

珀莱雅 (603605)

证券研究报告

2019年10月31日

爆款面膜带动 19Q3 营收+45.15%，营销孵化能力再获印证

营业收入：2019Q1-3 实现营收 20.80 亿元，同比增长 33.35%，主要系线上渠道销售增幅较大。①分季度：2019Q1/Q2/Q3 实现营收 6.42/6.86/7.52 亿元，同比增长 27.59%/27.39%/45.15%，三季度增速环比向上。2019Q3 营收高速增长主要系线上渠道销售增幅较大，三季度泡泡面膜天猫旗舰店销售额达 2.34 亿元，预计三季度线上收入增长 60%+，线下个数增长。②分品类：公司彩妆实现高速增长，2019Q1/Q2/Q3 美容类收入增速达 296%/160%/334%，2019Q3 美容类营收占比已和护肤类持平。2019Q3 护肤类/美容类/护肤类营收分别为 6.73/0.37/0.42 亿元，占比分别为 89.51%/4.94%/5.55%，产品平均售价分别同比变动-13.82%/+12.93%/-1.28%。

毛利率：2019Q1-3 公司毛利率 63.85%，同比增 0.71Pcts。2019Q3 毛利率达 60.45%，同比减 4.62pct。公司三季度毛利率同比下降主要系毛利率偏低的面膜品类占比大幅上升，且面膜的主要成本油酯蜡增长 300%+。

期间费用：2019Q1-Q3 公司期间费用率（含研发费用）48.05%，同比增 0.19pct；其中销售费用率 39.43%，同比增 0.58pct，主要系本报告期内广告费、市场推广投入增加；管理费用 6.84%，同比增 0.31pct，主要系股权激励摊销增加管理费；财务费用率-0.49%，同比减 0.71pct。

净利润：公司 2019 Q1-Q3 归母净利润 2.40 亿元，同比增加 32.04%。公司 2019Q1/Q2/Q3 归母净利分别为 0.91/0.82/0.67 亿元，同比增长 30.36%/39.39%/26.07%。公司 2019Q1-Q3 净利率 11.54%，同比减 0.11Pcts，2019Q3 净利率为 8.86%，同比减 1.34Pcts。公司 2019Q3 扣非归母净利润达 6732 万元，同比增加 47.11%。

现金流：2019Q1-Q3 公司经营活动产生的现金流量净额 7265 万元，同比减 61.02%，主要系跨境购业务增长、支付税费和销售费用增加：①京东渠道最近一年发展较快，而京东平台有 2-3 个月账期；②公司的跨境购业务为买断式销售，2019 年三季度末公司预付账款较 2018 年末增长 4943 万元至 6652 万元；③公司于今年支付了去年的应交税费，2018 年末应交税费为 1.20 亿元。从存货来看，本期末存货 2.81 亿元，同比增 9.72%。

公司为国货美妆龙头，跟随渠道红利崛起后，不断突破自身成长上限。携手新代言人瞄准 Z 世代，积极拥抱 CVC 投资，共创美业生态。公司的成长性来自于平台布局下单款爆品不断推出，占比持续提升，和新品牌和新品类流量的注入。公司美妆品类维持 200%+ 的高速增长，多品类布局持续完善。未来看点在于爆品孵化、彩妆品类高速增长、子品牌经过较长的孕育期后搭借公司平台快速发展。我们预计珀莱雅 19-21 年净利润 3.74/4.94/6.22 亿元，对应当前股价 PE 分别为 48/37/29 倍，维持买入评级。

风险提示：渠道布局效果不达预期，单品牌店拓展不及预期，市场竞争激烈

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,783.03	2,361.25	3,132.79	4,082.71	5,065.46
增长率(%)	9.83	32.43	32.68	30.32	24.07
EBITDA(百万元)	316.29	452.20	445.93	580.96	713.74
净利润(百万元)	200.79	287.19	373.58	494.12	621.77
增长率(%)	30.70	43.03	30.08	32.27	25.84
EPS(元/股)	1.00	1.43	1.86	2.45	3.09
市盈率(P/E)	90.02	62.94	48.38	36.58	29.07
市净率(P/B)	12.39	10.67	8.96	7.61	6.37
市销率(P/S)	10.14	7.66	5.77	4.43	3.57
EV/EBITDA	15.49	17.00	37.79	27.77	22.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	89.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	201.29
流通 A 股股本(百万股)	62.09
A 股总市值(百万元)	18,075.46
流通 A 股市值(百万元)	5,575.84
每股净资产(元)	9.27
资产负债率(%)	30.36
一年内最高/最低(元)	92.70/35.81

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《珀莱雅-半年报点评:精细化运营助电商+48%yoy，毛利率优化明显》 2019-08-23
- 2 《珀莱雅-季报点评:营收业绩贴近股权激励目标，受电商节奏影响 2Q 增速或将边际向上》 2019-04-21
- 3 《珀莱雅-年报点评报告:全渠道高速增长助力业绩超预期，19 年趋势延续持续推荐》 2019-03-29

1. 事件

公司公告，公司 2019 年前三季度实现营业收入为 20.80 亿元，同比增长 33.35%；归母净利润为 2.40 亿元，同比增长 32.04%，扣非后归母净利润 2.38 亿元，同比增长 41.50%。

2. 点评

2.1. 营业收入：精细化运营带动 2019Q1-Q3 营收同比增 33.35%

2019 年前三季度实现营业收入为 20.80 亿元，同比增长 33.35%，主要系线上渠道销售增幅较大。其中 2019Q1/Q2/Q3 实现营收 6.42/6.86/7.52 亿元，同比增长 27.59%/27.39%/45.15%，三季度增速环比向上。

2019Q3 营收高速增长主要系线上渠道销售增幅较大，三季度泡泡面膜天猫旗舰店销售额达 2.34 亿元，预计三季度线上收入增长 60%+，线下个位数增长。

图 1：公司 2019Q1-Q3 营业收入同比增长 33.35%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司分季度营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

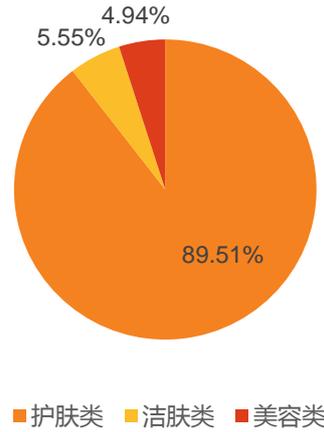
分品类：2019 年以来，公司彩妆实现高速增长，2019Q1/Q2/Q3 美容类收入增速达 296%/160%/334%，2019Q3 美容类营收占比已和洁肤类持平。2019Q3 护肤类/美容类/洁肤类营收分别为 6.73/0.37/0.42 亿元，占比分别为 89.51%/4.94%/5.55%，产品平均售价分别同比变动 -13.82%/+12.93%/-1.28%。

表 1：公司分品类营收及增速

		2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入 (万元)	护肤类	212992	57768	62764	67265
	洁肤类	20082	4669	3605	4169
	美容类	2832	1754	2144	3716
同比增速	护肤类	34.5%	27%	29%	48%
	洁肤类	12.6%	11%	-16%	-23%
	美容类	42.6%	296%	160%	334%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司分品类收入占比

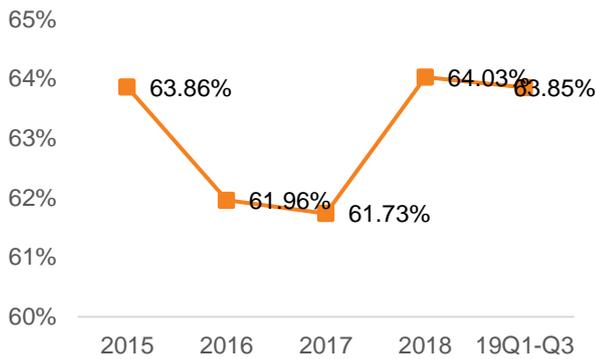


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率：爆款面膜销售占比提升，致毛利率下降 4.62Pcts 至 60.45%

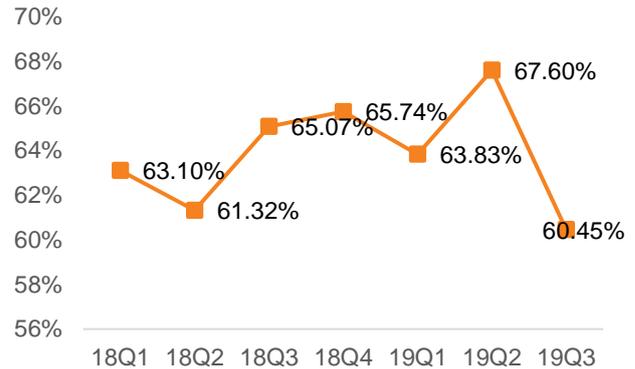
2019 年前三季度公司毛利率 63.85%，同比增 0.71Pcts。2019Q3 毛利率达 60.45%，同比减 4.62pct。

图 4：公司 2019Q1-Q3 综合毛利率持续提升至 63.85%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司分季度毛利率变动趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

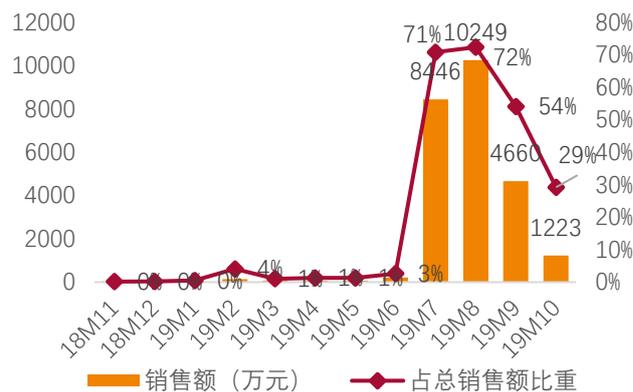
公司三季度毛利率同比下降主要系毛利率偏低的面膜品类占比大幅上升，且面膜的主要成本油酯蜡增长 300%+。今年 6 月以来，珀莱雅黑海盐泡泡面膜通过头部带货达人李佳琪推荐、抖音小红书种草，成功成为现象级爆品，2019 年 7 月珀莱雅天猫旗舰店泡泡面膜销售额达 8446 万元，环比提升 3802%，占天猫旗舰店总销售额比重达 71%。8-9 月延续热销，销售额分别达 10249、4660 万元，2019 年三季度泡泡面膜天猫旗舰店销售额达 2.34 亿元，占天猫旗舰店总销售额的比重达 67.27%。同时，由于 2019 年第三季度泡泡面膜产量大幅增长，油酯蜡类别中生产泡泡面膜专用的明细材料采购价格较高，有机硅市场行情不稳定，受材料采购结构的综合影响，2019Q3 该类材料的采购单价较同期上涨了 190.73 元/KG，涨幅 321.82%。

图 6：珀莱雅黑海盐泡泡面膜



资料来源：天猫淘宝，天风证券研究所

图 7：珀莱雅天猫旗舰店泡泡面膜销售额占总销售额比重

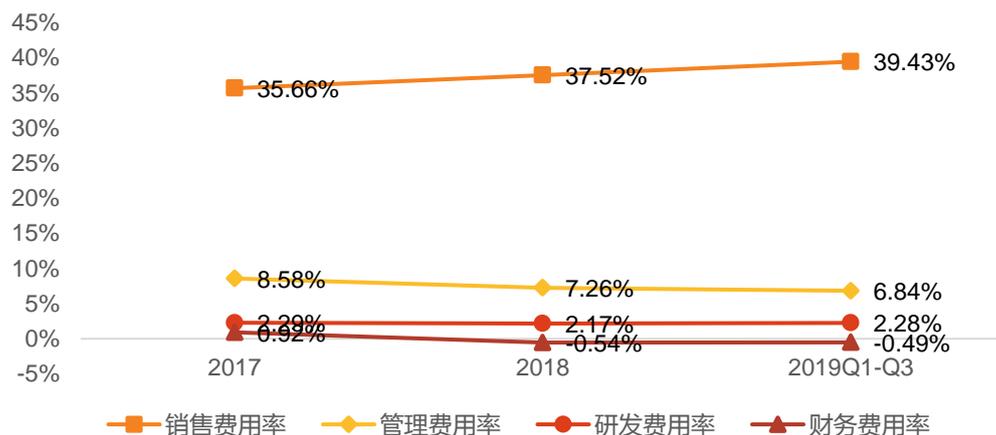


资料来源：天猫淘宝，天风证券研究所

2.3. 期间费用：销售&管理费用率微增，期间费用率增 0.19Pcts 至 48.05%

2019Q1-Q3 公司期间费用率(含研发费用) 48.05%，同比增 0.19pct；其中销售费用率 39.43%，同比增 0.58pct，主要系本报告期内广告费、市场推广投入增加；管理费用 6.84%，同比增 0.31pct，主要系股权激励摊销增加管理费；财务费用率-0.49%，同比减 0.71pct。

图 8：公司 2019Q1-Q3 期间费用率 48.05%，同比增 0.19pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润：19Q3 归母净利+26.07%yoy，扣非归母净利+47.11%yoy

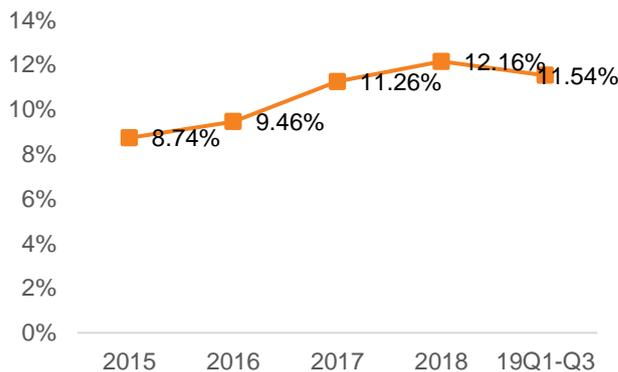
公司 2019 年前三季度归母净利润 2.40 亿元，同比增加 32.04%。公司 2019Q1/Q2/Q3 归母净利分别为 0.91/0.82/0.67 亿元，同比增长 30.36%/39.39%/26.07%。公司 2019Q1-Q3 净利率 11.54%，同比减 0.11Pcts，2019Q3 净利率为 8.86%，同比减 1.34Pcts。

图 9：公司 2019Q1-Q3 归母净利润同比增长 32.04%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司 2019Q1-Q3 净利率同比减 0.11pct 至 11.54%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 2019 年三季度非经常性损益为-68.70 万元，而去年同期非经常性损益 709.14 万元，公司 2019Q3 扣非归母净利润达 6732 万元，同比增加 47.11%。

图 11：公司扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 现金流：购买商品&支付税费致经营活动现金流净额同比-61.02%

2019Q1-Q3 公司经营活动产生的现金流量净额 7265 万元，同比减 61.02%，主要系跨境购业务增长、支付税费和销售费用增加：①京东渠道最近一年发展较快，而京东平台有 2-3 个月账期；②公司的跨境购业务为买断式销售，2019 年三季度末公司预付账款较 2018 年末增长 4943 万元至 6652 万元；③公司于今年支付了去年的应交税费，2018 年末应交税费为 1.20 亿元。从存货来看，本期末存货 2.81 亿元，同比增 9.72%。

图 12：2019Q1-Q3 经营活动产生的现金流量净额 7265 万元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：2019Q1-Q3 年期末存货 2.81 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况

单位名称	2019 半年报			2018 半年报			
	账面余额 (万元)	占应收账款余 额的比例(%)	坏账准备 (万元)	单位名称	账面余额 (万元)	占应收账款余 额的比例(%)	坏账准备 (万元)
北京京东世纪贸易 有限公司	3,035	17.91	152	唯品会（中国）有限 公司	2,046	35.96	102
唯品会（中国）有限 公司	1,752	10.34	88	杭州骄雅品牌管理有 限公司	278	4.89	14
杭州贝盛供应链管 理有限公司	1,284	7.58	64	盈美（广州）商贸有 限公司	146	2.56	7
杭州友和四邦网络 科技有限公司	961	5.67	48	昆明南浙经贸有限公 司	134	2.35	7
济南优雅商贸有限 责任公司	655	3.86	33	广东盈庄化妆品有限 公司	129	2.27	6
小计	7,685	45.35	384	小计	2,733	48.03	137

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

公司为国货美妆龙头，跟随渠道红利崛起后，不断突破自身成长上限。携手新代言人瞄准 Z 世代，积极拥抱 CVC 投资，共创美业生态。公司的成长性来自于平台布局下单款爆品不断推出，占比持续提升，和新品牌和新品类流量的注入。公司美妆品类维持 200%+ 的高速增长，多品类布局持续完善。未来看点在于爆品孵化、彩妆品类高速增长、子品牌经过较长的孕育期后搭借公司平台快速发展。我们预计珀莱雅 19-21 年净利润 3.74/4.94/6.22 亿元，对应当前股价 PE 分别为 48/37/29 倍，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,094.27	1,463.93	1,299.49	2,029.24	2,443.09
应收票据及应收账款	48.08	96.07	157.28	33.11	49.05
预付账款	10.62	17.09	27.62	26.64	39.21
存货	187.59	232.78	440.09	408.85	650.55
其他	125.44	13.03	101.92	76.05	82.64
流动资产合计	1,465.99	1,822.90	2,026.39	2,573.89	3,264.54
长期股权投资	0.00	7.20	7.20	7.20	7.20
固定资产	256.82	490.97	554.53	613.91	657.77
在建工程	173.78	141.05	120.63	120.38	102.23
无形资产	338.85	328.27	316.79	305.31	293.83
其他	68.38	69.66	47.77	44.12	41.26
非流动资产合计	837.83	1,037.14	1,046.92	1,090.91	1,102.29
资产总计	2,303.83	2,860.04	3,073.31	3,664.80	4,366.83
短期借款	283.80	225.29	80.00	85.00	88.00
应付票据及应付账款	247.53	414.62	476.15	681.60	741.90
其他	232.15	394.75	420.19	447.91	612.04
流动负债合计	763.47	1,034.66	976.35	1,214.50	1,441.94
长期借款	34.51	85.13	30.00	25.00	40.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	47.15	41.94	46.58	45.23	44.58
非流动负债合计	81.67	127.07	76.58	70.23	84.58
负债合计	845.14	1,161.73	1,052.93	1,284.73	1,526.53
少数股东权益	0.00	4.00	3.77	3.34	2.62
股本	200.00	201.36	201.29	201.29	201.29
资本公积	781.30	814.81	814.81	814.81	814.81
留存收益	1,259.03	1,517.73	1,815.33	2,175.45	2,636.40
其他	(781.64)	(839.60)	(814.81)	(814.81)	(814.81)
股东权益合计	1,458.69	1,698.31	2,020.38	2,380.07	2,840.31
负债和股东权益总	2,303.83	2,860.04	3,073.31	3,664.80	4,366.83

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	200.79	286.62	373.58	494.12	621.77
折旧摊销	71.72	57.67	28.34	32.35	35.76
财务费用	18.96	(4.80)	(17.59)	(25.20)	(34.66)
投资损失	(0.37)	(0.13)	(0.36)	(0.36)	(0.36)
营运资金变动	13.66	342.82	(231.43)	413.87	(55.27)
其它	29.45	(169.26)	(0.25)	(0.44)	(0.73)
经营活动现金流	334.21	512.92	152.29	914.35	566.52
资本支出	115.99	238.97	55.36	81.36	50.64
长期投资	0.00	7.20	0.00	0.00	0.00
其他	(207.37)	(697.42)	(115.00)	(160.99)	(100.28)
投资活动现金流	(91.38)	(451.26)	(59.64)	(79.64)	(49.64)
债权融资	318.31	344.93	121.50	125.34	148.45
股权融资	680.85	23.09	42.30	25.20	34.66
其他	(445.04)	(387.92)	(420.90)	(255.49)	(286.15)
筹资活动现金流	554.12	(19.90)	(257.10)	(104.96)	(103.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	796.95	41.76	(164.45)	729.75	413.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,783.03	2,361.25	3,132.79	4,082.71	5,065.46
营业成本	682.28	849.44	1,177.19	1,541.48	1,867.07
营业税金及附加	23.55	25.56	37.31	48.91	58.62
营业费用	635.86	886.03	1,189.54	1,553.52	1,993.74
管理费用	153.05	171.53	218.21	266.46	317.08
研发费用	40.83	51.25	81.45	113.09	141.83
财务费用	16.43	(12.65)	(17.59)	(25.20)	(34.66)
资产减值损失	8.73	12.33	11.87	11.00	9.50
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	0.36	0.36	0.36
其他	(17.51)	(10.38)	(0.72)	(0.72)	(0.72)
营业利润	239.44	388.01	435.18	573.80	712.64
营业外收入	4.69	2.97	11.42	11.00	20.00
营业外支出	2.59	2.86	3.22	4.00	2.00
利润总额	241.54	388.11	443.38	580.80	730.64
所得税	40.76	101.49	70.05	87.12	109.60
净利润	200.79	286.62	373.33	493.68	621.04
少数股东损益	0.00	(0.57)	(0.25)	(0.44)	(0.73)
归属于母公司净利润	200.79	287.19	373.58	494.12	621.77
每股收益(元)	1.00	1.43	1.86	2.45	3.09

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.83%	32.43%	32.68%	30.32%	24.07%
营业利润	56.43%	62.05%	12.16%	31.86%	24.20%
归属于母公司净利润	30.70%	43.03%	30.08%	32.27%	25.84%
获利能力					
毛利率	61.73%	64.03%	62.42%	62.24%	63.14%
净利率	11.26%	12.16%	11.92%	12.10%	12.27%
ROE	13.76%	16.95%	18.52%	20.79%	21.91%
ROIC	34.75%	45.12%	68.99%	58.68%	133.38%
偿债能力					
资产负债率	36.68%	40.62%	34.26%	35.06%	34.96%
净负债率	-53.20%	-65.89%	-58.31%	-79.99%	-80.79%
流动比率	1.92	1.76	2.08	2.12	2.26
速动比率	1.67	1.54	1.62	1.78	1.81
营运能力					
应收账款周转率	27.25	32.76	24.73	42.89	123.32
存货周转率	8.92	11.23	9.31	9.62	9.56
总资产周转率	0.94	0.91	1.06	1.21	1.26
每股指标(元)					
每股收益	1.00	1.43	1.86	2.45	3.09
每股经营现金流	1.66	2.55	0.76	4.54	2.81
每股净资产	7.25	8.42	10.02	11.81	14.10
估值比率					
市盈率	90.02	62.94	48.38	36.58	29.07
市净率	12.39	10.67	8.96	7.61	6.37
EV/EBITDA	15.49	17.00	37.79	27.77	22.06
EV/EBIT	17.50	18.46	40.36	29.40	23.22

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com