

**证券研究报告—动态报告**

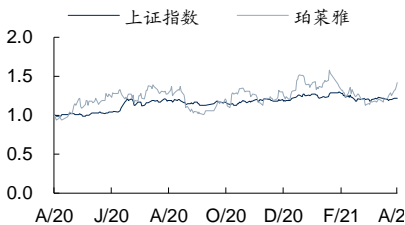
商业贸易

零售

**珀莱雅(603605)**
**买入**
**2020 年年报暨 2021 年一季度点评**

(维持评级)

2021 年 04 月 23 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	201/201
总市值/流通(百万元)	38,896/38,808
上证综指/深圳成指	3,465/14,209
12 个月最高/最低(元)	217.46/127.11

**相关研究报告:**

《珀莱雅-603605-2020 年三季报点评: 利润增长超预期, 新品牌新品类表现靓丽》——2020-10-28

《珀莱雅-603605-重大事件快评: 发布可转债预案强化研发生产布局, 助力基本面积向好》——2020-10-13

《珀莱雅-603605-2020 年中报点评: 线上带动业绩回暖, 期待下半年新品发力》——2020-08-26

《珀莱雅-603605-2020 年一季报点评: Q1 基本面略有下滑符合预期, 单品升级值得期待》——2020-04-23

《珀莱雅-603605-2019 年年报点评: 线上保持高速增长, 多品牌和新品牌迭代持续推进》——2020-04-02

**证券分析师: 张峻豪**

电话: 021-60933168  
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

**联系人: 柳旭**

电话: 13246725957  
 E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**20 年完成股权激励目标, Q1 收入表现靓丽**
**● 20 年全年业绩符合预期, 21 年 Q1 表现依旧强劲**

公司 20 年全年营收 37.53 亿元, 同比+20.13%, 取得归母净利润 4.76 亿元, 同比 21.22%, 顺利完成股权激励目标。21 年 Q1 公司营收同比+48.88%, 归母净利润同比+41.38%, 扣非净利润同比+29.05%, 利润增速表现不及收入增速, 预计主要受公司今年在推动新品牌和新品过程中, 广告营销费用的投入力度大幅增加等影响。

**● 线上渠道持续高增长, 大单品表现突出**

分渠道看, 公司 20 年线上渠道收入同比+58.59%至 26.24 亿元, 占比 70.01%, 21 年 Q1 线上增长超 100%, 实现持续高增长。线下渠道 21 年 Q1 同比有所下降, 主要系跨境代理品牌线下渠道营收减少影响。分品牌看, 美容彩妆类继续亮眼, 20 年营收同比+181.91%, 收入占比 12.41%, 同比+7.2pct, 其中彩棠在疫情下仍取得 1.21 亿元收入。护肤类稳健, 20 年营收同比+11.38%, 收入占比 86.50%, 两款高单价新品系列(红宝石+双抗)表现较为优异, 占总营收的比重近 10%。

**● 产品结构优化提升毛利率水平, 整体现金流状况向好**

公司 20 年同口径下毛利率 63.55%, 同比+2.74pct, 21 年 Q1 毛利率同比+4.5pct 至 64.41%, 受益于低毛利的跨境购业务收缩以及高单价新品占比的提升。费用率方面, 20 年/21 年 Q1 销售费用率因加大品牌投放力度带来营销费用增加, 分别同比+0.74pct/+9.3pct; 管理费用率管控良好, 20 年/21 年 Q1 分别同比-0.81pct/-1.62pct。20 年存货周转天数由于 Q4 直播备货增加而同比+15.48 天。20 年全年实现经营性现金流净额 3.32 亿元, 同比+40.51%, 整体现金流状况稳步向好。

**● 风险提示: 疫情出现反复; 电商增速不达预期; 新品推进不达预期**
**● 投资建议: 电商、新品升级和外延布局推动高增长, 维持“买入”**

整体来看, 2020 年以来, 虽有疫情因素影响, 但公司通过线上渠道深耕以及新媒体营销的灵活运用实现了电商渠道的持续高增长, 同时通过成功的单品升级策略, 打开了公司销售单价的增长空间。进入 21 年, 公司新品牌的快速爆发将进一步强化集团化多品牌发展的预期, 打开第二增长曲线, 我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 3.04/3.80/4.67 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 64/51/41 倍, 维持买入评级。

**盈利预测和财务指标**

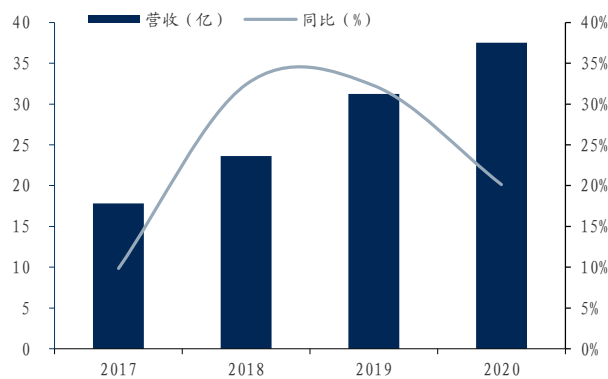
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3752.39	4998.18	6174.75	7541.22
(+/-%)	20.13%	33.20%	23.54%	22.13%
净利润(百万元)	476.01	611.59	765.32	940.31
(+/-%)	21.22%	28.48%	25.14%	22.87%
摊薄每股收益(元)	2.37	3.04	3.80	4.67
EBITMargin	17.34%	14.06%	14.20%	14.15%
净资产收益率(ROE)	19.90%	21.50%	22.44%	22.90%
市盈率(PE)	81.71	63.64	50.86	41.39
EV/EBITDA	56.61	51.92	42.43	35.51
市净率(PB)	16.26	13.69	11.41	9.48

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 业绩情况：20 年全年业绩符合预期，21 年 Q1 依旧强劲

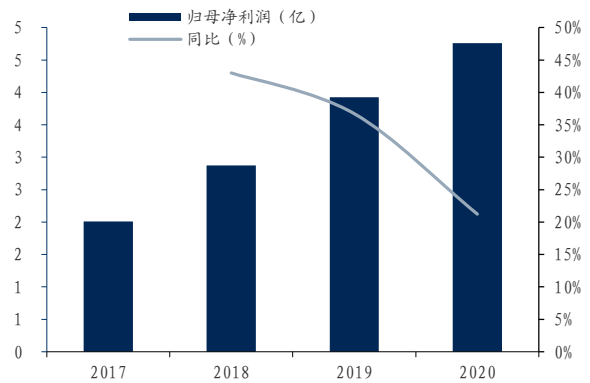
公司 2020 年全年实现营收 37.53 亿元，同比+20.13%，取得归母净利润 4.76 亿元，同比 21.22%，顺利完成股权激励目标。21 年 Q1 营收同比+48.88%，归母净利润同比+41.38%，表现依旧靓丽，剔除去年因疫情捐款带来的非经损失因素后，扣非净利润同比+29.05%，表现不及收入增速，预计主要受公司今年在推动新品牌和新品过程中，广告营销费用的投入力度大幅增加等影响。

图 1：珀莱雅年度营收及增速（亿元、%）



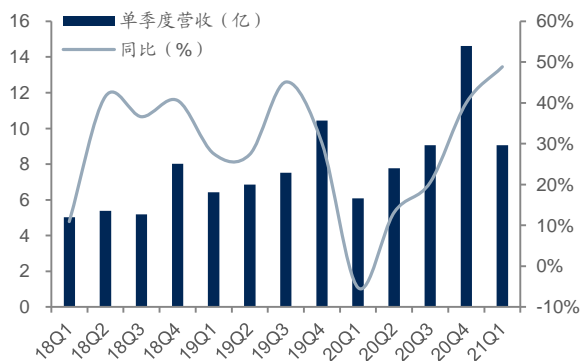
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：珀莱雅年度归母净利润及增速（亿元、%）



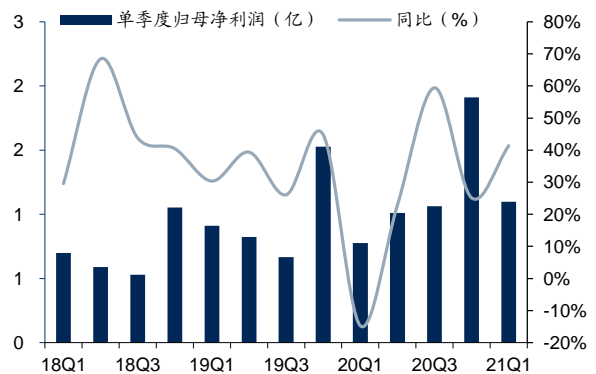
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：珀莱雅分季度营收及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：珀莱雅分季度归母净利润及增速（亿元、%）



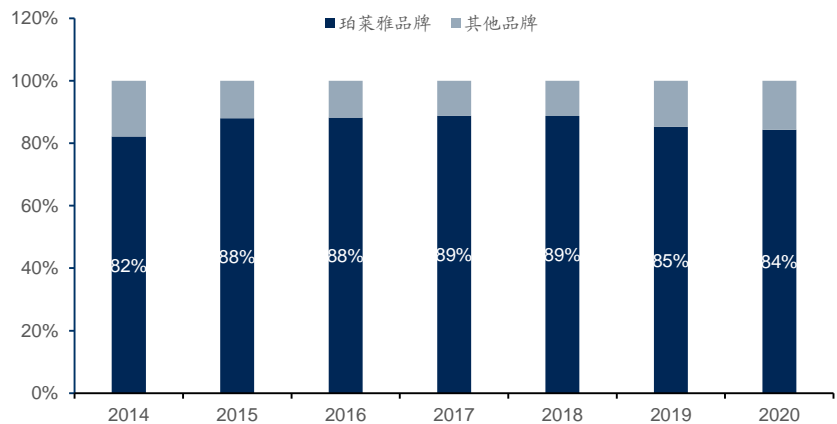
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

### 营收分拆：线上渠道持续高增长，新品精华表现突出

分渠道看，公司 20 年线上渠道收入同比+58.59%至 26.24 亿元，收入占比达到 70.01%，同比+16.92pct；21 年 Q1 线上增长超 100%，实现持续高增长。线下渠道 21 年 Q1 同比有所下降，主要系跨境代理品牌线下渠道营收减少影响。

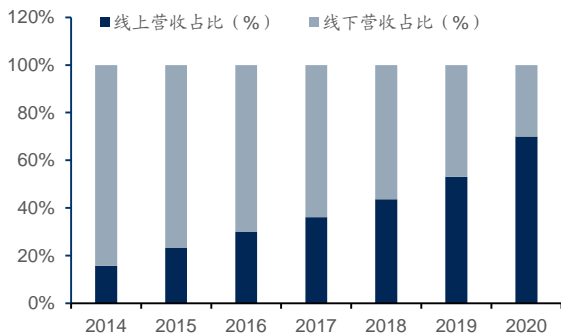
分品牌看，美容彩妆类继续亮眼，20 年营收同比+181.91%，收入占比 12.41%，同比+7.2pct，其中彩棠在疫情下仍取得 1.21 亿元收入。护肤类稳健，20 年营收同比+11.38%，收入占比 86.50%，预计两款高单价新品系列（红宝石+双抗）表现较为优异，占总营收的比重近 10%，占天猫渠道 20%。

图 5: 珀莱雅分品牌营收占比 (%)



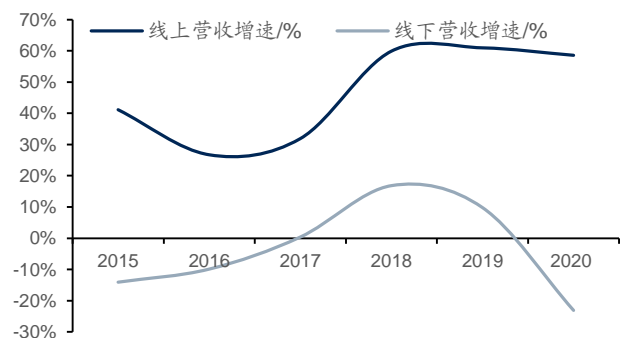
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 珀莱雅分渠道营收占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 珀莱雅分渠道营收增速 (%)

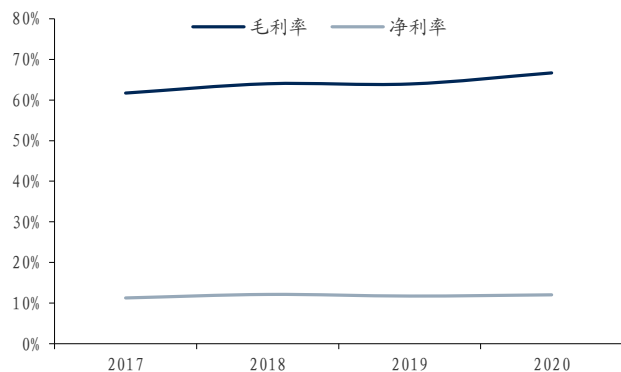


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 盈利营运: 产品结构优化提升毛利率水平, 整体现金流状况向好

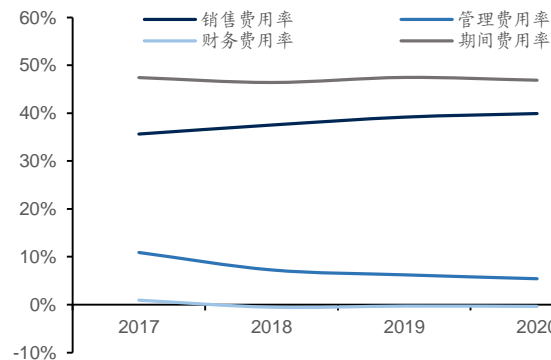
年度数据看, 公司 20 年同口径下(剔除运费调入营业成本影响)毛利率 63.55%, 同比+2.74pct, 21 年 Q1 毛利率同比+4.5pct 至 64.41%, 受益于低毛利的跨境购业务收缩以及高单价新品占比的提升。费用率方面, 20 年/21 年 Q1 销售费用率因加大品牌投放力度及全年阶段性减少费用, 分别同比+0.74pct/+9.3pct; 管理费用率管控良好, 20 年/21 年 Q1 分别同比-0.81pct/-1.62pct。20 年存货周转天数由于 Q4 直播备货增加而同比+15.48 天。20 年全年实现经营性现金流净额 3.32 亿元, 同比+40.51%, 整体现金流状况稳步向好。

图 8: 珀莱雅毛利率及净利率水平 (%)



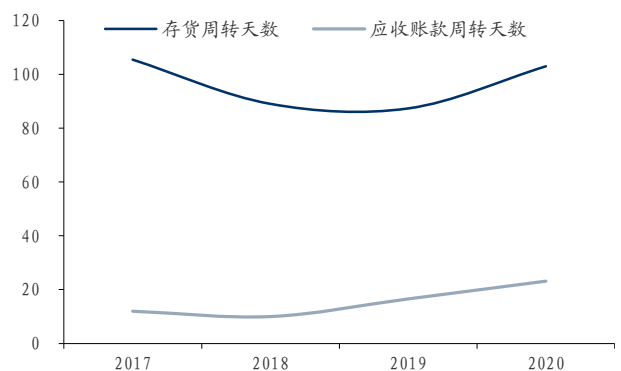
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 珀莱雅期间费用率情况 (%)



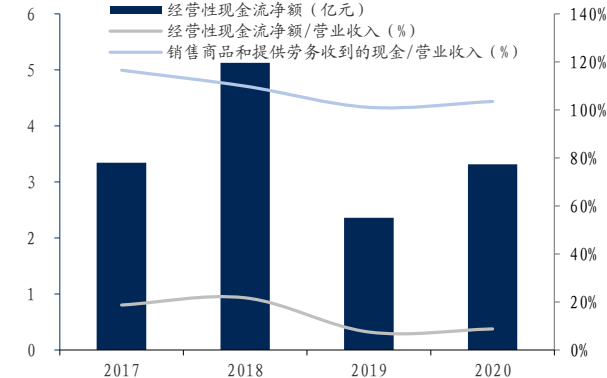
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 珀莱雅存货及应收账款周转天数情况 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 珀莱雅经营性现金流状况 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议: 电商、新品升级和外延布局推动高增长, 维持“买入”

20 年以来, 虽有疫情因素影响, 但公司通过线上渠道深耕以及新媒体营销的灵活运用实现了电商渠道的持续高增长, 同时通过成功的单品升级策略, 打开了公司销售单价的增长空间。公司凭借优异成熟的组织机制, 采用产品、投放为主线的虚拟项目制组织形式, 打造端到端、高效自驱的流程型组织, 从而深化大单品、爆品策略, 并精准提升 ROI。

展望 2021 年, 1) 品牌端: 一方面, 公司将推动主品牌持续升级, 塑造成为新国货品牌。吸引更多一二线年轻消费群, 逐渐升级消费者层次。保持主品牌稳定增长。另一方面, 潜力品牌中完成彩棠从孵化期到高速成长期的跨越、完成悦芙媞品牌重塑。此外, 继续加大孵化更多新品牌。2) 产品端: 继续策划、打造并储备多款大单品新品。尝试 300 元以上主推单品, 单价持续升级, 并建立领先于市场的产品规划、策划和营销能力, 提升产品成功率。3) 渠道端: 一方面, 线上渠道保持整体较快增长, 直营渠道重点精细化运营, 抖音小店等新兴渠道快速增长。另一方面, 保持 CS 渠道平稳健康发展, 持续拓展商超渠道。

整体来看, 我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 3.04/3.80/4.67 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 64/51/41 倍, 维持“买入”评级。

**附表：可比公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21/04/22	EPS			PE			总市值(亿 元) 21/04/22
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
603605	珀莱雅	买入	193.40	2.37	3.04	3.80	81.71	63.64	50.86	388.96
603983	丸美股份	增持	54.99	1.47	1.85	2.21	37.41	29.72	24.88	220.96
688363	华熙生物	增持	190.88	1.35	1.77	2.27	141.87	107.95	84.11	916.22
600315	上海家化	买入	49.80	0.63	0.83	1.21	78.48	60.16	41.26	337.63
300740	水羊股份	增持	25.62	0.34	0.53	0.87	75.35	48.34	29.45	105.31

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

注：珀莱雅、丸美股份 2020 年 EPS/PE 均为预测值；上海家化、华熙生物为实际值

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1417	1953	2535	3310	营业收入	3752	4998	6175	7541
应收款项	334	233	305	310	营业成本	1368	1759	2161	2645
存货净额	469	525	649	797	营业税金及附加	33	44	62	75
其他流动资产	124	350	432	528	销售费用	1497	2009	2488	3039
<b>流动资产合计</b>	<b>2342</b>	<b>3110</b>	<b>3950</b>	<b>4974</b>	管理费用	204	482	587	714
固定资产	613	633	642	645	财务费用	(14)	(33)	(49)	(66)
无形资产及其他	315	303	291	280	投资收益	2	3	1	0
投资性房地产	308	308	308	308	资产减值及公允价值变动	28	(15)	(20)	(20)
长期股权投资	58	58	58	58	其他收入	(139)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3637</b>	<b>4412</b>	<b>5250</b>	<b>6266</b>	营业利润	555	724	906	1113
短期借款及交易性金融负债	299	200	200	200	营业外净收支	(7)	0	0	0
应付款项	580	644	796	978	<b>利润总额</b>	<b>548</b>	<b>724</b>	<b>906</b>	<b>1113</b>
其他流动负债	250	633	782	958	所得税费用	96	145	181	223
<b>流动负债合计</b>	<b>1129</b>	<b>1477</b>	<b>1778</b>	<b>2136</b>	少数股东损益	(24)	(32)	(40)	(50)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>476</b>	<b>612</b>	<b>765</b>	<b>940</b>
其他长期负债	26	26	26	26					
<b>长期负债合计</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1155</b>	<b>1502</b>	<b>1804</b>	<b>2161</b>	净利润	476	612	765	940
少数股东权益	90	66	36	(1)	资产减值准备	(12)	2	0	0
股东权益	2392	2844	3410	4106	折旧摊销	57	76	83	90
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3637</b>	<b>4412</b>	<b>5250</b>	<b>6266</b>	公允价值变动损失	(28)	15	20	20
					财务费用	(14)	(33)	(49)	(66)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(350)	267	23	108
每股收益	2.37	3.04	3.80	4.67	其它	(6)	(26)	(30)	(37)
每股红利	0.64	0.79	0.99	1.21	<b>经营活动现金流</b>	<b>137</b>	<b>945</b>	<b>862</b>	<b>1121</b>
每股净资产	11.89	14.13	16.95	20.40	资本开支	(89)	(101)	(101)	(101)
ROIC	22%	22%	28%	35%	其它投资现金流	71	(50)	20	0
ROE	20%	22%	22%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(61)</b>	<b>(151)</b>	<b>(81)</b>	<b>(101)</b>
毛利率	64%	65%	65%	65%	权益性融资	2	0	0	0
EBIT Margin	17%	14%	14%	14%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	16%	16%	15%	支付股利、利息	(128)	(159)	(199)	(244)
收入增长	20%	33%	24%	22%	其它融资现金流	347	(99)	0	0
净利润增长率	21%	28%	25%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>94</b>	<b>(258)</b>	<b>(199)</b>	<b>(244)</b>
资产负债率	34%	36%	35%	34%	<b>现金净变动</b>	<b>170</b>	<b>536</b>	<b>582</b>	<b>775</b>
息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	1247	1417	1953	2535
P/E	81.7	63.6	50.9	41.4	货币资金的期末余额	1417	1953	2535	3310
P/B	16.3	13.7	11.4	9.5	企业自由现金流	154	804	707	950
EV/EBITDA	56.6	51.9	42.4	35.5	权益自由现金流	502	732	746	1003

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032