

市场价格(人民币): 21.90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)	7,049.97
年内股价最高最低(元)	31.35/13.14
沪深300指数	3174.90
深证成指	10151.76



相关报告

- 《设立产业链管理公司, 化妆品布局日趋完整-青岛金王公司点评》, 2015.12.7
- 《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
- 《化妆品全产业链布局稳步推进, 盈利能力显著提升;-青岛金王业绩...》, 2015.8.31
- 《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
 (8621)61038286
 liaodegao@gjzq.com.cn

陈旭 联系人
 (8621)61038319
 chen_xu@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
 (8621)60230244
 weilil1@gjzq.com.cn

深耕化妆品线下渠道, 业务协同效应可期

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.097	0.281	0.545	0.711	0.905
每股净资产(元)	1.96	2.37	2.91	3.62	4.53
每股经营性现金流(元)	0.18	0.59	0.05	0.72	0.81
市盈率(倍)	111.84	110.71	40.16	30.80	24.19
行业优化市盈率(倍)	89.94	31.28	32.40	32.40	32.40
净利润增长率(%)	-40.39%	189.76%	93.83%	30.37%	27.34%
净资产收益率(%)	4.96%	11.89%	18.73%	19.62%	19.99%
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

业绩简评

- 2015年年度报告期内, 公司实现营业收入14.77亿元, 同比增长20.71%; 归母净利润为0.91亿元, 扣非净利润同比上升85.39%至0.89亿元; 基本每股收益为0.28元。
- 2016年第一季度实现营收4.67亿元, 归母净利润1511万元, 同比增长46%; 同时在一季度, 青岛金王先后成功收购了浙江金庄、四川弘方、山东博美、云南弘美四家线下经销商, 都是控股60%。

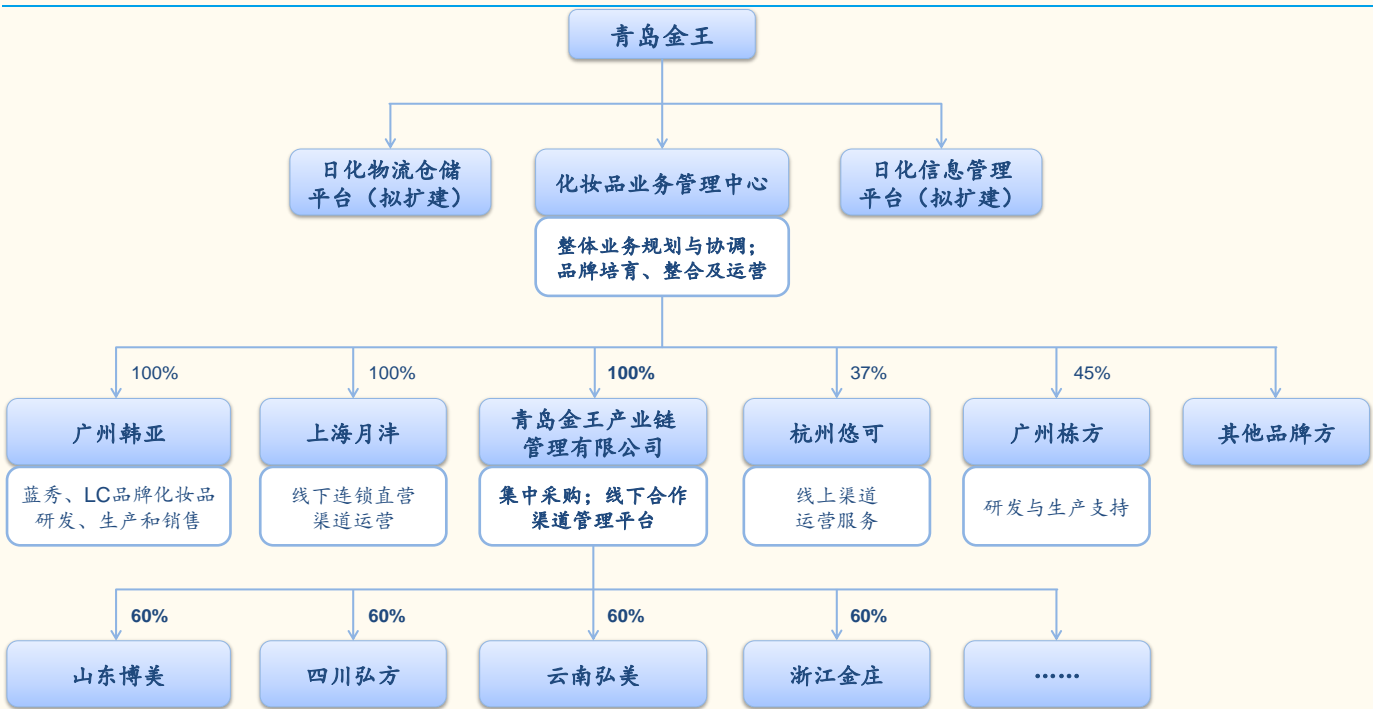
经营分析

- 化妆品行业正处于机会变革期, 坚定看好全产业链布局的青岛金王: 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。同时因为悠可雄厚的线上运营实力和技术产品开发能力, 也将是青岛金王整个化妆品全产业链协同的核心载体; 2、专业连锁店是唯一一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; 3、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。收购的广州韩亚为青岛金王补全产业链条中最关键的一环: 优质品牌资源; 而另一方面, 广州栋方的研发代工能力, 以及植萃集品牌的运营经验, 也为未来自有品牌的拓展打下了基础; 4、多家优质线下经销商的投资收购, 为金王补全了CS、KA等渠道, 未来化妆品为主的日化领域集中采购和线下经销渠道的合作平台将以全资子公司产业链管理公司为主体来开展。
- 青岛金王的战略方向清晰明了, 在一系列成功高效的外延收购之后, 线上线下多渠道、多品类、多品牌的产业布局已经初步形成, 接下来各要素各环节之间能否形成良性互动, 迸发出耀眼的产业协同效应, 值得期待。

盈利调整及投资建议

- 基于公司的经营状况和目前的行业形势, 我们预测青岛金王16-18年的营业收入将达到17.47、18.09、18.83亿元; 归属母公司的净利润分别为1.76、2.29、2.91亿元; 净利润同比增速分别为93.8%、30.4%、27.3%, 对应EPS分别为0.55、0.71、0.91元。
- 我们维持27至28元的目标价不变, 给予“买入”评级。

图表 1：青岛金王化妆品行业组织架构图



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：青岛金王业务增长预测 (百万人民币)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
油品贸易						
营业收入 (百万元)	800	647	750	750	750	750
增长率 (%)		-19.1%	15.9%	0.0%	0.0%	0.0%
占主营比重 (%)	55.0%	52.9%	50.8%	42.9%	41.5%	39.8%
毛利率 (%)	6.4%	6.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
新材料蜡烛及工艺品等						
营业收入 (百万元)	654	576	553	580	570	560
增长率 (%)		-11.9%	-4.1%	5.0%	-1.7%	-1.8%
占主营比重 (%)	45.0%	47.1%	37.4%	33.2%	31.5%	29.7%
毛利率 (%)	23.5%	24.4%	28.4%	26.0%	25.8%	25.6%
月洋化妆品销售						
营业收入 (百万元)			174	219	254	294
增长率 (%)				26.0%	15.9%	15.9%
占主营比重 (%)			11.8%	12.6%	14.0%	15.6%
毛利率 (%)			83.4%	83.0%	83.0%	83.0%
广州韩亚						
营业收入 (百万元)				198	235	279
增长率 (%)					18.8%	18.8%
占主营比重 (%)				11.3%	13.0%	14.8%
毛利率 (%)				48.0%	48.0%	48.0%
主营业务						
营业收入 (百万元)	1,454	1,224	1,477	1,747	1,809	1,883
增长率 (%)		-15.9%	20.7%	18.3%	3.5%	4.1%
毛利率 (%)	14.1%	14.8%	21.5%	25.4%	26.9%	28.5%

来源：公司公告、国金证券研究所

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,454	1,224	1,477	1,747	1,809	1,883	货币资金	290	167	456	455	455	481
增长率		-15.9%	20.7%	18.3%	3.5%	4.1%	应收款项	237	289	298	402	416	433
主营业务成本	-1,249	-1,042	-1,159	-1,303	-1,322	-1,346	存货	265	154	253	279	283	288
%销售收入	85.9%	85.2%	78.5%	74.6%	73.1%	71.5%	其他流动资产	59	89	194	145	147	150
毛利	205	181	318	444	487	537	流动资产	852	698	1,201	1,281	1,301	1,352
%销售收入	14.1%	14.8%	21.5%	25.4%	26.9%	28.5%	%总资产	76.9%	56.9%	62.6%	64.4%	64.7%	65.5%
营业税金及附加	-5	-6	-6	-9	-9	-9	长期投资	55	317	343	344	343	343
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	187	196	196	179	173	166
营业费用	-45	-47	-97	-126	-130	-136	%总资产	16.9%	16.0%	10.2%	9.0%	8.6%	8.0%
%销售收入	3.1%	3.8%	6.5%	7.2%	7.2%	7.2%	无形资产	12	14	175	184	192	201
管理费用	-62	-60	-73	-86	-89	-92	非流动资产	256	529	717	709	711	712
%销售收入	4.2%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	%总资产	23.1%	43.1%	37.4%	35.6%	35.3%	34.5%
息税前利润 (EBIT)	93	69	143	224	259	300	资产总计	1,108	1,228	1,918	1,990	2,012	2,064
%销售收入	6.4%	5.6%	9.7%	12.8%	14.3%	15.9%	短期借款	34	200	440	461	248	0
财务费用	-27	-22	-28	-28	-22	-7	应付款项	225	166	422	304	310	316
%销售收入	1.8%	1.8%	1.9%	1.6%	1.2%	0.4%	其他流动负债	-3	30	26	27	27	28
资产减值损失	-7	-4	-5	0	0	0	流动负债	257	397	888	792	585	344
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	50	0	120	120	120	121
投资收益	0	0	24	12	33	50	其他长期负债	198	198	106	99	99	99
%税前利润	0.0%	0.0%	17.9%	5.6%	12.2%	14.4%	负债	505	595	1,114	1,011	804	564
营业利润	59	42	134	207	269	343	普通股股东权益	601	631	762	937	1,166	1,458
营业利润率	4.1%	3.5%	9.1%	11.8%	14.9%	18.2%	少数股东权益	2	2	42	42	42	42
营业外收支	1	-1	2	0	0	0	负债股东权益合计	1,108	1,228	1,918	1,990	2,012	2,064
税前利润	61	41	136	207	269	343	比率分析						
利润率	4.2%	3.4%	9.2%	11.8%	14.9%	18.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-8	-10	-23	-31	-40	-51	每股指标						
所得税率	13.3%	24.3%	16.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.163	0.097	0.281	0.545	0.711	0.905
净利润	53	31	113	176	229	291	每股净资产	1.868	1.959	2.367	2.912	3.623	4.529
少数股东损益	0	0	23	0	0	0	每股经营现金净流	0.256	0.176	0.592	0.050	0.717	0.808
归属于母公司的净利润	52	31	91	176	229	291	每股股利	0.060	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.6%	2.6%	6.1%	10.0%	12.7%	15.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.72%	4.96%	11.89%	18.73%	19.62%	19.99%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	4.73%	2.55%	4.72%	8.82%	11.37%	14.12%
净利润	54	49	113	176	229	291	投入资本收益率	9.13%	5.04%	8.06%	11.45%	13.12%	14.84%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	25	21	22	16	18	19	主营业务收入增长率	2.03%	-15.85%	20.71%	18.30%	3.54%	4.11%
非经营收益	26	0	6	21	-1	-33	EBIT 增长率	-10.01%	-26.43%	107.82%	56.74%	15.72%	16.05%
营运资金变动	-23	-14	49	-197	-14	-17	净利润增长率	0.94%	-40.39%	189.76%	93.83%	30.37%	27.34%
经营活动现金净流	82	57	190	16	231	260	总资产增长率	-0.89%	10.79%	56.25%	3.77%	1.10%	2.58%
资本开支	-15	-30	-9	-11	-19	-20	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	52.9	66.5	66.0	75.0	75.0	75.0
其他	7	8	-35	12	33	50	存货周转天数	80.0	73.4	64.0	78.0	78.0	78.0
投资活动现金净流	-9	-22	-44	0	14	30	应付账款周转天数	35.7	31.3	42.4	38.0	38.0	38.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	46.1	52.1	40.9	33.4	31.0	28.4
债权募资	-50	115	260	21	-213	-247	偿债能力						
其他	-27	-43	-22	-38	-32	-16	净负债/股东权益	-1.32%	36.57%	25.26%	22.96%	0.97%	-17.41%
筹资活动现金净流	-77	72	238	-17	-245	-263	EBIT 利息保障倍数	3.5	3.1	5.1	7.8	11.7	44.1
现金净流量	-3	107	385	-1	0	26	资产负债率	45.54%	48.45%	58.08%	50.78%	39.94%	27.33%

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。

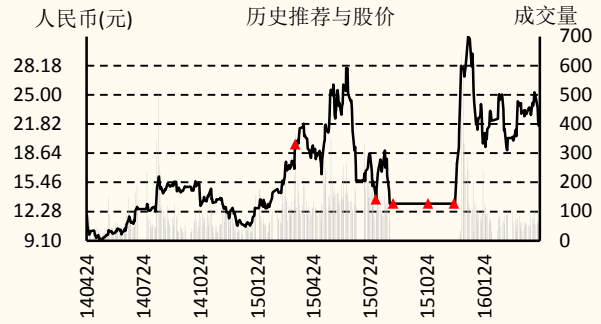
最终评分与平均投资建议对照：

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
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
5	2015-12-07	买入	13.14	27.00~28.00

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 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

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