

2021年04月22日

珀莱雅 (603605.SH)

公司快报

全年业绩符合预期，电商渠道持续发力推动 Q1 增长

事件

公司披露年报一季报。2020 年实现营收 37.52 亿元/+20.13%，归母净利 4.76 亿元/+21.22%，基本每股收益 2.37 元，拟每 10 股派现金红利 7.2 元（含税）。

2021 年一季度实现营收 9.05 亿元/+48.88%，归母净利 1.08 亿元/+29.05%，基本每股收益 0.55 元。

投资要点

◆ **全年业绩符合预期，电商渠道持续发力推动 Q1 增长：**2020 年公司营收增长 20%，归母净利增长 21%，全年业绩符合预期。疫情大幅影响线下客流背景下，公司受益于线上渠道较早及较好布局，并较早由爆款转向大单品战略、推动品牌持续升级，获取线上渠道红利并逐步建立品牌影响力，取得良好业绩增长。

分季度看，20Q4 公司营收、净利分别增长 40%、25%；21Q1 公司营收净利分别同比增长 49%、41%，较 19Q1 增长 41%、21%。线上渠道良好布局推动 20Q4 及 21Q1 持续实现营收高速增长，净利增速低于营收增速，主要源于公司逐步实施大单品策略，提升客单价及品牌粘性，同时需要加大营销投放。

◆ **疫情后电商渠道重要性提升，电商发力带动公司高增长：**分渠道看，化妆品偏向标品契合电商，近年来电商渠道持续为化妆品行业增长引擎，以魔镜数据预估，20 年 Q3、Q4 淘系平台化妆品销售额分别增长 23%、24%，增速持续快于行业整体增长，疫情影响线下客流后线上重要性进一步提升。

2020 年公司线上、线下营收分别增长 59%、下降 23%，线上营收占比已达约 70%。公司对线上渠道的重点打造、营销投放以及线上线下渠道结构，助力公司完成 2020 年激励计划目标。

据萝卜投资，魔镜数据显示，2021Q1 珀莱雅淘系平台销售额同比增长约 75%，较 19Q1 增长约 59%，占比较高的线上渠道良好表现，带动季度营收利润较快增长。

◆ **主品牌提档升级夯实基础，美妆类小品牌快速培育助力增长：**分品牌看，2020 年公司珀莱雅、其他自有品牌、代理品牌分别实现营收 29.9 亿元、5.6 亿元、2.1 亿元，占比分别约 84%、16%、5.6%，美妆类自有品牌快速培育推动占比提升。全年珀莱雅、其他品牌、跨境代理品牌分别增长 12.4%、75.1%、44.1%，主品牌提档升级夯实增长基础，小品牌快速培育助力公司高成长。

分品类看，2020Q4 及 2021Q1，公司产品继续以护肤类、洁肤类主阵地为核心，护肤类及洁肤类产品营收占比分别约 86%、83%。受益于公司品牌不断优化后的产品提档升级，两季度内公司护肤洁肤品类营收增速保持在 38%~39%。另外公司美妆品牌持续培育，两季度内分别取得 120%、172% 的高增长。

◆ **大单品策略同时推升毛利率费用率，季度净利率维持在 11%~12%左右：**盈利能力方

基础化工 | 日用化学品 III

 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2021-04-22) **193.40 元**

交易数据

总市值(百万元)	38,896.01
流通市值(百万元)	38,808.18
总股本(百万股)	201.12
流通股本(百万股)	200.66
12 个月价格区间	127.11/217.46 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	21.88	4.57	27.38
绝对收益	23.66	0.26	49.95

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsec.cn
 021-20377089

分析师

吴雨舟
 SAC 执业证书编号：S0910520080001
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

珀莱雅：消费信心回升叠加线上高增速，Q3 营收净利增速进一步提升 2020-10-27

珀莱雅：品类优势助力疫后复苏，线上线下结构奠定增长基础 2020-08-26

珀莱雅：电商推动业绩较快增长，新品牌及美妆品类逐步培育 2020-04-02

珀莱雅：护肤类产品推升营收增速，净利润基本延续较快增长趋势 2019-10-30

珀莱雅：线上渠道持续快速增长，毛利率提升 2019-08-23

面，20 全年公司毛利率微降 0.4pct 至 63.6%，主要源于 Q1、Q2 疫情下的促销影响毛利率，品牌大单品策略推出更多高势能产品，提升品牌影响力背景下，公司 20Q4 以及 21Q1 毛利率分别提升 2.2pct、4.4pct，对应销售费用率提升 7.8pct、9.3pct，叠加规模增长及费用管控后的管理费用率降低，公司 20 年 Q3 以来各季度净利率均保持在 11%~12% 左右。

存货方面，2020 年全年、2021 年 Q1，公司存货周转天数分别约 103 天、123 天，较 2019 年的 87 天明显提升，预计主要源于公司新品牌、电商直播等新渠道初期布局下的备货增加。

现金流方面，2020 年公司经营活动现金净流量增加 40.5% 至 3.31 亿元，其中流入、流出分别增加 24.6%、23.3%。21Q1 公司实现经营活动现金流量净额 5500 万元，疫情后继续实现季度经营活动现金净流入。

◆ **短期看 Q1 化妆品取得恢复性高增长，长期看疫情预计不会影响消费潜在增速：**短期来看，疫情后偏向可选消费的化妆品行业已取得恢复性高增长，21Q1 限额以上化妆品零售额累计增速已达 41%，较 19 年同期增长约 23%，年复合增长约 11%，2021 年春节后国内疫情基本受控，消费情绪明显恢复，化妆品行业恢复了符合预期的双位数增长趋势。

长期来看，据行行查，Euromonitor 数据显示，2021 年国内化妆品市场规模有望达 6011 亿元，同比增长约 18%，2019 年至 2021 年年复合增速约 12%。国内疫情控制得当，经济复苏较好，预计疫情不会影响 2020 年潜在消费增速，化妆品有望在 Q2 低基数基础上取得高速增长，继续填补 2020 年的缺口。

◆ **投资建议：**珀莱雅是国内大众化妆品品牌公司之一，近年来把握化妆品消费线上化趋势取得快速增长。大单品策略效果逐步显现，品牌吊性及影响力逐步提升，渠道结构有望使公司 21 年继续享受行业线上及直播红利。

我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 2.97、3.61 和 4.36 元。净资产收益率分别为 21.2%、21.8% 和 22.2%。目前公司 PE (21E) 约 65 倍，以未来三年年复合增速测算的 PEG* (21E) 约为 2.9 倍，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**海外品牌促销影响化妆品市场竞争；营销推广及品牌培育或使费用率承压；国内疫情或有反复。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,124	3,752	4,932	5,988	7,129
YoY(%)	32.3	20.1	31.4	21.4	19.1
净利润(百万元)	393	476	597	726	876
YoY(%)	36.7	21.2	25.5	21.5	20.7
毛利率(%)	64.0	63.6	64.5	65.0	65.5
EPS(摊薄/元)	1.95	2.37	2.97	3.61	4.36
ROE(%)	19.3	19.9	21.2	21.8	22.2
P/E(倍)	99.1	81.7	65.1	53.6	44.4
P/B(倍)	19.2	16.3	13.8	11.7	9.9
净利率(%)	12.6	12.7	12.1	12.1	12.3

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1913	2342	3025	3713	4317	营业收入	3124	3752	4932	5988	7129
现金	1,247	1,417	1,973	2,395	2,852	营业成本	1126	1368	1750	2098	2458
应收票据及应收账款	214	334	386	488	552	营业税金及附加	28	33	43	53	63
预付账款	53	83	91	117	127	营业费用	1223	1497	1973	2425	2909
存货	314	469	533	667	739	管理费用	195	204	333	407	499
其他流动资产	14	41	43	45	47	研发费用	75	72	115	141	171
非流动资产	1,066	1,294	1,240	1,206	1,182	财务费用	-9	-14	-1	-4	-12
长期投资	15	58	58	58	58	资产减值损失	-27	-28	28	29	29
固定资产	550	566	572	563	547	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	329	315	301	287	274	投资净收益	2	2	2	2	2
其他非流动资产	43	155	162	170	179	营业利润	462	555	694	842	1015
资产总计	2979	3637	4266	4919	5499	营业外收入	1	2	1	1	1
流动负债	874	1129	1357	1538	1548	营业外支出	6	9	8	8	8
短期借款	129	299	321	389	182	利润总额	456	548	687	835	1008
应付票据及应付账款	389	580	660	827	916	所得税	90	96	120	146	177
其他流动负债	139	174	183	192	202	税后利润	366	452	567	688	831
非流动负债	35	26	27	28	30	少数股东损益	-26	-24	-31	-37	-45
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	393	476	597	726	876
其他非流动负债	35	26	27	28	30	EBITDA	556	665	752	901	1068
负债合计	909	1155	1383	1566	1578	主要财务比率					
少数股东权益	40	90	60	23	-22	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	201	201	201	201	201	成长能力					
资本公积	835	837	837	837	837	营业收入(%)	32.3	20.1	31.4	21.4	19.1
留存收益	1009	1366	1785	2292	2906	营业利润(%)	19.0	20.2	25.0	21.3	20.5
归属母公司股东权益	2030	2392	2823	3331	3944	归属于母公司净利润(%)	36.7	21.2	25.5	21.5	20.7
负债和股东权益	2979	3637	4266	4919	5499	获利能力					
						毛利率(%)	64.0	63.6	64.5	65.0	65.5
						净利率(%)	12.6	12.7	12.1	12.1	12.3
						ROE(%)	19.3	19.9	21.2	21.8	22.2
						ROIC(%)	71.2	54.1	52.5	70.8	75.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	30.5	31.8	32.4	31.8	28.7
						流动比率	2.2	2.1	2.2	2.4	2.8
						速动比率	1.8	1.7	1.8	2.0	2.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3
						应收账款周转率	20.3	13.7	13.7	13.7	13.7
						应付账款周转率	8.7	8.7	8.9	9.0	9.2
						估值比率					
						P/E	99.1	81.7	65.1	53.6	44.4
						P/B	19.2	16.3	13.8	11.7	9.9
						EV/EBITDA	29.7	51.8	49.3	40.7	33.6

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	725	596	945
净利润	366	452	597	726	876
折旧摊销	75	88	60	63	66
财务费用	-9	-14	-1	-4	-12
投资损失	-2	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-332	-385	102	-149	62
其他经营现金流	138	192	-31	-37	-45
投资活动现金流	-55	15	-26	-28	-30
筹资活动现金流	-209	-43	-143	-145	-458
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.95	2.37	2.97	3.61	4.36
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.65	3.61	2.96	4.70
每股净资产(最新摊薄)	10.09	11.89	14.03	16.56	19.61

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com