珀莱雅（603605）

管理层计划减持，不改基本面向好，极致大单品战略孕育新机

增持（维持）

2020 年 11 月 16 日

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,124	3,749	4,519	5,429
同比（%）	32.3%	20.0%	20.5%	20.1%
归母净利润（百万元）	393	476	600	753
同比（%）	36.7%	21.3%	25.9%	25.6%
每股收益（元/股）	1.95	2.37	2.98	3.74
P/E（倍）	90.96	75.03	59.58	47.45

事件：公司发布董事减持计划公告，董事兼总经理方玉友先生现共持有公司 24.29%股份。因自身资金需求，拟在 21 年 6 月 6 日前通过集中竞价或大宗交易的方式，减持其所持有的股份不超过 804.47 万股，占公司总股本的 4%，约占其持有公司股份的 16.47%。

投资要点

- **为投资家乡项目，总经理拟减持不超过 4%。**公司董事兼总经理方玉友先生现持有公司股份 4,885.8 万股，约占公司总股本的 24.29%。本次拟减持不超过 804.47 万股，占公司总股本的 4%。其中：（1）拟在 20 年 12 月 8 日起的 6 个月内，通过集中竞价减持不超过 402.23 万股（占总股本的 2%）；（2）拟在 20 年 12 月 1 日起的 6 个月内，通过大宗交易方式减持不超过 402.23 万股（占总股本的 2%）。若按减持上限考虑，减持后，方玉友先生仍将持有公司 20.29%股权，保持第二大股东。

  本次减持将主要用于偿还股权质押及家乡投资建设项目。目前方玉友先生共质押约 2,312 万股（占其持有股份的 47.32%），其中 20 年 10 月 16 日质押的 275 万股将于 21 年 1 月 15 日到期的，是最近到期的一笔质押。除偿还质押外，本次减持所得将主要用于家乡项目的投资建设。

- **电商渠道精细化运营，持续推行极致大单品战略，高基数下“双 11”实现稳健增长。**今年公司将电商团队划分为 3 个事业群，针对成熟品牌、新锐品牌及跨境品牌作精细化管理，打造产品中台，充分提升平台运营效率。同时，在极致大单品战略下，公司今年加快新品发布节奏，以精华类大单品为主，陆续推出红宝石精华、双抗精华、小夜灯眼霜等，并在流量明星蔡徐坤代言加持下表现出色。据解数咨询统计，今年天猫旗舰店共实现销售约 **2.95 亿元**，在去年爆款泡泡面膜的高基数压力下，依然**实现同比约 50%的增长**，大单品战略效果显现，将有望持续推动护肤品类量价上升。

- **盈利预测与投资评级：**本次减持主要是出于管理层个人的资金诉求，与经营基本面无关，不会造成重大影响。公司将依托平台化灵活组织体系，在行业高景气红利下，推动优质产品快速更新，精细运营巩固电商优势。短看彩妆及精华品类发力；长期布局多品牌及全链路外延矩阵，有望实现稳定成长。考虑到线下疫情修复仍需时间，我们谨慎预测公司 20-22 年营收分别为 37.5/ 45.2/ 54.3 亿元，归母净利润分别为 4.8/ 6.0/ 7.5 亿元，相应 EPS 分别为 2.37/ 2.98/ 3.74 元/股，当前股价对应动态 PE 为 75/ 60/ 47 倍，坚定看好公司发展前景，维持“增持”评级。

- **风险提示：**新冠疫情影响消费，行业竞争加剧，新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	177.60
一年最低/最高价	81.30/193.48
市净率(倍)	16.22
流通 A 股市值(百万元)	35585.62

基础数据

每股净资产(元)	10.95
资产负债率(%)	30.82
总股本(百万股)	201.12
流通 A 股(百万股)	200.37

相关研究

1、《珀莱雅（603605）：持续推进“爆品+极致大单品”战略，Q3 业绩环比持续提升超预期》2020-10-28

2、《珀莱雅（603605）：发布可转债预案，国货之光再迈步》2020-10-13

3、《珀莱雅（603605）：珀露莱服匠心运，今朝新颜雅妆成》2020-09-13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：收入分部预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	**3,123.52**	**3748.73**	**4518.57**	**5428.61**
yoy（%）	*32.3%*	*20.0%*	*20.5%*	*20.1%*
归属于母公司净利润(百万元)	**392.68**	**461.58**	**599.96**	**753.33**
yoy（%）	*36.7%*	*17.5%*	*30.0%*	*25.6%*
护肤类（百万元）	**2675.67**	**3176.70**	**3796.31**	**4528.35**
yoy（%）	*25.6%*	*18.7%*	*19.5%*	*19.3%*
单价（元/支）	24.85	26.10	26.75	27.50
yoy（%）	*-9.3%*	*5.0%*	*2.5%*	*2.8%*
产量（百万支）	107.26	122.50	142.83	164.90
yoy（%）	*24.9%*	*14.2%*	*16.6%*	*15.5%*
销量（百万支）	107.66	121.73	141.93	164.68
yoy（%）	*38.5%*	*13.1%*	*16.6%*	*16.0%*
洁肤类（百万元）	**235.17**	**261.07**	**315.83**	**383.63**
yoy（%）	*17.1%*	*11.0%*	*21.0%*	*21.5%*
单价（元/支）	19.57	20.16	20.36	20.77
yoy（%）	*15.5%*	*3.0%*	*1.0%*	*2.0%*
产量（百万支）	12.40	14.16	16.51	19.06
yoy（%）	*0.3%*	*14.2%*	*16.6%*	*15.5%*
销量（百万支）	12.02	12.95	15.51	18.47
yoy（%）	*1.4%*	*7.8%*	*19.8%*	*19.1%*
美容（彩妆）类（百万元）	**164.94**	**260.96**	**356.43**	**466.63**
yoy（%）	*482.4%*	*58.2%*	*36.6%*	*30.9%*
计算单价（元/支）	27.78	30.28	31.79	33.38
yoy（%）	*0.3%*	*9.0%*	*5.0%*	*5.0%*
产量（百万支）	6.60	9.02	11.73	14.63
yoy（%）	*868.1%*	*36.6%*	*30.1%*	*24.7%*
销量（百万支）	5.94	8.62	11.21	13.98
yoy（%）	*480.8%*	*45.2%*	*30.1%*	*24.7%*
其他类（百万元）	**40.67**	**50.00**	**50.00**	**50.00**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2019 年品类单价根据公司披露的经营数据，利用营收/销量计算得出。

表 2：核心业绩数据拆分

单位：百万元	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	2017	2018	2019
利润表拆分								
营业收入	752.31	1,043.42	608.19	776.13	906.75	1,783.03	2,361.25	3,123.52
yoy	*45.15%*	*30.20%*	*-5.25%*	*13.16%*	*20.53%*	*9.83%*	*32.43%*	*32.28%*
营业成本	297.52	373.64	243.86	311.26	321.99	682.28	849.44	1,125.57
毛利	**454.79**	**669.78**	**364.33**	**464.87**	**584.76**	**1,100.75**	**1,511.81**	**1,997.95**

yoy	*34.84%*	*27.13%*	*-11.08%*	*0.26%*	*28.58%*	*9.44%*	*37.34%*	*32.16%*
毛利率	*60.45%*	*64.19%*	*59.90%*	*59.90%*	*64.49%*	*61.73%*	*64.03%*	*63.96%*
研发费用	18.37	27.28	15.92	15.95	21.78	-	51.25	74.60
/总收入	*2.44%*	*2.61%*	*2.62%*	*2.06%*	*2.40%*	*-*	*2.17%*	*2.39%*
销售费用	297.03	402.79	197.19	260.22	361.20	635.86	886.03	1,223.03
/总收入	*39.48%*	*38.60%*	*32.42%*	*33.53%*	*39.83%*	*35.66%*	*37.52%*	*39.16%*
管理费用	52.94	53.08	45.02	55.16	40.46	193.88	171.53	195.26
/总收入	*7.04%*	*5.09%*	*7.40%*	*7.11%*	*4.46%*	*10.87%*	*7.26%*	*6.25%*
财务费用	-3.82	0.74	-0.89	-6.48	-1.95	16.43	-12.65	-9.49
/总收入	*-0.51%*	*0.07%*	*-0.15%*	*-0.83%*	*-0.22%*	*0.92%*	*-0.54%*	*-0.30%*
营业利润	**84.77**	**165.13**	**108.63**	**127.04**	**128.54**	**239.44**	**388.01**	**461.61**
yoy	*23.75%*	*3.03%*	*-8.82%*	*37.24%*	*51.63%*	*56.43%*	*62.05%*	*18.97%*
利润总额	**80.66**	**163.08**	**96.37**	**124.20**	**128.04**	**241.54**	**388.11**	**456.24**
yoy	*14.12%*	*3.00%*	*-18.99%*	*32.78%*	*58.74%*	*37.65%*	*60.68%*	*17.55%*
所得税	16.10	29.88	19.64	27.24	25.65	40.76	101.49	89.87
所得税率	*19.96%*	*18.32%*	*20.38%*	*21.93%*	*20.03%*	*16.87%*	*26.15%*	*19.70%*
净利润	**64.56**	**133.20**	**76.73**	**96.96**	**102.39**	**200.79**	**286.62**	**366.37**
yoy	*22.06%*	*26.63%*	*-15.23%*	*24.16%*	*58.60%*	*30.70%*	*42.75%*	*27.82%*
净利率	*8.58%*	*12.77%*	*12.62%*	*12.49%*	*11.29%*	*11.26%*	*12.14%*	*11.73%*
归母净利润	**66.63**	**152.66**	**77.73**	**101.04**	**106.23**	**200.79**	**287.19**	**392.68**
yoy	*26.07%*	*44.82%*	*-14.72%*	*22.86%*	*59.43%*	*30.70%*	*43.03%*	*36.73%*
归母净利率	*8.86%*	*14.63%*	*12.78%*	*13.02%*	*11.72%*	*11.26%*	*12.16%*	*12.57%*

资产负债表拆分								
货币资金	**1,016.26**	**1,246.90**	**947.55**	**1,222.93**	**1,369.39**	**1,094.27**	**1,463.93**	**1,246.90**
应收账款	136.45	198.41	186.48	153.29	232.71	48.08	96.07	198.41
yoy	*84.32%*	*106.53%*	*87.15%*	*-3.06%*	*70.55%*	*-41.94%*	*99.82%*	*106.53%*
存货	280.83	313.65	324.31	399.08	367.07	187.59	232.78	313.65
yoy	*9.72%*	*34.74%*	*29.76%*	*54.22%*	*30.71%*	*-11.53%*	*24.09%*	*34.74%*
固定资产	587.57	550.33	544.01	544.29	553.63	256.82	490.97	550.33
资产总计	**2,703.85**	**2,979.37**	**2,763.59**	**3,075.30**	**3,231.12**	**2,303.83**	**2,860.04**	**2,979.37**
应付账款	390.01	389.15	288.93	372.20	390.12	247.53	414.62	389.15
短期借款	36.53	129.05	99.00	299.00	299.00	283.80	225.29	129.05
长期借款	35.13	-	-	-	-	34.51	85.13	-
负债总计	**820.95**	**909.31**	**613.45**	**937.11**	**995.92**	**845.14**	**1,161.73**	**909.31**
所有者权益合计	**1,882.89**	**2,070.06**	**2,150.14**	**2,138.19**	**2,235.20**	**1,458.69**	**1,698.31**	**2,070.06**

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 3：核心品类收入拆分

单位：百万元	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	2017	2018	2019
利润表拆分								
营业收入	751.50	1,037.91	904.37	775.31	904.37	1,781.68	2,359.06	3,116.45
yoy	*45.05%*	*29.60%*	*40.89%*	*13.16%*	*20.34%*	*9.9%*	*32.4%*	*32.1%*
毛利率						*61.7%*	*64.1%*	*64.1%*
护肤类	**672.65**	**797.70**	**701.99**	**625.89**	**701.99**	**1,583.39**	**2,129.92**	**2,675.67**
yoy	*47.63%*	*9.01%*	*21.52%*	*-0.28%*	*4.36%*	*12.9%*	*34.5%*	*25.6%*
占比	*89.5%*	*76.9%*	*77.6%*	*80.7%*	*77.6%*	*88.9%*	*90.3%*	*85.9%*
销量（百万支）	26.01	35.10	24.73	26.26	24.73	100.18	77.72	107.66
yoy	*71.32%*	*20.75%*	*2.71%*	*16.85%*	*-4.91%*	*-13.8%*	*-22.4%*	*38.5%*
产量（百万支）	23.68	33.27	23.11	31.08	23.11	97.58	85.85	107.26
yoy	*-31.20%*	*215.02%*	*-1.95%*	*16.19%*	*-2.43%*	*-23.1%*	*-12.0%*	*24.9%*
毛利	-	-	-	-	-	971.37	1,360.41	1,734.74
毛利率	-	-	-	-	-	*61.3%*	*63.9%*	*64.8%*
彩妆类	**37.16**	**88.80**	**132.40**	**82.74**	**132.40**	**19.86**	**28.32**	**164.94**
yoy	*333.90%*	*1152.40%*	*654.67%*	*285.89%*	*256.35%*	*12.1%*	*42.6%*	*482.4%*
占比	*4.9%*	*8.6%*	*14.6%*	*10.7%*	*14.6%*	*1.1%*	*1.2%*	*5.3%*
销量（百万支）	1.06	3.57	3.45	2.67	3.45	0.85	1.02	5.94
yoy	*285.04%*	*1139.93%*	*386.86%*	*343.59%*	*226.73%*	*-21.4%*	*20.5%*	*480.8%*
产量（百万支）	0.71	3.98	3.54	2.55	3.54	0.27	0.68	6.60
yoy	*269.43%*	*1564.85%*	*439.12%*	*103.76%*	*396.77%*	*-53.7%*	*156.7%*	*868.1%*
毛利	-	-	-	-	-	12.11	17.23	101.89
毛利率	-	-	-	-	-	*61.0%*	*60.8%*	*61.8%*
洁肤类	**41.69**	**110.75**	**66.63**	**53.22**	**66.63**	**178.43**	**200.82**	**235.17**
yoy	*-22.65%*	*78.59%*	*42.71%*	*47.64%*	*59.82%*	*-3.2%*	*12.5%*	*17.1%*
占比	*5.5%*	*10.7%*	*7.4%*	*6.9%*	*7.4%*	*10.0%*	*8.5%*	*7.5%*
销量（百万支）	2.35	4.76	3.16	3.37	3.16	18.43	11.85	12.02
yoy	*-21.64%*	*33.16%*	*21.79%*	*46.25%*	*34.41%*		*-35.7%*	*1.4%*
产量（百万支）	2.17	5.03	2.42	3.46	2.42	18.10	12.36	12.40
yoy	*-54.89%*	*172.65%*	*-1.55%*	*26.04%*	*11.73%*		*-31.7%*	*0.3%*
毛利	-	-	-	-	-	116.04	134.37	149.34
毛利率	-	-	-	-	-	*65.0%*	*66.9%*	*63.5%*

数据来源：wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

珀莱雅三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1,913**	**2,533**	**2,956**	**3,564**
现金	1,247	2,006	2,302	2,807
应收账款	198	159	164	270
存货	314	324	413	446
其他流动资产	154	45	76	40
非流动资产	**1,066**	**1,102**	**1,102**	**1,098**
长期股权投资	15	23	32	40
固定资产	550	623	672	715
在建工程	32	50	50	50
无形资产	329	276	222	166
其他非流动资产	141	130	127	127
资产总计	**2,979**	**3,635**	**4,058**	**4,662**
流动负债	**874**	**1,190**	**1,304**	**1,520**
短期借款	129	0	0	0
应付账款	347	603	760	949
其他流动负债	398	587	543	571
非流动负债	**35**	**23**	**22**	**22**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	35	23	22	22
负债合计	**909**	**1,212**	**1,326**	**1,542**
少数股东权益	40	35	30	25
归属母公司股东权益	2,030	2,387	2,701	3,095
负债和股东权益	**2,979**	**3,635**	**4,058**	**4,662**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	236	1,097	602	872
投资活动现金流	-55	-17	-43	-33
筹资活动现金流	-209	-321	-263	-334
现金净增加额	-28	759	296	505
折旧和摊销	75	69	46	48
资本开支	164	49	-2	-13
营运资本变动	-267	597	-12	114

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,124**	**3,749**	**4,519**	**5,429**
减:营业成本	1,126	1,339	1,586	1,891
营业税金及附加	28	34	41	49
营业费用	1,223	1,440	1,771	2,106
管理费用	195	352	364	440
财务费用	-9	-19	-23	-27
资产减值损失	-27	14	22	30
加:投资净收益	2	9	9	9
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**462**	**598**	**768**	**949**
加:营业外净收支	-5	-2	-2	-3
利润总额	**456**	**596**	**765**	**947**
减:所得税费用	90	125	170	198
少数股东损益	-26	-5	-5	-5
归属母公司净利润	**393**	**476**	**600**	**753**
EBIT	456	596	765	947
EBITDA	531	665	811	995

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.95	2.37	2.98	3.74
每股净资产(元)	10.09	11.87	13.43	15.39
发行在外股份(百万股)	201	201	201	201
ROIC(%)	16.2%	19.6%	21.8%	24.0%
ROE(%)	17.7%	19.5%	21.8%	24.0%
毛利率(%)	64.0%	64.3%	64.9%	65.2%
销售净利率(%)	12.6%	12.7%	13.3%	13.9%
资产负债率(%)	30.5%	33.4%	32.7%	33.1%
收入增长率(%)	32.3%	20.0%	20.5%	20.1%
净利润增长率(%)	36.7%	21.3%	25.9%	25.6%
P/E	90.96	75.03	59.58	47.45
P/B	17.60	14.96	13.22	11.54
EV/EBITDA	65.30	50.80	41.31	33.15

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn