万联证券 WANLIAN SECURITIES

线上与彩妆高增长，下半年期待小品牌和跨境代理品牌表现

——珀莱雅（603605）半年报点评报告

增持（维持）

日期：2020 年 08 月 26 日

事件：

2020年8月25日，公司发布2020年半年报。

投资要点：

- **疫情致上半年业绩低于预期，Q2表现有所回暖。**2020H1，公司实现营收13.84亿元（同比+4.3%），归母净利润1.79亿元（同比+3.1%）。其中，Q2实现营收7.76亿元（同比+13.2%），归母净利润1.01亿元（同比+22.9%），Q2表现有所回暖。

- **收入准则改变使得毛利率和销售费用率下滑。**2020H1，公司毛利率为59.9%（2019H1为65.8%），下滑的原因主要是2020年根据新收入准则调整运费3965万元至主营业务成本，以及低毛利率的跨境品牌代理业务（毛利率为20.7%，营收占比接近10%）和面膜品类的占比提升。公司净利率为12.6%，较去年同期下滑0.15pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为33.0%/7.2%/2.3%/-0.5%，同比-6.36/+0.52/0.12/-0.05pct，其中，销售费用率同比大幅下滑主要是因为新收入准则将运费调入主营业务成本，加上上半年疫情影响，线下差旅费、会务费、办公费等同比减少所致。管理费用率抬升主要是因为折旧、摊销及租赁费增加所致。

- **彩妆增速继续爆发，主品牌珀莱雅不断出护肤新品。(1)分品类来看，**收入占比81%的护肤类产品2020H1营收同比-6.9%，主要是因为护肤类产品线下占比较高，而线下恢复较线上缓慢。洁肤类产品同比+15.2%，占比6.9%。彩妆类产品同比+251.8%，维持高增速，占比从2019H1的2.9%提升至2020H1的9.9%。**(2)分品牌来看，**上半年公司不断推出红宝石精华、双抗精华等新品，配合明星代言、主题营销和跨界合作，主品牌珀莱雅实现营收11.31亿元（同比-3.7%），主要是因为其线下占比较高。其他品牌（含跨境品牌代理业务）营收2.51亿元（同比+64.3%），未来预计印彩巴哈和彩棠将迅速增长。

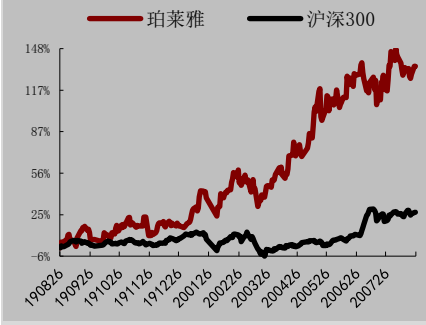
	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,124	3,776	5,018	6,275
增长比率（%）	32.3%	20.9%	32.9%	25.0%
归母净利润(百万元)	393	472	633	815
增长比率(%)	36.7%	20.1%	34.2%	28.8%
每股收益(元)	1.95	2.34	3.14	4.05
市盈率(倍)	95.7	79.7	59.4	46.1

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	商业贸易
公司网址	http://www.proya-group.com/
大股东/持股	侯军呈/36.32%
实际控制人/持股	侯军呈/36.32%
总股本（百万股）	201
流通A股（百万股）	62
收盘价（元）	186.68
总市值（亿元）	376
流通A股市值（亿元）	117

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 08 月 25 日

相关研究

万联证券研究所 20200423_公司季报点评_AAA_珀莱雅（603605）季报点评报告
万联证券研究所 20200402_公司年报点评_AAA_珀莱雅（603605）年报点评报告
万联证券研究所 20200220_公司深度报告_AAA

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 李滢
电话：15521202580
邮箱：liying1@wlzq.com.cn

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

- **线下渠道恢复不及预期，电商渠道保持快速发展，细分三大事业群精细化管理。**上半年线下渠道营收5.04亿元（同比-29.7%），占比为37%（19H1为54%），主要是因为2020年新冠对线下渠道冲击所致。其中，日化渠道同比-35%，其他线下渠道同比-15%（包括商超和单品牌店渠道同比下降超过30%，跨境品牌代理渠道同比正增长）。2020H1，公司继续深耕电商渠道，划分出美丽谷传统国货事业群（珀莱雅等）、太阳岛新锐品牌事业群（彩棠、印彩巴哈等）、月亮湾海外品牌事业群（欧树、WYCON等）三大事业群运营，进一步精细化管理。上半年线上渠道实现营收8.78亿元，同比+43.9%，继续高速增长，占比从19H1的46%提升至20H1的64%。

- **盈利预测与投资建议：**受疫情影响，公司在2020年6月下调股权激励计划中的收入目标（2020年营收同比增速由+33%下调至+20%，净利润同比+19%不变）。结合2020年H1的经营情况，预计下半年线上和彩妆业务将维持高增长，小品牌、跨境代理品牌的快速增长也有望拉动公司整体达到股权激励计划中的业绩目标。我们预计公司2020-2022年的归母净利润增速分别为20.1%/34.2%/28.8%（下调前为22.6%/45.2%/40.7%），对应PE分别为80/59/46倍，维持“增持”评级。

- **风险因素：**疫情反复风险、新品类拓展不达预期风险、竞争加剧风险。

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,913	2,394	3,021	3,741
货币资金	1,247	1,509	1,927	2,427
应收票据及应收账款	198	279	344	413
其他应收款	15	21	25	31
预付账款	53	76	80	75
存货	314	435	565	708
其他流动资产	85	73	81	87
非流动资产	1,066	1,231	1,310	1,398
长期股权投资	15	23	31	39
固定资产	550	668	766	871
在建工程	32	77	53	30
无形资产	329	325	323	321
其他长期资产	141	139	138	137
资产总计	2,979	3,625	4,332	5,139
流动负债	874	1,157	1,419	1,685
短期借款	129	200	180	165
应付票据及应付账款	389	523	692	859
预收账款	41	49	66	82
其他流动负债	315	385	482	579
非流动负债	35	85	115	115
长期借款	0	50	80	80
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	35	35	35	35
负债合计	909	1,242	1,534	1,800
股本	201	201	201	201
资本公积	835	835	835	835
留存收益	1,009	1,336	1,768	2,333
归属母公司股东权益	2,030	2,356	2,789	3,354
少数股东权益	40	27	8	-16
负债和股东权益	2,979	3,625	4,332	5,139

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	236	513	750	911
净利润	366	458	614	791
折旧摊销	75	44	46	45
营运资金变动	-245	-44	52	44
其它	39	55	38	31
投资活动现金流	-55	-219	-132	-135
资本支出	-164	-220	-119	-125
投资变动	104	2	-13	-12
其他	5	-1	0	1
筹资活动现金流	-209	-32	-201	-276
银行借款	129	121	10	-15
债券融资	0	0	0	0
股权融资	21	0	0	0
其他	-359	-153	-211	-261
现金净增加额	-28	262	417	500
期初现金余额	1,127	1,247	1,509	1,927
期末现金余额	1,099	1,509	1,927	2,427

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,124	3,776	5,018	6,275
营业成本	1,126	1,513	2,001	2,486
营业税金及附加	28	30	40	50
销售费用	1,223	1,303	1,756	2,196
管理费用	195	272	366	458
研发费用	75	89	118	147
财务费用	-9	-28	-34	-47
资产减值损失	-27	-38	-32	-27
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	4	5	6
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	462	586	768	989
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	6	16	2	2
利润总额	456	572	768	989
所得税	90	114	154	198
净利润	366	458	614	791
少数股东损益	-26	-14	-18	-24
归属母公司净利润	393	472	633	815
EBITDA	552	614	782	982
EPS（元）	1.95	2.34	3.14	4.05

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入（%）	32.3%	20.9%	32.9%	25.0%
营业利润（%）	19.0%	26.9%	31.1%	28.8%
归属于母公司净利润（%）	36.7%	20.1%	34.2%	28.8%
获利能力				
毛利率（%）	64.0%	59.9%	60.1%	60.4%
净利率（%）	11.7%	12.1%	12.2%	12.6%
ROE（%）	19.3%	20.0%	22.7%	24.3%
ROIC（%）	16.8%	16.8%	18.7%	20.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	30.5%	34.3%	35.4%	35.0%
净负债比率（%）	-49.9%	-49.3%	-56.5%	-62.8%
流动比率	2.19	2.07	2.13	2.22
速动比率	1.77	1.63	1.67	1.76
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.04	1.16	1.22
应收账款周转率	15.74	14.04	14.60	15.21
存货周转率	3.59	3.48	3.54	3.51
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.95	2.34	3.14	4.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	2.55	3.73	4.53
每股净资产(最新摊薄)	10.08	11.71	13.86	16.66
估值比率				
P/E	95.68	79.67	59.38	46.11
P/B	18.51	15.95	13.47	11.20
EV/EBITDA	30.21	59.29	46.04	36.12

资料来源：Wind、万联证券研究所

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)