

公司研究/季报点评

2019年10月30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): 88.03  
合理价格区间(元): 94.62~99.60

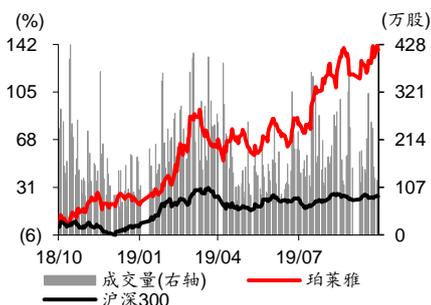
**梅昕** 执业证书编号: S0570516080001  
研究员 021-28972080  
meixin@htsc.com

**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 SH,买入): 持续较快增长, 爆款策略初见成效》2019.08
- 2 《珀莱雅(603605,买入): 拟设立投资基金, 推进多品牌战略》2019.06
- 3 《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

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## Q3 收入提速, 有望不断孵化新品

### 珀莱雅(603605)

#### Q3 收入提速, 有望不断孵化新品

Q1-Q3 收入 20.80 亿/+33.35%, 归母净利 2.3 亿/+32%, 扣非归母净利 2.38 亿/+42%, 符合预期。Q3 收入 7.5 亿元/+45.15%, 归母净利润 0.85 亿元 +/26.07%, 公司推动平台化组织搭建, 大量启用跨行业年轻人才, 施行多元复合激励机制, 奠定中长期发展坚实基础。通过参控股形式, 在品牌、渠道、生态能力等各领域均有完善布局。美妆意识提升、社交营销崛起、电商加大低线渗透, 化妆品行业有望持续高景气。珀莱雅黑泡泡面膜带动 Q3 收入增长提速, 平台化、生态化组织架构有望持续孵化新品类、新品牌。预计 19-21 年 EPS1.91/2.49/3.19 元, 目标价 94.62-99.6 元, 维持买入。

#### 低毛利单品拖累毛利率, 经营现金流净额好转

Q3 毛利率 60.45%, 较 Q2 的 67.6% 以及去年 Q3 的 65.07% 均有明显下滑, 主要因低毛利率的面膜单品上量拖累整体。Q3 销售费用率 39.48%/-1.82pct, 管理费用率 7.04%/-0.54pct, 财务费用率 -0.51%/-0.92pct, 研发费用率 2.44%/-0.38pct。Q3 应收款 1.26 亿, 较年初的 8895 万提升 41.53%。Q3 经营活动现金流净额 1.32 亿, 较 H1 的 -5913 万大幅好转, 我们认为可能与 19H1 支付税费 1.2 亿造成低基数、线下对经销商信用政策调整等因素有关; 长期股权投资 2036 万, 较年初的 720 万快速提升, 公司通过参控股方式持续推进生态化、平台化战略。

#### 持续孵化新品类, 有望接力新增长点

公司 7 月份成功运作明星爆品泡泡面膜, 带动 Q3 收入增长提速。据淘数据, 7 月至 10 月 28 日珀莱雅官方旗舰店 GMV3.89 亿元, 其中泡泡面膜 GMV2.46 亿元, 占比 63.24%。泡泡面膜入门门槛低、竞争者快速跟进模仿, 双十一公司推出航海王定制版泡泡面膜 (折后 79 元/10 片), 通过 IP 合作走差异化路线; 并推出山海经定制水漾芯肌套 (含洁面、水乳、肌底液, 239 元/套), 彰显较强营销能力。公司陆续推出深海保湿酵母原液 (169 元)、4D 胶原蛋白雕塑精华 (260 元)、深海胶原立体轮廓霜 (239 元), 迎合年轻消费群体需求, 有望持续孵化明星品类, 打造接力增长点。

#### 平台化组织搭建奠定长期发展, 有望持续运作新品类、新品牌, 维持买入

公司积极推进平台化组织搭建, 大量启用年轻人才, 施行多元复合激励机制, 奠定中长期发展坚实基础; 同时通过参控股形式打造生态化架构, 目前在品牌 (护肤品牌 TZZ、韩国品牌 Y.N.M, 彩妆品牌彩棠、日本高端洗护品牌 I-KAMI 等)、渠道 (代理 WYCON 的仲文电商、代理 BOIRON 的香港可诗) 以及生态能力 (MCN 机构杭州万言、熊客、宁波色古) 等各领域均已完善布局。预计 19-21 年 EPS1.91/2.49/3.19 元, 可比公司 20 年平均 PE34 倍, 公司已搭建平台化、生态化组织架构, 有望持续孵化新品类、新品牌, 给予 20 年 38-40 倍 PE, 目标价 94.62-99.6 元, 维持买入。

风险提示: 化妆品行业竞争加剧, 电商渠道增长不及预期。

公司基本资料

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本 (百万股)     | 201.29      |
| 流通 A 股 (百万股)  | 62.09       |
| 52 周内股价区间 (元) | 37.32-89.53 |
| 总市值 (百万元)     | 17,719      |
| 总资产 (百万元)     | 2,704       |
| 每股净资产 (元)     | 9.27        |

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)         | 88.25  | 61.70  | 46.05  | 35.37  | 27.61  |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值

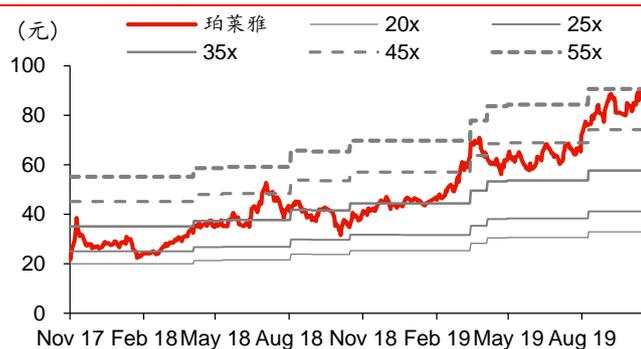
| 证券代码      | 证券简称 | 总市值/亿元 | 市盈率 PE(TTM) | 预测 PE 2019 | 预测 PE 2020 |
|-----------|------|--------|-------------|------------|------------|
| 600315.SH | 上海家化 | 223.46 | 35.64       | 34.80      | 32.11      |
| 603983.SH | 丸美股份 | 256.24 | 53.74       | 52.29      | 44.35      |
| 300740.SZ | 御家汇  | 42.02  | 149.75      | 29.80      | 25.78      |
|           | 平均值  | 173.90 | 79.71       | 38.96      | 34.08      |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 177.19 | 61.70       | 46.05      | 35.37      |

注: 交易日期截至 2019 年 10 月 29 日; 可比公司估值为 Wind 一致盈利预测。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

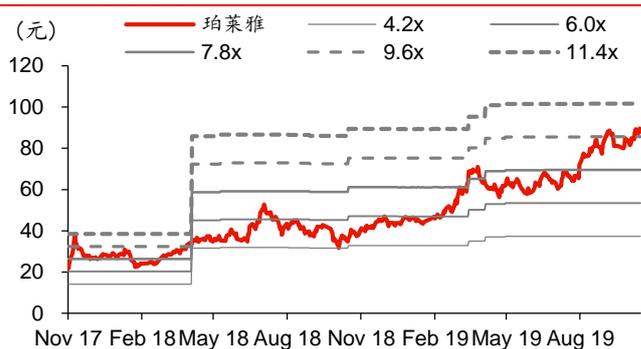
## PE/PB - Bands

图表2: 珀莱雅历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 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  | 2,055  | 2,741  | 3,539  |
| 现金         | 1,094  | 1,464  | 1,524  | 2,084  | 2,751  |
| 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  | 3,109  | 3,818  | 4,640  |
| 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 | 201.29 | 201.29 | 201.29 |
| 资本公积       | 781.30 | 814.81 | 814.88 | 814.88 | 814.88 |
| 留存公积       | 477.73 | 702.92 | 1,001  | 1,502  | 2,144  |
| 归属母公司股东权益  | 1,459  | 1,694  | 2,017  | 2,518  | 3,160  |
| 负债和股东权益    | 2,304  | 2,860  | 3,109  | 3,818  | 4,640  |

### 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)  | (331.90) | (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     | (0.07)   | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | 647.61   | 33.52    | 0.07     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | (20.26)  | (46.89)  | (106.61) | (10.65)  | (11.71)  |
| 现金净增加额     | 796.62   | 41.76    | 59.71    | 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 | 19.08 | 19.90 | 20.31  |
| ROIC          | 31.88 | 46.38 | 66.37 | 96.07 | 130.00 |
| 偿债能力          |       |       |       |       |        |
| 资产负债率 (%)     | 36.68 | 40.62 | 35.00 | 33.94 | 31.82  |
| 净负债比率 (%)     | 37.66 | 29.69 | 7.82  | 6.57  | 5.77   |
| 流动比率          | 1.92  | 1.76  | 2.13  | 2.34  | 2.62   |
| 速动比率          | 1.65  | 1.52  | 1.77  | 1.96  | 2.22   |
| 营运能力          |       |       |       |       |        |
| 总资产周转率        | 0.94  | 0.91  | 1.06  | 1.19  | 1.19   |
| 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  | 3.98   |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 7.25  | 8.42  | 10.02 | 12.51 | 15.70  |
| 估值比率          |       |       |       |       |        |
| PE (倍)        | 88.25 | 61.70 | 46.05 | 35.37 | 27.61  |
| PB (倍)        | 12.15 | 10.46 | 8.79  | 7.04  | 5.61   |
| EV_EBITDA (倍) | 50.54 | 38.30 | 30.00 | 23.50 | 18.68  |

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、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