

积极推进渠道布局，再扩颜值经济版图

投资要点

- **事件：**近日公司发布公告称，下属全资子公司产业链管理公司分别同洪宇、张玉文和臧晓方、李志飞、李玉霞签署合资协议，设立福建弘方、甘肃博文弘方、甘肃弘方和厦门旭美，且公司均控制上述新设渠道子公司51%的股权。
- **A股化妆品全产业链布局第一股。**公司的主营业务分为化妆品业务、新材料蜡烛及工艺品业务和油品贸易业务三大板块，自2013年布局化妆品领域以来，坚持并将继续实施清晰、明确的化妆品业务发展战略规划，通过整合优质资源，向以化妆品为核心的颜值产业拓展。2016Q1实现营业收入4.7亿元，同比增长162%；2016Q1实现归属母公司股东的净利润1511万元，同比增长46%，主要是因为一季度新增渠道子公司并表导致的。未来公司将择机而动，适当调整油品贸易规模；保证新材料蜡烛及工艺品业务稳中有升；广铺渠道，择机收购或代理国外美妆品牌，壮大“颜值经济圈”。
- **跑马圈地，渠道再下一城。**2013年12月起，公司陆续入股37%杭州悠可（线上销售渠道）、45%广州栋方（研发和生产）、100%上海月洋（线下屈臣氏销售渠道）、100%广州韩亚（品牌运营商）的股权，基本形成化妆品研发、生产、品牌运营和线上线下营销渠道的整体产业布局。2016年年初以来，公司先后入股浙江金庄、山东博美、四川弘方、云南弘美、安徽弘方、湖北弘方和临沂博美，且均持有上述公司50%以上的股份，处于绝对控股地位。此次合资设立福建弘方、甘肃博文弘方、甘肃弘方和厦门旭美，是实现对更广阔渠道的进一步控制，未来两年公司将进一步扩大省级区域渠道商至20家，届时渠道布局将辐射全国。
- **欲试医美行业，协同效应可期。**公司与蓝基金合作成立10亿元的“金王基金”，用于投资包括化妆品、医美等“颜值经济圈”相关标的。我们认为，该基金的成立是公司对于化妆品产业链布局的有效补充，也是进军医美行业的首举。
- **盈利预测与投资建议：**预计2016-2018年EPS分别为0.55元、0.75元、0.95元，考虑到公司为“化妆品+医美”稀缺标的，给予公司55倍PE，对应目标价30.25元，给予“增持”评级。
- **风险提示：**石油价格或大幅波动；化妆品业绩承诺或不及预期；化妆品业务推进或不及预期。

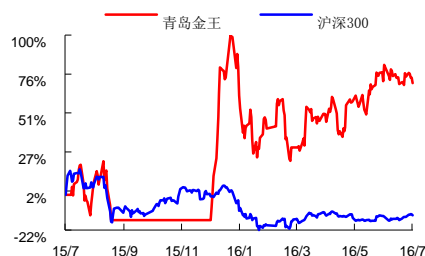
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1476.89	2004.71	2592.14	2974.44
增长率	20.71%	35.74%	29.30%	14.75%
归属母公司净利润（百万元）	90.57	207.97	281.67	359.12
增长率	84.64%	129.62%	35.44%	27.50%
每股收益EPS（元）	0.24	0.55	0.75	0.95
净资产收益率ROE	14.07%	23.31%	23.99%	23.43%
PE	107	46	34	27
PB	12.01	8.66	6.59	5.04

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：熊莉
 执业证号：S1250514080002
 电话：023-63786278
 邮箱：xiongli@swsc.com.cn
 联系人：蔡欣
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.77
流通A股(亿股)	3.22
52周内股价区间(元)	13.14-31.35
总市值(亿元)	96.54
总资产(亿元)	20.73
每股净资产(元)	2.41

相关研究

目 录

1. 公司概况：深耕化妆品全产业链第一股.....	1
2. 国产化妆品崛起，渠道面临新洗牌.....	3
3. 战略布局清晰，未来业绩可期.....	5
3.1 先“渠道”后“品牌”模式，打造化妆品全产业链.....	5
3.2 业绩承诺为利润保驾护航.....	6
3.3 欲试医美行业，协同效应可期.....	8
4. 盈利预测与估值.....	9
5. 风险提示.....	10

图 目 录

图 1：公司的股权结构.....	1
图 2：公司 2012-2016Q1 营收（百万元）及增速.....	1
图 3：公司 2012-2016Q1 归属母公司净利润（百万元）及增速.....	1
图 4：公司分产品 2011-2016 毛利率情况.....	2
图 5：公司 2011-2016Q1 三费率情况.....	2
图 6：公司 2011-2015 年分业务收入（百万元）以及增速.....	3
图 7：公司 2011-2015 年分地区收入（百万元）以及增速.....	3
图 8：近年来国内化妆品市场规模（亿元）变化情况.....	3
图 9：2011-2014 年国内化妆品品牌市占率变化情况.....	3
图 10：近年来国内彩妆市场规模（亿元）变化情况.....	4
图 11：国内彩妆市场品牌占比格局.....	4
图 12：2014 年国内化妆品市场渠道结构.....	4
图 13：近几年国内化妆品市场渠道占比变化情况.....	4
图 14：公司化妆品全产业链.....	5
图 15：我国医疗美容术（含手术和非手术）总量（百万例）.....	8
图 16：民营医疗机构数量（个）.....	8
图 17：医疗美容产业链.....	9

表 目 录

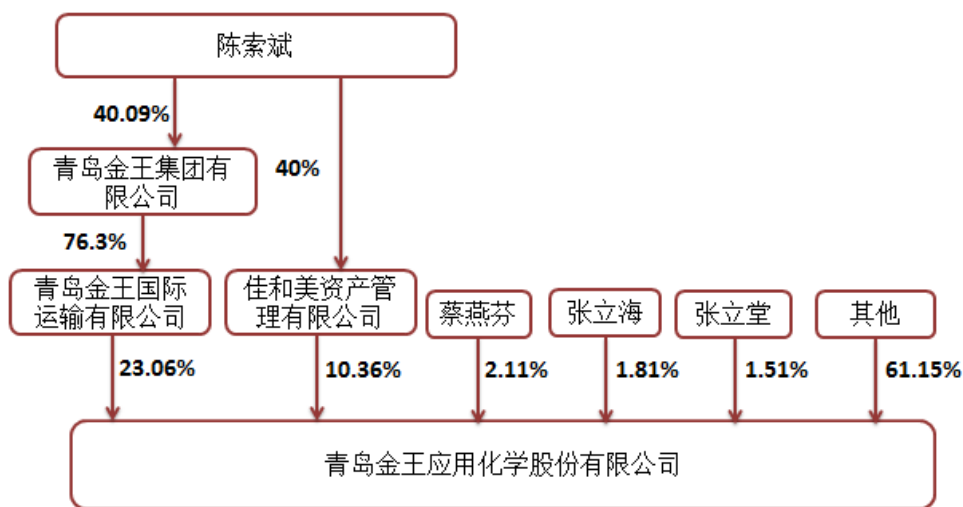
表 1：参股、控股子公司基本情况.....	5
表 2：参股、控股子公司过往利润兑现情况.....	7
表 3：参股、控股子公司业绩承诺.....	7
表 4：分业务收入及毛利率.....	9
附表：财务预测与估值.....	11

1. 公司概况：深耕化妆品全产业链第一股

公司的主营业务分为化妆品业务、新材料蜡烛及工艺制品业务和油品贸易业务三大板块。其中，化妆品业务、新材料蜡烛及工艺制品业务系公司的核心业务发展板块。从 2013 年起，公司通过投资、并购等方式整合优质资源，加速向化妆品领域拓展，确定了围绕化妆品研发、生产、线上线下营销渠道、品牌运营的整体产业规划和布局，逐步建设形成完整的化妆品全产业链。

未来公司将择机而动，适当调整油品贸易规模；保证新材料蜡烛及工艺品业务稳中有升；广铺渠道，择机收购或代理国外美妆品牌。

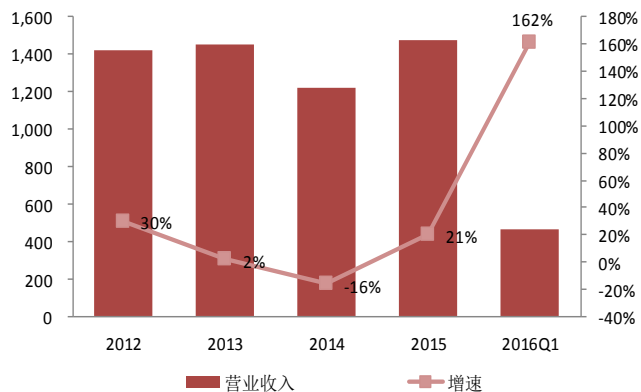
图 1：公司的股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

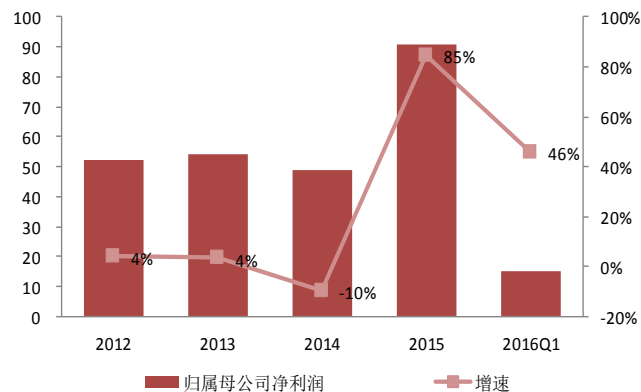
公司股权结构：公司实际控制人陈索斌通过控制佳和美资产管理有限公司和青岛金王国际运输有限公司间接控制公司 33.39% 的股份。蔡燕芬、张立海和张立堂是公司 2016 年上半年通过发行股份及支付现金方式并购的上海月沅和广州韩亚的股东。

图 2：公司 2012-2016Q1 营收（百万元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2012-2016Q1 归属母公司净利润（百万元）及增速

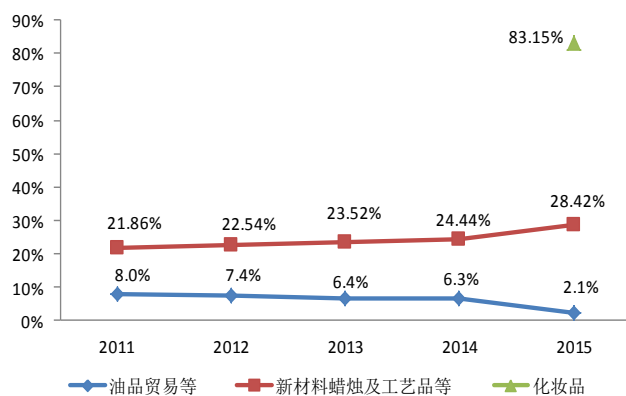


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：2015 年实现营业收入 14.8 亿元，同比增长 21%；2015 年实现归属母公司股东的净利润 9057.4 万元，同比增长 130%，主要原因在于公司化妆品业务的并表，加之化妆品业务的毛利率高达 83%，高毛利率拉动利润增速远超收入增速。2016Q1 实现营业收入 4.7 亿元，同比增长 162%；2016Q1 实现归属母公司股东的净利润 1511 万元，同比增长 46%。由于油品贸易业务成本增加拖累公司整体业绩表现，公司营业成本同比增长 238%，且 2016Q1 借款增加导致财务费用同比增长 138%，故净利润增幅略低于营收增幅。

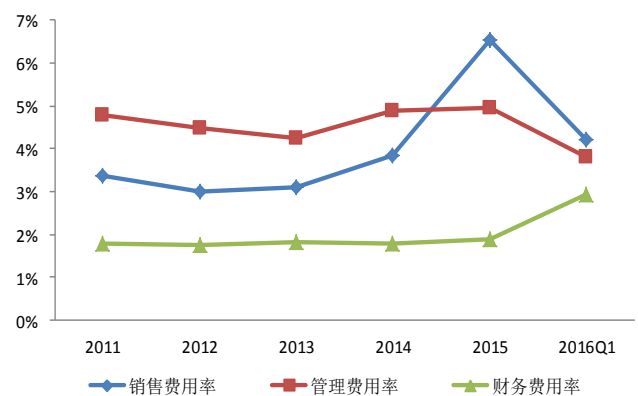
2011-2015 年公司的综合毛利率呈缓慢上升趋势。受汇率和出口退税的影响，新材料蜡烛及工艺品等毛利率从 2014 年的 24.4% 小幅提升至 28.4%；受汇率和国际大宗商品价格的影响，油品贸易毛利率下滑至 2.1%。2015 年公司销售费用波动较大，原因在于 2015 年化妆品业务不断扩大，公司致力于化妆品营销渠道拓宽导致销售费用增加。

图 4：公司分产品 2011-2016 毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2011-2016Q1 三费率情况

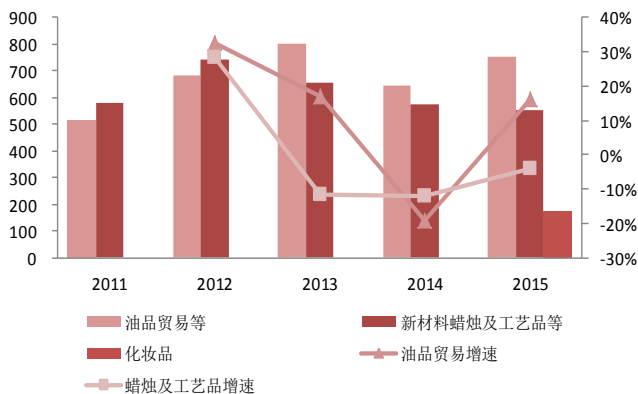


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业务情况：2015 年油品贸易营收 7.5 亿元，占总营收规模 50.8%，同比上涨 15.9%，该业务受大宗商品价格波动影响较大，未来会根据化妆业务适当调整油品贸易规模；新材料蜡烛及工艺品等收入 2012 年开始逐年小幅递减，2015 年该业务实现收入 5.5 亿元，同比增速 -4.1%，占总营收规模 37.4%；新增业务化妆品 2015 年收入 1.7 亿元，占总营收规模的 11.8%。

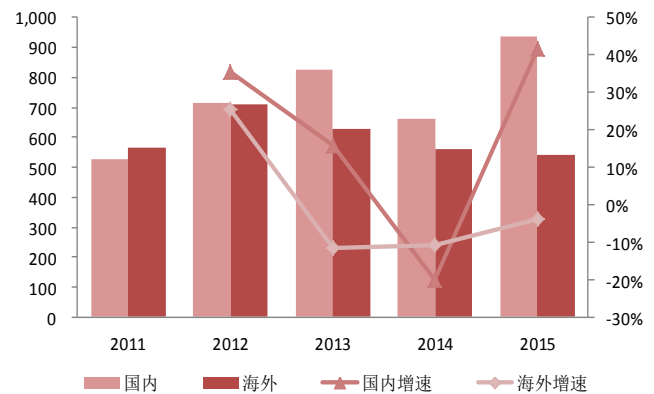
自 2012 年开始公司在国内的销售收入超过在国外的销售收入规模，2015 年国内的销售收入约 9.4 亿元，同比增长 41.6%，占总营收的比例约为 63%；2014 年受欧盟市场及人民币持续升值等不利因素影响，公司外销业务有所下滑，2015 年海外的销售收入约 5.4 亿元，同比增长 -3.9%，占比 37%。

图 6: 公司 2011-2015 年分业务收入 (百万元) 以及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 公司 2011-2015 年分地区收入 (百万元) 以及增速

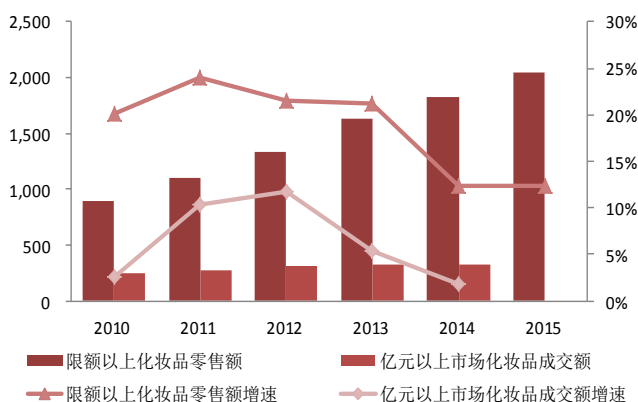


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2. 国产化妆品崛起, 渠道面临新洗牌

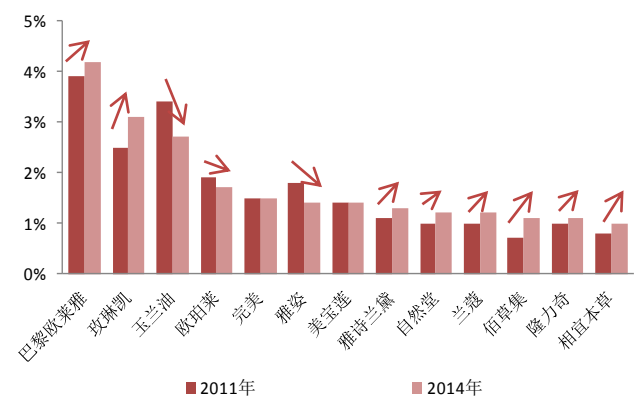
行业增速稳定, 国产化妆品市占率提升。2010-2015 年我国美妆零售市场限额以上化妆品零售额复合增速为 14.9%, 相较于过去六年社会消费品总额复合增长率 9.5% 高出 5.4 个百分点, 呈现稳步增长的趋势, 我们认为随着国民收入的不断提高, 化妆品市场的规模会持续扩大。2011-2014 年间, 以玫琳凯、佰草集、自然堂为首的国产化妆品品牌市场占有率持续提升。据 Euromonitor 统计, 2011 年的 CR30 品牌中, 国外品牌所占的市场份额为 33.5%, 本土品牌的市场份额仅为 5%, 而到 2014 年国外品牌的市场份额下降到 32.6%, 本土品牌的市场份额上升到 9.3%。我们认为以往国内品牌在研发、营销和渠道方面落后于国外品牌, 但受益于资本的进入和规范, 未来发展可期。

图 8: 近年来国内化妆品市场规模 (亿元) 变化情况



数据来源: WIND, 西南证券整理

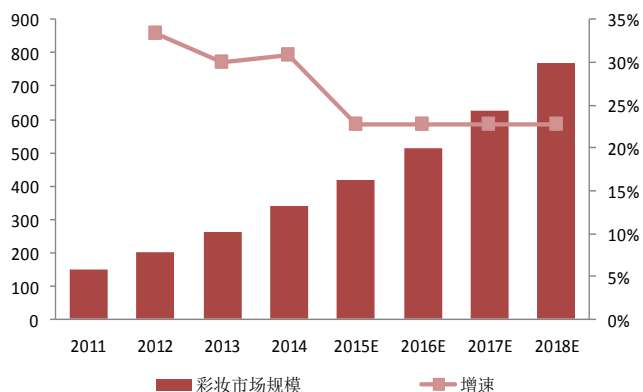
图 9: 2011-2014 年国内化妆品品牌市占率变化情况



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

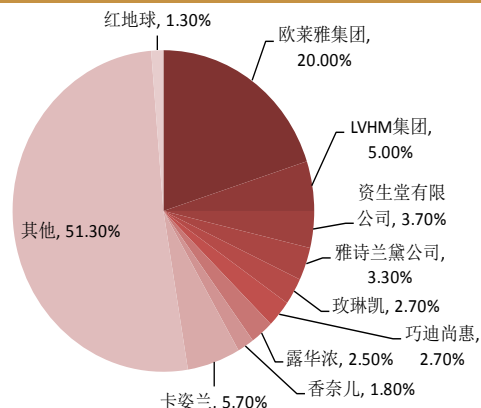
彩妆格局分散, 国产品牌可实现弯道超车。作为拥有约 6.7 亿女性的超级大国, 近年来随着国民收入的不断提高和生活水平的改善, 女性的美丽意识也在发生潜移默化的改变, 从崇尚自然美向依靠彩妆等来变美过渡。2011-2014 年我国彩妆市场规模扩大一倍有余, 从 150 亿增长至 340 亿, 复合增长率高达 22.7%, 预计 2018 年彩妆市场规模将达 800 亿元。目前彩妆市场格局较为分散, 外资品牌主要占据中高端市场, 而对中低档大众消费市场涉足较少, 这在无形中给国内彩妆厂家发展大众品牌带来良好的机遇。

图 10：近年来国内彩妆市场规模（亿元）变化情况



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

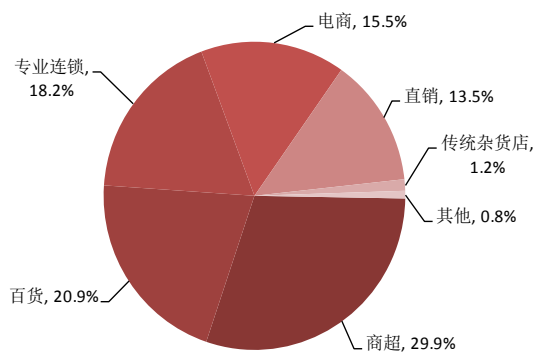
图 11：国内彩妆市场品牌占比格局



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

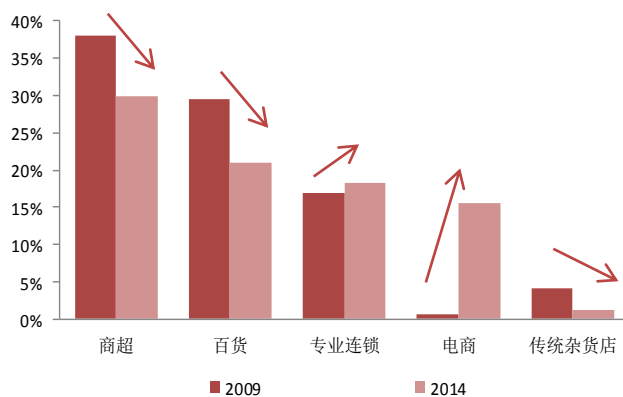
渠道大洗牌，连锁专营店和线上渠道异军突起。长久以来我国化妆品市场终端渠道以商超、百货、专业连锁为主，近年来在电子商务兴起和消费者需求多元化的共同驱动下，传统商超和百货渠道市场份额日渐萎缩，代之以屈臣氏、丝芙兰等为代表的化妆品专营店渠道和以天猫旗舰店、聚美优品、唯品会为代表的线上渠道渐成主流模式。2009-2014年商超渠道占比从38.0%下降至29.9%，百货渠道占比从29.5%下降至20.9%，而专营渠道占比从16.9%上升至18.2%，线上渠道占比从0.7%上升至15.5%。根据Euromonitor的统计，护肤品领域的专营店渠道10年来年均复合增长率高达19%。我们认为专营店渠道作为内资品牌的良好切入点，其渠道占比的日渐扩大间接带动内资品牌市场份额的快速提升。

图 12：2014 年国内化妆品市场渠道结构



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 13：近几年国内化妆品市场渠道占比变化情况



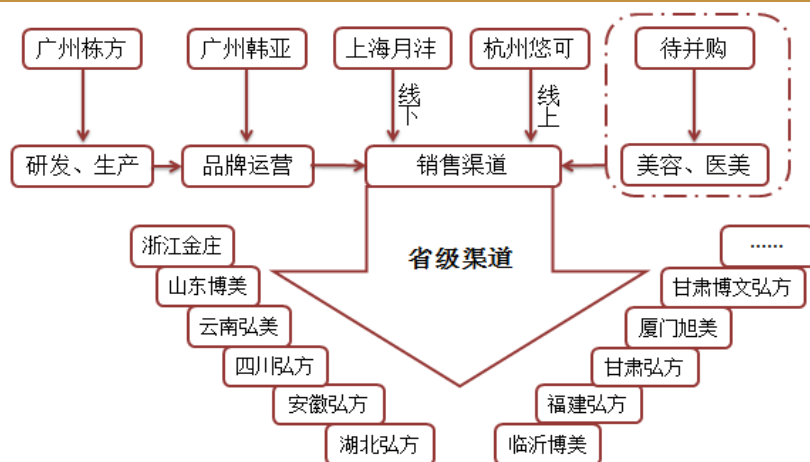
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

3. 战略布局清晰，未来业绩可期

3.1 先“渠道”后“品牌”模式，打造化妆品全产业链

2013 年以来，公司通过投资、并购等方式积极整合化妆品行业的优质资源，布局化妆品全产业链，截止目前公司有研发、生产子公司一个，品牌运营子公司一个，线上销售渠道子公司一个，线下销售渠道子公司一个，区域销售渠道子公司 12 个（持续扩充中）。公司目前已清晰地形成了涵盖研发、生产、品牌和线上线下渠道的完整化妆品产业链，有利于公司化妆品各板块相互相应，协同效应凸显，带动公司在化妆品行业的整体竞争力提升。

图 14：公司化妆品全产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

先“渠道”后“品牌”模式，稳扎稳打布局颜值经济。2013 年 12 月收购杭州悠可 37% 的股权，标志着公司进入“颜值经济圈”，紧接着 2014 年 10 月份收购广州栋方 45% 的股权，同年 10 月份收购上海月泮 60% 的股权，2015 年 11 月收购月泮剩余股权和广州韩亚，基本形成化妆品研发、生产、品牌运营、线上线下营销渠道的整体产业布局。2016 年公司先后入股浙江金庄、山东博美、四川弘方、云南弘美、安徽弘方、临沂博美、湖北弘方、福建弘方、甘肃弘方、甘肃博文弘方和厦门旭美共 11 家省级区域渠道商，未来两年省级区域渠道商将达 20 家，届时渠道布局将辐射全国。同时，公司在发展自己自有品牌的基础上或将择机收购或代理高性价比国外美妆品牌，并完美嫁接在既有营销渠道上，边际成本低，协同效应明显。

表 1：参股、控股子公司基本情况

子公司名称	收购年月	注册资本	持股比例	简介
杭州悠可	2013.12	约 2330 元	37%	线上销售，拥有多个国际知名品牌的网络平台独家代理权和多家天猫旗舰店、淘宝商城、专卖店运营权。
广州栋方 (挂牌新三板)	2014.10	500 万	45%	化妆品研发、生产，OEM/ODM/OBM，客户有 MS/家美乐/阿芙精油/水之寇/屈臣氏/万宁/华润万家，自有品牌植粹集。
上海月泮	2014.10/ 2015.11	2800 万	100% (60%+40%)	线下直营，目前主要销售肌养晶、美津植秀等自有品牌，未来将重点发展屈臣氏、丝芙兰等连锁专营店渠道和大润发、家乐福等大型连锁超市渠道。
广州韩亚	2015.11	500 万	100%	品牌运营商，旗下拥有“蓝秀”、“LC”彩妆品牌资源。

子公司名称	收购年月	注册资本	持股比例	简介
浙江金庄	2016.1	1500 万	60%	浙江省内区域的渠道运营商。现有各类渠道一线销售管理人员 220 多人，各类渠道直营及合作销售网点约 1000 多家，在各网点配合从事浙江金庄运营品牌的销售人员约 5000 余名。
山东博美	2016.2	1000 万	60%	山东省域内的 CS 渠道、KA 渠道、百货等区域渠道运营商。现有各类渠道一线销售管理人员 150 多人，各类渠道直营及合作销售网点约 800 多家，在各网点配合从事山东博美运营品牌的销售人员约 2600 余名。
四川弘方	2016.2	600 万	60%	四川省域内的 CS 渠道、KA 渠道、百货等区域渠道运营商。现有各类渠道一线销售管理人员 100 多人，各类渠道直营及合作销售网点约 400 多家，在各网点配合从事四川弘方运营品牌的销售人员约 1500 余名。
云南弘美	2016.2	1000 万	60%	云南省域内的 CS 渠道、KA 渠道、百货等区域渠道运营商。现有各类渠道一线销售管理人员 220 多人，各类渠道直营及合作销售网点约 500 多家，在各网点配合从事云南弘美运营品牌的销售人员约 2000 余名。
安徽弘方	2016.5	2600 万	60%	安徽省域内的 CS 渠道、KA 渠道、百货等区域渠道运营商。现有各类渠道一线销售管理人员 300 多人，各类渠道直营及合作销售网点约 2000 多家，在各网点配合从事安徽弘方运营品牌的销售人员约 8000 余名。
湖北弘方	2016.7	1500 万	51%	承接武汉彩轩，湖北省域内的 CS 渠道、KA 渠道、百货等区域渠道运营商，现有各类渠道一线销售管理人员 500 余人，各类渠道直营及合作销售网点约 2000 多家，在各网点配合从事武汉彩轩运营品牌的销售人员约 10000 余名。
临沂博美	2016.7	1800 万	51%	承接临沂、烟台、日照、枣庄等地区专业日化运营商下属企业，山东省域内的 CS 渠道、KA 渠道、百货等区域渠道运营商。现有各类渠道一线销售管理人员 100 余人，各类渠道直营及合作销售网点约 5000 多家，在各网点配合从事上述公司运营品牌的销售人员约 5000 余名。
福建弘方	2016.7	1000 万	51%	承接泉州美杰，福建地区内的 CS 渠道、KA 渠道、百货等区域渠道运营商。拥有 20 余个品牌的区域销售代理权，产品进驻 1000 余个营销渠道终端。
甘肃弘方	2016.7	1000 万	51%	承接兰州立德，甘肃省区域及周边区域的 CS 渠道、KA 渠道、百货等区域渠道运营商。拥有 10 余个品牌的区域销售代理权，产品进驻 1000 余个营销渠道终端。
甘肃博文弘方	2016.7	850 万	51%	承接甘肃、宁夏、西宁等地区的 CS 渠道、KA 渠道、百货等区域渠道运营商。拥有 20 余个品牌的区域销售代理权，产品进驻 10000 余个营销渠道终端。
厦门旭美	2016.7	900 万	51%	承接厦门钰丽，福建省区或闽南闽西地区的 CS 渠道、KA 渠道、百货等区域渠道运营商。拥有 20 余个品牌的区域销售代理权，产品进驻 800 余个营销渠道终端。

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 业绩承诺为利润保驾护航

自 2013 年公司踏足化妆品行业以来，为确保公司利益，公司在投资、并购标的公司时均达成为期三年的业绩承诺协议，从以往的业绩兑现情况来看，标的公司均完成了相应的承诺业绩。

表 2：参股、控股子公司过往利润兑现情况

子公司名称	承诺业绩（净利润）		实际业绩	完成情况
杭州悠可	2014 年	1500 万元	1572.90 万元	104.86%
	2015 年	3000 万元	3580.86 万元	119.36%
广州栋方	2014 年	1200 万元	1326.65 万元	110.55%
	2015 年	1400 万元	1537.44 万元	109.82%
上海月沣	2015 年	4280 万元	5632.10 万元	131.59%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年年初以来，为加大公司全国范围内的渠道建设，公司先后入股浙江金庄、山东博美、四川弘方、云南弘美和安徽弘方等省级销售渠道，分别持有其 60% 股权，同时合资设立临沂博美、湖北弘方、福建弘方、甘肃弘方、甘肃博文弘方和厦门旭美并持有其 51% 的股份。公司派驻财务人员对标的公司进行规范化治理，但保留其经营权。上述标的公司均签订承诺协议，根据已收购公司的业绩承诺推算，公司 2016 年可实现化妆品净利润约为 1.58 亿元，加之后续公司还会进一步铺设渠道，建立辐射全国的渠道网，业绩有望进一步增厚。

表 3：参股、控股子公司业绩承诺

业绩承诺	利润承诺（万元）				营收承诺（万元）			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
杭州悠可 (占比 37%)	3700 (10000)							
广州栋方 (占比 45%)	765 (1700)							
上海月沣 (占比 100%)	6300 (预计)	7300 (预计)	8400 (预计)					
广州韩亚 (占比 100%)	3200 (预计)	3800 (预计)	4600 (预计)					
浙江金庄 (占比 60%)	540 (900)	720 (1200)	960 (1600)		8400 (14000)	13200 (22000)	18000 (30000)	
云南弘美 (占比 60%)	360 (600)	468 (780)	612 (1020)		5100 (8500)	6900 (11500)	8640 (14400)	
山东博美 (占比 60%)	247.2 (412)	348 (580)	450 (750)		5400 (9000)	7200 (12000)	9000 (15000)	
四川弘方 (占比 60%)	180 (300)	234 (390)	300 (500)		3300 (5500)	4320 (7200)	5700 (9500)	
安徽弘方 (占比 60%)	525 (875) (2016.5-12)	1170 (1950)	1521 (2535)		6720 (11200) (2016.5-12)	16800 (28000)	21600 (36000)	
湖北弘方 (占比 51%)		510 (1000)	612 (1200)	765 (1500)		10200 (20000)	14400 (24000)	15300 (30000)
临沂博美 (占比 51%)						22950 (45000)	25500 (50000)	28050 (55000)

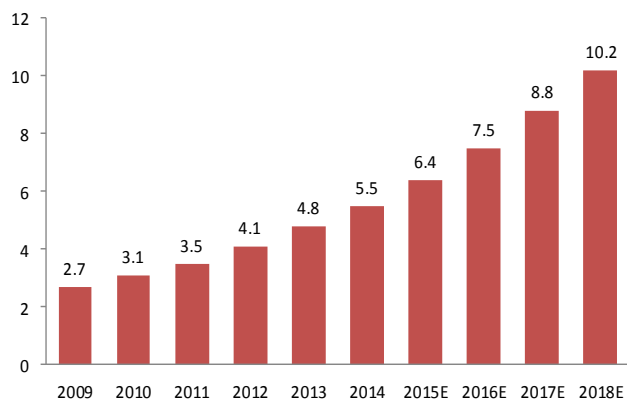
业绩承诺	利润承诺（万元）				营收承诺（万元）			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
福建弘方 (占比 51%)		280.5 (550)	367.2 (720)	510 (1000)		7140 (14000)	9180 (18000)	11730 (23000)
甘肃弘方 (占比 51%)		331.5 (650)	408 (800)	510 (1000)		6630 (13000)	8160 (16000)	10200 (20000)
甘肃博文弘方 (占比 51%)						12240 (24000)	14688 (28800)	17340 (34000)
厦门旭美 (占比 51%)		153 (300)	204 (400)	255 (500)		3060 (6000)	4080 (8000)	5100 (10000)
合计	15817.2	15315	18434.2	2040	28920	110640	138948	87720

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 欲试医美行业，协同效应可期

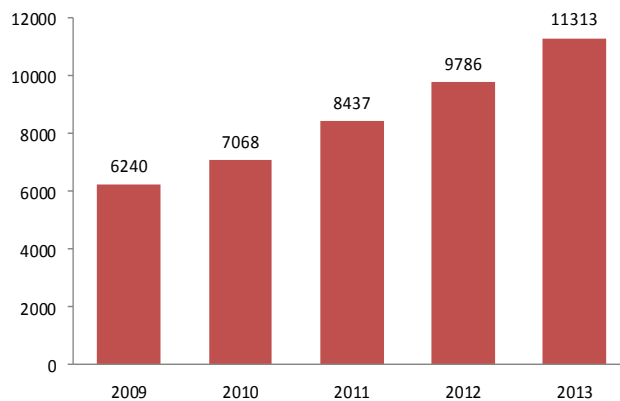
医美市场空间广阔，市场规模将破千亿。2014 年我国国内医疗美容终端市场已达 500 亿规模，年复合增速超 25%。根据弗若斯特沙利文调查报告的预测，2015 年我国开展的医疗美容手术将达到 640 万例，按照平均消费 1 万元测算，市场规模将达到 640 亿。未来 5 年收入增速有望维持 20% 以上，市场规模将突破千亿。随着医疗美容市场需求的不断扩大，我国医疗美容市场的供给也在不断增加。我国医疗美容机构以民营为主，民营医疗机构至 2013 年已发展至 11313 家，带动了医疗美容市场的供给。

图 15：我国医疗美容术（含手术和非手术）总量（百万例）



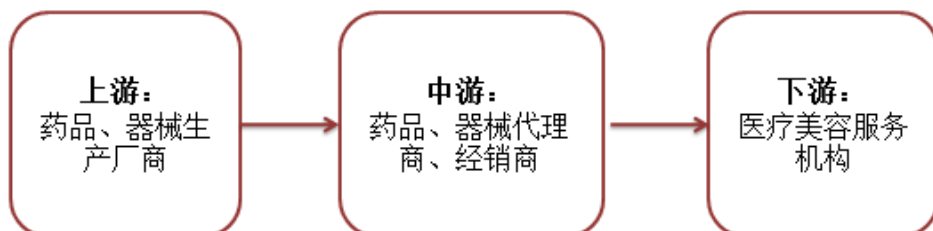
数据来源：ASAPS，弗若斯特沙利文分析，西南证券整理

图 16：民营医疗机构数量（个）



数据来源：我国卫生事业发展统计公报，西南证券整理

可复制、风险小，医美器械领域或将成为首选切入点。医疗美容行业的产业链主要集中在上游的药品、器械生产厂商和下游的医疗美容机构，中游主要是药品、器械的代理商和经销商。由于医疗美容具有医疗属性，手术质量的好坏将受到医师素质、诊疗设备、质量控制水平等多种因素的影响，医疗美容机构不可避免地存在一定的医疗风险。公司已与蓝基金合作成立 10 亿元的“金王基金”，用于投资包括化妆品、医美等“颜值经济圈”相关标的。我们认为，医美器械领域或将成为公司进军医美行业的首选切入点，未来公司可将医美器械直接对接既有营销渠道，节约成本降低风险的同时完美地发挥协同效应。

图 17：医疗美容产业链


数据来源：西南证券整理

随着公司业务推进，围绕化妆品品牌运营、线上线下渠道整合、产品研发生产以及专业美容、医美等方面的业务布局整合产业资源，公司将打造完整颜值经济产业链，在提升企业规模的同时促进各板块产生并加强协同效应，形成整体竞争力不断提升的良性循环。

4. 盈利预测与估值

根据公司调研和基本面分析，我们对 2016-2018 年公司主营业务的预测如下：

1) 根据公司的发展规划，油品贸易等业务未来将择机调整，我们暂按每年 5% 的营收增长率估算，毛利率基本维持 2015 年的水平，预计 2016-2018 年毛利率均为 3%；

2) 新材料蜡烛及工艺品等业务是公司的核心业务发展板块之一，预计 2016-2018 年营收增长率均为 10%，2016 年毛利率受人民币贬值的影响小幅上升，2016-2018 年毛利率分别为 30%、29%、29%；

3) 化妆品业务是公司 2013 年开始布局的另一核心业务板块，由于 2015-2016 年公司迅速扩大化妆品版图，加速兼并，故营收增长率较快，根据现有子公司的业绩承诺预计 2015-2016 年营收增长率分别为 250%、80%、25%，由于并购的渠道类子公司毛利率较研发类子公司略低，预计 2016-2018 年毛利率均为 70%。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
油品贸易等	收入	750.32	787.84	827.23	868.59
	增速	15.94%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	734.25	764.20	802.41	842.53
	毛利率	2.14%	3.00%	3.00%	3.00%
新材料蜡烛及工艺品等	收入	552.55	607.81	668.59	735.44
	增速	-4.13%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	395.54	425.46	474.70	522.17
	毛利率	28.42%	30.00%	29.00%	29.00%
化妆品	收入	174.02	609.07	1,096.33	1,370.41
	增速		250.00%	80.00%	25.00%

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
	成本	29.32	182.72	328.90	411.12
	毛利率	83.15%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	收入	1,476.89	2,004.71	2,592.14	2,974.44
	增速	20.71%	35.74%	29.30%	14.75%
	成本	1,159.11	1,372.39	1,606.00	1,775.82
	毛利率	21.52%	31.54%	38.04%	40.30%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.55 元、0.75 元、0.95 元，考虑到公司为“化妆品+医美”稀缺标的，给予公司 55 倍 PE，对应目标价 30.25 元，给予“增持”评级。

5. 风险提示

石油价格或大幅波动；化妆品业绩承诺或不及预期；化妆品业务推进或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1476.89	2004.71	2592.14	2974.44	净利润	113.11	259.71	351.74	448.46
营业成本	1159.10	1372.38	1606.00	1775.82	折旧与摊销	17.26	29.48	33.50	36.30
营业税金及附加	5.61	8.22	12.96	17.85	财务费用	27.87	46.37	73.03	64.73
销售费用	96.62	160.38	298.10	356.93	资产减值损失	5.24	0.00	0.00	0.00
管理费用	72.95	108.25	181.45	223.08	经营营运资本变动	38.31	-127.91	-126.37	-59.80
财务费用	27.87	46.37	73.03	64.73	其他	-11.36	2.18	-1.09	0.18
资产减值损失	5.24	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	190.42	209.83	330.81	489.87
投资收益	24.31	0.00	0.00	0.00	资本支出	-165.18	-35.00	-35.00	-35.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	3.96	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-161.22	-35.00	-35.00	-35.00
营业利润	133.81	309.11	420.60	536.03	短期借款	360.00	-240.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.30	1.08	1.17	1.33	长期借款	120.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	136.12	310.19	421.76	537.35	股权融资	0.00	55.33	0.00	0.00
所得税	23.01	50.48	70.02	88.89	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	113.11	259.71	351.74	448.46	其他	-243.06	-51.19	-73.03	-64.73
少数股东损益	22.53	51.74	70.07	89.34	筹资活动现金流净额	236.94	-235.86	-73.03	-64.73
归属母公司股东净利润	90.57	207.97	281.67	359.12	现金流量净额	267.39	-61.03	222.78	390.14
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	455.73	394.70	617.48	1007.62	成长能力				
应收和预付款项	426.77	541.72	697.35	786.64	销售收入增长率	20.71%	35.74%	29.30%	14.75%
存货	253.01	264.96	324.17	353.72	营业利润增长率	122.62%	131.00%	36.07%	27.44%
其他流动资产	65.42	88.80	114.82	131.75	净利润增长率	129.93%	129.62%	35.44%	27.50%
长期股权投资	235.64	235.64	235.64	235.64	EBITDA 增长率	80.44%	115.13%	36.93%	20.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	195.75	203.22	206.67	207.32	毛利率	21.52%	31.54%	38.04%	40.30%
无形资产和开发支出	174.46	172.56	170.65	168.74	三费率	13.37%	15.71%	21.32%	21.68%
其他非流动资产	111.19	111.15	111.11	111.07	净利率	7.66%	12.96%	13.57%	15.08%
资产总计	1917.98	2012.75	2477.89	3002.50	ROE	14.07%	23.31%	23.99%	23.43%
短期借款	440.00	200.00	200.00	200.00	ROA	5.90%	12.90%	14.20%	14.94%
应付和预收款项	408.75	426.07	531.55	601.94	ROIC	18.22%	33.06%	37.90%	40.81%
长期借款	120.00	120.00	120.00	120.00	EBITDA/销售收入	12.12%	19.20%	20.34%	21.42%
其他负债	145.24	152.47	160.39	166.15	营运能力				
负债合计	1113.99	898.54	1011.94	1088.09	总资产周转率	0.94	1.02	1.15	1.09
股本	321.92	377.25	377.25	377.25	固定资产周转率	8.68	10.88	12.65	14.37
资本公积	15.83	15.83	15.83	15.83	应收账款周转率	5.53	6.21	6.00	5.66
留存收益	419.33	627.30	908.97	1268.09	存货周转率	5.70	5.28	5.42	5.22
归属母公司股东权益	761.89	1020.37	1302.04	1661.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.29%	—	—	—
少数股东权益	42.10	93.83	163.91	253.25	资本结构				
股东权益合计	803.99	1114.21	1465.95	1914.41	资产负债率	58.08%	44.64%	40.84%	36.24%
负债和股东权益合计	1917.98	2012.75	2477.89	3002.50	带息债务/总负债	59.14%	46.61%	41.39%	38.49%
					流动比率	1.35	1.92	2.23	2.64
					速动比率	1.07	1.52	1.82	2.23
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.55	0.75	0.95
					每股净资产	2.13	2.95	3.89	5.07
					每股经营现金	0.50	0.56	0.88	1.30
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	178.94	384.96	527.13	637.06					
PE	106.58	46.42	34.27	26.88					
PB	12.01	8.66	6.59	5.04					
PS	6.54	4.82	3.72	3.25					
EV/EBITDA	46.55	24.85	17.73	14.06					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn