

珀莱雅(603605)

业绩稳健，“6 * N”战略强化品牌建设

——珀莱雅 2020 年年报及一季报点评

✍ 分析师：余剑秋 S1230520080007
☎ 联系人：汤秀洁
✉ 邮箱：tangxiujie@stocke.com.cn

报告导读

2020 年收入同比+20%，归母净利润同比+21%；2021Q1 单季度收入同比+49%，归母净利润同比+41%。

投资要点

□ **业绩概览：2020 年归母净利润同比+21%，2021Q1 归母净利润同比+41%**
20 年收入同比增长 20%，归母净利润同比增长 21%。1) 收入：2020 年公司实现收入 37.5 亿元 (+20% YoY)，主要是线上渠道收入增长带动。2) 净利润：归母净利润 4.8 亿元 (+21% YoY)。3) 扣非：扣非归母净利润 4.7 亿元 (+22% YoY)。每 10 股派发现金红利 7.2 元 (含税)，合计派发现金股利 1.4 亿元，占归母净利润的 30%，不以公积金转增股本，不送红股。

21Q1 单季度收入同比增长 49%，归母净利润同比增长 41%。1) 收入：Q1 单季度实现营收 9.1 亿元 (+48.9% YoY)。2) 净利润：归母净利润 1.1 亿元 (+41.4% YoY)。3) 扣非：扣非归母净利润 1.1 亿元 (+29.1% YoY)，去年同期非经常性损益主要是抗疫捐赠 1226 万元。

□ 同口径毛利率提升，线上渠道增速亮眼

盈利：1) 20 年毛利率同口径增加，净利率略有提升。20 年不含运费的可比口径毛利率为 66.7%，同比上升 2.7 个百分点；期间费用率与去年基本持平；净利率为 12.0%，同比上升 0.3 个百分点。2) 21Q1 毛利率和费用率均提高。2021 年一季度毛利率 64.4%，同比上升 4.5 个百分点；期间费用率 49.6%，上升 7.3 个百分点；净利率 11.8%，同比下降 0.8 个百分点。

品牌：20 年主品牌珀莱雅增长稳健，新锐品牌彩棠收入过亿。1) 分品牌看：自有品牌贡献营收 35.4 亿元 (+19.1% YOY)，占总收入 94%。其中珀莱雅品牌贡献 29.9 亿元 (+12.4% YOY)；跨境代理品牌贡献营收 2.1 亿元 (+44.1% YOY)。2) 分品类看：护肤类 (含洁肤) 贡献营收 32.4 亿元 (+11.4% YOY)，占比 86.5%；美容彩妆类贡献营收 4.7 亿元 (+181.9% YOY)，主要系“彩棠”营收 1.2 亿元。

渠道：20 年线上渠道增长 58.6%，线下有所下滑。20 年线上实现营收 26.2 亿元 (+58.6% YOY)，占比 70%。线下实现营收 11.2 亿元 (-23.1% YOY)，占比 30%。

□ 盈利预测及估值

公司从产品驱动、品牌建设、组织变革三大维度为业绩增长保驾护航，启动“6 * N”战略打造多品牌格局。预计 2021-2023 年公司 EPS 为 3、3.76、4.58 元/股，同比增长 27%、25%、22%，对应 PE 为 64 倍、51 倍和 42 倍，维持增持评级。

□ **风险提示** 行业增速不达预期；下游品牌竞争激烈、公司竞争压力加大等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3752	4665	5745	6953
(+/-)	20.13%	24.32%	23.16%	21.02%
净利润	476	604	756	920
(+/-)	21.22%	26.86%	25.16%	21.74%
每股收益 (元)	2.37	3.00	3.76	4.58
P/E	82	64	51	42

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 193.40

单季度业绩

元/股

3Q/2020

0.51

2Q/2020

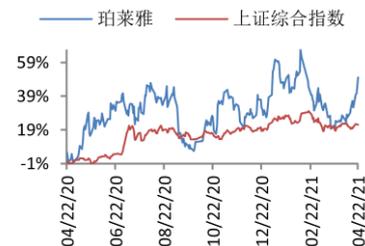
0.48

1Q/2020

0.38

4Q/2019

0.66



公司简介

相关报告

- 1 《珀莱雅(603605)2020 年三季报点评：Q3 增长环比提速，彩妆和精华表现亮眼》 2020.10.28
- 2 《珀莱雅(603605)2020 年半年报点评：电商渠道引领增长，Q2 增速环比改善》 2020.08.26
- 3 《珀莱雅(603605)2020 年一季报点评：单品爆发+品牌外延，短期承压不改长期向好》 2020.04.29
- 4 《国货转型典范，美妆龙头业绩新高——珀莱雅 2019 年年报点评报告》 2020.04.02

报告撰写人：余剑秋

联系人：汤秀洁

1、业绩概览：2020 年收入同比+20%，归母净利润+21%

20 年收入同比增长 20%，归母净利润同比增长 21%。1) 收入：2020 年公司实现收入 37.5 亿元 (+20% YoY)，主要系线上渠道营收增长带动。2) 净利润：归母净利润 4.8 亿元 (+21% YoY)，净利润增幅略高于收入增幅；3) 扣非：扣非归母净利润 4.7 亿元 (+22% YoY)，非经常性损益主要包括非流动资产处置损益、政府补助和投资收益。

21 年 Q1 单季度收入同比大幅增长 49%，归母净利润同比增长 41%。1) 收入：Q1 单季度实现营收 9.1 亿元 (+48.9% YoY)，主要系线上渠道销售高速增长。2) 净利润：归母净利润 1.1 亿元 (+41.4% YoY)。3) 扣非：扣非归母净利润 1.1 亿元 (+29.1% YoY)，去年同期非经常性损益主要是抗疫捐赠 1226 万元。

向全体股东每 10 股派发现金红利 7.2 元 (含税)，合计派发现金股利 1.4 亿元，占归母净利润的 30%，不以公积金转增股本，不送红股。

2、盈利能力：毛利率同口径同比增长，净利率相对稳定

20 年毛利率同口径增加，净利率保持稳定。1) 毛利率稳中有升。2020 年毛利率 63.6% (同比-0.4pcts)，因执行新收入准则，本期运费 1.18 亿元在主营业务成本列示，2020 年不含运费的可比口径销售毛利率为 66.7%，较去年同比+2.7pcts。2) 费用率与去年同期基本持平。2020 年销售费用率 39.9% (同比+0.7pcts)，其中形象宣传推广费率 32.7% (同比+5.8pcts)，主要系线上营收占比增大，公司形象宣传和品牌推广投入增多，管理费用率 5.4% (同比-0.8pcts)，研发费用率 1.9% (同比-0.5pcts)。综合来看，2020 年期间费用率 46.9%，去年同期为 47.5%，降低 0.6 个百分点。3) 净利率略有提升。2020 年净利率 12.0% (同比+0.3pcts)。

20 年应收账款和存货周转率略有下降。2020 年应收账款周转率为 15.5 次 (同比-6.2 次)，周转天数为 23.2 天 (同比+6.6 天)，主要系①线上平台业务(如京东和唯品会)应收账款的增长比率超过营业收入增长比率；②为稳定线下销售，给予经销商较大力度的信用支持，应收账款余额增加；③新增品牌业务的影响。2020 年存货周转率为 3.5 次 (同比-0.6 次)，周转天数为 102.9 天 (同比+15.5 天)，主要系四季度直播业务备货过多所致。

21Q1 毛利率和费用率均有所上升。1) 毛利率提高。毛利率 64.4% (同比+4.5pcts)。2) 费用率同比增加幅度较大。销售费用率 41.7% (同比+9.3pcts)，主要系形象宣传推广费同比增加 140%，管理费用率 5.8% (同比-1.6pcts)，研发费用率 2% (同比-0.7pcts)。综合来看期间费用率 49.6%，去年同期为 42.3%，升高 7.3 个百分点。3) 净利率 11.8%，同比下降 0.8 个百分点。

3、收入拆分：主品牌珀莱雅增长稳健，新锐品牌彩棠收入已过亿

主品牌珀莱雅增长稳健，彩妆品类实现高增长。分品牌看，1) 自有品牌贡献营收 35.4 亿元 (+19.1% YOY)，占总收入 94%。其中珀莱雅品牌为 29.9 亿元 (+12.4% YOY)，其他品牌为 5.6 亿元 (+75.1% YOY)；2) 跨境代理品牌贡献营收 2.1 亿元 (+44.1% YOY)，占总收入 6%。分品类看，1) 护肤类 (含洁肤) 贡献营收 32.4 亿元 (+11.4% YOY)，占比 86.5%，毛利率 64.8% (同比+0.1pcts)；2) 美容彩妆类贡献营收 4.7 亿元 (+181.9% YOY)，占比 12.4%，毛利率 57.5% (同比-4.3pcts)，主要系“彩棠”实现营收 1.21 亿元。

线上渠道表现亮眼，线下渠道受疫情影响同比下滑。1) 2020 年线上实现营收 26.2 亿元 (+58.6% YOY)，占比 70%。其中直营收入为 15.9 亿元 (+79.6% YOY)，占线上收入 61%；分销收入为 10.3 亿元 (+34.4% YOY)，占线上收入 39%。直营以天猫、京东等平台为主，同时拓展抖音小店等新兴平台，分销包括淘宝、京东、唯品会、拼多多等平台。2) 线下实现营收 11.2 亿元 (-23.1% YOY)，占比 30%，包括化妆品专营店、商超、单品

牌店等。其中日化收入为 8.5 亿元 (-19.3% YOY)，占线下收入 75%；其他渠道收入为 2.8 亿元 (-32.8% YOY)。

4、产品驱动+品牌建设+组织变革为业绩持续增长保驾护航

由渠道驱动策略快速升级为产品驱动策略。推行产品数字化管理，从消费者市场洞察、产品开发到产品上市，进行全生命周期数字化管理。推行大单品策略，打造具备品牌心智、代表性的明星单品，从而提升客单价和复购率，增强品牌粘性。如打造了红宝石精华、双抗精华、双抗小夜灯眼霜、彩棠修容盘等大单品。

品牌持续升级，加大营销与消费者深度互动。公司不断增强品牌的科技感和年轻感，从物质到精神都与年轻一代消费者紧密绑定。营销事件上，1月#不务正业青年#；3月#年轻不慌#+孙俪官宣；4月蔡徐坤官宣；5月#趁年轻，为爱去冒险#；6月珀莱雅*奈雪，#趁年轻追回你的梦#；7月小夜灯*天猫小黑盒；9月 PROYA*年轻艺术家姜悦音；10月 PROYA*东海音乐节；11月 TIMELAB 发布会+PROYA*卜柯文以及#趁年轻就要就要等。

组织层面打造数字化中台，人才层面推进与业务匹配的人才供应链机制，机制层面倡导“三高”绩效文化。1) 组织：产品中台深化大单品、爆品策略；投放中台精准提升 ROI 策略。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。2) 人才：精准选人，快速识人，高效用人，逐步搭建一支拥有强大的战斗力、学习力、自驱力，并有创业激情的年轻化团队。3) 机制：倡导“高投入、高绩效、高回报”的“三高”绩效文化，建立“定目标、盯过程、拿结果”的绩效管理体系；围绕业务战略，全力构建短(季度绩效、项目激励)、中(年度超额分红)、长期(股权激励、合伙人)的多元化业务激励体系。

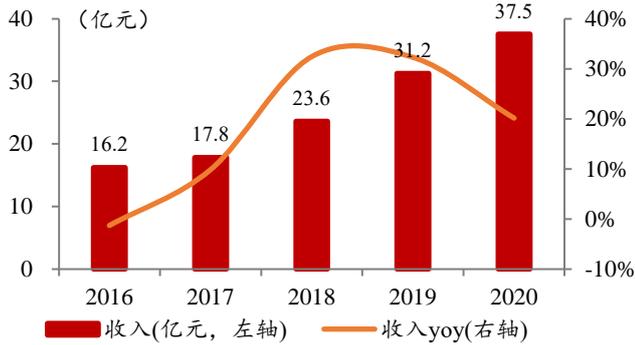
5、盈利预测及估值

公司从产品驱动、品牌建设、组织变革三大维度为业绩增长保驾护航，启动“6 * N”战略打造多品牌格局。预计 2021-2023 年公司 EPS 为 3.376、4.58 元/股，同比增长 27%、25%、22%，对应 PE 为 64 倍、51 倍和 42 倍，维持增持评级。

6、风险提示

1) 化妆品行业增速不达预期；2) 渠道转型的风险，线上流量及营销方式迭代过快；3) 高端外资品牌及本土新锐品牌带来的竞争加剧等；4) 打造明星单品进展未达预期；5) 其他风险等。

图 1: 2020 年公司收入 37.5 亿元, 同比+20%



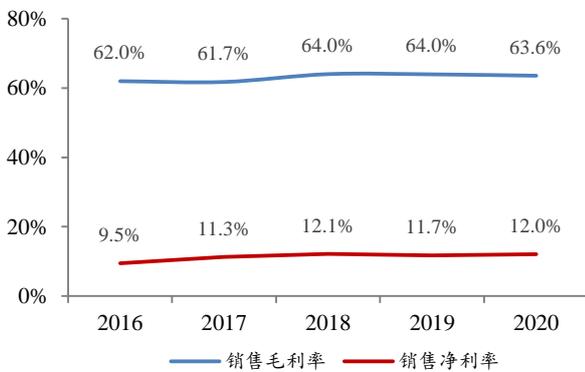
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 2020 年公司归母净利润 4.8 亿元, 同比+21%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

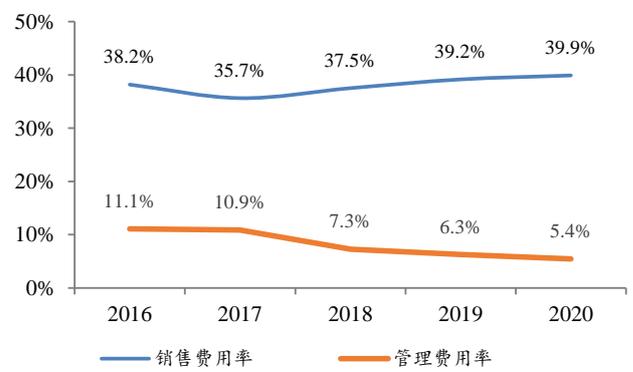
图 3: 2020 年公司毛利率 63.6%, 净利率 12%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

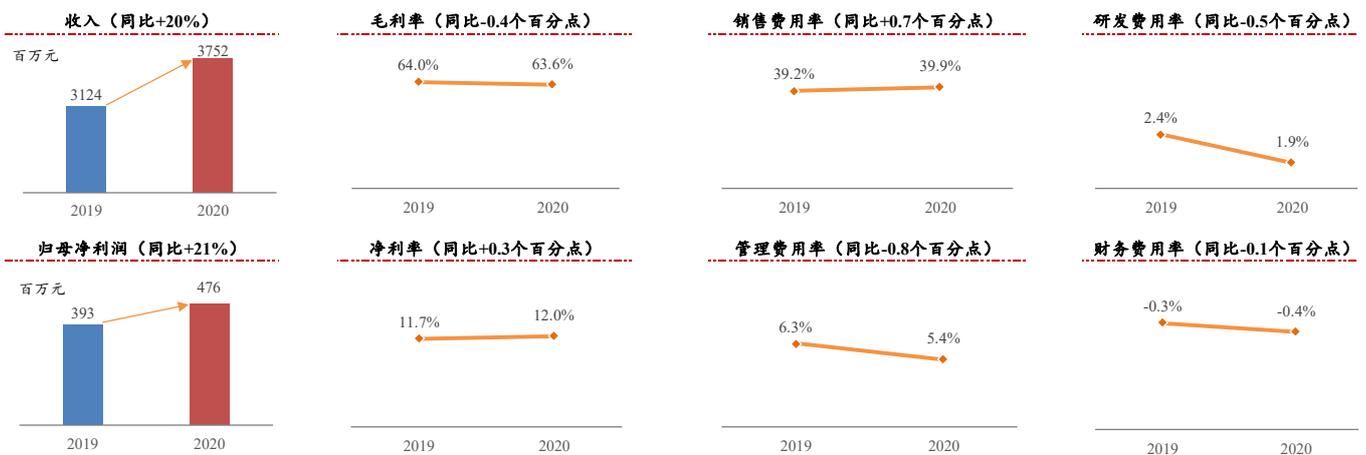
注: 因执行新收入准则, 2020 年毛利率口径与之前不一致

图 4: 2020 年公司销售费用率 39.9%, 管理费用率 5.4%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 公司 2020 年主要业绩指标一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2342	3332	4128	5259	营业收入	3752	4665	5745	6953
现金	1417	2361	2822	3630	营业成本	1368	1691	2065	2479
交易性金融资产	0	24	32	19	营业税金及附加	33	44	52	63
应收账款	285	318	465	607	营业费用	1497	1924	2384	2892
其它应收款	49	31	47	65	管理费用	204	268	336	413
预付账款	83	72	104	127	研发费用	72	101	117	146
存货	469	505	633	783	财务费用	(14)	(16)	(29)	(38)
其他	41	21	25	29	资产减值损失	(28)	(38)	(45)	(55)
非流动资产	1294	1154	1182	1200	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	2	1	2	2
长期投资	58	27	33	39	其他经营收益	13	11	11	12
固定资产	566	637	659	680	营业利润	555	703	877	1066
无形资产	315	293	272	248	营业外收支	(7)	(8)	(8)	(8)
在建工程	47	26	29	39	利润总额	548	695	869	1058
其他	308	171	189	194	所得税	96	122	152	185
资产总计	3637	4485	5310	6460	净利润	452	573	717	873
流动负债	1129	1384	1494	1772	少数股东损益	(24)	(31)	(39)	(47)
短期借款	299	218	215	244	归属母公司净利润	476	604	756	920
应付款项	580	709	819	1025	EBITDA	629	758	927	1112
预收账款	0	73	55	58	EPS (最新摊薄)	2.37	3.00	3.76	4.58
其他	250	384	404	444	主要财务比率				
非流动负债	26	34	32	30		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	26	34	32	30	营业收入	20.13%	24.32%	23.16%	21.02%
负债合计	1155	1418	1525	1802	营业利润	20.25%	26.57%	24.85%	21.56%
少数股东权益	90	59	21	(27)	归属母公司净利润	21.22%	26.86%	25.16%	21.74%
归属母公司股东权益	2392	3008	3764	4684	获利能力				
负债和股东权益	3637	4485	5310	6460	毛利率	63.55%	63.75%	64.05%	64.35%
					净利率	12.04%	12.28%	12.48%	12.55%
					ROE	20.91%	21.76%	22.06%	21.80%
					ROIC	16.59%	17.15%	17.26%	17.00%
					偿债能力				
					资产负债率	31.76%	31.61%	28.73%	27.90%
					净负债比率	25.91%	18.18%	16.86%	15.06%
					流动比率	2.07	2.41	2.76	2.97
					速动比率	1.66	2.04	2.34	2.53
					营运能力				
					总资产周转率	1.13	1.15	1.17	1.18
					应收帐款周转率	15.53	16.65	17.53	16.43
					应付帐款周转率	3.17	2.95	3.03	3.02
					每股指标(元)				
					每股收益	2.37	3.00	3.76	4.58
					每股经营现金	1.65	5.02	2.76	4.21
					每股净资产	11.89	14.96	18.71	23.29
					估值比率				
					P/E	81.71	64.41	51.46	42.27
					P/B	16.26	12.93	10.33	8.30
					EV/EBITDA	55.27	48.60	39.17	31.92

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>