

# 大单品策略成效显著，多品牌多品类抢占市场

增持(维持)

——珀莱雅(603605)2020年报及2021一季报点评

2021年04月25日

## 报告关键要素:

公司发布2020年报及2021年一季报，2020年，公司实现营收37.5亿元，同比+20.1%；实现归母净利润4.8亿元，同比+21.2%。2021年Q1实现营收9.1亿元，同比+48.9%；实现归母净利润1.1亿元，同比+41.4%。公司拟每10股派息7.2元，现金分红1.4亿元，占2020年归母净利润的30.4%。

## 投资要点:

**业务逐季恢复向好，大单品策略拉动同口径毛利率提升:** 2020年，公司实现营收37.5亿元(同比+20.1%)，归母净利润4.8亿元(同比+21.2%)，其中，Q1-Q4的收入与利润均在逐季向好。由于2020年执行新收入准则，将运费在主营成本中列式，因而使得毛利率有所下滑，按照含运费的可比口径计算，2020年毛利率为66.7%，较2019年提升2.7个pct，主要得益于大单品策略的拉动。2020年由于公司加大了宣传推广力度，销售费用率提升至39.9%，而管理费用与研发费用则趋于稳定，最终公司的净利率维持在12%。未来公司会坚持大单品战略，树立品牌形象的同时提升客单价和复购率；另外，新品牌、新品类的打造需要投入更多的费用，销售费用率有可能进一步提升，但在毛利率亦提升的情况之下，净利率有望维持较为稳定的水平。

**线上继续高增，其中直营表现突出，线下受疫情影响较大:** 2020年线上实现收入26.2亿元(同比+58.6%)，实现亮眼增长，占比提升16.9个pct至70.0%，其中直营收入同比+79.6%，分销收入同比+34.4%。线下实现收入11.2亿元(同比-23.1%)，其中日化渠道同比-19.3%，其他渠道同比-32.8%。公司近期从杭州银泰开始对珀莱雅网点进行改造，进一步升级珀莱雅的品牌形象，未来百货商场渠道有望实现一定的增长。

**主品牌占比下滑，新锐品牌高速增长，6\*N战略打造多个品牌抢占市场:** 2020年，公司自有品牌贡献收入35.4亿元(同比+19.1%)，其中主品牌珀莱雅收入29.9亿元(同比+12.4%)，占比为84.32%，较2019年有所下滑；其他品牌收入5.6亿元(同比+75.1%)，其中，新锐品牌彩棠营收1.2亿元；跨境代理品牌收入2.1亿元(同比+44.1%)。公司未来

## 基础数据

总股本(百万股)	201.12
流通A股(百万股)	200.66
收盘价(元)	178.20
总市值(亿元)	358.39
流通A股市值(亿元)	357.58

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

**分析师:** 陈雯  
执业证书编号: S0270519060001  
电话: 18665372087  
邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

**研究助理:** 李滢  
电话: 15521202580  
邮箱: liying1@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3752.39	4541.87	5501.69	6703.50
增长比率(%)	20	21	21	22
净利润(百万元)	476.01	583.60	705.86	856.26
增长比率(%)	21	23	21	21
每股收益(元)	2.37	2.90	3.51	4.26
市盈率(倍)	75.29	61.41	50.77	41.86
市净率(倍)	14.99	12.77	10.84	9.15

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

将重点发展 6\*N 战略，打造多个品牌，在升级扩充主品牌珀莱雅的同时，发展潜力品牌彩棠、悦芙媿，以及推出中高端功效性护肤品牌 CORRECTORS，多维度抢占化妆品消费市场。

**盈利预测与投资建议：**公司是国货化妆品领军企业，在 2020 年推出大单品战略，在升级品牌形象的同时成功拉动了毛利率的提升。另外，公司还推出中高端品牌抢占功能性护肤市场，多品牌与多品类对标美妆大集团。我们预计，公司 2021-2023 年的归母净利润增速分别为 23%/21%/21%，对应 PE 分别 61/51/42 倍，维持“增持”评级。

**风险因素：**品牌孵化不及预期风险、市场竞争加剧风险。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3752</b>	<b>4542</b>	<b>5502</b>	<b>6703</b>
%同比增速	20%	21%	21%	22%
营业成本	1368	1581	1851	2165
毛利	2385	2961	3651	4538
%营业收入	64%	65%	66%	68%
税金及附加	33	40	48	59
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1497	1817	2256	2815
%营业收入	40%	40%	41%	42%
管理费用	204	268	330	409
%营业收入	5%	6%	6%	6%
研发费用	72	109	143	194
%营业收入	2%	2%	3%	3%
财务费用	-14	20	34	48
%营业收入	0%	0%	1%	1%
资产减值损失	-28	-30	-31	-33
信用减值损失	-24	-18	-15	-15
其他收益	13	14	19	22
投资收益	2	3	3	4
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>555</b>	<b>676</b>	<b>815</b>	<b>990</b>
%营业收入	15%	15%	15%	15%
营业外收支	-7	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>548</b>	<b>675</b>	<b>814</b>	<b>989</b>
%营业收入	15%	15%	15%	15%
所得税费用	96	126	147	181
净利润	452	549	667	807
%营业收入	12%	12%	12%	12%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>476</b>	<b>584</b>	<b>706</b>	<b>856</b>
%同比增速	21%	23%	21%	21%
少数股东损益	-24	-35	-39	-49
EPS (元/股)	2.37	2.90	3.51	4.26

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2.37	2.90	3.51	4.26
BVPS	11.89	13.96	16.44	19.47
PE	75.29	61.41	50.77	41.86
PEG	3.54	2.72	2.42	1.96
PB	14.99	12.77	10.84	9.15
EV/EBITDA	52.06	43.82	36.29	29.78
ROE	20%	21%	21%	22%
ROIC	17%	19%	20%	21%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1417	1741	2061	2554
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	285	317	401	478
存货	469	491	605	690
预付款项	83	85	106	120
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	90	106	153	189
流动资产合计	2342	2741	3325	4031
长期股权投资	58	63	68	73
固定资产	566	587	611	631
在建工程	47	57	67	77
无形资产	315	301	285	267
商誉	31	46	61	76
递延所得税资产	47	47	47	47
其他非流动资产	231	247	263	279
<b>资产总计</b>	<b>3637</b>	<b>4089</b>	<b>4726</b>	<b>5481</b>
短期借款	299	250	250	250
应付票据及应付账款	580	609	749	855
预收账款	0	30	18	33
合同负债	31	18	31	30
应付职工薪酬	71	88	99	118
应交税费	71	95	110	137
其他流动负债	376	361	370	398
流动负债合计	1129	1201	1377	1572
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	7	7	7	7
其他非流动负债	19	19	19	19
<b>负债合计</b>	<b>1155</b>	<b>1226</b>	<b>1403</b>	<b>1598</b>
归属于母公司的所有者权益	2392	2807	3307	3916
少数股东权益	90	56	17	-32
<b>股东权益</b>	<b>2482</b>	<b>2862</b>	<b>3324</b>	<b>3883</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>3637</b>	<b>4089</b>	<b>4726</b>	<b>5481</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>332</b>	<b>663</b>	<b>652</b>	<b>863</b>
投资	131	-13	-13	-13
资本性支出	-184	-77	-82	-77
其他	67	-7	-7	-6
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>15</b>	<b>-97</b>	<b>-102</b>	<b>-96</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2	0	0	0
银行贷款增加(减少)	299	-49	0	0
筹资成本	-128	-187	-226	-271
其他	-217	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-43</b>	<b>-236</b>	<b>-226</b>	<b>-271</b>
<b>现金净流量</b>	<b>303</b>	<b>325</b>	<b>320</b>	<b>493</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场