

公司研究/公告点评

2019年06月19日

社会服务/旅游综合 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 60.08  
合理价格区间(元): 66.97~68.89

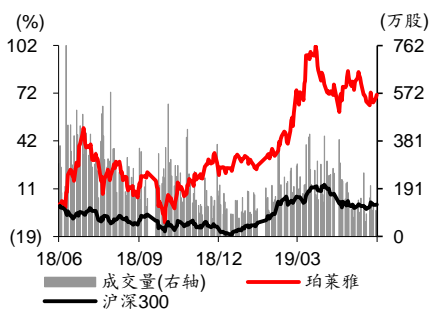
梅昕 执业证书编号: S0570516080001  
研究员 021-28972080  
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001  
研究员 021-28972038  
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《珀莱雅(603605,买入): 低线美妆消费崛起, 渠道精细化运营制胜》2019.06
- 2《珀莱雅(603605,买入): 业绩高增长, 发力生态化/平台化/国际化/年轻化》2019.04
- 3《珀莱雅(603605,买入): 电商高速增长, 研发供应实力不断进阶》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 拟设立投资基金, 推进多品牌战略

### 珀莱雅(603605)

#### 拟合伙设立投资基金, 持续推进多品牌战略

公司公告拟和新沃投资、乐清乐盈合伙设立嘉兴沃永投资, 将寻求化妆品及新营销生态等领域的发展机会, 目前尚处筹备阶段。公司将作为有限合伙人投资 1.35 亿元, 出资比例 45%, 一期实缴出资额 4600 万, 使用自筹资金。化妆品市场竞争加剧, 能够快速捕捉消费者需求变化、研发生产及时响应、产品快速迭代创新的企业有望长期胜出。公司市场反应/品牌运作/运营管理能力突出, 此次设立投资基金, 多品牌孵化加速推进, 有望打造新增长点。公司加强新品开发、内容营销、流量运营, 电商渠道有望持续较快增长, 预计 19-21 年 EPS1.91/2.49/3.19 元, 维持买入评级。

#### 寻求化妆品及新营销领域机遇, 采取 LP 先收回本金分配模式

本次设立合伙企业总投资为人民币 3 亿元, 公司作为有限合伙人 (LP) 拟出资 1.35 亿元, 占比 45%; 新沃投资为普通合伙人 (GP), 出资比例 1%, 实际控制人朱灿曾先后任职证券公司、基金公司高管, 专业投资管理经验丰富; 乐清乐盈为有限合伙人, 出资比例 54%, 实际控制人为杨丙军。合伙企业将采用“全体合伙人先收回投资本金”的分配模式, 分配后如有余额, 将按照 20%: 80% 的比例在 GP 及 LP 进行分配。据公告, 公司设立的合伙企业将寻求化妆品及新营销生态等领域的发展机会, 丰富公司的外延增长渠道和创新探索, 系统提升公司竞争优势。

#### 美妆大平台战略持续推进, 多品牌孵化有望接力成长

公司目标构建多品牌多品类全渠道的美妆大平台, 已采用合伙人制引入韩国美妆品牌 YNM、日本高端洗护 I-KAMI、彩妆品牌 TZZ 等, 此次成立的投资基金有望继续投向国内外新锐成长品牌, 新品牌孵化有望加速推进。公司已建立产品研发/设计/采购/市场/销售协同作业机制, 并参股淘内内容推广公司及一家专业化妆品内容策略公司、控股淘外内容推广+网红运营+快消品代运营公司, 丰富的平台化资源有助新品牌快速成长, 为公司带来新增长点。市场竞争激烈, 单个新锐品牌有增长不及预期的可能, 公司采用投资基金模式, 可以少量资金参与多个品牌的投资孵化, 整体风险可控。

