

# 青岛金王 (002094.SZ)

## 扣非净利增长 70.27%，并购标的经营亮眼

### 核心观点：

- **2017H1 收入同比增长 88%，实现归母净利润 3.06 亿，同比增长 491%**

2017H1 公司实现收入 20 亿 (YoY+88%)；实现归属净利润 3.06 亿 (YoY+491%)，剔除悠可股权增值投资收益 2.2 亿后，实现扣非净利 0.83 亿元 (YoY+70.27%)。其中，化妆品业务实现收入 9.2 亿 (YoY+395.7%)，新材料蜡烛收入 1.99 亿 (YoY-2.91%)，油品贸易收入 8.82 亿 (YoY+30.93%)。2Q17 单季实现收入 12.7 亿 (YoY+107%)；归属净利润 2.82 亿 (YoY+666%)，扣非净利润 0.6 亿 (YoY+66%)，业绩大幅增长主要系化妆品业务亮眼及悠可权益并表所致。

- **化妆品业务各子公司表现良好，“渠道+品牌+新零售”三线有序布局产业链**

上半年化妆品业务各标的经营良好，悠可实现收入 4.47 亿 (YoY+16.41%)，净利润 3860.2 万 (YoY+74.68%)；韩亚实现收入和净利润约 100% 增长；月沔实现收入 1.67 亿 (YoY+145.6%)，净利润 2578.9 万 (YoY+16.3%)。产业链公司实现收入和净利润分别为 5.32 亿和 3120.8 万。

公司以化妆品渠道为核心整合全产业链，截至目前，已经整合 21 家经销商，协同效应逐步显现，经销商的业务规模、区域竞争力、对上下游议价和服务能力大幅提升，表现为：(1) 品牌代理快速扩充。根据品观网统计，金王旗下经销商已经拿到了薇姿、理肤泉、高姿、后、阿道夫、百雀羚、卡姿兰、美素等众多国内外优质品牌的代理权；(2) 网点合作范围扩大，内容加深。品观网调研显示，安徽弘方的客户已经覆盖了安徽省 99% 的 A 类网点，并且对 70%-80% 的 A 类客户提供授信支持。浙江金庄与多数终端网点合作的品牌增加至 7-8 个；(3) 经销商区域整合加速。公司 6 月在合肥召开供应链大会，安徽弘方与省内 50 个经销商 (合计覆盖约 200 家门店，年销售额 5.5-6 亿) 成立安徽众妆供应链管理公司 (金王持股 51%)，目标实现智能化物流、统一采购和加强终端网点服务 (提供去库存化的供应链和零售指导服务、C2M 个性化产品定制、优质品牌导入和 O2O 服务)。预计第二批合伙人约 80 个，还在陆续招揽。大会上，公司宣布目标年底覆盖 500 家门店，2 年内达到 1000-1500 家门店，年销售额达到 20 亿。未来安徽模式还将向全国范围推广复制。

- **盈利预测及投资建议**

预计 17-19 年实现净利润分别为 5.17、5.36 和 6.47 亿，对应 EPS 分别为 1.32、1.37 和 1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 16.21、15.62 和 12.94 倍。我们看好公司持续的渠道整合、品牌输出和强化终端服务能力，有望颠覆传统模式，提升经销环节的产业链价值，维持“买入”评级。

- **风险提示：终端销售疲软，产业链协同、品牌并购、渠道整合低于预期；**

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,476.89	2,371.00	6,527.48	8,586.94	11,842.29
增长率 (%)	20.71%	60.54%	175.31%	31.55%	37.91%
EBITDA (百万元)	159.87	249.99	474.57	724.52	878.89
净利润 (百万元)	90.57	185.34	516.63	535.93	646.83
增长率 (%)	84.64%	104.63%	178.75%	3.74%	20.69%
EPS (元/股)	0.281	0.491	1.316	1.365	1.648
市盈率 (P/E)	110.71	61.06	16.21	15.62	12.94
市净率 (P/B)	13.25	6.53	3.70	2.99	2.43
EV/EBITDA	63.99	45.44	16.47	10.63	8.34

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	21.33 元
前次评级	买入
报告日期	2017-08-23

分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：叶群 S0260516080001



021-60750627



yequn@gf.com.cn

### 相关研究：

青岛金王 (002094.SZ)：	2017-07-20
业绩高增长符合预期，加快提升产业链价值	
青岛金王 (002094.SZ)：	2017-04-28
积极推进全渠道融合，强化对品牌和终端网点服务	
青岛金王 (002094.SZ)：	2017-03-23
收购悠可股权无条件过会，加速全渠道布局	

图 1：累计营业收入及增速

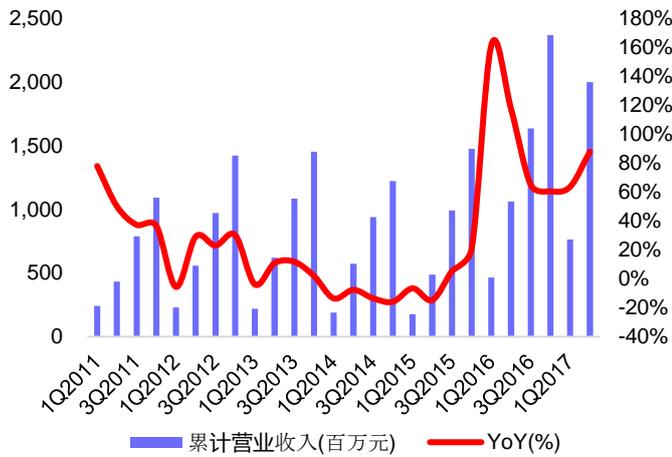
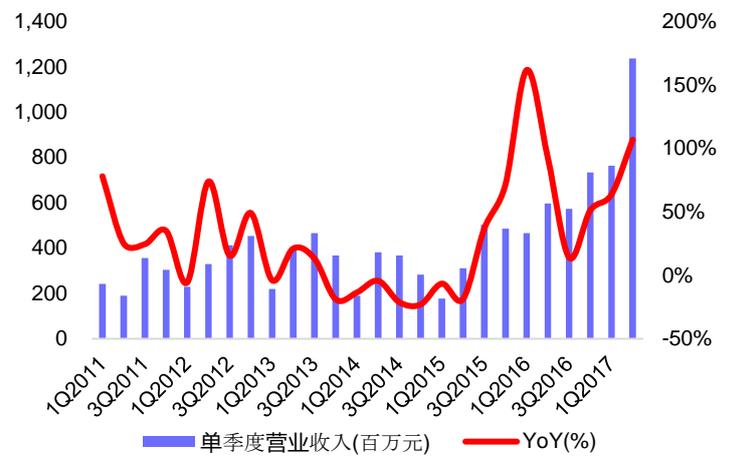


图 2：单季度营业收入及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：累计归母净利润及增速

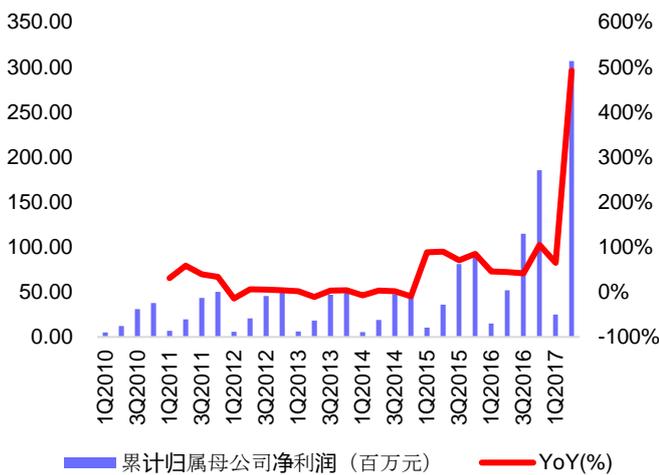
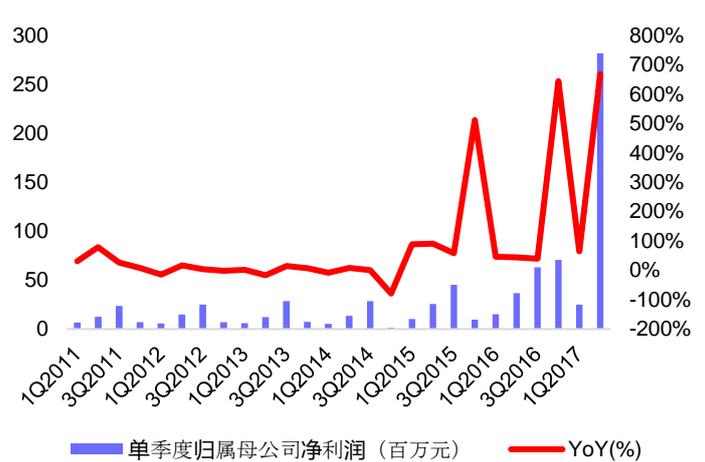


图 4：单季度净利润及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 1：累计毛利率

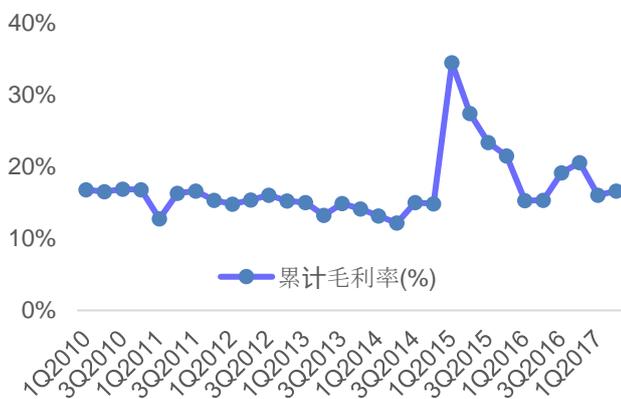
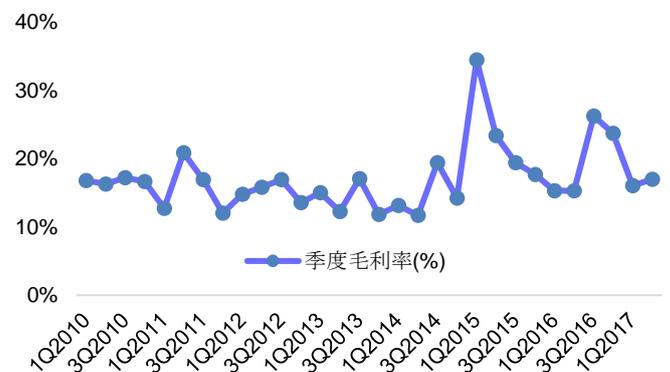


图 2：单季毛利率



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

图3: 累计销售管理费率

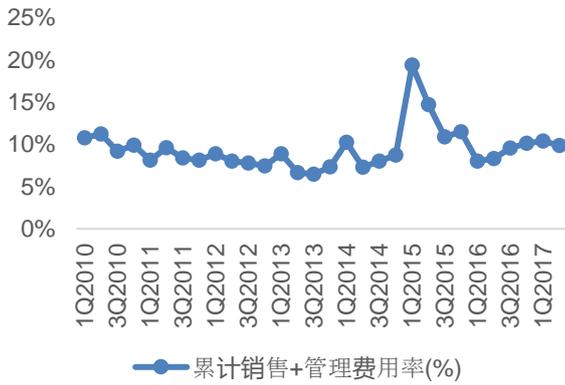
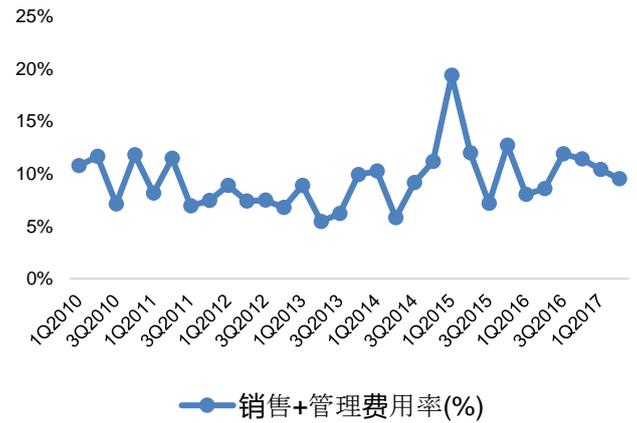


图4: 单季销售管理费率



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图5: 累计财务费率

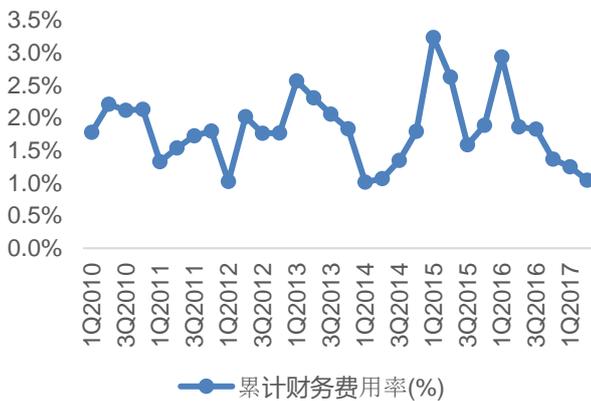
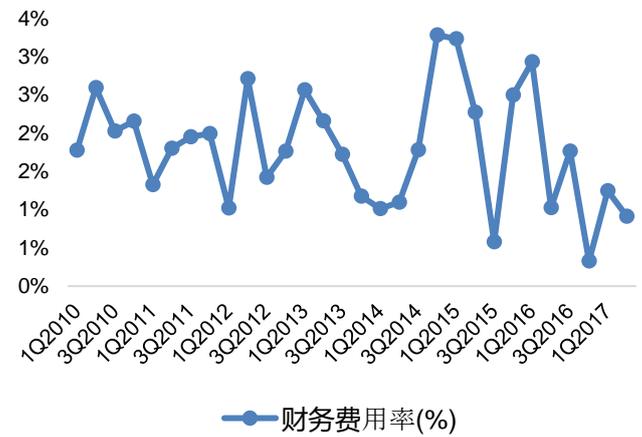


图6: 单季财务费率



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

	单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1201	1585	3083	3816	5244
货币资金	456	578	959	1075	1444
应收及预付	427	612	1615	2069	2876
存货	253	329	507	670	922
其他流动资产	65	66	2	2	2
<b>非流动资产</b>	717	1299	1114	1170	1142
长期股权投资	236	259	259	259	259
固定资产	165	169	151	137	121
在建工程	30	36	43	49	55
无形资产	175	685	520	579	563
其他长期资产	111	150	142	146	144
<b>资产总计</b>	1918	2884	4197	4986	6386
<b>流动负债</b>	888	779	1554	1769	2467
短期借款	440	232	232	232	232
应付及预收	447	326	1322	1536	2235
其他流动负债	1	221	0	0	0
<b>非流动负债</b>	226	182	173	173	173
长期借款	120	170	170	170	170
应付债券	99	0	0	0	0
其他非流动负债	7	12	3	3	3
<b>负债合计</b>	1114	960	1727	1941	2640
股本	322	377	393	393	393
资本公积	16	753	753	753	753
留存收益	419	604	1121	1657	2303
归属母公司股东权益	757	1734	2266	2802	3449
少数股东权益	42	165	195	233	288
<b>负债和股东权益</b>	19138	2884	4197	4986	6386

	单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1477	2371	6527	8587	11842
营业成本	1159	1883	5213	6777	9352
营业税金及附加	6	15	34	46	65
销售费用	97	135	444	558	853
管理费用	73	106	379	498	711
财务费用	28	32	23	20	18
资产减值损失	5	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	24	41	221	0	0
<b>营业利润</b>	134	234	656	688	843
营业外收入	4	9	6	7	7
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	136	242	660	694	849
所得税	23	42	114	120	147
<b>净利润</b>	113	199	547	574	702
少数股东损益	23	14	30	38	55
<b>归属母公司净利润</b>	91	185	517	536	647
EBITDA	160	250	475	725	879
EPS (元)	0.28	0.49	1.32	1.37	1.65

	单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	190	-62	235	207	377
净利润	113	199	547	574	702
折旧摊销	17	18	17	17	17
营运资金变动	49	-250	-123	-403	-360
其它	11	-30	-206	19	18
<b>投资活动现金流</b>	-161	-370	393	-66	16
资本支出	-9	-25	172	-66	16
投资变动	-111	-334	221	0	0
其他	-41	-11	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	238	563	-248	-25	-24
银行借款	625	842	0	0	0
债券融资	-365	-880	-219	0	0
股权融资	0	580	0	0	0
其他	-22	21	-28	-25	-24
<b>现金净增加额</b>	267	131	381	116	369
<b>期初现金余额</b>	167	456	578	959	1075
<b>期末现金余额</b>	434	587	959	1075	1444

## 主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	20.7	60.5	175.3	31.6	37.9
营业利润增长	122.6	74.6	180.6	4.9	22.6
归属母公司净利润增长	84.6	104.6	178.8	3.7	20.7
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	21.5	20.6	20.1	21.1	21.0
净利率	7.7	8.4	8.4	6.7	5.9
ROE	12.0	10.7	22.8	19.1	18.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.2	33.6	41.2	39.0	41.4
净负债比率	0.3	-	-0.2	-0.2	-0.3
流动比率	1.35	2.04	1.98	2.16	2.13
速动比率	0.92	1.37	1.31	1.39	1.37
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.94	0.99	1.84	1.87	2.08
应收账款周转率	5.53	7.21	6.55	6.76	6.69
存货周转率	5.70	6.47	10.28	10.11	10.14
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.28	0.49	1.32	1.37	1.65
每股经营现金流	0.59	-0.16	0.60	0.53	0.96
每股净资产	2.35	4.60	5.77	7.14	8.79
<b>估值比率</b>					
P/E	110.7	61.1	16.2	15.6	12.9
P/B	13.2	6.5	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	64.0	45.4	16.5	10.6	8.3

## 广发零售行业研究小组

- 洪涛：**首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名，新财富批零行业第四名，水晶球最佳分析师第三名，金牛分析师第四名；2015年新财富批零行业第四名，水晶球分析师第四名，金牛分析师第四名，第一财经分析师第三名；2014年新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名。
- 叶群：**分析师，上海财经大学经济学硕士，2014年进入证券行业，2016年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。
- 林伟强：**研究助理，上海财经大学金融硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。
- 黄靖凯：**研究助理，上海复旦大学经济学硕士，2015年进入证券行业，2017年加入广发证券发展研究中心，曾就职于中银国际证券。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：** 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：** 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：** 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：** 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：** 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：** 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：** 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。