上海家化（600315.SH）

组织架构理顺迎新帅，品牌改革成效显现

公司评级	买入
当前价格	17.94 元
合理价值	21.70 元
前次评级	买入
报告日期	2024-07-18

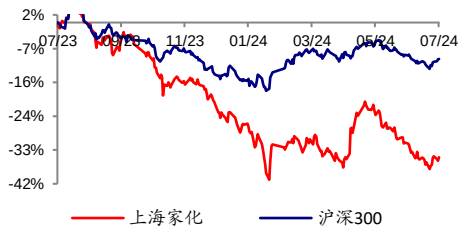
核心观点：

- **百年积淀，品牌矩阵多元：**家化历史悠久，拥有十大品牌，涵盖护肤、个护家清、母婴三大品类。第一梯队品牌为定位清晰的六神、玉泽，第二梯队品牌为性价比较高的佰草集、美加净。据 23 年年报，占比 57%的线下渠道仍承压，公司通过新零售和兴趣电商实现增长。
- **组织架构理顺，确立品牌核心：**组织架构对化妆品集团尤为重要，家化此前组织架构更偏个护公司思路，公司去年 Q3 组织架构从职能化转为事业部架构，此前组织架构是以职能为主轴，线上、线下业务分散在不同部门，对市场的反应速度慢。事业部架构简化组织内部的沟通流程，加速对市场的反应速度，同时建立起赛马机制，效率有一定优化。
- **美容护肤板块电商数据开始好转，线下库存包袱逐步缓解：**佰草集在品牌定位、产品精简升级和渠道优化上进行了多年调整，自去年起佰草集电商转正，线上增速可观。据业绩说明会，24Q1 佰草集以天猫为代表的传统电商渠道同比增长 49%，百货库存从 20 年的 10 亿元消化到 23 年的 3.9 亿元。佰草集和玉泽收入体量预计向下空间不大，稍做改善有增长潜力。
- **美加净具备悠久历史和较高性价比，去年 Q3 开始抖音出圈：**美加净主攻中低端大众市场，悠久的历史和较高的性价比为其靠“老 baby”模式营销破圈提供了基础，据蝉妈妈，23 年 9 月至 24 年 6 月 10 个月内抖音旗舰店销售额达 5700 万元，且带动线下渠道动销。
- **盈利预测及投资建议：**预计公司 24-26 年归母净利润分别为 5.87、6.74、7.82 亿元，目前 121 亿市值对应今年估值 21 倍。考虑家化的品牌矩阵，参考可比公司估值，我们给予公司 24 年归母净利润 25 倍 PE，对应合理价值 21.70 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**可选消费景气度下降；行业竞争加剧；新品拓展不及预期。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	676.22/673.19
总市值/流通市值（百万元）	12131.46/12077.11
一年内最高/最低（元）	29.15/16.32
30 日日均成交量/成交额（百万）	3.91/69.95
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	0.06/-8.80

相对市场表现



盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7106	6598	7183	7785	8412
增长率（%）	-7.1%	-7.2%	8.9%	8.4%	8.0%
EBITDA（百万元）	805	534	744	857	939
归母净利润（百万元）	472	500	587	674	782
增长率（%）	-27.3%	5.9%	17.4%	14.9%	15.9%
EPS（元/股）	0.70	0.74	0.87	1.00	1.16
市盈率（P/E）	45.81	28.64	20.67	17.99	15.52
ROE（%）	6.5%	6.5%	7.1%	7.5%	8.0%
EV/EBITDA	26.39	26.76	15.35	12.64	10.72

数据　：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相关研究：

上海家化（600315.SH）:底部确立，换帅积极变化值得重视	2024-05-26

目录索引

一、百年积淀，品牌矩阵多元 4
（一）发展历史：百年积淀，战略转型 4
（二）品牌矩阵：多元品牌矩阵，推动差异化发展 5
（三）渠道结构：线下承压，新零售 & 兴趣电商加速 6
二、管理层更迭历史，组织结构理顺 7
（一）股权结构集中，中国平安绝对控股 7
（二）管理层更迭，战略持续调整 9
（三） 组织结构理顺，确立品牌核心 11
三、品牌梳理：玉泽佰草集底部回升，美加净抖音起势 12
（一）六神：细分冠军品牌的高端化、年轻化和全季化 12
（二）玉泽：天猫去超头直播泡沫，敏感肌大单品定位精准 13
（三）佰草集：品牌梳理 & 产品精简升级，线下库存包袱缓解 16
（四）美加净：悠久历史 & 高性价比，去年 Q3 起抖音出圈 19
四、盈利预测及投资建议 21
五、风险提示 22

图表索引

图 1：上海家化发展历程.....4
图 2：上海家化品牌矩阵.....5
图 3：按渠道拆分的主营业务收入.....6
图 4：线上线下主营业务收入（亿元）及同比增长（%）.....6
图 5：近两年抖音 GMV 及同比增长.....7
图 6：公司股权结构图.....8
图 7：上海家化年营收、归母净利润和毛利率.....10
图 8：上海家化组织结构变动.....11
图 9：个护家清品类营收（亿元）&占比（%）.....12
图 10：六神品类拓展，逐步高端化、年轻化、全季化.....12
图 11：六神营销推广打造年轻化形象.....13
图 12：玉泽天猫旗舰店 GMV.....14
图 13：玉泽抖音旗舰店 GMV.....14
图 14：玉泽抖音旗舰店防晒乳与油敏霜销售额及旗舰店占比.....15
图 15：佰草集品牌历史.....16
图 16：上海佰草集化妆品有限公司净利润（万元）.....16
图 17：佰草集产品线精简聚焦.....17
图 18：23 年双代言人官宣，营销引流成效显著.....18
图 19：2024 年上半年美加净抖音旗舰店单品销售占比.....19
图 20：美加净抖音旗舰店销售额及平均客单价.....20

表 1：公司董事会主要成员及核心管理团队成员简介.....8
表 2：2014-2016 年上海家化营收和销售费用（亿元）.....9
表 3：天猫旗舰店、抖音旗舰店玉泽复购率.....14
表 4：玉泽防晒乳与油敏霜与同赛道产品对比.....15
表 5：2022-2023 佰草集线上平台 GMV.....16
表 6：2020～2023 闭店和库存出清情况.....18
表 7：美加净与主要中低端竞品品牌单品对比.....19
表 8：主营业务拆分及预测.....21
表 9：可比公司盈利预测与估值（截至 2024 年 7 月 17 日）.....22

一、百年积淀，品牌矩阵多元

（一）发展历史：百年积淀，战略转型

上海家化历史悠久，前身为创立于 1898 年的香港广生行，于 2001 年在上交所上市。公司旗下拥有六神、美加净、佰草集、玉泽、高夫、启初等多个知名品牌，产品涵盖护肤、个护家清、母婴三大品类。公司的发展历程分为以下几个阶段：

1. 创立与发展（1898～2001）：1898 年，香港广生行成立，开始生产销售双妹品牌化妆品。20 世纪 90 年代，六神、高夫、佰草集等品牌陆续诞生。1992 年，公司改制为上海家化联合公司，并在 1999 年完成股份制改革。2001 年，上海家化成功在上交所上市，成为国内化妆品行业首家上市企业。

2. 变革中前行（2002～2019）：上市后玉泽、家安、启初相继创立，品牌矩阵日益完善，2017 年全资收购英国母婴品牌汤美星。2011 年，公司进行国企改革成为混合所有制企业，平安集团入主成为控股股东。之后十年中，家化历经多次董事长和高级管理层变更。

3. 战略转型（2020～2024）：2020 年，潘秋生出任公司董事长，提出“123”经营战略，调整业务结构，聚焦“三高”品类，转型加速。2024 年 5 月，潘秋生辞职，新任董事长林小海于 6 月上任。

图1：上海家化发展历程



数据　：公司官网，公司年报，董事会决议公告，广发证券发展研究中心

（二）品牌矩阵：多元品牌矩阵，推动差异化发展

公司旗下品牌众多，结构多元。2020 年，公司对品牌矩阵进行了重新梳理，基于品牌所处细分品类市场增速及毛利水平，结合自身份额，确定了品牌的差异化发展战略：将佰草集、双妹、玉泽、典萃划分为快速发展品类，六神、启初、高夫等列为细分冠军品类，家安、美加净等列为细分领先品类，并强调聚焦头部产品，优化长尾库存，梳理在研产品以明晰各品牌需要迭代弥补的产品线。据公司年报，到 2023 年，公司各品类收入占比相对均衡，护肤、个护家清、母婴占比分别为 30%、39%、28%。

2024 年 6 月，新董事长林总上任后在品牌资源分配上明晰三个梯队：第一梯队为定位清晰的六神、玉泽，策略上聚焦用户痛点，通过研发和竞争力积累成为小品类中的大品牌；第二梯队为性价比较高的佰草集、美加净，力求在红海市场中分到市场份额；第三梯队是需要改革的品牌。

图2：上海家化品牌矩阵

品类 / 营收占比	品牌	logo	定位	产品系列	主要单品价格区间（元）
护肤（30.28%）	佰草集（1998）	佰草集 HERBORIST	中医中草药 + 现代研发技术	太极、新七白、紫御龄、双石斛和御龄系列	280 ~ 820
	双妹（1898）	雙妹 VIVE	高端国货女性护肤品牌	传奇焕颜、凝时奢养、玉容和生命之花修护系列	900 ~ 1200
	玉泽（2009）	玉泽 Dr.Yu	功能性护肤 + 医研共创	屏障修护、清痘调护、舒缓修护、臻安润泽等系列	190 ~ 320
	高夫（1992）	gf高夫	男士护肤品牌	恒润保湿、锐智多效、净源控油、经典保湿、恒时水润系列	50 ~ 170
	美加净（1962）	美加净 maxam	大众化品牌，天然产品成分 + 原液蒸馏工艺	酵米光感焕亮、酵米焕活保湿、天然实效、大师轻香氛润手霜等系列	40 ~ 120
	典萃（2013）	HERBORIST DERMA 典萃	高科技、高功效的成分护肤品牌	维生素原B5、依克多因修护、烟酰胺焕亮等系列	100 ~ 500
个护家清（38.58%）	六神（1990）	六神	植根于中医中草药文化	菁萃沐浴露、鲜活草本、花露水、基础沐浴露等系列	30 ~ 100
	家安（2003）	家安	全方位的、创新性的家清品	织物清洁、家电除菌、餐洗果蔬清洁等系列	30 ~ 130
母婴（28.17%）	启初（2013）	Giving 启初	专为婴童定制，天然植物成分 + 护肤科技	感官启蒙、植物之初、生命之初舒缓、牛奶谷胚、新生特安等系列	30 ~ 150
	汤美星（2017收购）	tommee tippee 汤美星	专注育儿产品	母乳喂哺、EnG一“袋”系统、新生儿喂哺、安抚奶嘴等	40 ~ 300
合作品牌（2.97%）	片仔癀（1999）、艾禾美（1846）、碧缇丝（1970）、芳芯（1968）				

数据　：公司官网，天猫官方旗舰店，2023 年年报，广发证券发展研究中心

（三）渠道结构：线下承压，新零售 & 兴趣电商加速

渠道方面，公司以线下销售为主，线上逐步拓展。据公司年报，公司线上营收贡献由 2016 年的 16%提升至 2023 年的 43%，目前线下占比仍然较高。其中，国内线上以电商为主要渠道，占比 27%，23 年同比上升 4.6%；线下以商超为主要渠道，占比 36%，23 年同比下降 7.9%。

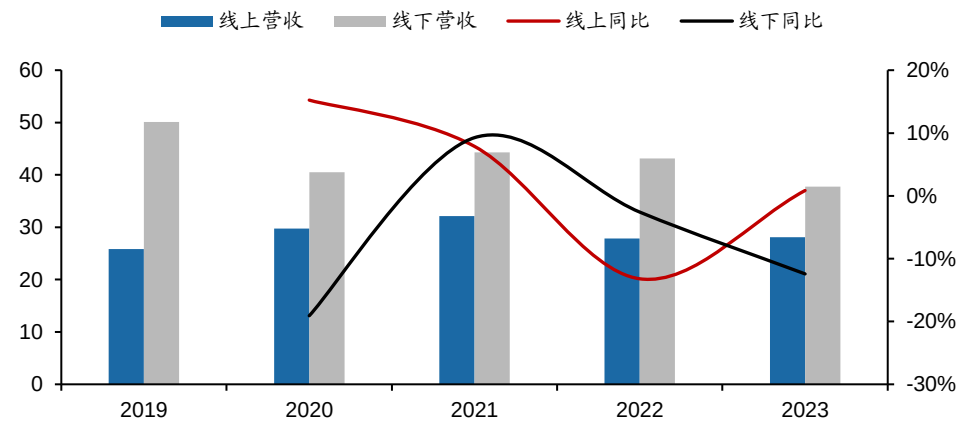
图3：按渠道拆分的主营业务收入

按渠道拆分的主营业务收入						
渠道			2023年（亿元）	占比（%）	2022年（亿元）	占比（%）
线上	国内线上	电商	17.73	26.91%	16.95	23.87%
		yoy	4.6%		-12.4%	
		特殊渠道	3.61	5.48%	4.03	5.68%
	海外线上		6.76	10.27%	6.88	9.69%
	小计		**28.1**	**42.66%**	**27.86**	**39.24%**
	毛利率		61.73%		60.46%	
	yoy		0.85%		-13.21%	
线下	国内线下	商超	23.81	36.14%	25.86	36.43%
		yoy	-7.9%		1.8%	
		百货	2.26	3.43%	3.31	4.66%
		化妆品专营店	2.48	3.78%	2.51	3.54%
	海外线下		9.22	13.99%	11.45	16.13%
	小计		**37.77**	**57.34%**	**43.13**	**60.76%**
	毛利率		56.87%		54.99%	
	yoy		-12.42%		-2.59%	
合计			**65.87**	**100.00%**	**70.99**	**100.00%**
yoy			**-7.21%**		**-7.05%**	
毛利率			**58.94%**		**57.14%**	

数据　：公司年报，广发证券发展研究中心

传统商超业务萎缩，叠加百货渠道策略性闭店缩编，据公司年报和业绩说明会数据，公司 23 年线下业务持续承压，营收同比下降 12.4%。新零售转型的加速一定程度上弥补了线下实体店闭店和流量下跌的负面影响。2023 年，公司新零售同比增长率达 21%，线下渠道新零售业务占比达 29%，创历史新高。23 年公司社区团购、线下商用渠道业务实现了双位数增长。

图4：线上线下主营业务收入（亿元）及同比增长（%）



数据　：公司年报，广发证券发展研究中心

线上渠道表现逐渐分化，传统电商面临下滑压力，以抖音为代表的兴趣电商引领增长。根据市场环境的变化，23 年公司确立了多平台布局协同发展和精细化运营的线上策略，同时进一步完善达人矩阵，提升内容营销能力。据公司业绩说明会，2023 年公司在兴趣电商渠道增速超 100%。

图5：近两年抖音GMV及同比增长

上海家化近两年抖音GMV（百万元）及同比增长			
品牌	2022.7.11~2023.7.10	2023.7.11~2024.7.9	同比增长（%）
佰草集	43.3	63.8	47.2%
双妹	/	/	/
玉泽	153	193	26.1%
高夫	24.7	32.4	17.1%
美加净	2.6	59.9	2166.7%
典萃	/	/	/
六神	33.1	42.1	26.9%
家安	0.04	7.2	16168.2%
启初	3.9	10.2	160.2%
汤美星	/	/	/

数据　：蝉妈妈，广发证券发展研究中心

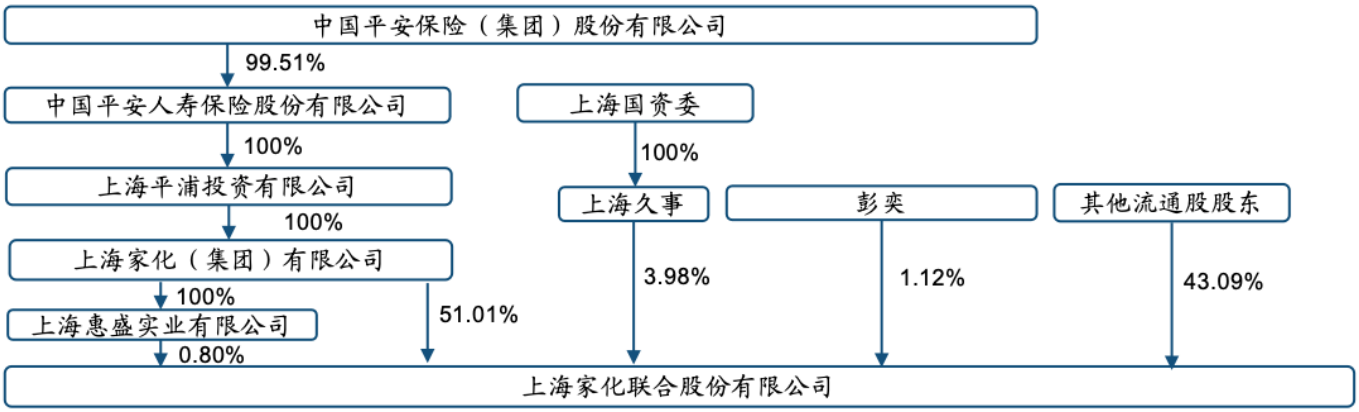
2024 年新董事长林总接任以来，重申渠道战略：（1）未来将持续聚焦电商团队，补足兴趣电商的能力，以线上渠道带动线下渠道的变革和发展；（2）以消费者为中心，立足每个品牌的发展找到最精准的渠道，打造差异化渠道矩阵。

二、管理层更迭历史，组织结构理顺

（一）股权结构集中，中国平安绝对控股

中国平安入主，连续增持实现绝对控股。2011 年国企改制，据上海家化详式权益变动报告书，平安系平浦投资以 51.09 亿元的价格收购上海国资委持有的家化集团全部共 29.24%的股权，中国平安成为上海家化的实际控制人。后续中国平安通过多轮增持，至 2024 年 6 月份，合计持有上海家化 51.81%的股份，实现对上海家化的绝对控股。

图6：公司股权结构图



数据　：公司年报，同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

管理层稳定，决策权集中。自中国平安入主家化集团以来，对上海家化的控制力度逐步增强。从公司董监高管理人员的人员结构来看，据 iFind，至 2024 年 6 月份，公司董监高管理人员共 12 名，其中董事 6 名，除去 3 名独立董事，剩余 3 名董事全部来自平安系；监事 3 名，2 名来自平安系。

表1：公司董事会主要成员及核心管理团队成员简介

姓名	年龄	职位	简介
林小海	53	董事长、首席执行官、总经理	华南理工大学轻化工程系学士。曾任宝洁（中国）大中华区营销总裁、阿里巴巴副总裁、零售通事业部总经理、高鑫零售执行董事兼首席执行官。
成建新（平安系）	47	董事	硕士，曾任平安银行医疗健康文化旅游金融事业部总裁、风险管理部总经理、平安人寿董事长特别助理等职务，现任平安人寿总经理助理兼首席投资官。
邓明辉（平安系）	59	董事	硕士，曾任平安集团计财部经理、总公司企划部副总经理、平安人寿副总经理、平安集团总公司财务总监，现任平安人寿保副总经理及财务负责人。
刘东（平安系）	60	董事	博士，曾任平安信托副总经理，现任平安资本董事长兼首席合伙人。
冯国华	56	独立董事	本科，曾任金蝶国际总裁、中国惠普副总裁，现任惠生工程独立董事。
肖立荣	63	独立董事	硕士，曾任江西财经大学讲师、华润深国投信托财务总监、华润集团财务部副总经理。
夏	46	独立董事	中欧国际工商学院EMBA。专注于低温乳制品创新研发、生产及营销。曾任蒙牛营销副总经理。现任朴诚乳业董事长兼首席执行官，简爱酸奶品牌创始人。
赵福俊（平安系）	57	监事会主席、监事	本科，曾任平安人寿黑龙江分公司、深圳分公司总经理，中平安人寿副总经理兼南区事业部、中西区事业部总经理，现任平安人寿董事、常务副总经理。
郑丽（平安系）	50	监事	硕士，曾任长和投资财务经理、平安信托投资管理高级经理、执行总监、投资管理董事总经理，现任深圳市思道科投资总经理。
曾巍	55	监事	硕士。曾任上海交通大学讲师。
叶伟敏	58	副总经理、首席运营官	硕士。曾任联合利华中国华东区区域销售经理、养生堂事业部总经理、好孩子集团卫生用品事业部总经理。
韩敏	47	副总经理、首席财务官、董事会秘书	硕士。曾任中国建设银行上海分行风险控制部经理、汇丰控股及汇丰银行公司银行部业务开发主任、中金投资银行部副总经理、上海医药集团董事会秘书。

数据　：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

（二）管理层更迭，战略持续调整

葛文耀时期（1992.6-2013.9）

上海家化联合公司成立后葛文耀出任董事长、总经理，从外资手中赎回露美和美加净，于 2001 年带领家化股份公司在上交所上市。据 2009 年年报，葛总制定了向时尚产业转型升级的战略部署，为了配合公司战略定位的提升，上海家化采用差异化的品牌经营战略，在美妆护肤、家清个护和母婴产品上均做了布局，品牌矩阵日益完善。2011 年中国平安入主家化，2013 年葛总被公示免职，公司核心管理层也相继离职。

谢文坚时期（2013.11-2016.11）

2013 年 11 月谢文坚经平安信托推荐接任上海家化的董事长，据 2014 年年报，14 年家化聘请贝恩咨询协助制定五年发展战略，力争在 2018 年实现营业规模 120 亿元，市场份额排名从 2014 年的第十前进到第五。

据 14 年年报，谢总尤其重视营销和渠道建设，强化品牌经理负责制，加大传播投入，植根中国传统文化尝试文化营销；渠道建设方面大力发展互联网和专业连锁渠道。2014-2016 年间，上海家化销售费用高速增长，2016 年销售费用率达 45%，为 2011-2023 年间最高水平。2016 年四季度冠名天猫双十一导致销售费用大增，然而营收未达预期，年末谢总辞职。

表2：2014-2016年上海家化营收和销售费用（亿元）

时间	营业收入	同比	销售费用	销售费用率
2014	53	19%	17	33%
2015	58	10%	20	35%
2016	53	-9%	24	45%
2016Q4	10	-16%	7	70%

数据　：公司年报，广发证券发展研究中心

张东方时期（2016.11-2020.5）

2016 年 11 月张东方担任新董事长后取消了原有的事业部架构，成立了新的六大管理部门，统一管理旗下所有品牌。据 17 年年报，在企业战略方面，张总提出“研发先行、品牌驱动、 渠道创新、供应保障”经营方针，制定“创新领先、增长领先、品质领先”的发展战略，充分利用生产、研发和渠道的优质资源持续发展旗下自有品牌；渠道建设方面整合现有渠道，着重对电商渠道进行优化，将京东和天猫超市从经销模式转变到直营模式，提升了平台控制力。

张总掌舵时期对于降低成本的要求更高，对费用的控制更加严格，在年报中多次提到销售费用增速低于营收增速，期间公司营收稳定增长，据 iFind，2017-2019 年公司营收分别同比增长 9/10/6%。

潘秋生时期（2020.5-2024.5）

潘秋生接任董事长兼总经理之后确立了“123”经营方针。据 23 年年报，在品牌创新方面，2021-2023 年上海家化分别新提交发明专利申请 31、43、80 项，专利数量高速增长；营销上总结美加净“老 baby”模式的经验进行推广。渠道方面线下持续性进行策略性闭店缩编，推进线下业务线上化，从 21 年 Q2 开始尝试线上线下一体化私域运营。

据 2023 年年报潘总致辞，未来要聚焦高毛利率，高增速、高品牌溢价的品类，调整业务结构，逐渐加大美妆业务占比并通过差异化提升个护业务盈利性。此外，23 年末上海家化更改原有的职能架构为事业部制组织结构，设立了美容与母婴事业部、个护家清事业部与海外事业部，各自负责下辖品牌。

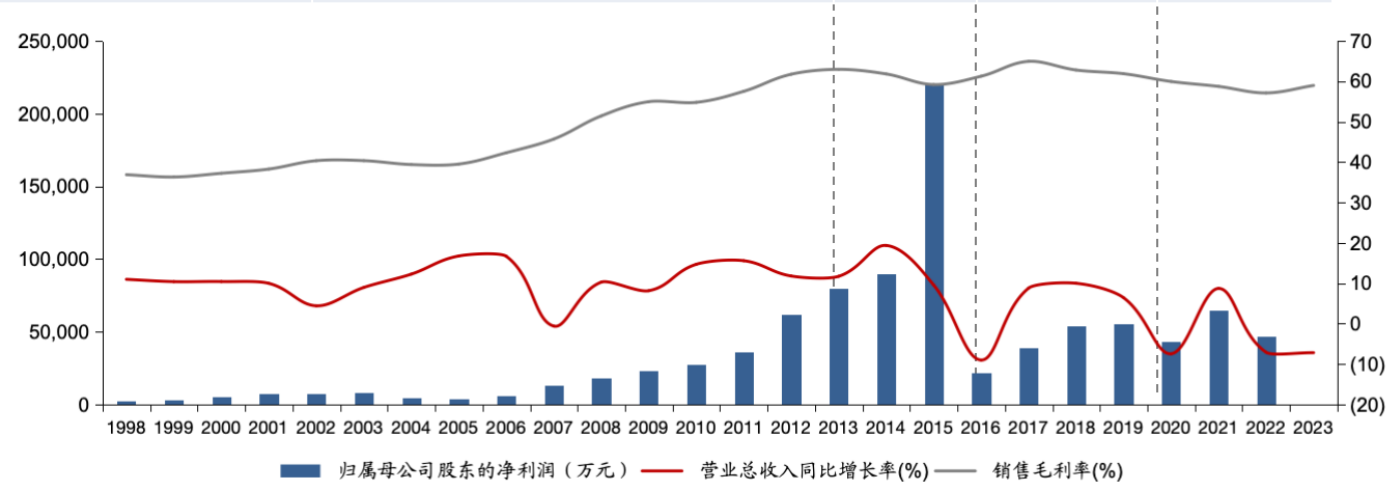
林小海时期（2024.6 至今）

2024 年 6 月，新董事长林小海上任。林总在宝洁、阿里巴巴、高鑫的过往履历为其积累了深厚的品牌、渠道和零售商经验，与上海家化的业务模式契合，有望在公司品牌建设、渠道拓展和零售管理等方面注入新的活力和战略视野。

在 6 月份股东大会回答股东提问时，林小海强调以产品市场份额的增长为短期目标。在品牌策略上，提出在新兴细分品类中做大品牌的策略，聚焦资源，梳理旗下品牌发展优先级；渠道策略端，重点突破兴趣电商；市场方面，主要聚焦国内市场，对部分品牌采用 B2B 和跨境电商等形式进行海外分销；组织架构上，继续深化事业部制改革。

图7：上海家化年营收、归母净利润和毛利率

	葛文耀	谢文坚	张东方	潘秋生
时间	1992～2013	2013～2016	2016～2020	2020～2023
营收CAGR	10.7%	6.0%	7.2%	-2.1%
归母净利润CAGR	25.5%	-35.4%	18.8%	5.1%
毛利率区间	36.3～63.0%	59.2～63.0%	60.0~64.9%	57.1~60.0%

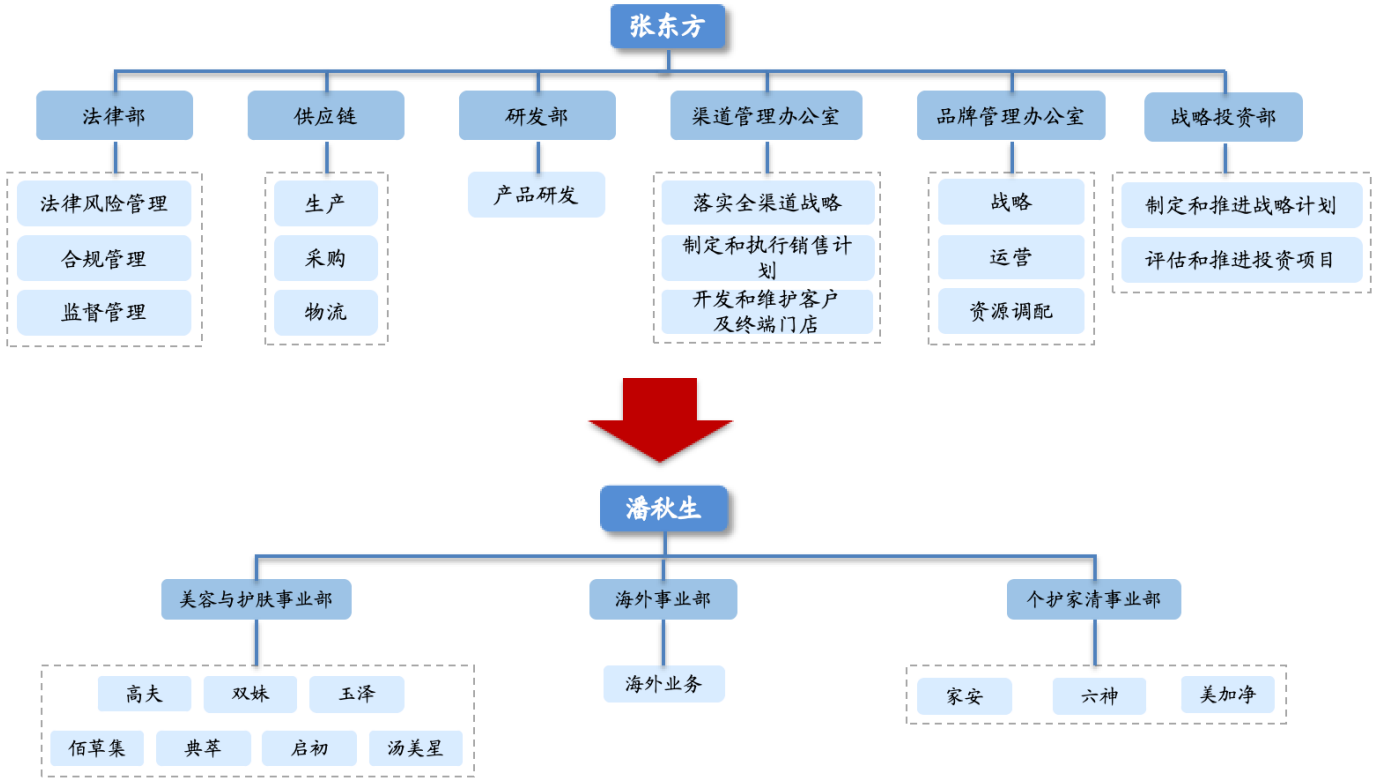


数据　：公司年报，广发证券发展研究中心

（三）组织结构理顺，确立品牌核心

上海家化的组织架构经过多次变动，由原本的大众消费品事业部、佰草集事业部、数字化营销事业部和化妆品专营店事业部结构在张东方总上任后更改为六大管理部门，最终又在 2023 年重新调整回到事业部制结构。

图8：上海家化组织结构变动



数据　：上海家化六届十次董事会决议公告，八届十三次董事会决议公告，广发证券发展研究中心

张总时期的组织架构是以职能为主轴，线上、线下业务分散在不同部门，对市场的反应速度慢。据 23 年年报，潘秋生总主导家化设立美容与护肤事业部、个护家清事业部、海外事业部，以事业部为决策主体，并对业绩结果负责。

据 23 年三季度业绩说明会纪要，事业部架构简化了组织内部的沟通流程，加速对市场的反应速度，同时建立起赛马机制，在企业内部形成能者上的文化氛围。新的架构也使线下业务加速调整，并持续推动线上业务。美加净团队抓住国货崛起的热潮，迅速组建的“老 baby”自播团队就是事业部架构前期试点的成果。

组织结构的调整对于成本的控制也有显著的效果。组织结构调整为事业部之后，据公司财报，上海家化 24 年一季度的管理费用同比降低约 31%。另外，据 24 年一季度业绩交流会，事业部下品牌与渠道的协作更加紧密，全渠道统一的价格管控更加严格，对于促销费用的控制和毛利率的提升都产生积极的影响。

在 24 年 6 月份召开的股东大会上，新董事长林总表示会继续深化事业部改革，进一步提高事业部的运行效率。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/387166162122006135