

爆款助力 Q3 收入增长提速，再次验证趋势把握能力

——珀莱雅 (603605.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：88.46 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

罗晓婷 (执业证书编号：S0930519010001)

021-52523673

luoxt@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：2.01

总市值(亿元)：178.06

一年最低/最高(元)：37.06/89.80

近3月换手率：186.19%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	26.27	17.82	57.27
绝对	25.89	21.27	71.30

资料来源：Wind

相关研报

19H1 业绩继续快速增长，出色品牌运营能力再获验证——珀莱雅 (603605.SH) 2019 年中报点评
 2019-08-23

业绩继续靓丽，全年业绩目标达成信心足——珀莱雅 (603605.SH) 2019 年一季报点评
 2019-04-20

业绩增长靓丽，生态化战略发展空间广阔——珀莱雅 (603605.SH) 2018 年报点评
 2019-04-03

◆19Q1~Q3 收入同增 33.35%、净利同增 32.04%，Q3 收入增长提速

公司 2019 年前三季度营业收入 20.80 亿元、同比增 33.35%，归母净利润 2.40 亿元、同比增 32.04%，扣非净利润 2.38 亿元，同比增 41.50%，EPS 1.20 元。

分季度看，18Q1~19Q3 单季度收入分别同比增长 10.93%、41.60%、36.64%、40.62%、27.59%、27.39%、45.15%，19Q3 收入增长提速显著主要为爆款产品 SPA 泡泡面膜销售业绩靓丽、促线上渠道收入快速增长；同期归母净利润分别同比增 29.58%、68.44%、43.81%、40.46%、30.36%、39.39%、26.07%，19Q3 净利润增速低于收入主要为主推爆款 SPA 泡泡面膜毛利率较低拉低总体毛利率，而期间费用率同比下降、未有大幅上涨。

◆收入分拆：19Q1~3 线上继续高速增长，线下增长有所放缓

分渠道来看，19Q1~3 线上、线下营收分别同比增 60%、高个位数，增速分别与 18 年全年相比持平、放缓。分季度来看，线上 19H1 受去年高基数影响增速较 18 年有所放缓、19Q3 获益于爆款打造增长靓丽；线下 19Q3 增速环比 19H1 有所放缓，主要为线下主力渠道 CS 店等总体承压，优资菜单品牌店为新业态、前期发展仍有待模式理顺与调整。

线上持续高速增长促 19Q1~3 公司线上收入占比已达 50%。预计 19Q4 电商旺季，线上渠道营收继续高速增长，全年占比有望提升至 55%。

◆19Q1~3 毛利率升、费用率升，存货周转提速

毛利率：19Q1~3 毛利率同比上升 0.71PCT 至 63.85%，主要为高毛利的电商渠道占比提升所致。

分季度来看，18Q1~19Q3 毛利率分别为 63.10% (-1.11PCT)、61.32% (+0.69PCT)、65.07% (+2.09PCT)、65.74% (+6.07PCT)、63.83% (+0.73PCT)、67.60% (+6.28PCT)、60.45% (-4.62PCT)，19Q3 毛利率降幅较大，主要为低毛利率的泡泡 SPA 面膜产品收入占比上升。

费用率：19Q1~3 期间费用率同比上升 0.19PCT 至 48.05%，其中销售、管理+研发、财务费用率分别为 39.43% (+0.58PCT)、9.11% (+0.32PCT)、-0.49% (-0.71PCT)，销售费用率同比上升主要为广告费、市场推广投入增加，管理费用率上升主要为股权激励摊销。

分季度来看，18Q1~19Q3 销售费用率分别为 36.12% (-1.46PCT)、39.04% (+4.98PCT)、41.30% (+3.29PCT)、34.94% (+1.31PCT)、35.61% (-0.51PCT)、42.95% (+3.91PCT)、39.48% (-1.82PCT)；管理+研发费用率分别为 8.64% (-1.47PCT)、7.37% (-6.80PCT)、10.41% (-1.45PCT)、8.71% (+0.08PCT)、9.03% (+0.39PCT)、8.78% (+1.41PCT)、9.48% (-0.93PCT)；财务费用率分别为 0.21% (-0.72PCT)、0.05% (-1.30PCT)、0.41% (-0.84PCT)、-2.01% (-2.42PCT)、-0.60% (-0.81PCT)、-0.37% (-0.42PCT)、-0.51% (-0.92PCT)。

其他财务指标: 1) 19年9月末存货较年初增加20.64%至2.81亿元。存货周转率为2.93、较上年同期的2.59有所加快。

2) 应收账款较年初增加41.53%至1.26亿元,应收账款周转率为19.36、较上年同期的30.33大幅放缓,主要由于销售增长,各线上平台促销活动使应收款增加。

3) 2019年前三季度公司经营性现金流量净额同减61.02%至7265万元,主要由于销售增长,购买商品、接受劳务支付的现金增加以及支付税费增加、支付的各项销售费用增加等。

◆再次验证趋势把握能力,爆款策略望持续发力

我们认为: 1) 公司定位大众护肤品,行业竞争集中于品牌营销、渠道拓展等。回顾公司历史,具有出色的趋势把握能力,先后把握了CS渠道、电商渠道等发展机遇,近年随着内容营销的兴起,公司快速切换营销策略、加码内容营销,至19Q3成功打造泡泡SPA爆款面膜,7月当月成为阿里全网美容护肤单品销售额及销量双第一,助力线上销售,泡泡SPA面膜的成功再次验证了公司出色的趋势把握能力、积极拥抱变化,预计未来有望持续复制内容营销打造爆款的运营思路、线上收入增速继续靓丽;行业总体线下渠道承压、预计公司线下渠道收入增速平稳。

2) 毛利率方面,过去电商渠道毛利率总体高于其他渠道,随着电商占比提升、公司毛利率有所提升,但随着网红、KOL等内容营销的启用,公司线上产品销售需与网红分成,预计线上毛利率将下降。

3) 费用率方面,品牌发展离不开营销、尤其当前品牌竞争激烈,预计销售费用率将继续维持较高水平,管理费用率总体保持稳定。

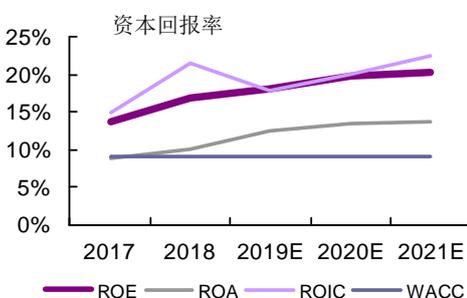
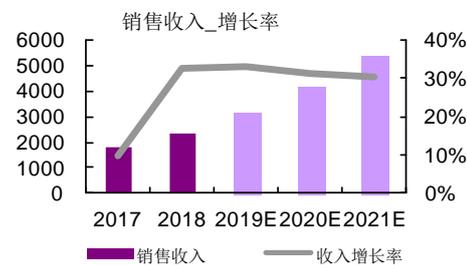
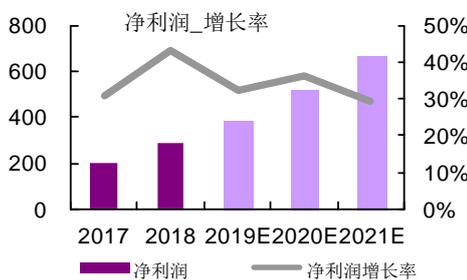
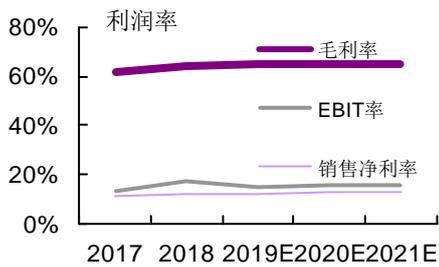
我们看好公司在其所定位的大众化妆品市场中所采取的策略:快速响应行业变化、积极加大内容营销投放力度抢夺优势营销资源、战略上重视电商直营化发展(分享电商红利的同时及时把握消费者需求动向、方便公司后续实现从产品概念开发、营销策划到供应链管控地全链路孵化爆款),成功打造爆款赋能线下渠道。19Q3爆款打造带来收入增长超预期、拉低毛利率,我们上调19~21年营收盈利预测,维持19~21年净利盈利预测,对应EPS为1.89、2.57、3.33元,对应19年PE 47倍,维持“买入”评级。

◆风险提示:终端零售疲软;渠道拓展、营销效果、新品牌培育不及预期;无法及时把握行业趋势变化。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,783.03	2,361.25	3,142.88	4,124.92	5,377.82
营业收入增长率	9.83%	32.43%	33.10%	31.25%	30.37%
净利润(百万元)	200.79	287.19	380.11	517.65	670.38
净利润增长率	30.70%	43.03%	32.36%	36.18%	29.50%
EPS(元)	1.00	1.43	1.89	2.57	3.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.76%	16.95%	18.11%	19.78%	20.40%
P/E	89	62	47	34	27
P/B	12	11	8	7	5

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年10月31日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,783	2,361	3,143	4,125	5,378
营业成本	682	849	1,103	1,438	1,869
折旧和摊销	72	58	39	48	53
营业税费	24	26	31	41	54
销售费用	636	886	1,254	1,650	2,165
管理费用	194	172	251	324	419
财务费用	16	-13	3	5	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	239	388	466	652	856
利润总额	242	388	466	651	856
少数股东损益	0	(1)	0	0	0
归属母公司净利润	201	287	380	518	670

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	2,304	2,860	3,033	3,872	4,886
流动资产	1,466	1,823	1,780	2,442	3,439
货币资金	1,094	1,464	1,178	1,592	2,317
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	42	89	133	168	217
应收票据	6	7	36	47	61
其他应收款	9	5	27	35	45
存货	188	233	316	421	551
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	7	7	7	7
固定资产	257	491	712	908	973
无形资产	339	328	295	266	239
总负债	845	1,162	930	1,252	1,595
无息负债	527	817	845	1,166	1,510
有息负债	318	345	85	85	85
股东权益	1,459	1,698	2,103	2,621	3,291
股本	200	201	201	201	201
公积金	830	883	915	915	915
未分配利润	429	634	982	1,500	2,170
少数股东权益	0	4	4	4	4

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	334	513	193	642	796
净利润	201	287	380	518	670
折旧摊销	72	58	39	48	53
净营运资金增加	-20	-100	494	279	381
其他	82	268	-720	-202	-309
投资活动产生现金流	-91	-451	-240	-223	-71
净资本支出	-80	-230	-240	-223	-71
长期投资变化	0	7	0	0	0
其他资产变化	-12	-229	0	0	0
融资活动现金流	554	-20	-238	-5	-1
股本变化	50	1	0	0	0
债务净变化	-123	27	-260	0	0
无息负债变化	27	290	28	322	343
净现金流	797	42	-286	414	724

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	9.83%	32.43%	33.10%	31.25%	30.37%
净利润增长率	30.70%	43.03%	32.36%	36.18%	29.50%
EBITDA 增长率	35.17%	52.69%	7.11%	38.76%	29.11%
EBIT 增长率	38.56%	74.40%	12.56%	40.11%	30.41%
估值指标					
PE	89	62	47	34	27
PB	12	11	8	7	5
EV/EBITDA	57	37	35	25	19
EV/EBIT	74	42	38	27	20
EV/NOPLAT	88	57	47	34	26
EV/Sales	10	7	6	4	3
EV/IC	13	12	8	7	6
盈利能力 (%)					
毛利率	61.73%	64.03%	64.92%	65.14%	65.25%
EBITDA 率	17.41%	20.07%	16.16%	17.08%	16.92%
EBIT 率	13.39%	17.63%	14.91%	15.92%	15.92%
税前净利润率	13.55%	16.44%	14.84%	15.79%	15.92%
税后净利润率 (归属母公司)	11.26%	12.16%	12.09%	12.55%	12.47%
ROA	8.72%	10.02%	12.53%	13.37%	13.72%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.76%	16.95%	18.11%	19.78%	20.40%
经营性 ROIC	14.98%	21.62%	17.90%	20.14%	22.43%
偿债能力					
流动比率	1.92	1.76	2.21	2.17	2.34
速动比率	1.67	1.54	1.82	1.79	1.96
归属母公司权益/有息债务	4.58	4.91	24.65	30.74	38.61
有形资产/有息债务	5.96	7.18	31.32	41.49	53.73
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.00	1.43	1.89	2.57	3.33
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.66	2.55	0.96	3.19	3.95
每股自由现金流(FCFF)	1.09	1.23	-1.38	0.41	1.43
每股净资产	7.24	8.41	10.42	12.99	16.32
每股销售收入	8.85	11.73	15.61	20.49	26.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