

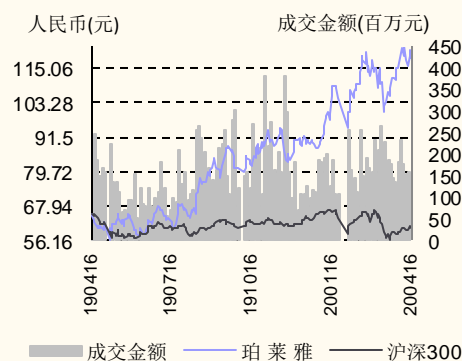
珀莱雅 (603605.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 121.40 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)	244.34
年内股价最高最低(元)	122.49/99.99
沪深 300 指数	3802
上证指数	2820



相关报告

- 1.《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
- 2.《营收+32%，电商占比过半，高成长持续兑现-营收+32%，电...》，2020.4.2
- 3.《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
- 4.《拟与西班牙 PRIMA-DERM 设立合资公司，有望拓展高端抗衰...》，2019.11.7
- 5.《三季度营收同比+45%，当季营收增速显著提升，体系化品牌能力...》，2019.10.30

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

邱亦楠 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
qybn@gjzq.com.cn

珀莱雅官宣蔡徐坤代言，持续推进品牌年轻化

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	50.65	38.35	30.41
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

事件

- 2020年4月16日，珀莱雅宣布签约蔡徐坤为全新品牌代言人，并发布双抗精华液最新代言宣传片：蔡徐坤 2018 年在偶像练习赛中以 C 位出道，近期以热播综艺《青春有你第二季》中青春制作人代表的身份再次活跃在观众视野，曝光率和话题度攀升。自 4 月 16 日官宣蔡徐坤为新代言人以来，珀莱雅双抗精华在天猫旗舰店的预售数量已达 3 万件，并仍在不断增长。

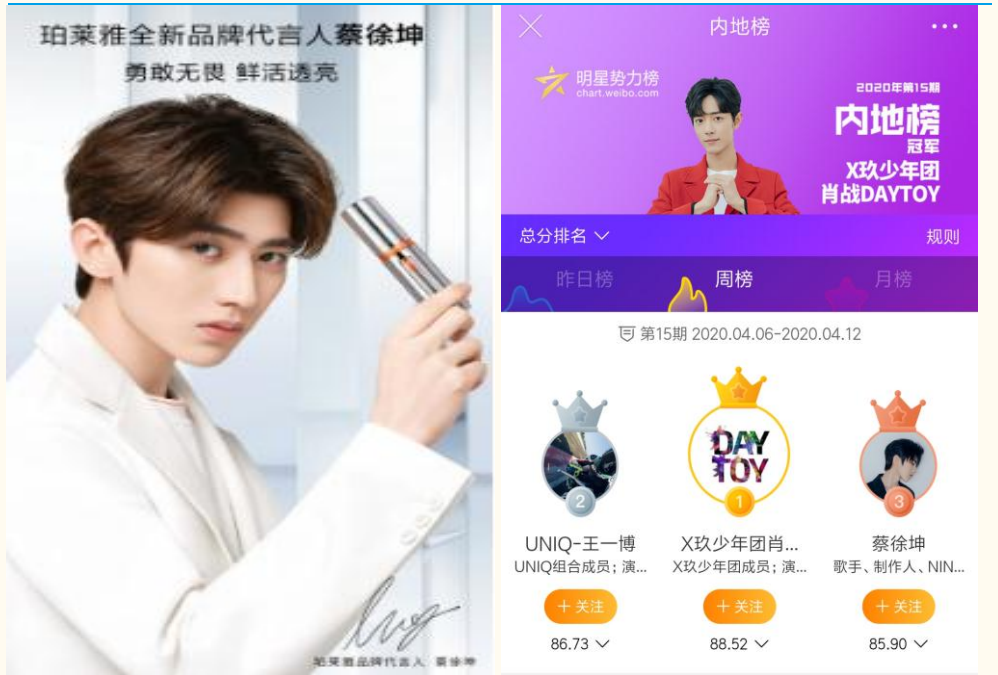
点评

- 新代言人粉丝与公司主打“氧糖双抗，抵御初老”新品的目标消费者高度契合，有助于扩大公司主品牌在年轻消费者群体中的影响力：蔡徐坤出生于 1998 年，目前拥有 2902 万微博粉丝，超话阅读量突破 1600 亿，在 95 后 00 后年轻群体中拥有强大号召力。公司此次主推的新品双抗精华则主打年轻群体的抗初老需求，与新代言人粉丝群体高度契合。目前双抗精华在天猫旗舰店采用预售形式，4.1-4.23 为付定金阶段，4.24-4.26 为支付尾款阶段。针对代言人粉丝，公司还特别推出 5 万份 PROYA×KUN 礼盒，并附带 IKUN 的告白信明信片，上线以来引发高关注度，在年轻群体中形成较大影响力。
- 新品“双抗精华”预售价 229 元/30ml，主要添加 4 种抗糖抗老前沿成分：双抗精华产品原价为 260 元/30ml，目前预售价为 229 元/30ml，付定金和领券到手价为 209 元/30ml。产品成分包括抗氧成分——麦角硫因&虾青素和抑糖成分——肌肽&Collrepair。从“抗氧”和“抗糖”上同时发力，帮助消费者实现“抗初老”。公司与全球顶尖制药企业、化妆品原料企业等合作，添加了多种专利成分，实现产品安全有效。
- 从“黑海盐泡泡面膜”，“红宝石精华”到如今的“双抗精华”，珀莱雅不断用年轻化的营销方式与目标消费者沟通，推进主品牌年轻化、功效化战略：伴随着 90 后 00 后成为化妆品的新一代消费群体，以及消费者关于护肤品成分效用知识的日益丰富，高科技、高效能、有趣、颜值高的产品正越来越受到青睐。公司积极通过“守正”的大单品策略和“出奇”的爆品策略，不断增加对年轻消费者的曝光和拉新，不仅有助于提升在年轻人心中的品牌形象和影响力，更有望助力品牌中长期在电商渠道的中高速增长，公司产品矩阵在电商渠道（目前占整体渠道比重超过 50%）的销售表现值得持续跟踪。
- 投资建议：公司是化妆品行业中战略、研发、营销、激励机制整体实力较为突出的上市公司。新冠疫情可能会对公司 2020 年业绩造成 5%-10%影响，短期疫情不改行业长期前景，我们预计公司 20-22 年归母净利润分别为 4.82、6.37、8.03 亿元，同比+23%、32%、26%，当前市值对应 PE 分别为 51、38、30 倍，维持买入评级。
- 风险提示：新冠疫情对消费、新品牌或品类发展不及预期、市场竞争加剧、渠道结构变革

珀莱雅官宣全新品牌代言人蔡徐坤，强势推进年轻化战略

- 2020年4月16日，珀莱雅宣布签约蔡徐坤为全新品牌代言人，并发布双抗精华液最新代言宣传片：蔡徐坤2018年在偶像练习赛中C位出道，近期以《青春有你第二季》青春制作人代表的身份再次活跃在观众视野，话题热度和流量攀升。出生于1998年的蔡徐坤目前已拥有2902万的微博粉丝，在微博内地明星实力榜中3月榜中排名第七，第15期周榜中排名第三，超话阅读量突破1600亿。蔡徐坤符合公司年轻化战略，有助于珀莱雅强势占领年轻化市场。

图表 1：珀莱雅宣布全新品牌代言人蔡徐坤



来源：官方微信公众号，微博，国金证券研究所

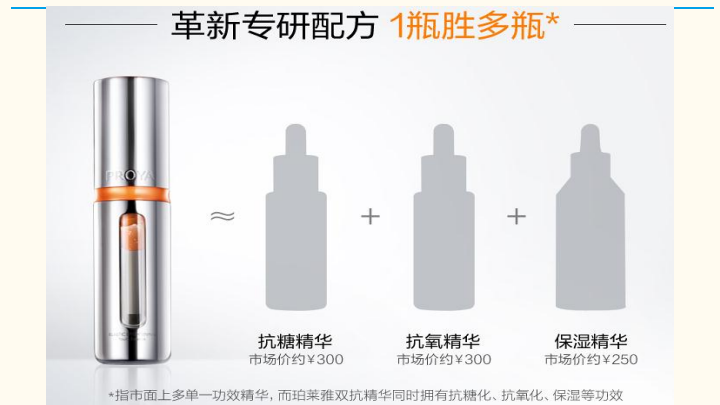
- 本次主要推出的产品为弹润透亮青春精华液，主打“氧糖双抗，抵御初老”。本次产品在天猫旗舰店上采用预售形式，预售期间为4.1零点至4.23晚10点，4.24至4.26支付尾款。产品原价为260元/30ml，预售价为229元，付定金和领券到手价为209元。此外，珀莱雅还特别推出5万份PROYA x KUN礼盒，并且设计为盲盒形式，赠送双抗精华8ml和保温杯、项链、镜子、化妆包四款周边的随机一款，并附带IKUN的告白明信片。

图表 2：蔡徐坤定制礼盒



来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

图表 3：双抗精华配方功效



来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

- 双抗精华主要面向具有“抗初老”需求的年轻消费者，与新代言人粉丝群体高度契合。伴随着90后00后成为化妆品的新一代消费群体，以及消费

者关于护肤品成分效用知识的日益丰富，高科技、高效能、有趣、颜值高的产品正越来越受到青睐，也是品牌端产品创新的重要方向。早在去年7月，珀莱雅打造出了“黑海盐泡泡面膜”超级大单品，今年2月推出了具备更强产品力、科技感的“红宝石精华”单品。通过“守正”的大单品策略和“出奇”的爆品策略，珀莱雅增加了对年轻消费者的曝光和拉新，提升了品牌在年轻群体中的知名度。此次双抗精华的推出更是珀莱雅年轻化的战略强势推进，有望通过明星广告化效应转化更多的新客户。

- 去年11月，珀莱雅与西班牙抗衰老化妆品集团 PRIMA-DERM 成立合资公司，开始在研发端进行国际合作。今年2月推出的红宝石精华是公司将西班牙集团拥有的核心抗衰原料“六胜肽”首次应用于主品牌产品，是国际化原料&配方定制开发的开始。这款精华主要含有1%独家专利超分子维A醇、20%六胜肽和3重珍稀海藻精粹20%三种核心成分，主打“抗初老”。目前，天猫旗舰店领券+包含赠品后的价格为229元/45ml，本月（截至4月16日）红宝石精华实现月销2772。

图表4：红宝石精华月销及科研合作



来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

- 同为“抗初老”功效的双抗精华在单位价格略高于红宝石精华，在成分上主要包含4大前沿成分，包括抗氧成分——麦角硫因和虾青素，和抑糖成分——肌肽和Collrepair。从“抗氧”和“抗糖”上同时发力，帮助消费者实现“抗初老”。公司与全球顶尖制药企业、化妆品原料企业合作，添加了世界知名化妆品原料生产基地BAST公司独家专利成分Collrepair，实现产品安全有效。双抗精华自今日宣布官宣代言人以来，预售数量已接近3万件，并仍在不断增长。

图表 5：双抗精华主要成分



皮肤黑科技世家
2%高浓度AGI专研麦角硫因

珍贵稀有高效抗氧化成分
提升抗氧防御系统
充分抑制氧化过程

*2%麦角硫因指麦角硫因溶液（水、苯氧乙醇、麦角硫因）在配方中的添加量为2%（质量百分比）

无污染夏威夷海岸
美国Cyanotech虾青素

天然强抗氧化剂
高效清除自由基
抗氧化能力是VC的6000倍*

来源：天猫，国金证券研究所

图表 6：双抗精华主要成分



99%高纯度
Symrise专研肌肽

“自我牺牲型”抗糖成分
代替蛋白质与糖发生反应
源头抑制糖化

前沿去糖基化科技
BASF专利成分Collrepair*

打破已形成的AGEs(糖化终产物)
去糖基化重获明亮肤质

*美国发明专利：专利号FR3026947B1

来源：天猫，国金证券研究所

- 从“黑海盐泡泡面膜”，“红宝石精华”到如今的“双抗精华”，珀莱雅不断用年轻化的营销方式与目标消费者沟通，推进主品牌年轻化、功效化战略。伴随着 90 后 00 后成为化妆品的新一代消费群体，以及消费者关于护肤品成分效用知识的日益丰富，高科技、高效能、有趣、颜值高的产品正越来越受到青睐。公司积极通过“守正”的大单品策略和“出奇”的爆品策略，不断增加对年轻消费者的曝光和拉新，不仅有助于提升在年轻人心中的品牌形象和影响力，更有望助力品牌中长期在电商渠道的中高速增长，公司产品矩阵在电商渠道（目前占整体渠道比重超过 50%）的销售表现值得持续跟踪。
- **投资建议：**公司是化妆品行业中战略、研发、营销、激励机制整体实力较为突出的上市公司。新冠疫情可能会对公司 2020 年业绩造成 5%-10%影响，短期疫情不改行业长期前景，我们预计公司 20-22 年归母净利润分别为 4.82、6.37、8.03 亿元，同比+23%、32%、26%，当前市值对应 PE 分别为 51、38、30 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**疫情影响消费、新品牌或品类发展不及预期、市场竞争加剧、渠道结构变革

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,783	2,361	3,124	3,889	5,069	6,391	货币资金	1,094	1,464	1,247	1,915	2,511	3,339
增长率		32.4%	32.3%	24.5%	30.3%	26.1%	应收账款	57	101	216	299	255	319
主营业务成本	-682	-849	-1,126	-1,408	-1,842	-2,341	存货	188	233	314	378	441	560
%销售收入	38.3%	36.0%	36.0%	36.2%	36.3%	36.6%	其他流动资产	127	25	136	125	138	153
毛利	1,101	1,512	1,998	2,481	3,227	4,050	流动资产	1,466	1,823	1,913	2,718	3,345	4,371
%销售收入	61.7%	64.0%	64.0%	63.8%	63.7%	63.4%	%总资产	63.6%	63.7%	64.2%	70.5%	74.3%	78.9%
营业税金及附加	-24	-26	-28	-35	-45	-57	长期投资	0	7	86	86	86	86
%销售收入	1.3%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	431	632	582	661	685	706
营业费用	-636	-886	-1,223	-1,503	-1,964	-2,476	%总资产	18.7%	22.1%	19.5%	17.1%	15.2%	12.7%
%销售收入	35.7%	37.5%	39.2%	38.7%	38.8%	38.8%	无形资产	355	362	355	349	343	337
管理费用	-194	-223	-270	-357	-466	-568	非流动资产	838	1,037	1,066	1,140	1,158	1,172
%销售收入	10.9%	9.4%	8.6%	9.2%	9.2%	8.9%	%总资产	36.4%	36.3%	35.8%	29.5%	25.7%	21.1%
息税前利润 (EBIT)	247	377	477	586	752	949	资产总计	2,304	2,860	2,979	3,857	4,503	5,543
%销售收入	13.9%	16.0%	15.3%	15.1%	14.8%	14.8%	短期借款	284	260	214	505	446	583
财务费用	-16	13	9	22	30	43	应付款项	390	592	522	603	644	725
%销售收入	0.9%	-0.5%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	其他流动负债	90	183	139	140	163	176
资产减值损失	-9	-12	-36	-23	-6	-11	流动负债	763	1,035	874	1,249	1,253	1,484
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	35	85	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	2	2	2	其他长期负债	47	42	35	40	45	50
%税前利润	0.2%	0.0%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	负债	845	1,162	909	1,289	1,298	1,535
营业利润	239	388	462	595	786	992	普通股股东权益	1,459	1,694	2,030	2,528	3,165	3,968
营业利润率	13.4%	16.4%	14.8%	15.3%	15.5%	15.5%	少数股东权益	0	4	40	40	40	40
营业外收支	2	0	-5	0	0	0	负债股东权益合计	2,304	2,860	2,979	3,857	4,503	5,543
税前利润	242	388	456	596	787	992	比率分析						
利润率	13.5%	16.4%	14.6%	15.3%	15.5%	15.5%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-41	-101	-90	-113	-149	-188	每股指标						
所得税率	16.9%	26.2%	19.7%	19.0%	19.0%	19.0%	每股收益	1.004	1.426	1.951	2.397	3.165	3.992
净利润	201	287	366	482	637	803	每股净资产	7.293	8.414	10.084	12.560	15.725	19.717
少数股东损益	0	-1	-26	0	0	0	每股经营现金净流	1.671	2.547	1.172	2.485	3.720	3.904
归属于母公司的净利润	201	287	393	482	637	803	每股股利	0.000	0.000	0.310	0.000	0.000	0.000
净利率	11.3%	12.2%	12.6%	12.4%	12.6%	12.6%	回报率						
							净资产收益率	13.76%	16.95%	19.35%	19.08%	20.13%	20.25%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.72%	10.04%	13.18%	12.51%	14.15%	14.49%
净利润	201	287	366	482	637	803	投入资本收益率	11.58%	13.62%	16.74%	15.41%	16.65%	16.71%
少数股东损益	0	-1	-26	0	0	0	增长率						
非现金支出	80	70	111	79	68	76	主营业务收入增长率	9.83%	32.43%	32.28%	24.52%	30.34%	26.07%
非经营收益	10	28	3	9	13	15	EBIT增长率	32.45%	52.52%	26.44%	22.75%	28.31%	26.21%
营运资金变动	43	128	-245	-71	30	-109	净利润增长率	30.70%	43.03%	36.73%	22.85%	32.06%	26.12%
经营活动现金净流	334	513	236	500	749	786	总资产增长率	53.35%	24.14%	4.17%	29.47%	16.74%	23.10%
资本开支	-80	-230	-164	-130	-80	-80	资产管理能力						
投资	-12	-222	104	0	0	0	应收账款周转天数	12.1	10.1	16.8	28.0	18.0	18.0
其他	0	0	5	2	2	2	存货周转天数	106.9	90.3	88.6	100.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-91	-451	-55	-128	-78	-78	应付账款周转天数	112.4	127.8	116.2	100.0	80.0	70.0
股权募资	715	29	21	16	0	0	固定资产周转天数	52.6	75.9	64.3	57.2	44.2	35.1
债权募资	-123	27	-131	291	-60	137	偿债能力						
其他	-38	-76	-99	-11	-16	-17	净负债/股东权益	-53.20%	-65.89%	-53.33%	-57.67%	-66.65%	-70.53%
筹资活动现金净流	554	-20	-209	296	-75	120	EBIT利息保障倍数	15.1	-29.8	-50.3	-26.9	-24.9	-21.9
现金净流量	797	42	-28	668	596	828	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	2	3	34
增持	0	0	1	1	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.33	1.25	1.28

来源：贝格数据

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。

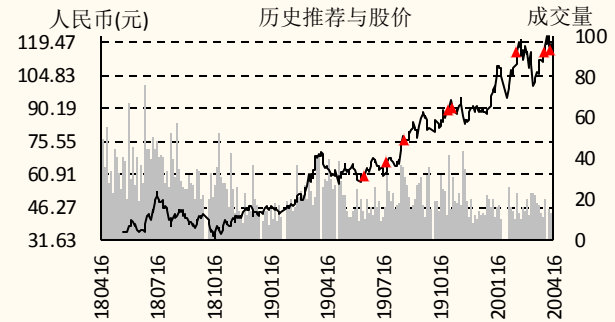
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-06-18	买入	59.40	N/A
2	2019-07-24	买入	64.99	N/A
3	2019-08-22	买入	76.40	N/A
4	2019-10-30	买入	88.03	N/A
5	2019-11-07	买入	89.51	N/A
6	2020-02-19	买入	113.73	N/A
7	2020-04-02	买入	115.30	N/A
8	2020-04-13	买入	118.05	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH