

## 线上渠道增长提速，期待下半年新品表现

东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- 2020H1 公司营业收入和归母净利润分别同比增长 4.3% 和 3.1%，其中 Q2 的营业收入和归母净利润分别增长 13.2% 和 22.9%。上半年净利率小幅下滑 0.1 pcts 至 12.9%，具体来看，1) 毛利率：2020H1 毛利率为 59.9%，同比下滑 5.9 pcts；主要系跨境品牌代理业务（毛利率 20.7%）占比提升至 10% 左右、低价面膜引流促销和新收入准则调整运费的影响；2) 费用率：销售、管理和研发费用率分别为 33.04%、7.24% 和 2.3%，同比增长 -6.4 pcts、0.5 pcts 和 0.1 pcts，其中销售费用率下降源于控费和新收入准则影响；3) 其他收益：大幅增长 335%，主要系政府补助增加所致；4) 营业外支出：2020H1 为 1,551 万，主要系抗击新冠疫情，对外捐赠产品、口罩及现金捐赠共计 1,510 万；5) 有效税率：同比小幅增长 0.6 pcts
- 线上渠道增长提速，线下渠道受疫情影响明显，新兴品牌表现亮眼。1) 分渠道来看：上半年线上渠道收入为 8.78 亿元，同比增长 43.85%，占收入比重已达 63.6%（去年同期 46%），其中二季度增长环比提速（50%+）。线下渠道收入为 5.04 亿元，同比下降 29.69%，其中日化渠道下滑 34.95%，商超和单品牌店渠道下滑 30%+，跨境品牌代理渠道同比实现正增长。2) 分品牌来看：上半年珀莱雅品牌收入为 11.31 亿元，同比下降 3.66%，主要由于主品牌线下占比较高，受疫情影响显著。其他品牌（含跨境品牌代理业务和彩妆等）收入为 2.51 亿元，同比增长 64.32%，表现较为突出，预计印彩巴哈和彩棠将持续推动下半年增长。
- 我们认为，随着疫情的逐步缓解+新品的持续推出+电商的持续高增，全年有望实现股权激励中营收和净利润双 20% 的增长目标。上半年推出红宝石精华、双抗精华、小云朵洁面、时光鱼子精华、解渴修护面膜等新品，已取得较好效果，下半年推新将提速，此外疫情会加剧行业洗牌，有利于公司抢夺部分中小国货品牌和中低端外资品牌的市场份额，获得更多市场份额的机会。

## 财务预测与投资建议

- 结合中报数据，我们下调公司未来三年的盈利预测，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 2.38 元、3.04 元和 3.81 元（原 2.5、3.2 和 4.15 元），参考可比公司平均估值，给予公司 2020 年 75 倍 PE，对应目标价 178.5 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**电商增速不及预期、新产品打造的不确定性、宏观经济波动风险、市场竞争风险等。

## 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,361	3,124	3,774	4,822	6,019
同比增长(%)	32.4%	32.3%	20.8%	27.8%	24.8%
营业利润(百万元)	388	462	578	748	941
同比增长(%)	62.0%	19.0%	25.1%	29.5%	25.9%
归属母公司净利润(百万元)	287	393	478	612	767
同比增长(%)	43.0%	36.7%	21.8%	28.0%	25.2%
每股收益(元)	1.43	1.95	2.38	3.04	3.81
毛利率(%)	64.0%	64.0%	61.3%	61.6%	61.9%
净利率(%)	12.2%	12.6%	12.7%	12.7%	12.7%
净资产收益率(%)	18.2%	21.1%	21.6%	23.2%	24.2%
市盈率	119.7	87.5	71.9	56.1	44.8
市净率	20.3	16.9	14.3	12.0	9.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月26日)	170.74 元
目标价格	185.44 元
52周最高价/最低价	189.22/76.5 元
总股本/流通A股(万股)	20,127/6,246
A股市值(百万元)	34,365
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2020年08月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.49	2.57	5.04	123.19
相对表现	-0.76	-1.88	-16.48	98.22
沪深300	-0.73	4.45	21.52	24.97



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师

施红梅

021-63325888\*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

## 证券分析师

赵越峰

021-63325888\*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

## 联系人

朱炎

021-63325888\*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

## 相关报告

线上超预期带动高增长，多品牌多品类集团布局初具雏形： 2020-04-06

三季报盈利符合预期 爆品拉动 Q3 销售提速： 2019-10-31

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

结合中报数据，我们下调公司未来三年的盈利预测，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 2.38 元、3.04 元和 3.81 元（原 2.5、3.2 和 4.15 元），参考可比公司平均估值，给予公司 2020 年 75 倍 PE，对应目标价 178.5 元，维持公司“买入”评级。

**表 1：行业可比公司估值（截止 2020 年 8 月 26 日）**

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2019A	2020E	2021E	2022E	TTM	2020E	2021E	2022E
上海家化	600315.SH	0.8	0.7	0.9	1.0	50	57	47	40
丸美股份	603983.SH	1.3	1.4	1.7	2.1	60	53	44	37
华熙生物	688363.SH	1.2	1.5	2.1	2.7	116	92	68	53
壹网壹创	300792.SZ	1.5	2.2	3.2	4.2	103	70	49	37
雅诗兰黛	EL.N	4.8	1.9	4.8	5.9	45	116	45	36
资生堂	4911.T	184.2	59.2	157.0	202.8	33	102	38	30
欧莱雅	OR.PA	7.7	7.2	8.1	8.7	36	39	35	32
<b>调整后平均</b>							<b>75</b>	<b>47</b>	<b>38</b>

数据来源：wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,464	1,247	1,641	2,016	2,510	营业收入	2,361	3,124	3,774	4,822	6,019
应收票据及应收账款	96	198	257	328	409	营业成本	849	1,126	1,459	1,850	2,291
预付账款	17	53	75	96	120	营业税金及附加	26	28	34	43	54
存货	233	314	467	592	733	营业费用	886	1,223	1,368	1,764	2,212
其他	13	101	108	115	122	管理费用及研发费用	223	270	339	424	529
<b>流动资产合计</b>	<b>1,823</b>	<b>1,913</b>	<b>2,548</b>	<b>3,147</b>	<b>3,894</b>	财务费用	(13)	(9)	(6)	(9)	(13)
长期股权投资	7	15	15	15	15	资产减值损失	12	36	15	15	17
固定资产	491	550	584	600	609	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	141	32	38	37	36	投资净收益	0	2	2	2	2
无形资产	328	329	317	306	295	其他	10	8	10	10	10
其他	70	141	23	43	53	<b>营业利润</b>	<b>388</b>	<b>462</b>	<b>578</b>	<b>748</b>	<b>941</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,037</b>	<b>1,066</b>	<b>978</b>	<b>1,001</b>	<b>1,007</b>	营业外收入	3	1	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>2,860</b>	<b>2,979</b>	<b>3,526</b>	<b>4,148</b>	<b>4,902</b>	营业外支出	3	6	3	3	3
短期借款	225	129	130	130	130	<b>利润总额</b>	<b>388</b>	<b>456</b>	<b>578</b>	<b>748</b>	<b>941</b>
应付票据及应付账款	415	389	542	688	851	所得税	101	90	116	150	188
其他	395	356	374	396	420	<b>净利润</b>	<b>287</b>	<b>366</b>	<b>462</b>	<b>598</b>	<b>753</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,035</b>	<b>874</b>	<b>1,047</b>	<b>1,213</b>	<b>1,401</b>	少数股东损益	(1)	(26)	(16)	(14)	(14)
长期借款	85	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>287</b>	<b>393</b>	<b>478</b>	<b>612</b>	<b>767</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.43	1.95	2.38	3.04	3.81
其他	42	35	50	51	47						
<b>非流动负债合计</b>	<b>127</b>	<b>35</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>47</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,162</b>	<b>909</b>	<b>1,097</b>	<b>1,264</b>	<b>1,448</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	4	40	24	10	(3)	成长能力					
股本	201	201	201	201	201	营业收入	32.4%	32.3%	20.8%	27.8%	24.8%
资本公积	790	820	835	835	835	营业利润	62.0%	19.0%	25.1%	29.5%	25.9%
留存收益	703	1,009	1,369	1,837	2,420	归属于母公司净利润	43.0%	36.7%	21.8%	28.0%	25.2%
其他	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,698</b>	<b>2,070</b>	<b>2,429</b>	<b>2,884</b>	<b>3,453</b>	毛利率	64.0%	64.0%	61.3%	61.6%	61.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,860</b>	<b>2,979</b>	<b>3,526</b>	<b>4,148</b>	<b>4,902</b>	净利率	12.2%	12.6%	12.7%	12.7%	12.7%
						ROE	18.2%	21.1%	21.6%	23.2%	24.2%
						ROIC	14.5%	16.8%	18.6%	20.6%	21.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	287	366	462	598	753	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	56	72	87	68	73	流动比率	1.76	2.19	2.43	2.59	2.78
财务费用	(13)	(9)	(6)	(9)	(13)	速动比率	1.52	1.80	1.95	2.07	2.21
投资损失	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	310	(368)	(85)	(72)	(83)	应收账款周转率	33.6	20.4	15.6	15.6	15.4
其它	(127)	177	51	(5)	4	存货周转率	3.8	3.9	3.5	3.2	3.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>513</b>	<b>236</b>	<b>506</b>	<b>577</b>	<b>732</b>	总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.3	1.3
资本支出	(232)	26	(90)	(70)	(70)	每股指标(元)					
长期投资	(7)	(79)	72	0	0	每股收益	1.43	1.95	2.38	3.04	3.81
其他	(213)	(1)	2	2	2	每股经营现金流	2.55	1.17	2.51	2.87	3.64
<b>投资活动现金流</b>	<b>(451)</b>	<b>(55)</b>	<b>(16)</b>	<b>(68)</b>	<b>(68)</b>	每股净资产	8.42	10.08	11.95	14.28	17.17
债权融资	85	(35)	1	0	0	估值比率					
股权融资	10	29	16	0	0	市盈率	119.7	87.5	71.9	56.1	44.8
其他	(115)	(204)	(112)	(134)	(170)	市净率	20.3	16.9	14.3	12.0	9.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(20)</b>	<b>(209)</b>	<b>(96)</b>	<b>(134)</b>	<b>(170)</b>	EV/EBITDA	77.2	63.6	50.6	41.3	33.3
汇率变动影响	0	0	0.00	0.11	-0.33	EV/EBIT	88.8	73.7	58.3	45.1	35.9
<b>现金净增加额</b>	<b>42</b>	<b>(28)</b>	<b>394</b>	<b>375</b>	<b>493</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

