

青岛金王 (002094)
强烈推荐
行业：商贸零售

化妆品全产业链布局，深耕渠道整合

公司原主营蜡烛出口制造，2013年开始通过外延式发展进军化妆品市场，形成了由广州韩亚（品牌运营）、上海月沣（线下直营渠道）、杭州悠可（线上代运营）以及产业链管理公司（线下经销渠道）形成的全产业链布局，化妆品行业渠道价值凸显，公司深耕渠道整合，未来发展可期，建议投资者重点关注。

投资要点：

- ✧ **业绩高速增长。** 2017H1 公司实现营业收入 20 亿元，同比增长 88%，实现归母净利润 3.1 亿元，同比增长 491%，剔除杭州悠可一次性收益 2.2 亿元（公允价值变动收益）后归母净利润 0.9 亿元，同比增长 66%。
- ✧ **推进自有品牌建设，** 公司形成了由自主品牌“蓝秀”、“LC”（广州韩亚旗下），植萃集（广州栋方研发、上海月沣代理）以及“肌养晶”“美津植秀”（上海月沣代理）构成的品牌矩阵，拥有国内领先产品开发和品牌运营能力，借助公司下属渠道资源推进品牌发展。
- ✧ **线上线下渠道同步发展，电商代运营业务借势国际品牌影响力，直营业务背靠屈臣氏等优质连锁资源。** 公司 5 月份收购杭州悠可剩余股权形成 100% 控股，杭州悠可深耕海外中高端化妆品（如雅诗兰黛）运营，多平台布局，盈利能力强，2016 年实现净利润 7405 万元，同比增长 100%；公司通过上海月沣布局连锁专柜渠道，目前在屈臣氏等渠道拥有超过 700 个专柜遍布全国 30 个省市，从品牌总代理直接到终端消费者跳过层层加价，上海月沣毛利率超 80%。
- ✧ **整合经销商资源，打破区域壁垒发挥规模效应。** 我国化妆品经销商市场格局分散，电商冲击下经营压力加剧，资源整合是大势所趋。公司成立产业链管理公司，目前已经收购全国 30 家经销商，嫁接公司品牌资源实现协同效应，发挥规模优势提升对零售端议价能力，未来将持续推进经销商资源整合。

投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，预测 2017-2019 年归母净利润 5.52/5.11/6.36 亿元，对应 EPS1.41/1.3/1.62 元。

风险提示：终端零售低迷；产业整合协同不及预期；经销商整合进度不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2371	5203	7351	9941
收入同比(%)	61%	119%	41%	35%
归属母公司净利润	185	552	511	636
净利润同比(%)	105%	198%	-7%	24%
毛利率(%)	20.6%	23.0%	21.6%	20.7%
ROE(%)	10.5%	23.9%	18.1%	18.4%
每股收益(元)	0.47	1.41	1.30	1.62
P/E	43.38	14.55	15.72	12.63
P/B	4.57	3.48	2.85	2.32
EV/EBITDA	28	10	10	8

资料来源：中国中投证券财富研究部

作者
署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@china-invs.cn

参与人：高驰

S0960116030009

0755-82026810

gaochi@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 26

当前股价： 20.30

评级调整： 首次

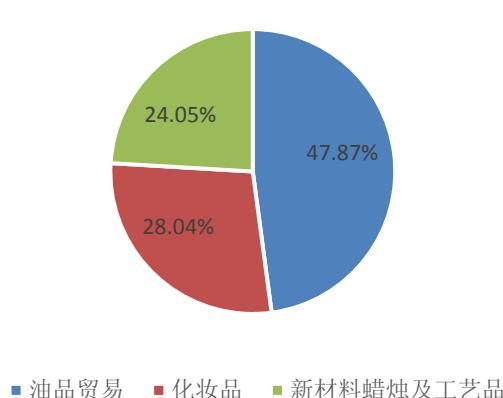
基本资料

总股本(百万股)	393
流通股本(百万股)	352
总市值(亿元)	80
流通市值(亿元)	71
成交量(百万股)	3.62
成交额(百万元)	73.78

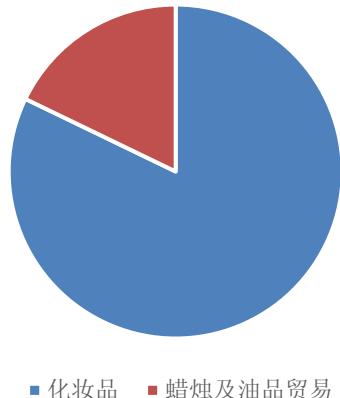
股价表现

相关报告

公司原主营新材料蜡烛和香薰制造，产品出口欧美发达国家；兼营上游原材料石蜡等石油衍生品贸易业务。蜡烛市场规模较小，近年来海外消费放缓出口下滑，公司从2013年开始进军化妆品市场，先后投资收购相关标的形成化妆品全产业链布局。未来将以化妆品业务发展为主，保持蜡烛出口制造稳定，逐步缩减油品贸易规模。

图 1 青岛金王 2016 年收入结构


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 2 青岛金王 2016 年净利润结构


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

盈利情况。2016年公司营业收入23.71亿元，同比增长60.54%；归母净利润1.85亿元，同比增长104.63%，2016年公司完成对月沣、韩亚及产业链管理公司并表，带动业绩高速增长。其中化妆品业务贡献归母净利润1.52亿元，同比增长179.2%，占比82%；蜡烛及油品贸易合计贡献归母净利润0.33亿元，同比下降7.9%，占比18%。

2017H1公司营业收入20亿元，同比增长88%，归母净利润3.1亿元，同比增长491%，剔除杭州悠可一次性收益2.2亿元（公允价值变动收益）后归母净利润0.9亿元，同比增长66%。其中2017Q1营业收入7.63亿元（同比+63.74%），归母净利润2495万元（+65.12%），2017Q2营业收入12.7亿元（同比107%），扣除悠可一次性收入，归母净利润0.6亿元（同比+66%），符合预期。

图 3 青岛金王化妆品业务布局


资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

公司通过持续外延并购形成了包括广州栋方（研发生产）、广州韩亚（品牌）、上海月沣（线下直营渠道）、杭州悠可（线上渠道）和产业链管理子公司（线下经销商整合）的化妆品全产业链布局。

1 广州栋方（研发生产）

广州栋方成立于2003年，是化妆品研发、生产、销售一体运营的OEM/ODM厂商，2015年挂牌新三板（栋方股份835056）。

青岛金王2014年以5192万元收购广州栋方45%股权，栋方承诺2014-2016年净利润分别不低于1200/1400/1700万元，均顺利完成。

图 4 广州栋方营业收入及增长率

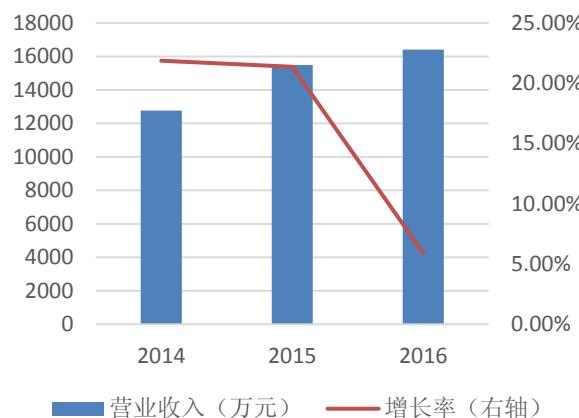
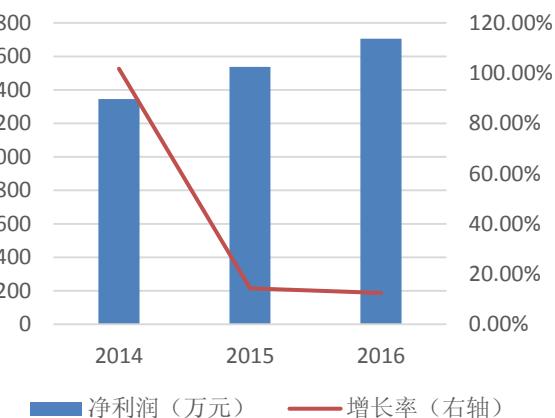


图 5 广州栋方净利润及增长率



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

广州栋方传统业务为OEM和ODM模式，产品类型以护肤品为主（90%以上），具备较强的研发能力，公司获得多项国家发明专利，研发超3000多种配方品类，与国内高校、国际实验室均有合作关系。

未来看点。2016年栋方收购植萃集70%（品牌）和广州乐创55%（CS渠道）股权，实现向OBM升级。植萃集创办于2012年，是青岛金王携手栋方打造的草本护肤品牌，2015年实现收入3551万元；广州乐创旗下有“生活加芬”美妆连锁，预计2017和2018年分别实现净利润800万元和1600万元。

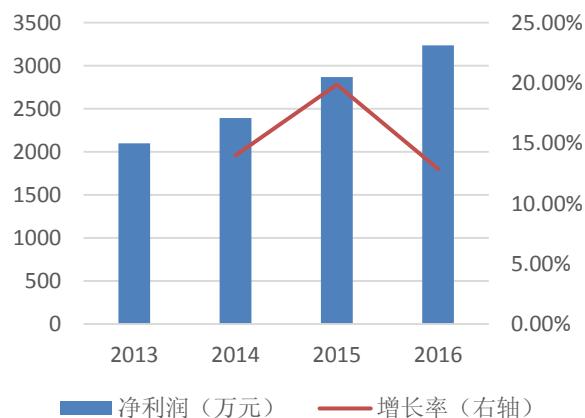
2 广州韩亚（品牌）

广州韩亚是彩妆为主、彩护一体的化妆品品牌企业，旗下有“蓝秀”和“LC”品牌，产品涵盖粉底、唇彩、睫毛膏、眼影、眼线、乳液、面霜等多个种类，彩妆收入占比超50%。产品定位中档，目标客户群体是年轻、追求韩流的消费者。

目前广州韩亚线下有30多个省级经销商和约5000家销售网点，进驻国内5家以上省级电视购物频道，线上在天猫、京东等平台设立“蓝秀化妆品旗舰店”。

图 6 广州韩亚净利润及增长率

图 7 广州韩亚产品定位



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

品牌	单品价格范围	特色
 LANCHEN 蓝秀	23-239元	紧跟韩流，全智贤代言，知名度高
 LC®	20-138元	艺术彩妆

资料来源：网上资料、中国中投证券财富研究部

2016 年广州韩亚实现归母净利润 3237 万元，同比增长 12.86%，符合业绩承诺。

未来看点。广州韩亚将积极拓展渠道（线下每年增加 2000 销售网点，推进电视购物和电商渠道发展），将“LC”打造为区域性 CS 渠道专供品牌，并且通过与国外品牌合作开发等形式推出高、中、低多层次的新品牌。

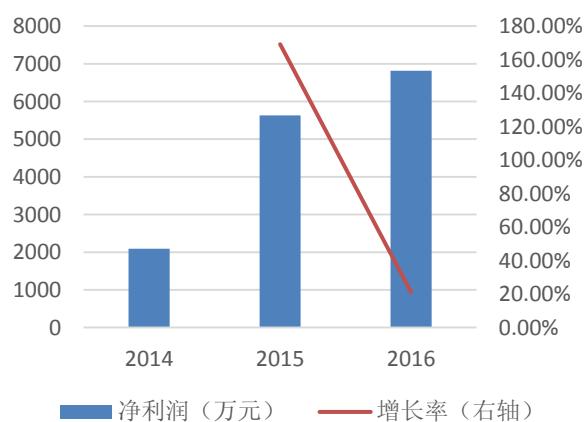
3 上海月沣（线下直营渠道）

上海月沣是专业化妆品品牌线下渠道运营商，主要通过屈臣氏、万宁等个护连锁店销售“肌养晶”（全渠道独家销售权）“美津植秀”（屈臣氏、万宁渠道的销售总代理权）“植萃集”（屈臣氏渠道的销售总代理权）品牌产品，其中“肌养晶”收入占比 60%。

截至 2016 年 12 月，上海月沣在屈臣氏、万宁及欧利芙洋运营化妆品直营背柜超 700 个，遍布全国 30 个省份。

图 8 上海月沣净利润及增长率

图 9 上海月沣在售产品定位



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

品牌	单品价格范围	特色
 [たっぷり]肌养晶 yuxia®	59-239元	明星产品-抗痘产品
 美津植秀 美しさについて語る	29-141元	明星产品-泡沫氧气面膜
 植萃集 HERBAL ART	20-276	植物护肤、中山大学联合研制，广州株方旗下产品

资料来源：网上资料、中国中投证券财富研究部

2016 年上海月沣实现归母净利润 6816.6 万元，同比增长 21%，符合业绩承诺。

未来看点。上海月沣作为品牌总代理并且坚持直营，盈利能力极强，2015 年毛利率超 80%，净利率超 30%，享受屈臣氏优质渠道资源红利（360 多个城市超 2200 家

门店，逾 4500 万会员）。月沣未来三年拟铺设 1000 个品牌背柜，借助上市公司平台培育和引入新品牌，拓展大型超市连锁渠道（如大润发等）。

4 杭州悠可（线上渠道）

杭州悠可（UCO.COM）是专注于化妆品垂直领域的电商代运营企业，为多个知名国际化妆品品牌提供多平台电商一站式服务。

杭州悠可服务于 20 多个国际品牌，包括雅诗兰黛、倩碧、欧舒丹、娇韵诗、理肤泉（欧莱雅旗下）、菲诗小铺等，每年持续引入新品牌。

杭州悠可的业务分为分销（与电商平台合作，如京东、唯品会、聚美优品等）和代运营（与品牌方合作设立天猫官方旗舰店，建设品牌官方电商网站）。分销模式通过赚取商品的买卖差价获利（客户是各电商平台），毛利率较低；代运营分为买断模式和服务模式，买断模式通过买卖差价获利但是毛利率较分销模式高（客户是终端消费者），服务模式通过收取服务费获得收入，毛利率高。

图 10 杭州悠可净利润及增长率

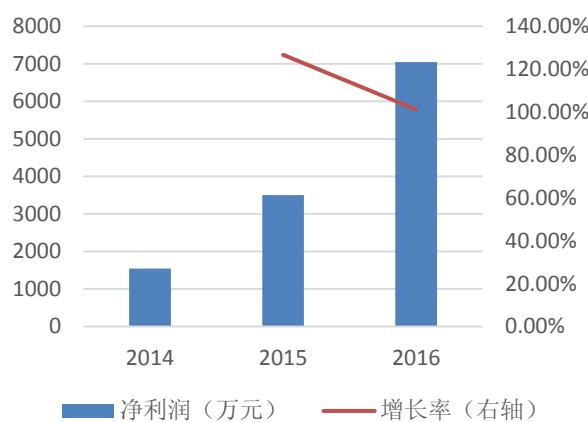
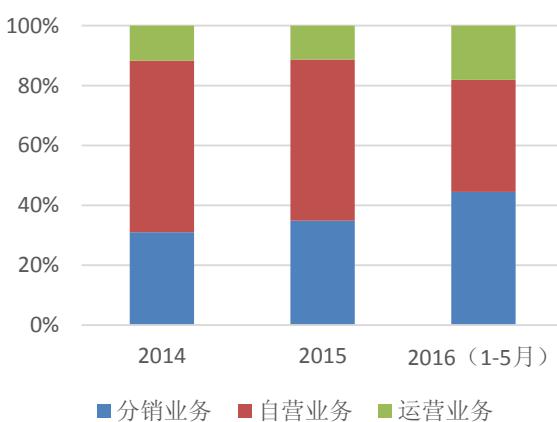


图 11 杭州悠可业务结构



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：网上资料、中国中投证券财富研究部

2016 年杭州悠可实现营业收入 80047 万元，同比增长 8.74%，实现净利润 7045 万元，同比增长 101.15%，超出业绩承诺。

未来看点。 国际中高端品牌市场份额高（2015 年玫凯琳、欧莱雅分别以 5.6%、5.1% 占我国护肤品市场前两位；美宝莲、欧莱雅分别以 17.5%、9.1% 占我国彩妆市场前两位），杭州悠可借力国际知名品牌稳步扩张（保持原合作品牌稳定增长，拓展新品牌）；化妆品线上渠道销售增长迅速，2010-2015 年均复合增速达 20%，预计未来保持快速增长态势（推进多平台共同发展）；公司董事长张子恒曾任职阿里巴巴海外事业部副总裁，团队经验丰富运营能力突出。

5 青岛金王产业链管理公司（线下经销商整合）

公司 2015 年底成立产业链管理公司，整合化妆品行业经销商资源。目前公司已经完成整合了 30 家渠道商（首批 5 家增资+收购方式，其余为合资方式），覆盖浙江、山东、天津等 14 个省市，均为区域内前三的优质经销商。

表 1 部分整合经销商业绩承诺

经销商	股权占比	承诺收入(亿元)		承诺净利润(万元)	
		2017E	2018E	2017E	2018E
浙江金庄	60%	2.2	3	1200	1600
云南弘美	60%	1.2	1.4	780	1020
四川弘方	60%	0.7	1	390	500
山东博美	60%	1.2	1.5	580	750
安徽弘方	60%	2.8	3.6	1950	2535
临沂博美	51%	4.5	5		
湖北晶盟	51%	2	2.4	1000	1200
甘肃弘方	51%	1.3	1.6	650	800
福建弘方	51%	1.4	1.8	550	720
厦门旭美	51%	0.6	0.8	300	400
甘肃博文弘方	51%	2.4	2.9		
河南弘方	51%	1	1.3	200	650
均值		1.78	2.19	760	1017.5

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

2016 年产业链管理公司实现营业收入 3.58 亿元，实现净利润 2147 万元。

经销商连接品牌和渠道，是化妆品产业链中的重要环节，我国区域经销商呈现极度分散市场格局，电商冲击下经营压力加剧，通过抱团合力打破区域壁垒发挥规模效应可以更好地服务于品牌商，提升对零售商的议价能力。

未来看点：青岛金王丰富的品牌资源快速嫁接到区域代理，例如浙江金庄已经获得欧莱雅旗下薇姿、理肤泉品牌在浙江省的线下代理；借助上市公司资金优势，各区域经销商迅速完成当地资源整合，例如浙江金庄已收购宁波、温州和台州三家代理商；共享仓储物流成本，规模效应下费用率降低。预计公司到 2018 年底将完成覆盖 31 个省市整合 60 家经销商的目标。

盈利预测：

我们看好公司在化妆品行业全产业链布局，深耕渠道整合，短期来看上海月沣背靠优质个护连锁稳步发展，杭州悠可享受电商渠道红利，产业链公司线下经销资源整合快速推进将带来公司业绩快速增长，预测 2017E/2018E/2019E 对应 EPS1.41/1.30/1.62 元 剔除杭州悠可一次性收益影响 当前股价对应 2017 年 25xPE 对应 2018 年 16xPE，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

终端零售低迷；产业链整合协同不及预期；经销商整合进度不及预期。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1585	2198	3043	4143
现金	578	13	0	0
应收账款	382	840	1186	1604
其它应收款	42	87	127	169
预付账款	185	420	585	813
存货	329	768	1072	1482
其他	68	70	72	74
非流动资产	1299	1109	1098	1087
长期投资	259	71	78	85
固定资产	169	171	162	148
无形资产	19	19	19	19
其他	853	849	840	835
资产总计	2884	3307	4141	5230
流动负债	779	603	865	1245
短期借款	232	0	290	656
应付账款	119	148	133	140
其他	428	456	441	449
非流动负债	182	182	182	182
长期借款	170	170	170	170
其他	12	12	12	12
负债合计	960	785	1047	1426
少数股东权益	165	211	272	345
股本	377	393	393	393
资本公积	753	737	737	737
留存收益	604	1181	1693	2329
归属母公司股东权益	1759	2311	2823	3459
负债和股东权益	2884	3307	4141	5230

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-62	-713	-263	-300
净利润	199	598	572	709
折旧摊销	18	16	18	18
财务费用	32	27	41	66
投资损失	-41	-234	-8	-8
营运资金变动	-250	-1157	-915	-1120
其它	-21	36	28	34
投资活动现金流	-370	408	1	1
资本支出	25	0	0	0
长期投资	6	-177	7	7
其他	-339	231	8	8
筹资活动现金流	557	-260	249	299
短期借款	-208	-232	290	365
长期借款	50	0	0	0
普通股增加	55	15	0	0
资本公积增加	737	-15	0	0
其他	-77	-28	-41	-66
现金净增加额	131	-565	-13	-0

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2371	5203	7351	9941
营业成本	1883	4008	5764	7888
营业税金及附加	15	25	35	49
营业费用	135	364	478	620
管理费用	106	260	342	460
财务费用	32	27	41	66
资产减值损失	7	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	41	234	8	8
营业利润	234	747	694	860
营业外收入	9	2	0	0
营业外支出	1	1	0	0
利润总额	242	748	694	860
所得税	42	150	121	150
净利润	199	598	572	709
少数股东损益	14	46	61	73
归属母公司净利润	185	552	511	636
EBITDA	284	790	752	944
EPS (元)	0.49	1.41	1.30	1.62
主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	60.5%	119.4%	41.3%	35.2%
营业利润	74.6%	219.6%	-7.1%	24.0%
归属于母公司净利润	104.6%	198.1%	-7.5%	24.5%
获利能力				
毛利率	20.6%	23.0%	21.6%	20.7%
净利率	7.8%	10.6%	7.0%	6.4%
ROE	10.5%	23.9%	18.1%	18.4%
ROIC	13.9%	23.1%	17.1%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	33.3%	23.7%	25.3%	27.3%
净负债比率	64.70%	49.59%	64.96%	73.27%
流动比率	2.04	3.64	3.52	3.33
速动比率	1.60	2.32	2.23	2.09
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.68	1.97	2.12
应收账款周转率	7	8	7	7
应付账款周转率	12.76	30.06	41.04	57.62
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	1.41	1.30	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.16	-1.82	-0.67	-0.76
每股净资产(最新摊薄)	4.48	5.89	7.19	8.81
估值比率				
P/E	43.38	14.55	15.72	12.63
P/B	4.57	3.48	2.85	2.32
EV/EBITDA	28	10	10	8

投资评级定义**公司评级**

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

高驰,中投证券纺织服装行业研究助理,香港城市大学应用经济学硕士,中山大学岭南学院金融学学士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434