

2021年08月24日

珀莱雅 (603605.SH)
公司快报

电商渠道持续发力推动收入增长，大单品策略延续

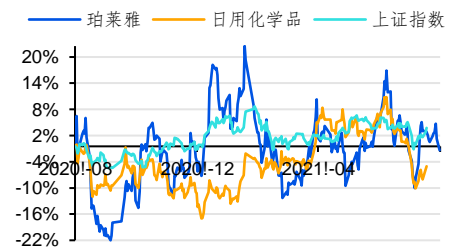
基础化工 | 日用化学品 III

 投资评级 **买入-B(维持)**

股价(2021-08-23) 172.30元

交易数据

总市值(百万元)	34,652.45
流通市值(百万元)	34,574.19
总股本(百万股)	201.12
流通股本(百万股)	200.66
12个月价格区间	135.80/217.46元

一年股价表现


资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.63	7.71	-5.32
绝对收益	0.05	8.96	-0.9

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsc.cn
 021-20377089

报告联系人

 孙萌
 sunmeng@huajinsc.cn

相关报告

- 珀莱雅：全年业绩符合预期，电商渠道持续发力推动 Q1 增长 2021-04-23
- 珀莱雅：消费信心回升叠加线上高增速，Q3 营收净利增速进一步提升 2020-10-27
- 珀莱雅：品类优势助力疫后复苏，线上线下结构奠定增长基础 2020-08-26
- 珀莱雅：电商推动业绩较快增长，新品牌及美妆品类逐步培育 2020-04-02
- 珀莱雅：护肤类产品推升营收增速，净利润基本延续较快增长趋势 2019-10-30

事件

公司披露半年报。2021 年上半年实现营收 19.18 亿元/+38.53%，归母净利 2.26 亿元/+26.48%，基本每股收益 1.13 元。

其中 Q2 营收 10.12 亿元/+30.42%，归母净利 1.16 亿元/+15.01%，扣非归母净利 1.13 亿元/+13.70，每股收益 0.58 元。

投资要点

◆ **上半年营收继续保持较快增长，线上持续发力：**2021 年上半年公司营收增长 38%，其中 Q1、Q2 同比增长分别为 48.88%和 30.42%；上半年归母净利增长 26%，其中 Q1、Q2 同比增长分别为 41.38%和 15.01%，Q2 较 Q1 营收和净利润增速有所放缓，主要与调整跨境代理品牌的库存结构、新品牌加大投放有关。

分渠道看，线上业务中，公司对天猫旗舰店持续进行品牌化+精细化运营改革，调整品类结构，优化产品内容，提升投放效能；目标“高客单、高毛利、高复购”，让业务可持续发展、有质量增长。同时，抓住直播风口，自播和达人播相结合，优化货品结构，提高毛利和净利。2021 年上半年公司线上、线下营收分别为 15.45 亿元/+76%、3.67 亿元/-27%，线上营收持续快速增长，占比已达 81%。线上销售中，直营销售 10.91 亿元，分销 4.54 亿元，占公司上半年收入比分别为 57%和 24%。线下公司主动去渠道库存，调整产品结构，影响线下营收。

分品牌看，2021 年上半年公司珀莱雅、其他自有品牌、代理品牌分别实现营收 14.87 亿元、3.67 亿元、0.58 亿元，占比分别约 78%、19%、3%，美妆类自有品牌快速培育推动占比提升（其中彩棠收入 1.11 亿元）。上半年珀莱雅、其他品牌、跨境代理品牌分别增长 31.44%、169.4%、-49.7%，主品牌提档升级夯实增长基础，品牌大单品策略延续，并完善大单品矩阵，增强品牌粘性，大单品收入占比有将持续上升。新品牌快速培育助力公司高成长。跨境品牌清理库存，营收下滑。

◆ **跨境代理业务清理库存拖累毛利率，增加营销推广投入推升销售费用，存货周转加快，现金流好转：**盈利能力方面，21 年全年上半年公司毛利率 63.73%，其中 Q2 毛利率 63.12%，毛利率环比去年下半年下降主要原因为跨境品牌代理业务调整，清理库存拉低公司整体毛利率。

费用端看，2021 年上半年度销售费用 8.07 亿元/+76.47%，主要是形象宣传推广费同比增加 3.16 亿元，同比增长 94.47%，主要是新增品牌（如彩棠等）增加推广费，以及线上销售同比增加，形象宣传推广费增加。2021 年上半年管理费用 1.16 亿元/+15.98%，主要是职工薪酬及劳务费同比增加。

存货方面，2021 年上半年，公司存货周转天数 107 天，较去年同期的 116 天明显提速。现金流方面，2021 年 H1 公司经营活动现金净流量增加 2.3 亿元，主要系：1、增加现金因素：销售回款同比增加 7.40 亿元（销售同比增长及应收账款减少对应

的销售回款额同比增加)；2、减少现金因素：支付的货款同比增加 0.71 亿元、其他经营活动支付的现金增加 3.78 亿元（主要系支付的形象宣传推广费同比增加）。

◆ **化妆品行业持续快速增长：**短期来看，疫情后偏向可选消费的化妆品行业已取得恢复性高增长，21 年 1-7 月限额以上化妆品零售额增速达 23.4%，化妆品行业维持了的双位数增长趋势。长期来看，据行行查，Euromonitor 数据显示，2021 年国内化妆品市场规模有望达 6011 亿元，同比增长约 18%，2019 年至 2021 年年复合增速约 12%。

◆ **投资建议：**珀莱雅是国内大众化妆品品牌公司之一，近年来把握化妆品消费线上化趋势取得快速增长。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 2.97、3.61 和 4.36 元。净资产收益率分别为 21.2%、21.8%和 22.2%。目前公司 PE (22E) 约 47 倍，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**海外品牌促销影响化妆品市场竞争；营销推广及品牌培育或使费用率承压；国内疫情或有反复。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,124	3,752	4,932	5,988	7,129
YoY(%)	32.3	20.1	31.4	21.4	19.1
净利润(百万元)	393	476	597	726	876
YoY(%)	36.7	21.2	25.5	21.5	20.7
毛利率(%)	64.0	63.6	64.5	65.0	65.5
EPS(摊薄/元)	1.95	2.37	2.97	3.61	4.36
ROE(%)	19.3	19.9	21.2	21.8	22.2
P/E(倍)	87.1	71.8	57.2	47.1	39.0
P/B(倍)	16.8	14.3	12.1	10.3	8.7
净利率(%)	12.6	12.7	12.1	12.1	12.3

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

利润表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1913	2342	3025	3713	4317	营业收入	3124	3752	4932	5988	7129
现金	1,247	1,417	1,973	2,395	2,852	营业成本	1126	1368	1750	2098	2458
应收票据及应收账款	214	334	386	488	552	营业税金及附加	28	33	43	53	63
预付账款	53	83	91	117	127	营业费用	1223	1497	1973	2425	2909
存货	314	469	533	667	739	管理费用	195	204	333	407	499
其他流动资产	14	41	43	45	47	研发费用	75	72	115	141	171
非流动资产	1,066	1,294	1,240	1,206	1,182	财务费用	-9	-14	-1	-4	-12
长期投资	15	58	58	58	58	资产减值损失	-27	-28	28	29	29
固定资产	550	566	572	563	547	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	329	315	301	287	274	投资净收益	2	2	2	2	2
其他非流动资产	43	155	162	170	179	营业利润	462	555	694	842	1015
资产总计	2979	3637	4266	4919	5499	营业外收入	1	2	1	1	1
流动负债	874	1129	1357	1538	1548	营业外支出	6	9	8	8	8
短期借款	129	299	321	389	182	利润总额	456	548	687	835	1008
应付票据及应付账款	389	580	660	827	916	所得税	90	96	120	146	177
其他流动负债	139	174	183	192	202	税后利润	366	452	567	688	831
非流动负债	35	26	27	28	30	少数股东损益	-26	-24	-31	-37	-45
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	393	476	597	726	876
其他非流动负债	35	26	27	28	30	EBITDA	556	665	752	901	1068
负债合计	909	1155	1383	1566	1578	主要财务比率					
少数股东权益	40	90	60	23	-22	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	201	201	201	201	201	成长能力					
资本公积	835	837	837	837	837	营业收入(%)	32.3	20.1	31.4	21.4	19.1
留存收益	1009	1366	1785	2292	2906	营业利润(%)	19.0	20.2	25.0	21.3	20.5
归属母公司股东权益	2030	2392	2823	3331	3944	归属于母公司净利润(%)	36.7	21.2	25.5	21.5	20.7
负债和股东权益	2979	3637	4266	4919	5499	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	64.0	63.6	64.5	65.0	65.5
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	12.6	12.7	12.1	12.1	12.3
经营活动现金流	236	332	725	596	945	ROE(%)	19.3	19.9	21.2	21.8	22.2
净利润	366	452	597	726	876	ROIC(%)	71.2	54.1	52.5	70.8	75.6
折旧摊销	75	88	60	63	66	偿债能力					
财务费用	-9	-14	-1	-4	-12	资产负债率(%)	30.5	31.8	32.4	31.8	28.7
投资损失	-2	-2	-2	-2	-2	流动比率	2.2	2.1	2.2	2.4	2.8
营运资金变动	-332	-385	102	-149	62	速动比率	1.8	1.7	1.8	2.0	2.3
其他经营现金流	138	192	-31	-37	-45	营运能力					
投资活动现金流	-55	15	-26	-28	-30	总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3
筹资活动现金流	-209	-43	-143	-145	-458	应收账款周转率	20.3	13.7	13.7	13.7	13.7
						应付账款周转率	8.7	8.7	8.9	9.0	9.2
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	1.95	2.37	2.97	3.61	4.36	P/E	87.1	71.8	57.2	47.1	39.0
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.65	3.61	2.96	4.70	P/B	16.8	14.3	12.1	10.3	8.7
每股净资产(最新摊薄)	10.09	11.89	14.03	16.56	19.61	EV/EBITDA	29.7	51.8	43.0	35.5	29.2

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com