

拉芳家化(603630)

报告日期: 2020年11月01日

新锐品牌助力电商 Q3 高增, 盈利能力显著回升

——拉芳家化跟踪点评

✎ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎ : 联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨
✉ : mali@stocke.com.cn

报告导读

电商单季度收入增速提升到 46%，业绩进一步修复，收购新锐彩妆品牌 VNK。

投资要点

- **事件:** 公司公布三季度, Q2 单季度收入增长 4.5% 至 2.49 亿元, 归母净利达到 3439 万元 (去年同期 1010 万元)。Q2 的优秀表现带动前三季度收入降幅缩窄至 6.2%, 归母净利增长 43%。
- **电商业务领跑、经销大盘稳定, 未来发展聚集线上。** 按渠道拆分来看:
电商在疫情下增长持续领跑: 前三季度收入增长 20% 以上, Q3 单季度增速达到 46%, 高增来自拉芳雨洁美多丝等品牌在拼多多等新渠道的扩张、代理进口品瑞铂希及黛尔珀的良性增长、以及今年推出的年轻洗护品牌 T8、护肤品牌肌安特的增量贡献。公司 7/9 公布股权激励计划, 重点激励线上业务人员, 提出部门层面考核指标为 2020/2021 年线上收入增长 66.67%/168% 至 2.06/5.52 亿元, 彰显发展电商业务的决心。
线下经销恢复良好: 线下方面, 占比最高的经销商渠道提货积极, 前三季度与去年同期提货额已经接近持平达到 4.3 亿元, Q3 单季度高单位数增长; KA 方面由于疫情影响渠道流量下降公司顺势削减投入, 前三季度收入降幅在 3 成以上, 但 Q3 相对上半年降幅也有自然缩窄。
- **投放提效、盈利回升、现金流同比显著增长, 展现稳健运营实力。** 公司 2019 年受到 KA 渠道无效销售资源投放拖累利润水平显著低于往年, 但 20 年重新梳理渠道策略后收缩 KA 费用投入、聚焦电商渠道运营、重视 ROI 评估, 前三季度销售费用较去年同期减少 1.1 亿元, 带来盈利能力大幅回升, 前三季度归母净利达到 8216 万元, 叠加公司库存及应收账款规模得到有效控制, 前三季度经营性现金流同比增长 15% 至 1.14 亿元, 展现出良好的报表质量。
- **盈利预测及估值:** 拉芳作为拥有 20 年历史的民资日化集团本身拥有成熟的产品开发能力及丰富的生产供应链储备, 2016 年更通过旗下产业基金积极布局新锐美妆、母婴品牌以及优质 MCN, 2020 年开始公司聚焦电商渠道、品牌年轻化逐步落地, 公司年内已孵化新锐品牌如 T8、肌安特, 并在 10 月正式完成对本土平价美妆品牌 VNK 的收购, 未来随旗下品牌持续培育后成长放量, 业绩增长值得期待。我们预计 2020/21/22 年公司收入同比增长 5%/29%/19% 至 10.0/13.0/15.5 亿元, 归母净利达到 1.02/1.36/1.64 亿元, 对应 PE 33/25/21X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情影响零售环境; 新品牌拓展不及预期; 电商发展不及预期

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	964.9	1008.2	1304.5	1550.5
(+/-)	0.1%	4.5%	29.4%	18.9%
净利润	49.6	101.8	135.5	164.0
(+/-)	-61.0%	105.1%	33.2%	21.0%
每股收益 (元)	0.22	0.45	0.60	0.72
P/E	68.5	33.4	25.1	20.7

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 15.00

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.15
2Q/2020	0.14
1Q/2020	0.07
4Q/2019	-0.03



公司简介

老牌日化龙头, 旗下运营拉芳、美多丝、雨洁、T8 等日化品牌及黛尔珀、瑞铂希、肌安特等化妆品品牌, 并通过旗下产业基金参与多个新媒体、文创企业投资。

相关报告

- 1、《拉芳家化深度: 发力电商及品牌年轻化, 民族日化开启新篇章》-200713
- 2、《拉芳家化: 聚焦电商渠道、投放提效、年轻品牌逐步落地》-200829

报告撰写人: 马莉

联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨

表：拉芳家化财务三表单季度摘要（单位：百万元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	19Q1-Q3	20Q1-Q3
利润表摘要									
营业总收入	265.91	191.80	238.40	268.74	167.22	236.52	249.08	696.11	652.82
YOY	20.4%	-13.1%	-10.9%	5.4%	-37.1%	23.3%	4.5%		-6.2%
营业成本	99.63	91.70	118.63	121.34	79.32	118.87	123.19	309.97	321.38
毛利润	166.27	100.10	119.77	147.40	87.90	117.65	125.89	386.14	331.44
YOY	29.3%	-26.0%	-25.5%	-6.8%	-47.1%	17.5%	5.1%		-14.2%
毛利率	62.5%	52.2%	50.2%	54.9%	52.6%	49.7%	50.5%	55.5%	50.8%
期间费用	115.00	109.94	117.21	135.38	65.83	77.79	86.01	342.14	229.63
YOY	35.6%	10.7%	10.3%	-8.1%	-42.8%	-29.2%	-26.6%		-32.9%
期间费用率	43.2%	57.3%	49.2%	50.4%	39.4%	32.9%	34.5%	49.2%	35.2%
销售费用	99.79	94.12	101.35	119.06	56.85	63.53	64.96	295.26	185.33
销售费用率	37.5%	49.1%	42.5%	44.3%	34.0%	26.9%	26.1%	42.4%	28.4%
管理费用	9.81	11.38	11.00	11.06	6.98	10.22	13.90	32.19	31.10
管理费用率	3.7%	5.9%	4.6%	4.1%	4.2%	4.3%	5.6%	4.6%	4.8%
研发费用	9.31	9.48	9.20	10.26	7.36	8.27	11.10	27.99	26.73
研发费用率	3.5%	4.9%	3.9%	3.8%	4.4%	3.5%	4.5%	4.0%	4.1%
财务费用	-3.91	-5.04	-4.35	-5.00	-5.35	-4.23	-3.95	-13.29	-13.53
财务费用率	-1.5%	-2.6%	-1.8%	-1.9%	-3.2%	-1.8%	-1.6%	-1.9%	-2.1%
其他收益	0.00	0.00	0.00	1.78	0.11	0.14	0.23	0.00	0.49
投资净收益	1.91	7.31	7.01	4.15	2.08	4.60	6.52	16.23	13.20
资产减值损失	1.19	2.09	0.40	-23.00	-4.51	-3.62	-3.55	1.30	-11.68
信用减值损失		0.56	0.28	-4.14	0.98	-1.98	-2.69	0.84	-3.69
营业利润	49.11	-1.38	8.18	-3.91	19.45	36.90	37.75	55.91	94.10
YOY	-3.0%	-103.3%	-86.0%	663.5%	-60.4%	/	361.6%		68.3%
营业利润率	18.5%	-0.7%	3.4%	-1.5%	11.6%	15.6%	15.2%	8.0%	14.4%
加：营业外收入	4.86	0.40	3.10	-5.08	0.21	0.41	0.13	8.36	0.75
减：营业外支出	0.00	0.04	0.04	0.16	0.76	1.45	1.16	0.07	3.37
利润总额	53.97	-1.01	11.24	-9.15	18.91	35.86	36.72	64.20	91.48
YOY	0.4%	-102.4%	-80.8%	-2791.5%	-65.0%	/	226.7%		42.5%
减：所得税	6.90	-1.45	1.05	-1.87	2.71	6.10	2.80	6.50	11.61
所得税率	13%	143%	9%	20%	14%	17%	8%	10%	13%
净利润	47.07	0.44	10.19	-7.27	16.19	29.76	33.92	57.70	79.87
YOY	4.7%	-98.9%	-78.9%	109.5%	-65.6%	6659.7%	232.8%		38.4%
净利率	17.7%	0.2%	4.3%	-2.7%	9.7%	12.6%	13.6%	8.3%	12.2%
归母净利润	47.07	0.37	10.10	-7.91	16.12	31.65	34.39	57.54	82.16
YOY	4.7%	-99.0%	-79.3%	55.8%	-65.7%	8376.2%	240.4%		42.8%
资产负债表摘要									
资产总计	2,043.41	1,914.74	1,927.65	1,928.73	1,945.11	1,933.16	2,022.53	1,927.65	2,022.53
货币资金	1,052.48	754.71	964.73	1,150.56	1,091.56	910.48	1,062.39	964.73	1,062.39
应收票据及应收账款	153.30	119.41	114.63	118.88	116.31	112.87	109.48	114.63	109.48
YOY	72.8%	9.0%	13.5%	-7.9%	-24.1%	-5.5%	-4.5%		-4.5%
存货	333.30	319.73	282.26	245.16	241.87	232.49	221.91	282.26	221.91

YOY	15.2%	2.2%	-17.1%	-28.0%	-27.4%	-27.3%	-21.4%		-21.4%
长期股权投资	194.87	194.96	205.49	200.41	205.22	207.79	211.93	205.49	211.93
固定资产	59.75	57.34	55.80	56.13	56.24	70.96	72.43	55.80	72.43
负债合计	217.83	178.25	180.97	192.19	192.46	189.09	185.39	180.97	185.39
应付票据及应付账款	65.26	66.50	60.02	87.18	56.83	80.03	67.22	60.02	67.22
预收款项	97.63	59.53	81.94	54.01	98.93	73.52	80.19	81.94	80.19
所有者权益合计	1,825.59	1,736.49	1,746.68	1,736.54	1,752.65	1,744.08	1,837.15	1,746.68	1,837.15
现金流量表摘要									
经营性现金流量净额	52.47	-19.98	67.06	37.73	25.85	38.45	49.97	99.55	114.27
/净利润	111%	-4539%	658%	-519%	160%	129%	147%	173%	143%
投资性现金流量净额	56.04	-205.64	160.61	148.83	-85.15	-185.39	81.55	11.01	-188.99
筹资性现金流量净额	-17.95	-72.28	-17.26	0.00	0.30	-34.65	20.51	-107.49	-13.84
现金及等价物净增加额	90.55	-297.93	210.43	186.57	-59.00	-181.62	151.91	3.05	-88.71

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,568	1,761	1,860	2,029
现金	1,151	1,248	1,354	1,489
交易性金融资产	6	50	0	0
应收账款	119	123	135	151
其它应收款	27	30	35	34
预付账款	9	9	12	15
存货	245	281	304	321
其他	11	20	20	20
非流动资产	361	346	341	300
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	200	200	200	200
固定资产	56	51	45	38
无形资产	43	42	41	41
在建工程	3	3	3	3
其他	59	50	51	18
资产总计	1,929	2,108	2,201	2,330
流动负债	179	225	258	313
短期借款	0	0	0	0
应付款项	87	92	108	136
预收账款	54	80	94	113
其他	38	53	56	64
非流动负债	13	17	22	28
长期借款	0	0	0	0
其他	13	17	22	28
负债合计	192	242	279	341
少数股东权益	12	13	14	16
归属母公司股东权	1,725	1,853	1,907	1,972
负债和股东权益	1,929	2,108	2,201	2,330
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	137	93	125	171
净利润	50	103	136	164
折旧摊销	13	16	17	18
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-20	-25	-30	-35
营运资金变动	79	-5	-1	20
其它	15	5	4	4
投资活动现金流	160	34	42	46
资本支出	-17.3	-10.3	-10.0	-10.0
长期投资	0	0	0	0
其他	-143	-24	-32	-36
筹资活动现金流	-107	-29	-61	-81
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-107	-29	-61	-81
现金净增加额	190	98	105	135

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	965	1,008	1,304	1,551
营业成本	431	447	570	671
营业税金及附加	10	10	13	16
营业费用	414	383	502	597
管理费用	43	50	59	70
研发费用	38	40	52	62
财务费用	-18	-20	-22	-24
资产减值损失	-22	-2	-2	-1
公允价值变动损益	6	0	0	0
投资净收益	20	25	30	35
其他经营收益	2	2	2	2
营业利润	52	118	157	190
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	55	121	159	193
所得税	5	18	24	29
净利润	50	103	136	164
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	50	102	136	164
EBITDA	49	115	154	187
EPS (最新摊薄)	0.22	0.45	0.60	0.72
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.1%	4.5%	29.4%	18.9%
营业利润	-65.4%	127.7%	32.5%	21.3%
归属母公司净利	-61.0%	105.1%	33.2%	21.0%
获利能力				
毛利率	55.3%	55.7%	56.3%	56.7%
净利率	5.2%	10.2%	10.4%	10.6%
ROE	2.8%	5.7%	7.2%	8.4%
ROIC	1.9%	4.6%	6.1%	7.3%
偿债能力				
资产负债率	10.0%	11.8%	12.7%	14.6%
净负债比率	11.1%	13.0%	14.5%	17.1%
流动比率	8.7	7.6	7.2	6.5
速动比率	7.3	6.3	6.0	5.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
应收帐款周转率	7.2	7.5	8.9	9.4
应付帐款周转率	5.2	5.0	5.7	5.5
每股指标(元)				
每股收益	0.22	0.45	0.60	0.72
每股经营现金	0.61	0.41	0.55	0.75
每股净资产	7.61	8.17	8.41	8.70
估值比率				
P/E	68.5	33.4	25.1	20.7
P/B	2.0	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	46.1	18.6	13.3	10.2

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>