

2019年04月01日

公司研究●证券研究报告

上海家化 (600315. SH)

深度分析

美妆或迎拐点，家化重新起航

投资要点

◆ 公司简介：

上海家化是国内历史悠久的日化企业之一。前身是成立于 1898 年的香港广生行，历经百年发展，公司于 2001 年上市。主要从事化妆品、个人护理、家居护理业务，旗下包括佰草集、高夫、美加净、启初、六神等多个化妆品品牌，覆盖大众到中高端价格带。2018 年个护业务推动整体增长，美妆业务个位数增长。线上线下渠道增速均有所放缓，线上占比已达 22%。

◆ 行业层面：

长期来看，我国美妆个护市场有望继续保持较快增速。目前我国日化品类市场集中度较为分散，其中化妆品类市场集中度持续降低。2017 年国外品牌占据化妆品主导地位，但中国消费者不再偏好海外品牌商品，国产品牌市占率提升，国产化妆品品牌迎发展契机。短期来看，前 2 月限额以上化妆品零售增速回升。

◆ 公司层面：

个护业务：剔除停止代理花王及并购汤美星影响后，个护原业务已于 2017 年增速回暖。六神品牌为花露水绝对龙头，品牌竞争力有望辐射其他品类，启初、高夫品牌品类市占率逐步提升。并购后汤美星净利润回暖超预期。董事长张东方女士曾任维达国际行政总裁，快消品运营经验有望助力个护稳健增长。

美妆业务：美妆业务 2018 年个位数增长，增速较 2017 年放缓，其中佰草集品牌负增长。上海家化在化妆品市场中占据一席之地，佰草集在百货渠道护肤彩妆品类中排名第十二，美加净在大众手霜市场中市占率第一。2016 年至 2017 年中，佰草集百度搜索关注度一度超越欧莱雅，接近兰蔻，在化妆品中曾有较强品牌力。

◆ 经营转变：

上海家化 2018 年、2019 年初进行了品牌、渠道、营销三方面调整。**品牌方面**，佰草集品牌重新梳理品牌产品线，由以渠道导向调整至以消费者需求导向。**渠道方面**，公司持续优化电商渠道，引入经验丰富的电商运营商，双 11 天猫 GMV 增长 30%，或已现好转迹象。**营销方面**，近年来美容护肤存在科技化趋势，佰草集中心定位于“中草药+先进科技”，选择科技相关产品打造爆款，类似玉兰油小白瓶的单品战略，有望带来佰草集品牌影响力的提升。另外，公司六神、美加净品牌持续年轻化，不断进行跨界品牌合作，拉进与消费者的距离。

◆ 品牌复苏的相关印证：

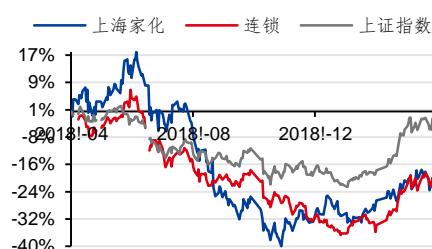
波司登是羽绒服品类中，具有历史底蕴的国产品牌公司，2017 年来公司升级产品线，重定位于羽绒服专家，优化渠道结构并加大营销力度，成功重塑品牌形象，实现 18/19 财年前 11 个月主品牌羽绒服销售额增长 35% 的成绩。波司登的复苏，说明具

商贸零售 | 连锁 III
买入-B(上调)
股价 (2019-04-01) 31.81 元

交易数据

总市值 (百万元)	21,352.41
流通市值 (百万元)	21,352.41
总股本 (百万股)	671.25
流通股本 (百万股)	671.25
12 个月价格区间	23.70/47.23 元

一年股价表现


资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
相对收益	-3.89	-11.41	-19.49
绝对收益	3.91	15.71	-19.44

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsc.cn
021-20377089

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@huajinsc.cn
021-20377061

相关报告

上海家化：个人护理带动营收稳健增长，费用控制推升净利润增速 2019-03-13

有历史底蕴的国产品牌，在品牌、渠道、营销三方面调整后存在较快复苏的可能性。

2015年末至2017年，玉兰油中国区进行产品线调整，削减定位不符的产品系列，转变营销渠道，集中财力物力在数字渠道中向年轻消费者推广品牌，升级核心小白瓶产品，打造爆款，成功于2017年中逐步实现双位数增长，并于2017四季度增长30%。玉兰油中国区的复苏，说明国内化妆品品牌在品牌、渠道、营销三方面调整后，有望于一年半之内重拾较快增速。

- ◆ **投资建议：**上海家化是具有历史底蕴的国产化妆品品牌，2018年个护业务稳健增长，美妆业务增速放缓，目前公司已在品牌、渠道、营销三方面进行调整，提升旗下品牌影响力，并拉进与年轻消费者的距离，有望带来个护业务的持续稳健增长，以及美容护肤业务的增速回暖。我们预测公司2019至2021年每股收益分别为0.96元、1.20元、1.45元，净资产收益率约为10.4%、11.9%、12.9%。目前PE(2019E)约为33倍，上调至“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**佰草集等美妆品牌定位及产品线调整或不及预期；线上渠道运营方调整效果或不及预期；美妆品牌需要持续投入或推升费用率；公司或不选择通过并购方式达成2019年期权激励业绩考核目标。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6,488.2	7,137.9	8,122.0	9,512.6	10,950.1
同比增长(%)	21.9%	10.0%	13.8%	17.1%	15.1%
营业利润(百万元)	482.3	646.3	777.7	970.2	1,173.9
同比增长(%)	76.5%	34.0%	20.3%	24.8%	21.0%
净利润(百万元)	389.8	540.4	642.1	806.7	974.1
同比增长(%)	80.4%	38.6%	18.8%	25.6%	20.8%
每股收益(元)	0.58	0.81	0.96	1.20	1.45
PE	54.8	39.5	33.3	26.5	21.9
PB	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、公司简介	6
1.1 公司业务及品牌矩阵	6
1.2 个护推动公司营收、毛利增长	6
1.3 线上增速明显放缓，占比达 22%	7
二、行业层面	7
2.1 美妆个护市场持续较快发展	7
2.2 线上市场推动化妆品行业 2017 年双位数增长	8
2.3 化妆品行业市场格局较为分散，国外品牌主导	9
2.4 国产化妆品品牌迎发展契机	10
三、公司层面	11
3.1 公司分品类情况	11
3.1.1 个人护理业务	11
3.1.2 美容护肤业务	14
3.2 上海家化经营变化	15
3.2.1 品牌变化：佰草集针对消费者需求梳理产品线	15
3.2.2 渠道变化：优化电商渠道，双 11 取得较快增长	16
3.2.3 营销变化：佰草集重新结合流行的科技元素	16
3.2.4 营销变化：跨界导流助力六神、美加净年轻化	18
3.3 相关品牌复苏印证	18
3.3.1 具有历史底蕴的波司登复苏	18
3.3.2 玉兰油展示化妆品品牌复苏路径	19
四、财务及盈利预测	20
4.1 股权结构：中国平安为公司实控人	20
4.2 营收净利：近两年公司营业收入稳步增长	21
4.3 研发投入：研发支出稳步提升	23
4.4 期权激励：期权激励目标增加并购预期	23
4.5 盈利预测	24
五、风险提示	25

图表目录

图 1：上海家化主要品牌品牌矩阵	6
图 2：上海家化分品类营收情况	7
图 3：上海家化分品类毛利润情况	7
图 4：上海家化分渠道营收情况	7
图 5：上海家化分渠道营收占比	7
图 6：我国限额以上化妆品类零售情况	8
图 7：我国美妆个护市场规模示意图	8
图 8：我国美妆个护部分品类年复合增速情况	8
图 9：近年来线上彩妆品类消费示意图	9
图 10：2010 年至 2017 年我国化妆品市场渠道分布情况	9
图 11：2016 年典型个护品类线上平均售价与线下平均售价差异	9

图 12: 2017 年快消品及彩妆线上销售额增长情况.....	9
图 13: 我国日化品类市场集中度情况	10
图 14: 我国化妆品类市场集中度情况	10
图 15: 2017 年我国化妆品类前十公司市场份额情况	10
图 16: 中国消费者对不同消费品类的原产地偏好	11
图 17: 我国化妆品市占率前 20 中国内企业市占率合计.....	11
图 18: 个人护理业务营业收入及其增长	12
图 19: 个人护理业务毛利率情况	12
图 20: 六神品牌线下除百货渠道部分品类市占率	12
图 21: 启初、高夫品牌线下除百货渠道部分品类市占率	12
图 22: 2016 年汤美星分区域营收情况	13
图 23: 汤美星营业收入及其预测	13
图 24: 汤美星预计净利润及实际净利润.....	13
图 25: 维达国际营业收入及归母净利润情况	14
图 26: 2015 维达国际分渠道营收情况	14
图 27: 美容护肤业务营业收入及其增长	15
图 28: 美容护肤业务毛利率情况	15
图 29: 佰草集、美加净线下渠道部分品类市占率	15
图 30: 佰草集等品牌百度搜索关注情况.....	15
图 31: 近年来全网双 11 美妆个护品类销售额	16
图 32: 2018 年天猫双 11 美妆个护品牌市占率	16
图 33: 2017 年美妆销量分关键词同比增速	17
图 34: 玉兰油小白瓶产品宣传图	17
图 35: 佰草集冻干面膜产品示意图	17
图 36: 典型冷冻干燥设备原理示意图	17
图 37: 美加净与大白兔合作润唇膏产品示意图	18
图 38: 美加净百度指数情况.....	18
图 39: 波司登营业收入品类结构	19
图 40: 波司登纽约时装周走秀示意图	19
图 41: 波司登营业收入及其增速	19
图 42: 波司登归母净利润及其增速	19
图 43: 宝洁公司中国区销售额可比增长估计	20
图 44: 上海家化股权 2018 年年报股权结构情况	21
图 45: 上海家化营业收入及其增长	21
图 46: 上海家化归母净利润及其增长	21
图 47: 部分国内 (拟) 上市化妆品品牌公司营收情况	22
图 48: 部分国内 (拟) 上市化妆品品牌公司净利润情况	22
图 49: 上海家化利润率情况	22
图 50: 上海家化费用率情况	22
图 51: 部分国内 (拟) 上市化妆品品牌公司毛利率情况	22
图 52: 部分国内 (拟) 上市化妆品品牌公司净利率情况	22
图 53: 部分化妆品品牌公司研发支出情况	23
图 54: 部分化妆品品牌公司研发支出情况	23
图 55: 上海家化历史估值情况	24

表 1: 上海家化个人护理业务主要品牌简介	11
表 2: 上海家化美容护肤业务主要品牌简介	14
表 3: 佰草集产品线梳理示意图	16
表 4: 2016、2017 年部分大促美妆个护销售额榜单	20
表 5: 上海家化 2018 年股票期权激励计划（草案）业绩考核目标	23
表 6: 上海家化主营业务营收预测表	24
表 7: 上海家化行业估值表	25

一、公司简介

1.1 公司业务及品牌矩阵

上海家化是国内历史悠久的日化企业之一。前身是成立于 1898 年的香港广生行，历经百年发展，公司于 2001 年上市。主要从事化妆品、个人护理、家居护理业务。旗下包括佰草集、高夫、美加净、启初、六神等多个家喻户晓的化妆品品牌，产品覆盖大众到中高端价格带。

图 1：上海家化主要品牌品牌矩阵



资料来源：华金证券研究所整理

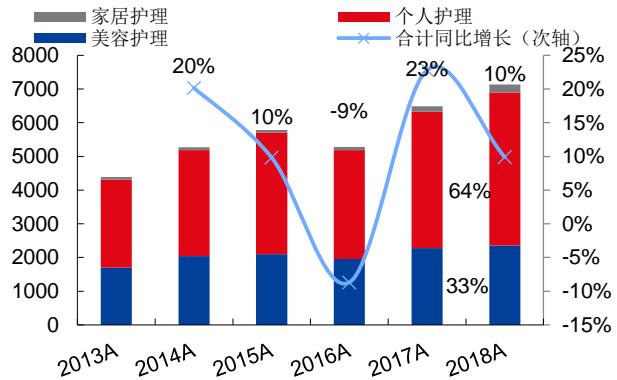
1.2 个护推动公司营收、毛利增长

2017 年按照 2018 年的口径追溯调整品牌分类。2018 年二季度起公司重新划分品类，将 2017 年分类为婴幼儿喂哺类的汤美星、启初品牌归于个人护理。

个护业务推动整体增长，美妆业务 18 年个位数增长。2018 年占营收 64% 的个护品类实现 12% 的增长，占营收 33% 的美妆实现 3% 的增长。

美妆毛利率 2018 年略有下降，个护占据毛利润较大份额。2018 年美妆品类毛利率下降 4.5pct 至 72.6%，个护品类毛利率微降 0.03pct 至 58.6%。叠加营收增速，2018 年个护业务毛利润增长 12%，美妆业务毛利润下降 3%。2018 年个护毛利润占比达 59%，美妆毛利润占比 38%。

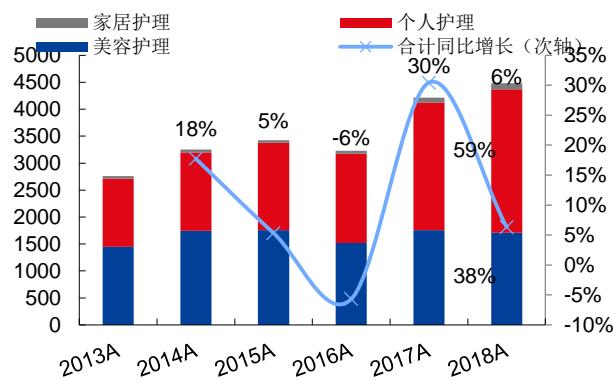
图 2: 上海家化分品类营收情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

注: 追溯调整 2017 年。

图 3: 上海家化分品类毛利润情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

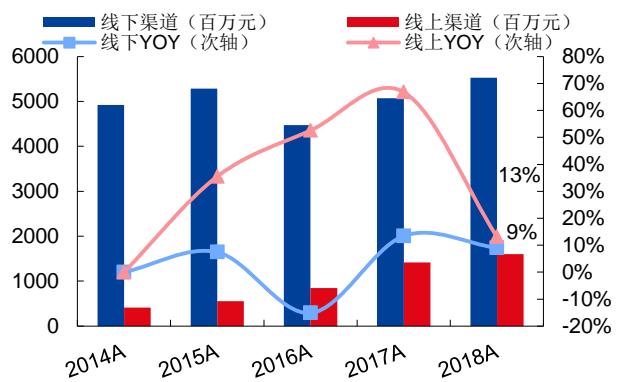
注: 追溯调整 2017 年。

1.3 线上增速明显放缓, 占比达 22%

2018 年线上线下营收增速均放缓。线上营收增长 13.1%, 线下营收增长 9%。

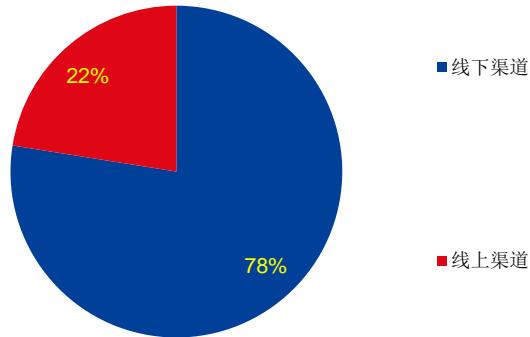
目前线下仍然是主要渠道, 但线上占比已达 22%, 对公司业绩已有较大影响。

图 4: 上海家化分渠道营收情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 5: 上海家化分渠道营收占比



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

二、行业层面

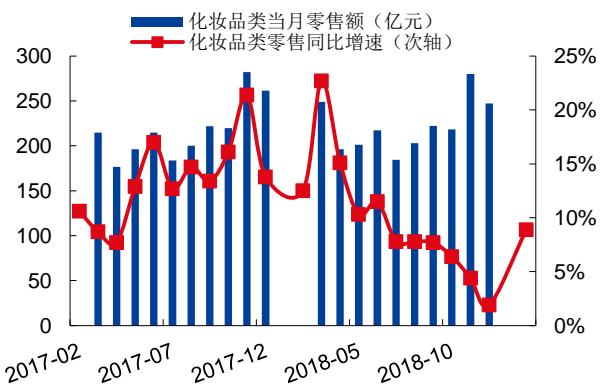
2.1 美妆个护市场持续较快发展

短期来看, 前 2 月限额以上化妆品零售增速回升。2018 年下半年以来, 限额以上化妆品零售增速由双位数下降至个位数, 并于 2018 年 12 月降至 1.9%。2019 年前 2 月, 化妆品限额以上零售增速回升至 8.9%, 或存在增速回暖趋势。

长期来看，我国美妆个护市场有望继续保持较快增速。据公司公告，Euromonitor 数据显示，我国美妆个护市场份额有望由 2017 年的 3616 亿元提升至 2022 年的超 5300 亿元。美妆个护市场有望持续较快增长，年复合增速约 8.1%。

典型品类 2017 年至 2022 年复合增速基本维持 2012 年至 2017 年趋势。护肤品保持 8% 左右的年复合增速，彩妆年复合增速由 13.7% 微降至 13.3%，洗浴产品年复合增速由 4.9% 微升至 5.2%。

图 6：我国限额以上化妆品类零售情况



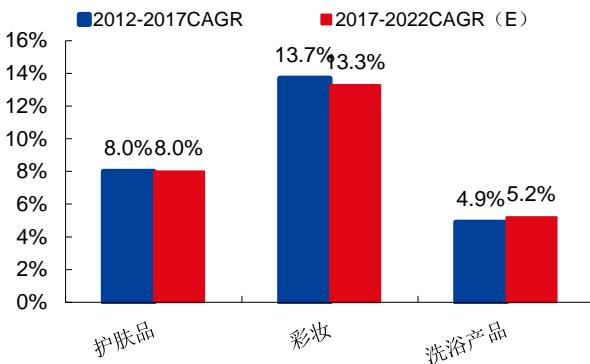
资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 7：我国美妆个护市场规模示意图



资料来源：公司公告，Euromonitor，华金证券研究所

图 8：我国美妆个护部分品类年复合增速情况

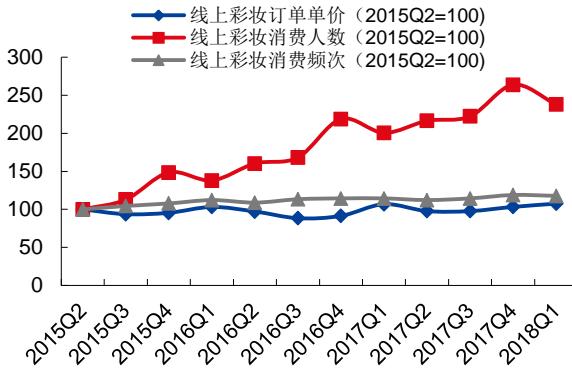


资料来源：公司公告，Euromonitor，华金证券研究所

2.2 线上市场推动化妆品行业 2017 年双位数增长

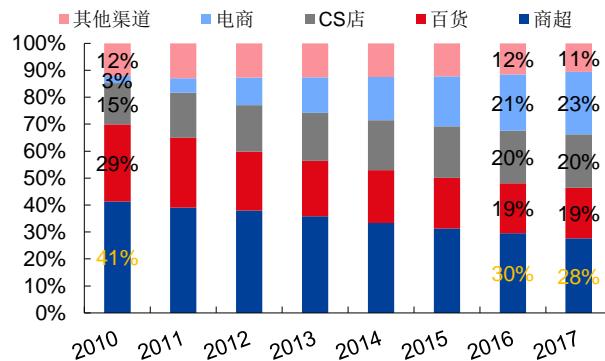
近年来线上渠道消费人数较快提升，电商渠道市场占比快速提升：近年来，我国线上渠道彩妆消费单价及消费频次大致稳定，线上渠道消费人数随线上渠道渗透率提升以及中高端品牌的广告投入较快提升，据搜狐网，阿里数据显示，2017 年 4 季度，线上彩妆消费人数已达 2015 年 2 季度的约 2.5 倍。线上消费人数的快速增长，推动电商渠道市场份额快速提升，占比已由 2010 年的 3% 快速提升至 2017 年的 23%。

图 9：近年来线上彩妆品类消费示意图



资料来源：搜狐网，阿里数据，华金证券研究所

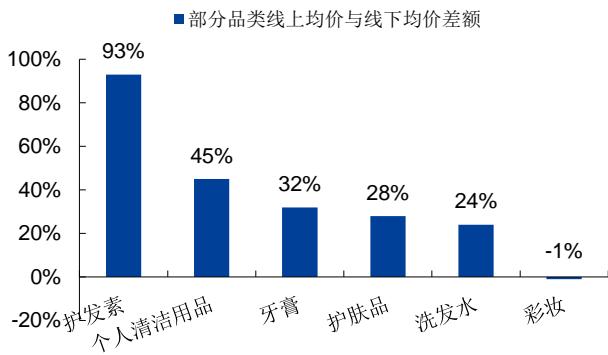
图 10：2010 年至 2017 年我国化妆品市场渠道分布情况



资料来源：EMIS，华金证券研究所

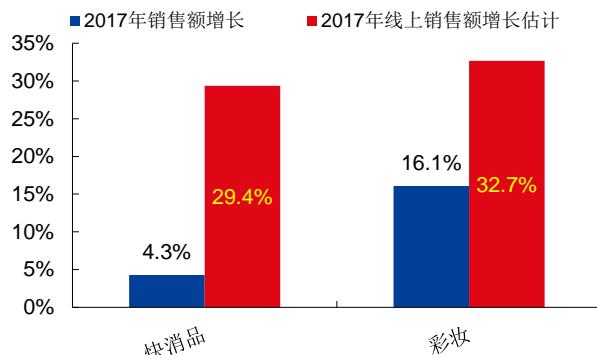
叠加线上档次升级，2017 年至 2018 年上半年化妆品取得双位数增长：据凯度，2015 至 2017 年我国快消品线上渠道平均促销力度明显高于线下渠道，但从平均售价看，2016 年典型个护品类线上渠道平均售价高于线下渠道平均售价，如线上护发素均价较线下高 93%，护肤品高 28%。这意味着我国个护化妆品类中，线上渠道的消费档次高于线下渠道。线上渠道消费人数快速增长，叠加线上档次升级，2017 年我国线上彩妆销售额增速达 32.7%，明显高于整体的 16.1% 的增长，线上渠道较快扩张，推动 2017 年至 2018 年上半年化妆品取得双位数增长。

图 11：2016 年典型个护品类线上平均售价与线下平均售价差异



资料来源：凯度，华金证券研究所

图 12：2017 年快消品及彩妆线上销售额增长情况



资料来源：凯度，华金证券研究所

2.3 化妆品行业市场格局较为分散，国外品牌主导

目前我国日化品类市场集中度较为分散。据公司公告，Euromonitor 数据显示，2017 年市场 CR4 与 CR8 分别为 24.2% 与 34.1%。2012 年至 2017 年，日化品类集中度存在降低趋势，市场 CR4 由 27.0% 降低至 24.2%。

其中化妆品类市场集中度持续降低。据 EMIS，Euromonitor 数据显示，2012 年至 2017 年，我国化妆品市场 CR5 由 33% 降低至 27%，CR10 由 45% 降低至 39%，我国化妆品类市场集中度存在降低趋势。

2017 年国外品牌占据化妆品主导地位。目前国外品牌占据化妆品类市场较大份额，市占率前十公司中，国内公司有上海上美、百雀羚、伽蓝集团，分别位居第 6、第 9 和第 10。市占率前十公司中，国内公司市占率合计 7.1%，接近市占率前十公司合计市占率 39.4% 的五分之一。

图 13：我国日化品类市场集中度情况

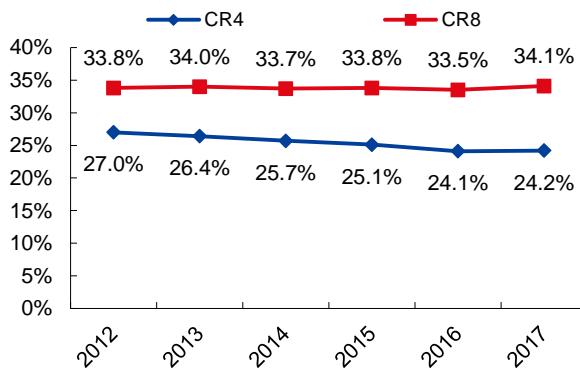
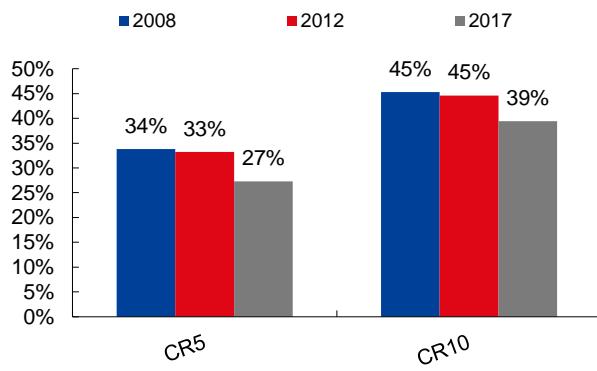


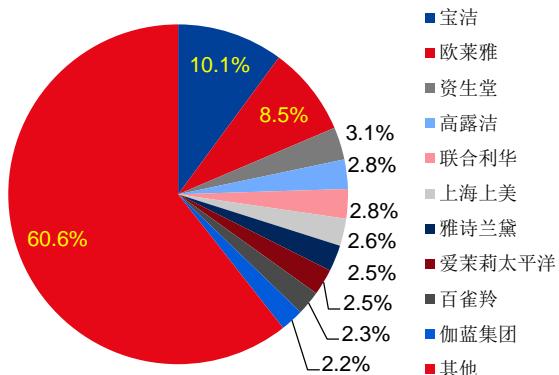
图 14：我国化妆品类市场集中度情况



资料来源：公司公告，Euromonitor，华金证券研究所

资料来源：EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

图 15：2017 年我国化妆品类前十公司市场份额情况



资料来源：EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

2.4 国产化妆品品牌迎发展契机

中国消费者不再偏好海外品牌商品。据麦肯锡 2018 年调研，美妆个护品类中，中国消费者不再偏好海外品牌商品。其中个人护理品类，近八成消费者偏爱或者略偏爱国内品牌；面部保湿产品、粉底霜品类，近七成消费者偏爱或者略偏爱国内品牌；彩妆品类中，偏爱国外品牌及偏爱国内品牌的消费者各占一半。

消费者对国产品的偏好，推动国产品牌市占率提升。据 EMIS, Euromonitor 数据显示，化妆品市占率 20 的国内企业合计市占率逐步提升，已由 2012 年的 3.9% 增长至 2017 年的 10.3%。国产化妆品品牌迎来发展契机。

图 16: 中国消费者对不同消费品类的原产地偏好

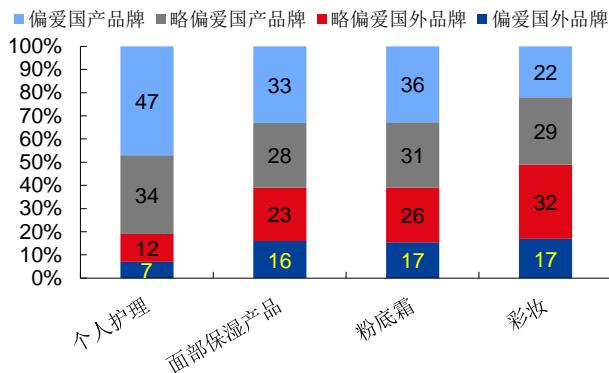


图 17: 我国化妆品市占率前 20 中国内企业市占率合计



资料来源: 搜狐网, 麦肯锡, 华金证券研究所

资料来源: EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

三、公司层面

3.1 公司分品类情况

3.1.1 个人护理业务

个护业务简介: 按照 2018 年上海家化品牌分类, 上海家化的个人护理业务主要包括六神、高夫、启初、汤美星等品牌, 覆盖日化用品、男士护肤、婴儿洗护、婴儿喂哺品类的大众到中高端市场。

表 1: 上海家化个人护理业务主要品牌简介

	六神	高夫	启初	汤美星
诞生年份	1990 年	1992 年	2013 年	1965 年
品牌定位	大众	大众	大众	中高端
产品品类	日化用品	男士护肤	婴儿洗护、护肤品	婴儿喂哺、安抚和清洁
主要系列	花露水、沐浴露、香皂、洗手液等	护肤品、沐浴露等	婴儿沐浴露、面霜、保湿露等	奶瓶、奶嘴等
品牌愿景	致力于提供以东方之道, 解决大众消费者夏季问题的个人护理品牌, 让消费者获得由身到心的清新、舒爽, 尽享夏日的美好快乐。	致力于为 19-35 岁中国男士提供优质的个人护理解决方案, 在帮助他们提升个人形象的同时, 让他们增强自信、勇敢做自己。	秉承“取自然之初, 育生命之初”的品牌理念, 致力于成为中国专业的婴幼儿个人护理品牌。	让更多中国妈妈用自己喜爱的方式哺育宝宝, 乐享轻松育儿。

产品示意图

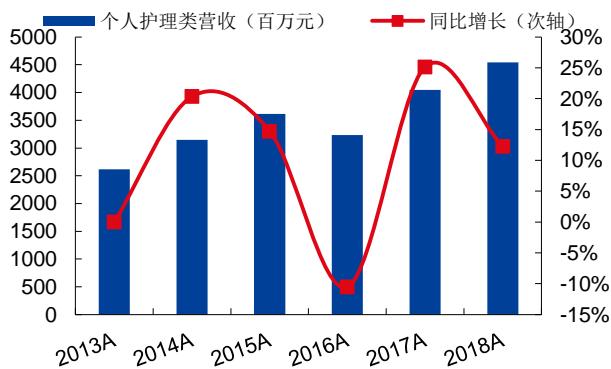


资料来源: 公司公告, 公司官网, 华金证券研究所整理

个护原业务 2017 年增速回暖。2016 年至 2018 年，个人护理类（洗护类）营收增速分别为 -10.5%、25.1%、12.3%。2016 年至今，终止花王代理业务后毛利率提升。

2017 年营收增速受并表汤美星、花王代理终止因素影响。其中并表汤美星带来营收 14 亿元，约占 2016 年的 44%。2016 年代理花王贡献营收 9.5 亿元，约占 2016 年的 29%。若剔除影响因素，2017 年个护营收由 2016 年的 23 亿元增长至 26 亿元，增速约为 13.6%，增速已回暖。

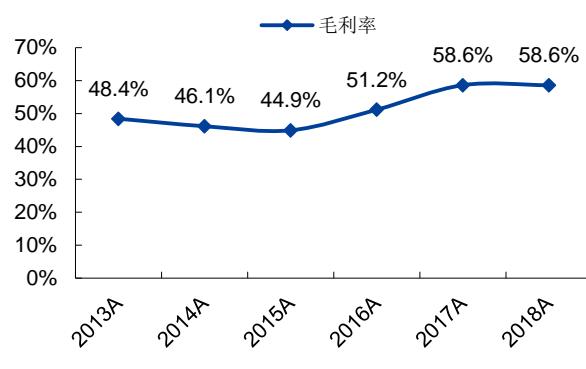
图 18：个人护理业务营业收入及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：追溯调整 2017 年数据。2017 年并购汤美星推升营收增速。

图 19：个人护理业务毛利率情况

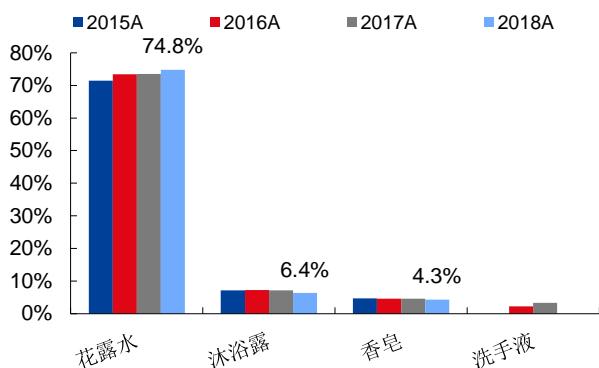


资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：追溯调整 2017 年数据。

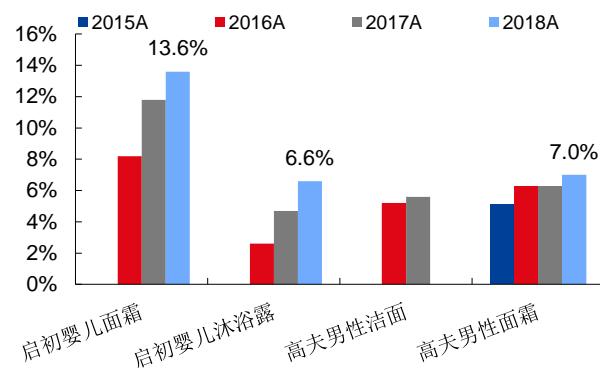
原有品牌市占率稳步提升，个护原业务有望稳健增长。六神品牌为花露水绝对龙头，品牌竞争力有望辐射其他品类，花露水品类市占率超 70%且继续提升，沐浴露排名第 4，香皂排名前三。启初品牌维持婴儿面霜及婴儿沐浴露的市场第二名，市占率快速提升，2016 年至 2018 年，启初品牌婴儿面霜市占率由 8.2% 提升至 13.6%，婴儿沐浴露市占率由 2.6% 提升至 6.6%。高夫品牌在男性面霜中具有优势，目前排名第四，近年来市占率持续提升，市占率由 2015 年的 5.1% 逐步提升至 2018 年的 7.0%。各品牌典型品类市占率不断提升，叠加护肤品、洗浴产品行业 5% 至 8% 的年复合增长，个护原有品牌有望保持稳健增长。

图 20：六神品牌线下除百货渠道部分品类市占率



资料来源：公司公告，尼尔森，华金证券研究所

图 21：启初、高夫品牌线下除百货渠道部分品类市占率

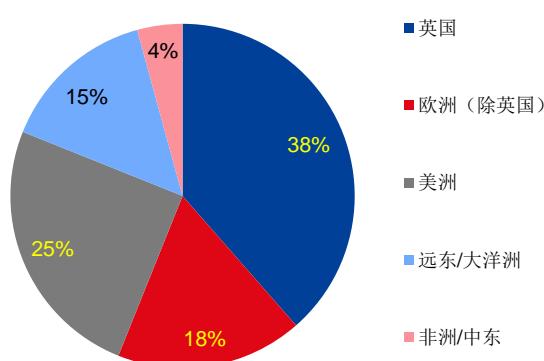


资料来源：公司公告，尼尔森，华金证券研究所

并购后汤美星净利润回暖超预期。2017 年，上市公司出资近 20 亿元从集团公司收购汤美星。汤美星是英国婴儿护理市场领导者，在欧洲，美洲以及澳大利亚具有影响力，2016 年，英国、

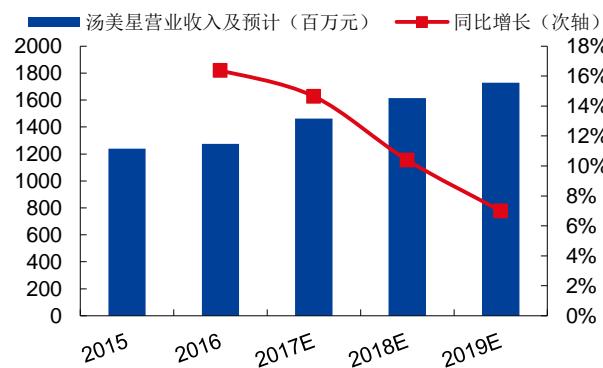
美国市占率约 40%、4%。2018 年，美国区、中国区收入增长推升营收，英国区提价及减少促销推升毛利率，净利润回暖超预期。

图 22：2016 年汤美星分区域营收情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

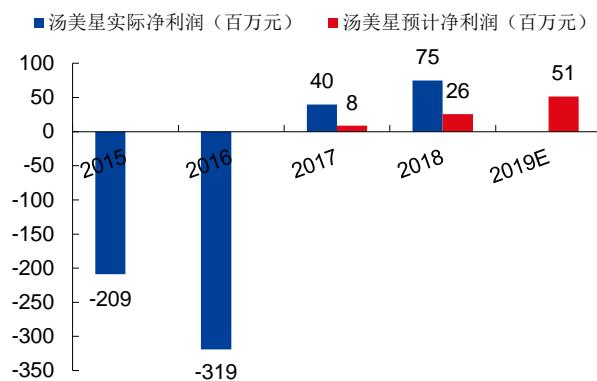
图 23：汤美星营业收入及其预测



资料来源：公司公告，Wind，华金证券研究所

注：上图中 2016 年增速为英镑计的数据。

图 24：汤美星预计净利润及实际净利润

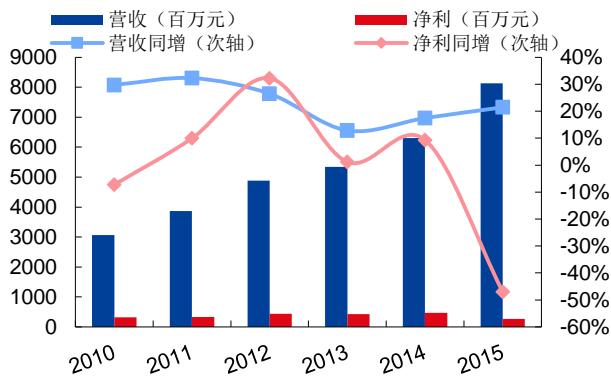


资料来源：公司公告，Wind，华金证券研究所

目前公司董事长为张东方女士。张女士于 2016 年 11 月加盟上海家化，2010 年至 2015 年担任维达国际（3331.HK）行政总裁。再之前，张女士曾任芬美意集团（瑞士）的高级管理职务，包括北亚日化香精副总裁以及大中华区董事总经理等。

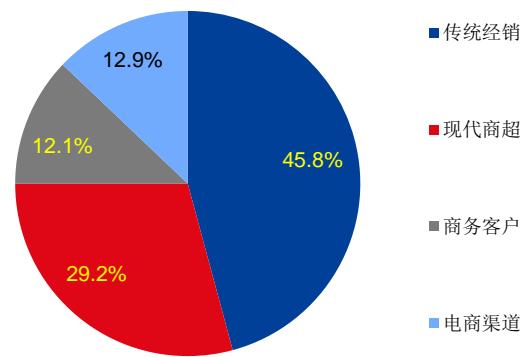
维达国际 2010 年至 2015 年营收增速稳健。营收年复合增速约 22%。2015 年净利润下滑，主要源于美元负债敞口叠加 811 汇改后人民币贬值，公司年末汇兑净损失 2 亿港元。2010 至 2014 年净利润年复合增速约 11%。

维达国际营收主要源于纸巾业务，2015 年渠道主要为线下经销及商超，与上海家化个护业务类似。快消品经验使个护业务 17 年营收增速回暖，有望持续助力个护增长。

图 25：维达国际营业收入及归母净利情况


资料来源: Wind, 华金证券研究所

注: 2015 年的净利润下滑主要源于美元负债敞口叠加人民币汇率贬值。

图 26：2015 维达国际分渠道营收情况


资料来源: 维达国际公司公告, 华金证券研究所

3. 1. 2 美容护肤业务

美容护肤业务简介。按照 2018 年上海家化品牌分类, 上海家化的美容护肤业务主要包括佰草集、美加净、双妹、玉泽等品牌, 覆盖护肤品、彩妆、香水、医学护肤品品类的大众到中高端市场。

表 2：上海家化美容护肤业务主要品牌简介

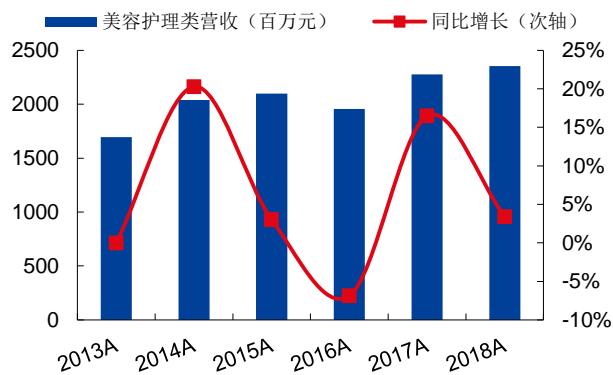
	佰草集	双妹	玉泽	美加净
诞生年份	1998 年	1898 年	2009 年	1960 年
品牌定位	中高端	高端	大众	大众
产品品类	护肤品、彩妆等	彩妆、香水等	医学护肤品	护肤品
主要系列	太极系列、新玉润、新七白等	玲珑保湿、玉容系列等	皮肤屏障修护、清痘调护系列	雪耳珍珠、润唇系列等
品牌愿景	以“平衡之道”为精髓, 平衡肌肤与身心, 缔造肌肤根源之美。	全方位演绎“东情西韵 尽态极妍”的现代都会女性形象, 彰显极具个性、融汇东西的女性风采。	致力于从根源上解决皮肤屏障受损引起的脱屑、干痒、皴裂、粗糙、粉刺、刺痛、泛红等多种肌肤问题	将东方的本真之美赋予每一位大众女性, 让她们焕发清新自然本真之美。

产品示意图


资料来源: 公司公告, 公司官网, 华金证券研究所

美妆业务 18 年个位数增长。2016 至 2018 年, 美妆业务营收增速分别为 -6.9%、16.5%、3.4%, 2018 年增速放缓。2014 年至今, 公司美容护肤业务毛利率由 86% 降至 73%。主要源于市场竞争加剧, 以及公司美妆产品销售结构变化。

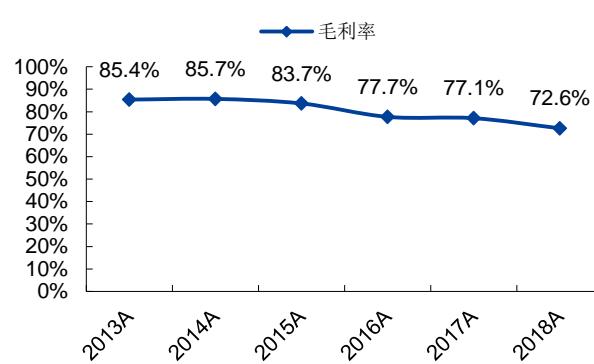
图 27: 美容护肤业务营业收入及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：追溯调整 2017 年数据。

图 28: 美容护肤业务毛利率情况



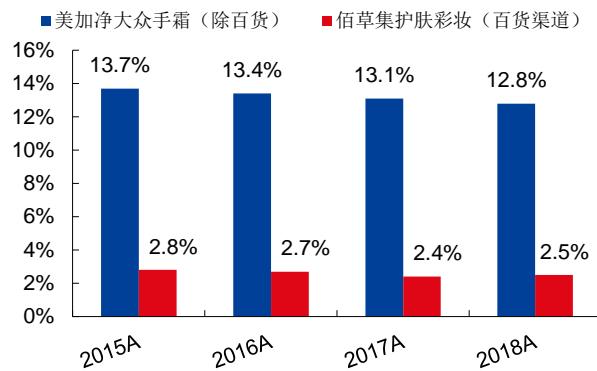
资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：追溯调整 2017 年数据。

上海家化在化妆品市场激烈的竞争中占据一席之地。据 EMIS, Euromonitor 数据显示，2017 年公司大众护肤品市场占有率约 2.8%。据中怡康，佰草集品牌在百货渠道的护肤彩妆排名第十二。据尼尔森，美加净品牌在大众手霜市场市占率约 13%，排名第一。

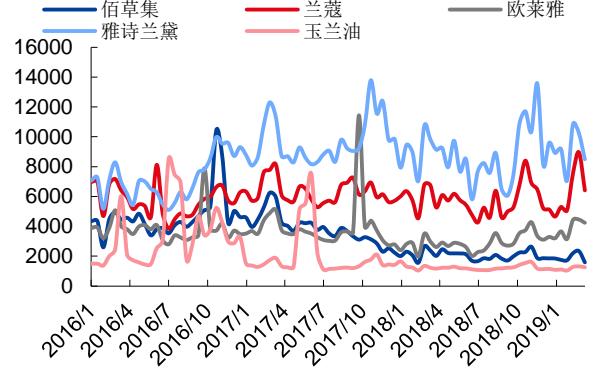
美妆自主品牌佰草集具有较强品牌力。2016 年中国文化受消费者青睐，佰草集新七白系列结合传统文化底蕴与时尚元素，演绎“中国白·国际范”。2016 年至 2017 年上半年，佰草集百度搜索关注度一度超越欧莱雅，接近兰蔻，具有较强品牌力。

图 29: 佰草集、美加净线下渠道部分品类市占率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 30: 佰草集等品牌百度搜索关注情况



资料来源：百度指数，华金证券研究所

注：数据为周度平均值。百度指数已经过脱敏处理，应参考定性关系。

3.2 上海家化经营变化

3.2.1 品牌变化：佰草集针对消费者需求梳理产品线

过去，佰草集以渠道以及产品价格带为基准，设立太极、金研、理护、基础四大系列。目前公司依据年龄阶段所对应的人生历程，划分四个消费者人群。依据消费者需求所制定的产品线，更加贴近消费者，有望带动品牌复苏。

表 3：佰草集产品线梳理示意图

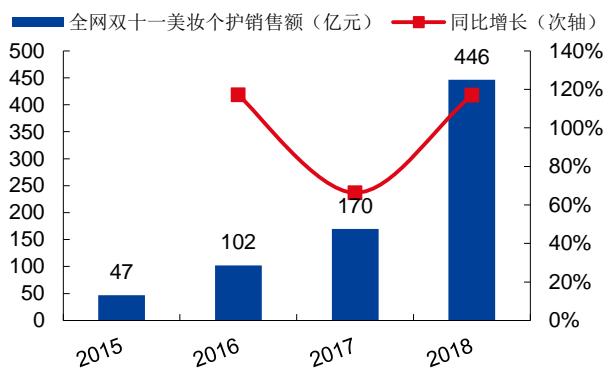
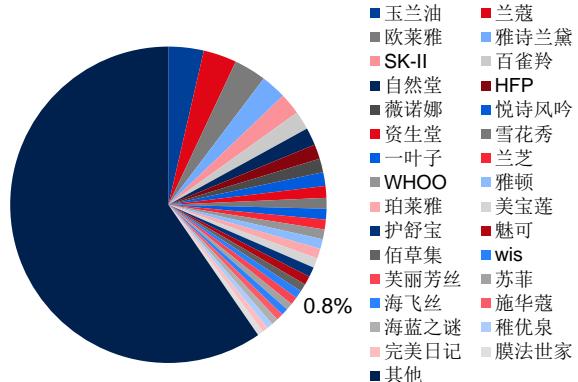
消费人群	18~23岁	25岁以上，单身	25岁以上，已婚	30岁以上
人生阶段	学生或初入社会，渴望展现自己	追求升迁和职场表现，也开始渴望拥有稳定的交往和关系。	已婚，开始做准妈妈或妈妈，开始稳定。	职场中高阶经理。家庭事业有成。
护肤需求	皮肤更亮眼（美白、保湿、祛痘等）	妆龄更长，开始出现细纹，有轻熟肌的逆龄护肤需求。	追求适合敏感肌肤的安全天然产品、医美级护理产品。	多方面抗老需求，追求高端有效的护理产品。
对应产品线	“新”系列（新七白/新玉润）	“金”系列（凝/御）	“敏”系列（舒敏）	“极”系列（太极）

资料来源：华金证券研究所整理

3.2.1 渠道变化：优化电商渠道，双11取得较快增长

2018年公司线上渠道增速约13%。线上渠道增速低于实物商品网上零售增长25%。与平安集团相关的特殊渠道2017、2018年销售额分别为1.3亿元与1.2亿元，占公司线上渠道比例低于10%。

公司持续优化电商渠道，引入经验丰富的电商运营商。公司线上渠道四季度已有好转迹象。双11期间，公司天猫GMV与全网GMV增速分别达到30%、40%。旗下佰草集品牌天猫双11美妆个护销售排名第21。据维恩咨询，佰草集品牌占据2018年天猫双11美妆个护市场约0.8%的份额，销售额约1.21亿元。

图31：近年来全网双11美妆个护品类销售额

图32：2018年天猫双11美妆个护品牌市占率


资料来源：赢商网，网易，数据威，中商产业研究院，华金证券研究所

资料来源：亿邦动力网，维恩咨询，华金证券研究所

注：第三方统计口径或存在差异，数据或存误差。

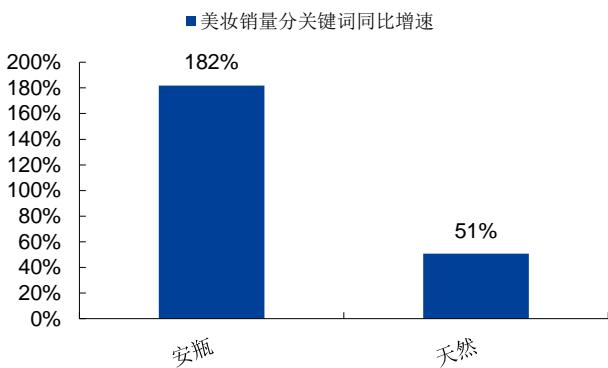
3.2.3 营销变化：佰草集重新结合流行的科技元素

近年来，美容护肤存在科技化趋势，消费者更信赖科技成果。英敏特调查显示，发达国家消费者对“科技背书”相当信任。在中国，过半消费者认为有数据或者是科技成果体现美妆产品有效，最能体现产品的高品质。安瓶精华指全密封小容量、无菌真空包装下的护肤品，包装一般为

2ml 一支。据京东数据，2017 年美妆销量中安瓶增长 182%，天然增长 51%，美容护肤正向科技化倾斜。

玉兰油小白瓶乘科技之风，成功打造爆款。运用玉兰油4大专利成份，抑制黑色素生成。2017年双11，小白瓶单日销量43万支，线上精华单品销量第一。小白瓶带动下，玉兰油成为双11全网个护销售额第五的品牌。

图 33: 2017 年美妆销量分关键词同比增速



资料来源：京东消费研究，华金证券研究所

图 34: 玉兰油小白瓶产品宣传图



资料来源：玉兰油中文官网，华金证券研究所

注：玉兰油王牌抑黑分子为 *Sepwhite* (十一碳稀酰基苯丙氨酸)、*Niacinamide* (烟酰胺/维他命 B3)、*Inosiyol* (天然肌醇)、*HD 噪黑因子*

佰草集重新结合科技元素。之前，佰草集主要定位于中草药、汉方等传统元素。目前佰草集结合科技元素，重定位于中草药+先进科技。

19年计划推广冻干面膜。冻干面膜采用冷冻干燥技术，将高浓度精华原液在-196 至-40 摄氏度的环境下瞬间冷冻，在无菌环境中，通过真空干燥，将活性成分脱水至固态，驻留新鲜有效的活性精华。该技术使冻干面膜附着 38 倍高浓缩草本精华，3 年长期保鲜。

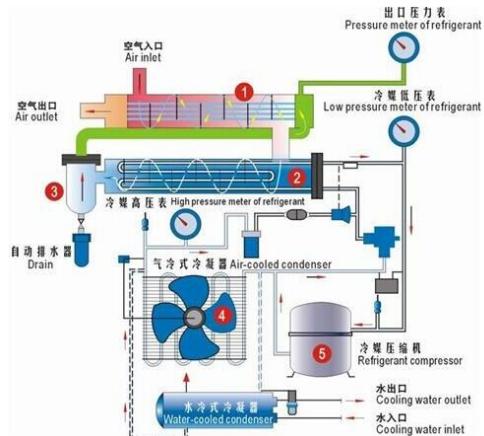
冻干面膜跟随科技元素流行趋势，集品牌之力打造明星单品，类似玉兰油小白瓶单品战略，有望带来佰草集品牌提升。

图 35: 百草集冻干面膜产品示意图



资料来源：佰草集天猫旗舰店，华金证券研究所

图 36: 典型冷冻干燥设备原理示意图



资料来源：DPC 气动，华金证券研究所

3. 2. 4 营销变化：跨界导流助力六神、美加净年轻化

随着行业相互渗透，品牌跨界合作愈演愈烈。例如太平鸟可口可乐联名款衬衫，佰草集与国漫罗小黑合作的特别版白泥。

2018年9月，美加净与大白兔合作推出“大白兔奶糖味保湿滋润唇膏”。大白兔润唇膏单支净含量3克，天猫旗舰店售价48元。大白兔诞生于1959年，是众多消费者心中的奶糖国民品牌。借助大白兔品牌力，美加净关注度较快提升。美加净品牌百度指数有6至8月的平均370提升至9至11月的平均710。

六神、美加净持续年轻化。通过与年轻化IP合作，拉进与年轻消费者的距离，六神、美加净正持续年轻化。

图 37：美加净与大白兔合作润唇膏产品示意图



资料来源：百度图片，华金证券研究所

图 38：美加净百度指数情况



资料来源：百度指数，华金证券研究所

注：数据为周度平均值。百度指数已经过脱敏处理，应参考定性关系。

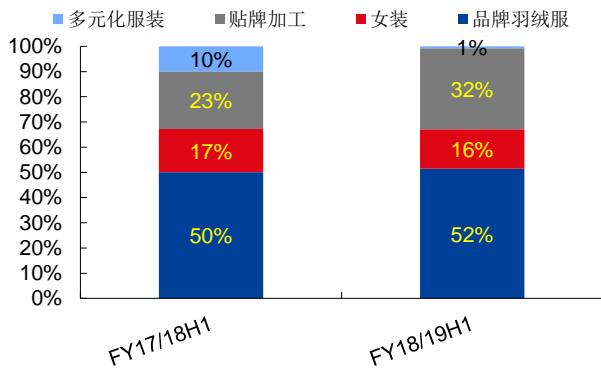
3. 3 相关品牌复苏印证

3. 3. 1 具有历史底蕴的波司登复苏

波司登是历史悠久的国产羽绒服品牌。成立于1976年，专注羽绒服42年。2015年，专业羽绒公司市场中市占率第一。

2017年来波司登逐步进行品牌重塑。品牌端，品牌重新定位于“羽绒服专家”，业务聚焦羽绒品类。产品端，顺应羽绒品类消费升级趋势，并向上拓展商品价格带。渠道端，优化渠道结构、升级店面形象，并新设立线下旗舰店。营销端，入选国家品牌计划，纽约时装周等走秀等。

图 39: 波司登营业收入品类结构



资料来源: 波司登公司公告, 华金证券研究所

图 40: 波司登纽约时装周走秀示意图

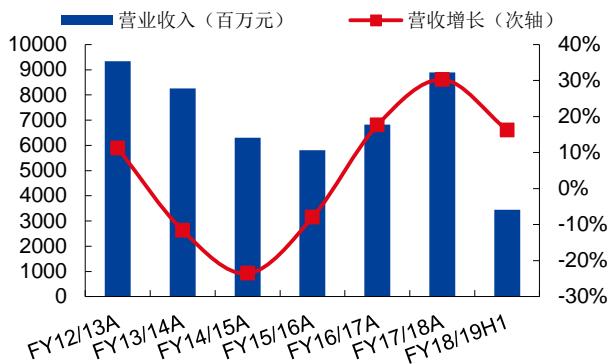


资料来源: 百度图片, 华金证券研究所

波司登贴近消费者的品牌重塑, 推动业绩回暖。17/18 财年, 公司营收、净利增速回暖。18/19 财年, 截止 2 月 25 日, 波司登品牌羽绒服累计销售额已超百亿元, 同比增长超 35%。

具有品牌力的国产品牌, 品牌重塑后有望复苏。佰草集与波司登均为具有历史底蕴的国产知名品牌。核心经营理念均转向以消费者需求为导向。同样在品牌、产品、定位、营销等多方面进行调整。类似于波司登, 历史品牌力有望助力佰草集的品牌调整, 为公司业绩带来积极影响。

图 41: 波司登营业收入及其增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 42: 波司登归母净利及其增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

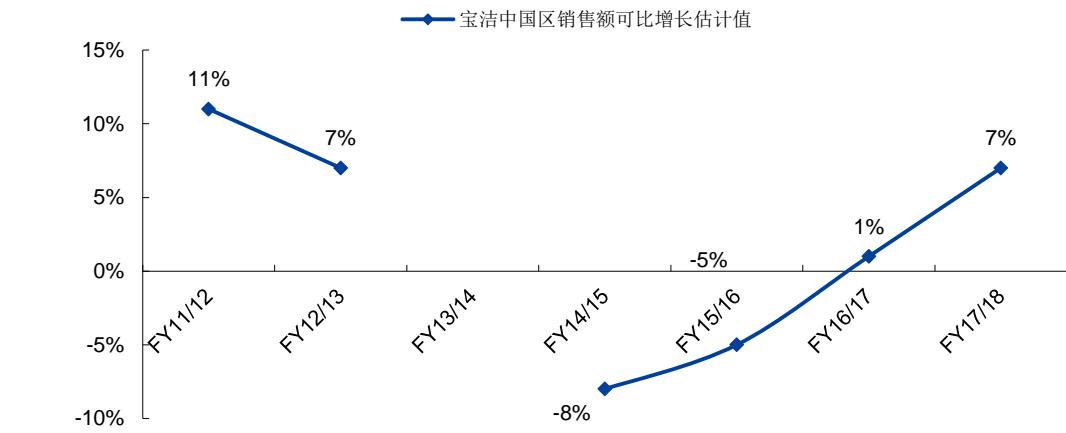
3.3.2 玉兰油展示化妆品品牌复苏路径

宝洁中国可比销售额于 2015 年前后下滑, 并于 2016 年下半年逐步复苏。玉兰油中国区表现类似, 2015 年上半年百货渠道中下滑 18.5%, 2017 年逐步实现双位数增长, 四季度增速达 30%。

三个主要策略导致玉兰油中国区复苏。2015 年四季度, 玉兰油品牌产品线调整。削减定位不符或者是销量不佳的粉刺、去角质等皮肤护理产品线, 美国玉兰油种类精简至约 120 款。玉兰油中国区营销紧缩, 控制成本。营销紧缩主要是集中财力和精力, 在数字渠道中, 将核心品牌向 Z 世代消费群体推广, 重塑品牌形象。同时玉兰油升级核心产品, 选择科技元素小白瓶系列, 打造爆款, 并于 2017 年“618”取得天猫京东个护美妆前 3 的成绩。

玉兰油中国区的复苏, 说明中国区化妆品品牌, 在产品线更加贴近消费者, 选择契合消费者的营销渠道, 并升级产品打造爆款后, 有望运用一年半的时间, 重拾双位数增长。

图 43：宝洁公司中国区销售额可比增长估计



资料来源：好奇心日报，聚美丽，品观网，华金证券研究所

注：宝洁财年起始于前年 7 月，结束于本年 6 月。

表 4：2016、2017 年部分大促美妆个护销售额榜单

	2016 “双 11”	2017 “618” 天猫	2017 “618” 京东美妆	2017 “双 11”
1	百雀羚	欧莱雅	欧莱雅	百雀羚
2	自然堂	玉兰油	妮维雅	自然堂
3	欧莱雅	SK-II	玉兰油	雅诗兰黛
4	兰蔻	兰蔻	韩束	兰蔻
5	一叶子	HomeFacialPro	SK-II	玉兰油
6	美宝莲	悦诗风吟	美宝莲	SK-II
7	SK-II	自然堂	一叶子	欧莱雅
8	佰草集	雅诗兰黛	御泥坊	施华蔻
9	卡姿兰	百雀羚	曼秀雷敦	一叶子
10	美迪惠尔	珀莱雅	自然堂	膜法世家

资料来源：中商产业研究院，亿邦动力网，京东超市，华金证券研究所

注：双 11 口径为全网。

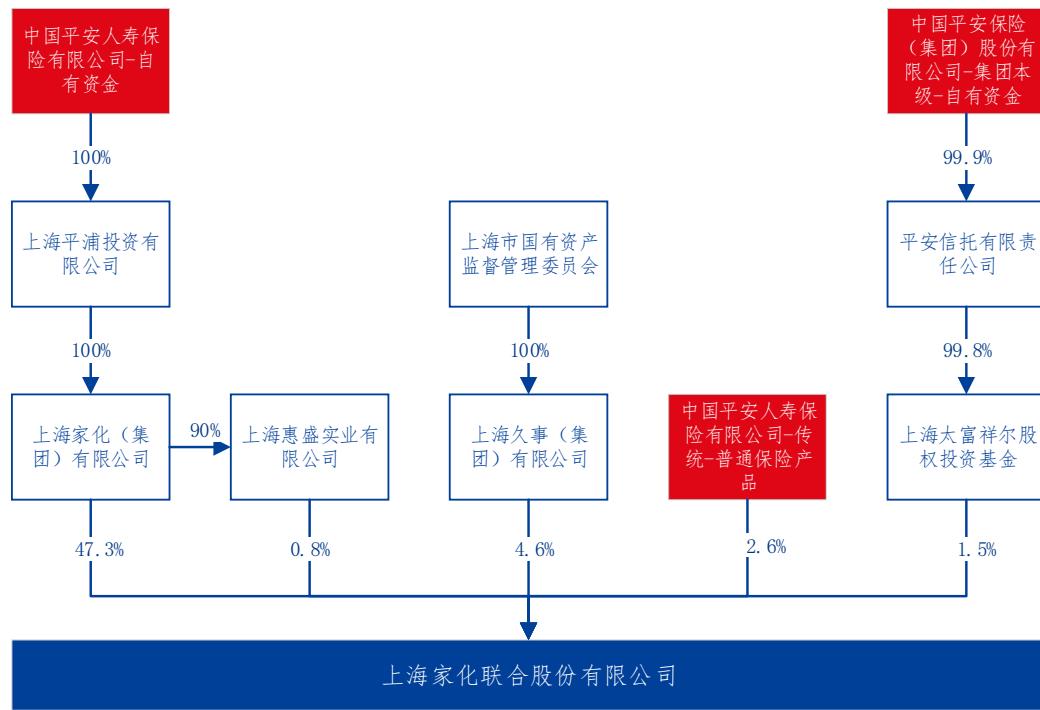
四、财务及盈利预测

4.1 股权结构：中国平安为公司实控人

2011 年中国平安成为公司实控人。该年 11 月，上海国资委与中国平安签署《产权交易合同》，中国平安通过平浦投资持有家化集团 100% 股权。

目前，中国平安间接持有公司 47.3% 股权。并有平安系保险产品、理财产品购买公司股权。

图 44: 上海家化股权 2018 年年报股权结构情况

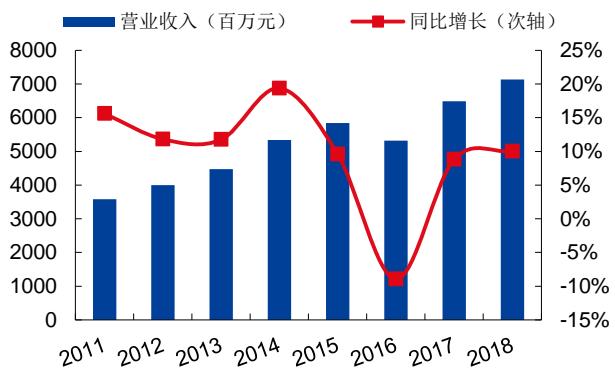


资料来源: Wind, 企查查, 华金证券研究所

4.2 营收净利: 近两年公司营业收入稳步增长

近两年公司营业收入稳步增长, 增速保持在 10% 左右。2015、2016 年公司净利润出现较大变动。2015 年, 公司投资净收益 17.87 亿元, 占营业利润的 70%。主要是出售江阴天江 23.84% 股权给中国中药, 增加净利润 14.73 亿元。2016 年公司净利润下降, 一是整体国内化妆品销售增速放缓, 传统商超和百货增速明显放缓, 二是大型外资品牌持续加大市场营销投入, 公司销售费用继续提升, 三是 2015 年的投资收益高基数。

图 45: 上海家化营业收入及其增长



资料来源: Wind, 华金证券研究所

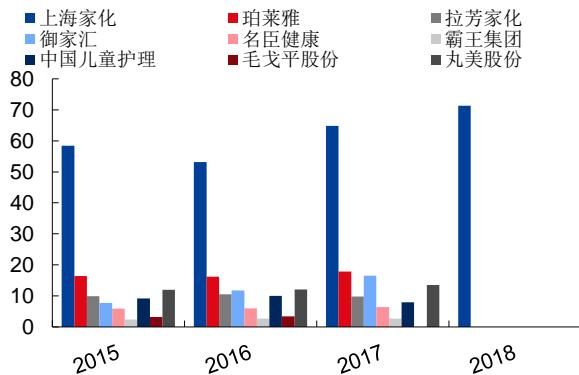
图 46: 上海家化归母净利及其增长



资料来源: Wind, 华金证券研究所

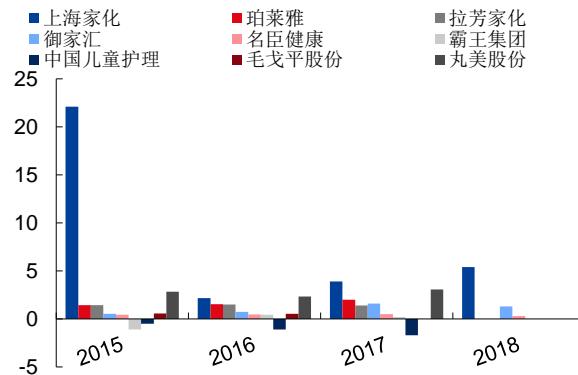
对比 A 股、H 股上市公司中贴近日化品牌的公司, 上海家化营业收入、净利润具有规模优势。

图 47: 部分国内(拟)上市化妆品品牌公司营收情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

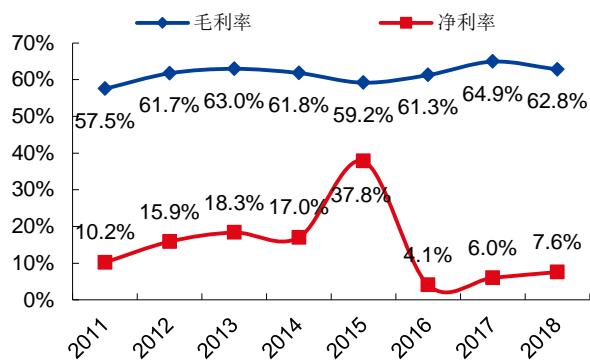
图 48: 部分国内(拟)上市化妆品品牌公司净利润情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

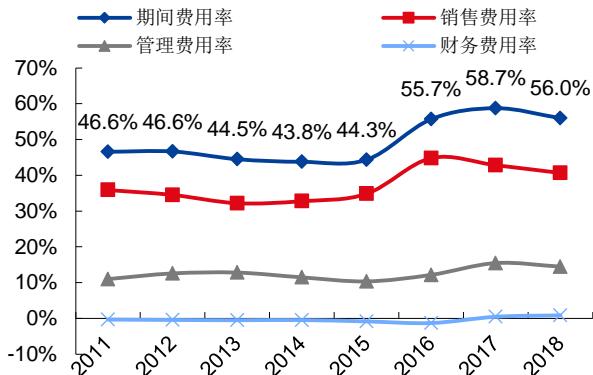
利润率方面, 近年来公司毛利率基本稳定在 60%~65% 区间内, 净利率有较大波动, 主要受公司投资净收益等因素影响。近三年来看, 公司净利润率持续提升, 由 2016 年的 4.1% 增至 2018 年的 7.6%。费用率方面, 营销类费用由 15 年的 13 亿元提升至 16 年的 16 亿元, 导致公司销售费率提升。

图 49: 上海家化利润率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 50: 上海家化费用率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

对比上海家化及部分 A 股、H 股日化品牌相关上市公司, 上海家化毛利率与珀莱雅类似, 在日化品牌公司中处于较高水平, 但公司净利率与珀莱雅比较低, 2018 年上海家化与珀莱雅净利率分别为 7.57% 与 12.14%, 上海家化净利率有存在提升空间。

图 51: 部分国内(拟)上市化妆品品牌公司毛利率情况

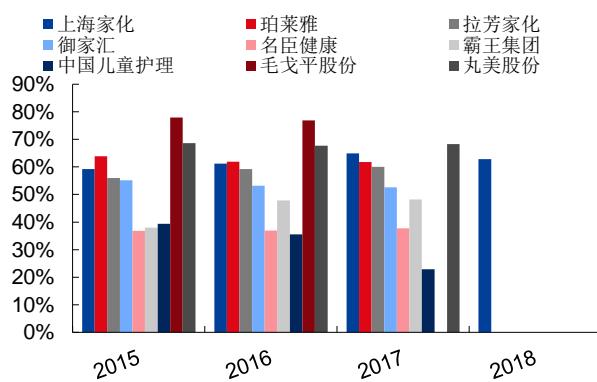
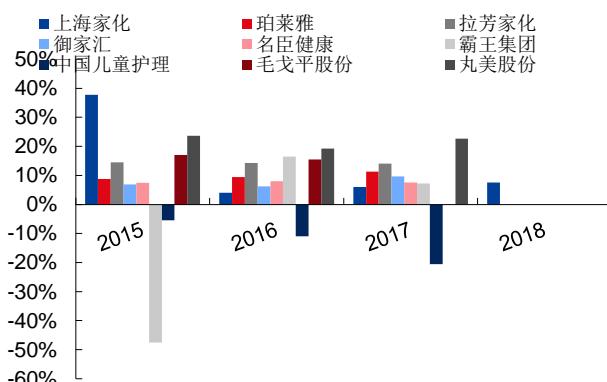


图 52: 部分国内(拟)上市化妆品品牌公司净利率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

4.3 研发投入: 研发支出稳步提升

研发先行是公司的基调之一, 近三年公司研发支出稳步提升。2018 年公司开展 39 项研究项目, 新增 15 项, 发明专利申请 15 项, 授权 11 项。

营收规模优势, 使上海家化在 A 股化妆品上市公司中, 研发支出较大。2017 年公司研发支出 1.6 亿元, 是珀莱雅 4 千万的近 4 倍。与国际公司相比, 上海家化研发投入仍然较小。研发支出占营收稳定, 较可比公司略低。公司目前研发支出占营收保持在 2.3% 左右, 较拉芳家化与欧莱雅略低。

图 53: 部分化妆品品牌公司研发支出情况

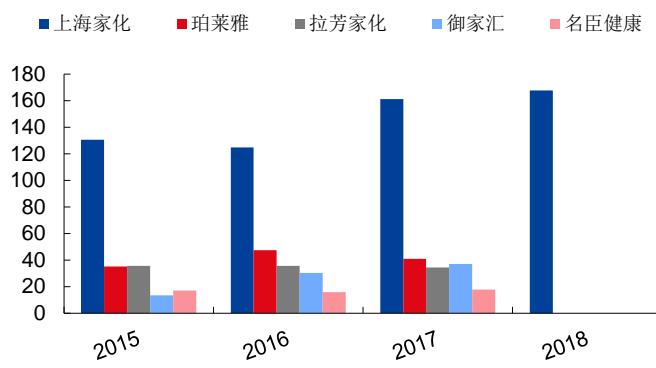
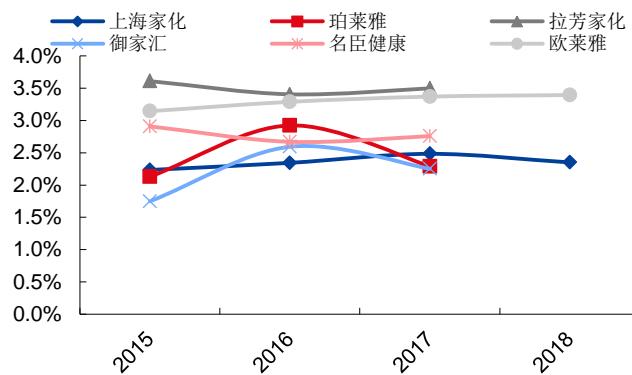


图 54: 部分化妆品品牌公司研发支出情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

4.4 期权激励: 期权激励目标增加并购预期

平安集团为公司管理层制定了激进的激励计划业绩考核目标。若公司 2019 年希望完成净利润目标, 净利润增速需要达 38% 左右, 超过以目前业绩增速推算的增速。

历史上存在大额收购, 业绩考核目标增加并购预期。2017 年公司出资 20 亿元收购汤美星, 汤美星营收占整体约 20%。

表 5: 上海家化 2018 年股票期权激励计划(草案)业绩考核目标

	营收目标(达成后行权比例为 30%)	净利润目标(达成后行权比例 70%)
第一 个行 权期	以 2017 年度营业收入为基准, 2018 年度营业收入增长率不低于 23% 或以 2017 年度营业收入为基准, 2019 年度营业收入增长率不低于 54%。	以 2017 年度净利润为基准, 2018 年度净利润增长率不低于 41% 或以 2017 年度净利润为基准, 2019 年度净利润增长率不低于 92%。
第二 个行 权期	以 2017 年度营业收入为基准, 2019 年度营业收入增长率不低于 54% 或以 2017 年度营业收入为基准, 2020 年度营业收入增长率不低于 92%。	以 2017 年度净利润为基准, 2019 年度净利润增长率不低于 92% 或以 2017 年度净利润为基准, 2020 年度净利润增长率不低于 156%。
第三 个行 权期	以 2017 年度营业收入为基准, 2020 年度营业收入增长率不低于 92%。	以 2017 年度净利润为基准, 2020 年度净利润增长率不低于 156%。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

4.5 盈利预测

根据以上分析，公司已在品牌、渠道、营销三方面进行调整，提升旗下品牌影响力，并拉进与年轻消费者的距离，有望带来个护业务的持续稳健增长，以及美容护肤业务的增速回暖。我们预计上海家化个人护理业务以及家居护理业务保持稳健增长，美容护肤业务 2019 年增速有望回暖，2020 年或将重新实现较快的业绩增速。

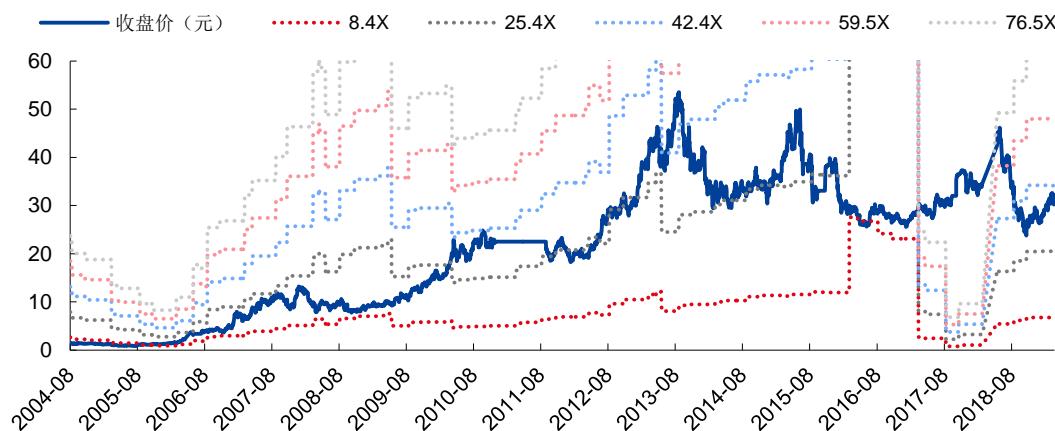
表 6：上海家化主营业务营收预测表

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
美容护理	营业收入	1955. 27	2277. 42	2355. 09	2590. 59	3108. 71	3668. 28
	增长率	-6. 88%	16. 48%	3. 41%	10. 00%	20. 00%	18. 00%
	毛利率	77. 70%	77. 12%	72. 62%	71. 00%	72. 00%	73. 00%
个人护理	营业收入	3232. 20	4044. 83	4541. 13	5222. 30	6005. 64	6786. 37
	增长率	-10. 52%	25. 14%	12. 27%	15. 00%	15. 00%	13. 00%
	毛利率	51. 17%	58. 61%	58. 58%	59. 30%	59. 30%	59. 00%
家居护理	营业收入	94. 65	165. 13	233. 14	303. 08	394. 00	492. 50
	增长率	29. 40%	74. 48%	41. 18%	30. 00%	30. 00%	25. 00%
	毛利率	59. 57%	51. 87%	46. 64%	50. 00%	50. 00%	50. 00%
其他业务	营业收入	38. 17	0. 86	8. 60	6. 02	4. 21	2. 95
	增长率	-4. 44%	-97. 74%	894. 96%	-30. 00%	-30. 00%	-30. 00%
	毛利率	78. 42%	0. 24%	33. 14%	33. 00%	33. 00%	33. 00%
合计	营业收入	5320. 28	6488. 25	7137. 95	8121. 99	9512. 57	10950. 10
	增长率	-8. 66%	21. 95%	10. 01%	13. 79%	17. 12%	15. 11%
	毛利率	61. 27%	64. 93%	62. 79%	62. 67%	63. 05%	63. 28%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

目前公司 PE (TTM) 约为 40 倍，PE (2019E) 约为 33 倍。公司 PE (TTM) 与行业公司平均类似，PE (2019E) 与珀莱雅类似。化妆品品牌上市公司标的较少，优质品牌公司溢价明显，我们预测公司 2019 至 2021 年每股收益分别为 0.96 元、1.20 元、1.45 元，净资产收益率约为 10.4%、11.9%、12.9%。目前 PE (2019E) 约为 33 倍，上调至“买入-B”建议。

图 55：上海家化历史估值情况



资料来源: Wind, 最新日期 2019/4/1, 华金证券研究所

表 7: 上海家化行业估值表

		PE (TTM)	PE (2019E)
600315. SH	上海家化	39. 51	32. 65
603605. SH	珀莱雅	48. 66	36. 88
603630. SH	拉芳家化	23. 74	18. 49
300740. SZ	御家汇	38. 51	21. 34
002919. SZ	名臣健康	60. 36	
其他公司平均		42. 82	

资料来源: Wind 一致预期, 最新日期 2019/4/1, 华金证券研究所

五、风险提示

1. 佰草集等美妆品牌定位及产品线调整或不及预期;
2. 线上渠道运营方调整效果或不及预期;
3. 美妆品牌需要持续投入或推升费用率;
4. 公司或不选择通过并购方式达成 2019 年期权激励业绩考核目标。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,488.2	7,137.9	8,122.0	9,512.6	10,950.1	年增长率					
减: 营业成本	2,275.6	2,655.9	3,032.3	3,514.6	4,021.1	营业收入增长率	21.9%	10.0%	13.8%	17.1%	15.1%
营业税费	57.6	55.6	73.1	81.4	92.5	营业利润增长率	76.5%	34.0%	20.3%	24.8%	21.0%
销售费用	2,778.1	2,901.4	3,265.0	3,805.0	4,380.0	净利润增长率	80.4%	38.6%	18.8%	25.6%	20.8%
管理费用	1,003.7	883.3	990.9	1,151.0	1,325.0	EBITDA 增长率	115.8%	49.4%	8.6%	21.6%	16.0%
财务费用	29.8	60.9	66.1	66.8	37.4	EBIT 增长率	128.7%	51.5%	19.1%	22.9%	16.8%
资产减值损失	49.0	60.3	54.6	57.5	56.1	NOPLAT 增长率	178.6%	39.6%	18.7%	23.2%	16.7%
加: 公允价值变动收益	-2.1	-2.8	-	-	-	投资资本增长率	103.5%	12.4%	-8.8%	-10.2%	-12.8%
投资和汇兑收益	145.5	129.9	137.7	133.8	135.8	净资产增长率	2.1%	8.1%	6.7%	9.7%	10.6%
营业利润	482.3	646.3	777.7	970.2	1,173.9						
加: 营业外净收支	-11.1	-0.1	-5.6	-2.8	-4.2						
利润总额	471.2	646.2	772.1	967.4	1,169.7						
减: 所得税	81.4	105.9	130.0	160.6	195.6						
净利润	389.8	540.4	642.1	806.7	974.1						
资产负债表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
货币资金	1,331.0	1,105.5	1,624.4	1,902.5	2,981.7	盈利能力					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	毛利率	64.9%	62.8%	62.7%	63.1%	63.3%
应收帐款	990.4	1,030.3	1,677.0	1,254.9	1,665.1	营业利润率	7.4%	9.1%	9.6%	10.2%	10.7%
应收票据	10.0	1.1	53.0	19.6	10.9	净利润率	6.0%	7.6%	7.9%	8.5%	8.9%
预付帐款	63.3	78.3	123.9	87.0	132.0	EBITDA/营业收入	8.6%	11.7%	11.2%	11.6%	11.7%
存货	750.4	874.8	1,433.1	851.4	1,382.6	EBIT/营业收入	7.2%	9.9%	10.4%	10.9%	11.1%
其他流动资产	1,224.9	1,687.4	1,771.8	1,860.4	1,953.4	偿债能力					
可供出售金融资产	548.6	707.5	742.9	780.0	819.0	资产负债率	44.0%	42.8%	48.5%	40.0%	44.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	负债权益比	78.6%	74.8%	94.2%	66.6%	79.6%
长期股权投资	207.0	276.2	276.2	276.2	276.2	流动比率	1.74	1.78	1.41	1.54	1.53
投资性房地产	-	-	-	-	-	速动比率	1.44	1.45	1.11	1.32	1.27
固定资产	297.1	1,188.9	1,194.3	1,193.7	1,189.5	利息保障倍数	15.68	11.63	12.76	15.53	32.42
在建工程	928.9	17.5	8.7	4.4	2.2	营运能力					
无形资产	821.8	816.3	794.0	772.7	754.3	固定资产周转天数	14	37	53	45	39
其他非流动资产	2,430.6	2,376.2	2,346.4	2,330.2	2,349.8	流动营业资本周转天数	49	39	36	17	1
资产总额	9,604.0	10,160.1	12,045.7	11,332.9	13,516.5	流动资产周转天数	271	231	254	240	232
短期债务	18.5	-	323.6	71.3	-	应收账款周转天数	48	51	60	55	48
应付帐款	2,075.2	827.6	2,204.7	1,468.9	2,842.5	存货周转天数	37	41	51	43	37
应付票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	478	498	492	442	408
其他流动负债	414.3	1,863.8	2,220.1	2,346.7	2,475.0	投资资本周转天数	171	221	197	152	117
长期借款	1,078.7	1,072.5	483.8	-	-						
其他非流动负债	640.6	583.0	612.2	642.8	674.9						
负债总额	4,227.4	4,347.0	5,844.4	4,529.7	5,992.5						
少数股东权益	-	-	-	-	-						
股本	673.4	671.2	671.2	671.2	671.2						
留存收益	4,645.9	5,045.2	5,530.0	6,131.9	6,852.8						
股东权益	5,376.6	5,813.1	6,201.3	6,803.1	7,524.0						
现金流量表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	389.8	540.4	642.1	806.7	974.1	费用率					
加: 折旧和摊销	185.4	196.6	65.7	68.7	71.9	销售费用率	42.8%	40.6%	40.2%	40.0%	40.0%
资产减值准备	49.0	60.3	-	-	-	管理费用率	15.5%	12.4%	12.2%	12.1%	12.1%
公允价值变动损失	2.1	2.8	-	-	-	财务费用率	0.5%	0.9%	0.8%	0.7%	0.3%
财务费用	51.1	62.4	66.1	66.8	37.4	三费/营业收入	58.7%	53.9%	53.2%	52.8%	52.4%
投资损失	-145.5	-129.9	-137.7	-133.8	-135.8	投资回报率					
少数股东损益	-	-	-	-	-	ROE	7.3%	9.3%	10.4%	11.9%	12.9%
营运资金的变动	1,060.8	990.3	409.1	423.8	444.1	ROA	4.1%	5.3%	5.3%	7.1%	7.2%
经营活动产生现金流量	861.8	894.7	1,045.3	1,232.2	1,391.7	ROIC	20.9%	14.3%	15.1%	20.4%	26.5%
投资活动产生现金流量	532.1	-841.8	62.4	54.2	49.8	DPS(元)	0.18	0.25	0.29	0.36	0.44
融资活动产生现金流量	-2,102.6	-220.3	-588.8	-1,008.2	-362.3	分红比率	31.1%	31.1%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.58	0.81	0.96	1.20	1.45
BVPS(元)	8.01	8.66	9.24	10.14	11.21
PE(X)	54.8	39.5	33.3	26.5	21.9
PB(X)	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8
P/FCF	-35.1	3,741.9	27.4	42.4	15.4
P/S	3.3	3.0	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	36.0	24.1	21.3	16.6	13.4
CAGR(%)	27.4%	21.7%	43.8%	27.4%	21.7%
PEG	2.0	1.8	0.8	1.0	1.0
ROIC/WACC	2.0	1.4	1.5	2.0	2.6

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn