

证券研究报告

公司研究

事项点评

珀莱雅 (603605. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服轻工行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

联系电话: +86 18516582264

邮箱: liyuanyuan1@cindasc.com

相关研究

《珀莱雅 (603605. SH): 主品牌升级, 新渠道力, 多品牌可期》2021. 9

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

电商持续高增, 毛利率提升带动净利率微升

2021 年 10 月 27 日

事件: 公司公布 2021 年三季报, 21 年前三季度实现收入 30.1 亿元, 同增 31.5%, 实现归母净利润 3.6 亿元, 同增 27.8%, 扣非净利润 3.6 亿元, 同增 23.6%, EPS 为 1.81 元; 其中 21Q3 实现收入 10.9 亿元, 同增 20.7%, 实现归母净利润 1.4 亿元, 同增 30.1%, 扣非净利润 1.4 亿元, 同增 28.6%。公司收入业绩符合预期。

点评:

- **天猫抖音等渠道推动线上高增长, 线下受疫情等影响持续下滑。**公司收入按渠道拆分来看: 1) 公司前三季度线上渠道收入 24.6 亿元, 同增 74.3%, 主要得益于天猫、抖音等直营渠道高增约 110%, 其中 21Q3 同增 75% 以上; 线上分销增长 20% 以上, 其中 21Q3 在大单品等因素推动下加速增长, 增速超过 60%。2) 公司前三季度线下渠道收入 5.5 亿元, 同减 37.8%, 主要在于疫情反复影响线下日化店等流量, 同时线下渠道经销商库存及应收款政策调整, 其中 21Q3 线下收入下滑约 50%, 预计明年将获得恢复性增长。
- **大单品战略推动珀莱雅主品牌快速增长, 彩棠表现平稳。**公司收入按品牌拆分来看: 1) 珀莱雅品牌前三季度收入 24.4 亿元, 增速达 28%, 主要得益于大单品战略稳步推进, 红宝石精华、双抗精华等大单品收入占比约 21%, 其中天猫平台占比超过 50%, 同时抖音小店持续发力, 前三季度 GMV 超过 5.5 亿; 2) 彩棠品牌前三季度收入 1.6 亿元, 增速约 185%, 伴随供应链问题改善以及新品推广, 全年有望维持高增长; 3) 公司前三季度跨境代理品牌收入下降 43%, 主要系业务收编、清理库存, 未来将主推玫瑰兰等精品品牌。
- **产品升级带动毛利率提升, 销售费率微升, 净利率有所优化。**公司 21Q3 毛利率上升 1.6pct 至 66.1%, 原材料涨价压力下毛利率逆势提升主要得益于高客单价、高毛利率的大单品战略稳步推进。公司 21Q3 销售费率上升 1.7pct 至 41.6%, 主要由于形象推广费率同比提升; 21Q3 管理费率为 4.5%, 维持平稳; 21Q3 研发费率同降 0.5pct 至 1.9%, 主要受益于收入规模效应。综上, 公司归母净利率提升 0.9pct 至 12.6%, 盈利水平有所优化。
- **大单品战略推动主品牌升级, 抖音等新渠道发力, 未来可期。**公司自 20Q1 正式推行大单品战略, 带动珀莱雅品牌客单价、复购率提升, 未来有望从单品到产品系列, 从天猫单平台到抖音、京东、线下等多渠道延展, 带动主品牌天花板不断突破, 盈利水平提升; 同时, 公司 20Q4 开始发力抖音渠道, 凭借先发优势、差异化的商品策略以及高效自播等优势保持行业前三位置, 带动公司线上高增长, 持续享受新兴渠道流量红利。此外, 多品牌战略稳步推进, 彩棠供应链及产品不断打磨, 彩妆领域获得持续突破。总体而言, 公司在渠道变革中反应敏捷, 积极升级

产品系列提升品牌档次，布局第二品牌，未来可期。

- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司主品牌升级、新兴渠道发力以及多品牌发展，维持公司盈利预测，预计公司2021-2023年收入分别46.3亿元、58.3亿元、73.3亿元，归母净利润分别为5.9亿元、7.5亿元、9.6亿元，EPS分别为2.9元、3.7元、4.8元，对应增速分别为23.0%、27.3%、28.8%，目前股价对应PE分别为65.7倍、51.7倍、40.1倍，维持买入评级。
- **风险因素：**品牌竞争加剧导致多品牌新渠道延展不达预期；线上流量成本上升影响利润率风险；行业景气度下行带来收入增长放缓风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	3,124	3,752	4,633	5,829	7,329
增长率 YoY %	32.3%	20.1%	23.5%	25.8%	25.7%
归属母公司净利润(百万元)	393	476	586	746	960
增长率 YoY%	36.7%	21.2%	23.1%	27.3%	28.8%
毛利率%	64.0%	63.6%	63.5%	63.7%	64.0%
净资产收益率ROE%	19.3%	19.9%	19.5%	19.8%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	1.95	2.37	2.91	3.71	4.78
市盈率 P/E(倍)	45.10	75.21	65.74	51.65	40.10
市净率 P/B(倍)	8.72	14.97	12.83	10.21	8.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月27日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,913	2,342	2,786	3,766	5,019	
货币资金	1,247	1,417	1,665	2,371	3,284	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	198	285	343	431	542	
预付账款	53	83	101	127	158	
存货	314	469	579	725	904	
其他	101	90	98	113	131	
非流动资产	1,066	1,294	1,317	1,339	1,361	
长期股权投	15	58	58	58	58	
固定资产(合	550	566	590	613	637	
无形资产	329	315	298	282	265	
其他	173	356	371	386	401	
资产总计	2,979	3,637	4,103	5,105	6,380	
流动负债	874	1,129	1,000	1,251	1,561	
短期借款	129	299	0	0	0	
应付票据	42	65	79	99	123	
应付账款	347	516	635	794	990	
其他	356	250	287	359	448	
非流动负债	35	26	26	26	26	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	35	26	26	26	26	
负债合计	909	1,155	1,026	1,277	1,587	
少数股东权	40	90	76	58	39	
益						
归属母公司	2,030	2,392	3,001	3,770	4,754	
负债和股东	2,979	3,637	4,103	5,105	6,380	
权益						

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	3,124	3,752	4,633	5,829	7,329	
同比 (%)	32.3%	20.1%	23.5%	25.8%	25.7%	
归属母公司净利润	393	476	586	746	960	
同比 (%)	36.7%	21.2%	23.1%	27.3%	28.8%	
毛利率 (%)	64.0%	63.6%	63.5%	63.7%	64.0%	
ROE%	19.3%	19.9%	19.5%	19.8%	20.2%	
EPS (摊薄)(元)	1.95	2.37	2.91	3.71	4.78	
P/E	45.10	75.21	65.74	51.65	40.10	
P/B	8.72	14.97	12.83	10.21	8.10	
EV/EBITDA	30.21	52.06	51.99	41.40	31.83	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	3,124	3,752	4,633	5,829	7,329	
营业成本	1,126	1,368	1,691	2,116	2,638	
营业税金及	28	33	41	51	64	
销售费用	1,223	1,497	1,909	2,419	3,041	
管理费用	195	204	246	309	388	
研发费用	75	72	88	111	139	
财务费用	-9	-14	-31	-51	-71	
减值损失合	-27	-28	-18	-18	-18	
投资净收益	2	2	0	0	0	
其他	0	-10	21	26	32	
营业利润	462	555	693	882	1,141	
营业外收支	-5	-7	0	0	0	
利润总额	456	548	693	882	1,141	
所得税	90	96	121	154	200	
净利润	366	452	572	727	942	
少数股东损	-26	-24	-14	-18	-19	
归属母公司	393	476	586	746	960	
EBITDA	552	666	709	873	1,107	
EPS (当	1.95	2.37	2.91	3.71	4.78	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现	236	332	606	758	965	
金流						
净利润	366	452	572	727	942	
折旧摊销	75	88	50	50	50	
财务费用	9	9	7	0	0	
投资损失	-2	-2	0	0	0	
营运资金变	-245	-266	-41	-38	-45	
其它	33	51	18	18	18	
投资活动现	-55	15	-52	-52	-52	
资本支出	-164	-184	-37	-37	-37	
长期投资	104	131	0	0	0	
其他	5	67	-15	-15	-15	
筹资活动现	-209	-43	-307	0	0	
吸收投资	21	2	0	0	0	
借款	-131	85	-299	0	0	
支付利息或	-98	-128	-7	0	0	
现金流净增	-28	303	248	706	913	
加额						

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 16/17/18/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020 年加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。