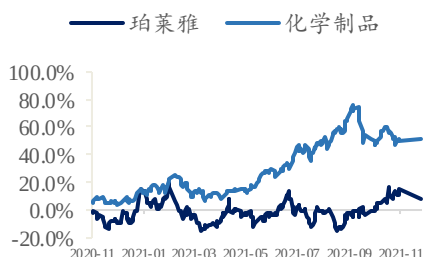


**公司点评**
**珀莱雅 (603605)**
**化工 | 化学制品**
**拟发行可转债，募资投向生产研发，保障高质量成长**
**2021 年 12 月 06 日**
**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理区间 213.07-223.72 元**
**交易数据**

|              |               |
|--------------|---------------|
| 当前价格 (元)     | 194.19        |
| 52 周价格区间 (元) | 153.68-214.72 |
| 总市值 (百万)     | 39034.13      |
| 流通市值 (百万)    | 39034.13      |
| 总股本 (万股)     | 20101.00      |
| 流通股 (万股)     | 20101.00      |

**涨跌幅比较**


| %    | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 珀莱雅  | -5.50 | 18.26 | 16.95 |
| 化学制品 | 2.87  | -3.19 | 43.57 |

**邹建军**

执业证书编号: S0530521080001

zoujianjun@hncasing.com

**陈诗璐**

chenshilu@hncasing.com

**分析师**

0731-84403452

**研究助理**

0731-89955711

1 《珀莱雅：珀莱雅 (603605.SH) 2021 年三季报点评：大单品战略成效显著，三季度盈利加速》  
2021-11-01

2 《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 | 47.78 | 57.98 | 69.38 |
| 归母净利润 (亿元) | 3.93  | 4.76  | 6.08  | 7.56  | 9.23  |
| 每股收益 (元)   | 1.95  | 2.37  | 3.02  | 3.76  | 4.59  |
| 每股净资产 (元)  | 10.10 | 11.90 | 14.01 | 16.63 | 19.83 |
| P/E        | 99.40 | 82.00 | 64.20 | 51.63 | 42.27 |
| P/B        | 19.23 | 16.32 | 13.86 | 11.68 | 9.79  |

资料来源: Wind、财信证券

**投资要点:**

- **事件点评：公司发布可转债发行公告，拟募集资金主要用于生产基地、研发基地以及信息化系统升级，以提升供应链、中后台实力。**公司本次发行募资金额不超过 7.52 亿元，初始转股价格为 195.98 元/股，存续期为 6 年。募资金额拟用于湖州扩建生产基地建设、龙坞研发中心建设、信息化系统升级建设、补充流动资金，拟投入募资金额分别为 3.39、1.95、0.91、1.28 亿元。生产端加速开发建设，公司产能有望逐步提升以匹配未来销售增速；研发端积极布局，持续加强公司新品开发、功效检测等综合研发实力，进一步夯实竞争力。
- **公司看点：得益于研发沉淀，公司大单品战略效果显著。**公司组织灵活，利用市场化思维构筑“研发+”架构，多部门协同共创提升产品开发效率，成功打造兼具功效和卖点的优质产品。公司 2021 前三季度主品牌珀莱雅实现营收 24.4 亿元/+28%，营收占比 81%，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 2021Q3 在天猫/抖音平台占比已超 50%/10%，提振了公司整体的客单价和复购率。未来公司产品生产加速叠加研发实力、信息化系统升级，公司将持续实现产品结构优化、精细化渠道运营保障高质量增长。
- **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。考虑到公司双十一期间自播效益好、主品牌销量同比有较大增长，我们上调公司 2021-2023 年营收分别至 47.78/57.98/69.38 亿元（增速分别为 27.34%/21.35%/19.67%），归母净利润分别为 6.08/7.56/9.23 亿元（增速分别为 27.73%/24.34%/22.14%），EPS 分别为 3.02/3.76/4.59 元，当前业绩对应 PE 分别为 64x/52x/42x。考虑到公司持续夯实生产端、研发端，中短期内明星大单品仍将持续发力，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，公司未来两年业绩复合增速为 23.21%，且基于可比公司估值水平，我们给予公司 2023 年 2xPEG，合理价格区间在 213.07-223.72 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

| 2021/12/6 |        | 归母净利润 |       |       | EPS   |       |       | PEG   | 最新市值（亿元） |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| 公司        | 收盘价    | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | 2023E |          |
| 珀莱雅       | 194.19 | 6.24  | 7.80  | 9.69  | 3.10  | 3.88  | 4.82  | 1.64  | 390      |
| 贝泰妮       | 189.16 | 8.18  | 11.67 | 15.57 | 1.93  | 2.75  | 3.68  | 1.81  | 801      |
| 水羊股份      | 16.61  | 2.43  | 3.79  | 5.82  | 0.59  | 0.92  | 1.42  | 0.33  | 68       |
| 上海家化      | 42.30  | 5.29  | 7.97  | 10.64 | 0.78  | 1.17  | 1.57  | 0.86  | 287      |
| 丸美股份      | 30.08  | 3.30  | 4.07  | 4.85  | 0.82  | 1.01  | 1.21  | 1.40  | 121      |

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 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 3,124 | 3,752 | 4,778 | 5,798 | 6,938 | 流动资产      | 1,913 | 2,342 | 2,993 | 3,758 | 4,653 |
| 营业成本        | 1,126 | 1,368 | 1,720 | 2,058 | 2,422 | 现金        | 1,247 | 1,417 | 2,022 | 2,589 | 3,267 |
| 税金及附加       | 28    | 33    | 45    | 55    | 66    | 应收票据及应收账款 | 201   | 290   | 286   | 346   | 415   |
| 营业费用        | 1,223 | 1,497 | 1,864 | 2,256 | 2,696 | 其他应收款     | 15    | 49    | 32    | 39    | 47    |
| 管理费用        | 195   | 204   | 258   | 313   | 375   | 预付账款      | 53    | 83    | 74    | 90    | 107   |
| 研发费用        | 75    | 72    | 103   | 145   | 194   | 存货        | 314   | 469   | 534   | 639   | 752   |
| 财务费用        | -9    | -14   | 0     | -8    | -10   | 其他流动资产    | 83    | 35    | 45    | 54    | 65    |
| 资产减值损失      | -27   | -28   | -34   | -41   | -50   | 非流动资产     | 1,066 | 1,294 | 1,185 | 1,168 | 1,152 |
| 信用减值损失      | -9    | -24   | -22   | -26   | -32   | 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     | 资产总计      | 2,979 | 3,637 | 4,178 | 4,926 | 5,805 |
| 营业利润        | 462   | 555   | 744   | 924   | 1,127 | 流动负债      | 874   | 1,129 | 1,273 | 1,526 | 1,799 |
| 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   | 721   | 863   | 1,016 |
| 利润总额        | 456   | 548   | 739   | 919   | 1,123 | 其他流动负债    | 356   | 250   | 552   | 663   | 783   |
| 所得税         | 90    | 96    | 156   | 194   | 237   | 非流动负债     | 35    | 26    | 23    | 23    | 22    |
| 净利润         | 366   | 452   | 583   | 725   | 886   | 长期借款      | 0     | 0     | -2    | -3    | -3    |
| 少数股东损益      | -26   | -24   | -25   | -31   | -38   | 其他非流动负债   | 35    | 26    | 26    | 26    | 26    |
| 归属母公司净利润    | 393   | 476   | 608   | 756   | 923   | 负债合计      | 909   | 1,155 | 1,297 | 1,549 | 1,821 |
| EBITDA      | 522   | 622   | 828   | 926   | 1,128 | 少数股东权益    | 40    | 90    | 65    | 35    | -3    |
| EPS (元)     | 1.95  | 2.37  | 3.02  | 3.76  | 4.59  | 股本        | 201   | 201   | 201   | 201   | 201   |
| 现金流量表 (百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资本公积      | 835   | 837   | 837   | 837   | 837   |
| 经营活动现金流     | 236   | 332   | 1,070 | 787   | 946   | 留存收益      | 993   | 1,353 | 1,777 | 2,305 | 2,948 |
| 净利润         | 366   | 452   | 583   | 725   | 886   | 归属母公司股东权益 | 2,030 | 2,392 | 2,816 | 3,343 | 3,987 |
| 折旧摊销        | 75    | 88    | 88    | 15    | 15    | 负债和股东权益   | 2,979 | 3,637 | 4,178 | 4,926 | 5,805 |
| 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  | 398   | 55    | 56    |           |       |       |       |       |       |
| 其他经营现金流     | 73    | 80    | 2     | 2     | 2     |           |       |       |       |       |       |
| 投资活动现金流     | -55   | 15    | 21    | 1     | 1     |           |       |       |       |       |       |
| 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     |           |       |       |       |       |       |
| 筹资活动现金流     | -209  | -43   | -486  | -221  | -269  |           |       |       |       |       |       |
| 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  | -184  | -221  | -269  |           |       |       |       |       |       |
| 现金净增加额      | -28   | 303   | 606   | 567   | 678   |           |       |       |       |       |       |
| 重要财务指标      | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |           |       |       |       |       |       |
| 营业收入(百万元)   | 3,124 | 3,752 | 4,778 | 5,798 | 6,938 |           |       |       |       |       |       |
| YoY(%)      | 32.28 | 20.13 | 27.34 | 21.35 | 19.67 |           |       |       |       |       |       |
| 净利润(百万元)    | 393   | 476   | 608   | 756   | 923   |           |       |       |       |       |       |
| YoY(%)      | 36.73 | 21.22 | 27.73 | 24.34 | 22.14 |           |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)      | 64.0  | 63.6  | 64.0  | 64.5  | 65.1  |           |       |       |       |       |       |
| 净利率(%)      | 12.6  | 12.7  | 12.7  | 13.0  | 13.3  |           |       |       |       |       |       |
| ROE(%)      | 19.3  | 19.9  | 21.6  | 22.6  | 23.2  |           |       |       |       |       |       |
| EPS(摊薄/元)   | 1.95  | 2.37  | 3.02  | 3.76  | 4.59  |           |       |       |       |       |       |
| P/E(倍)      | 99.40 | 82.00 | 64.20 | 51.63 | 42.27 |           |       |       |       |       |       |
| P/B(倍)      | 19.23 | 16.32 | 13.86 | 11.68 | 9.79  |           |       |       |       |       |       |

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

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