

珀莱雅 (603605)

证券研究报告

2021年04月28日

多平台并行助力线上高增，6*N 战略孵化品牌矩阵

公司公告，2020 年营收 37.52 亿元，同比增长 20.13%，归母净利 4.76 亿元，同比增长 21.22%，扣非后归母净利 4.7 亿元，同比增长 21.69%；21Q1 营收 9.05 亿元，同比增长 48.88%，归母净利 1.1 亿元，同比增长 41.38%，扣非后归母净利 1.08 亿元，同比增长 29.05%。

分季度看：20Q1-21Q1 分别实现营收 6.08/7.76/9.07/14.61/9.05 亿元，分别同比-5.25%/13.16%/20.53%/40.05%/48.88%，营收同比增速逐季高增。公司 20Q1-21Q1 归母净利分别为 0.78/1.01/1.06/1.91/1.1 亿元，同比-14.72%/22.85%/59.43%/25.12%/41.38%。20 年净利率 12.04%，同比上升 0.31Pcts，21Q1 净利率 11.8%，同比下降 0.82pcts。

分渠道：公司电商占比持续高增长，占营收主导。2020 年线上渠道营收 26.24 亿元，同比增长 58.59%，占比 70.01%（2018 年 43.57%，2019 年 53.09%）逐年大幅提升，其中直营营收 15.91 亿元，线上占比 60.63%，分销营收 10.33 亿元。2020 年线下渠道营收 11.24 亿元，占比 29.99%，同比降低 23.12%。

分品牌：自有品牌中，2020 年珀莱雅品牌营收 29.86 亿元，同比增长 12.43%，占比 84.32%略有下降；其他品牌营收 5.55 亿元，占比 15.68%，同比增长 75.08%；跨境代理品牌同增 44.09%。从品牌占比看，其他品牌以及跨境代理品牌收入呈现高速增长，占比均有所提升，品牌逐渐发生结构性变化。

成本端：2020 年公司毛利率 63.55%，同比下降 0.41Pcts，主要系因执行新收入准则本期运费 1.18 亿元列示主营业务成本列示所致，剔除此影响毛利率 66.7%；2021Q1 毛利率 64.41%，同比增加 4.5pcts，未来将从产品力和品牌力维度发力持续提升毛利率。

费用端：2020 年公司期间费用率（含研发费用）46.9%，同降 0.59pcts；其中销售费用率 39.9%，同增 0.74pcts，主要系本报告期内公司形象宣传和品牌推广投入增加；管理费用率 5.4%，同降 0.81pcts；财务费用率-0.4%，同降 0.06pcts。2021Q1 公司期间费用率（含研发费用）49.6%，同增 7.33pcts；其中销售费用率 41.72%，同增 9.3pcts；管理费用率 5.78%，同降 1.62pcts；财务费用率 0.18%，同增 0.32pcts。

看未来，公司将持续加强品牌建设，提升产品策略，通过“6*N”战略赋能孵化品牌矩阵。线上渠道加强精细化运营提升投放效率，紧抓抖音等新兴渠道机会。致力于成为世界一流的美妆企业，构建新国货化妆品产业平台，预计 2021/2022 年净利润 6.1 亿/7.6 亿，维持“买入”评级。

风险提示：新品拓展不及预期、新品牌孵化风险、新冠肺炎疫情不确定性

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,123.52	3,752.39	4,569.21	5,734.65	7,110.96
增长率(%)	32.28	20.13	21.77	25.51	24.00
EBITDA(百万元)	630.34	737.47	730.45	951.24	1,132.65
净利润(百万元)	392.68	476.01	611.18	760.78	914.00
增长率(%)	36.73	21.22	28.40	24.48	20.14
EPS(元/股)	1.95	2.37	3.04	3.78	4.54
市盈率(P/E)	91.27	75.29	58.64	47.11	39.21
市净率(P/B)	17.66	14.99	12.39	10.17	8.28
市销率(P/S)	11.47	9.55	7.84	6.25	5.04
EV/EBITDA	26.20	46.77	45.63	34.88	28.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	179.99 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	201.12
流通 A 股股本(百万股)	200.66
A 股总市值(百万元)	36,199.04
流通 A 股市值(百万元)	36,117.29
每股净资产(元)	12.46
资产负债率(%)	25.37
一年内最高/最低(元)	217.46/127.11

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《珀莱雅-半年报点评:电商高增带动 Q2 业绩+23%yoy，多品牌多品类矩阵渐成》 2020-09-04
- 2 《珀莱雅-季报点评:新品精华减缓疫情影响，多品牌&品类矩阵发力》 2020-04-23
- 3 《珀莱雅-年报点评报告:电商持续高增，美妆龙头多品牌多品类矩阵渐成》 2020-04-02

1. 事件

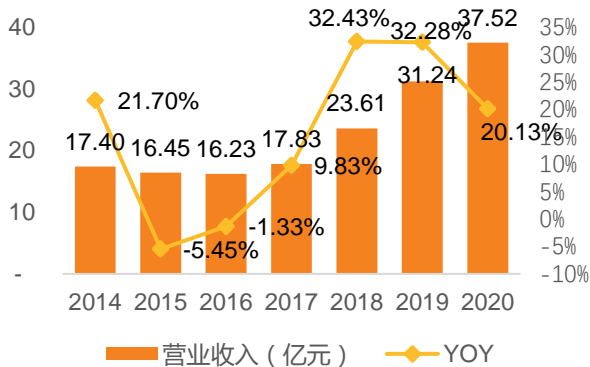
公司公告，2020 年营收 37.52 亿元，同比增长 20.13%，归母净利 4.76 亿元，同比增长 21.22%，扣非后归母净利 4.7 亿元，同比增长 21.69%；21Q1 营收 9.05 亿元，同比增长 48.88%，归母净利 1.1 亿元，同比增长 41.38%，扣非后归母净利 1.08 亿元，同比增长 29.05%。

2. 点评

2.1. 营收端：21Q1 同比增长 48.88%，营收同比增速逐季高增

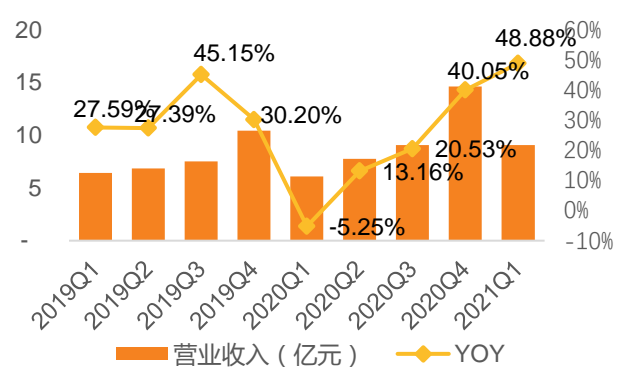
分季度看：20Q1-21Q1 分别实现营收 6.08/7.76/9.07/14.61/9.05 亿元，分别同比 -5.25%/13.16%/20.53%/40.05%/48.88%，营收同比增速逐季高增。公司 20Q1-21Q1 归母净利分别为 0.78/1.01/1.06/1.91/1.1 亿元，同比-14.72%/22.85%/59.43%/25.12%/41.38%。20 年净利率 12.04%，同比下降 0.31Pcts，21Q1 净利率 11.8%，同比下降 0.82pcts。公司基于产品驱动策略进行全生命周期数字化管理，大单品策略获得市场高度认可，重点打造数字化中台和精准提升 ROI 策略，打造端到端、高效自驱的流程型组织，持续提高盈利能力。

图 1：公司 2020 年营业收入同比增长 20.13%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

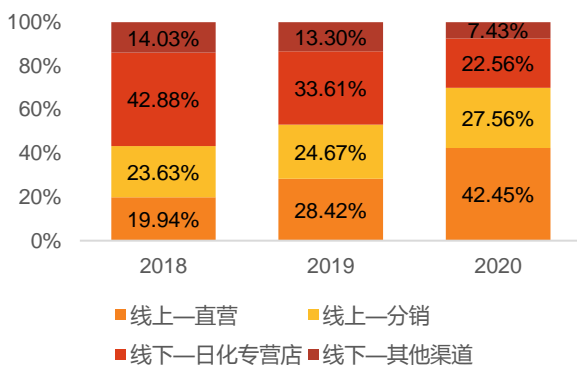
图 2：公司分季度营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

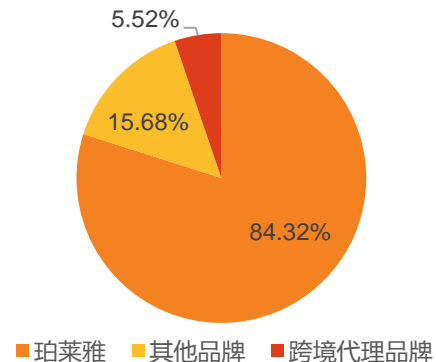
分渠道：公司电商占比持续高增长，占营收主导。2020 年线上渠道营收 26.24 亿元，同比增长 58.59%，占比 70.01%（2018 年 43.57%，2019 年 53.09%）逐年大幅提升，其中直营营收 15.91 亿元，线上占比 60.63%，分销营收 10.33 亿元。2020 年线下渠道营收 11.24 亿元，占比 29.99%，同比降低 23.12%。

图 3：公司收入分渠道占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2020 年分品牌收入占比



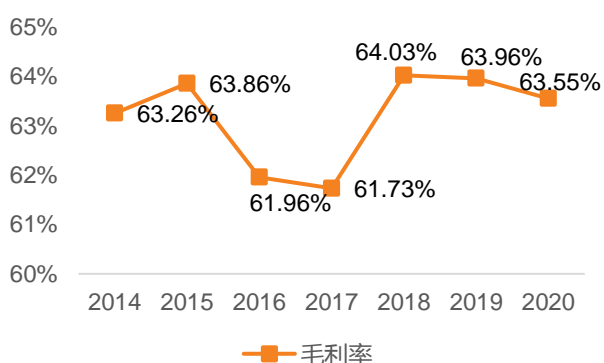
资料来源：公司公告，天风证券研究所

分品牌：其他品牌发力增速亮眼，品牌结构逐渐改变。自有品牌中，2020 年珀莱雅品牌营收 29.86 亿元，同比增长 12.43%，占比 84.32%略有下降；其他品牌营收 5.55 亿元，占比 15.68%，同比增长 75.08%；跨境代理品牌同增 44.09%。从品牌占比看，其他品牌以及跨境代理品牌收入呈现高速增长，占比均有所提升，品牌逐渐发生结构性变化。

2.2. 成本端：20 年毛利率 63.55%略有下降，主要系因执行新收入准则

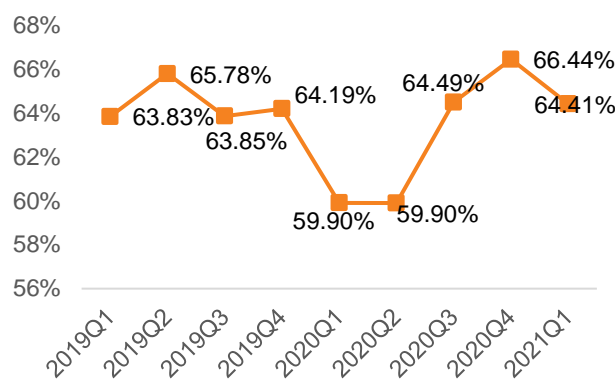
2020 年公司毛利率 63.55%，同比下降 0.41Pcts，主要系因执行新收入准则本期运费 1.18 亿元列示主营业务成本列示所致，剔除此影响毛利率 66.7%；2021Q1 毛利率 64.41%，同比增加 4.5pcts。

图 5：公司 2020 年综合毛利率达 63.55%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司分季度毛利率变动趋势

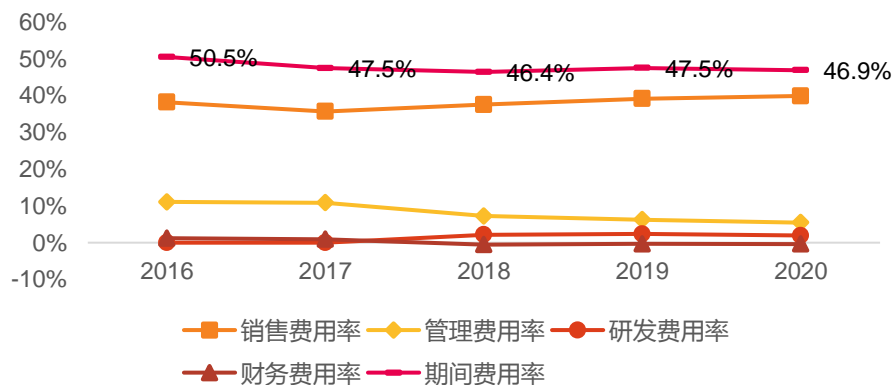


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 费用端：20 年期间费用率 46.9%，形象宣传和品牌推广投入增加

2020 年公司期间费用率（含研发费用）46.9%，同降 0.59pcts；其中销售费用率 39.9%，同增 0.74pcts，主要系本报告期内公司形象宣传和品牌推广投入增加，公司推行大单品策略，围绕定位全年持续统一输出品牌内容深度绑定消费者破圈；管理费用率 5.4%，同降 0.81pcts；财务费用率-0.4%，同降 0.06pcts。2021Q1 公司期间费用率（含研发费用）49.6%，同增 7.33pcts；其中销售费用率 41.72%，同增 9.3pcts；管理费用率 5.78%，同降 1.62pcts；财务费用率 0.18%，同增 0.32pcts。

图 7：公司 2020 期间费用率 46.9%，同比降 0.59pct

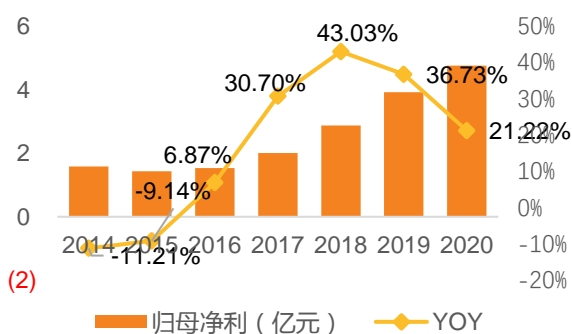


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 利润端：21Q1 归母净利同增 41.38%实现高增

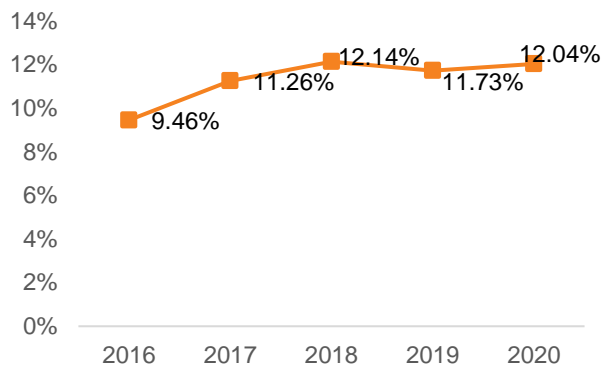
2020 年归母净利润 4.76 亿元，同比增加 21.22%。公司 20Q1-21Q1 归母净利分别为 0.78/1.01/1.06/1.91/1.1 亿元，同比-14.72%/22.85%/59.43%/25.12%/41.38%。20 年净利率 12.04%，同比上升 0.31Pcts，21Q1 净利率 11.8%，同比下降 0.82pcts。

图 8：公司 2020 归母净利润同比增长 21.22%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司 2020 净利率 12.04%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 现金流：经营性现金流量 yoy+40.51%，期末存货 yoy+49.42%

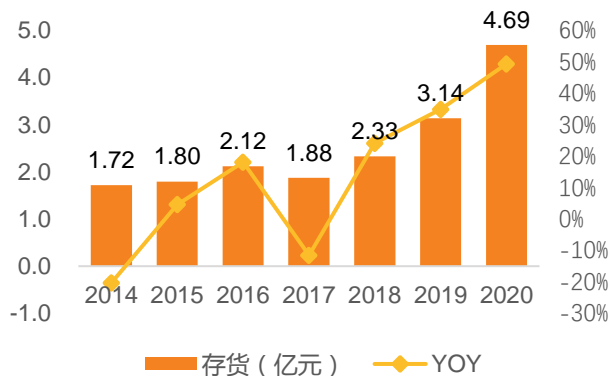
2020 年公司经营活动产生的现金流量净额 3.32 亿元，同比增加 40.51%，主要系：1) 销售回款同比增加 7.28 亿元增加现金，2) 支付的贷款同比增加 1.71 亿元，其他经营活动支付的现金增加 4.84 亿元。从存货来看，本期末存货 4.69 亿元，同比增 49.42%，主要系：1) 四季度直播业务备货过多，2) 本期新增合并范围子公司的期末存货增加。

图 10：2020 经营活动产生的现金流量净额 3.32 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2020 期末存货 4.69 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议与盈利预测

看未来，公司将持续加强品牌建设，提升产品策略，通过“6*N”战略赋能孵化品牌矩阵。线上渠道加强精细化运营提升投放效率，紧抓抖音等新兴渠道机会，致力于成为世界一流的美妆企业，构建新国货化妆品产业平台，预计 2021/2022 年净利润 6.1 亿/7.6 亿，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,246.90	1,416.65	2,554.00	2,705.02	4,001.56
应收票据及应收账款	198.41	284.88	147.86	141.00	217.18
预付账款	53.31	82.74	35.03	133.29	87.10
存货	313.65	468.64	470.53	697.66	731.93
其他	100.59	89.50	53.32	93.80	90.05
流动资产合计	1,912.87	2,342.42	3,260.74	3,770.78	5,127.83
长期股权投资	14.73	58.22	58.22	58.22	58.22
固定资产	550.33	565.86	579.13	604.34	623.71
在建工程	31.89	47.32	64.39	86.64	81.98
无形资产	328.56	314.64	299.99	285.33	270.67
其他	140.98	308.41	191.06	195.05	211.31
非流动资产合计	1,066.50	1,294.46	1,192.79	1,229.57	1,245.89
资产总计	2,979.37	3,636.88	4,453.53	5,000.35	6,373.72
短期借款	129.05	299.28	80.00	85.00	88.00
应付票据及应付账款	389.15	580.41	752.12	847.98	1,137.47
其他	356.13	249.77	598.01	403.25	650.50
流动负债合计	874.33	1,129.46	1,430.14	1,336.23	1,875.97
长期借款	0.00	0.00	30.00	25.00	40.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.98	25.56	34.16	31.57	30.43
非流动负债合计	34.98	25.56	64.16	56.57	70.43
负债合计	909.31	1,155.02	1,494.30	1,392.80	1,946.40
少数股东权益	40.37	90.33	66.60	81.86	100.10
股本	201.27	201.12	201.12	201.12	201.12
资本公积	835.35	837.03	837.03	837.03	837.03
留存收益	1,844.40	2,203.34	2,691.52	3,324.57	4,126.10
其他	(851.34)	(849.96)	(837.03)	(837.03)	(837.03)
股东权益合计	2,070.06	2,481.86	2,959.23	3,607.55	4,427.32
负债和股东权益总计	2,979.37	3,636.88	4,453.53	5,000.35	6,373.72

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	366.37	451.61	611.18	760.78	914.00
折旧摊销	75.17	87.79	44.32	47.21	49.94
财务费用	8.54	9.19	(22.14)	(36.23)	(47.12)
投资损失	(2.12)	(1.77)	(8.00)	(4.50)	(4.00)
营运资金变动	(331.61)	(384.66)	835.02	(449.17)	458.58
其它	119.62	169.39	(14.98)	32.68	3.89
经营活动现金流	235.96	331.55	1,445.41	350.77	1,375.29
资本支出	14.25	157.92	51.40	82.59	51.14
长期投资	7.53	43.49	0.00	0.00	0.00
其他	(76.38)	(186.87)	(123.40)	(192.39)	(67.60)
投资活动现金流	(54.60)	14.53	(72.00)	(109.80)	(16.47)
债权融资	214.31	299.28	149.92	151.73	155.22
股权融资	38.74	18.19	35.06	36.23	47.12
其他	(462.31)	(360.86)	(421.04)	(277.91)	(264.61)
筹资活动现金流	(209.26)	(43.38)	(236.06)	(89.95)	(62.28)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(27.89)	302.70	1,137.35	151.02	1,296.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,123.52	3,752.39	4,569.21	5,734.65	7,110.96
营业成本	1,125.57	1,367.56	1,814.96	2,225.19	2,754.70
营业税金及附加	27.84	32.95	40.12	50.35	62.43
营业费用	1,223.03	1,497.06	1,608.36	2,007.13	2,488.84
管理费用	195.26	204.28	342.69	424.36	519.10
研发费用	74.60	72.20	95.95	146.23	193.42
财务费用	(9.49)	(13.61)	(22.14)	(36.23)	(47.12)
资产减值损失	(27.14)	(28.23)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	10.00	17.15	(14.77)
投资净收益	2.12	1.77	8.00	4.50	4.00
其他	50.12	63.35	(36.00)	(43.30)	21.53
营业利润	461.61	555.07	708.26	940.26	1,129.83
营业外收入	0.78	1.54	3.00	2.00	2.00
营业外支出	6.14	9.04	0.50	1.00	1.00
利润总额	456.24	547.57	710.76	941.26	1,130.83
所得税	89.87	95.96	124.56	164.96	198.18
净利润	366.37	451.61	586.20	776.31	932.65
少数股东损益	(26.31)	(24.40)	(24.98)	15.53	18.65
归属于母公司净利润	392.68	476.01	611.18	760.78	914.00
每股收益(元)	1.95	2.37	3.04	3.78	4.54

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	32.28%	20.13%	21.77%	25.51%	24.00%
营业利润	18.97%	20.25%	27.60%	32.76%	20.16%
归属于母公司净利润	36.73%	21.22%	28.40%	24.48%	20.14%
获利能力					
毛利率	63.96%	63.55%	60.28%	61.20%	61.26%
净利率	12.57%	12.69%	13.38%	13.27%	12.85%
ROE	19.35%	19.90%	21.13%	21.58%	21.12%
ROIC	71.24%	54.13%	52.05%	193.60%	103.46%
偿债能力					
资产负债率	30.52%	31.76%	33.55%	27.85%	30.54%
净负债率	-49.88%	-45.02%	-81.24%	-70.78%	-86.88%
流动比率	2.19	2.07	2.28	2.82	2.73
速动比率	1.83	1.66	1.95	2.30	2.34
营运能力					
应收账款周转率	21.21	15.53	21.12	39.71	39.71
存货周转率	11.43	9.59	9.73	9.82	9.95
总资产周转率	1.07	1.13	1.13	1.21	1.25
每股指标(元)					
每股收益	1.95	2.37	3.04	3.78	4.54
每股经营现金流	1.17	1.65	7.19	1.74	6.84
每股净资产	10.09	11.89	14.38	17.53	21.52
估值比率					
市盈率	91.27	75.29	58.64	47.11	39.21
市净率	17.66	14.99	12.39	10.17	8.28
EV/EBITDA	26.20	46.77	45.63	34.88	28.16
EV/EBIT	28.42	50.69	48.58	36.70	29.46

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com