

## 渠道持续加密，颜值版图再扩容

### 投资要点

- 事件:**公司近日发布公告称,下属全资子公司产业链管理公司拟分别出资2550万、510万和816万元分别成立三家合资公司天津弘方、烟台合美和金王喜爱,均持有51%股权;其控股子公司浙江金庄拟分别出资1020万、1250万和1250万元分别成立三家合资公司宁波金庄、浙江鸿承和温州弘方,均持股51%;控股子公司湖北晶盟拟出资2550万控股湖南弘方51%股权。均无业绩承诺。
- 渠道持续加密,层层架构整合区域布局。**渠道大洗牌,化妆品专营店和电商渠道异军突起,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%,深耕传统渠道的品牌受到冲击。在行业整合之际,2016年公司先后入股浙江金庄等15省级区域渠道商,预期未来两年省级区域渠道商将达20家,届时渠道将辐射全国。公司在省级代理商的架构上通过参股的方式下沉渠道,加密布局。未来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。
- 收购悠可剩余股权,“颜值经济”战略可期。**公司近期发布定增预案,拟收购杭州悠可剩余股权。公司于2013年收购悠可37%股权,作价1.5亿元;此次收购悠可剩余63%股权,通过发股(23元/股\*1530w股=3.5亿)+现金(3.3亿)收购,锁定期三年。另外,还以不低于23.25元/股的价格募集3.4亿,锁定期一年,同时承诺业绩:2016-2018年经审计的净利润分别不低于6700万元、1亿元、1.2亿元,对应增速49%和23%。杭州悠可专注于化妆品线上代运营业务,现已经覆盖多渠道多品牌,在行业内有较强的资源和经验,未来公司可以利用悠可在化妆品行业运营的数据和经验反哺公司在线下渠道的整合,实现线上线下联动;杭州悠可也是公司核心利润来源之一,此次收购较上次提高了业绩承诺(16年业绩承诺由6000万提升至6700万),进一步增厚公司利润。
- 盈利预测与投资建议:**由于公司对渠道的持续收购,我们上调了公司的盈利预测,预计2016-2018年EPS分别为0.51元、0.78元、1.02元,对应PE分别为58倍、38倍和29倍,考虑到公司在化妆品业务协同效应或超预期,我们给予公司17年45倍PE,对应目标价35.1元,维持“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;并购推进或不及预期的风险。

| 指标/年度         | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1476.89 | 2415.80 | 3785.12 | 4860.50 |
| 增长率           | 20.71%  | 63.57%  | 56.68%  | 28.41%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 90.57   | 193.66  | 293.92  | 386.53  |
| 增长率           | 84.64%  | 113.81% | 51.77%  | 31.51%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.24    | 0.51    | 0.78    | 1.02    |
| 净资产收益率ROE     | 14.07%  | 22.06%  | 25.08%  | 24.80%  |
| PE            | 124     | 58      | 38      | 29      |
| PB            | 13.97   | 10.25   | 7.68    | 5.77    |

数据来源: Wind, 西南证券

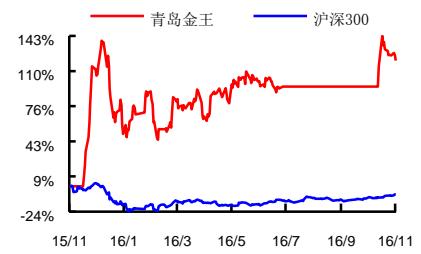
### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongl@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 徐稚涵  
电话: 021-68415526  
邮箱: xyhan@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) | 13.14-31.97 |
| 总市值(亿元)     | 109.02      |
| 总资产(亿元)     | 28.83       |
| 每股净资产(元)    | 4.43        |

### 相关研究

1. 青岛金王 (002094): 业绩高增长,“颜值版图”再下一城 (2016-10-27)
2. 青岛金王 (002094): 业绩高增长,“颜值经济”战略可期 (2016-08-29)
3. 青岛金王(002094):积极推进建设布局,再扩颜值经济版图 (2016-07-15)

**表 1：参股、控股子公司基本情况**

| 投资主体    | 子公司    | 收购年月                | 注册资本                    | 持股比例 | 业绩承诺  |       |       |      |
|---------|--------|---------------------|-------------------------|------|-------|-------|-------|------|
|         |        |                     |                         |      | 2016  | 2017  | 2018  | 2019 |
| 青岛金王    | 杭州悠可   | 2013.12             | 约 2330 元                | 100% | 6700  | 10000 | 12000 |      |
| 青岛金王    | 广州栋方   | 2014.10             | 500 万                   | 45%  | 765   |       |       |      |
| 青岛金王    | 上海月沣   | 2014.10/<br>2015.11 | 2800 万                  | 100% | 6300  | 7300  | 8400  |      |
| 青岛金王    | 广州韩亚   | 2015.11             | 500 万                   | 100% | 3200  | 3800  | 4600  |      |
| 产业链管理公司 | 浙江金庄   | 2016.1              | 1500 万                  | 60%  | 540   | 720   | 960   |      |
| 产业链管理公司 | 山东博美   | 2016.2              | 1000 万                  | 60%  | 247.2 | 348   | 450   |      |
| 产业链管理公司 | 四川弘方   | 2016.2              | 600 万                   | 60%  | 180   | 234   | 300   |      |
| 产业链管理公司 | 云南弘美   | 2016.2              | 1000 万                  | 60%  | 360   | 468   | 612   |      |
| 产业链管理公司 | 安徽弘方   | 2016.5              | 2600 万                  | 60%  | 525   | 1170  | 1521  |      |
| 产业链管理公司 | 湖北晶盟   | 2016.7              | 1500 万+3500 万 (2016.11) | 51%  |       | 510   | 612   | 765  |
| 产业链管理公司 | 临沂博美   | 2016.7              | 1800 万                  | 51%  |       |       |       |      |
| 产业链管理公司 | 福建弘方   | 2016.7              | 1000 万                  | 51%  |       | 280.5 | 367.2 | 510  |
| 产业链管理公司 | 甘肃弘方   | 2016.7              | 1000 万                  | 51%  |       | 331.5 | 408   | 510  |
| 产业链管理公司 | 甘肃博文弘方 | 2016.7              | 850 万+2650 万 (2016.11)  | 51%  |       |       |       |      |
| 产业链管理公司 | 厦门旭美   | 2016.7              | 900 万                   | 51%  |       | 153   | 204   | 255  |
| 产业链管理公司 | 河南弘方   | 2016.8              | 2000 万                  | 51%  |       | 102   | 331.5 | 510  |
| 产业链管理公司 | 烟台合美   | 2016.11             | 1000 万                  | 51%  |       |       |       |      |
| 产业链管理公司 | 天津弘方   | 2016.11             | 5000 万                  | 51%  |       |       |       |      |
| 产业链管理公司 | 青岛喜爱   | 2016.11             | 1600 万                  | 51%  |       |       |       |      |
| 浙江金庄    | 宁波金庄   | 2016.11             | 2000 万                  | 51%  |       |       |       |      |
| 浙江金庄    | 浙江鸿承   | 2016.11             | 2500 万                  | 51%  |       |       |       |      |
| 浙江金庄    | 温州弘方   | 2016.11             | 2500 万                  | 51%  |       |       |       |      |
| 湖北晶盟    | 湖南弘方   | 2016.11             | 5000 万                  | 51%  |       |       |       |      |

数据来源：公司公告，西南证券整理

**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        | 2415.80        | 3785.12        | 4860.50        | 净利润               | 113.11        | 241.83         | 367.04       | 482.70        |
| 营业成本               | 1159.10        | 1852.72        | 2896.06        | 3706.59        | 折旧与摊销             | 17.26         | 29.48          | 33.50        | 36.30         |
| 营业税金及附加            | 5.61           | 7.25           | 13.50          | 16.60          | 财务费用              | 27.87         | 12.01          | 20.26        | 25.61         |
| 销售费用               | 96.62          | 144.95         | 234.68         | 296.49         | 资产减值损失            | 5.24          | 0.00           | 0.00         | 0.00          |
| 管理费用               | 72.95          | 111.13         | 181.69         | 238.16         | 经营营运资本变动          | 38.31         | -224.86        | -311.76      | -199.50       |
| 财务费用               | 27.87          | 12.01          | 20.26          | 25.61          | 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        | 60.64          | 107.95       | 345.28        |
| 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        |
| <b>营业利润</b>        | <b>133.81</b>  | <b>287.76</b>  | <b>438.93</b>  | <b>577.05</b>  | 短期借款              | 360.00        | -240.00        | 45.96        | -45.96        |
| 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          |
| <b>利润总额</b>        | <b>136.12</b>  | <b>288.84</b>  | <b>440.10</b>  | <b>578.38</b>  | 股权融资              | 0.00          | 55.33          | 0.00         | 0.00          |
| 所得税                | 23.01          | 47.00          | 73.06          | 95.68          | 支付股利              | 0.00          | 0.00           | 0.00         | 0.00          |
| <b>净利润</b>         | <b>113.11</b>  | <b>241.83</b>  | <b>367.04</b>  | <b>482.70</b>  | 其他                | -243.06       | -16.83         | -20.26       | -25.61        |
| 少数股东损益             | 22.53          | 48.18          | 73.12          | 96.16          | 筹资活动现金流净额         | 236.94        | -201.50        | 25.69        | -71.56        |
| 归属母公司股东净利润         | 90.57          | 193.66         | 293.92         | 386.53         | <b>现金流量净额</b>     | <b>267.39</b> | <b>-175.86</b> | <b>98.64</b> | <b>238.72</b> |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2015A</b>   | <b>2016E</b>   | <b>2017E</b>   | <b>2018E</b>   | <b>财务分析指标</b>     | <b>2015A</b>  | <b>2016E</b>   | <b>2017E</b> | <b>2018E</b>  |
| 货币资金               | 455.73         | 279.87         | 378.51         | 617.23         | <b>成长能力</b>       |               |                |              |               |
| 应收和预付款项            | 426.77         | 672.86         | 1075.72        | 1368.40        | 销售收入增长率           | 20.71%        | 63.57%         | 56.68%       | 28.41%        |
| 存货                 | 253.01         | 358.45         | 585.44         | 739.68         | 营业利润增长率           | 122.62%       | 115.05%        | 52.54%       | 31.47%        |
| 其他流动资产             | 65.42          | 107.01         | 167.66         | 215.30         | 净利润增长率            | 129.93%       | 113.81%        | 51.77%       | 31.51%        |
| 长期股权投资             | 235.64         | 235.64         | 235.64         | 235.64         | EBITDA 增长率        | 80.44%        | 84.00%         | 49.64%       | 29.69%        |
| 投资性房地产             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |               |                |              |               |
| 固定资产和在建工程          | 195.75         | 203.22         | 206.67         | 207.32         | 毛利率               | 21.52%        | 23.31%         | 23.49%       | 23.74%        |
| 无形资产和开发支出          | 174.46         | 172.56         | 170.65         | 168.74         | 三费率               | 13.37%        | 11.10%         | 11.54%       | 11.53%        |
| 其他非流动资产            | 111.19         | 111.15         | 111.11         | 111.07         | 净利润率              | 7.66%         | 10.01%         | 9.70%        | 9.93%         |
| <b>资产总计</b>        | <b>1917.98</b> | <b>2140.76</b> | <b>2931.41</b> | <b>3663.38</b> | ROE               | 14.07%        | 22.06%         | 25.08%       | 24.80%        |
| 短期借款               | 440.00         | 200.00         | 245.96         | 200.00         | ROA               | 5.90%         | 11.30%         | 12.52%       | 13.18%        |
| 应付和预收款项            | 408.75         | 555.67         | 897.95         | 1165.70        | ROIC              | 18.22%        | 25.89%         | 28.24%       | 29.00%        |
| 长期借款               | 120.00         | 120.00         | 120.00         | 120.00         | EBITDA/销售收入       | 12.12%        | 13.63%         | 13.02%       | 13.15%        |
| 其他负债               | 145.24         | 168.76         | 204.14         | 231.62         | <b>营运能力</b>       |               |                |              |               |
| <b>负债合计</b>        | <b>1113.99</b> | <b>1044.43</b> | <b>1468.04</b> | <b>1717.32</b> | 总资产周转率            | 0.94          | 1.19           | 1.49         | 1.47          |
| 股本                 | 321.92         | 377.25         | 377.25         | 377.25         | 固定资产周转率           | 8.68          | 13.11          | 18.47        | 23.48         |
| 资本公积               | 15.83          | 15.83          | 15.83          | 15.83          | 应收账款周转率           | 5.53          | 6.69           | 6.49         | 5.96          |
| 留存收益               | 419.33         | 612.98         | 906.90         | 1293.44        | 存货周转率             | 5.70          | 6.04           | 6.12         | 5.58          |
| 归属母公司股东权益          | 761.89         | 1006.06        | 1299.97        | 1686.51        | 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          | 90.27          | 163.39         | 259.55         | <b>资本结构</b>       |               |                |              |               |
| <b>股东权益合计</b>      | <b>803.99</b>  | <b>1096.33</b> | <b>1463.37</b> | <b>1946.06</b> | 资产负债率             | 58.08%        | 48.79%         | 50.08%       | 46.88%        |
| 负债和股东权益合计          | 1917.98        | 2140.76        | 2931.41        | 3663.38        | 带息债务/总负债          | 59.14%        | 40.10%         | 31.66%       | 24.39%        |
| <b>业绩和估值指标</b>     | <b>2015A</b>   | <b>2016E</b>   | <b>2017E</b>   | <b>2018E</b>   | 流动比率              | 1.35          | 1.73           | 1.78         | 1.97          |
| EBITDA             | 178.94         | 329.25         | 492.70         | 638.95         | 速动比率              | 1.07          | 1.29           | 1.31         | 1.48          |
| PE                 | 124.04         | 58.01          | 38.22          | 29.06          | 股利支付率             | 0.00%         | 0.00%          | 0.00%        | 0.00%         |
| PB                 | 13.97          | 10.25          | 7.68           | 5.77           | <b>每股指标</b>       |               |                |              |               |
| PS                 | 7.61           | 4.65           | 2.97           | 2.31           | 每股收益              | 0.24          | 0.51           | 0.78         | 1.02          |
| EV/EBITDA          | 54.09          | 34.21          | 22.75          | 17.10          | 每股净资产             | 2.13          | 2.91           | 3.88         | 5.16          |
| 股息率                | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          | 每股经营现金            | 0.50          | 0.16           | 0.29         | 0.92          |
|                    |                |                |                |                | 每股股利              | 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       |
|    | 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 |
|    | 赵晨阳 | 机构销售   | 021-68416926  | 15821921712 | zcy@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟 | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@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    |
|    | 徐也  | 机构销售   | 010-57758595  | 18612694479 | xye@swsc.com.cn       |
|    | 任晓  | 机构销售   | 0755-26820395 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
| 广深 | 张婷  | 机构销售   | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁  | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 罗聪  | 机构销售   | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn      |
|    | 刘予鑫 | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |