

青岛金王 (002094.SZ)

垂直服务行业

评级：买入 维持评级

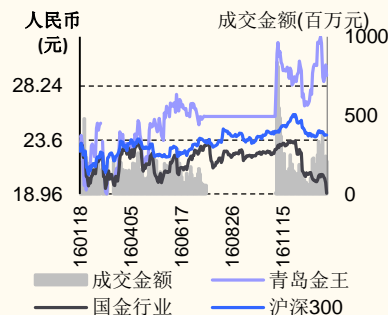
公司深度研究

市场价格(人民币): 29.13 元
 目标价格(人民币): 33.60-37.80 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) 10,989.15
 年内股价最高最低(元) 32.45/18.96
 沪深 300 指数 3319.45
 深证成指 9712.80



徐闻

分析师 SAC 执业编号: S1130516080002
 xuwen@gjzq.com.cn

投资最美行业，经营渠道加法

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	0.454	1.311	1.140
每股净资产(元)	1.96	2.37	2.90	6.12	7.43
每股经营性现金流(元)	0.18	0.59	0.51	0.30	0.87
市盈率(倍)	111.84	110.71	64.19	22.23	25.55
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%	89.03%	211.54%	-13.01%
净资产收益率(%)	4.96%	11.89%	18.35%	24.77%	17.73%
总股本(百万股)	321.92	321.92	377.25	407.00	407.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **化妆品: 经济新常态下的最美行业。**15 至 20 年中国化妆品行业复合增速将达 9.42%，是受益消费升级和结构变化的最美行业。化妆品细分品类和品牌层级复杂，市场集中度低，消费群体的代际变迁和个性化需求下，新品牌有突围空间。化妆品的成功是产品定位、分销模式和渠道选择、营销推广和终端销售执行等一系列运营环节的综合结果。国内幅员广阔、渠道结构复杂、消费者需求变化迅速，决定了**渠道推广和执行力是目前阶段驱动化妆品品牌成长的核心要素**。电商渗透率快速提升，商超和百货渠道份额下滑明显，专营店是线下增速最快渠道，代理商/经销商是主流推广模式。
- **公司优先整合产业链优质资源，颜值经济产业圈雏形初现。**公司工艺蜡烛主业稳增长，从 2013 年开始投资收购广州栋方（研发生产）、广州韩亚（品牌）、杭州悠可（线上渠道）、上海月沅（线下直营渠道），并成立供应链管理公司（整合线下经销渠道）逐步完善化妆品产业链布局。目前业务体量：1) 电商代运营 GMV 体量 18 亿元（2016 年）；2) 线下省级经销商体量约 50 亿元（2017 年）；3) 线下 CS 网点 7.5 万个，BA 约 38 万（2017 年）。未来看点在于：1) 渠道建设完善后品牌间、渠道间的协同效应；2) 依托线上线下渠道布局和客户共享，自有品牌拓展及向医美等方向延伸。
- **化妆品电商代运营前景广阔，全渠道布局的杭州悠可业绩持续高增长。**跨境电商政策仍不明朗，线上品牌旗舰店优势凸显，化妆品电商代运营行业享有渠道红利。公司通过两次收购获得杭州悠可 100% 股权，后者在品牌代运营行业优势明显：1) 深耕海外中高端化妆品合作；2) 线上销售渠道全布局；3) 团队经验丰富助力盈利能力强。2015 年悠可承诺业绩完成率达 119.3%。专业团队、创新营销方式、上市资本助力下有望进一步提升悠可的综合能力，获得更多品牌商的合作，助力业绩高成长。
- **整合线下多层次渠道资源，提升整体经营效率和议价能力。**在资本化率和集中度低的行业契机下，青岛金王以资本为纽带，整合线下经销商资源。目前已并购线下连锁专营渠道运营商上海月沅及设立产业链管理公司，完成 9 省 12 家经销商的约 24500 个终端网点整合，计划于 2017 年底完成全国 31 省/直辖市约 30 余家经销商的收购，成为国内最大的线下多层次化妆品渠道综合运营商。通过嫁接资本优势、品牌资源和管理系统，有望打破区域的限制，享受规模效应，提升体系内经销商的整体议价能力和综合实力。

盈利预测

- 公司投资收购的标的在历年均完成业绩承诺，预计未来三年大概率完成承诺值。预计公司 16-18 年摊薄后 EPS 分别为 0.45/1.31/1.14 元（17 年含悠可 37%股权重估增厚净利润 2.275 亿元），对应 PE 分别为 64X、22X、26X。若不考虑 17 年悠可 37%股权增值，则预测 16-18 年 EPS 分别为 0.45/0.84/1.15 元，对应 PE 分别为 64X、35X、25X。

投资建议

- 公司作为 A 股稀缺的化妆品产业链领导者，已逐渐完善研发生产、品牌、线上下渠道建设的化妆品产业链，颜值经济产业圈雏形初现。短期杭州悠可将受益渠道红利和规模优势保持业绩高增长；线下代理商渠道整合持续推进，资本助力下线下业务规模和利润贡献持续提升。长期来看，线上线下业务协同发展，渠道经营效率和议价能力将逐步加强，自有品牌运营及向医美服务等领域拓展空间大。公司员工持股计划为后续战略深耕执行提供制度支持。维持“买入”评级，目标价 33.6~37.8 元（对应 17 年 40-45XPE）。

风险

- 受宏观经济影响，化妆品市场增速放缓；后续线下渠道并购推进不及预期；公司对收购业务整合协同效果不佳。

内容目录

一、 公司新材料蜡烛主业稳健增长，转型布局美丽经济产业链	5
二、 化妆品行业：最美行业，品牌百花齐放，渠道变革持续	6
2.1 化妆品行业：受益国内消费结构性变化趋势，经济新常态下的最美行业	6
2.2 品牌百花齐放，竞争激烈	8
2.3 渠道为王，结构调整持续	10
2.3.1 电商渠道增速快，B2C 平台以正品和服务体验胜出	10
2.3.2 线下专营店渠道增速平稳，经销商价值凸显	14
三、 打造“美丽经济生态圈”平台，经营化妆品渠道加法	16
3.1 杭州悠可：优质美妆品牌线上代运营商	17
3.2 持续整合线下渠道，提升整体经营效率和议价能力	19
全资收购上海月沣，拓展屈臣氏等连锁专营店渠道	20
整合线下区域经销商，产业嫁接资本谋求共赢	20
3.3 研发生产能力为公司提供化妆品产业链布局的基础	21
3.4 利用完善的渠道建设，夯实自有品牌市场地位	22
3.5 员工持股计划完成，助力各方利益协调发展	23
四、 盈利预测与投资建议	23
五、 风险提示	24

图表目录

图表 1：转型后成效初见，归母净利润稳步增长	5
图表 2：2015 年起化妆品业务收入占比提升	5
图表 3：公司化妆品业务架构图	5
图表 4：化妆品业务各子公司业绩承诺及完成情况（净利润/万元）	6
图表 5：未来 5 年化妆品行业 CAGR=9.4%	7
图表 6：美国化妆品消费支出占居民可支配收入比例上升	7
图表 7：中国人均化妆品消费水平偏低（美元/人/年）	7
图表 8：中国消费者消费升级中对化妆品意愿最强	7
图表 9：中国彩妆市场 2011-15 年复合增速为 11.84%	8
图表 10：中国彩妆市场 2011-15 年复合增速为 9.81%	8
图表 11：化妆品品牌格局	8
图表 12：近五年品牌集中度呈逐年下降趋势	9
图表 13：美妆类应用是用户获取信息的第一渠道	9
图表 14：化妆品电商渠道增速最高，专营店渠道占比稳步提升	10
图表 15：化妆品电商渠道增速最高，专营店渠道占比稳步提升	11
图表 16：B2C 占比持续扩大	11
图表 17：常规电商渠道产品质量有保障、物流和售后服务相对好	11
图表 18：中国进口电商市场规模持续扩大	12

图表 19: 进口零售电商平台梳理	12
图表 20: 2016 中国化妆品相关政策梳理, 跨境电商政策仍不明朗	13
图表 21: 化妆品新政后一般贸易和跨境电商渠道税率差距缩小	13
图表 22: 中国电商代运营市场高速增长	14
图表 23: 天猫运营服务商单店平均成交为天猫普通商家店铺的 2 倍	14
图表 24: 化妆品专营店渠道份额稳定	15
图表 25: 内地屈臣氏门店数净增长迅速	15
图表 26: 经销商承担多项职能进而提升品牌商的运营效率	16
图表 27: 2015 年我国化妆品市场以	16
图表 28: 2015 年中小代理商面临经营情况下滑状况	16
图表 29: 公司化妆品产业布局规划	17
图表 30: 杭州悠可于近两年超额完成业绩承诺	17
图表 31: 杭州悠可主要客户、品牌和模式	18
图表 32: 杭州悠可业务模式	18
图表 33: 杭州悠可的盈利能力较强	18
图表 34: 未来五年杭州悠可 各项业务营收预测	19
图表 35: 非天猫平台占领部分销售渠道	19
图表 36: 上海月沺的商业模式	20
图表 37: 上海月沺经营情况 (万元)	20
图表 38: 公司整合的线下经销商情况	20
图表 39: 青岛金王品牌资源梳理	22
图表 40: 广州韩亚产品展示	23
图表 41: 广州韩亚经营模式	23
图表 42: 员工持股计划分配情况	23
图表 43: 收购投资标的净利润预测 (百万)	23

一、公司新材料蜡烛主业稳健增长，转型布局美丽经济产业链

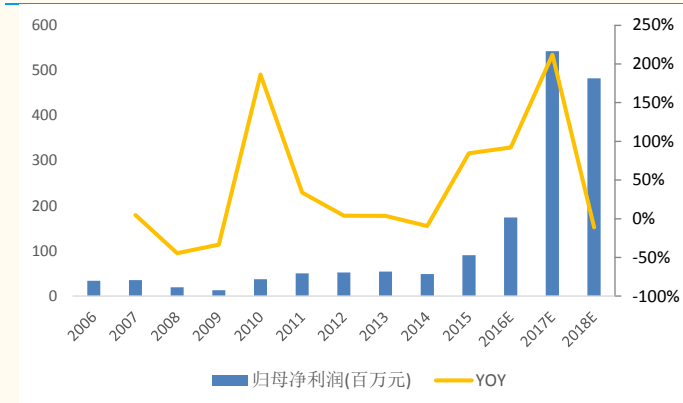
公司主营业务分为新材料蜡烛及工艺制品业务、化妆品业务和油品贸易业务三大板块。

1) 公司新材料蜡烛主业稳健增长

公司是全球新材料蜡烛和时尚工艺品行业的最大制造商之一，主要出口欧美发达国家。公司具有的产品研发和创新实力，自主品牌 Kingking 在工艺蜡烛领域市场占有率高。近年来终端消费平稳，海外需求低迷导致出口下滑，但公司积极调整生产成本和产品创新，毛利率仍得以提升。内销方面，公司与知名化妆品公司合作，通过国内的营销渠道，推动终端零售市场增长。

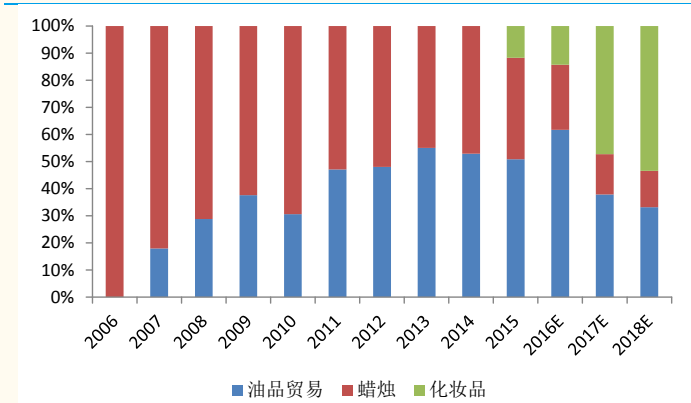
另外油品贸易受大宗景气度影响，并且作为中间服务商，整体毛利率低，盈利能力弱。16 年上半年贸易业务因大宗市场回暖，业绩有所提升。未来公司将在大力发展化妆品业务，同时减少油品贸易业务规模。

图表 1：转型后成效初见，归母净利润稳步增长



来源：国金证券研究所

图表 2：2015 年起化妆品业务收入占比提升



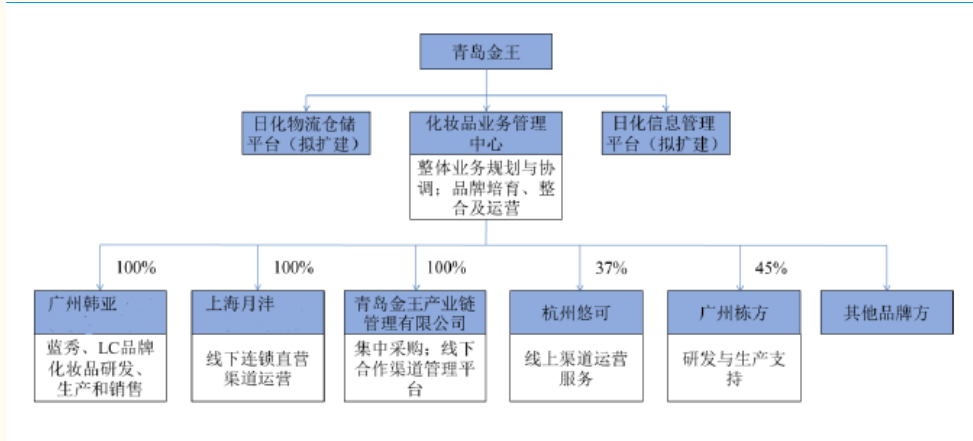
来源：国金证券研究所

2) 进军“颜值经济产业圈”，打造集产品研发生产、品牌运营、线上线下渠道为一体的完整化妆品及其消费升级产业链

公司于 2013 年进军化妆品市场，先后投资收购相关标的，逐步完善产业链布局。公司计划通过各领域的协同合作，形成规模效应，提升公司核心竞争力。2016 年上半年，化妆品业务收入占比达 11.78%，且利润贡献率大幅提升。

■ 化妆品整合历程

图表 3：公司化妆品业务架构图



来源：公司公告；国金证券研究所

1) 渠道整合：整体上对公司化妆品业务线上销售，并形成线上渠道与线下渠道的互动互通的全渠道布局，提高为品牌服务商和消费者服务综合能力。

线上业务：公司拟通过收购电商代运营公司杭州悠可 100%股权，实现线上销售渠道布局。杭州悠可是天猫四星级化妆品垂直领域网络代运营商，拥有多个国际知名品牌的相关网络平台的独家代理权和多家天猫旗舰店、淘宝商城、专卖店运营权。经营业务主要通过线上品牌代运营（买断+服务方式）和线上分销两种模式完成。

收购线下直营渠道运营商：上海月沅（100%股权），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。上海月沅作为化妆品品牌代理商，通过线下连锁专营渠道（屈臣氏/大润发等）销售化妆品产品，拥有深厚的连锁专营渠道运营能力。

线下经销渠道进一步整合：设立产业链管理公司。公司于 2016 年 1 月开始整合全国线下各省级代理商优质资源，为青岛金王补全了 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。

2) 参股化妆品研发、制造企业广州栋方（45%股权），为公司提供化妆品产业链布局的基础。

3) 品牌建设：收购集彩妆、护肤一体的公司广州韩亚（100%股权），拥有“蓝秀”、“LC”品牌资源。且公司拥有“肌养晶”（上海月沅自有品牌，50%商标权）、“美津植秀”（上海月沅拥有其在屈臣氏、万宁的销售总代理权）、“植萃集”（广州栋方自有品牌）等品牌资源。

图表 4：化妆品业务各子公司业绩承诺及完成情况（净利润/万元）

	2015 年 实际	2015 年承诺	完成率	2016 年 承诺	2017 年 承诺	2018 年 承诺
杭州悠可	3,580	3,000	119.3%	6,700	10,000	12,300
上海月沅	5,632	4,280	131%	6,300	7,300	8,400
广州韩亚	2,845	2,750	104%	3,200	3,800	4,600
广州栋方	1,573	1,400	109.8%	1,700	-	-

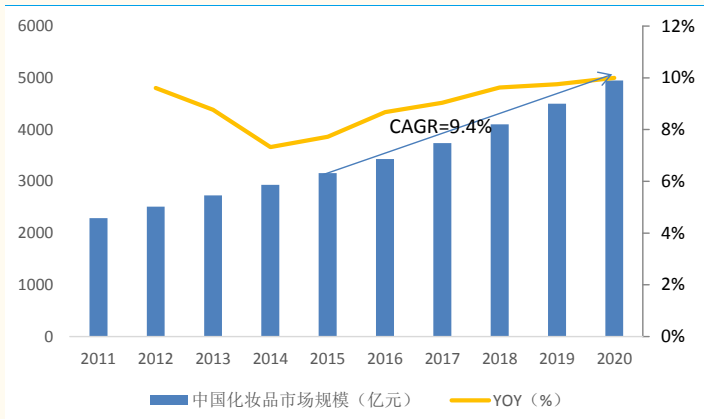
来源：国金证券研究所

二、化妆品行业：最美行业，品牌百花齐放，渠道变革持续

2.1 化妆品行业：受益国内消费结构性变化趋势，经济新常态下的最美行业

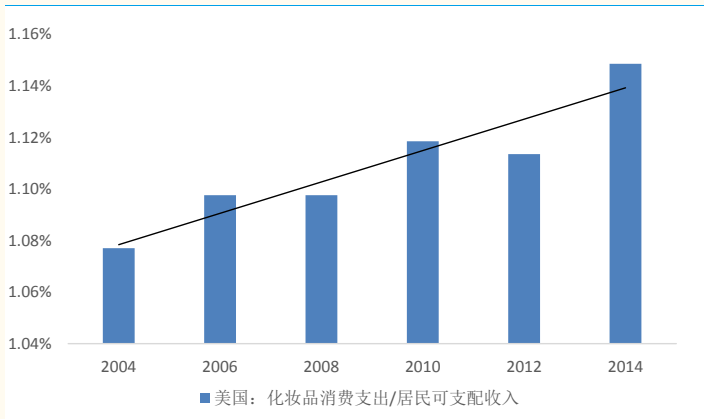
受益消费升级，行业增长空间大。2015 年中国化妆品市场规模为 3156 亿元，化妆品消费量位居全球第二，仅次于美国。借鉴海外，化妆品行业在经济低迷时仍保持稳步增长。例如在 2004~2014 年美国相对经济低迷时期，美国化妆品消费支出占 GDP 比例呈逐年递增状况。根据 Euromonitor 预计，2015 年至 2020 年复合增速将达 9.42%，2020 年市场规模达 4950 亿元。

图表 5：未来 5 年化妆品行业 CAGR=9.4%



来源：Euromonitor；国金证券研究所

图表 6：美国化妆品消费支出占居民可支配收入比例上升

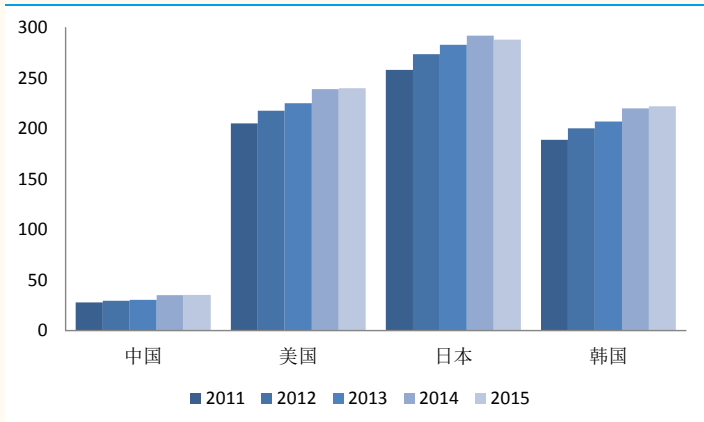


来源：彭博；国金证券研究所

化妆品主流用户人群数量和购买力处于提升趋势。根据麦肯锡调查发现，在消费升级中中国消费者对化妆品意愿最强。中国人均化妆品消费支出从 2011 年的 27.81 美元提升至 2015 年的为 35.2 美元，但与其他国家差距大，美国、日本和韩国分别是中国的 7 倍、6.8 倍和 6.2 倍。

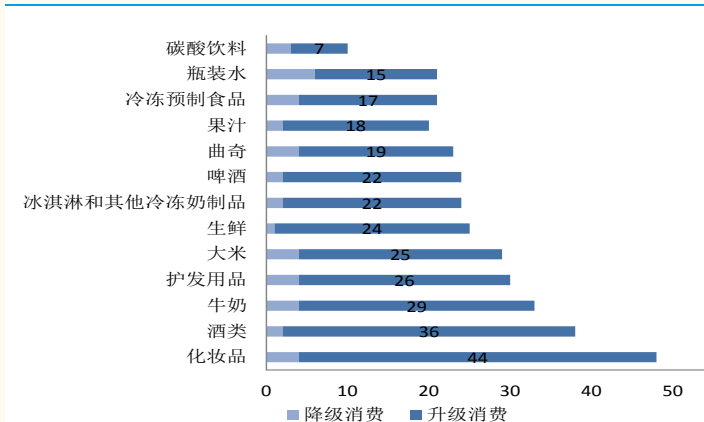
据前瞻产业研究院预计，未来 5 年年收入 3 万元以上年龄 20 岁以上都市女性将保持 10-15% 的年均复合增速，到 2020 年将达到 3500 万人。同时据 OECD 统计，大陆女性就业率达 70%，意味女性所拥有的可支配收入增多。1985-1990 年期间出生人数处于高峰，目前他们年龄在 26-31 岁之间，是化妆品市场的中坚力量，市场空间有望进一步拓展。

图表 7：中国人均化妆品消费水平偏低 (美元/人/年)



来源：中国产业信息网；国金证券研究所

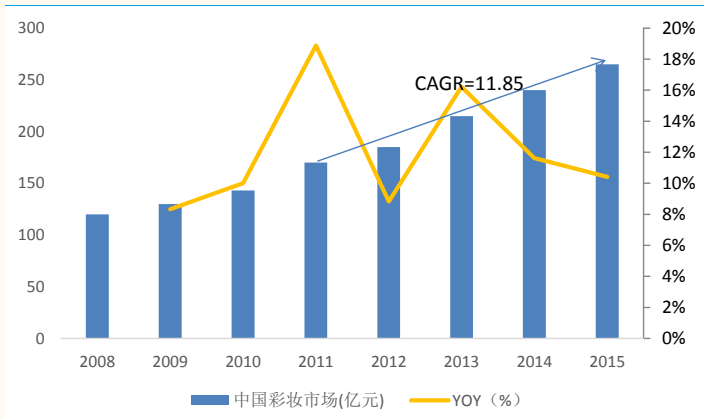
图表 8：中国消费者消费升级中对化妆品意愿最强



来源：麦肯锡《2016 全球消费者信心调查》；国金证券研究所

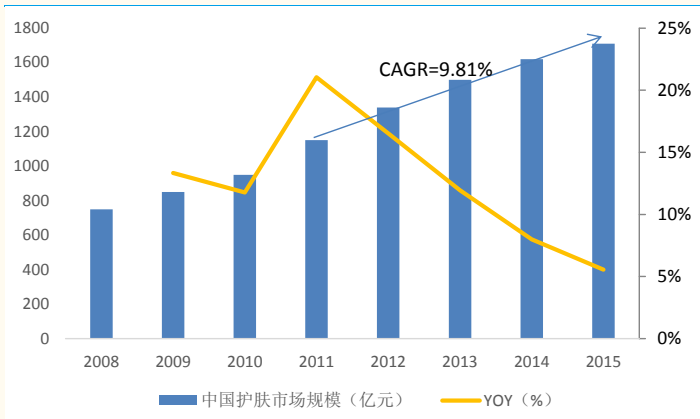
彩妆、男性、婴童护肤品市场潜力大。化妆品主要分为皮肤护理、头发护理、美容化妆、香氛香水及其他五大类，产品种类繁多。我国彩妆市场虽然起步较晚，但近年来发展态势迅猛，是增速最快的子品类。2015 年彩妆市场达 266 亿元，11-15 年年复合增速为 11.84%，高于护肤市场年复合增速。同时据 Euromonitor 预计，未来 5 年我国彩妆将继续维持 10.85% 的年复合增长率。目前我国彩妆零售额仅占化妆品市场的 7.95%，而日本、韩国彩妆零售额占比分别为 17.83%、16.21%。随着居民对爱美意识的增强，日系、韩潮文化的驱动下，未来彩妆发展迅速，尤其是三四线城市彩妆消费需求将释放。

图表 9：中国彩妆市场 2011-15 年复合增速为 11.84%



来源：Euromonitor；国金证券研究所

图表 10：中国护肤市场 2011-15 年复合增速为 9.81%



来源：Euromonitor；国金证券研究所

男性、婴童护肤需求提升。据 Euromonitor 研究表明男士护理销售额近四年复合增速为 12.8%，高于整体护肤品销售额 3 个百分点。并且 2016 年亚马逊中国上男性护肤品的销量呈明显上升趋势，一些热销男性护肤品牌销量相比去年增长近 2 倍之多。同时受益于二胎政策和 80/90 后新家庭，婴童护肤需求是另一个增量。据中国婴童网统计，2014 年其市场总容量超过 150 亿元，未来 5 年内将新增 800 万婴儿，婴童护理市场也将随之进一步扩大。

2.2 品牌百花齐放，竞争激烈

化妆品细分品类和品牌层级复杂，消费极具情感化、个性化，单个品牌能占领的市场份额有限，市场相对分散但竞争激烈。消费群体的代际变迁和个性化需求下，通过对细分人群和品类的挖掘，新品牌存在突围机会。具有明晰的市场定位、功能诉求，较强品牌营销与渠道推广能力的品牌具有较大发展空间。

化妆品品牌集中度低，高端产品壁垒更强。近五年品牌集中度呈逐年下降趋势，2015 年前 10 大化妆品牌基本是源自为欧美及日韩等跨国企业，虽然它们占据优势市场地位，但市场占有率（CR10）仅为 39.3%。

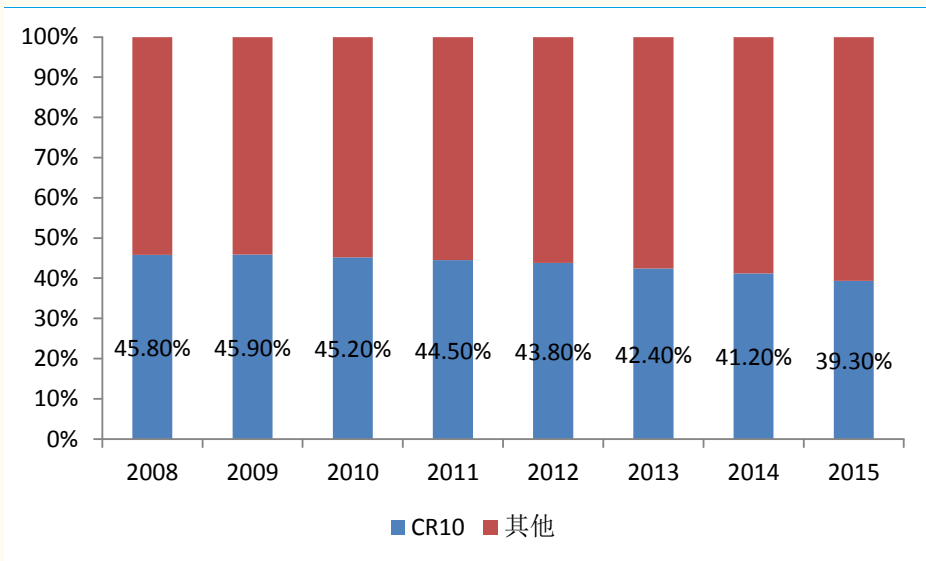
按照品牌的平均价位，化妆品可分为中低端品牌和高端品牌。高端品牌主要包括欧莱雅、雅诗兰黛等几大国际化妆品品牌集团的一线品牌。中低端品牌包括国际化妆品集团旗下的二线品牌和本土传统品牌。高端品牌在研发实力、品牌投入上具有更强优势，消费者的忠诚度较高。中低端品牌数量众多、门槛更低，如近几年受韩潮文化影响，以菲诗小铺、悦诗风吟为代表的韩国品牌涌入加剧了中低端市场的竞争。综合来看，以多品牌、多渠道集团化运作（欧莱雅、雅诗兰黛、爱茉莉太平洋集团、LVMH 等）的化妆品品牌集团具有更强的竞争壁垒和抗风险能力。

图表 11：化妆品品牌格局

品牌分类	价格	品牌举例	特征
高端	300 元以上	几大国际化妆品品牌集团的一线品牌，如欧莱雅、雅诗兰黛等	客户的忠诚度高
中低端	300 元以下	国际化妆品集团旗下的二线品牌和本土传统品牌，如菲诗小铺、自然堂等	市场分散，易受新品冲击

来源：国金证券研究所

图表 12：近五年品牌集中度呈逐年下降趋势

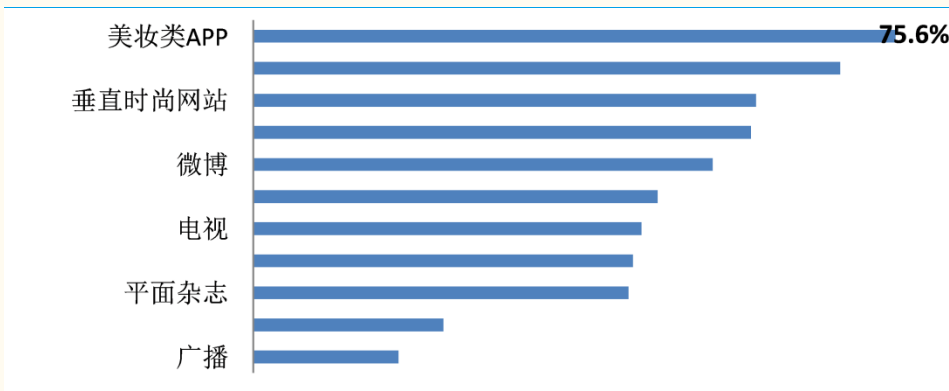


来源：Euromonitor；国金证券研究所

从品牌角度，我们认为国内化妆品市场空间广阔，机会点在于：

- 1) 品牌百花齐放、新品牌存在突围机会。**化妆品细分品类众多、品牌集中度低，消费群体的代际变迁和个性化需求下，通过对细分人群和品类的挖掘，新品牌存在突围机会。例如爱茉莉太平洋集团旗下的悦诗风吟迎合了年轻用户对天然植物护肤理念的需求，以高性价比快速拓展渠道、实现市场占有率提升。
- 2) 挖掘细分品类机会。**部分高增长的子品类（如男性、婴童护肤品）暂未形成领军品牌，或者更细分领域仍存在品牌空白点，给新品牌带来成长空间。如 2015 年因推出新产品气垫 BB 霜的赫拉 Hera 已然成为底妆领域的新秀。男性护肤、婴童护肤品牌众多，但中高端领域强势品牌尚未形成，细分品类下也有品牌拓展机会。
- 3) 结合新媒体营销助力品牌吸粉。**移动时代提高了信息的传播速度，催生了多元的营销方式。产业链参与者可根据品牌选择合适的新媒体营销方式快速提升品牌认知度。根据艾瑞的统计，美妆应用已经超过电视、杂志，成为化妆品信息获取渠道的重要渠道。明星、网红推广效应显著。化妆品区别于其他消费品，对安全性、使用方法、技巧要求高，因而网络视频教程受欢迎。化妆领域的意见领袖以此为契机，建立了一批忠实粉丝，并通过售卖产品或者广告代言将社交资产变现。

图表 13：美妆类应用是用户获取信息的第一渠道



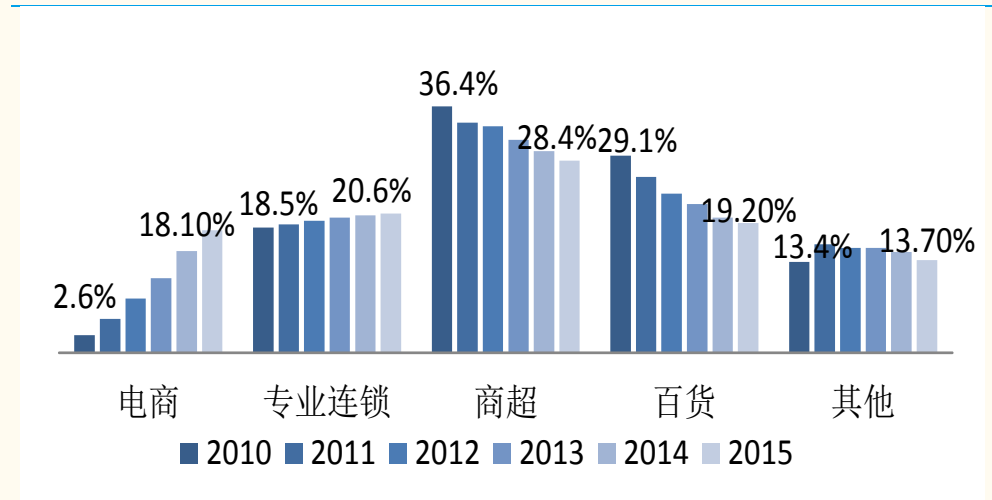
来源：艾瑞咨询；国金证券研究所

2.3 渠道为王，结构调整持续

化妆品牌成功是产品定位、分销模式和渠道选择、营销推广和终端销售执行等一系列运营环节综合作用的结果。强品牌属性，决定了渠道的匹配度和可见度非常重要。国内幅员广阔、渠道结构复杂、消费者需求变化迅速、品牌成长环境不成熟等因素，决定了渠道推广和执行力是目前阶段驱动化妆品牌成长的核心要素。

电商份额快速提升，线下专营店增长平稳。化妆品线上渠道主要包括 B2C、C2C、品牌官网等线上平台，线下渠道涵盖百货、商超、专营店（品牌集合和单品牌专营店）等。从 2010 年开始，随着网购兴起和消费需求向体验性、专业性、便利性转变，电商渗透率快速提升，2015 年已达到 18.1%，专营店是线下增速最快渠道，占比稳步提升，而商超和百货渠道份额下滑明显。

图表 14：化妆品电商渠道增速最高，专营店渠道占比稳步提升



来源：艾瑞咨询；国金证券研究所

2.3.1 电商渠道增速快，B2C 平台以正品和服务体验胜出

由于化妆品的自身特点，消费者对于正品保障诉求更为强烈，因此具有监管的 B2C 平台优于 C2C 平台。综合考虑产品质量、物流、售后服务等因素，B2C 平台的官方授权店和跨境电商渠道受消费者青睐。但跨境电商面临政策不明朗的问题，B2C 平台优势更加明显，化妆品牌电商代运营业务空间广阔。

1) 拥有正品背书的 B2C 平台受品牌商和消费者青睐

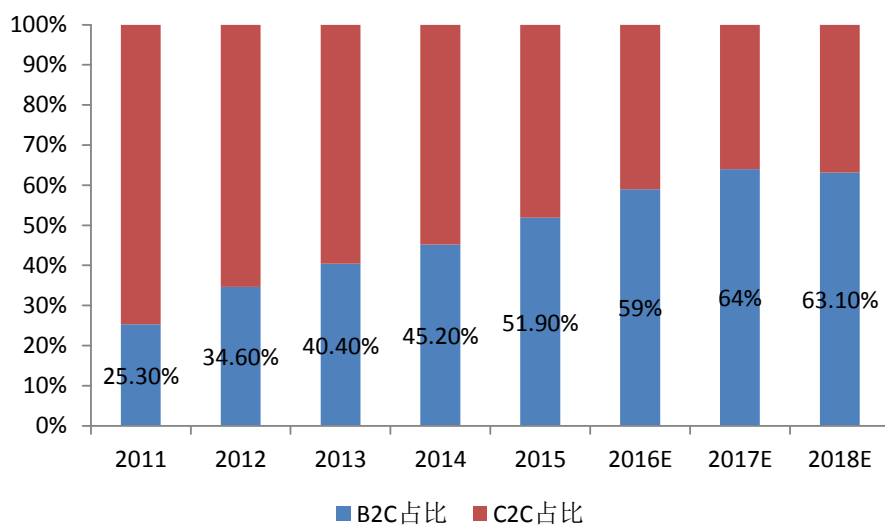
B2C 交易规模超越 C2C，精耕细作的线上品牌店崛起。根据 Frost& Sullivan 的统计，中国的化妆品 B2C 市场规模从 2011 年的 63 亿元增长至 2015 年的 523 亿元，复合增速为 69.7%。线上销售分为 B2C 和 C2C 模式，但因 C2C 模式存在产品质量难管控、售后服务难保障、物流成本高企等痛点，2015 年 B2C 市场占比反超 C2C。未来化妆品正品授权市场和 B2C 平台将继续保持增长，原因在于消费者对网购产品质量和物流、售后服务诉求的提升以及传统品牌商寻求线上快速扩张。

图表 15：化妆品电商渠道增速最高，专营店渠道占比稳步提升



来源：艾瑞咨询；国金证券研究所

图表 16：B2C 占比持续扩大



来源：艾瑞咨询；国金证券研究所

图表 17：常规电商渠道产品质量有保障、物流和售后服务相对好

	常规电商	跨境电商	海淘	个人代购
途径和形式	品牌官方旗舰店、官方商城、品牌集合店等 B2C、C2C 平台	保税模式 直邮模式	海外网站、海淘网站	亲戚/朋友/专业代购
渠道	一般贸易	跨境电商、保税仓发货	行邮通道为主，部分灰色清关	行邮通道为主，个人物品清关，漏税
优势	产品质量有保障，物流快，售后相对有保	价格有优势，质量有保障；保税模式	海外官网保证质量	亲戚朋友的渠道保证质量高

障		物流快且提供售后服务			
劣势	价格一般高于跨境电商	政策不明朗；保税模式 SKU 较少	政策不明朗；直邮模式物流慢且客户需要承担的退换货运费高	物流费用高导致总价格高；国外网站多数不提供售后服务；退换货费用高	物流相对慢、丢货率高、专业代购的商品质量难以保证；无售后服务

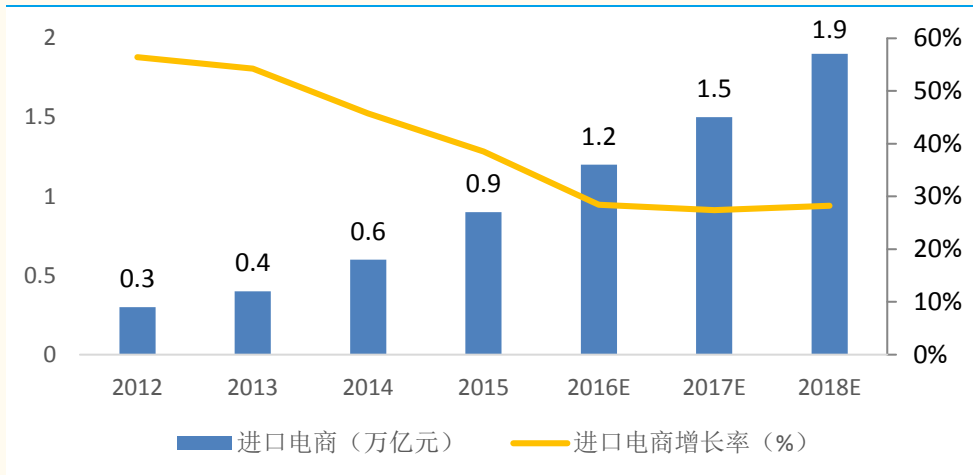
来源：国金证券研究所

2) 跨境电商渠道具有价格优势，但政策不明朗

跨境电商是另一种正品保障率较高的渠道，通过跨境渠道进口的部分产品因税率低于一般贸易渠道产品，因此价格具备优势。但也面临政策不明朗、综合服务不及品牌官方旗舰店的问题。长远来看，“正面清单”、“税收调整”有望将跨境电商与一般贸易准入制度拉平并缩小差价，有利于传统贸易电商产业链的发展。

跨境电商市场增速高且稳定。参考艾瑞咨询，2015 年进口电商规模达 9000 亿元，预计未来三年增速将保持在 27% 以上。海淘、个人代购在货源、价格、物流服务诸多方面存在痛点，跨境 B2C 电商逐步成为主流，如日本狮王已在天猫国际开设唯一海外旗舰店，小红书等跨境化妆品自营电商平台也快速发展。

图表 18：中国进口电商市场规模持续扩大



来源：艾瑞咨询；国金证券研究所

图表 19：进口零售电商平台梳理



来源：艾瑞咨询；国金证券研究所

同时，跨境电商面临政策不明朗的风险及行业规范性调整的挑战。2016 年 4 月，跨境电商执行税收新政策，对跨境进口零售电商带来一定影响。据 Analysys 易观统计，2016Q2 中国跨境进口零售电商市场规模环比降低 4.1%，诸多跨境进口电商零售平台受新政影响而关闭。2016 年 11 月，商务部发言人发表了关于延长跨境电商零售进口监管过渡期的谈话，过渡期将延长至 2017 年底。虽然对跨境电商暂时利好，但是政府要确立一般贸易和跨境进口之间的平衡点的长期目标没有变。

图表 20：2016 中国化妆品相关重要政策梳理，跨境电商政策仍不明朗

发布时间	政策/文件	核心内容	出台部门	执行时间
2016/11/17	关于“研究适应跨境电商零售进口监管措施”讲话	延长跨境电商零售进口监管过渡期至 2017 年底	商务部	2016/11/17
2016/9/30	《关于调整进境物品进口税部分商品范围的通知》	最大调整是原先需要征收 30% 消费税的大众彩妆将不再征税，而以往不需征税的高档护肤品以后需要缴纳 15% 的消费税。具体是调整化妆品进口环节消费税税目税率，将征收范围调整为高档美容修饰类化妆品、高档护肤类化妆品。进口环节消费税税率由 30% 下调为 15%。高档美容修饰类和高档护肤类化妆品界定标准为进口完税价格在 10 元/毫升（克）或 15 元/片（张）及以上。	税委会	2016/10/1
2016/5/1	《关于执行跨境电子商务零售进口新的监管要求有关事宜的通知》	对于网购保税模式，在十个跨境电商试点城市按原有监管要求进行监管，无需核验通关单。保税模式和直购模式中的化妆品、婴幼儿配方奶粉、医疗器械、特殊食品则无需执行此前正面清单中要求的首次进口许可证、注册或备案要求。进口业务经过短期的断崖式下滑，在过渡期政策出台之后有所回升。	海关总署	2016/5/1
2016/4/13	《跨境电子商务零售进口商品清单》	清单共包括 1142 个 8 位税号商品，主要是国内有一定消费需求，可满足相关部门监管要求，且客观上能够以快件、邮件等方式进境的生活消费品，其中包括部分食品饮料、服装鞋帽、家用电器以及部分化妆品、纸尿裤、儿童玩具、保温杯等。	财政部、国家发改委等	2016/4/13
2016/3/24	《跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	跨境电商零售进口商品将由原来征收行邮税改为征收关税和进口环节增值税、消费税，单次交易限值由行邮税政策中的 1000 元（港澳台地区为 800 元）提高至 2000 元，设置个人年度交易限值为 2 万元。	财政部关税司	2016/4/8

来源：国金证券研究所；注：不完全整理

图表 21：化妆品新政后一般贸易和跨境电商渠道税率差距缩小

	一般贸易	跨境电商	行邮快件
准入条件	食药监局妆字号批文	无限制	无限制
税基	CIF 价（完税价）	成交价+运费+保费	完税价格
消费税	普通化妆品：无 高档化妆品：15%	普通化妆品：无； 高档化妆品：15%	-
计税方式	关税（2%~15%）+ 消费税（15%）+ 增值税（17%）	（增值税+消费税）*70%	行邮税
综合税率	40.4%~58.3%	普通化妆品：11.9%； 高档化妆品：26.35%	普通化妆品：30%； 高档化妆品：60%
起征点	无	无	50 元税金一下免征

	一般贸易	跨境电商	行邮快件
优势分析	由于税基为 CIF 价，已有准入批文的高档化妆品税率大幅下降	无准入限制，适合新品引入起征点以上商品的税率明显由于行邮税	有 50 元征税点；完税价 166 元以下的化妆品；完税价 83 元以下的高档化妆品
劣势分析	新品准入批文办理困难	税基为成交价，对比一般贸易同款不划算	通关环境不稳定，起征点上商品税率极高

来源：亿邦动力网；国金证券研究所；

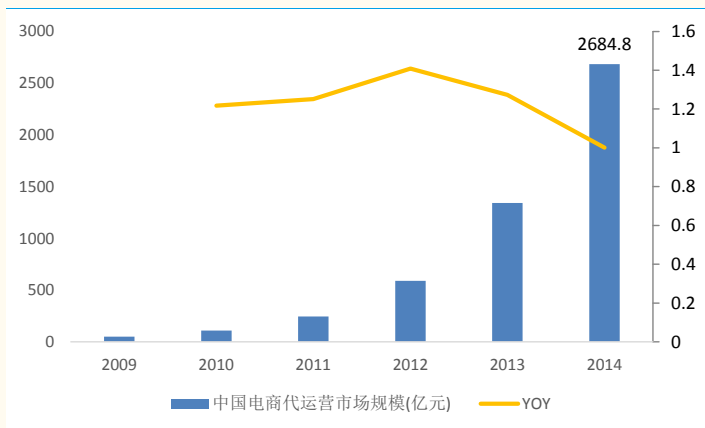
对比各类进口产品渠道后认为 B2C 平台的线上品牌店仍有优势。1) 品牌旗舰店拥有更丰富的产品线和更优质的服务。产品方面，官网是套装产品和限量发售款、与其他品牌的合作款等的优先或独有的渠道。另外库存管理、售后服务都具优势。2) 官方渠道更受高端消费者青睐。据艾瑞咨询表明，高阶女性用户选择自营官网渠道购买美妆产品的比例高于整体，达 52.9%。

3) 化妆品电商代运营产业链受益

考虑到线上渠道和线下渠道在供应端和营销端差别大，代运营商价值凸显。海外品牌商相对专业的代运营商，前者缺乏电商运营、线上销售的经验。他们具有线下销售和品牌推广的优势，但受制于线上业务相关的仓储、物流、信息技术等大额投入。因此网络零售的服务参与者优势明显。据了解，国际上 90% 的品牌利用第三方运营服务。在我国，2015 年化妆品领域的前三家代运营商总体量不足 40 亿元，仅占化妆品电商的 6%，未来市场拓展的空间大。

我国电商代运营市场集中度有望提升，巨头公司受益。我国代运营市场分散，从市占率角度看，宝尊电商占据绝对龙头地位，其它 1000 家代运营商分享 80% 的市场份额，平均每家市占率不足 0.1%。化妆品领域体量达 10 亿的也仅丽人丽妆和杭州悠可。同时代运营的小企业面临准入压力，未来市场集中度将继续提升，龙头企业将形成规模效应和强议价能力。

图表 22：中国电商代运营市场高速增长



来源：中国电子商务研究中心；国金证券研究所

图表 23：天猫运营服务商单店平均成交为天猫普通商家店铺的 2 倍



来源：天猫；国金证券研究所

2.3.2 线下专营店渠道增速平稳，经销商价值凸显

线下渠道：层级分明，专营店享有渠道红利

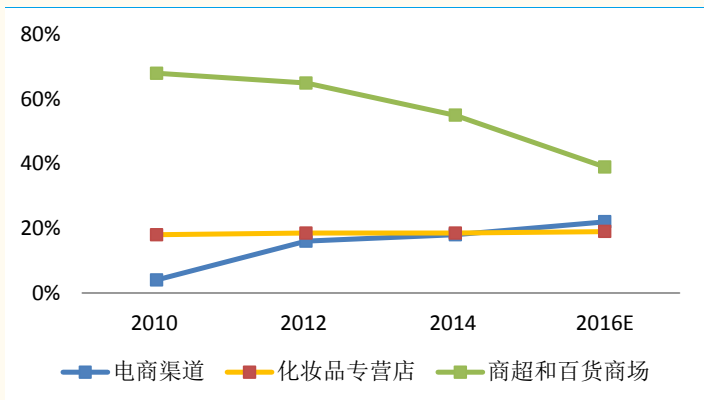
- 1) 店中店，即购物中心的独立门店。门店面积大，品牌展示力强，提供全方位服务，有稳固购买人群和较全面的 SKU 布局的海外中高端品牌多选择此渠道。

- 2) 百货专柜。定位高端消费，提供品牌商品，采用联营扣点模式。目前此渠道以海外品牌为主，仅少数几个国内品牌成功拓展了百货渠道，如佰草集、毛戈平等。因百货人流量下滑和电商冲击，近五年此渠道增速放缓明显。
- 3) 商超（KA）渠道。定位中低端，大流通、周转迅速、广告投入较高，可以实现大量铺货，重点是渠道维护和促销管理能力，目前婴童、男性护肤品及低端本土品牌多采用此渠道。
- 4) 专营店渠道

屈臣氏等连锁专营店渠道。聚焦护肤美妆品类，客户定位精准，渠道运营成熟、销售数据反馈准确，可快速实现大量铺货。但品牌进驻渠道的门槛高（以屈臣氏为例，对产品有严格的筛选机制，扣点率高，且对非强势品牌有渠道排他性要求）。目前市场以“屈臣氏”、“万宁”为代表的健与美大型连锁专营店实力雄厚，网点覆盖广阔；以“千色店”、“娇兰佳人”、“妍丽”等为代表的本土连锁专营店亦凭借差异化的消费人群定位和经营方式在近几年发展迅猛。

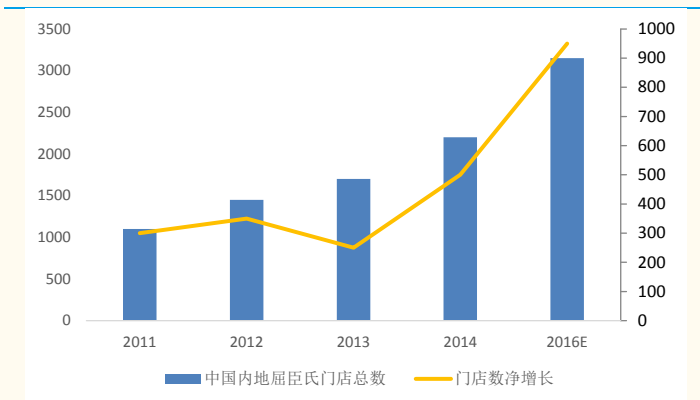
其他专营店渠道，多为三四线城市街边店，规范化低，连锁店很少，渠道内多设有导购和美容顾问。由于需要繁杂的业务推广和开店工作，通常采用层层代理模式、以较低的批发折扣激励经销商来拓展渠道。

图表 24：化妆品专营店渠道份额稳定



来源：Euromonitor；国金证券研究所

图表 25：内地屈臣氏门店数净增长迅速



来源：中国产业信息网；国金证券研究所

代理/加盟模式有助于快速拓展渠道、提升品牌影响力

品牌商以品牌定位选择分销模式。虽然直营模式对终端运营管理程度、品牌掌控力更强，但除个别顶级品牌，化妆品牌很少完全采用直营模式。海外品牌多以特许经营（总代理）或成立合资公司进入非本土市场，并进一步设置区域代理、经销商等流通层级。本土的化妆品牌起步较晚，品牌力较弱，通常借助代理和加盟渠道的力量快速形成规模化和市场影响力。

区域代理商具有综合成本优势，助力国内外品牌商快速拓展区域市场。对于品牌企业来说，代理模式有利于借助合作方的力量快速拓展门店和销售规模，提升品牌知名度。经销商通过业务推广、资金流、物流、信息流等一项或多项职能，能够大幅提升品牌商的运营效率。此外，化妆品代理商一般同时代理好几个品牌，谈判资源和渠道维护能力往往优于单一品牌。整体来看，越是跨区域、分散化渠道，越依赖经销商的资金、渠道、经验和本地化团队优势。

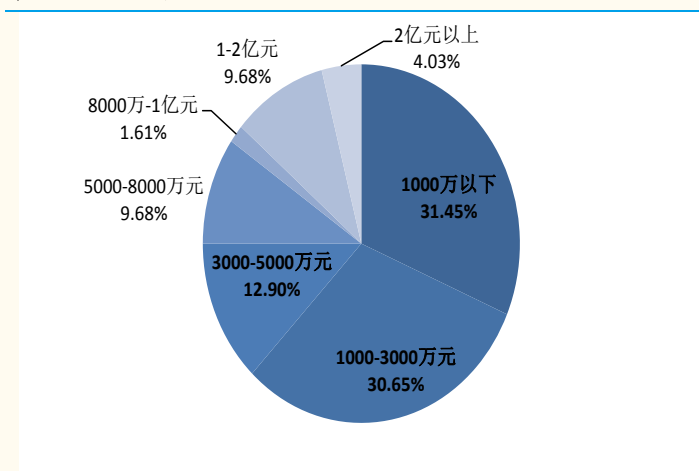
图表 26：经销商承担多项职能进而提升品牌商的运营效率

经销商承担角色	
业务职能	开设网点、拓展市场和营销推广
资金流职能	百货商场、KA渠道通常有3-6个月账期，经销商承担部分或全部，大幅降低了品牌商的资金成本
物流职能	不同渠道对物流配送的要求不同，经销商负责本地物流配送
票据流职能	商场活动、卖场堆头和陈列设计等渠道费用设计大量的票据，经销商可协助票据搜集、处理等工作

来源：国金证券研究所

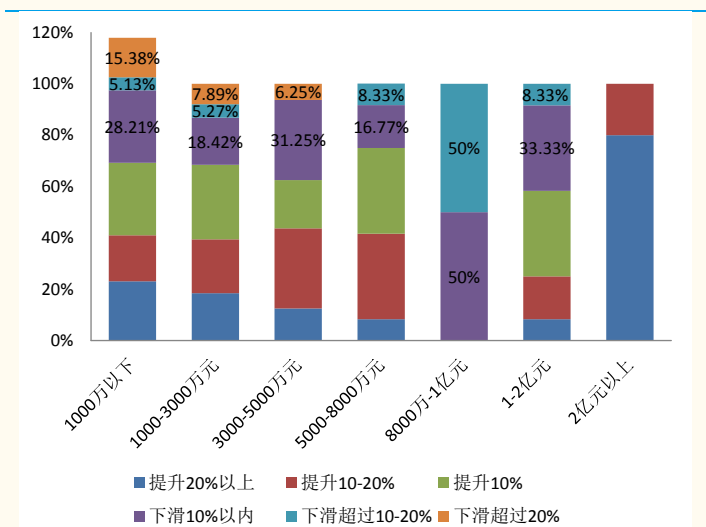
经销商区域割据、集中度低，行业进入洗牌期。经过 10 多年的发展，各区域和级别城市都形成了领先的代理/经销企业，但由于区域割据、规模都不大，跨区域、全国扩张的经销企业极少，避税等不规范的经营模式导致行业资本化率低。据品观网统计，2015 年营业额 3000 万元以下的代理商超过 60%，其中规模在 1000 万元以下的代理商超过 30.8%。区域代理商规模小，面对品牌商的议价能力弱，在渠道饱和度提升、竞争加剧的背景下，行业进入洗牌期。相比较 2014 年，2015 年有超过 23% 的代理商经营状况下滑，同时洗牌速度在加快，2015 年经营情况受影响的企业大多是营业额为 3000 万元以下，而 2016 年一季度下滑的企业已经扩大到 5000 万元体量和 8000 万元体量的代理商。

图表 27：2015 年我国化妆品市场以中小型代理商为主



来源：品观网；国金证券研究所

图表 28：2015 年中小代理商面临经营情况下滑状况



来源：品观网；国金证券研究所

三、打造“美丽经济生态圈”平台，经营化妆品渠道加法

公司转型思路清晰，把握消费升级下“颜值经济”的投资机会，优先整合化妆品产业链优质资源。从 2013 年开始投资收购广州栋方（研发生产）、广州韩亚（品牌）、杭州悠可（线上渠道）、上海月沅（线下直营渠道），并成立供应链管理公司（整合线下经销渠道）基本完善化妆品产业链布局。投资收购的标的拥有经验丰富的团队和相应领域优质的资源，青岛金王作为整合者，具有全局的视野和强执行力。

图表 29：公司化妆品产业布局规划



来源：公司公告；国金证券研究所

公司通过线上渠道与线下渠道的互动互通的全渠道布局，提高公司为品牌服务商和消费者服务的综合能力。公司的渠道网络包括：1) 电商代运营 GMV 体量 18 亿元（2016 年）；2) 线下省级经销商体量约 50 亿元（2017 年）；3) 线下 CS 网点 7.5 万个（2017 年计划拓展 30 家经销商，每家经销商网点 2500 个），BA 约 38 万（每个网点配备 5 名 BA）。未来看点在于渠道建设完善后品牌间、渠道间的协同效应：1) 成为国内渠道最大；2) 继有合作品牌线上线下协同放量，结合各子公司强大的盈利能力为公司化妆品业务增厚营收和利润。3) 未来公司的自有品牌有望受益于渠道建设完善后的优质资源，实现新品牌增量拉动利润，代理品牌线上线下渠道协同效应放量，助力存量业务实现稳增长。

3.1 杭州悠可：优质美妆品牌线上代运营商

线上业务：公司拟通过收购电商代运营公司杭州悠可 100% 股权，实现线上销售渠道布局。杭州悠可是天猫四星级化妆品垂直领域电商代运营商，拥有多个国际知名品牌的相关网络平台的独家代理权和多家天猫旗舰店、淘宝商城、专卖店运营权。主要采取线上品牌代运营（买断+服务方式）和线上分销两种模式。杭州悠可在品牌代运营行业优势在于：1) 深耕海外中高端化妆品合作；2) 线上销售渠道全布局；3) 团队经验丰富助力盈利能力强；未来在规模效应下，成长性好。

青岛金王于 2013 年 12 月投资 1.517 亿元收购杭州悠可 37% 的股权，并于 2016 年 10 月 20 日拟以总对价 6.8 亿元，通过发行股份及现金相结合的方式收购杭州悠可剩余 63% 股权。并购标的估值 10.8 亿元，按照业绩承诺，收购价对应 PE 为 16.11 倍。如顺利完成，公司将持有杭州悠可 100% 股权。杭州悠可发展势头良好，并于 2015 年超额完成业绩承诺，2016 年业绩承诺提升约 11%。

图表 30：杭州悠可于近两年超额完成业绩承诺

杭州悠可承诺利润	2014 年	2015 年	2016 年 E	2017 年 E	2018 年 E
首次收购时 (股权 37%)	1500 万	3000 万	6000 万	-	-
继续收购 63% 股权时	-	3580 万 (实际完成)	6700 万 (提升约 11%)	1 亿	1.23 亿

来源：公司公告；国金证券研究所

看点 1) 把握国外品牌代运营的机会，定位“蛋糕最大”的海外品牌业务

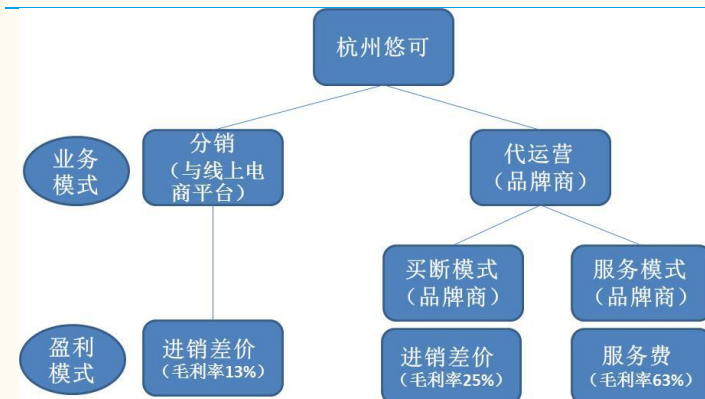
国外品牌仍占国内化妆品消费主流，杭州悠可深耕海外中高端化妆品合作，目前合作品牌有 20-30 个，包括高端的雅诗兰黛、娇韵诗；中高端的倩碧、薇姿等，且覆盖欧美及日韩品牌。线上销售渠道多覆盖，包括天猫、京东、唯品会、小红书等，其中天猫占其销量约 67%，唯品会占比 20%。管理团队经验丰富，人员均来自于阿里巴巴、亚马逊、欧莱雅等国内外知名企业。

图表 31：杭州悠可主要客户、品牌和模式

合同主体	合同相对方	合作品牌	合作模式	合同期限
杭州悠可	唯品会（中国）有限公司	谜尚、思亲肤、薇姿、理肤泉、安婕好、OPI、蜜藏特、修丽可	分销	2015/12/31-2016/12/31
杭州悠可	雅诗兰黛（上海）商贸有限公司	倩碧	代运营	2015/7/1-2016/6/30
杭州悠可	雅诗兰黛	雅诗兰黛	代运营	2015/7/1-2016/6/31
杭州悠可	普罗旺斯欧舒丹贸易（上海）有限公司	欧舒丹	代运营	2016/6/1-2019/3/31
杭州悠可	天津聚美优品科技有限公司	OPI	分销	2015/1/1-2015/12/31
宁久微	羽西	羽西	分销	2015/4/1-2015/12/31，根据合同约定可自动顺延一年
杭州悠可	北京京东世纪贸易有限公司	伊夫黎雪、薇姿等	分销	2015/1/1-2015/12/31
宁久微	羽西	羽西	分销	2015/1/1-2015/12/31

来源：公司公告；国金证券研究所

图表 32：杭州悠可业务模式



来源：国金证券研究所

杭州悠可盈利能力较强，合作品牌数有望增加。预计悠可 2016 年 GMV 达 18 亿元（增速 50-60%），净利润增速达 100%；盈利能力强，2015 年净利率为 5.1%，高于行业平均。目前公司天猫平台上老品牌年均增速保持 35%-40%；非天猫平台增速达 50%-60%。另外我们对全球化妆品品牌梳理后发现，目前仍有大量品牌未通过官方授权的渠道进入国内市场，未来在新品牌、品类上都有较大成长空间。预计 2017~2019 年悠可营收增速分别为 47.43%/27.17%/16.44%，随着 GMV 的增长，规模效应有望进一步提升。

图表 33：杭州悠可的盈利能力较强

公司	合作品牌	业务模式及结构	2015 年经营状况					
		均是代运营（买断+服务）&分销（买断）	GMV	营收	毛利率	销售费用率	管理费用率	净利率
杭州悠可	欧美日韩中高端化妆品品牌 20-30 个，如雅诗兰黛	2015 年代运营买断/服务/分销占比 54%/35%/11%	12 亿	73610 万	24.50%	13.90%	3.50%	5.10%
丽人丽妆	国际知名化妆品 50 个，如兰蔻	通过在天猫开设品牌官方旗舰店为消费者化妆品电扇服务。买断经销为主（2015 年占比 92%），代运营、分销等为辅	14.5 亿	121725 万	35.80%	28.30%	3.30%	2.70%
网创科技	国内外中档化妆品品牌，如百雀羚；少量非美妆	2015 年代运营买断占比达 74%	约 6 亿	26157 万	35.47%	20.8%	4.15%	6.5%
宝尊电商	综合品牌 94 个，如 NIKE	多品类代运营、分销	67 亿	259800 万	33.2%	15.2%	2.5%	1.8%

来源：国金证券研究所

图表 34：未来五年杭州悠可各项业务营收预测

单位：万元

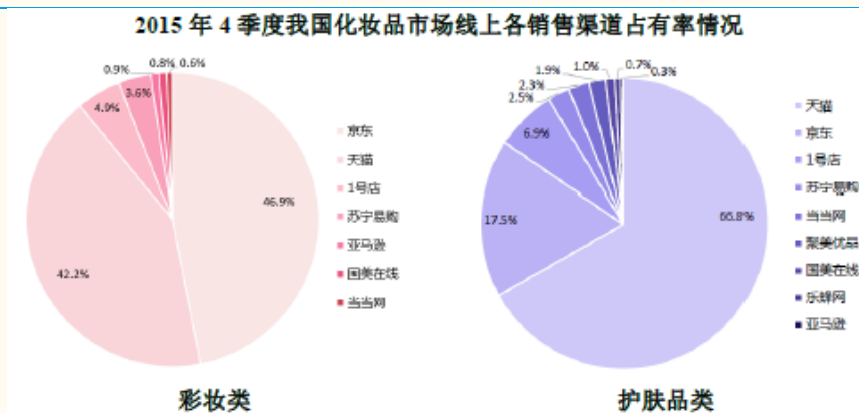
项目	未来数据预测					
	2016 (6-12)	2017	2018	2019	2020	2021
线上分销业务	26,043.28	51,531.64	64,013.79	75,123.20	84,692.71	90,892.03
品牌代运营业务下买断模式	36,321.42	78,890.03	102,392.24	118,984.56	131,573.28	141,018.57
品牌代运营业务下服务费模式	12,149.29	23,386.89	29,201.14	33,661.44	37,222.22	40,214.45
合计	74,513.98	153,808.55	195,607.17	227,769.21	253,488.22	272,125.05
增长率	41.73%	47.43%	27.18%	16.44%	11.29%	7.35%

来源：公司公告；国金证券研究所

看点 2) 公司全渠道布局，多平台运营优势明显

中国 B2C 平台分散，悠可作为海外品牌的合作方，可灵活地在多个平台运营或调整经营策略。通过多平台全面覆盖了互联网群体，线上的销售数据可以作为支撑指导下库存、营销策略。悠可也关注新媒体营销渠道，如在小红书上线产品，紧跟市场的新趋势。目前线上下协同效应已初显，例如欧莱雅集团下的理肤泉、薇姿，已经通过青岛金王整合的经销商实现线下渠道销售。

图表 35：非天猫平台占领部分销售渠道



来源：中国产业信息网；国金证券研究所

看点 3) 团队经验丰富，以专业提升悠可品牌知名度

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。同时各部门团队成员均来自于相关领域的国内外知名企业，如仓储物流部门员工曾就职于亚马逊。整体团队的经验丰富且执行力强，主要表现在悠可代运营的天猫店铺的平均评分高于行业平均水平 30%~50%；2016 年 7 月，悠可运行的粉丝经济直播项目，突破了人气促销量差的问题。专业的团队加之创新的营销方式有望提升悠可的品牌知名度，继而获得更多品牌商的合作。

3.2 持续整合线下渠道，提升整体经营效率和议价能力

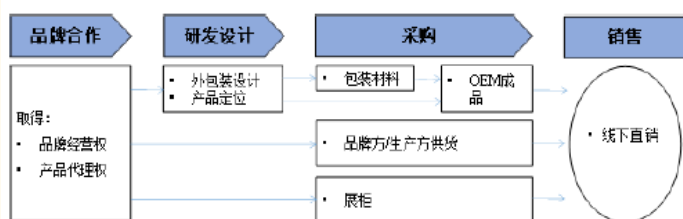
化妆品购买离不开体验和全方位服务，线下渠道主流地位难以动摇。青岛金王计划打造化妆品线下渠道整合管理平台，通过信息、资源共享提升省级及

区域渠道运营商的经营效率，同时提升自有及合作的化妆品牌的市场占有率。目前已并购线下连锁专营渠道优质运营商上海月泮及设立产业链管理公司（计划整合全国线下各省级代理商优质资源）。

全资收购上海月泮，拓展屈臣氏等连锁专营店渠道

公司于 2014 年 10 月，以 1.464 亿元收购上海月泮 60% 股权；并于 2015 年 11 月，以 2.86 亿继续收购剩余 40% 股份。上海月泮作为化妆品品牌代理商，通过线下连锁专营渠道（屈臣氏/大润发等）销售化妆品产品（“肌养晶”、“美津植秀”、“植萃集”），拥有深厚的连锁专营渠道运营能力。2014-2015 年实现营业收入分别为 3800 万元和 1.74 亿元，净利润分别为 2100 万元和 5630 万元。根据业绩承诺，2016 年将实现净利润 6300 万元。

图表 36：上海月泮的商业模式



来源：公司公告；国金证券研究所

图表 37：上海月泮经营情况（万元）

	2016H1	2015	2014
营收	6845	17402	3840
营业成本	4194	10190	427
毛利润	2651	7212	3412
毛利率	38.70%	41.40%	89%

来源：国金证券研究所

上海月泮与屈臣氏具有长期合作关系，品牌运营能力突出。本土的化妆品专营店不同于外资品牌的全国性布局，大多是以区域性连锁为主体。屈臣氏作为连锁专营店近年发展迅速，目前屈臣氏已在国内的 360 多个城市拥有超过 2200 家店铺和逾 4500 万名会员，未来渠道将继续下沉。同时上海月泮也与同类型的万宁、欧利芙洋、丝芙兰合作，全面布局线下渠道资源。

上海月泮的产品经营情况良好，单个直营终端的平均每周零售额约 6000 元，超过屈臣氏所限定的同类产品 4000 元的准入门槛。在过去 6 年中，上海月泮的单平销售（每平方米销售额）一直保持首位；并且上海月泮在屈臣氏里的绩效和考核一直处于第一名。

整合线下区域经销商，产业嫁接资本谋求共赢

经销商是品牌商的重要合作伙伴，在资本化率和集中度低的行业契机下，青岛金王以资本为纽带，整合线下经销商资源。青岛金王作为渠道的整合者，以中立者身份进入组织，提供资本优势、品牌资源和丰富的系统、管理支持，有利于打破区域的限制，提升经销商的整体议价能力和竞争力。

公司设立产业链管理公司，并于 2016 年 1 月开始整合全国线下各省级代理商优质资源，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。截止 11 月底已完成 9 省 12 家经销商的约 24500 个终端网点整合。公司计划于 2017 年底完成全国 31 省/直辖市约 30 余家经销商的收购。预计届时整体线下省级经销商体量约达 50 亿元；线下 CS 网点 7.5 万个（30 家经销商，每家经销商网点 2500 个），BA 约 38 万（每个网点配备 5 名 BA）。

图表 38：公司整合的线下经销商情况

整合时间	经销商	合作方式/持股比例	营收承诺（单位：百万元）			利润承诺（单位：百万元）			网点	BA
			2016	2017	2018	2016	2017	2018		
2016.02	浙江金庄	收购/60%	140	220	330	9	12	16	1000	5000
2016.03	云南弘美	收购/60%	85	115	144	6	7.8	10.2	500	2000

2016.03	四川弘方	收购/60%	55	72	95	3	3.9	5	800	2600
2016.03	山东博美	收购/60%	90	120	150	4.1	5.8	7.5	400	1500
2016.06	安徽弘方	收购/60%	112(5~12月)	280	360	8.8(5~12月)	19.5	25.4	2000	8000
2016.07	湖北弘方	合资/51%	-	200	240	-	10	12	2000	10000
2016.07	临沂博美	合资/51%	-	450	500	-	22.5	25	5000	5000
2016.07	甘肃弘方	合资/51%	-	130	160	-	6.5	8	1000	4000
2016.07	厦门旭美	合资/51%	-	60	80	-	3	4	800	3200
2016.07	福建弘方	合资/51%	-	140	180	-	5.5	7.2	1000	4000
2016.07	甘肃博文弘方	合资/51%	-	240	288	-	12	14.4	10000	40000
2016.08 (拟)	河南弘方	合资/51%	-	100	130	-	2	6.5	-	-
	合计		370	2127	2657	22.1	108.5	134.7	24500	85300
2016.11 (拟)	天津弘方、烟台合美、金王喜爱、湖南弘方、宁波金庄、浙江鸿承、温州弘方									

来源：公司公告；国金证券研究所

青岛金王对入股经销商的支持体现在：

- 1) **品牌资源对接快速扩张。**金王拥有丰富的品牌资源可与经销商对接，提升经销商的销售规模和对终端网点的渗透率，吸引更多优质品牌。例如浙江金庄已经增加现有品牌自然堂的代理区域，新增品牌百雀羚，并获得欧莱雅旗下薇姿、理肤泉品牌在浙江省的代理。
- 2) **资金支持品牌拓展和同业并购。**充裕的资金支持下，在品牌铺货、账期上具有更强的灵活性，合作品牌有望增加。同时利用资本支持进行区域内同业并购，目前浙江金庄已收购宁波、温州、台州的三家代理商，拥有其 51% 的股权。
- 3) **中后台管理协同效应。**体现在信息系统、物流和营运方面。各区域共享集团系统管理、品牌营销资源，线上线下共享库存、提升物流配送体系效率，降低物流费用率。

虽然经销商从个体户走向经营规范化短期面临着盈利水平的下降，但是调整后的规模效应将发力。公司在 2016 年并购整合经销商的进展超预期，我们预计浙江金庄 2017 年将实现营收约 5 亿元，安徽省经销商营收达 4~5 亿元，随着更多省经销商级别的整合落地，2017 年整体省级经销商体量将达 50 亿元。

3.3 研发生产能力为公司提供化妆品产业链布局的基础

公司于 2014 年 4 月 19 日投资广州栋方 45% 的股权，加大研发、生产能力，为后续自主品牌开发奠定基础。2015 年广州栋方超额完成承诺业绩，完成率为 109.8%。我们预计 2015 年 12 月登陆新三板后的广州栋方综合实力得到有效提升，业绩承诺值有望完成。

广州栋方团队研发实力强，已经开发多项国家专利。在天然有机植物化妆品方面具有优势，已开发自有品牌“植萃集”，并实现了从 OEM 到 ODM 再到

OBM 的升级和发展。公司在国际品牌本土化经营有成功案例 Medeep(水理肌), 未来有望为自有品牌的研发提供强有力的基础。

3.4 利用完善的渠道建设, 夯实自有品牌市场地位

截至 2016 年底, 公司已拥有“蓝秀”、“LC”(广州韩亚旗下品牌)、“肌养晶”(上海月沔自有品牌, 50%商标权)、“美津植秀”(上海月沔拥有在屈臣氏、万宁的销售总代理权)、“植萃集”(广州栋方自有品牌)等品牌资源。随着线上线下渠道版图的搭建, 公司自有品牌有望在渠道驱动下实现跨越式增长。

图表 39: 青岛金王品牌资源梳理

品牌	相关子公司、经营渠道	产品定位	单品价格范围	特色
蓝秀	广州韩亚旗下品牌	年轻群体, 中档彩妆产品	12-239 元	紧跟韩流, 全智贤代言; 曾获 2013 年中国化妆品大会蓝玫奖“年度风云品牌”等奖项, 知名度高
LC	广州韩亚旗下品牌	年轻群体, 中低档彩妆产品	20-138 元	艺术彩妆系列
肌养晶	上海月沔自有品牌, 50%商标权	中档护肤品为主, 包括水漾保湿系列、控油平衡系列等产品	59-239 元	明星产品抗痘产品
美津植秀	上海月沔拥有在屈臣氏、万宁的销售总代理权	屈臣氏热卖产品, 中低端护肤品为主, 主要包括盈饱满系列、盈肌舒缓系列、复活草系列、睡莲系列、特殊护理系列等产品	29-141 元	明星产品泡沫氧气面膜
植萃集	广州栋方自有品牌/上海月沔拥有在屈臣氏的销售总代理权	该品牌覆盖水肌系列、花草系列、舒爽祛痘系列、喷雾系列、面膜系列	20-276 元	天然萃取、植物护肤, 中山大学联合研制

来源: 国金证券研究所

公司于 2016 年 4 月收购广州韩亚 100%股权。广州韩亚聚焦研发、生产和销售, 是业内少有的彩妆、护肤一体的公司, 拥有蓝秀、LC 品牌资源, 其产品以彩妆为主, 护肤为辅。

广州韩亚优势: 全国全网营销、合作增强研发实力、产品紧跟市场潮流

1) 全国全网营销。采用线上直销&线下经销商合作模式, 且合作关系稳定。旗下共有 30 多个省级经销商和 5000 家销售网点终端, 同时在天猫、京东等平台设立旗舰店, 并已进驻国内 5 家以上领先的省级电视购物频道, 实现覆盖全国的营销网络布局。

2) 自己研发&与韩国合作增强研发实力。正在研发的新品紧跟市场流行趋势。例如设计的小胖笔、便捷化妆盒、便捷眉笔等多款新型产品迎合女性消费者对轻便也携带的诉求。

3) 广州韩亚紧跟市场趋势。近几年韩流文化在国内风靡, 尤其受新世代消费者喜欢。广州韩亚主要经营的“蓝秀”品牌聘请了韩国明星全智贤作为形象代言人, 品牌定位于中档产品适合韩迷人群。

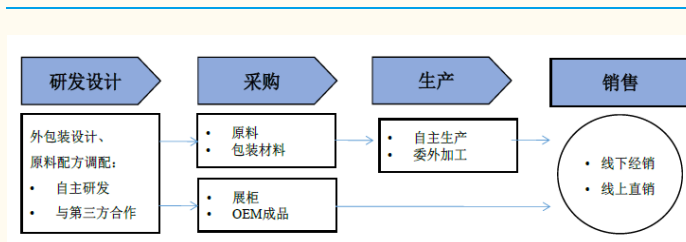
广州韩亚未来看点是单品牌为核心的模式向多品牌共同发展模式。公司在“蓝秀”和“LC”品牌的经营经验可借鉴至其他品牌的运作, 尤其积累了大量原装进口品牌产品的运营经验。广州韩亚计划在未来三年内通过与国外品牌合作开发及在国外自创品牌等方式推出海外原装进口化妆品品牌, 广州韩亚有望实现高、中、低层次品牌兼具的产品布局。

图表 40：广州韩亚产品展示

产品分类	产品用途	具体产品	主要产品图例
彩妆类	底妆	BBCC 霜、粉底、粉饼、蜜粉、散粉、妆前乳、腮红、遮瑕	 
	彩妆	眉笔/眉粉、眼线笔/液、唇膏、睫毛膏	 
护肤类	护肤类	洗面奶、爽肤水/紧肤水、精华液、乳液、日霜/晚霜、面膜产品、防晒产品	 
	眼部护理	精华液、眼霜、眼膜	 

来源：国金证券研究所

图表 41：广州韩亚经营模式



来源：国金证券研究所

3.5 员工持股计划完成，助力各方利益协调发展

2016 年 6 月 8 日，公司公告通过大宗交易的方式完成 2015 年员工持股计划股票购买。购买均价为 25 元/股，购买数量占公司股份总数的比例为 0.91%，锁定期限为 12 个月。在公司关键的转型升级期，员工持股计划可深化金王和各子公司经营层的激励体系，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力。

图表 42：员工持股计划分配情况

持有人	职务	认购份额（万份）	占本计划总份额的比例（%）
唐凤杰	董事、总经理	50	5%
杜心强	董事、董事会秘书	50	5%
姜颖	董事	50	5%
王德勋	监事	10	1%
王传磊	监事	10	1%
董杰	财务总监	10	1%
徐耀东	副总经理	10	1%
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

四、盈利预测与投资建议

核心假设

- 1，各子公司完成业绩承诺，部分子公司超额完成承诺值。
- 2，杭州悠可每年新增 2-3 个新品牌。
- 3，线下代理商并购继续推进。

图表 43：收购投资标的净利润预测（百万）

过户时间	公司	15A	16E	17E	18E	承诺 15	承诺 16	承诺 17	承诺 18
2014.12 过户 60%； 2016.04 过户 40%	上海月沔	56.3	63.0	74.0	89.0	42.8	63.0	72.0	84.0
2016.04 过户	广州韩亚	28.7	29.0	38.0	46.0	27.5	32.0	38.0	46.0

过户时间	公司	15A	16E	17E	18E	承诺 15	承诺 16	承诺 17	承诺 18
100%									
2014.03 过户 37%；2016.10 拟收购 63%	杭州悠可按比例	13.25	28	100.0	125.0	11.1	24.8	100.0	123.0
2016.01 开始收购	已完成的经销商渠道按比例	-	12	56	80	-	18.6	59.7	74.4
2014.07 过户 45%	广州栋方按比例	6.9	7.7	8.0	9.0	-	7.7	-	-

来源：国金证券研究所

盈利预测

公司投资收购的标的在历年均完成业绩承诺，预计未来三年大概率完成承诺值。预计公司 16-18 年摊薄后 EPS 分别为 0.45/1.31/1.14 元（17 年含悠可 37%股权重估增厚净利润 2.275 亿元），对应 PE 分别为 64X、22X、26X。若不考虑 17 年悠可 37%股权增值，则预测 16-18 年 EPS 分别为 0.45/0.84/1.15 元，对应 PE 分别为 64X、35X、25X。

投资建议

公司作为 A 股稀缺的化妆品产业链领导者，已逐渐完善研发生产、品牌、线上下渠道建设的化妆品产业链，颜值经济产业圈雏形初现。短期来看，杭州悠可将受益渠道红利和规模优势保持业绩高增长；线下代理商渠道整合持续推进，资本助力下线下业务规模和利润贡献将继续提升。长期来看，线上线下业务协同发展，渠道经营效率和议价能力将持续提升，自有品牌运营及向医美服务等领域拓展空间大。公司员工持股计划为后续战略深耕执行提供制度支持。维持“买入”评级，目标价 33.6~37.8 元（对应 17 年 40-45XPE）。

五、风险提示

- 受宏观经济影响，化妆品市场增速放缓；
- 后续线下渠道并购推进不及预期；
- 公司对收购业务整合协同效果不佳。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,454	1,224	1,477	2,236	3,853	4,504
增长率		-15.9%	20.7%	51.4%	72.3%	16.9%
主营业务成本	-1,249	-1,042	-1,159	-1,802	-3,011	-3,488
%销售收入	85.9%	85.2%	78.5%	80.6%	78.1%	77.4%
毛利	205	181	318	434	842	1,016
%销售收入	14.1%	14.8%	21.5%	19.4%	21.9%	22.6%
营业税金及附加	-5	-6	-6	-10	-17	-19
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-45	-47	-97	-134	-262	-311
%销售收入	3.1%	3.8%	6.5%	6.0%	6.8%	6.9%
管理费用	-62	-60	-73	-111	-227	-266
%销售收入	4.2%	4.9%	4.9%	5.0%	5.9%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	93	69	143	179	336	420
%销售收入	6.4%	5.6%	9.7%	8.0%	8.7%	9.3%
财务费用	-27	-22	-28	-28	-29	-24
%销售收入	1.8%	1.8%	1.9%	1.3%	0.8%	0.5%
资产减值损失	-7	-4	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	24	63	321	149
%税前利润	0.0%	0.0%	17.9%	29.2%	51.1%	27.3%
营业利润	59	42	134	214	628	546
营业利润率	4.1%	3.5%	9.1%	9.6%	16.3%	12.1%
营业外收支	1	-1	2	0	0	0
税前利润	61	41	136	214	628	546
利润率	4.2%	3.4%	9.2%	9.6%	16.3%	12.1%
所得税	-8	-10	-23	-32	-94	-82
所得税率	13.3%	24.3%	16.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	53	31	113	182	533	464
少数股东损益	0	0	23	11	0	0
归属于母公司的净利润	52	31	91	171	533	464
净利率	3.6%	2.6%	6.1%	7.7%	13.8%	10.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	54	49	113	182	533	464
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	25	21	22	17	20	23
非经营收益	26	0	6	-31	-281	-117
营运资金变动	-23	-14	49	-3	-166	-64
经营活动现金净流	82	57	190	164	107	307
资本开支	-15	-30	-9	-28	-1,048	-40
投资	0	0	0	-100	-150	-150
其他	7	8	-35	63	321	149
投资活动现金净流	-9	-22	-44	-65	-877	-41
股权募资	0	0	0	0	686	0
债权募资	-50	115	260	33	-7	-203
其他	-27	-43	-22	-38	-39	-33
筹资活动现金净流	-77	72	238	-5	640	-236
现金净流量	-3	107	385	94	-130	30

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	290	167	456	550	420	450
应收账款	237	289	298	266	459	537
存货	265	154	253	232	388	449
其他流动资产	59	89	194	178	253	279
流动资产	852	698	1,201	1,227	1,520	1,715
%总资产	76.9%	56.9%	62.6%	59.7%	43.1%	44.1%
长期投资	55	317	343	443	593	743
固定资产	187	196	196	198	209	217
%总资产	16.9%	16.0%	10.2%	9.6%	5.9%	5.6%
无形资产	12	14	175	184	1,200	1,208
非流动资产	256	529	717	828	2,005	2,171
%总资产	23.1%	43.1%	37.4%	40.3%	56.9%	55.9%
资产总计	1,108	1,228	1,918	2,054	3,524	3,887
短期借款	34	200	440	266	259	55
应付账款	225	166	422	352	593	688
其他流动负债	-3	30	26	24	40	47
流动负债	257	397	888	642	893	790
长期贷款	50	0	120	320	320	321
其他长期负债	198	198	106	106	106	106
负债	505	595	1,114	1,068	1,319	1,217
普通股股东权益	601	631	762	933	2,153	2,617
少数股东权益	2	2	42	53	53	53
负债股东权益合计	1,108	1,228	1,918	2,054	3,524	3,887

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.163	0.097	0.281	0.454	1.311	1.140
每股净资产	1.868	1.959	2.367	2.899	6.116	7.434
每股经营现金净流	0.256	0.176	0.592	0.511	0.303	0.872
每股股利	0.060	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.72%	4.96%	11.89%	18.35%	24.77%	17.73%
总资产收益率	4.73%	2.55%	4.72%	8.33%	15.13%	11.94%
投入资本收益率	9.13%	5.04%	8.06%	9.13%	9.92%	11.36%
增长率						
主营业务收入增长率	2.03%	-15.85%	20.71%	51.39%	72.35%	16.88%
EBIT 增长率	-10.01%	-26.43%	107.82%	25.84%	87.46%	24.93%
净利润增长率	0.94%	-40.39%	189.76%	89.03%	211.54%	-13.01%
总资产增长率	-0.89%	10.79%	56.25%	7.10%	71.58%	10.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.9	66.5	66.0	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	80.0	73.4	64.0	47.0	47.0	47.0
应付账款周转天数	35.7	31.3	42.4	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	46.1	52.1	40.9	29.2	18.0	16.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.32%	36.57%	25.26%	13.71%	11.71%	0.93%
EBIT 利息保障倍数	3.5	3.1	5.1	6.4	11.4	17.9
资产负债率	45.54%	48.45%	58.08%	52.01%	37.42%	31.31%

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

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
6	2016-04-25	买入	21.90	27.00~28.00

来源：国金证券研究所

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



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