

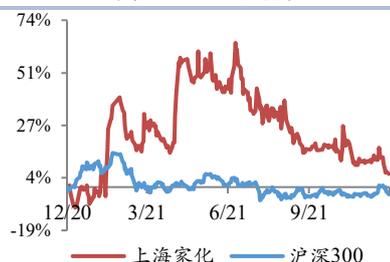
百年匠心，与时俱进

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-12-20

收盘价（元）	39.96
近12个月最高/最低（元）	61.75/34.27
总股本（百万股）	680
流通股本（百万股）	671
流通股比例（%）	98.77
总市值（亿元）	272
流通市值（亿元）	268

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● “Z世代”求美惯性养成，助力化妆品行业量价齐升

化妆品行业正处于代际转换的阶段，伴互联网成长的“Z世代”较早的释放了求美需求，已经形成了护肤和化妆的惯性行为。随着“Z世代”逐步走向职场，受消费升级的牵引，有望成为行业量价齐升的助推剂此外，相较传统的购买行为，化妆品消费愈发理性，对成分和功效的关注日益提升，弱化对品牌的盲目追求，给予国货更好地成长环境。后疫情时期“口罩脸”带来的敏感、干燥等肌肤问题陆续爆出，加速了功效护肤更有针对性的细分化进程。行业规模有望在受众群体扩容、深挖单客价值的双重作用下持续高增长。

● 头部大单品破圈引流，大数据助力洞察新机遇

公司通过对产品的梳理，聚焦玉泽、佰草集等头部品牌。玉泽品牌主打功效护肤，抓住社媒与直播流量红利，充分巩固屏障修护力强的品牌形象，有望持续增长。佰草集采用前沿中草药护肤，与国际品牌差异化竞争。创新的营销方式促进了其知名度的提升和年轻化转变，今年双十一公司抖音直播间创新型的采用宫斗的剧情，延禧宫正传开播第5天直播间在线人数突破5万，增强品牌复苏的信心。此外，公司与天猫创新中心合作，加强消费者洞察，通过大数据分析能力，有效保障爆品的打造，如在TMIC白瓶测试结果中，消费者对于烟酰胺焕亮修护白泥面膜的偏好度远高于竞品的同类产品。

● 线下新零售进程加速，线上积极布局抖音和私域运营

公司对传统渠道进行优化调整，百货渠道进行策略性闭店缩编，全面加快新零售布局，提高运营效率。2021年前三季度公司新零售业务同比实现100%+的增长，占国内线下业务比例超10%。线上，公司重点拓展抖音渠道，发力淘宝和抖音的双平台模式，抖音小店多店GMV迅速爬坡，2021年第三季度累计GMV破2000万元。公司通过多渠道用户招募引流私域，截止2021年第三季度末，公司企业微信群、淘群、特渠等私域的总人数已积累45万人。预计未来公司通过单品牌将消费者引入到私域生态循环后，有望形成各品牌间的交叉复购网络，降低流量成本。

● 投资建议

公司对于品牌的塑造，正由“多品牌”向“优品牌”转变，通过“优胜劣汰”将资源倾斜至具备大单品及爆款特质的产品，实现天然引流和业绩增长的双赢效果。与天猫创新中心合作，数字化赋能有助于公司对消费趋势边际变化的把握，洞察市场新机遇。线上、线下齐发力，打造私域流量、增强客户粘性。我们预计公司2021~2023年EPS分别为0.78、1.17、1.55元/股，对应当前股价PE分别为51、34、26倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

新品推广不及预期；线上渠道拓展进展不及预期；行业竞争加剧；疫情反复等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7032	8078	9214	10425
收入同比 (%)	-7.4%	14.9%	14.1%	13.1%
归属母公司净利润	430	527	791	1053
净利润同比 (%)	-22.8%	22.6%	50.1%	33.0%
毛利率 (%)	60.0%	61.1%	62.0%	62.6%
ROE (%)	6.6%	7.5%	10.1%	11.9%
每股收益 (元)	0.64	0.78	1.17	1.55
P/E	54.27	51.39	34.23	25.74
P/B	3.62	3.86	3.47	3.05
EV/EBITDA	40.32	59.48	36.76	26.53

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 跨越百年，历久弥新	6
1.1 历经百年的化妆品民族企业.....	6
1.2 新帅上任，公司发展走上新征程.....	8
2 行业：需求端代际转换，供给端爆款先行	12
2.1 行业现状：增速快、渗透低、护肤占比高.....	12
2.2 需求端：“Z世代”异军突起，有望实现量价齐升.....	15
2.3 供给端：爆款先行，线上转型.....	19
3 品牌创新，爆款策略逐渐落地	25
3.1 聚焦头部品牌，打造优质大单品.....	26
3.2 大数据赋能新品孵化和爆品打造.....	33
4 渠道进阶，线上线下双发力	34
4.1 整合线下门店，新零售步入正轨.....	34
4.2 积极提升线上运营能力，加码抖音渠道.....	36
4.3 打造私域生态，提升用户复购.....	37
盈利预测及投资建议：.....	40
盈利预测.....	40
投资建议：.....	40
风险提示：.....	41
财务报表与盈利预测.....	42

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 股权结构 (截至 2021 年三季度)	7
图表 3 公司营收及增速	7
图表 4 公司营收构成 (2021H1)	7
图表 5 公司主要品类	8
图表 6 公司四任董事长	9
图表 7 公司扣非归母净利润及增速	10
图表 8 公司净利率和毛利率	10
图表 9 欧莱雅营收及增速	10
图表 10 公司股权激励业绩要求	11
图表 11 公司战略屋	12
图表 12 消费和零售行业营收增速比较	13
图表 13 全球化妆品市场规模及增速	13
图表 14 中国化妆品市场规模及增速	13
图表 15 各国化妆品市场人均消费额 (美元/人/年)	14
图表 16 2019 年化妆品细分市场占比	14
图表 17 中国护肤市场规模及增速	14
图表 18 各国护肤市场人均消费额 (美元/人/年)	15
图表 19 2020 年 11 月典型美妆品牌受众用户画像	15
图表 20 女性美妆护肤年龄构成	15
图表 21 城镇家庭年人均可支配收入 (万元)	16
图表 22 2020 年 Z 世代月人均可支配收入分布	16
图表 23 Z 世代成长历程	16
图表 24 护理产品选择关键考虑因素	17
图表 25 护肤需求热度 TOP10 (2021 年 1 月至 7 月底)	17
图表 26 功效护肤市场规模及增速	17
图表 27 后疫情时代关注肌肤问题	17
图表 28 2020 年 Z 世代购买时尚零售细分品类的频次	18
图表 29 2019 年 12 月各 APP 活跃人数规模比较	18
图表 30 2020 年 Z 世代化妆频次	19
图表 31 2019 年天猫国际美妆品类人均消费水平增速	19
图表 32 多肉葡萄点单量占比与销售额	20
图表 33 喜茶销售额	20
图表 34 喜茶门店数	20
图表 35 多肉葡萄跨界联名	21
图表 36 茶饮与化妆品行业的相同点	22
图表 37 茶饮与化妆品行业差异	22
图表 38 小棕瓶系列天猫旗舰店销售额 (亿元)	22
图表 39 中国化妆品行业发展历史	23
图表 40 中国消费品零售总额及同比	23
图表 41 实物商品网上零售额	24
图表 42 线上线下获客路径	24

图表 43 微博、小红书种草模式	24
图表 44 欧莱雅营收及增速	25
图表 45 欧莱雅渠道增速及占比	25
图表 46 公司产品创新	25
图表 47 六神发展历史	26
图表 48 六神各品类市占率	26
图表 49 海南日化净利润情况 (万元)	26
图表 50 六神跨界联名	27
图表 51 玉泽参加中国皮肤屏障高峰论坛	28
图表 52 玉泽皮肤屏障保湿水主要成分	28
图表 53 玉泽积雪草修护面膜	28
图表 54 公司部分天猫旗舰店价格	29
图表 55 玉泽主要产品价格对比	29
图表 56 玉泽百度指数	30
图表 57 玉泽天猫旗舰店销售情况	30
图表 58 2021 年 11 月淘系品牌排行	30
图表 59 佰草集发展历程	31
图表 60 佰草集明星产品	31
图表 61 佰草集太极生物钟面霜主要成分及功效	32
图表 62 佰草集太极生物钟眼霜	32
图表 63 佰草集天猫旗舰店销售情况	32
图表 64 佰草集延禧宫正传直播间	33
图表 65 佰草集延禧宫正传开播 7 天销售额 TOP3 商品	33
图表 66 公司与天猫创新中心合作	33
图表 67 天猫创新中心新品创造体系	33
图表 68 典萃烟酰胺焕亮修护白泥面膜	34
图表 69 2021 年公司护肤新品 (截至 2021 年 11 月底)	34
图表 70 中国零售渠道发展历程	34
图表 71 公司线下渠道布局	34
图表 72 新零售的特点	35
图表 73 公司新零售布局	35
图表 74 公司销售费用	35
图表 75 公司营运能力	35
图表 76 线上多渠道运营	36
图表 77 公司双十一成绩单	36
图表 78 淘宝与抖音电商购买路径比较	37
图表 79 各电商平台用户数 (亿人)	37
图表 80 玉泽和佰草集抖音旗舰店	37
图表 81 私域运营特点	38
图表 82 公域流量与私域流量客单价对比 (%)	38
图表 83 各渠道复购率对比 (%)	38
图表 84 公司打造私域流量闭环	39
图表 85 公司盈利预测	40

1 跨越百年，历久弥新

1.1 历经百年的化妆品民族企业

上海家化（后简称公司）是中国第一家化妆品上市公司，成立于 1898 年，回顾公司 123 年的发展历程，大致分为四个阶段：

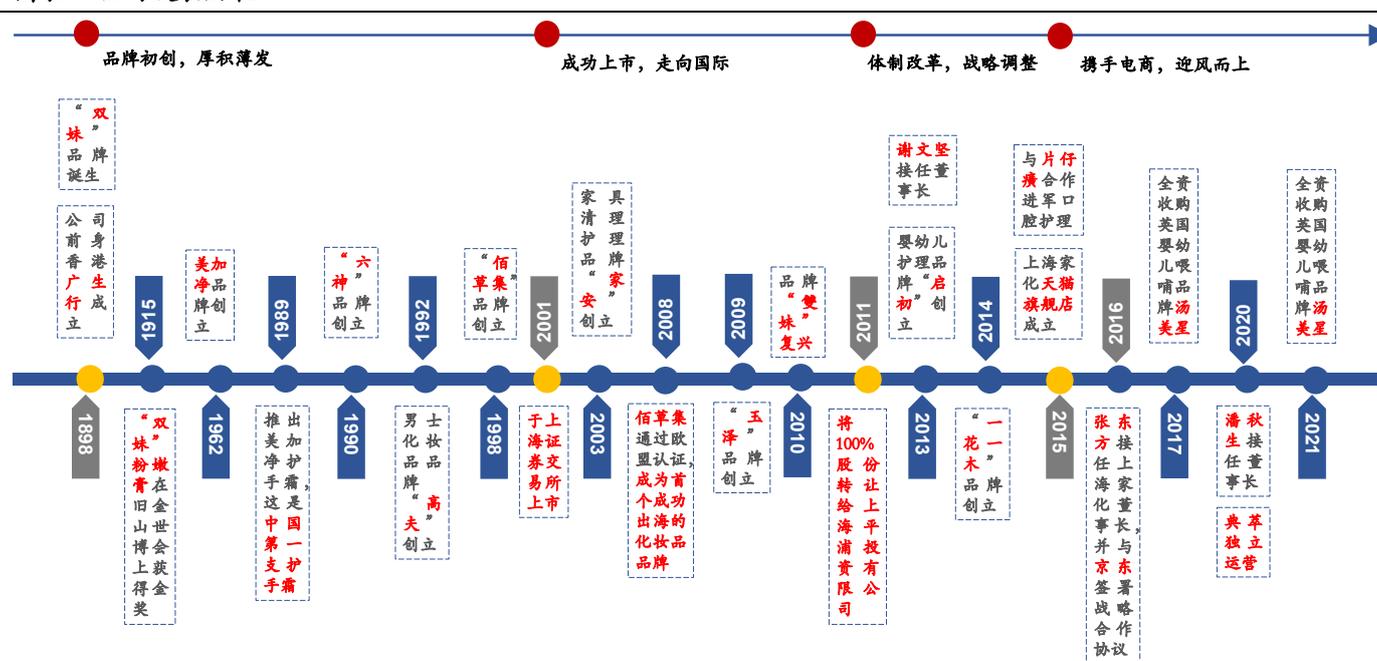
1898~2000：品牌初创，厚积薄发。1898 年冯福生创立公司前身香港广生行，同年推出双妹品牌，1915 年双妹粉嫩膏在世博会获得金奖。随后，公司业务拓展至个护、男士护肤等领域。截至 20 世纪 90 年代末，公司已经拥有美加净、六神、高夫和佰草集等品牌，也逐渐发展成为国内品类最全、知名度最高的民族化妆品企业。

2001~2010：成功上市，走向国际。2001 年公司在上海证券交易所上市，成为中国第一家成功实现 IPO 的化妆品企业。上市后，公司全力发展六神和佰草集两大品牌，持续推出新产品，加强品牌建设。同时，公司通过代理和合资等方式加快国际化进程。2004 年公司成为法国科蒂旗下阿迪达斯品牌的中国代理商，并与法国丝芙兰合资设立丝芙兰（上海）化妆品销售有限公司。2008 年佰草集通过欧盟认证，作为中国民族品牌首次登陆欧洲主流市场。2010 年公司重新启动双妹品牌，试图抢占国际高端护肤市场。

2011~2014：体制改革，战略调整。2011 年原实控人上海国资委将 100% 股份转让给平安集团的全资子公司上海平浦投资有限公司。公司由国有控股转变为混合所有制，平安集团成为公司的控股股东。2013 年谢文坚接替葛文耀出任公司董事长，由于体制改革叠加人事变动，公司进入战略调整期。

2015~至今：携手电商，迎难而上。2015 年上海家化天猫旗舰店成立，开始布局线上渠道。2016 年张东方接任上海家化董事长兼首席执行官，同年与京东签署战略合作协议，进一步加大线上渠道布局。2020 年潘秋生接任董事长、首席执行官兼总经理，强化线上转型，开启公司发展新阶段。

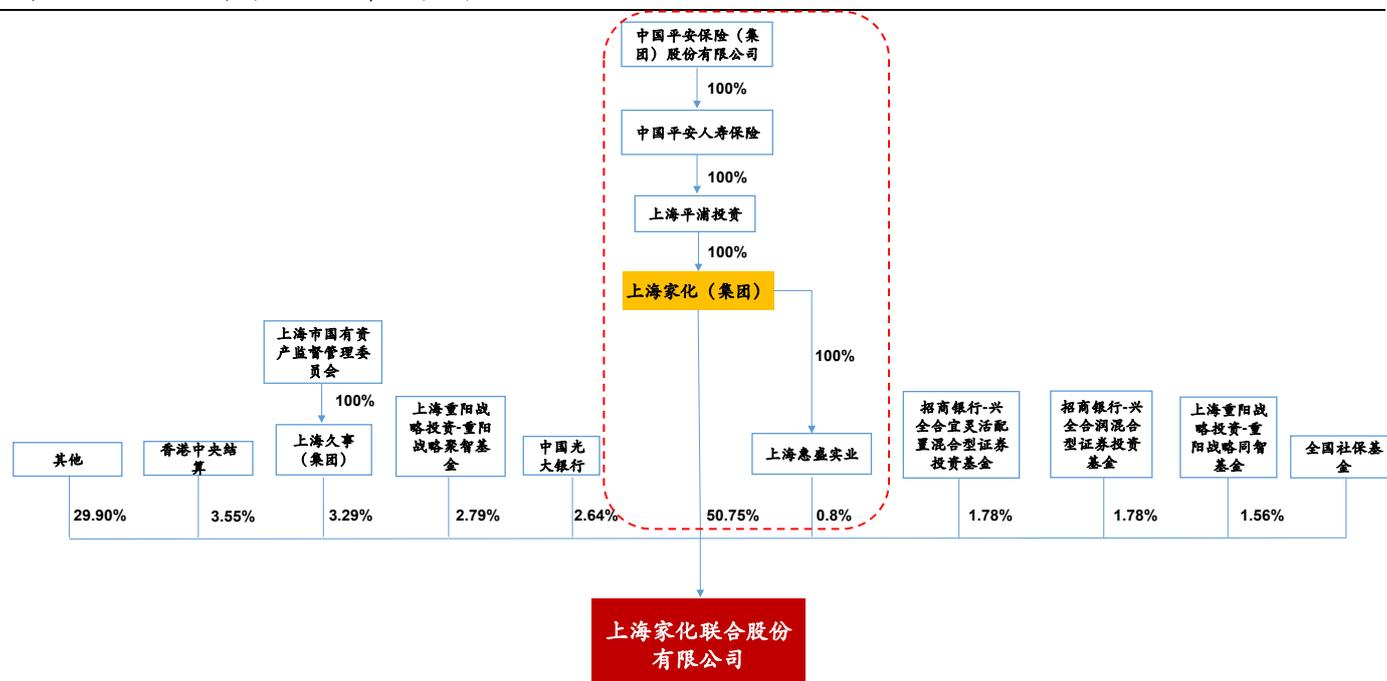
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

控股股东为中国平安，持股 51.55%：公司在 2011 年进行了体制改革，由国有控股转变为混合所有制。中国平安集团成为公司的大股东，并且在随后进行了多次的增持实现控股。截至 2021 年 Q3 末，平安集团持有上海家化股份合计为 51.55%。

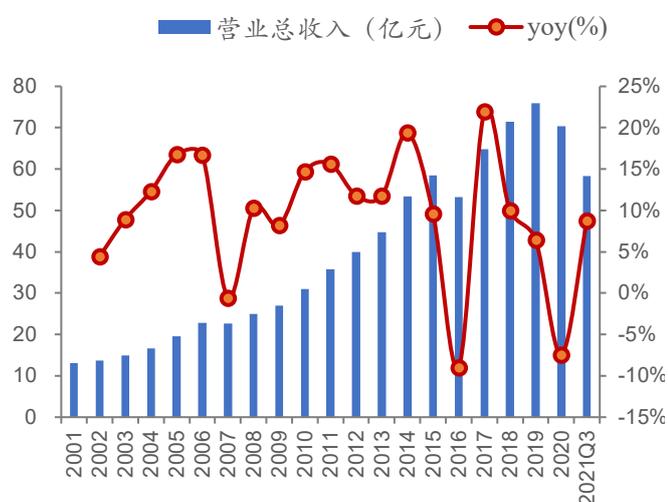
图表 2 股权结构 (截至 2021 年三季度)



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

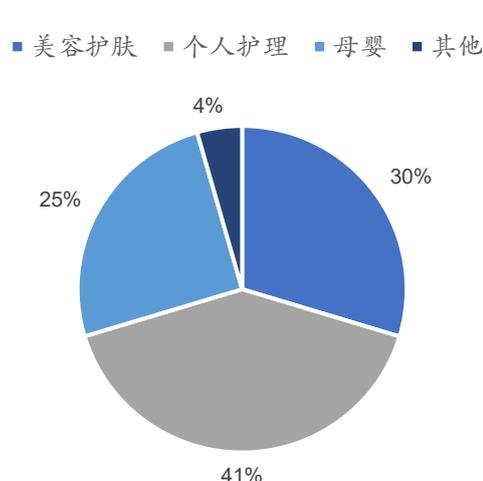
全面布局，护肤与个人护理业务贡献主要收入：2001 年上市以来，公司实现营收的稳步增长，2016~2020 年复合增速达为 7%。2020 年公司营收达到 70 亿元，受疫情影响，营收增速个位数负增长。随着疫情影响转淡，公司 2021Q3 营收同比增长 8.7%，重回快车道。从营收占比看，截至 2021H1 末，公司个人护理业务占比为 41%，美容护肤业务为 30%，母婴业务为 25%。

图表 3 公司营收及增速



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 4 公司营收构成 (2021H1)



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

多品类布局，品牌矩阵完善：公司持续优化产品结构，完善产品矩阵。目前，公司拥有护肤类、个护家居类、母婴类三大业务，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，公司还有片仔癀、艾禾美、芳芯、碧缦丝等合资以及代理品牌。公司产品覆盖不同年龄和消费层次的消费需求，从大众到高端护肤人群、从女性到男士护肤群体、从母婴到成人，实现多维、全周期覆盖。

图表 5 公司主要品类

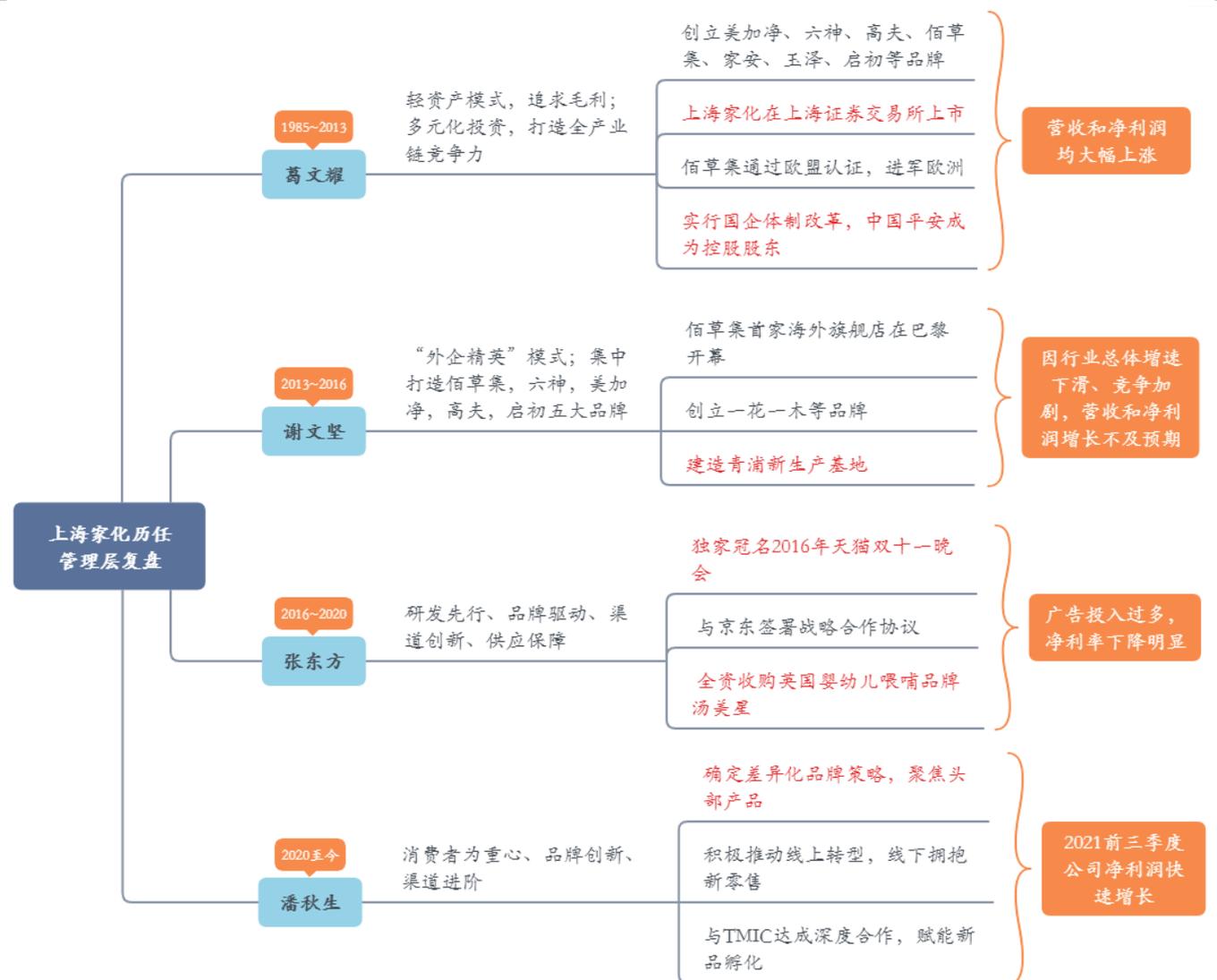


资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

1.2 新帅上任，公司发展走上新征程

历经四任董事长，公司战略与时俱进：1985~2013 年末，第一任董事长葛文耀在家化任职近 30 年的时间，主要采取轻资产模式运营。上海家化快速发展，品牌矩阵持续完善，从一个地方小厂逐渐成长为市值 5 亿的国产化妆品龙头。2013 年底，大股东中国平安聘请了谢文坚作为新任董事长，采用外企精英管理模式。但是由于行业整体增速放缓，市场竞争加剧，公司业绩增长不及预期。2016 年 11 月，张东方上任，提出了研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障的发展战略。随后与京东签署战略合作协议，并赞助天猫双十一晚会，加快线上渠道转型。但是由于渠道调整过程中，广告费用投入过多，公司总体业绩改善不明显。公司 2020 年实现扣非归母净利润增长，但受疫情影响，公司当年归母净利润出现下滑。潘秋生任董事长后，提出以消费者为重心+品牌创新+渠道进阶的方针，2021Q3 公司归母净利润增速重回快车道达 35%。

图表 6 公司四任董事长



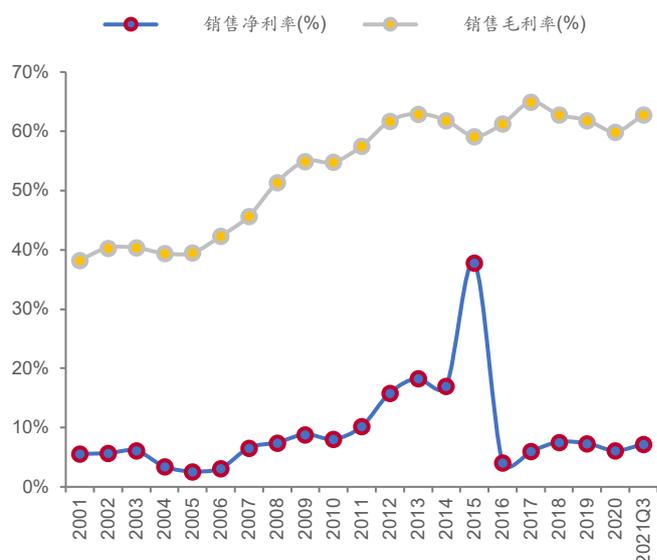
资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

图表 7 公司扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

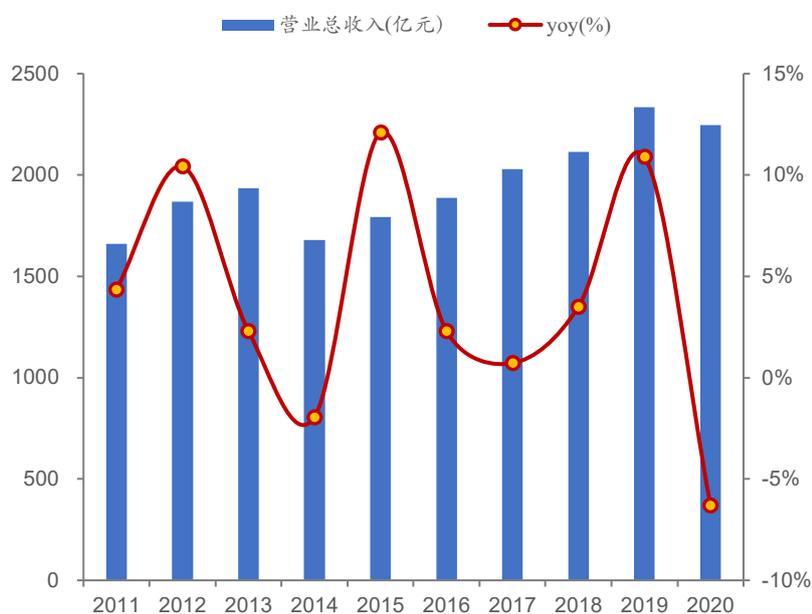
图表 8 公司净利率和毛利率



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

潘秋生曾任欧莱雅高管，成功领导欧莱雅的线上转型：潘秋生 2015~2019 年任职于欧莱雅（中国）大众事业部，帮助欧莱雅从全渠道转型中抓住线上业务发展机会。2017 年起随着渠道战略调整，欧莱雅营收增速重回上升态势，2019 年总体营收增速为 11%，实现自 2015 年来最快增长。

图表 9 欧莱雅营收及增速



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

授予股票期权，促进业绩增长：2021 年 9 月 15 日，公司授予董事长潘秋生 123.00 万份股票期权。该激励计划考核目标分为全行权目标和最低行权目标。其中，全行权目标每年营收目标分别为 84.66/95.88/108.12 亿元，增速分别为 20.39%、

13.25%、12.77%。市场化的股权激励机制有利于将管理层的利益和企业发展深度绑定，实现共同发展。考核目标的设定，体现公司对未来发展的信心。

图表 10 公司股权激励业绩要求

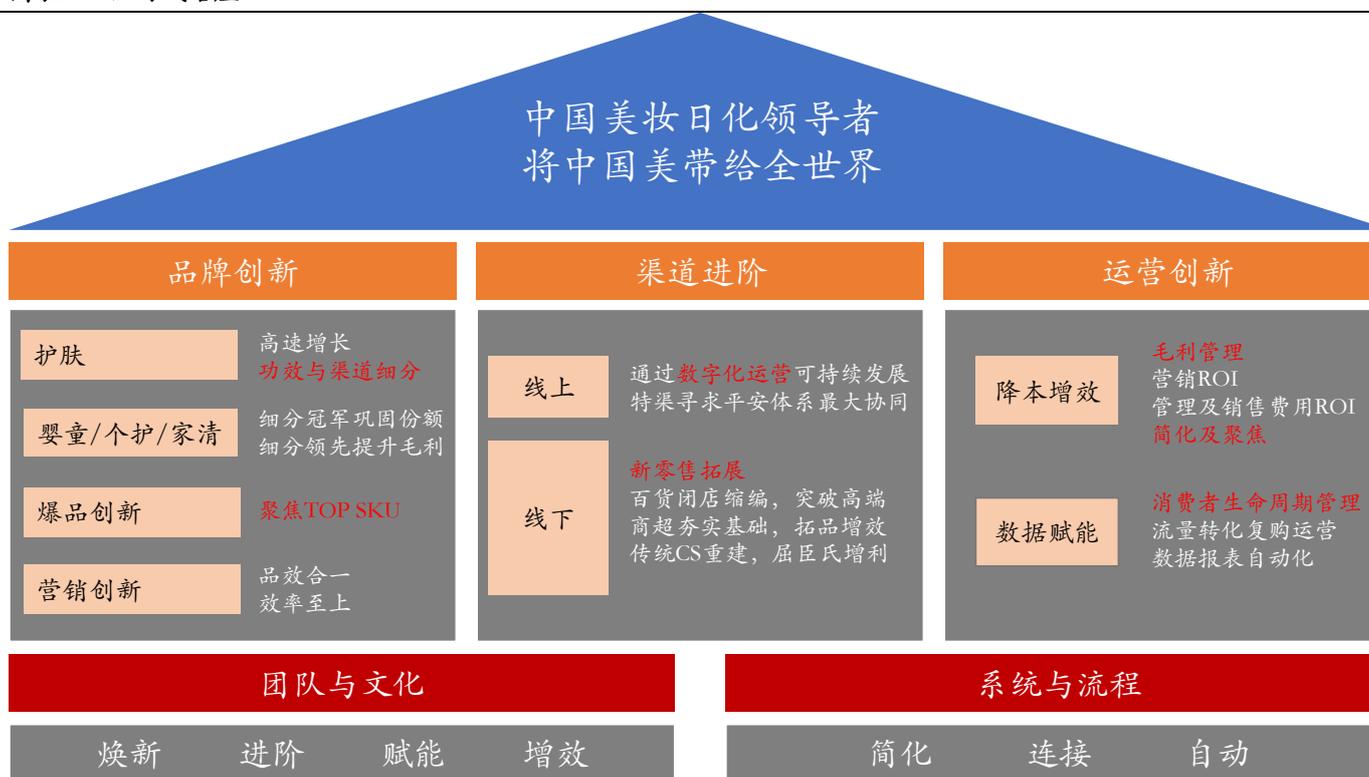
公司层面考核			
	2021 年度 (第一个行权期)	2022 年度 (第二个行权期)	2023 年度 (第三个行权期)
全行权目标 (A) 可行权 100%			
营业收入 (a1, 亿元)	84.66	95.88	108.12
yoy(%)	20.39%	13.25%	12.77%
累计净利润 (a2, 亿元)	5.04	13.755	25.935
当期净利润 (亿元)	5.04	8.715	17.22
yoy(%)	17.21%	72.92%	97.59%
最低行权目标 (B) 可行权 80%			
营业收入 (b1, 亿元)	77.52	87.72	99.96
yoy(%)	10.24%	13.16%	13.95%
累计净利润 (b2, 亿元)	4.305	11.655	22.05
当期净利润 (亿元)	4.305	7.35	14.7
yoy(%)	0.12%	70.73%	100.00%
	条件	计算方式	备注
行权系数 X (当期公司层面实际行权比例=当期可行权比例*行权系数 X)	$R \geq b1$ 且 $P \geq b2$	$\left[\frac{R-b1}{a1-b1} * 20\% + 80\% \right] * 50\% + \left[\frac{P-b2}{a2-b2} * 20\% + 80\% \right] * 50\%$	1) 假设考核年度的实际营业收入为 R, 实际累计净利润为 P; 2) 当 $R \geq a1$ 时, R 按 a1 取值; 3) 当 $P \geq a2$ 时, P 按 a2 取值
	$R < b1$ 或 $P < b2$	0	
个人层面考核			
考评结果 (S)	B 及以上	B-	C
个人层面行权比例	100%	80%	60%
备注: 1) 净利润指归母净利润。 2) 个人层面考核为 D, 个人层面行权比例为 0。 3) 当公司层面业绩考核达标后, 激励对象个人当年实际可行权数量=公司层面实际行权比例*个人层面行权比例*个人当年计划行权额度。			

资料来源: 公司公告, wind, 华安证券研究所

确立“123”战略, 提升运营效率: 公司确立了“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。公司通过“简化”和“聚焦”提升运营效率, 优化系统和流程, 降本增效。在品牌创新方面, 公司通过对消费者需求趋势的判断, 确定了差异化的

品牌发展策略，将护肤品类（佰草集、双妹、玉泽、典萃等）作为快速发展品类，将六神、启初、高夫等列为细分冠军品类，将家安、美加净等列为细分领先品类，并聚焦头部产品，逐步减少现有产品中的长尾产品。渠道进阶方面，公司电商团队积极提升数据化运营能力，线下渠道积极拥抱新零售，同时线上线下协同提升在直播和短视频上的组织能力。

图表 11 公司战略屋



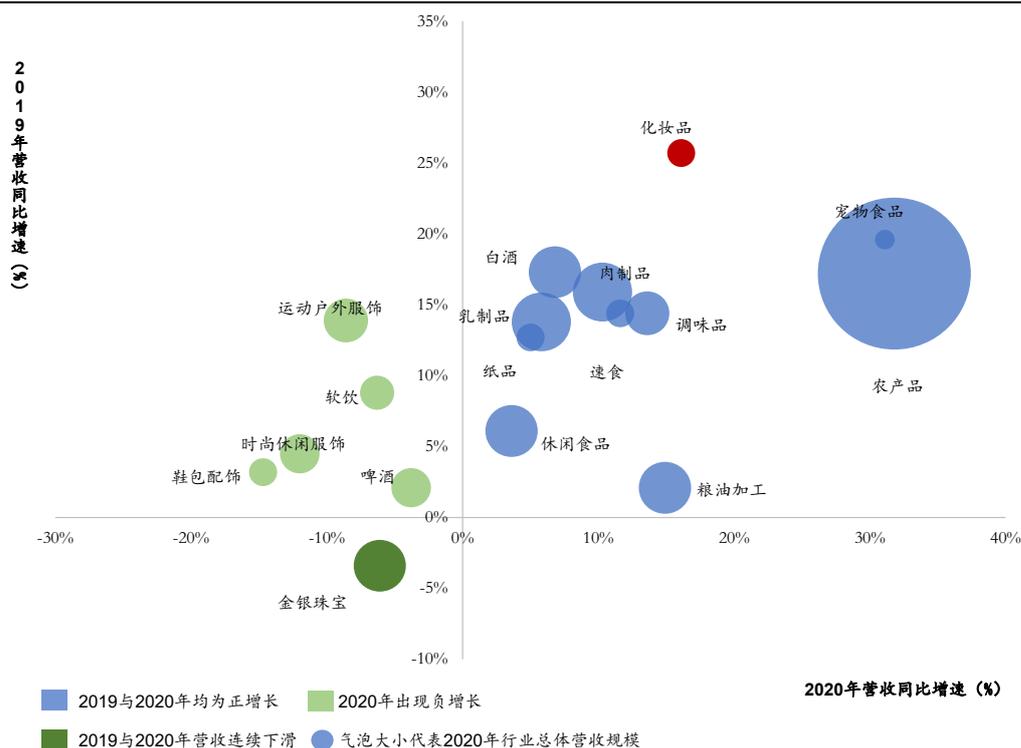
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 行业：需求端代际转换，供给端爆款先行

2.1 行业现状：增速快、渗透低、护肤占比高

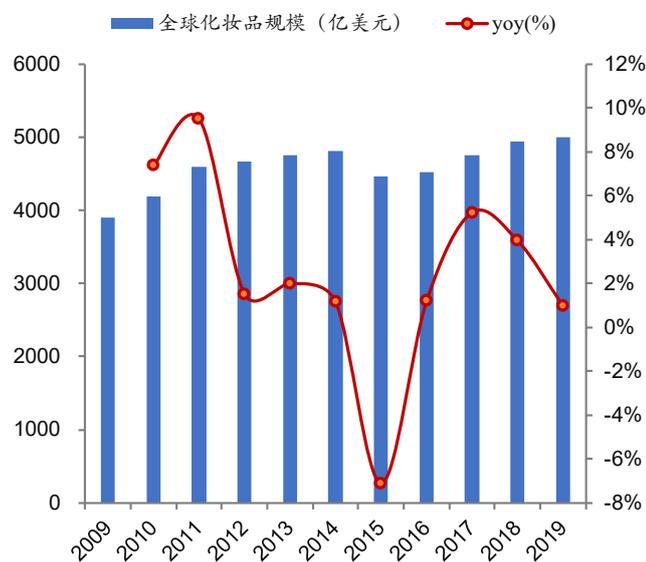
中国化妆品市场处于高速增长阶段：随着中国“颜值经济”迅速崛起，化妆品行业规模快速增长。根据《德勤中国消费品和零售行业纵览》，2019年消费和零售行业中，化妆品行业营收增速最高，2020年增速仅次于宠物食品和农产品。根据欧睿的数据，2019年中国化妆品市场规模达到4777亿元，同比增速为14%，远高于全球市场的1%。其中高端市场增速达到31%，大众市场增速为8%。

图表 12 消费和零售行业营收增速比较



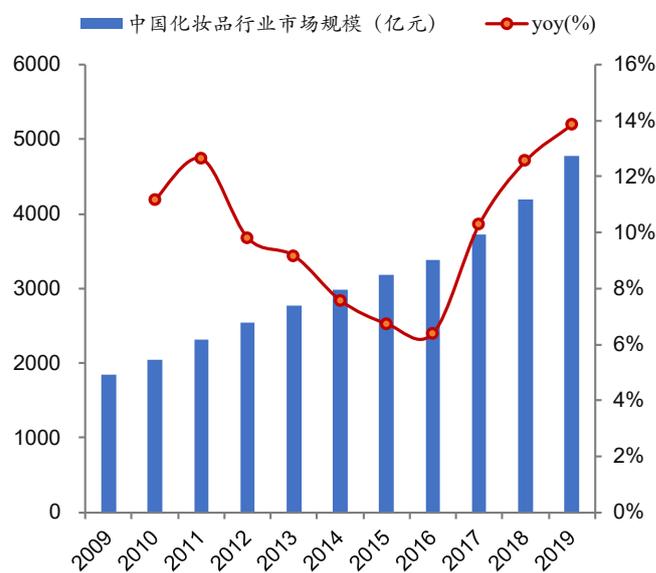
资料来源：《德勤中国消费品和零售行业纵览》，华安证券研究所

图表 13 全球化妆品市场规模及增速



资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

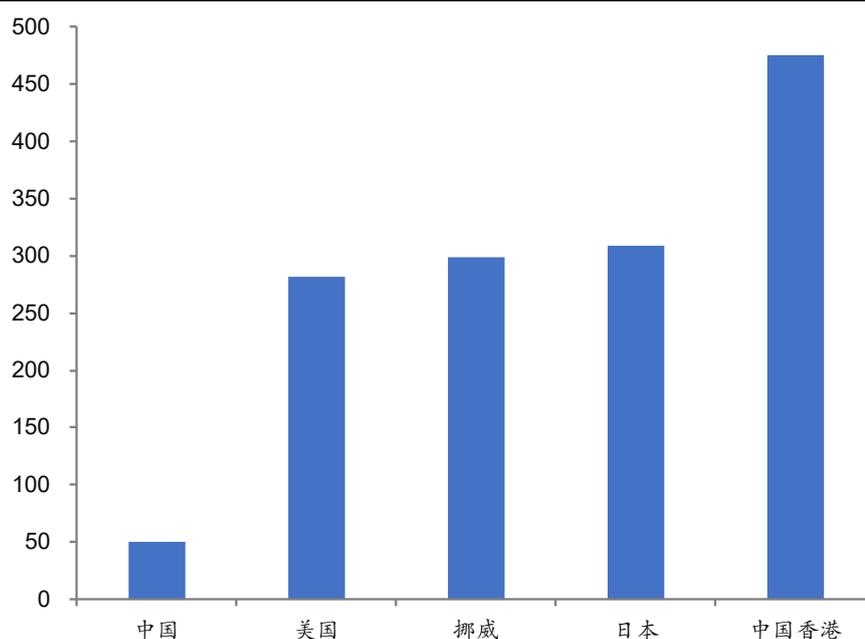
图表 14 中国化妆品市场规模及增速



资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

对标海外，中国化妆品单客价值有待继续挖掘：中国化妆品市场起步较晚，市场教育还在进行中，2019年中国化妆品市场人均消费额 50 美元，美国、挪威、日本的人均消费额分别为 282/299/309 美元，而中国香港的人均消费额达到了 475 美元，与美国、挪威、日本相比，中国人均消费额还有 6 倍增长空间，与中国香港相比则还有 8 倍以上增长空间。

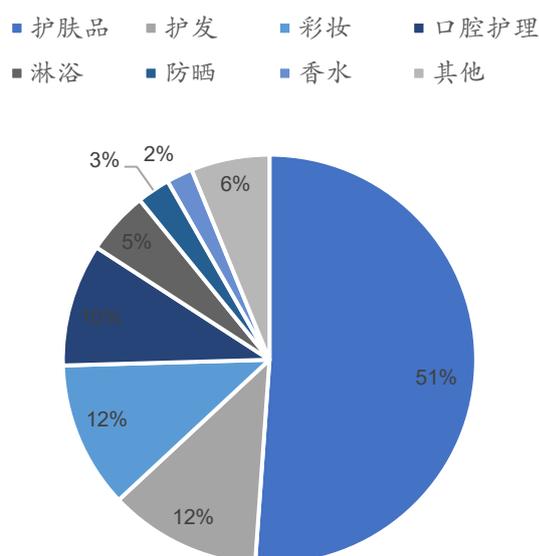
图表 15 各国化妆品市场人均消费额 (美元/人/年)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

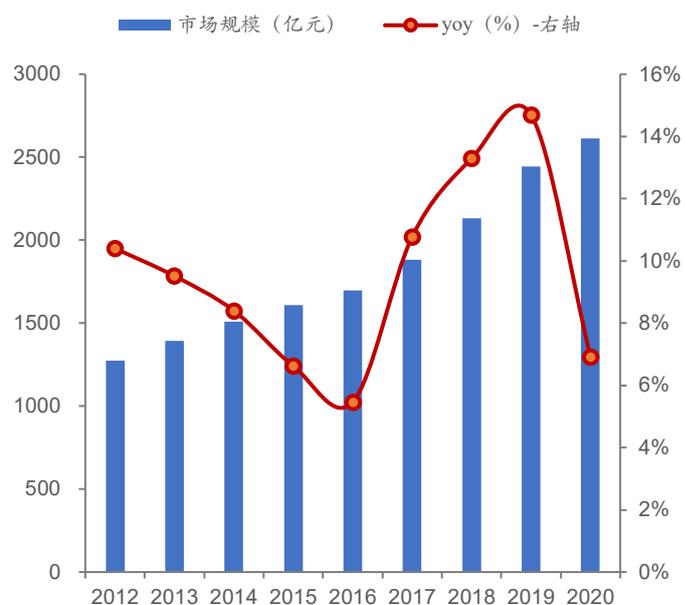
护肤品在化妆品市场中占比过半：护肤品是化妆品市场中占比最大的品类，2019 年中国护肤品市场占比达到 51%。2020 年中国护肤品市场规模达到 2613 亿元，增速为 7%。从单客价值来看，中国护肤品人均消费金额与发达国家还有较大差距，2019 年中国护肤品人均消费金额 25 美元，约为美国的 40%，韩国的 21%，日本的 18%，中国护肤品市场增长潜力巨大。

图表 16 2019 年化妆品细分市场占比



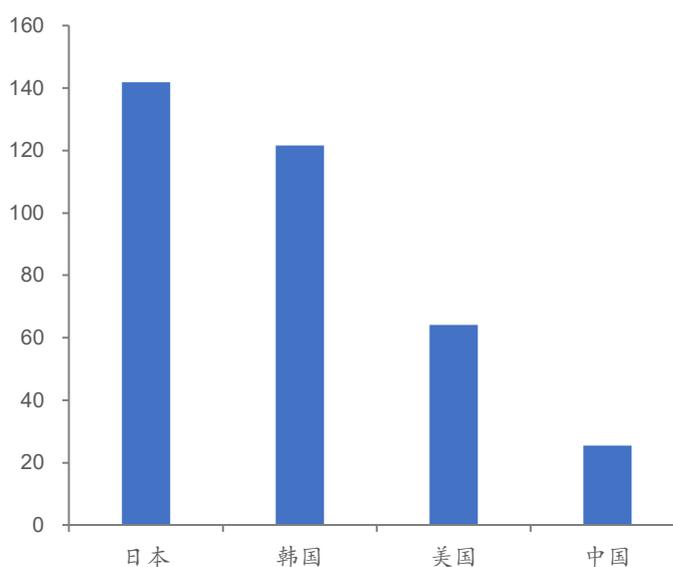
资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 17 中国护肤市场规模及增速



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 18 各国护肤市场人均消费额 (美元/人/年)



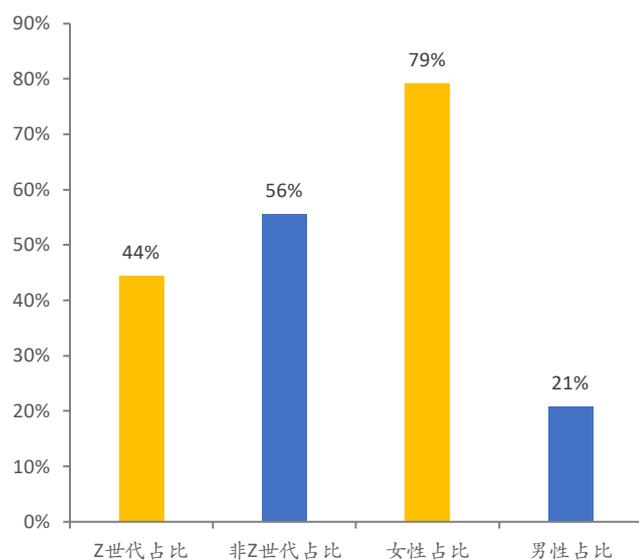
资料来源：欧睿，华安证券研究所

2.2 需求端：“Z 世代”异军突起，有望实现量价齐升

2.2.1 伴互联网成长的 Z 世代逐渐成为美妆主力客群

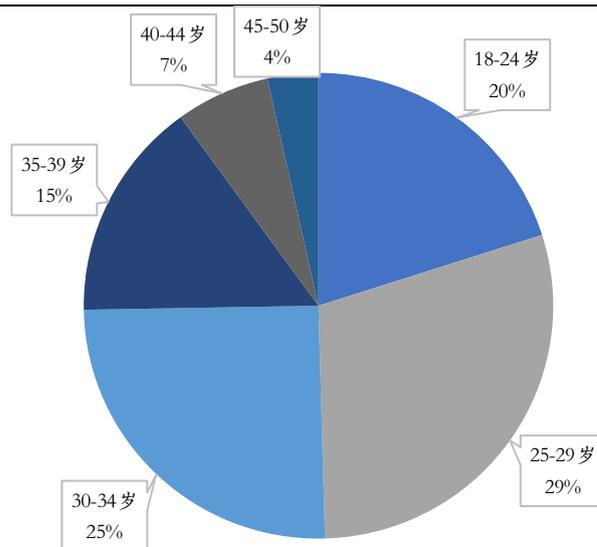
Z 世代年轻女性成为美妆的主力人群： QuestMobile 《“Z 世代”洞察报告》显示，典型美妆用户中，“Z 世代”占比达到了 44%。并且根据艾瑞咨询，中国女性美妆护肤消费者中 18-29 岁的年轻女性的占比已经达到了一半。可以看出，以“Z 世代”为主体的年轻女性已经成为中国美妆护肤市场的主要消费群体。

图表 19 2020 年 11 月典型美妆品牌受众用户画像



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 20 女性美妆护肤年龄构成

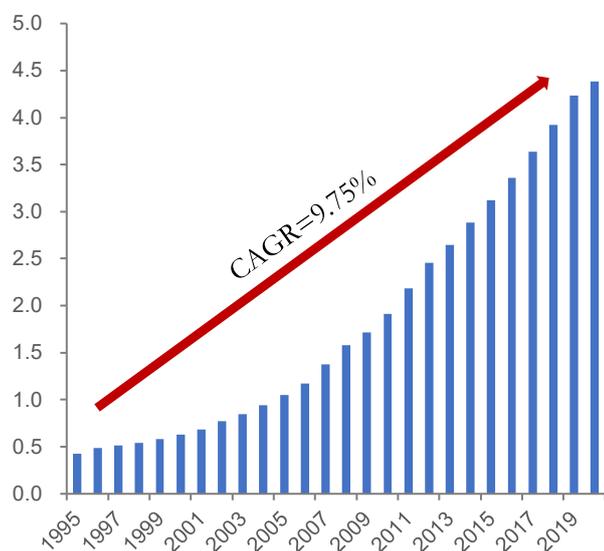


资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

“Z 世代”物质充足，消费持续升级：从家庭人均可支配收入上看，1995 年以来，

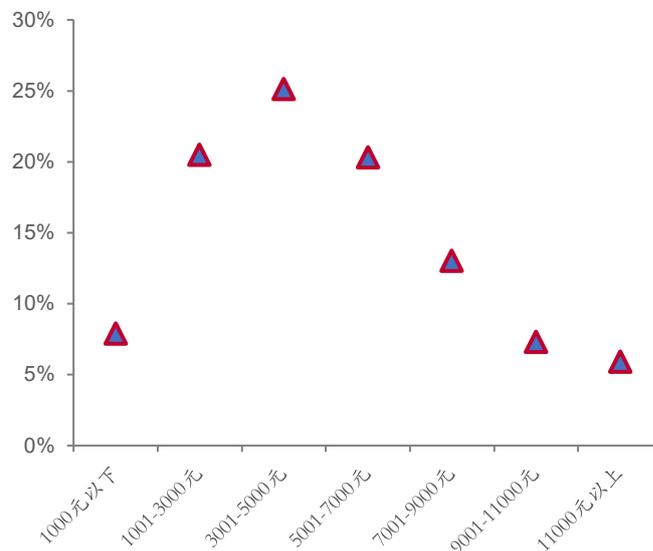
中国人民消费水平不断提升，1995~2020 年家庭人均年可支配收入复合增速为 9.75%，尤其自 2000 年以来，家庭人均可支配收入加快增长。据艾瑞咨询，2020 年 Z 世代月人均可支配收入超过 4000 元。

图表 21 城镇家庭年人均可支配收入 (万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

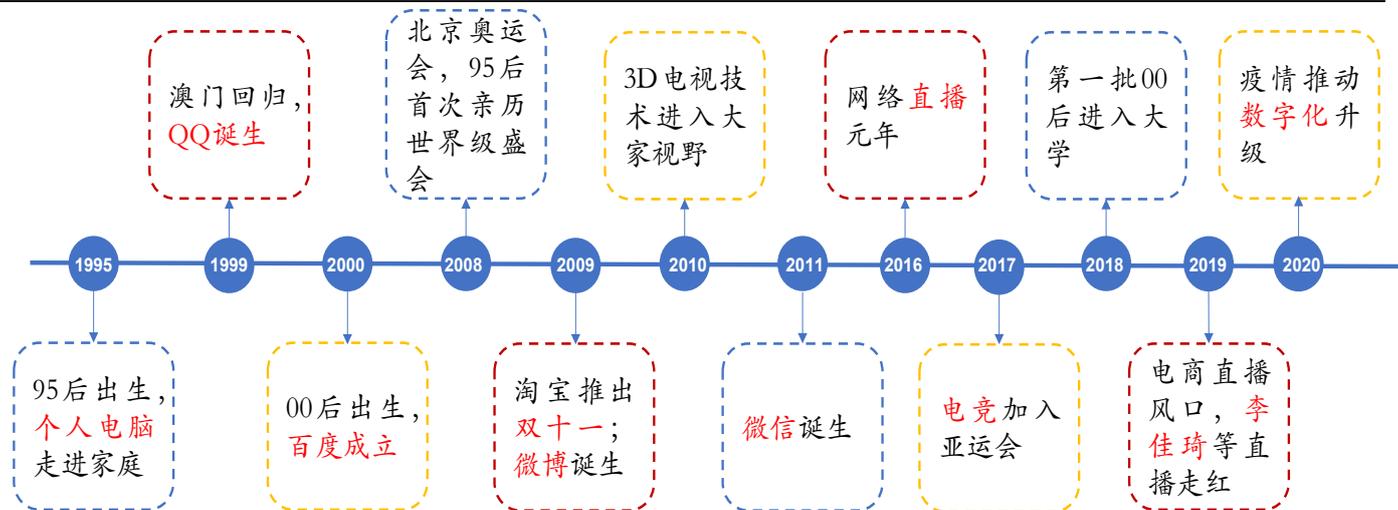
图表 22 2020 年 Z 世代月人均可支配收入分布



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

社媒种草影响力强, 求美意识强烈觉醒: Z 世代是与互联网共同成长的, 个人电脑、QQ、微信、双十一、微博、微信、直播等科技产物一直环绕着他们。近几年, 微博、小红书、抖音等社媒兴起, 其中小红书和微博中美妆种草博主占比分别为 46% 和 35%。KOL 和明星通过图片和视频的形式, 将美妆效果更加真实的展现给消费者, 促进了消费者对于美的追求, 求美意识强烈觉醒。此外, 与线下购物和传统电商相比, 社媒缩短了用户产生购买意愿的时间, 更偏重即时消费, 且购买路径更便捷。

图表 23 Z 世代成长历程

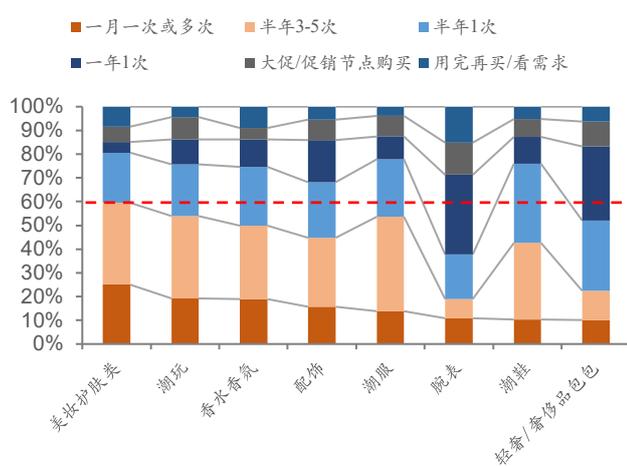


资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

2.2.3 化妆品易形成使用惯性，有望实现量价齐升

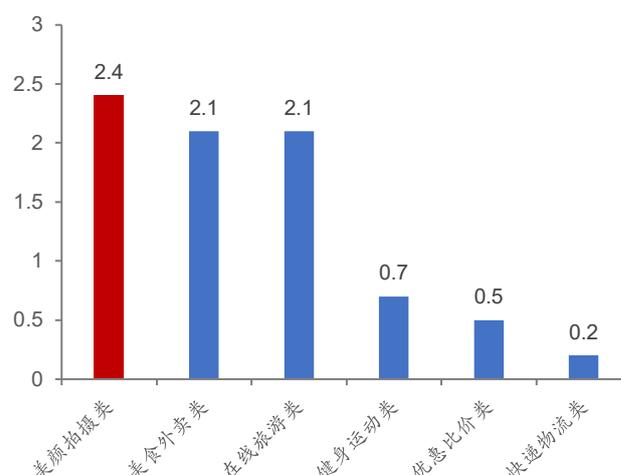
美妆护肤购买频次高，行为具有惯性：根据艾瑞咨询，相对于服装鞋帽类零售产品，美妆护肤品购买频率最为频繁。一月一次或多次的占比达到 24.5%，半年购买 3~5 次以上的比例为 58.5%，远高于其他零售产品。我们认为，化妆品的使用具有一定的“惯性”，即消费者通过使用化妆品不仅提升了外在，也由外而内的促进悦己的情绪，因此使用习惯会持续很长时间。从各类 APP 的月活跃用户规模可以看到，美颜拍摄类 APP 的月活数明显高于其他类 APP。

图表 28 2020 年 Z 世代购买时尚零售细分品类的频次



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

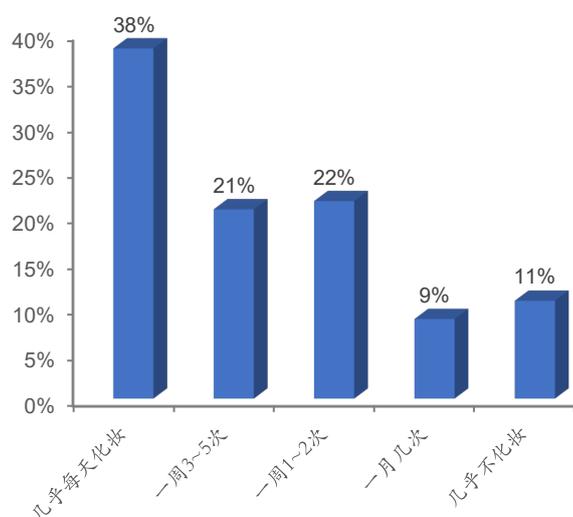
图表 29 2019 年 12 月各 APP 活跃人数规模比较



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

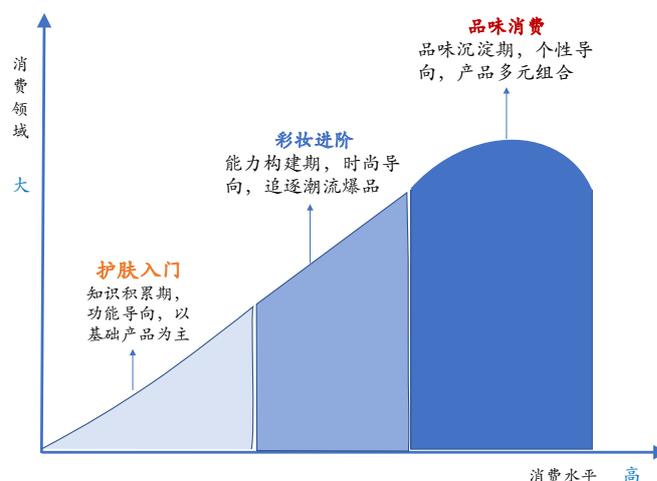
Z 世代化妆习惯已经养成，未来有望量价齐升：根据艾瑞咨询，2020 年 Z 世代几乎每天化妆的占比为 38%，仅有 11% 几乎不化妆，其化妆的习惯已经养成。并且由于目前 Z 世代最大的 26 岁，大多还在读书，人均消费额相对于白领人群还有较大增长空间。预计随着 Z 世代更多的走向职场，对于化妆品的消费将会更加多元化，且人均消费将会增长，未来化妆品行业存在量价齐升的可能性。

图表 30 2020 年 Z 世代化妆频次



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 31 2019 年天猫国际美妆品类人均消费水平增速



资料来源：亿邦动力网，华安证券研究所

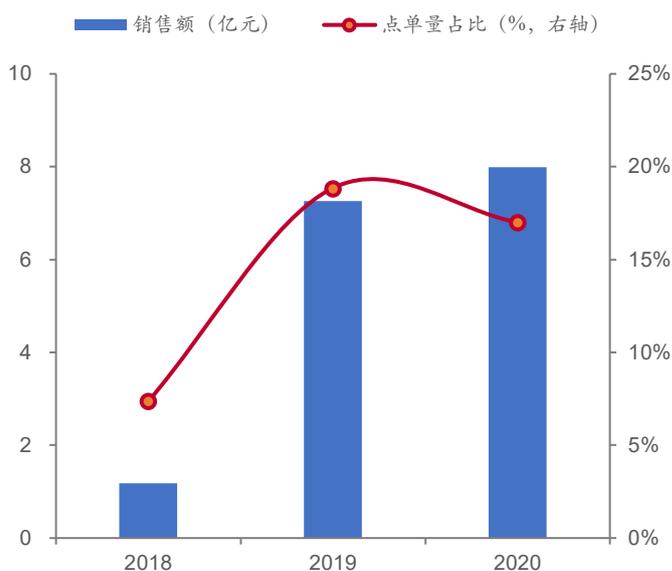
2.3 供给端：爆款先行，线上转型

2.3.1 爆款产品 聚集流量，赋能品牌

这一小节，我们先以喜茶为例，讨论可选消费当前对爆品打造的共性表现，再讨论化妆品在具备相同属性的同时，在打造爆款方面是否具备独特之处。

多肉葡萄为喜茶爆品，成功实现引流：2018年8月，喜茶推出多肉葡萄，随后其销售额稳步攀升。2019年，多肉葡萄的点单量占比由2018年的7.37%增长至18.85%，销售额由1.18亿元增长至7.26亿元，同比增长515%；2020年，即便喜茶爆款新品频出，多肉葡萄仍保持着17%的高点单量，销售额7.99亿元，稳居最受消费者喜爱的产品top1。巅峰时期，每卖出两杯喜茶，就有一杯是多肉葡萄，日销量达到10万杯，年销量可达200万杯。

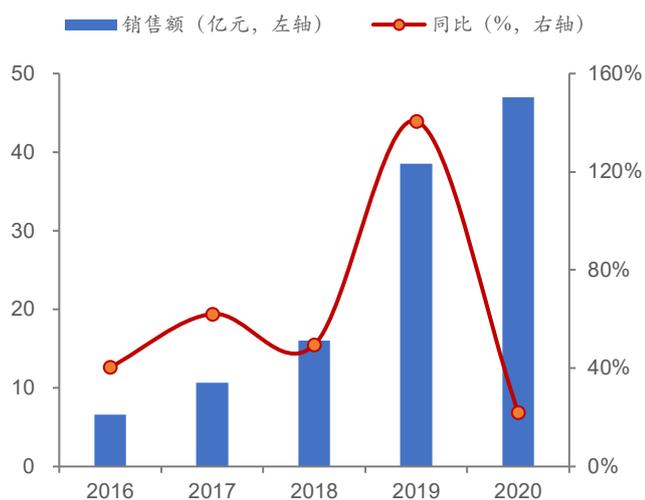
图表 32 多肉葡萄点单量占比与销售额



资料来源:《2019年喜茶经营数据》,《2020年度喜茶数据报告》,华安证券研究所

爆款“多肉葡萄”赋能销量增长,助力品牌认知度提升: 多肉葡萄的爆红,为喜茶吸引了新客户,提升了喜茶品牌的知名度与认可度,带动喜茶全国范围内的迅速扩张。2019年之前,得益于良好的口碑,喜茶的销售额和门店数均保持着稳定的增长。但是2019年多肉葡萄爆红后,喜茶的销售额和门店数均迎来爆发性增长,销售额由2018年的16.0亿元骤升至38.5亿元,同比增长141%;门店数翻了一番,由163间增长至372间。2020年虽受制于疫情,销售额仍稳定增长至47.0亿元,门店数增长至695间,挺进18个新城市,总计覆盖海内外61个城市。

图表 33 喜茶销售额



资料来源:《2020年度喜茶数据报告》,华安证券研究所

图表 34 喜茶门店数



资料来源:《2020年度喜茶数据报告》,华安证券研究所

后续产品接力,巩固品牌影响力: 多肉葡萄爆火后,喜茶延续其思路与主题,相继推出了冰山葡萄冻、雪山多肉青提等产品,作为对于多肉葡萄的继承与创新,更巩固了多肉葡萄在茶饮市场的影响力。除茶饮本身外,多肉葡萄还积极跨界,扩展

自身影响力。2020年初，多肉葡萄联名好利来推出多肉葡萄雪融芝士等产品，销量火爆。2020年末，联名微风花推出香薰蜡烛产品，打造可以闻的多肉葡萄。此外，多肉葡萄还进军时尚界，“多肉葡萄紫”的妆容、美甲席卷小红书等平台，紫色系穿搭被认为能衬托高贵时尚气质。多肉葡萄与adidas也进行了联名，“多肉葡萄紫”配色跨越边界，实现了灵感超融合。喜茶已将多肉葡萄这款爆款单品打造成一个有着相当知名度与号召力的ip，加上其本身高品质加持，预计其未来几年仍将保持稳定的增长。

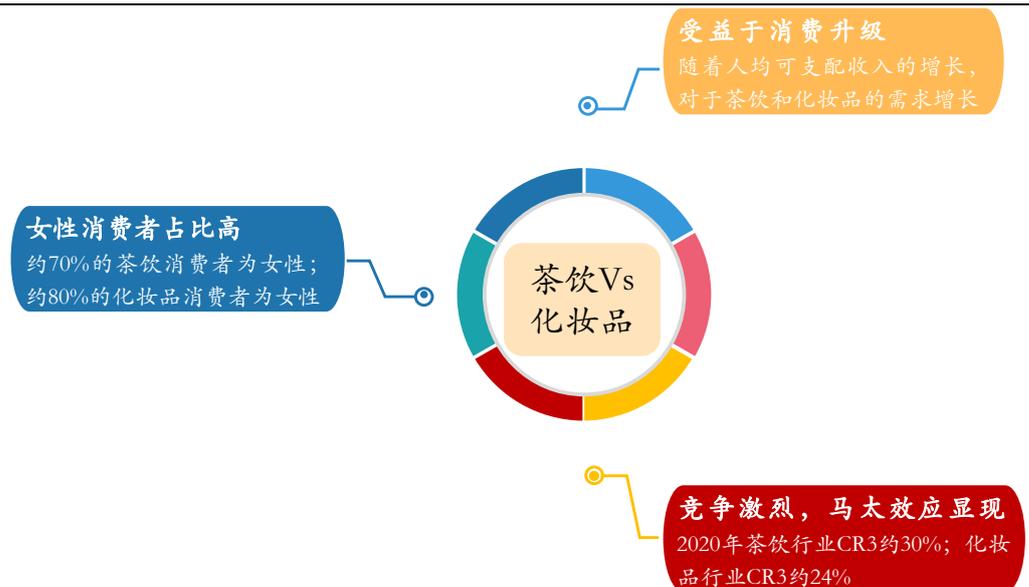
图表 35 多肉葡萄跨界联名



资料来源：喜茶微博，华安证券研究所

从喜茶可以看出，先打造一款爆款产品能够吸引大量的流量，提升品牌的知名度，从而促进总体销售增长，是目前可选消费比较可行的模式。而化妆品行业与茶饮行业都是属于可选消费，具有较强的相似性：1) 女性消费者占比都达到 70%以上，2) 受益于人均可支配收入的增长，3) 行业竞争激烈，头部品牌领跑。2020年茶饮和化妆品行业 CR3 分别为 30%和 24%。因此我们认为爆品先行的策略在化妆品行业中也具有可行性。

图表 36 茶饮与化妆品行业的相同点



资料来源：欧睿，奈雪的茶招股书，华安证券研究所

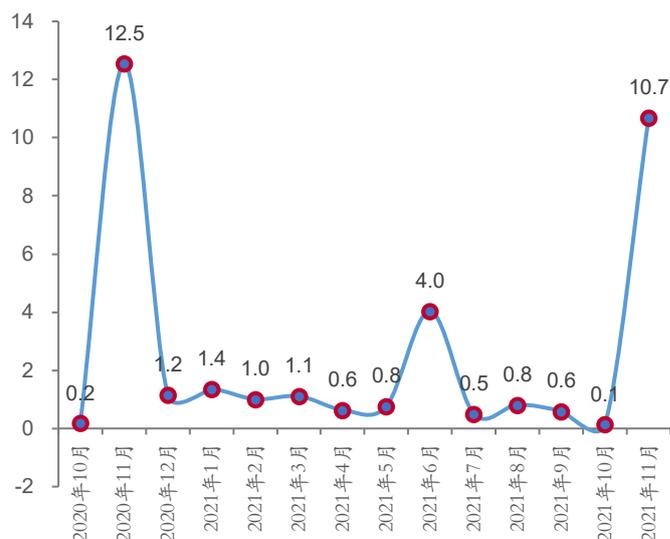
虽然茶饮与化妆品行业也存在差异性，比如购买决策时间长短不同、转换成本不同、生产到销售的时间不同等。但是从国外成熟的化妆品品牌来看，该模式依然适用。以雅诗兰黛为例，1982年推出明星单品雅诗兰黛特润修护露，这是第一代小棕瓶，随后不断进行产品的升级换代，添加“二裂酵母”成分，使用Catabolysis细胞代谢净化科技等技术，逐渐将小棕瓶打造成为雅诗兰黛的明星单品。2020年天猫双十一，雅诗兰黛在11月11日零点1分，成为首个天猫美妆突破20亿的品牌旗舰店。小棕瓶眼霜累计销售突破100万件，成为全网销量最高的眼霜。2021年双十一雅诗兰黛销售额排名美容护肤品类第二，其中小棕瓶系列产品占比达到50%。

图表 37 茶饮与化妆品行业差异



资料来源：艾媒数据中心，CBNdata，华安证券研究所

图表 38 小棕瓶系列天猫旗舰店销售额 (亿元)



资料来源：淘数据，华安证券研究所

备注：包括面部精华、眼霜、面膜

2.3.2 线上转型趋势显著

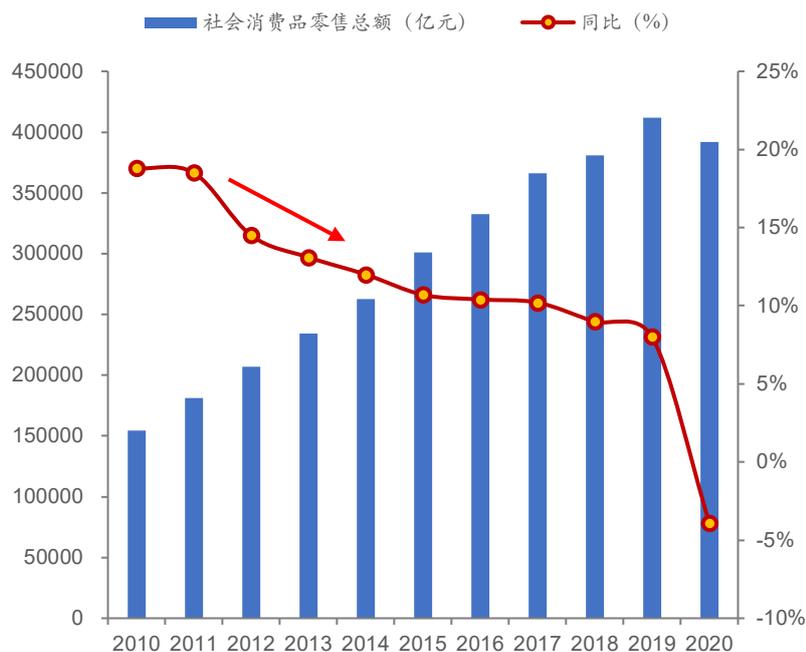
行业竞争加剧，总体市场增速下滑：中国化妆品市场总体经历了四个发展阶段，1898~1980年，本土品牌主导。上海家化、美加净、百雀羚、郁美净等国产品牌都在该时期成立。随后，外资品牌开始进入国内市场，到2011年外资品牌主导中国化妆品市场，国产品牌存在品牌老化和低端化的现象。2012年随着御家汇、一叶子等互联网品牌相继成立，行业竞争进一步加剧。并且零售行业总体增速下降，众多品牌开始寻求转型。

图表 39 中国化妆品行业发展历史



资料来源：欧睿，奈雪的茶招股书，华安证券研究所

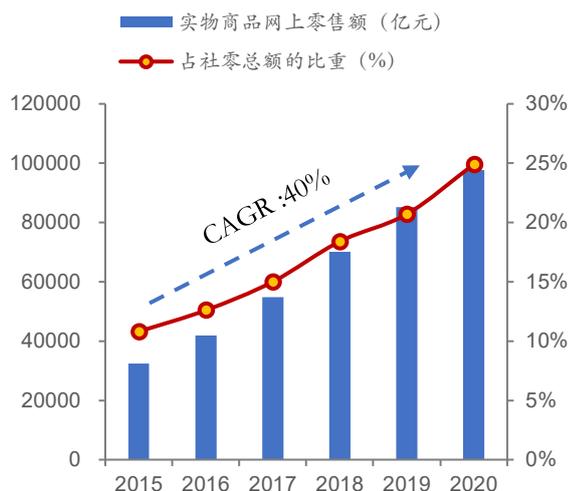
图表 40 中国消费品零售总额及同比



资料来源：国家统计局，wind，华安证券研究所

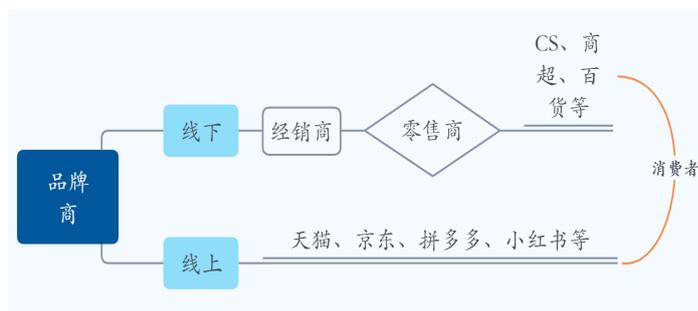
电商渠道快速发展，运营成本低：2015 年以来中国电商快速发展，截至 2020 年中国实物商品网上零售额达到 97590 亿元，2015~2020 年 CAGR 为 40%。同时网上零售额占社零总额的占比也逐年提升，2020 年占比为 25%。电商渠道使得化妆品品牌商能够直接接触到消费者，减少了经销商、零售商、终端商场等环节，不受时间、地域的限制，运营成本下降。此外，近两年随着小红书、微博、抖音等社媒的兴起，明星名人及 KOL 通过短视频、直播等进行种草，获客成本下降。

图表 41 实物商品网上零售额



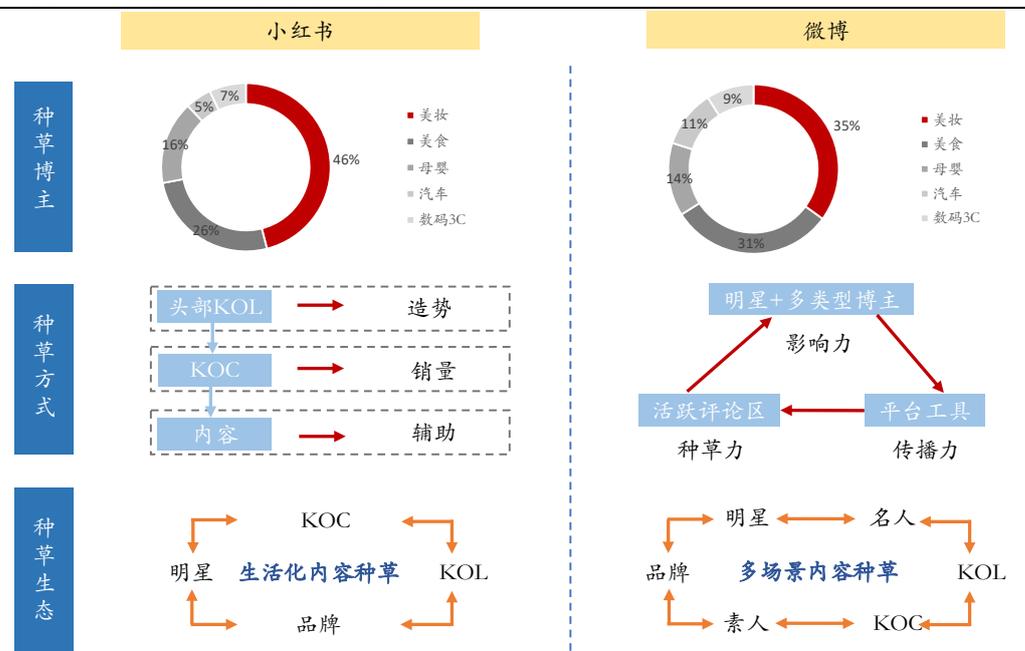
资料来源：国家统计局，wind，华安证券研究所

图表 42 线上线下获客路径



资料来源：艾媒数据中心，华安证券研究所

图表 43 微博、小红书种草模式



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

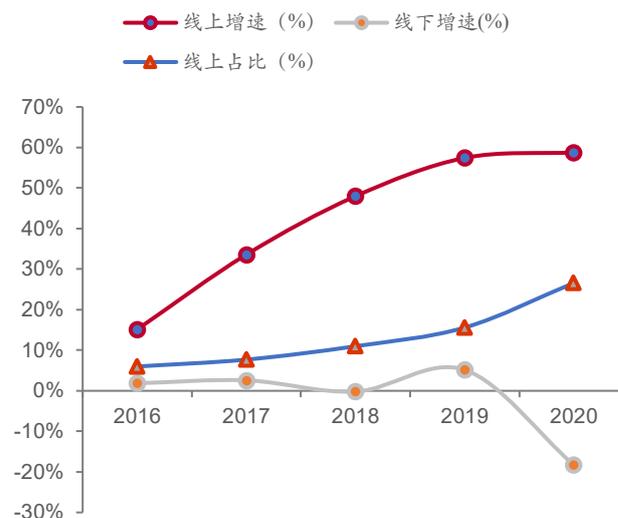
因此越来越多的化妆品企业开始进行线上转型。以欧莱雅为例，2015 年以来开始进行线上转型，随后线上增速持续高于线下，2020 年线上占比达到 27%。

图表 44 欧莱雅营收及增速



资料来源：欧莱雅官网，华安证券研究所

图表 45 欧莱雅渠道增速及占比

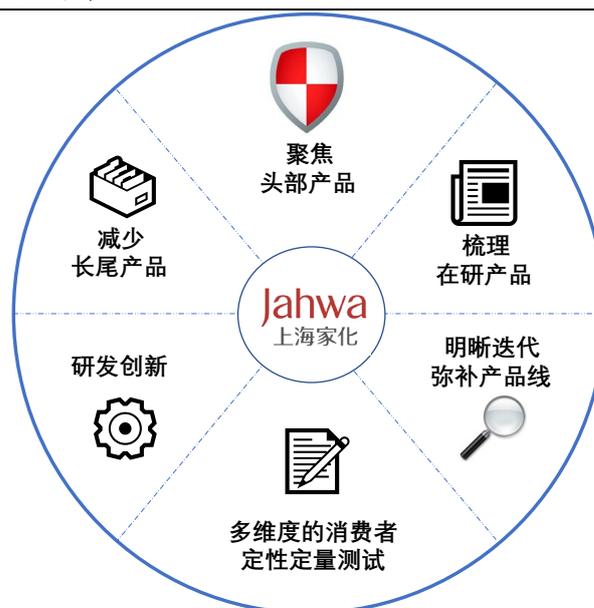


资料来源：欧莱雅官网，华安证券研究所

3 品牌创新，爆款策略逐渐落地

品牌创新上，公司确定了差异化的品牌发展策略，将现有品牌划分为快速发展品类、细分冠军品类和细分领先品类。重点发展佰草集、双妹、玉泽、典萃等品牌，聚焦头部产品，逐步减少长尾产品。同时公司梳理在研产品以明晰各品牌需要迭代弥补的产品线，通过多维度的消费者定性定量测试来决定新产品的概念、包装、配方、体验和价格。

图表 46 公司产品创新



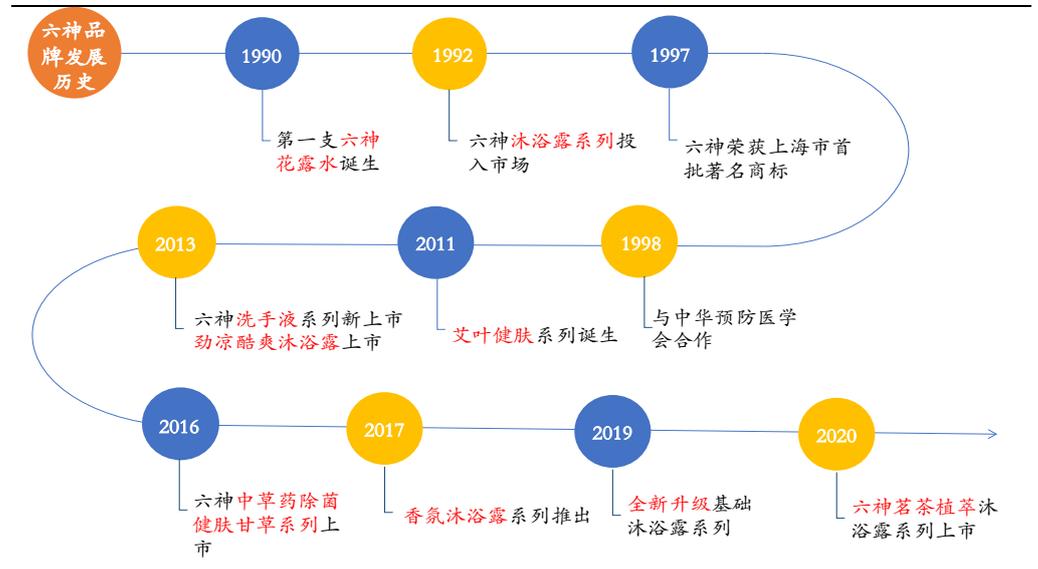
资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

3.1 聚焦头部品牌，打造优质大单品

3.1.1 六神巩固细分赛道

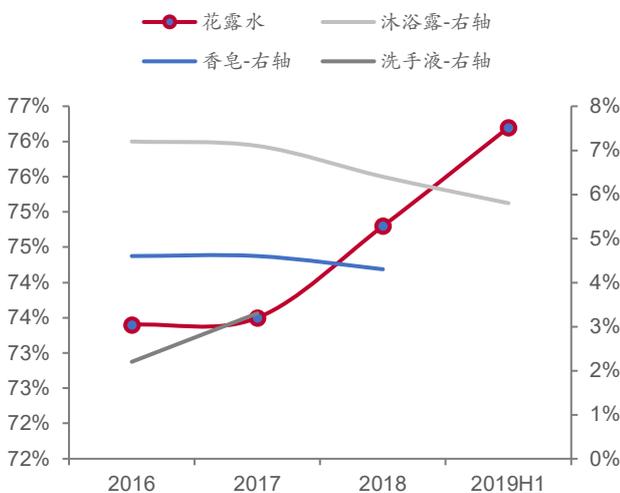
六神品类齐全，在花露水市场独占鳌头：1990年第一支六神花露水上市，随后六神沐浴露、洗手液等产品陆续推出，并逐渐成为行业中的领先品牌。根据尼尔森市场研究公司的线下零售渠道数据，六神品牌在多个品类占据市场领先地位，2018年六神花露水市场金额份额为74.8%，是花露水产品类的绝对市场领导者；2018年六神沐浴露市场金额份额为6.4%，位列第四位，六神沐浴露是进入该品类TOP5的唯一国产品牌；六神香皂2018年市场份额为4.3%，是香皂品类唯一进入前三的国产品牌。但从净利润看，六神花露水近两年净利润有所收缩，主要是因为年轻人有更多的防蚊产品选择，替代了部分六神花露水的使用。

图表 47 六神发展历史



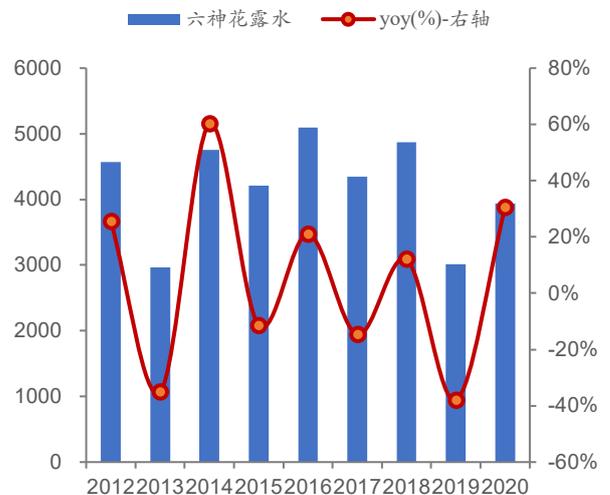
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 六神各品类市占率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 49 海南日化净利润情况 (万元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

备注：主要进行六神花露水生产

加速经典产品的年轻化重塑。 2018 六神推出与 RIO 合作的花露水风味鸡尾酒；2020 年六神三十周年之际，以“涂个美好生活”为主题，结合代言人华晨宇种草短视频与抖音互动短视频带动声量与销量，还与肯德基 K-coffee 开展了“神清气爽，六得啡起”的跨界营销，与安踏合作进行运动圈层传播；2021 年上半年六神与潮流 IP Tokidoki 推出联名限定款随身花露水、与轩尼诗首度跨界合作。公司通过敏锐的市场洞察力，持续创新，让六神更加符合 Z 世代年轻人的喜好，不断触达更多年轻人，扩大了在年轻人中的声量。

图表 50 六神跨界联名



资料来源：天猫，华安证券研究所

3.1.2 玉泽医研共创，乘功效护肤之风

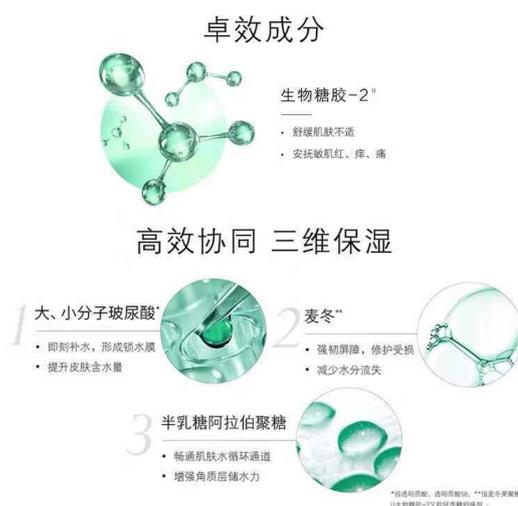
医研共创，产品功效经学术验证：2003 年公司开始与瑞金医院合作研发玉泽，创新性的采取医研共创的研发方式。2018 年和 2019 年公司分别与瑞金医院、华山医院成立联合实验室。医研共创的方式保证了公司产品的功效具有充足的学术支撑和专业背书。2009 年玉泽第一代产品玉泽皮肤屏障修护身体乳正式推出，主要成分生物糖胶-2 能够舒缓肌肤不适，同时玻尿酸、麦冬、半乳糖阿拉伯聚糖高效协同，增强保湿效果。2018 年公司推出了首款面膜，含有积雪草等活性成分，补水保湿的同时，能够快速舒缓敏感不适。2020 年，中国皮肤屏障高峰论坛上玉泽公布了瑞金医院郑捷教授团队和美国北加州研究教育所蔺茂强教授领衔的研究团队的两项国际研究成果，进一步证明了产品的屏障修护能力。此外，专业皮肤医生背书极大提升了消费者对于产品的信任，促进了品牌形象的建立。

图表 51 玉泽参加中国皮肤屏障高峰论坛



资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

图表 52 玉泽皮肤屏障保湿水主要成分



资料来源：玉泽天猫旗舰店，华安证券研究所

图表 53 玉泽积雪草修护面膜



资料来源：玉泽天猫旗舰店，华安证券研究所

公司产品具有高性价比特点，有助于拓展年轻群体：公司主打产品价格基本位于 100~300 元之间，与行业中同类产品相比具有较高的性价比。以玉泽屏障修护保湿水和屏障修护保湿霜为例，玉泽屏障修护保湿水单价为 0.74 元/ml，皮肤屏障修护保湿霜单价为 3.96 元/ml，低于薇诺娜和雅漾。公司产品定价较为中端，符合现在 Z 世代年轻人的消费水平。并且由于玉泽主打功效护肤赛道，产品的粘性高，随着 Z 世代护肤消费的增长，玉泽销售有望进一步提升。

图表 54 公司部分天猫旗舰店价格

产品名称	规格	价格/瓶
玉泽屏障修护保湿霜	50g	198
积雪草安心修护面膜	1 盒	109
皮肤屏障修护保湿水	200ml	148
皮肤屏障修护神经酰胺调理乳	50ml	158
皮肤屏障修护身体乳	120ml	108
臻安润泽修护氨基酸洁颜霜	200g	236
臻安润泽水光睡眠面膜	1 盒*5g*7	229
臻安润泽修护果酸焕肤沐浴露	180ml	88

资料来源：玉泽天猫旗舰店，华安证券研究所

图表 55 玉泽主要产品价格对比

品牌	产品名称	规格 (ml/g)	售价(元)	单价 (元/ml/g)
水/喷雾				
玉泽	皮肤屏障修护保湿水	200	148	0.74
薇诺娜	舒敏保湿润肤水	120	189	1.58
雅漾	舒润调理柔肤水	200	195	0.98
理肤泉	大喷雾舒缓调理温泉水	300	185	0.62
乳/霜				
玉泽	皮肤屏障修护保湿霜	50	198	3.96
薇诺娜	舒敏保湿特护霜	50	268	5.36
雅漾	修护舒缓保湿霜	50	348	6.96
理肤泉	B5 修复乳霜	40	119	2.98

资料来源：天猫，华安证券研究所

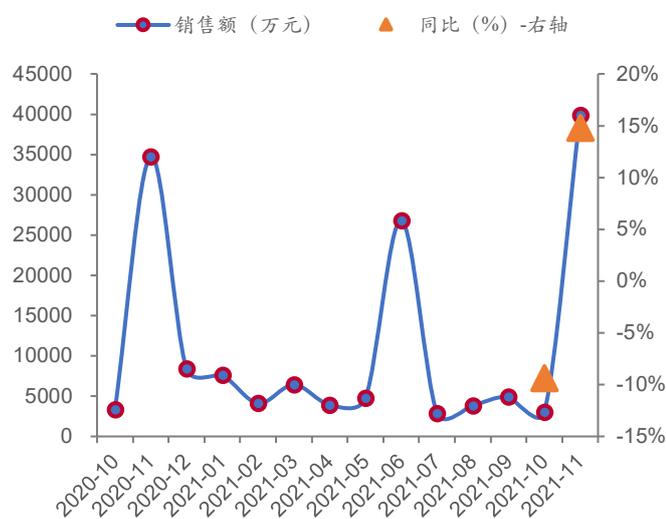
抓住直播电商红利，树立鲜明品牌形象。公司对于化妆品行业具有较强的洞察力和市场敏感度，紧抓社媒和直播流量红利。2019 年玉泽与李佳琦合作，成功实现产品的破圈，当年双十一产品销量增长超过 150%。随后在后疫情时代，借助口罩脸等热点话题进行营销，加强了玉泽在消费者心目中的修护形象。2021 年双十一玉泽销售额进入淘系护肤 top20，2021 年 11 月玉泽官方旗舰店销售额达到 4.0 亿元，同比增长 14.8%。随着玉泽品牌形象的逐渐形成和巩固，预计玉泽将保持较快增长。

图表 56 玉泽百度指数



资料来源: 百度指数, 华安证券研究所

图表 57 玉泽天猫旗舰店销售情况



资料来源: 淘数据, 华安证券研究所

图表 58 2021 年 11 月淘系品牌排行

排名	图片	品牌
11		la mer/海蓝之谜
12		guerlain/娇兰
13		kiehl's/科颜氏
14		sulwhasoo/雪花秀
15		freeplus/芙丽芳丝
16		chando/自然堂
17		skinceuticals/修丽可
18		dr.yu/玉泽
19		clarins/娇韵诗
20		pechoin/百雀羚

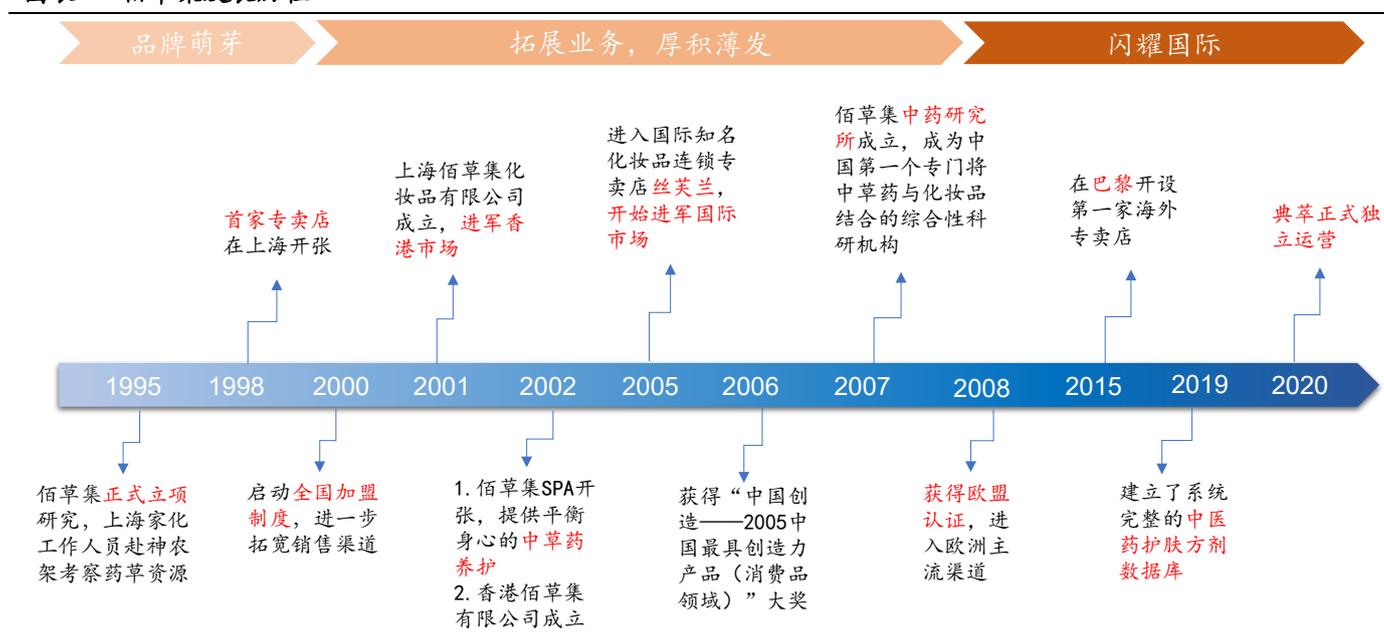
资料来源: 淘数据, 华安证券研究所

3.1.3 佰草集精简产品线, 聚焦头部 SKU

前沿中草药护肤, 形成差异化竞争优势: 1998 年佰草集首家专卖店在上海成立, 2001 年进军香港市场, 2005 年进入丝芙兰。随后公司持续进行国际化, 2008 年获得欧盟认证, 进入欧洲主流渠道。佰草集以中国独特的中草药作为主要成分, 与国外品牌形成差异化竞争。佰草集是国内护肤市场第一个高端品牌, 主打产品大多在 300~400 元之间。太极系列是公司明星产品, 通过深入洞察消费者需求, 2020 年佰

草集以精华为切入点，推出第二代佰草集太极·日月焕颜·双重修复精华及冻干面膜，太极精华上市后购买该产品的新客比例为 57%，冻干面膜系列销售过亿。

图表 59 佰草集发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 60 佰草集明星产品

产品名称	规格	价格（元）
太极生物钟面霜	50g	460
太极肌源修护精华水	200ml	320
太极生物钟眼霜	15g	370
新七白冻干面膜	12片	399
灯管精华液	30ml	331
新七白美白嫩肤面膜	500g	279

资料来源：佰草集官方旗舰店，华安证券研究所

定位年轻人群，集中力量打造爆品：2021年公司重新定位目标客群，主打针对年轻人群的修护、初抗系列，实现目标客群年轻化。重新梳理品牌结构，精简产品线，同时全面升级现有产品，集中力量打造爆品。公司全新升级了太极系列，以现代前沿生物钟科技与中草药护理结合。太极系列通过生物钟科技协同“生物水解酶”技术提取的乌药，调节肌肤因熬夜、压力等产生的紊乱，促进负责夜间修护的时钟肌因的表达，实现肌肤的修护。2021年11月佰草集实现销售额9545万元，同比增长16%。

图表 61 佰草集太极生物钟面霜主要成分及功效



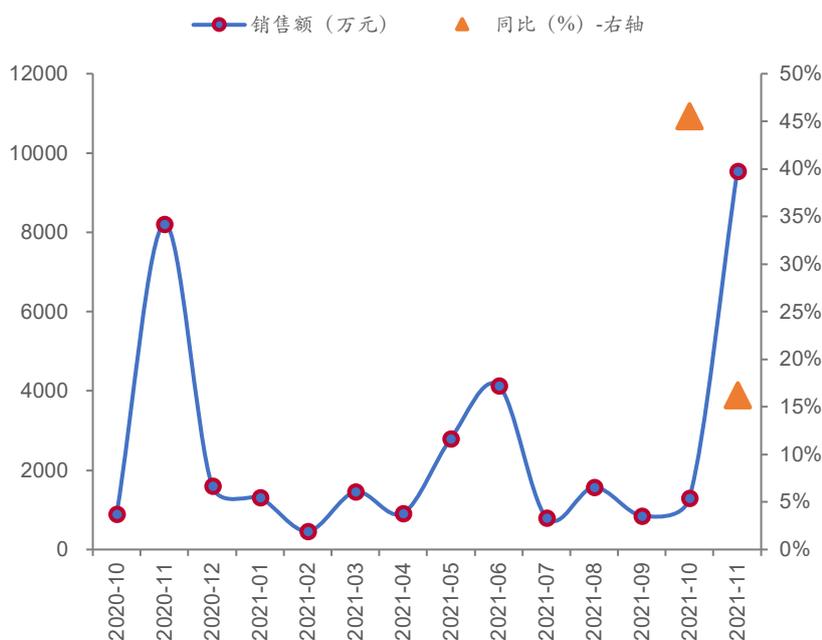
资料来源：佰草集官方旗舰店，华安证券研究所

图表 62 佰草集太极生物钟眼霜



资料来源：佰草集官方旗舰店，华安证券研究所

图表 63 佰草集天猫旗舰店销售情况



资料来源：淘数据，华安证券研究所

直播宫斗，创新营销助力知名度扩展。今年双十一公司抖音直播间创新型的采用宫斗的剧情。直播间呈现出宫内皇后、娘娘都在使用佰草集的产品，并会播放古风歌曲，与佰草集中草药理念相呼应。创新的营销方式吸引了大批消费者的目光，促进了佰草集的知名度的提升和年轻化趋势，延禧宫正传开播第 5 天直播间在线人数突破 5 万，直播间开播 7 天总销售额约为 58 万元。

图表 64 佰草集延禧宫正传直播间



资料来源：佰草集抖音直播间，华安证券研究所

图表 65 佰草集延禧宫正传开播 7 天销售额 top3 商品

商品名称	商品价格 (元)	预估销售额 (万元)	预估销量 (个)
佰草集肌本清源 洁面乳双支装	40	15.77	3952
佰草集新七白透 亮面膜大礼包	149	11.95	802
太极肌源修护水 200ml	240	6.84	285

资料来源：飞瓜数据，聚美丽，华安证券研究所

3.2 大数据赋能新品孵化和爆品打造

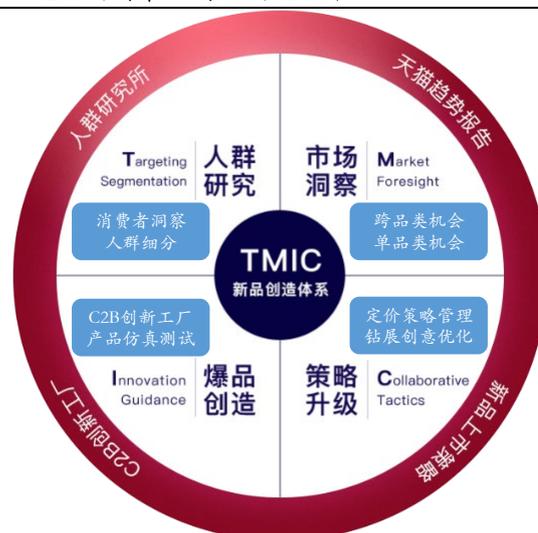
携手天猫创新中心，加快新品孵化：在品牌创新方面，公司加强了与大数据平台的合作，2021 年 3 月，公司正式与天猫创新中心（TMIC）签署了深度合作协议，双方共同打造的 C2B 创新工厂。TMIC 拥有全面的消费者大数据、行业洞察及完整的新品孵化全链路。TMIC 旨在助力品牌探索新的赛道和战略，在产品孵化、上市前及整个运营过程中进行消费者洞察，通过精准的市场分析，加快产品开发过程，大大提高新品成功率，品牌新品孵化周期平均从 18 个月降低到了 6 个月。2020 年，公司上海家化旗下 10 个自有品牌及 3 个合作品牌全面融入 TMIC 生态圈，成功孵化的新品超 40 个，产品创新能力得到有效提升。

图表 66 公司与天猫创新中心合作



资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

图表 67 天猫创新中心新品创造体系



资料来源：TMIC 官网，华安证券研究所

加强消费者洞察，打造爆款新品：公司通过知识库+孵化器、智能新品画像+3D 测款、数字白瓶+试销诊断功能等大数据分析能力，聚焦了未来发展的重点品类、包装，对概念和卖力进行测试，以此打造爆款产品。以典萃品牌为例，针对“成分党崛起、即刻高功效、高科技高安全”的消费者需求洞察，品牌推出了烟酰胺焕亮修护白泥面膜，在 TMIC 白瓶测试结果中，消费者对于该产品的偏好度远高于竞品

的同类产品,能充分满足消费者实现全面美白、持久焕亮的使用需求。2021年以来公司成功打造了玉泽臻安润泽修护蓝铜胜肽精华液、佰草集新七白美白透润精华液等新品,今年618分别售出2.6万支和2.3万支,销售成绩亮眼。

图表 68 典萃烟酰胺焕亮修护白泥面膜



资料来源:公司微信公众号,华安证券研究所

图表 69 2021 年公司护肤新品 (截至 2021 年 11 月底)

品牌	产品名	上市时间	主打功效
玉泽	臻安润泽修护蓝铜胜肽精华液	2021年5月1日	修护,保湿,提升光泽度光滑度
玉泽	婴幼儿皮肤屏障修护霜	2021年4月26日	舒缓干燥,修护屏障
佰草集	美白透润精华液	2021年2月26日	美白
佰草集	冻干面膜	2021年4月8日	修护保湿提亮
佰草集	啾啾精华水	2021年9月26日	改善毛孔细致度,增加弹性光滑度,提亮肤色光泽
佰草集	太极肌源修护眼霜	2021年7月21日	抗老,提亮眼周
典粹	烟酰胺焕亮修护白泥面膜	2021年4月6日	提亮均匀肤色,保湿
典粹	玻尿酸水润净颜卸妆水	2021年4月23日	卸妆保湿温和
双妹	修护精华露	2021年10月27日	柔嫩提亮初抗老
双妹	焕颜亲肤防晒乳	2021年1月29日	修护提亮,防晒美白
高夫	控油清满洁面液	2021年8月4日	清洁控油

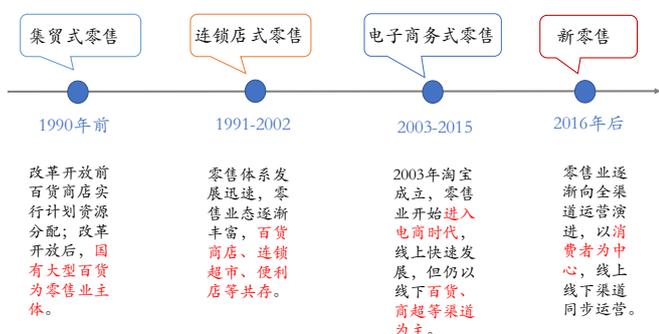
资料来源:公司官网,公司官微,华安证券研究所

4 渠道进阶,线上线下双发力

4.1 整合线下门店,新零售步入正轨

公司线下渠道触角广,深入下沉市场:中国零售行业走过了从大型百货到连锁超市再到电商渠道的阶段,目前总体走入了线上线下同步运营的新零售进程中。公司随着行业发展过程中积累了丰富的线下资源,2019年公司线下覆盖20万家商超门店、近1500家百货、约1.3万家化妆品专营店、近6000家母婴店、近9万家乡村网点等众多的渠道。公司线下渠道触角遍及中国的各级城市,庞大的销售网络铸就了公司产品的高国民度。

图表 70 中国零售渠道发展历程



资料来源:艾瑞咨询,华安证券研究所

图表 71 公司线下渠道布局

单位: 家	2017	2018	2019
商超门店	19.6 万	20 万	20 万
农村直销车、乡村网点	/	近 9 万	近 9 万
百货	百货及药房共 2048	约 1500	近 1500
化妆品专营店	1.17 万	约 1.3 万	约 1.3 万
母婴店	3000 万	超 5000	近 6000

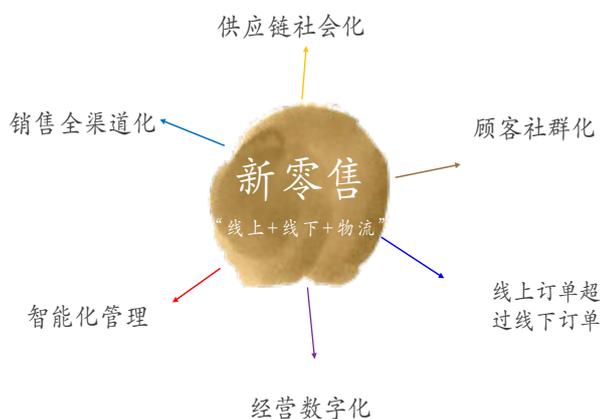
资料来源:公司公告,华安证券研究所

策略调整传统渠道,聚焦头部门店:随着越来越多的消费者转到线上消费,公

司线下渠道的效能下降。2020 年公司对传统渠道进行优化调整，百货渠道进行策略性闭店缩编，提高单店效能，2020 年共关闭 462 家低单产专柜及门店。CS 渠道通过解决历史遗留问题并聚焦门店执行以提升出货。

新零售布局逐步落地，智慧零售提高运营效率：新零售相对于传统零售实现了智能化管理和数字化运营。对于公司供应链，商家可以通过运营数据调整供应链，实现及时备货，降低库存成本。对于客户，新零售使客户购物更为便捷，并且会员运营等方式能够提供更加个性化的服务，提升客户购物体验。在商超渠道，公司拓展自有到家平台、运用到店促销赋能、会员直播助力销售；在百货渠道，公司优化提升会员运营效率；在屈臣氏渠道，公司推进生态圈投放，通过会员运营、线上平台及其自有到家平台，拓宽新零售渠道。2021 年前三季度公司新零售业务同比实现 100%+ 的增长，占国内线下业务比例超 10%。通过对各渠道的调整和梳理，2020 年公司营销费用率和运营效率有一定的改善。

图表 72 新零售的特点



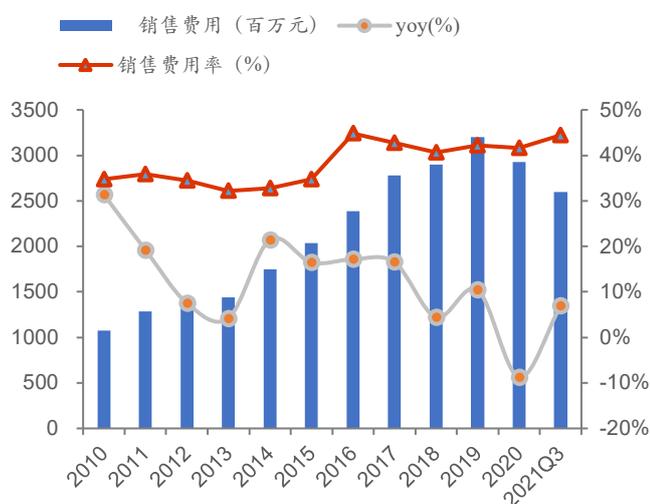
图表 73 公司新零售布局



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

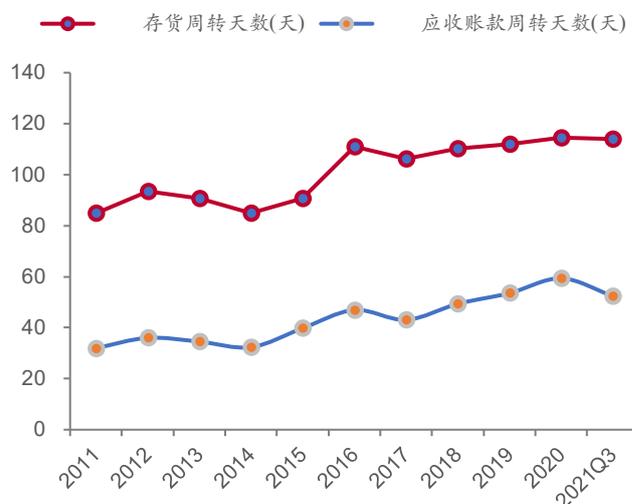
资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

图表 74 公司销售费用



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 75 公司营运能力

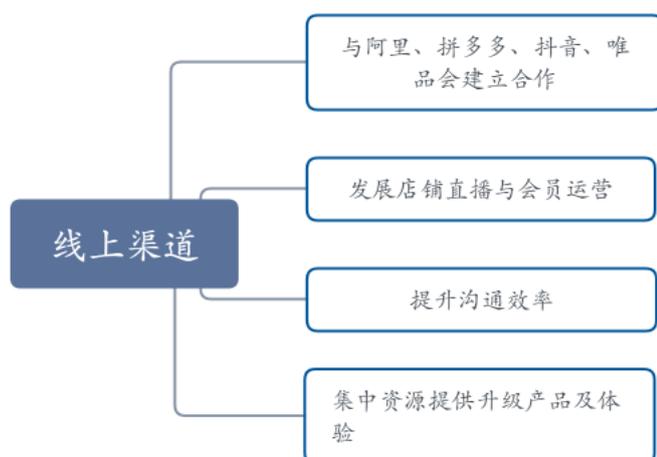


资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 积极提升线上运营能力，加码抖音渠道

公司与多渠道深度合作，大力发展店铺自播：2021年公司进一步加大与线上平台的合作，与阿里、拼多多、抖音、唯品会等多个电商平台建立了深度合作。此外公司大力发展店铺自播，优化直播频次和占比，在公司内部培养直播人才，形成了超头+中腰部 KOL+店铺自播相结合的立体方式。并调整平衡各品牌之间的直播资源，提升品牌与消费者间的沟通效率，根据运营数据的反馈，集中资源为消费者提供升级后的产品及体验。2021年双十一公司实现电商全渠道增长 38%。

图表 76 线上多渠道运营



资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

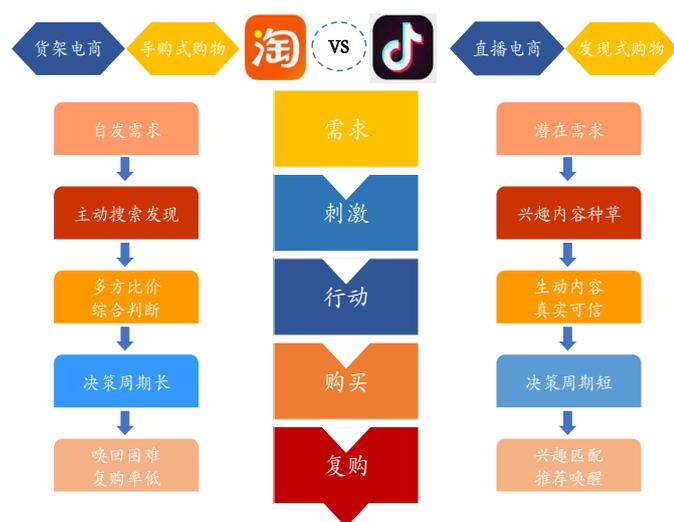
图表 77 公司双十一成绩单



资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

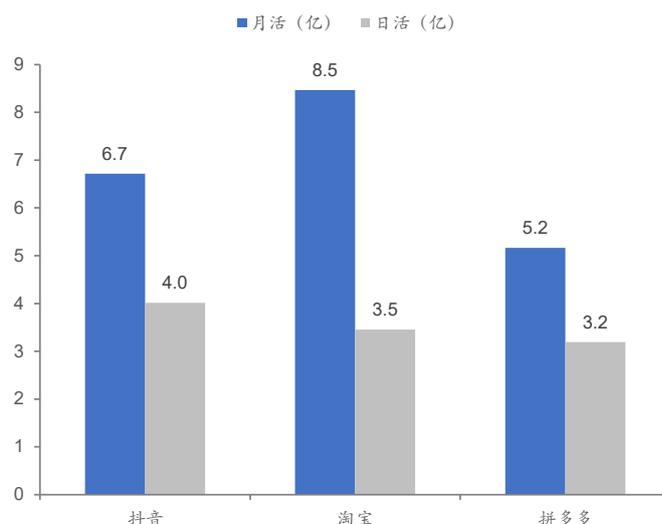
重点拓展抖音渠道，抖音小店 GMV 迅速爬坡：公司积极推动线上渠道转型，重点拓展抖音渠道，发力淘宝和抖音的双平台模式。抖音有望成为电商平台的一大黑马，主要源自：（1）抖音用户数量快速增长，截至 2021Q3 末，抖音的月活数量为 6.72 亿人，在电商平台中仅次于淘宝。日活数 4.02 亿人，高于淘宝的 3.45 亿人，平台的自然流量已经足够大了；（2）作为短视频平台，抖音更多的消费者是根据兴趣内容进行种草后购买，并且直播的形式内容生动，极大的降低了消费者购买决策时间。因此，公司加强对抖音的运营，与近 200 位抖音的 KOL 合作，促使公司人群资产提升，2021 年 12 月初佰草集和玉泽的抖音粉丝分别达到 16 万和 24 万人。抖音小店多店 GMV 也迅速爬坡，2021 年第三季度累计 GMV 破 2000 万元。随着公司在抖音渠道的营销推广成果显现，公司抖音小店的 GMV 存在进一步提升的空间。

图表 78 淘宝与抖音电商购买路径比较



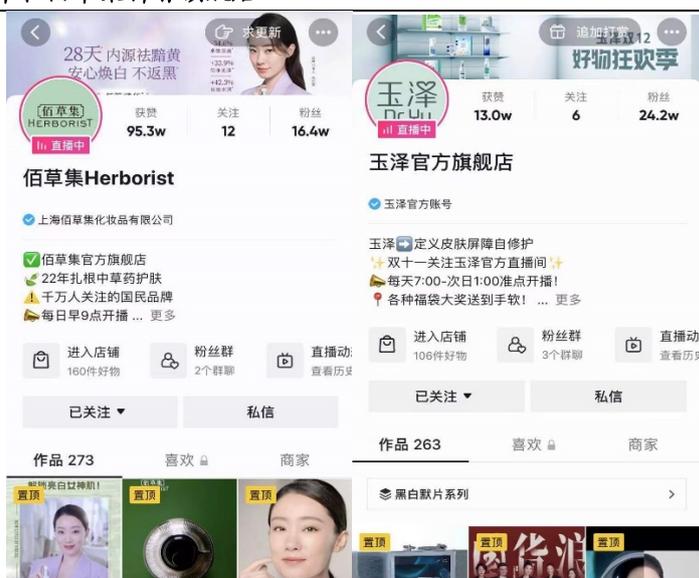
资料来源：巨量算数，华安证券研究所

图表 79 各电商平台用户数（亿人）



资料来源：运营研究社，华安证券研究所

图表 80 玉泽和佰草集抖音旗舰店

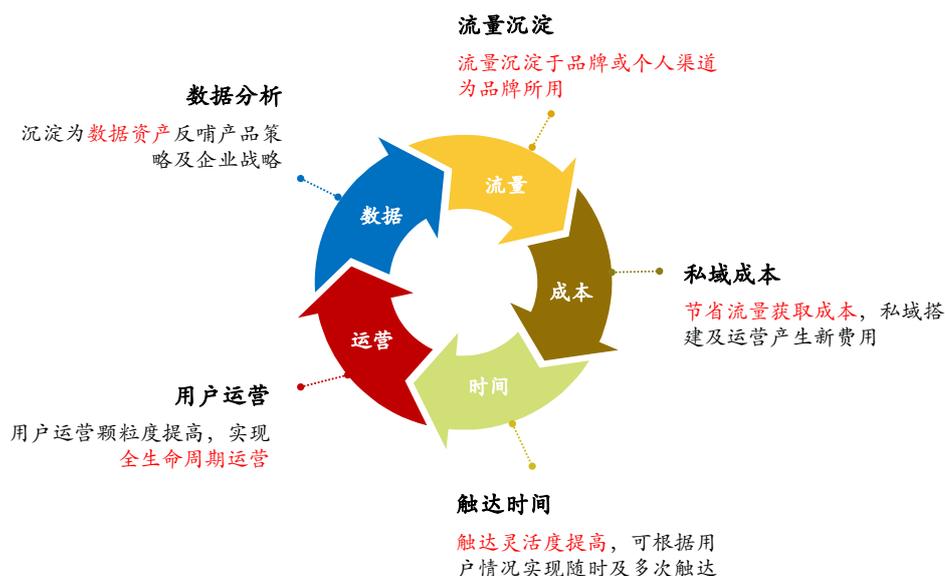


资料来源：抖音，华安证券研究所

4.3 打造私域生态，提升用户复购

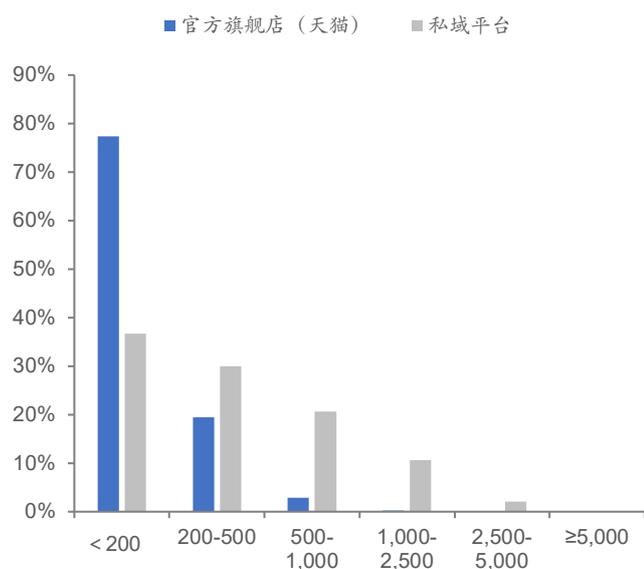
私域流量有效提升复购和留存：随着电商流量增长趋缓，红利逐渐消退，如何降低获客成本，提升客户的留存率是众多品牌在考虑的问题。公司借助自身多平台运营优势，探索打击全品牌私域流量。与电商等平台的公域流量相比，私域流量可被定义为沉淀在品牌或个人渠道的，可随时及反复触达的，能实现一对一精准运营的用户流量，实现对于用户的全生命周期运营。因此，私域用户的客单价和用户粘性会更高。以贝泰妮为例，截至 2020H1，天猫旗舰店 97% 的客户客单价低于 500 元；而私域客户客单价低于 500 元的占比为 66%。从复购率来看，2019 年私域流量的复购率达到 52.5%，而天猫旗舰店为 40.8%。

图表 81 私域运营特点



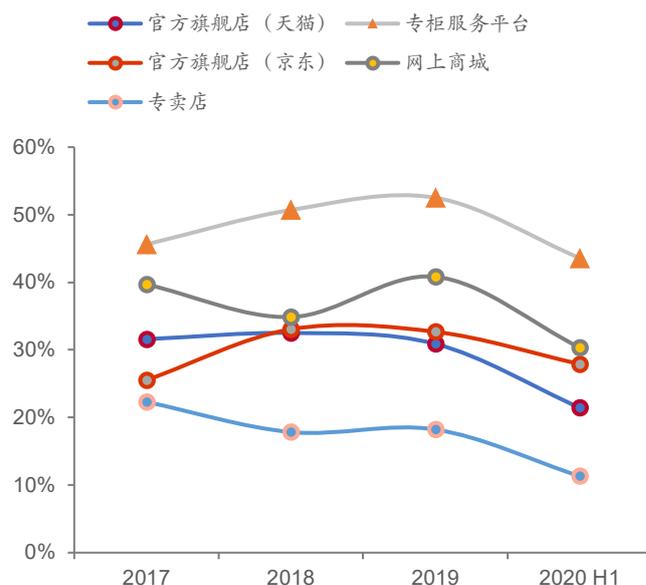
资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

图表 82 公域流量与私域流量客单价对比 (%)



资料来源: 贝泰妮招股书, 华安证券研究所

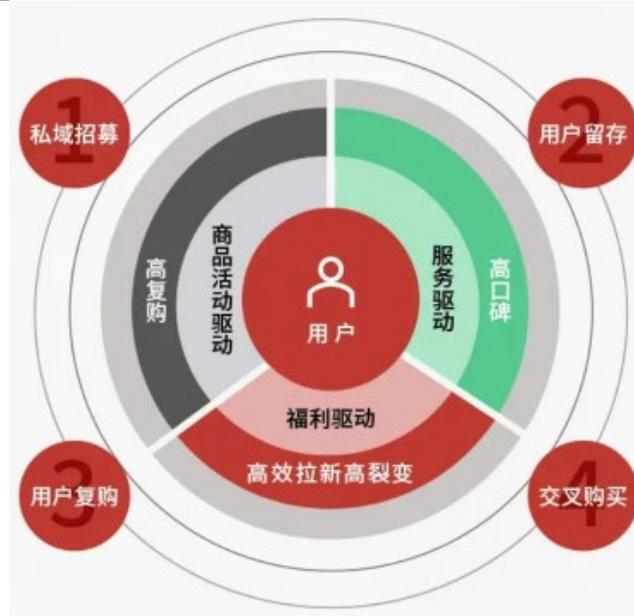
图表 83 各渠道复购率对比 (%)



资料来源: 贝泰妮招股书, 华安证券研究所

打造全品牌私域, 促进交叉复购: 公司通过多渠道用户招募引流私域, 通过产品、服务、福利等实现用户的留存和复购。2021年上半年, 公司十大自有品牌以及四大代理品牌构建了约 25 万人、800 个社群的品牌私域。截止 2021 年第三季度末, 公司企业微信群、淘群、特渠等私域的总人数已积累 45 万人。预计未来公司还将通过私域运营打造用户数据中台, 形成种草、购买、分享的闭环。由于公司具有产品矩阵实现了多品类、全生命周期的布局, 单品牌将消费者引入到私域生态循环后, 消费者能够触达不同品类和不同产品, 有望形成品牌交叉复购网络, 降低流量成本。

图表 84 公司打造私域流量闭环



资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

盈利预测及投资建议:

盈利预测

公司主要有护肤、个护家清、母婴三大业务。(1) 随着公司 123 战略的推进, 数字化赋能公司爆品打造和新品推出, 叠加线上抖音平台铺设、线下新零售进展顺利, 预计玉泽和佰草集等护肤业务保持快速增长。(2) 个护家清业务, 六神品牌花露水龙头地位稳固, 跨界联名有望实现经典品牌的年轻化重塑, 预计保持高个位数增长。(3) 母婴品牌有望受益于积极的生育政策及公司渠道转型, 保持快速增长。

图表 85 公司盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
总营收				
营业收入(亿元)	70.32	80.78	92.14	104.25
yoy(%)	-7.43%	14.87%	14.06%	13.14%
营业成本(亿元)	28.16	31.40	35.02	38.98
yoy(%)	-2.76%	11.50%	11.53%	11.32%
毛利率(%)	59.95%	61.13%	62.00%	62.61%
护肤				
营业收入(亿元)	22.07	28.16	35.38	43.17
yoy(%)	-19.03%	27.62%	25.64%	22.00%
占比(%)	31.38%	34.86%	38.40%	41.41%
个护家清				
营业收入(亿元)	24.00	25.82	27.42	29.08
yoy(%)	-1.17%	7.60%	6.22%	6.06%
占比(%)	34.12%	31.96%	29.76%	27.90%
母婴				
营业收入(亿元)	20.71	23.12	25.47	27.94
yoy(%)	0.07%	11.60%	10.17%	9.70%
占比(%)	29.45%	28.62%	27.64%	26.80%
合作品牌				
营业收入(亿元)	3.51	3.68	3.87	4.06
yoy(%)	-4.65%	5.00%	5.00%	5.00%
占比(%)	4.99%	4.56%	4.20%	3.89%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

投资建议:

公司对于品牌的塑造, 正由“多品牌”向“优品牌”转变, 通过“优胜劣汰”将资源倾斜至具备大单品及爆款特质的产品, 实现天然引流和业绩增长的双赢效果。与天猫创新中心合作, 数字化赋能有助于公司对消费趋势边际变化的把握, 洞察市场新机遇。线上、线下齐发力, 打造私域流量、增强客户粘性。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.78、1.17、1.55 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 51、34、26 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示：

新品推广不及预期：新品孵化是化妆品企业长期发展的动力来源，公司在 2021 年以来陆续推出了玉泽臻安润泽修护蓝铜胜肽精华液、佰草集新七白美白透润精华液等新品，若后续推广不及预期，将影响公司总体营收。

线上渠道拓展进展不及预期：线下渠道受到疫情影响，总体业绩增长缓慢。线上成为公司主要的拓展领域，并且公司今年大力开发抖音渠道，打造抖音和天猫双平台。若公司线上渠道拓展不及预期，将影响公司营收增速。

行业竞争加剧：随着更多的国际化妆品企业将中国作为战略市场，更多的产品和营销投向中国市场，国内化妆品企业可能会受到冲击。

疫情反复：线下渠道仍是公司重要的组成部分，疫情反复会造成线下客流的波动。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	6155	6998	8146	9589	
现金	1287	1116	1205	1564	
应收账款	1090	1246	1399	1567	
其他应收款	87	80	83	89	
预付账款	47	49	53	56	
存货	867	931	1031	1142	
其他流动资产	2778	3576	4374	5173	
非流动资产	5140	5060	4981	4904	
长期投资	476	560	644	728	
固定资产	1019	915	810	705	
无形资产	769	718	667	616	
其他非流动资产	2877	2867	2860	2855	
资产总计	11295	12057	13126	14494	
流动负债	2876	3180	3528	3913	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	718	776	848	933	
其他流动负债	2157	2404	2680	2980	
非流动负债	1920	1850	1780	1710	
长期借款	1062	992	922	852	
其他非流动负债	858	858	858	858	
负债合计	4796	5031	5308	5623	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	678	678	678	678	
资本公积	978	978	978	978	
留存收益	4843	5370	6162	7214	
归属母公司股东权	6499	7026	7818	8871	
负债和股东权益	11295	12057	13126	14494	

现金流量表

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	643	563	795	1034
净利润	430	527	791	1053
折旧摊销	236	150	150	151
财务费用	63	0	0	0
投资损失	-171	-216	-246	-278
营运资金变动	38	89	87	98
其他经营现金流	440	449	716	967
投资活动现金流	-671	-663	-635	-606
资本支出	-105	-7	-7	-7
长期投资	-673	-882	-882	-882
其他投资现金流	107	226	254	283
筹资活动现金流	-136	-70	-70	-70
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-76	-70	-70	-70
普通股增加	7	0	0	0
资本公积增加	113	0	0	0
其他筹资现金流	-180	0	0	0
现金净增加额	-222	-171	89	358

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	7032	8078	9214	10425	
营业成本	2816	3140	3502	3898	
营业税金及附加	57	53	57	63	
销售费用	2924	3624	4023	4432	
管理费用	721	809	885	1001	
财务费用	43	-19	-17	-18	
资产减值损失	-69	-12	-12	-12	
公允价值变动收益	28	0	0	0	
投资净收益	171	216	246	278	
营业利润	534	636	954	1270	
营业外收入	4	4	4	4	
营业外支出	4	4	4	4	
利润总额	534	636	955	1270	
所得税	104	109	163	217	
净利润	430	527	791	1053	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	430	527	791	1053	
EBITDA	579	454	729	995	
EPS (元)	0.00	0.78	1.17	1.55	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-7.4%	14.9%	14.1%	13.1%
营业利润	-23.8%	19.1%	50.1%	33.0%
归属于母公司净利	-22.8%	22.6%	50.1%	33.0%
获利能力				
毛利率 (%)	60.0%	61.1%	62.0%	62.6%
净利率 (%)	6.1%	6.5%	8.6%	10.1%
ROE (%)	6.6%	7.5%	10.1%	11.9%
ROIC (%)	3.7%	3.1%	5.5%	7.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.5%	41.7%	40.4%	38.8%
净负债比率 (%)	73.8%	71.6%	67.9%	63.4%
流动比率	2.14	2.20	2.31	2.45
速动比率	1.82	1.89	2.00	2.14
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.67	0.70	0.72
应收账款周转率	6.45	6.48	6.59	6.65
应付账款周转率	3.92	4.05	4.13	4.18
每股指标 (元)				
每股收益	0.64	0.78	1.17	1.55
每股经营现金流	0.95	0.83	1.17	1.53
每股净资产	9.59	10.36	11.53	13.08
估值比率				
P/E	54.27	51.39	34.23	25.74
P/B	3.62	3.86	3.47	3.05
EV/EBITDA	40.32	59.48	36.76	26.53

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。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市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数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15%；
- 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。