业绩小幅增长，彩妆与跨境代理业务崭露头角

——珀莱雅（603605）2020 年半年报点评

买入|维持

当前价：　186.68 元

事件：

公司发布 2020 年半年报。

点评：

- **受疫情影响业绩小幅增长，毛利率与销售费用率同向下降**

2020H1 公司实现营业收入 13.84 亿元，同比增长 4.26%，归母净利润 1.79 亿元，同比增长 3.10%，归母扣非后净利润 1.82 亿元，同比增长 6.93%。期内公司毛利率 59.90%，同比下降 5.88pct，主要由于 1）2020 年收入准则调整运费 3965 万元至主营业务成本，影响毛利率同比下降 2.86pct；2）跨境品牌代理业务占比提升，且毛利率仅为 20.72%，拉低整体毛利率。销售费用率下降 6.36pct 至 33.04%，主要系收入准则调整影响，以及疫情导致线下差旅费、会务费、办公费等同比减少；管理费用率同比上升 0.52pct 至 7.24%，主要系电商部门扩招及折旧、摊销费用增加所致。

- **主品牌珀莱雅小幅下滑，跨境品牌代理贡献增量，彩妆品类高增长**

主品牌珀莱雅实现收入 11.31 亿元，同比下降 3.66%，主要因为其线下渠道占比较高，受疫情影响较大；其他品牌（含跨境品牌代理业务）营收合计 2.51 亿元，同比增长 64.32%。珀莱雅上半年重点聚焦红宝石与双抗两款精华单品，拉动精华类产品占比上升至 10-20%，同时带动品牌客单价显著提升。产品品类方面，护肤类、洁肤类、彩妆类收入分别为 11.22/0.95/1.37 亿元，同比增速分别为-6.94%/15.24%/ 251.76%，彩妆品类实现爆发式增长。

- **线上渠道保持高速增长，线下受疫情影响下滑较严重**

公司线上渠道实现营收 8.78 亿元，同比增长 43.85%，线上占比提升至 63.55%。其中线上直营营收 4.64 亿元，同比增长约 60%；线上分销营收 4.15 亿元，同比增长约 29%。线下渠道营收合计 5.04 亿元，同比下降 29.69%，其中日化渠道营收 3.41 亿元，同比下降 34.95%；其他线下渠道营收 1.63 亿元，同比下降 15.29%，其中的跨境品牌代理渠道同比正增长。

- **投资建议与盈利预测**

公司是国内大众化妆品龙头，对于渠道和行业趋势把握精准。2020 年以来，主品牌珀莱雅推出红宝石与双抗两款精华类大单品强化品牌塑造；同时公司加大对彩棠、INSBAHA 等新锐彩妆品牌的投入力度，并承接圣瑰兰、欧树等优质国际品牌代理业务，多品牌布局初见成果。预计 2020-2022 年 EPS 为 2.34/2.86/3.55 元，对应 PE 79.64/65.33/52.65，维持“买入”评级。

- **风险提示**

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，新项目孵化不达预期。

附表：盈利预测

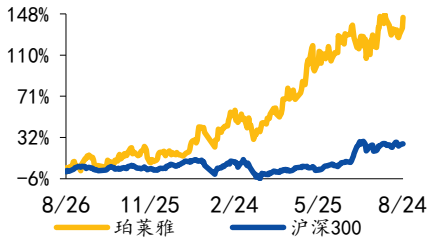
财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2361.25	3123.52	3773.56	4727.54	5800.90
收入同比（%）	32.43	32.28	20.81	25.28	22.70
归母净利润(百万元)	287.19	392.68	471.80	575.09	713.68
归母净利润同比(%)	43.03	36.73	20.15	21.89	24.10
ROE（%）	16.95	19.35	19.67	20.31	21.17
每股收益（元）	1.43	1.95	2.34	2.86	3.55
市盈率(P/E)	130.83	95.68	79.64	65.33	52.65

资料来源：Wind,国元证券研究中心

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	189.22 / 76.5
A 股流通股（百万股）：	62.46
A 股总股本（百万股）：	201.27
流通市值（百万元）：	11660.28
总市值（百万元）：	37573.00

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-珀莱雅（603605）事件点评：受疫情影响，调整股权激励计划》2020.06.21

《国元证券公司研究-珀莱雅（603605）2020 年一季报点评：精华类大单品初获成功，疫情影响线下渠道承压》2020.04.23

报告作者

分析师　李典
执业证书编号　S0020516080001
电话　021-51097188-1866
邮箱　lidian@gyzq.com.cn

联系人　杨柳
邮箱　yangliu@gyzq.com.cn

目　录

1、财务与业务分析 3
2、投资建议 6
3、风险提示 6

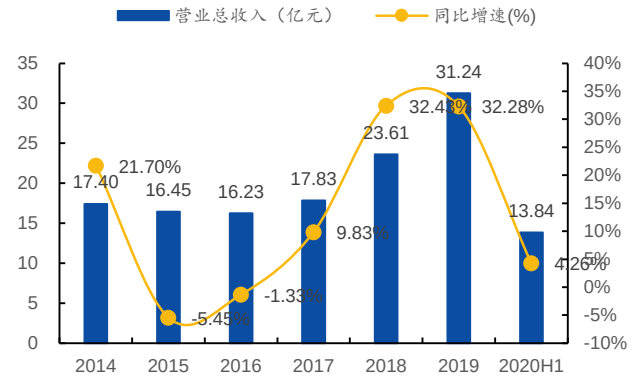
图表目录

图 1：珀莱雅营业收入 3
图 2：珀莱雅归母净利润 3
图 3：2020H1 珀莱雅旗下分品牌收入及增速 3
图 4：2020H1 珀莱雅旗下各品类收入及增速 3
图 5：2020H1 珀莱雅各渠道收入及增速 4
图 6：2020H1 珀莱雅分渠道收入占比情况 4
图 7：珀莱雅线上线下渠道占比情况 4
图 8：珀莱雅线上直营与分销渠道占比情况 4
图 9：珀莱雅毛利率与净利率情况 5
图 10：珀莱雅费用率情况 5
图 11：珀莱雅存货周转天数 5
图 12：珀莱雅应收账款周转天数 5
图 13：珀莱雅现金流情况（单位：亿元） 6
图 14：珀莱雅期末账上现金余额（单位：亿元） 6

1、财务与业务分析

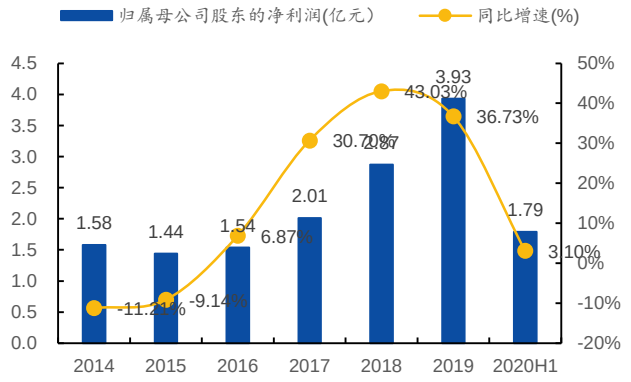
受新冠疫情影响，营收与业绩同比小幅增长。2020H1 公司实现营业收入 13.84 亿元，同比增长 4.26%，归母净利润 1.79 亿元，同比增长 3.10%，归母扣非后净利润 1.82 亿元，同比增长 6.93%。

图 1：珀莱雅营业收入



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

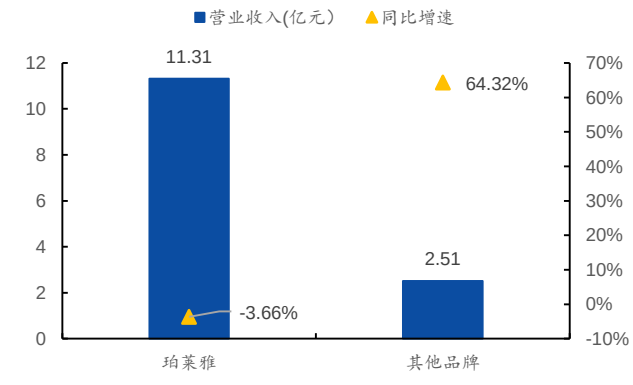
图 2：珀莱雅归母净利润



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

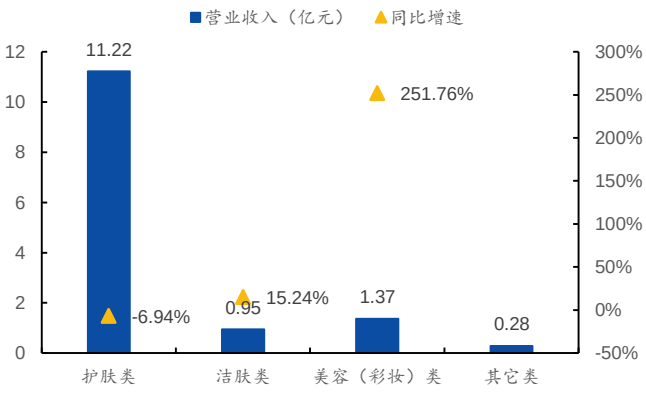
主品牌珀莱雅同比略有下滑，跨境品牌代理贡献增量，彩妆品类实现小幅爆发。2020H1 主品牌珀莱雅实现收入 11.31 亿元，同比下降 3.66%，收入占比同比下降 6.64pct 至 81.86%，主要因为其线下渠道占比较高，受疫情影响较大；其他品牌（含跨境品牌代理业务）营收合计 2.51 亿元，同比增长 64.32%。珀莱雅上半年重点聚焦红宝石与双抗两款精华单品，拉动精华类产品占比上升至 10-20%，同时带动品牌客单价显著提升。产品品类方面，护肤类、洁肤类、彩妆类收入分别为 11.22/0.95/1.37 亿元，同比增速分别为-6.94%/15.24%/ 251.76%，彩妆品类实现爆发式增长，公司跨品类经营能力初步得到验证。

图 3：2020H1 珀莱雅旗下分品牌收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

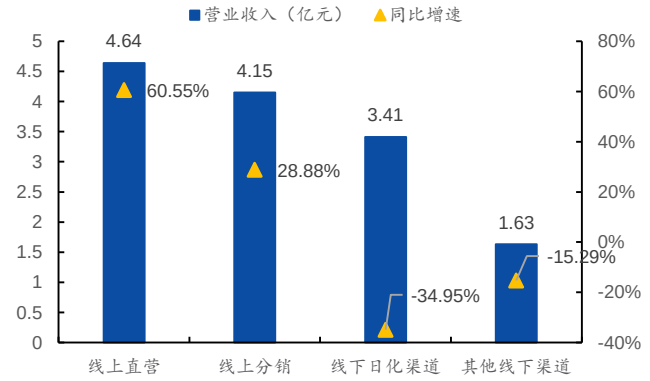
图 4：2020H1 珀莱雅旗下各品类收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

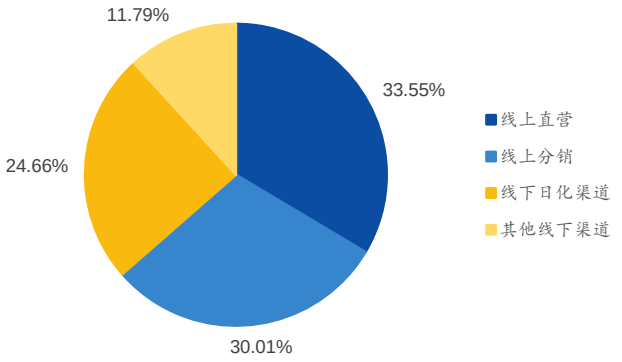
分渠道看，线上渠道保持高速增长，线下受疫情影响下滑较严重。2020H1 公司线上渠道实现营收 8.78 亿元，同比增长 43.85%，线上占比由上年同期的 46.01%提升至 63.55%。其中线上直营营收 4.64 亿元，同比增长约 60%；线上分销营收 4.15 亿元，同比增长约 29%。线下渠道营收合计 5.04 亿元，同比下降 29.69%，占比降至 36.45%。其中日化渠道营收 3.41 亿元，同比下降 34.95%；其他线下渠道营收 1.63 亿元，同比下降 15.29%，其中包含的跨境品牌代理渠道同比正增长。

图 5：2020H1 珀莱雅各渠道收入及增速



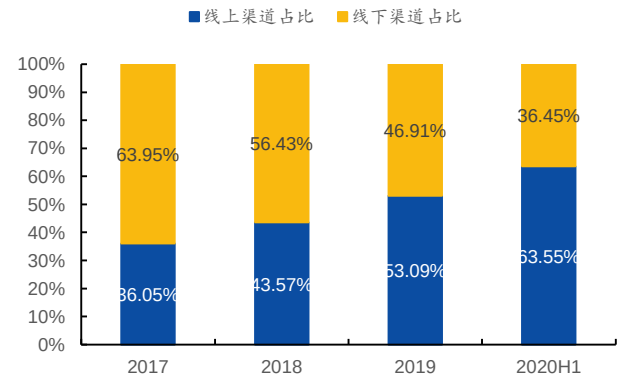
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 6：2020H1 珀莱雅分渠道收入占比情况



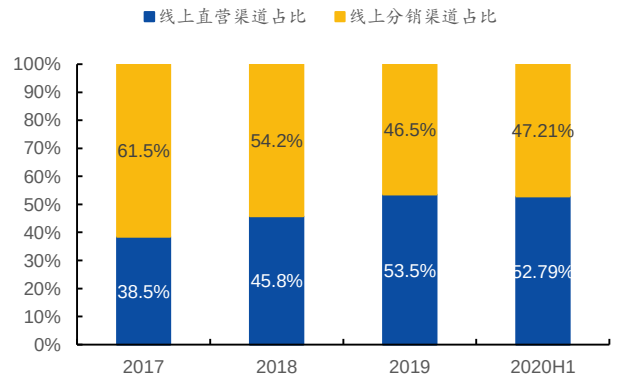
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 7：珀莱雅线上线下渠道占比情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 8：珀莱雅线上直营与分销渠道占比情况

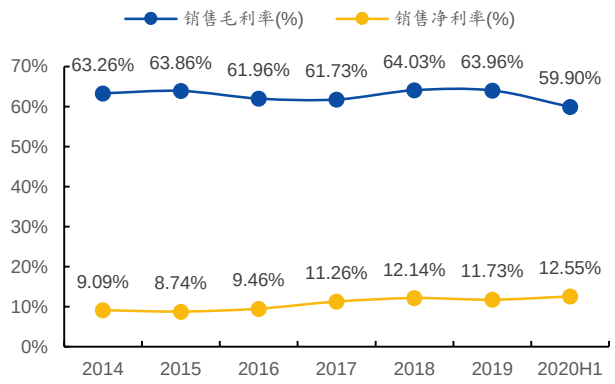


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

因收入准则调整及收入结构变化毛利率与销售费用率同向下滑，管理费用率略有上升，净利润率保持稳定。2020H1 公司毛利率 59.90%，同比下降 5.88pct，主要由于 1）2020 年收入准则调整运费 3965 万元至主营业务成本，影响毛利率同比下降 2.86pct；2)跨境品牌代理业务占比提升，且毛利率仅为 20.72%，拉低整体毛利率；3）低毛利面膜品类占比增加，拉低整体毛利率。期间费用率方面，销售费用率下降 6.36pct 至 33.04%，主要系收入准则调整影响，以及疫情导致线下差旅费、会务费、办公费等同比减少，其中形象宣传推广费率为 24.18%，同比基本持平；管理费用率同比上升 0.52pct 至 7.24%，主要系电商部门扩招及折旧、摊销及租赁费用增加所

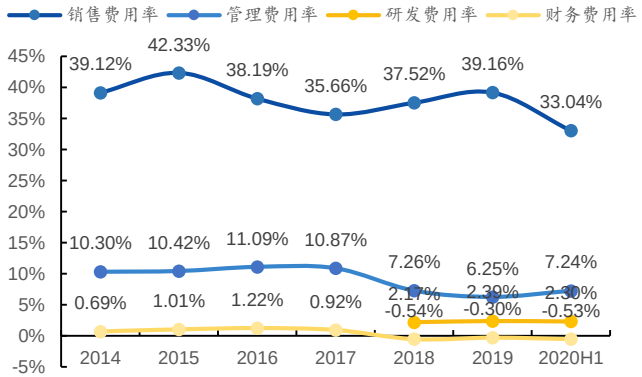
致；研发费用率提升 0.12pct 至 2.30%。整体看，公司毛利率与销售费用率同向下降，净利润率微降 0.15pct 至 12.55%，保持了相对稳定的盈利能力。

图 9：珀莱雅毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

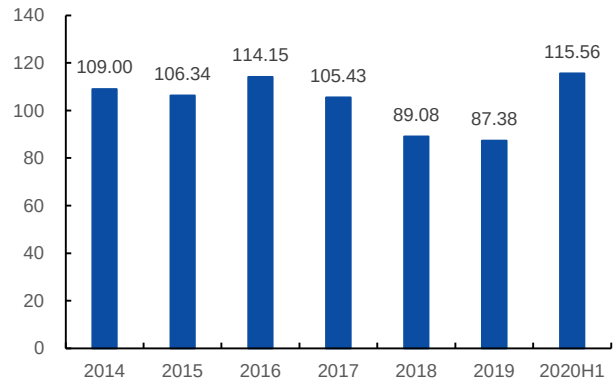
图 10：珀莱雅费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

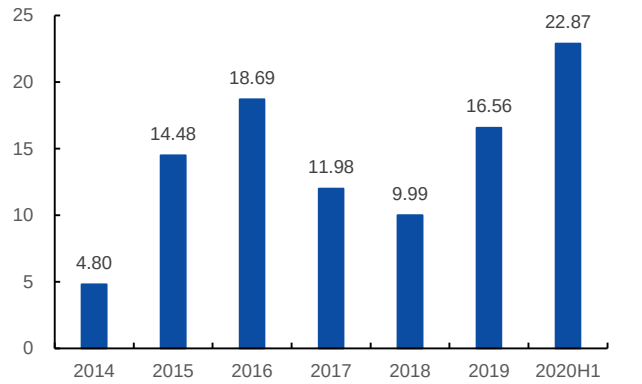
2020H1 年公司存货周转天数同比增加 18.20 天至 115.56 天，主要系跨境新代理品牌铺货、与电商备货所致；应收账款周转天数虽同比增加 6.24 天至 22.87 天，但较 2020Q1 的 28.48 天已有明显优化。

图 11：珀莱雅存货周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

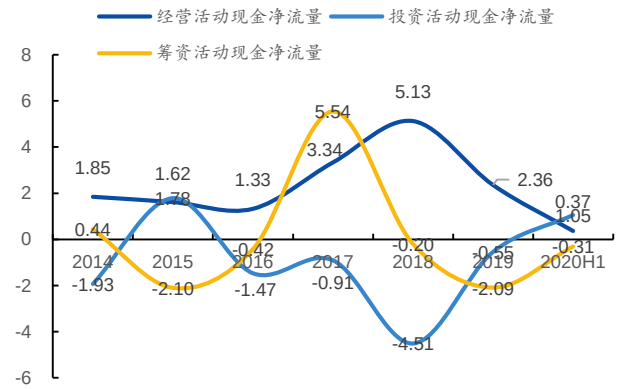
图 12：珀莱雅应收账款周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

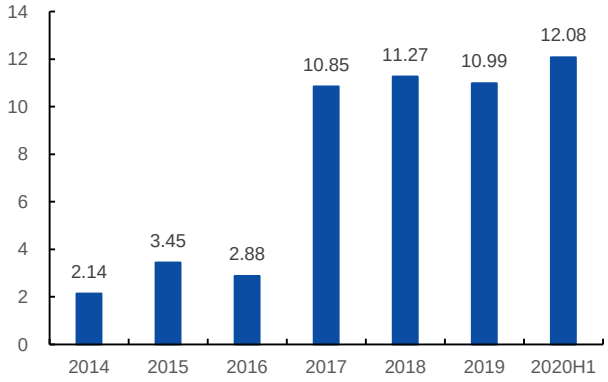
报告期内，公司经营活动现金净流量为 0.37 亿元，同比转正，主要由于期内销售回款同比增加较多，且支出的税费同比减少 0.52 亿元。投资活动产生的现金净流量为 1.05 亿元。筹资活动产生的现金流量净额为-0.31 亿元。截至 2020 年二季度末，公司账上现金余额为 12.08 亿元，现金储备充足。

图 13：珀莱雅现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 14：珀莱雅期末账上现金余额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2、投资建议

公司是国内大众化妆品龙头，对于渠道和行业趋势把握精准。2020 年以来，主品牌珀莱雅推出红宝石与双抗两款精华类大单品强化品牌塑造；同时公司加大对彩棠、INSBAHA 等新锐彩妆品牌的投入力度，并承接圣瑰兰、欧树等优质国际品牌代理业务，多品牌布局已初见成果。预计 2020-2022 年 EPS 为 2.34/2.86/3.55 元，对应 PE 79.64/65.33/52.65，维持“买入”评级。

3、风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，新项目孵化不达预期。

财务预测表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1822.90	1912.87	2470.14	3110.23	3872.75
现金	1463.93	1246.90	1794.27	2268.09	2843.06
应收账款	88.95	198.41	158.51	198.96	243.97
其他应收款	5.29	15.27	16.24	20.72	25.76
预付账款	17.09	53.31	71.43	89.00	109.09
存货	232.78	313.65	417.97	521.74	639.13
其他流动资产	14.85	85.32	11.72	11.72	11.72
非流动资产	1037.14	1066.50	1010.40	957.11	902.86
长期投资	7.20	14.73	14.73	14.73	14.73
固定资产	490.97	550.33	530.38	501.68	468.62
无形资产	328.27	328.56	310.35	292.97	275.91
其他非流动资产	210.71	172.88	154.94	147.73	143.60
资产总计	2860.04	2979.37	3480.54	4067.35	4775.61
流动负债	1034.66	874.33	1015.40	1179.01	1357.40
短期借款	225.29	129.05	129.05	129.05	129.05
应付账款	369.63	347.32	465.32	579.80	710.68
其他流动负债	439.74	397.97	421.02	470.17	517.67
非流动负债	127.07	34.98	32.91	31.89	32.23
长期借款	85.13	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	41.94	34.98	32.91	31.89	32.23
负债合计	1161.73	909.31	1048.30	1210.90	1389.63
少数股东权益	4.00	40.37	33.52	25.17	14.81
股本	201.36	201.27	201.27	201.27	201.27
资本公积	814.81	835.35	835.35	835.35	835.35
留存收益	702.92	1009.05	1362.10	1794.65	2334.54
归属母公司股东权益	1694.31	2029.69	2398.72	2831.27	3371.17
负债和股东权益	2860.04	2979.37	3480.54	4067.35	4775.61

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	512.92	235.96	626.44	561.30	672.28
净利润	286.62	366.37	464.95	566.74	703.33
折旧摊销	57.67	75.17	73.40	74.77	75.11
财务费用	-12.65	-9.49	-51.64	-72.78	-94.49
投资损失	-0.13	-2.12	-3.00	-3.00	-3.00
营运资金变动	118.58	-266.84	139.06	-14.43	-20.66
其他经营现金流	62.83	72.88	3.67	9.99	11.99
投资活动现金流	-451.26	-54.60	55.16	-17.71	-18.01
资本支出	229.73	163.73	0.00	0.00	0.00
长期投资	221.99	-104.41	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.47	4.73	55.16	-17.71	-18.01
筹资活动现金流	-19.90	-209.26	-134.24	-69.76	-79.31
短期借款	-58.51	-96.24	0.00	0.00	0.00
长期借款	50.62	-85.13	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1.36	-0.09	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	33.52	20.54	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-46.89	-48.33	-134.24	-69.76	-79.31
现金净增加额	41.76	-27.77	547.36	473.83	574.97

利润表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2361.25	3123.52	3773.56	4727.54	5800.90
营业成本	849.44	1125.57	1508.01	1878.99	2303.14
营业税金及附加	25.56	27.84	33.63	42.14	51.70
营业费用	886.03	1223.03	1350.93	1739.74	2134.73
管理费用	171.53	195.26	263.31	320.69	392.11
研发费用	51.25	74.60	86.79	108.73	133.42
财务费用	-12.65	-9.49	-51.64	-72.78	-94.49
资产减值损失	-12.33	-27.14	-10.25	-10.25	-10.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.13	2.12	3.00	3.00	3.00
营业利润	388.01	461.61	581.40	708.73	879.03
营业外收入	2.97	0.78	2.06	1.79	1.71
营业外支出	2.86	6.14	4.46	4.75	4.89
利润总额	388.11	456.24	579.01	705.77	875.86
所得税	101.49	89.87	114.06	139.03	172.53
净利润	286.62	366.37	464.95	566.74	703.33
少数股东损益	-0.57	-26.31	-6.85	-8.35	-10.36
归属母公司净利润	287.19	392.68	471.80	575.09	713.68
EBITDA	433.02	527.28	603.16	710.73	859.66
EPS（元）	1.43	1.95	2.34	2.86	3.55

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	32.43	32.28	20.81	25.28	22.70
营业利润(%)	61.66	18.97	25.95	21.90	24.03
归属母公司净利润(%)	43.03	36.73	20.15	21.89	24.10
获利能力					
毛利率(%)	64.03	63.96	60.04	60.25	60.30
净利率(%)	12.16	12.57	12.50	12.16	12.30
ROE(%)	16.95	19.35	19.67	20.31	21.17
ROIC(%)	46.40	40.99	61.80	80.13	106.33
偿债能力					
资产负债率(%)	40.62	30.52	30.12	29.77	29.10
净负债比率(%)	29.69	23.57	12.31	10.66	9.29
流动比率	1.76	2.19	2.43	2.64	2.85
速动比率	1.52	1.80	1.99	2.16	2.35
营运能力					
总资产周转率	0.91	1.07	1.17	1.25	1.31
应收账款周转率	33.59	20.37	19.76	24.72	24.49
应付账款周转率	2.86	3.14	3.71	3.60	3.57
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.95	2.34	2.86	3.55
每股经营现金流(最新摊薄)	2.55	1.17	3.11	2.79	3.34
每股净资产(最新摊薄)	8.42	10.08	11.92	14.07	16.75
估值比率					
P/E	130.83	95.68	79.64	65.33	52.65
P/B	22.18	18.51	15.66	13.27	11.15
EV/EBITDA	84.08	69.05	60.36	51.23	42.35

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188