

公司研究

电商保持高增长，费用暂时性增加

——珀莱雅（603605.SH）2021年中报点评

买入（维持）

当前价：170.00元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

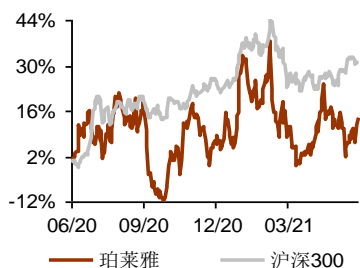
021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.01
总市值(亿元):	341.90
一年最低/最高(元):	135.80/217.46
近3月换手率:	49.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.81	-0.37	-8.34
绝对	-5.56	-5.56	-5.56

资料来源：Wind

相关研报

品牌、品类多点开花，化妆品平台型企业正在成形——珀莱雅（603605.SH）2020年年报及2021年一季报点评（2021-04-23）

Q3业绩提速增长，长期看好本土优质化妆品品牌商——珀莱雅（603605.SH）2020年三季报点评（2020-11-03）

20Q2收入回升明显，多品牌集团稳步打造中——珀莱雅（603605.SH）2020年中报点评（2020-08-26）

要点

上半年收入同比增 39%，归母净利润增 26%

公司2021年上半年实现营业收入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%。扣非净利润2.20亿元、同比增长20.72%，EPS1.13元。

21Q1~21Q2公司单季度收入同比增速分别为+48.88%、+30.42%，归母净利润分别同比+41.38%、+15.01%。其中单二季度净利润增速有所放缓，营业利润同比下滑，主要为新品牌上半年超计划投放以及调整跨境代理品牌库存结构造成亏损影响。

线上渠道收入增 76%、线下下滑，主品牌持续增长、小品牌成长中

1) 分渠道来看，21年上半年线上、线下收入分别为15.45亿元、3.67亿元，线上占比为81%、较20年的70%提升明显，线上、线下收入分别同比+75.85%、-27.23%。其中，线上直营、分销收入占总收入比例分别为57%、24%，分别同比增长135.28%、9.41%，线上直营增速较高除了占主导的天猫直营收入增78%+以外，抖音规模快速做大、收入近2亿也有贡献，线上分销增速较低主要为淘宝分销下滑影响；线下日化和其他渠道占总收入比例为14%、5%，分别同比-21.46%、-39.33%，线下渠道呈下滑，主要为主动去库存、调整产品和渠道结构影响，网点数同比减少约10%。

2) 分品牌来看，自有品牌方面合计收入18.54亿元、同比增长46.24%，其中主品牌持续增长、小品牌高速增长中。细分来看，公司主品牌珀莱雅收入14.87亿元、占比78%左右，收入同比增31.44%；其他自有品牌收入合计3.67亿元、同比增169.36%、占总收入比例为19%，其中彩妆品牌彩棠收入实现1.11亿元。另外，公司跨境代理品牌收入0.58亿元、同比-49.68%。

3) 分品类来看，护肤增长稳健、彩妆增速较高。其中，护肤类（含洁肤）收入16.30亿元、仍占主导（收入占比85%），同比增长33.91%；彩妆类收入2.71亿元、同比增97.45%增速较高、收入占比自20年全年的12%提升至上半年的14%；其他类收入0.11亿元、同比-61.56%。

毛利率上升，费用率21年提升较多，存货、应收账款和现金流向好

毛利率：上半年毛利率同比提升3.83PCT至63.73%，其中跨境代理业务清库存拉低总体毛利率1.13PCT，若剔除该影响实际毛利率为64.86%；主品牌珀莱雅、彩棠品牌毛利率均超过65%。21Q1~21Q2公司毛利率分别为64.41%/63.12%，分别同比+4.50/+3.23PCT。

费用率：上半年公司期间费用率为49.69%，同比提升7.64PCT；其中销售、管理、研发、财务费用率分别为42.09%（+9.05PCT）、6.06%（-1.18PCT）、1.64%（-0.67PCT）、-0.10%（+0.44PCT）。其中销售费用率提升幅度较大，主要为广告宣传费用率提升9.77PCT至33.95%，系新品牌投放超预期影响，主品牌珀莱雅费用率同比基本持平。

其他财务指标：1) 21年6月末存货较21年初减少23.98%至3.56亿元，存货周转天数为107天、同比减少9天。

2) 21年6月末应收账款较21年初减少38.81%至1.74亿元。应收账款周转天数为22天、同比减少1天。

3) 经营活动净现金流上半年同比大幅增加627.96%至2.66亿元。

大单品持续推进，下半年重视费用控制、全年业绩预计均衡增长

21年公司在产品方面持续推进大单品战略，公司推出双抗精华、红宝石精华 2.0 版本提高单款销售深度，并推出了红宝石面霜、源力修护精华、红宝石眼霜等新护肤大单品，大单品销售占珀莱雅主品牌 15%、有助于提升品牌力和客单价；渠道方面线上收入高增长，强化主要平台天猫的同时把握抖音、快手、京东等多品牌，未来增长空间可期，线下渠道调整优化；多品牌布局方面，小品牌彩棠、科瑞肤、洗发水 OR 品牌均有较大发展潜力，正在积极培育中。

上半年净利润增速低于收入主要为新品牌投放超预期以及跨境代理品牌业务影响，下半年公司将予以控制、促全年收入和利润均衡增长。我们维持公司 21~23 年 EPS 为 2.93/3.68/4.57 元，对应 21 年 PE58 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端消费疲软；渠道拓展、营销投放效果、新品推出效果不及预期；小品牌培育效果不及预期；对行业趋势变化把握不当；费用控制不当。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,124	3,752	4,667	5,824	7,206
营业收入增长率	32.28%	20.13%	24.37%	24.79%	23.73%
净利润（百万元）	393	476	589	739	919
净利润增长率	36.73%	21.22%	23.70%	25.54%	24.32%
EPS（元）	1.95	2.37	2.93	3.68	4.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.35%	19.90%	20.77%	21.82%	22.57%
P/E	87	72	58	46	37
P/B	16.9	14.3	12.1	10.1	8.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-24

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,124	3,752	4,667	5,824	7,206
营业成本	1,126	1,368	1,654	2,028	2,466
折旧和摊销	49	57	58	64	71
税金及附加	28	33	37	41	50
销售费用	1,223	1,497	1,895	2,388	2,990
管理费用	195	204	261	332	411
研发费用	75	72	93	116	144
财务费用	-9	-14	-17	-16	-18
投资收益	2	2	2	2	2
营业利润	462	555	730	921	1,145
利润总额	456	548	724	912	1,136
所得税	90	96	145	182	227
净利润	366	452	579	729	909
少数股东损益	-26	-24	-10	-10	-10
归属母公司净利润	393	476	589	739	919
EPS(按最新股本计)	1.95	2.37	2.93	3.68	4.57

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	236	332	627	819	944
净利润	393	476	589	739	919
折旧摊销	49	57	58	64	71
净营运资金增加	655	413	357	419	569
其他	-861	-614	-377	-403	-614
投资活动产生现金流	-55	15	-248	-173	-148
净资本支出	-164	-184	-250	-150	-150
长期投资变化	15	58	0	0	0
其他资产变化	94	140	2	-23	2
融资活动现金流	-209	-43	71	-184	-243
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-131	85	200	-13	-27
无息负债变化	-122	161	130	197	231
净现金流	-28	303	450	463	553

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	64.0%	63.6%	64.6%	65.2%	65.8%
EBITDA 率	18.8%	18.9%	17.7%	17.7%	17.6%
EBIT 率	16.4%	16.5%	16.4%	16.6%	16.7%
税前净利润率	14.6%	14.6%	15.5%	15.7%	15.8%
归母净利润率	12.6%	12.7%	12.6%	12.7%	12.8%
ROA	12.3%	12.4%	13.2%	14.2%	15.1%
ROE (摊薄)	19.3%	19.9%	20.8%	21.8%	22.6%
经营性 ROIC	19.3%	18.8%	18.8%	20.5%	21.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	31%	32%	34%	33%	31%
流动比率	2.19	2.07	2.00	2.15	2.34
速动比率	1.83	1.66	1.65	1.80	1.98
归母权益/有息债务	9.47	7.99	5.68	6.97	8.87
有形资产/有息债务	12.12	10.67	7.88	9.53	11.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,979	3,637	4,400	5,127	6,006
货币资金	1,247	1,417	1,867	2,329	2,882
交易性金融资产	71	0	0	0	0
应收帐款	198	285	334	391	484
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	15	49	61	76	94
存货	314	469	512	571	681
其他流动资产	67	124	140	162	189
流动资产合计	1,913	2,342	2,914	3,530	4,329
其他权益工具	0	21	21	21	21
长期股权投资	15	58	58	58	58
固定资产	550	566	617	650	683
在建工程	32	47	140	158	171
无形资产	329	315	342	368	391
商誉	0	31	31	31	31
其他非流动资产	141	257	277	312	322
非流动资产合计	1,066	1,294	1,487	1,597	1,677
总负债	909	1,155	1,484	1,668	1,873
短期借款	129	299	499	486	459
应付账款	347	516	596	730	888
应付票据	42	65	83	101	123
预收账款	41	0	0	0	0
其他流动负债	315	250	282	325	377
流动负债合计	874	1,129	1,459	1,643	1,847
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	26	26	26	26
非流动负债合计	35	26	26	26	26
股东权益	2,070	2,482	2,916	3,459	4,133
股本	201	201	201	201	201
公积金	936	938	938	938	938
未分配利润	908	1,266	1,710	2,262	2,947
归属母公司权益	2,030	2,392	2,836	3,388	4,073
少数股东权益	40	90	80	70	60

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	39.16%	39.90%	40.60%	41.00%	41.50%
管理费用率	6.25%	5.44%	5.60%	5.70%	5.70%
财务费用率	-0.30%	-0.36%	-0.36%	-0.28%	-0.25%
研发费用率	2.39%	1.92%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	20%	18%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.59	0.72	0.93	1.17	1.46
每股经营现金流	1.17	1.65	3.12	4.07	4.70
每股净资产	10.08	11.89	14.10	16.85	20.25
每股销售收入	15.52	18.66	23.20	28.96	35.83

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	87	72	58	46	37
PB	16.9	14.3	12.1	10.1	8.4
EV/EBITDA	61.1	51.1	42.1	33.6	27.2
股息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE