

商业贸易行业

电商和化妆品仍是高成长性的业态品类

行业评级

买入

前次评级

买入

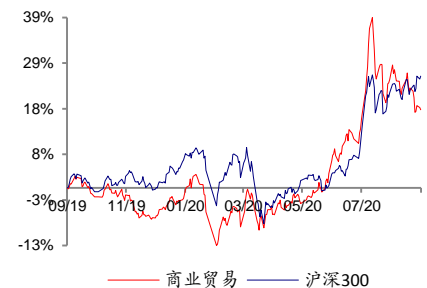
报告日期

2020-09-01

核心观点:

- 月度行情回顾与行业数据:** 8月 SW 商业贸易指数下滑 4.73%，跑输沪深 300 指数（总市值加权平均）7.57 个百分点。分板块来看，百货板块下跌 7.23%，超市板块下跌 3.47%，珠宝首饰板块下跌 6.07%，化妆品板块下跌 7.74%。2020 年 7 月我国社零总额 3.22 万亿元，同比下降 1.1%，降幅环比 6 月收窄 0.7pp。分品类，基础消费品中除服装鞋帽类同比下降，其他品类环比增速放缓。食品粮油 7 月增速为 6.9%，增速环比下降 3.6pp；日用品 7 月增速为 6.9%，增速环比下降 10.0pp。可选消费增速环比下降，但金银珠宝类增幅较大，金银珠宝 7 月增速为 7.5%，增速环比上升 14.3pp；服装鞋帽 7 月增速为 -2.5%，增速环比下降 2.4pp；化妆品 7 月增速为 9.2%，增速环比下降 11.3pp。地产系出现下滑，家电和家具 7 月增速分别为 -2.2% 和 -3.9%，环比分别下降 12.0pp 和 2.5pp。消费电子类产品继续保持双位数增长，通讯器材 7 月增速为 11.3%，环比下降 7.5pp。汽车零售增速大幅上升，7 月汽车增速为 12.3%，环比上升 20.5pp。
- 月度观点:** 随着安克创新的上市，跨境出口电商赛道被市场更多认知，有助于改变投资者过往对行业的顾虑。短期看逐季经营业绩的超预期，中期看海外电商渗透率的提升，长期看中国出海品牌的崛起，因此我们认为跨境电商是短中长期投资者都将有所收获的赛道。电商作为更高效的零售业态，在全球的渗透率提升是不可逆趋势，而全球经济放缓背景下，用户对于性价比的偏好加强，将更加有利于中国供应链的出海，我们重申对于跨境电商板块的强烈看好，建议持续增加对该板块的配置比例。从 2Q20 财报总结来看，电商规模增长呈现较强反弹，平台商户被抑制的营销投放需求也逐步释放，头部平台的用户获取延续 Q1 的高增长。巨头生态的不断延展扩大了电商的边界，也加剧了跨界竞争。我们观察到国美 × 拼多多 & 京东、京东 × 快手、苏宁 × 抖音等诸多供应链和流量平台的强强联合。结盟的双方优势互补、各取所需，能避免在红利变迁中掉队，也为自身补齐短板争取了时间。各家头部公司的财报均可圈可点，强者结盟更加强了行业的马太效应。电商在中长期是最具成长性的渠道，头部平台在电商行业内部及外延的行业都有充足的发展空间，电商服务商、电商品牌也将持续受益。
- 重点推荐品种:** 南极电商，御家汇，青松股份，阿里巴巴（HK），京东（HK）
- 风险提示.** 宏观经济下行影响终端消费需求；资金、人才技术等瓶颈制约传统企业的变革；电商持续分流线下；集中度提升线上竞争加剧。

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

- 商业贸易行业:年中大促带动强劲增长，跨界竞争强强联合 2020-08-26
- 全球观察之宝洁集团:4QFY20 营收有机增长 6%，家清、个护产品表现靓丽 2020-08-20
- 全球观察之联合利华集团:2Q20 营收平稳略降，消杀类产品走俏，电商大幅增长 62% 2020-08-20

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
阿里巴巴	BABA.N	USD	287.03	2020/8/21	买入	319.75	64.70	81.85	30.65	24.23	28.32	22.29	16.5	17.1
阿里巴巴-SW	09988.HK	HKD	282.80	2020/8/21	买入	309.76	8.09	10.23	31.12	24.60	28.32	22.29	16.5	17.1
京东	JD.O	USD	78.64	2020/8/18	买入	71.84	11.10	15.58	48.96	34.88	53.85	31.70	8.5	13.9
京东集团-SW	09618.HK	HKD	309.20	2020/8/18	买入	278.41	5.55	7.79	431.77	307.61	53.85	31.70	8.5	13.9
拼多多	PDD.O	USD	88.94	2020/8/23	买入	94.99	-5.22	-0.69	-	-	-	-	-64.7	-44.4
南极电商	002127.SZ	CNY	17.80	2020/5/19	买入	24.64	0.65	0.83	27.38	21.45	23.62	18.47	24.9	24.1
星期六	002291.SZ	CNY	17.61	2020/5/5	买入	27.02	0.29	0.82	60.72	21.48	34.67	24.65	6.0	14.5
华熙生物	688363.SH	CNY	129.37	2020/8/26	增持	143.50	1.52	2.05	85.11	63.11	70.40	53.16	13.8	15.7
珀莱雅	603605.SH	CNY	180.88	2020/8/26	买入	208.34	2.35	2.98	76.97	60.70	54.36	43.59	18.9	19.3
九美股份	603983.SH	CNY	76.28	2020/8/28	增持	75.00	1.50	1.84	50.85	41.46	44.18	35.76	18.4	18.3
上海家化	600315.SH	CNY	40.59	2020/8/27	买入	45.02	0.59	0.75	68.80	54.12	28.77	33.08	6.0	7.1
苏宁易购	002024.SZ	CNY	9.89	2020/8/30	买入	14.61	0.24	0.38	41.21	26.03	647.01	92.91	2.6	4.1
永辉超市	601933.SH	CNY	8.76	2020/8/31	增持	12.15	0.28	0.38	31.29	23.05	20.23	16.29	11.4	13.0
家家悦	603708.SH	CNY	42.15	2020/8/29	增持	45.20	0.95	1.13	44.37	37.30	25.48	21.14	18.4	20.0
红旗连锁	002697.SZ	CNY	8.84	2020/8/18	买入	10.12	0.50	0.58	17.68	15.24	15.23	13.23	18.0	17.9
青松股份	300132.SZ	CNY	23.30	2020/8/27	买入	31.30	1.09	1.30	21.38	17.92	34.07	32.71	15.6	15.8
爱婴室	603214.SH	CNY	34.56	2020/8/19	买入	42.86	0.82	1.02	42.07	33.83	22.59	18.27	15.1	16.8
周大生	002867.SZ	CNY	26.58	2020/8/30	买入	37.67	1.52	1.88	17.49	14.14	14.23	11.22	20.2	20.9
老凤祥	600612.SH	CNY	54.15	2020/8/28	买入	59.53	2.85	3.31	19.00	16.36	7.38	6.23	17.5	16.9
天虹股份	002419.SZ	CNY	10.88	2020/8/7	买入	12.00	0.41	0.75	26.54	14.51	10.36	7.65	8.2	10.8
王府井	600859.SH	CNY	51.34	2020/4/29	买入	14.92	0.78	1.24	65.82	41.40	29.31	21.30	5.2	8.0
重庆百货	600729.SH	CNY	34.31	2020/4/30	买入	35.90	2.66	3.61	12.90	9.50	7.99	5.91	15.1	17.5
豫园股份	600655.SH	CNY	9.96	2020/8/26	买入	9.5	0.94	1.09	10.60	9.14	8.62	7.56	10.6	11.1

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算。阿里巴巴（BABA.N）收盘价、合理价值单位均为美元/ADS，阿里巴巴-SW（09988.HK）收盘价、合理价值单位均为港元/股，EPS采用 non-GAAP 口径计算，单位人民币；京东（JD.O）收盘价、合理价值均为美元/ADS，京东集团-SW（09618.HK）收盘价、合理价值单位均为港元/股，EPS采用 non-GAAP 口径计算，单位人民币；拼多多（PDD.O）收盘价、合理价值均为美元/ADS，EPS采用 non-GAAP 口径计算，单位人民币。

目录索引

一、月度投资策略：电商和化妆品仍是高成长性的业态和品类	5
二、月度行业数据	7
三、月度聚焦	11
（一）御家汇：“品牌+代理”齐头并进，打造美妆全生态	11
（二）年中大促带动强劲增长，跨界竞争强强联合	11
（三）南极电商：GMV 增速持续恢复，Q2 现金流由负转正	12
（四）珀莱雅：电商持续高增长，新品牌、新产品可期	13
四、风险提示	13

图表索引

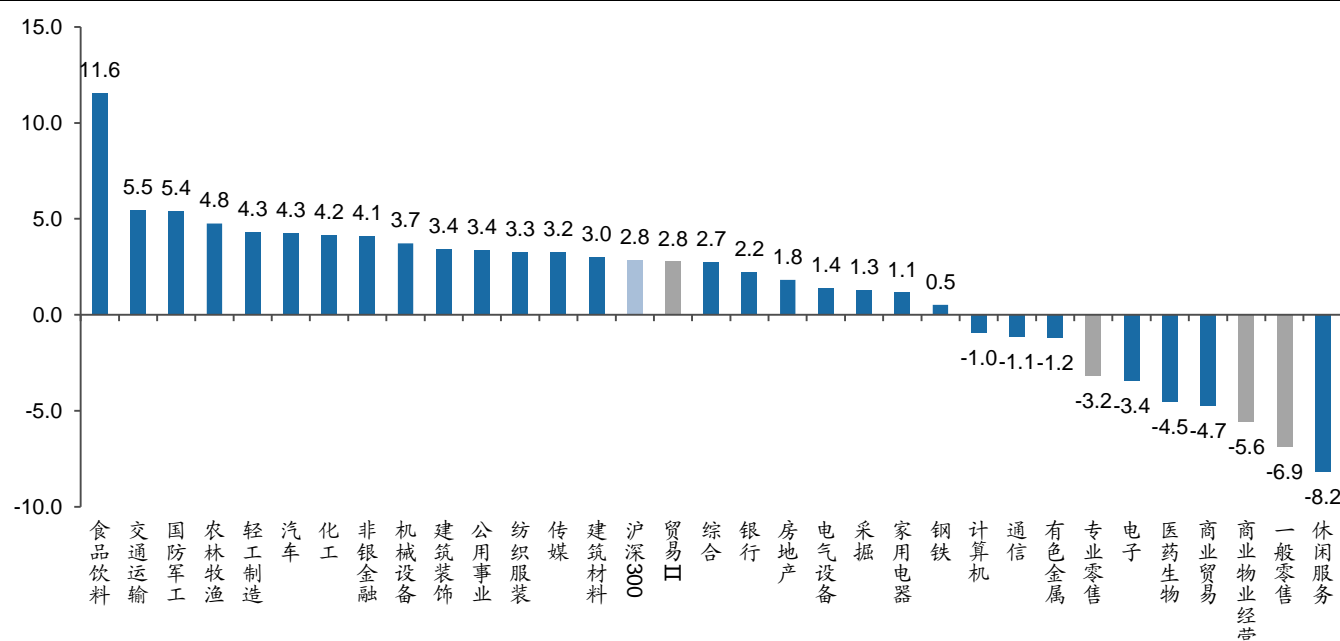
图 1: 各板块月涨幅 (%)	5
图 2: 按商业贸易主题子板块涨幅 (2020 年 8 月)	5
图 3: 按商业贸易市值子板块涨幅 (2020 年 8 月)	5
图 4: 主要电商公司月涨幅 (2020 年 8 月)	6
图 5: 申万行业估值横向对比	7
图 6: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法)	7
图 7: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速	8
图 8: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比	8
图 9: 社零分地区: 城镇与农村同比增速	9
图 10: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速	9
图 11: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比	9
图 12: 实物电商社零与累计同比情况	10
图 13: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况	10
表 1: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)	10

一、月度投资策略：电商和化妆品仍是高成长性的业态和品类

8月大盘整体上涨，截至8月31日收盘，上证综指收于3395.68点，上涨2.59%；沪深300指数（总市值加权平均）上涨2.84%，其中商贸板块指数下跌4.73%。

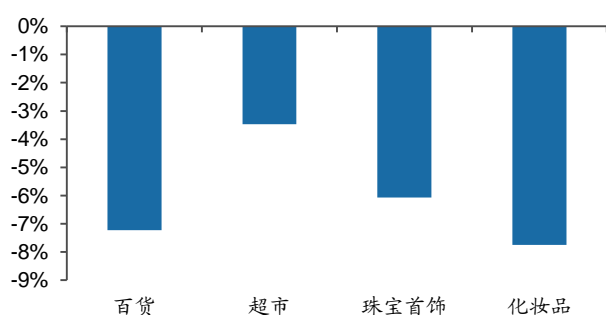
分主题来看，百货板块下跌7.23%，超市板块下跌3.47%，珠宝首饰板块下跌6.07%，化妆品板块下跌7.74%，大市值板块下跌1.63%，中市值板块下跌4.49%，小市值板块下跌5.23%。电商板块出现分化，京东(25.35%)、阿里巴巴(15.13%)、拼多多(-2.83%)、苏宁易购(-4.46%)、南极电商(-5.41%)、唯品会(-24.95%)。

图1：各板块月涨幅（%）



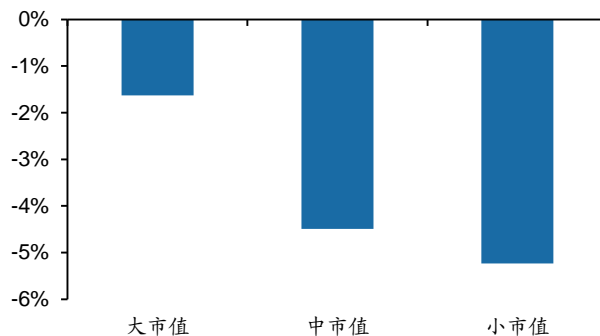
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：按商业贸易主题子板块涨幅（2020年8月）



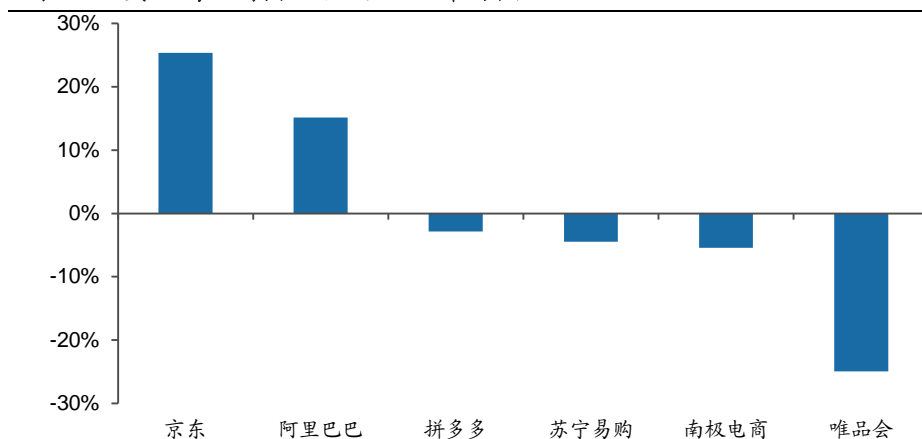
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：按商业贸易市值子板块涨幅（2020年8月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心（按市值划分依据为：50亿以下为小市值公司、50亿-150亿为中市值、150亿以上为大市值；涨跌幅以算术平均计算）

图4: 主要电商公司月涨幅 (2020年8月)



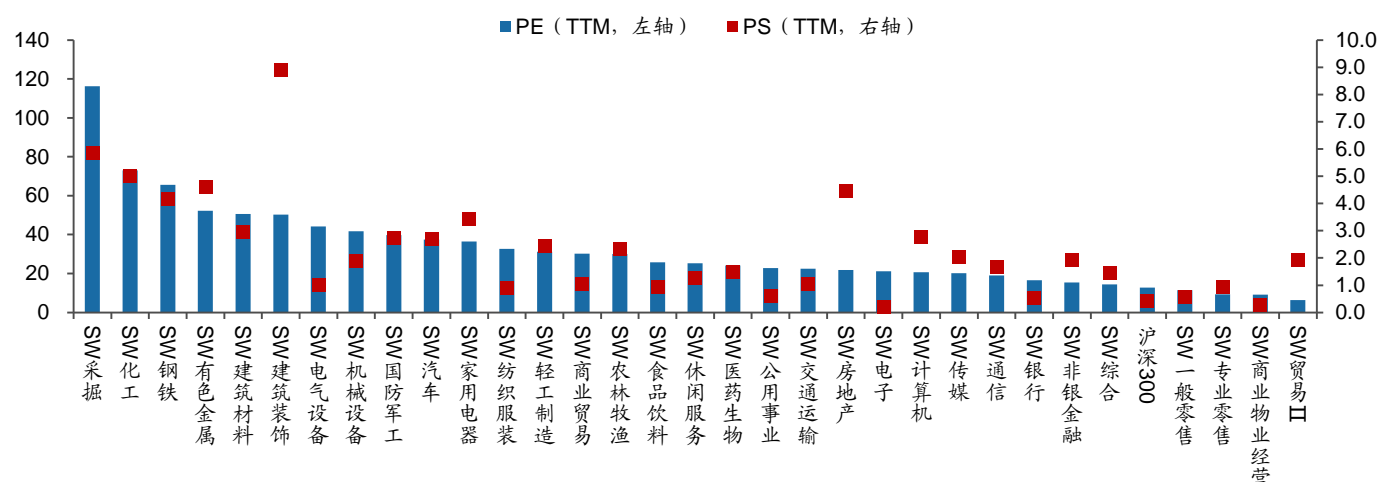
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

随着安克创新的上市, 跨境出口电商赛道被市场更多认知, 有助于改变投资者过往对行业的顾虑。短期看逐季经营业绩的超预期, 中期看海外电商渗透率的提升, 长期看中国出海品牌的崛起, 因此我们认为跨境电商是短中长期投资者都将有所收获的赛道。电商作为更高效的零售业态, 在全球的渗透率提升是不可逆趋势, 而全球经济放缓背景下, 用户对于性价比的偏好加强, 将更加有利于中国供应链的出海, 我们重申对于跨境电商板块的强烈看好, 建议持续增加对该板块的配置比例。

从2Q20财报总结来看, 电商规模增长呈现较强反弹, 平台商户被抑制的营销投放需求也逐步释放, 头部平台的用户获取延续Q1的高增长。巨头生态的不断延展扩大了电商的边界, 也加剧了跨界竞争。我们观察到国美×拼多多&京东、京东×快手、苏宁×抖音等诸多供应链和流量平台的强强联合。结盟的双方优势互补、各取所需, 能避免在红利变迁中掉队, 也为自身补齐短板争取了时间。各家头部公司的财报均可圈可点, 强者结盟更加强了行业的马太效应。电商在中长期是最具成长性的渠道, 头部平台在电商行业内部及外延的行业都有充足的发展空间, 电商服务商、电商品牌也将持续受益。

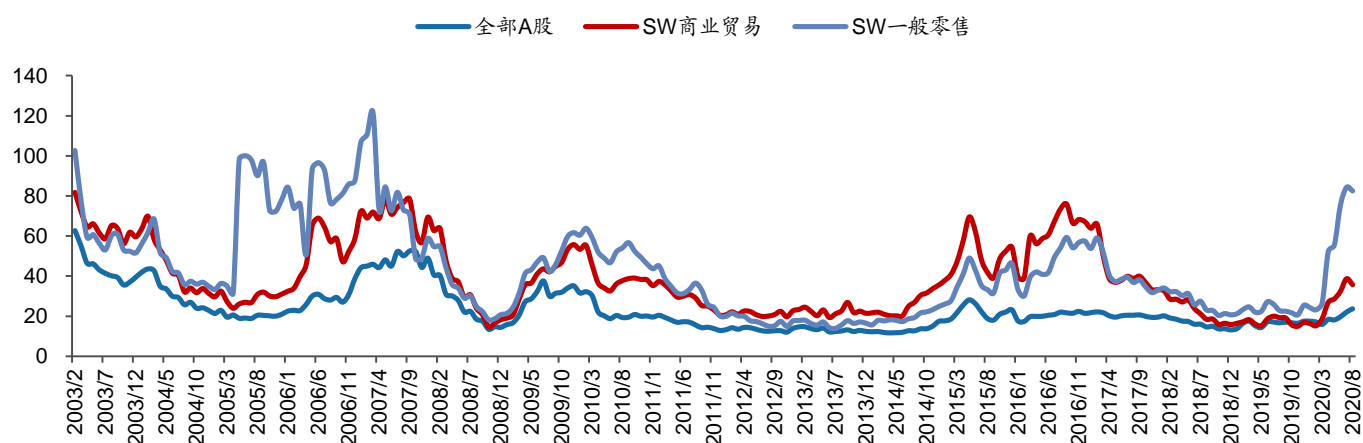
化妆品是成长性最强也最确定的品类之一, 我们看好电商运营能力强的珀莱雅、御家汇以及化妆品ODM龙头青松股份; 珠宝行业下半年确定性的需求回暖, 有望推升龙头公司的估值修复, 我们看好周大生和老凤祥。

图5: 申万行业估值横向对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 剔除负值, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属归母净利润或营业收入之和)

图6: 零售行业历史估值, TTM市盈率 (整体法)



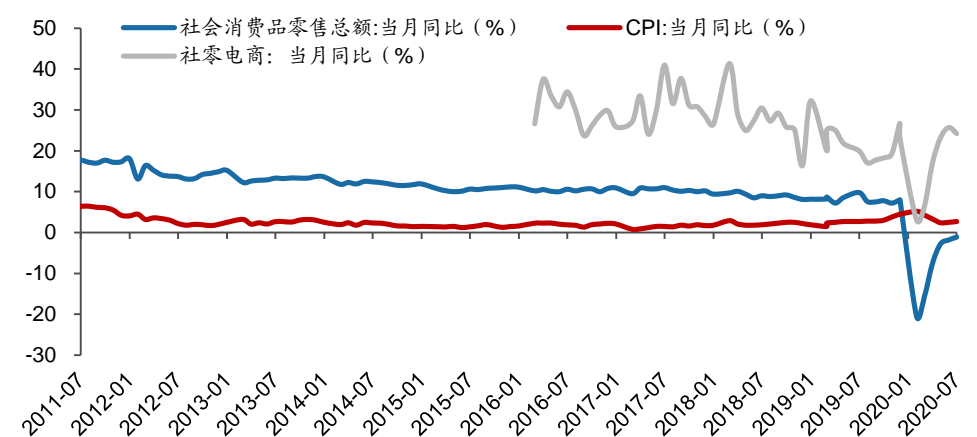
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和)

二、月度行业数据

2020年7月社零同比下降1.1%，可选消费增速波动较大。

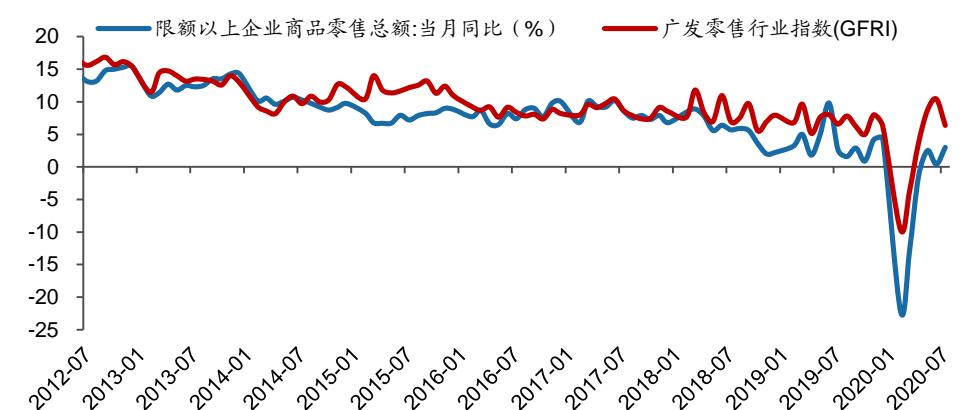
据国家统计局数据，2020年7月我国社零总额3.22万亿元，同比下降1.1%，降幅环比6月收窄0.7pp；其中，除汽车以外的消费品同比下降2.4%。若基于广发零售指数 (GFRI)，7月商品零售同比增速为6.4%，增速较6月下降4.0pp。若扣除价格因素影响，2020年7月的社零实际下降2.7%。

图7: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比

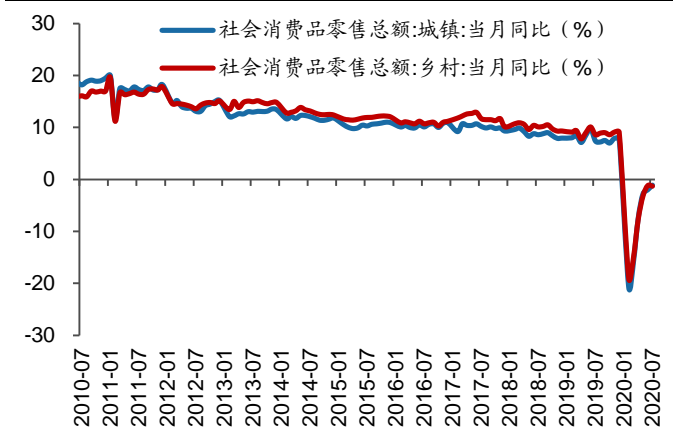


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分地区，农村降幅高于城镇。7月城镇消费品零售额2.80万亿元，同比下降1.1%；乡村消费品零售额4178亿元，下降1.3%。**分类型，餐饮降幅持续收窄，商品零售同比转正。**7月餐饮收入3282亿元，同比下降11.0%，降幅较6月份收窄4.2pp；商品零售2.89万亿元，同比增长0.2%，降幅较6月份收窄0.2%。

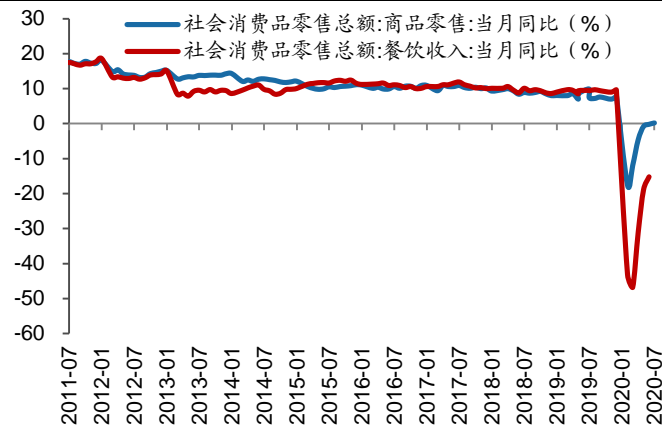
分品类，基础消费品中除服装鞋帽类同比下降，其他品类环比增速放缓。食品粮油7月增速为6.9%，增速环比下降3.6pp；日用品7月增速为6.9%，增速环比下降10.0pp。**可选消费增速环比下降，但金银珠宝类增幅较大，金银珠宝7月增速为7.5%，增速环比上升14.3pp；服装鞋帽7月增速为-2.5%，增速环比下降2.4pp；化妆品7月增速为9.2%，增速环比下降11.3pp。地产系出现下滑，家电和家具7月增速分别为-2.2%和-3.9%，环比分下降12.0pp和2.5pp。消费电子类产品继续保持双位数增长，通讯器材7月增速为11.3%，环比下降7.5pp。汽车零售增速大幅上升，7月汽车增速为12.3%，环比上升20.5pp。**

图9：社零分地区：城镇与农村同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

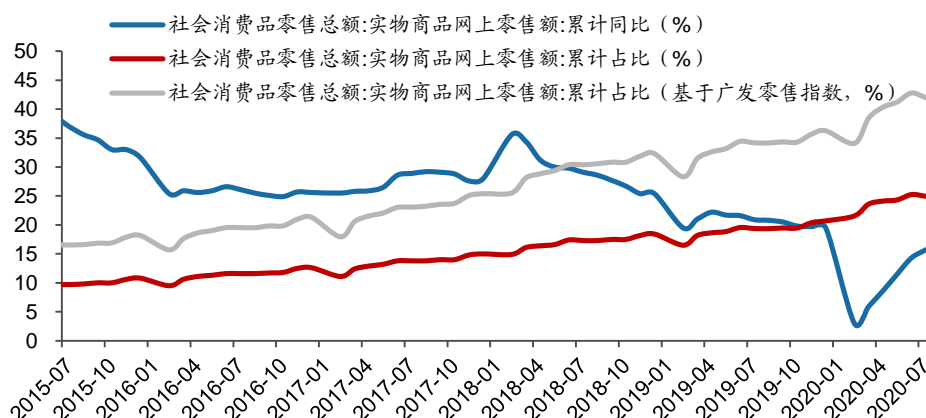
图10：社零分类型：商品零售与餐饮同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

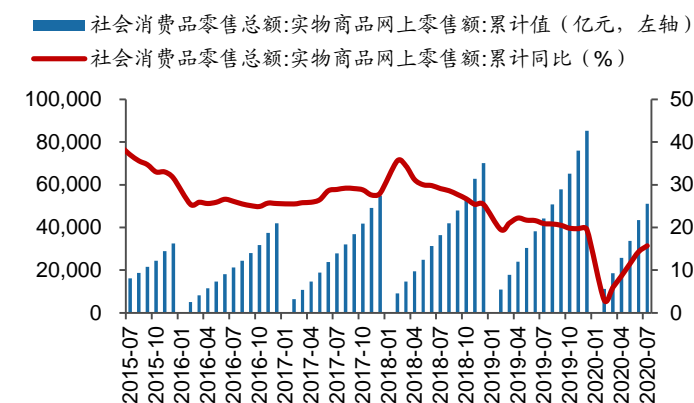
7月电商增速环比提升，渗透率略降0.2pp。1-7月全国实物商品网上零售额为5.10万亿元，同比增长15.7%，较1-6月增速环比提升1.4pp。电商渗透率略降0.2pp至25.0%，若基于广发零售指数，则7月电商渗透率达42.0%，电商渗透率略微回落。分品类看，2020年1-7月实物电商零售额中吃类和用类商品分别增长38.2%和18.6%，穿类商品下降0.9%，增速环比分别为-0.6pp、1.3pp、2.0pp。

图11：电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比



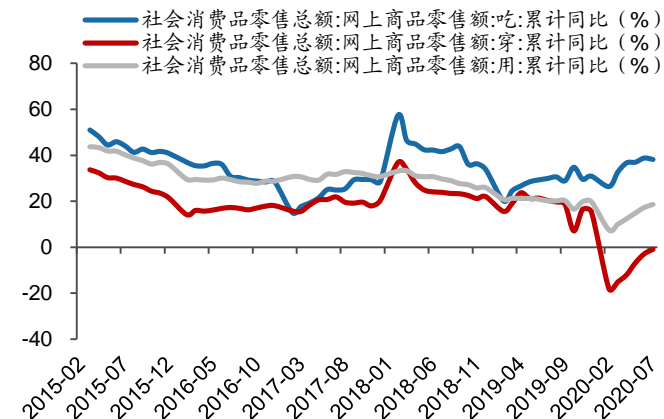
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12: 实物电商社零与累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)

		2019 年							2020 年				
		7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1-2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月
社零总额当月同比（%）		7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	(20.5)	(15.8)	(7.5)	(2.8)	(1.8)	(1.1)
限额以上当月同比（%）		2.6	1.6	2.9	0.9	4.2	4.3	(23.4)	(15.0)	(3.2)	1.3	(0.4)	2.2
基础消费	食品粮油	9.9	12.5	10.4	9.0	8.9	9.7	9.7	19.2	18.2	11.4	10.5	6.9
	饮料	9.7	10.4	8.9	9.8	10.1	10.4	3.1	6.3	12.9	16.7	19.2	10.7
	烟酒	10.9	12.6	4.2	6.7	6.8	7.4	(15.7)	(9.4)	7.1	10.4	13.3	5.0
	服装鞋帽纺	2.9	5.2	3.6	(0.8)	4.6	1.9	(30.9)	(34.8)	(18.5)	(0.6)	(0.1)	(2.5)
	织品												
	日用品	13.0	13.0	12.0	12.0	17.5	13.9	(6.6)	0.3	8.3	17.3	16.9	6.9
可选消费	化妆品	9.4	12.8	13.4	6.2	16.8	11.9	(14.1)	(11.6)	3.5	12.9	20.5	9.2
	金银珠宝	(1.6)	(7.0)	(6.6)	(4.5)	(1.1)	3.7	(41.1)	(30.1)	(12.1)	(3.9)	(6.8)	7.5
	文化办公品	14.5	19.8	(0.2)	(3.4)	4.6	(11.5)	(8.9)	6.1	6.5	1.9	8.1	0.5
地产系	家用电器和 音像器材	3.0	4.2	5.4	0.7	9.7	2.7	(30.0)	(29.7)	(8.5)	4.3	9.8	(2.2)
	建筑及装潢 材料类	0.4	5.9	4.2	2.6	(0.3)	0.6	(30.5)	(13.9)	(5.8)	1.9	2.2	(2.5)
	家具类	6.3	5.7	6.3	1.8	6.5	1.8	(33.5)	(22.7)	(5.4)	3.0	(1.4)	(3.9)
消费电子	通讯器材	1.0	3.5	8.4	22.9	12.1	8.8	(8.8)	6.5	12.2	11.4	18.8	11.3
汽车零售	汽车类	(2.6)	(8.1)	(2.2)	(3.3)	(1.8)	1.8	(37.0)	(18.1)	0.0	3.5	(8.2)	12.3
实物电商累计同比（%）		20.9	20.8	20.5	19.8	19.7	19.5	3.0	5.9	8.6	11.5	14.3	15.7
电商渗透率（%）		19.4	19.4	19.5	19.5	20.4	20.7	21.5	23.6	24.1	24.3	25.2	25.0

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、月度聚焦

（一）御家汇：“品牌+代理”齐头并进，打造美妆全生态

“互联网+美妆”第一股，借电商红利迅速发展。公司坚持“多品牌、多品类、全渠道”发展战略，旗下拥有御泥坊、小迷糊、薇风、花瑶花等多个自主品牌。公司近五年收入复合增长率为41.04%，2019年实现营收24.1亿元，归母净利润0.3亿元，同比均有所下降，1Q20净利率为0.33%，同比提升0.29PP。

化妆品市场空间广阔，电商发展代运营行业兴盛。2019年我国限额以上化妆品零售额为2992亿元，同比增长12.6%，随着收入水平的提升，化妆品成为消费升级的首选品类，拥有了更加宽阔的市场环境和空间。同时，代运营服务借助电商快速崛起，艾瑞咨询数据显示2018年代运营服务市场规模约1613亿元，同比增长46%，其中美妆品类由于营销技巧复杂、高毛利率足够支撑高佣金率，天然最适宜代运营。

多品牌多品类全渠道发展，代理业务乘风破浪。（1）品牌升级：公司自有品牌矩阵优势明显，产品品类结构不断优化，2019年水乳膏霜营收占比从2017年的23.2%提升至46.1%。**（2）渠道与营销升级：**公司以线上渠道为主，积极拓展线下，全渠道融合加速发展；公司顺应潮流发展，利用多种手段加强品牌宣传和推广，新媒体营销占比也逐渐提高。**（3）代理业务放量：**推出水羊国际拓展代理业务，与强生集团达成战略合作，运营的跨境品牌覆盖“轻奢”到“平价”的全品类。

盈利预测与投资建议。预计公司20-22年收入分别为35.4、47.8、62.6亿元，归母净利润分别为0.96、1.37、1.93亿元。综合考虑公司自有品牌及代理业务行业估值水平，给予公司2020年3.5XPS，合理价值为30.06元/股，给予“买入”评级。

风险提示：自有品牌发展不及预期；化妆品景气度下降导致行业增速下滑；海外代理品牌拓展受疫情影响。

（二）年中大促带动强劲增长，跨界竞争强强联合

年中大促带动强劲增长。在618大促的拉动下，Q2电商的规模增长呈现较强反弹，平台商户被抑制的营销投放需求也逐步释放，头部平台的用户获取延续Q1的高增长。纵深布局产业链，提高核心竞争力。

跨界竞争强强联合。巨头生态的不断延展扩大了电商的边界，也加剧了跨界竞争。我们观察到国美×拼多多&京东、京东×快手、苏宁×抖音等诸多供应链和流量平台的强强联合。结盟的双方优势互补、各取所需，能避免在红利变迁中掉队，也为自身补齐短板争取了时间。

拼多多，无需太过纠结短期GMV增速波动。2Q19的高基数以及2Q20其他电商平台较大的促销力度导致本季度GMV增速较弱，但我们更应该看到拼多多环比5510万的AAC增长和8140万的MAU增长。用户数增速保持、业务发展势头向好、上下游布局加快的趋势下，成长逻辑与长期空间不因单季数据波动而改变。

阿里巴巴，或许在等待一个契机反守为攻。市场对阿里的判断往往不只在阿里本身，而在于阿里的表现能不能胜过竞争对手。阿里正在面对来自各路劲敌的竞争，比起释放盈利（即使来自新业务亏损收窄而非提升货币化率），市场更需要看到阿里在市场份额、市场地位中有所突破。无需过于担心的是，阿里二十年间搭建的品牌服务体系与商业基础设施难被轻易动摇，各业务线可以依托庞大的生态根基相互支持，调整回旋的余地比一般玩家更充足；且阿里的组织变革与自我调整能力极强，经历过多次流量变迁的洗礼，在长线作战中具备竞争优势。

京东，连续多个季度的过硬数据带来底气和自信。京东作为零售商、定位于供应链服务的发展逻辑清晰，在已证明商业模式走通的情况下，我们侧重于关注规模与效率的提升，盈利释放只是时间问题。用户端本季AAC的3000万增长、超过80%的下沉比例是“惊喜”加分项。且实现规模化盈利、现金流充裕的情况下，京东在上游供应链资源把控、战略调整以及新业务孵化方面更加游刃有余。

投资建议：各家头部公司的财报均可圈可点，强者结盟更加强了行业的马太效应。电商在中长期是最具成长性的渠道，头部平台在电商行业内部及外延的行业都有充足的发展空间，电商服务商、电商品牌也将持续受益。**建议关注：**估值相对较低、成长性高、竞争壁垒有认知差的品种，**南极电商**；行业扩张中受益最大、最具备长期投资价值的电商平台，**拼多多、阿里巴巴、京东**。

风险提示：疫情反复；宏观经济下行影响终端消费需求；线上跨界竞争加剧。

（三）南极电商：GMV 增速持续恢复，Q2 现金流由负转正

公司发布2020年中报：公司2020年H1实现营收16.3亿元，同比下滑0.5%，其中Q2同比增长17.9%；实现归母净利润4.3亿元，同比增长11.5%，其中Q2同比增长14.4%。具体来看：（1）本部实现营收4.9亿元，同比增长15.7%，主营的品牌授权及综合服务业务收入为4.6亿元，同比增长19.5%，其中Q2同比增长22.6%；本部实现归母净利润3.8亿元，同比增长15.5%，其中Q2同比增长18.9%。（2）时间互联实现营收11.4亿元，同比下滑6.2%；实现归母净利润5097.4 万元，同比下滑11.2%。

净利率提升，Q2现金流由负转正。2020年H1整体毛利率为33.1%，同比提升3.34pp，主要源于时间互联收入占比下滑。2020年H1期间费用率为6.1%，同比提升0.49pp。实现经营性净现金流-2582.2万元，其中Q2单季实现经营性现金流3.4亿元，由负转正。2020年H1应收账款为11.0亿元，同比增长39.7%，主要系受疫情影响回款节奏放缓。

GMV增速持续恢复，货币化率有所下滑。据公司半年报，2020年H1实现GMV143.8亿元，同比增长30.9%，其中Q2同比增长48.5%。2020年H1品牌货币化率为3.2%，同比下降0.3pp，其中Q2同比下降0.78pp，主要源于公司新品类及渠道扩张所致。

20-22年业绩分别为0.65元/股、0.83元/股、1.12元/股。公司在品牌授权的基础上，致力于提升供应链效率。我们预计公司20-22年归母净利润分别为15.9亿、20.5亿和27.4亿，结合可比公司估值，我们采取分部估值法，给予20年核心主业40X PE，时间互联15X PE估值，维持合理价值24.64元/股，维持“买入”评级。

风险提示：品牌 GMV 发展或不及预期；电商平台整体收入增速或不及预期；时间互联经营或不达预期。

（四）珀莱雅：电商持续高增长，新品牌、新产品可期

1H20收入同比增长4.26%，线上增速高达43.85%。公司披露20年中报，1H20实现营业收入13.84亿元，同比增长4.26%；实现归母净利润1.79亿元，同比增长3.1%；实现扣非净利润1.82亿元，同比增长6.93%。其中2Q20实现营业收入7.76亿元，同比增长13.16%；实现归母净利润1.01亿元，同比增长22.86%。

毛利率、销售费用率大幅下降，净利率保持平稳。1H2020，公司毛利率同比下降5.88PP至59.90%，主要系新收入准则下运费调整至主营业务成本（影响毛利率2.86pp）、新增跨境代理业务毛利率较低（20.72%）、面膜作为引流品拉低毛利率等。销售费用率同比下降6.36pp至33.04%，主要由于收入准则调整以及疫情影响下线下差旅费、会务费、办公费等同比减少，广宣费用率基本持平。

积极推出明星单品，电商加强精细化运营。公司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。电商划分为3个事业群运营：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），从组织结构出发提升电商精细化运营能力。合伙人品牌彩棠、自主品牌印彩巴哈，跨境品牌圣歌兰、YNM等表现突出；彩妆、精华类产品占比提升，有望成为公司的第二增长曲线。预计公司20-22年归母净利润分别为4.7亿、6.0亿、7.3亿元。参考可比公司，考虑公司成长性较强，明星单品提振估值，以及向多品牌、品类矩阵发展潜力，给予公司21年PE估值70XPE，合理价值208.34元/股，维持“买入”评级。

风险提示：可选消费景气度下降导致行业增速下滑；外资品牌进入行业竞争加剧；传统线下渠道进一步下滑；新品牌、新品类孵化待观察。

四、风险提示

1. 宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
2. 资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
3. 人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
4. 电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
5. 资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩。

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 贾雨朦：高级研究员，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告