

“大单品+直营电商”高增长，三季度盈利提速



核心观点

- 21 年前三季度公司收入和归母净利润分别同比增长 31% 和 28%，其中 21Q3 收入和归母净利润增长 21% 与 30%，疫情对美妆行业销售有所冲击（主要影响线下），公司依托线上继续保持较快的收入增速，大单品策略的成功带动公司毛利率持续提升，Q3 盈利同比增速对比 Q2 也明显提高。
- 分渠道看，前三季度电商收入增长 74%，占比进一步提升至 82%，其中以天猫、抖音为核心的直营电商预计快速增长（前三季度直营电商同比销售增长 110% 左右），贡献了电商主要增量；受渠道数量调整和跨境代理品牌业务收缩影响，前三季度线下收入下降 38%，占比缩减至 18%。分品牌，预计主品牌增速略慢于整体增长，占比在 80% 左右，彩棠等其他品牌保持高增长，彩妆、精华等占比提升，产品结构进一步迈向多品牌、多品类美妆集团。
- 前三季度公司综合毛利率提升 2.87pct（高毛利率大单品+线上直营占比提升贡献），期间费用率同比增加 5.23pct，围绕新品推广与新品牌营销费用的增加使得公司销售费用率同比上升 6.17pct，其中 21Q3 销售费用率增加 1.73PCT，控制较好，带动三季度净利润率提升到 12.65%。前三季度公司经营性现金流净额大幅提升 137%，存货周转天数同比增加 15.23 天，应收账款周转天数下降 3.54 天。
- 在投入产出比有效控制的基调下，全年来看公司有望实现收入和盈利的同步较快增长。20 年开始珀莱雅的产品驱动升级成效显著，大单品策略提升品牌形象，带动了客单价和毛利率的明显增加，未来有望在复购率提升的过程中增加盈利能力。新品牌方面，彩棠增速亮眼，科瑞肤等仍在孵化中，为更长期的规模增长打开空间。
- 上市以来公司充分享受了美妆行业增长与电商红利，灵活的运营机制与激励方式保障了公司人才梯队建设和长期健康的可持续发展。19 年至今公司多品牌矩阵和大单品运营日益娴熟，为更长期的规模增长打开空间。

财务预测与投资建议

- 我们维持对公司 2021-2023 年每股收益为 2.89 元、3.66 元与 4.67 元的盈利预测，根据可比公司估值，给予公司 2021 年 75 倍 PE，对应目标价 216.75 元，维持“买入”评级。

风险提示：电商增速不及预期、新产品开发风险、宏观经济波动风险、市场竞争风险等。

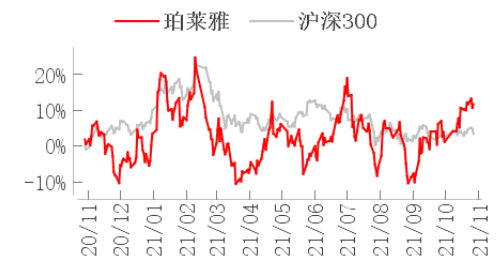
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,124	3,752	4,551	5,663	7,033
同比增长(%)	32.3%	20.1%	21.3%	24.4%	24.2%
营业利润(百万元)	462	555	681	877	1,125
同比增长(%)	19.0%	20.2%	22.6%	28.8%	28.3%
归属母公司净利润(百万元)	393	476	581	736	938
同比增长(%)	36.7%	21.2%	22.1%	26.7%	27.4%
每股收益(元)	1.95	2.37	2.89	3.66	4.67
毛利率(%)	64.0%	63.6%	64.4%	65.0%	65.4%
净利率(%)	12.6%	12.7%	12.8%	13.0%	13.3%
净资产收益率(%)	21.1%	21.5%	22.2%	23.6%	24.9%
市盈率	98.1	80.9	66.3	52.3	41.0
市净率	19.0	16.1	13.6	11.3	9.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月27日)	191.5元
目标价格	216.75元
52周最高价/最低价	216.55/145.99元
总股本/流通A股(万股)	20,112/20,066
A股市值(百万元)	38,514
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年10月28日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.43	8.81	19.41	11.71
相对表现	1.06	4.2	18.8	7.99
沪深300	-1.49	4.61	0.61	3.72



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

证券分析师

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070006

相关报告

Q2 新品牌投入拖累盈利增速，全年收入与净利润有望保持同步较快增长； 2021-08-27

20 年线上表现亮眼，21 年多品牌孵化与大单品战略有望进一步强化 2021-04-25

三季度业绩超预期，新品类表现优异拉动盈利能力提升 2020-10-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

我们维持对公司 2021-2023 年每股收益为 2.89 元、3.66 元与 4.67 元的盈利预测，根据可比公司估值，给予公司 2021 年 75 倍 PE，对应目标价 216.75 元，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截止 2021 年 10 月 28 日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
上海家化	600315	0.63	0.78	1.18	1.59	67	54	36	26
华熙生物	688363	1.35	1.70	2.39	3.24	124	99	70	52
贝泰妮	300957	1.28	1.93	2.68	3.57	171	114	82	62
爱美客	300896	2.03	4.33	6.46	9.14	307	144	97	68
雅诗兰黛	EL.N	61.35	57.86	65.57	74.92	51	44	39	34
资生堂	4911.T	56.41	78.56	86.52	93.68	53	45	40	37
欧莱雅	OR.PA	-2.12	8.34	10.41	15.44		62	50	34
调整后平均							75	56	44

数据来源：朝阳永续，Bloomberg，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,247	1,417	1,820	2,265	2,813	营业收入	3,124	3,752	4,551	5,663	7,033
应收票据及应收账款	201	290	692	861	1,069	营业成本	1,126	1,368	1,619	1,984	2,436
预付账款	53	83	101	125	155	营业税金及附加	28	33	40	50	62
存货	314	469	583	724	901	营业费用	1,223	1,497	1,874	2,331	2,883
其他	98	84	104	121	142	管理费用及研发费用	270	276	336	418	523
流动资产合计	1,913	2,342	3,300	4,096	5,081	财务费用	(9)	(14)	(15)	(16)	(14)
长期股权投资	15	58	58	58	58	资产减值损失	36	52	29	29	31
固定资产	550	566	599	616	625	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	32	47	44	39	37	投资净收益	2	2	2	2	2
无形资产	329	315	303	292	281	其他	8	13	11	8	10
其他	141	308	126	122	126	营业利润	462	555	681	877	1,125
非流动资产合计	1,066	1,294	1,131	1,127	1,127	营业外收入	1	2	3	3	3
资产总计	2,979	3,637	4,430	5,224	6,208	营业外支出	6	9	3	3	3
短期借款	129	299	603	645	711	利润总额	456	548	681	877	1,125
应付票据及应付账款	389	580	688	844	1,036	所得税	90	96	119	153	197
其他	356	250	227	235	243	净利润	366	452	562	723	928
流动负债合计	874	1,129	1,519	1,724	1,990	少数股东损益	(26)	(24)	(20)	(13)	(10)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	393	476	581	736	938
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.95	2.37	2.89	3.66	4.67
其他	35	26	0	39	50						
非流动负债合计	35	26	0	39	50	主要财务比率					
负债合计	909	1,155	1,519	1,763	2,040		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	40	90	71	58	47	成长能力					
股本	201	201	201	201	201	营业收入	32.3%	20.1%	21.3%	24.4%	24.2%
资本公积	820	824	837	837	837	营业利润	19.0%	20.2%	22.6%	28.8%	28.3%
留存收益	1,009	1,366	1,803	2,365	3,082	归属于母公司净利润	36.7%	21.2%	22.1%	26.7%	27.4%
其他	(0)	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,070	2,482	2,911	3,460	4,168	毛利率	64.0%	63.6%	64.4%	65.0%	65.4%
负债和股东权益总计	2,979	3,637	4,430	5,224	6,208	净利率	12.6%	12.7%	12.8%	13.0%	13.3%
						ROE	21.1%	21.5%	22.2%	23.6%	24.9%
						ROIC	16.8%	17.6%	21.1%	18.6%	20.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	366	452	562	723	928	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	72	86	93	88	75	流动比率	2.19	2.07	2.17	2.38	2.55
财务费用	(9)	(14)	(15)	(16)	(14)	速动比率	1.80	1.64	1.76	1.92	2.06
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	(371)	(188)	(497)	(218)	(267)	应收账款周转率	20.4	14.1	12.8	13.0	13.0
其它	180	(3)	155	54	37	存货周转率	3.9	3.3	2.9	2.8	2.8
经营活动现金流	236	332	295	629	757	总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
资本支出	26	(81)	(80)	(70)	(70)	每股指标(元)					
长期投资	(79)	(44)	0	0	0	每股收益	1.95	2.37	2.89	3.66	4.67
其他	(1)	140	2	2	2	每股经营现金流	1.17	1.65	1.47	3.13	3.76
投资活动现金流	(55)	15	(78)	(68)	(68)	每股净资产	10.09	11.89	14.13	16.92	20.49
债权融资	(34)	(85)	0	0	0	估值比率					
股权融资	29	5	13	0	0	市盈率	98.1	80.9	66.3	52.3	41.0
其他	(204)	37	174	(116)	(141)	市净率	19.0	16.1	13.6	11.3	9.3
筹资活动现金流	(209)	(43)	187	(116)	(141)	EV/EBITDA	71.2	59.5	49.2	39.3	31.5
汇率变动影响	0	0	-0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	82.5	68.9	56.1	43.3	33.6
现金净增加额	(28)	303	404	445	548						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn