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

增持（维持）

2020 年 10 月 27 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	4,864	6,154
同比（%）	32.3%	20.0%	29.8%	26.5%
归母净利润（百万元）	393	467	603	751
同比（%）	36.7%	18.8%	29.3%	24.6%
每股收益（元/股）	1.95	2.32	3.00	3.73
P/E（倍）	80.21	67.51	52.23	41.92

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 22.91 亿元（+10.1%），归母净利 28.5 亿元（+18.7%），扣非归母净利 28.8 亿元（+21.14%）；其中 20Q3 实现营收 9.07 亿元（+20.53%），归母净利 1.06 亿元（+59.43%）。

投资要点

■ **精华及彩妆产品持续发力，主营业务业绩环比改善。**公司 20Q3 营收 9.07 亿元（+20.53%），较 20Q2 增速环比提升。其中：

（1）今年公司加快新品发布速度，上半年相继推出红宝石精华、双抗精华、双抗小夜灯眼霜等精华类产品，并邀请流量明星蔡徐坤代言，推动精华品类表现出色，占比提升至约 10%-20%。护肤类产品也相应受益于精华产品的良好表现，实现营收 7.02 亿元(+4.36%)，占总营收 77.6%，在去年同期泡泡面膜爆品推出的高基数压力下仍实现正增长；

（2）彩妆类产品方面，彩棠/印彩巴哈优质小品牌双重带动下增速亮眼，实现营收 1.32 亿元（+256.35%），占总营收 14.6%；

（3）洁肤类营收 666.3 万元（+59.82%），占总营收 7.4%，表现稳健。

■ **20 年 Q3 毛利率上升，产品结构优化初见成效。**公司 20 年第三季度毛利率达到 64.5%（+4.04pct），较 20Q2 提高 4.6pct，主要是由于高毛利的精华占比提升，而单价和毛利相对较低的面膜类产品占比下降。拆分来看 20 年 Q3 各品类的平均单价均有所提升：

（1）护肤类产品平均单价提升至 28.39 元/支（去年同期 25.87 元/支）；

（2）洁肤类产品平均单价提升至 21.05 元/支（去年同期 17.71 元/支）；

（3）彩妆类产品平均单价提升至 38.41 元/支（去年同 35.20 元/支）。

■ **后疫情时代管理精细化，有效节流控制开支。**后疫情时代公司也持续通过管理效率提升等降低费用率。20Q3 由于对悦芙缇/优资莱店铺调整、办公及租赁费的下降及叠加股权激励摊销减少等，管理费用率为 4.46%（-2.58pct）；销售费用率 39.83%（+0.35pct），与去年同期基本持平。费用率的下降驱动整体净利率提升，净利率达到 11.29%（+2.71pct），扣非净利率 11.72%（+2.86pct）。

■ **持续推行“爆品+极致大单品”战略，看好彩妆品类放量潜力。**护肤品类，重点布局精华类产品，推进“爆品+极致大单品”的战略，有望推动护肤品类量价上升；同时，彩妆方面，彩棠品牌将持续推出系列新品，叠加 8 月专业彩妆工厂试生产，新增产能有望年内释放，看好彩妆品类的放量潜力。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	156.50
一年最低/最高价	81.30/193.48
市净率(倍)	14.31
流通 A 股市值(百万元)	9775.19

基础数据

每股净资产(元)	10.94
资产负债率(%)	30.82
总股本(百万股)	201.27
流通 A 股(百万股)	62.46

相关研究

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

2、《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

- **电商渠道精细化运营，构建营销与渠道的良性循环。**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精细化管理。同时推进平台化生态型组织建设，打造产品中台，搭建“大单品+爆品”新营销业务模式，有望充分提升平台运营效率，形成消费洞察与产品销售协同推进的良性循环。
- **盈利预测与投资评级：**受益于高景气赛道红利及国产替代趋势，珀莱雅依托平台化灵活组织体系，推动优质产品快速更新，精细运营巩固电商优势。短期彩妆及精华品类发力，长期布局多品牌及全链路外延矩阵，有望实现稳定高速增长。我们预计公司 20-22 年营收分别为 37.5/ 48.6/ 61.5 亿元，同比增长 20.0%/ 29.8%/ 26.5%，归母净利润分别为 4.7/ 6.0/ 7.5 亿元，同比增长 18.8%/ 29.3%/ 24.6%。当前股价对应动态 PE 为 68/ 52/ 42 倍，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。

表 1：收入分部预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	**3123.52**	**3748.73**	**4864.42**	**6154.31**
yoy（%）	*32.3%*	*20.0%*	*29.8%*	*26.5%*
归属于母公司净利润(百万元)	**392.68**	**466.58**	**603.11**	**751.34**
yoy（%）	*36.7%*	*18.8%*	*29.3%*	*24.6%*
护肤类（百万元）	**2675.67**	**3176.70**	**4125.60**	**5242.42**
yoy（%）	*25.6%*	*18.7%*	*29.9%*	*27.1%*
单价（元/支）	24.85	26.10	27.66	29.32
yoy（%）	*-9.3%*	*5.0%*	*6.0%*	*6.0%*
产量（百万支）	107.26	122.50	142.90	164.98
yoy（%）	*24.9%*	*14.2%*	*16.6%*	*15.5%*
销量（百万支）	107.66	121.73	149.14	178.79
yoy（%）	*38.5%*	*13.1%*	*22.5%*	*19.9%*
产销率（%）	*100.4%*	*99.4%*	*104.4%*	*108.4%*
洁肤类（百万元）	**235.17**	**261.07**	**332.39**	**395.27**
yoy（%）	*17.1%*	*11.0%*	*27.3%*	*18.9%*
单价（元/支）	19.57	20.16	20.76	21.39
yoy（%）	*15.5%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
产量（百万支）	12.40	14.16	16.52	19.07
yoy（%）	*0.3%*	*14.2%*	*16.6%*	*15.5%*
销量（百万支）	12.02	12.95	16.01	18.48
yoy（%）	*1.4%*	*7.8%*	*23.6%*	*15.5%*
产销率（%）	*96.9%*	*91.5%*	*96.9%*	*96.9%*
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%*
产销率（%）	*89.9%*	*95.6%*	*95.6%*	*95.6%*
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

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**	**2,518**	**3,003**	**3,578**
现金	1,247	1,991	2,262	2,727
应收账款	198	159	189	303
存货	314	324	468	503
其他流动资产	154	45	84	45
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**	**3,620**	**4,105**	**4,676**
流动负债	**874**	**1,190**	**1,361**	**1,554**
短期借款	129	0	0	0
应付账款	347	603	760	949
其他流动负债	398	587	601	605
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**	**1,384**	**1,576**
少数股东权益	40	30	20	10
归属母公司股东权益	2,030	2,378	2,701	3,090
负债和股东权益	**2,979**	**3,620**	**4,105**	**4,676**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	236	1,083	569	830
投资活动现金流	-55	-17	-43	-33
筹资活动现金流	-209	-321	-256	-332
现金净增加额	-28	744	271	465
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	-42	82

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,124**	**3,749**	**4,864**	**6,154**
减:营业成本	1,126	1,339	1,704	2,137
营业税金及附加	28	34	44	55
营业费用	1,223	1,451	1,965	2,523
管理费用	195	360	394	505
财务费用	-9	-19	-24	-31
资产减值损失	-27	14	26	34
加:投资净收益	2	9	9	9
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**462**	**579**	**765**	**941**
加:营业外净收支	-5	-2	-2	-3
利润总额	**456**	**577**	**763**	**938**
减:所得税费用	90	121	170	197
少数股东损益	-26	-10	-10	-10
归属母公司净利润	**393**	**467**	**603**	**751**
EBIT	442	553	742	913
EBITDA	517	622	787	961

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.95	2.32	3.00	3.73
每股净资产(元)	10.08	11.81	13.42	15.35
发行在外股份(百万股)	201	201	201	201
ROIC(%)	15.7%	18.2%	21.2%	23.2%
ROE(%)	17.7%	19.0%	21.8%	23.9%
毛利率(%)	64.0%	64.3%	65.0%	65.3%
销售净利率(%)	12.6%	12.4%	12.4%	12.2%
资产负债率(%)	30.5%	33.5%	33.7%	33.7%
收入增长率(%)	32.3%	20.0%	29.8%	26.5%
净利润增长率(%)	36.7%	18.8%	29.3%	24.6%
P/E	80.21	67.51	52.23	41.92
P/B	15.52	13.25	11.66	10.19
EV/EBITDA	58.86	47.51	37.20	29.96

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