2020 年 08 月 25 日
公司研究●证券研究报告

珀莱雅（603605.SH）

公司快报

品类优势助力疫后复苏，线上线下结构奠定增长基础

基础化工 | 日用化学品 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-08-25)	186.68 元

交易数据

总市值（百万元）	37,573.00
流通市值（百万元）	11,660.28
总股本（百万股）	201.27
流通股本（百万股）	62.46
12 个月价格区间	74.66/193.48 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.1	-0.61	119.75
绝对收益	7.63	19.29	136.18

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：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

公司披露半年报，上半年营收 13.84 亿元/+4.26%，归母净利 1.79 亿元/+3.10%，基本每股收益 0.89 元。其中 Q2 营收 7.76 亿元/+13.16%，归母净利 1.01 亿元/+22.85%。

投资要点

◆ **品类优势助力公司疫情后复苏，线上线下结构优势奠定增长基础：**化妆品偏向可选品类，但由于消费者对美的追求已形成消费习惯，化妆品行业消费于疫情后快速恢复，4 月起品类消费已率先恢复正增长。另外疫情对线上线下影响分化，公司 19 年下半年线上占比已达 58%，强劲的线上占比推动公司疫情后快速恢复，上半年公司线上增长 44%，Q2 营收利润分别增长 13%、23%，带动公司上半年营收利润中低个位数增长。

◆ **疫情对线上线下影响分化，线上推升公司上半年收入规模：**分渠道看，上半年疫情对线上线下渠道影响分化，线下渠道由于客流降低，销售下滑，线上渠道受线下需求转线上推动，呈现正增长。公司上半年线上渠道营收达 8.78 亿元/+44%，占比提升至近 64%，持续推动公司上半年业绩增长。其中线上直营营收 4.64 亿元，线上分销营收 4.15 亿元。线下渠道受疫情影响，实现营收 5.04 亿元/-30%，其中日化渠道营收 3.41 亿元/-35%，其他渠道营收 1.63 亿元/-15%。

分品牌看，珀莱雅主品牌营收 11.31 亿元/-3.7%，下降主要源于线下占比较高，其他品牌营收 2.51 亿元/+64 %，大幅增长主要源于美妆、跨境等新品牌的快速成长。

分品类看，上半年护肤营收 11.22 亿元/-6.9%，洁肤类营收 0.95 亿元/+15%，美妆类营收 1.37 亿元/+252%，其他类营收 0.28 亿元。护肤类营收下滑逻辑与主品牌类似，线下占比较高且疫情期间客流受影响，美妆类受新品牌线上爆品推动。

◆ **费用控制保障利润率，存货周转环比改善：**盈利能力方面，上半年公司毛利率降低 5.9pct 至 59.9%，主要源于会计准则变动使运费核算至成本，以及引流促销类商品占比提升。销售费用率减少 6.4pct 至 33.0%，一是会计准则变动，二是疫情后费用控制使差旅等费用减少；管理费用率提升 0.6pct 至 9.5%，预计主要为电商部门扩张及折旧摊销增加。最终费用控制使公司毛利率降低与期间费用率降低类似，净利率同比微降 0.15pct 至 12.55%，夯实公司利润增长基础。

存货方面，上半年疫情使公司存货周转大幅放缓，Q2 存货周转天数约 116 天，较去年末的 87 天明显提升，一是公司新品牌及跨境品牌等经营需要铺货，二是 Q2 周转天数已较 Q1 的 118 天有所改善。

现金流方面，上半年经营活动现金流净流入 0.96 亿元，同比转正，主要为 Q2 现金流控制较好，经营活动现金流流入增长 34%的基础上现金流流出仅增加 3.4%。

◆ **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，20Q1 受疫情影响，Q2 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%。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 2.36、2.95 和 3.63 元。净资产收益率分别为 20.0%、21.3%和 22.1%。目前公司 PE（2020E）约 79 倍，PE（2021E）约 63 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	3,741	4,698	5,642
YoY(%)	32.4	32.3	19.8	25.6	20.1
净利润(百万元)	287	393	476	594	730
YoY(%)	43.0	36.7	21.2	24.9	22.8
毛利率(%)	64.0	64.0	60.2	61.8	62.3
EPS(摊薄/元)	1.43	1.95	2.36	2.95	3.63
ROE(%)	17.0	19.3	20.0	21.3	22.1
P/E(倍)	130.8	95.7	78.9	63.2	51.5
P/B(倍)	22.2	18.5	15.8	13.4	11.4
净利率(%)	12.2	12.6	12.7	12.7	12.9

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	2455	2842	3607
现金	1,464	1,247	1,497	1,938	2,447
应收票据及应收账款	101	214	223	300	260
预付账款	17	53	54	67	82
存货	233	314	596	450	731
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	3505	3889	4654
流动负债	1035	874	1081	1087	1388
短期借款	225	129	11	0	0
应付票据及应付账款	415	389	644	619	881
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	1118	1126	1428
少数股东权益	4	40	8	-31	-80
股本	201	201	201	201	201
资本公积	815	835	835	835	835
留存收益	703	1009	1342	1758	2269
归属母公司股东权益	1694	2030	2379	2795	3306
负债和股东权益	2860	2979	3505	3889	4654

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	535	667	760
净利润	287	366	476	594	730
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	52	76	43
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	-234	-172	-197
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.95	2.36	2.95	3.63
每股经营现金流(最新摊	2.55	1.17	2.66	3.31	3.78
每股净资产(最新摊薄)	8.42	10.08	11.82	13.89	16.43

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2361	3124	3741	4698	5642
营业成本	849	1126	1488	1794	2128
营业税金及附加	26	28	33	42	50
营业费用	886	1223	1328	1715	2059
管理费用	172	195	266	352	434
研发费用	51	75	75	109	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	556	695	852
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	553	691	848
所得税	101	90	109	136	167
税后利润	287	366	444	555	681
少数股东损益	-1	-26	-32	-40	-49
归属母公司净利润	287	393	476	594	730
EBITDA	401	556	596	733	889

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	20.4	25.0	22.6
归属于母公司净利润(%)	43.0	36.7	21.2	24.9	22.8
获利能力					
毛利率(%)	64.0	64.0	60.2	61.8	62.3
净利率(%)	12.2	12.6	12.7	12.7	12.9
ROE(%)	17.0	19.3	20.0	21.3	22.1
ROIC(%)	45.1	71.2	53.0	68.6	92.8
偿债能力					
资产负债率(%)	40.6	30.5	31.9	28.9	30.7
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	7.9	8.2	8.3
估值比率					
P/E	130.8	95.7	78.9	63.2	51.5
P/B	22.2	18.5	15.8	13.4	11.4
EV/EBITDA	19.2	29.7	60.3	48.4	39.3

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