

珀莱雅 (603605) 2020 年中报点评

## 线上强劲，精细运营，平台继续搭建

### 事项:

- ❖ 2020H1 公司实现营收 13.84 亿元 (+ 4.26%)，归母净利润增速 3.1% 至 1.79 亿元，扣非后增速为 6.93% 达到 1.82 亿元，经营性现金流量净额为 3656 万元 (同比净流量增加 0.96 亿元，主要为增加销售回款增加 2.06 亿元，支付的税费减少 0.52 亿元)。基本每股收益为 0.89 元/股，扣非加权 ROE(降低 0.95pct 至 8.68%)。毛利率降低 5.88pct 至 59.9% (主要是会计准则调整和业务结构变化，新增较低毛利率的跨境品牌代理业务)，期间费用率降低 5.78pct 至 42.05% (会计准则调整，物流计入主营成本，以及疫情影响下线下差旅、会务等活动减少)。Q2 单季度营收 7.76 亿元，归母净利润增速 22.85% (Q1 单季增速为 -14.72%)，环比改善明显，扣非后增速为 24.43% (Q1 单季增速为 -8.36%)。

### 评论:

- ❖ **疫情冲击，线下受损较重，发力电商。**公司线上渠道增速 43.85%，达到 8.78 亿元营收，占比从 2019 的 52.99% 上升至 2020H1 的 63.55%；线下增速 -29.69%。天猫旗舰店粉丝突破 1000w。珀莱雅品牌营收因线下占比较高，同比下降 3.66%，韧性仍然较强，占比降至 81.86%。包含跨境品牌代理业务的其他品牌营收占比上升至 18.14%，多元化明显，平台公司框架初现。结合行业持续线上化、公司电商部门划分事业群精细化运营提高效率，助力未来线上业务发展。
- ❖ **年轻化产品定位：**公司形象宣传推广费用率基本持平，2019H1 和 2020H1 分别为 24.36% 和 24.18%。上半年孙俪、蔡徐坤加入品牌明星矩阵，年轻化定位更进一步，公司也策划了一系列年轻化的主题营销，并推出红宝石精华和双抗精华，初战告捷，在护肤核心品类上做了有效尝试。
- ❖ **投资建议：**长期以来，公司积累了专业化的创新研发体系、强大的自主生产能力和先进的供应链管理体系、多渠道销售体系、差异化多品牌资产等核心竞争力，在偏大众化妆品市场的较激烈竞争赛道上，公司的组织、激励机制、人才、营销灵活，在组织架构、治理能力上相对能够更好地适应行业变化，在新品牌、新品类 (彩妆)、新业务模式 (海外代理)、新营销投放等方面均有亮点，精准呼应市场需求，平台架构日益明确，持续取得超越行业的增长。公司股权激励目标有所调整，我们维持之前业绩预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润约 4.6、5.9、6.7 亿元，对应当前市值为 74、58、51 倍 PE。考虑到行业高增长红利仍然持续，“营销投放效率”是当前较为可考的成长指标，公司在此方面有一套行之有效的组织方式，过往数据验证了公司能力出众，给予 **21 年 67x 估值，目标价 195 元，维持“推荐”评级。**
- ❖ **风险提示：**宏观经济超预期下滑，行业竞争加剧，公司品牌、品类、渠道拓展不力，营销策略失误，核心人才流失、短期涨幅过大透支业绩等。

### 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	3,124	3,918	4,782	5,393
同比增速(%)	32.3%	25.4%	22.1%	12.8%
归母净利润(百万)	392	463	594	672
同比增速(%)	36.7%	18.0%	28.3%	13.1%
每股盈利(元)	1.95	2.30	2.95	3.34
市盈率(倍)	88	74	58	51
市净率(倍)	17	14	12	10

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 8 月 26 日收盘价

## 推荐 (维持)

目标价：195 元

当前价：170.74 元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：胡琼方

电话：010-66500993

邮箱：huqiongfang@hcyjs.com

执业编号：S0360519090004

#### 证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

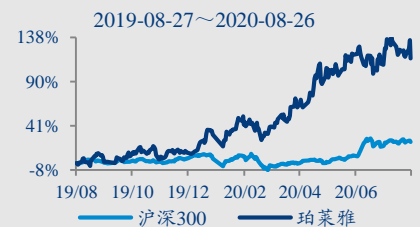
邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

### 公司基本数据

总股本(万股)	20,127
已上市流通股(万股)	6,246
总市值(亿元)	343.65
流通市值(亿元)	106.65
资产负债率(%)	30.5
每股净资产(元)	10.4
12 个月内最高/最低价	193.48/75.85

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《珀莱雅 (603605) 深度研究报告：电商+单品牌店双渠道红利，平台化管理提质》

2019-04-15

《珀莱雅 (603605) 2019 年报点评：业绩超额完成激励指标，灵活应变降低疫情冲击》

2020-04-02

# 目录

一、公司总体业绩.....	4
二、疫情冲击，线下受损较重，电商加速.....	4
三、年轻化产品定位.....	6
四、投资建议.....	6
五、风险提示.....	6

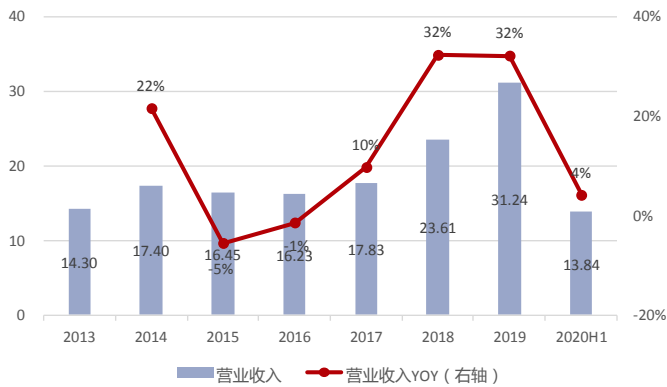
# 图表目录

图表 1 公司收入及增速.....	4
图表 2 公司利润及相应增速.....	4
图表 3 公司毛利率、净利率水平.....	4
图表 4 公司三项费用率.....	4
图表 5 公司线上/线下收入构成及相应增速.....	5
图表 6 珀莱雅红宝石精华、双抗精华及时光鱼子精华.....	5

## 一、公司总体业绩

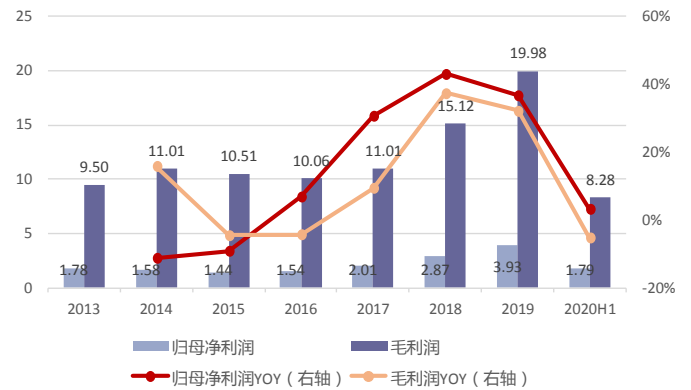
2020H1 公司实现营收 13.84 亿元 (+4.26%)，归母净利润增速 3.1% 至 1.79 亿元，扣非后增速为 6.93% 达到 1.82 亿元。

图表 1 公司收入及增速



资料来源：公司公告，华创证券

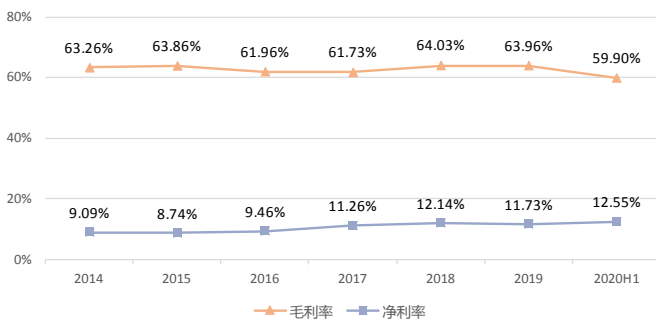
图表 2 公司利润及相应增速



资料来源：公司公告，华创证券

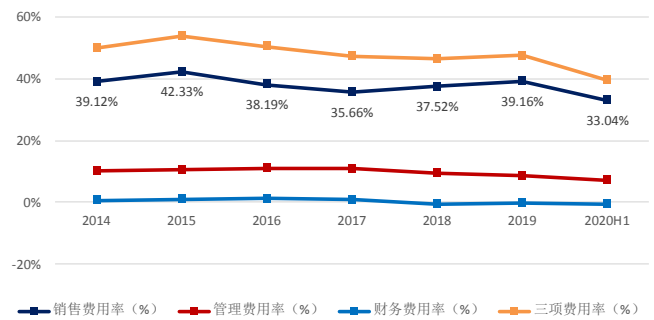
H1 公司毛利率有所下行达到 59.9% (2019 年为 63.96%)，主要是会计准则调整 (运费 3965 万元调整至成本科目) 影响毛利率 -2.86pct、新增了毛利率相对较低的跨境品牌代理业务 (2020H1 毛利率为 20.72%)。两项因素也带动公司销售费用率的下行 (2019H1 为 39.40%，2020H1 为 33.04%)，此外疫情影响下线下差旅、会务等活动减少也降低了销售费用率。2020H1 净利率相比 2019H1 下降 0.15 个 pct 至 12.55%。

图表 3 公司毛利率、净利率水平



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 公司三项费用率



资料来源：公司公告，华创证券

公司 Q2 单季度营收 7.76 亿元 (+13.16%)，归母净利润增速 22.85% 至 1.01 亿元，相比 Q1 的 -14.72% 的业绩增速有较为明显的改善。

经营性现金流量净额中：销售回款同比增加 2.06 亿元、支付税费减少 0.52 亿元，支付货款增加 0.89 亿元，代言费、市场推广费、捐赠支出等其他现金流出增加 0.83 亿元。

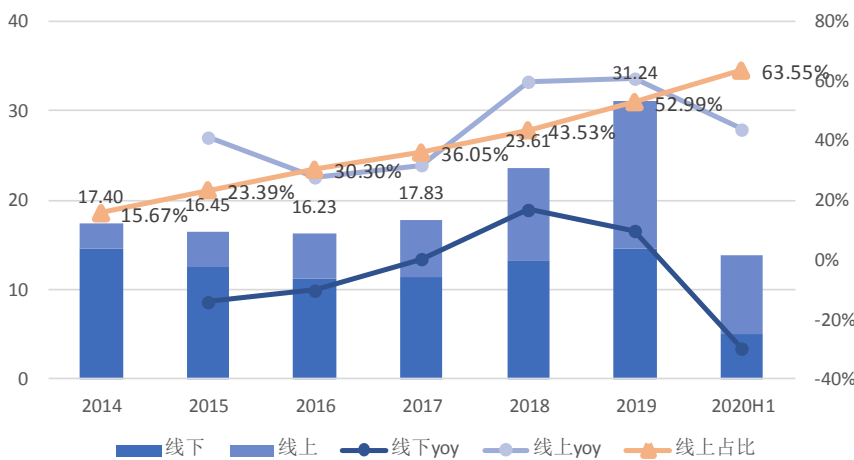
## 二、疫情冲击，线下受损较重，电商加速

上半年化妆品社零累计同比 -0.2%，疫情冲击下线下无法正常开展经营活动，化妆品公司纷纷发力线上业务。公司线上渠道增速 43.85% (Q1 增速为 30%+)，达到 8.78 亿元营收，占比从 2019 的 52.99%、2020Q1 的 56% 上升至 2020H1 的 63.55% (其中直营在线上占比为 52.79%，营收 4.64 亿元)。电商部分公司划分了三个事

**业群运营：**传统国货事业群的美丽谷、主力新锐品牌的事业群太阳岛和海外品牌（欧树、wycon 等）事业群的月亮湾，划分有助于更精细化的运营提高效率；5 月 28 日公司联合天猫打造的孵化基地项目正式开启招募，挖掘和培育新品牌，向平台型企业进一步迈进。天猫旗舰店粉丝突破 1000w。基于行业整体的渠道变革以及公司近年来的电商经营积累和经营策略，我们预判未来渠道方面线上渠道为重，事业部的划分、精细化运营也将助力这一转变。

上半年线下增速-29.69%（日化渠道下降 34.95%，其他线下渠道下滑 15.29%，传统线下渠道下滑较大，线下跨境品牌代理业务抵消部分下滑影响），环比略有回暖（Q1 为下滑 30%以上，Q2 下滑约 20-30%），预计线下传统业务年内较难回到正增长。在经营模式上线下主要为经销，不完全、及时反映终端的零售情况，Q1 疫情影响较重，预计也在一定程度上影响了公司及经销商对于 Q2 的备货安排。资产减值损失中存货跌价损失 965 万元，或主要为线下渠道导致。

图表 5 公司线上/线下收入构成及相应增速



资料来源：公司公告，华创证券

**主品牌韧性强：**珀莱雅品牌营收因线下占比较高，整体同比下降 3.66%，韧性仍然较强，占比从去年同期的 88.50% 降至 81.86%；其中上半年公司相继于 2 月、4 月、4 月底推出红宝石、双抗、时光鱼子精华，客单价有所提升，精华产品不断打磨，未来到成熟期后预计对客单价、毛利率有一定提升。包含跨境品牌代理业务的其他品牌营收占比上升至 18.14%，收入达到 2.51 亿元，作为增量业务，预计下半年贡献加大。

图表 6 珀莱雅红宝石精华、双抗精华及时光鱼子精华

抗氧化·抗糖·抗初老  
赠 ¥322元3件礼

双抗精华

K.O 3大眼周问题  
抢! 买20ml享41ml\*

小夜灯眼霜

\*指买双抗眼霜20ml, 送双抗眼霜6ml+双抗精华15ml

紧实·饱满·细腻弹滑  
抢! 买1享5

红宝石精华

资料来源：公司官网，华创证券

分品类看，护肤营收 11.22 亿元（-6.94%，线下占比高）；彩妆营收 1.37 亿元（+251.76%），占比从去年同期的 2.94% 升至 9.92%，洁肤和其他类营收占比分别为 6.90%和 2.02%。

### 三、年轻化产品定位

虽然会计准则影响及疫情因素导致线下活动费用减少导致销售费用率有所下行，但公司形象宣传推广费用率基本持平，2019H1 和 2020H1 分别为 24.36%和 24.18%。上半年孙俪、蔡徐坤加入品牌明星矩阵，年轻化定位更进一步，公司也策划了一系列年轻化的主题营销，另外通过《安家》、《清平乐》、《来自手机的你》等影视剧及综艺植入等方式加强品宣。

管理费用率从上年同期的 6.72%上升至 7.24%，主要因部门及人员扩招和折摊、租赁费用新增。

### 四、投资建议

长期以来，公司积累了专业化的创新研发体系、强大的自主生产能力和先进的供应链管理体系、多渠道销售体系、差异化多品牌资产等核心竞争力，在偏大众化妆品市场的较激烈竞争赛道上，公司的组织、激励机制、人才、营销灵活，在组织架构、治理能力上相对能够更好地适应行业变化，在新品牌、新品类（彩妆）、新业务模式（海外代理）、新营销投放等方面均有亮点，精准呼应市场需求，平台架构日益明确，持续取得超越行业的增长。公司股权激励目标有所调整，我们维持之前业绩预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润约 4.6、5.9、6.7 亿元，对应当前市值为 74、58、51 倍 PE。考虑到行业高增长红利仍然持续，“营销投放效率”是当前较为可考的成长指标，公司在此方面有一套行之有效的组织方式，过往数据验证了公司能力出众，给予 21 年 67x 估值，目标价 195 元，维持“推荐”评级。

### 五、风险提示

宏观经济超预期下滑，行业竞争加剧，公司品牌、品类、渠道拓展不力，营销策略失误，核心人才流失、短期涨幅过大透支业绩等。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,247	1,493	1,840	2,260
应收票据	0	0	0	0
应收账款	198	112	227	256
预付账款	53	30	36	40
存货	314	424	495	557
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	101	97	103	106
流动资产合计	1,913	2,156	2,701	3,219
其他长期投资	72	72	72	72
长期股权投资	15	100	180	230
固定资产	550	543	526	501
在建工程	32	22	22	32
无形资产	329	316	314	313
其他非流动资产	68	63	59	56
非流动资产合计	1,066	1,116	1,173	1,204
<b>资产合计</b>	<b>2,979</b>	<b>3,272</b>	<b>3,874</b>	<b>4,423</b>
短期借款	129	49	9	0
应付票据	42	57	66	74
应付账款	347	470	550	617
预收款项	41	51	63	71
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	91	100	200	200
一年内到期的非流动负债	85	0	0	0
其他流动负债	139	137	141	156
流动负债合计	874	864	1,029	1,118
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	35	25	25	25
非流动负债合计	35	25	25	25
<b>负债合计</b>	<b>909</b>	<b>889</b>	<b>1,054</b>	<b>1,143</b>
归属母公司所有者权益	2,030	2,374	2,850	3,356
少数股东权益	40	9	-30	-76
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,070</b>	<b>2,383</b>	<b>2,820</b>	<b>3,280</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,979</b>	<b>3,272</b>	<b>3,874</b>	<b>4,423</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>236</b>	<b>644</b>	<b>505</b>	<b>653</b>
现金收益	432	493	602	668
存货影响	-81	-110	-71	-61
经营性应收影响	-111	143	-77	18
经营性应付影响	-70	157	200	84
其他影响	66	-38	-149	-55
<b>投资活动现金流</b>	<b>-55</b>	<b>-125</b>	<b>-130</b>	<b>-100</b>
资本支出	-26	-45	-54	-53
股权投资	-8	-85	-80	-50
其他长期资产变化	-21	5	4	3
<b>融资活动现金流</b>	<b>-209</b>	<b>-273</b>	<b>-28</b>	<b>-133</b>
借款增加	-131	-165	-40	-9
股利及利息支付	-98	-116	-155	-168
股东融资	21	21	21	21
其他影响	-1	-13	146	23

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

**利润表**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>3,124</b>	<b>3,918</b>	<b>4,782</b>	<b>5,393</b>
营业成本	1,126	1,525	1,781	2,001
税金及附加	28	43	53	59
销售费用	1,223	1,461	1,855	2,093
管理费用	195	216	236	271
研发费用	75	94	114	129
财务费用	-9	-14	-24	-29
信用减值损失	-9	-10	-15	-15
资产减值损失	-27	-33	-44	-51
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
其他收益	8	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>462</b>	<b>550</b>	<b>708</b>	<b>804</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	6	10	15	20
<b>利润总额</b>	<b>456</b>	<b>540</b>	<b>693</b>	<b>784</b>
所得税	90	108	139	157
<b>净利润</b>	<b>366</b>	<b>432</b>	<b>554</b>	<b>627</b>
少数股东损益	-26	-31	-40	-45
<b>归属母公司净利润</b>	<b>392</b>	<b>463</b>	<b>594</b>	<b>672</b>
NOPLAT	359	421	535	603
EPS(摊薄)(元)	1.95	2.30	2.95	3.34

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	32.3%	25.4%	22.1%	12.8%
EBIT 增长率	19.0%	17.7%	27.1%	12.8%
归母净利润增长率	36.7%	18.0%	28.3%	13.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	64.0%	61.1%	62.7%	62.9%
净利率	11.7%	11.0%	11.6%	11.6%
ROE	19.0%	19.4%	21.1%	20.5%
ROIC	19.2%	22.2%	24.1%	23.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.5%	27.2%	27.2%	25.8%
债务权益比	12.0%	3.1%	1.2%	0.8%
流动比率	218.9%	249.5%	262.5%	287.9%
速动比率	183.0%	200.5%	214.4%	238.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.2
应收账款周转天数	17	14	13	16
应付账款周转天数	115	97	103	105
存货周转天数	87	87	93	95
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.95	2.30	2.95	3.34
每股经营现金流	1.17	3.20	2.51	3.24
每股净资产	10.09	11.80	14.16	16.67
<b>估值比率</b>				
P/E	88	74	58	51
P/B	17	14	12	10
EV/EBITDA	53	46	37	34

## 商社组团介绍

**组长、首席分析师：王薇娜**

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

**分析师：胡琼方**

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
私募销售组	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500