#### 加速推进生态化/平台化/国际化/年轻化, 多品牌打造新增长点, 维持买入

消费者美妆需求加速变迁, 线上渠道多元、KOL 等新型营销方式兴起, 化妆品品牌培育周期缩短, 市场竞争有望加剧。能够快速捕捉消费者需求变化、研发生产及时响应、产品快速迭代创新的企业有望长期胜出。公司市场反应/品牌运作/运营管理能力突出, 此次设立投资基金, 多品牌孵化加速。公司加强新品开发、内容营销、流量运营, 电商渠道有望持续较快增长, 预计 19-21 年 EPS1.91/2.49/3.19 元, 19 年 PE 估值 31 倍, 维持买入评级。

风险提示: 关键人才流失、市场竞争加剧影响企业盈利能力; 电商渠道增速下滑。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	201.36
流通 A 股 (百万股)	62.09
52 周内股价区间 (元)	31.85-71.43
总市值 (百万元)	12,098
总资产 (百万元)	2,749
每股净资产 (元)	8.90

资料来源: 公司公告

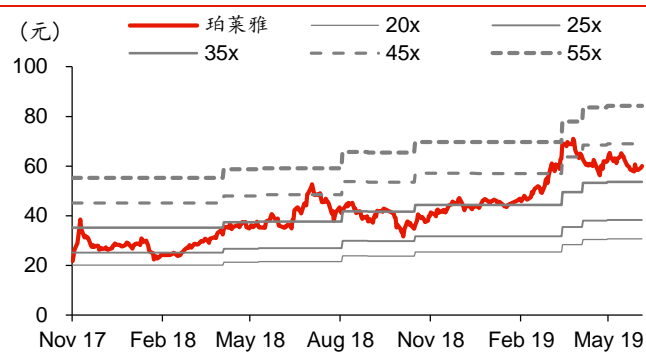
### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,783	2,361	3,165	4,139	5,038
+/-%	9.83	32.43	34.05	30.75	21.73
归属母公司净利润 (百万元)	200.79	287.19	384.81	501.02	641.73
+/-%	30.70	43.03	33.99	30.20	28.09
EPS (元, 最新摊薄)	1.00	1.43	1.91	2.49	3.19
PE (倍)	60.25	42.13	31.44	24.15	18.85

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

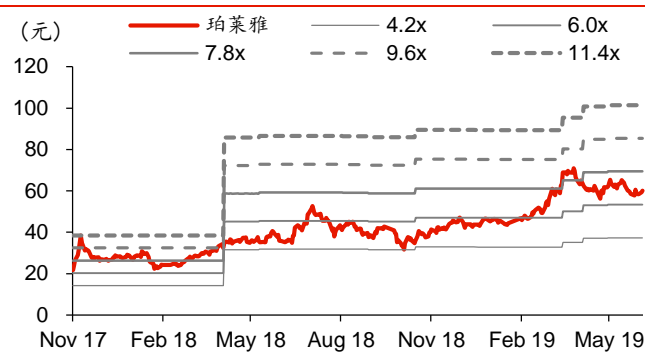
### PE/PB - Bands

图表1: 珀莱雅历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 珀莱雅历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,466	1,823	2,142	2,827	3,625
现金	1,094	1,464	1,610	2,170	2,838
应收账款	42.07	88.95	119.24	155.91	189.79
其他应收账款	8.76	5.29	7.09	9.27	11.28
预付账款	10.62	17.09	24.71	31.47	37.68
存货	187.59	232.78	336.48	428.60	513.06
其他流动资产	122.69	14.85	44.05	31.95	35.98
非流动资产	837.84	1,037	1,054	1,077	1,101
长期投资	0.00	7.20	4.80	5.60	5.33
固定投资	256.82	490.97	601.30	686.24	754.22
无形资产	338.85	328.27	306.03	283.78	261.54
其他非流动资产	242.17	210.71	142.03	101.12	80.33
资产总计	2,304	2,860	3,196	3,904	4,727
流动负债	763.47	1,035	963.09	1,170	1,350
短期借款	283.80	225.29	0.00	0.00	0.00
应付账款	247.53	414.62	599.34	763.42	913.86
其他流动负债	232.15	394.75	363.75	406.30	436.60
非流动负债	81.67	127.07	125.30	125.88	126.08
长期借款	34.51	85.13	85.13	85.13	85.13
其他非流动负债	47.16	41.94	40.17	40.75	40.95
负债合计	845.14	1,162	1,088	1,296	1,477
少数股东权益	0.00	4.00	4.00	4.00	4.00
股本	200.00	201.36	201.36	201.36	201.36
资本公积	781.30	814.81	814.81	814.81	814.81
留存公积	477.73	702.92	1,087	1,588	2,230
归属母公司股东权益	1,459	1,694	2,104	2,605	3,246
负债和股东权益	2,304	2,860	3,196	3,904	4,727

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	334.21	512.92	480.58	682.83	800.21
净利润	200.79	286.62	384.81	501.02	641.73
折旧摊销	71.72	57.67	73.81	83.94	93.26
财务费用	16.43	(12.65)	9.68	10.65	11.71
投资损失	(0.37)	(0.13)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	43.42	128.43	11.42	76.60	46.41
其他经营现金	2.23	52.99	0.87	10.63	7.10
投资活动现金	(91.38)	(451.26)	(88.97)	(112.17)	(121.10)
资本支出	79.98	229.73	80.00	100.00	110.00
长期投资	12.00	221.99	(2.40)	0.80	(0.27)
其他投资现金	0.60	0.47	(11.37)	(11.37)	(11.37)
筹资活动现金	554.12	(19.90)	(245.31)	(10.65)	(11.71)
短期借款	(157.74)	(58.51)	(225.29)	0.00	0.00
长期借款	34.51	50.62	0.00	0.00	0.00
普通股增加	50.00	1.36	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	647.61	33.52	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(20.26)	(46.89)	(20.03)	(10.65)	(11.71)
现金净增加额	796.62	41.76	146.30	560.02	667.39

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,783	2,361	3,165	4,139	5,038
营业成本	682.28	849.44	1,228	1,564	1,872
营业税金及附加	23.55	25.56	34.18	43.46	54.41
营业费用	635.86	886.03	1,181	1,606	1,963
管理费用	153.05	171.53	234.00	291.13	341.95
财务费用	16.43	(12.65)	9.68	10.65	11.71
资产减值损失	8.73	12.33	9.00	12.33	12.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.37	0.13	0.00	0.00	0.00
营业利润	240.01	388.01	469.28	611.00	782.60
营业外收入	4.12	2.97	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.59	2.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	241.54	388.11	469.28	611.00	782.60
所得税	40.76	101.49	84.47	109.98	140.87
净利润	200.79	286.62	384.81	501.02	641.73
少数股东损益	0.00	(0.57)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	200.79	287.19	384.81	501.02	641.73
EBITDA	328.16	433.02	552.76	705.58	887.57
EPS (元, 基本)	1.00	1.43	1.91	2.49	3.19

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.83	32.43	34.05	30.75	21.73
营业利润	56.79	61.66	20.95	30.20	28.09
归属母公司净利润	30.70	43.03	33.99	30.20	28.09
获利能力 (%)					
毛利率	61.73	64.03	61.21	62.21	62.84
净利率	11.26	12.16	12.16	12.11	12.74
ROE	13.76	16.95	18.29	19.24	19.77
ROIC	31.88	46.38	66.37	96.07	130.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.68	40.62	34.06	33.18	31.24
净负债比率 (%)	37.66	29.69	7.82	6.57	5.77
流动比率	1.92	1.76	2.22	2.42	2.68
速动比率	1.65	1.52	1.86	2.03	2.28
营运能力					
总资产周转率	0.94	0.91	1.05	1.17	1.17
应收账款周转率	29.08	33.59	28.59	28.29	27.41
应付账款周转率	3.08	2.57	2.42	2.30	2.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.43	1.91	2.49	3.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	2.55	2.39	3.39	3.97
每股净资产(最新摊薄)	7.24	8.41	10.45	12.93	16.12
估值比率					
PE (倍)	60.25	42.13	31.44	24.15	18.85
PB (倍)	8.29	7.14	5.75	4.64	3.73
EV_EBITDA (倍)	33.41	25.32	19.83	15.54	12.35

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com