2020 年 10 月 27 日
公司研究●证券研究报告

珀莱雅（603605.SH）

公司快报

消费信心回升叠加线上高增速，Q3 营收净利增速进一步提升

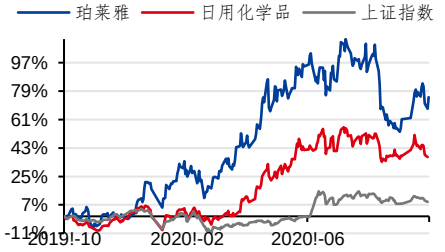
基础化工 | 日用化学品 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-10-27)	156.50 元

交易数据

总市值（百万元）	31,498.69
流通市值（百万元）	9,775.19
总股本（百万股）	201.27
流通股本（百万股）	62.46
12 个月价格区间	81.63/193.48 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.85	-11.59	64.68
绝对收益	7.84	-9.89	74.7

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

分析师 吴雨舟
SAC 执业证书编号：S0910520080001
wuyuzhou@huajinsc.cn
021-20377061

相关报告

珀莱雅：品类优势助力疫后复苏，线上线下结构奠定增长基础 2020-08-26

珀莱雅：电商推动业绩较快增长，新品牌及美妆品类逐步培育 2020-04-02

珀莱雅：护肤类产品推升营收增速，净利润基本延续较快增长趋势 2019-10-30

珀莱雅：线上渠道持续快速增长，毛利率提升 2019-08-23

珀莱雅：线上渠道带动营收较快扩张，毛利率提升及费用率降低推升净利润增速 2019-03-29

事件

公司披露三季报，前三季度实现营收 22.91 亿元/+10.14%，归母净利 2.85 亿元/+18.74%，基本每股收益 1.42 元。其中 Q3 实现营收 9.07 亿元/+20.53%，归母净利 1.06 亿元/+59.43%。

投资要点

◆ **消费信心回升叠加线上高增速，三季度公司营收净利增速改善：**Q1、Q2、Q3 公司营收分别增长-5.3%、+13%、+21%，归母净利分别增长-15%、+23%、59%。三季度公司营收净利增速环比改善，预计一是化妆品行业继续复苏，疫情后消费信心持续恢复，限额以上化妆品 Q2、Q3 分别增长 12.6%、14.2%，Q3 行业进一步提速；二是化妆品线上化趋势，预计 Q3 阿里平台化妆品销售增速继续超 20%，线上化妆品增速持续高于线下，珀莱雅上半年线上线下收入占比分别约 64:36，继续受益于线上高速成长；三是去年 Q3 公司泡泡面膜畅销形成毛利率低基数，净利率上行推动今年 Q3 利润增速。

分品类看，Q3 公司护肤类、洁肤类、美容类营收分别占比，78%、7.4%、14.6%，分别增长 4.4%、60%、256%。护肤类是公司最大的品类，Q3 增速回暖，预计主品牌珀莱雅在线上渠道推动下已现回暖，洁肤类、美容类小品牌 Q2 以来持续取得快速增长，推动公司增速。

◆ **毛利率低基数推动单季度高毛利，费用控制带动利润率同比提升：**盈利能力方面，公司前三季度毛利率同比下降 2.1pct 至 61.7%，主要为上半年受疫情影响，单 Q3 毛利率同比提升 4.0pct 至 64.5%，主要源于去年同期泡泡面膜畅销构筑毛利率低基数，Q3 公司毛利率类似于 2018Q3 至 2019Q2 的常态。公司前三季度销售费用率、管理费用率均同比下行，一是会计准则变动调减营收及销售费用，二是疫情后公司积极管控费用，预计线下渠道调整助力费用降低。最终期间费用率同比降低 4.3pct 至 43.8%，前三季度净利率同比增加 0.9pct 至 12.1%，其中 Q3 净利率同比提升 2.7pct 至 11.3%，推动单季度归母净利大幅增长。

存货方面，截止 Q3 公司存货周转天数较 Q2 下降 11 天至 105 天，线上高速增长下，公司存货持续改善。

现金流方面，前三季度公司经营活动现金流量净额同比大幅增长近 3 倍至 2 亿元，主要源于疫情后公司保障现金流，Q2 经营活动现金净流量明显恢复，Q3 经营活动现金净流量延续同比正增长。

◆ **短期看双 11 化妆品品类预售增速亮眼，长期看疫情预计不会影响今年的潜在增速：**短期来看，爱美之心持续推动 Q4 化妆品行业较快增速，特别是双 11 等大促有望有效推动化妆品线上销售增长。据数据威，双 11 预售首日，美容护理行业占据天猫预售半壁江山，预售转化额相对占比达 55%，并以 107%的销售额同比增速领跑平台。

长期来看，据行行查，Euromonitor 数据显示，2021 年国内化妆品市场规模有望达 6011 亿元，同比增长约 18%，2019 年至 2021 年年复合增速约 12%，预计疫情不会影响 2020 年潜在增速，明年化妆品有望在低基数基础上取得高速增长，并填补 2020 年的缺口。

◆ **投资建议：**珀莱雅是国内大众化妆品品牌公司之一，近年来把握化妆品消费线上化趋势取得快速增长。Q2 以来公司受益电商渠道快速复苏，激励计划考核目标为全年营收增长 20%、净利润增长约 18.6%。我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 2.37、2.97 和 3.64 元。净资产收益率分别为 20.1%、21.3%和 22.1%。目前公司 PE（2020E）约为 66 倍，PE（2021E）约为 53 倍，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**疫情影响时段或超预期；营销推广及品牌培育或使销售费用率持续上升。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,361	3,124	3,742	4,700	5,645
YoY(%)	32.4	32.3	19.8	25.6	20.1
净利润(百万元)	287	393	477	597	733
YoY(%)	43.0	36.7	21.5	25.1	22.8
毛利率(%)	64.0	64.0	60.1	61.7	62.1
EPS(摊薄/元)	1.43	1.95	2.37	2.97	3.64
ROE(%)	17.0	19.3	20.1	21.3	22.1
P/E(倍)	109.7	80.2	66.0	52.8	43.0
P/B(倍)	18.6	15.5	13.2	11.3	9.5
净利率(%)	12.2	12.6	12.8	12.7	13.0

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1823	1913	2460	2845	3620
现金	1,464	1,247	1,497	1,941	2,453
应收票据及应收账款	101	214	223	300	260
预付账款	17	53	55	67	82
存货	233	314	600	451	737
其他流动资产	8	14	15	15	16
非流动资产	1,037	1,066	1,050	1,047	1,047
长期投资	7	15	15	15	15
固定资产	491	550	570	579	582
无形资产	328	329	325	322	318
其他非流动资产	36	43	45	47	50
资产总计	2860	2979	3510	3892	4666
流动负债	1035	874	1085	1088	1396
短期借款	225	129	10	0	0
应付票据及应付账款	415	389	649	620	888
其他流动负债	183	139	145	153	160
非流动负债	**127**	**35**	**37**	**39**	**40**
长期借款	85	0	0	0	0
其他非流动负债	42	35	37	39	40
负债合计	1162	909	1122	1126	1436
少数股东权益	4	40	8	-32	-81
股本	201	201	201	201	201
资本公积	815	835	835	835	835
留存收益	703	1009	1343	1761	2274
归属母公司股东权益	1694	2030	2380	2798	3311
负债和股东权益	2860	2979	3510	3892	4666

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	513	236	538	669	764
净利润	287	366	477	597	733
折旧摊销	58	75	52	55	59
财务费用	-13	-9	-11	-17	-22
投资损失	-0	-2	-1	-2	-1
营运资金变动	343	-332	53	75	45
其他经营现金流	-161	138	-32	-40	-49
投资活动现金流	-451	-55	-52	-53	-55
筹资活动现金流	-20	-209	-236	-172	-198
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.95	2.37	2.97	3.64
每股经营现金流(最新摊	2.55	1.17	2.67	3.32	3.80
每股净资产(最新摊薄)	8.42	10.08	11.82	13.90	16.45

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2361	3124	3742	4700	5645
营业成本	849	1126	1495	1801	2137
营业税金及附加	26	28	33	42	50
营业费用	886	1223	1321	1706	2049
管理费用	172	195	266	352	435
研发费用	51	75	75	110	133
财务费用	-13	-9	-11	-17	-22
资产减值损失	12	-27	7	10	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	1	2	1
营业利润	388	462	557	698	855
营业外收入	3	1	2	1	2
营业外支出	3	6	5	5	5
利润总额	388	456	555	694	852
所得税	101	90	109	137	168
税后利润	287	366	445	557	684
少数股东损益	-1	-26	-32	-40	-49
归属母公司净利润	287	393	477	597	733
EBITDA	401	556	598	736	892

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	32.4	32.3	19.8	25.6	20.1
营业利润(%)	62.0	19.0	20.7	25.2	22.6
归属于母公司净利润(%)	43.0	36.7	21.5	25.1	22.8
获利能力					
毛利率(%)	64.0	64.0	60.1	61.7	62.1
净利率(%)	12.2	12.6	12.8	12.7	13.0
ROE(%)	17.0	19.3	20.1	21.3	22.1
ROIC(%)	45.1	71.2	53.2	69.0	93.2
偿债能力					
资产负债率(%)	40.6	30.5	32.0	28.9	30.8
流动比率	1.8	2.2	2.3	2.6	2.6
速动比率	1.5	1.8	1.7	2.2	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	32.6	20.3	18.0	19.1	21.2
应付账款周转率	7.9	8.7	7.8	8.2	8.3
估值比率					
P/E	109.7	80.2	66.0	52.8	43.0
P/B	18.6	15.5	13.2	11.3	9.5
EV/EBITDA	19.2	29.7	50.0	40.0	32.3

资料来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

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、吴雨舟声明，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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn