化民族企业之一。2001 年，公司在上交所主板上市，成为国内第一家化妆品上市公司。回顾公司的 122 年企业史，大致可划分为 5 个阶段：

- **1898-1949 年：**香港广生行创立，研制“双妹”牌粉嫩膏大获成功，1915 年获巴拿马世博会金奖，巴黎时尚界盛赞完美，黎洪元题词“才美工巧、尽态极妍”，一时风光无两。1930 年广生行上海工厂成立，公司发展进入全盛期，产品畅销海外。1949 年，在公私合营改革浪潮下，广生行上海工厂和香港广生行逐渐脱离，后逐步演化为上海家化。
- **1950-1970 年代：**历经战乱后，人民生活进入恢复期，对于大众消费品的需求开始恢复，公司相继推出雅霜、美加净等平民品牌。
- **1970-1990 年代：**时值改革开放初期，1983 年公司推出我国首套高级化妆品露美，并作为国礼赠送外宾。1992 年公司开启首轮改制，1998 年并购上海日化集团，成立上海家化（集团）有限公司。
- **2001-2013 年：**公司上市，迎来高速发展期，2001-2013 年公司市值 CAGR 高达 19%。2011 年公司启动第二轮改制，中国平安通过多轮增持成为实控人，2013 年因经营理念有别，原董事长葛文耀离职。
- **2013-2020 年：**“平安系”主导时代，先后经历谢文坚（2013-2016 年）和张东方（2016-2020 年）两任 CEO，期间，启初（2013 年）和一花一木（2014 年）子品牌相继诞生，2017 年公司收购婴幼儿喂哺品牌汤美星，2020 年典萃从佰草集析出成为独立品牌。2020 年 6 月潘秋生接棒上任，公司发展迎来新纪元。

图表 1 公司发展历程

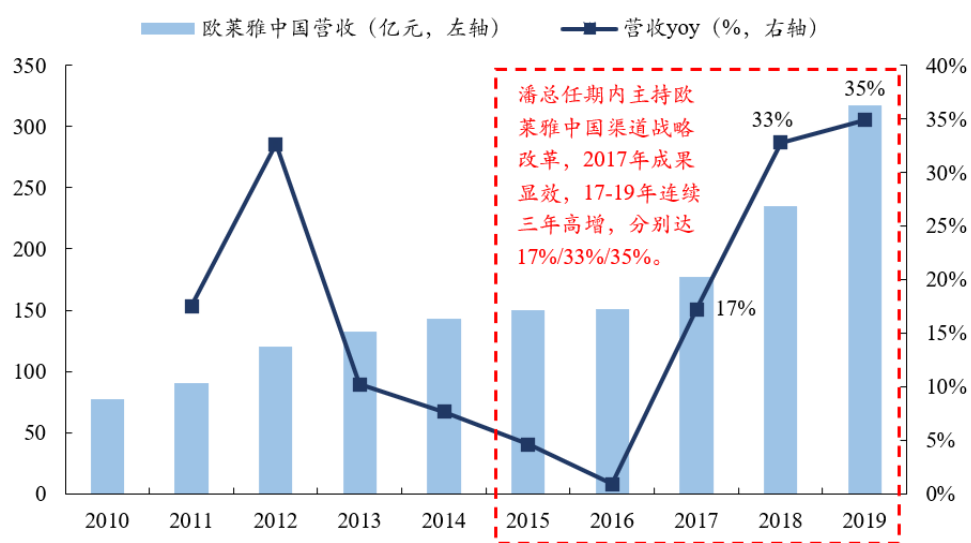


资料来源：华安证券研究所整理

潘总系欧莱雅和美泰公司前高管，擅长战略转型和渠道变革，有望为公司发展注入新动能。2013年以来，公司先后经历三次管理层更换，引发公司经营战略重心的不断调整，导致公司错失最佳战略转型机遇和最佳渠道变革红利，亦使市场信心不足，反映在股价上表现为上下多轮震荡，但始终无法突破前期高值、保持良性增长。潘总此前多次担任公司改革“操盘手”，拥有丰富的业务整改和线上渠道转型经验：

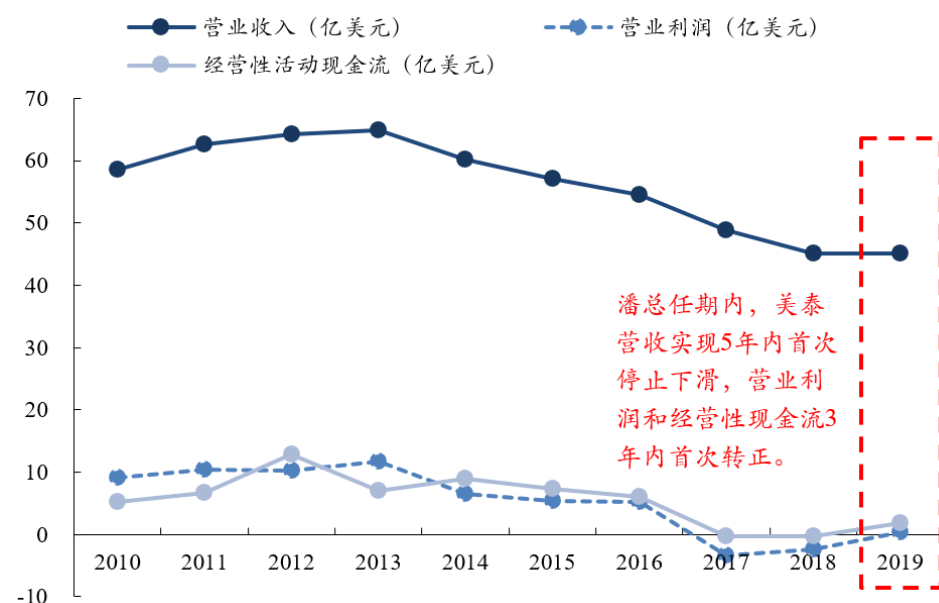
- 2015-2019 年担任欧莱雅集团大众化妆品部中国商务总经理及亚太区商务总经理，期间主持欧莱雅中国渠道战略调整，2017 年起成果显效，欧莱雅中国营收止跌回升，当年增速达 17%，2018-2019 年继续高增，增速分别达 33%和 35%，实现 15 年来最快增长；
- 2019-2020 年担任美泰全球副总裁兼美太芭比中国区经理，2019 年美泰实现 5 年内营业收入首次停止下滑、3 年内营业利润和经营性现金流首次转正，创下 5 年内最佳运营记录。2020 年 6 月，潘总上任后提出“一个中心、两个基本点和三个助推器”的未来打法（即以消费者为中心，以品牌创新和渠道进阶为基本点，以文化、流程和数据化为助推器），直指公司当前发展痛点，有望进一步加快公司变革和转型步伐，为公司发展注入新动能。

图表 2 欧莱雅中国 2017-2019 年连续三年实现高增，分别达到 17%/33%/35%



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 3 2019 年美泰实现 5 年内营业收入首次停止下滑，3 年内营业利润和经营性现金流首次转正，创下 5 年内最佳运营纪录



资料来源：公司公告，华安证券研究所

股权激励计划稳定团队，彰显信心。2020 年 10 月 9 日，上海家化发布限制性股权激励计划，拟向 139 名董事、高管、中高层管理人员、骨干员工授予限制性股票数量 869 万股，占总股本的 1.29%，授予价格为 19.57 元/股，其中董事长、副总经理、首席财务官授予比例共 11.5%，中层管理人员及骨干授予比例高达 69.08%，授予对象覆盖范围广泛，有利于深度绑定公司上下利益，激发企业内在活力，为公司稳步复苏形成良好支撑，彰显公司对长期发展的信心。

图表 4 股权激励公司业绩层面考核目标

业绩考核目标		解除限售期		
		第一个解除限售期 (2021年度)	第二个解除限售期 (2022年度)	第三个解除限售期 (2023年度)
业绩考核目标 (A)	营业收入	83亿	94亿	106亿
	累计净利润	4.8亿	13.1亿	24.7亿
业绩考核目标 (B)	营业收入	76亿	86亿	98亿
	累计净利润	4.1亿	11.1亿	21.0亿
解锁比例		30%	30%	40%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：公司营收和累计净利润须同时至少达到 B 级目标，才可解除当年限售股份，达到 A 级，解除限售比例更高。

图表 5 股权激励个人业绩层面考核目标

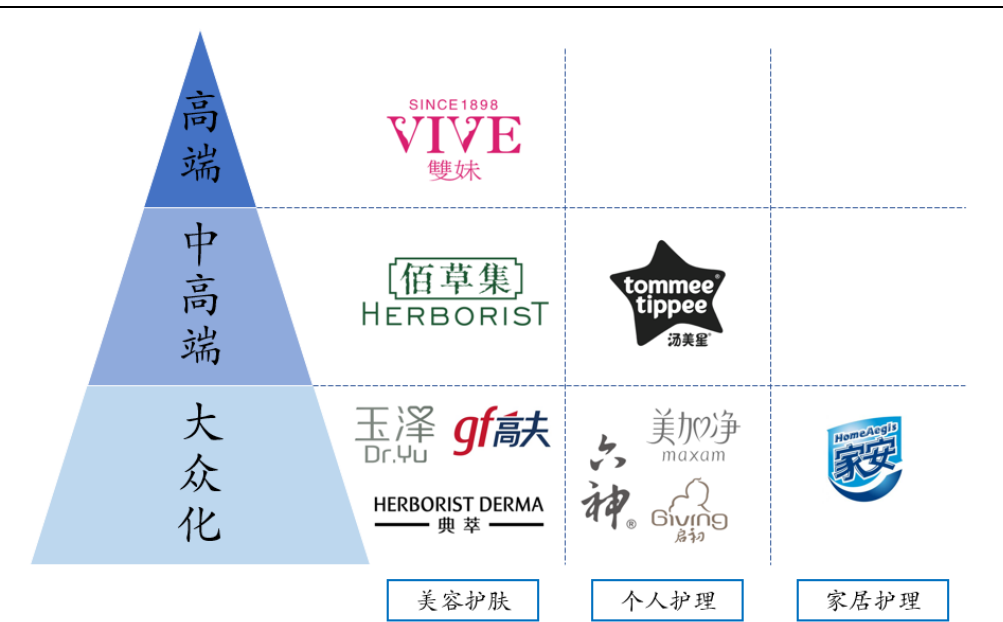
考评结果	B及以上	B-	C	D
个人层面解除限售比例	100%	80%	60%	0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 丰富的品牌矩阵+深厚的渠道布局，构造最强综合竞争实力

公司已形成覆盖不同年龄和消费层次、满足多种细分需求和生活场景的品牌矩阵。产品类别涵盖护肤类、洗护类、家居护理类、婴幼儿喂哺类，旗下拥有佰草集、六神、汤美星、美加净、高夫、玉泽、典萃、启初、家安等 10 大品牌，并通过与片仔癀和切迟杜威公司合作，代理片仔癀、艾禾美、碧缇丝和芳芯等品牌的部分明星产品。

图表 6 公司拥有国内最全的品牌矩阵



资料来源：公司官网，华安证券研究所

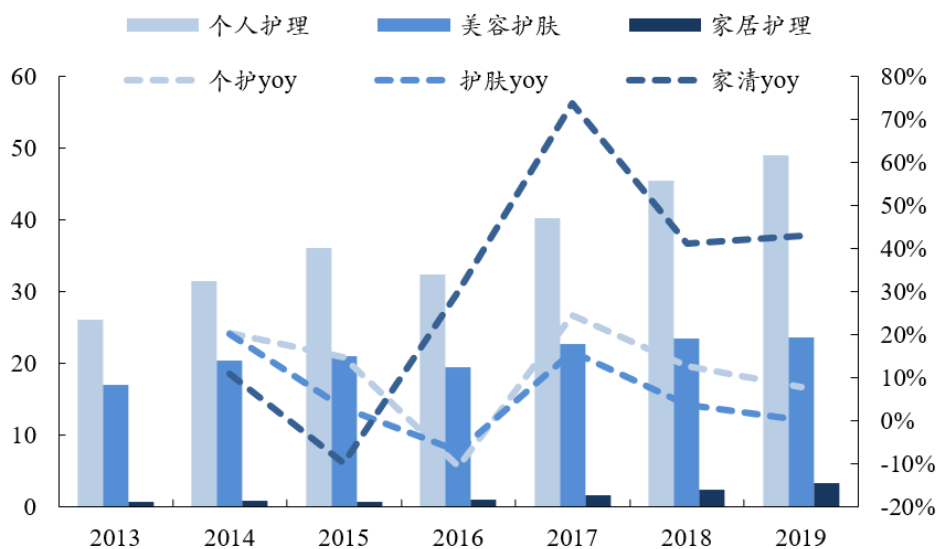
图表 7 公司品牌发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

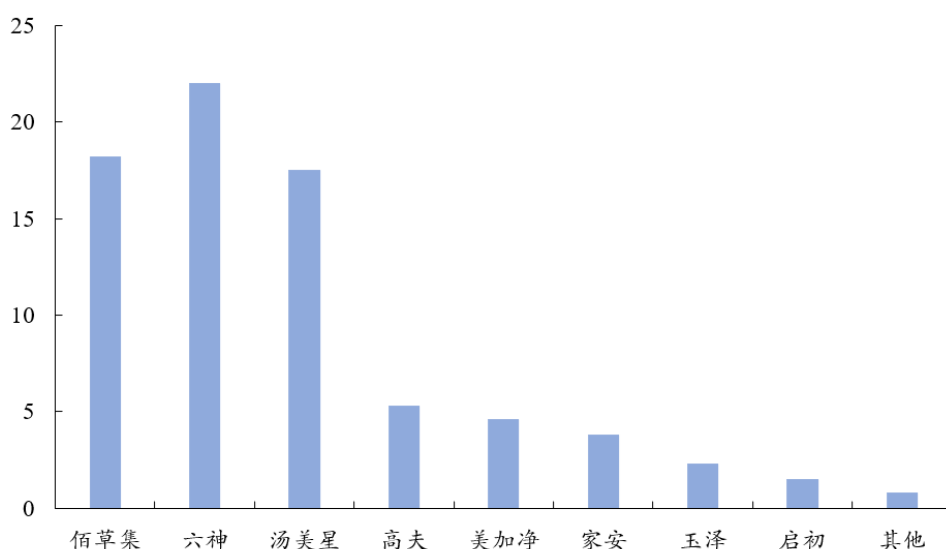
分类别看，个人护理类对公司营收贡献最大，占比在 60%左右，家居护理类增速最快，2015-2019 年 CAGR 达 46%；分品牌看，佰草集、六神、汤美星为公司主力吸金品牌，2019 年营业收入分别约为 18.2、22.0 和 17.5 亿元，高夫、美加净和家安次之，营收在 4-5 亿元左右，玉泽和启初在 2019 年的营收规模尚较小，分别约为 2.3 和 1.5 亿元。

图表 8 公司 2015-2019 年分类别营业收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 公司 2019 年分品牌营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，淘数据，Euromonitor，华安证券研究所

公司家底深厚，凭借多年经营，构筑起最深、最广的渠道布局。公司线上线下共拥有八大渠道：线下为经销商分销、百货、商超、KA、CS、母婴和海外，线上为电商和大股东平安提供的特殊渠道。截至 2019 年，公司已形成一套分布最广、触达最深的线下分销网络，包括：商超门店 20 万家，农村直销车覆盖的乡村网点近 9 万家店、百货近 1500 家、化妆品专营店约 1.3 万家和母婴店近 6000 家，体量为全国之最。

图表 10 公司线下网点情况

	商超门店	乡村网点	专营店	百货	母婴店
2014	-	-	3800 家	-	超 4700 家
2015		30 万家（含 1.2 万家大型卖场）		1500 家	5000 家
2016		30 万家（含 1.2 万家大型卖场）		1500 家（含专柜和品牌专卖店）	4000 家
2017	19.6 万家	-	1.17 万家	2048 家（含药房）	3000 家
2018	20 万家	近 9 万家	约 1.3 万家	约 1500 家	超 5000 家
2019	20 万家	近 9 万家	约 1.3 万家	近 1500 家	近 6000 家

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 品牌端：聚焦主力高增长品牌，卡位细分高成长赛道

以欧莱雅集团的发展经验为鉴，中国要形成有竞争力的本土化妆品巨头，多品牌发展战略是必由之径。女性消费者的品牌忠诚度相对较低，导致单品牌的粘性有限，如何尽可能多地“粘”住消费者，是化妆品公司实现可持续发展亟需解决的问题。从淘数据美妆和护肤子行业月度 top20 品牌数据中可看出，月度间的 top20 品牌排名波动较大，且品牌数较多，远超 20 个，美妆和护肤分别达到 39 和 49 个品牌。为了应对这种情况，欧莱雅集团采取多品牌战略广泛布局，以达到囊括消费者不断尝新的需求，实现业绩的可持续增长。引此为鉴，中国目前正处于本土品牌崛起阶段，要诞生一个“中国欧莱雅”，我们认为在本土品牌中，上海家化品牌最多、渠道最广、实力最强，是最有能力实现这一愿景的公司之一。

图 11 2020 年 1-10 月美妆 top20 品牌

1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
完美日记	完美日记	完美日记	真绣文	花西子	花西子	nymy	花西子	蓝蒂丝	花西子
花西子	花西子	自然婷	完美日记	完美日记	完美日记	花西子	圣罗兰	完美日记	圣罗兰
魅可	圣罗兰	花西子	花西子	圣罗兰	三燕玉	完美日记	迪奥	花西子	完美日记
圣罗兰	阿玛尼	真绣文	魅可	植贝	圣罗兰	圣罗兰	完美日记	圣罗兰	color key
阿玛尼	魅可	圣罗兰	阿玛尼	阿玛尼	自然婷	植贝	阿玛尼	color key	蓝蒂丝
淮树	纪梵希	雅诗兰黛	圣罗兰	迪奥	植贝	魅可	魅可	阿玛尼	阿玛尼
迪奥	迪奥	阿玛尼	泊蝶	香奈儿	阿玛尼	阿玛尼	纪梵希	迪奥	迪奥
香奈儿	color key	三燕玉	蓝尼芳可	纪梵希	魅可	迪奥	香奈儿	魅可	魅可
雅诗兰黛	三燕玉	淮树	三燕玉	贝玲美	雅诗兰黛	香奈儿	兰蔻	三燕玉	卡安兰
兰蔻	淮树	魅可	三燕玉	nymy	color key	三燕玉	兰蔻	香奈儿	香奈儿
纪梵希	纽西之谜	美宝莲	纽西之谜	雅诗兰黛	兰蔻	纪梵希	color key	纪梵希	橘朵
美宝莲	香奈儿	兰蔻	color key	汤姆福特	color key	三燕玉	汤姆福特	卡安兰	三燕玉
雅诗兰黛	雅诗兰黛	迪奥	汤姆福特	color key	美宝莲	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	unny club
卡安兰	汤姆福特	color key	香奈儿	纽西之谜	香奈儿	卡安兰	卡安兰	unny club	兰蔻
汤姆福特	红地球	香奈儿	雅诗兰黛	兰蔻	纪梵希	美宝莲	小奥汀	橘朵	雅诗兰黛
橘朵	兰蔻	纽西之谜	迪奥	卡安兰	小奥汀	小奥汀	美宝莲	兰蔻	纪梵希
三燕玉	橘朵	红地球	美宝莲	泊蝶	纯纯	汤姆福特	妮斯	汤姆福特	汤姆福特
纽西之谜	雅诗兰黛	纪梵希	兰蔻	三燕玉	卡安兰	纪梵希	unny club	unny club	尔木萄
兰蔻	美宝莲	汤姆福特	卡安兰	nymy	汤姆福特	兰蔻	肌肤之钥	小奥汀	兰蔻
unny club	兰蔻	雅诗兰黛	橘朵	古龙特	兰蔻	兰蔻	尔木萄	尔木萄	妮斯

资料来源：淘数据，华安证券研究所

注：图中标蓝部分为欧莱雅集团旗下品牌。

图 12 2020 年 1-10 月护肤 top20 品牌

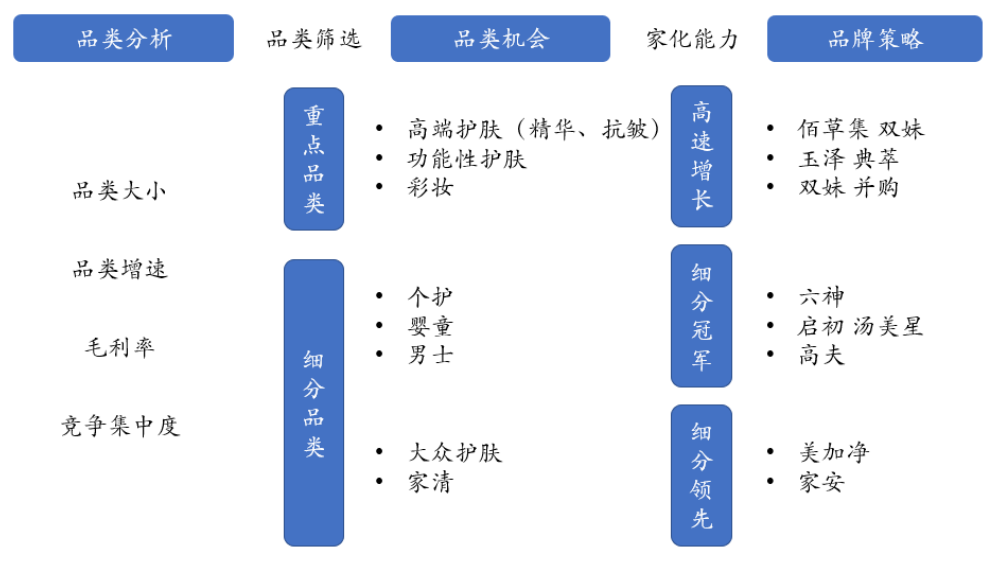
1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
欧莱雅	植贝	欧莱雅	雅诗兰黛	后	欧莱雅	ildong	后	欧莱雅	欧莱雅
后	阿古丽娅	后	欧莱雅	欧佩	雅诗兰黛	雅诗兰黛	兰蔻	梵贞	兰蔻
雅诗兰黛	欧莱雅	雅诗兰黛	梵贞	雅诗兰黛	兰蔻	后	sk-ii	兰蔻	雅诗兰黛
兰蔻	兰蔻	兰蔻	sk-ii	兰蔻	sk-ii	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	sk-ii
sk-ii	雅诗兰黛	sk-ii	兰蔻	欧莱雅	玉兰油	兰蔻	欧莱雅	欧佩	自然堂
欧佩	玉兰油	雅顿	玉兰油	sk-ii	后	sk-ii	梵贞	海蓝之谜	后
贝玲美	蓝尼芳可	自然婷	多特海纶	玉泽	海蓝之谜	薇诺娜	科颜氏	爱和他	wis
海蓝之谜	修丽可	植贝	后	资生堂	薇诺娜	科颜氏	欧佩	科颜氏	爱和他
百雀羚	半亩花田	自然堂	资生堂	HFP	庭秘密	海蓝之谜	御泥坊	海蓝之谜	海蓝之谜
梵贞	一叶子	蓝尼芳可	娇兰	玉泽	科颜氏	玉兰油	玉兰油	珀莱雅	科颜氏
HFP	资生堂	HFP	薇诺娜	薇诺娜	HFP	欧佩	资生堂	资生堂	后
蓝尼芳可	后	海蓝之谜	半亩花田	自然堂	资生堂	膜法世家	爱和他	美丽芳丝	御泥坊
科颜氏	科颜氏	半亩花田	一叶子	珀莱雅	芙丽芳丝	资生堂	娇韵诗	娇韵诗	梵贞
自然堂	HFP	资生堂	HFP	韩束	珀莱雅	珀莱雅	赫莲娜	薇诺娜	资生堂
资生堂	海蓝之谜	珀莱雅	欧佩	爱和他	自然堂	御泥坊	珀莱雅	半亩花田	百雀羚
爱和他	欧佩	百雀羚	珀莱雅	海蓝之谜	娇韵诗	辛有志	自然堂	自然堂	一叶子
丸美	韩束	爱和他	自然堂	纽西之谜	爱和他	半亩花田	芙丽芳丝	墨墨家	半亩花田
修丽可	碧素堂	欧佩	爱和他	雪花秀	高姿	爱和他	wis	黛珂	纽西之谜
薇诺娜	自然堂	薇诺娜	玉泽	半亩花田	半亩花田	蒂佳婷	HFP	wis	药都仁和

资料来源：淘数据，华安证券研究所

注：图中标蓝部分为欧莱雅集团旗下品牌。

差异化品牌定位，已形成高速增长、细分冠军和细分领先的梯度品牌发展策略。公司目前正在梳理品牌及品类定位，意在通过建立以消费者洞察为主导的新产品研发方法论，打造 top 单品爆品，实现品牌在各渠道间的差异化，推进效率导向的营销创新，并从品牌大小、品牌增速、毛利率和市场竞争集中度等维度，对品牌矩阵进行重新梳理和切割，形成高速增长、细分冠军和细分领先的差异化品牌发展策略。

图表 13 公司差异化品牌发展策略



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.1 佰草集：品牌梳理+定位聚焦，有望迎来业绩复苏

佰草集品牌创立于 1998 年，寓意神农尝“百草”，汇“集”中西智慧，产品灵感多取自千年养颜古方，产品成分萃取自珍贵本草，以独特的东方古典意象，在欧美日韩等中高端化妆品品牌中独树一帜。目前，佰草集拥有多条产品线，涵盖精华、面霜、乳液等 11 种产品类型，可满足抗皱、美白、保湿等 8 大肌肤需求，细分为“太极”、“御润凝舒”、“新”等 16 个产品系列。

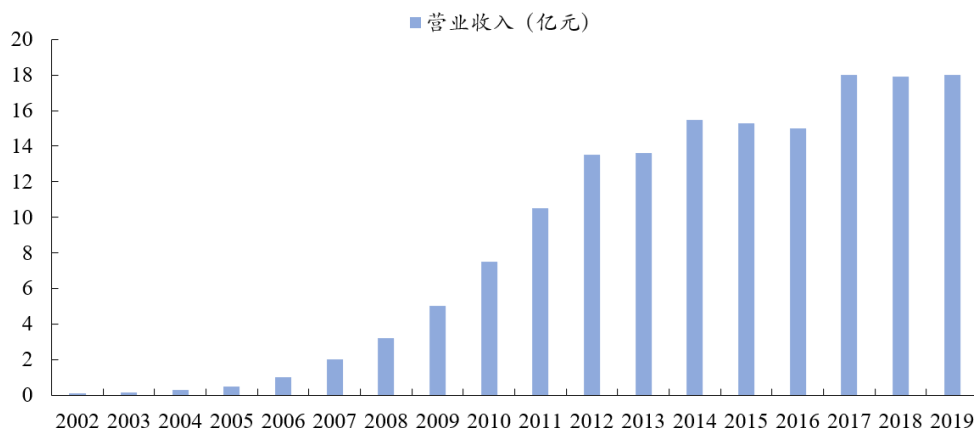
图表 14 佰草集产品类型丰富，定位中高端

系列名称	定位	上市时间	SKU	价格带
太极系列	中高端	2007年	精华、面霜、乳液、面膜	320-1080元
御五行焕肌	中高端	2016年	精华、面霜、眼霜、乳液、洁面乳	260-1580元
润泽兰蕴美	中高端	2017年	精华水、面霜、眼霜、洁面乳	180-380元
凝臻白如玉	中高端	2017年	精华、面霜、乳液、面膜	220-580元
舒安肌养源	中高端	2018年	精华油、喷雾、爽肤水、洁面乳	260-600元
新七白	中端	2010年	精华、面霜、眼霜、防晒、面膜、洁面啫喱	120-380元
新玉润	中端	2010年	精华、面膜、眼部啫喱、洁面泡沫、化妆水	120-280元
新恒美	中端	2010年	精华、面霜、乳液、化妆水、面膜、洁面乳	180-420元

资料来源：公司官网，华安证券研究所

7 年高速发展期后，进入 7 年动荡期。2005-2012 年，佰草集依靠加盟扩店模式进入**高速发展期**，由 2007 年底门店数量尚不足 400 家，发展至 2012 年已达 1200 家，销售规模亦实现高速增长，从 2005 年不足 1 亿元增长到 2012 年约 13 亿元，年复合增长率超过 40%，成为市占率第一的国产品牌。但进入**2013-2020 年**，受**管理层变动影响**，佰草集发展开始逐步落后于市场，表现为产品推新减速、渠道转型艰难，加之外部竞争加剧：国内品牌追赶和国外品牌挤压，以及品牌老化等一系列因素，导致佰草集发展进入**瓶颈期**，近七年的年复合增长率下降至 5% 左右，市占率亦从 2015 年的高值 1.1% 下降至 2019 年的 0.8%。

图表 15 2002-2019 年佰草集营业收入情况



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

品牌梳理和定位聚焦，进一步廓清品牌形象，有望迎来业绩复苏。

1) 2016 年，张东方上任后开始着手对佰草集品牌进行调整，2017 年完成对产品体系的全面梳理，并重新定位于“循平衡理论，承中华文化溯本源之美”，遵循“美自根源·平衡有道”的品牌理念，首次启用品牌代言人刘涛来诠释品牌形象；

2) 2019 年，完成对品牌定位的再调整，坚持高端和中医中草药的品牌调性，调整品牌理念为“集时光之美”，并于当年提出明星单品策略，以精华为切入点，推出第二代佰草集太极·日月焕颜·双重修复精华和冻干面膜，实现太极精华购买新客比例达 57%、冻干面膜销售规模过亿；

3) 2020 年 6 月，创立于 2013 年并依靠佰草集品牌背书的典萃，正式发展成深耕 CS 渠道的独立品牌，确立“自信、年轻、现代”的品牌调性。而通过将品牌定位和销售渠道与佰草集品牌形象存异的典萃剥离，亦进一步廓清了佰草集的品牌形象，有助于在消费者心智中强化对佰草集中高端定位的品牌认知。

图表 16 佰草集明星单品——太极系列精华液和冻干面膜



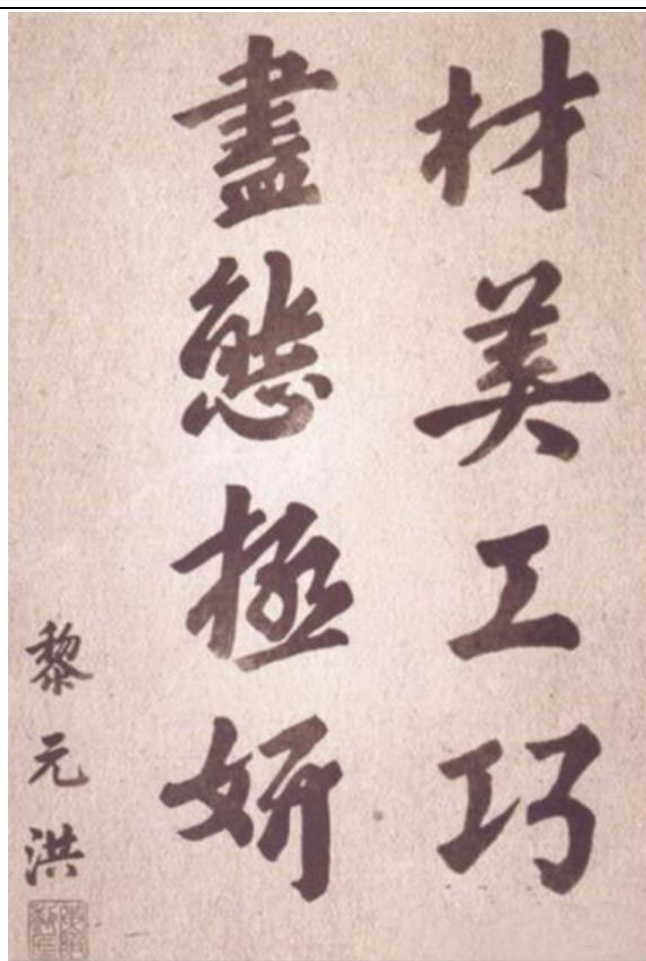
资料来源：佰草集官网，华安证券研究所

2.2 雙妹：传承百年经典，续写美妆传奇

“东情西韵，尽态极妍”，横跨三个世纪的高端美妆品牌。诞生于 1898 年，雙妹 SHANGHAI VIVE 是中国第一个以海派文化为个性的高端时尚跨界品牌，集奢华、经典、摩登、风情于一身。

- 1903 年，雙妹登陆沪上，于塘山路成立上海发行所，妍态渐成丽质现；
- 1910 年，入主南京路 475 号，占据沪上最高端时尚地标，相拥繁华与摩登；
- 1915 年，雙妹粉嫩膏荣膺巴拿马世博会金奖，黎元洪题词“材美工巧，尽态极妍”，巴黎时尚界以 VIVE 盛赞完美，传奇伊始，奢美方兴；
- 1930 年，代雙妹成为美颜产品之翘楚，杭稚英等月份牌画名家为其绘制月份牌广告画，经典留传，已成为那个时代的剪影与见证；
- 1937 年，上海沦陷，盛极一时的雙妹销量急剧下滑，广生行退守香港，雙妹品牌逐渐淡出公众视野；
- 2010 年，雙妹 SHANGHAI VIVE 携手国际团队，重兴海上美妆传奇，再述“东情西韵·尽态极妍”的不朽故事，让一个世纪的美丽经典传承致远，历久弥芳。

图表 17 1915 年黎洪元题词“材美工巧，尽态极妍”



资料来源：华安证券研究所整理

图表 18 最为经典的雙妹月份牌（1936 年）



资料来源：华安证券研究所整理

传承经典，再续传奇，多重手法推动品牌复兴。

1) 视觉形象方面，作为消费者接触品牌最为直观的渠道，新的品牌标识除了添加国际化的“VIVE”标志与产品译名外，还在保有“美女月份牌”的独特标识基础上，对人物形象的妆容与服饰进行优化升级，更显优雅与精致；

2) 产品外观方面，极具现代感的瓶身设计搭配传统黑红金银主色调，融入了传统卷草纹样，最为别致的当属香氛系列所采用的埃菲尔铁塔造型与罕见的复古气囊设计，“高级感”呼之欲出；

3) 包装设计方面，设计师蒋友柏以现代手法重新塑造 30 年代新艺术时期巴尔贝利的花卉，用 Art Deco（装饰艺术风格）自然的柔美清新、神奇生动为设计展开无尽的灵感和想象空间；

4) 产品品类方面，复兴之雙妹以现代科技融萃中西奢美工材，再现上海滩名媛致美方略，撷取上海名媛晨起时，独特的“沐、润、梳、描、怡、妍”六道扮姿媚态，划分出“沐

浴、护肤、洗护发、彩妆、香水、配饰”六大化妆品类产品。同时，雙妹亦通过海上名媛日常生活社交之“衣、食、住、行”规划“妍”类跨界文化产品，意在赋新品牌，赋新名媛文化；

5) 产品成分和生产工艺方面，原料选取法国松露、印度檀香、保加利亚大马士革玫瑰以及海上春晨玉兰、凤丹牡丹，生产工艺在延承古法，传承经典的基础上，背靠强大的家化科研团队携手国际团队，融汇东西方精华，从珍贵选材到精巧技艺，无不彰显对品质的考究；

6) 品牌营销方面，除了参与电商的“造节营销”外，跨界国潮成为老字号数字化转型升级的选择，雙妹响应天猫“国潮来了”的号召，不仅携月份牌女神登陆纽约时装周，还携手张裕推出联名款解百纳干红，异业合作展现了二者“百年”符号指向下的品牌内在关联度，拥抱国潮成为雙妹焕新的重要路径。另外，雙妹尝试利用“优先试用”，推出“小美盒”，

满足消费者“尝鲜”新需求。在社会化营销兴起背景下，雙妹创建小红书与微博账号触达更多新生代用户，通过抖音等短视频平台提高品牌知名度与影响力，布局新媒体传播矩阵，KOL 带货与淘宝直播的强势组合下，也让雙妹走进了李佳琦的直播间。

图表 19 新的品牌标识和产品外观

SINCE 1898
VIVE
 雙妹

新的品牌标识添加了
“VIVE”英文标志



香氛系列采用埃菲尔铁塔造型与罕见的
复古气囊设计，“高级感”呼之欲出


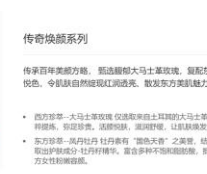




资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 20 精致的产品套装包装设计



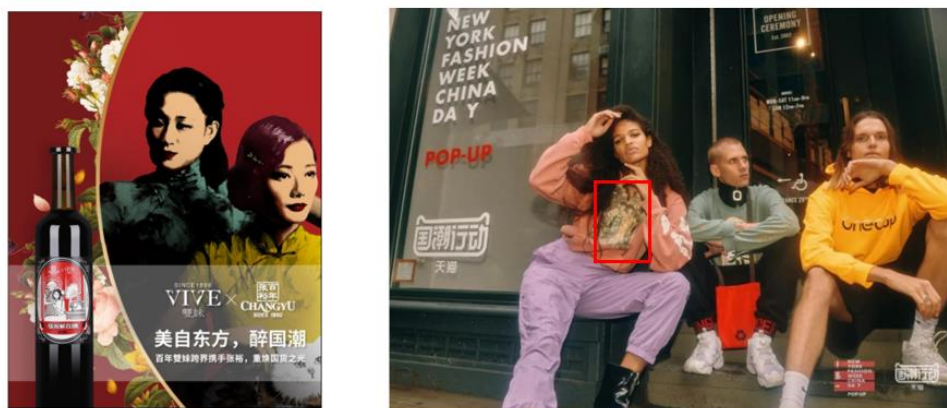
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 21 雙妹的产品品类

 <p>传奇焕肤系列</p> <p>传承百年美颜方糖，甄选新疆大马士革玫瑰，复配东方凤丹牡丹，还原悦色，令肌肤自然绽放红润透亮，散发东方美肌魅力。</p> <ul style="list-style-type: none"> · 西方珍萃—大马士革玫瑰 价值和来自土耳其的大马士革玫瑰，香气馥郁，糖苷保湿，紧致肌肤，滋润舒缓，让肌肤焕发活力。 · 东方珍萃—凤丹牡丹 牡丹素有“国色天香”之美誉，结合现代护肤科技，萃取植物精华成分，牡丹丹精萃，富含多种天然植物活性成分，能舒缓肌肤，紧致东方女性轮廓线条。 	 <p>夜上海系列</p> <p>凝香膏，凝驻玉容芳华</p> <ul style="list-style-type: none"> · 整体提上肌肤的奢养系列，萃取珍贵法国玫瑰精油复合植物精粹，内蕴东方力量唤醒肌肤的奢养成分，萃取如玉般年轻肌肤的凝香。 · 经典玉容焕肤膏，“唤醒新生·修护滋养·凝香修护”，三步缔造玉容焕肤。日间无妆，肌肤水润饱满，透亮如玉。 · 核心成分1920年代东方尚方，赋予上海香韵的优雅奢香，让护肤体验更臻极致。
 <p>玉容系列</p> <p>玉容不随岁月，凝驻至美的光</p> <ul style="list-style-type: none"> · 整体提上肌肤的奢养系列，萃取珍贵法国玫瑰精油复合植物精粹，内蕴东方力量唤醒肌肤的奢养成分，萃取如玉般年轻肌肤的凝香。 · 核心成分1920年代东方尚方，赋予上海香韵的优雅奢香，让护肤体验更臻极致。 	 <p>粉嫩系列</p> <p>雙重粉嫩精华，肌肤悄然新生</p> <ul style="list-style-type: none"> · 整体提上肌肤的奢养系列，萃取珍贵法国玫瑰精油复合植物精粹，内蕴东方力量唤醒肌肤的奢养成分，萃取如玉般年轻肌肤的凝香。 · 核心成分1920年代东方尚方，赋予上海香韵的优雅奢香，让护肤体验更臻极致。
 <p>玲珑保湿系列</p> <p>中西欧美方糖，缔造玲珑润泽肌肤 补水、保湿、开白肌肤“水嫩泉”</p> <ul style="list-style-type: none"> · 萃取中西欧美水溶性方糖，解决女性肌肤缺水问题，源自20世纪30年代国际上名媛追捧的玉容精华，源自大马士革玫瑰成为“国色之香”的玫瑰精油，融合三重保湿成分——大、小分子透明质酸与玻尿酸保湿，有效滋润肌肤，更深层补水，开白肌肤，加倍呵护肌肤，由内而外保湿肌肤。 · 添加的保湿基酸分子，渗透肌肤深层，有效促进细胞蛋白合成，从而促进胶原蛋白，使用每一个肌肤细胞，源源不断，开白肌肤“水嫩泉”。 	 <p>夜上海系列</p> <p>静心之香 育上诞生</p> <ul style="list-style-type: none"> · 以香、韵、静、雅、奢、美、气、质、的夜上海奢香系列，精心调配中西欧美高贵的香膏萃取精华成分，精心多年实验研究，挑选其中具有独特品牌记忆感及独特韵味的香膏，使护肤产品更具特色的香膏与各式风格的奢香气，充分满足肌肤享受，唤醒“静心”护肤。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 22 雙妹与解百纳“醉”国潮跨界营销、响应“国潮行动”登陆纽约时装周



雙妹 × 解百纳

雙妹携月份牌女神登陆纽约时装周

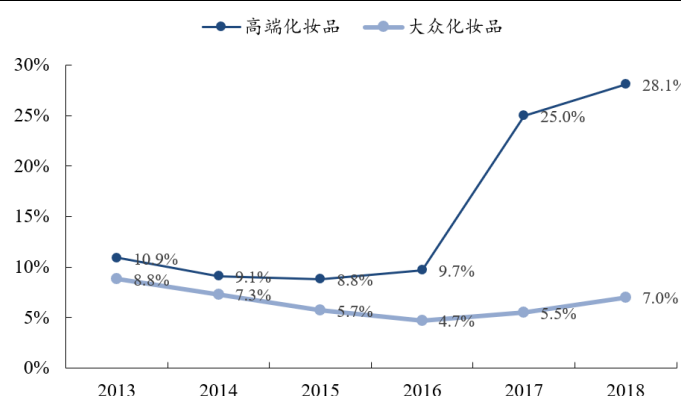
资料来源：公司官网，华安证券研究所

受益于高端赛道红利和品牌文化积淀，有望实现高速增长。近年来，消费升级使得我国高端化妆品消费市场规模快速增长，行业增速从 2017 年后猛增至 25% 以上，至 2018 年高达 28.1%，远超大众化妆品 7% 的增速，行业高成长特征明显。高端化妆品市场的竞争格局相对大众化妆品市场亦更加分散，2013-2018 年，据 Euromonitor 数据显示，

高端品牌的集中度呈逐年下降趋势，这为双妹复兴提供了相对宽松的外部环境。此外，

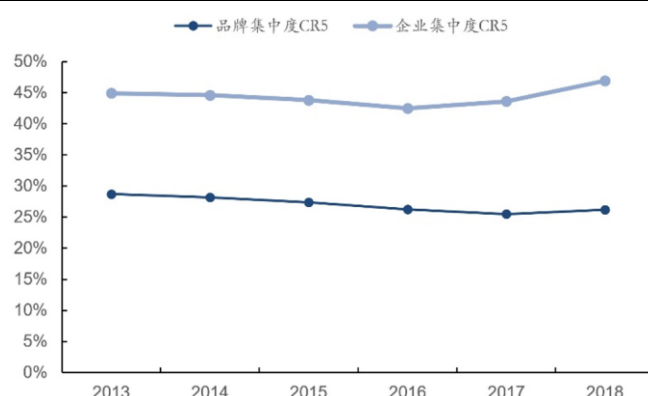
伴随民族自信的不断提升，国货崛起亦不断加速，双妹拥有 122 年的品牌历史，文化积淀深厚，相信凭借其独特的品牌故事和品牌调性，可与国外高端品牌形成差异化竞争优势，赢得越来越多年轻消费者的青睐。2020 年上半年双妹实现三位数增长，双 11 期间实现招募新客同比增长+80%，明星单品夜上海顾盼生辉套餐销量同比增长+178%。

图表 23 高端化妆品行业增速远超大众化妆品



资料来源：CBNData，华安证券研究所

图表 24 高端化妆品市场集中度



资料来源：CBNData，华安证券研究所

积极试水彩妆和医美，以期补全产品版图。在公开信息中，公司管理层表示，目前双妹的彩妆产品已在规划和产品开发中，最快预计今年年底双妹彩妆将跟消费者见面，将补足和完善公司现有的彩妆产品线。公司后续会根据市场和消费者调研，对彩妆产品进行合理规划和有效投入。此外，据公开数据显示，上海家化在 6 月 24 日经营项目中新增了第一类、第二类医疗器械销售，市场推测公司未来也将涉足医美行业。

图表 25 公司经营项目增加第一类和第二类医疗器械销售

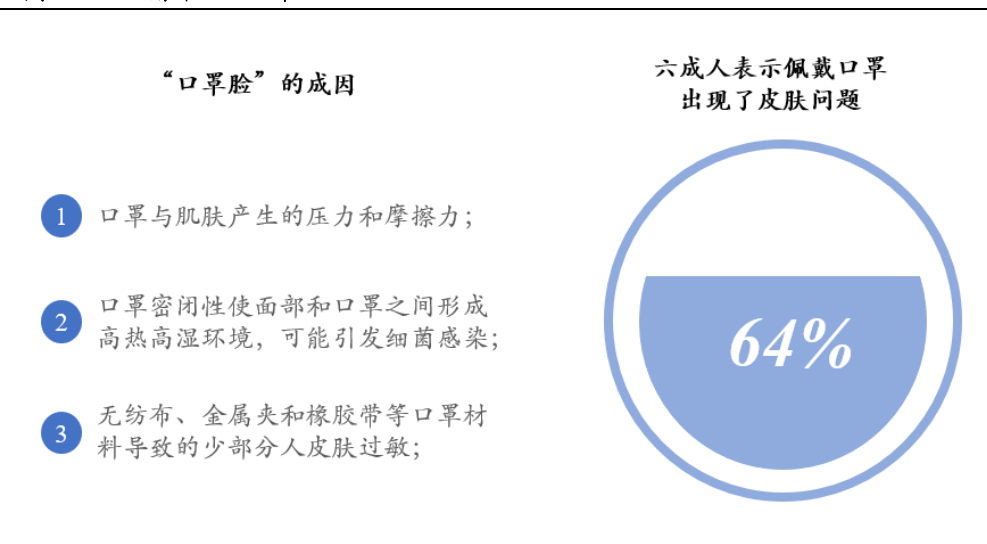
工商变更 (33)					全部变更
序号	变更日期	变更事项	变更前	变更后	
1	2020-06-24	经理备案	张东方	潘秋生	
2	2020-06-24	一般经营项目变更	开发和生产化妆品，化妆用品及饰品，日用化学制品原辅材料，包装容器，香料香精、清凉油、清洁用品，卫生制品，消毒制品，洗涤用品，口腔卫生用品，纸制品及湿纸巾，腊制品，驱杀昆虫制品和驱杀昆虫用电器装置，美容美发用品及服务，日用化学品及化妆品技术服务 药品研究开发和技术转让 销售公司自产产品，从事货物及技术进出口业务，食品添加剂的销售	开发和生产化妆品，化妆用品及饰品，日用化学制品原辅材料，包装容器，香料香精、清凉油、清洁用品，卫生制品，消毒制品，洗涤用品，口腔卫生用品，纸制品及湿纸巾，腊制品，驱杀昆虫制品和驱杀昆虫用电器装置，美容美发用品及服务，日用化学品及化妆品技术服务 药品研究开发和技术转让 销售公司自产产品，从事货物及技术进出口业务，食品添加剂的销售， 第一类医疗器械销售，第二类医疗器械销售	

资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 玉泽：功能护肤正当时，有望成为公司业绩增长新引擎

疫情催生“口罩脸”，功能护肤正当时。自疫情爆发以来，戴口罩成为大众出门的抗疫标配，长期佩戴口罩在成为大众习惯的同时，也引发了一系列副作用，其中最明显的当属“口罩脸”。口罩具备的摩擦性、密闭性和可致敏环境，使得六成人佩戴口罩后出现过敏、闷痘等肌肤问题。玉泽与上海瑞金医院创新研发的 PBS 皮肤屏障修护技术(植物仿生脂质技术)，通过成分、结构、配比三重仿生，利用天然植物油脂中与人体皮肤屏障脂质具有相似结构的成分，补充皮肤中缺少的脂质，以最接近表皮内脂质的层状液晶结构，与皮肤脂质相融，从而快速修护皮肤屏障，更能激活 PPAR 受体，促进神经酰胺自生成，重建肌肤自愈力，实现屏障自修护，从根源上解决和预防各类亚健康皮肤问题，解决“口罩脸”带来的烦恼。

图表 26 疫情催生“口罩脸”



资料来源：CBNData，BAZAAR，华安证券研究所

图表 27 玉泽屏障修护系列采用的 PBS 技术，可从根源上解决“口罩脸”问题



资料来源：玉泽天猫旗舰店，华安证券研究所

专注敏感肌/痘痘肌等皮肤修复十余载，首创医研共创模式为品质背书。2003 年，上海家化开始与上海瑞金医院合作，共同研究解决因皮肤屏障受损引起的肌肤亚健康问题，首创“医院+企业”的全新合作模式，逐步探索出“产品研发+临床试验+渠道拓展+用户反馈+新品迭代”的完整研发链条。

- 2009 年，经过 6 年沉淀，12 次配方改进，1386 例临床验证，上海家化正式推出玉

泽第一代产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”，甫一上市其功效性和专业性即受到患者的广泛认可与医生的推荐，累计获得超过 2000 位国内外权威皮肤科专家认可。

- 2018 年，为加强合作，上海家化成立“瑞金医院-上海家化玉泽联合实验室”，并聘请瑞金医院皮肤科主任郑捷教授在内的 14 位医生为专家委员会成员。
- 2019 年，瑞金医院皮肤科团队藉由玉泽临床研究成果所著论文荣获国家教育部“科学技术一等奖”，再次彰显玉泽产品的安全性、有效性和专业性。
- 2019 年，上海家化成立“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，而第一步就落在玉泽品牌，于 2020 年上半年推出清痘调护升级系列产品。此外，玉泽还与北京协和医院、上海皮肤病医院、四川华西医院、杭州第三人民医院、中国医学科学院皮肤病研究所等全国多家著名三甲医院的皮肤科保持临床交流与合作。

图表 28 玉泽首创医研共创模式为品质背书

图表 29 严选成分，配方精简无添加



资料来源：玉泽天猫旗舰店，华安证券研究所

资料来源：玉泽天猫旗舰店，华安证券研究所

产品推新加速，不断扩充品类。

- 2013 年，公司研发团队联合天津中医药大学中医专家，独辟蹊径，突破性地东西方医学精粹交融在一起，以西医“创新水杨酸控释技术”配合中医“四物清肌愈颜方”，形成独特的“玉泽中西结合抗痘组方”，推出玉泽清痘调护系列产品。
- 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，不断丰富产品线。
- 2019 年，玉泽抓住当前市场消费热点，推出臻安润泽玻尿酸安瓶精华和积雪草修护面膜，成为两大明星单品。
- 2020 年，玉泽联合上海华山医院，对清痘调护系列产品进行升级，不断提升产品力。

图表 30 玉泽已形成“4 大系列+2 大单品”的产品矩阵

	皮肤屏障修护系列 修护皮肤屏障，重焕肌肤健康态 <ul style="list-style-type: none"> 直击干燥问题根源，特创皮肤屏障修护技术革新干燥肌肤困扰 创新植物神经因子（PS）技术，直接修护受损皮肤屏障 寒冬季节护肤，提升皮肤屏障自身修护能力，强稳定屏障功能 配方温和安心，不添加酒精、色素、矿物油及刺激性防腐剂 		清痘调护系列 有效清痘不留痕，提升屏障防御力 <ul style="list-style-type: none"> 创新“中西药结合”理念，快速祛痘不留痕 独特水杨酸控痘技术，快速祛痘同时保护皮肤屏障 配方温和安心，不添加酒精、色素、矿物油及刺激性防腐剂
	舒缓修护系列 维护肌肤稳定，强韧皮肤屏障 <ul style="list-style-type: none"> “舒缓修护+屏障修护”理念，守护敏感肌肤 快速舒缓，即刻舒缓反应，维护肌肤稳定 多效修护皮肤屏障，增强屏障防御力，降低敏感率 配方温和安心，不添加酒精、色素、矿物油及刺激性防腐剂 		臻安润泽系列 修护保湿双重奏，拒绝反复“干”抗 <ul style="list-style-type: none"> 采用 P-FOS 生物科技，防止肌肤水分流失，强韧皮肤屏障 提升自我保湿力，水润修护力双管齐下 经敏感肌肤实验验证，配方安全有效 配方温和安心，不添加酒精、色素、矿物油及刺激性防腐剂
	玉泽臻安润泽玻尿酸安瓶精华液 7天即刻 澎弹 抚纹 <ul style="list-style-type: none"> 大、中、小分子玻尿酸，高效保湿，充盈面部 3重神经酰胺，舒缓肌肤，强韧屏障 3重植物精粹，改善粗糙，提升弹性 次抛安瓶，方便安心 		玉泽积雪草安心修护面膜 无刺激更安心，敷出强韧水润肌 <ul style="list-style-type: none"> 天然植物纤维膜布，承载高浓度精华液 Refraction Window™ 科技，有效释放高活性成分，遇水瞬释渗透天然植物纤维精华，承载高浓度精华液 富含积雪草、神经酰胺、角鲨烷等活性修护成分，补水保湿，缓解肌肤不适 特别添加益生元成分，修护肌肤健康平衡状态 配方温和安心，不添加酒精、色素、矿物油及刺激性防腐剂

资料来源：玉泽天猫旗舰店，华安证券研究所

图表 31 玉泽产品矩阵情况

产品矩阵	上市时间	SKU 数量	明星 SKU	明星 SKU 价格
“4 大系列”	2009	30	玉泽皮肤屏障修护保湿霜 50g	158 元
	2013	12	清痘调护平衡乳液 50ml	145 元
	2018	3	补水保湿舒缓修护喷雾 150ml	118 元
	2018	9	臻安润泽修护洗面奶氨基酸洁面霜 100g	118 元
“2 大单品”	2019	1	积雪草修护干面膜 6 片	168 元
	2019	1	臻安润泽玻尿酸安瓶精华	128 元

资料来源：玉泽天猫旗舰店，华安证券研究所

注：SKU 数量及明星 SKU 价格信息截至 2020 年 11 月 18 日。

多元营销助力，2020 年业绩实现飞涨。2020 年 Q1 玉泽在疫情背景下实现逆势增长，同比增长+500%，成为功能护肤市场最大黑马。据淘数据显示，2020 年 1 月-11 月（11 月数据截至 11.18 日），玉泽全网销售额达 9.3 亿元，在功能护肤品牌中排名第 6，销售额占比 10%，预计全年销售额有望突破 10 亿元。2020 年双 11，玉泽销售额在去年高增基础上继续提升，同比增长+131%，其中，积雪草安心面膜和皮肤屏障修护保湿霜分别售出 900 万片和 50 万罐，刷新单品销售记录。

- 玉泽初始仅在线下药房渠道有售，2014 年开始涉足电商，以天猫和京东为主，与线下药房渠道并轨运行。
- 2017-2018 年，为扩大影响力，开始在微博、微信、小红书等内容平台加大投入，凭借口碑沉淀提升品牌美誉度。
- 2019 年，玉泽天猫旗舰店从第三方运营转为佰草集团团队自营，开启破圈之旅：
- 2019 年 8 月，玉泽携手瑞金医院皮肤科专家开展“48 小时免费问诊活动”；
- 2019 年 11 月，时值玉泽创立十周年，上海家化联合国内外皮肤科权威专家举办“中国皮肤屏障高峰论坛”，并设立“玉泽医学护肤研究基金”，通过保持与学界的良性连接，进一步夯实医研共创底色；
- 2019 年双 11，正式入驻李佳琦直播间，凭借超头直播的超高人气，短时间内迅速聚集大量人气，从小众品牌一跃而起，进入高速发展通道，实现双 11 期间同比增长

+150%，全年同比增长+80%；

- 2020年7-8月**，进驻薇娅直播间，完成公司“超头+中腰部KOL+店铺直播”相结合的立体矩阵布局，降低高销售费用率的同时，亦打磨自有直播团队，实现社媒传播的可持续化发展。

图表 32 玉泽采用多元营销组合拳，迅速破圈



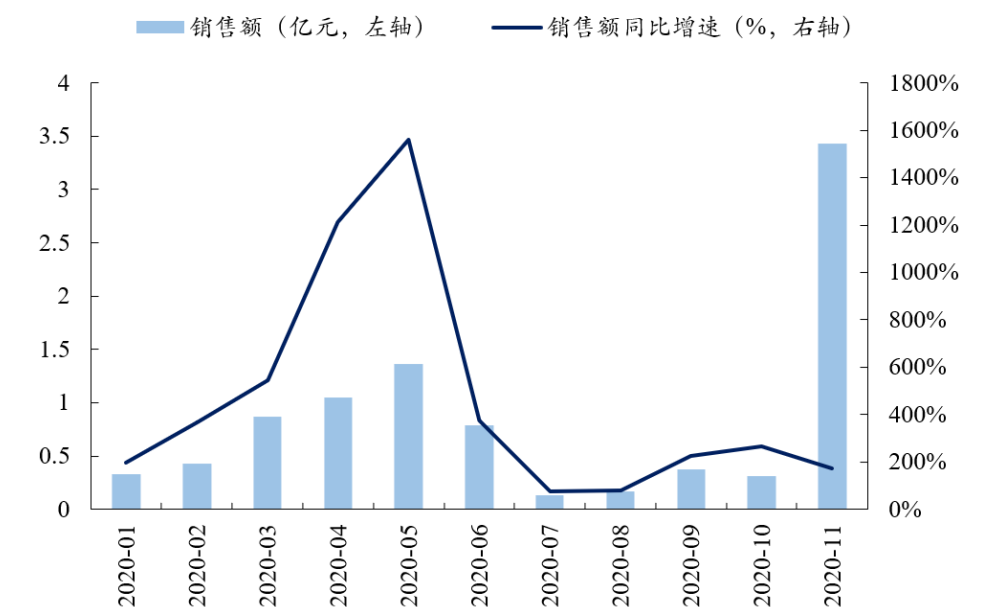
资料来源：华安证券研究所整理

图表 33 2019 年试水超头直播后，品牌热度明显上升



资料来源：百度指数，华安证券研究所

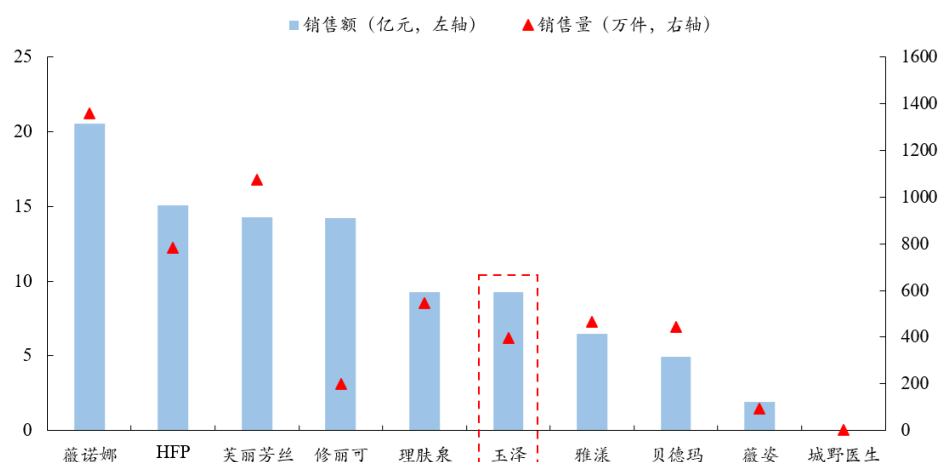
图表 34 2020 年玉泽销售规模暴涨，全年销售额有望突破 10 亿元



资料来源：淘数据，华安证券研究所

注：2020 年 11 月数据截至 2020 年 11 月 18 日。

图表 35 2020.1 月-2020.11 月玉泽销售额在功能护肤可比品牌中排名第 6，占比 10%



资料来源：淘数据，华安证券研究所

注：2020 年 11 月数据截至 2020 年 11 月 18 日。

2.4 高夫：专为中国男士高级定制的护肤品牌，蓝海市场空间广阔

高夫品牌诞生于 1992 年，是中国化妆品市场上领先的专业男士护理品牌，致力于 18-29 岁中国年轻男性的肤质、护肤需求和生活习惯，不断研发出专为中国男士高级定制的产品，产品系列跨越护肤、发用品、沐浴和香水四大领域。其中，护肤是品牌的主销品类，拥有 12 个产品系列，能满足控油、保湿、防晒、抗皱、美白、醒肤等不同的男士护肤需求，产品整体定位偏大众化，价格带包含 36.9-899 元（含套装）。

图表 36 高夫产品矩阵情况

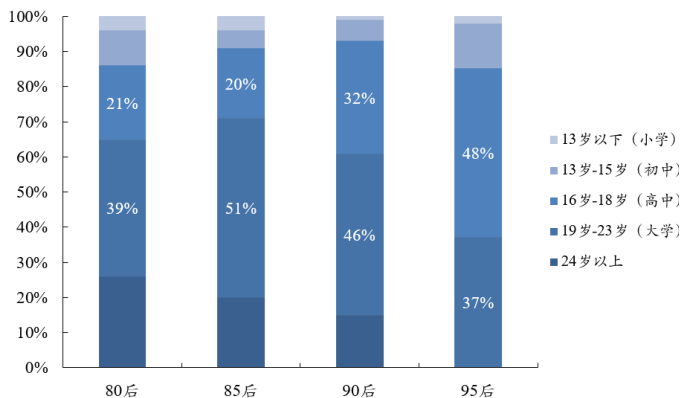
分类	产品系列	明星SKU	明星SKU价格
护肤	竹炭净源系列	竹炭净源控油泡沫洁面乳男士洗面奶	38元/100g
	水感酷白系列	水感酷白乳液	98元/50ml
	净源控油系列	新净源控油火山泥洁面乳加量装150g	53元/150g
	深润倍养系列	深润倍养强肤套盒	399元/洁面乳120g+精华水75ml+精华乳75ml+洁面乳30g+精华乳30ml
	控油醒肤系列	控油醒肤激活洁面乳	79元/120g
	活力紧致系列	活力紧致洁面乳	108元/120g
	荣耀抗皱系列	容耀抗皱精粹洁面乳	142.5元/120g
	经典保湿系列	经典保湿磨砂洁面乳	68元/120g
	多效防御系列	多效防御爽肤水	59元/125ml
	锐智多效系列	锐智多效焕肤乳液	258元/75ml
	恒时水润系列	小红瓶恒时水润保湿露	85元/50ml
	防晒系列	赤道防晒酷爽凝乳SPF45+PA+++	88元/75ml
发用品	零感无硅洗发系列	男士清爽油性无硅油洗发水	45元/400ml
	运动洗发系列	运动洗发沐浴露（水润清爽）	49元/400ml
	零感无痕造型系列	瞬有型快干强塑喷雾	49元/250ml
沐浴	活能沐浴系列	活力精油香氛沐浴露	38元/400ml
香水	古龙水系列	古龙水2号	189元/60ml

资料来源：高夫京东自营旗舰店，华安证券研究所

用户年轻化拓宽消费群体范畴，护肤意识增强提高渗透率。

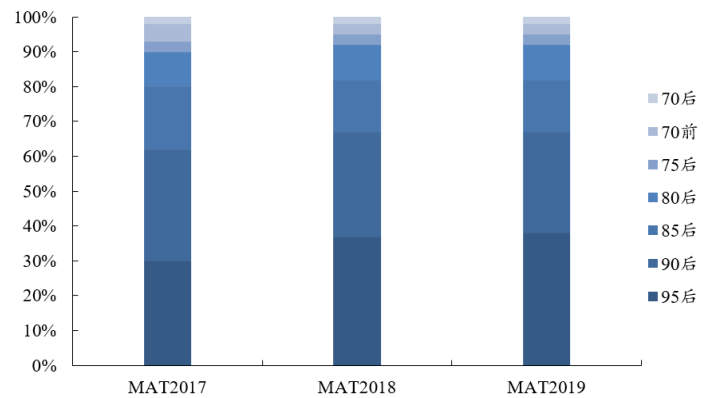
- 从需求端来看，据 CBNDATA 数据显示，男性首次使用护肤品的年龄段不断前移，16-18 岁占比从 80 后的 21% 提升至 95 后的 48%，而 24 岁以上首次接触护肤品的男性占比则从超过 20% 快速下降为接近 0%，用户年轻化趋势明显，考虑到护肤品行业的弱成瘾性特征，男性一旦开始接触和使用护肤品，一般不会退出使用，那么，用户年轻化带来的增量用户，可在一定时间段内不断壮大男性护肤品消费群体，为行业高增长奠定良好的需求基础。
- 从供给端来看，男性护肤市场的高成长潜力也引起了品牌端的足够重视，表现为营销端不断加大对消费者教育的投入，使得男性护肤意识不断渗透和增强，进一步刺激男性护肤的消费需求。2015-2019 年，据 Euromonitor 数据显示，我国男性护肤市场规模从 118.7 亿元提升至 156.4 亿元，CAGR 达 7.1%，特别是 2017 年男性护肤行业增速明显加快，从约 6% 提至约 8%，高成长潜力逐渐得到验证。

图表 37 男性首次使用护肤品的年龄分布



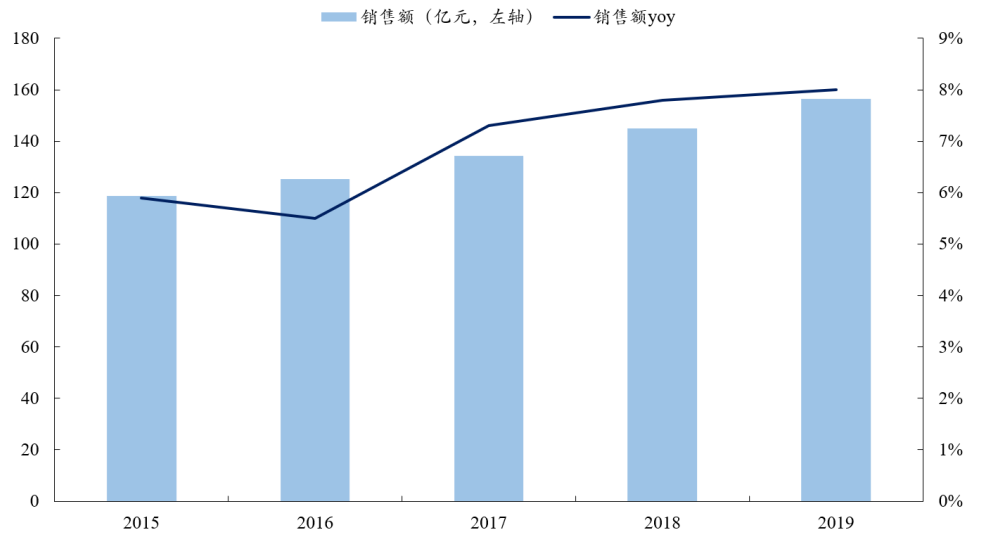
资料来源：CBNData，华安证券研究所

图表 38 不同代际男性的化妆品消费占比分布



资料来源：CBNData，华安证券研究所

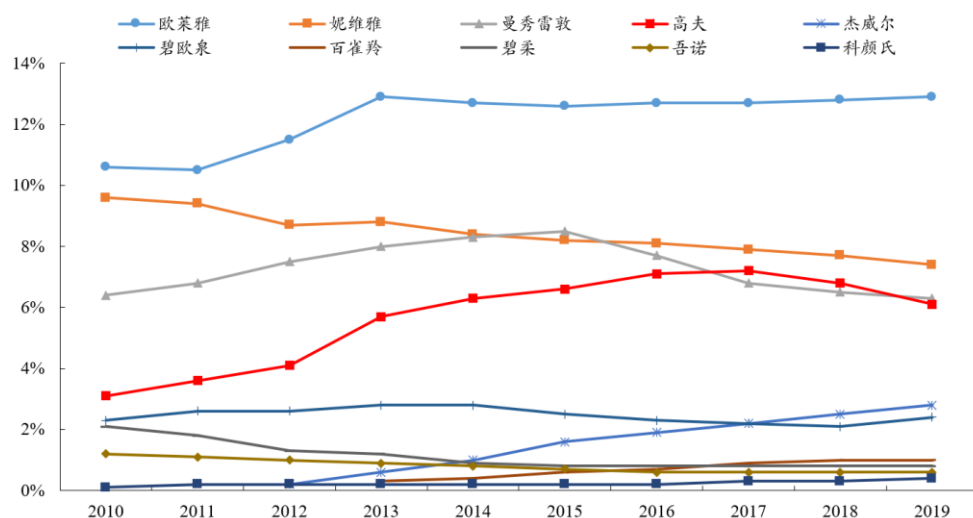
图表 39 2015-2019 年男性护肤市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

国货第一品牌，稳居行业前四，有望受益于战略调整实现赶超。据 Euromonitor 数据显示，2010-2019 年，高夫在男性护肤可比品牌中一直稳居行业前四、国产第一，积累了良好的市场声誉和口碑，市占率从 2010 年开始一路上扬，到 2017 年达到阶段性峰值 7%，2017 年后出现下滑，截至 2019 年达 6.1%。**我们认为下滑的原因主要是：1）**公司近年的发展重心主要集中在佰草集和玉泽等品牌，使得高夫在资源分配争取方面略显不足；**2）**公司在 2017 年进行组织架构调整后，品牌部门得以并立于渠道进行发展，而高夫在百货、商超、CS 和电商 4 大渠道的广泛布局，加大了品牌部门和渠道部门的协调难度，束缚自身发展。在这样的背景下，**潘总上任后提出将“流程化”作为助推器，打破部门墙，简化复杂的运营架构，通过组织架构调整，将人员支持系统放至将来可持续并长期增长的销售渠道上，并提出继续对多品牌定位进行战略梳理，发挥出品牌战略矩阵的协同性。**相信高夫凭借差异化的品牌定位和领先的市场地位，有望受益于公司此轮战略调整，实现赶超。

图表 40 2010-2019 年男性护肤可比品牌市占率情况（高夫稳居行业前四，国货第一）



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

3 渠道端：线下渠道精简+赋能持续焕活，线上渠道拓渠+聚焦稳步提升

公司顺应渠道变革趋势，积极推进渠道转型。近年来，化妆品行业线上化趋势明显，疫情亦进一步加速这一趋势，为了及时适应行业的快速变革，公司自 2017 年起锐意改革，对公司多年经营积累的庞大分销渠道进行调整：

- **线下渠道方面**，持续推进线下拓展，在人流下降压力较大的**经销商分销和 KA 系统**，取得了高于市场的增速并提高了单产；**百货渠道**进行了终端形象优化，并开始逐步推广**养美空间单品牌店模式**；**母婴渠道**通过互相引流的模式取得了更好的增长；**化妆品专营店**覆盖更多品牌和品类，同时积极拓展海外渠道，并入驻亚马逊。
- **线上渠道方面**，**电商**实现运营能力和单产提高，并通过智慧零售门店尝试线上线下融合；**特渠**逐步建立可持续的业务模式，并尝试通过引入会员流量打造家化自有的商城平台。

未来，上海家化将持续深挖各个渠道的发展潜力，通过巩固成熟渠道、探索新兴渠道、创新渠道模式培育新增长点。

3.1 线下渠道精简+赋能，以新零售激活业绩增长

精简百货+强化商超，稳步推进线下渠道结构性优化。公司经营历史悠久，拥有线上线下八大渠道（经销商分销、百货、商超、KA、CS、母婴、特渠、电商），约 30 万个有组织的可控分销门店。2017 年，张东方在十六字方针提出“渠道创新”战略，拉开全面推进渠道转型的大幕，其中：**商超渠道**是家化的传统优势阵地，公司将进一步加以巩固，**增加上架单品量，提高营运效率**；同时，继续对**百货门店**进行**缩编处理**，**筛选高效能门**

店，优化淘汰低产出门店，在传统百货及计划布局的丝芙兰推进高端化策略。截至 2020 年中报，佰草集已缩编近 130 个单产较低的百货专柜，目前剩余专柜近 1200 家，预计 2020 年底前缩编至 1000 家。

促进线上线下全渠道贯通，以新零售为线下渠道赋能，激活业绩增长。公司在巩固线下传统优势基础上，重点进攻新零售业态，通过家化云商城、到家平台、零售通等销售新通路促进线上线下合二为一，实现全渠道消费者统一管理引流。2020 年潘总到任后，针对传统 CS 渠道，提出以“产品力构建、品牌力构建和营销场景多元化”为三大着力点，重点推进传统 CS 渠道重塑，其中，营销场景多元化方面，提出“一店一云店”模式，使用小红书、双微、抖音、直播、社群、公众号等不同媒介触达用户，为线下门店赋能；产品力和品牌力方面，佰草集公司旗下子品牌典萃于今年 6 月正式独立，定位为 CS 渠道的专供品牌，并发布新品烟酰胺焕亮冻干安瓶精华液“33 瓶”、“55 瓶”、“77 瓶”，一经上市广获好评。此外，公司今年还将在屈臣氏渠道推出 65 款新品。

图表 41 上海家化云商城



资料来源：上海家化微信小程序，华安证券研究所

图表 42 CS 渠道专供品牌“典萃”新产品“33 瓶、55 瓶、77 瓶”



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2 线上不断开拓新兴渠道，以聚焦化打造明星爆款

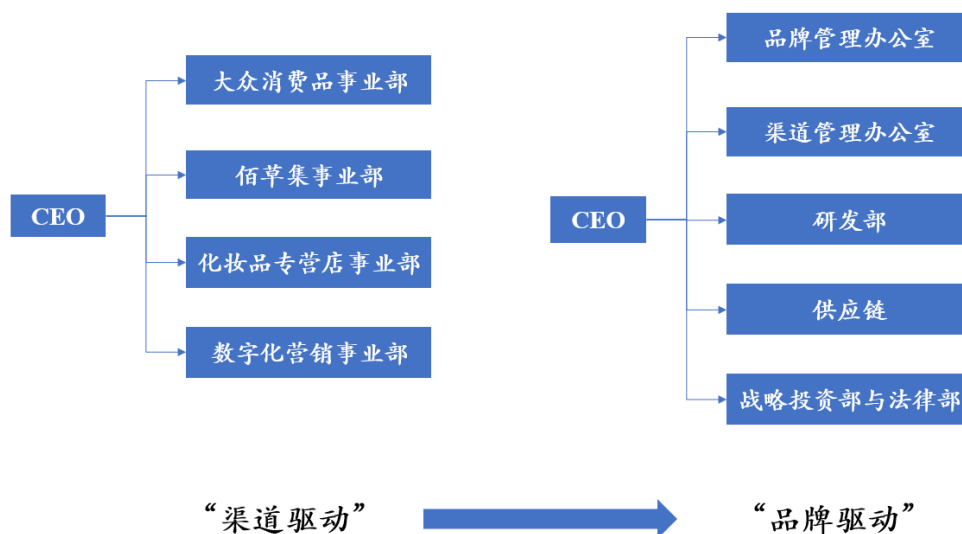
线上渠道发展经多轮变革，打法渐清晰，重心更突出。如前所述，公司经营历史悠久，以线下渠道起家，对于线上渠道发展因此忽近忽远，历经多轮变革：

1) 2010-2013 年，公司对线上渠道的重视最早可追溯至 2010 年，年报中在对 2011 年经营计划进行展望时，提出“大力推进对电子商务业务的发展”，2011-2012 年线上渠道业绩实现大幅增长，其中，2011 年年报中表述为“电子商务渠道销售本年度也取得了大幅的增长，为家化产品在这新兴渠道的未来发展打下了良好的基础”，此时对于线上渠道是否应重点发展，以及是否针对全品牌开放，尚不明晰；2012 年年报中已将线上渠道定位为新的业绩增长点，具体表述为“电子商务在本年度也实现了大幅度增长，成为公司的新增长点”，线上渠道的重视程度明显提升；

2) 2014-2016 年，新管理层上台后，对电商业务进行整顿，部门新帅将外包的电商业业务收归自营，并于 2015 年成立数字营销事业部，营销方面亦加大投入，线上渗透率获得提升；

3) 2017-2019 年，新管理层对公司组织架构进行全面调整，变以往“渠道驱动”为“品牌驱动”，电商部门因此划归新成立的“渠道管理办公室”。2017 年，公司将京东和天猫渠道收归自营，天猫旗舰店外包给第三方代运营公司管理。2018 年，公司进一步拓展线上分销渠道，发展拼多多、天猫专营等渠道；2019 年，玉泽天猫旗舰店由第三方代运营收归自营，由佰草集原团队接手管理。

图表 43 公司组织架构调整，电商划归渠道管理办公室



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4) 2020 年以来，受新冠疫情影响，一季度公司线下渠道大面积闭店，二季度疫情放开后，公司加大对线上渠道的资源投入，积极试水直播电商和社媒运作，在获得流量的同时积极提升转化、复购及连带能力，以提升效率。此外，公司亦加大对电商自营团队的建设，通过与代运营平台合作打磨团队，促成电商业务的可持续化发展。公司目前已形成“超头直播+中腰部 KOL+店铺直播”的立体直播矩阵。

聚焦高增长潜力品类，以集中化打造明星爆款。2018 年公司依靠跨界营销造势，先后推出“高夫×大圣归来”、“六神×RIO 鸡尾酒”和“美加净×大白兔”联名爆款，引爆单品销量，据悉，高夫大圣版当年销量达到 170 多万支，六神 RIO 版 17 秒内售罄限量供应的 5000 瓶，美加净大白兔版 920 款一经开售即遭秒杀，引发市场大量关注。2019 年下半年公司开始积极试水直播电商，通过与超头直播李佳琦、薇娅合作，成功助力玉泽破圈，实现业绩大幅增长。

图表 44 “高夫×大圣归来”



资料来源：华安证券研究所整理

图表 45 “六神xRIO 鸡尾酒”



资料来源：华安证券研究所整理

图表 46 “美加净×大白兔”



资料来源：华安证券研究所整理

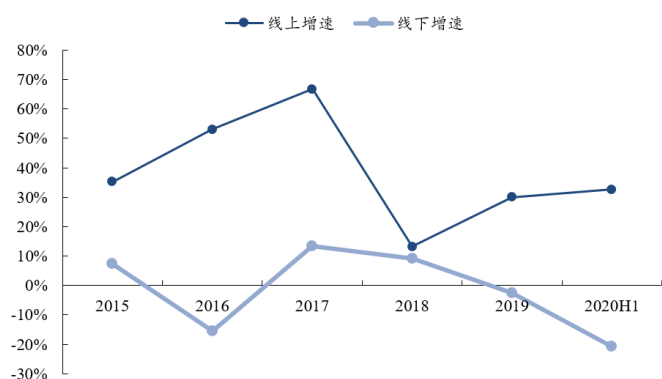
图表 47 “美加净×大白兔”引发市场大量关注



资料来源：华安证券研究所整理

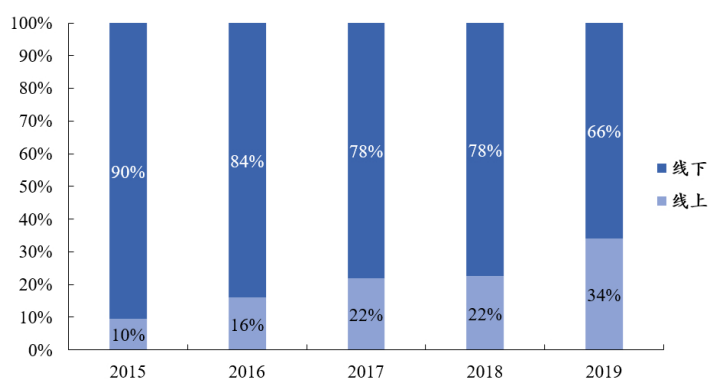
线上转型成效渐显，营收占比快速提升。公司自 2015 年以来，线上营收保持高速增长，线上营收占比从 10%快速提升至 34%，期间 CAGR 高达 35.8%。2020 年上半年，公司线上渠道实现 32.7%的逆市增长，这一方面得益于公司对电商的架构调整，通过新一轮招新拓客、更新会员制度、精细化运营等方式提高了成交效率；另一方面，特殊渠道作为线上渠道的重要补充，也实现了较快增长，为进一步拓宽公司线上发展提供了坚实的基础。

图表 48 公司线上渠道增速较快



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 49 2019 年公司线上渠道收入占比快速提升



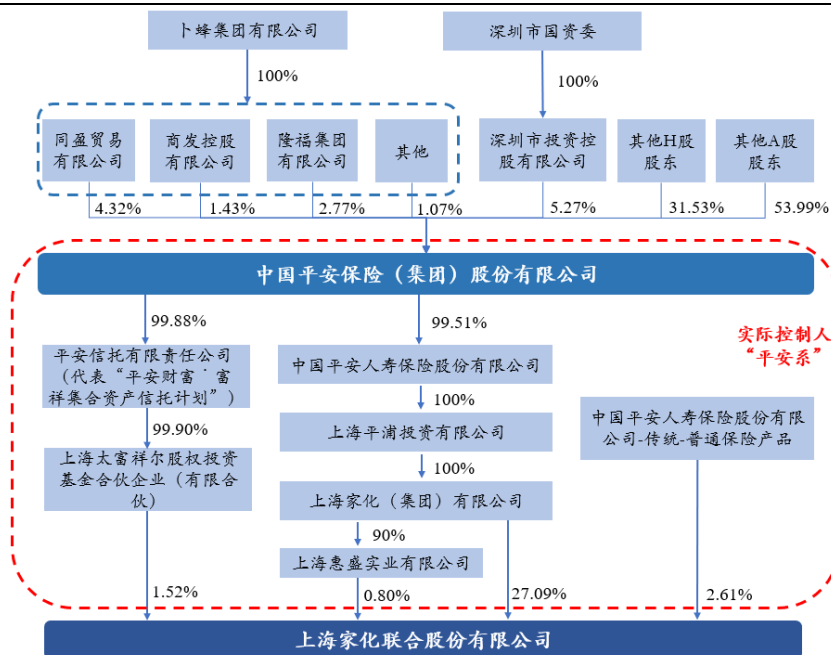
资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 公司基本情况

4.1 股权结构

2011 年体制改革后“平安系”成公司实际控制人。2011 年 11 月，上海家化原实际控制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；股权转让后，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。

图表 50 股权结构

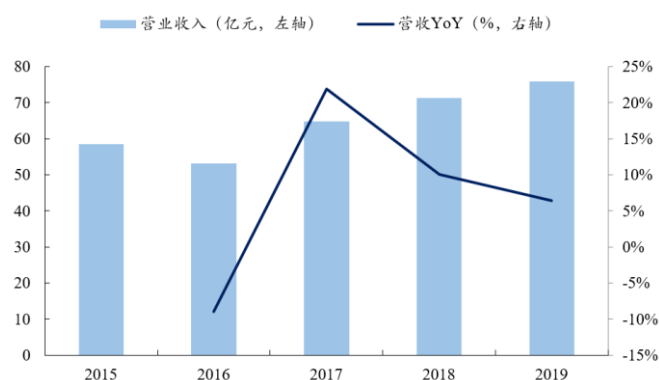


资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 基本财务信息

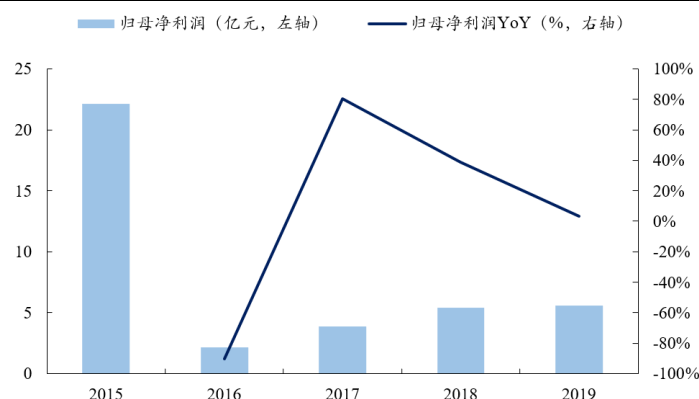
2015-2019 年，公司营业收入 CAGR 达 6.8%，归母净利润 CAGR 达-29.1%，低于珀莱雅、丸美和御泥坊等可比公司。2020Q3 实现营业收入/归母净利润 53.62/3.12 亿元，同比-6.51%/-42.24%，单三季度实现营业收入/归母净利润 16.78 亿元/1.29 亿元，同比-7.45%/+33.37%，首次实现本年度单季度净利润整数转正，主要系疫情仍影响线下增速以及 7-8 月暂停线上超头直播。

图表 51 营业收入及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

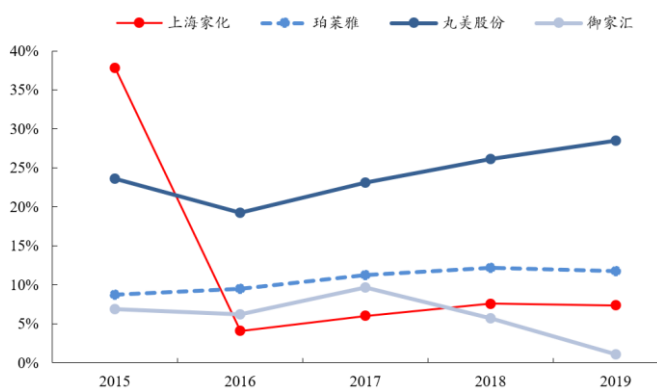
图表 52 2019 年公司线上渠道收入占比快速提升



资料来源：wind，华安证券研究所

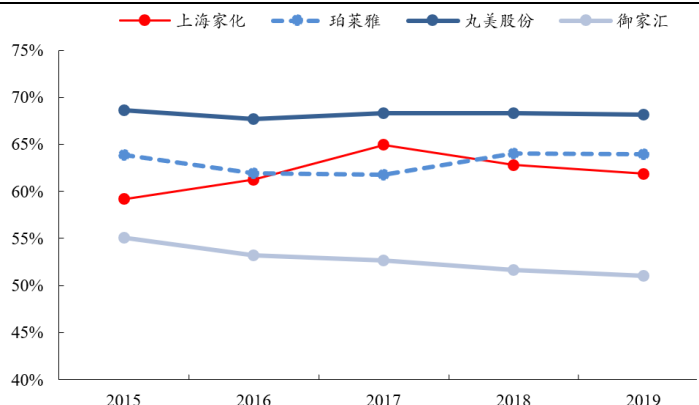
公司的净利率自 2017 年后开始缓慢爬升，盈利能力逐步改善。公司的毛利率基本保持稳定，维持在 60-65%之间，但净利率变动较大，2015-2016 年净利率从 37.8%跌至 4.1%，2017 年净利率开始缓慢爬升，至 2019 年达 7.3%，净利率的大幅波动主要源于公司 2016 年开始进行改革调整，组织架构的调整和品牌营销的投入，致使销售费用快速上升，2017 年后公司通过加强费用管控，盈利能力逐步得到改善。

图表 53 销售净利率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 54 销售毛利率

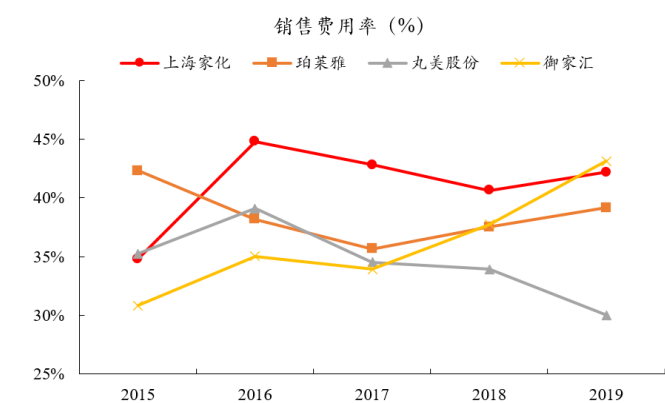


资料来源：wind，华安证券研究所

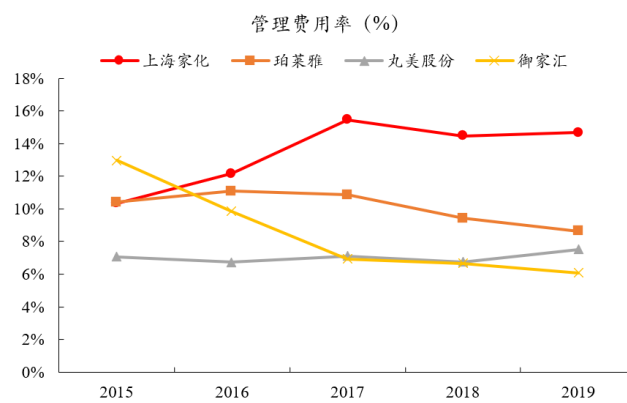
公司三费整体偏高。2015-2019 年公司的销售费用率和管理费用率明显高于行业平均水平，财务费用率基本与行业平均相近。截至 2019 年，公司的销售费用率和管理费用率合计高于珀莱雅/丸美/御家汇分别为 9.1%/19.2%/7.2%，主因公司品牌和渠道众多，且处于调整期，营销投入多、管理难度大，致使销售和管理费用率较高。

图表 55 公司的销售费用率约为 42%，与御家汇相近，高于珀莱雅和九美

图表 56 公司的管理费用率约为 15%，远高于珀莱雅、九美和御家汇

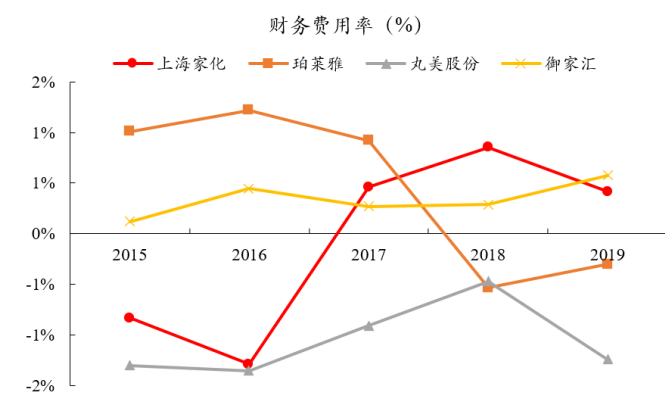


资料来源：wind，华安证券研究所



资料来源：wind，华安证券研究所

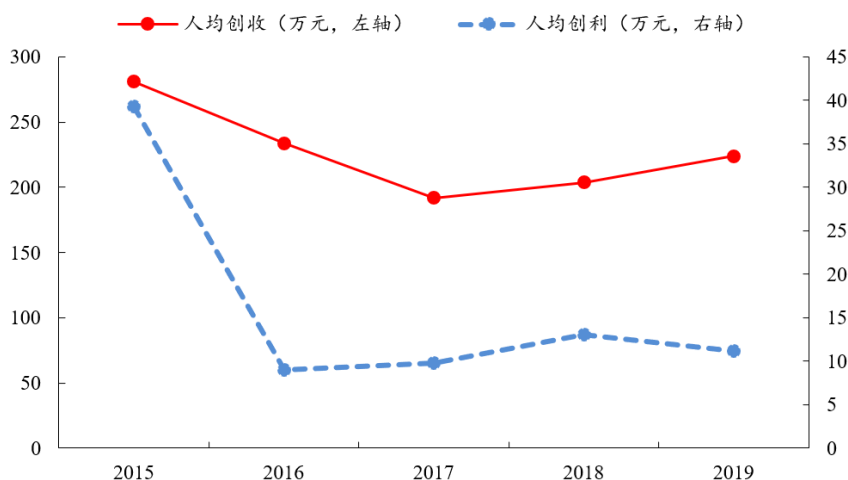
图表 57 公司的财务费用率约 0.4%，与可比公司相近



资料来源：wind，华安证券研究所

公司的人均创收和人均创利逐步改善。2015-2017 年，公司的人均创收和人均创利大幅下滑，但 2017 年以后，均止跌回升，逐步改善。

图表 58 公司的人均创收和人均创利逐步改善



资料来源：wind，华安证券研究所

2019 年公司的 ROE 达 9.2%，在可比公司中优于御家汇，低于珀莱雅和丸美。拆分来看，较低的 ROE 主要源于低销售净利率，而低销售净利率则主因高销售费用率和高管理费用率，未来公司通过加强费用管控，有望实现 ROE 改善。

图表 59 可比公司 ROE 拆分

	ROE (%)	=	销售净利率 (%)	×	总资产周转率 (次)	×	权益乘数
上海家化	9.2	=	7.33	×	0.71	×	1.76
珀莱雅	19.7	=	11.73	×	1.07	×	1.57
丸美股份	25.4	=	28.48	×	0.65	×	1.37
御家汇	1.9	=	1.05	×	1.29	×	1.43

资料来源：wind，华安证券研究所

5 投资建议

化妆品行业具有典型的行业特征，即单一品牌的市占率普遍不高，这主要源于消费者需求的多样性和易变性。一方面，不同的消费者具有不同的细分护肤需求，单一品牌因功效有限，难以全方位覆盖不同需求人群，导致消费者会按照功能需求进行分流；另一方面，化妆品作为快消品，品牌间为了赢得竞争，不断地在产品端推旧出新，保持或吸引用户，这在一定程度上刺激了消费者的尝新需求，加之化妆品功能显效时间普遍较长、试错成本较低，最终导致消费者在品牌间的转换相对高频，对单一品牌的忠诚度相对较低。在这样的行业背景下，化妆品公司要实现长期的可持续性增长，构建能满足不同细分需求的多品牌矩阵是必经之径。

公司经营历史横亘百年，积淀深厚，拥有本土公司中覆盖不同人群和需求、非常齐全的品牌矩阵、较强的科研实力和深耕多年的广阔的销售渠道，其综合实力非新兴化妆品公司短期内所能企及，加之公司经过多轮变革，虽在人事上变动较大，但整体变革方向和政策执行具有一定的连续性，使公司基本面逐渐得到修复。2020 年，公司迎来新领导者潘总，其拥有丰富的化妆品行业从业经验，尤其擅长战略转型和渠道变革，恰为家化当前所需，这为公司实现复兴增长了新信心、注入了新动力。此外，我们通过跟踪市场数据亦可看到，潘总虽上任不久，但其提出的“一个中心、两个基本点、三个助推力”整体战略，直指公司发展痛点，因之落实的一系列改善举措亦渐显成效，预计百年家化的复兴指日可待。

从分品牌角度，我们预计玉泽、启初等品牌有望焕发新活力实现较高增长，且在近期销售数据中已经崭露头角，而六神、佰草集等原有主力品牌也有望受益公司调整重振旗鼓；从分渠道角度，我们认为公司在过去线上占比较低，导致未能在电商红利中占据先发优势，随着公司的渠道调整，我们已经看到公司线上销售的大幅改善，预计线上销售未来仍将为增长提速做出贡献，另一方面，公司线下渠道大力调整，新零售等门店转型也有望为线下销售注入新活力，实现增速改善。因此，我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 75.4、84.4、94.7 亿元，同比分别-0.8%、12.0%、12.2%，预计公司归母净利润分别 3.7、5.1、7.7 亿元，同比分别-33.3%、37.7%、49.5%，对应 EPS 分别为 0.55、0.76、1.14 元/股，当前股价对应 2020-2022 年分别 69.5x、50.5x、33.8xPE，给予增持评级。

图表 60 分品牌盈利预测（亿元）

	品牌	指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
个人护理类	六神	出货端收入	21.80	22.35	17.88	19.68	21.26
		yoy		2.5%	-20.0%	10.1%	8.1%
		线上零售额	0.81	0.73	0.49	0.55	0.60
		yoy		-9.5%	-33.1%	12.0%	10.0%
		线下零售额	22.15	19.90	16.75	18.42	19.90
		yoy		-10.1%	-15.8%	10.0%	8.0%
	美加净	出货端收入	4.44	4.04	3.23	3.34	3.44
		yoy		-9.0%	-20.0%	3.5%	3.0%
		线上零售额	1.17	1.09	0.87	0.91	0.94
		yoy		-7.1%	-20.4%	5.0%	3.0%
		线下零售额	3.02	3.69	2.93	3.02	3.11
		yoy		22.0%	-20.5%	3.0%	3.0%
	汤美星	出货端收入	16.40	17.00	17.29	18.67	20.16
		yoy		3.7%	1.7%	8.0%	8.0%
	启初	出货端收入	1.31	1.63	1.30	1.56	1.83
		yoy		24.4%	-20.0%	20.0%	17.0%
		线上零售额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		yoy		-55.4%	-2.0%	7.0%	7.0%
		线下零售额	5.18	8.31	6.70	8.04	9.41
		yoy		60.4%	-19.4%	20.0%	17.0%
美容护肤类	玉泽	出货端收入	1.32	2.46	7.38	11.07	15.57
		yoy		86.4%	200.0%	50.0%	40.6%
		线上零售额	0.91	2.77	12.52	18.78	26.29
		yoy		206.4%	351.2%	50.0%	40.0%
		线下零售额	1.97	1.06	0.84	1.26	1.88
		yoy		-46.5%	-20.7%	50.0%	50.0%
	佰草集	出货端收入	19.06	19.06	15.57	17.44	18.93
		yoy		0.0%	-18.3%	12.0%	8.6%
		线上零售额	7.69	5.98	4.42	4.95	5.55
		yoy		-22.1%	-26.1%	12.0%	12.0%
		线下零售额	30.08	32.23	26.80	30.01	32.42
		yoy		7.1%	-16.9%	12.0%	8.0%
	双妹	出货端收入		2.00	2.40	2.76	3.09
		yoy			20.0%	15.0%	12.0%
		线上零售额	0.04	0.15	0.26	0.44	0.64
		yoy		253.8%	77.1%	68.2%	47.4%
	高夫	出货端收入	4.59	3.99	2.72	2.85	2.78
		yoy		-13.1%	-31.9%	5.0%	-2.5%
		线上零售额	7.51	3.74	2.32	2.44	2.49
		yoy		-50.3%	-37.8%	5.0%	2.0%
线下零售额		0.88	5.82	4.19	4.40	4.18	
yoy			559.4%	-28.0%	5.0%	-5.0%	
家居护理类	家安	出货端收入	2.40	3.48	3.13	3.92	4.62
		yoy		45.0%	-9.9%	25.0%	18.0%
		线上零售额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		yoy			86.0%	30.0%	30.0%
		线下零售额	0.56	0.60	0.54	0.68	0.80
		yoy		8.2%	-9.9%	25.0%	18.0%

资料来源：公司公告，淘数据，魔镜数据，Euromonitor，华安证券研究所测算

注：出货端收入不等于线上零售额与线下零售额之和，中间还有渠道加价。

风险提示：

疫情反复导致线下门店恢复速度不及预期；公司的组织架构和品牌战略调整短期内难见成效，影响市场信心；品牌拓展及新品研发不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5878	6173	6780	7728	营业收入	7597	7535	8439	9465
现金	1609	1797	2245	2923	营业成本	2896	2916	3180	3432
应收账款	1229	1259	1395	1571	营业税金及附加	54	57	62	70
其他应收款	66	57	64	73	销售费用	3204	3367	3671	4070
预付账款	64	74	80	85	管理费用	942	837	1055	1136
存货	925	999	1011	1091	财务费用	31	23	16	8
其他流动资产	1984	1986	1986	1986	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	5270	5428	5582	5665	公允价值变动收益	-84	0	0	0
长期投资	391	391	391	391	投资净收益	154	148	166	187
固定资产	1122	1435	1718	1953	营业利润	700	455	629	943
无形资产	821	958	1027	1108	营业外收入	3	3	3	4
其他非流动资产	2936	2643	2445	2213	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	11147	11600	12362	13394	利润总额	702	457	631	945
流动负债	2865	2946	3196	3464	所得税	145	85	120	181
短期借款	0	0	0	0	净利润	557	372	512	765
应付账款	824	864	938	1007	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2041	2083	2259	2456	归属母公司净利润	557	372	512	765
非流动负债	1997	1997	1997	1997	EBITDA	559	367	413	700
长期借款	1138	1138	1138	1138	EPS（元）	0.83	0.55	0.76	1.14
其他非流动负债	859	859	859	859					
负债合计	4862	4943	5193	5460					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	671	671	671	671					
资本公积	866	866	866	866					
留存收益	4749	5120	5632	6396					
归属母公司股东权益	6286	6657	7169	7933					
负债和股东权益	11147	11600	12362	13394					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	749	405	565	712	成长能力				
净利润	557	372	512	765	营业收入	6.4%	-0.8%	12.0%	12.2%
折旧摊销	230	153	116	136	营业利润	8.3%	-35.0%	38.3%	49.9%
财务费用	58	57	57	57	归属于母公司净利	3.1%	-33.3%	37.7%	49.5%
投资损失	-154	-148	-166	-187	获利能力				
营运资金变动	186	-26	92	-3	毛利率（%）	61.9%	61.3%	62.3%	63.7%
其他经营现金流	243	396	374	712	净利率（%）	7.3%	4.9%	6.1%	8.1%
投资活动现金流	-121	-161	-59	23	ROE（%）	8.9%	5.6%	7.1%	9.6%
资本支出	-30	-309	-225	-164	ROIC（%）	3.5%	2.2%	2.9%	5.0%
长期投资	-130	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	39	148	166	187	资产负债率（%）	43.6%	42.6%	42.0%	40.8%
筹资活动现金流	-186	-57	-57	-57	净负债比率（%）	77.3%	74.3%	72.4%	68.8%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.05	2.10	2.12	2.23
长期借款	65	0	0	0	速动比率	1.71	1.73	1.78	1.89
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	8	0	0	0	总资产周转率	0.68	0.65	0.68	0.71
其他筹资现金流	-260	-57	-57	-57	应收账款周转率	6.18	5.98	6.05	6.03
现金净增加额	438	188	449	678	应付账款周转率	3.52	3.38	3.39	3.41

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	0.83	0.55	0.76	1.14	P/E	37.28	69.51	50.48	33.77
每股经营现金流薄）	1.12	0.60	0.84	1.06	P/B	3.30	3.88	3.60	3.25
每股净资产	9.36	9.92	10.68	11.82	EV/EBITDA	36.34	68.62	59.89	34.36

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。