

珀莱雅(603605)/化妆品

合作巴斯夫，研发再加码

评级：买入（维持）

分析师：邓欣

执业证书编号：S0740518070004

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

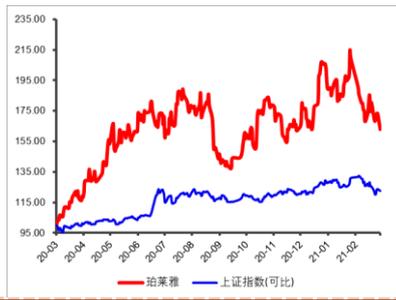
研究助理：闫清徽

Email: yanqh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	201
流通股本(百万股)	201
市价(元)	162.90
市值(百万元)	32762
流通市值(百万元)	32688

股价与行业-市场走势对比



相关报告

深度报告：

《化妆品国货的探索者们》

2019. 8. 19

业绩点评：

《珀莱雅：疫情下线上亮眼，全年有望较快增长》

2020. 04. 23

《珀莱雅：线上加速，期待多品牌放量》

2020. 08. 25

《珀莱雅：单季毛利提升，利润超预期》

2020. 10. 27

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,361	3,124	3,867	4,835	6,068
营业收入增速	32.43%	32.28%	23.81%	25.02%	25.51%
归属于母公司的净利润	287	393	489	628	797
净利润增长率	43.03%	36.73%	24.43%	28.50%	26.86%
摊薄每股收益(元)	1.43	1.95	2.43	3.12	3.96
P/E	114.22	83.49	67.10	52.22	41.16
P/B	19.36	16.15	12.94	10.37	8.28

截至 2021/3/15 收盘

投资要点

- 继合作亚什兰之后，公司又与化妆品行业原料世界第一巨头德国巴斯夫（BASF SE）签署了战略合作协议，按计划开展多项深度技术合作：公司将在国内独占或率先运用巴斯夫的多项首创技术，紧密结合科研与市场研究，共同研发具有“珀莱雅特色”及本土市场趋势的独家专供成分。
- 巴斯夫是全球最大的化工企业和化妆品原料生产商，2016年占据约25%的全球化妆品原料市场份额（来源：Transparency Market Research），研发实力雄厚。巴斯夫个人护理学品拥有丰富的产品组合，包括紫外过滤剂、活性物、表面活性剂等，国内外化妆品企业欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、丸美、家化等都是巴斯夫的合作客户。巴斯夫的核心研究方向主要在防晒剂和活性成分以及表面活性剂。擅长研发高端防晒剂，从最早的Uvinul T150；到之后推出的Tinosorb系列，其中Tinosorb S（供欧莱雅、安耐晒、CBP、Pola等使用）是第一款光谱防晒剂。除此之外，巴斯夫法国活性物研究中心具备全球行业领先研发能力，中心拥有三大研发平台，表现遗传学、微生物、以及植物提取和萃取。
- 19年首次合作巴斯夫效果良好，二次深度合作产品力有望再升级。19年12月公司曾与巴斯夫签订双边保密协议，共享研究成果，20年珀莱雅爆品“双抗精华”中抗糖化成分Collrepair便是巴斯夫专利，新品推出后广受市场好评，过去一年天猫官旗销售额达7447万元。此次合作，珀莱雅将在国内独占或率先运用巴斯夫化妆品活性物研究中心的多项首创技术，此外还将运用与创新其人造皮肤3D打印技术，更好地验证产品功效性和安全性。
- 公司主品牌研发、产品、营销三维升级，品牌矩阵持续完善，未来可期。主品牌方面，公司先后战略亚什兰、巴斯夫，科研实力不断加码；产品端接连上新红宝石面霜水乳、源力修护精华等重磅单品；营销端与《中国妇女报》联合发起3.8主题活动，视频点赞量10万+，品牌形象持续升级。子品牌方面，推出Correctors科瑞肤切入功能护肤赛道，品牌矩阵建设持续推进，平台化、生态化下业绩有望维持稳定高增长。
- 盈利预测与投资建议：我们预计20-22年公司归母净利润4.89、6.28、7.97亿，同比+24%、29%、27%，当前股价对应21年PE52x，回调迎来布局机会，维持“买入”评级，持续重点推荐。
- 风险提示：国内市场失速、竞争格局恶化、新品推进不达预期、整合营销

策略不当

盈利预测与估值

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,361	3,124	3,867	4,835	6,068
增长率	32.4%	32.3%	23.8%	25.0%	25.5%
营业成本	-849	-1,126	-1,399	-1,754	-2,211
% 销售收入	36.0%	36.0%	36.2%	36.3%	36.4%
毛利	1,512	1,998	2,468	3,081	3,857
% 销售收入	64.0%	64.0%	63.8%	63.7%	63.6%
营业税金及附加	-26	-28	-34	-43	-54
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-886	-1,223	-1,521	-1,910	-2,391
% 销售收入	37.5%	39.2%	39.3%	39.5%	39.4%
管理费用	-172	-195	-257	-318	-388
% 销售收入	7.3%	6.3%	6.7%	6.6%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	429	552	655	810	1,024
% 销售收入	18.2%	17.7%	16.9%	16.7%	16.9%
财务费用	13	9	-4	1	5
% 销售收入	-0.5%	-0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	12	-27	11	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	2	2
% 税前利润	0.0%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	454	536	664	823	1,041
营业利润率	19.2%	17.2%	17.2%	17.0%	17.2%
营业外收支	0	-5	-17	-4	-4
税前利润	454	531	647	819	1,037
利润率	19.2%	17.0%	16.7%	16.9%	17.1%
所得税	-101	-90	-137	-170	-220
所得税率	22.4%	16.9%	21.2%	20.8%	21.2%
净利润	287	366	489	628	797
少数股东损益	-1	-26	0	0	0
归属于母公司的净利润	287	393	489	628	797
净利率	12.2%	12.6%	12.6%	13.0%	13.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	287	366	489	628	797
加: 折旧和摊销	58	75	50	52	55
资产减值准备	12	36	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	-5	9	4	-1	-5
投资收益	0	-2	-2	-2	-2
少数股东损益	-1	-26	0	0	0
营运资金的变动	343	-332	252	-2	79
经营活动现金净流	513	236	791	675	923
固定资本投资	-201	50	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-451	-55	-82	-90	-91
股利分配	-87	-87	0	0	0
其他	67	-123	-117	1	5
筹资活动现金净流	-20	-209	-117	1	5
现金净流量	42	-28	593	586	837

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,464	1,247	1,840	2,425	3,262
应收款项	101	214	195	244	306
存货	233	314	366	486	587
其他流动资产	25	139	120	161	148
流动资产	1,823	1,913	2,520	3,316	4,303
% 总资产	63.7%	64.2%	70.0%	74.8%	78.9%
长期投资	7	86	110	142	184
固定资产	491	550	544	536	526
% 总资产	17.2%	18.5%	15.1%	12.1%	9.6%
无形资产	328	329	315	301	287
非流动资产	1,037	1,066	1,078	1,115	1,153
% 总资产	36.3%	35.8%	30.0%	25.2%	21.1%
资产总计	2,860	2,979	3,598	4,431	5,456
短期借款	225	129	0	0	0
应付款项	592	522	764	969	1,198
其他流动负债	218	224	224	224	224
流动负债	1,035	874	988	1,193	1,422
长期贷款	85	0	0	0	0
其他长期负债	42	35	35	35	35
负债	1,162	909	1,023	1,228	1,457
普通股股东权益	1,694	2,030	2,534	3,162	3,959
少数股东权益	4	40	40	40	40
负债股东权益合计	2,860	2,979	3,598	4,431	5,456

比率分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	1.43	1.95	2.43	3.12	3.96
每股净资产 (元)	8.41	10.08	12.59	15.71	19.67
每股经营现金净流 (元)	2.55	1.17	3.93	3.35	4.58
每股股利 (元)	0.43	0.43	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	16.95%	19.35%	19.28%	19.86%	20.12%
总资产收益率	10.02%	12.30%	13.58%	14.17%	14.60%
投入资本收益率	45.12%	71.24%	61.23%	103.95%	128.20%
增长率					
营业总收入增长率	32.43%	32.28%	23.81%	25.02%	25.51%
EBIT增长率	74.19%	39.52%	11.30%	23.87%	26.72%
净利润增长率	43.03%	36.73%	24.43%	28.50%	26.86%
总资产增长率	24.14%	4.17%	20.76%	23.14%	23.15%
资产管理能力					
应收账款周转天数	11.1	17.7	18.8	16.0	15.9
存货周转天数	32.0	31.5	31.6	31.7	31.8
应付账款周转天数	126.1	114.7	102.0	114.7	114.7
固定资产周转天数	57.0	60.0	50.9	40.2	31.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-53.11%	-78.51%	-90.88%	-99.19%	-96.41%
EBIT利息保障倍数	-32.9	-61.2	183.6	-1,455.4	-211.7
资产负债率	40.62%	30.52%	28.44%	27.72%	26.71%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。