

珀莱雅 (603605.SH)

审慎推荐(维持评级)

当前价格: 163元

业绩符合预期, 品类品牌结构进一步优化

投资要点:

公司发布2021半年报, 营收净利润增速平稳。2021H1公司实现营业收入19.18亿元, 同比增长38.53%; 公司实现归母净利润2.26亿元, 同比增长26.48%。2021Q1/Q2单季度分别实现营业收入9.05/10.12亿元, 分别同比增长48.88%/30.42%; 分别实现归母净利润1.1/1.16亿元, 同比增长41.38%/15.01%。2021H1公司毛利率为63.73%, 同比上升3.83pct; 净利率为10.88%, 同比下降1.67pct。上半年由于公司新品牌孵化的投入节奏较快, 导致归母净利润增速回落, 公司有望在下半年调整新品牌的孵化节奏, 平衡营收与净利润的增速。

公司品类结构进一步优化, 彩妆类增速较快, 占比份额持续提升。2018至2021H1, 护肤类贡献收入占比分别从98.8%下降至85.27%; 美容彩妆类产品贡献收入占比从1.2%上升至14.17%。2018年至2021H1, 美容彩妆类的同比增速较快, 分别为42.59%/48.43%/181.91%/97.45%。

公司品牌结构进一步优化, 主品牌珀莱雅营收增速平稳, 其他品牌营收增速较快。2018年至2021H1, 公司主品牌珀莱雅的营收占比从88.77%下降至77.81%; 其他品牌的营收占比从11.23%提升至19.17%。

线上自营渠道增速较快, 收入贡献占比最高, 线下调整布局, 进驻较高端百货以升级品牌形象。2018年至2021H1, 线上自营渠道贡献收入的同比增速分别为90.19%/88.25%/79.63%/135.28%, 线下日化逐步收缩转型, 贡献收入的同比增速分别为7.45%/4.42%/-19.28%/-21.46%。

盈利预测:公司目前线下渠道逐步转型, 线上渠道发展较好, 尤其是抖音渠道表现亮眼。我们维持对公司的盈利预测, 预计2021-2023年EPS分别为2.82、3.52与4.24元, 对应PE分别为63、50、42倍, 维持“审慎推荐”评级。

风险提示:新品推广不及预期, 研发不及预期, 疫情反复

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	201/201
流通A股市值 (百万元)	34,113
每股净资产 (元)	12.34
资产负债率 (%)	26.21
一年内最高/最低 (元)	217.46/135.80

一年内股价相对走势



团队成员:

分析师 聂博雅
 执业证书编号: S0210520080005
 电话: 18258256613
 邮箱: nby2452@hfzq.com.cn

相关报告

1、《珀莱雅(603605.SH):珀莱雅(603605.SH)\化工行业》—2021.04.28

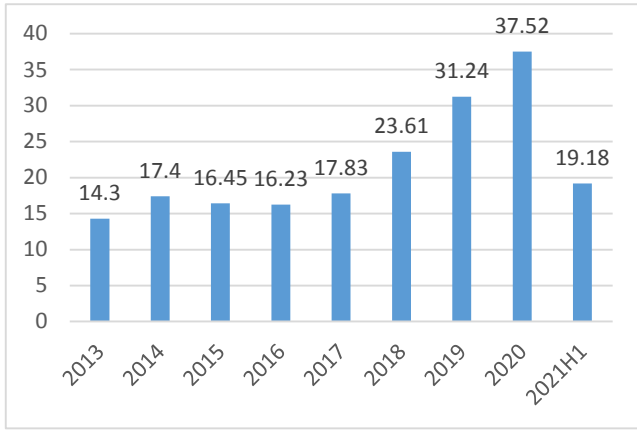
财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3123.52	3752.39	4728.01	5862.73	7152.53
增长率 (%)	32.28%	20.13%	26.00%	24.00%	22.00%
归母净利润(百万元)	392.68	476.01	566.75	708.38	853.21
增长率 (%)	36.73%	21.22%	19.06%	24.99%	20.45%
EPS (元/股)	1.95	2.37	2.82	3.52	4.24
市盈率 (P/E)	90.46	74.63	62.68	50.15	41.64
市净率 (P/B)	17.50	14.85	12.49	10.42	8.68

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

一. 收入端

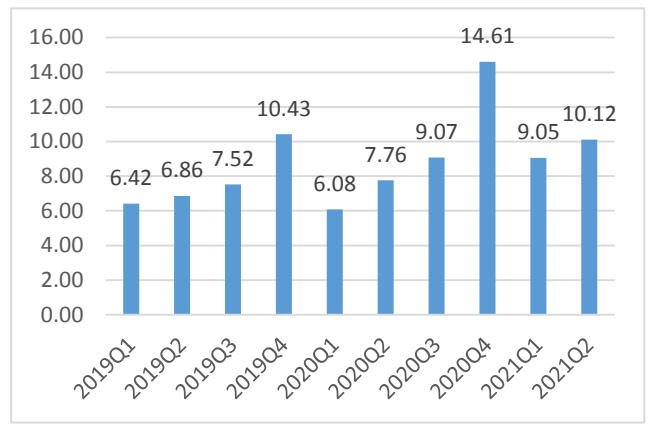
总体来看，2021H1 公司实现营收 19.18 亿元，同比增长 38.53%；2021Q1/Q2 单季度分别实现营收 9.05/10.12 亿元，分别同比增长 48.88%/30.42%。

图表 1: 2013-2021H1 公司营收 单位: 亿元



来源: 公司公告, 华福证券研究所

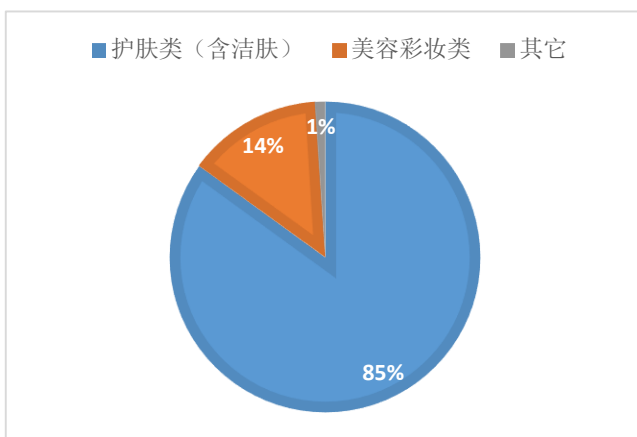
图表 2: 2019Q1-2021Q2 单季度营收 单位: 亿元



来源: 公司公告, 华福证券研究所

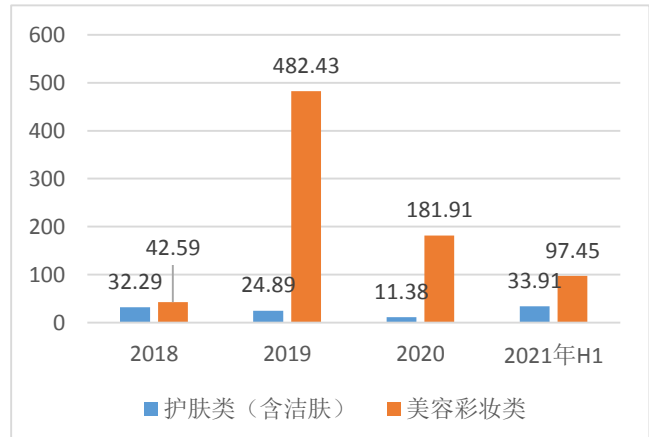
分品类看，公司品类结构进一步优化，彩妆类增速较快，占比份额持续提升。2018/2019/2020/2021H1，护肤类贡献收入占比分别为 98.8%/93.4%/86.5%/85.27%，占比逐步下降；美容彩妆类产品贡献收入占比分别为 1.2%/5.29%/12.41%/14.17%，占比逐步上升。2018 年至 2021H1，美容彩妆类的同比增速较快，分别为 42.59%/482.43%/181.91%/97.45%。

图表 3: 2021H1 公司各品类营收占比



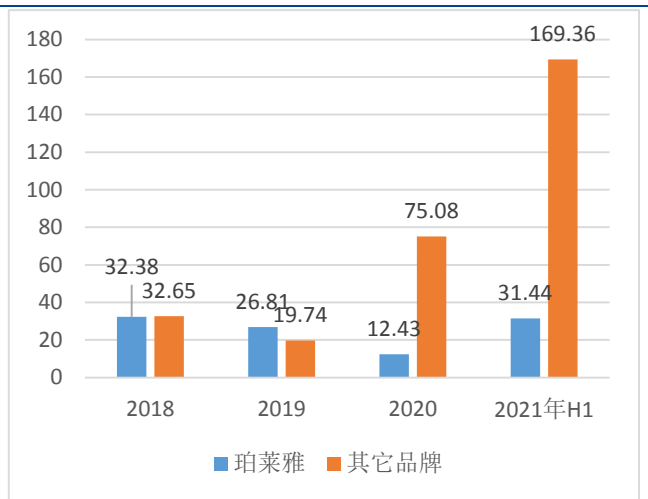
来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 4: 2018-2021H1 公司各品类同比增速 单位: %

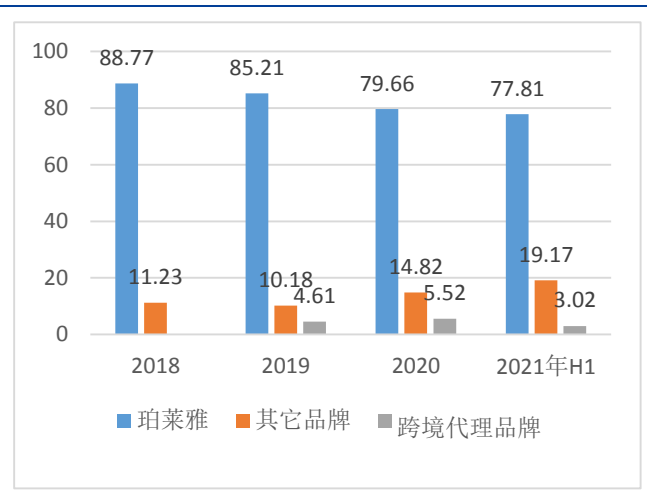


来源: 公司公告, 华福证券研究所

分品牌看，主品牌珀莱雅营收增速平稳，其他品牌营收增速较快，品牌结构逐步健康。2018 年至 2021H1，公司主品牌珀莱雅的营收同比增速分别为 32.38%/26.81%/12.43%/31.44%，营收占比从 88.77%下降至 77.81%；其他品牌的营收同比增速分别为 32.65%/19.74%/75.08%/169.36%，营收占比从 11.23%提升至 19.17%。

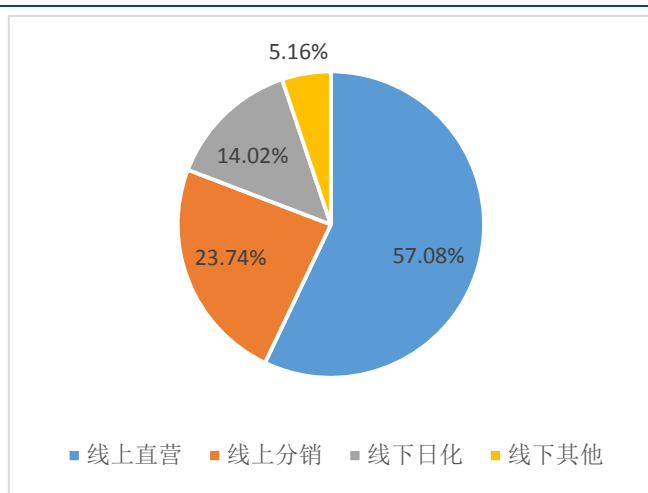
图表 5: 2018-2021H1 公司各品牌营收同比增速 单位: %


来源: 公司公告, 华福证券研究所

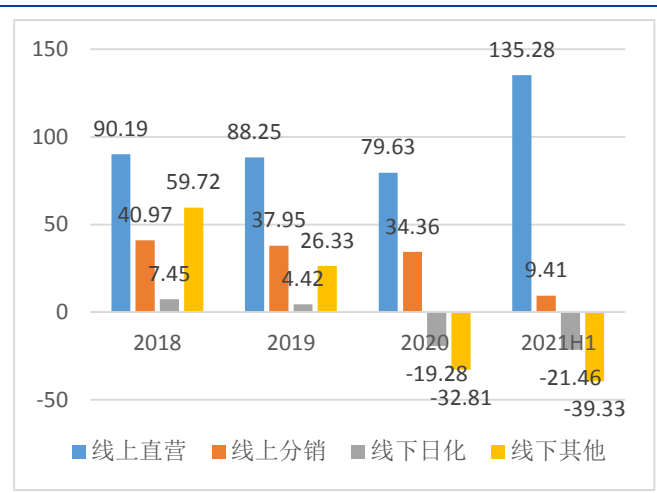
图表 6: 2018-2021H1 公司各品牌营收占比 单位: %


来源: 公司公告, 华福证券研究所

分渠道看, 线上自营渠道增速较快, 收入贡献占比最高, 线下调整布局, 进驻较高端百货以升级品牌形象。2018 年至 2021H1, 线上自营渠道贡献收入的同比增速分别为 90.19%/88.25%/79.63%/135.28%, 线下日化逐步收缩转型, 贡献收入的同比增速分别为 7.45%/4.42%/-19.28%/-21.46%。

图表 7: 2021H1 公司各渠道营收占比


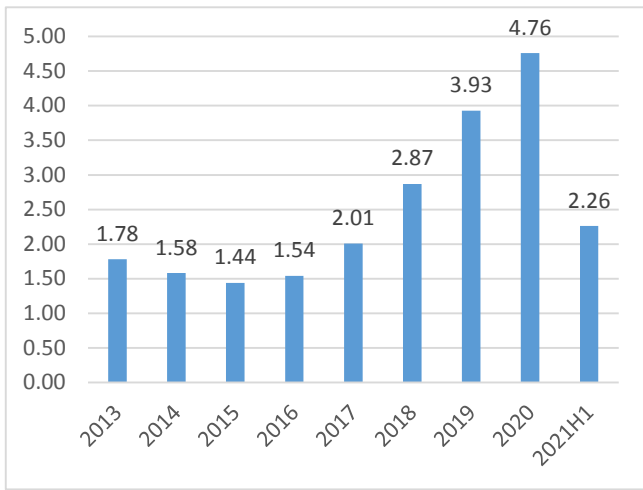
来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 2018-2021H1 公司各渠道收入同比增速 单位: %


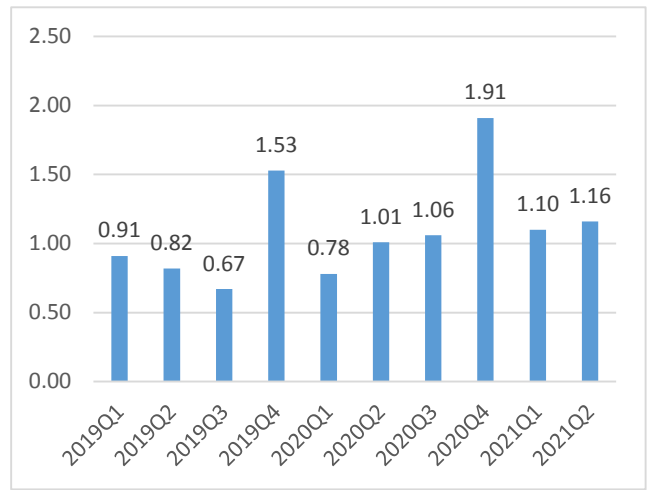
来源: 公司公告, 华福证券研究所

二. 利润端

2021H1, 公司实现归母净利润 2.26 亿元, 同比增长 26.48%。按季度来看, 公司 2021Q1/Q2 分别实现归母净利润 1.1/1.16 亿元, 同比增长 41.38%/15.01%。上半年由于公司新品牌孵化的投入节奏较快, 导致归母净利润增速回落, 公司有望在下半年调整新品牌的孵化节奏, 平衡营收与净利润的增速。

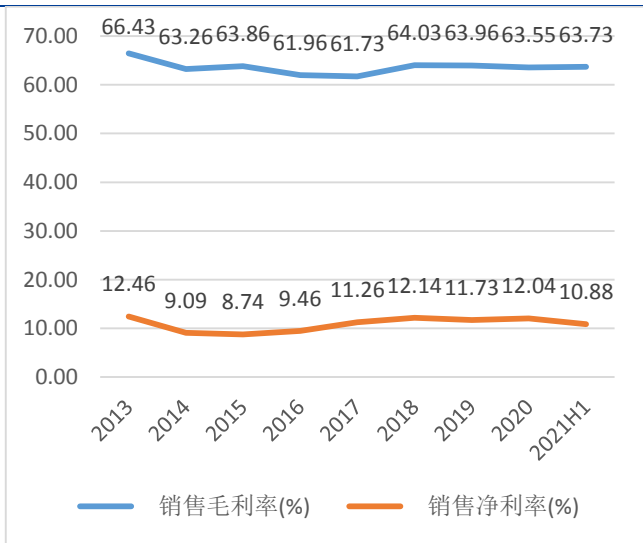
图表 9: 2013-2021H1 公司归母净利润 单位: 亿元


来源: 公司公告, 华福证券研究所

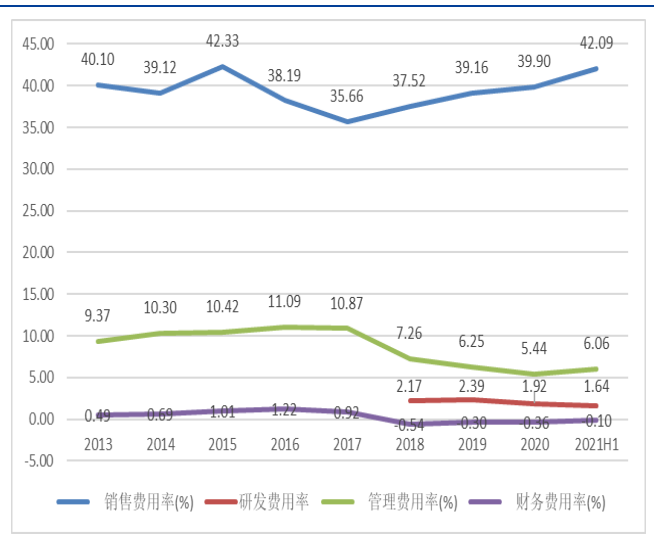
图表 10: 2019Q1-2021Q2 单季度归母净利润 单位: 亿元


来源: 公司公告, 华福证券研究所

2021H1 公司毛利率为 63.73%，同比上升 3.83pct；净利率为 10.88%，同比下降 1.67pct。公司上半年在营销方面投入较大，销售费用率增幅较高，2021H1 公司销售费用率为 42.09%，同比上升 9.05pct；管理费用率为 6.06%，同比下降 1.18pct；研发费用率为 1.64%，同比下降 0.67pct，财务费用率为-0.1%，同比上升 0.44pct。

图表 11: 2013-2021H1 公司毛利率与净利率


来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 12: 2013- 2021H1 公司主要期间费用的费用率


