

公司研究/深度研究

2020年06月05日

社会服务/旅游综合 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 38.86
合理价格区间(元): 42.16~42.78

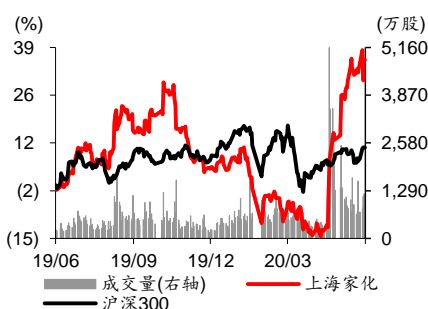
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《上海家化(600315 SH,增持): 玉泽: 十年磨一剑, 厚积厚发时》2020.05
- 2《上海家化(600315 SH,增持): 引入欧莱雅原高管, 关注渠道转型》2020.05
- 3《上海家化(600315 SH,增持): 业绩平稳, Q4 佰草集有望发力》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

玉泽和佰草集厚积薄发, 渠道转型 上海家化(600315)

公司迎来人事拐点, 加速渠道转型

2020年5月6日, 上海家化聘任新 CEO 兼总经理潘秋生, 新帅未来有望带领公司全渠道加速改革转型。公司优化电商运营模式, 疫情期间电商渠道快速增长, 未来公司有望继续加大电商自营团队投入, 大力发展线上销售。品牌梯队日渐完善, 主力品牌增长势头良好, 未来增长潜力较大。预计 20/21/22 年公司 EPS 为 0.62/0.87/0.98 元 (前值 0.62/0.88/0.99 元), 维持“增持”。

引入欧莱雅原高管, 渠道战略转型可期

新引入高管潘秋生有欧莱雅任职经历, 于 15~19 年历任欧莱雅大众化妆品部商务总经理及亚太区商务总经理。在任期间, 欧莱雅中国数字化营销发力, 根据欧睿数据, 欧莱雅中国地区终端销售额从 15 年的 284 亿元提升至 19 年的 491 亿元, 16-19 年 CAGR 为 14.7%; 欧莱雅披露, 欧莱雅中国线上销售占比由 15 年的 15% 提升至 19 年的 35%。我们预计新帅有望带领公司加速改革, 全面渠道转型, 推动公司发展。

疫情期间电商销售提速, 线下积极应对回补

17 年起更换线上经销商和运营商, 不断优化电商运营模式。19 年成立数字化事业部, 线上加大对美妆品牌投入, 弱化对个护和家居品牌的投入。线上渠道不断发力, 疫情期间增速进一步提升, 根据公司业绩交流会, Q1 线上渠道收入同比增长约为 40%, 公司有望继续加大投入, 建设电商自营团队, 并与抖音、微博、微信、小红书、B 站深度合作, 采用网红直播带货, 集中资源打造明星爆款系列。

品牌梯队完善, 玉泽和佰草集释放潜力

旗下业务包括美容护肤、个人护理、家居护理及其他分类四部分, 下设细分品牌。玉泽是公司 与瑞金医院医研共创品牌, 以医研共创药妆为特色, 产品性价比高, 玉泽销量近期增长迅速。业绩发布会披露, 2020 年 Q1 玉泽旗舰店销售额 1.53 亿元, 实现 5 倍以上增速。公司加大品牌研发, 产品不断推新, 并与网红合作直播带货, 未来规模有望进一步扩大。佰草集为公司明星品牌, 采用高端化、年轻化战略: 通过系列调整进军高端市场, 20 年主推太极系列; 通过社交平台营销, 吸引年轻客群, 未来增长潜力大。

疫情推动线上销售, 关注未来转型成效, 维持“增持”

公司正处于向电商转型时期, 有望把握时机取得进一步发展。玉泽延续年初高增长态势; 佰草集推出新品、营销焕新。新管理班子有望推动公司经营效率提升, 盈利能力改善。预计公司 20-22 年 EPS 为 0.62/0.87/0.98 元 (前值 0.62/0.88/0.99 元), 可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE 为 67 倍, 公司为国内日化龙头, 渠道转型可期, 给予 20 年目标 PE68-69 倍, 调增目标价至 42.16~42.78 元 (前值 40.3~40.92 元), 维持“增持”。

风险提示: 转型不达预期; 玉泽品牌增长不及预期, 盈利能力提升较慢; 线下渠道恢复不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	671.25
流通 A 股 (百万股)	671.25
52 周内股价区间 (元)	24.55-39.66
总市值 (百万元)	26,085
总资产 (百万元)	11,168
每股净资产 (元)	9.43

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,138	7,597	7,493	8,780	9,652
+/-%	10.01	6.43	(1.36)	17.18	9.93
归属母公司净利润 (百万元)	540.38	557.09	413.10	582.73	655.08
+/-%	38.63	3.09	(25.85)	41.06	12.41
EPS (元, 最新摊薄)	0.81	0.83	0.62	0.87	0.98
PE (倍)	40.28	39.08	52.70	37.36	33.23

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

引入欧莱雅原高管，渠道战略转型可期	4
疫情期间电商提速，线下积极应对回补	7
品牌梯队完善，玉泽和佰草集释放潜力	10
佰草集：高端护肤，营销焕新	11
玉泽：医研共创，厚积薄发	16
经营效率提升，同行比较具有改善空间	20
投资建议：疫情推动线上销售，关注未来转型成效，维持“增持”	23
风险提示	25
PE/PB - Bands	25

图表目录

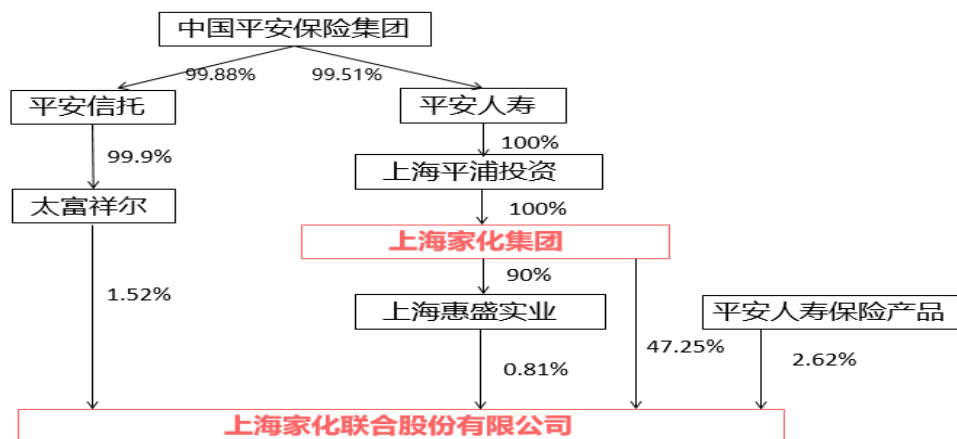
图表 1： 公司实际控制人为平安集团（截至 20 年 5 月）	4
图表 2： 历史股权及人事变动情况	4
图表 3： 历任核心高管背景	5
图表 4： 欧莱雅中国终端销售额及同比增速	5
图表 5： 欧莱雅中国地区收入端线上线下占比	5
图表 6： 欧莱雅电商渠道收入占比及同比增速	6
图表 7： 上海家化渠道品牌矩阵	7
图表 8： 销售渠道收入及增速	7
图表 9： 销售渠道收入占比	7
图表 10： 大日化行业渠道销售同比增速	8
图表 11： 大日化行业销售渠道收入占比	8
图表 12： 家化线下渠道持续调整	8
图表 13： 家化社群营销活动	9
图表 14： 家化新零售平台	9
图表 15： 2019 年收入分品牌构成	10
图表 16： 历年收入分品牌构成	10
图表 17： 2019 年家化品牌矩阵	10
图表 18： 佰草集发展历程	11
图表 19： 佰草集终端销售额及同比增速	11
图表 20： 佰草集及竞品终端销售市场份额	11
图表 21： 佰草集旗下产品系列金字塔	12
图表 22： 太极系列产品出新顺序	12
图表 23： 佰草集太极系列产品	12
图表 24： 佰草集太极品牌与竞品价格对比	13
图表 25： 19 年佰草集线上抖音爆款活动	14
图表 26： 佰草集品牌内涵	14

图表 27: 佰草集旗舰店销量及增速	15
图表 28: 佰草集旗舰店销售额及增速	15
图表 29: 2020 年 5 月佰草集旗舰店 SKU 销量前十	15
图表 30: 玉泽与瑞金医院合作	16
图表 31: 玉泽与瑞金医院合作	16
图表 32: 玉泽同业竞争价格情况	17
图表 33: 玉泽产品系列	18
图表 34: 2020 年 5 月玉泽旗舰店近 SKU 销量前十	18
图表 35: 玉泽旗舰店销量	19
图表 36: 玉泽旗舰店销售额	19
图表 37: 与可比公司扣非摊薄 ROE 对比	20
图表 38: 与可比公司扣非归母净利率对比	20
图表 39: 与可比公司毛利率对比	20
图表 40: 与可比公司净利率对比	20
图表 41: 与可比公司营销费用率对比 (营销类费用/营收)	21
图表 42: 与可比公司销售费用率对比	21
图表 43: 与可比公司管理费用率 (剔除折旧摊销和股份支付) 对比	21
图表 44: 与可比公司管理费用率对比	21
图表 45: 与可比公司应收账款周转率对比	22
图表 46: 与可比公司存货周转率对比	22
图表 47: 与可比公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入对比	22
图表 48: 与可比公司现金转化率 (净利润/自由现金流) 对比	22
图表 49: 公司盈利预测	24
图表 50: 可比公司估值	24
图表 51: 上海家化历史 PE-Bands	25
图表 52: 上海家化历史 PB-Bands	25

引入欧莱雅原高管，渠道战略转型可期

2011 年平安集团控股上海家化以来，公司管理层更迭较为频繁，股价波动较大。2011 年，上海家化集团国资体制改革完成，平安收购上海家化集团 100% 股权，持有上海家化上市公司 27.72% 的股权。平安集团后续通过要约收购、二级市场增持持股比例不断增加，截至 2020 年 5 月，平安系合计持有公司约 52% 的股份。

图表1：公司实际控制人为平安集团（截至 20 年 5 月）

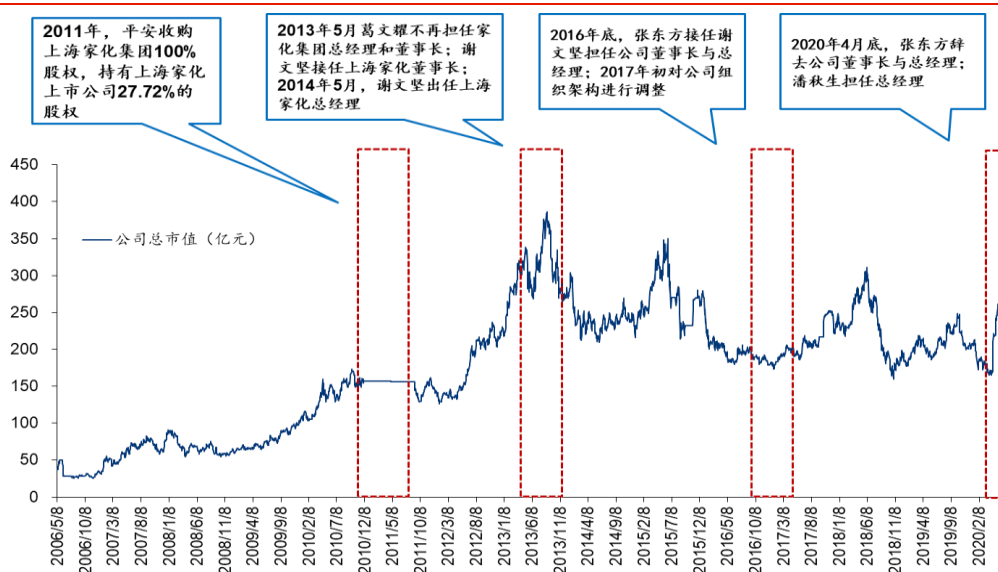


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2014 年，平安集团引入谢文坚接任原董事长葛文耀，2014~2016 年，公司多名董事会成员和高管离职。同期公司业绩波动下滑，股价大幅下跌。

2016 年底，张东方接任上海家化董事长兼首席执行官，任期调整公司组织架构，使品牌独立于渠道，承担更多市场策略和资源分配权力。2017 年全资收购英国著名婴幼儿喂哺品牌 Tommee Tippee 汤美星。2018 年深度梳理公司品牌结构，公司统一调配营销和渠道资源，服务品牌发展，并实施股权激励。2019 年进一步强化品牌驱动战略，加大电商营销和渠道资源投入。

图表2：历史股权及人事变动情况



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

引入欧莱雅原高管，渠道战略转型可期。根据 2020 年 4 月 23 日公司“临 2020-023 号”公告，2020 年 5 月 6 日，潘秋生将接任张东方担任上海家化 CEO 兼总经理，是平安集团入住上海家化后，引入的第 3 任职业经理人。潘秋生现年 46 岁，15-19 年历任欧莱雅（中国）有限公司大众化妆品部商务总经理及欧莱雅集团大众化妆品部亚太区商务总经理。

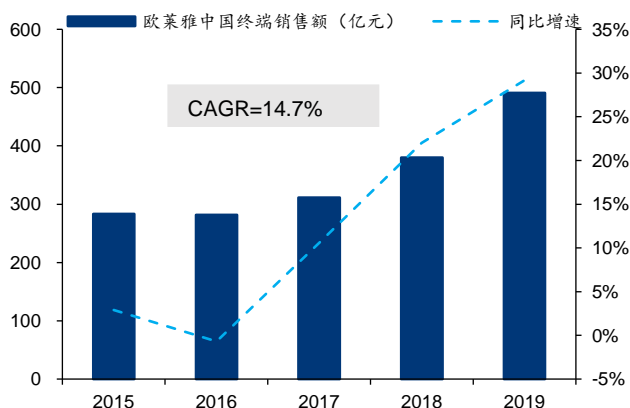
图表3： 历任核心高管背景

姓名	任期	背景
葛文耀	1999.10-2013.9	1947 年出生，硕士学历。历任上海家用化学品厂厂长，上海庄臣有限公司副总经理，上海家化联合公司，上海家化有限公司，上海家化(集团)有限公司董事长，总经理。曾担任中国香精香料化妆品工业协会副理事长，中国商标协会副会长，中国轻工联合会副会长，上海财经大学兼职教授，硕士生导师；并先后荣获上海市优秀共产党员，全国优秀共产党员，全国“五一”劳动奖章获得者，第三届全国优秀创业企业家等光荣称号。曾任第十届全国政协委员。
谢文坚	2013.11-2016.11	1962 年出生，硕士。曾任强生医疗中国区总经理，强生医疗中国区总裁，中国医疗器械行业协会副会长，中国卫生检验协会常务理事，公司第五届董事会董事长兼总经理。
张东方	2016.11-2020.4	1962 年出生，本科学历。曾任芬美意集团高级管理职务(包括北亚日化香精副总裁及大中华董事总经理等)，维达国际控股有限公司执行董事兼首席执行官(CEO)。拥有丰富的国际与国内企业管理经验，具有二十多年快消品行业经验，熟悉家居护理，个人护理以及化妆品行业。
潘秋生	2020.5	1973 年出生。华东理工大学生物化学系理学士，复旦大学-美国圣路易华盛顿大学 EMBA，进修 INSEAD 欧洲工商管理学院高级管理课程。曾任欧莱雅(中国)有限公司大众化妆品部商务总经理及欧莱雅集团大众化妆品部亚太区商务总经理，美泰全球副总裁兼美太芭比(上海)贸易有限公司中国区总经理，中国平安保险(集团)股份有限公司战略发展中心副主任。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

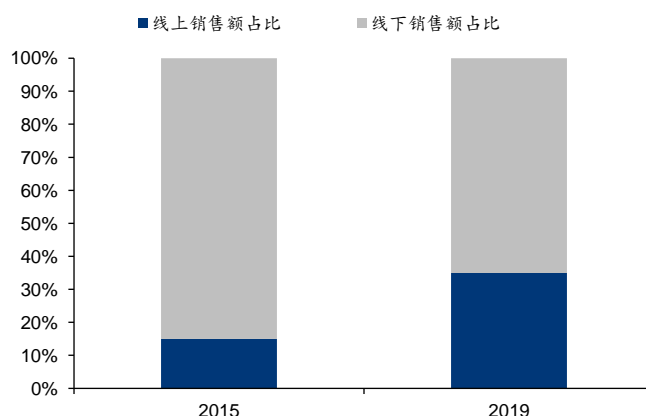
15~19 年潘总任职期间，欧莱雅中国数字化营销发力，线上销售额快速增长，占比大幅度提升。根据欧睿数据，欧莱雅中国地区终端销售额从 15 年的 284 亿元提升至 19 年的 491 亿元，16-19 年 CAGR 为 14.7%。欧莱雅披露，公司收入端电商占比从 15 年的 15% 提升至 19 年的 35%。15 年欧莱雅中国区销售额为 149.6 亿元，对应电商渠道收入 22.44 亿元。16 年欧莱雅中国维持个位数增长，17 年欧莱雅中国增速超过 10%，18/19 年欧莱雅中国增速分别为 33%/35%。假设 16/17 年欧莱雅中国销售增速分别为 1%/10%，我们保守估算 19 年欧莱雅中国收入为 295 亿元，电商渠道收入 103 亿元，对应 16-19 年欧莱雅中国电商渠道收入 CAGR 为 46% 左右。潘总履新后，或大力推动公司渠道战略转型，推进组织架构改革，强化电商渠道资源投入，帮助公司实现数字化转型。

图表4： 欧莱雅中国终端销售额及同比增速



资料来源：欧睿咨询，华泰证券研究所

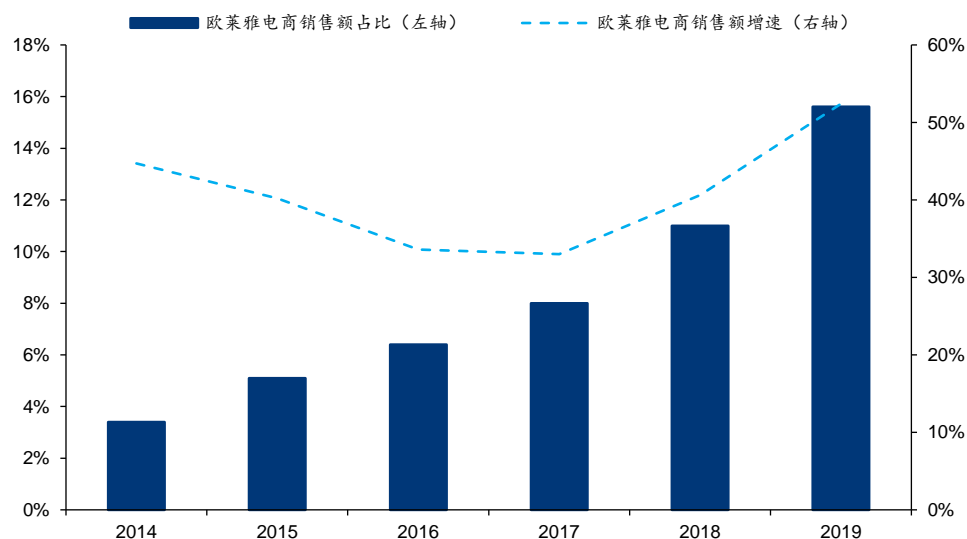
图表5： 欧莱雅中国地区收入端线上线下占比



资料来源：公司公告，欧睿咨询，华泰证券研究所

欧莱雅数字化转型较早，电商发展速度快。根据公司财报，2010 年为欧莱雅集团的数字化改革元年，2014 年雇佣了首位首席数字官 Lubomira Rochet。15-19 年欧莱雅电商渠道收入 CAGR 为 40.60%，电商渠道收入占比由 2014 年的 3.40% 提升至 2019 年的 15.60%。而其他国际品牌电商渠道发展相对落后于欧莱雅。根据资生堂公司公告，资生堂 2017 年电商渠道收入占比为 8%，目标到 2020 年电商渠道收入占比达到 15%。根据雅诗兰黛公司公告，雅诗兰黛 2017 年电商渠道收入占比为 7%，电商渠道收入增速为 33%。根据宝洁公司年报，宝洁 18/19 年电商渠道收入增速分别为 30%/25%，电商渠道收入占比分别为 7%/8%。

图表6：欧莱雅电商渠道收入占比及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

疫情期间电商提速，线下积极应对回补

公司从 17 年起更换经销商和运营商，不断优化电商运营模式。17 年公司梳理组织架构，上半年将京东和天猫超市的运营模式由代理切换为自营，18 年优化唯品会平台经销商，19 年更换佰草集 TP 为壹网壹创，从丽人丽妆受众收回玉泽的淘宝店运营权。19 年下半年公司成立数字化事业部，制定线上运营策略：线上加大对美妆品牌投入，弱化对个护和家居品牌的投入，并将个护家居类转移至京东、猫超平台运营。

针对不同渠道特性，公司对旗下品牌销售渠道有所区分。线上包含电商和特渠，电商销售所有品牌，特渠以家安、启初、美加净、高夫为主。

美妆品牌中，双妹、佰草集以百货和线上渠道为主，2019 年 9 月两品牌还同时进入线下免税渠道；功效性护肤品玉泽在药店渠道为主，19 年进入线上渠道。

图表7：上海家化渠道品牌矩阵

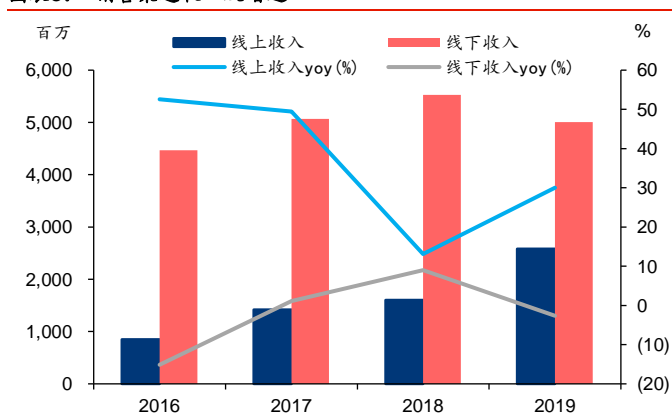
	百货	商超	经销商分销	化妆品专营	母婴	海外	线上(电商+特渠)
双妹	✓						✓
美加净		✓	✓				✓
六神		✓	✓				✓
高夫	✓	✓		✓			✓
佰草集	✓					✓	✓
家安		✓					✓
玉泽							✓
启初		✓			✓		✓
一花一木				✓			✓
汤美星					✓	✓	✓

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

电商为近年来调整重心，疫情之下增长提速。2019 年线上渠道收入 25.82 亿，同比增长 30.01%，线上收入占比约 34%。线上分为特渠和电商，特渠收入占总收入比例约为 10%，电商占比约为 23%。

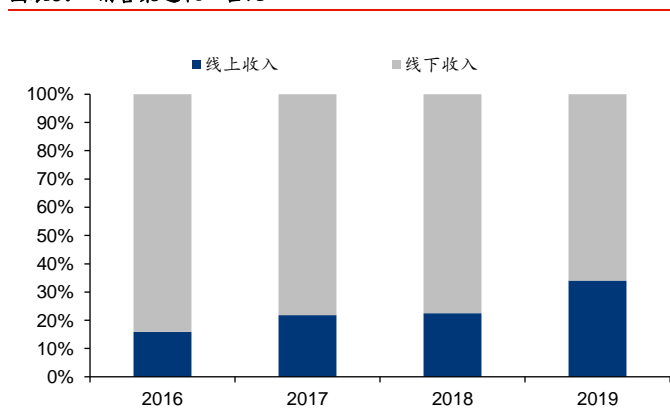
20 年在疫情影响快递物流的情况下，根据公司业绩交流会，Q1 线上渠道收入同比增长约为 40%，增速仍在进一步提升。电商佰草集销售额同比增长接近 40%，玉泽同比增长 500% 以上。20 年公司将继续加大投入建设电商自营团队，增加微博、小红书、抖音等社交媒体投入，集中资源打造明星爆款系列。

图表8：销售渠道收入及增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

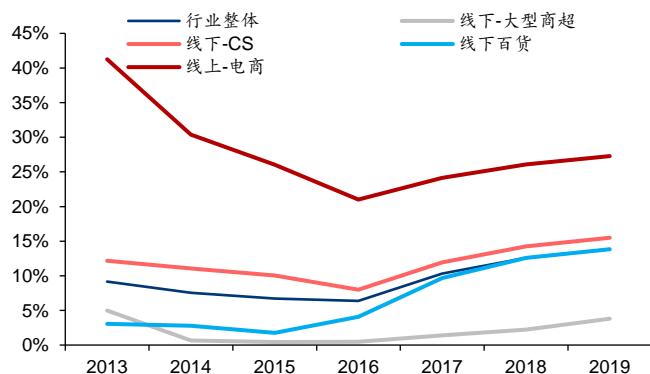
图表9：销售渠道收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

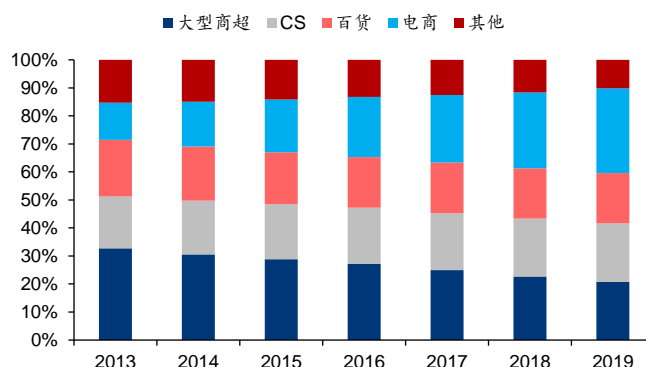
12 年以来，化妆品行业（大日化口径）渠道整体从线下向线上转移，公司线下渠道压力持续增加。根据欧睿数据，14-19 年化妆品行业商超/CS/百货/电商渠道 CAGR 分别为 1.48%/11.77%/7.35%/25.79%，电商渠道占比由 13 年的 13% 提升至 19 年的 30%。14~19 年上海家化营收 CAGR 为 9.25%，主要因为线下渠道拖累。

图表10：大日化行业渠道销售同比增速



资料来源：欧睿、华泰证券研究所

图表11：大日化行业销售渠道收入占比



资料来源：欧睿、华泰证券研究所

17 年公司对于经销商分销渠道抓单产和产品升级。公司与各大 KA 系统形成合作，优化产品结构，将符合消费升级趋势的产品引入 KA 渠道，加强跨品牌、跨品类联合促销。母婴渠道进行门店拓展并提高单产，同时将启初的高端新系列舒缓系列以及汤美星系列产品快速引入。确定化妆品专营店渠道增长模式，进行渠道梳理，持续加强门店覆盖，重点关注门店单点提升。百货渠道进行终端形象优化、门店单产提升和应收有效控制。

18 年公司强化跨品类联合促销，提升门店单产，优化百货门店形象。在经销商分销和 KA 系统，公司的新品牌、新品类销售取得较好增长，缓冲了人流下降的压力，取得高于市场的增速，并通过跨品牌联合促销互相引流带来单产提高。百货渠道进行了终端形象优化，并开始逐步尝试推广养美空间单品牌店模式。养美空间单品牌店模式是以消费和护理体验为主的业态模式，希望通过护理体验服务推动业务规模，提升单店业绩，目标是实现门店单产提高和应收有效控制。截止 2018 年底，佰草集“养美空间”单品牌店已在全国开出 200 余家，布局集中在三四线城市的购物中心。化妆品专营店在加强门店拓展的同时重点关注单产，并有更多品牌和品类进入屈臣氏。母婴渠道通过跨品牌跨品类的互相引流取得了更好增长。

图表12：家化线下渠道持续调整

2017年

- 经销商分销渠道抓单产和产品升级
- 与各大KA系统形成合作，优化产品结构，加强跨品牌、跨品类联合促销
- 母婴渠道进行门店拓展并提高单产
- 确定化妆品专营店渠道增长模式，进行渠道梳理，加强门店覆盖，关注门店单点提升
- 百货渠道进行终端形象优化、门店单产提升和应收有效控制

2019年

- 通过网红爆款打造驱动增长。
- 通过场景营销引流，进驻机场免税店等。
- 通过O2O快速拓展，如到家平台等。
- 拓展B2B新零售。
- 通过D2C积极引流，如化妆品店明星带货及整合营销、社区团购快速触达消费者等。
- 升级门店管理系统并提升培训体系助力运营管理升级。

2018年

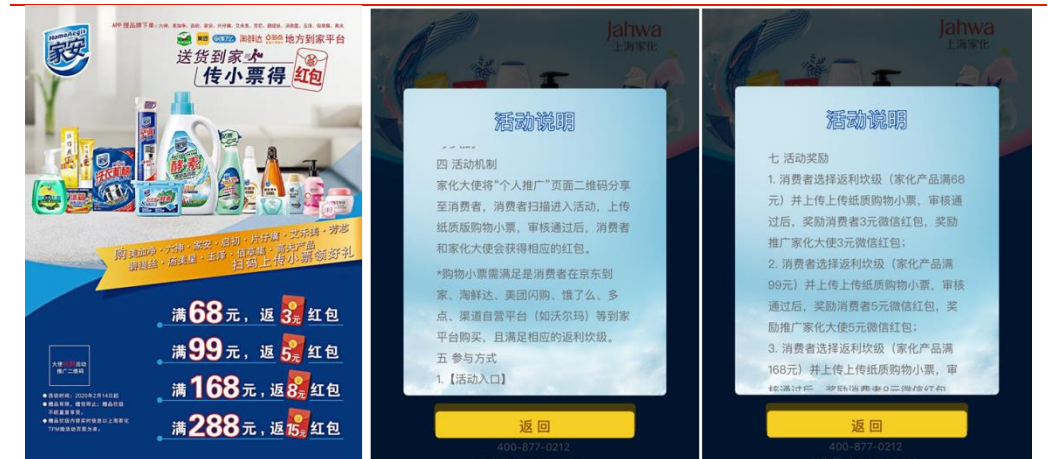
- 经销商分销和KA系统，新品牌、新品类销售取得较好增长，并通过跨品牌联合促销互相引流带来单产提高；取得高于市场的增速
- 百货渠道终端形象优化，推广养美空间单品牌店模式，目标是实现门店单产提高和应收有效控制。
- 化妆品专营店在加强门店拓展的同时重点关注单产，将更多品牌和品类进入屈臣氏。
- 母婴渠道跨品牌跨品类的互相引流，增长较好。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

19 年公司对渠道进行创新。通过网红爆款打造驱动增长，如百货太极精华、化妆品店典萃新肌冻干面膜、切迟杜威(Church & Dwight)渠道布局完成。通过场景营销导流，如节庆场景流量、跨界合作整合营销、进驻机场免税店等。通过 O2O 快速拓展，如到家平台等。拓展 B2B 新零售。通过 D2C 积极引流，如化妆品店明星带货及整合营销、社区团购快速触达消费者等。升级门店管理系统并提升培训体系助力运营管理升级。19 年线下整体收入 50 亿元，同比下滑 2.6%，根据业绩交流会，主要因外资美妆品牌下沉，挤压百货渠道，百货收入下滑 20%，其他 CS、商超和母婴渠道同比增长 5% 以内。

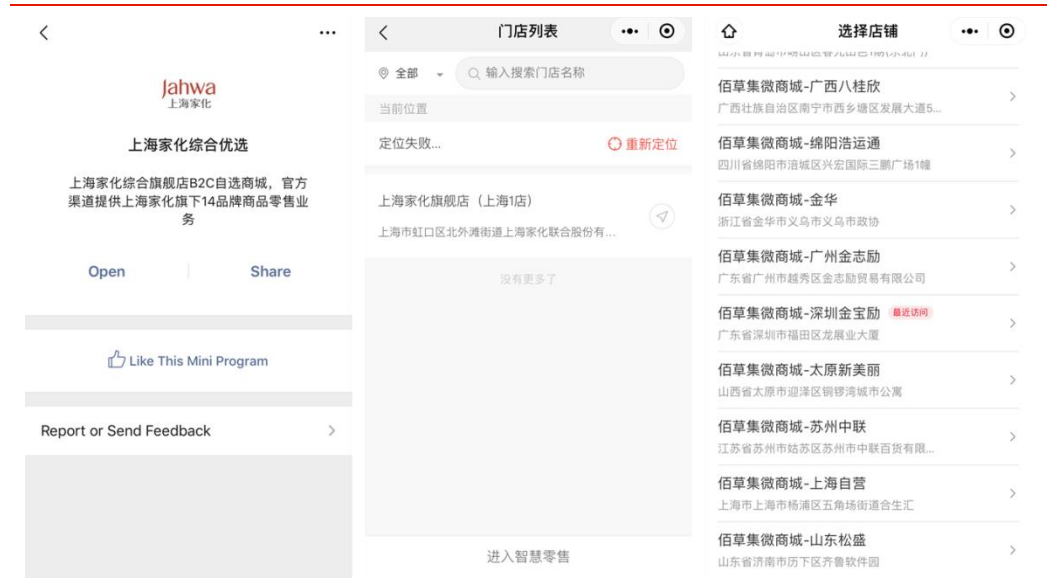
20 年疫情以来，公司积极调整线下营销策略，以补充客流。公司尝试 O2O 新零售，将线上高流量品牌链接线下店，将到家平台和到店平台业务对接。同时，公司利用经销商体系、促销人员体系，招募部分微信大使做 C 端营销，加强社群营销。长期举措方面，公司建立云店系统，将线下销售传统模式升级成为新零售，以实现线下稳固增长。

图表13： 家化社群营销活动



资料来源：上海家化 TPM 微活动，华泰证券研究所

图表14： 家化新零售平台

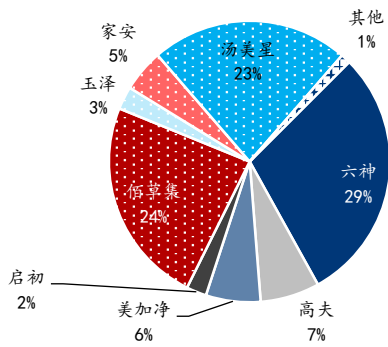


资料来源：上海家化微信小程序，华泰证券研究所

品牌梯队完善，玉泽和佰草集释放潜力

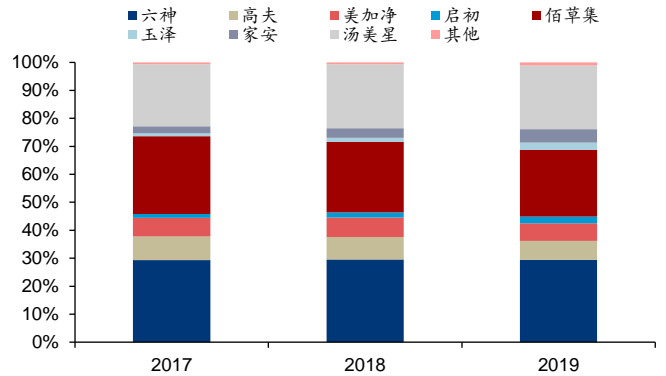
公司主营产品包括美容护肤、个人护理、家居护理品类和婴幼儿喂哺类，下设细分品牌。根据华泰调研，按 19 年各品牌收入体量划分，第一梯队六神收入约为 22.03 亿元，佰草集约为 17.82 亿元，合计占公司收入比例为 53%左右。汤美星收入约为 17.03 亿元，70%左右在海外销售额。第二梯队美加净、高夫、家安收入位于 3~5 亿区间。第三梯队玉泽、启初收入为 2 亿左右。其他品牌还有双妹、一花一木等，品牌特色较鲜明，但收入体量尚小。

图表 15：2019 年收入分品牌构成



资料来源：公司调研、华泰证券研究所

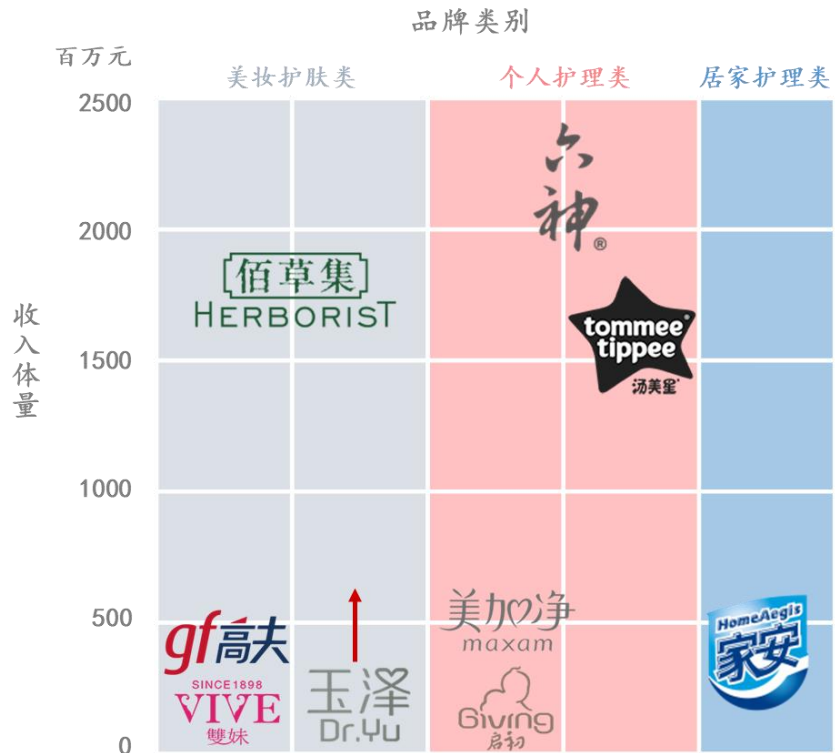
图表 16：历年收入分品牌构成



资料来源：公司调研、华泰证券研究所

从品牌价值和增长潜力来看，我们认为未来应重点关注佰草集和玉泽品牌。佰草集为国货护肤中高端品牌，历史悠久，底蕴深厚，品牌焕新和渠道调整有望促使品牌成长。玉泽为医研共创特色品牌，贴合当前功效性护肤需求，近年来处于品牌快速成长期，20 年收入有望达到 5~6 亿，成为第二梯队领军品牌。

图表 17：2019 年家化品牌矩阵

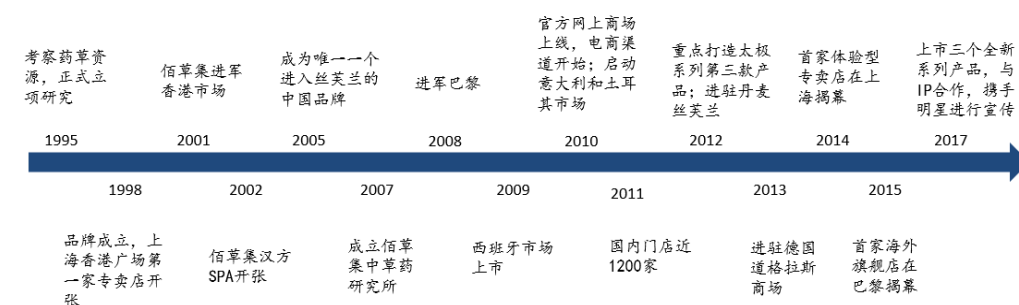


资料来源：公司调研，华泰证券研究所

佰草集：高端护肤，营销焕新

佰草集为传统国产化妆品龙头，曾拥有较高市场份额，享有较高国民美誉度。草集品牌成立于 1998 年，是中国第一套具有完整意义的中草药护理品牌，主要生产以本草古方为配伍的护肤品，品牌理念追求中国文化中“自然、平衡”的巨美境界。16 年 8 月，佰草集明星产品太极丹被选为国礼赠予坦桑尼亚总理，19 年 6 月，上海市应勇市长携佰草集护肤品出访葡萄牙，凭借浓厚的中华文化底蕴和良好的品牌形象，佰草集已经成为国货品牌代表。

图表18：佰草集发展历程

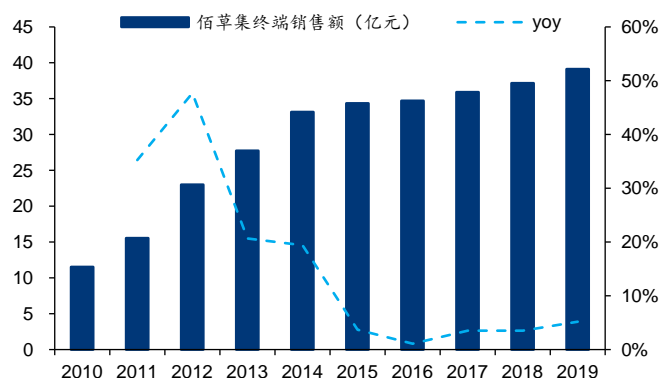


资料来源：佰草集官网，华泰证券研究所

10-14 年佰草集高速发展。根据欧睿数据，10-14 年佰草集终端销售额 CAGR 为 30.25%，在化妆品行业（大日化）的市占率由 10 年的 0.7% 提升至 14 年的 1.1%。

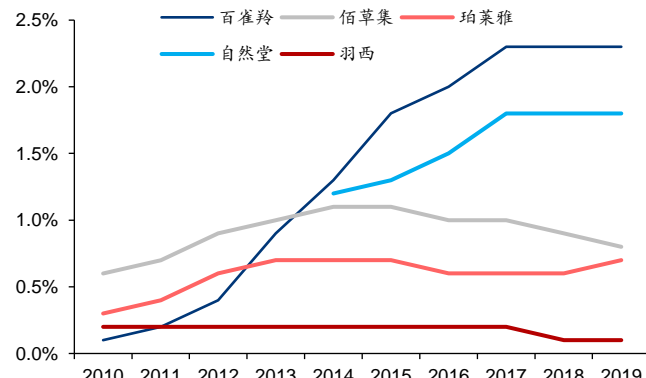
15 年以后因渠道增长驱动力从线下向线上切换，公司管理团队变动，以及外资大牌渠道下沉竞争加剧，佰草集在国产化妆品的竞争中掉队。根据欧睿数据，16-19 年佰草集终端销售额 CAGR 为 3.31%，15-19 年佰草集在化妆品行业（大日化）的市占率由 15 年的 1.1% 下降至 19 年的 0.8%。

图表19：佰草集终端销售额及同比增速



资料来源：欧睿、华泰证券研究所

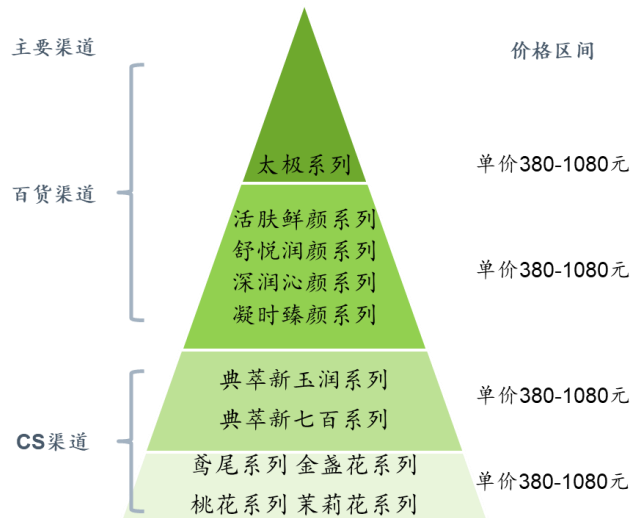
图表20：佰草集及竞品终端销售市场份额



资料来源：欧睿、华泰证券研究所

全面梳理品牌体系，老字号进军更高端化市场。17 年年报中首次将佰草集重新定位于“循平衡理论，承中华文化塑本源之美”，对产品体系进行全面梳理，品牌金字塔分为太极系列、金妍系列、专意理护系列和基础系列四大产品线，太极系列聚焦中高端细分人群，价格带为 400 元以上，高端产品超过 1000 元，主打百货渠道。2018 年公司升级基础系列，将 200 元以下的典萃品牌从佰草集独立出来，专攻 CS 渠道，进一步强化佰草集高端形象。

图表21： 佰草集旗下产品系列金字塔



资料来源：公司调研，佰草集官网，华泰证券研究所

太极系列不断推新，树立品牌高端形象，加速丰富品牌矩阵，从王牌单品到王牌系列，未来加大投入。19 年太极系列以精华为切入点，推出第二代佰草集太极·日月焕颜·双重修复精华。公司计划 20 年每季度上新一款太极新品，Q1 上新太极水（太极·赋活微精华源生液），后续季度计划有太极面霜、太极眼霜等产品推出

图表22： 太极系列产品出新顺序



资料来源：佰草集官网，华泰证券研究所










图表23： 佰草集太极系列产品

太极系列	价格	上新时间
太极眼霜	价格尚未披露	计划 2020 年上新
太极面霜	价格尚未披露	计划 2020 年上新
太极·赋活微精华源生液	480/200ml	2020
太极·日月焕颜·双重修护精华	680/140ml	2019
太极·昼御夜养·源生霜	1080/70g	2017
太极·吐故纳新·清透青春精华	780 元/350g	2015
清肌养颜太极泥	380 元/290g	早于 2010 年

资料来源：佰草集官网、华泰证券研究所

太极系列价格升级，处于国产化妆品较高价位，与国外品牌比较尚有差距。太极系列 19 年发布的精华产品日夜精华液单 ml 价格为 6.33 元，15 年发布的清透青春精华单 ml 价格为 2.23 元，价格提升明显。选取天猫佰草集旗舰店 20 年 4 月 20 日至五月 10 日太极品牌销售额第一的精华产品与竞品比较，太极系列单品价格与国内品牌比较处于较高价位，与国外品牌比较仍有较明显差距。

图表24：佰草集太极品牌与竞品价格对比

品牌	产品	产品图片	精华价格（元）	精华单 ml 价格（元）
佰草集	太极日夜精华液		380	6.33
佰草集	清透青春精华		780	2.23
巴黎欧莱雅	金致臻颜松露面部精华液		599	19.97
雅诗兰黛	特润修护肌透精华露		850	17.00
资生堂	盼丽风姿智感抚痕精华液		690	23.00
兰蔻	塑颜紧致焕白精华乳		1350	27.00
自然堂	凝时鲜颜美白淡斑精华露		188	4.70
珀莱雅	弹润芯肌活力精华液		196	4.90
丸美	五维鱼子精华原液		209	6.97

资料来源：各品牌天猫旗舰店、华泰证券研究所

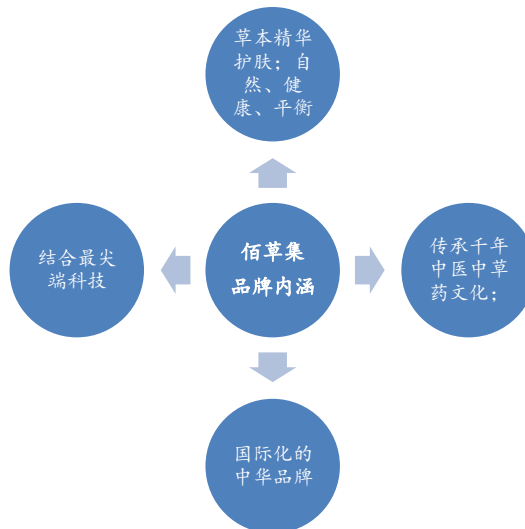
多元化营销投放，专攻年轻人群。佰草集过去客群年龄为 35 岁以上，近年来公司着力吸引年轻客群，推动品牌年轻化。业绩会议披露，19 年公司通过 B 站、抖音内容营销触达年轻消费者：19 年抖音挑战赛，配合冻干面膜，首次推出“变美，是最好的复仇”病毒视频，播放量突破 10 亿，视频参与量突破 20 万。同时，公司保持对传统媒体腾讯视频、爱奇艺的硬广投放。20 年线上会继续专攻年轻人，计划上半年依托小红书营销，下半年推出敦煌 IP 联名产品，通过 B 站进行品牌文化宣传。

图表25: 19年佰草集线上抖音爆款活动



资料来源：佰草集官网，抖音、华泰证券研究所

图表26: 佰草集品牌内涵

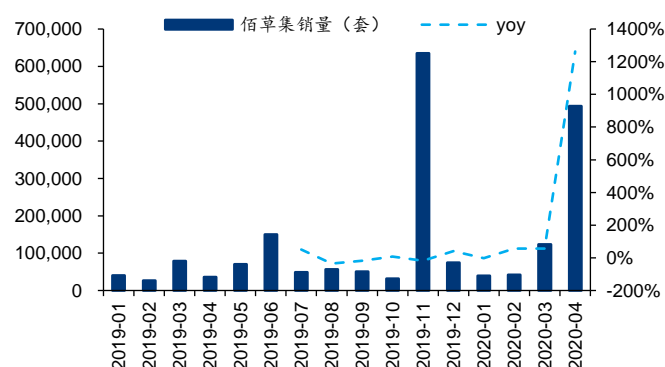


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

线上增速提升，未来进一步扩张。线上旗舰店方面，2019 年佰草集更换 TP 为壹网壹创，磨合期线上销售额表现平淡。19 年双 11 销量为 63 万件，同比减少 18.38%；销售额为 1.4 亿，同比减少 -20.94%。

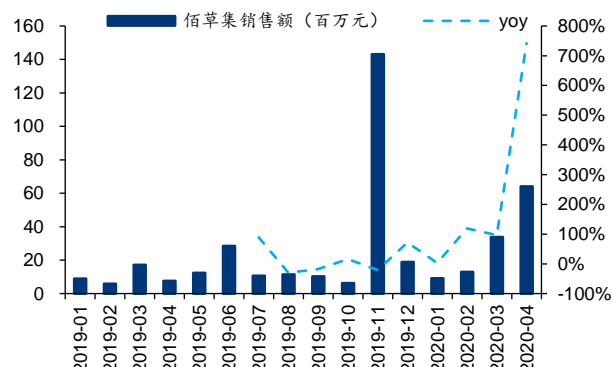
2020 年增长提速，3 月佰草集旗舰店线上同比增速达 60%，业绩会议披露 Q1 线上实现 GMV 两位数增长。因疫情期间线下门店关停比例最高达 95%，缩短营业时间门店比例达 60%-70%。

图表27: 佰草集旗舰店销量及增速



资料来源: 淘数据、华泰证券研究所

图表28: 佰草集旗舰店销售额及增速



资料来源: 淘数据、华泰证券研究所

20 年佰草集加大资源投入, 太极系列全渠道贡献占比有望提升。业绩会议披露, 19 年太极系列贡献销售额约占全渠道 10% 左右, 太极精华上市后购买该产品的新客比例为 57%。20Q1 太极系列占比提升超过 10%, 太极精华复购情况与佰草集以前 4 款精华对比好于过往表现。近 30 天佰草集店铺销量排名第一的 SKU 为尝鲜小样, 该小样是 2020 年太极系列主打新品太极水(太极·赋活微精华源生液)的小样, 销量 5646 件, 占全店销量 17.31%; 销售额 11 万元, 占全店销售额 1.84%。20 年佰草集加大资源投入, 我们预期太极系列全渠道贡献为 25%~30%。

图表29: 2020 年 5 月佰草集旗舰店 SKU 销量前十

产品	销量(件)	销售额(元)	销量占比	销售额占比
1 佰草集冻干粉面部精华液	12170	2409660.00	19%	20%
2 太极赋活微精华源生液 30ml	11300	210520.86	17%	2%
3 佰草集新冻干精华面膜	5837	2100450.00	9%	17%
4 佰草集肌本清源护肤品套装	3223	755036.92	5%	6%
5 佰草集平衡洁面乳 100g	3012	189798.00	5%	2%
6 佰草集新七白大中小白泥 500g	2929	600786.94	4%	5%
7 太极赋活微精华源生液 30ml	2154	64400.29	3%	1%
8 佰草集防晒霜露 SPF50+防紫外线隔离二合一 40ml	2003	258387.00	3%	2%
9 佰草集新玉润护肤品套装	1822	710258.11	3%	6%
10 佰草集肌本清源洁面乳 120ml	1811	115109.00	3%	1%

资料来源: 淘数据, 华泰证券研究所

玉泽：医研共创，厚积薄发

功效性护肤品逐渐成为护肤新趋势。国内年轻消费者因生活习惯、工作压力等皮肤问题频发，同时消费日趋理性，对化妆品成分关注度提升，抗敏/祛斑/美白/修复等功效性护肤品受到追捧：2020 年 6 月 3 日，小红书显示搜索“敏感肌”笔记数 116 万多条，“屏障修复”笔记数 16 万多条。

医研共创，致力于皮肤屏障修护，品牌口碑积淀深厚。玉泽品牌由上海家化于 2009 年推出，定位为通过修护皮肤屏障来解决亚健康肌肤问题的护肤品。2003 年上海家化联合瑞金医院建立皮肤屏障修护产品的研发等产学研合作项目。2004 年，上海家化与瑞金医院针对皮肤屏障受损性疾病的辅助治疗和预防复发开展研究，共同研究解决因皮肤屏障受损引起的肌肤问题/病症，开启专业医疗机构和专业化妆品企业合作模式。历时 6 年，经过 1386 例临床观察，2009 年推出玉泽第一代产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”，其功效性和专业性受到医生的认可与推荐。2015 年，玉泽与瑞金医院合作的临床研究成果发表于美国皮肤病专业杂志《Dermatologic Therapy（皮肤病治疗学）》。2018 年，瑞金医院—上海家化玉泽联合实验室成立，国内外 14 名顶尖皮肤科医生和专家成立“玉泽皮肤健康研究专家委员会”。玉泽产品受到市场广泛认可，2019 年玉泽皮肤屏障修护身体乳被评为天猫金妆奖年度趋势单品，积雪草安心修护面膜获得 2019 网购金品大奖。

图表30： 玉泽与瑞金医院合作



资料来源：玉泽官网、华泰证券研究所

图表31： 玉泽与瑞金医院合作



资料来源：玉泽官网、华泰证券研究所

高效效、高性价比，持续推新拉动增长。玉泽品牌的价格定位为大众档次，单个产品价格一般在 20-200 元，玉泽单 ml 价格在 3.56-5.16 元之间，对比欧美药妆和国内老牌药妆有明显价格优势。产品多元化。玉泽现已推出皮肤屏障修护、清痘调护、舒缓修复、臻安润泽等多个产品系列。效果方面，玉泽研发实力显著强于国内新锐药妆品牌，产品效果受到消费者广泛认可。公司不断增强研发能力，未来将持续推出新产品，拉动品牌销售进一步增长。

图表32：玉泽同业竞争价格情况

分类	品牌	研发实力	产品图片	面霜价格（元）	单 ml 价格（元）
国内新锐	HFP	2014 年创立，高功效单一成分互联网品牌。		219	4.38
	WIS	2013 年创立，修护年轻人受损肌肤。		138-139	2.76-4.63
国内药妆	玉泽	2003 年联合瑞金医院建立皮肤屏障修护产品的研发等产学研合作项目，历时 6 年，经过 1386 例临床验证，2009 年玉泽第一代产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”面世，也是国际上第一个经过临床验证，具有辅助治疗与预防功效的护肤品。		178-258	3.56-5.16
	薇诺娜	2005 年 6 月项目成立，有中国科学院职务研究所和昆明医科大附属医院背景，创始人中有院士。进行 12000 次以上的肌肤实测验证，2008 年薇诺娜首次于第四届中国皮肤科医师年会上亮相。		86-378	5.73-12.6
	片仔癀	2002 年跨界化妆品，原本为医药企业。		30-329	1.2-10.97
欧美药妆	薇姿	1931 年创立，法国三大药妆品牌之一，被欧莱雅收购。主打硫酸性温泉水、健康活性分子成分调理。		269-409	5.38-8.18
	理肤泉	1975 年成立，法国三大药妆品牌之一，包括富含温泉水的皮肤科辅助性治疗产品。主打温泉水成分修复敏感肌。		119-295	2.98-7.38
	雅漾	1990 年创立，主打活泉护肤，采用无菌包装，主打镇静修护。		129-272	3.23-5.44

资料来源：公司官网，天猫网，华泰证券研究所

新品市场表现强劲。公司 2018 年推出积雪草面膜，经过 2 年市场推广，已成为新一代明星产品。淘数据显示，20 年 4 月玉泽品牌天猫旗舰店线上销量 Top3 的产品是皮肤屏障修护保湿霜、积雪草修护干面膜和皮肤屏障修护调理乳，销量分别为 55997 件/53963 件/56701 件，线上销量占比分别为 21.86%/21.06%/9.86%，线上销量前十的品牌占比合计 92.8%。20 年公司推出清痘系列，新品销售增长强劲，清痘控油补水水乳套装和清痘调护平衡乳液 4 月的销量分别为 2077 件/1767 件。

图表33： 玉泽产品系列

皮肤屏障修护系列

清痘调护系列

舒缓修护系列

臻安润泽系列

面膜



皮肤屏障修护系列

修护皮肤屏障，重焕肌肤健康态

- 直击干燥问题根源，特创皮肤屏障修护技术缓解干燥肌肤困扰
- 创新植物仿生脂质(PBS)技术，直接修护受损皮肤屏障
- 麦冬果聚糖，提升皮肤屏障自身修护能力，强健皮肤屏障功能
- 配方温和安心，不添加香精、色素、矿油及易致敏防腐剂



清痘调护系列

有效清痘不留痕，提升屏障防御力

- 创新“中西精粹融合”理念，快速祛痘不留痕
- 独特水杨酸控释技术，快速祛痘同时保护皮肤屏障
- 配方温和安心，不添加香精、色素、矿油及易致敏防腐剂



玉泽臻安润泽尿酸安瓶精华液

7天即刻 澎弹·抚纹

- 大、中、小分子玻尿酸，高效保湿，充盈澎润
- 3重神经酰胺，舒缓肌肤，强韧屏障
- 3重植物精萃，改善粗糙，提升弹性
- 次抛安瓶，方便安心

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表34： 2020 年 5 月玉泽旗舰店近 SKU 销量前十

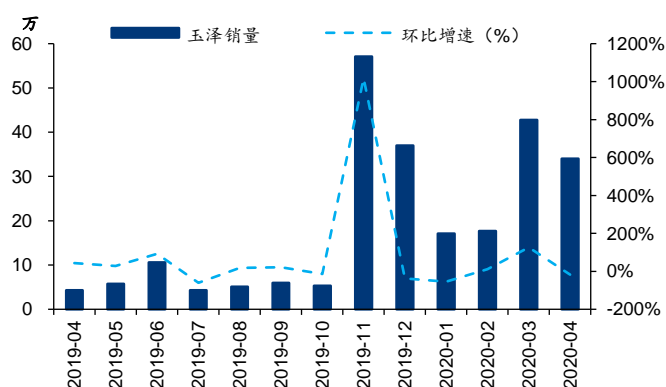
产品	销量(件)	销售额(元)	销量占比	销售额占比
1 玉泽积雪草修护干面膜 2 盒装	160684	63412492	33%	44%
2 玉泽皮肤屏障修护保湿霜 50g*2	96179	37987164	20%	27%
3 玉泽皮肤屏障修护调理乳 50ml	80870	14535788	16%	10%
4 玉泽皮肤屏障修护保湿霜 50g	29922	5924556.00	6%	4%
5 玉泽皮肤屏障修护保湿霜 50g	18020	2935180.00	4%	2%
6 玉泽皮肤屏障修护保湿水 120ml	12972	1066278.00	3%	1%
7 玉泽皮肤屏障修护身体乳 120/280ml	11483	1452719.01	2%	1%
8 玉泽清痘调护/臻安润泽/舒缓修护喷雾 150ml 两瓶装	10906	3240452.00	2%	2%
9 玉泽皮肤屏障修护精华乳 25/50ml	7274	1591332.51	1%	1%
10 玉泽皮肤屏障修护调理乳 50ml	7072	1084136.00	1%	1%

资料来源：淘数据，华泰证券研究所

营销和渠道多元化，直播带货厚积薄发。2009 年面世后，玉泽专攻线下药房渠道，同时入驻屈臣氏等传统渠道。2014 年，玉泽正式打通线上销售渠道，以天猫和京东为主。19 年 3 月底玉泽天猫旗舰店上线，之后公司从丽人丽妆手中收回玉泽自营，由佰草集团队接手。19 年 11 月起，玉泽与李佳琦、薇娅等顶流主播合作，以直播带货的方式带来高流量和高关注度：双十一玉泽销售额同比增长 150%，双十二销售额同比增长 590%，19 年全年玉泽电商销售额同比增长 80%。

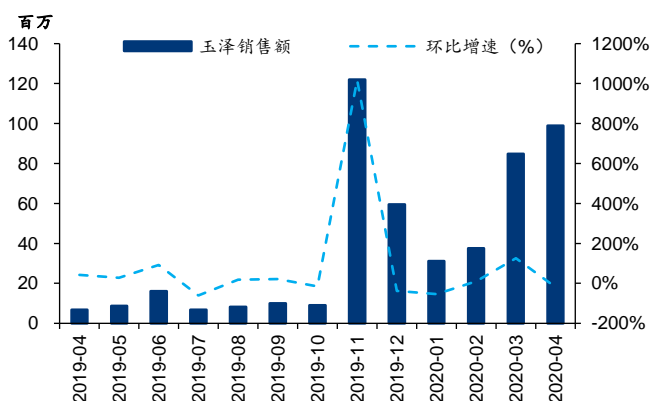
20 年以来增速亮眼。业绩发布会披露，2020 年 Q1 玉泽旗舰店销售额 1.53 亿元，实现 5 倍以上增速。根据淘数据，玉泽旗舰店 20 年 Q1/4 月销售额分别同比增长 500%/1355%，20 年截至 5 月 12 日旗舰店 GMV 已达 2.97 亿元。未来营销层面，除与顶级主播合作外，将增加小红书 KOL 投放。线下，公司也将进一步探索药房以外其他渠道。玉泽产品的高性价比特征与线下 CS 契合，多元化渠道有望进一步打开空间。

图表35：玉泽旗舰店销量



资料来源：淘数据、华泰证券研究所

图表36：玉泽旗舰店销售额



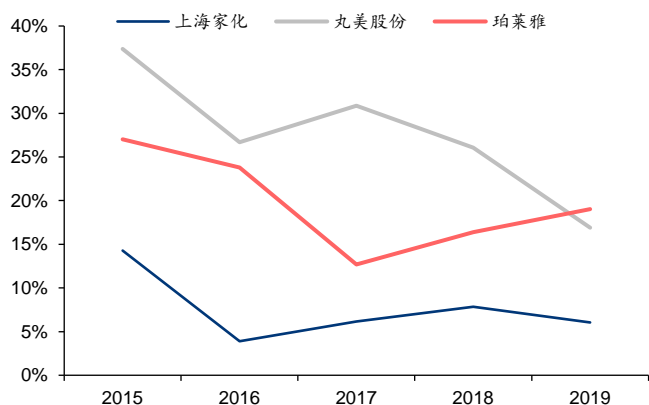
资料来源：淘数据、华泰证券研究所

经营效率提升，同行比较具有改善空间

公司扣非 ROE 和扣非净利率同行业比较处于低位，主要因为费用率较高和周转率较低。新管理班子有望推动公司经营效率提升，盈利能力改善。

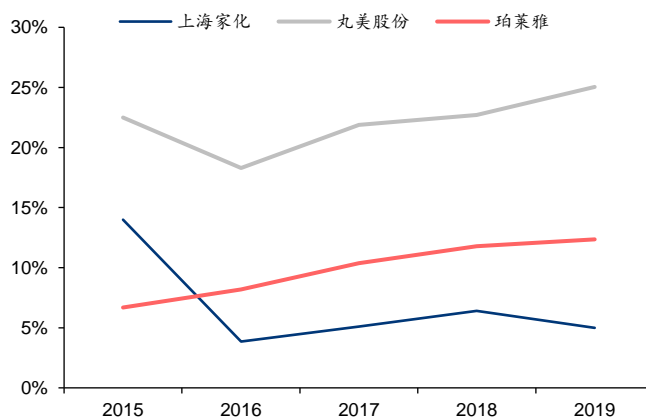
19 年公司扣非 ROE 为 6.04%，低于珀莱雅的 19.03% 和丸美股份的 16.90%。公司扣除非经常性损益后的净利率为 5.00%，低于珀莱雅的 12.36% 和丸美股份的 25.04%。未来随机理顺，渠道效率提升，公司盈利水平有望改善。

图表37：与可比公司扣非摊薄 ROE 对比



注：扣非摊薄 ROE=扣非归母净利润/期末归属母公司股东的权益*100%
资料来源：Wind，华泰证券研究所

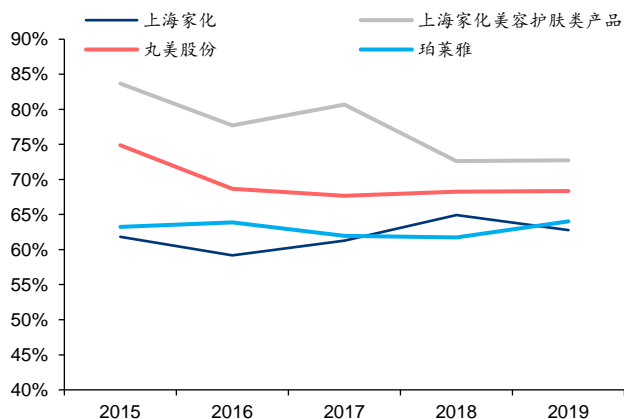
图表38：与可比公司扣非归母净利率对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

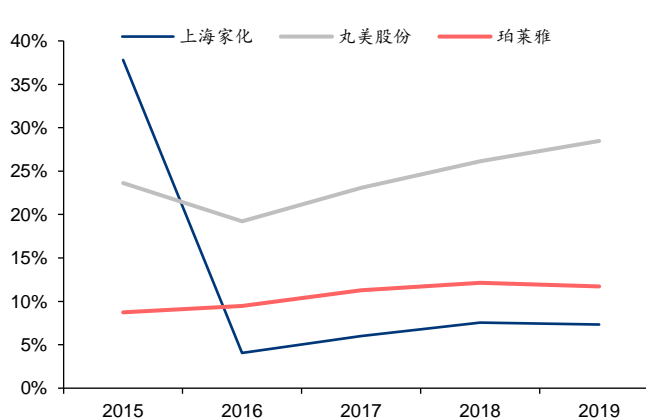
与化妆品板块的其他公司比较，公司美容护肤类产品定位更为高端，毛利率相对较高。19 年上海家化美容护肤类产品毛利率为 73%，而珀莱雅毛利率为 64%，丸美股份为 68%。因公司产品类别较多，个护和家居品类毛利率较低，拉低综合毛利率，19 年公司整体毛利率为 63%。

图表39：与可比公司毛利率对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

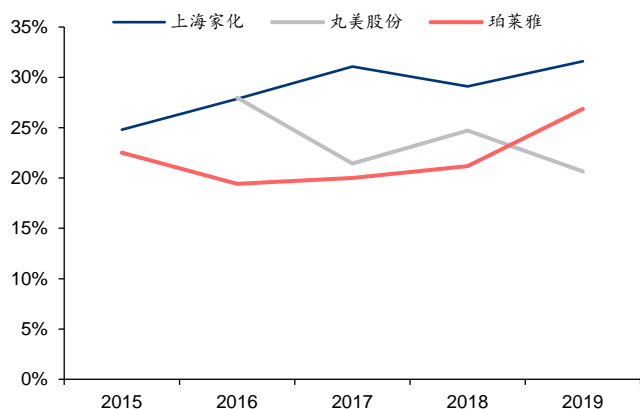
图表40：与可比公司净利率对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

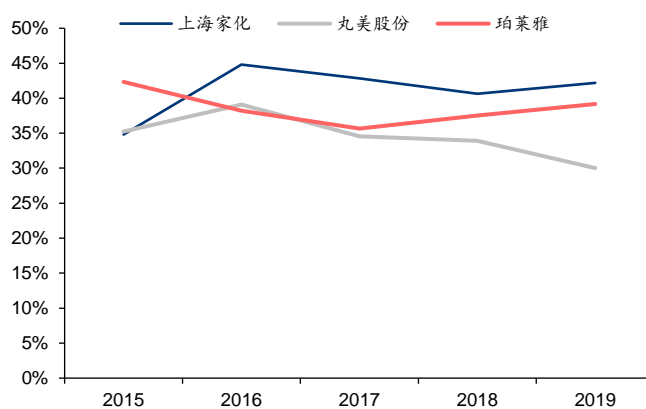
费用层面，管理费用率呈攀升趋势，营销费用投放效率有较大优化空间。上海家化营销类费用包括广告宣传、推广等费用。19 年上海家化营销类费用率（营销类费用/营业收入）为 31.60%，高于丸美股份的 26.86% 和珀莱雅的 20.65%。19 年公司整体销售费用率为 42.2%，高出丸美股份 12.2pct，高出珀莱雅 3pct。

图表41: 与可比公司营销费用率对比 (营销类费用/营收)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

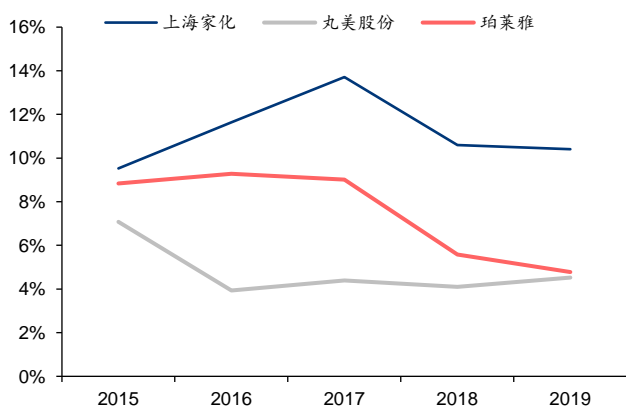
图表42: 与可比公司销售费用率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

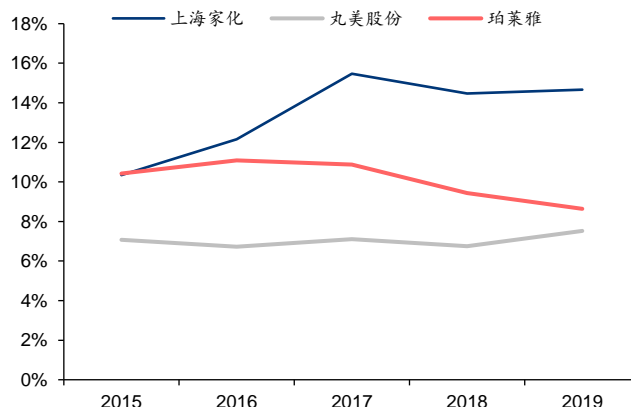
近年来管理控费效果显现。上海家化管理费用率(剔除折旧摊销和股份支付)由 17 年的 13.71% 下降至 19 年的 10.40%，剔除研发费用口径调整影响，下降 0.91pct。同行业丸美股份和珀莱雅对比，上海家化的管理费用率高出 5pct。我们认为随机理顺，人员结构优化，管理费用率有下降空间。

图表43: 与可比公司管理费用率(剔除折旧摊销和股份支付)对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

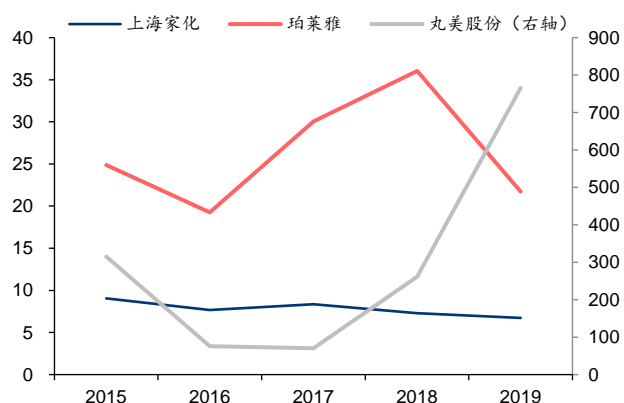
图表44: 与可比公司管理费用率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

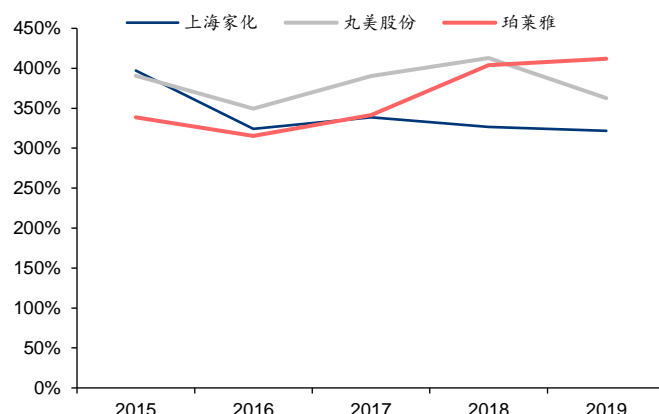
公司存货周转率和应收账款周转率与行业其他公司比较处于低位，且 15-19 年呈下降趋势。主要因公司 15 年以来营收增长乏力，经营效率下滑。未来随公司管理改善，存货周转率和应收账款周转率有望提升。

图表45：与可比公司应收账款周转率对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

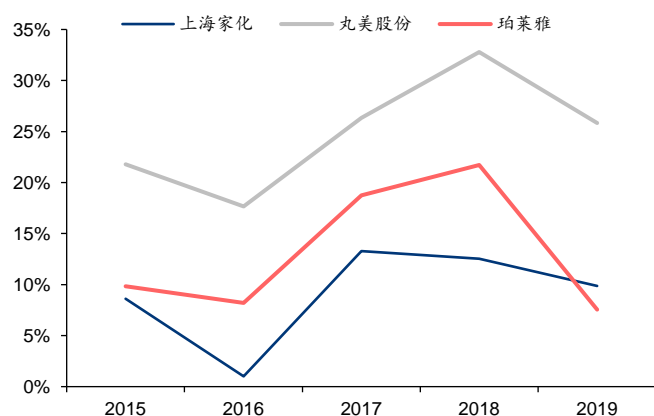
图表46：与可比公司存货周转率对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

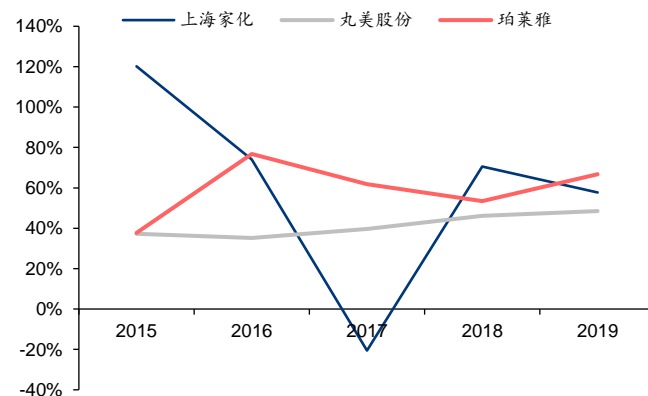
收益质量方面，19 年上海家化经营活动产生的现金流量净额/营业收入为 10%，低于丸美股份的 26%，主要因公司费用率较高。**现金转化率方面**，19 年上海家化现金转化率为 58%，现金转化能力较强，同行业丸美股份和珀莱雅现金转化率为 49%和 67%；17 年上海家化现金转化率为负值主要系当年公司收购汤美星，形成商誉 19.38 亿元，当年自由现金流为负值。

图表47：与可比公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48：与可比公司现金转化率（净利润/自由现金流）对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资建议：疫情推动线上销售，关注未来转型成效，维持“增持”

预计 2020 年全年线下百货、CS、商超渠道受疫情影响，线上有望维持快速增长。

佰草集以百货和 CS 渠道为主，线上开始发力，预计 20 年收入同比下降 5%，21/22 年预计线上转型和品牌升级见成效，收入同比+25%/15%。

玉泽以线上渠道为主，主打皮肤屏障修复、抗过敏等防疫相关产品，处于功效护肤风口，预计 20/21/22 年收入同比增长 160%/63%/25%。

六神以线上和商超渠道为主，含有防疫相关产品，预计 20 年收入同比增长 5%，21/22 年保持平稳增长。

高夫品牌处于调整期，以百货和 CS 渠道为主，受疫情影响相对较大，预计 20 年收入同比下滑 40%，21/22 年同比-5%/-5%，降幅收窄。

美加净以线上和商超渠道为主，预计 20 年收入同比下滑 10%，21/22 年继续调整，收入同比-5%/-5%。

启初 18/19 年发展态势良好，因以线上和商超渠道为主，20 年受疫情影响预计收入同比下降 10%，21/21 年恢复增长态势，预计同比+15%/+8%。

家安以线上和商超渠道为主，含有防疫产品，线上旗舰店调整后快速增长期，预计 20/21/22 年收入同比增长 5%/20%/10%。

汤美星 18/19 年增长稳健，海外销售占比 70%左右，其中英国占比约 40%，北美约 30%，20 年受海外疫情影响较大，预计 20/21/22 年收入同比-25%/10%/4%。

毛利率和费用率来看，公司毛利率较高的美妆品类收入占比有提升趋势，20 年送小样、打折等促销力度加大，预计 20/21/22 年毛利率分别为 62%/63%/64%平稳提升。

营销费用由线下向线上社交媒体、直播等转变，营销投入加大，预计 20/21/22 年销售费用率分别为 43%/44%/45%。

新管理层上任，公司机制有望理顺，费用管控更为有效，预计 20/21/22 年管理费用率为 12%/10%/10%。

新品研发投入有望加大，预计 20/21/22 年研发费用率为 3%/3%/3%。

图表49： 公司盈利预测

品牌	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
六神营业收入（百万元）	2,180	2,235	2,346	2,464	2,587
六神营业收入 yoy	9%	3%	5%	5%	5%
高夫营业收入（百万元）	459	399	240	228	216
高夫营业收入 yoy	2%	-13%	-40%	-5%	-5%
美加净营业收入（百万元）	444	404	364	345	328
美加净营业收入 yoy	11%	-9%	-10%	-5%	-5%
启初营业收入（百万元）	131	163	147	169	182
启初营业收入 yoy	45%	25%	-10%	15%	8%
佰草集营业收入（百万元）	1,906	1,906	1,810	2,263	2,602
佰草集营业收入 yoy	3%	0%	-5%	25%	15%
玉泽营业收入（百万元）	132	246	638	1,041	1,301
玉泽营业收入 yoy	65%	86%	160%	63%	25%
家安营业收入（百万元）	240	348	365	438	482
家安营业收入 yoy	45%	45%	5%	20%	10%
汤美星营业收入（百万元）	1,633	1,703	1,277	1,405	1,461
汤美星营业收入 yoy	14%	4%	-25%	10%	4%
其他收入（百万元）	14	153	306	429	493
yoy	0%	1000%	100%	40%	15%
营业收入合计（百万元）	7,138	7,597	7,493	8,780	9,652
营业收入 yoy	10%	6%	-1%	17%	10%
毛利率	63%	62%	62%	63%	64%
销售费用率	41%	42%	43%	44%	45%
管理费用率	12%	12%	12%	10%	10%
研发费用率	2%	2%	3%	3%	3%
财务费用率	1%	0%	0%	0%	0%
归母净利润（百万元）	540	557	413	583	655
归母净利润 yoy	39%	3%	-26%	41%	12%
归母净利率	8%	7%	6%	7%	7%

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

当前人事拐点，重要管理层变更；公司正处于向电商转型时期，有望把握时机取得进一步发展。预计公司 20-22 年 EPS 为 0.62/0.87/0.98 元（前值 0.62/0.88/0.99 元），可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE 为 67 倍，公司为国内日化龙头，渠道转型可期，给予 20 年目标 PE68-69 倍，调增目标价至 42.16~42.78 元（前值 40.3~40.92 元），维持“增持”。

图表50： 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	2020PE
688363.SH	华熙生物	573	77
603983.SH	丸美股份	333	57
603605.SH	珀莱雅	323	66
	平均值	321	67

注：表格中 PE 为 Wind 一致盈利预测，交易日期截至 6 月 4 日。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

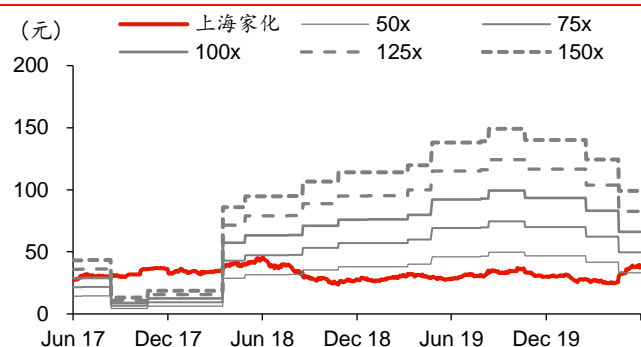
新管理层上任磨合期较长。公司公告拟聘任新 CEO 兼总经理潘秋生，其 15~19 年历任欧莱雅大众化妆品部商务总经理及亚太区商务总经理。新管理层上任提振机制改善、效率提升、业绩加速释放等预期，但若新管理层磨合期较长，或新战略方向出现失误，可能导致公司未来的发展受到影响。

玉泽品牌增长不及预期，盈利能力提升较慢。玉泽品牌以线上渠道为主，市场竞争有可能不断加剧。若公司未能及时推出新的产品、捕捉市场需求变化，玉泽品牌的增长有可能放缓。同时直播带货等新营销方式的投入较大，若难以精细化运营，可能拖累盈利能力。

线下渠道受疫情冲击较大，佰草集/汤美星等品牌业绩受拖累。公司线下百货、商超、CS 等整体占比仍高，疫情冲击线下零售门店，可能会对线下渠道占比较高的品牌有持续负面影响。

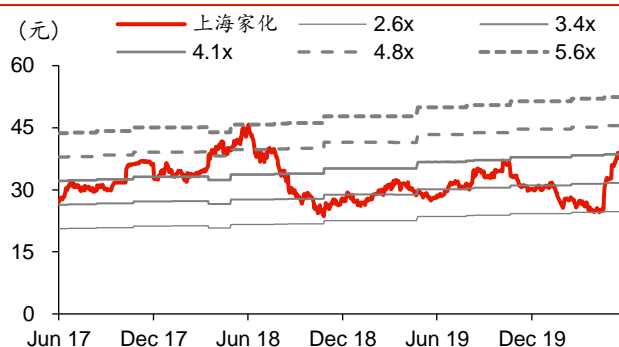
PE/PB - Bands

图表51： 上海家化历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表52： 上海家化历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,777	5,878	5,851	6,764	6,273
现金	1,105	1,609	2,148	1,860	2,061
应收账款	1,030	1,229	766.17	1,584	1,079
其他应收账款	34.77	66.32	33.39	83.44	45.00
预付账款	78.26	63.93	76.32	88.02	92.64
存货	874.82	925.17	838.64	1,165	1,009
其他流动资产	1,654	1,984	1,988	1,984	1,987
非流动资产	5,383	5,270	5,410	5,804	6,115
长期投资	276.18	391.36	598.54	817.31	1,030
固定资产投资	1,189	1,122	997.43	1,018	999.10
无形资产	845.07	830.65	927.87	1,008	1,109
其他非流动资产	3,072	2,926	2,886	2,961	2,977
资产总计	10,160	11,147	11,261	12,568	12,389
流动负债	2,691	2,865	2,803	3,819	3,296
短期借款	0.00	0.00	0.00	93.31	0.00
应付账款	827.62	823.86	733.36	1,038	918.01
其他流动负债	1,864	2,041	2,070	2,688	2,378
非流动负债	1,656	1,997	1,759	1,557	1,340
长期借款	1,073	1,138	900.47	697.81	480.80
其他非流动负债	583.03	858.73	858.73	858.73	858.73
负债合计	4,347	4,862	4,562	5,375	4,635
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	671.25	671.25	671.25	671.25	671.25
资本公积	857.57	865.75	865.75	865.75	865.75
留存公积	4,188	4,708	4,997	5,405	5,864
归属母公司股东权益	5,813	6,286	6,699	7,193	7,753
负债和股东权益	10,160	11,147	11,261	12,568	12,389

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	894.67	748.76	741.74	284.96	908.09
净利润	540.38	557.09	413.10	582.73	655.08
折旧摊销	196.58	230.10	231.14	187.82	206.53
财务费用	60.91	31.42	(4.00)	(4.58)	(7.58)
投资损失	(129.93)	(153.99)	(141.96)	(147.98)	(144.97)
营运资金变动	40.29	116.26	295.75	(266.50)	282.90
其他经营现金	186.45	(32.12)	(52.29)	(66.53)	(83.87)
投资活动现金	(841.77)	(120.81)	(190.70)	(386.07)	(314.13)
资本支出	383.00	184.92	164.27	362.79	304.92
长期投资	(511.72)	(129.74)	(207.18)	(218.77)	(212.98)
其他投资现金	(970.48)	(65.62)	(233.61)	(242.05)	(222.18)
筹资活动现金	(220.34)	(185.87)	(11.76)	(280.79)	(299.62)
短期借款	(18.52)	0.00	0.00	93.31	(93.31)
长期借款	(6.15)	65.46	(237.52)	(202.67)	(217.01)
普通股增加	(2.17)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(20.15)	8.18	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(173.35)	(259.51)	225.76	(171.43)	10.70
现金净增加额	(169.89)	438.49	539.28	(381.90)	294.34

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,138	7,597	7,493	8,780	9,652
营业成本	2,656	2,896	2,838	3,223	3,497
营业税金及附加	55.60	53.58	52.85	61.93	68.08
营业费用	2,901	3,204	3,243	3,876	4,351
管理费用	883.32	941.79	863.46	911.97	929.30
财务费用	60.91	31.42	(4.00)	(4.58)	(7.58)
资产减值损失	(60.31)	(5.00)	(41.60)	(42.91)	(35.71)
公允价值变动收益	(2.84)	84.28	19.83	24.79	31.51
投资净收益	129.93	153.99	141.96	147.98	144.97
营业利润	646.31	700.22	514.79	714.01	806.12
营业外收入	2.25	2.75	2.50	2.62	2.56
营业外支出	2.32	0.97	0.97	0.97	0.97
利润总额	646.24	701.99	516.32	715.66	807.71
所得税	105.86	144.90	103.22	132.93	152.63
净利润	540.38	557.09	413.10	582.73	655.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	540.38	557.09	413.10	582.73	655.08
EBITDA	880.44	958.93	724.73	872.55	977.70
EPS (元, 基本)	0.81	0.83	0.62	0.87	0.98

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	10.01	6.43	(1.36)	17.18	9.93
营业利润	34.01	8.34	(26.48)	38.70	12.90
归属母公司净利润	38.63	3.09	(25.85)	41.06	12.41
获利能力 (%)					
毛利率	62.79	61.88	62.13	63.29	63.77
净利率	7.57	7.33	5.51	6.64	6.79
ROE	9.30	8.86	6.17	8.10	8.45
ROIC	11.15	15.98	12.08	14.95	17.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.79	43.61	40.51	42.77	37.42
净负债比率 (%)	8.04	4.77	(3.81)	(0.97)	(7.44)
流动比率	1.78	2.05	2.09	1.77	1.90
速动比率	0.81	1.69	1.74	1.43	1.55
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.71	0.67	0.74	0.77
应收账款周转率	7.25	6.72	7.40	7.38	7.19
应付账款周转率	3.51	3.51	3.64	3.64	3.58
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.83	0.62	0.87	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	2.84	1.11	0.42	1.35
每股净资产(最新摊薄)	8.66	9.36	9.98	10.72	11.55
估值比率					
PE (倍)	40.28	39.08	52.70	37.36	33.23
PB (倍)	3.74	3.46	3.25	3.03	2.81
EV_EBITDA (倍)	25.26	21.00	27.02	22.65	19.70

免责声明

分析师声明

本人，梅昕、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师梅昕、孙丹阳本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司