

珀莱雅（603605）：新渠道将持续放量，关注新品牌成长

2021年8月27日

推荐/下调

珀莱雅

公司报告

事件：珀莱雅发布2021年半年报，上半年实现营业收入19.18亿元，同比+38.53%；归母净利润2.26亿元，同比+26.48%。

主品牌稳健增长，新孵化品牌短期影响业绩，但长期有望打造第二增长曲线。主品牌方面，大单品的持续发力和产品矩阵的完善共同拉动珀莱雅持续稳健增长，H1实现营收14.87亿元，同比+31.44%。双抗精华和红宝石精华等核心大单品占比品牌收入达15%，占比天猫平台收入达40%，均录得良好市场表现，对品牌营收贡献增强，且大单品培育能力得到验证；品类从精华向面霜、眼霜等延伸，产品矩阵持续完善，在大单品带动效应下有望带来新的消费需求。其他品牌（彩棠、印彩巴哈、科瑞肤、OR等）H1营收3.67亿元，同比+169.36%，录得高速增长，但由于营销费用投放较高，目前仍处于亏损状态。**我们认为，新孵化品牌短期影响利润，但长期看有望打造第二增长曲线。**其中彩棠品牌主打国风彩妆，H1实现营收1.1亿元，在国货彩妆赛道高景气背景下有望率先出圈。

渠道结构优化和新平台开拓同步推进，抖音平台的成功运营释放增长潜力。线上渠道仍是公司最核心的销售渠道，H1营收同比+75.85%，收入占比超80%，其中，公司在抖音渠道的成功开拓成为新亮点。公司抓住直播风口，在提高自播占比的同时加强与优质主播的长期合作，上半年GMV约3亿元，贡献营收近2亿元。**公司直播销售渠道已打通，在行业中形成先发优势，有望持续放量。**线下渠道结构性调整，由于公司主动去库存、淘汰效益较差的门店，网点数同比-10%，使得上半年渠道营收-27.23%，预计随着调整完成，未来线下渠道将回到良性发展轨道。

盈利预测：短期调整影响利润水平，但不改长期盈利能力判断。跨境品牌代理业务的调整带来清货损失，拉低整体毛利率，新品牌孵化增加营销费用投放影响净利率，但核心品牌毛利率均保持高位。未来随着新渠道的成功拓展，公司渠道优势有望持续，看好主品牌珀莱雅依托公司强单品培育能力持续增长，关注新孵化品牌未来打造第二增长曲线的机会。预计公司21-23年收入分别为46.3、56.2、68.3亿元，归母净利分别为5.9、7.3、8.9亿元，EPS为2.9、3.7、4.4元，对应PE为56、45、37倍。考虑到公司近期业务、渠道等多方面均处于调整状态，下调至“推荐”评级。

风险提示：市场竞争加剧，新品牌孵化不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,912.87	3,752.39	4,633.73	5,621.56	6,827.83
增长率(%)	32.28%	20.13%	23.49%	21.32%	21.46%
净利润(百万元)	392.68	476.01	586.24	733.92	890.51
增长率(%)	36.73%	21.22%	23.16%	25.19%	21.34%
净资产收益率(%)	19.35%	19.90%	20.99%	22.38%	23.01%
每股收益(元)	1.96	2.37	2.91	3.65	4.43
PE	83.16	68.78	55.92	44.67	36.81
PB	16.16	13.71	11.74	10.00	8.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

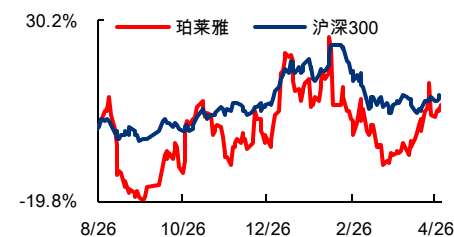
公司是一家美妆企业，专注于化妆品的研发、生产和销售。目前旗下拥有“珀莱雅”、“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”等品牌，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等化妆品领域，满足不同年龄、偏好的消费者需求。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	214.72-137.0
总市值(亿元)	367.54
流通市值(亿元)	366.71
总股本/流通A股(万股)	20,112/20,066
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.5

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxueq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
流动资产合计	1913	2342	2795	3461	4176	营业收入	3124	3752	4634	5622	6828		
货币资金	1247	1417	1749	2122	2578	营业成本	1126	1368	1673	2030	2466		
应收账款	198	285	323	409	487	营业税金及附加	28	33	41	49	60		
其他应收款	15	49	60	73	89	营业费用	1223	1497	1946	2333	2834		
预付款项	53	83	83	105	118	管理费用	195	204	255	309	376		
存货	314	469	520	663	786	财务费用	-9	-14	0	-5	-11		
其他流动资产	12	35	54	83	114	研发费用	75	72	79	87	96		
非流动资产合计	1066	1294	1203	1158	1121	资产减值损失	-27.14	-28.23	-27.69	-27.96	-27.82		
长期股权投资	15	58	58	58	58	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	550	566	532	498	464	投资净收益	2.12	1.77	0.00	0.00	0.00		
无形资产	329	315	308	302	296	加:其他收益	8.42	13.49	13.49	13.49	13.49		
其他非流动资产	15	87	0	0	0	营业利润	462	555	680	860	1049		
资产总计	2979	3637	3998	4619	5296	营业外收入	0.78	1.54	0.00	0.00	0.00		
流动负债合计	874	1129	1131	1291	1403	营业外支出	6.14	9.04	0.00	0.00	0.00		
短期借款	129	299	238	226	184	利润总额	456	548	680	860	1049		
应付账款	347	516	566	721	855	所得税	90	96	119	151	184		
预收款项	41	0	0	0	0	净利润	366	452	561	709	865		
一年内到期的非流动负债	85	0	0	0	0	少数股东损益	-26	-24	-25	-25	-25		
非流动负债合计	35	26	8	8	8	归属母公司净利润	393	476	586	734	891		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
负债合计	909	1155	1140	1300	1412	成长能力							
少数股东权益	40	90	65	40	15	营业收入增长	32.28%	20.13%	23.49%	21.32%	21.46%		
实收资本(或股本)	201	201	201	201	201	营业利润增长	18.97%	20.25%	22.52%	26.42%	22.05%		
资本公积	835	837	837	837	837	归属于母公司净利润增长	36.73%	21.22%	23.16%	25.19%	21.34%		
未分配利润	908	1266	1630	2102	2665	获利能力							
归属母公司股东权益合计	2030	2392	2793	3279	3870	毛利率(%)	63.96%	63.55%	63.89%	63.89%	63.88%		
负债和所有者权益	2979	3637	3998	4619	5296	净利率(%)	11.73%	12.04%	12.10%	12.61%	12.67%		
现金流量表		单位:百万元					总						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	13.18%	13.09%	14.66%	15.89%	16.81%	4.31%	
经营活动现金流	236	332	528	620	780	偿债能力							
净利润	366	452	561	709	865	资产负债率(%)	31%	32%	29%	28%	27%		
折旧摊销	34.95	55.87	40.24	33.95	33.95	流动比率	2.19	2.07	2.47	2.68	2.98		
财务费用	-9	-14	0	-5	-11	速动比率	1.83	1.66	2.01	2.17	2.42		
应收账款减少	0	0	-38	-86	-77	营运能力							
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.07	1.13	1.21	1.30	1.38		
投资活动现金流	-55	15	61	7	7	应收账款周转率	22	16	15	15	15		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.71	8.69	8.57	8.74	8.67		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	2	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.96	2.37	2.91	3.65	4.43		
筹资活动现金流	-209	-43	-257	-253	-332	每股净现金流(最新摊薄)	-0.14	1.51	1.65	1.85	2.26		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.08	11.89	13.89	16.31	19.24		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	83.16	68.78	55.92	44.67	36.81		
资本公积增加	21	2	0	0	0	P/B	16.16	13.71	11.74	10.00	8.47		
现金净增加额	-28	303	333	373	455	EV/EBITDA	38.94	35.26	43.40	34.53	28.19		

资料来源:公司财报,东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	珀莱雅（603605）：线上渠道缓解业绩压力，新品牌孵化加速	2020-08-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士, 法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所, 一年港股消费及策略研究经验, 目前全面负责商贸零售与社会服务行业研究。2020年度 Wind 金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究金榜“最佳选股分析师”。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526