

## 青岛金王 (002094.SZ)

## 垂直服务行业

评级：买入 维持评级

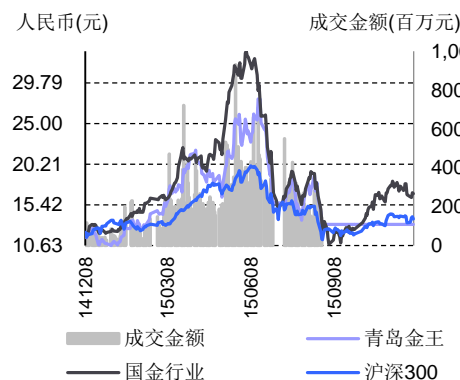
公司点评

市场价格(人民币): 13.14元  
 目标价格(人民币): 27.00-28.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	321.84
总市值(百万元)	4,229.98
年内股价最高最低(元)	27.91/10.63
沪深300指数	3677.59
深证成指	12329.18



## 相关报告

- 《利润增速有所放缓，战略布局持续推进;-青岛金王业绩点评》，2015.10.26
- 《电商冲击下的全渠道融合之路——化妆品行业研究》，2015.9.30
- 《布局化妆品全产业链的“互联网+”标的-青岛金王公司研究》，2015.8.3

廖德高

联系人 15914005033  
 (8621)61038286  
 liaodegao@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
 (8621)60230213  
 zhangshuai@gjzq.com.cn

## 设立产业链管理公司，化妆品布局日趋完整

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.168	0.152	0.271	0.488	0.626
每股净资产(元)	1.87	1.96	2.24	2.74	3.36
每股经营性现金流(元)	0.26	0.18	0.35	0.32	0.58
市盈率(倍)	110.45	122.05	48.43	26.91	21.00
行业优化市盈率(倍)	47.41	54.81	129.93	129.93	129.93
净利润增长率(%)	3.52%	-9.50%	78.05%	79.97%	28.17%
净资产收益率(%)	9.01%	7.78%	12.10%	17.84%	18.61%
总股本(百万股)	321.92	321.92	321.92	321.92	321.92

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件简评

- 12月5日，青岛金王宣布将以自有资金认缴出资10000万元人民币设立青岛金王产业链管理有限公司。未来将以产业链管理公司为平台，充分协同已有的化妆品各环节优势资源。
- 11月26日，董事会审议通过了《关于公司符合发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金条件的议案》，拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买广州韩亚100%股权以及上海月洋40%股权。

## 经营分析

- 化妆品行业正处于机会变革期，我们坚定看好积极外延布局的青岛金王：1、电商渠道的销售占比正不断攀升，并逐步规范化。杭州悠可身为化妆品代运营行业龙头，业务增长潜力巨大；2、有正品背书的B2C模式逐渐成为化妆品电商主流。杭州悠可与四大美妆B2C平台都有长期稳定的合作关系，是青岛金王“互联网+”战略的核心载体；3、专业连锁店是唯一稳步增长的线下渠道。上海月洋线下营销运营能力突出，未来三年将随屈臣氏、万宁继续高速扩张，为青岛金王贡献高额利润的同时，提供优质的线下渠道支持；4、化妆品行业的整体规模大但品牌集中度低，国产中小品牌有望借助新兴渠道实现跨越式发展。最新收购的广州韩亚，将为青岛金王补全产业链条中最关键的一环：优质品牌资源。
- 以新成立的产业链管理公司为协同平台，充分整合先后收购的优质化妆品标的，打通品牌、研发、线上/线下销售渠道。青岛金王已成为国内稀缺的，完整布局化妆品全产业链的“互联网+”标的。

## 盈利调整

- 广州韩亚和上海月洋的成功收购，将大幅增强青岛金王的盈利水平，我们预计15、16、17年青岛金王的利润额为：8700万、1.52亿、2.01亿，同比增速为78%、80%、28%。

## 投资建议

- 暂不考虑增发对每股盈利的稀释，我们预测15、16、17年的EPS为0.27、0.49、0.63元。16年EPS比上次预测提高了42%，我们将目标价从20元调高40%至27-28元。评级从“增持”调高为“买入”。

**图表 1：2015 年第三季度青岛金王营收及净利润增长情况**

	2015 第三季度	第三季度同比%	2015 前三季度	前三季度同比%
营业收入/万元	50245	36.71%	99137	5.41%
归属于上市公司股东的净利润/万元	4519	58.03%	8109	70.70%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润/万元	4416	54.96%	7974	68.07%

来源：公司公告、国金证券研究所

**图表 2：化妆品业务子公司的盈利预测**

	2013	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E
<b>杭州悠可：</b>						
营业收入/百万元	262.6	468.5	299.7	749.6	1333.3	2083.3
营收同比增长率		78.4%	46.6%	60.0%	68.9%	56.3%
净利润率	2.9%	3.4%	3.1%	3.5%	4.0%	4.3%
净利润额/百万元	7.5	15.7	9.4	26.2	53.3	89.6
利润贡献/百万元	—	5.8	3.5	9.7	19.7	33.1
<b>广州栋方：</b>						
营业收入/百万元	104.7	127.6	74.6	159.6	190.0	215.0
营收同比增长率	—	21.9%	36.0%	25.0%	19.1%	13.2%
净利润率	6.6%	10.4%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润额/百万元	6.9	13.3	7.4	16.0	19.0	21.5
利润贡献/百万元	—	4.4	3.3	7.2	8.6	9.7
<b>上海月洋：</b>						
营业收入/百万元		38.4	85.9	131.6	165.8	192.1
营收同比增长率			123.7%	—	26.0%	15.9%
净利润率		54.4%	37.9%	38.0%	38.0%	38.0%
净利润额/百万元		20.9	32.6	50.0	63.0	73.0
利润贡献/百万元		5.5	19.5	30.0	63.0	73.0
<b>广州韩亚：</b>						
营业收入/百万元	127.7	148.2		169.8	197.5	234.6
营收同比增长率		16.0%		14.6%	16.4%	18.8%
净利润率	16.4%	16.1%		16.2%	16.2%	16.2%
净利润额/百万元	21	23.9		27.5	32.0	38.0
利润贡献/百万元					32.0	38.0

来源：公司公告，国金证券研究所

注 1：2013 年底对杭州悠可投资 15170 万元，至 2015 年 6 月 30 日占其权益的 37%；

注 2：2014 年 4 月对广州栋方投资 3173.077 万元，至 2015 年 6 月 30 日占其权益的 45%；

注 3：青岛金王 2014 年对上海月洋化妆品有限公司支付第一期股权转让款 6300 万元(投资比例为 25.8%)，上海月洋化妆品有限公司修订后章程规定第一期投资款付款后公司享有 60%分配权，而最新公布的发行股份及支付现金购买资产方案完成后（预计 2016 年上半年），上海月洋将成为全资子公司；

注 4：最新公布的发行股份及支付现金购买资产方案完成后（预计 2016 年上半年），广州韩亚将成为全资子公司。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,425</b>	<b>1,454</b>	<b>1,224</b>	<b>1,242</b>	<b>1,493</b>	<b>1,537</b>	货币资金	294	290	167	389	369	397
增长率		2.0%	-15.9%	1.5%	20.3%	2.9%	应收款项	242	237	289	286	344	354
主营业务成本	-1,208	-1,249	-1,042	-978	-1,109	-1,118	存货	282	265	154	209	237	239
<b>%销售收入</b>	<b>84.7%</b>	<b>85.9%</b>	<b>85.2%</b>	<b>78.8%</b>	<b>74.3%</b>	<b>72.7%</b>	其他流动资产	43	59	89	131	145	146
毛利	218	205	181	264	384	419	流动资产	861	852	698	1,014	1,095	1,135
%销售收入	15.3%	14.1%	14.8%	21.2%	25.7%	27.3%	%总资产	77.0%	76.9%	56.9%	58.7%	60.8%	61.7%
营业税金及附加	-8	-5	-6	-6	-7	-8	长期投资	53	55	317	352	352	352
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定投资	189	187	196	203	184	176
营业费用	-43	-45	-47	-58	-108	-111	%总资产	16.9%	16.9%	16.0%	11.7%	10.2%	9.6%
%销售收入	3.0%	3.1%	3.8%	4.7%	7.2%	7.2%	无形资产	13	12	14	156	165	173
管理费用	-64	-62	-60	-61	-73	-75	非流动资产	257	256	529	715	704	704
%销售收入	4.5%	4.2%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	%总资产	23.0%	23.1%	43.1%	41.3%	39.2%	38.3%
息税前利润 (EBIT)	104	93	69	138	196	226	<b>资产总计</b>	<b>1,118</b>	<b>1,108</b>	<b>1,228</b>	<b>1,729</b>	<b>1,799</b>	<b>1,840</b>
%销售收入	7.3%	6.4%	5.6%	11.1%	13.1%	14.7%	短期借款	35	34	200	520	416	265
财务费用	-25	-27	-22	-29	-40	-31	应付款项	245	225	166	248	259	249
%销售收入	1.8%	1.8%	1.8%	2.3%	2.7%	2.0%	其他流动负债	-12	-3	30	19	23	23
资产减值损失	-16	-7	-4	0	0	0	流动负债	268	257	397	787	697	537
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	%总资产	100	50	0	0	0	0
投资收益	0	2	18	17	28	43	长期贷款	197	198	198	198	198	198
%税前利润	0.7%	2.8%	30.0%	13.2%	15.3%	18.1%	其他长期负债	197	198	198	198	198	198
营业利润	63	61	60	126	185	237	<b>负债</b>	<b>565</b>	<b>505</b>	<b>595</b>	<b>985</b>	<b>895</b>	<b>735</b>
%营业收入	4.4%	4.2%	4.9%	10.2%	12.4%	15.4%	<b>普通股股东权益</b>	<b>551</b>	<b>601</b>	<b>631</b>	<b>722</b>	<b>881</b>	<b>1,082</b>
营业外收支	-2	1	-1	0	0	0	少数股东权益	2	2	2	22	22	22
税前利润	62	62	59	126	185	237	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,118</b>	<b>1,108</b>	<b>1,228</b>	<b>1,729</b>	<b>1,799</b>	<b>1,840</b>
利润率	4.3%	4.3%	4.8%	10.2%	12.4%	15.4%							
所得税	-9	-8	-10	-19	-28	-36	<b>比率分析</b>						
所得税率	15.2%	13.0%	17.0%	15.0%	15.0%	15.0%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	52	54	49	107	157	201	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	20	0	0	每股收益	0.163	0.168	0.152	0.271	0.488	0.626
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>52</b>	<b>54</b>	<b>49</b>	<b>87</b>	<b>157</b>	<b>201</b>	每股净资产	1.710	1.868	1.959	2.242	2.737	3.363
净利率	3.7%	3.7%	4.0%	7.0%	10.5%	13.1%	每股经营现金净流	0.410	0.256	0.176	0.349	0.315	0.581
							每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.51%	9.01%	7.78%	12.10%	17.84%	18.61%
							总资产收益率	4.68%	4.89%	4.00%	5.05%	8.74%	10.95%
							投入资本收益率	9.94%	9.17%	5.53%	8.03%	11.00%	12.23%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	30.32%	2.03%	-15.85%	1.48%	20.28%	2.90%
							EBIT 增长率	35.85%	-10.01%	-26.43%	101.38%	42.02%	14.91%
							净利润增长率	4.09%	3.52%	-9.50%	78.05%	79.97%	28.17%
							总资产增长率	11.66%	-0.89%	10.79%	40.85%	4.04%	2.28%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	48.8	52.9	66.5	75.0	75.0	75.0
							存货周转天数	87.0	80.0	73.4	78.0	78.0	78.0
							应付账款周转天数	46.5	35.7	31.3	38.0	38.0	38.0
							固定资产周转天数	36.2	46.1	52.1	51.1	40.7	37.7
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	6.85%	-1.32%	36.57%	44.20%	27.10%	5.98%
							EBIT 利息保障倍数	4.1	3.5	3.1	4.8	5.0	7.2
							资产负债率	50.58%	45.54%	48.45%	56.96%	49.78%	39.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-03-26	买入	18.65	N/A
2	2015-08-03	增持	15.10	20.40~20.40
3	2015-08-31	增持	13.14	20.40~20.40
4	2015-10-26	增持	13.14	20.40~20.40

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD