珀莱雅（603605）

公司研究/点评报告

Q3 护肤品单季度恢复正增长，彩妆继续亮眼

一、事件概述

公司 10 月 28 日发布公告，前三季度实现营业收入 22.91 亿元，同比增长 10.14%；归母净利为 2.85 亿元,同比增加 18.74%,其中 Q3 单季实现收入 9.07 亿元,同比增长 20.53%,归母净利为 1.09 亿元，同比增加 59.43%。

二、分析与判断

➢ Q3 线上渠道加速发力，护肤品单季恢复正增长，彩妆表现突出

按品类分解：1-9 月，护肤品类实现收入 18.24 亿元,同比-2.9%，洁肤类 1.62 亿元,同比+64%，彩妆类 2.70 亿元,同比+254%，彩妆收入占比超过 10%主要是受益于“彩棠”品牌的优异表现和彩妆工厂的扩充对应产能产量的扩大，其中 Q3 单季护肤品收入为 7.02 亿元,同比+4.46%，本年度首次增速转正，主要得益于双抗精华、小夜灯眼霜、红宝石精华等优质单品带来的销量爆发。**按品牌分解：**2020H1 珀莱雅品牌收入同比-3.7%，预计 1-9 月主品牌营收实现正增长,收入占比 80%+,预计跨境代理品牌收入占比 5%-10%,彩棠等子品牌收入占比 5%-10%，品牌矩阵,**按渠道分解：**1-9 月线上收入同比增长约 40%，占比超过 60%，线下 Q3 受益于客流复苏以及促销备货营收恢复正增长。

➢ 产品结构优化，溢价能力提高，费用管控良好

公司 Q3 毛利率为 64.49%,同比+4.04%。主要是受面膜占比下降、精华占比提升以及产品提价的拉动，净利率为 11.29%,同比+2.7%，1-9 月受新增代理业务影响，综合毛利率同比-2.1%，但公司费率管控良好，销售费率 35.73%,同比-0.2%，主要系疫情期间差旅费用的减少;管理费用率为 8.48%,同比-0.7%，主要因为股权激励摊销金额减少，以及对悦芙媞、优资莱店铺进行调整，导致租赁及办公费等费用减少。

三、投资建议

公司处在高景气“赛道”，短期通过“大单品+爆品”发力，并依此战略性树立自身品牌调性和文化；长期通过外延并购和内生增长，有望成为国货中的佼佼者。我们预计公司 2020-22 年 EPS 各为 2.39/3.18/3.8 元,对应 PE 为 77.2/58/48.5 倍。高于可比公司 2020 年 60.3 倍的整体估值，看好公司发展的成长性和持续性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

新品孵化不及预期，线下经营情况恶化，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,124	3,779	4,800	6,000
增长率（%）	32.3%	21.0%	27.0%	25.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	393	481	640	765
增长率（%）	36.7%	22.5%	33.1%	19.5%
每股收益（元）	1.96	2.39	3.18	3.80
PE（现价）	94.1	77.2	58.0	48.5
PB	18.3	14.8	11.8	9.5

推荐　首次评级

当前价格： 172.15 元

交易数据	2020-10-28
近 12 个月最高/最低(元)	186.39/82.73
总股本（百万股）	201
流通股本（百万股）	62
流通股比例（%）	30.85
总市值（亿元）	346
流通市值（亿元）	108

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号：　S0100519080001

电话：　021-60876718

邮箱：　guximin@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,124	3,779	4,800	6,000
营业成本	1,126	1,377	1,710	2,184
营业税金及附加	28	39	48	59
销售费用	1,223	1,437	1,839	2,302
管理费用	195	278	335	419
研发费用	75	72	102	126
EBIT	477	575	766	910
财务费用	(9)	0	0	0
资产减值损失	(27)	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	462	587	777	921
营业外收支	(5)	0	0	0
利润总额	456	585	774	918
所得税	90	125	167	195
净利润	366	460	607	723
归属于母公司净利润	393	481	640	765
EBITDA	552	630	827	978

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1247	1988	2661	3477
应收账款及票据	198	188	254	322
预付款项	53	45	61	80
存货	314	382	468	620
其他流动资产	12	12	12	12
流动资产合计	1913	2698	3550	4601
长期股权投资	15	16	17	19
固定资产	550	655	766	866
无形资产	329	311	294	279
非流动资产合计	1066	1065	1047	1010
资产合计	2979	3763	4597	5611
短期借款	129	129	129	129
应付账款及票据	389	546	675	845
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	874	1198	1426	1716
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	35	35	35	35
非流动负债合计	35	35	35	35
负债合计	909	1233	1461	1751
股本	201	201	201	201
少数股东权益	40	19	(14)	(56)
股东权益合计	2070	2530	3137	3860
负债和股东权益合计	2979	3763	4597	5611

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	32.3%	21.0%	27.0%	25.0%
EBIT 增长率	26.4%	20.5%	33.2%	18.8%
净利润增长率	36.7%	22.5%	33.1%	19.5%
盈利能力				
毛利率	64.0%	63.6%	64.4%	63.6%
净利润率	12.6%	12.7%	13.3%	12.8%
总资产收益率 ROA	13.2%	12.8%	13.9%	13.6%
净资产收益率 ROE	19.3%	19.2%	20.3%	19.5%
偿债能力				
流动比率	2.2	2.3	2.5	2.7
速动比率	1.8	1.9	2.2	2.3
现金比率	1.5	1.7	1.9	2.1
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	16.6	13.6	14.0	14.3
存货周转天数	87.4	91.0	89.5	89.6
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2
每股指标（元）				
每股收益	2.0	2.4	3.2	3.8
每股净资产	10.1	12.5	15.7	19.5
每股经营现金流	1.1	4.0	3.6	4.2
每股股利	0.6	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	94.1	77.2	58.0	48.5
PB	18.3	14.8	11.8	9.5
EV/EBITDA	53.6	46.7	34.6	28.4
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	366	460	607	723
折旧和摊销	102	55	61	68
营运资金变动	(245)	280	48	55
经营活动现金流	227	796	717	848
资本开支	164	55	45	32
投资	104	0	0	0
投资活动现金流	(55)	(55)	(45)	(32)
股权募资	21	0	0	0
债务募资	(131)	0	0	0
筹资活动现金流	(209)	0	0	0
现金净流量	(36)	741	672	816

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。