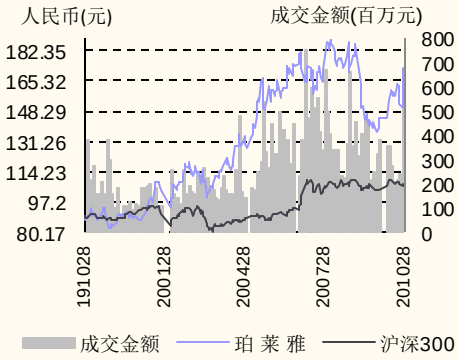
珀莱雅 (603605.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：172.15 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.01
已上市流通 A 股(亿股)	.62
总市值(亿元)	346.49
年内股价最高最低(元)	172.15/137.00
沪深 300 指数	4737
上证指数	3269



相关报告

1.《Q2 扣非净利+24.4%，业绩增长进入恢复轨道-珀莱雅 1H2...》，2020.8.26

2.《Q1 扣非净利-8%，新品迭出 Q2 恢复值得期待-Q1 扣非净利-...》，2020.4.23

3.《珀莱雅官宣蔡徐坤代言，持续推进品牌年轻化-珀莱雅官宣蔡徐坤代...》，2020.4.17

4.《与天猫战略签约，共创国货超级单品值得期待-与天猫战略签约，共...》，2020.4.13

5.《营收+32%，电商占比过半，高成长持续兑现-营收+32%，电...》，2020.4.2

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号：S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

三季度扣非净利同增 57%，环比增速显著提升

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.43	1.95	2.40	3.17	3.99
每股净资产(元)	8.41	10.08	12.56	15.72	19.72
每股经营性现金流(元)	2.55	1.17	2.48	3.72	3.90
市盈率(倍)	30.90	45.13	71.88	54.39	43.15
净利润增长率(%)	43.03%	36.73%	22.85%	32.06%	26.12%
净资产收益率(%)	16.95%	19.35%	19.08%	20.13%	20.25%
总股本(百万股)	201.36	201.27	201.27	201.27	201.27

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 年 10 月 27 日公司发布三季度业绩公告。公司前三季度实现营收 22.91 亿元，同比+10.14%；归母净利润 2.85 亿元，同比+18.74%；扣非后归母净利润 2.88 亿元，同比+21.14%。其中 Q3 单季度实现营收 9.07 亿，同比+20.53%；归母净利润 1.06 亿元，同比+59.43%；扣非归母净利润 1.06 亿元，同比+57.19%。Q3 随着疫情影响逐渐消退，收入、利润增速环比显著改善。

- **线上渠道延续高增长，线下渠道 Q3 单季度增速转正。**线上渠道前三季度营收占比 60%+，前三季度营收约同增 40%；线下渠道 Q3 营收增速转正，双十一的提前备货有所贡献。

- **主品牌珀莱雅前三季度营收实现正增长，Q3 彩妆品类环比提高。**前三季度主品牌珀莱雅营收占比 80%+，Q3 单季度主品牌实现正增长（H1 主品牌营收同比下降 3.66%）。前三季度彩妆品类营收累计占比 10-15%（H1 彩妆营收占比 9.92%），彩妆品类占比环比提高。

- **利润端：**前三季度毛利率为 61.72%，同比-2.13pct；其中 Q3 毛利率为 64.49%，同比+4.04pct。毛利率上升的原因主要是面膜占比下降，精华占比上升，前三季度精华累计占比 10-20%。

- **费用端：**前三季度销售费用率为 35.73%，同比-3.7pct；其中 Q3 销售费用率为 39.83%，同比+0.35pct。前三季度销售费用率降低主要系上半年新收入准则运费调整以及疫情影响差旅、会务减少所致。第三季度管理费用率（不含研发）为 4.46%，同比-2.58pct，管理费用率明显下降主要原因为：①公司股权激励摊销减少约 500 万元；②疫情影响下，公司调整悦芙媞、优资莱店铺，导致租赁费及办公费等费用减少。

- **经营现金流增长稳健。**前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 2.07 亿元，同比+184.78%；其中 Q3 为 1.7 亿元，同比+28.79%。

- **投资建议：**伴随疫情控制线上线下渠道客流恢复以及公司红宝石精华&双抗精华等新品的不断推出，公司业绩环比显著改善，超市场预期。预计 2020-2022 年归母净利润分别为 4.82、6.37、8.03 亿元，当前市值对应 PE 分别为 72、54、44 倍，维持买入评级。

- **风险提示：**新冠疫情影响消费、新品牌发展不及预期、竞争加剧、渠道变革

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,783**	**2,361**	**3,124**	**3,889**	**5,069**	**6,391**
增长率		32.4%	32.3%	24.5%	30.3%	26.1%
主营业务成本	-682	-849	-1,126	-1,408	-1,842	-2,341
%销售收入	38.3%	36.0%	36.0%	36.2%	36.3%	36.6%
毛利	1,101	1,512	1,998	2,481	3,227	4,050
%销售收入	61.7%	64.0%	64.0%	63.8%	63.7%	63.4%
营业税金及附加	-24	-26	-28	-35	-45	-57
%销售收入	1.3%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-636	-886	-1,223	-1,503	-1,964	-2,476
%销售收入	35.7%	37.5%	39.2%	38.7%	38.8%	38.8%
管理费用	-194	-223	-270	-357	-466	-568
%销售收入	10.9%	9.4%	8.6%	9.2%	9.2%	8.9%
息税前利润（EBIT）	247	377	477	586	752	949
%销售收入	13.9%	16.0%	15.3%	15.1%	14.8%	14.8%
财务费用	-16	13	9	22	30	43
%销售收入	0.9%	-0.5%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-9	-12	-36	-23	-6	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	2	2	2
%税前利润	0.2%	0.0%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
营业利润	239	388	462	595	786	992
营业利润率	13.4%	16.4%	14.8%	15.3%	15.5%	15.5%
营业外收支	2	0	-5	0	0	0
税前利润	242	388	456	596	787	992
利润率	13.5%	16.4%	14.6%	15.3%	15.5%	15.5%
所得税	-41	-101	-90	-113	-149	-188
所得税率	16.9%	26.2%	19.7%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	201	287	366	482	637	803
少数股东损益	0	-1	-26	0	0	0
归属于母公司的净利润	**201**	**287**	**393**	**482**	**637**	**803**
净利率	11.3%	12.2%	12.6%	12.4%	12.6%	12.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	201	287	366	482	637	803
少数股东损益	0	-1	-26	0	0	0
非现金支出	80	70	111	79	68	76
非经营收益	10	28	3	9	13	15
营运资金变动	43	128	-245	-71	30	-109
经营活动现金净流	**334**	**513**	**236**	**500**	**749**	**786**
资本开支	-80	-230	-164	-130	-80	-80
投资	-12	-222	104	0	0	0
其他	0	0	5	2	2	2
投资活动现金净流	**-91**	**-451**	**-55**	**-128**	**-78**	**-78**
股权募资	715	29	21	16	0	0
债权募资	-123	27	-131	291	-60	137
其他	-38	-76	-99	-11	-16	-17
筹资活动现金净流	**554**	**-20**	**-209**	**296**	**-75**	**120**
现金净流量	**797**	**42**	**-28**	**668**	**596**	**828**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,094	1,464	1,247	1,915	2,511	3,339
应收款项	57	101	216	299	255	319
存货	188	233	314	378	441	560
其他流动资产	127	25	136	125	138	153
流动资产	1,466	1,823	1,913	2,718	3,345	4,371
%总资产	63.6%	63.7%	64.2%	70.5%	74.3%	78.9%
长期投资	0	7	86	86	86	86
固定资产	431	632	582	661	685	706
%总资产	18.7%	22.1%	19.5%	17.1%	15.2%	12.7%
无形资产	355	362	355	349	343	337
非流动资产	838	1,037	1,066	1,140	1,158	1,172
%总资产	36.4%	36.3%	35.8%	29.5%	25.7%	21.1%
资产总计	**2,304**	**2,860**	**2,979**	**3,857**	**4,503**	**5,543**
短期借款	284	260	214	505	446	583
应付款项	390	592	522	603	644	725
其他流动负债	90	183	139	140	163	176
流动负债	763	1,035	874	1,249	1,253	1,484
长期贷款	35	85	0	0	0	0
其他长期负债	47	42	35	40	45	50
负债	**845**	**1,162**	**909**	**1,289**	**1,298**	**1,535**
普通股股东权益	1,459	1,694	2,030	2,528	3,165	3,968
少数股东权益	0	4	40	40	40	40
负债股东权益合计	**2,304**	**2,860**	**2,979**	**3,857**	**4,503**	**5,543**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.004	1.426	1.951	2.397	3.165	3.992
每股净资产	7.293	8.414	10.084	12.560	15.725	19.717
每股经营现金净流	1.671	2.547	1.172	2.485	3.720	3.904
每股股利	0.000	0.000	0.310	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.76%	16.95%	19.35%	19.08%	20.13%	20.25%
总资产收益率	8.72%	10.04%	13.18%	12.51%	14.15%	14.49%
投入资本收益率	11.58%	13.62%	16.74%	15.41%	16.65%	16.71%
增长率						
主营业务收入增长率	9.83%	32.43%	32.28%	24.52%	30.34%	26.07%
EBIT增长率	32.45%	52.52%	26.44%	22.75%	28.31%	26.21%
净利润增长率	30.70%	43.03%	36.73%	22.85%	32.06%	26.12%
总资产增长率	53.35%	24.14%	4.17%	29.47%	16.74%	23.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.1	10.1	16.8	28.0	18.0	18.0
存货周转天数	106.9	90.3	88.6	100.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	112.4	127.8	116.2	100.0	80.0	70.0
固定资产周转天数	52.6	75.9	64.3	57.2	44.2	35.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.20%	-65.89%	-53.33%	-57.67%	-66.65%	-70.53%
EBIT利息保障倍数	15.1	-29.8	-50.3	-26.9	-24.9	-21.9
资产负债率	36.68%	40.62%	30.52%	33.42%	28.82%	27.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-30	买入	88.03	N/A
2	2019-11-07	买入	89.51	N/A
3	2020-02-19	买入	113.73	N/A
4	2020-04-02	买入	115.30	N/A
5	2020-04-13	买入	118.05	N/A
6	2020-04-17	买入	121.40	N/A
7	2020-04-23	买入	136.63	N/A
8	2020-08-26	买入	186.68	242.00～242.00

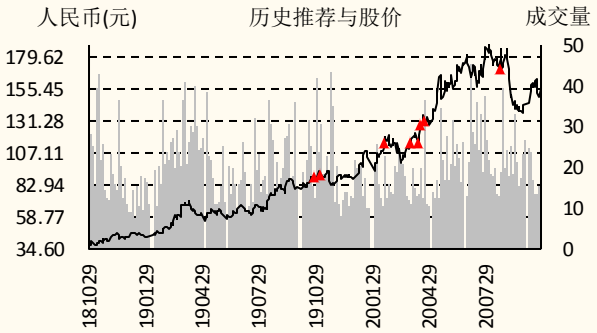
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH