

# 六神有所放缓，佰草集太极新品开门红，Q4 反弹值得期待

## 事件

公司公布 2019 三季报，前三季度实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别 57.35 亿、5.40 亿、3.80 亿元，同比增长 5.81%、19.09%、2.0%。

Q3 单季度实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别 18.13 亿、0.96 亿、3.80 亿元，分别同比增长 3.28%、下降 29.55%、下降 11.33%。

## 简评

### (1) 佰草集太极精华大超预期，全年有望呈现向上拐点

Q3 单季收入同增 3.28%，增速环比放缓 5.8 个 pct，其中美容护理、个人护理、家具护理收入分别同比增长 1.33%、3.10%、27.11%。

佰草集继续积极调整，打造明星系列，整体进度符合预期。上半年冻干面膜传播成功，带动 Q2 销售超预期，为下半年主打明星产品升级版太极日月精华积累推广经验。以升级版太极精华为开端，公司将重心打造**太极系列**作为佰草集未来明星系列，强化品牌高端受众，完成品牌重塑升级。

Q3 单季和前三季度佰草集收入同比基本持平，符合品牌调整的预期。升级版太极精华 9 月底上线以来，明星代言、线上（社交媒体、短视频/开屏广告等）营销与线下推广（上海浦东/虹桥机场、深圳机场、重庆地铁、百货连锁集团合作推广等）多线推进，**截止目前表现大超公司预期，有望为品牌实现 Q4 销售提速带来最关键助力，全年有望呈现向上拐点。**同时明年太极系列将继续上新，完善产品线，公司目标将其打造为佰草集旗下第一大明星系列。

### (2) 六神有所放缓，高夫仍在调整，风口品牌继续高增

六神收入 Q3 增速有所放缓，前三季度低单位数增长，主因

- (1) 五月份主销区域气温比往年偏低，导致花露水、清凉沐浴露等夏季产品受影响；
- (2) 品牌发力新产品沐浴露竞争激烈；
- (3) 少数电商平台低价冲货，冲击线下经销渠道。目前该平台价格管控问题已解决，Q4 开始将加大香氛推广，有望继续稳

## 上海家化 (600315)

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019 年 10 月 28 日

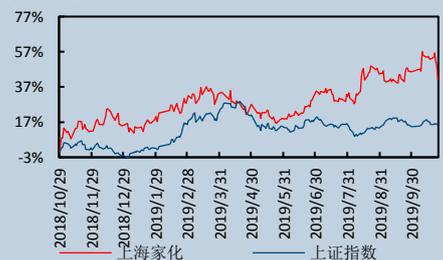
当前股价：33.29 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
12 月最高/最低价 (元)	-3.23/-4.0	8.78/8.43	35.53/21.83
总股本 (万股)			67,124.85
流通 A 股 (万股)			67,124.85
总市值 (亿元)			223.46
流通市值 (亿元)			223.46
近 3 月日均成交量 (万)			616.78
主要股东			
上海家化(集团)有限公司			47.25%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 19.08.16 【中信建投专业零售】上海家化 (600315):佰草集 Q2 超预期,控费显著,期待下半年新品表现
- 19.05.06 【中信建投专业零售】上海家化 (600315):Q1 佰草集调整,清理社会库存,产品之年期待后续新品及营销
- 19.03.13 【中信建投专业零售】上海家化 (600315):Q4 电商回暖,控费有效,业绩保持高增

健增长。

前三季度美加净收入低单位数下跌，高夫亦有所下跌，品牌主打品类从保湿向控油转变，需要假以时日。第三梯队年轻风口品牌继续高增，前三季度启初、家安、玉泽、片仔癀收入均实现 30%-50% 增长，逐渐向 5 亿规模迈进。汤美星前三季度收入按英镑计算实现高单位数增长。

### （3）电商保持强劲，特渠强势增长

渠道上，电商更换佰草集、高夫和美加净经销商，以及更换佰草集、高夫天猫旗舰店 TP 后基本调整完毕，前三季度全网 GMV 同增约 27%，开票收入同增 20%+，经历 Q1 清库存后，不断接近 GMV 增速。特渠收入同增 60%+，今年表现强势。线下商超、母婴、CS 收入同比低个位数增长。百货继续承压，受到国际大品牌的竞争压力，收入同比双位数下降，但受益佰草集太极新品上架，9 月跌幅明显收窄，且百货招新效果良好。

### （4）Q3 毛利率转增，品牌投入增加，存货金额继续同比下降

H1 同降 2.66 个 pct，主因去年 6 月末新工厂投入运营使得上半年运营成本增加，同时部分高毛利率产品销售放缓。Q3 单季毛利率实现同增 1.9 个 pct 至 61.0%，主因销售结构变化，高毛利率美妆产品占比提升。前三季度毛利率同降 1.2 个 pct 至 61.6%。

Q3 整体期间费用率同增 2.5 个 pct 至 54.9%。销售费用率同增 1.5 个 pct 至 39.1%，主因佰草集调整带来必要的品牌投入增加，以及其他品牌亦持续投入，叠加 Q3 收入放缓。管理费用率同增 0.6 个 pct 至 12.7%，主因收入放缓。前三季度销售、管理费用率分别+0.3、-0.4 个 pct 至 42.1%、11.4%。Q3 公允价值变动损失同增 0.31 亿元，对业绩影响较大，前三季度公允价值变动收益仍同增 0.54 亿元。扣非因收入放缓、费用率提升大于毛利率提升，单 Q3 亦下滑。

Q3 末存货金额 9.59 亿元，同降 8.3%，连续两个季度存货金额同比下降，存货周转天数亦同降 22 天至 118 天，保持良好的存货管理。应收账款周转天数同增 2 天至 54 天，基本平稳。前三季度经营现金流量净额同增 1.0% 至 7.25 亿元。

**投资建议：**今年作为公司产品之年，佰草集新品冻干面膜收效甚好，Q2 超预期；太极精华目前亦大超预期，为太极系列迎来开门红，新品推动下 Q4 提速值得期待。六神香氛沐浴露将加大推广，美加净高端产品大师轻香氛手霜系列上市，启初感官启蒙系列亦高速增长。我们预计 2019-2020 年归母净利润为 6.15 亿、7.01 亿元，对应 EPS 为 0.92、1.04 元/股，对应当前 PE 为 36、32 倍，化妆品消费维持高景气，维持“买入”评级。

**风险因素：**化妆品渠道市场竞争加剧；新品市场推广不及预期等；百货渠道增长持续不力等。

**表 1：2018-2020 年上海家化主要财务指标及预测（单位：百万元）**

利润表	2018	2019E	2020E	财务指标	2018	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>7,137.9</b>	<b>7,885.5</b>	<b>8,720.9</b>	<b>成长性</b>			
减:营业成本	2,655.9	3,027.3	3,338.1	营业收入增长率	10.0%	10.5%	10.6%
营业税费	55.6	63.1	78.5	营业利润增长率	34.0%	14.4%	13.0%
销售费用	2,901.4	3,280.4	3,627.9	净利润增长率	38.6%	13.8%	14.0%
管理费用	883.3	875.3	959.3	EBITDA 增长率	49.4%	5.1%	12.8%
财务费用	60.9	60.0	50.0	EBIT 增长率	51.5%	12.8%	10.7%
资产减值损失	60.3	60.0	48.0	NOPLAT 增长率	39.6%	12.9%	10.7%
加:公允价值变动收益	-2.8	82.0	82.0	投资资本增长率	12.8%	14.3%	3.7%
投资和汇兑收益	129.9	137.7	133.8	净资产增长率	8.1%	0.5%	7.6%
<b>营业利润</b>	<b>646.3</b>	<b>739.3</b>	<b>835.0</b>	<b>利润率</b>			
加:营业外净收支	-0.1	-2.5	5.0	毛利率	62.79%	61.61%	61.72%
<b>利润总额</b>	<b>646.2</b>	<b>736.8</b>	<b>840.0</b>	营业利润率	9.1%	9.4%	9.6%
减:所得税	105.9	121.6	138.6	净利润率	7.6%	7.8%	8.0%
<b>净利润</b>	<b>540.4</b>	<b>615.2</b>	<b>701.4</b>	EBITDA/营业收入	11.7%	11.2%	11.4%
<b>资产负债表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	9.9%	10.1%	10.1%
货币资金	1,105.5	630.8	697.7	<b>运营效率</b>			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	37	54	51
应收帐款	1,065.1	1,563.4	1,246.6	流动营业资本周转天数	39	57	66
应收票据	1.1	42.7	5.8	流动资产周转天数	231	218	189
预付帐款	78.3	89.9	58.4	应收帐款周转天数	52	60	58
存货	874.8	807.0	862.1	存货周转天数	41	38	34
其他流动资产	1,652.6	1,650.0	1,509.2	总资产周转天数	498	458	401
可供出售金融资产	707.5	400.0	350.0	投资资本周转天数	222	228	224
持有至到期投资	-	-	-	<b>投资回报率</b>			
长期股权投资	276.2	276.2	276.2	ROE	9.3%	10.5%	11.2%
投资性房地产	-	-	-	ROA	5.3%	6.2%	7.4%
固定资产	1,188.9	1,167.6	1,286.3	ROIC	14.3%	14.3%	13.8%
在建工程	17.5	99.9	20.0	<b>费用率</b>			
无形资产	845.1	903.0	956.5	销售费用率	40.6%	41.6%	41.6%
其他非流动资产				管理费用率	12.4%	11.1%	11.0%
<b>资产总额</b>	<b>10,160.1</b>	<b>9,906.5</b>	<b>9,524.9</b>	财务费用率	0.9%	0.8%	0.6%
短期债务	-	671.1	614.9	三费/营业收入	53.9%	53.5%	53.2%
应付帐款	2,248.5	2,376.4	1,610.7	<b>偿债能力</b>			
应付票据	-	-	-	资产负债率	42.8%	40.8%	33.6%
其他流动负债				负债权益比	74.8%	69.0%	50.6%
长期借款	1,072.5	193.0	-	流动比率	1.78	1.43	1.68
其他非流动负债				速动比率	1.45	1.19	1.35
<b>负债总额</b>	<b>4,347.0</b>	<b>4,026.9</b>	<b>3,176.3</b>	利息保障倍数	11.63	13.32	17.70
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>			

股本	671.2	671.3	671.3	DPS(元)	0.25	0.27	0.31
留存收益	5,045.2	5,168.3	5,609.3	分红比率	31.1%	30.0%	30.0%
<b>股东权益</b>	<b>5,813.1</b>	<b>5,839.6</b>	<b>6,280.6</b>	股息收益率	0.8%	0.8%	0.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	540.4	615.2	701.4	EPS(元)	0.81	0.92	1.04
加:折旧和摊销	196.6	81.0	107.8	BVPS(元)	8.66	8.70	9.36
资产减值准备	60.3	60.0	48.0	PE(X)	41.4	36.3	31.9
公允价值变动损失	2.8	82.0	82.0	PB(X)	3.8	3.8	3.6
财务费用	62.4	60.0	50.0	P/FCF	-1,908.4	-73.3	97.4
投资收益	-129.9	-137.7	-133.8	P/S	3.1	2.8	2.6
少数股东损益	-	-	-	EV/EBITDA	20.5	24.8	21.8
营运资金的变动	-378.5	-518.8	-111.8	CAGR(%)	13.1%	41.7%	21.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>894.7</b>	<b>241.7</b>	<b>743.5</b>	PEG	3.2	0.9	1.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-841.8</b>	<b>163.2</b>	<b>-98.2</b>	ROIC/WACC	1.7	1.7	1.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-220.3</b>	<b>-879.6</b>	<b>-578.5</b>	REP	2.2	2.4	2.4

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**史琨：**CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

## 研究助理

**邱季** 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

**周博文** 010-86451380 zhou Bowen@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjie zgs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859