

线上高增长，拟发行可转债强研发扩产能

珀莱雅(603605)

事件概述

珀莱雅发布 2021 年中报，2021H1 年公司实现营收 19.18 亿元，同比增长 38.53%；归母净利润 2.26 亿元，同比增长 26.48%；扣非后归母净利润为 2.20 亿元，同比增长 20.72%。单季度看，2021 年 Q1/Q2 分别实现营收 9.05/10.12 亿元，同比增长 48.88%/30.42%；分别实现归母净利润 1.10/1.16 亿元，同比增长 41.38%/15.01%。

分析判断：

► 收入端：线上渠道营收占比提升，直营驱动高增长

分品类看，公司护肤类（含洁肤）/美容彩妆类/其它分别实现营收 16.30 /2.71/0.11 亿元，同比提升 33.91%/97.45%/-61.56%，分别占营业收入比重为 85.27%/14.17%/0.56%。护肤类（含洁肤）及美容彩妆类产品平均售价同比上升、其他类/跨境品牌产品平均售价同比下降。分渠道来看，线上渠道营收占比提升，直营驱动高增长。报告期内公司线上/线下渠道分别实现营收 15.45/3.67 亿元，同比提升 75.85%/-27.23%，分别占比 80.82%/19.18%。2021H1 公司线上直营/分销渠道分别实现营收 10.91/4.54 亿元，同比提升 135.28%/9.41%。线下渠道营收下滑主要系主动去库存，调整产品结构所致。公司线下日化/其它渠道分别实现营收 2.68/0.99 亿元，同比下滑 21.46%/39.33%。分品牌看，2021H1 自有品牌/代理品牌分别实现营收 18.54/0.58 亿元，同比提升 46.24%/-49.68%，分别占比 96.98%/3.02%。自有品牌中，珀莱雅/其它品牌分别实现营收 14.87/3.67 亿元，同比提升 31.44%/169.36%。跨境代理品牌营收下滑系清库存所致。

► 利润端：H1 毛利率同比提升，净利率有所回落

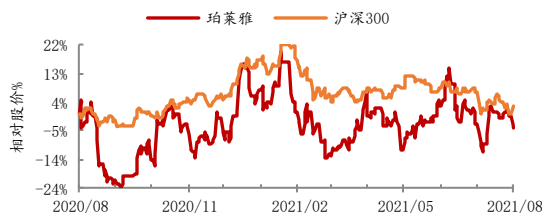
盈利能力方面，2021H1 公司毛利率为 63.73%，同比上升了 3.83pct。净利率为 10.88%，同比下降了 1.67pct。分季度看，2021 年 Q1/Q2 公司毛利率分别同比上升了 4.50/3.23pct 至 64.41%/63.12%。费用方面，2021H1 公司期间费用率为 49.69%，同比上升了 7.64pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 42.09%/6.06%/1.64%/-0.10%，同比变动+9.05/-1.18/-0.67/+0.44pct。公司销售费用的上升主要系报告期内形象宣传推广费同比增长 94.47%所致；管理费用的上升主要系职工薪酬及劳务费同比增加所致；财务费用的下降主要系汇兑损益同比增加所致；研发费用金额与上年同期基本持平。

► 其他重要财务指标

2021H1，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.66 亿元，同比

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	170
股票代码：	603605
52 周最高价/最低价：	217.46/135.8
总市值(亿)	341.90
自由流通市值(亿)	341.13
自由流通股数(百万)	200.66



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002
联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100001
联系电话：

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520080001
联系电话：

相关研究

1. 【华西轻工】珀莱雅（603605.SH）2020 年年报 & 2021 年一季报点评：业绩符合预期，与海外优质原料商合作推动品牌产品再升级
2021.04.23
2. 【华西轻工】珀莱雅（603605）2020 年三季报点评报告：Q3 业绩表现强劲，可转债预案助力未来发展
2020.10.28
3. 【华西轻工】珀莱雅（603605）2020 年半年报点评报告：二季度业绩显著回暖，调整业绩考核目标调动员工积极性
2020.08.25

增加 627.96%，主要原因为销售同比增长及应收账款减少对应的销售带来的销售回款同比增加 7.40 亿元冲抵同比增加支付的形象宣传推广费。应收款项同比下降 38.81%，主要系部分客户信用陆续到期回收应收账款所致。长期股权投资同比提升 220.50%，主要系 2021 年 4 月公司以自身持有的对上海海狮龙生化技术有限公司 52%股权向珠海海狮龙生物科技有限公司增资所致。

► 公布可转债预案，强研发扩产能

公司拟公开发行总额不超过人民币 7.52 亿元 A 股可转债，募集资金扣除发行费用后，拟分别投入 3.39、1.95、0.91、1.28 亿元，分别用于湖州扩建生产基地（一期）和龙坞研发中心的建设，信息化系统的升级以及流动资金的补充，其中“补充流动资金”项目拟投入的募集资金金额，已扣除可转债发行首次董事会决议日前六个月起至今公司新投入及拟投入的 0.52 亿元的财务性投资金额。湖州扩建生产基地建设项目（一期）预计可实现营业收入 14.54 亿元，项目税后内部收益率为 19.47%，以折现率为 12% 计算，项目预计实现税后财务净现值 2.37 亿元。龙坞研发中心建设项目所募资金拟用于化妆品制剂新技术及创新配方开发，以及化妆品功效和感官评价技术等，项目有望提升公司新品开发、试验、检验检测和生产工艺等多方面的研发实力。

投资建议

公司不断优化渠道结构和经销模式，线上渠道的销售比例超过 80%。面对市场变化，公司加大研发投入，不断推出新品适应市场。公司经过多年的发展，形成了自己的研发、设计、产品开发、渠道物流运营机制。我们维持对公司的营收预测不变，2021-2023 的营业收入分别为 46.84/57.95/70.67 亿元。同时，考虑到公司营销投入有所增强导致销售费用率提升，略微下调公司的归母净利润预测，2021-2023 年公司归母净利润分别由 6.07/7.54/9.28 亿元下调至 5.87/7.34/8.98 亿元，对应 EPS 分别为 2.92/3.65/4.46 元，继续给予“买入”评级。

风险提示

1) 宏观经济景气度不及预期。2) 行业竞争加剧。3) 新产品推广不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,124	3,752	4,684	5,795	7,067
YoY (%)	32.3%	20.1%	24.8%	23.7%	21.9%
归母净利润(百万元)	393	476	587	734	898
YoY (%)	36.7%	21.2%	23.3%	25.1%	22.2%
毛利率 (%)	64.0%	63.6%	63.5%	63.4%	63.2%
每股收益 (元)	1.95	2.37	2.92	3.65	4.46
ROE	19.3%	19.9%	20.3%	20.8%	20.9%
市盈率	87.07	71.83	58.25	46.55	38.09

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：线上渠道营收占比提升，直营驱动高增长.....	4
3. 利润端：H1 毛利率同比提升，净利率有所回落.....	5
4. 其他重要财务指标.....	6
5. 公布可转债预案，强研发扩产能.....	6
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

图表目录

图 1 公司营业收入.....	5
图 2 公司单季度营业收入.....	5
图 3 公司归母净利润.....	6
图 4 公司单季度归母净利润.....	6
图 5 公司毛利率/净利率.....	6
图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率.....	6

1. 事件概述

公司发布 2021 年中报，2021H1 年公司实现营收 19.18 亿元，同比增长 38.53%；归母净利润 2.26 亿元，同比增长 26.48%；扣非后归母净利为 2.20 亿元，同比增长 20.72%。

单季度看，2021 年 Q1/Q2 分别实现营收 9.05/10.12 亿元，同比增长 48.88%/30.42%；分别实现归母净利润 1.10/1.16 亿元，同比增长 41.38%/15.01%。

2. 收入端：线上渠道营收占比提升，直营驱动高增长

报告期内，化妆品类社会消费品零售总额为 1,917 亿元，同比大幅增长约 26.60%（限额以上单位消费品零售额）。公司 2021H1 主营业务收入 19.18 亿元，同比增长 38.53%，高于化妆品类社零总额增速。

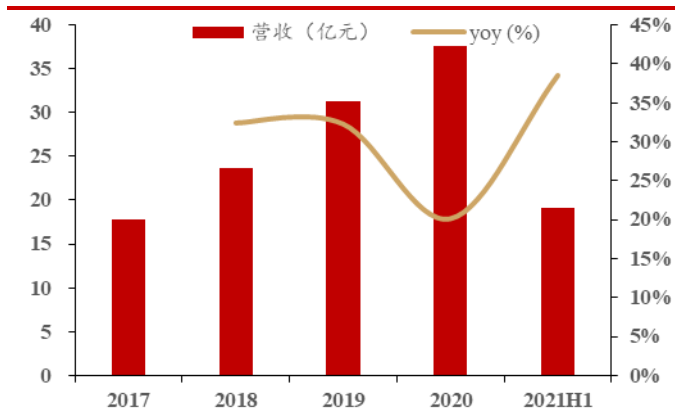
分品类看，公司护肤类（含洁肤）/美容彩妆类/其它分别实现营收 16.30/2.71/0.11 亿元，同比提升 33.91%/97.45%/-61.56%，分别占营业收入比重为 85.27%/14.17%/0.56%。2021Q2 公司护肤类（含洁肤）/美容彩妆类/其它商品售价分别同比+20.47%/+22.18%/-49.77%，环比+6.44%/-8.78%/-41.94%。护肤类（含洁肤）及美容彩妆类产品平均售价同比上升主要系 2021 Q2 新增产品的销售单价同比提升。其他类产品平均售价同比下降主要系跨境品牌代理业务的收入，2021 年由于业务调整，二季度陆续开始清库存，部分产品折价处理。

分渠道来看，2021H1/2020 全年线上渠道营收占比分别为 80.82%/70.01%，2021 年上半年线上渠道占比有所提升。报告期内，线上/线下渠道分别实现营收 15.45/3.67 亿元，同比提升 75.85%/-27.23%，分别占比 80.82%/19.18%。线上渠道营收占比提升，直营驱动高增长。2021H1 公司线上直营/分销渠道分别实现营收 10.91/4.54 亿元，同比提升 135.28%/9.41%，分别占比 57.08%/23.74%。针对天猫旗舰店，公司以“高客单、高毛利、高复购”为导向，持续进行了品牌化+精细化运营改革，加强头部 KOL 合作；针对抖音&快手小店等新晋流量，报告期内公司提高了自播占比，同时加强优质主播的年框合作以及对中腰部主播及非垂直类主播的覆盖；针对京东、唯品、猫超，公司优化投放费用节奏，加强大单品和新品销售。线下渠道营收下滑主要系主动去库存，调整产品结构所致。公司线下日化/其它渠道分别实现营收 2.68/0.99 亿元，同比下滑 21.46%/39.33%，分别占主营业务收入为 14.02%/5.16%。针对日化渠道，公司对现有网点调整、升级，调整产品结构；针对商超渠道，重点打造银泰、重百、天虹等百货系统，并拓展其他优质百货系统，加强库存管理，定制适合商超渠道的产品组合，增强 BA 的能动性。

分品牌看，2021H1 自有品牌/代理品牌分别实现营收 18.54 / 0.58 亿元，同比提升 46.24%/ -49.68%，分别占比 96.98%/ 3.02%。自有品牌中，珀莱雅/其它品牌分别实现营收 14.87/3.67 亿元，同比提升 31.44%/169.36%，分别占比 77.81%/19.17%，其中彩棠品牌实现营收 1.11 亿元。代理品牌主要通过跨境代理模式进行，2021 年上半年营收下滑系清库存所致。

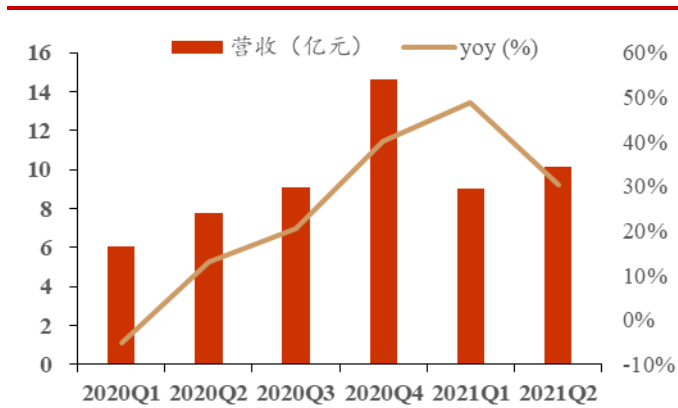
“大单品策略”持续驱动产品升级。报告期内珀莱雅品牌对双抗精华和红宝石精华的成分、配方、包材设计等升级为 2.0 版本。与此同时，大单品矩阵不断完善，从精华品类延展至面霜、眼霜品类，从抗老功效延展至修护功效，打造了珀莱雅红宝石面霜、源力修护精华、红宝石眼霜等新护肤大单品，从而提升客单价和复购率，增强品牌粘性。

图 1 公司营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 利润端：H1 毛利率同比提升，净利率有所回落

盈利能力方面，2021H1 公司毛利率为 63.73%，同比上升了 3.83pct。净利率为 10.88%，同比下降了 1.67pct。分季度看，2021 年 Q1/Q2 公司毛利率分别同比上升了 4.50/3.23pct 至 64.41%/63.12%，2021Q2 环比下滑 1.29pct，主要系清货所致。2021 年 Q1/Q2 公司净利率分别同比下滑了 0.82/2.43pct 至 11.80%/10.06%，2021Q2 环比下滑了 1.74pct。

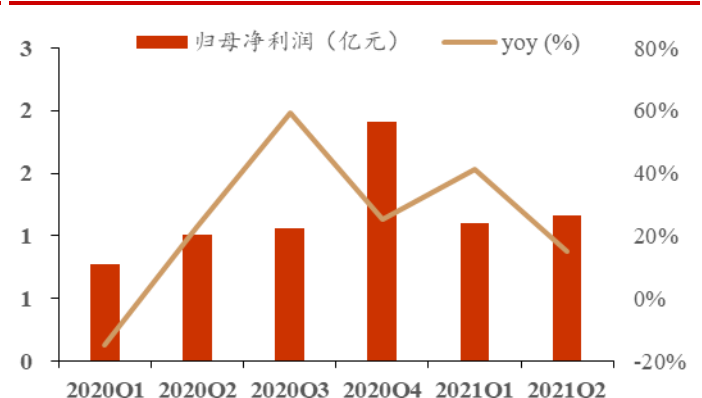
费用方面，2021H1 公司期间费用率为 49.69%，同比上升了 7.64pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 42.09%/6.06%/1.64%/-0.10%，同比变动+9.05/-1.18/-0.67/+0.44pct。2021 年 Q1/Q2 公司期间费用率分别为 49.62%/49.75%，同比上升了 7.33/7.89pct，2021Q2 环比上升 0.12pct。2021Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 42.43%/6.31%/1.35%/-0.34%，分别同比变动了+0.71/+0.53/-0.60/-0.52pct。公司销售费用的上升主要系报告期内形象宣传推广费同比增长 94.47%所致，其中（1）、同比新增品牌（如彩棠等），增加推广费；（2）、线上销售同比增加。管理费用的上升主要系职工薪酬及劳务费同比增加所致；财务费用的下降主要系汇兑损益同比增加所致；研发费用金额与上年同期基本持平。

图3 公司归母净利润



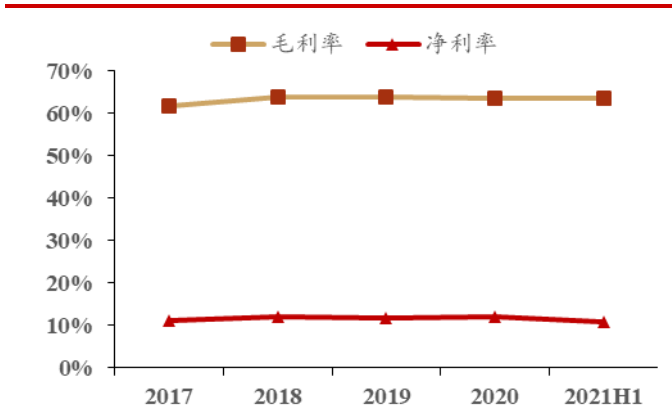
资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 公司单季度归母净利润



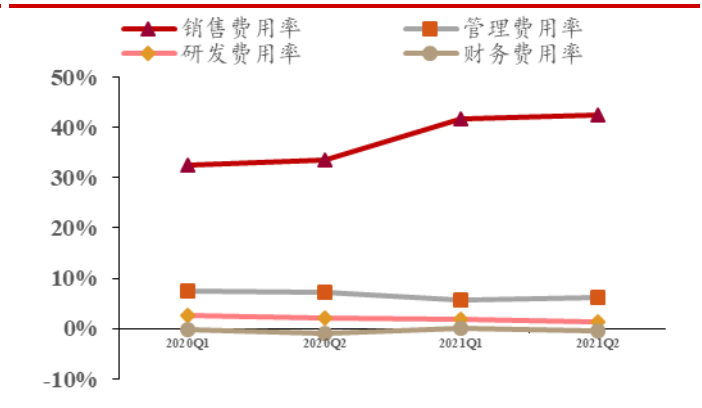
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图5 公司毛利率/净利率



资料来源: wind, 华西证券研究所

图6 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2021H1, 公司经营活动产生的现金流量净额为 2.66 亿元, 同比增加 627.96%, 主要原因为销售同比增长及应收账款减少对应的销售带来的销售回款同比增加 7.40 亿元冲抵同比增加支付的形象宣传推广费。应收款项同比下降 38.81%, 主要系部分客户信用陆续到期回应收账款所致。长期股权投资同比提升 220.50%, 主要系 2021 年 4 月公司以自身持有的对上海海狮龙生化技术有限公司 52% 股权向珠海海狮龙生物科技有限公司增资所致。

5. 公布可转债预案, 强研发扩产能

公司拟公开发行总额不超过人民币 7.52 亿元 A 股可转债, 预计带来产能扩张、规模效应、研发和信息化等多方面能力的提升。可转债给予原 A 股股东优先配售权, 存续期限为自发行之日起 6 年。募集资金扣除发行费用后, 拟分别投入 3.39/1.95/0.91/1.28 亿元, 分别用于湖州扩建生产基地(一期)和龙坞研发中心的建设, 信息化系统的升级以及流动资金的补充, 其中“补充流动资金”项目拟投入的

募集资金金额，已扣除可转债发行首次董事会决议日前六个月起至今公司新投入及拟投入的 0.52 亿元的财务性投资金额。

湖州扩建生产基地建设项目（一期） 预计建设期为 2 年，于建成投产后第 3 年达纲，达纲后预计可实现营业收入 14.54 亿元，项目税后内部收益率为 19.47%，以折现率为 12% 计算，项目预计实现税后财务净现值 2.37 亿元。项目的实施有望在扩张产能、满足难以完全消化的新增订单需求的同时，进一步降低成本费用，实现规模效应。

龙坞研发中心建设项目 预计建设期为 2 年，所募资金拟用于化妆品制剂新技术及创新配方开发、化妆品创新及核心功效原料开发、化妆品功效和感官评价技术、化妆品及配套设备一体化智能产品研发（个性化化妆品研发）、化妆品包装和设计等。随着化妆品新规趋严，项目有望提升公司新品开发、试验、检验检测和生产工艺等多方面的研发实力进而带来竞争力的提升。

信息化系统升级建设项目 预计建设期为 3 年，项目有望改善数据沉淀能力、加强端口互通和信息系统快速反应能力，进而带来系统运营效率的提升。

6. 投资建议

公司不断优化渠道结构和经销模式，线上渠道的销售比例超过 80%。面对市场变化，公司加大研发投入，不断推出新品适应市场。公司经过多年的发展，形成了自己的研发、设计、产品开发、渠道物流运营机制。我们维持对公司的营收预测不变，2021-2023 的营业收入分别为 46.84/57.95/70.67 亿元。同时，考虑到公司营销投入有所增强导致销售费用率提升，略微下调公司的归母净利润预测，2021-2023 年公司归母净利润分别由 6.07/7.54/9.28 亿元下调至 5.87/7.34/8.98 亿元，对应 EPS 分别为 2.92/3.65/4.46 元，继续给予“买入”评级。

7. 风险提示

- 1) 宏观经济景气度不及预期。
- 2) 行业竞争加剧。
- 3) 新产品推广不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,752	4,684	5,795	7,067	净利润	452	554	694	848
YoY (%)	20.1%	24.8%	23.7%	21.9%	折旧和摊销	88	55	56	55
营业成本	1,368	1,709	2,121	2,600	营运资金变动	-266	50	-27	6
营业税金及附加	33	41	51	62	经营活动现金流	332	684	753	938
销售费用	1,497	1,874	2,307	2,806	资本开支	-184	-10	-12	-12
管理费用	204	282	340	413	投资	131	0	0	0
财务费用	-14	10	4	-2	投资活动现金流	15	-8	-10	-10
资产减值损失	-28	0	0	0	股权募资	2	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	债务募资	299	0	0	0
营业利润	555	683	863	1,051	筹资活动现金流	-43	-111	-125	-145
营业外收支	-7	-4	-8	-7	现金净流量	303	566	618	783
利润总额	548	679	855	1,044	主要财务指标				
所得税	96	126	161	196	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	452	554	694	848	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	476	587	734	898	营业收入增长率	20.1%	24.8%	23.7%	21.9%
YoY (%)	21.2%	23.3%	25.1%	22.2%	净利润增长率	21.2%	23.3%	25.1%	22.2%
每股收益	2.37	2.92	3.65	4.46	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	63.6%	63.5%	63.4%	63.2%
货币资金	1,417	1,983	2,601	3,384	净利率	12.0%	11.8%	12.0%	12.0%
预付款项	83	96	122	148	总资产收益率 ROA	13.1%	13.7%	14.3%	14.6%
存货	469	549	697	848	净资产收益率 ROE	19.9%	20.3%	20.8%	20.9%
其他流动资产	374	425	530	632	偿债能力 (%)				
流动资产合计	2,342	3,053	3,949	5,012	流动比率	2.07	2.31	2.51	2.69
长期股权投资	58	58	58	58	速动比率	1.59	1.82	1.99	2.16
固定资产	566	529	491	453	现金比率	1.25	1.50	1.65	1.82
无形资产	315	305	295	284	资产负债率	31.8%	31.4%	31.1%	30.6%
非流动资产合计	1,294	1,246	1,194	1,144	经营效率 (%)				
资产合计	3,637	4,299	5,144	6,156	总资产周转率	1.03	1.09	1.13	1.15
短期借款	299	299	299	299	每股指标 (元)				
应付账款及票据	580	680	863	1,051	每股收益	2.37	2.92	3.65	4.46
其他流动负债	250	345	413	511	每股净资产	11.89	14.38	17.53	21.39
流动负债合计	1,129	1,324	1,576	1,861	每股经营现金流	1.65	3.40	3.74	4.66
长期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.43	0.50	0.60
其他长期负债	26	26	26	26	估值分析				
非流动负债合计	26	26	26	26	PE	71.83	58.25	46.55	38.09
负债合计	1,155	1,350	1,601	1,887	PB	14.97	11.82	9.70	7.95
股本	201	201	201	201					
少数股东权益	90	57	17	-33					
股东权益合计	2,482	2,949	3,543	4,270					
负债和股东权益合计	3,637	4,299	5,144	6,156					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。