

珀莱雅 (603605.SH)

大单品策略成效显著，多品牌矩阵落地在即

2020 全年业绩同增 20%+，一季度继续高增长趋势。公司 2020 全年实现营业收入 37.52 亿元(yoy+20.13%)，归母净利润 4.76 亿元(yoy+21.22%)，扣非净利润 4.70 亿元(yoy+21.69%)，经营性现金流净额 3.32 亿元(yoy+40.51%)；单四季度收入同增 40.08%，归母净利润同增 24.84%。2020 年毛利率为 64.41%（新收入准则下可比口径为 66.70%，同增 2.65pcts），销售费用率提升 0.74pcts 至 39.90%，主要由于会计准则调整及宣传推广投入增加；管理费用率同降 0.81pcts 至 5.44%，研发费用同比微降 0.47pcts 至 1.92%，归母净利率 12.69%。2021 年一季度，公司实现收入 9.05 亿元(yoy+48.88%)，归母净利润 1.10 亿元(yoy+41.38%)，扣非净利润 1.08 亿元(yoy+29.05%)，销售费用同增 91.57%至 3.78 亿元，其中形象宣传推广费同增 140.07%。公司拟以每 10 股派现金红利 7.20 元(含税)，合计派现 1.45 亿，现金分红率 30.42%。

线上渠道持续增长至 70%收入占比，线下渠道平稳发展。分渠道来看：1) 线下渠道：收入同降 23.12%至 11.24 亿元，其中日化渠道同降 19.28%，占比线下营收 75%，其他渠道同降 32.81%。全年预计保持 CS 渠道平稳健康发展，持续拓展商超渠道，公司针对线下进行新的柜位调整及品牌升级。2) 线上渠道：收入同增 58.59%至 26.24 亿元，整体营收占比超过 70%，其中直营渠道同增 79.63%，占比线上营收从 19 年 53.53%增至 20 年的 60.63%，分销渠道同增 34.36%。预计全年线上渠道仍保持较快增长，直营渠道重点精细化运营，抖音小店等新兴渠道快速增长，新增抖音店铺自播。

渠道驱动向产品驱动升级成功，大单品策略成效显著。报告期内推行产品数字化管理及大单品战略，主品牌珀莱雅 2020 年实现收入 29.86 亿元，营收占比 79.66%，同增 12.43%，品牌建设持续升级，不断增强品牌的科技感和年轻感。公司策划、打造并储备多款大单品新品，全年新品营收占比品牌收入约 20%，双抗系列+红宝石系列营收占比总营收约 10%。大单品策略有助于提升品牌形象，带动客单价及毛利率提升（双抗/红宝石精华毛利率 70%+），同时助力可持续发展，报告期内天猫直营复购率约 25%，商超复购率约 50%。一季度新品推广包括：双抗/红宝石/修护三款精华，涂抹式面膜、新款防晒等，未来将持续升级品牌调性，尝试 300 元以上主推单品。

潜力品牌彩棠/科瑞肤从孵化到成长，品牌矩阵蓝图呼之欲出。公司致力于构建新国货化妆品产业平台，打造化妆品赛道品牌矩阵蓝图。2020 年自有其它品牌收入 5.55 亿元，同增 75.08%，跨境代理品牌收入 2.07 亿元，同增 44.09%。1) 彩棠：唐毅专业化妆师背书的彩妆品牌，2020 年度营收 1.21 亿元，定价 150-200 元，主打线上底妆类产品，一季度主推修容盘、妆前乳、粉底液等，4-8 月会有系列新品陆续推出。2) CORRECTORS：定位高端功能性护肤品，定位 28-40 岁用户，定价在 260-600 元，主打精华类产品，注重解决消费者肌肤问题，目前仍在产品测试及推广阶段。3) 悦芙媞：定位 18-24 岁的年轻市场，针对油性皮肤护理，主价格区间 50-100 元，今年将会打造多款大单品及爆品，进行品牌重塑。

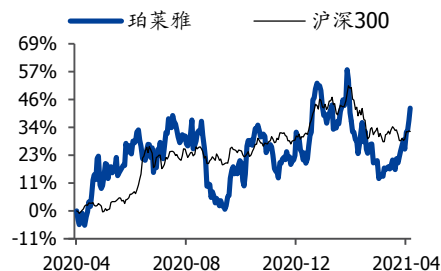
投资建议。珀莱雅作为一家前中后台高效协同、拥有差异化多品牌资产、多渠道销售体系及灵活营销策略的知名国产化妆品集团，珀莱雅主品牌持续迭代，彩棠等新品牌活力焕发。基于 2020 年报及一季报表现，预测 2021-2023 年收入 46.34/57.91/73.46 亿元，归母净利润 5.83/7.31/9.36 亿元、对应 EPS2.90/3.63/4.66 元，公司现价 193.4 元，对应 2021 年 PE 为 66.8 倍，维持“增持”评级。

增持（维持）

股票信息

行业	化学制品
前次评级	增持
04 月 22 日收盘价	193.40
总市值(百万元)	38,896.01
总股本(百万股)	201.12
其中自由流通股(%)	99.77
30 日日均成交量(百万股)	1.06

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 赵雅楠

执业证书编号：S0680521030001

邮箱：zyn@gszq.com

相关研究

- 1、《珀莱雅 (603605.SH)：电商持续高增长，彩妆和精华表现突出》2020-10-28
- 2、《珀莱雅 (603605.SH)：深耕电商渠道，构建多元品牌矩阵》2020-08-26
- 3、《珀莱雅 (603605.SH)：疫情影响得到新增业务缓冲，新品精华助力四月电商高增长》2020-04-23



风险提示: 新品推广不达预期; 获客成本上升; 代理品牌增长不达预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,124	3,752	4,634	5,791	7,346
增长率 yoy (%)	32.3	20.1	23.5	25.0	26.9
归母净利润(百万元)	393	476	583	731	936
增长率 yoy (%)	36.7	21.2	22.4	25.4	28.1
EPS 最新摊薄(元/股)	1.95	2.37	2.90	3.63	4.66
净资产收益率(%)	17.7	18.2	19.1	19.9	20.9
P/E(倍)	99.1	81.7	66.8	53.2	41.5
P/B(倍)	19.2	16.3	13.7	11.3	9.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 22 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1913	2342	2754	3329	4065
现金	1247	1417	1793	1971	2532
应收票据及应收账款	198	285	312	434	512
其他应收款	15	49	30	68	57
预付账款	53	83	85	125	142
存货	314	469	493	690	782
其他流动资产	85	41	41	41	41
非流动资产	1066	1294	1428	1646	1926
长期投资	15	58	101	144	187
固定资产	550	566	692	860	1092
无形资产	329	315	294	273	252
其他非流动资产	173	356	341	370	395
资产总计	2979	3637	4182	4975	5992
流动负债	874	1129	1265	1464	1703
短期借款	129	299	299	299	299
应付票据及应付账款	389	580	611	855	970
其他流动负债	356	250	355	310	434
非流动负债	35	26	27	31	35
长期借款	0	0	2	6	10
其他非流动负债	35	26	26	26	26
负债合计	909	1155	1292	1496	1738
少数股东权益	40	90	60	22	-26
股本	201	201	201	201	201
资本公积	835	837	837	837	837
留存收益	1009	1366	1751	2233	2852
归属母公司股东权益	2030	2392	2829	3457	4280
负债和股东权益	2979	3637	4182	4975	5992

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	236	332	732	537	1000
净利润	366	452	552	693	888
折旧摊销	75	88	97	68	89
财务费用	-9	-14	-16	-23	-36
投资损失	-2	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-267	-272	100	-199	62
其他经营现金流	73	80	0	0	0
投资活动现金流	-55	15	-228	-284	-368
资本支出	164	184	90	175	238
长期投资	104	131	-43	-43	-43
其他投资现金流	214	330	-181	-152	-173
筹资活动现金流	-209	-43	-127	-75	-72
短期借款	-96	170	0	0	0
长期借款	-85	0	2	4	4
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	21	2	0	0	0
其他筹资现金流	-48	-215	-129	-79	-76
现金净增加额	-28	303	376	178	561

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3124	3752	4634	5791	7346
营业成本	1126	1368	1681	2068	2574
营业税金及附加	28	33	41	51	64
营业费用	1223	1497	1918	2438	3129
管理费用	195	204	255	319	404
研发费用	75	72	93	116	147
财务费用	-9	-14	-16	-23	-36
资产减值损失	-27	-28	-28	-28	-28
其他收益	8	13	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	462	555	706	867	1107
营业外收入	1	2	2	1	2
营业外支出	6	9	8	8	8
利润总额	456	548	700	860	1101
所得税	90	96	148	167	213
净利润	366	452	552	693	888
少数股东损益	-26	-24	-30	-38	-49
归属母公司净利润	393	476	583	731	936
EBITDA	502	611	767	890	1140
EPS (元)	1.95	2.37	2.90	3.63	4.66

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	32.3	20.1	23.5	25.0	26.9
营业利润(%)	19.0	20.2	27.2	22.8	27.7
归属于母公司净利润(%)	36.7	21.2	22.4	25.4	28.1
获利能力					
毛利率(%)	64.0	63.6	63.7	64.3	65.0
净利率(%)	12.6	12.7	12.6	12.6	12.7
ROE(%)	17.7	18.2	19.1	19.9	20.9
ROIC(%)	15.1	16.0	16.8	17.6	18.4
偿债能力					
资产负债率(%)	30.5	31.8	30.9	30.1	29.0
净负债比率(%)	-48.9	-44.7	-51.3	-47.6	-52.0
流动比率	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4
速动比率	1.8	1.5	1.7	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	21.2	15.5	15.5	15.5	15.5
应付账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.95	2.37	2.90	3.63	4.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.65	3.64	2.67	4.97
每股净资产(最新摊薄)	10.09	11.89	14.07	17.19	21.28
估值比率					
P/E	99.1	81.7	66.8	53.2	41.5
P/B	19.2	16.3	13.7	11.3	9.1
EV/EBITDA	75.4	62.0	48.8	41.9	32.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 22 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com