



未有评级

002094.CH

价格: 人民币 9.82

板块评级: 中立

青岛金王

打造品牌和渠道结合的化妆品新贵

青岛金王的蜡烛业务与香薰、精油和化妆品业务有一定关联性，公司近几年开始筹划进入化妆品行业，通过收购杭州悠可和广州栋方，公司打造品牌运营、线上线下渠道、产品研发及生产的完整日化产业链的目标已经初具雏形。就 2014-2015 年，青岛金王的增长点可能来自于：1) 悠可新的国外电商代运营品牌的加入；2) 通过与栋方合作，悠可代理国外品牌的线下渠道；3) 金王与省级代理商的股权合作进展；4) 自有品牌的发展。结合这些增长点，我们预计未来三年青岛金王净利平均达到 30% 以上的概率较大，并存在超预期的可能。并且作为 A 股不多见的化妆品电商和渠道标的，公司估值提升空间较大，建议投资者积极关注。

主要发现

- 由于青岛金王所从事的新材料蜡烛及相关工艺制品行业已经比较成熟，近几年业绩增长乏力。但因蜡烛业务与香薰、精油和化妆品业务有一定关联性，公司近几年开始筹划进入化妆品行业，形成新的亮点。
- 2013 年公司以收购悠可 37% 为契机，进入化妆品线上渠道。得益于中国化妆品行业，特别是电商渠道的快速发展，以及和青岛金王合作后，对方带给悠可的品牌和渠道的资源，预计未来三年悠可将进入快速发展轨道。
- 4 月 18 日，公司再次收购广州栋方 45% 股权。栋方定位于植物的天然提取特色，优势在于化妆品的设计、研发和制造，未来通过和金王的合作，打造成中国最大的品牌输出商。
- 通过前两次收购，金王分别拥有了化妆品线上运营、线下研发和生产的环节。未来悠可有可能通过和广州栋方的合作，做到国外品牌的线上、线下代理一起做，同时结合金王的渠道，将线下深度合作，并进而延伸到自有品牌的发展。
- 而青岛金王未来也计划通过股权合作的方式，收购某些省级经销商的线下渠道，形成化妆品的品牌和渠道的有效结合。

主要风险

- 未来资产运作进度低于预期风险；未来公司股权授予对象众多，相互利益冲突风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012	2013	2014E
销售收入(人民币 百万)	800	1,094	1,425	1,454	1,604
变动 (%)	50.4	36.8	30.3	2.0	10
净利润(人民币 百万)	38	50	52	54	75
全面摊薄每股收益(人民币)	0.118	0.155	0.162	0.169	0.233
变动 (%)	192	32	4	4	39
全面摊薄市盈率(倍)	83.1	62.8	60.3	58.3	42.1
每股股息(人民币)	0	0	0	0.06	0.06
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6

资料来源: 万德一致预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

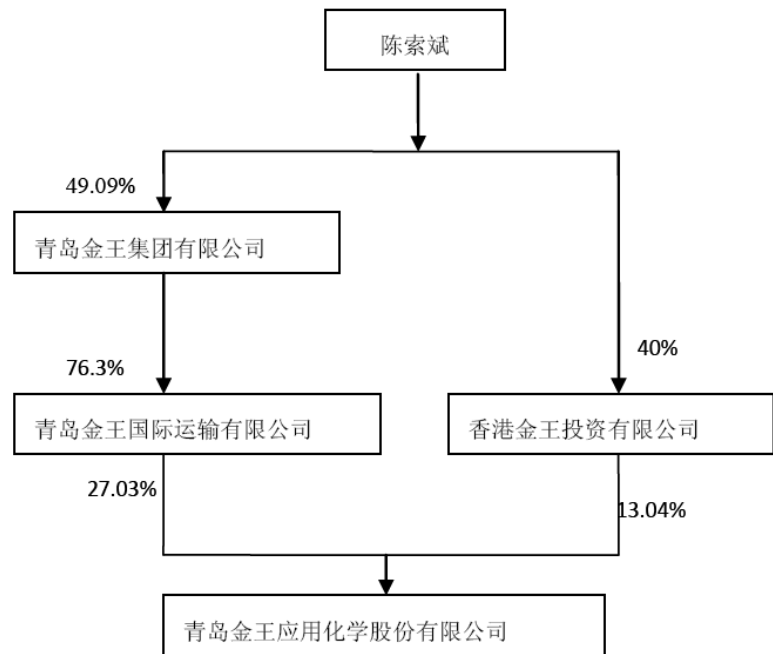
xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

蜡烛行业龙头

青岛金王是全球蜡烛、玻璃和时尚工艺品行业的最大制造商之一，蜡烛生产规模进入全球同行前三位，拥有 1,200 项专利的 Kingking 品牌产品已畅销世界 50 多个国家和地区。公司具有国际领先的研发中心，被瑞典宜家、SGS 授权为蜡烛产品标准检测机构。公司先后被评为中国名牌、中国出口名牌和国家重点高新技术企业称号，服务客户包括美国沃尔玛、法国家乐福、瑞典宜家等 18 家世界 500 强企业。

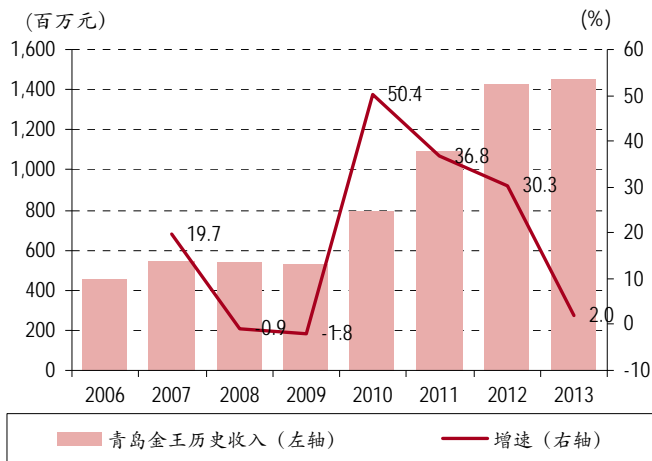
图表 1. 公司股权结构图



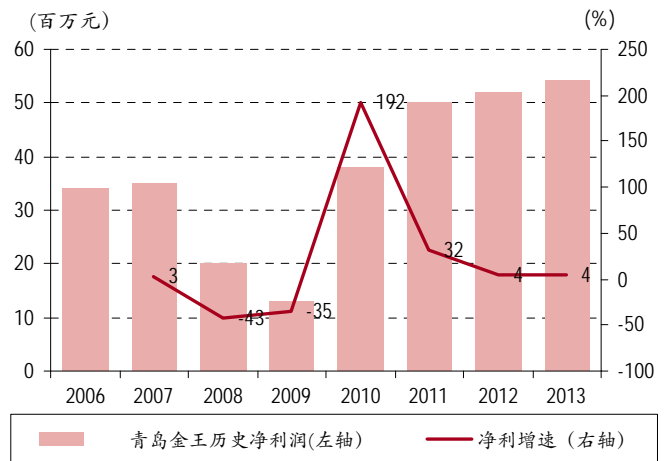
资料来源：公司数据

公司实际控制人为陈索斌，其实际拥有青岛金王 40.07% 的股权，其余为 A 股流通股。

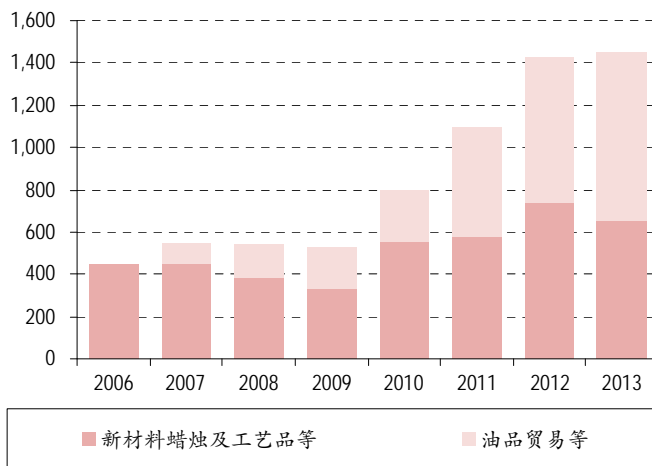
由于青岛金王所从事的新材料蜡烛及相关工艺制品行业属于日用消费品行业，经过多年发展，蜡烛市场已经比较成熟，其总体市场销售额不会出现跳跃式的高速增长。公司近几年的蜡烛及工艺品的收入和利润都较为稳定，其总体收入的增长主要靠油品贸易拉动，但由于贸易的毛利率较低，公司总体利润近几年表现平稳，未见明显增长。由于蜡烛业务与香薰、精油和化妆品业务有一定关联性，公司近几年开始筹划进入化妆品行业，形成新的亮点。如公司持有广州植萃集化妆品有限公司 40% 股权，植萃集在屈臣氏渠道销售情况良好。

图表 2. 青岛金王历史收入及增速


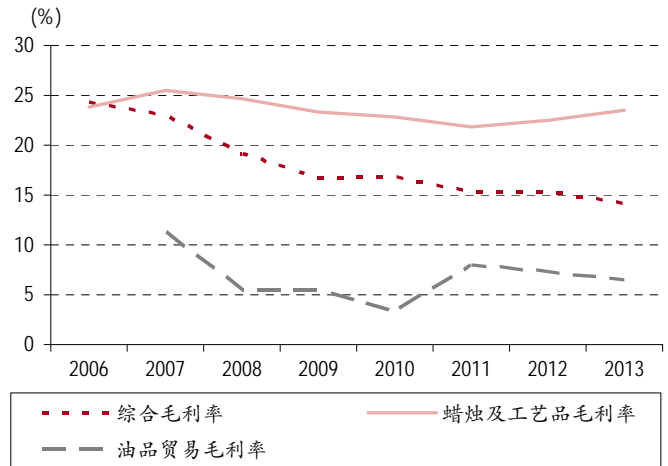
资料来源：中银国际研究

图表 3. 青岛金王历史净利及增速


资料来源：中银国际研究

图表 4. 青岛金王收入分解 (百万元)


资料来源：中银国际研究

图表 5. 青岛金王主要业务历史毛利率走势 (%)


资料来源：中银国际研究

收购悠可，进入化妆品线上渠道

2013 年开始，公司在稳固主业的前提下，通过整合优势资源，向以化妆品为主的日用化工领域拓展，以投资杭州悠可 UCO.COM（公司通过投资 1.517 亿人民币，持有悠可 37% 股权）为契机，利用互联网手段加快对传统产业的升级改造，打造品牌运营、线上线下渠道、产品研发及生产的完整日化产业链，构建自有品牌与代理品牌联动，线上与线下互动的 O2O 商业模式，成为公司未来业务的新亮点。

杭州悠可是专为化妆品提供服务的线上代运营商，从 2012 年成立至今，已拥有 30 个国内外品牌的淘内代理和部分品牌的全网代理权。目前合作品牌包括欧莱雅旗下的薇姿、理肤泉、法国品牌伊夫黎雪、娇韵诗、LG 集团化妆品品牌、韩国 Face Shop 和 SkinFood、彩妆品牌谜尚、国内品牌芳草集等。

悠可在天猫上的运营方式有：一方面悠可在天猫以及其他平台上开设独家的品牌官方旗舰店，直接与消费者进行 B2C 服务，另外悠可也作为线上经销商，为线上其他门店供货，提供 B2B 服务。除了与天猫的合作，悠可也积极开拓京东、唯品会等电商平台，逐步形成全网运营的模式，并配合全套的线上营销（导购）、IT 和物流等体系。

未来悠可除了会继续代理新的国外知名品牌的线上运营外，也致力于向线下合作模式转变，打开新的增长空间。得益于中国化妆品行业，特别是电商渠道的快速发展，以及和青岛金王合作后，对方带给悠可的品牌和渠道的资源，预计未来三年悠可将进入快速发展轨道。金王在收购悠可 37% 股权时，悠可承诺 2014-2017 年其扣非后的净利分别达到 0.15 亿、0.3 亿、0.6 亿和 1 亿元，四年平均净利增速在 88% 以上，带给青岛金王的投资收益分别为 0.06 亿、0.11 亿、0.22 亿和 0.37 亿元。按照公司披露数据，2013 年前 11 个月悠可实现销售收入 2.45 亿元，净利 0.12 亿元，净利率为 5% 左右。假设按照同样净利率水平不变，在完成悠可承诺的净利前提下，我们预计其 2014-2017 年收入将分别达到 3 亿元、6 亿元、12 亿元和 20 亿元，就目前其业务进展看，我们预计悠可 2014-2015 年超额完成该业绩的可能性较大。

收购广州栋方，充实线下生产和研发环节

2014 年 4 月 18 日，青岛金王再次公告：公司投资 5,192 万元，收购广州栋方 45% 股权。广州栋方就是青岛金王控股的植萃集 30% 股权的另一股东方。公司已运作了 20 年化妆品的研发、设计和制造，著名淘品牌-阿芙精油的设计、生产和制造都来自于公司，公司定位于植物的天然提取，公司未来立足于化妆品的设计、研发和制造，通过和金王的合作，打造成中国最大的品牌输出商。

根据青岛金王披露的数据，2013 年广州栋方实现销售收入 1.05 亿元，净利 694 万元。在完成金王对栋方股权收购时，栋方创始人谢超华、唐新明也承诺：2014-2016 年栋方扣非后净利分别不低于 0.12 亿、0.14 亿和 0.17 亿元，对应于青岛金王的收益分别为 540 万、630 万和 745 万元。

致力于成为中国化妆品品牌和渠道结合的龙头

从 2013 年至今，青岛金王通过对杭州悠可、广州栋方的股权收购，分别拥有了化妆品线上运营、线下研发和生产的环节，公司打造品牌运营、线上线下渠道、产品研发及生产的完整日化产业链的目标已经初具雏形。未来悠可有可能通过和广州栋方的合作，做到国外品牌的线上、线下代理一起做，同时结合金王的渠道，将线下深度合作，并进而延伸到自有品牌的发展。而青岛金王未来也计划通过股权合作的方式，收购某些省级经销商的线下渠道，形成化妆品的品牌和渠道的有效结合。

就 2014-2015 年，青岛金王的增长点可能来自于：1) 悠可新的国外电商代运营品牌的加入；2) 通过与栋方合作，悠可代理国外品牌的线下渠道；3) 金王与省级代理商的股权合作进展；4) 自有品牌的发展。

结合这些增长点，我们预计未来三年青岛金王净利平均达到 30% 以上的概率较大，并存在超预期的可能。并且作为 A 股不多见的化妆品电商和渠道标的，公司估值提升空间较大，建议投资者积极关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371