

公司点评

珀莱雅 (603605)

化工 | 化学制品

大单品战略成效显著，三季度盈利加速

2021年10月29日

评级 推荐

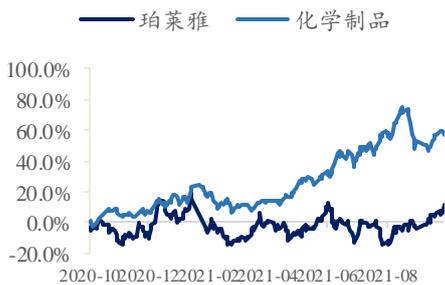
评级变动 维持

合理区间 207.87-212.20 元

交易数据

当前价格 (元)	201.00
52 周价格区间 (元)	153.68-214.72
总市值 (百万)	40424.50
流通市值 (百万)	40333.22
总股本 (万股)	20111.69
流通股 (万股)	20066.28

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
珀莱雅	12.82	27.86	14.67
化学制品	5.59	10.79	56.85

**邹建军** 分析师  
执业证书编号: S0530521080001  
0731-84403452

**陈诗璐** 研究助理  
chensl2@cfzq.com  
0731-89955711

1 《珀莱雅：珀莱雅 (603605.SH) 2021 年半年报点评：业绩增长符合预期，大单品、新渠道持续进化》 2021-08-30

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	31.24	37.52	45.69	54.86	65.21
归母净利润 (亿元)	3.93	4.76	5.97	7.38	9.12
每股收益 (元)	1.95	2.37	2.97	3.67	4.53
每股净资产 (元)	10.09	11.89	13.96	16.52	19.68
P/E	102.94	84.92	67.75	54.74	44.35
P/B	19.92	16.90	14.40	12.17	10.21

资料来源: Wind、财信证券

投资要点:

► **业绩概览:** 公司 2021 前三季度实现营收 30.12 亿元/+31.48%，归母净利润 3.64 亿元/+27.82%，扣非归母净利润 3.56 亿元/+23.63%。Q3 单季实现营收 10.95 亿元/+20.71%，归母净利润 1.38 亿元/+30.09%，扣非归母净利润 1.36 亿元/+28.64%。

► **营收情况:** 护肤品类表现亮眼，新锐彩妆高速增长。从品牌来看，主品牌珀莱雅依然为核心，新锐品牌持续发力。前三季度主品牌珀莱雅实现营收 24.4 亿元/+28%，营收占比 81%，彩棠实现营收 1.64 亿元/+185%，利润亏损 1000 万+；从品类来看，护肤品类仍为主导力量。前三季度护肤品同比增长 30%，营收占比 85%，彩妆实现同比增长 50%，营收占比 14%。

► **盈利能力:** 毛利率提升，期间费用率提升，净利率稳定。得益于精华眼霜等高毛利大单品占比提升，以及线上直营渠道高增，前三季度公司毛利率同比提升 2.87pcts 至 64.59%，Q3 单季毛利率同比提升 1.61pcts 至 66.1%。前三季度期间费用率同比提升 5.23pcts 至 49.03%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比变化 +6.17pcts、-0.65pcts、-0.60pcts、+0.31pcts 至 41.90%、5.49%、1.74%、-0.10%，销售费用率的增加符合公司的大单品策略。公司前三季度净利率同比小幅下滑 0.53pct 至 11.52% (环比提升 0.64pcts)，Q3 单季净利率同比提升 1.36pct 至 12.65%。

► **公司看点:** 产品结构优化，渠道持续精细化运营

1) **产品端:** 大单品战略成效显著，高毛利大单品占比提升。主品牌珀莱雅旗下红宝石、双抗系列明星产品通过升级迭代、组合营销，有效提升产品终端声量，明星大单品在天猫/抖音平台占比现已超 50%/10%，提振了公司整体的客单价和复购率。未来高客单价有望带动毛利率进一步提升，销售费用率也将跟随高复购率下降。

2) **渠道端:** 线上高速增长，线下战略调整。线上方面，2021 前三季度线上营收 24.57 亿元/+74.25%，占比为 82%，线上表现持续亮眼。得益于大单品战略的成功，线上直营渠道 (天猫、抖音) 同比增长约 110%，占线上收入比约 68%，目前天猫占比 40%+，抖音占比 10%+，

京东占比 10%，唯品会占比 5%+，快手占比 5%-，拼多多占比 5%-；线下方面，2021 前三季度线下营收 5.45 亿元/-37.83%，占比为 18%，其中日化渠道下降约 36%。线下渠道下滑主要是大单品统仓管理、线下调整渠道库存结构及 Q3 减少经销商应收账款所致。

- **投资建议与盈利预测：品牌升级、产品优化、精细化渠道运营推动高速增长，维持公司“推荐”评级。**公司未来将继续深化大单品战略，利用精细化运营优势积极布局抖音、京东等新兴渠道，产品力及品牌力有望进一步提振，看好公司发展前景。我们维持公司 2021-2023 年营收分别为 45.69/54.86/65.21 亿元，归母净利润分别为 5.97/7.38/9.12 亿元，EPS 分别为 2.97/3.67/4.53 元，营业收入增速分别为 21.77%/20.06%/18.87%，业绩增速分别为 25.35%/23.76%/25.44%，当前业绩对应 PE 分别为 68x/55x/44x。考虑到短期内明星大单品还将持续发力，打开公司量价齐升的空间，长期公司将打造多品牌矩阵、进行全链路外延发展，完善公司上下游生态化布局，公司有望实现稳定增长，未来两年业绩复合增速为 23.60%，且基于可比公司估值水平，我们给予公司 2022 年 2.4xPEG，合理价格区间在 207.87-212.20 元，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：行业景气度下降；市场竞争度加剧；新品孵化不及预期；宏观经济下行风险。**

图 1：可比公司估值情况

日期 代码	20211029 公司	收盘价	归母净利润			EPS			PEG
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2022E
603605	珀莱雅	201.00	5.97	7.38	9.12	2.97	3.67	4.53	2.32
600315	上海家化	47.93	5.30	7.96	10.65	0.78	1.17	1.57	0.98
603983	丸美股份	34.91	4.78	5.63	6.58	1.19	1.40	1.64	1.43
300957	贝泰妮	226.99	8.18	11.67	15.57	1.93	2.75	3.68	2.17

资料来源：Wind、财信证券

\*注：上海家化、丸美股份、水羊股份业绩预测值均为 Wind 一致预期

**财务预测摘要**

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3124</b>	<b>3752</b>	<b>4569</b>	<b>5486</b>	<b>6521</b>	<b>流动资产</b>	1913	2342	2921	3646	4517
营业成本	1126	1368	1631	1931	2276	现金	1247	1417	1997	2545	3214
税金及附加	28	33	43	52	62	应收票据及应收账款	201	290	273	328	390
营业费用	1223	1497	1782	2134	2534	其他应收款	15	49	31	37	44
管理费用	195	204	242	285	333	预付账款	53	83	71	85	101
研发费用	75	72	99	137	150	存货	314	469	507	600	707
财务费用	(9)	(14)	0	(8)	(10)	其他流动资产	83	35	43	52	61
资产减值损失	(27)	(28)	(33)	(39)	(47)	<b>非流动资产</b>	1066	1294	1185	1168	1152
信用减值损失	(9)	(24)	(21)	(25)	(30)	长期投资	15	58	57	56	55
其他收益	8	13	11	11	11	固定资产	550	566	527	530	534
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	无形资产	329	315	300	285	270
投资净收益	2	2	1	1	1	其他非流动资产	173	356	301	297	294
资产处置收益	0	0	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>2979</b>	<b>3637</b>	<b>4105</b>	<b>4814</b>	<b>5669</b>
<b>营业利润</b>	<b>462</b>	<b>555</b>	<b>730</b>	<b>902</b>	<b>1113</b>	<b>流动负债</b>	874	1129	1209	1433	1690
营业外收入	1	2	2	2	2	短期借款	129	299	0	0	0
营业外支出	6	9	6	6	6	应付票据及应付账款	389	580	684	810	955
<b>利润总额</b>	<b>456</b>	<b>548</b>	<b>726</b>	<b>898</b>	<b>1108</b>	其他流动负债	356	250	524	623	735
所得税	90	96	153	190	234	<b>非流动负债</b>	35	26	23	23	22
<b>净利润</b>	<b>366</b>	<b>452</b>	<b>572</b>	<b>708</b>	<b>874</b>	长期借款	0	0	(2)	(3)	(3)
少数股东损益	(26)	(24)	(24)	(30)	(37)	其他非流动负债	35	26	26	26	26
<b>归属母公司净利润</b>	<b>393</b>	<b>476</b>	<b>597</b>	<b>738</b>	<b>912</b>	<b>负债合计</b>	909	1155	1232	1456	1712
EBITDA	522	622	814	905	1113	少数股东权益	40	90	66	36	(1)
EPS(元)	1.95	2.37	2.97	3.67	4.53	股本	201	201	201	201	201
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资本公积	835	837	837	837	837
<b>经营活动现金流</b>	<b>236</b>	<b>332</b>	<b>1,041</b>	<b>763</b>	<b>935</b>	留存收益	993	1353	1769	2284	2920
净利润	366	452	572	708	874	归属母公司股东权益	2030	2392	2808	3323	3958
折旧摊销	75	88	88	15	15	<b>负债和股东权益</b>	<b>2979</b>	<b>3637</b>	<b>4105</b>	<b>4814</b>	<b>5669</b>
财务费用	(9)	(14)	0	(8)	(10)						
投资损失	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)						
营运资金变动	(267)	(272)	380	47	55						
其他经营现金流	73	80	2	2	2						
<b>投资活动现金流</b>	<b>(55)</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>1</b>	<b>1</b>						
资本支出	171	193	0	(0)	0						
长期投资	104	131	0	0	0						
其他投资现金流	(330)	(310)	21	1	1						
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(209)</b>	<b>(43)</b>	<b>(483)</b>	<b>(216)</b>	<b>(266)</b>						
短期借款	(96)	170	(299)	0	0						
长期借款	(85)	0	(2)	(0)	(0)						
其他筹资现金流	(28)	(214)	(181)	(215)	(266)						
<b>现金净增加额</b>	<b>(28)</b>	<b>303</b>	<b>580</b>	<b>548</b>	<b>670</b>						
<b>重要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>						
营业收入(百万元)	3124	3752	4569	5486	6521						
YoY(%)	32.28	20.13	21.77	20.06	18.87						
净利润(百万元)	393	476	597	738	912						
YoY(%)	36.73	21.22	25.35	23.76	23.44						
毛利率(%)	64.0	63.6	64.3	64.8	65.1						
净利率(%)	12.6	12.7	13.1	13.5	14.0						
ROE(%)	19.3	19.9	21.3	22.2	23.0						
EPS(摊薄/元)	1.95	2.37	2.97	3.67	4.53						
P/E(倍)	<b>102.9</b>	<b>84.9</b>	<b>67.7</b>	<b>54.7</b>	<b>44.3</b>						
P/B(倍)	<b>19.9</b>	<b>16.9</b>	<b>14.4</b>	<b>12.2</b>	<b>10.2</b>						

资料来源: Wind、财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438