消费升级与娱乐研究中心

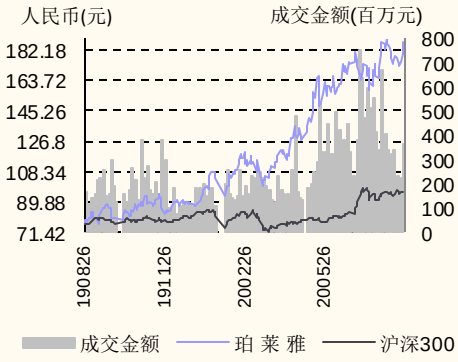
珀莱雅 (603605.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：186.68 元
目标价格（人民币）：242.00-242.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.01
已上市流通 A 股(亿股)	.62
总市值(亿元)	375.73
年内股价最高最低(元)	189.22/165.23
沪深 300 指数	4762
上证指数	3374



相关报告

1.《Q1 扣非净利-8%，新品迭出 Q2 恢复值得期待-Q1 扣非净利-...》，2020.4.23
2.《珀莱雅官宣蔡徐坤代言，持续推进品牌年轻化-珀莱雅官宣蔡徐坤代...》，2020.4.17
3.《与天猫战略签约，共创国货超级单品值得期待-与天猫战略签约，共...》，2020.4.13
4.《营收+32%，电商占比过半，高成长持续兑现-营收+32%，电...》，2020.4.2
5.《从红宝石精华看珀莱雅的硬核年轻化产品能力-从红宝石精华看珀莱...》，2020.2.19

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号：S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

Q2 扣非净利+24.4%，业绩增长进入恢复轨道

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.43	1.95	2.40	3.17	3.99
每股净资产(元)	8.41	10.08	12.56	15.72	19.72
每股经营性现金流(元)	2.55	1.17	2.48	3.72	3.90
市盈率(倍)	30.90	45.13	77.95	58.98	46.79
净利润增长率(%)	43.03%	36.73%	22.85%	32.06%	26.12%
净资产收益率(%)	16.95%	19.35%	19.08%	20.13%	20.25%
总股本(百万股)	201.36	201.27	201.27	201.27	201.27

来源：公司年报、国金证券研究所

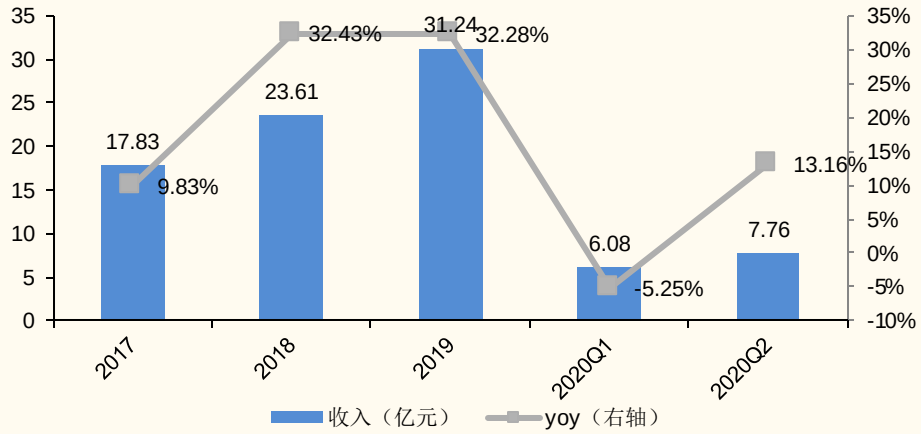
业绩简评

- 2020 年 8 月 25 日公司发布半年报：1H20 实现营收 13.84 亿元，同比增长 4.26%；归母净利润 1.79 亿元，同比+3.1%；扣非后归母净利润 1.82 亿元，同比+6.93%。其中，Q2 实现收入 7.76 亿元，同比+13.16%；归母净利润 1.01 亿元，同比+22.85%；扣非归母净利润 0.99 亿元，同增 24.43%。二季度随着疫情影响逐渐消退，收入、利润增速均出现一定的恢复。
- **疫情主要影响线下渠道：**H1 线上渠道营收 8.78 亿元，同比+43.85%；占比 63.55%/+17.54pct。其中直营渠道营收 4.64 亿元，占线上渠道 52.79%；分销渠道营收 4.15 亿元，占线上渠道的 47.21%。疫情主要对线下渠道产生影响：线下渠道营收 5.04 亿元，同比-29.7%，占比 36.54%。其中日化渠道收入 3.41 亿元，同比-34.95%；其他线下渠道收入 1.63 亿元，同比-15.29%。
- **利润端：**1H20 毛利率为 59.9%，同比-5.88pct。毛利率降低的原因主要是：①2020 年根据新收入准则将运费从费用端调至成本端，使毛利率同比-2.86pct。②新增跨境品牌代理等业务的毛利率为 20.72%，因此一定程度上降低了整体毛利率。上半年净利率为 12.55%，同比-0.15pct。
- **费用端：**1H20 销售费用率为 33.04%，同比-6.36pct，主要是因为①2020 新会计准则将运费调整至主营业务成本，使销售费用率同比-2.86pct；②上半年由于疫情影响，线下办公、差旅等费用减少。管理费用率 7.24%，同比+0.52pct，主要是因为折旧、摊销及租赁费用增长。研发费用率为 2.30%，同比-0.12pct。疫情期间仍积极开拓新品，研发费用率小幅增长。
- **营运指标稳健，经营现金流转正。**1H20 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.36 亿元，同比转正；其中 Q2 为 1.71 亿元，QoQ 转正。疫情期间公司营运稳定，各项营运指标大致保持稳健；而 Q2 随着疫情影响逐渐消退，销售回款增长等因素使公司经营活动净现金流转正。。
- **投资建议：**上半年在疫情影响下，公司业绩增速有所下滑，但总体上仍表现出良好韧性，Q2 以来伴随疫情控制线上线下渠道客流恢复以及公司红宝石精华&双抗精华等新品的不断推出，公司业绩已在逐步恢复。预计 2020-2022 年归母净利润分别为 4.82、6.37、8.03 亿元，分别同比+23%、32%、26%，当前市值对应 PE 分别为 78、59、47 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**新冠疫情影响消费、新品牌发展不及预期、竞争加剧、渠道变革

业绩简评

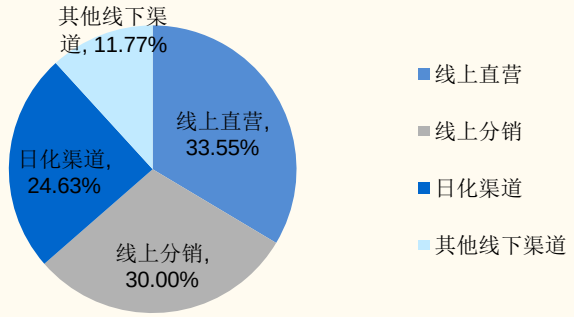
- **2020 年 8 月 25 日公司发布半年报：**1H20 公司实现营收 13.84 亿元，同比+4.26%；归母净利润 1.79 亿元，同比+3.1%；扣非后归母净利润 1.82 亿元，同比+6.93%。其中，Q2 实现收入 7.76 亿元，同比+13.16%；归母净利润 1.01 亿元，同比+22.85%；扣非归母净利润 0.99 亿元，同增 24.43%。随着疫情影响逐渐消退，Q2 收入、利润增速均出现一定的恢复。
- **疫情主要影响线下渠道：**H1 线上渠道营收 8.78 亿元，同比+43.85%；占比 63.55%/+17.54pct。其中直营渠道营收 4.64 亿元，占线上渠道 52.79%；分销渠道营收 4.15 亿元，占线上渠道的 47.21%。疫情主要对线下渠道产生影响：线下渠道营收 5.04 亿元，同比下降 29.7%，占比 36.54%。其中日化渠道收入 3.41 亿元，同比-34.95%；其他线下渠道收入 1.63 亿元，同比-15.29%。

图表 1：Q2 收入 7.76 亿元，同增 13.16%



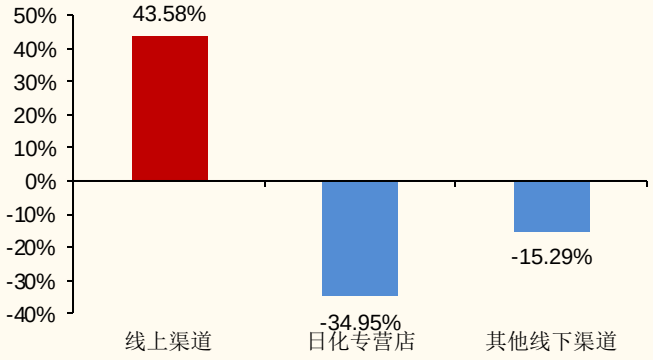
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司上半年销售渠道占比



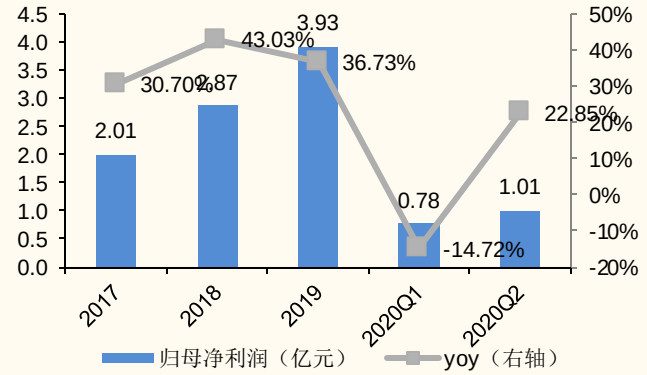
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：上半年各渠道收入增速：疫情主要影响线下



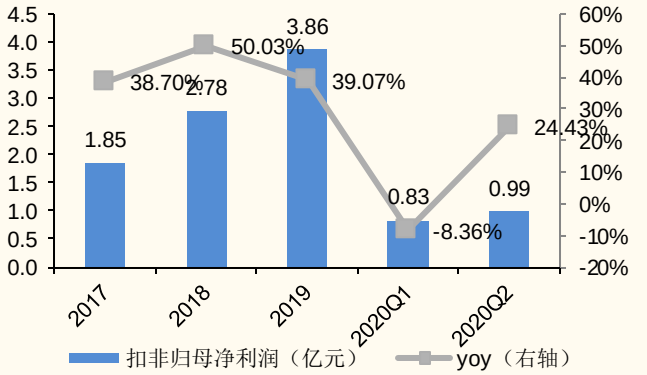
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司归母净利润（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

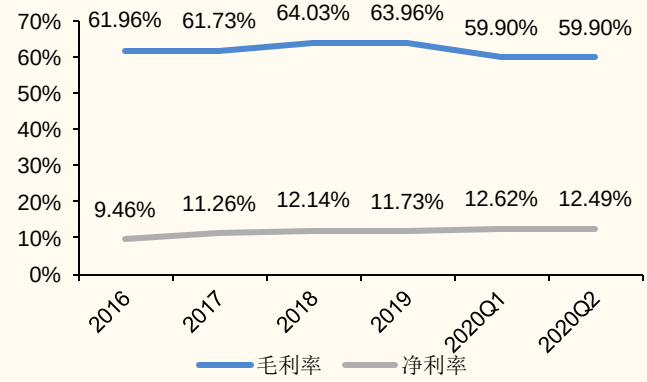
图表 5：公司扣非归母净利润（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

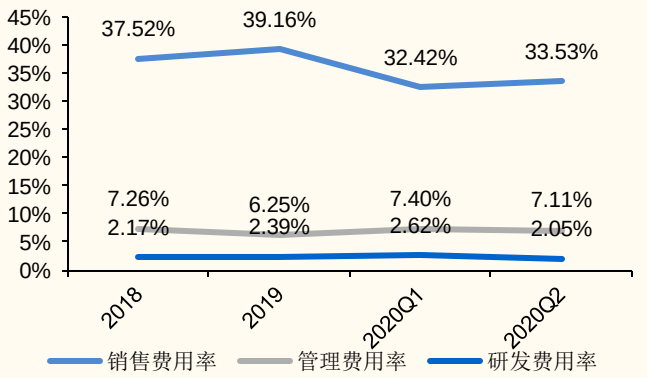
- **利润端：**1H20 毛利率为 59.9%，同比-5.88pct。毛利率降低的原因主要是：①2020 年根据新收入准则将运费从费用端调至成本端，使毛利率同比-2.86pct。②新增跨境品牌代理等业务的毛利率为 20.72%，因此一定程度上降低了整体毛利率。上半年净利率为 12.55%，同比-0.15pct。
- **费用端：**1H20 销售费用率为 33.04%，同比-6.36pct，主要是因为①2020 新会计准则将运费调整至主营业务成本，使销售费用率同比-2.86pct；②上半年由于疫情影响，线下办公、差旅、会务费等费用减少。管理费用率 7.24%，同比+0.52pct，主要是因为折旧、摊销及租赁费用增长。研发费用率为 2.30%，同比-0.12pct。疫情期间仍积极开拓新品，研发费用率小幅增长。

图表 6：公司毛利率、净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

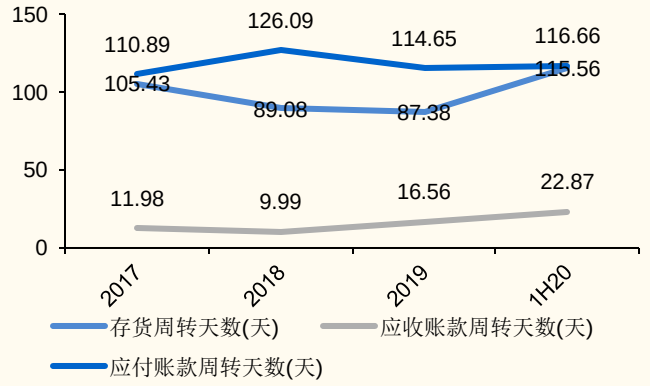
图表 7：公司销售、管理、研发费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

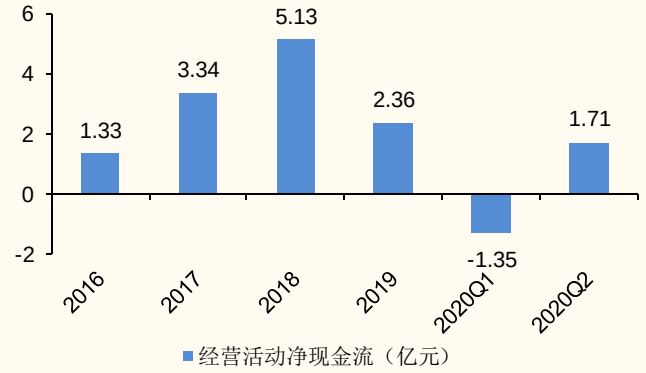
- **营运指标稳健，经营现金流转正。**1H20 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.36 亿元，同比转正；其中 Q2 为 1.71 亿元，QoQ 转正。疫情期间公司营运稳定，各项营运指标大致保持稳健；而 Q2 随着疫情影响逐渐消退，销售回款增长等因素使公司经营活动净现金流转正。

图表 8：公司存货、应收账款、应付账款周转天数



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司经营活动净现金流（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **投资建议：**H1 在疫情影响下，公司业绩增速有所下滑，但总体上仍表现出良好韧性，Q2 以来伴随疫情控制线上线下渠道客流恢复以及公司红宝石精华&双抗精华等新品的不断推出，公司业绩已在逐步恢复。预计 2020-2022 年归母净利润分别为 4.82、6.37、8.03 亿元，分别同比+23%、32%、26%，当前市值对应 PE 分别为 57、43、34 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**疫情影响消费，新品牌发展不及预期，竞争加剧，渠道变革

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,783**	**2,361**	**3,124**	**3,889**	**5,069**	**6,391**
增长率		32.4%	32.3%	24.5%	30.3%	26.1%
主营业务成本	-682	-849	-1,126	-1,408	-1,842	-2,341
%销售收入	38.3%	36.0%	36.0%	36.2%	36.3%	36.6%
毛利	1,101	1,512	1,998	2,481	3,227	4,050
%销售收入	61.7%	64.0%	64.0%	63.8%	63.7%	63.4%
营业税金及附加	-24	-26	-28	-35	-45	-57
%销售收入	1.3%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-636	-886	-1,223	-1,503	-1,964	-2,476
%销售收入	35.7%	37.5%	39.2%	38.7%	38.8%	38.8%
管理费用	-194	-223	-270	-357	-466	-568
%销售收入	10.9%	9.4%	8.6%	9.2%	9.2%	8.9%
息税前利润（EBIT）	247	377	477	586	752	949
%销售收入	13.9%	16.0%	15.3%	15.1%	14.8%	14.8%
财务费用	-16	13	9	22	30	43
%销售收入	0.9%	-0.5%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-9	-12	-36	-23	-6	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	2	2	2
%税前利润	0.2%	0.0%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
营业利润	239	388	462	595	786	992
营业利润率	13.4%	16.4%	14.8%	15.3%	15.5%	15.5%
营业外收支	2	0	-5	0	0	0
税前利润	242	388	456	596	787	992
利润率	13.5%	16.4%	14.6%	15.3%	15.5%	15.5%
所得税	-41	-101	-90	-113	-149	-188
所得税率	16.9%	26.2%	19.7%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	201	287	366	482	637	803
少数股东损益	0	-1	-26	0	0	0
归属于母公司的净利润	**201**	**287**	**393**	**482**	**637**	**803**
净利率	11.3%	12.2%	12.6%	12.4%	12.6%	12.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	201	287	366	482	637	803
少数股东损益	0	-1	-26	0	0	0
非现金支出	80	70	111	79	68	76
非经营收益	10	28	3	9	13	15
营运资金变动	43	128	-245	-71	30	-109
经营活动现金净流	**334**	**513**	**236**	**500**	**749**	**786**
资本开支	-80	-230	-164	-130	-80	-80
投资	-12	-222	104	0	0	0
其他	0	0	5	2	2	2
投资活动现金净流	**-91**	**-451**	**-55**	**-128**	**-78**	**-78**
股权募资	715	29	21	16	0	0
债权募资	-123	27	-131	291	-60	137
其他	-38	-76	-99	-11	-16	-17
筹资活动现金净流	**554**	**-20**	**-209**	**296**	**-75**	**120**
现金净流量	**797**	**42**	**-28**	**668**	**596**	**828**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,094	1,464	1,247	1,915	2,511	3,339
应收款项	57	101	216	299	255	319
存货	188	233	314	378	441	560
其他流动资产	127	25	136	125	138	153
流动资产	1,466	1,823	1,913	2,718	3,345	4,371
%总资产	63.6%	63.7%	64.2%	70.5%	74.3%	78.9%
长期投资	0	7	86	86	86	86
固定资产	431	632	582	661	685	706
%总资产	18.7%	22.1%	19.5%	17.1%	15.2%	12.7%
无形资产	355	362	355	349	343	337
非流动资产	838	1,037	1,066	1,140	1,158	1,172
%总资产	36.4%	36.3%	35.8%	29.5%	25.7%	21.1%
资产总计	**2,304**	**2,860**	**2,979**	**3,857**	**4,503**	**5,543**
短期借款	284	260	214	505	446	583
应付款项	390	592	522	603	644	725
其他流动负债	90	183	139	140	163	176
流动负债	763	1,035	874	1,249	1,253	1,484
长期贷款	35	85	0	0	0	0
其他长期负债	47	42	35	40	45	50
负债	**845**	**1,162**	**909**	**1,289**	**1,298**	**1,535**
普通股股东权益	1,459	1,694	2,030	2,528	3,165	3,968
少数股东权益	0	4	40	40	40	40
负债股东权益合计	**2,304**	**2,860**	**2,979**	**3,857**	**4,503**	**5,543**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.004	1.426	1.951	2.397	3.165	3.992
每股净资产	7.293	8.414	10.084	12.560	15.725	19.717
每股经营现金净流	1.671	2.547	1.172	2.485	3.720	3.904
每股股利	0.000	0.000	0.310	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.76%	16.95%	19.35%	19.08%	20.13%	20.25%
总资产收益率	8.72%	10.04%	13.18%	12.51%	14.15%	14.49%
投入资本收益率	11.58%	13.62%	16.74%	15.41%	16.65%	16.71%
增长率						
主营业务收入增长率	9.83%	32.43%	32.28%	24.52%	30.34%	26.07%
EBIT增长率	32.45%	52.52%	26.44%	22.75%	28.31%	26.21%
净利润增长率	30.70%	43.03%	36.73%	22.85%	32.06%	26.12%
总资产增长率	53.35%	24.14%	4.17%	29.47%	16.74%	23.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.1	10.1	16.8	28.0	18.0	18.0
存货周转天数	106.9	90.3	88.6	100.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	112.4	127.8	116.2	100.0	80.0	70.0
固定资产周转天数	52.6	75.9	64.3	57.2	44.2	35.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.20%	-65.89%	-53.33%	-57.67%	-66.65%	-70.53%
EBIT利息保障倍数	15.1	-29.8	-50.3	-26.9	-24.9	-21.9
资产负债率	36.68%	40.62%	30.52%	33.42%	28.82%	27.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-22	买入	76.40	N/A
2	2019-10-30	买入	88.03	N/A
3	2019-11-07	买入	89.51	N/A
4	2020-02-19	买入	113.73	N/A
5	2020-04-02	买入	115.30	N/A
6	2020-04-13	买入	118.05	N/A
7	2020-04-17	买入	121.40	N/A
8	2020-04-23	买入	136.63	N/A

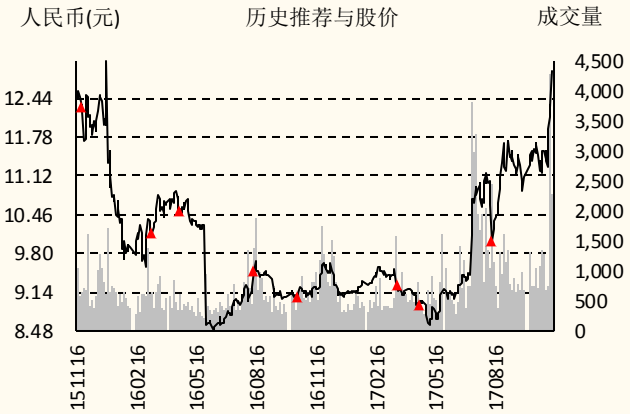
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH