

青岛金王(002094.SZ)

垂直服务行业

评级：增持 下调评级

公司研究

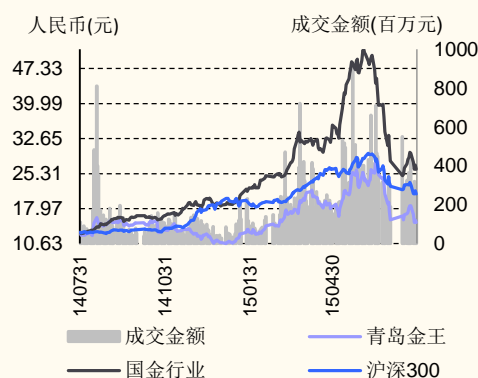
市场价格(人民币): 15.10元

目标价格(人民币): 20.40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)	4,860.94
年内股价最高最低(元)	27.91/10.63
沪深300指数	3815.41
深证成指	12395.92



相关报告

1. 《市值最小的“互联网+”明星企业》，2015.3.26

廖德高

联系人 15914005033
liaodegao@gjzq.com.cn

张帅

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

布局化妆品全产业链的“互联网+”标的

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	0.298	0.364	0.492
每股净资产(元)	1.87	1.96	2.27	2.64	3.13
每股经营性现金流(元)	0.26	0.18	0.49	0.51	0.61
市盈率(倍)	110.45	122.05	52.17	42.72	31.58
净利润增长率(%)	3.52%	-9.50%	95.48%	22.13%	35.28%
净资产收益率(%)	9.01%	7.78%	13.13%	13.79%	15.72%
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

投资逻辑

- 化妆品行业正处于机会变革期, 看好全产业链布局的青岛金王发展前景:
 - 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。上海月津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, 中小品牌有望借助新兴渠道实现跨越式发展。青岛金王已具备自主研发生产能力(广州栋方), 以及自有品牌孵化运营能力(植萃集), 未来可通过自建和对外深度合作两种方式发展高利润率的自有品牌。
- 公司业务转型方向坚定, 为实施公司未来战略, 进一步投资并购预期强烈:
 - 1、公司具有强烈的危机感和执行力, 一年时间内成功收购了三家优质化妆品行业标的;
 - 2、原主营业务新材料蜡烛工艺品已步入成熟期, 增长空间有限但能提供稳定现金流;
 - 3、正筹备与已投资子公司实现更深度联合, 这是集团层面实现各模块资源真正协同发展的基础;
 - 4、未来战略主要考虑两个投资方向: 通过收购或战略性投资, 获取国内外优质的化妆品品牌资源; 或者继续拓展 APP、微商、代运营商等线上渠道资源。
- 员工持股计划新近推出: 该计划资金规模上限为 1 亿元, 预计涉及公司股票约 639 万股, 占公司总股本的 1.99%。

投资建议

- 三家子公司都有较强支撑完成盈利承诺, 2015 年净利润预计增长 95%。测算 15、16、17 年青岛金王的 EPS 分别为: 0.30、0.36、0.49 元。
- 以家庭与个人用品行业 2015 年平均 68 倍 PE 估算, 青岛金王的目标价为 20.4 元。

风险

- 石蜡等主要原材料价格波动风险、下一步投资收购进度低于预期、化妆品业务各子公司的协同效果不佳。

内容目录

一、借助化妆品线上渠道的崛起，中小品牌迎来弯道超车的最好机遇	4
化妆品行业规模将继续稳定增长，电商渠道的地位不断攀升	4
线上渠道正逐步规范化，串货水货市场空间将缩小	5
有正品背书的 B2C 模式前景看好，天猫是最大化妆品线上渠道	6
中国化妆品品牌集中度低，国际大牌控制力有限	7
大力发展高利润率的自有品牌，是化妆品零售商的重点战略方向之一	9
二、布局化妆品全产业链的青岛金王将在行业发展新趋势中占得先机	10
杭州悠可：具备行业领先的线上运营能力，将是互联网+战略的核心载体	10
广州栋方：自主研发生产能力是金王化妆品全产业链布局的基础	12
上海月泮：线下营销运营能力突出，利润贡献最大	12
植萃集：自有品牌承接母公司资源，拓展路径丰富	13
三、原主营业务步入成熟期，增长空间有限但能提供稳定现金流	14
已是亚洲最大的新材料蜡烛工艺品生产商，具备技术及品牌优势	14
油品贸易利润贡献逐年下滑，公司将主动缩减规模	16
四、保守估测今年净利润同比增长 95.5%	17
三家子公司都有较强支撑完成盈利承诺，2015 年净利润有望翻番	17
员工持股计划新近推出，资金规模上限 1 亿元	18
公司业务转型方向坚定，为实施公司未来战略，进一步投资并购预期强烈	19
可比公司估值分析	19
五、风险提示	20

图表目录

图表 1：2010-2017 年中国化妆品零售交易规模	4
图表 2：中国化妆品行业渠道结构变化统计 2010-2014	5
图表 3：2013-2019 年中国化妆品市场各细分品类占比	5
图表 4：2011-2016 年艾瑞与欧睿对中国美妆市场线上渗透率的测算	6
图表 5：2015 年上半年各 B2C 平台化妆品交易规模占比	7
图表 6：中、美、日、韩美妆市场集中度比较	7
图表 7：2013-2019 年中国化妆品市场品牌占比一览	8
图表 8：2014 年双十一美妆平台品牌成交额排名	8
图表 9：天猫美妆 2015 年上半年热销品牌 TOP10	9
图表 10：御泥坊 2014 年销售渠道占比	9
图表 11：御泥坊销售额增长	9
图表 12：聚美自有、独家及代销品牌占美妆业务比例	10
图表 13：自有、独家及代销品牌毛利率	10
图表 14：青岛金王投资收购布局一览	10
图表 15：杭州悠可主要合作品牌展示	11

图表 16: 化妆品代运营市场规模预测.....	11
图表 17: 杭州悠可组织设置及其职能说明.....	12
图表 18: 植萃集正通过上海月泮的线下渠道资源快速铺开.....	14
图表 19: 植萃集化妆品有限公司营收增长统计 (单位: 万元)	14
图表 20: 新材料蜡烛及工艺品业务增长统计 2007-2014.....	15
图表 21: 2007-2014 新材料蜡烛及工艺品业务毛利率变化曲线统计	15
图表 22: 近两年蜡烛业务前五名客户收入及占比变化	16
图表 23: 油品贸易业务增长统计 2007-2014.....	16
图表 24: 2007-2014 油品贸易毛利率变化统计	17
图表 25: 石蜡价格变化统计	17
图表 26: 投资三家公司时的业绩承诺.....	18
图表 27: 三家子公司营收及盈利预测.....	18
图表 28: 员工持股计划持有人名单及份额分配情况.....	19
图表 29: 可比公司估值比较分析	20

一、借助化妆品线上渠道的崛起，中小品牌迎来弯道超车的最好机遇

化妆品行业规模将继续稳定增长，电商渠道的地位不断攀升

- 2014 年中国化妆品零售交易规模为 4044.1 亿元，预计到 2017 年，这一规模超过 7000 亿，年复合平均增长率为 20.8%。在化妆品零售行业的稳步增长下，整体网购市场正在逐步向成熟期过渡，网民已普遍养成的网络购物习惯，更多的消费者将会选择通过线上正规渠道购买化妆品，渗透率还将逐年增长，线上美妆市场还有很大的挖掘潜力。

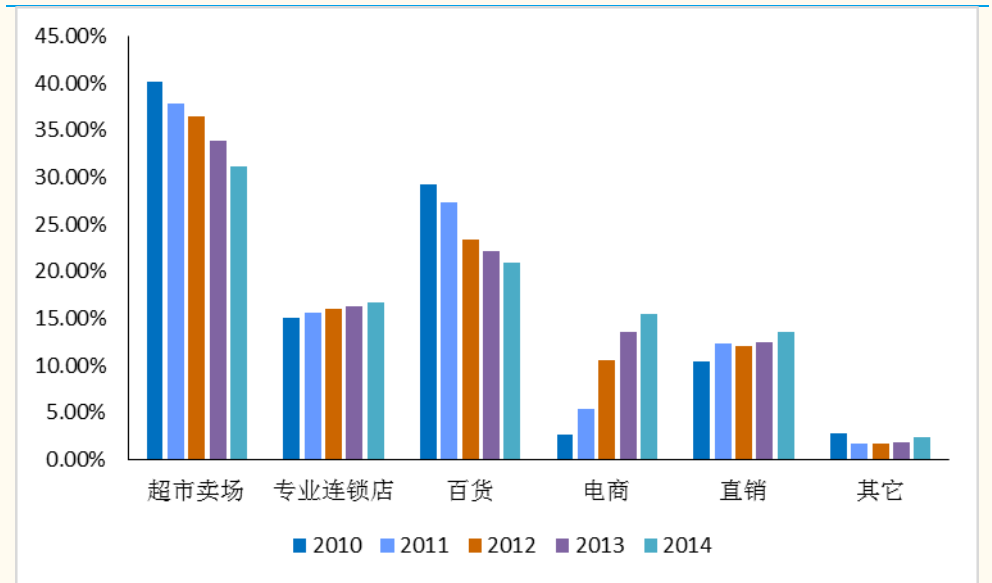
图表 1: 2010-2017 年中国化妆品零售交易规模



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- 从渠道上来看，互联网对美妆行业的渗透逐年提高，据 Euromonitor 统计，美妆网购销售占比已从 2001 年的 0.7% 上升到 2014 年的 15.5%。而预计到 2016 年美妆行业互联网渠道占比或达 25%，成为与商超、百货并驾齐驱的三大渠道之一。
- 近五年来，一直位列第一、第二的两大渠道：超市卖场和百货商场的份额占比下滑趋势非常明显，到 2014 年超市卖场渠道占比 31.1%，比 2010 年下降了将近 10 个百分点，百货商场下降到了 20.9%。

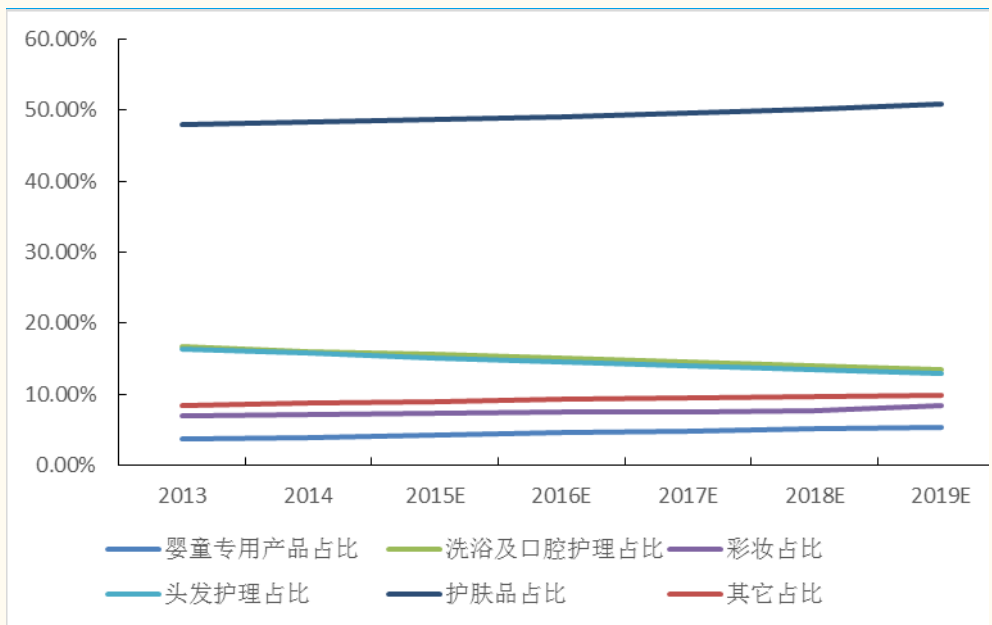
图表 2：中国化妆品行业渠道结构变化统计 2010-2014



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 从具体品类上看，2014 年护肤品类在中国化妆品市场规模中占比 48.35%，占比最高并呈上升趋势，预计到 2019 年护肤品类市场规模占比将达到 50.83%。同时在未来 4 年里，彩妆品类、婴童专用产品品类和头发护理品类的市场规模占比也将有一些增加。但洗浴及口腔护理品类的市场规模占比有明显的下滑趋势，2014 年洗浴及口腔护理品类市场规模占比为 16.04%，预计到 2019 年，该品类的市场规模占比将下降到 13.43%。

图表 3：2013-2019 年中国化妆品市场各细分品类占比



来源：Euromonitor，国金证券研究所

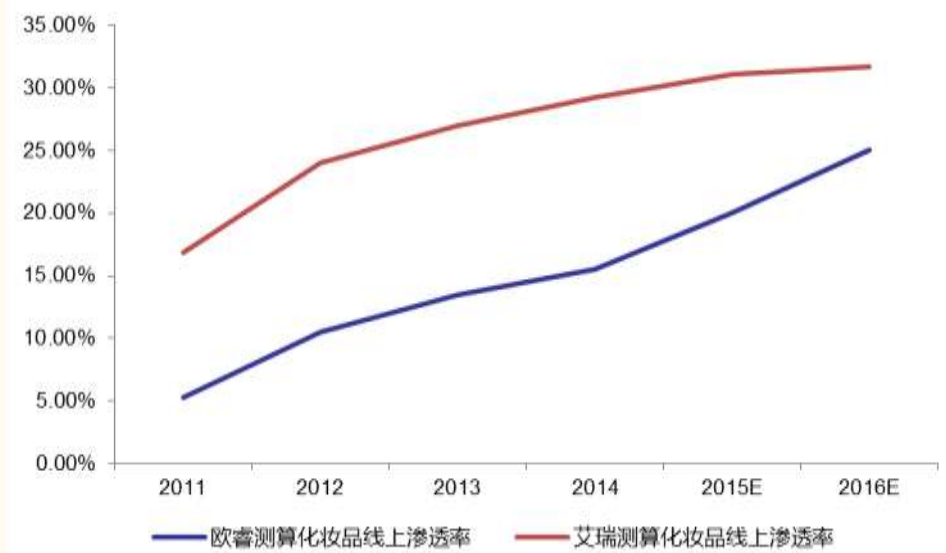
线上渠道正逐步规范化，串货水货市场空间将缩小

- 艾瑞咨询测算化妆品行业的线上渗透率 2014 年为 29.9%，远远高于 Euromonitor 统计的 15.5% 的线上渗透率，我们分析传统零售行业统计渠道销量时，多以品牌商官方渠道统计的流水为准。而电商在统计销量时，直接选取了电商零售终端的销量。所以 Euromonitor 的统计口径是以品牌

商官方授权的方式进入电子商务渠道为主的。那么剩下的化妆品更多的是通过渠道串货的方式流入。其中还有一定比例的水货和假货。

- 随着品牌线上授权的比例近两年的较快提升（品牌商为增大客户覆盖面触网动力强），将在一定程度上缩窄线上化妆品正品供需缺口，并逐步替代串货及假货存续空间。化妆品电商行业中通过灰色渠道流入的商品比例将会缩小，表现为艾瑞和欧睿统计的线上美妆渗透率差距在逐渐缩小。
- 以雅诗兰黛为例，2014 年之前雅诗兰黛除自身官网之外，并没有品牌方直接授权的线上渠道，但产品在天猫淘宝平台上一直有大量网店在销售。2014 年 6 月雅诗兰黛正式入驻天猫旗舰店，由杭州悠可提供代运营服务，开店当月交易额近 1000 万元，并在 2014 年双十一期间成交额达到 4088.3 万元，占据化妆品成交额第十位。我们预计，随着雅诗兰黛全渠道销售模式的开展，其线上正规渠道销售规模将会快速增长，而另一方面，线下往线上串货、水货的占比将被压缩。

图表 4：2011-2016 年艾瑞与欧睿对中国美妆市场线上渗透率的测算

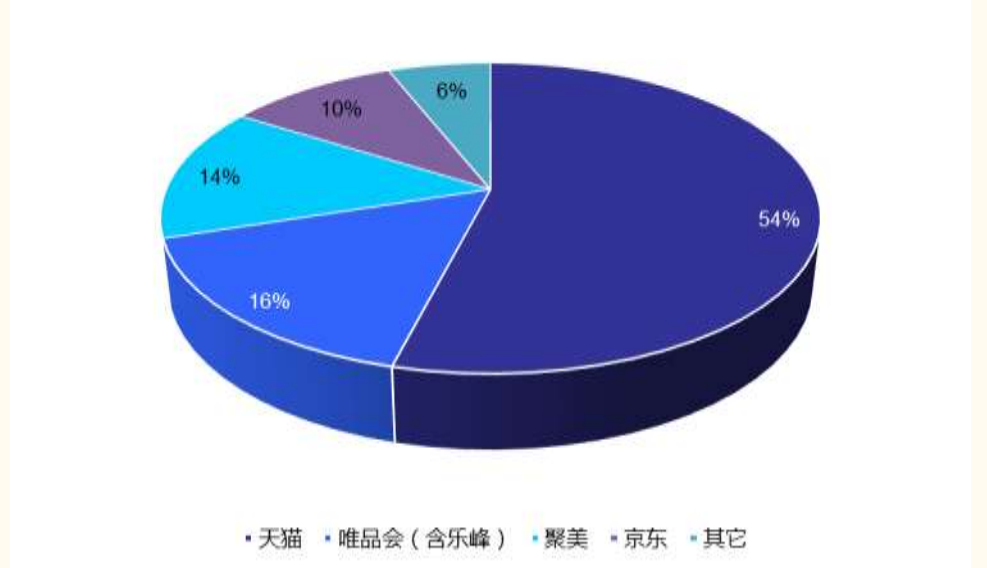


来源：Euromonitor，艾瑞咨询，国金证券研究所

有正品背书的 B2C 模式前景看好，天猫是最大化妆品线上渠道

- 艾瑞咨询数据显示，2015Q1 中国网络购物市场中 B2C 交易规模达 3737.1 亿元，在整体网络购物交易规模中占比达到 49.3%，比 2014Q1 增长 6 个百分点，B2C 即将超过 C2C 成为网络购物市场的主流。从增速来看，B2C 市场增长迅猛，2014 年中国网络购物 B2C 市场同比增长 65.4%，增速是 C2C 市场增速的 2 倍有余，已成为推动网络购物市场快速发展的主力。
- 由于化妆品类的自身特点，消费者对于正品保障诉求更为强烈、另一方面品牌商逐步重视电商渠道，开始与大型 B2C 电商进行战略合作，两个原因共同促进了化妆品 B2C 市场份额的快速增长，我们预计化妆品品类的 B2C 销售额也将在今年正式超过 C2C。
- 我们根据调研访谈数据，估算出 2015 年上半年，天猫、唯品会、聚美优品、京东四大 B2C 平台的化妆品交易规模占比分别为 54%、16%、14% 和 10%。相比于 2014 年上半年的 92%，CR4 略有上升。具体来看，天猫仍然稳居第一，且由于国际大牌不断进驻天猫开设旗舰店，市场份额还在提升。聚美优品 2014 年为提高品控力度，整顿灰色渠道，逐步将化妆品业务中平台类运营部分全部转为自营，业务增长受一定影响。唯品会的化妆品业务 2014 年增速高于 100%，在 2015 年一季度销售规模已经超过聚美优品，位列 B2C 渠道第二位。

图表 5: 2015 年上半年各 B2C 平台化妆品交易规模占比

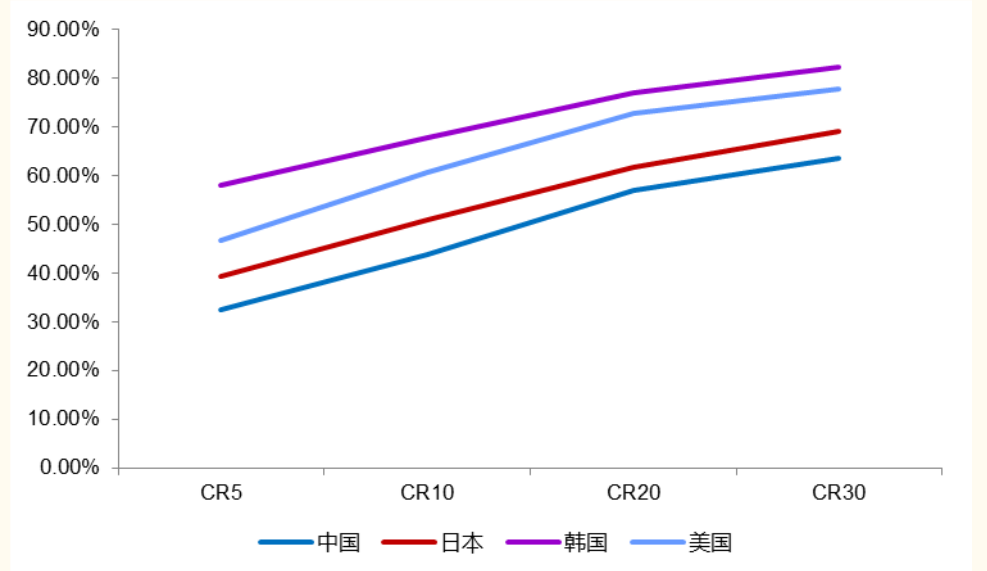


来源: 国金证券研究所

中国化妆品品牌集中度低, 国际大牌控制力有限

- 从行业品牌集中度角度来看, 中国化妆品市场排名前 10 的公司的市场占有率从 2010 年开始呈下降趋势, 2014 年 CR10 从 2013 年的 43.1% 下降为 41.9%, CR20 从 2013 年的 57.5% 下降到 2014 年的 57%, 排名前 30 的公司从 2013 年的 64.1% 下降到 2014 年的 63.5%。对照发达国家的化妆品市场来看, 目前美日韩的集中度都远高于中国。

图表 6: 中、美、日、韩美妆市场集中度比较



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

- 从品牌的市场占比来看 (含洗护用品), 国内化妆品品牌仍处于竞争弱势, 宝洁、欧莱雅以及资生堂三家公司旗下品牌占据了前 10 中的 7 个位置。
- 而线上渠道的品牌排名, 与化妆品行业全渠道的整体排名有较大区别。由此可以看出, 中小品牌借助新兴渠道, 如果打法得当, 存在弯道超车国际大牌的机会。

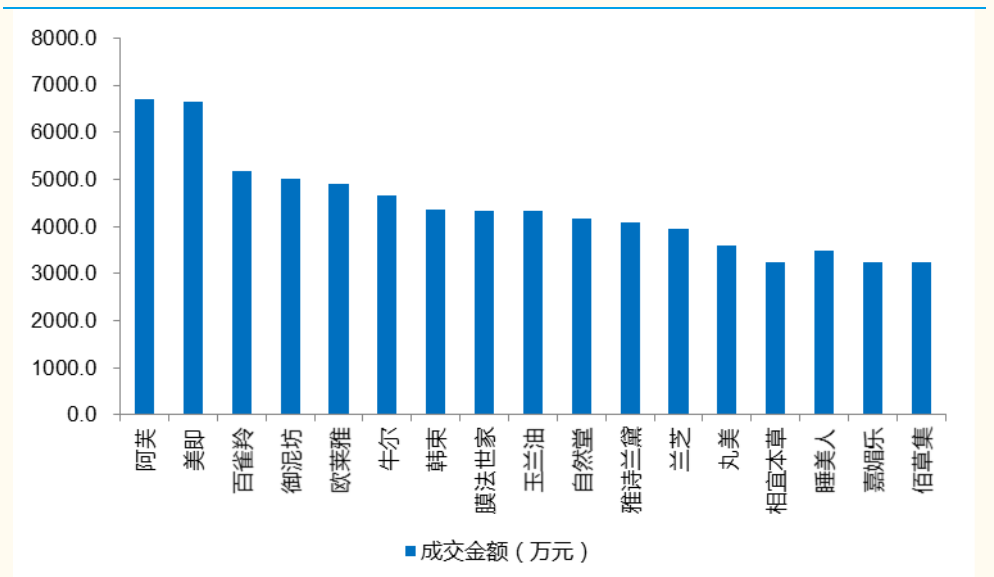
图表 7：2013-2019 年中国化妆品市场品牌占比一览

品牌	所属公司	年份			
		2011	2012	2013	2014
巴黎欧莱雅	欧莱雅中国有限公司	3.9%	4%	4.1%	4.2%
玫琳凯	杭州玫琳凯化妆品公司	2.5%	2.6%	2.8%	3.1%
玉兰油	宝洁广州有限公司	3.4%	3.2%	2.9%	2.7%
海飞丝	宝洁广州有限公司	2.6%	2.6%	2.6%	2.4%
飘柔	宝洁广州有限公司	2.2%	2.1%	2%	1.9%
欧珀莱	资生堂中国有限公司	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
完美	完美（中国）有限公司	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%
佳洁士	宝洁广州有限公司	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%
雅姿	安利（中国）有限公司	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%
美宝莲	欧莱雅中国有限公司	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
前 10 大品牌占比		22.9%	22.5%	22%	21.8%
前 20 大品牌占比		31.6%	33.1%	32.8%	33.8%
前 30 大品牌占比		38.5%	40.4%	40.6%	41.9%

来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 天猫 2014 年“双十一”以 571 亿元总成交额宣告结束，从美妆平台成交额来看，冠军阿芙精油销售额为 6715 万；美即以 6663 万排名第二；国际大牌中最靠前的是欧莱雅，以 4907 万进入前五，另有雅诗兰黛排名第 11 位。前 17 名中有 15 个大陆民族品牌。
- 从 2015 年上半年每个月天猫热销品牌 TOP10 统计来看，韩束一直稳居榜首。越来越多的中、小品牌频频进入上半年化妆品热销前十榜单，例如欧诗漫、韩后、美肤宝等等。而像雅诗兰黛这类的大品牌在上半年内并没有进入榜单，线上渠道不如一些中小品牌表现火热。

图表 8：2014 年双十一美妆平台品牌成交额排名



来源：数据魔方，国金证券研究所

图表 9：天猫美妆 2015 年上半年热销品牌 TOP10

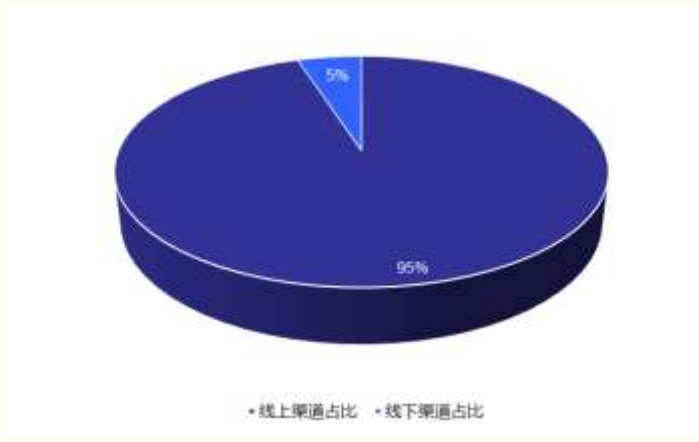


来源：数据魔方，国金证券研究所

国内新品牌借助线上渠道成功案例分析：“御泥坊”

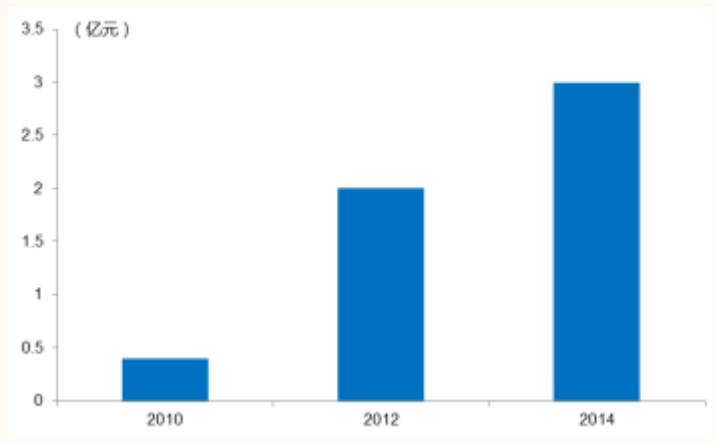
- 御泥坊可以说是完全依赖线上渠道成长起来的面膜品牌。2006 年至今，御泥坊在阿里平台上年销售额从半年不到 1000 元飙升至年销售额大于 3 亿。
- 御泥坊的成功一方面由于电视节目高曝光率的推广效应，从 2010 年 4 月开始，御泥坊总裁戴跃锋先后参加了湖南卫视《天天向上》、《我是大美人》、《越淘越开心》和《快乐购》等电视节目推广淘品牌，直接使得 2010 年御泥坊年销售额达到 4000 万元。另一方面，御泥坊借中国 C2C 和 B2C 市场快速增长的“顺风车”，承接淘宝的“大淘宝战略”重点做品牌，成功打造了 2014 年线上渠道占比 95% 的美妆品牌。

图表 10：御泥坊 2014 年销售渠道占比



来源：御泥坊对外公布数据，国金证券研究所

图表 11：御泥坊销售额增长



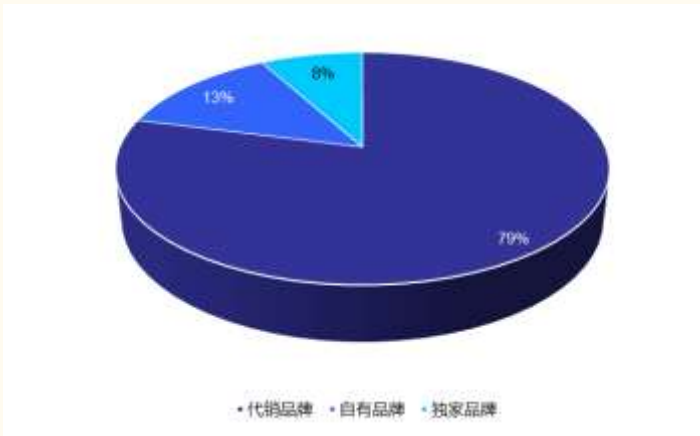
来源：御泥坊对外公布数据，国金证券研究所

大力发展高利润率的自有品牌，是化妆品零售商的重点战略方向之一

- 从 2012 年年底开始，聚美已经陆续和资生堂、爱茉莉太平洋、高丝等旗下品牌或独立 SKUs 签订独家代理合作，同时聚美的自有品牌河马家、芙优润、魔法城堡等获得了初步成功。据估算，聚美的自有品牌毛利率在 65-75%，独家经销毛利率在 50% 左右，聚美优品 2014 年的综合毛利率为 23.4%，公司利润基本来自于自有品牌和独家经销品牌。

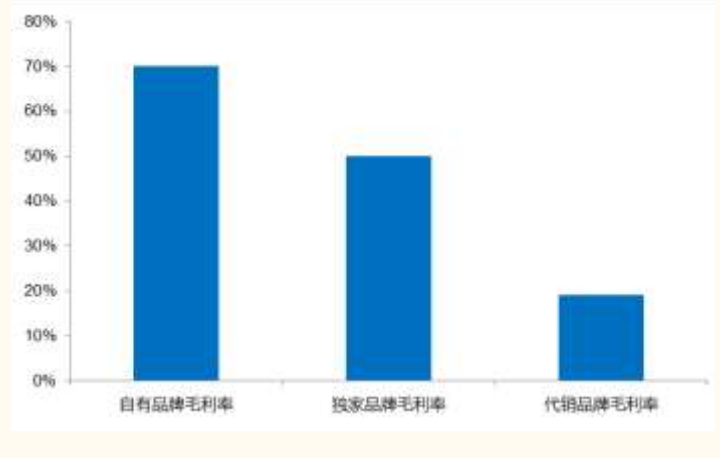
- 不论是线上还是线下渠道，对于化妆品零售商来说，增加自有品牌和独家代理占比是增加盈利的最好途径。但是实现这一战略的重要基础是企业的品牌运营能力，涉及到营销策划能力以及新品孵化定位等。

图表 12：聚美自有、独家及代销品牌占美妆业务比例



来源：国金证券研究所测算

图表 13：自有、独家及代销品牌毛利率



来源：高层电话会议，国金证券研究所

二、布局化妆品全产业链的青岛金王将在行业发展新趋势中占得先机

- 青岛金王先后投资了杭州悠可、广州栋方、上海月泮三家化妆品行业企业，通过投资收购进入线上渠道、线下渠道、产品研发及生产等环节，化妆品产业链布局初步成型。

图表 14：青岛金王投资收购布局一览

	收购披露日期	主营业务定位	投资金额 /万元	所占股权比例	是否为关联交易
杭州悠可	2013 年 12 月	线上代运营商	15170	37%	否
广州栋方	2014 年 5 月	化妆品研发生产商	5192	45%	否
上海月泮	2014 年 10 月	品牌营销渠道运营商 (线下)	14640	60%	否

来源：公司公告，国金证券研究所

杭州悠可：具备行业领先的线上运营能力，将是互联网+战略的核心载体

- 不同于大多数只服务于天猫或京东平台的代运营公司，杭州悠可采取全网代理策略，进驻天猫旗舰店、京东第三方平台、聚美优品、唯品会等多平台，帮助知名化妆品品牌行使线上营销推广、分销、物流仓储、客服培训、侵权管理等全方位服务，最大化品牌商利益。悠可目前代理品牌包括雅诗兰黛，倩碧，伊利沙白雅顿，娇韵诗，欧莱雅美妆品牌薇姿、理肤泉，韩妆著名品牌 WHOO(后)、Thefaceshop、谜尚、SKINFOOD 等等。
- 在 2014 年阿里双十一大促，杭州悠可依托一站式电子商务销售网络贡献了 1.3 亿的销售额。一天时间，悠可旗下雅诗兰黛、倩碧、Eskin (薇姿&理肤泉)、后、娇韵诗、THE FACE SHOP、谜尚七大品牌双十一销售额均超过一千万。
- 据艾瑞统计,我国 2013 年的化妆品代运营市场规模 131 亿元，预计到 2017 年增长至 745 亿元，年复合增速 54%。而其中杭州悠可与丽人丽妆，是两大业内龙头企业。

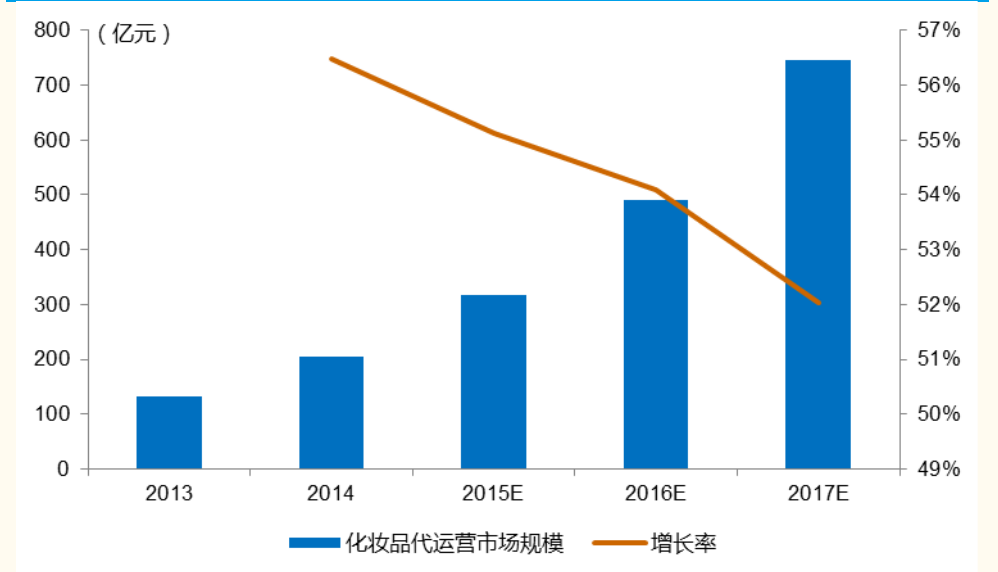
- 在化妆品代运营市场每年 50-60% 高速增长的行业背景下，行业龙头悠可的市占率有望进一步提升，年增速将达到 80-100%。另一方面，规模扩大后将有效摊薄仓储物流、客服等环节的运营成本，并增加与品牌商的议价能力，利润率有往上攀升的空间（从 3% 上升到 5%），完成业绩承诺有保障。

图表 15：杭州悠可主要合作品牌展示



来源：国金证券研究所

图表 16：化妆品代运营市场规模预测



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- 我们认为杭州悠可目前的核心竞争优势有三点：
 1. 聚焦于化妆品行业的线上专业化运营能力，以及相应的运营团队。包含网站设计维护、市场推广、仓储物流（含仓储系统自主开发能力）、客户服务等全部运营环节，其中专业化的线上美妆顾问团队是最大特色；
 2. 渠道完备：与大多数代运营公司专攻天猫不同，杭州悠可的线上渠道较为丰富，除天猫之外，唯品会、京东、聚美优品等 B2C 平台都是悠可的长期合作伙伴；
 3. 丰富的海外化妆品品牌资源，悠可董事长张子恒曾任阿里巴巴海外事业部副总裁，负责海外品牌和进出口公司的对接。另外阿里巴巴对悠可的间接

持股，也让悠可与天猫淘宝平台的数据、信息、品牌资源对接方面，拥有独特优势。

- 承接这三大核心竞争优势，未来杭州悠可在为青岛金王贡献稳定的投资收益之外，将成为母公司化妆品互联网+战略的重要载体，这个载体的预期将远不止于一个纯粹线上销售渠道：以合作品牌与优势运营内容为基础，可以往线上化妆品品牌集合运营店的方向拓展，也可以通过自建或收购搭建美妆 APP 或微商等自有线上渠道，核心目标是在自有平台上汇聚流量和客户，建立会员管理体系，通过客户数据分析来做相应的运营动作，并在此平台上进行品牌筛选与培育，甚至可以将数据信息反馈到品牌定位和研发设计环节。

图表 17：杭州悠可组织设置及其职能说明

部门名称	职能描述	主要岗位
B2B 中心	品牌拓展及维护，电商渠道分销业务，数据分析与服务	品牌负责人、KA 销售主管、品牌推广/企划设计专员、数据分析师
直销中心	售前售后等环节的客户服务，CRM 管理	培训总监/主管、美容顾问（售前客服）、客户关怀专员（售后服务）、质检专员
运营中心	负责天猫等平台上的网店运营工作	店长、项目经理、网店设计师、推广专员、店铺运营专员
IT 中心	网站系统开发与维护	系统开发工程师、软件测试工程师、运维工程师、前端开发工程师
UED 中心	产品创新，界面视觉引导	交互设计师、用户体验设计师
仓储物流中心	自有仓储管理、快递公司对接与管理	供应链项目负责人、仓库作业人员
无线运营中心	移动产品开发与运营	无线开发经理、运营专员
总经办/财务/行政人力中心	财务、行政、人事等内部服务职能模块	

来源：国金证券研究所

广州栋方：自主研发生产能力是金王化妆品全产业链布局的基础

- 广州栋方拥有专业的科研中心及专业人才和优秀团队，曾于 2009 年将 ITC 的 medeep(水理肌)成功引进中国市场,实现了国际品牌的快速本土化。ITC 作为日本最大的化妆品制造厂商,选择栋方作为合作伙伴,说明其对栋方在研发、设计、品质等方面都很认可。也曾经打造了中国网络化妆品第一爆品“阿芙精油”。
- 通过植萃集（青岛金王间接持有植萃集 40%股权）的 ODM 运营案例，除产品代加工外，广州栋方还积累了宝贵的一站式全程配套增值运营服务经验，包括产品规划、产品设计、配方研发、包材原料采购、产品灌装、产品送检等全过程。而这以自主研发生产为核心的一站式全程配套能力，将使得广州栋方在整个青岛金王的化妆品产业布局中，扮演重要的角色。

上海月泮：线下营销运营能力突出，利润贡献最大

- 上海月泮是一家化妆品品牌营销渠道运营商，现阶段主要通过屈臣氏、万宁等个人用品连锁店来销售肌养晶、美津植秀品牌。2015 年第一季度财报公司归属于母公司所有者的净利润较去年同期增长 88.28%，主要原因就是本报告期合并上海月泮所致。
- 上海月泮未来业绩成长路径：

- 1、合作门店拓展。上海月泮与屈臣氏拥有 13 年的长期合作关系，截止 2014 年底在屈臣氏 1800 多家门店中的 645 家设有专柜。屈臣氏总裁在屈臣氏进入内地 25 周年庆典上透露，预计到 2017 年底，屈臣氏将在中国开出 3267 家店铺。而万宁未来三年内将在内地开出 300 家新店，平均每年新开 100 家店。由此推算 15-17 年上月泮的合作门店数年增长率在 20-30%之间。
 - 2、合作品牌拓展：目前合作品牌有美津植秀、肌养晶和植萃集三家，其中美津植秀是纯代理品牌，上海月泮只负责销售环节，利润贡献有限。主要利润来源于肌养晶，该品牌上海月泮拥有 50%商标权。另外青岛金王间接控股 40%的品牌植萃集在月泮的线下渠道正尝试铺开。
 - 3、销售方式和销售效率的提升：目前两个日本合作品牌都是背柜的销售形式，未来可能考虑做货架品牌。上海月泮拥有超过 1600 名专业美容顾问，具备很强的线下营销运营能力，目前的坪效约为 1 万元/周/米。
- 根据投资协议，上海月泮与青岛金王是以 2014 年 9 月 1 日至 2015 年 8 月 31 日为估值定价期（4000 万），按照 6.1 倍 PE 进行定价，股价转让价款共分五笔支付。若如上海月泮在每个结算期间的盈利实现数据之和超过当期的盈利承诺数据，则由公司按照该结算期间的盈利超额（为实际盈利数据与盈利承诺数据之差）部分的 50%以现金方式给予蔡燕芬、朱裕宝及其管理团队奖励。

植萃集：自有品牌承接母公司资源，拓展路径丰富

- 2012 年，青岛金王的子公司青岛五月花品牌管理有限公司对广州植萃集化妆品有限公司投资 240 万元，占其权益的 40%，试水化妆品产业。随着青岛金王对于广州栋方、上海月泮和杭州悠可的布局，植萃集短短两年间，已经成为国内化妆品界为数不多的一体化品牌，它集科研、生产、服务于一身，从原料到终端都受到全程的质量把控。
- 植萃集利用上海月泮在屈臣氏的线下资源快速铺开，已经成为屈臣氏形象专柜品牌。另一方面，正与全国大部分顶级代理商、大连锁系统建立战略合作关系。若发展顺利，未来植萃集可在杭州悠可的线上旗舰店进行销售，销售额到一定规模之后，可投入资源在天猫开设品牌旗舰店，由杭州悠可进行专业运营。同时还可以利用悠可的渠道资源，进入京东、唯品会、聚美优品等其它电商平台。
- 青岛金王目前自有品牌有植萃集和 KINGKING，但知名度还不高，日本品牌肌养晶上海月泮拥有 50%商标权，另外杭州悠可储备有多个海外期望进入中国的二线优质品牌资源。下一阶段，青岛金王可选择自建、投资收购、或者通过悠可与海外品牌进行深度合作等方式，发展出自有的强势化妆品品牌。
- 植萃集只是青岛金王化妆品产业布局的前头先锋角色，能否取得巨大成功还不能下定论，但青岛金王未来化妆品产业全渠道发展图景已经由此初步显现，相信未来青岛金王以发展自有品牌为牵引，旗下生产研发、线上渠道、线下渠道三大模块的协同合作将越来越紧密，产生 1+1+1 远大于 3 的化合作用。

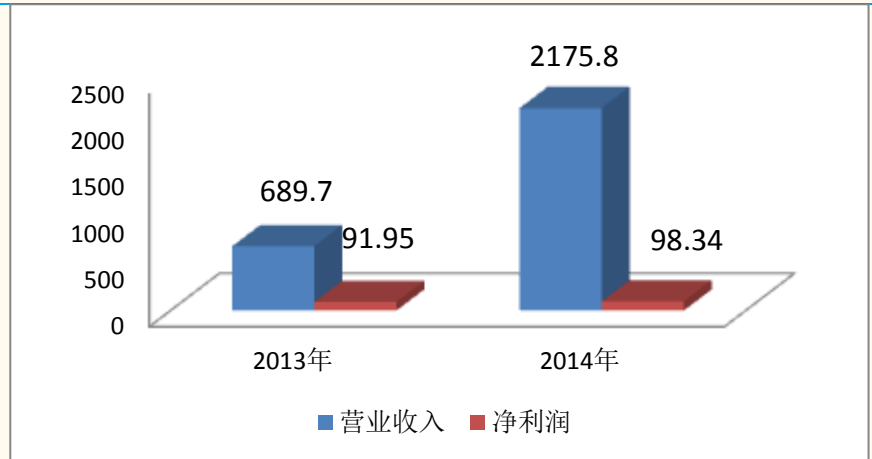
图表 18: 植萃集正通过上海月洋的线下渠道资源快速铺开

拓展屈臣氏门店名 (不完全统计)	所在城市
SH21世纪店	上海
SH大宁商业广场	上海
SH长宁龙之梦	上海
SH闸北中华新路	上海
SH虹口东宝兴路	上海
SH金山卫零路	上海
SH天钥桥路店	上海
SH百联中环	上海
NJ新城市广场	江苏
NJ流行青年店	江苏
BJ华威大厦店	北京
BJ 新中关	北京
BJ望京购物中心	北京
BJ上地华联	北京
JL国贸购物中心	吉林



来源: 国金证券研究所

图表 19: 植萃集化妆品有限公司营收增长统计 (单位: 万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

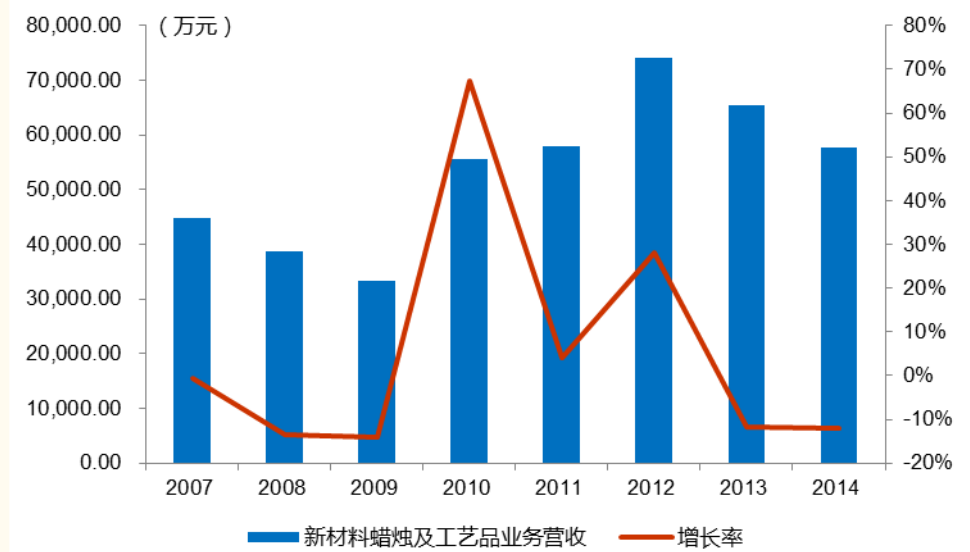
三、原主营业务步入成熟期, 增长空间有限但能提供稳定现金流

已是亚洲最大的新材料蜡烛工艺品生产商, 具备技术及品牌优势

- 自 1993 创立以来, 公司通过自主创新、研发设计、提升品牌效应、打造国际化产业布局等手段, 逐步形成了品牌和产品差异化的优势, 在产品细分市场上处于绝对优势地位, 已发展成为亚洲第一, 全球排名前列的具有国际竞争力的新材料蜡烛制品及相关制品生产商, 行业龙头地位突出。公司拥有 1200 多项专利产品, 拥有的自主 Kingking 商标已先后在全球 26 个国家进行注册。

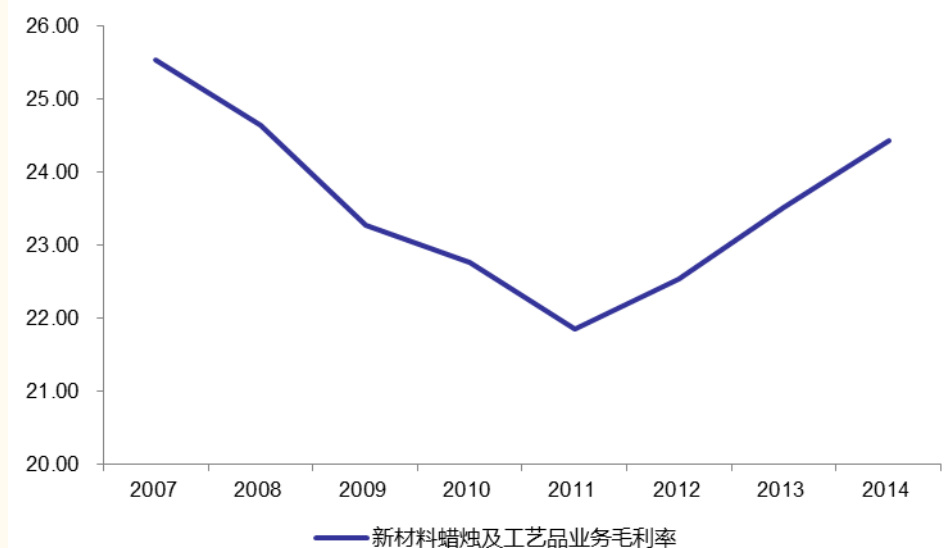
- 新材料蜡烛及工艺品业务营收在 2012 年 74,138 万元的高点之后逐步下降, 2013 年实现营收 65,449 万元, 同比下降 11.72%, 2014 年实现营收 65,449 万元, 同比再次下降 11.94%。该业务毛利率在 2011 年为最低点, 之后逐年上升, 2014 年毛利率达到 24.44%。
- 客户结构方面, 2013 和 2014 年的前四大客户保持不变, 分别是利洁时 Reckitt Benckiser、宜家 IKEA、英国百货公司 Sainsbury's, ICA service AB, 这四家占蜡烛工艺品业务总营收的比例稳定在 55% 左右。
- 经过多年发展, 国外的蜡烛及相关制品市场已经比较成熟, 可以视为刚性消费品之一, 市场波动性有限。同时公司针对国外连锁超市等大客户的待拓展资源也越来越少, 预计该业务的海外市场销售额将基本稳定或略有下降。但是另一方面, 随着国内人民物质生活水平的提高和全球化对居民生活方式的影响, 新材料蜡烛作为生活装饰品与环境净化品有望逐步被国内市场接受, 所有国内市场有一定的增长潜力, 可能填补一部分国外市场下滑的份额。

图表 20: 新材料蜡烛及工艺品业务增长统计 2007-2014



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 2007-2014 新材料蜡烛及工艺品业务毛利率变化曲线统计



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：近两年蜡烛业务前五名客户收入及占比变化

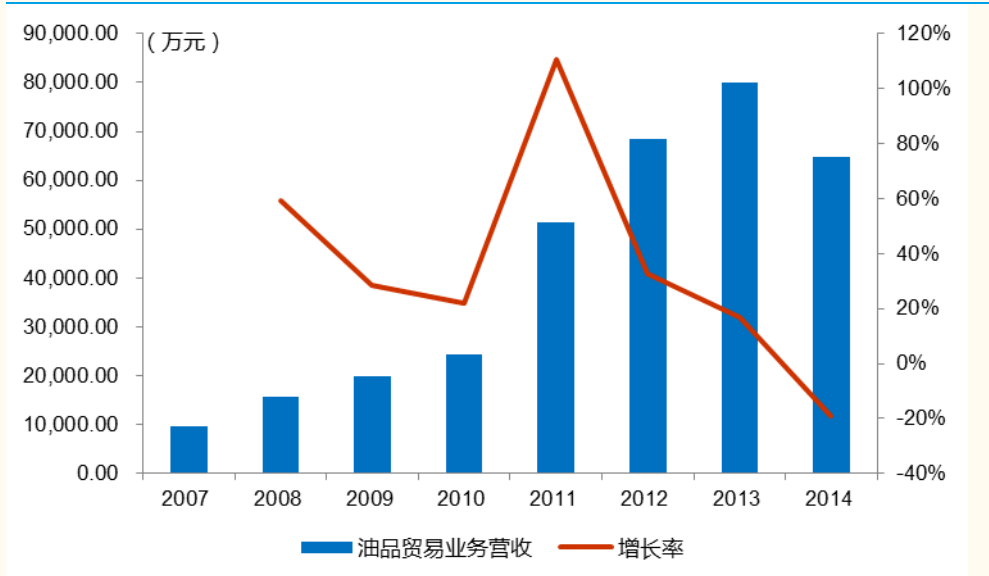
客户名称	2013 年			2014 年		
	排名	营业收入	占比	排名	营业收入	占比
Reckitt Benckiser (利洁时)	1	189,094,447.68	32.95%	1	137,875,400.80	27.24%
SAINSBURY'S ASIA LIMITED	3	40,469,801.09	7.05%	2	59,036,268.45	11.66%
IKEA	2	64,319,173.41	11.21%	3	48,959,444.98	9.67%
ICA SVERIGE AB(NON FOOD)	4	28,931,167.01	5.04%	4	30,220,856.28	5.97%
XENOS B.V.	-	-	-	5	16,516,921.98	3.26%
WM MORRISON(HK)LTD - LEISURE 2 (GARDENING/SENSONAL TEAM)	5	18,152,467.15	3.16%	-	-	-
合计		340,967,056.34	59.41%		292,608,892.49	57.80%

来源：公司公告，国金证券研究所

油品贸易利润贡献逐年下滑，公司将主动缩减规模

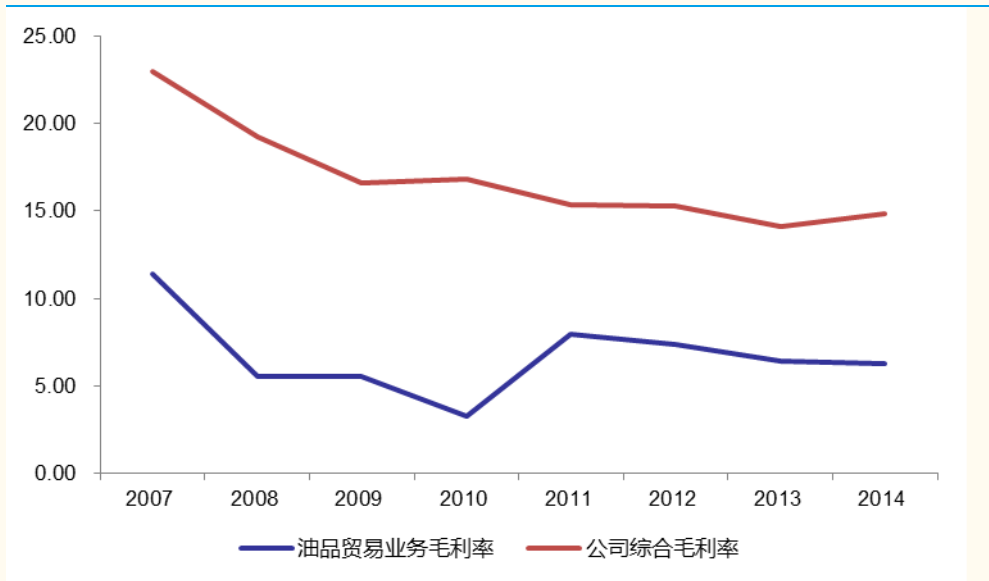
- 公司自 2007 年开始开展油品贸易业务，业务品种包括石蜡及燃料油、沥青等相关石油副产品。油品贸易业务经过多年发展，与供应商和客户之间建立起了良好的合作关系，具备了规模化采购的优势。但当大宗商品价格出现剧烈波动时，可能会出现油品贸易下游客户订单违约、公司滞压大量贸易品导致存货和存货跌价准备大幅上升的情况，给公司盈利带来不利影响。预计油品贸易额将逐年缩减，每年的降幅在 10-15%左右。

图表 23：油品贸易业务增长统计 2007-2014



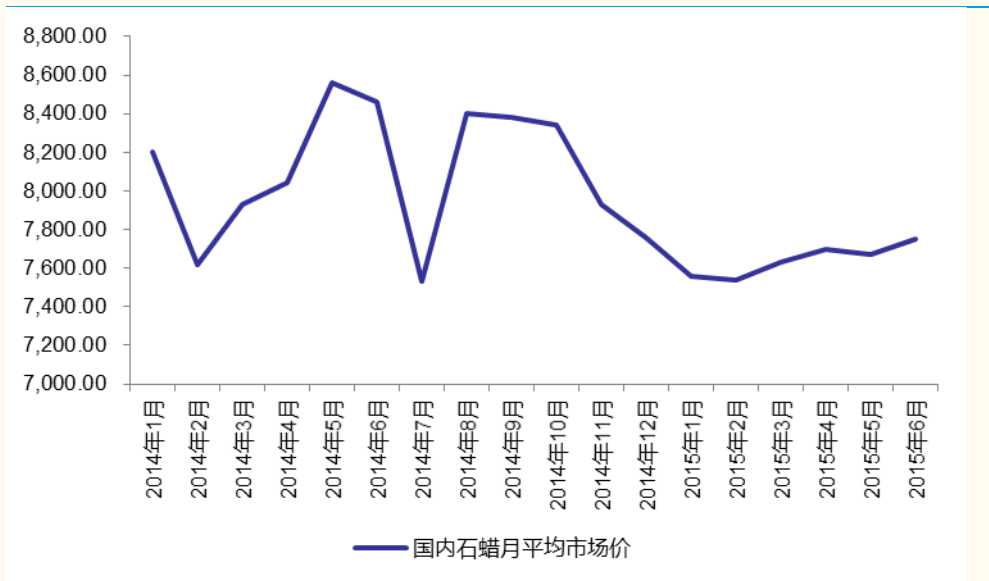
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24: 2007-2014 油品贸易毛利率变化统计



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: 石蜡价格变化统计



来源: Wind, 国金证券研究所

四、保守估测今年净利润同比增长 95.5%

三家子公司都有较强支撑完成盈利承诺, 2015 年净利润有望翻番

根据之前章节分析, 我们做如下核心假设:

- 新材料蜡烛及工艺品业务营收基本保持不变, 维持 2014 年的规模, 而由于 2015 年主要原材料石蜡价格的下降, 预计该业务的毛利率将略有提升。
- 油品贸易业务将主动所见规模, 每年下降 15%, 毛利率保持不变。
- 2015 和 2016 年, 杭州悠可的营收年增长率将达到 69%, 高于整体化妆品代运营行业 54% 的增速, 同时净利润率逐年稳定提升, 最终达成盈利承诺。广州栋方也假设达成盈利承诺。

- 预计上海月泮在 2015 年的净利润达到 5000 万，超出承诺值 25%。主要是因为门店拓展、合作品牌拓展等原因推动了营业额的大幅增加，而利润率基本保持不变。另一方面，上海月泮成立于 2014 年 6 月，14 年营收数据不能完全反映公司实力。
- 最后测算出 15、16、17 年青岛金王的利润为：9600 万、1.17 亿、1.58 亿；EPS 分别为：0.30、0.36、0.49。

图表 26：投资三家公司时的业绩承诺

盈利承诺（万元）	2014 年	2015 年	2016 年
杭州悠可	1500	3000	6000
广州栋方	1200	1400	1700
上海月泮		4280	4960

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 27：三家子公司营收及盈利预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
杭州悠可：					
营业收入/百万元	263	469	789	1333	2083
营收年增长率		78.4%	68.5%	68.9%	56.3%
净利润率	2.9%	3.4%	3.8%	4.5%	4.8%
净利润额/百万元	7	16	30	60	100
利润贡献/百万元		5.8	11.1	22.2	37.0
广州栋方：					
营业收入/百万元	105	128	140	170	200
营收年增长率		21.9%	9.7%	21.4%	17.6%
净利润率	6.6%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润额/百万元	6.9	13.3	14.0	17.0	20.0
利润贡献/百万元		4.4	6.3	7.7	9.0
上海月泮：					
营业收入/百万元		38	91	127	182
营收年增长率			136.7%	40.0%	42.9%
净利润率		54.6%	55.0%	55.0%	55.0%
净利润额/百万元		20.9	50.0	70.0	100.0
利润贡献/百万元		5.5	30.0	42.0	60.0
青岛金王：					
归属母公司净利润/百万元	54	49.1	95.9	117.1	158.4
每股收益/元	0.17	0.15	0.30	0.36	0.49

来源：国金证券研究所分析

注 1：青岛金王 2013 年底对杭州悠可投资 15170 万元，占其权益的 37%；

注 2：青岛金王 2014 年 4 月对广州栋方投资 3173 万元，占其权益的 45%；

注 3：上海月泮成立于 2014 年 6 月，青岛金王 2014 年 10 月对上海月泮支付第一期股权转让款 6300 万元(投资比例为 25.8%)，上海月泮修订后章程规定第一期投资款付款后公司享有 60%分配权（2015 年 Q1 财报开始并入母公司报表）

员工持股计划新近推出，资金规模上限 1 亿元

- 公司 7 月 15 日公告发布 2015 年度员工持股计划（草案），计划获得股东大会批准后，本员工持股计划将委托广发证券资产管理有限公司管理，并全额认购广发证券资产管理设立的广发原驰·青岛金王 1 号集合资产管理计划的次级 B 份（资金总额为 1,000 万元，以“份”作为认购单位，每份份额为 1 元）。青岛金王 1 号主要投资范围包括购买和持有青岛金王股票、投资固定收益及现金类产品等。

- 青岛金王 1 号份额上限为 10,000 万份，按照不超过 1:1 的比例设立优先级 A 份额和次级份额，次级份额又分为次级 B 份额和次级 C 份额。公司控股股东青岛金王国际运输有限公司的母公司金王集团以 4,000 万元全额认购青岛金王 1 号次级 C 份额，与次级 B 份额投资者认购的 1,000 万元共同以出资额为限承担对优先级 A 份额本金及预期年化收益的担保责任。同时，金王集团承诺承担动态补仓及优先级本息差额补足义务。
- 根据青岛金王 1 号的资金规模上限 10,000 万元和 2015 年 7 月 2 日公司股票收盘价 15.64 元/股测算，青岛金王 1 号所能购买和持有的标的股票数量约为 639 万股，占公司股本总额的 1.99%。

图表 28：员工持股计划持有人名单及份额分配情况

序号	持有人	职务	认购份额 (万份)	占本计划总份额的 比例 (%)
1	唐风杰	董事、总经理	50	5%
2	杜心强	董事、董事会秘书	50	5%
3	姜颖	董事	50	5%
4	王德勋	监事	10	1%
5	王传磊	监事	10	1%
6	董杰	财务总监	10	1%
7	徐耀东	副总经理	10	1%
8	赵丽丽	副总经理	10	1%
其他员工（预计不超过 400 人）			800	80%
合计			1,000	100%

来源：公司公告、国金证券研究所

公司业务转型方向坚定，为实施公司未来战略，进一步投资并购预期强烈

- 从青岛金王推进化妆品全产业链转型的实际动作来看，公司具有强烈的危机感和执行力，在短短一年时间，成功投资了三家优质的化妆品行业公司。从长远的业务战略发展考虑，接下来可能考虑三大方向：
 - 1、跟已投资子公司实现更深度的联合，这是集团层面实现各模块资源真正协同发展的基础，也能为其它两个方向的投资扫清障碍；
 - 2、通过并购或战略性股权投资，获取优质的化妆品品牌资源，自有品牌将是未来青岛金王化妆品业务的核心动力；
 - 3、继续拓展线上渠道资源，可以是网站、APP、微商，也可以是其它代运营商或化妆品品牌集合运营商。长远目标是搭建能汇聚流量和客户自有平台，实现数据信息的自有储备和循环。

可比公司估值分析

- 家庭与个人用品行业中，除青岛金王另外四家的平均值高于青岛金王现值，TTM、15、16 年 PE 预测分别为 98、68、43。我们以 2015 年行业平均值 68 倍 PE 测算，青岛金王的目标价为 20.4 元。

图表 29：可比公司估值比较分析

家庭与个人用品行业		总市值(万元)	市盈率PE			市净率 PB(MRQ)
			TTM	2015E	2016E	
002094.SZ	青岛金王	481265	73	51	40	7
600249.SH	两面针	402600	752.86 (剔除)	75	43	2
000523.SZ	广州浪奇	554229	124	48	25	5
002511.SZ	中顺洁柔	443402	65	82	61	2
000737.SZ	南风化工	357792	106	--	--	11
平均值		439506	98	68	43	5

来源：wind (截止 7 月 31 日收盘数据)、国金证券研究所

五、风险提示

- 主要原材料石蜡等大宗商品价格波动风险。
- 公司下一步投资收购进度低于预期。
- 运营管控不成功，未来化妆品业务的协同效果不佳，不能有效形成合力。

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
主营业务收入	1,425	1,454	1,224	1,216	1,171	1,155	货币资金	294	290	167	389	369	397
增长率		2.0%	-15.9%	-0.6%	-3.7%	-1.4%	应收款项	242	237	289	247	237	234
主营业务成本	-1,208	-1,249	-1,042	-958	-887	-837	存货	282	265	154	205	190	179
%销售收入	84.7%	85.9%	85.2%	78.7%	75.8%	72.5%	其他流动资产	43	59	89	128	121	115
毛利	218	205	181	259	284	318	流动资产	861	852	698	969	917	925
%销售收入	15.3%	14.1%	14.8%	21.3%	24.2%	27.5%	%总资产	77.0%	76.9%	56.9%	57.5%	56.5%	56.8%
营业税金及附加	-8	-5	-6	-6	-6	-6	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%	固定资产	189	187	196	203	184	176
营业费用	-43	-45	-47	-46	-44	-44	%总资产	16.9%	16.9%	16.0%	12.1%	11.3%	10.8%
%销售收入	3.0%	3.1%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	无形资产	13	12	14	156	165	173
管理费用	-64	-62	-60	-60	-57	-57	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%	42.5%	43.5%	43.2%
息税前利润 (EBIT)	104	93	69	147	176	212	资产总计	1,118	1,108	1,228	1,683	1,621	1,629
%销售收入	7.3%	6.4%	5.6%	12.1%	15.0%	18.3%	短期借款	35	34	200	471	299	130
财务费用	-25	-27	-22	-27	-34	-23	应付款项	245	225	166	242	206	186
%销售收入	1.8%	1.8%	1.8%	2.2%	2.9%	2.0%	其他流动负债	-12	-3	30	19	18	17
资产减值损失	-16	-7	-4	0	0	0	流动负债	268	257	397	732	523	333
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	100	50	0	0	0	0
投资收益	0	2	18	17	29	45	其他长期负债	197	198	198	198	198	198
%税前利润	0.7%	2.8%	30.0%	12.2%	17.0%	19.3%	负债	565	505	595	931	721	531
营业利润	63	61	60	136	171	233	普通股股东权益	551	601	631	730	850	1,008
营业利润率	4.4%	4.2%	4.9%	11.2%	14.6%	20.2%	少数股东权益	2	2	2	22	50	90
营业外收支	-2	1	-1	0	0	0	负债股东权益合计	1,118	1,108	1,228	1,683	1,621	1,629
税前利润	62	62	59	136	171	233	比率分析						
利润率	4.3%	4.3%	4.8%	11.2%	14.6%	20.2%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-9	-8	-10	-20	-26	-35	每股指标						
所得税率	15.2%	13.0%	17.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.163	0.168	0.152	0.298	0.364	0.492
净利润	52	54	49	116	145	198	每股净资产	1.710	1.868	1.959	2.269	2.639	3.131
少数股东损益	0	0	0	20	28	40	每股经营现金净流	0.410	0.256	0.176	0.493	0.507	0.607
归属于母公司的净利润	52	54	49	96	117	158	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.7%	3.7%	4.0%	7.9%	10.0%	13.7%	回报率						
							净资产收益率	9.51%	9.01%	7.78%	13.13%	13.79%	15.72%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.68%	4.89%	4.00%	5.70%	7.23%	9.72%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	9.94%	9.17%	5.53%	8.77%	10.70%	12.60%
净利润	52	54	49	116	145	198	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	30.32%	2.03%	-15.85%	-0.58%	-3.74%	-1.38%
非现金支出	35	25	21	17	18	20	EBIT 增长率	35.85%	-10.01%	-26.43%	113.73%	19.97%	20.20%
非经营收益	22	26	0	10	5	-22	净利润增长率	4.09%	3.52%	-9.50%	95.48%	22.13%	35.28%
营运资金变动	23	-23	-14	16	-5	-1	总资产增长率	11.66%	-0.89%	10.79%	37.13%	-3.72%	0.54%
经营活动现金净流	132	82	57	159	163	195	资产管理能力						
资本开支	-16	-15	-30	-167	-8	-20	应收账款周转天数	48.8	52.9	66.5	65.0	65.0	65.0
投资	0	0	0	-35	0	0	存货周转天数	87.0	80.0	73.4	78.0	78.0	78.0
其他	5	7	8	17	29	45	应付账款周转天数	46.5	35.7	31.3	38.0	38.0	38.0
投资活动现金净流	-11	-9	-22	-185	21	25	固定资产周转天数	36.2	46.1	52.1	52.1	51.9	50.1
股权募资	2	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	13	-50	115	271	-172	-169	净负债/股东权益	6.85%	-1.32%	36.57%	37.30%	14.29%	-6.26%
其他	-26	-27	-43	-23	-32	-23	EBIT 利息保障倍数	4.1	3.5	3.1	5.4	5.1	9.2
筹资活动现金净流	-12	-77	72	248	-204	-192	资产负债率	50.58%	45.54%	48.45%	55.29%	44.49%	32.60%
现金净流量	110	-3	107	222	-20	28							

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

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

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

来源：国金证券研究所



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