

上海家化（600315）

证券研究报告

2020 年 06 月 29 日

高管焕新组织焕活，静待龙头重塑提效

自 4 月 22 日新任 CEO 潘总上任以来，家化股价持续走强，彰显资本市场对潘总过往履历和能力的肯定，对百年国货龙头再启航的期待。一方面，我们看到新任管理层给家化带来的新希望，一方面，我们需要客观审视家化目前存在的历史遗留问题。

潘总在欧莱雅和美泰都是临危受命，善于驱动转型变革，欧莱雅的任职经历表明潘总渠道战略转型的经验，美泰的任职经历彰显大刀阔斧改革的魄力，而目前的家化亟需线上渠道转型和线下变革减亏，潘总的消费品改革经验与当下的家化非常契合：1）线上渠道转型：目前家化 2019 年线上占比仅 34%，相较于珀莱雅（52%）、丸美股份（45%）等化妆品公司渗透率有较大提升空间，潘总在欧莱雅的线上转型经验有望助力佰草集等品牌成功打造爆款、线上提速；2）线下渠道梳理：家化拥有 8 大渠道，但目前门店梳理、社会库存等问题拖累线下业绩，潘总曾在美泰进行大刀阔斧改革并大幅度减亏，如果能将此份变革魄力和经验复制在家化的改革中，将有助于家化转型和发展。

潘总上任 1 个多月以来，听取各方意见、重新梳理战略价值观、发布 CS 渠道战略，彰显其变革决心和高效：1）潘总内部走访调研了总部职场、科创中心和青浦跨越工厂，并与渠道、品牌、科研、供应链等部门组织了面对面的会议，外部与经销商、消费者进行了初步沟通；2）潘总于股东大会提出一个中心两个基本点三个助推器，以消费者为中心，两个基本点，一是品牌创新（产品创新、打造爆款、组织赋能），一是渠道经济（渠道进阶、电商提速和新零售发展），三个助推器即文化、流程、数据化，打破部门墙更加简化，数据分析进行消费者洞察；3）CS 渠道战略：CS 渠道是家化重点深耕渠道，公司近期发布 CS 渠道 2020 年战略规划，并正式启动了 CS 渠道云商城。

家化在品牌重塑方面有所突破，有望在新任管理层的带领下重新拿回国货日化美妆行业龙头的位置。佰草集重新梳理品牌，过去佰草集的产品系列较多，没有聚焦某一系列进行持续打造，公司于 2019 年 10 月推出太极日月精华，聚焦太极系列打造成明星系列产品。太极日月精华自去年四季度上市以来，购置新客比例为 57%，零售额超过 1 亿，占比达 10% 以上，今年佰草集计划从太极日月精华延展打造成为系列产品。玉泽卡位功能性护肤品，医研共创背景为产品力背书，抓住直播风口尽享艺人赋能，2020 年保持三位数增速增长。

投资建议

家化经历过平安时期的震荡，在组织架构、人员治理、品牌重塑、线下渠道梳理有较长的调整期和阵痛，门店梳理、社会库存等问题待解决，目前调整需要 1-2 年的时间。但家化作为百年国货龙头，多品牌多品类矩阵完善，标的稀缺且优质，相信家化经过调整和重塑后有可观的希望和空间，长期对家化保持积极乐观，维持 20-22 年业绩预测 5.58/6.11/6.76 亿元，参照行业平均估值 67.89 倍 PE，对应上海家化 2020 年目标价 56.4 元，维持买入评级。

风险提示：新品销售不及预期、组织架构调整不及预期、行业竞争激烈

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,137.95	7,596.95	7,984.40	8,647.10	9,520.46
增长率(%)	10.01	6.43	5.10	8.30	10.10
EBITDA(百万元)	837.84	928.39	846.89	916.63	989.49
净利润(百万元)	540.38	557.09	557.72	611.18	676.00
增长率(%)	38.63	3.09	0.11	9.58	10.61
EPS(元/股)	0.81	0.83	0.83	0.91	1.01
市盈率(P/E)	60.39	58.58	58.52	53.40	48.28
市净率(P/B)	5.61	5.19	4.88	4.54	4.19
市销率(P/S)	4.57	4.30	4.09	3.77	3.43
EV/EBITDA	20.51	18.86	35.16	31.60	28.34

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	46.8 元
目标价格	56.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	671.25
流通 A 股股本(百万股)	671.25
A 股总市值(百万元)	31,414.43
流通 A 股市值(百万元)	31,414.43
每股净资产(元)	9.43
资产负债率(%)	43.32
一年内最高/最低(元)	52.20/24.44

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
方心谔	联系人
fangxinyi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《上海家化-季报点评:疫情致 20Q1 业绩承压，欧莱雅原高管接任 CEO，美妆龙头再启航》 2020-04-23
- 2 《上海家化-年报点评报告:营销加码致业绩短期承压，渠道创新蓄势待发》 2020-02-20
- 3 《上海家化-季报点评:新品投放致业绩承压，太极系列稳步推进静待放量》 2019-11-01

内容目录

1. 品牌&渠道基础深厚，百年家化再启航	3
2. 勇创历史新高的背后，我们要关注什么？	3
3. 品牌重塑逐见成效，期待国货龙头焕新	5
4. 投资建议.....	6

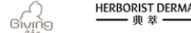
图表目录

图 1：上海家化品牌发展历程	3
图 2：上海家化历任管理层	4
图 3：上海家化线上收入占比逐年提升	4
图 4：2019 年化妆品公司线上收入占比对比	4
图 5：家化新战略：一个中心、两个基本点、三个助推器	5
图 6：佰草集聚焦太极系列打造成明星系列产品	5
图 7：玉泽天猫旗舰店销售额及增速	6
表 1：上海家化主营业务收入拆分	7
表 2：上海家化主营业务增速情况	7
表 3：上海家化主营业务成本拆分情况	7
表 4：上海家化主营业务毛利率情况	7
表 5：化妆品可比公司 PE 估值	8

1. 品牌&渠道基础深厚，百年家化再启航

上海家化是稀有的全品类、多品牌、全渠道的国货日化龙头，品牌和渠道基础深厚。公司历经 122 年发展，多品牌多品类矩阵完善，标的稀缺且优质，在美妆、个护、家居三大领域树立了领先地位，渠道涵盖 CS、商超、百货、电商、KA、母婴、跨境等 8 个渠道。公司是国货美妆中品牌矩阵最全面的龙头，包括中高端护肤品牌佰草集、个护品牌六神、药妆品牌玉泽、家清品牌家安、母婴品牌汤美星、男士护肤品牌高夫。

图 1：上海家化品牌发展历程

	1898	1956	1960	1962	1983	1988	1990	1992										
	双妹 	友谊	雅霜	美加净 	露美	青草	六神 	高夫 										
	1998	2003	2009	2013	2014	2017	2018											
	佰草集、Distance 	家安 	玉泽 	启初、恒妍、典萃 	一花一木 	汤美星 	Church & Dwight 											
品牌策略	葛文耀时期 (1999-2013)										谢文坚时期 (2013-2016)		张东方时期 (2016-2019)		潘秋生时期 (2019-)			
	金字塔矩阵										“5+1”品牌矩阵							
	三大超级品牌 (六神、佰草集、美加净)										超级品牌：佰草集、六神		渠道驱动变为品牌驱动					
	培育七大细分品牌 (双妹、高夫、玉泽、启初、恒妍、家安、茶颜)										主力品牌：美加净、高夫 新兴品牌：启初 差异化品牌：家安		十大品牌共同发挥发展					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国化妆品规模 (亿元)	879	1007	1130	1268	1460	1651	1817	2019	2272	2494	2723	2926	3121	3316	3656	4105	4512	4927
中国化妆品规模增速 (%)		14	12	12	15	13	10	11	13	10	9	7	7	6	10	12	10	9
护肤品市占率 (%)							1.8	2.0	2.3	2.5	2.8	3.1	3.0	2.8	2.6	2.3		
护肤品市占率本土排名							1	1	1	1	1	1	4	4	4	5		

资料来源：公司公告，公司官网，欧睿国际，化妆品观察，新京报，证券时报网，天风证券研究所

佰草集曾是国货百货渠道第一，六神代表花露水品类，高夫曾是男士洗护前三，2001 年上市至 2013 年 8 月，公司股价上涨近 16 倍，其中 2003-2012 年营收 CAGR 达 11.62%，净利 CAGR 达 24.16%，家化曾被寄予全球领先的化妆品集团的期望，但由于经历组织架构的动荡，公司近年公司治理和业绩不达预期。

2. 勇创历史新高的背后，我们要关注什么？

自 4 月 22 日新任 CEO 潘总上任以来，家化股价持续走强，彰显资本市场对潘总过往履历和能力的肯定，对百年国货龙头再启航的期待，一方面，我们看到新任管理层给家化带来的新希望，一方面，我们需要客观审视家化目前存在的历史遗留问题。

图 2：上海家化历任管理层

199920002001200220032004200520062007200820092010201120122013201420152016201720182019-2021																										
董事会	第一届					第二届			第三届			第四届			第五届			第六届			第七届					
席位数(非独董)	11					10			4			4			5			4			4					
平安系															1			2			3					
控股股东	上海国资委										中国平安															
平安持股比例											27%27%27%29%32%52%52%51%															
管理层	第一任管理层 (1999-2013)													第二任管理层 (2013-2016)				第三任管理层 (2016-2020)			第四任管理层 (2020-)					
	董事长：葛文耀；																									
	总经理：周启英、刘玉亮、曲建宁、王茁													董事长/总经理：谢文坚				董事长/总经理：张东方			董事长/总经理：潘秋生					
经营情况	营收CAGR=11% 归母净利润CAGR=26%													营收CAGR=0% 归母净利润CAGR=-38%				17/18年营收 +9%/10%，归母 净利+94%/39%								
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019					
营业收入 (亿元)	10.7	11.9	13.1	13.6	14.9	16.7	19.5	22.7	22.6	24.9	27.0	30.9	35.8	40.0	44.7	53.3	58.5	53.2	64.9	71.4	76.0					
同比(%)	10.4	10.4	10.0	4.4	9.0	12.3	16.8	16.7	-0.6	10.3	8.2	14.7	15.6	11.8	11.7	19.4	9.6	-9.0	8.8	10.0	6.4					
归母净利润 (亿元)	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8	0.5	0.4	0.6	1.3	1.9	2.3	2.8	3.6	6.2	8.0	9.0	22.1	2.2	3.9	5.4	5.6					
同比(%)	34.6	61.3	53.6	3.3	7.6	-41.6	-18.5	56.8	119.1	39.6	26.1	18.2	31.1	72.0	28.8	12.2	146.1	-90.2	94.0	38.6	3.1					
毛利率(%)	36.3	37.2	38.3	40.4	40.4	39.4	39.5	42.3	45.7	51.4	55.0	54.8	57.5	61.8	63.0	61.8	59.2	61.3	64.9	62.8	61.9					
净利率(%)	3.3	4.8	5.6	5.7	6.1	3.4	2.6	3.2	6.6	7.5	8.9	8.1	10.2	15.9	18.3	17.0	37.8	4.1	6.0	7.6	7.3					
费用率(%)	30.6	29.7	29.8	33.0	32.6	33.7	35.6	35.6	37.1	41.6	42.1	44.3	46.5	46.7	44.5	43.7	44.3	55.7	58.8	56.0	57.3					

资料来源：公司公告，官网，wind，天风证券研究所

公司新任首席执行官潘总对消费品有丰富经验，于 1973 年出生，曾在可口可乐、达能、欧莱雅、美泰等公司任职：

■ 潘总曾在可口可乐任职，先后负责销售、运营、渠道营销，任职期间大幅改善业务周转率、员工数、营运资金、销售人员效率

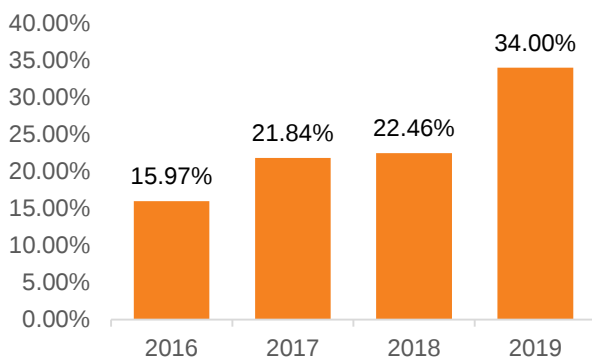
■ 于 12-15 年担任达能销售副主席，期间脉动销售额大幅提升，收入增长 35%，14 年 8 月创最高市场份额 6.1%

■ 于 15-19 年担任欧莱雅集团大众化妆品部中国商务总经理及亚太区商务总经理，任职期间帮助欧莱雅实现渠道战略转型，线上业务占比取得大幅度提升

■ 于 19-20 年 4 月担任美泰全球副总裁兼中国区总经理，任职期间帮助公司实现全方位业务改善，大刀阔斧改革并大幅度减亏，创下过去 5 年最佳运营记录

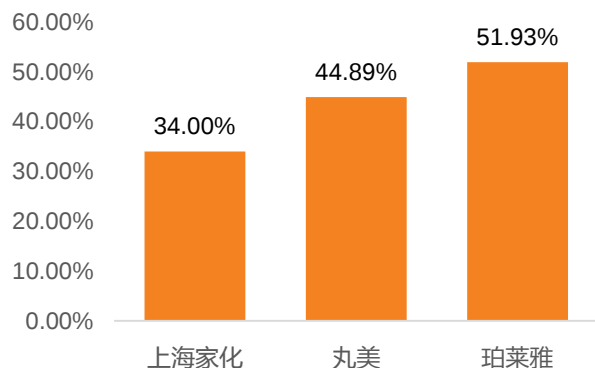
潘总在欧莱雅和美泰都是临危受命，善于驱动转型变革，欧莱雅的任职经历表明潘总渠道战略转型的经验，美泰的任职经历彰显大刀阔斧改革的魄力，而目前的家化亟需线上渠道转型和线下变革减亏，潘总的消费品改革经验与当下的家化非常契合：1）线上渠道转型：目前家化 2019 年线上占比仅 34%，相较于珀莱雅（52%）、丸美股份（45%）等化妆品公司渗透率有较大提升空间，潘总在欧莱雅的线上转型经验有望助力佰草集等品牌成功打造爆品、线上提速；2）线下渠道梳理：家化拥有 8 大渠道，但目前门店梳理、社会库存等问题拖累线下业绩，潘总曾在美泰进行大刀阔斧改革并大幅度减亏，如果能将此份变革魄力和经验复制在家化的改革中，将有助于家化转型和发展。

图 3：上海家化线上收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

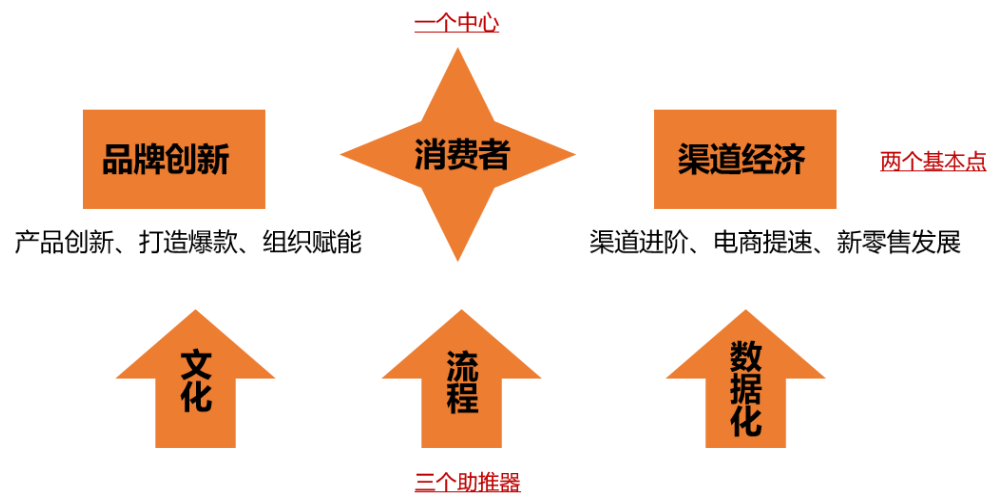
图 4：2019 年化妆品公司线上收入占比对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

潘总上任 1 个多月以来，听取各方意见、重新梳理战略价值观、发布 CS 渠道战略，彰显其变革决心和高效：1）潘总内部走访调研了总部职场、科创中心和青浦跨越工厂，并与渠道、品牌、科研、供应链等部门组织了面对面的会议，外部与经销商、消费者进行了初步沟通；2）潘总于股东大会提出一个中心两个基本点三个助推器，一个中心即以消费者为中心，两个基本点，一是品牌创新（产品创新、打造爆款、组织赋能），一是渠道经济（渠道进阶、电商提速和新零售发展），三个助推器即文化、流程、数据化，打破部门墙更加简化，数据分析进行消费者洞察；3）CS 渠道战略：CS 渠道是家化重点深耕渠道，公司近期发布 CS 渠道 2020 年战略规划，并正式启动了 CS 渠道云商城。典萃的全新 VI/VM 发布，VI 在 9 月新品上启用，VM 在 10 月启用，全新代言人袁泉 7 月出街，7-10 月“冻干安瓶精华”强势投放，高夫 8-10 月“锐智多效精华”强势投放。

图 5：家化新战略：一个中心、两个基本点、三个助推器



资料来源：品观，天风证券研究所

3. 品牌重塑逐见成效，期待国货龙头焕新

家化在品牌重塑方面有所突破，有望在新任管理层的带领下重新拿回国货日化美妆行业龙头的位置。佰草集重新梳理品牌，过去佰草集的产品系列较多，没有聚焦某一系列进行持续打造，公司于 2019 年 10 月推出太极日月精华，聚焦太极系列打造成明星系列产品。太极日月精华自去年四季度上市以来，购置新客比例为 57%，零售额超过 1 亿，占比达 10% 以上，今年佰草集计划从太极日月精华延展打造成为系列产品。

图 6：佰草集聚焦太极系列打造成明星系列产品



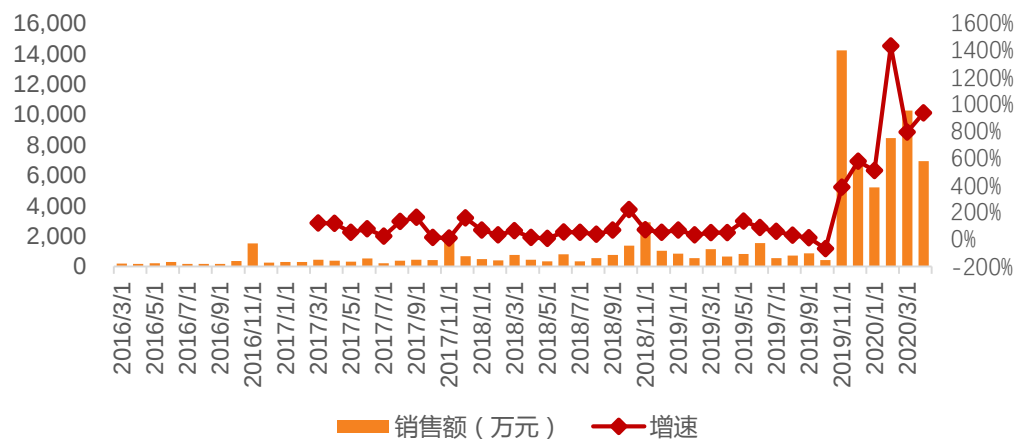
资料来源：公司官网，公司年报，天风证券研究所

玉泽卡位功能性护肤品，医研共创背景为产品力背书，抓住直播风口尽享艺人赋能，2020年保持三位数增速增长。玉泽自2018年开始迎来线上高速增长，根据独道数智统计，2018年天猫旗舰店GMV达1.03亿元，同比增速达67%，2019年天猫旗舰店GMV高增187%至2.95亿元，2020年抓住直播风口再次提速，1-5月天猫旗舰店GMV达4.40亿元，同比增速达985%。

玉泽致力于皮肤屏障修护，由上海家化汇聚瑞金医院、华山医院等各大医院皮肤科权威医学专家联合研制，医研共创背景为产品力背书。近两年药妆迎来风口，频繁化妆、长期熬夜、外部环境刺激促使“敏感肌”成为热点，激发消费者对功能性护肤品需求。此外，玉泽抓住直播风口，李佳琦强推下玉泽口碑和销量实现双丰收。

玉泽对家化净利率贡献较低，未来随公司结构性改进，高增态势预计会放缓。玉泽电商由公司直营，预计李佳琦直播间玉泽毛利率在70%-80%左右，扣除给主播扣点和链条费、以及天猫旗舰店扣点，整体估算玉泽净利率在5%左右，净利润贡献远低于公司正常销售利润水平，预计公司未来将对这一销售进行结构性改变。

图7：玉泽天猫旗舰店销售额及增速



资料来源：独道数智，天风证券研究所

4. 投资建议

核心假设：

- ① 营收方面，2020-2022年公司个人护理板块保持6.5%/11.4%/13.1%的高增速；美容护肤板块2020-2022增速为1.9%/2%/3.6%；家居护理板块2020-2022保持12%/8.4%/8.2%的增长。
- ② 利润方面，2020-2022年预计公司个人护理板块毛利率为58.8%/58.9%/58.9%；2020-2022年美容护肤板块毛利率为75.84%/76.72%/77.70%；2020-2022年家居护理板块毛利率为49.56%/51.39%/54.12%。2020-2022年整体毛利率为64.05%/64.10%/64.12%。

综合预计公司2020-2022年营业收入分别增长5.1%/8.3%/10.10%，2020-2022年营业利润分别增长-4.98%/9.47%/10.78%，2020-2022年归母净利润增长0.11%/9.58%/10.61%，维持20-22年业绩预测5.58/6.11/6.76亿元。

表 1：上海家化主营业务收入拆分

收入 单位：百万	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
个人护理	2560	3084	3644	3277	3903	4506	4926	5246	5845	6609
美容护肤	1713	2038	2089	1878	2468	2493	2486	2532	2583	2675
家居护理	72	80	72	72	75	124	171	192	208	225
其它业务	124	133	40.8	94	42	16	14	13	12	12
total	4469	5335	5845.8	5321	6488	7138	7596	7983	8647	9520

资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：上海家化主营业务增速情况

收入 单位：百万	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
个人护理	26.4%	20.5%	18.2%	-10.1%	19.1%	15.4%	9.3%	6.5%	11.4%	13.1%
美容护肤	11.5%	19.0%	2.5%	-10.1%	31.4%	1.0%	-0.3%	1.9%	2.0%	3.6%
家居护理	20.0%	11.1%	-10.0%	0.0%	4.2%	65.0%	38.2%	12.0%	8.4%	8.2%
其它业务	-67.1%	7.3%	-69.3%	130.4%	-55.3%	-75.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
total	11.8%	19.4%	9.6%	-9.0%	21.9%	10.0%	6.4%	5.1%	8.3%	10.1%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 3：上海家化主营业务成本拆分情况

成本单位：百万	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
个人护理	1321	1661	2008	1600	1615	1866	2093	2162	2402	2716
美容护肤	250	291	341	419	565	683	678	612	601	597
家居护理	25	29	27	29	36	66	87	97	101	103
total	1596	1982	2376	2048	2216	2615	2858	2870	3104	3416

资料来源：wind，天风证券研究所

表 4：上海家化主营业务毛利率情况

成本单位：百万	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
个人护理	48.41%	46.14%	44.90%	51.17%	58.61%	58.58%	57.50%	58.80%	58.90%	58.90%
美容护肤	85.40%	85.70%	83.67%	77.70%	77.12%	72.62%	72.74%	75.84%	76.72%	77.70%
家居护理	65.06%	63.70%	61.93%	59.57%	51.85%	46.62%	49.26%	49.56%	51.39%	54.12%
total	62.96%	61.82%	59.18%	60.12%	64.93%	62.79%	61.88%	64.05%	64.10%	64.12%

资料来源：wind，天风证券研究所

估值：

家化经历过平安时期的震荡，在组织架构、人员治理、品牌重塑、线下渠道梳理有较长的调整期和阵痛，门店梳理、社会库存等问题待解决，目前调整需要 1-2 年的时间。但家化作为百年国货龙头，多品牌多品类矩阵完善，标的稀缺且优质，相信家化经过调整和重塑后有可观的希望和空间，长期对家化保持积极乐观，维持 20-22 年业绩预测 5.58/6.11/6.76 亿元，运用可比估值法，对标可比公司珀莱雅、丸美股份、壹网壹创，参照行业平均估值 67.89 倍 PE，对应上海家化 2020 年目标价 56.4 元，维持买入评级。

表 5：化妆品可比公司 PE 估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
珀莱雅	86.01	70.97	55.06	43.55
丸美股份	65.81	58.99	49.75	41.54
壹网壹创	113.92	73.70	46.00	34.25
均值	88.58	67.89	50.27	39.78
上海家化 EPS	0.83	0.83	0.91	1.01

资料来源：wind，天风证券研究所

风险提示：

- ① 太极日月精华、典萃 VI/VM 等新品销售不及预期。
- ② 组织架构调整、人员治理、线下渠道梳理等不及预期。
- ③ 面临国际大牌和新兴国货的竞争，行业竞争激烈。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,105.49	1,609.13	4,050.68	4,859.60	5,709.03	营业收入	7,137.95	7,596.95	7,984.40	8,647.10	9,520.46
应收票据及应收账款	1,031.45	1,228.91	950.28	1,008.43	1,148.10	营业成本	2,655.91	2,896.00	2,870.39	3,104.31	3,415.94
预付账款	78.26	63.93	79.34	78.29	92.27	营业税金及附加	55.60	53.58	63.14	65.57	71.55
存货	874.82	925.17	820.17	1,085.38	995.63	营业费用	2,901.39	3,204.13	3,369.42	3,631.78	3,979.55
其他	1,687.42	2,050.38	1,049.35	947.84	729.50	管理费用	883.32	941.79	838.36	899.30	994.89
流动资产合计	4,777.45	5,877.52	6,949.82	7,979.54	8,674.54	研发费用	149.51	172.83	167.67	181.59	204.69
长期股权投资	276.18	391.36	391.36	391.36	391.36	财务费用	60.91	31.42	66.04	70.14	61.92
固定资产	1,188.92	1,122.05	1,094.48	1,082.88	1,067.86	资产减值损失	60.31	(5.00)	10.00	10.00	5.00
在建工程	17.50	23.88	50.33	78.20	76.92	公允价值变动收益	(2.84)	84.28	0.00	0.00	0.00
无形资产	845.07	830.65	776.29	721.94	667.58	投资净收益	129.93	153.99	66.00	44.00	20.00
其他	3,054.96	2,902.03	2,566.85	2,563.72	2,626.88	其他	(402.41)	(636.28)	(132.00)	(88.00)	(40.00)
非流动资产合计	5,382.63	5,269.98	4,879.31	4,838.10	4,830.61	营业利润	646.31	700.22	665.37	728.40	806.93
资产总计	10,160.07	11,147.49	11,829.13	12,817.64	13,505.15	营业外收入	2.25	2.75	2.00	3.00	2.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.32	0.97	0.40	0.50	0.50
应付票据及应付账款	827.62	823.86	757.67	991.46	926.80	利润总额	646.24	701.99	666.97	730.90	808.43
其他	1,863.82	2,041.16	1,984.68	2,220.81	2,344.48	所得税	105.86	144.90	109.26	119.73	132.43
流动负债合计	2,691.44	2,865.02	2,742.34	3,212.27	3,271.29	净利润	540.38	557.09	557.72	611.18	676.00
长期借款	1,072.54	1,138.00	1,705.00	1,700.00	1,695.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	540.38	557.09	557.72	611.18	676.00
其他	583.03	858.73	694.14	711.97	754.95	每股收益(元)	0.81	0.83	0.83	0.91	1.01
非流动负债合计	1,655.57	1,996.73	2,399.14	2,411.97	2,449.95						
负债合计	4,347.01	4,861.74	5,141.48	5,624.23	5,721.23						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	671.25	671.25	671.25	671.25	671.25	成长能力					
资本公积	857.57	865.75	865.75	865.75	865.75	营业收入	10.01%	6.43%	5.10%	8.30%	10.10%
留存收益	5,045.18	5,574.08	6,016.40	6,522.16	7,112.67	营业利润	34.01%	8.34%	-4.98%	9.47%	10.78%
其他	(760.93)	(825.33)	(865.75)	(865.75)	(865.75)	归属于母公司净利润	38.63%	3.09%	0.11%	9.58%	10.61%
股东权益合计	5,813.06	6,285.75	6,687.65	7,193.40	7,783.92	获利能力					
负债和股东权益总计	10,160.07	11,147.49	11,829.13	12,817.64	13,505.15	毛利率	62.79%	61.88%	64.05%	64.10%	64.12%
						净利率	7.57%	7.33%	6.99%	7.07%	7.10%
						ROE	9.30%	8.86%	8.34%	8.50%	8.68%
						ROIC	14.28%	10.67%	20.20%	17.46%	20.64%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	42.79%	43.61%	43.46%	43.88%	42.36%
净利润	540.38	557.09	557.72	611.18	676.00	净负债率	-0.47%	-7.40%	-35.00%	-43.85%	-51.50%
折旧摊销	196.58	230.10	115.48	118.09	120.65	流动比率	1.78	2.05	2.53	2.48	2.65
财务费用	62.38	57.87	66.04	70.14	61.92	速动比率	1.45	1.73	2.24	2.15	2.35
投资损失	(129.93)	(153.99)	(66.00)	(44.00)	(20.00)	营运能力					
营运资金变动	(378.45)	1,586.82	(516.24)	269.69	193.29	应收账款周转率	7.25	6.72	7.33	8.83	8.83
其它	603.72	(1,529.14)	0.00	0.00	0.00	存货周转率	8.78	8.44	9.15	9.08	9.15
经营活动现金流	894.67	748.76	157.00	1,025.10	1,031.86	总资产周转率	0.72	0.71	0.70	0.70	0.72
资本支出	225.72	54.12	224.59	62.17	7.02	每股指标(元)					
长期投资	69.13	115.19	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.81	0.83	0.83	0.91	1.01
其他	(1,136.62)	(290.11)	1,715.50	(98.17)	(37.02)	每股经营现金流	1.33	1.12	0.23	1.53	1.54
投资活动现金流	(841.77)	(120.81)	1,940.09	(36.00)	(30.00)	每股净资产	8.66	9.36	9.96	10.72	11.60
债权融资	1,078.16	1,143.83	1,710.14	1,705.53	1,700.50	估值比率					
股权融资	(40.37)	(75.94)	(102.96)	(66.64)	(58.41)	市盈率	60.39	58.58	58.52	53.40	48.28
其他	(1,258.14)	(1,253.75)	(1,262.73)	(1,819.07)	(1,794.53)	市净率	5.61	5.19	4.88	4.54	4.19
筹资活动现金流	(220.34)	(185.87)	344.45	(180.17)	(152.43)	EV/EBITDA	20.51	18.86	35.16	31.60	28.34
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	24.25	23.51	40.71	36.27	32.28
现金净增加额	(167.44)	442.08	2,441.54	808.92	849.43						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com