来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1416.65	2073.80	2850.09	3728.84	营业收入	3752.39	4728.01	5862.73	7152.53
应收票据及账款	290.41	287.29	356.24	434.61	营业成本	1367.56	1709.25	2119.47	2585.75
预付账款	82.74	73.06	90.60	110.53	税金及附加	32.95	44.95	55.73	67.99
其他应收款	48.73	31.70	39.31	47.96	销售费用	1497.06	1886.47	2339.23	2853.86
存货	468.64	510.14	632.57	771.74	管理费用	204.28	298.80	370.52	452.03
其他流动资产	35.24	44.40	55.05	67.16	研发费用	72.20	99.29	124.29	153.78
流动资产合计	2342.42	3020.39	4023.86	5160.84	财务费用	-13.61	0.40	-8.62	-11.51
长期股权投资	58.22	58.22	58.22	58.22	信用减值损失	-23.91	-14.35	-17.80	-21.71
固定资产	565.86	483.86	400.63	316.16	资产减值损失	-28.23	-33.78	-41.89	-51.11
在建工程	47.32	39.44	31.55	23.66	其他收益	13.49	10.67	10.67	10.67
无形资产	314.64	262.20	209.76	157.32	营业利润	555.07	651.38	813.09	988.48
长期待摊费用	50.58	25.29	0.00	0.00	营业外收入	1.54	1.76	1.76	1.76
其他非流动资产	257.84	248.24	238.64	229.04	营业外支出	9.04	6.01	6.01	6.01
非流动资产合计	1294.46	1117.25	938.80	784.40	利润总额	547.57	647.13	808.84	984.23
资产合计	3636.88	4137.64	4962.66	5945.24	所得税	95.96	103.54	129.41	157.48
短期借款	299.28	0.00	0.00	0.00	净利润	451.61	543.59	679.43	826.75
应付票据及账款	580.41	716.89	888.95	1084.52	少数股东损益	-24.40	-23.16	-28.95	-26.46
其他流动负债	249.77	483.80	599.91	731.89	归属母公司净利润	476.01	566.75	708.38	853.21
流动负债合计	1129.46	1200.69	1488.86	1816.41	EPS (摊薄)	2.37	2.82	3.52	4.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	25.56	25.56	25.56	25.56					
非流动负债合计	25.56	25.56	25.56	25.56					
负债合计	1155.02	1226.25	1514.42	1841.97					
归属母公司所有者权益	2391.54	2844.22	3410.03	4091.52					
少数股东权益	90.33	67.16	38.21	11.76					
所有者权益合计	2481.86	2911.38	3448.24	4103.27					
负债和股东权益	3636.88	4137.64	4962.66	5945.24					

现金流量表				
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流量	331.55	1065.50	904.85	1033.57
投资性现金流量	14.53	5.39	5.39	5.39
融资活动现金流	-43.38	-413.75	-133.95	-160.20
现金流量净额	274.52	657.14	776.29	878.75

主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	20.13%	26.00%	24.00%	22.00%
EBIT 增长率	19.52%	21.27%	23.58%	21.56%
归母净利润增长率	21.22%	19.06%	24.99%	20.45%
毛利率	63.55%	63.85%	63.85%	63.85%
净利率	12.04%	11.50%	11.59%	11.56%
ROE	19.90%	19.93%	20.77%	20.85%
资产负债率	31.76%	29.64%	30.52%	30.98%
流动比率	2.07	2.52	2.70	2.84
速动比率	1.66	2.05	2.24	2.38
总资产周转率	1.13	1.14	1.18	1.20
应收账款周转率	15.53	16.73	16.73	16.73
存货周转率	3.50	3.35	3.35	3.35
每股收益	2.37	2.82	3.52	4.24
每股净资产	11.89	14.14	16.96	20.34
P/E	74.63	62.68	50.15	41.64
P/B	14.85	12.49	10.42	8.68

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn