

线上高增长，小品牌投入加大

买入|维持

——珀莱雅(603605)2021半年报点评

事件:

公司发布2021半年报。

点评:

● 受新品牌投放加大及跨境代理品牌库存结构调整影响净利率有所下滑

2021年上半年公司营收19.18亿，同比增长38.53%，归母净利润2.26亿，同比增长26.48%。上半年毛利率63.73%，同比提升3.83pct，若剔除跨境品牌业务清理库存调整影响，公司实际毛利率64.86%。费用端，上半年公司销售/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/-0.66/0.43pct，销售费用率上升较多，主要系上半年新品牌销售费用投放较多，实际超计划投放2800万，主品牌销售费用率则保持稳定。上半年公司净利率下降1.67pct至10.88%，下半年随着公司加强控费力度，全年净利率有望维持12%上下。

● 线上高增，线下因渠道调整有所下滑

分品牌看，上半年珀莱雅/中小品牌/代理品牌收入14.87/3.67/0.58亿元，同比增速31.44%/169.36%/-49.68%，主品牌保持中高速增长，中小品牌增长迅猛，其中彩棠收入1.11亿，接近去年全年水平。分品类看，护肤/美容彩妆/其他类收入16.30/2.71/0.11亿，护肤占比85%，彩妆品类占比持续上升至14%。分渠道看，上半年线上/线下收入分别为15.45/3.67亿，同比增速75.85%/-27.23%，占比80.82%/19.18%。线上方面，天猫/抖音/京东/唯品会/快手/拼多多占比分别为40%/+10%/+10%/+10%/-5%/-5%，其中抖音平台快速起量贡献营收近2亿，排名平台美妆品牌榜第2、国货第1；天猫直营同比增长超过78%，排名平台国货美妆第4。线下渠道受到主动去库存调整产品结构以及网点数量减少影响，下滑27.33%。下半年公司计划提升网点质量，调整渠道结构持续布局百货、美妆集合店等渠道，预计下半年线下渠道有望企稳。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内大众化妆品龙头，善于把握渠道和行业趋势。主品牌随着大单品持续迭代+大单品矩阵完善，产品力、品牌力持续提升，客单价有明显上升。同时，公司积极孵化彩棠、insbaha、科瑞肤等定位彩妆、功效性护肤赛道小品牌，扩充品牌品类，打造美妆大集团。我们预计2021-2023年EPS为2.96/3.67/4.55元，对应收盘价PE为57/46/37x，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，新项目孵化不及预期

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3123.52	3752.39	4781.99	5979.64	7380.00
收入同比(%)	32.28	20.13	27.44	25.05	23.42
归母净利润(百万元)	392.68	476.01	596.05	738.39	915.01
归母净利润同比(%)	36.73	21.22	25.22	23.88	23.92
ROE(%)	19.35	19.90	20.87	21.63	22.30
每股收益(元)	1.95	2.37	2.96	3.67	4.55
市盈率(P/E)	87.07	71.83	57.36	46.30	37.37

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元): 214.72 / 137.0

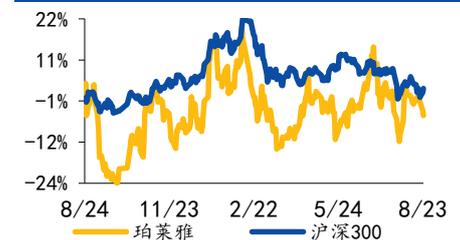
A股流通股(百万股): 200.66

A股总股本(百万股): 201.12

流通市值(百万元): 34112.67

总市值(百万元): 34189.88

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-化妆品行业2021年7月数据跟踪:大促后消费整体回落,珀莱雅稳健增长》2021.08.09

《国元证券行业研究-化妆品行业2021年6月数据跟踪:618带动淘系增速回升,抖音持续增长》2021.07.14

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐熠雯

邮箱 xuyiwen@gyzq.com.cn

目 录

1、财务与业务分析	3
2、投资建议	8
3、风险提示	8

图表目录

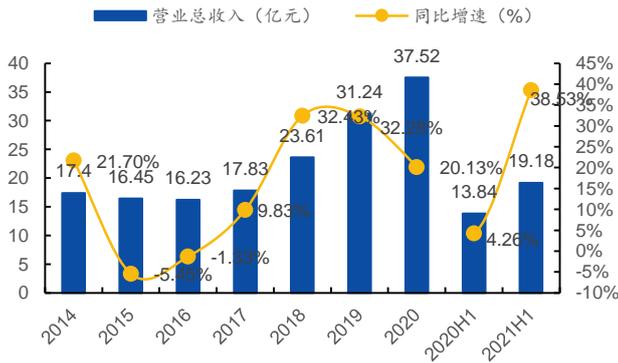
图 1：珀莱雅营业收入（亿元）及增速	3
图 2：珀莱雅归母净利润（亿元）及增速	3
图 3：珀莱雅单季度营业收入（亿元）及增速	3
图 4：珀莱雅单季度归母净利润（亿元）及增速	3
图 5：2021H1 珀莱雅旗下分品牌收入及增速	4
图 6：2021H1 珀莱雅旗下各品类收入及增速	4
图 8：2021H1 珀莱雅各渠道收入及增速	5
图 9：2021H1 珀莱雅分渠道收入占比情况	5
图 10：珀莱雅线上/线下渠道占比	5
图 11：珀莱雅线上直营/分销和线下日化/其它收入占比	5
图 12：珀莱雅毛利率与净利率情况	6
图 13：珀莱雅费用率情况	6
图 14：珀莱雅存货周转天数	6
图 15：珀莱雅应收账款周转天数	6
图 16：珀莱雅现金流情况（单位：亿元）	7
图 17：珀莱雅期末账上现金余额（单位：亿元）	7

1、财务与业务分析

营收与利润稳步增长。2021年上半年公司营收19.18亿，同比增长38.53%，归母净利润2.26亿，同比增长26.48%，扣非后归母净利润2.20亿，同比增长20.72%。分季度看，2021Q1/Q2营收9.05/10.13亿，同比增长48.88%/30.42%，归母净利润1.10/1.16亿，同比增长41.38%/15.01%。

图 1：珀莱雅营业收入（亿元）及增速

图 2：珀莱雅归母净利润（亿元）及增速

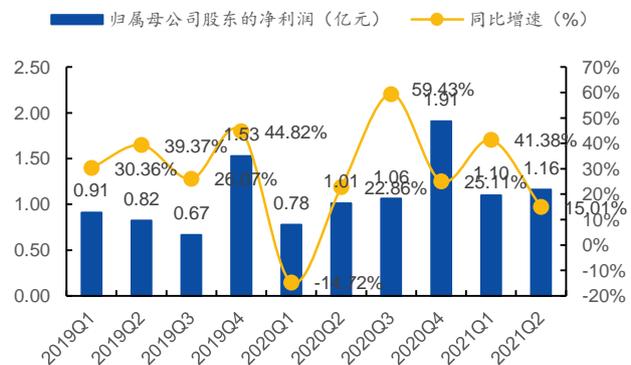
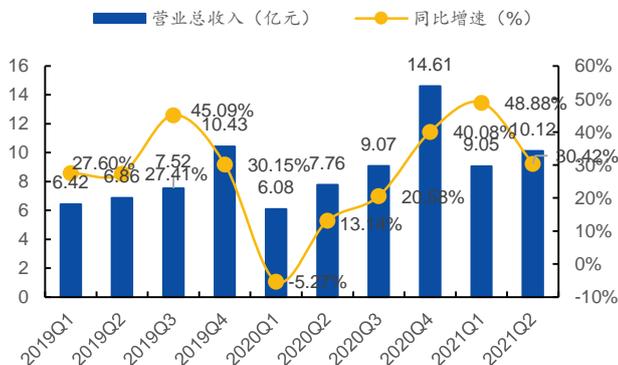


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 3：珀莱雅单季度营业收入（亿元）及增速

图 4：珀莱雅单季度归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

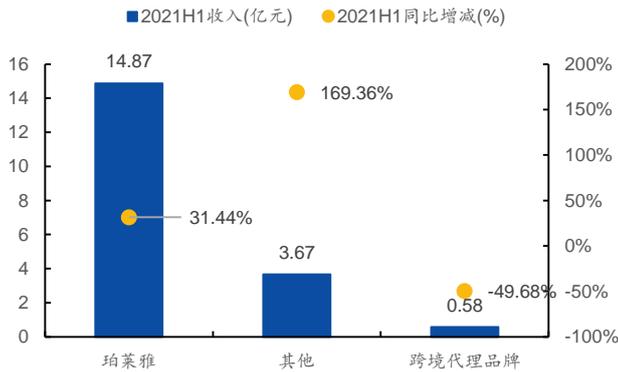
资料来源：公司公告，国元证券研究所

主品牌稳健增长，中小品牌高增，占比持续提升。2021年上半年公司主品牌珀莱雅/其他品牌/代理品牌收入分别为14.87/3.67/0.58亿元，同比增速31.44%/169.36%/-49.68%，占比77.81%/19.17%/3.02%。其中主品牌增长稳健，中小品牌增长近1.7倍，占比持续提升，其中彩棠品牌上半年实现营收1.11亿元，接近2020年全年规模，下半年将加快上新速度，有望迎来爆发。跨境代理品牌由于清理库存，收入有所下滑。分品类看，护肤类(含肤肤)/美容(彩妆类)/其他类收入分别为16.30/2.71/0.11亿，同比增速33.91%/97.65%/-61.56%，占比85.27%/14.17%/0.56%，其中彩妆品类增速较快，占比持续上升至14%。

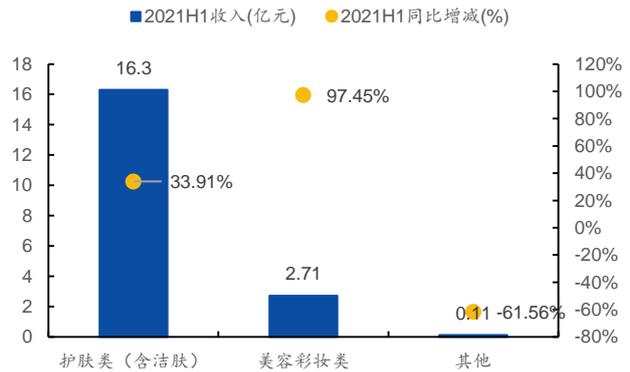
珀莱雅大单品持续增长，客单价持续提升。公司上半年推出红宝石精华 2.0、双抗精华 2.0、红宝石面霜、红宝石眼霜等多款大单品，在对核心单品持续迭代的同时，继续完善眼霜、面霜等多品类大单品矩阵，下半年有望持续推出新的大单品。上半年珀莱雅大单品占主品牌收入约 15%，天猫平台大单品收入占比接近 40%，随着单个大单品销售额上升+大单品数量增加，大单品系列占比持续提升。此外，公司客单价也有一定提升，上年天猫渠道客单价从去年的 140 元上升到 157 元，涨幅接近 14%。

图 5：2021H1 珀莱雅旗下分品牌收入及增速

图 6：2021H1 珀莱雅旗下各品类收入及增速



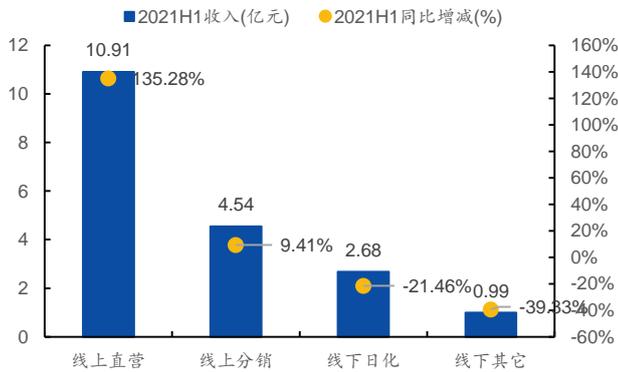
资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

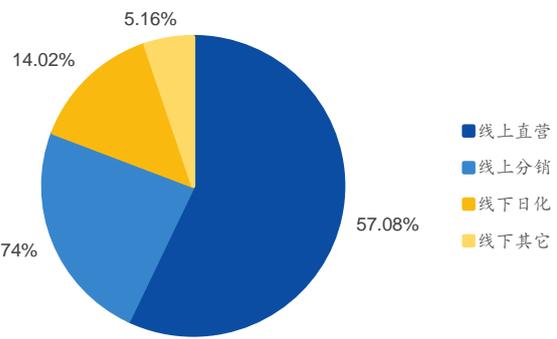
分渠道看，上半年线上自营持续高增长，线下进入调整期。2021 上半年公司线上/线下收入分别为 15.45/3.67 亿，同比增速 75.85%/-27.23%，占比 80.82%/19.18%。
1) 线上方面，线上直营/线上分销收入 10.91/4.54 亿，同比增长 135.28%/9.41%，线上直营推动公司整体收入高增。线上分平台看，天猫/抖音/京东/唯品会/快手/拼多多占比分别为 40%/10%/10%/10%/-5%/-5%，其中天猫平台同比增长 78%+，主品牌排名国货第 4；抖音渠道起量较快，抖音侧上半年贡献收入约 2 亿，珀莱雅主品牌排名抖音美妆品牌榜第二、国货品牌第一；京东平台主品牌排名国货第 3。
2) 线下方面，2021 上半年线下日化/线下其他收入 2.68/0.99 亿，同比下滑 21.46%/39.33%，占比 5.16%/19.18%。线下渠道受到主动去库存调整产品结构以及网点数量减少影响，下滑 27.33%，目前 CS 网点数同比减少约 10%达到 1.2 万家，商超网点约 1300 家。下半年公司计划提升网点质量，调整渠道结构持续布局百货、美妆集合店等渠道，预计下半年线下渠道有望企稳。

图 8：2021H1 珀莱雅各渠道收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 9：2021H1 珀莱雅分渠道收入占比情况



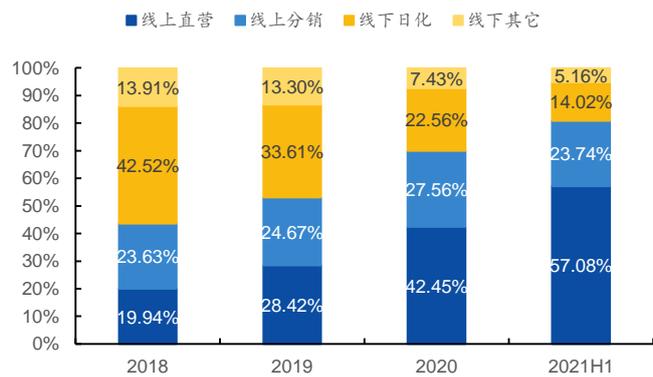
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 10：珀莱雅线上/线下渠道占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

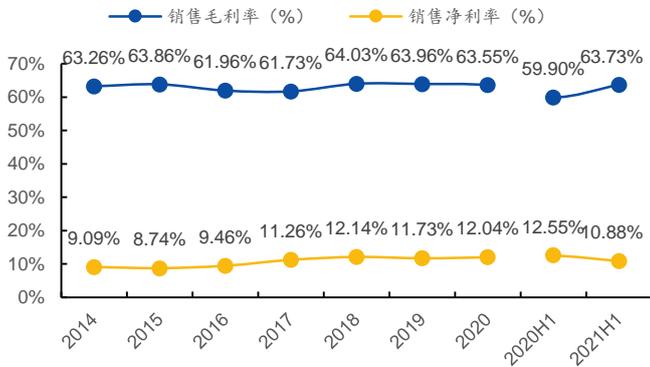
图 11：珀莱雅线上直营/分销和线下日化/其它收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

毛利率持续上升，净利率略有下降。2021H1 公司毛利率 63.73%，同比提升 3.83pct，净利率 10.88%，同比下降 1.67pct。公司毛利率随着高毛利大单品推进+产品结构调整稳定上升，2021 上半年受到跨境品牌代理业务调整，清货损失拉低公司整体毛利率 1.13pct，剔除清货损失，公司实际毛利率 64.86%，提升较快。净利率有所下降，主要受到销售费用率上升影响。上半年公司对新品牌的广告投放加大，导致整体销售费用率同比上升近 9.05pct，公司主品牌珀莱雅的销售费用率稳定。管理费用率、研发费用率同比均有所下降。下半年随着公司加强控费力度，全年净利率水平有望维持 12%上下。

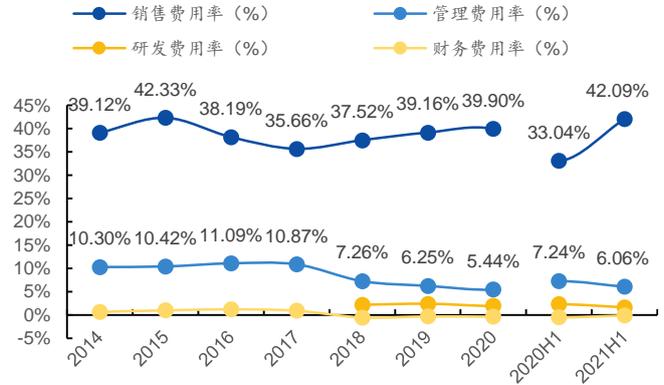
图 12: 珀莱雅毛利率与净利率情况



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

注: 因 2020 年执行新收入准则, 2020 年运费 1.18 亿元在主营业务成本列示, 2020 年不含运费的可比口径销售毛利率为 66.70%

图 13: 珀莱雅费用率情况

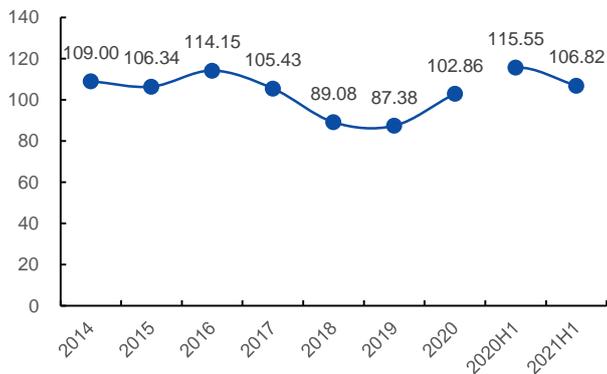


资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

注: 销售费用中, 因 2020 年执行新收入准则, 2020 年运费 1.18 亿元在主营业务成本列示 (2019 年同期销售费用中含运费 7,625 万元)

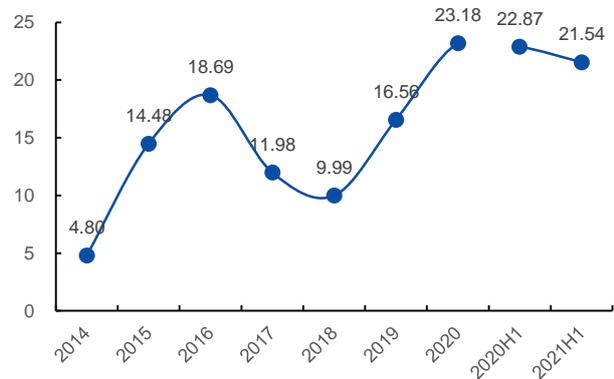
存货及应收账款周转率上升。2021 年上半年公司存货周转天数 115.55 天, 同比下降 8.73 天, 应收账款周转天数 21.54 天, 同比下降 1.33 天。

图 14: 珀莱雅存货周转天数



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

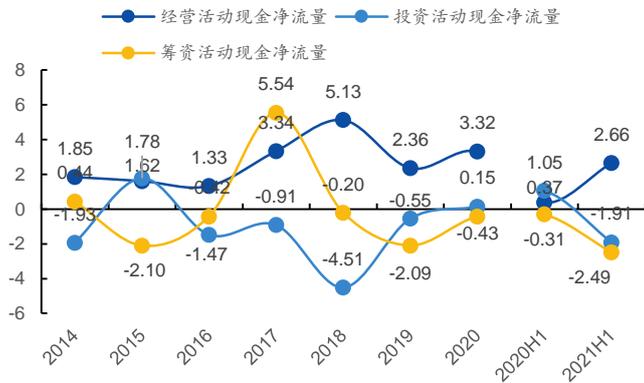
图 15: 珀莱雅应收账款周转天数



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

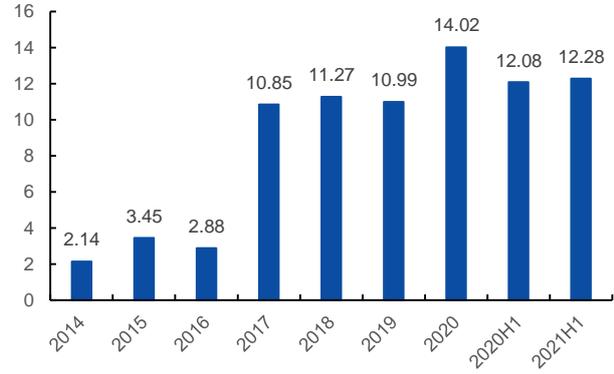
经营活动现金流净额同比上升, 货币资金充足。2021 年上半年, 公司经营/投资/筹资活动现金净流量 2.66/-1.91/-2.49 亿, 同比变动 2.30/-2.95/-2.17 亿元。其中经营活动现金净流量同比有所增加, 主要由于本期销售回款增加较多。截止 2021 年上半年末, 公司账上货币资金 12.28 亿, 较为充足。

图 16：珀莱雅现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 17：珀莱雅期末账上现金余额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2、投资建议

公司是国内大众化妆品龙头，善于把握渠道和行业趋势。主品牌随着大单品持续迭代+大单品矩阵完善，产品力、品牌力持续提升，客单价有明显上升。同时，公司积极孵化彩棠、insbaha、科瑞肤等定位彩妆、功效性护肤赛道小品牌，扩充品牌品类，打造美妆大集团。我们预计 2021-2023 年 EPS 为 2.96/3.67/4.55 元，对应收盘价 PE 为 57/46/37x，维持“买入”评级。

3、风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，新项目孵化不达预期。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1912.87	2342.42	3216.80	4013.84	4993.81
现金	1246.90	1416.65	2276.16	2837.34	3565.78
应收账款	198.41	284.88	196.62	244.74	301.46
其他应收款	15.27	48.73	59.40	75.97	93.41
预付账款	53.31	82.74	102.97	127.71	156.28
存货	313.65	468.64	546.41	692.84	841.64
其他流动资产	85.32	40.77	35.24	35.24	35.24
非流动资产	1066.50	1294.46	1145.13	1085.50	1011.21
长期投资	14.73	58.22	58.22	58.22	58.22
固定资产	550.33	565.86	549.08	519.23	482.84
无形资产	328.56	314.64	291.91	268.62	244.58
其他非流动资产	172.88	355.74	245.91	239.43	225.56
资产总计	2979.37	3636.88	4361.92	5099.34	6005.01
流动负债	874.33	1129.46	1414.40	1621.56	1868.24
短期借款	129.05	299.28	299.28	299.28	299.28
应付账款	347.32	515.83	641.94	796.18	974.28
其他流动负债	397.97	314.35	473.18	526.10	594.68
非流动负债	34.98	25.56	22.41	21.17	21.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	34.98	25.56	22.41	21.17	21.58
负债合计	909.31	1155.02	1436.81	1642.72	1889.82
少数股东权益	40.37	90.33	69.41	43.49	11.38
股本	201.27	201.12	201.12	201.12	201.12
资本公积	835.35	837.03	837.03	837.03	837.03
留存收益	1009.05	1366.31	1817.56	2374.98	3065.66
归属母公司股东权益	2029.69	2391.54	2855.71	3413.13	4103.81
负债和股东权益	2979.37	3636.88	4361.92	5099.34	6005.01

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	235.96	331.55	942.74	751.51	959.51
净利润	366.37	451.61	575.13	712.47	882.90
折旧摊销	75.17	87.79	83.76	85.83	86.28
财务费用	-9.49	-13.61	-9.09	-8.49	-10.19
投资损失	-2.12	-1.77	-3.00	-3.00	-3.00
营运资金变动	-266.84	-272.47	304.56	-36.03	-16.96
其他经营现金流	72.88	80.00	-8.63	0.73	20.48
投资活动现金流	-54.60	14.53	34.03	-17.86	-16.93
资本支出	163.73	184.06	0.00	0.00	0.00
长期投资	-104.41	-131.27	-20.58	0.00	0.00
其他投资现金流	4.73	67.32	13.45	-17.86	-16.93
筹资活动现金流	-209.26	-43.38	-117.26	-172.47	-214.14
短期借款	-96.24	170.23	0.00	0.00	0.00
长期借款	-85.13	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.09	-0.15	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	20.54	1.68	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-48.33	-215.14	-117.26	-172.47	-214.14
现金净增加额	-27.77	302.76	859.51	561.18	728.44

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3123.52	3752.39	4781.99	5979.64	7380.00
营业成本	1125.57	1367.56	1701.91	2110.81	2583.00
营业税金及附加	27.84	32.95	41.98	52.50	64.79
营业费用	1223.03	1497.06	1984.53	2499.49	3099.60
管理费用	195.26	204.28	263.01	328.88	405.90
研发费用	74.60	72.20	95.64	119.59	147.60
财务费用	-9.49	-13.61	-9.09	-8.49	-10.19
资产减值损失	-27.14	-28.23	-8.89	-13.57	-18.03
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.12	1.77	3.00	3.00	3.00
营业利润	461.61	555.07	702.86	870.01	1076.67
营业外收入	0.78	1.54	1.53	1.41	1.47
营业外支出	6.14	9.04	7.04	7.56	7.63
利润总额	456.24	547.57	697.34	863.86	1070.50
所得税	89.87	95.96	122.21	151.39	187.61
净利润	366.37	451.61	575.13	712.47	882.90
少数股东损益	-26.31	-24.40	-20.92	-25.92	-32.12
归属母公司净利润	392.68	476.01	596.05	738.39	915.01
EBITDA	527.28	629.25	777.54	947.35	1152.75
EPS (元)	1.95	2.37	2.96	3.67	4.55

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	32.28	20.13	27.44	25.05	23.42
营业利润(%)	18.97	20.25	26.63	23.78	23.75
归属母公司净利润(%)	36.73	21.22	25.22	23.88	23.92
获利能力					
毛利率(%)	63.96	63.55	64.41	64.70	65.00
净利率(%)	12.57	12.69	12.46	12.35	12.40
ROE(%)	19.35	19.90	20.87	21.63	22.30
ROIC(%)	40.99	38.15	74.05	97.74	134.03
偿债能力					
资产负债率(%)	30.52	31.76	32.94	32.21	31.47
净负债比率(%)	23.57	25.91	20.83	18.22	15.84
流动比率	2.19	2.07	2.27	2.48	2.67
速动比率	1.80	1.64	1.86	2.02	2.20
营运能力					
总资产周转率	1.07	1.13	1.20	1.26	1.33
应收账款周转率	20.37	14.10	17.87	24.70	24.55
应付账款周转率	3.14	3.17	2.94	2.94	2.92
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.95	2.37	2.96	3.67	4.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.65	4.69	3.74	4.77
每股净资产(最新摊薄)	10.09	11.89	14.20	16.97	20.41
估值比率					
P/E	87.07	71.83	57.36	46.30	37.37
P/B	16.84	14.30	11.97	10.02	8.33
EV/EBITDA	62.44	52.32	42.34	34.75	28.56

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188