

2018年05月16日

证券研究报告·公司研究报告

青岛金王（002094）商业贸易

买入（首次）

当前价：21.60元

目标价：30.00元（6个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

精准卡位化妆品，打造美妆全产业链

投资要点

- 推荐逻辑：**在传统业务增长乏力情况下，青岛金王精准卡位化妆品，在研发、生产、品牌、渠道全方位布局，是A股美妆全产业链第一股；公司收购的标的经营能力强大，在协同效应作用下有望推动公司业绩爆发，2018年中报预告扣非后归母净利润同比增长50%-80%；公司开始积极打造颜值产业数字化供应链及新零售科技服务平台，对内提升效率、对外输出创新技术和服务。
- 化妆品市场规模增速显著，且上升空间巨大。**2017年我国限额以上化妆品零售额达到2514亿元，年增速13%，高于限额以上社会消费品零售总额8.2%年增速，高于全球化妆品市场4.2%的增速；与发达国家相比，当前我国人均消费化妆品金额偏低，不及美国的1/2，日韩的1/5，因此上升空间巨大。
- 美丽转身，打造颜值经济产业圈。（1）渠道：线上线下齐发力，构筑渠道竞争壁垒。**线上渠道方面，两次收购完成对杭州悠可100%的控股，杭州悠可为目前国内第二大化妆品线上运营商；线下渠道方面，主要通过子公司上海月沅完成，上海月沅是一家专业的化妆品线下直营渠道运营商；除此以外，成立金王产业链公司，拓展公司线下渠道的疆域版图。（2）品牌：多品牌策略，全人群覆盖。公司作为美妆全产业链公司，旗下拥有许多优质的品牌，现已拥有200多个国内外知名品牌的特许经营及代理权。（3）研发：布局上游研发，打通全产业链。收购广州栋方45%股权，布局化妆品上游研发和品牌策划。目前公司在研发、生产、品牌、渠道全方位布局，为A股美妆全产业链第一股。
- 金王的下一个目标：颜值产业数字化供应链和科技服务平台。**以各省众妆供应链为基础，利用互联网工具、大数据和人工智能科技对供应链和终端零售进行信息化、数字化、智能化改造升级，对内提升效率、降低成本、改善运营流程，打造“数字化新零售SaaS科技服务平台”，对外输出创新技术和服务一体化解决方案，促进化妆品行业资源和科技成果转化价值。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2018-2020年归母净利润分别为4.1亿元、5.6亿元和6.9亿元，对应EPS分别为1.0元、1.38元和1.7元。可比公司最高估值81倍、最低估值21倍，考虑公司位于高成长行业，全产业链布局及终端渠道整合带来的效应明显，给予30倍PE，目标价30元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**渠道整合不及预期的风险；大额商誉减值风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4676.53	6526.44	8232.53	9960.35
增长率	97.24%	39.56%	26.14%	20.99%
归属母公司净利润（百万元）	402.94	406.63	562.47	694.57
增长率	117.41%	0.92%	38.33%	23.49%
每股收益EPS（元）	0.99	1.00	1.38	1.70
净资产收益率ROE	15.52%	13.72%	15.95%	16.46%
PE	21	21	15	12
PB	3.44	3.00	2.51	2.09

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：嵇文欣

电话：021-58351812

邮箱：jwx@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)	4.07
流通A股(亿股)	3.52
52周内股价区间(元)	17.23-24.95
总市值(亿元)	87.99
总资产(亿元)	51.88
每股净资产(元)	6.47

相关研究

目 录

1 公司概况：星星烛光、可以燎原；华丽转型、美妆达人	1
1.1 公司业绩状况：2017 年业绩稳定增长	1
1.2 公司主营业务结构：蜡烛巨头成功转型美妆达人	2
1.3 股权结构：实际控制人为陈索斌，定向增发结合子公司利益	3
2 行业分析：规模增速显著，渠道亟待整合	3
2.1 化妆品市场规模增速显著，上升空间巨大	3
2.2 化妆品行业特点分析：渠道亟待整合，品牌集中度低	4
3 美丽转身，打造颜值经济产业圈	9
3.1 蜡烛业务遇发展天花板，油品贸易利润持续低迷	9
3.2 线上线下齐发力，构筑渠道竞争壁垒	10
3.3 多品牌策略、全人群覆盖	18
3.4 布局上游研发，打通全产业链	21
4 金王的下一个目标：数字化供应链和科技服务平台	22
4.1 共享、赋能、共赢，利用科技打造智慧供应链	22
4.2 新零售样板店出炉，向数字化管理的新零售道路迈进	24
4.3 人人乐入股，深化新零售合作	25
5 盈利预测与估值	26
6 风险提示	27

图 目 录

图 1: 公司 2013 年以来营业收入及增速	1
图 2: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	1
图 3: 公司 2017 年主营业务结构与毛利情况	2
图 4: 公司 2013-2017 年主营业务结构变动情况	2
图 5: 主要股东持股情况	3
图 6: 公司实际控制人持股情况	3
图 7: 我国限额以上化妆品零售额及增长情况 (亿元, %)	4
图 8: 全球化妆品市场规模及增长情况 (亿欧元, %)	4
图 9: 2013-2017 主要社会消费品限额以上零售额增长情况 (%)	4
图 10: 2016 年主要国家人均消费化妆品金额 (美元)	4
图 11: 化妆品销售各渠道占比 (%)	5
图 12: 化妆品销售各渠道增长情况 (%)	5
图 13: 2011-2016 化妆品网购市场规模 (亿元)	5
图 14: 化妆品电商行业各平台交易占比情况	5
图 15: 2015 年中国化妆品代理商规模分布情况	6
图 16: 2015 年中国化妆品代理经销商相比 2014 年营业状况	6
图 17: 2015 年中国化妆品代理经销商营业成本结构	6
图 18: 2015 年中国化妆品代理经销商毛利情况	6
图 19: 2016 年前 20 大护肤品牌市场占有率	7
图 20: 2016 年前十彩妆品牌市场占有率	7
图 21: 2016 年化妆品市场集中度 (%)	8
图 22: 栋方股份 2013-2016 年营业收入及增长速度	9
图 23: 诺斯贝尔 2013-2016 年营业收入及增长速度	9
图 24: 公司蜡烛业务营业收入	10
图 25: 公司油品贸易业务毛利率	10
图 26: 杭州悠可 GMV	11
图 27: 杭州悠可营收	11
图 28: 主要化妆品代运营商净利率	13
图 29: 主要化妆品代运营商毛利率	13
图 30: 上海月沔营业收入和净利润	14
图 31: 上海月沔净利润率	14
图 32: 屈臣氏门店数目变化及增速	15
图 33: 屈臣氏同比店铺销售增长率	15
图 34: 蓝秀品牌大事记	18
图 35: 植萃集	21
图 36: 化妆品研究中心	21
图 37: 传统供应链	22
图 38: 智慧供应链	23
图 39: 怡亚通营业收入	24

图 40：怡亚通 380 分销平台分行业收入组成	24
图 41：数字金王战略	25
图 42：青岛金王新零售样板店	25
图 43：青岛金王携手人人乐	26
图 44：Lesuper（高端精品超市）	26

表 目 录

表 1：主要业务收购情况	2
表 2：杭州悠可市场占有率	11
表 3：杭州悠可各业务收入及占比	11
表 4：杭州悠可、丽人丽妆比较	12
表 5：杭州悠可、丽人丽妆费用对比	13
表 6：上海月沅运营品牌一览	15
表 7：金王产业链管理有限公司收购或投资的化妆品线下渠道公司	16
表 8：韩亚美妆品牌介绍	18
表 9：杭州悠可各品牌年度交易金额情况	19
表 10：杭州悠可旗下品牌	20
表 11：青岛金王和怡亚通部分比较	24
表 12：化妆品业务营业收入拆分（百万元）	26
表 13：分业务收入及毛利率（百万元）	27
表 14：可比公司估值比较	27
附表：财务预测与估值	28

1 公司概况：星星烛光、可以燎原；华丽转型、美妆达人

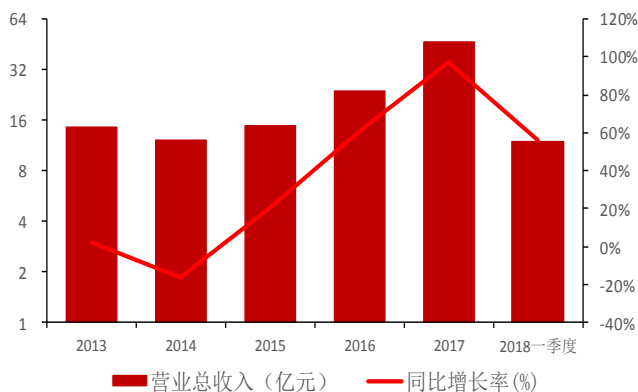
公司的传统主营为新材料蜡烛及工艺制品业务和油品贸易业务，通过并购转型为化妆品领域的全产业链布局领军企业。1997 年，青岛金王应用化学股份有限公司成立，2006 年，公司上市。公司是全球蜡烛、玻璃和时尚工艺品行业的最大制造商之一，是全球香薰、蜡烛研发生产龙头企业，从 2013 年起，公司进军化妆品行业，通过一系列并购，建立化妆品产业联盟投资，并取得了突破性的成就，成为在化妆品品牌、研发与生产、线上运营和线下经销及零售终端全渠道、全产业链布局的运营商。

目前公司的战略定位是致力于成为全国领先的颜值产业数字化供应链及新零售科技服务平台。未来三年规划：持续增强化妆品供应链优势，深化上下游合作关系，全方位覆盖化妆品产业链；加强线上业务布局和终端零售品牌建设，拓展并尝试多种新零售经营业态；大力发展智慧供应链和智慧零售相关信息技术，应用大数据及人工智能科技提高数据化、精细化运营水平；积极加大品牌的独家定制，开发引入优质国货品牌，扶持国货崛起，同时引入海外优质品牌，丰富国内消费者性价比及差异化的选择；加大人才投入，集聚专业和管理人才，为公司未来战略发展提供强劲支撑。

1.1 公司业绩状况：2017 年业绩稳定增长

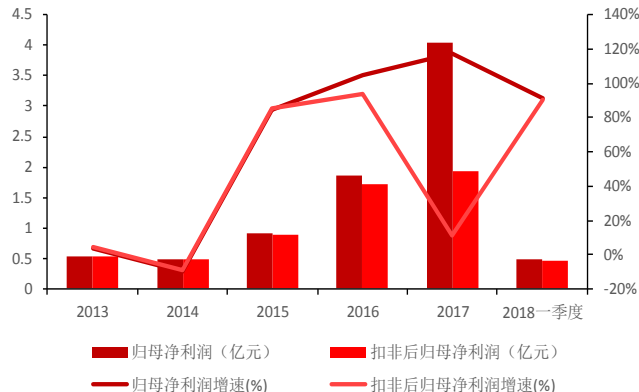
自 2013 年进军化妆品行业以来，近三年，公司营业收入和净利润一直保持每年 20% 以上的稳健增长。2014 年出现异动的原因在于油品贸易受欧盟市场及人民币持续升值等不利因素影响，公司外销业务有所下滑；2014 年公司加大开拓化妆品领域，逐步缩减盈利能力逐渐降低的油品贸易规模，2015 年恢复盈利并保持持续增长；2017 年公司业绩继续大幅度增长，根据公司 2017 年年报，2017 年公司营业收入 46.8 亿元、同比+97.2%，2017 年度公司继续全面落实和推进“颜值经济产业圈”平台的发展战略，收购杭州悠可 63% 的股权，营业收入大幅增长系杭州悠可并表所致，2017 年归母净利润约 4.0 亿元、同比+117.4%，扣非后同比+11%。2018 年一季度公司继续保持高增长态势，实现归母净利润 0.48 亿元，同比+91.7%，扣非后同比+90.0%，2018 年中报业绩预告显示，扣除上年同期一次性 2.2 亿元非经常性损益的影响，归属于上市公司股东的净利润实际较上年同期增长 50%-80%。

图 1：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：公司 2013 年以来归母净利润及增速



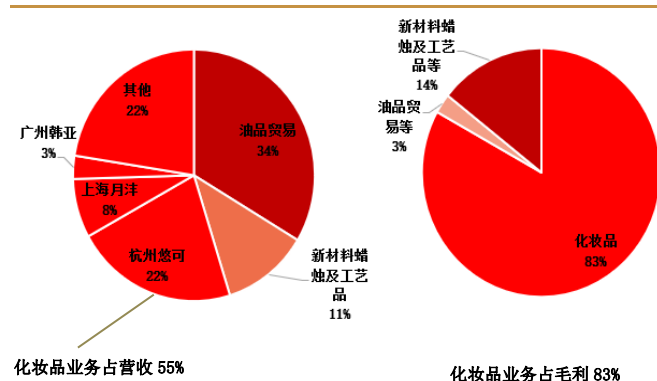
数据来源：wind，西南证券整理

1.2 公司主营业务结构：蜡烛巨头成功转型美妆达人

化妆品成为占营业收入比重最大、贡献毛利率最多的主营业务。2013 年以来公司大量的并购和投资拓展在化妆品领域的布局，公司主营业务结构逐渐发生变化：从 2013、2014 年的以新材料蜡烛及工艺品和油品贸易为主、化妆品营业收入为 0，到 2015 年化妆品占主营业务收入的 12%，再到 2017 年占公司主营业务收入的 55%、并贡献 83%的毛利，公司化妆品业务的比重不断上升。

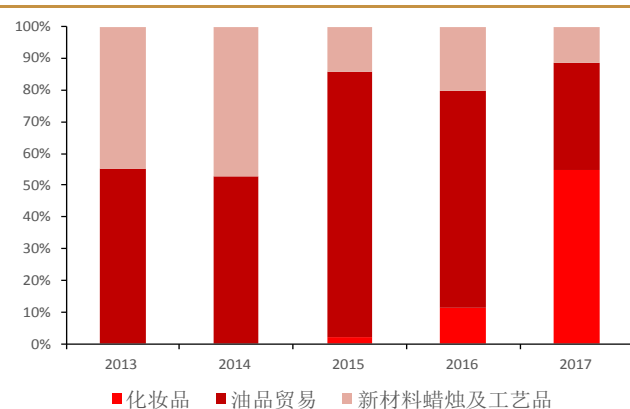
传统优势业务依旧稳固。2017 年新材料蜡烛及工艺品所占主营业务收入比例为 11%、贡献毛利为 14%；油品贸易占主营业务收入的 34%、贡献 3%的毛利。传统优势业务依旧稳固。

图 3：公司 2017 年主营业务结构与毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2013-2017 年主营业务结构变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：主要业务收购情况

业务类型	子公司/参股公司	具体说明	持有比重	完成合并时间
研发	广州栋方	--	45%	2014 年 7 月 16 日
品牌	广州韩亚	拥有品牌：“蓝秀”、“LC”	100%	2016 年 4 月 21 日 (100%)
渠道	线上	杭州悠可	运营天猫官方旗舰店、品牌官网为主	100%
	线下	上海月洋	CS 渠道：屈臣氏、丝芙兰为代表的连锁专营店 KA 渠道：以大润发、家乐福为代表的大型连锁超市	2014 年 3 月 29 日 (37%)， 2017 年 5 月 63 日 (63%) 2014 年 12 月 12 日 (60%)， 2016 年 4 月 21 日 (40%)
资源整合	产业链管理	金玉产业链管理有限公司	经营化妆品的品牌及渠道管理、投资管理，截至 2017 年 6 月 30 日已经在全国 14 个省市建立了营销渠道，服务于 10000 余家零售终端。	100%
	新零售	众妆供应链公司	以各省众妆供应链公司为基础，打造“数字化新零售服务平台”，通过集中采购、智能物流以及为终端店接入综合管理系统等方式，推动零售终端进行数字化产业升级。	2015 年 12 月 5 日 --

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 股权结构：实际控制人为陈索斌，定向增发结合子公司利益

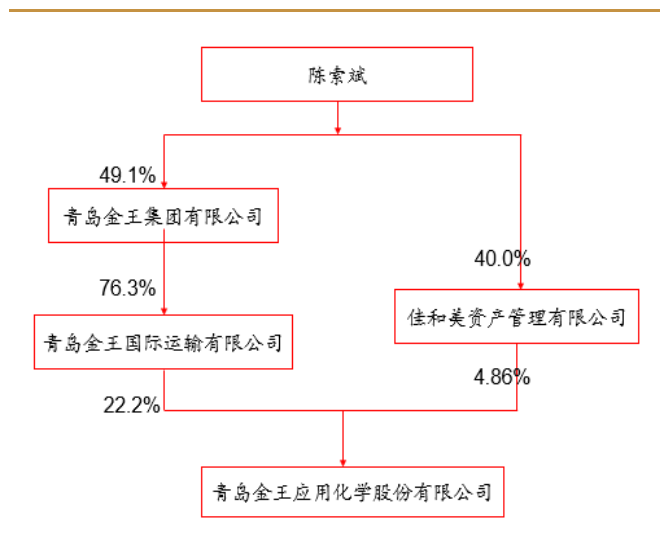
公司的实际控制人为创始人陈索斌，公司通过定向增发的方式结合子公司的高管利益。从公司的股权结构来看，实际控制人陈索斌通过青岛金王国际运输有限公司和佳和美资产管理有限公司间接持有 27.02% 股权；人人乐连锁商业集团股份有限公司于 2018 年 3 月入股青岛金王，持股比例为 3.64%，深化青岛金王与人人乐在新零售领域的战略合作；中植资本通过旗下珠海新能联合（5.09%）、华夏基金-浦发银行-华夏基金-中植产投-定增 1 号资产管理计划（2.10%）和金鹰基金-浦发银行-金鹰中植产投定增 8 号资产管理计划（1.18%），累计持股 8.38%；此外，公司采取换股+现金方式收购杭州悠可、上海月沅和广州韩亚，并通过定向增发的方式将子公司高管的利益结合在一起，杭州悠可、上海月沅和广州韩亚三者各持股 3.70%、3.12% 和 3.29%，合计持股 10.11%。

图 5：主要股东持股情况

主要股东	持股比例	备注
青岛金王国际运输有限公司	21.36%	陈索斌
佳和美资产管理有限公司	4.68%	
人人乐连锁商业集团股份有限公司	3.64%	人人乐
珠海新能联合投资合伙企业	4.91%	中植资本
华夏基金-浦发银行-华夏基金-中植产投-定增 1 号资产管理计划	2.02%	
金鹰基金-浦发银行-金鹰中植产投定增 8 号资产管理计划	1.18%	
蔡燕芬	1.96%	上海月沅
朱裕宝	1.09%	
张立海	1.68%	广州韩亚
张立堂	1.39%	
杭州悠飞品牌管理合伙企业	2.43%	杭州悠可
马可李罗电子商务有限公司	1.17%	
全国社保基金四零三组合	2.49%	
蓝色经济区产业投资基金	1.69%	

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司实际控制人持股情况



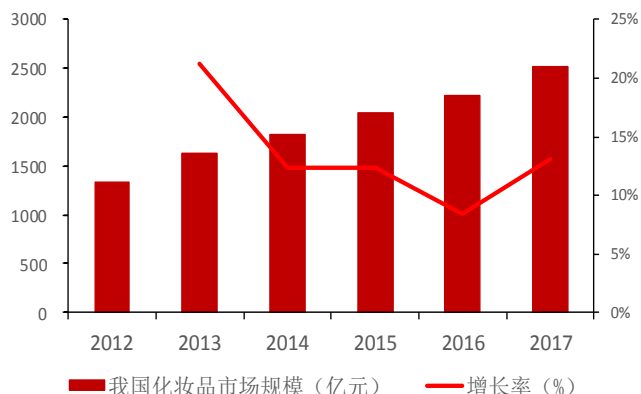
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：规模增速显著，渠道亟待整合

2.1 化妆品市场规模增速显著，上升空间巨大

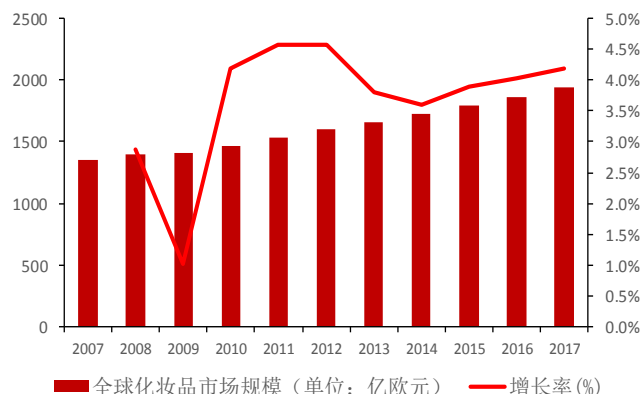
我国化妆品市场规模增长迅速、空间巨大。2017 年全球化妆品市场规模达 1940 亿欧元，同比增长 4.2%，从增速来看，近十年来全球化妆市场呈现稳定增长趋势。而与全球相比，我国的化妆品市场空间巨大，2012 年我国限额以上化妆品零售额为 1340 亿元，至 2017 年我国限额以上化妆品零售额已达 2514 亿元，同比增长 13.5%，自 2012 年以来的年复合增长率达到 13%，增长速度远超全球化妆品市场。

图 7：我国限额以上化妆品零售额及增长情况（亿元，%）



数据来源：wind，统计局，西南证券整理

图 8：全球化妆品市场规模及增长情况（亿欧元，%）

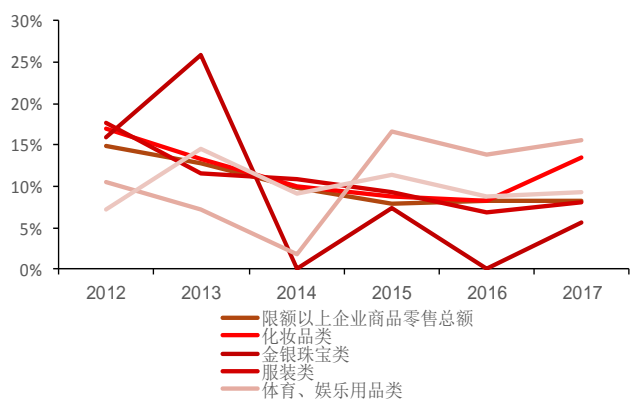


数据来源：欧莱雅集团年报，西南证券整理

化妆品在主要社会消费品中零售额增长速度居前列。2017 年我国限额以上化妆品零售额达到 2514 亿元，年增速达到 13.5%，远超社会消费品零售总额的年增速 8.2%。而在日常消费品类中，增速仅次年增速 15.6% 的体育、娱乐用品类，高于 9.3% 的家电类、8.0% 的服装类和 5.6% 的金银珠宝类。

