

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年10月30日
市场数据

目前股价	89.8
总市值（亿元）	180.75
流通市值（亿元）	55.76
总股本（万股）	20,129
流通股本（万股）	6,209
12个月最高/最低	89.80 / 43.42

分析师

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

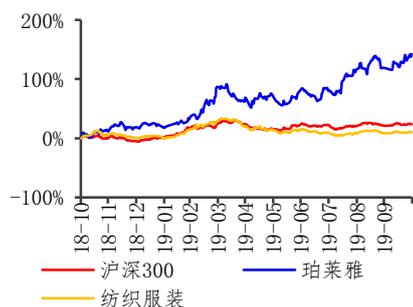
✉ huangsy@cgws.com

联系人（研究助理）：张家璇

S1070118090001

☎ 021-31829782

✉ zhangjiaxuan@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<收入延续高增，扣非净利增速亮眼>>

2019-08-23

<<业绩持续高增，平台化有序推进>>

2019-04-19

<<线上表现强劲，业绩超预期增长>>

2019-03-29

Q3 营收增速提升，电商延续高增长

——珀莱雅（603605）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	3089	3869	4693
(+/-%)	30.8%	25.3%	21.3%
净利润	391	511	644
(+/-%)	36.0%	30.7%	26.2%
摊薄 EPS	1.94	2.54	3.20
PE	46	35	28

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司发布 2019 年三季度报告，2019 年前三季度实现营业收入 20.8 亿元，同比增长 33.35%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.4 亿元，同比增长 32.04%，实现扣非后归属母公司股东的净利润 2.38 亿元，同比增长 41.5%。基本每股收益为 1.20 元。
- Q3 营收增速提升，前三季度扣非同增 41.5%：**公司 2019 年前三季度实现营收 20.8 亿元，同比增长 33.35%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比增长 32.04%；实现扣非归母净利润 2.38 亿元，同比增长 41.5%。单三季度公司实现营收 7.52 亿元，同比增长 45.15%；实现归母净利润 0.67 亿元，同比增长 26.07%；实现扣非归母净利润 0.67 亿元，同比增长 47.11%。Q3 营收增长提速，预计主要系 7 月起持续打造泡泡面膜现象级大单品。四季度恰逢双 11 大促，公司年内打造烟酰胺精华液、泡泡面膜、印彩巴哈粉底液等多款爆品，有望共同驱动全年营收增速达到目标预期。
- 毛利率同比提升，存货周转天数缩短：**2019 年前三季度公司毛利率同比提升 0.71pct，但单三季度毛利率同比下降 4.62pct，主要系三季度毛利较低的面膜品类销售占比较大。从全年来看，随着电商直营占比进一步提升，以及精华、护肤套装、面膜等产品共同发力，毛利率有望保持相对稳定。前三季度公司期间费用率略有提升 0.19pct，其中销售/管理费用率分别同比提升 0.58pct/0.32pct，主要系爆款打造提升宣传推广费用，以及股权支付费用、职工薪酬等费用增加；研发费用率基本持平；财务费用率同比下降 0.71pct，主要系短期理财增加利息收入。前三季度存货同增 9.72%，远低于收入增速，存货周转天数缩短 11.94 天至 92.21 天。应收账款同增 107.14%，预计主要系电商分销增长较快以及对新品牌账期支持。
- 电商维持高增速，彩妆占比提升。**分渠道看，前三季度电商渠道预计增速超 50%；而受线下销售整体增速放缓、以及单品牌店调整影响，线下渠道整体预计个位数增长。分品类看，前三季度护肤/洁肤/美容品类分别实现营收 18.78/1.24/0.76 亿元，分别同比增长 34.32%/-10.37%/258.67%，占营收比例分别为 90.35%/5.99%/3.66%，占比分别较去年同期变化 +0.62pct/-2.92pct/+2.3pct，护肤仍为占比最大品类，彩妆为增长最快品类，

占比提升最快。

- **投资建议:** 公司是本土化妆品龙头之一,深耕线上线下渠道一体化,未来将重点发力生态化、平台化、国际化、年轻化,收入规模有望保持快速增长态势,预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.94 元/2.54 元/3.2 元,对应 PE 分别为 46X/35X/28X,维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 行业景气度不及预期、行业竞争加剧、渠道经营成本上涨过快、产品质量风险、渠道拓展不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1783	2361	3089	3869	4693	成长性					
营业成本	682	849	1108	1386	1679	营业收入增长	9.8%	32.4%	30.8%	25.3%	21.3%
销售费用	636	886	1171	1467	1781	营业成本增长	10.5%	24.5%	30.4%	25.1%	21.1%
管理费用	153	172	220	273	329	营业利润增长	56.8%	61.7%	34.2%	27.0%	22.9%
财务费用	16	-13	9	12	10	利润总额增长	37.6%	60.7%	33.2%	27.3%	23.0%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	30.7%	43.0%	36.0%	30.7%	26.2%
营业利润	240	388	521	661	813	盈利能力					
营业外收支	2	0	-4	-3	-3	毛利率	61.7%	64.0%	64.1%	64.2%	64.2%
利润总额	242	388	517	658	810	销售净利率	11.3%	12.1%	12.6%	13.2%	13.7%
所得税	41	101	126	148	166	ROE	13.8%	16.9%	18.7%	19.8%	20.1%
少数股东损益	0	-1	0	0	0	ROIC	10.5%	13.0%	15.3%	16.8%	17.3%
净利润	201	287	391	511	644	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	35.7%	37.5%	37.9%	37.9%	38.0%
					(百万)	管理费用/营业收入	8.6%	7.3%	7.1%	7.1%	7.0%
流动资产	1466	1823	1963	2434	2881	财务费用/营业收入	0.9%	-0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
货币资金	1094	1464	1339	1829	2036	投资收益/营业利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	42	89	128	144	186	所得税/利润总额	16.9%	26.2%	24.5%	22.5%	20.5%
应收票据	6	7	12	11	17	应收账款周转率	30.05	36.04	28.45	28.45	28.45
存货	188	233	361	352	530	存货周转率	3.41	4.04	3.73	3.88	3.81
非流动资产	838	1037	1278	1541	1801	流动资产周转率	1.63	1.44	1.63	1.76	1.77
固定资产	257	491	616	744	879	总资产周转率	0.94	0.91	1.01	1.07	1.08
资产总计	2304	2860	3241	3976	4682	偿债能力					
流动负债	763	1035	1059	1311	1403	资产负债率	36.7%	40.6%	35.5%	35.1%	31.6%
短期借款	284	225	255	240	247	流动比率	1.92	1.76	1.85	1.86	2.05
应付款项	248	415	410	645	618	速动比率	1.67	1.54	1.51	1.59	1.68
非流动负债	82	127	93	86	77	每股指标 (元)					
长期借款	35	85	76	69	60	EPS	1.00	1.43	1.94	2.54	3.20
负债合计	845	1162	1152	1397	1480	每股净资产	7.24	8.41	10.35	12.79	15.88
股东权益	1459	1698	2089	2579	3202	每股经营现金流	1.77	3.34	1.09	4.40	2.98
股本	200	201	201	201	201	每股经营现金/EPS	1.77	2.34	0.56	1.74	0.93
留存收益	478	703	1094	1604	2248	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	4	4	4	4	PE	90.06	62.96	46.29	35.41	28.07
负债和权益总计	2304	2860	3241	3976	4682	PEG	10.89	2.43	1.27	0.97	0.91
现金流量表					(百万)	PB	12.40	10.67	8.67	7.02	5.65
经营活动现金流	334	513	219	886	600	EV/EBITDA	57.78	40.35	29.32	23.42	18.89
其中营运资本减少	77	308	-255	282	-158	EV/SALES	9.72	7.20	5.54	4.29	3.49
投资活动现金流	-91	-451	-315	-345	-363	EV/IC	9.63	8.23	7.02	5.71	4.64
其中资本支出	80	230	255	260	258	ROIC/WACC	1.10	1.36	1.59	1.71	1.74
融资活动现金流	554	-20	-30	-51	-29	REP	8.76	6.07	4.41	3.34	2.66
净现金总变化	797	42	-125	490	207						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>