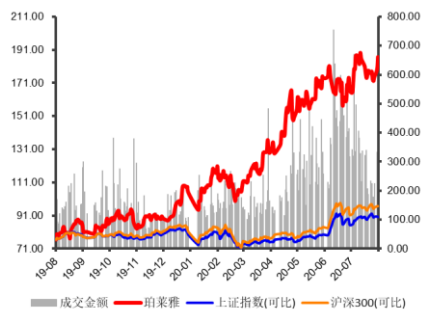
零售 珀莱雅（603605.SH） 维持评级

报告原因：中报点评 **线上渠道快速发展，新锐彩妆高速增长** **增持**

2020 年 8 月 26 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 26 日

收盘价(元)：	186.68
年内最高/最低（元）：	193.48/75.85
流通 A 股/总股本（亿）：	0.62/2.01
流通 A 股市值（亿）：	117
总市值（亿）：	376

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.89
每股净资产(元)：	10.45
净资产收益率：	8.65%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于 8 月 26 日发布 2020 年中期报告，2020 上半年公司营业收入 13.84 亿元，同比增长 4.26%，归属于上市公司股东的净利润 1.79 亿元，同比增长 3.10%。

事件点评

- **二季度营收利润明显回暖，期间费用小幅回落。**上半年公司营收小幅增长 4.26%，主要受到疫情对线下渠道带来的负面影响，但增量来源于彩妆业务和线上渠道增长较快。分季度看，受疫情直接影响 Q1 营收同比下降 5.25%，但 Q2 增速转正并回升至 13.16%；归母净利润 Q1 同比下降 14.72%，主要系 Q1 抗击新冠疫情对外捐赠 1226 万元，所得税后影响净额 1042 万元，若剔除此因素的影响，则归母净利 8715 万元，同比下降 4.39%。归母净利润至 Q2 转正，同比增长 22.85%，同时 Q2 期间费用率小幅回落。
- **新收入准则调整运费，毛利率费用率均有下降。**上半年公司毛利率为 59.9%，同比下降 5.88pct，主要是 2020 年根据新收入准则调整运费 3965.35 万元至主营业务成本，影响毛利率同比下降 2.86pct；此外，跨境品牌代理等业务的毛利率为 20.72%，拉低整体毛利率水平。上半年公司销售费用率为 33.04%，同比下降 6.36pct，主要系 2020 年根据新收入准则调整运费 3,965.35 万元至主营业务成本，影响销售费用率同比下降 2.86 个百分点；此外，2020 年上半年由于疫情影响，线下差旅费、会务费、办公费等同比减少，故降低了整体销售费用率；管理费用率为 7.24%，小幅提升 0.52pct，主要系折旧、摊销及租赁费增加。经营活动现金流同比净流量增加 0.96 亿元，实现扭转，主要来自于销售回款同比增加和支付的税费同比减少的影响。
- **主品牌护肤类销售同比下降，新兴彩妆品类高速增长。**2020 上半年公司护肤/洁肤/彩妆品类营收分别是 11.22/ 0.95/ 1.37 亿元，同比分别增长-6.94%/15.24%/251.76%，公司营收占比超 80%来自于护肤类产品，其中主品牌珀莱雅营收同比下降 3.66%，由于珀莱雅在线下占比较高，而一季度受疫情影响线下销售活动大幅减少，行业销售情况欠佳，导致营收端小幅下降；洁肤类产品同比增长相对稳健，主要来自于线上销售占比提升以及新增跨境品牌代理等价量齐升带来的利好影响；彩妆类产品保持高速增长，主要来自于一季度印彩巴哈粉底液销售同比增长较高，及新增跨境品牌代理等产品销量提升的共同带动。二季度随着复产复工的

逐步推进，市场销售逐渐回归常态，线上促销活动带动线下销售稳步回升，各品类销量均有不同程度的回暖。

- **电商渠道快速发展，品牌营销年轻化进阶。**受疫情影响，公司上半年营收中超过 60%来自于线上渠道，线上营收 8.78 亿元，同比增长 43.85%；线下渠道占比由 2019 年同期的 54%下降到 36%，营收 5.04 亿元，同比下降 29.69%，疫情对线下渠道销售造成了直接的冲击。公司抓住机遇继续深耕电商渠道，管理进一步精细化。将电商划分为 3 个事业群运营，分别是传统国货珀莱雅等、新锐品牌印彩巴哈等、海外品牌欧树等，立足本土，走向世界。上半年公司对品牌会员招募拉新、精细化运营，珀莱雅品牌天猫旗舰店粉丝数突破 1,000 万。在整合营销层面，公司通过主题营销、跨界合作，综艺及影视剧植入等营销模式，助力品牌向年轻化进阶。

投资建议

- 公司在高效自主生产、持续科研创新和供应链保障体系方面优势明显，通过线上线下相结合的多渠道销售体系，实现差异化多品牌矩阵的格局。我们看好公司培养新锐品牌错位竞争，力求通过多品类、多渠道发展实现可持续增长的能力，同时继续推进中台建设提升公司核心战略能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.40/3.01/3.69 元，对应公司 8 月 25 日收盘价 186.68 元，2020-2022 年 PE 分别为 77.80X/62.11X/50.59X，维持“增持”评级。

存在风险

- 疫情全球蔓延对原材料供应影响；新项目孵化、新品类培育风险；市场竞争、渠道竞争激烈。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2
营业总收入（亿元）	**13.84**	**6.08**	**31.24**	**20.80**	**13.28**
同比（%）	**4.26%**	**-5.25%**	**32.28%**	**33.35%**	**27.48%**
营业成本	5.55	2.44	11.26	7.52	4.54
毛利率（%）	**59.90%**	**59.90%**	**63.96%**	**63.85%**	**65.78%**
销售费用	4.57	1.97	12.23	8.20	5.23
管理费用	1.00	0.45	1.95	1.42	0.89
研发费用	0.32	0.16	0.75	0.47	0.29
财务费用	-0.07	-0.01	-0.09	-0.10	-0.06
期间费用率	**42.05%**	**42.30%**	**47.49%**	**48.05%**	**47.82%**
净利润	**1.74**	**0.77**	**3.66**	**2.33**	**1.69**
归母净利润	1.79	0.78	3.93	2.40	1.73
同比（%）	**3.10%**	**-14.72%**	**36.73%**	**32.04%**	**34.49%**
扣非后归母净利润	**1.82**	**0.83**	**3.86**	**2.38**	**1.71**
同比（%）	**6.93**	**-8.36**	**39.07**	**41.50**	**39.40**
每股收益：					
基本每股收益	0.8900	0.3900	1.9600	1.2000	0.8700
稀释每股收益	0.8900	0.3900	1.9600	1.1900	0.8600

数据来源：Wind，山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成及渠道布局情况

	营业收入（亿元）	占营收比重	营收同比增减	毛利率	毛利率同比增减
主营业务收入	13.82	99.83%	4.15%	59.90%	-5.88%
分品牌					
珀莱雅	11.31	81.70%	-3.66%	65.26%	-2.04%
其他品牌	2.51	18.13%	64.32%	36.23%	-19.15%
分产品					
护肤类	11.22	81.05%	-6.94%		
洁肤类	0.95	6.86%	15.24%		
美容类	1.37	9.90%	251.76%		
分渠道					
线上渠道	**8.78**	**63.53%**	**43.85%**		
直营	4.64	33.57%			
分销	4.15	30.03%			
线下渠道	**5.04**	**36.47%**	**-29.69%**		
日化专营店	3.41	24.67%	-34.95%		
其他线下渠道	1.63	11.79%	-15.29%		

数据来源：公司中报，山西证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,913	2,525	3,261	3,981
现金	1,247	1,819	2,406	2,903
应收账款	214	173	249	334
其他应收款	15	15	18	26
预付账款	53	70	101	148
存货	338	416	537	676
其他流动资产	45	31	(50)	(105)
非流动资产	1,066	1,021	975	930
长期投资	15	15	15	15
固定资产	550	515	481	446
无形资产	329	307	286	267
其他非流动资产	173	184	193	202
资产总计	2,979	3,546	4,236	4,911
流动负债	874	1,037	1,273	1,391
短期借款	129	128	126	124
应付账款	347	502	667	783
其他流动负债	398	407	479	484
非流动负债	35	22	8	(9)
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	35	22	8	(9)
负债合计	909	1,059	1,280	1,382
少数股东权益	40	29	10	(21)
股本	201	201	201	201
资本公积	835	835	835	835
留存收益	1,009	1,422	1,909	2,513
归属母公司股东权益	2,030	2,458	2,946	3,550
负债和股东权益	2,979	3,546	4,236	4,911

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	236	672	689	625
净利润	366	483	605	743
折旧摊销	75	57	55	54
财务费用	9	(0)	(3)	(5)
投资损失	(2)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(287)	141	45	(146)
其他经营现金流	75	(8)	(13)	(19)
投资活动现金流	(55)	1	1	1
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(8)	0	0	0
其他投资现金流	(47)	1	1	1
筹资活动现金流	(209)	(117)	(103)	(130)

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,124	3,802	4,859	6,069
营业成本	1,126	1,403	1,817	2,273
营业税金及附加	28	42	50	61
销售费用	1,223	1,525	1,944	2,446
管理费用	195	274	355	443
财务费用	(9)	(0)	(3)	(5)
资产减值损失	(27)	4	6	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	1	1	1
营业利润	462	556	691	840
营业外收入	1	3	2	2
营业外支出	6	4	4	5
利润总额	456	555	689	838
所得税	90	83	103	126
净利润	366	471	586	712
少数股东损益	(26)	(12)	(19)	(31)
归属母公司净利润	393	483	605	743
EBITDA	630	612	744	890
EPS（元）	1.95	2.40	3.01	3.69

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	32.28%	21.72%	27.81%	24.89%
营业利润	18.97%	20.35%	24.41%	21.60%
归属于母公司净利润	36.73%	22.98%	25.26%	22.77%
获利能力				
毛利率(%)	63.96%	63.10%	62.60%	62.55%
净利率(%)	12.57%	12.70%	12.45%	12.24%
ROE(%)	17.70%	18.95%	19.82%	20.18%
ROIC(%)	67.02%	55.22%	41.48%	47.31%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.52%	29.86%	30.22%	28.14%
净负债比率(%)	-20.78%	-45.20%	-51.25%	-51.05%
流动比率	2.19	2.43	2.56	2.86
速动比率	1.80	2.03	2.14	2.38
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.17	1.25	1.33
应收账款周转率	21.74	21.33	24.96	22.47
应付账款周转率	8.71	8.95	8.31	8.37
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.95	2.40	3.01	3.69

短期借款	(96)	(1)	(2)	(2)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	3.34	3.42	3.11
长期借款	(85)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.08	12.21	14.64	17.64
普通股增加	(0)	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	21	0	0	0	P/E	95.7	77.8	62.1	50.6
其他筹资现金流	(48)	(115)	(101)	(128)	P/B	18.5	15.3	12.8	10.6
现金净增加额	(28)	556	587	497	EV/EBITDA	26.25	59.68	48.56	40.27

数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336