

新帅上马谱新章，家化龙头再起航

投资要点

- **推荐逻辑：**公司作为家化行业龙头之一，深耕行业多年，品牌布局全面，但是一直以来的高费用率被市场诟病。随着新帅上任，公司加快变革转型，渠道调整以及品牌焕新，我们期待公司经营持续改善，运营效率提升，我们预期未来三年公司业绩保持 9% 的复合增速。
- **新帅上马，公司变革可期。**2020 年 5 月，潘秋生先生成为上海家化新任董事长。2015-2019 年，潘秋生担任欧莱雅大众化妆品部中国商务总经理，2019 年欧莱雅中国区营收同比增长 35%。2019-2020 年，潘秋生担任美泰全球副总裁兼美太芭比中国区经理，任职期间美泰实现全方位业务改善并大幅度减亏。潘秋生先生拥有多年消费品公司管理经验，对化妆品行业有深刻理解。我们期待公司在新任董事长的带领下，进一步加快变革与转型步伐，专注于产品和营销创新。
- **多品牌布局发力护肤品市场。**公司品牌布局全面，实现了从高端市场到大众市场的全面覆盖。我们认为应该重点关注护肤赛道，品牌潜力较强的佰草集和玉泽。佰草集产品以中草药配方为特色，公司持续推进品牌高端化、年轻化。随着新帅上任，公司持续优化渠道运营，佰草集未来增长潜力大。玉泽拥有本土权威医疗机构背书，产品实力强劲。在功能性护肤市场规模快速增长的背景下，随着公司渠道营销全方位的优化，玉泽品牌潜力有望得到进一步释放。
- **渠道调整提速，费用存在优化空间。**随着电子商务的快速发展，公司线上渠道占比呈现快速上升趋势。2020H1，公司线上渠道收入为 14.3 亿元，同比增长 32.7%，营收占比为 38.7%。同行对比来看，公司线上渠道有待进一步拓展。从公司的期间费用来看，公司的期间费用率远高于同行。2020Q1-Q3 公司期间费用率为 57.4%，比珀莱雅高出 13.6pp，比丸美股份高出 20.4pp。一方面，公司旗下品牌众多，品牌运营都需要一定的费用投入。另一方面，公司运营效率有待提升。2020Q1-Q3 公司存货和应收账款周转速度均低于同行。我们期待新帅上任之后，带领公司加速变革与转型，提升运营效率，优化费用支出。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为家化行业龙头企业，品牌布局全面；新帅上任，公司有望加快变革转型，经营效率持续改善。预计未来三年归母净利润将保持 9% 的复合增长率，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧、转型变革效果不及预期、品牌增长不及预期。

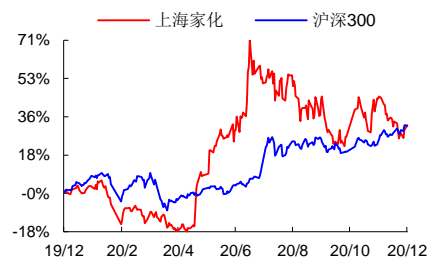
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7596.95	7388.34	8397.90	9395.10
增长率	6.43%	-2.75%	13.66%	11.87%
归属母公司净利润 (百万元)	557.09	371.84	501.67	721.80
增长率	3.09%	-33.25%	34.91%	43.88%
每股收益 EPS (元)	0.82	0.55	0.74	1.06
净资产收益率 ROE	8.86%	5.72%	7.24%	9.55%
PE	48	71	53	37
PB	4.22	4.08	3.83	3.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
 执业证号: S1250518090001
 电话: 023-63786049
 邮箱: gmh@swsc.com.cn
 联系人: 夏勤
 电话: 023-63786049
 邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.78
流通 A 股(亿股)	6.71
52 周内股价区间(元)	24.55-51.5
总市值(亿元)	265.43
总资产(亿元)	113.80
每股净资产(元)	9.44

相关研究

目 录

1 百年品牌国产龙头，换帅引入新动能	1
1.1 国产日化龙头，多维度布局全面	1
1.2 中国平安为实际控制人，公司激励充分	2
1.3 欧莱雅原高管上任，公司变革转型加快	3
2 护肤品市场快速增长，敏感护肤风景正好	5
2.1 护肤品市场规模快速增长	5
2.2 多重因素助推，敏感护肤风景正好	7
3 品牌矩阵丰富，渠道优化指日可见	9
3.1 品牌布局全面，玉泽、佰草集潜力十足	9
3.2 渠道变革提速，费用存在优化空间	14
4 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测	16
4.2 相对估值	17
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 上海家化发展历程	1
图 2: 上海家化股权结构	2
图 3: 2001-2019 公司营业收入及同比增速	4
图 4: 2001-2019 公司净利润及同比增速	4
图 5: 2010-2019 年欧莱雅中国营业收入及同比增速	5
图 6: 2013-2019 年美泰全球营业收入及同比增速	5
图 7: 2017 年之后化妆品零售总额增速超社零总额增速	5
图 8: 2019 年化妆品零售总额增速第二	5
图 9: 2015-2019 年护肤品市场规模快速增长	6
图 10: 2019 年护肤品市场规模占比一半左右	6
图 11: 2014-2019 年皮肤学级护肤品市场规模快速增长	6
图 12: 2020 年中国敏感肌女性化妆品选择顾虑	7
图 13: 2020 年中国敏感肌女性对抗敏产品选择偏好	7
图 14: 2011 年至今“敏感肌肤”搜索指数呈现上升趋势	8
图 15: 截止 2020 年 11 月小红书护肤话题笔记数量	8
图 16: 2020 用户获取化妆品信息主要渠道占比	8
图 17: 佰草集品牌发展历程	9
图 18: 佰草集产品体系	10
图 19: 佰草集太极系列产品	10
图 20: 2014-2018 年佰草集百货渠道市场份额	12
图 21: 2013-2020.11 佰草集百度搜索人群画像	12
图 22: 玉泽品牌由专业医学院背书	13
图 23: 顶尖皮肤专家成立“玉泽皮肤健康专家委员会”	13
图 24: 玉泽品牌产品分类	13
图 25: 2015-2020H1 公司线上渠道占比提升	15
图 26: 2017-2020H1 上海家化线上销售占比低于同行	15
图 27: 2015-2020Q3 公司销售费用率高于同行	15
图 28: 2015-2020Q3 公司管理费用率高于同行	15
图 29: 2015-2020Q3 公司毛利率水平与同行相当	16
图 30: 2015-2020Q3 公司净利率水平低于同行	16
图 31: 2015-2020Q3 公司销售费用率高于同行	16
图 32: 2015-2020Q3 公司管理费用率高于同行	16

表 目 录

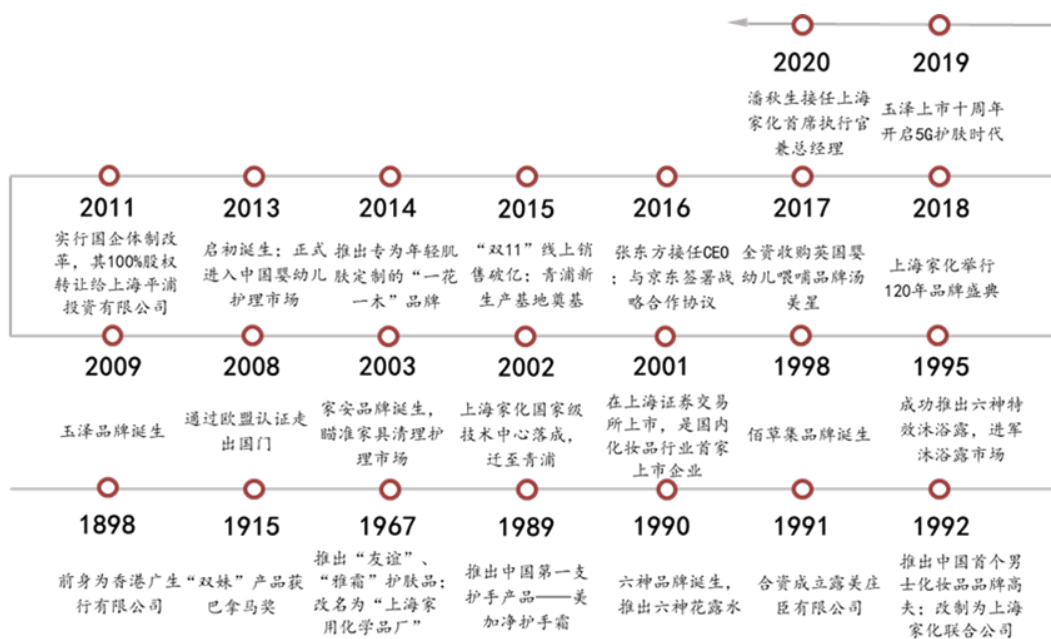
表 1：上海家化品牌品类	1
表 2：上海家化历年股权激励计划	3
表 3：2020 年股权激励计划业绩考核指标	3
表 4：上海家化历任董事长任期间营收以及业绩表现	4
表 5：佰草集太极系列定价位于国货高端	11
表 6：玉泽产品定价具备较高性价比	13
表 7：分业务收入及毛利率	17
表 8：可比公司估值	17
附表：财务预测与估值	19

1 百年品牌国产龙头，换帅引入新动能

1.1 国产日化龙头，多维度布局全面

中国最早民族化妆品企业。上海家化的历史可以追溯到 1898 年，其前身为香港广生行有限公司，今年已步入发展的第 122 个年头，是中国最早民族化妆品企业。公司于 2001 年在上海证券交易所上市，成为国内化妆品行业首家上市企业。

图 1：上海家化发展历程



数据来源：Wind，西南证券整理

品牌品类完善。上海家化品类覆盖完善，主要从事护肤类、洗护类、家居护理类、婴幼儿哺育类产品的研发、生产和销售。主要品牌包括六神、佰草集、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹、典萃、汤美星等。此外，公司还经营合资及代理品牌包括片仔癀、艾禾美、芳芯、碧缇丝等。完整的品牌品类覆盖使上海家化的客户群体定位更广。从低收入至高收入人群，到男士护肤群体，再到母婴群体，多方面实现全覆盖。

表 1：上海家化品牌品类

类别	品类	品牌
自营	美容护肤	雙妹 佰草集 玉泽 典萃 高夫
	个人护理	六神 美加净 启初 汤美星

类别	品类	品牌
	家居护理	 家安
合资及代理		   

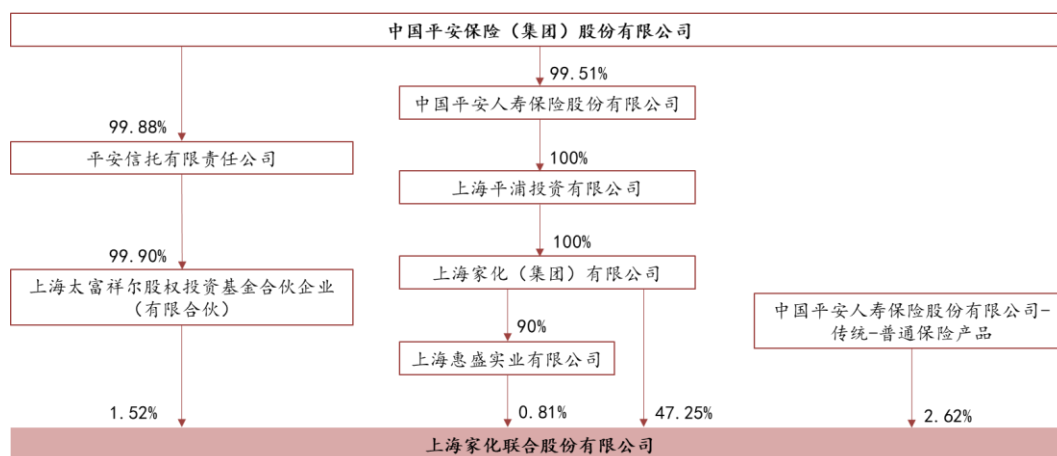
数据来源：公司公告，西南证券整理

全渠道融合发展。上海家化的渠道战略是全渠道、全覆盖，线上与线下相融合，渠道与品牌相匹配共同发展。线下销售为经销商分销、直营 KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外；线上销售为电商、特殊渠道。截至 2019 年，线下渠道方面，商超门店 20 万家、农村直销车覆盖的乡村网点有近 9 万家店、百货近 1500 家、化妆品专营店约 1.3 万家、母婴店近 6000 家。线上渠道，公司与天猫、京东、唯品会等国内知名大型购物网站及美妆平台建立了密切的关系。

1.2 中国平安为实际控制人，公司激励充分

国资体制改革后，中国平安为实际控制人。上海家化集团于 2011 年 11 月完成国资体制改革，公司由国有控股企业转变为混合所有制企业。平浦投资收购上海家化集团原控股人上海国资委的 100% 股权。平浦投资实际控制人为中国平安。此后，中国平安通过要约收购、二级市场购买不断增加持股比例，至 2019 年平安系一共持有公司约 52% 的股份。

图 2：上海家化股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

五次推行股份激励计划，充分赋能管理人员。上市以来，上海家化多次发布股权激励计划，且每次皆于相应年度均达成股权授予业绩目标，授予对象为公司的高层及核心骨干。股权激励计划能够充分调动公司核心员工的主动性和创造性，有助于增加公司对行业内人才的吸引力，加强核心团队建设，为股东带来更高效、更持久的回报。

表 2：上海家化历年股权激励计划

时间	考核内容	授予价格	售出数量
2008 年	公司 2007 年度净利润不低于 9220 万元，扣除非经常性损益的净利润不低于 8448 万元；限制性股票解锁的业绩条件为公司上一年度净资产收益率不低于 10%。	8.94 元/股	530 万股
2012 年	2012-2014 年，净利润增长率不低于 25%/56%/95%，加权平均净资产收益率不低于 18%。	16.41 元/股	2540 万股
2015 年	以 2013 年业绩为基准，2015/2016/2017 年营业收入相对于 2013 年增长率分别不低于 37%/64%/102%，同时 2015/2016/2017 年加权平均净资产收益率均不低于 18%。	19.61 元/股	179.8 万股
2018 年	以 2017 年营收为基准，2018-2020 年增速分别不低于 23%/54%/92%；2018-2020 年净利润增长分别不低于 41%/92%/156%。	35.75 元/股	425 万股

数据来源：公司公告，西南证券整理

新董事长上任开启新股权激励计划，前景可期。2020 年 10 月 9 日，上海家化董事长潘秋生上任以后，发布了新一轮股权激励计划。涉及的激励对象包括董事、高级管理人员、中高层管理人员、骨干员工共合 139 人，拟授予的限制性股票数量不超过 869 万股，授予价格为每股 19.57 元。股权激励计划由公司层面及个人层面多维度目标考核，分三期解锁，三期解锁比例为 30%/30%/40%。高营收与净利润目标表现了公司对未来的成长信心，自换帅以来，上海家化业绩前景值得期待。

 表 3：2020 年股权激励计划业绩考核指标¹

公司业绩考核目标		解除限售期		
		2021 年	2022 年	2023 年
业绩考核目标 (A)	营业收入 (X1)	83 亿	94 亿	106 亿
	累计净利润 (Y1)	4.8 亿	13.1 亿	24.7 亿
业绩考核目标 (B)	营业收入 (X2)	76 亿	86 亿	98 亿
	累计净利润 (Y2)	4.1 亿	11.1 亿	21.1 亿

数据来源：公司公告，西南证券整理。注：上述“累计净利润”是指第一个解除限售期考核 2021 年度净利润，第二个解除限售期考核 2021 年度与 2022 年度净利润之和，第三个解除限售期考核 2021 年度、2022 年度及 2023 年度净利润之和，且“净利润”指归属于上市公司股东的净利润。

1.3 欧莱雅原高管上任，公司变革转型加快

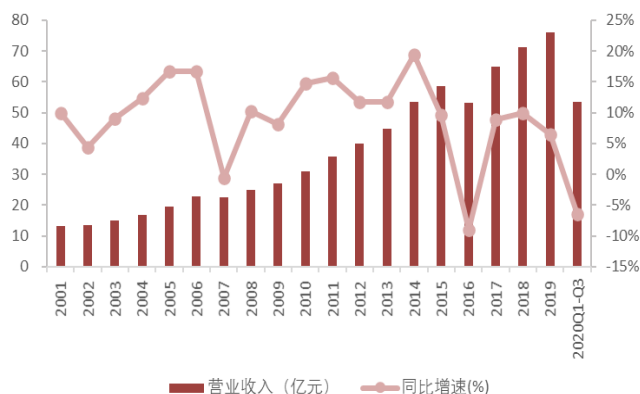
历任管理层侧重不同，新帅上任未来可期。上海家化历史管理层变动了四次，每一任管理层对公司的发展侧重不同。1999-2013 年末，第一任董事长葛文耀在家化任职 30 年，为家化丰富的品牌矩阵打好了相当基础。2013 年底，公司聘请了谢文坚作为新任董事长。一方面，国内化妆品渠道调整、海外品牌加速入侵，市场竞争激烈，行业增速放缓。另一方面公司管理层及研发人员剧烈动荡、品牌面临老化。任期内，公司业绩不如预期。2016 年 11 月，谢文坚从上海家化离职。2016 年 11 月，张东方女士上任，她提出了“研发先行、品牌

¹ 考核年度的实际营业收入为 X，实际累计净利润为 Y，则解除限售系数 K 的公式为：

(1) 当 $X \geq X_2$ 且 $Y \geq Y_2$ 时：
解除限售系数 $K = \left[\frac{(X - X_2)}{(X_1 - X_2)} \times 0.2 + 0.8 \right] \times 0.5 + \left[\frac{(Y - Y_2)}{(Y_1 - Y_2)} \times 0.2 + 0.8 \right] \times 0.5$ ，其中当 $X \geq X_1$ 时，X 按 X_1 取值；当 $Y \geq Y_1$ 时，Y 按 Y_1 取值；
(2) 当 $X < X_2$ 或 $Y < Y_2$ 时，解除限售系数 $K = 0$ 。
当期实际解除限售比例 = 当期可解除限售比例 * 解除限售系数 K。

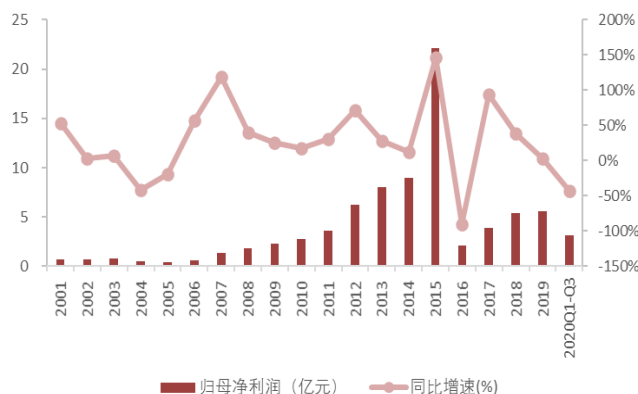
驱动、渠道创新、供应保障”四大战略。2017-2019 年营收复合增速为 8.2%，归母净利润复合增速为 19.8%。2020 年 5 月，上海家化迎来了行业经验丰富的新任董事长潘秋生。

图 3：2001-2019 公司营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2001-2019 公司净利润及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：上海家化历任董事长任期间营收以及业绩表现

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
任期	1999-2013													2013-2016			2016-2020		
董事长	葛文耀													谢文坚			张东方		
营收 (亿)	13.1	13.6	14.9	16.7	19.5	22.7	22.6	24.9	27.0	30.9	35.8	40.0	44.7	53.4	58.5	53.2	64.9	71.4	76.0
yoy	10.0%	4.4%	9.0%	12.3%	16.8%	16.7%	-0.6%	10.3%	8.2%	14.7%	15.6%	11.8%	11.7%	19.4%	9.6%	-9.0%	8.8%	10.0%	6.4%
净利润 (亿)	0.7	0.8	0.9	0.6	0.5	0.7	1.5	1.9	2.4	2.5	3.7	6.3	8.2	9.1	22.1	2.2	3.9	5.4	5.6
yoy	54%	3%	8%	-42%	-18%	57%	119%	40%	26%	18%	31%	72%	29%	12%	146%	-90%	94%	39%	3%
CAGR	营业收入													营业收入			营业收入		
	GACR=10.77%													GACR=-0.19%			GACR=8.21%		
	净利润													净利润			净利润		
	GACR=22.77%													GACR=-50.83%			GACR=19.83%		

数据来源：公司公告，西南证券整理

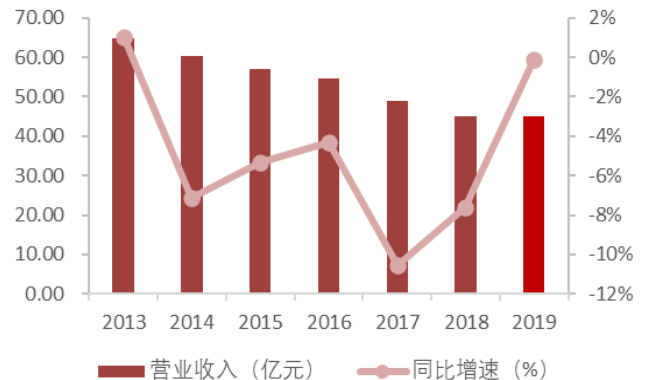
潘秋生消费品行业任职经验丰富，善于驱动转型变革。在欧莱雅中国和美泰任职期间，潘秋生业绩斐然。2015-2019 年，潘秋生担任欧莱雅集团大众化妆品部中国商务总经理及亚太区商务总经理，帮助欧莱雅实现线上渠道转型。数据显示，欧莱雅集团中国区在 2017-2019 年营业收入持续增长，yoy 达到 17%/33%/35%，实现了近 10 年来的最高增长。2019-2020 年，担任美泰全球副总裁兼美太芭比中国区经理，2019 年美泰 4 年内营业收入首次停止下滑。

图 5：2010-2019 年欧莱雅中国营业收入及同比增速



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 6：2013-2019 年美泰全球营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

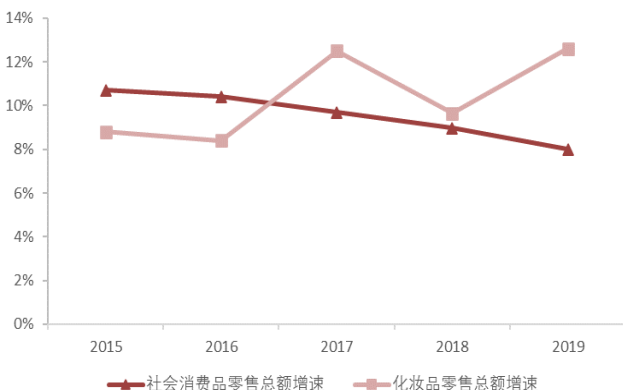
“一二三”新方针，改革助力公司发展。潘秋生上任后确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针，即以消费者为中心，以品牌创新和渠道进阶为基本点，以流程、文化和数据化为助推器。在潘秋生的带领下，上海家化在未来可能会着力于线上渠道转型，出现新的利润增长点。可以期待上海家化的改革，上海家化的经营业绩有望在未来逐步向好。

2 护肤品市场快速增长，敏感护肤风景正好

2.1 护肤品市场规模快速增长

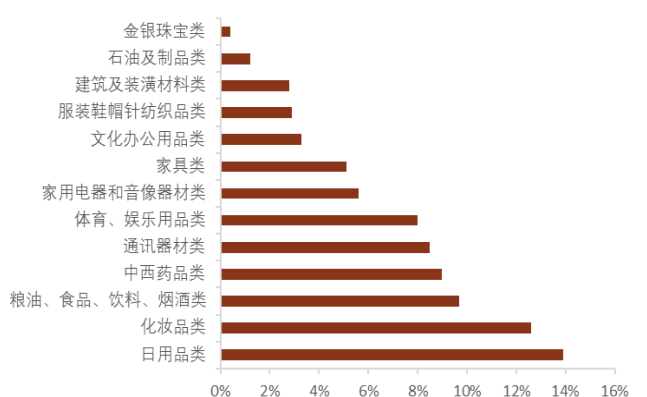
受益于经济的快速发展，人均可支配收入提升，我国化妆品消费频次增加，人均消费金额提升。此外，在化妆品消费渗透率不断提升的背景下，我国化妆品行业持续高速增长。根据国家统计局数据显示，2019 年限额以上化妆品零售总额为 2992 亿元，同比增长 14.2%；产量为 124 万吨，同比增长 6%。2017 年以后，我国化妆品零售总额增速超过同期社会消费品零售总额增速，增速在细分品类里面排名第二。

