东兴证券
DONGXING SECURITIES

全品类多品牌建设进展良好，归母净利高增30.4%符合预期

——珀莱雅（603605）2019年一季报业绩点评

2019年04月19日

强烈推荐/维持

珀莱雅 | 财报点评

首席分析师：刘畅

010-66554017 liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480517120001

研究助理：魏鹤翀

010-66554044 weihch@dxzq.net.cn

投资要点：

事件：4/19公司发布2019年一季度财报。报告期内，公司实现营业收入6.42亿元，较上年同期增长27.59%，实现归母净润0.91亿元，同比增30.36%。

- **彩妆增长势头强劲，全品类矩阵布局显现。**公司不断发力产品矩阵的构建，从单品牌单品类向多品牌全品类发展。

  （1）护肤品：收入持续高增（26.83% yoy），低价位的面膜产品打开销售空间致使平均售价实现23.99元/支（-19.71% yoy）。整体护肤类产品仍保持较高速增长，收入占比小幅下降0.73pct至89.99%。

  （2）美妆类：收入0.18亿元（295.72% yoy），平均售价24.76%（1.52% yoy）。消费者对于彩妆的尝鲜意愿较强，公司推出的新锐美妆品牌均收获良好的市场反响，潜在空间巨大。作为打造品类矩阵的重要一环，彩妆已经成为公司高增长品类中的主力，今年在营收的占比有望由目前的1.2%发展到5%，形成多品类布局的雏形。

  （3）洁肤类：收入0.4亿元（10.7%yoy），平均售价17.96元/支（5.15%yoy）。

- **平台化支持生态化发展，品牌孵化机制初步形成。**多品牌战略下，公司搭建生态平台实现研发、生产、营销等内部资源共享，并参股一批内容策略、内容推广、网红运营等外部服务公司。平台化方式可在支持各成熟品牌运营的同时，低成本高效率的孵化新品牌和新品类，形成良性的运营模式。公司在品牌建设方面进展顺利，主品牌珀莱雅的海洋生物科技形象不断稳固，印彩巴哈、YNM等二线品牌在年轻化的大方向下实现差异互补，国际品牌韩妆YNM、日本洗护IKAM的本土化运营良好，多品牌布局有望顺利推进。

- **销售成本率下降带动毛利率小幅提升，期间费用管控有效利好净利率。**高毛利的电商渠道发展迅猛，推动公司综合毛利率提升0.73pct至63.83%，始终维持高位。费用方面，销售费用率下降0.51pct至35.61%，管理费用率上升0.39pct至9.03%，摊销股权激励和加大研发费用形成管理费用率的小幅良性上升。销售净利率小幅提升0.2pct至14.10%，盈利能力长期向好趋势不改。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司2019-2021年实现营业收入分别为29.45亿元、37.16亿元和47.56亿元；净利润分别为3.85亿元、4.80亿元和5.94亿元；EPS分别为1.91元、2.38元和2.95元，对应当前股价的PE分别为32.86x、26.37x和21.30x。给与公司“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**品牌孵化不及预期、单品牌店拓店情况不及预期等

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,783.03	2,361.25	2,945.97	3,716.31	4,756.19
增长率（%）	9.83%	32.43%	24.76%	26.15%	27.98%
净利润（百万元）	200.79	287.19	385.33	480.23	594.32
增长率（%）	30.70%	42.75%	34.24%	24.66%	23.78%
净资产收益率（%）	13.76%	16.95%	19.24%	20.39%	21.29%
每股收益(元)	1.00	1.43	1.91	2.38	2.95
PE	62.63	44.09	32.86	26.37	21.30
PB	8.62	7.47	6.32	5.38	4.53

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	63.91-35.94
总市值（亿元）	128.69
流通市值（亿元）	39.68
总股本/流通A股(万股)	20136/6209
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	3.88

52周股价走势图

资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

1、《珀莱雅（603605）：三季度业绩亮眼，单品牌店及线上渠道拓展加速》2018-10-30

2、《珀莱雅（603605）调研简报：卡位大众化妆品赛道，乘市场东风而起》2018-09-18

3、《珀莱雅（603605）：线上渠道发力，国货美妆符合消费趋势》2018-08-20

表 1:营业收入按产品划分（百万）

	2017	2018	2019Q1
护肤类	**1583**	**2130**	**578**
yoy	*12%*	*35%*	*27%*
毛利率	*61%*	*64%*	*-*
洁肤类	**178**	**201**	**47**
yoy	*-4%*	*13%*	*11%*
毛利率	*65%*	*67%*	*-*
美容类	**20**	**28**	**18**
yoy	*12%*	*43%*	*296%*
毛利率	*61%*	*61%*	*-*
合计	**1783**	**2362**	**642**
yoy	*10%*	*33%*	*28%*
毛利率	*62%*	*64%*	*64%*

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 2: 营业收入按渠道划分（百万）

	2016	2017	2018
线上（天猫/京东/唯品会）	**514**	**653**	**1028**
yoy	*27%*	*32%*	*60%*
毛利率		*70%*	*66%*
线下（商超/专营/单品牌店）	**1135**	**1139**	**1331**
yoy	*-10%*	*0%*	*17%*
毛利率		*57%*	*63%*

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 3: 营收及盈利能力变化情况

	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
销售净利率	14.10%	12.14%	11.63%	12.34%	13.90%
销售毛利率	63.83%	64.03%	63.14%	62.18%	63.10%
销售成本率	36.17%	35.97%	36.86%	37.82%	36.90%
销售费用率	35.61%	37.52%	38.85%	37.63%	36.12%
管理费用率	9.03%	9.43%	8.79%	7.98%	8.64%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1466	1823	2733	3153	3703	**营业收入**	1783	2361	2946	3716	4756
货币资金	1094	1464	2411	2855	3451	**营业成本**	682	849	998	1285	1621
应收账款	42	89	111	140	179	营业税金及附加	24	26	32	40	51
其他应收款	9	5	7	8	11	营业费用	636	886	1150	1450	1880
预付款项	11	17	25	34	47	管理费用	194	172	238	297	418
存货	188	233	274	352	444	财务费用	16	-13	-4	-18	-30
其他流动资产	117	8	-102	-248	-443	资产减值损失	9	12	12	12	12
非流动资产合	838	1037	395	353	407	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	7	7	7	7	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	257	491	0	0	0	**营业利润**	239	388	521	649	804
无形资产	339	328	319	309	300	营业外收入	5	3	3	3	3
其他非流动资	0	13	13	13	13	营业外支出	3	3	3	3	3
资产总计	2304	2860	3129	3507	4110	**利润总额**	242	388	521	650	804
流动负债合计	763	1035	996	1022	1189	所得税	41	101	136	170	210
短期借款	284	225	117	0	0	**净利润**	201	287	385	480	594
应付账款	225	370	428	552	696	少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
预收款项	77	80	83	87	92	归属母公司净利润	201	287	385	480	594
一年内到期的	0	35	35	35	35	EBITDA	619	728	517	632	774
非流动负债合	82	127	127	127	127	**EPS（元）**	1.00	1.43	1.91	2.38	2.95
长期借款	35	85	85	85	85	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	845	1162	1123	1149	1316	**成长能力**					
少数股东权益	0	4	3	3	2	营业收入增长	9.83%	32.43%	24.76%	26.15%	27.98%
实收资本（或股	200	201	201	201	201	营业利润增长	56.43%	62.05%	34.25%	24.67%	23.79%
资本公积	781	815	815	815	815	归属于母公司净利	34.17%	24.63%	34.17%	24.63%	23.76%
未分配利润	429	634	826	1064	1359	**获利能力**					
归属母公司股	1459	1694	2002	2355	2792	毛利率(%)	61.73%	64.03%	66.12%	65.41%	65.92%
负债和所有者	2304	2860	3129	3507	4110	净利率(%)	11.26%	12.14%	13.06%	12.91%	12.48%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	8.72%	10.04%	12.32%	13.70%	14.46%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	13.76%	16.95%	19.24%	20.39%	21.29%
经营活动现金	334	513	556	631	807	**偿债能力**					
净利润	201	287	385	480	594	资产负债率(%)	37%	41%	36%	33%	32%
折旧摊销	24	24	0	0	0	流动比率	1.92	1.76	2.74	3.09	3.11
财务费用	16	-13	-4	-18	-30	速动比率	1.67	1.54	2.47	2.74	2.74
应收账款减少	0	0	-22	-29	-39	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	3	4	5	总资产周转率	0.94	0.91	0.98	1.12	1.25
投资活动现金	-91	-451	-12	-12	-12	应收账款周转率	30	36	29	30	30
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.48	7.94	7.38	7.58	7.63
长期股权投资	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	1.00	5.00	1.91	2.38	2.95
筹资活动现金	554	-20	-182	-227	-128	每股净现金流(最	3.98	0.21	1.80	1.95	3.31
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	7.29	8.41	9.94	11.70	13.87
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	50	1	0	0	0	P/E	62.63	44.09	32.86	26.37	21.30
资本公积增加	648	34	0	0	0	P/B	8.62	7.47	6.32	5.38	4.53
现金净增加额	797	42	363	392	667	EV/EBITDA	19.06	15.86	20.30	15.72	12.05

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017 年 11 月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018 年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。