

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

珀莱雅(603605)

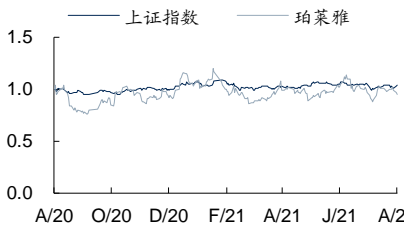
买入

2021年半年报点评

(维持评级)

2021年08月25日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	201/201
总市值/流通(百万元)	34,190/34,113
上证综指/深圳成指	3,514/14,664
12个月最高/最低(元)	217.46/135.80

相关研究报告:

- 《珀莱雅-603605-2020年年报暨2021年一季度点评: 20年完成股权激励目标, Q1收入表现靓丽》——2021-04-23
- 《珀莱雅-603605-2020年三季报点评: 利润增长超预期, 新品牌新品类表现靓丽》——2020-10-28
- 《珀莱雅-603605-重大事件快评: 发布可转债预案强化研发生产布局, 助力基本面积极向好》——2020-10-13
- 《珀莱雅-603605-2020年中报点评: 线上带动业绩回暖, 期待下半年新品发力》——2020-08-26
- 《珀莱雅-603605-2020年一季度点评: Q1基本面略有下滑符合预期, 单品升级值得期待》——2020-04-23

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001
联系人: 柳旭
电话: 0755-81981311
E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

收入表现持续靓丽, 利润短期受新品牌孵化影响

● 收入依旧稳健靓丽, 利润增速受新品牌孵化影响有所放缓

公司上半年营收 19.18 亿元, 同增 38.53%, 取得归母净利润 2.26 亿元, 同增 26.48%, 扣非净利润同增 20.72%。单 Q2 营收/归母净利润分别同增 30.42%/15.01%, 营收增速在基数效应下较 Q1 有所放缓, 其中利润增速相对更低主要系公司今年新品牌的费用投入力度大幅增加所致, 而主品牌的净利润增速与收入增速预计保持同步水平。

● 线上渠道加速高增长, 新兴自有品牌表现优异

上半年线上渠道营收增速超 75%, 营收占比超 80%, 其中线上直营取得 135% 的高增长, 天猫直营取得 78% 的增长, 抖音渠道取得近 2 亿元收入, 线上占比达 10%+。线下渠道营收同比-27.23%, 系公司主动去库存、网点数量收缩减少 10% 等影响。分品牌看, 主品牌珀莱雅收入占比下降至 77.81%, 新兴自有品牌收入增长 169.4%, 新品牌中彩棠及印彩巴哈表现靓丽推动彩妆品类增长 97.5%, 其中彩棠上半年预计营收超过 1 亿元, 下半年加快上新速度下全年预计仍有望实现 3 亿。

● 毛利率水平稳步提升, 新品牌孵化带来销售费用率上涨

公司上半年毛利率同比+3.83pct 至 63.73%, 受益于低毛利的跨境购业务收缩以及高单价新品占比的提升, 其中彩棠毛利率可达 70%+。上半年销售费用率同比+9.05pct 至 42.09%, 其中品牌宣传费用率提升 9.77pct, 主要系公司加大新品牌推广影响, 主品牌珀莱雅费用率预计与往年持平。上半年存货周转天数向好, 同比下降 8.7 天至 106.8 天, 取得经营性现金流净额 2.66 亿元, 同比+627.9%, 实现积极向好。

● 风险提示: 疫情出现反复; 电商增速不达预期; 新品推进不达预期

● 投资建议: 电商、新品升级和外延布局推动高增长, 维持“买入”

今年以来, 在行业流量变局下, 公司加大了明星单品打造和新品牌塑造以实现营收端的稳定快速发展, 虽然短期利润有所承压, 但在下半年的积极调整下预计全年仍有望实现盈利能力稳健恢复。中长期看, 公司通过线上渠道深耕以及新媒体营销的灵活运用, 电商有望持续高增长, 同时新品牌的快速爆发将进一步强化集团化多品牌发展的预期, 打开第二增长曲线。考虑短期新品牌推广费用, 我们略下调公司 21-23 年 EPS 预测至 2.86 元/3.47 元/4.31 元/股 (前值分别为 3.04/3.80/4.67 元/股), 对应 PE59 倍/49 倍/39 倍, 维持中长期“买入”评级。

盈利预测和财务指标

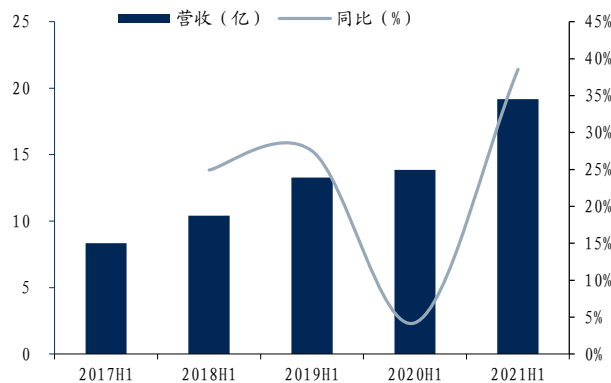
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3752.39	4702.78	5805.94	7103.44
(+/-%)	20.13%	25.33%	23.46%	22.35%
净利润(百万元)	476.01	575.19	699.06	867.34
(+/-%)	21.22%	20.83%	21.54%	24.07%
摊薄每股收益(元)	2.37	2.86	3.47	4.31
EBITMargin	17.34%	14.04%	13.77%	13.85%
净资产收益率(ROE)	19.90%	20.42%	20.96%	21.81%
市盈率(PE)	71.83	59.48	48.94	39.45
EV/EBITDA	49.96	48.42	40.69	33.78
市净率(PB)	14.30	12.14	10.26	8.60

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩情况：收入依旧稳健靓丽，利润增速受新品牌孵化影响有所放缓

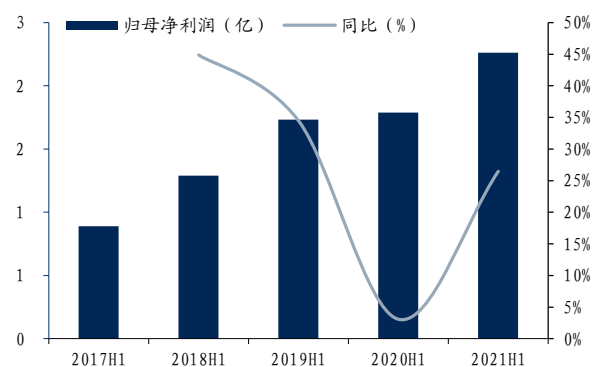
公司上半年营收 19.18 亿元，同增 38.53%，取得归母净利润 2.26 亿元，同增 26.48%，扣非净利润同增 20.72%。单 Q2 营收/归母净利润分别为 10.12 亿元/1.16 亿元，分别同增 30.42%/15.01%，增速在基数效应下较 Q1 有所放缓，其中利润增速相对更低主要系公司今年在新品牌的费用投入力度大幅增加，而主品牌的净利润增速与收入增速预计保持同步水平。

图 1：珀莱雅营收及增速（亿元、%）



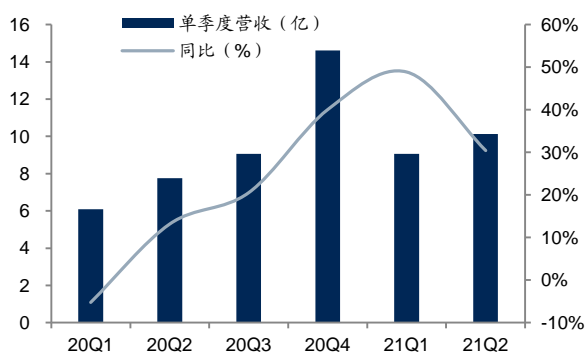
资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：珀莱雅归母净利润及增速（亿元、%）



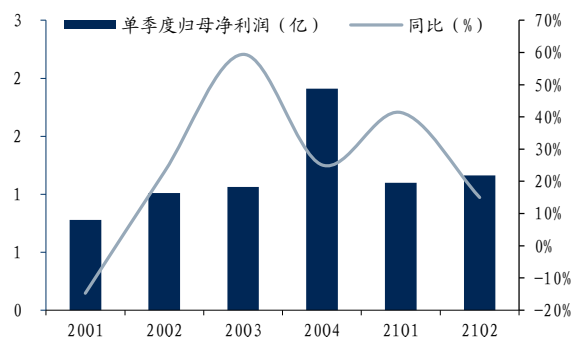
资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：珀莱雅单季度营收及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：珀莱雅单季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

营收分拆：线上渠道加速高增长，新兴自有品牌表现优异

- 1) **分渠道看**：公司上半年线上渠道整体营收增速超 75%，营收占比超 80%，其中线上直营取得 135% 的高增长，受益于天猫平台的稳健表现及新兴电商渠道的快速发展。具体看，公司上半年天猫直营取得 78% 的增长，线上占比达到 40%+，抖音渠道取得近 2 亿元收入，线上占比达 10%+。线下渠道方面，上半年营收同比-27.23%，系公司主动去库存、网点数量收缩减少 10% 等影响。
- 2) **分品牌看**：主品牌珀莱雅收入稳增长 31.44% 至 14.87 亿元，收入占比下降至 77.81%，新兴自有品牌收入增长 169.4%，其中彩棠上半年预计营收超过 1 亿元，下半年加快上新速度，全年预计仍有望实现 3 亿。跨境品牌代理上半年清库存，收入同比-49.68%。

3) 分品类看, 新品牌中彩棠及印彩巴哈表现靓丽推动彩妆品类上半年增长 97.5%, 收入占比达到 14.17%。护肤类(含洁肤)上半年收入增长 33.91%, 收入占比 85.27%。

表 1: 珀莱雅营业收入分渠道占比及增速情况 (%)

分渠道		收入占比 (%)				同比增速 (%)			
		2018 年	2019 年	2020 年	2021H1	2018 年	2019 年	2020 年	2021H1
线上	直营	19.94%	28.42%	42.45%	57.08%	90.19%	88.25%	79.63%	135.28%
	分销	23.63%	24.67%	27.56%	23.74%	40.97%	37.95%	34.36%	9.41%
	小计	43.57%	53.09%	70.01%	80.82%	59.91%	60.97%	58.59%	75.85%
线下	日化	42.52%	33.61%	22.56%	14.02%	7.45%	4.42%	-19.28%	-21.46%
	其它	13.91%	13.30%	7.43%	5.16%	59.72%	26.33%	-32.81%	-39.33%
	小计	56.43%	46.91%	29.99%	19.18%	16.88%	9.82%	-23.12%	-27.23%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 珀莱雅营业收入分品牌占比及增速情况 (%)

分品牌		收入占比 (%)				同比增速 (%)			
		2018 年	2019 年	2020 年	2021H1	2018 年	2019 年	2020 年	2021H1
自有品牌	珀莱雅	88.77%	85.21%	79.66%	77.81%	32.38%	26.81%	12.43%	31.44%
	其它品牌	11.23%	10.18%	14.82%	19.17%	32.65%	19.74%	75.08%	169.36%
	小计	100.00%	95.39%	94.48%	96.98%	32.41%	26.02%	19.11%	46.24%
代理品牌	跨境代理品牌	-	4.61%	5.52%	3.02%	-	-	44.09%	-49.68%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

注: 其中彩棠 21 上半年营收 1.11 亿元左右

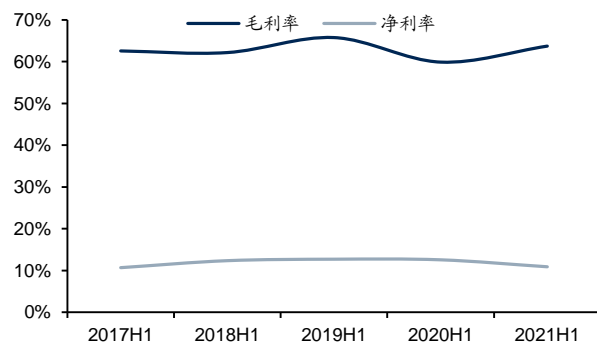
表 3: 珀莱雅营业收入分品类占比及增速情况 (%)

分品类	收入占比 (%)				同比增速 (%)			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021H1	2018 年	2019 年	2020 年	2021H1
护肤类(含洁肤)	98.80%	93.40%	86.50%	85.27%	32.29%	24.89%	11.38%	33.91%
美容彩妆类	1.20%	5.29%	12.41%	14.17%	42.59%	482.43%	181.91%	97.45%
其它	-	1.31%	1.09%	0.56%	-	-	0.47%	-61.56%

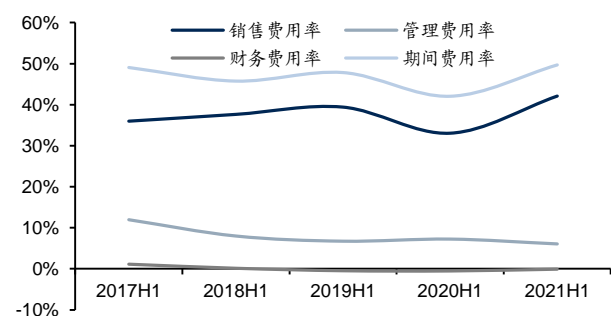
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利营运: 毛利率水平稳步提升, 新品牌孵化带来销售费用率上涨

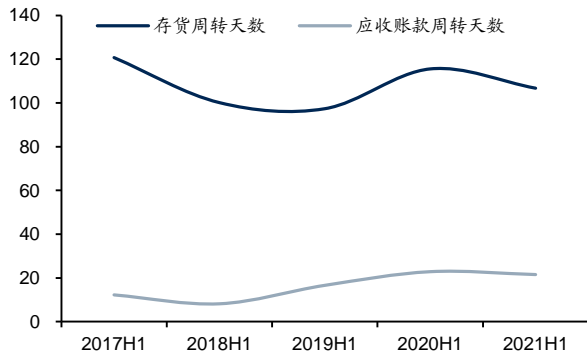
公司上半年毛利率同比+3.83pct 至 63.73%, 受益于低毛利的跨境购业务收缩以及高单价新品占比的提升, 其中彩棠毛利率可达 70%+。上半年销售费用率同比+9.05pct, 其中品牌宣传费用率提升 9.77pct, 系公司加大新品牌推广影响, 主品牌费用率预计与往年持平。上半年存货周转天数向好, 同比下降 8.7 天至 106.8 天, 取得经营性现金流净额 2.66 亿元, 同比+627.9%, 实现积极向好。

图 5: 珀莱雅毛利率及净利率水平 (%)


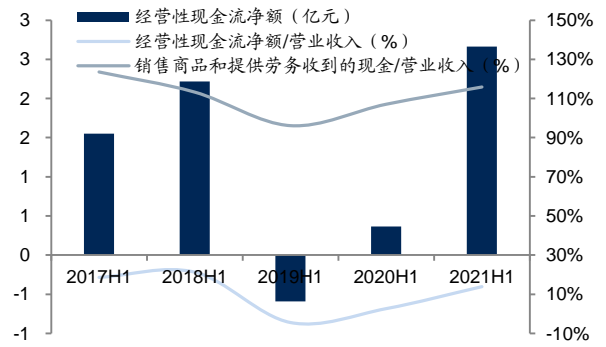
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 珀莱雅期间费用率 (%)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 珀莱雅存货及应收账款周转天数 (天)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 珀莱雅经营性现金流情况 (亿元、%)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 电商、新品升级布局推动高增长, 维持“买入”

今年以来, 在行业流量变局下, 公司加大了明星单品打造和新品牌塑造以实现营收端的稳定快速发展, 虽然短期利润有所承压, 但在下半年的积极调整下预计全年仍有望实现盈利能力稳健恢复。中长期看, 公司通过线上渠道深耕以及新媒体营销的灵活运用, 电商有望持续高增长, 同时新品牌的快速爆发将进一步强化集团化多品牌发展的预期, 打开第二增长曲线。考虑短期新品牌推广费用, 我们略下调公司 21-23 年 EPS 预测至 2.86 元/3.47 元/4.31 元/股 (前值分别为 3.04/3.80/4.67 元 /股), 对应 PE59 倍/49 倍/39 倍, 维持中长期“买入”评级。

附表: 可比公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 21/08/24	EPS			PE			总市值(亿元) 21/08/24
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
603605	珀莱雅	买入	170.00	2.37	2.86	3.47	71.83	59.48	48.94	341.90
603983	丸美股份	增持	35.61	1.16	1.38	1.62	30.70	25.80	21.98	143.09
688363	华熙生物	增持	197.39	1.35	1.77	2.27	146.21	111.52	86.96	947.47
600315	上海家化	买入	52.17	0.63	0.83	1.21	82.81	62.86	43.12	354.57

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1417	1916	2453	3171	营业收入	3752	4703	5806	7103
应收款项	334	219	286	292	营业成本	1368	1646	2025	2477
存货净额	469	490	607	745	营业税金及附加	33	42	58	71
其他流动资产	124	329	406	497	销售费用	1497	1899	2362	2888
流动资产合计	2342	3004	3783	4734	管理费用	204	456	561	684
固定资产	613	633	642	645	财务费用	(14)	(33)	(48)	(63)
无形资产及其他	315	303	291	280	投资收益	2	3	1	0
投资性房地产	308	308	308	308	资产减值及公允价值变动	28	(15)	(20)	(20)
长期股权投资	58	58	58	58	其他收入	(139)	0	0	0
资产总计	3637	4306	5083	6026	营业利润	555	681	828	1027
短期借款及交易性金融负债	299	200	200	200	营业外净收支	(7)	0	0	0
应付款项	580	601	744	914	利润总额	548	681	828	1027
其他流动负债	250	595	738	905	所得税费用	96	136	166	205
流动负债合计	1129	1396	1683	2019	少数股东损益	(24)	(30)	(37)	(46)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	476	575	699	867
其他长期负债	26	26	26	26					
长期负债合计	26	26	26	26	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1155	1421	1708	2044	净利润	476	575	699	867
少数股东权益	90	68	40	6	资产减值准备	(12)	2	0	0
股东权益	2392	2817	3334	3976	折旧摊销	57	76	83	90
负债和股东权益总计	3637	4306	5083	6026	公允价值变动损失	(28)	15	20	20
					财务费用	(14)	(33)	(48)	(63)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(350)	256	26	101
每股收益	2.37	2.86	3.47	4.31	其它	(6)	(25)	(28)	(34)
每股红利	0.64	0.74	0.90	1.12	经营活动现金流	137	899	800	1044
每股净资产	11.89	14.00	16.57	19.76	资本开支	(89)	(101)	(101)	(101)
ROIC	22%	20%	25%	32%	其它投资现金流	71	(50)	20	0
ROE	20%	20%	21%	22%	投资活动现金流	(61)	(151)	(81)	(101)
毛利率	64%	65%	65%	65%	权益性融资	2	0	0	0
EBIT Margin	17%	14%	14%	14%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	16%	15%	15%	支付股利、利息	(128)	(150)	(182)	(226)
收入增长	20%	25%	23%	22%	其它融资现金流	347	(99)	0	0
净利润增长率	21%	21%	22%	24%	融资活动现金流	94	(249)	(182)	(226)
资产负债率	34%	35%	34%	34%	现金净变动	170	499	538	717
息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	1247	1417	1916	2453
P/E	71.8	59.5	48.9	39.4	货币资金的期末余额	1417	1916	2453	3171
P/B	14.3	12.1	10.3	8.6	企业自由现金流	154	759	648	877
EV/EBITDA	50.0	48.4	40.7	33.8	权益自由现金流	502	686	686	927

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 \pm 10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 \pm 10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032