图 7：2017 年之后化妆品零售总额增速超社零总额增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

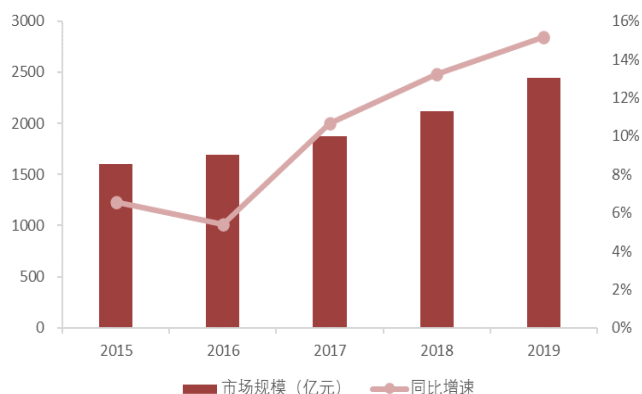
图 8：2019 年化妆品零售总额增速第二



数据来源：国家统计局，西南证券整理

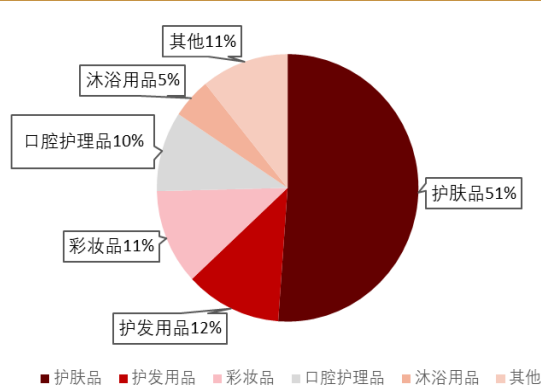
根据用途不同,我国的化妆品市场可以分为护肤品、护发用品、彩妆品、口腔护理品以及沐浴用品等等。护肤品具备清洁面部肌肤以及补充面部肌肤养分等功能,主要包括霜、护肤水、面膜、精华以及乳液等等。根据欧睿国际数据显示,2019年我国护肤品市场规模达到2444.2亿元,占化妆品市场51.2%的份额。2014-2019年国内护肤品市场复合增长率为10.1%,目前处于快速增长期。

图 9: 2015-2019 年护肤品市场规模快速增长



数据来源: 欧睿国际, 西南证券整理

图 10: 2019 年护肤品市场规模占比一半左右

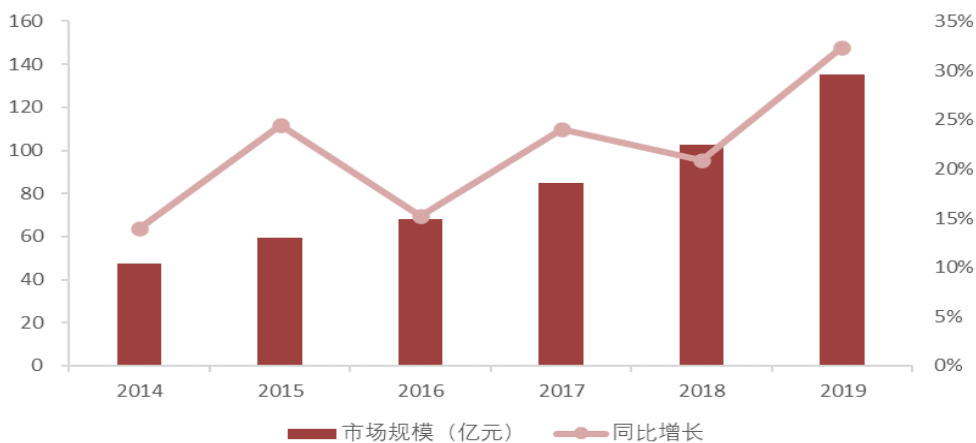


数据来源: 欧睿国际, 西南证券整理

皮肤学级护肤品主要指采用温和和可续的配方,强调产品安全性和专业性,适用于肌肤敏感等问题肌肤的护理产品。随着消费人群对于护肤品安全性、专业性要求越来越高,皮肤学级护肤品市场规模呈现了快速增长的态势。

根据欧睿国际数据显示,2014-2019年国内皮肤学级护肤品市场年均复合增长率为23.2%,增速远高于护肤品行业整体增速。2019年国内皮肤学级护肤品市场规模为135.5亿元,同比增长32.3%。

图 11: 2014-2019 年皮肤学级护肤品市场规模快速增长



数据来源: 欧睿国际, 西南证券整理

2.2 多重因素助推，敏感护肤风景正好

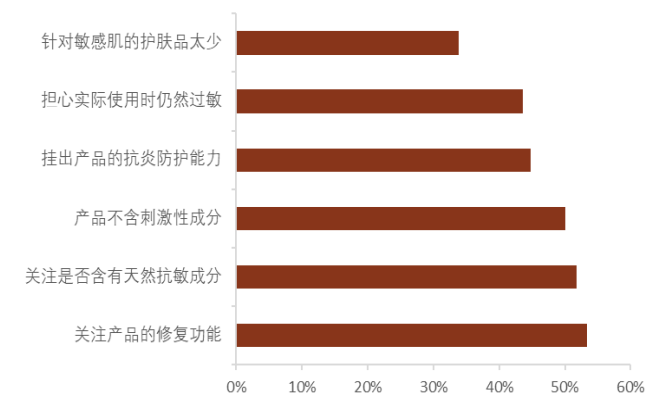
一方面，随着工作节奏加快，生活压力加大，消费者开始更早的面对肌肤问题，对于护肤的需求进阶为美白、抗敏、抗皱等多元化需求。另一方面，化妆品市场品牌众多，竞争激烈，针对消费者的需求变化，品牌商不断研发新品，开发细分市场。此外，新兴媒体的兴起，加速了产品的营销与消费者教育过程。多重因素助推下，护肤品细分市场快速发展。

(1) 护肤品市场更加细分

一方面，国内护肤品市场发展已久，品牌众多，竞争激烈。品牌商不断开发新品，拓展细分市场。根据中国香料香精化妆品工业协会数据显示，2018 年我国化妆品市场中护肤品品牌个数共有 9907 个。

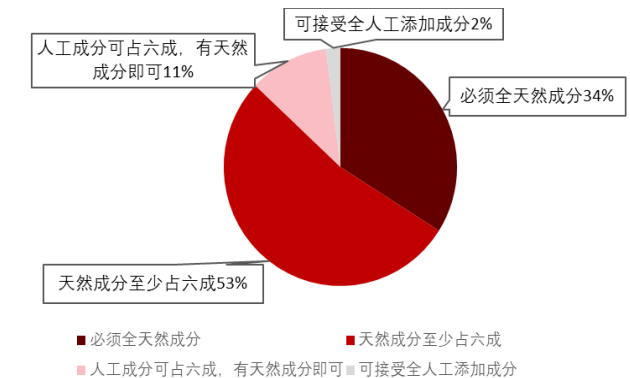
另一方面，随着多个品牌商长年对于消费者的教育以及国内消费者自身文化程度的提升，消费者消费时更加理性，更加关注护肤品的成分以及含量，注重产品的安全性以及专业性。根据艾瑞咨询问卷调研数据显示，51.8%的消费者选择化妆品时关注产品时候含有天然抗敏成分，53%的消费者选择抗敏产品时要求天然成分至少占据六成。

图 12：2020 年中国敏感肌女性化妆品选择顾虑



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 13：2020 年中国敏感肌女性对抗敏产品选择偏好



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

(2) 消费者需求变化

随着生活工作节奏的加快，由于熬夜、饮食不规律、心里压力过大以及过度使用彩妆产品等原因，年轻女性开始更早的面对肌肤问题。这部分消费者的护肤需求不仅仅是简单的保湿补水，更多表现为对于美白、抗过敏、祛痘等功能性护肤需求。

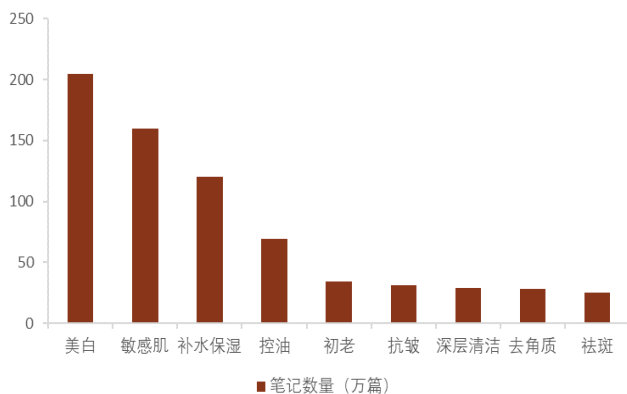
根据《中国皮肤性病学杂志》所公布的《中国敏感性皮肤诊治专家共识》中显示，约 40%-56% 的亚洲女性为敏感性肌肤，约 36% 的中国女性为敏感性肌肤。并且随着环境污染日益加重和精神压力增加等，敏感肌的发生率将逐渐升高。根据百度指数显示，2011 年到 2020 年 11 月，“敏感肌肤”搜索量整体呈现了上升趋势，并且在每年的换季期间会出现一次搜索量的高峰。

图 14: 2011 年至今“敏感肌肤”搜索指数呈现上升趋势



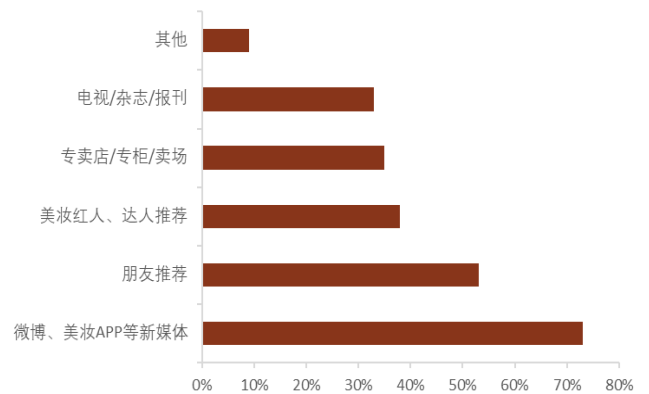
数据来源：百度指数，西南证券整理

图 15: 截止 2020 年 11 月小红书护肤话题笔记数量



数据来源：小红书，西南证券整理

图 16: 2020 用户获取化妆品信息主要渠道占比



数据来源：微博数据中心，西南证券整理

(3) 社交平台的助推

随着新媒体时代的兴起，化妆品行业的营销模式以前依赖于电视、杂志等传统媒体逐渐发展为线上线下全渠道的营销网络。近年来，化妆品企业开始选择在微博、微信公众号、小红书以及抖音等新兴媒体上凭借直播带货、KOL 种草等各类方式进行营销推广。根据微博数据中心调查问卷显示，73%的消费者通过微博、美妆 APP 等新媒体进行化妆品信息的获取。

相较于传统媒体的营销方式，微博、抖音等新兴媒体不仅扩大了新品的曝光度，更是加快了消费者之间“口口相传”的过程。截止 2020 年 11 月，小红书上护肤话题中，关于“敏感肌”的笔记数量达到了 160 万篇，仅次于“美白”的笔记数量。

3 品牌矩阵丰富，渠道优化指日可见

3.1 品牌布局全面，玉泽、佰草集潜力十足

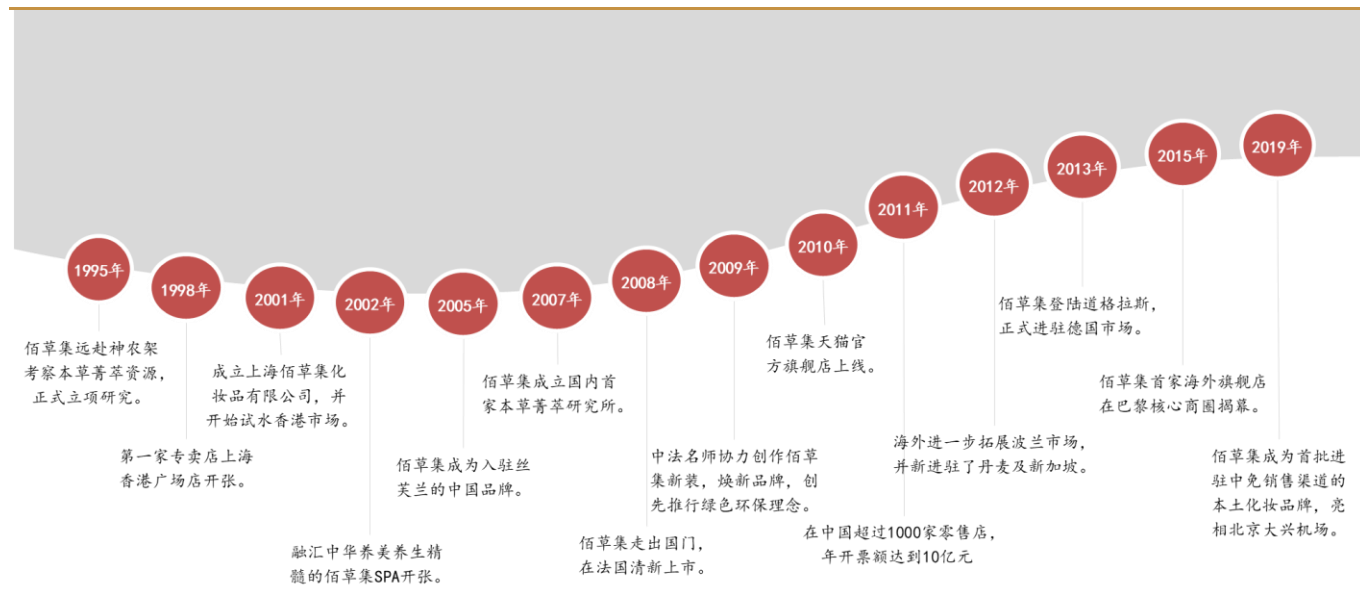
针对不同的消费需求，公司推出了相应的细分品牌：美妆护肤品牌佰草集、玉泽、高夫和双妹等，个人护理品牌六神、汤美星、美加净、启初等，居家护理品牌家安。品牌布局全面，实现了从高端市场到大众市场的全面覆盖。

从发展潜力来看，六神和美加净分别在花露水以及大众手霜品类中占据优势份额，但随着细分市场发展趋势，品牌营收增速放缓，进入了品类探索调整的新阶段。启初、双妹、高夫、家安等品牌具备鲜明的特色，深耕细分市场，目前营收规模尚小，未来有望通过不断挖掘市场需求扩大营收规模。玉泽作为医研共创品牌，贴合敏感肌护肤需求，未来有望在行业高速发展下进一步释放发展潜力。佰草集作为草本护肤中高端品牌，品牌文化深厚，有望通过渠道调整焕发品牌活力。总的来说，我们认为应该重点关注美容护肤赛道，品牌发展潜力较强的玉泽和佰草集。

3.1.1 中草药护肤佰草集

佰草集品牌成立于 1998 年，主要生产草本古方为主的护肤产品。佰草集将中草药护肤与现代科技结合，寓意神农尝“百草”、汇“集”中西智慧，遵循“美自根源·平衡有道”的品牌理念。2008 年佰草集成功进驻法国，2011 年佰草集线下门店破千，2015 年佰草集首家海外旗舰店于巴黎核心商圈揭幕，2019 年佰草集成为首批进驻中免销售渠道的本土化妆品品牌，亮相北京机场免税店。

图 17：佰草集品牌发展历程



数据来源：天猫旗舰店，西南证券整理

2017 年公司完成了对于佰草集产品体系的全面梳理，品牌金字塔分为太极系列、金研系列、专意理护系列和基础系列四大产品线。佰草集顺应高端化市场趋势，将全新高端产品太极系列作为品牌宣传的主要着力点，配合线上线下进行全渠道布局，强化太极系列的明星产品地位。2017 年上新了太极面霜，2019 年推出太极精华，2020 年推出太极系列化妆水。

图 18：佰草集产品体系



数据来源：佰草集官网，西南证券整理

图 19：佰草集太极系列产品



数据来源：佰草集官网，西南证券整理

从定价来看，佰草集太极系列定价范围为 480-1080 元。其他系列单品定价普遍在 400 元左右，太极系列单品定价偏高端。同行对比来看，佰草集太极系列定位处于国产护肤品高端价位，但是与海外品牌相比还存在一定的差距。以 2019 年新上的太极日月焕颜双重修复精华为例，产品定位为 380 元，单位定价为 6.3 元/ml。高于国产品牌同类产品定价，但是与海外品牌同类产品定价相比还有一定的差距。

表 5：佰草集太极系列定价位于国货高端

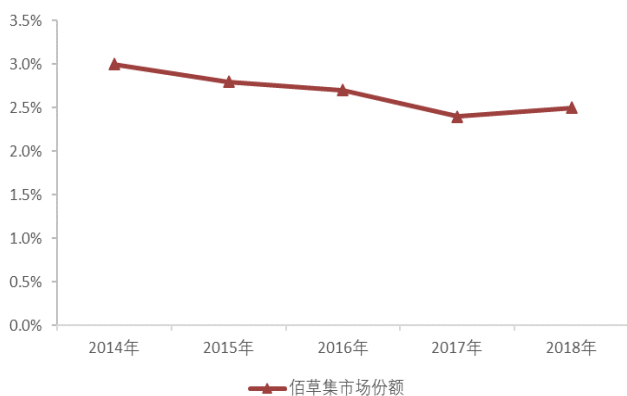
品牌	产品	产品图片	精华价格 (元)	单 ml 价格 (元)
佰草集	太极·日月焕颜·双重修护精华		399	6.65
巴黎欧莱雅	金致臻颜松露面部精华液		599	19.97
雅诗兰黛	特润修护肌活精华露		900	18.00
资生堂	新红妍肌活精华露		860	17.20
兰蔻	新小黑瓶精华肌底液		1480	19.73
自然堂	凝时鲜颜肌活修护精华液		320	6.40
珀莱雅	赋能鲜颜淡纹紧致精华液		259	8.63
丸美	小红瓶润透修护精华露		109	5.45
百雀羚	肌初赋活抚纹精华液		269	8.97

数据来源：天猫旗舰店，西南证券整理

佰草集凭借独特的中草药配方，以及浓厚的中华文化底蕴，早期市场份额快速提升。根据中怡康数据显示，2014 年佰草集百货专柜市场份额提升到 3%，成为前 20 品牌中唯一的国货品牌。一方面外资品牌加速渠道下沉竞争加剧，另一方面公司管理层变动、渠道调整以及品牌老化等因素影响下，佰草集市场份额有所下降。根据中怡康数据显示，2018 年佰草集百货市场份额为 2.5%。根据欧睿国际数据显示，2015-2019 年佰草集在大众化妆品市场中，市场份额从 1.1% 下降至 0.8%。

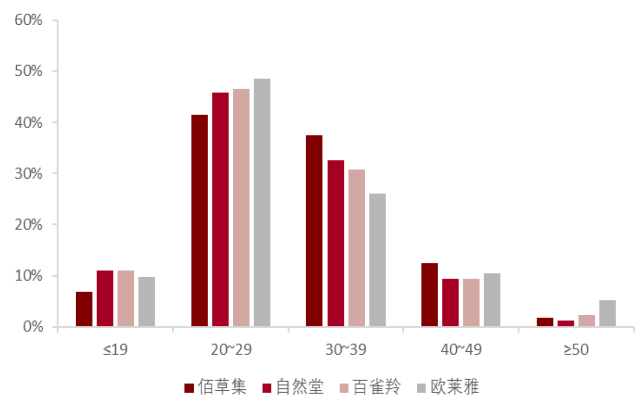
根据百度指数数据显示，在 30~39 岁、40~49 岁以及 50 岁以上的人群中，佰草集的搜索频率高于同行，但是在 20~29 岁以及 19 岁以下的人群中，佰草集的搜索频率低于同行，品牌面临一定的老化问题。

图 20：2014-2018 年佰草集百货渠道市场份额



数据来源：中怡康，西南证券整理

图 21：2013-2020.11 佰草集百度搜索人群画像



数据来源：百度指数，西南证券整理

差异化营销，推动品牌年轻化。同外资品牌选取影视圈流量明星做代言不同，佰草集在品牌宣传上也专注于打造“中医中草药古方”的产品特色以及浓厚中国文化品牌形象。2019 年 9 月，佰草集就与花开敦煌 IP 签订了合作协议，与国内敦煌图案权威研究专家、艺术家常沙娜先生共同打造敦煌文化系列合作跨界产品。并且佰草集创新性地邀请了街舞综艺人气选手余衍林，代表街舞创新太极；杨氏太极传人叶泳湘，代表经典太极，拍摄了《太极之美你站谁》的 Battle 大片。除此之外，佰草集还在抖音平台创意性地发起了#太极童颜操#手指舞挑战赛，将“太极很年轻”的理念场景化、趣味化，持续推动佰草集品牌年轻化。

总的来说，佰草集作为公司主推的品牌，产品以中草药配方为特色。公司通过产品系列调整，推进品牌高端化、年轻化。随着新帅上任，公司持续优化渠道运营，未来增长潜力大。

3.1.2 敏感肌护肤玉泽

本土专业医疗机构背书，品牌口碑积淀深厚。公司于 2009 年推出玉泽品牌，定位于从根源上解决皮肤屏障受损引起的脱屑、干痒、皲裂、粗糙、粉刺、刺痛等多种肌肤问题，提供科学护肤方案。早在 2003 年，公司就联合瑞金医院建立皮肤屏障修护产品研发项目。通过和多家国内重点三甲医院，共 1300 多例皮肤问题实验研究，历经 6 年，于 2009 年推出玉泽第一代产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”。2018 年，瑞金医院-上海家化联合实验室成立，国内外顶尖皮肤专家成立“玉泽皮肤健康研究专家委员会”。2019 年玉泽作为中国代表，出席第十届亚太皮肤屏障研讨会，分享玉泽最新科研成果。

图 22：玉泽品牌由专业医学院背书



数据来源：天猫官方旗舰店，西南证券整理

图 23：顶尖皮肤专家成立“玉泽皮肤健康专家委员会”



数据来源：天猫官方旗舰店，西南证券整理

从产品分类来看，玉泽品牌主要拥有修护、清痘、舒缓以及润泽四大系列，主要针对面部护理以及身体护理。从定价来看，玉泽产品定价普遍位于 200 元左右，主要针对大众化妆品市场。与同行竞品对比来看，玉泽产品定价具备较高性价比。以玉泽品牌天猫旗舰店销量第一的产品玉泽皮肤屏障修护保湿霜为例，产品定价 198 元，单位价格为 3.96 元/g。

图 24：玉泽品牌产品分类



数据来源：玉泽天猫旗舰店，西南证券整理

表 6：玉泽产品定价具备较高性价比

品牌	产品图片	面霜价格（元）	单 ml/g 价格（元）
HFP		219	4.38
WIS		138-139	2.76-4.63

品牌	产品图片	面霜价格 (元)	单 ml/g 价格 (元)
玉泽		178-258	3.56-5.16
薇诺娜		86-378	5.73-12.6
片仔癀		30-329	1.2-10.97
薇姿		269-409	5.38-8.18
理肤泉		119-295	2.98-7.38
雅漾		129-272	3.23-5.44

数据来源：天猫旗舰店，西南证券整理

同品牌特性相匹配，早期的玉泽选择了主攻线下药店渠道，目前全国 500 多家医院和药房在售。随着电子商务的快速发展，玉泽也开设了天猫、京东线上旗舰店。2019 年公司收回玉泽开展自营模式，并且开始尝试直播电商模式，与李佳琪等 kol 进行合作。2020 年 2 月，玉泽积雪草安心修护面膜一跃成为天猫美容护肤行业 TOP1 单品。

一方面，敏感肌护肤需求越发强烈，近年来功能性护肤市场规模快速扩张。另一方面，玉泽拥有本土权威医疗机构背书，产品实力强劲。随着公司渠道产品营销全方位的优化，玉泽品牌潜力有望得到进一步释放。

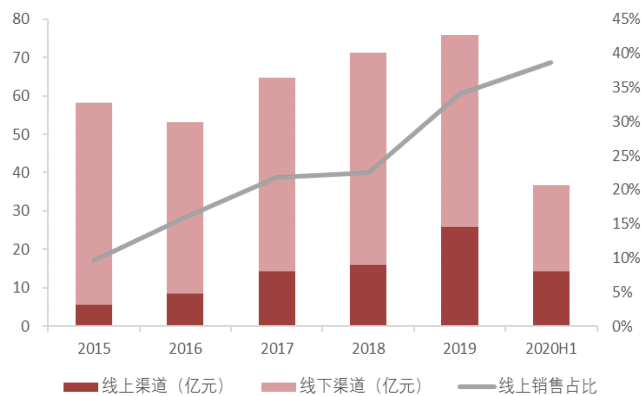
3.2 渠道变革提速，费用存在优化空间

早期公司的渠道布局以线下百货、商超、日化专营店、ka 等终端为主。根据不同品牌定位，匹配不同的渠道布局：六神重点布局商超渠道，佰草集以百货渠道为主，玉泽以线上渠道为主。随着电子商务的快速发展，公司线上渠道占比呈现快速上升趋势。2019 年公司通过与优秀的第三方合作运营的方式提升自身团队能力，积极探索并抓住电商直播的流量红利，推动品牌知名度提升并转化购买，实现电商业务快速的增长。2019 年公司线上业务实现营

收 25.8 亿元，同比增长 30%。2020 年上半年，公司线上渠道收入为 14.3 亿元，同比增长 32.7%。

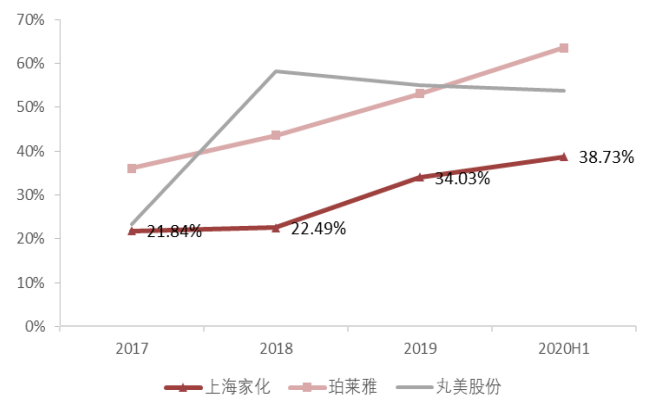
同行对比来看，公司线上渠道有待进一步拓展。2020 年上半年，珀莱雅和丸美股份线上收入占比分别为 63.6%和 53.7%，而公司线上营收占比仅为 38.7%，线上渠道未来还有较大提升空间。

图 25：2015-2020H1 公司线上渠道占比提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：2017-2020H1 上海家化线上销售占比低于同行



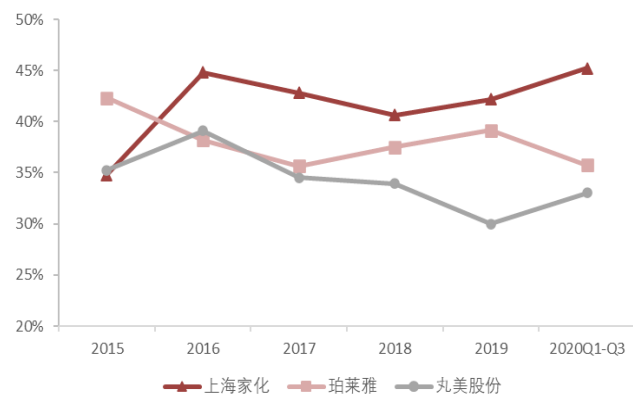
数据来源：wind，西南证券整理

新上任董事长潘秋生在欧莱雅任职期间，主要负责线上渠道转型。我们推测潘秋生先生接管公司之后，或将加大公司线上渠道建设力度，进一步提升线上营收占比。

从公司的期间费用来看，公司的期间费用率远高于同行。2020Q1-Q3 公司期间费用率为 57.4%，比珀莱雅高出 13.6pp，比丸美股份高出 20.4pp。拆分来看，公司的销售费用率和管理费用率高于同行水平。2020Q1-Q3，公司的销售费用率为 45.2%，比珀莱雅和丸美股份高出 9.5pp 和 12.2pp；管理费用率为 11.4%，比珀莱雅和丸美股份高出 2.9pp 和 3.5pp。

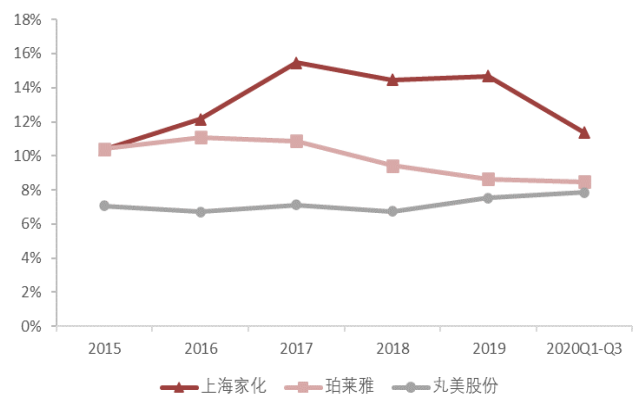
我们推测公司销售费用率和管理费用率高于同行的原因主要有两点。一方面，公司旗下品牌众多，涵盖个人护理、美容护理以及家居护理各个细分领域，品牌运营都需要一定的费用投入。公司品牌布局相较于同行更加丰富。另一方面，公司运营效率有待提升。2020Q1-Q3 公司存货周转率和应收账款周转率分别为 2.1 和 4.4，均低于同行周转速度。

图 27：2015-2020Q3 公司销售费用率高于同行



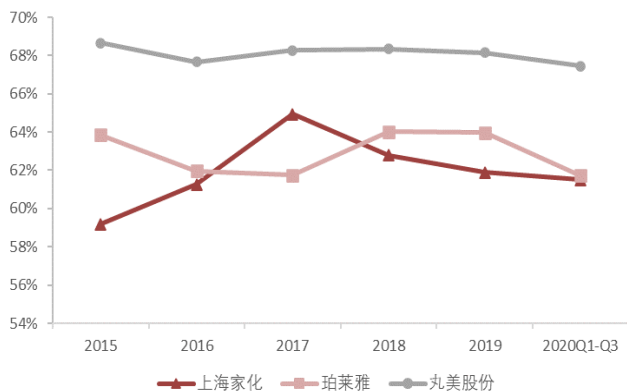
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：2015-2020Q3 公司管理费用率高于同行



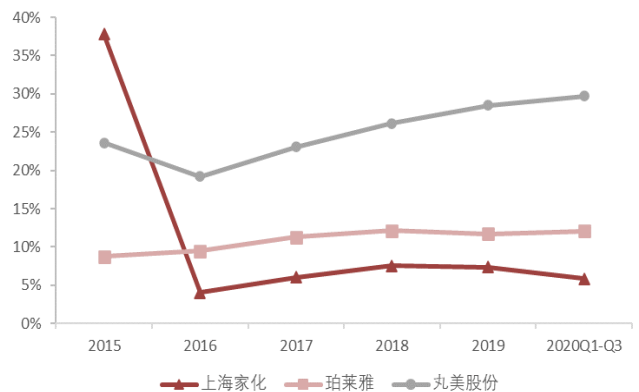
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：2015-2020Q3 公司毛利率水平与同行相当



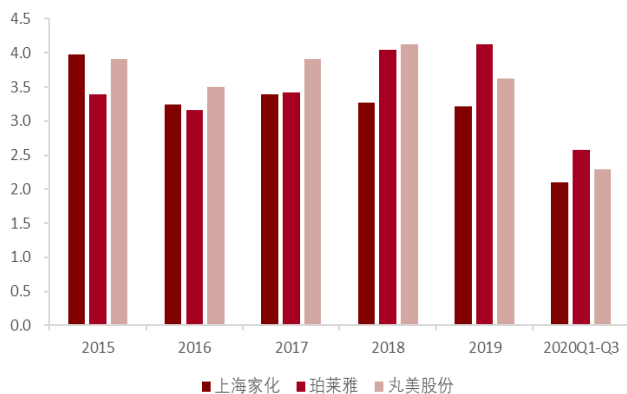
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：2015-2020Q3 公司净利率水平低于同行



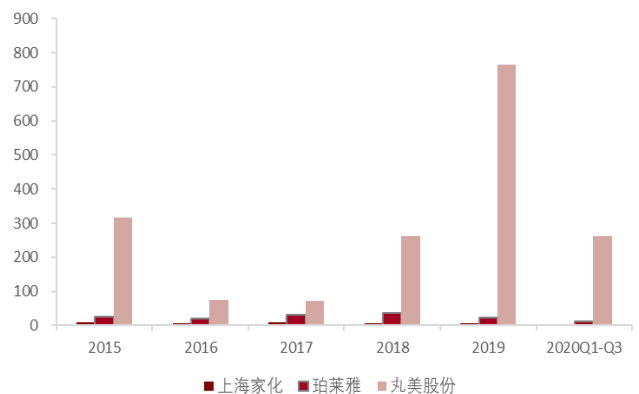
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：2015-2020Q3 公司销售费用率高于同行



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：2015-2020Q3 公司管理费用率高于同行



数据来源：公司公告，西南证券整理

新任董事长潘秋生先生拥有多年跨国消费品公司中国及亚太区高管管理经验，对化妆品行业有深刻理解，并善于驱动转型变革。我们期待新帅上任之后，带领公司加速变革与转型，清除积弊，提升运营效率，优化费用支出。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着消费者对于功能性护肤需求的增长以及化妆品市场越发细分，我们假设未来三年敏感肌护肤市场规模保持 15% 以上的复合增速，我们预期研发实力较强，拥有权威医疗机构背书的玉泽品牌将高于行业增速成长。

假设 2：公司加快推进佰草集品牌高端化、年轻化，大力发展医研共创的玉泽品牌，我们估计未来三年公司美容护肤产品均价稳健提升，盈利能力有所增强，假设 2020-2022 年美容护肤业务毛利率分别为 72%/73%/74%；随着新任董事长推进公司变革转型，线上营收有望快速增长，品牌运营效率提升，预期公司个人护理业务和家居护理业务盈利能力稳步提升，

假设 2020-2022 年公司个人护理业务毛利率分别为 57.5%/58%/58.5%，家居护理业务毛利率分别为 49%/49.5%/50%。

假设 3：随着公司渠道调整加快，关闭部分绩效不好的终端门店，销售费用率有望稳步下降。随着公司清除积弊，运营效率提升，预期公司管理费用率稳中有降。我们假设 2020-2022 年公司销售费用率为 45%/44%/43%，管理费用率为 11.5%/11.5%/11%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
美容护肤	收入	2356.4	2309.3	2655.6	3000.9
	增速	0.1%	-2.0%	15.0%	13.0%
	毛利率	72.7%	72.0%	73.0%	74.0%
个人护理	收入	4901.4	4656.3	5215.0	5736.6
	增速	7.9%	-5.0%	12.0%	10.0%
	毛利率	57.5%	57.5%	58.0%	58.5%
家居护理	收入	333.1	416.4	520.5	650.6
	增速	42.9%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	49.3%	49.0%	49.5%	50.0%
其他	收入	6.1	6.4	6.7	7.1
	增速	-29.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	78.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	7597.0	7388.3	8397.9	9395.1
	增速	6.4%	-2.7%	13.7%	11.9%
	毛利率	61.9%	61.5%	62.2%	62.8%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取化妆品行业中的三家主流公司，2019 年三家公司平均 PE 为 78 倍，2020 年平均 PE 为 58 倍。公司作为家化行业龙头企业，品牌布局全面；新帅上任，公司有望加快变革转型，经营效率持续改善，未来三年公司营收复合增长率为 7.3%，业绩复合增长率为 9%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603605	珀莱雅	166.05	1.95	2.38	3.04	3.77	45.13	69.90	54.59	44.01
603983	丸美股份	59.12	1.28	1.33	1.58	1.85	46.75	44.01	37.12	31.63
300740	御家汇	15.94	0.07	0.27	0.44	0.58	143.32	59.80	36.22	27.45
平均值							78.40	57.90	42.64	34.36

数据来源：choice，西南证券整理（数据截止 2020 年 12 月 4 日收盘价）

5 风险提示

- 外资品牌加速下沉，市场竞争加剧；
- 新任管理层上任，公司转型变革效果不及预期；
- 品牌增长不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7596.95	7388.34	8397.90	9395.10	净利润	557.09	371.84	501.67	721.80
营业成本	2896.00	2842.36	3174.90	3491.15	折旧与摊销	230.10	180.13	180.13	180.13
营业税金及附加	53.58	56.18	62.57	69.86	财务费用	31.42	43.34	37.20	27.14
销售费用	3204.13	3324.75	3695.08	4039.89	资产减值损失	-5.00	-40.00	5.00	5.00
管理费用	941.79	849.66	965.76	1033.46	经营营运资本变动	1467.94	116.65	11.09	4.99
财务费用	31.42	43.34	37.20	27.14	其他	-1532.79	-138.83	-203.50	-118.50
资产减值损失	-5.00	-40.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	748.76	533.14	531.60	820.56
投资收益	153.99	118.50	120.00	120.00	资本支出	-53.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	84.28	26.60	40.92	43.37	其他	-67.52	145.10	160.92	163.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-120.81	145.10	160.92	163.37
营业利润	700.22	457.15	618.32	891.97	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.78	0.00	0.58	0.59	长期借款	65.46	0.00	0.00	0.00
利润总额	701.99	457.15	618.90	892.56	股权融资	8.18	0.00	0.00	0.00
所得税	144.90	85.31	117.23	170.76	支付股利	-167.81	-111.42	-74.37	-100.33
净利润	557.09	371.84	501.67	721.80	其他	-91.69	-89.60	-37.20	-27.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-185.87	-201.02	-111.57	-127.48
归属母公司股东净利润	557.09	371.84	501.67	721.80	现金流量净额	438.49	477.22	580.95	856.46
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1609.13	2086.36	2667.31	3523.77	成长能力				
应收和预付款项	1339.83	1247.04	1424.29	1600.58	销售收入增长率	6.43%	-2.75%	13.66%	11.87%
存货	925.17	905.86	1079.44	1157.18	营业利润增长率	8.34%	-34.71%	35.25%	44.26%
其他流动资产	2003.38	2001.41	2010.61	2019.69	净利润增长率	3.09%	-33.25%	34.91%	43.88%
长期股权投资	391.36	391.36	391.36	391.36	EBITDA 增长率	6.41%	-29.23%	22.78%	31.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1145.93	1074.79	1003.65	932.51	毛利率	61.88%	61.53%	62.19%	62.84%
无形资产和开发支出	2874.80	2775.37	2675.94	2576.51	三费率	54.99%	57.09%	55.94%	54.29%
其他非流动资产	857.88	848.32	838.76	829.20	净利率	7.33%	5.03%	5.97%	7.68%
资产总计	11147.49	11330.52	12091.37	13030.80	ROE	8.86%	5.72%	7.24%	9.55%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.00%	3.28%	4.15%	5.54%
应付和预收款项	1317.61	1315.03	1471.56	1621.18	ROIC	14.58%	13.66%	18.96%	27.87%
长期借款	1138.00	1138.00	1138.00	1138.00	EBITDA/销售收入	12.66%	9.21%	9.95%	11.70%
其他负债	2406.13	2371.74	2548.76	2717.10	营运能力				
负债合计	4861.74	4824.77	5158.31	5476.28	总资产周转率	0.71	0.66	0.72	0.75
股本	671.25	677.97	677.97	677.97	固定资产周转率	6.57	6.80	8.27	9.95
资本公积	865.75	859.03	859.03	859.03	应收账款周转率	6.11	5.67	6.29	6.19
留存收益	4708.33	4968.75	5396.05	6017.52	存货周转率	2.99	2.91	3.10	3.08
归属母公司股东权益	6285.75	6505.75	6933.05	7554.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.69%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	6285.75	6505.75	6933.05	7554.52	资产负债率	43.61%	42.58%	42.66%	42.03%
负债和股东权益合计	11147.49	11330.52	12091.37	13030.80	带息债务/总负债	23.41%	23.59%	22.06%	20.78%
					流动比率	2.05	2.21	2.27	2.39
					速动比率	1.73	1.89	1.93	2.05
					股利支付率	30.12%	29.96%	14.82%	13.90%
					每股指标				
					每股收益	0.82	0.55	0.74	1.06
					每股净资产	9.27	9.60	10.23	11.14
					每股经营现金	1.10	0.79	0.78	1.21
					每股股利	0.25	0.16	0.11	0.15
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	961.73	680.63	835.65	1099.25					
PE	47.64	71.38	52.91	36.77					
PB	4.22	4.08	3.83	3.51					
PS	3.49	3.59	3.16	2.83					
EV/EBITDA	24.04	33.64	26.71	19.52					
股息率	0.63%	0.42%	0.28%	0.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

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

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn