**2020 年 9 月 2 日**

顾向君
H70420@capitalcom.tw

目标价(元) 192

**公司基本资讯**

| | |
|---|---|
| 产业别 | 化工 |
| A 股价(2020/09/02) | 180.88 |
| 上证综指(2020/09/02) | 3410.61 |
| 股价 12 个月高/低 | 193.48/76.77 |
| 总发行股数(百万) | 201.27 |
| A 股数(百万) | 62.46 |
| A 市值(亿元) | 112.98 |
| 主要股东 | 侯军呈(36.09%) |
| 每股净值(元) | 10.45 |
| 股价/账面净值 | 17.31 |

| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
|---|---|---|---|
| 股价涨跌(%) | -0.8 | 14.0 | 126.5 |

**近期评等**

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|---|---|---|

**产品组合**

| | |
|---|---|
| 护肤类 | 81.03% |
| 洁肤类 | 6.89% |
| 美容类 | 9.91% |
| 其他类 | 2.02% |

**机构投资者占流通 A 股比例**

| | |
|---|---|
| 基金 | 8.21% |
| 一般法人 | 6.36% |

**股价相对大盘走势**



# 珀莱雅(603605.SH) TRADING BUY 区间操作

## 2Q 恢复正增长，线上高增延续

**结论与建议：**

业绩概要：上半年公司实现营业总收入 13.84 亿，同比增 4.3%，净利润 1.79 亿，同比增 3.1%，毛利率下降 5.88pct 至 59.9%。以此测算，2Q 实现营业总收入 7.8 亿，同比增 13%，净利润 1 亿，同比增 22.85%，毛利率下降 7.7pct 至 59.9%。

- 线下渠道承压，线上延续高增长。受疫情影响，1Q 线下开店率不足，2Q 恢复七八成，致使下线渠道承压，实现收入 5.04 亿，同比下降 30%，其中日化专营店收入 3.41 亿，同比下降 35%，其他线下渠道（百货商超、单品牌店等）收入 1.63 亿，同比下降 15%。线上维持高增长，实现收入 8.78 亿，同比增 43.85%，其中自营网店收入 4.64 亿，渠道分销收入 4.15 亿。由于线下占比较高，主品牌珀莱雅收入同比下降 3.66%至 11.31 亿，其他品牌（含跨境代理）收入 2.51 亿，同比增 64.32%。
- 2Q 经营改善显著。以品类看，上半年护肤/洁肤/美容（彩妆）/其他类营收分别为 11.22 亿/0.95 亿/1.37 亿/0.28 亿，分别同比增长 -6.94%/15.24%/251.76%/-。2Q 单季度，公司各品类销量转正增长，护肤/洁肤/美容产品销量增速分别为 17%/46%/343%，护肤类收入已基本与去年同期持平，洁肤和美容产品收入分别增 48%和 286%，主要得益于线上渠道销售。新品表现出色，4 月上市的新品双抗精华截止 8 月 10 日已销售 1.3 万瓶，红宝石精华月销 1.5 万+，新品受市场好评，另外，彩妆品牌彩棠及印彩巴哈等表现出色，大师高光修容盘月销 3.5 万+。得益于 2Q 销售转好，公司回款加速，二季度末经营活动净现金流入 1.7 亿，现金流有明显改善。
- 会计准则调整及跨境品牌代理拉低毛利率。受会计准则调整，运费由销售费用调整至主营业务成本（影响毛利率 2.86pct），以及跨境品牌代理业务毛利率相对较低（为 20.72%），致使报告期毛利率有明显下降。运费记账调整以及上半年差旅费、会务费等减少，使销售费用同比下降 12.6%，受益销售费用减少，上半年费用率下降 5.8pct，2Q 费用率下降 9.52pct 至 41.85%（销售费用率下降 9.4%）。
- 由于疫情对上半年经营影响显著，公司对 2018 年股权激励计划第三解锁期考核指标进行调整，将 2020 年营收较 2017 年增长不低于 132.61%、净利润增长不低于 131.99%，调整为收入较 2017 年增长不低于 110.22%，利润目标不变，即收入较 2019 年增长不低于 20%。预计线上收入将成为主要支撑，在人气新品的推动下，公司完成业绩考核有望。
- 预计 2020-2021 年将分别实现净利润 4.8 亿和 6.5 亿，分别同比增 21.5%和 35.6%，EPS 分别为 2.37 元和 3.21 元，当前股价对应 PE 分别为 76 倍和 56 倍，予以“区间操作”评级。
- 风险提示：新品孵化不及预期，线上增长不及预期，线下恢复不及预期

接续下页

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 201 | 287 | 393 | 477 | 647 |
| 同比增减 | % | 30.70 | 43.03 | 36.73 | 21.48 | 35.55 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 1.30 | 1.44 | 1.96 | 2.37 | 3.21 |
| 同比增减 | % | 27.45 | 10.77 | 36.11 | 20.92 | 35.55 |
| 市盈率(P/E) | X | 139.14 | 125.61 | 92.29 | 76.32 | 56.30 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.31 | 0.43 | 0.59 | 0.69 | 0.93 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.17 | 0.24 | 0.33 | 0.38 | 0.52 |

**【投资评等说明】**

| 评等 | 定义 |
|---|---|
| 强力买进（Strong Buy） | 潜在上涨空间≥ 35% |
| 买进（Buy） | 15%≤潜在上涨空间<35% |
| 区间操作（Trading Buy） | 5%≤潜在上涨空间<15% |
| 中立（Neutral） | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 百万元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1783 | 2361 | 3124 | 3803 | 4784 |
| 经营成本 | 682 | 849 | 1126 | 1477 | 1819 |
| 营业税金及附加 | 24 | 26 | 28 | 33 | 41 |
| 销售费用 | 636 | 886 | 1223 | 1357 | 1707 |
| 管理费用 | 194 | 172 | 195 | 241 | 303 |
| 财务费用 | 16 | -13 | -9 | -11 | -14 |
| 资产减值损失 | 9 | 12 | | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 2 | 2 | 0 |
| 营业利润 | 239 | 388 | 462 | 613 | 809 |
| 营业外收入 | 5 | 3 | 1 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 3 | 3 | 6 | 16 | 0 |
| 利润总额 | 242 | 388 | 456 | 597 | 809 |
| 所得税 | 41 | 101 | 90 | 122 | 166 |
| 少数股东损益 | | -1 | -26 | -2 | -3 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 201 | 287 | 393 | 477 | 647 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1094 | 1464 | 1247 | 1434 | 1577 |
| 应收账款 | 42 | 89 | 198 | 228 | 262 |
| 存货 | 188 | 233 | 314 | 376 | 414 |
| 流动资产合计 | 1466 | 1823 | 1913 | 2200 | 2420 |
| 长期股权投资 | 0 | 7 | 15 | 15 | 15 |
| 固定资产 | 257 | 491 | 550 | 578 | 607 |
| 在建工程 | 174 | 141 | 32 | 29 | 26 |
| 非流动资产合计 | 838 | 1037 | 1066 | 1120 | 1176 |
| 资产总计 | 2304 | 2860 | 2979 | 3320 | 3596 |
| 流动负债合计 | 763 | 1035 | 874 | 915 | 735 |
| 非流动负债合计 | 82 | 127 | 35 | 37 | 33 |
| 负债合计 | 845 | 1162 | 909 | 951 | 768 |
| 少数股东权益 | 0 | 4 | 40 | 41 | 41 |
| 股东权益合计 | 1459 | 1694 | 2030 | 2368 | 2827 |
| 负债及股东权益合计 | 2304 | 2860 | 2979 | 3320 | 3596 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 334 | 513 | 236 | 304 | 407 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -91 | -451 | -55 | -76 | -96 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 554 | -20 | -209 | -114 | -144 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 797 | 42 | -28 | 114 | 167 |

**此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。**