

# 大单品策略成效显著，线上维持高速增长

增持(维持)

——珀莱雅(603605) 2021年半年报点评

2021年08月25日

## 报告关键要素:

2021年8月24日，公司发布2021年半年报。

## 投资要点:

**公司营收实现亮眼增长，利润短期波动不改长期稳定趋势。**2021H1，公司实现营收19.18亿元(同比+38.53%)，归母净利润2.26亿元(同比+26.48%)，其中，Q2实现营收10.12亿元(同比+30.42%)，归母净利润1.16亿元(同比+15.01%)。利润增速低于收入增速主因：1)孵化新品牌时费用超计划投放超2800万；2)调整跨境代理品牌的库存结构亏损超1000万。我们认为，随着公司在H2对费用投放进行管控调整，未来利润增速有望维持稳定趋势。

**主品牌珀莱雅推进塑造科技感和年轻感，彩棠、INSBAHA等彩妆占比持续提升。**(1)分品类：2021H1，护肤类(含洁肤)产品营收16.30亿元(同比+33.91%)，占比下降至85.27%。彩妆类产品收入2.71亿元(同比+97.45%)，占比持续提升至14.17%。(2)分品牌：公司主品牌珀莱雅对双抗精华和红宝石精华进行升级，以更完美的2.0版本继续推进科技感和年轻感的塑造，2021H1，珀莱雅品牌收入稳健增长(同比+31.44%)，占比为77.81%；其他品牌营收3.67亿元(同比+169.36%)，其中，彩棠营收1.11亿元，未来具有较大增长潜力；跨境品牌代理业务清理库存，该业务实现营收0.58亿元(同比-49.68%)。

**线上增长超预期，线下调整网点和产品结构。**(1)线上：2021H1，公司线上渠道实现收入15.45亿元，同比+75.85%，(2020H1同比+43.85%)，在去年同期高基数上继续实现亮眼增长，占比同比提升17.27个pct至80.82%。其中，线上直营收入10.91亿元(同比+135.28%)，占比57.08%。2021H1，公司继续深耕电商渠道，在天猫、抖音、快手、京东、唯品会等不同电商平台精准施策。抓住直播风口，自播和达人播相结合，实现抖音渠道高速增长，2021H1抖音渠道收入接近2亿元，占比超10%。

(2)线下：2021H1，公司线下渠道营收3.67亿元(同比-27.23%)，占比下降至19.18%，其中，日化渠道收入同比-21.46%。线下渠道收入下

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3752.39	4541.87	5501.69	6703.50
增长比率(%)	20	21	21	22
净利润(百万元)	476.01	583.28	705.41	856.13
增长比率(%)	21	23	21	21
每股收益(元)	2.37	2.90	3.51	4.26
市盈率(倍)	71.83	58.62	48.47	39.94
市净率(倍)	14.30	12.18	10.34	8.73

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 基础数据

总股本(百万股)	201.12
流通A股(百万股)	200.66
收盘价(元)	170.00
总市值(亿元)	341.90
流通A股市值(亿元)	341.13

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

### 分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

### 研究助理:

李滢

电话:

15521202580

邮箱:

liyingsl@wlzq.com.cn

滑主因：1) 线下渠道主动去库存，调整产品结构；2) 线下网点调整，数量同比减少约 10%。预计 H2 随着网点质量的提升，以及产品结构调整完成，线下收入有望修复。

**毛利率大幅提升，销售费用率增加拖累净利率。**2021H1，公司毛利率同比提升 3.83 个 pct 至 63.73%，主因大单品策略持续推进，高毛利的大单品占比提高。净利率同比下滑 1.67 个 pct 至 10.88%。销售/管理/研发/财务费用率分别为 42.09%/6.06%/1.64%/-0.10%，同比分别+9.05/-1.18/-0.66/+0.43 个 pct。其中，销售费用率同比大幅增加主因：1) 新品牌增加了推广费；2) 线上销售同比增加，形象宣传推广费增加。管理费用率和研发费用率的下降主因规模效应，实际管理费用同比+16%，研发费用与去年同期基本持平。

**盈利预测与投资建议：**目前公司大单品矩阵持续完善，从精华拓展到面霜、眼霜等品类，从抗衰老拓展到修复功效，多品类、多领域抢占用户心智，从而提升客单价和复购率。彩棠、INSBAHA、科瑞夫、OR 等新品牌孵化未来有望放量。我们维持此前的盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年的归母净利润增速分别为 23%/21%/21%，对应 2021 年 8 月 24 日收盘价 170 元的 PE 分别为 59/48/40 倍，维持“增持”评级。

**风险因素：**品牌孵化不及预期风险、市场竞争加剧风险。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3752</b>	<b>4542</b>	<b>5502</b>	<b>6703</b>
%同比增速	20%	21%	21%	22%
营业成本	1368	1581	1851	2165
毛利	2385	2961	3651	4538
%营业收入	64%	65%	66%	68%
税金及附加	33	40	48	59
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1497	1817	2256	2815
%营业收入	40%	40%	41%	42%
管理费用	204	268	330	409
%营业收入	5%	6%	6%	6%
研发费用	72	109	143	194
%营业收入	2%	2%	3%	3%
财务费用	-14	20	35	48
%营业收入	0%	0%	1%	1%
资产减值损失	-28	-30	-31	-33
信用减值损失	-24	-18	-15	-15
其他收益	13	14	19	22
投资收益	2	3	3	4
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>555</b>	<b>675</b>	<b>814</b>	<b>989</b>
%营业收入	15%	15%	15%	15%
营业外收支	-7	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>548</b>	<b>674</b>	<b>813</b>	<b>988</b>
%营业收入	15%	15%	15%	15%
所得税费用	96	125	147	181
净利润	452	549	666	807
%营业收入	12%	12%	12%	12%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>476</b>	<b>583</b>	<b>705</b>	<b>856</b>
%同比增速	21%	23%	21%	21%
少数股东损益	-24	-35	-39	-49
EPS (元/股)	2.37	2.90	3.51	4.26

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2.37	2.90	3.51	4.26
BVPS	11.89	13.95	16.44	19.47
PE	71.83	58.62	48.47	39.94
PEG	3.54	2.60	2.31	1.87
PB	14.30	12.18	10.34	8.73
EV/EBITDA	52.06	41.78	34.55	28.30
ROE	20%	21%	21%	22%
ROIC	17%	19%	20%	21%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1417	1692	2046	2569
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	285	317	401	478
存货	469	491	605	690
预付款项	83	85	106	120
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	90	106	153	189
流动资产合计	2342	2692	3310	4047
长期股权投资	58	158	143	133
固定资产	566	587	611	631
在建工程	47	57	67	77
无形资产	315	301	285	267
商誉	31	0	0	0
递延所得税资产	47	47	47	47
其他非流动资产	231	247	263	279
<b>资产总计</b>	<b>3637</b>	<b>4088</b>	<b>4726</b>	<b>5480</b>
短期借款	299	250	250	250
应付票据及应付账款	580	609	749	855
预收账款	0	30	18	33
合同负债	31	18	31	30
应付职工薪酬	71	88	99	118
应交税费	71	95	110	137
其他流动负债	376	361	370	398
流动负债合计	1129	1201	1377	1572
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	7	7	7	7
其他非流动负债	19	19	19	19
<b>负债合计</b>	<b>1155</b>	<b>1226</b>	<b>1403</b>	<b>1598</b>
归属于母公司的所有者权益	2392	2806	3306	3915
少数股东权益	90	56	17	-32
<b>股东权益</b>	<b>2482</b>	<b>2862</b>	<b>3323</b>	<b>3883</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>3637</b>	<b>4088</b>	<b>4726</b>	<b>5480</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>332</b>	<b>663</b>	<b>651</b>	<b>863</b>
投资	131	-108	7	2
资本性支出	-184	-31	-67	-62
其他	67	-7	-7	-6
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>15</b>	<b>-146</b>	<b>-67</b>	<b>-66</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2	0	0	0
银行贷款增加(减少)	299	-49	0	0
筹资成本	-128	-187	-226	-271
其他	-217	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-43</b>	<b>-236</b>	<b>-226</b>	<b>-271</b>
<b>现金净流量</b>	<b>303</b>	<b>275</b>	<b>354</b>	<b>523</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场