



分析师：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518070001

基本数据（截止 2019 年 3 月 14 日）

报告日股价（元）	31.53
12mth A 股价格区间（元）	23.78/46.13
总股本（亿股）	6.71
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（亿元）	212
每股净资产（元）	8.66

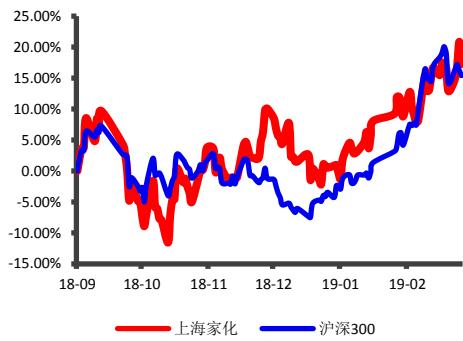
主要股东（2018A）

上海家化（集团）有限公司	47.25%
上海久事（集团）有限公司	4.60%

收入结构（2018A）

个人护理	63.62%
美容护肤	32.99%
家居护理	3.27%
其他	0.12%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：HLX19-SHJH01

首次报告日期：2019年03月15日

相关报告：

业绩稳定增长，借力新零售扩大影响力

■ 事件

上海家化发布2018年年报，公司2018年全年实现营业收入71.38亿元，同比增长10.01%；归属于母公司股东净利润5.40亿元，同比增长38.63%。扣非后归属于母公司股东净利润4.57亿元，同比增长37.82%。

■ 公司点评

深耕日化行业，多种品牌覆盖面广

公司是国内化妆品行业龙头企业，主要从事护肤类、洗护类、家居护理类、婴幼儿喂哺类产品的研发、生产及销售，旗下品牌包括六神、佰草集、高夫、美加净、启初、家安、玉泽等，覆盖年龄段较广。美容护肤业务实现23.55亿元，同比增长3.41%，毛利率72.62%，同比减少4.50个百分点；个人护理业务45.41亿元，同比增长12.27%，毛利率58.58%，同比减少0.03个百分点；家居护理业务2.33亿元，同比增长41.18%，毛利率46.62%，同比减少5.23个百分点。

日化品行业稳定增长，国内市场空间仍有较大提升空间

日化品市场处于稳定增长状态，据欧睿统计及预测，2017年市场规模约为3616.66亿元，同比增长9.6%，预计2022年将达到5352亿元，年复合增速8.2%，其中，彩妆销售额增速可达到13%以上，高于行业平均。从全球角度来看，中国化妆品市场增速领先，显著高于多数消费品大国，目前国内化妆品市场规模已经跃居全球第二，但人均化妆品消费数据横向比较仍有的提升空间。

产品创新与跨界并存，营销渠道借力新零售模式

公司旗下品牌众多，佰草集2018年销售收入小幅下降，六神、美加净等品牌维持双位数增长，高夫18年四季度拐点向上，全年实现正增长，启初、玉泽、家安等增速均超过40%。Cayman A2, Ltd. 2018年实现营业收入16.33亿元，实现净利润7528.09万元，扣非净利润7454.06万元，远远超出业绩承诺的2555.99万元。

公司不断进行产品研发及渠道创新，其中佰草集固态精华面膜上市10个月，零售破300万片，并试水彩妆品类；六神与RIO合作花露水风味鸡尾酒，美加净联合大白兔推出奶糖味唇膏，启初联合莫斯利安品牌，均启动了跨界模式。同时，公司借助“粉丝经济”进行品牌营销，六神通过抖音上品牌定制UGC进行传播，启初、佰草集、美加净均借助明星进行品牌推广；并且根据微博、小红书、抖音、知乎等平台的特点进行针对性地推广，2018年品牌在口碑营销的带动下全网总曝光近70亿次。渠道方面，公司线上渠道销售收入增长13.11%，快于线下销售。此外，公司将在19年重点发展佰草集品牌，根据不同

客户群体，进行有针对性的产品开发及推广，并将继续注重内容营销，建立更强的品牌影响力。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 83.85 亿、96.42 亿元和 109.73 亿元，增速分别为 17.47%、14.99% 和 13.81%；归属于母公司股东净利润分别为 6.54 亿、7.82 亿和 9.06 亿元，增速分别为 20.96%、19.71% 和 15.74%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.97、1.17 和 1.35 元，对应 PE 为 32.4、27.1 和 23.4 倍，首次覆盖，未来六个月内给予“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

新产品拓展不及预期；进口商品竞争加剧；终端需求不及预期；系统性风险。

■ 数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7137.95	8384.80	9642.06	10973.48
年增长率	10.01%	17.47%	14.99%	13.81%
归属于母公司的净利润	540.38	653.64	782.47	905.64
年增长率	38.62%	20.96%	19.71%	15.74%
每股收益 (元)	0.80	0.97	1.17	1.35
PE (X)	39.2	32.4	27.1	23.4

数据来源：Wind 上海证券研究所

附表
附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1105	838	964	1097
应收和预付款项	1144	1426	1530	1832
存货	875	995	1158	1272
其他流动资产	1653	1653	1653	1653
长期股权投资	276	346	419	494
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1206	1068	945	827
无形资产和开发支出	2783	2733	2682	2632
其他非流动资产	978	927	876	876
资产总计	10160	9986	10228	10682
短期借款	0	713	883	1435
应付和预收款项	2336	2409	2624	2693
长期借款	1073	1073	1073	1073
其他负债	6	6	6	6
负债合计	4347	4201	4586	5206
股本	671	671	671	671
资本公积	852	852	852	852
留存收益	4290	4170	4027	3861
归属母公司股东权益	5813	5693	5550	5384
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5813	5693	5550	5384
负债和股东权益合计	10160	9986	10228	10682

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	903	463	864	650
投资活动产生现金流量	-842	99	101	103
融资活动产生现金流量	-220	-127	-840	-620
现金流量净额	-161	435	126	133

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7138	8385	9642	10973
营业成本	2656	3085	3553	4009
营业税金及附加	56	65	74	85
营业费用	2901	3354	3857	4389
管理费用	883	1174	1302	1481
财务费用	61	77	96	114
资产减值损失	60	60	45	40
投资收益	130	131	136	140
公允价值变动损益	-3	0	0	0
营业利润	646	701	852	996
营业外收支净额	0	45	45	45
利润总额	646	746	897	1041
所得税	106	92	114	135
净利润	540	654	782	906
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	540	654	782	906

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	63%	63%	63%	63%
EBIT/销售收入	8%	10%	10%	10%
销售净利率	6%	8%	8%	8%
ROE	8%	11%	14%	17%
资产负债率	37%	42%	45%	49%
流动比率	1.74	1.57	1.51	1.42
速动比率	0.66	0.72	0.71	0.71
总资产周转率	0.77	0.65	0.62	0.59
应收账款周转率	6.92	7.19	7.02	7.24
存货周转率	3.04	3.10	3.06	3.09

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。