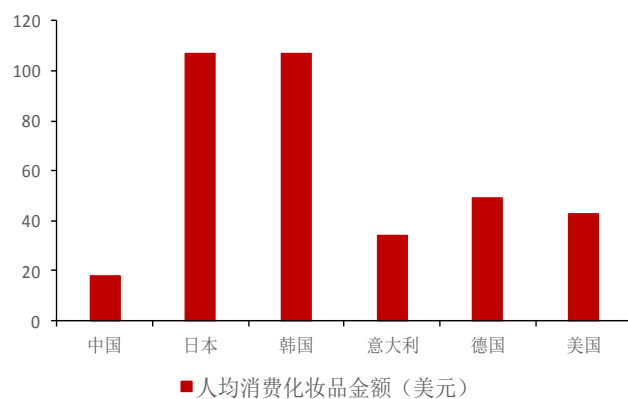
当前人均消费化妆品金额与人均可支配收入不匹配，增长空间巨大。2016 年我国人均消费化妆品金额仅 19 美元，不及美国 43 美元的 1/2，与邻国日韩的 107 美元相比，更是难以望其项背。而我国的人均消费化妆品金额与我国的城镇人均可支配收入也不匹配，2016 年我国城镇居民人均可支配收入达到 36000 元/年、韩国的人均可支配收入折合人民币约 80000 元/年、是中国的两倍多，但韩国化妆品人均消费额是中国的 6 倍，因此我国化妆品行业的发展空间是巨大的。

图 9：2013-2017 主要社会消费品限额以上零售额增长情况（%）



数据来源：wind，统计局，西南证券整理

图 10：2016 年主要国家人均消费化妆品金额（美元）



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

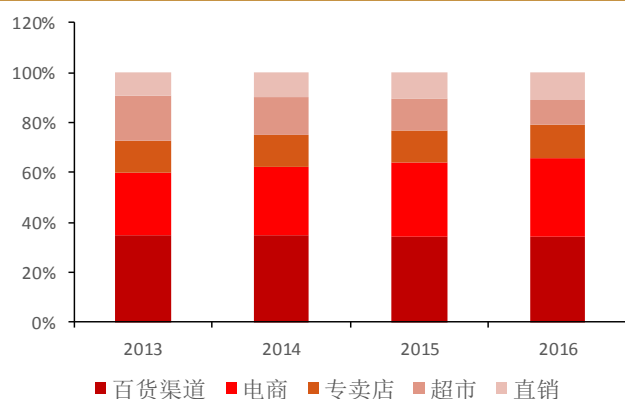
2.2 化妆品行业特点分析：渠道亟待整合，品牌集中度低

化妆品产业链主要分为研发与生产、品牌、渠道/终端三大环节，该部分对着三个环节体分析。

2.2.1 渠道与终端：线上电商发展迅速，线下代理亟待整合

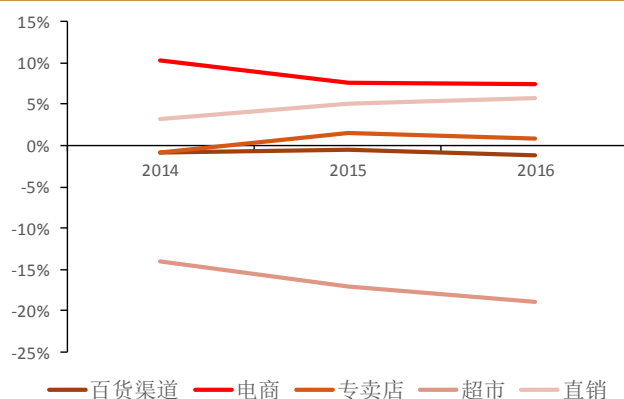
线上电商发展迅速。伴随着我国电子商务的迅速发展，网购已成为购买化妆品性价比最高的方式之一，2016 年我国化妆品网购市场规模达到 2264.3 亿元，同比增长 28.1%，年复合增长率为 40.9%。在化妆品销售各渠道中，电商占比仅次于百货且增长迅速，从 2013 年的 25.0% 增长至 2016 年的 31.9%，增长速度在各渠道中居首，而超市、百货等线下渠道则处于下降趋势。随着 80 后、90 后以及未来的 00 后的消费能力提升，“宅文化”带来的网购增长空间巨大。

图 11：化妆品销售各渠道占比 (%)



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

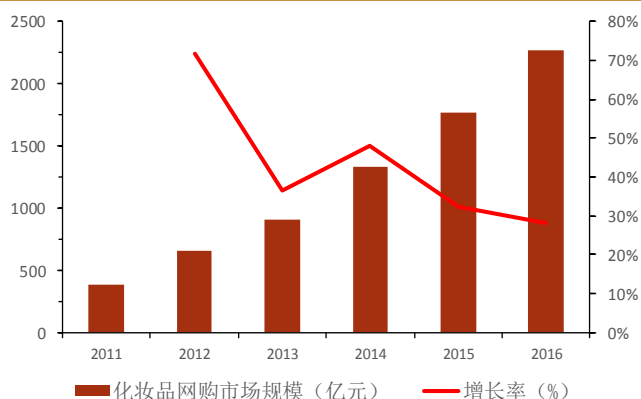
图 12：化妆品销售各渠道增长情况 (%)



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

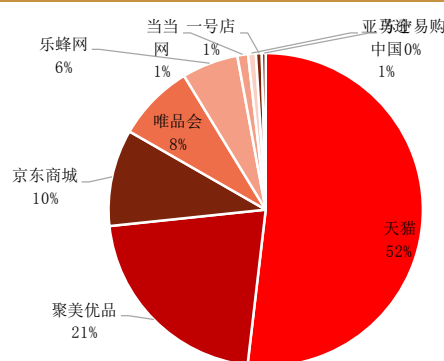
线上电商网购规模快速增长推动了化妆品电商服务商的发展。2016 年化妆品网购市场规模超 2000 亿元，其中化妆品电商行业平台交易中，天猫占到了 52%，聚美优品和京东商城以 21% 和 10% 分居第二三位，交易量差异悬殊。而化妆品电商服务商代运营业务主要分为两种方式：1) 买断货物，通过天猫或品牌官网向终端消费者进行销售；2) 向品牌客户收取代运营服务费。行业龙头包括杭州悠可和丽人丽妆，2017 年杭州悠可的营业收入为 10 亿元，净利润为 1.2 亿元；2016 年丽人丽妆的营业收入为 20.2 亿元，净利润为 8110 万元。

图 13：2011-2016 化妆品网购市场规模 (亿元)



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 14：化妆品电商行业各平台交易占比情况



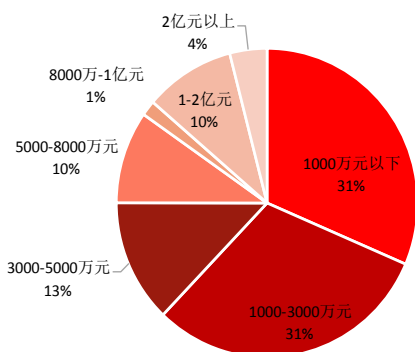
数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

线下销售方面，高端化妆品一般采用直营方式，而中端、大众化妆品一般通过区域代理经销商进行销售，而国外品牌刚刚登陆中国、以及国产品牌发展的开端，代理经销相对直营

具有明显优势。具体而言，代理经销的优势包括以下几个方面：（1）中国地域辽阔，市场区域特点明显，同掌握丰富资金和渠道资源的代理商合作，是品牌想要尽快融入当地市场的明智选择；（2）直营的资金、团队建设要求高，会对企业现金流造成很大压力，因此同掌握丰富资金和渠道资源的运营商合作则成为必然趋势；（3）代理经销商的积极性比直营的职业经理人更高，代理经销商个人收入与店铺经营效益密切相关，直营的职业经理人则是以领固定薪水为主。

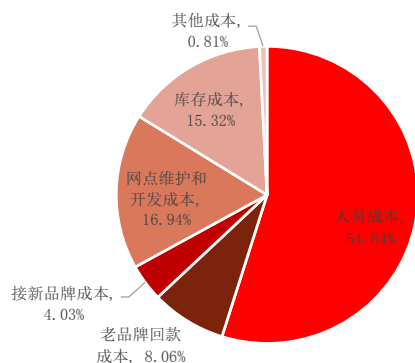
但代理经销也具有自身的劣势：作为中间渠道，规模较小、区域分散；买断经营资金需求量大、人力成本高；毛利率受电商冲击下滑严重。在电商这类减少中间抽成、直面消费者的低价且便捷的新生渠道冲击下，当前我国线下代理经销商的毛利率被越压越低，一大半企业毛利率在 15% 以下；我国化妆品代理经销商自身也具有集中度低的问题，大量经销商代理品牌数量少于 5 个，62% 的代理商规模在 3000 万元以下，代理区域多为不同省份经销商各自独立，且仅针对 KA 或百货或 CS 的特定渠道；同时，经销商为买断式经营，资金需求量大，规模较小的代理商承担压力较大；此外，代理经销的人力成本和网点维护在营业成本中各占 54.8% 和 16.9%，运营管理成本相对线上电商具有先天劣势。因此自 2014 年以来，化妆品市场整体增速放缓，随着品牌、渠道结构的变化，线下经销商经营情况也趋于恶化，当前化妆品经销商亟待整合，全渠道运营成为趋势。

图 15：2015 年中国化妆品代理商规模分布情况



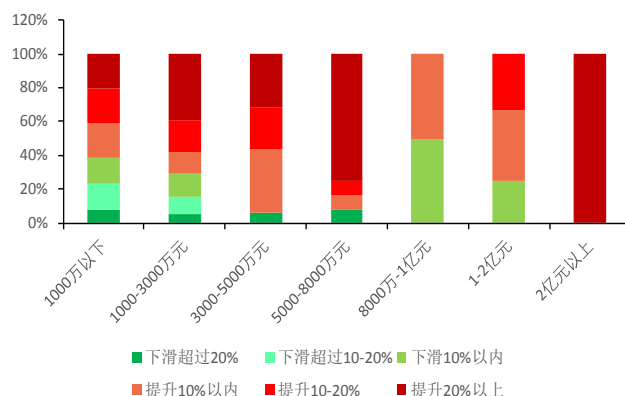
数据来源：品观网《2016 中国化妆品代理商生存蓝皮书》，西南证券整理

图 17：2015 年中国化妆品代理经销商营业成本结构



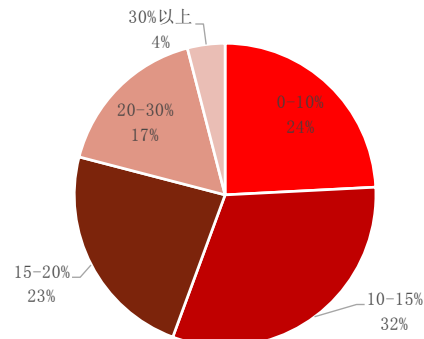
数据来源：品观网《2016 中国化妆品代理商生存蓝皮书》，西南证券整理

图 16：2015 年中国化妆品代理经销商相比 2014 年营业状况



数据来源：品观网《2016 中国化妆品代理商生存蓝皮书》，西南证券整理

图 18：2015 年中国化妆品代理经销商毛利情况



数据来源：品观网《2016 中国化妆品代理商生存蓝皮书》，西南证券整理

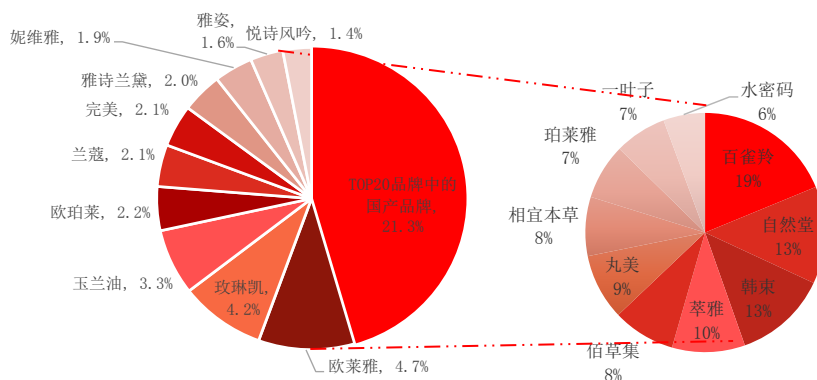
2.2.2 品牌：洋牌主导，集中度低

品牌环节是化妆品产业链中最受消费者关注的一环。根据香港贸发局 2016 年《中国护肤品及化妆品消费者调查》，我国女性选购化妆品最主要的考虑因素包括：产品功效（66%）、品牌（64%）及口碑（60%）。

化妆品作为品牌文化属性很强的商品，在国际市场上具有明显的地域和集团化特点，国外消费者更倾向于支持国货，市场集中度高。美国化妆品市场前十名企业中本土化妆品企业占据主导地位，国外企业仅欧莱雅（法国）占据一席，前十大企业市场占有率超过 70%；韩国化妆品市场以其本土企业爱茉莉太平洋和 LG 生活馆两大化妆品集团为首，仅此二家就占据近 45% 的市场份额，国际品牌市场占比仅为 25%。

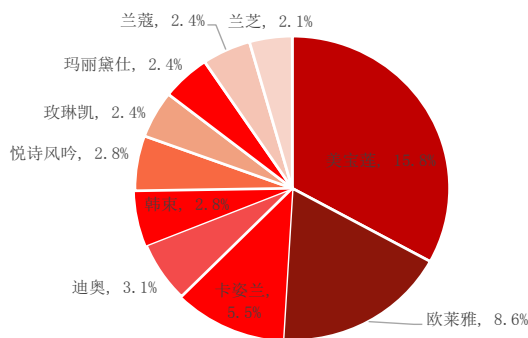
我国的国货品牌实力较弱，化妆品市场上国外品牌占据主导地位。我国的国货品牌如“谢馥春”和“孔凤春”，受近现代战争和制度改革的影响，迭代终断。国货品牌中缺乏类似法国欧莱雅、美国雅诗兰黛、日本资生堂和韩国爱茉莉太平洋这样具有几十年甚至上百年悠久历史和文化沉淀的品牌。由于起步晚、技术落后以及产业链条不完善，“国妆”严重落后于国外品牌，2016 年国产品牌在国内前 20 大护肤品牌中，仅占 21.3% 的市场份额，在国内前 10 大彩妆品牌中，仅有卡姿兰、韩束和玛丽黛仕三家，各占据 5.5%、2.8% 和 2.4% 的市场份额，其总和仍不及业内龙头美宝莲的市场份额。

图 19：2016 年前 20 大护肤品牌市场占有率



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 20：2016 年前十大彩妆品牌市场占有率

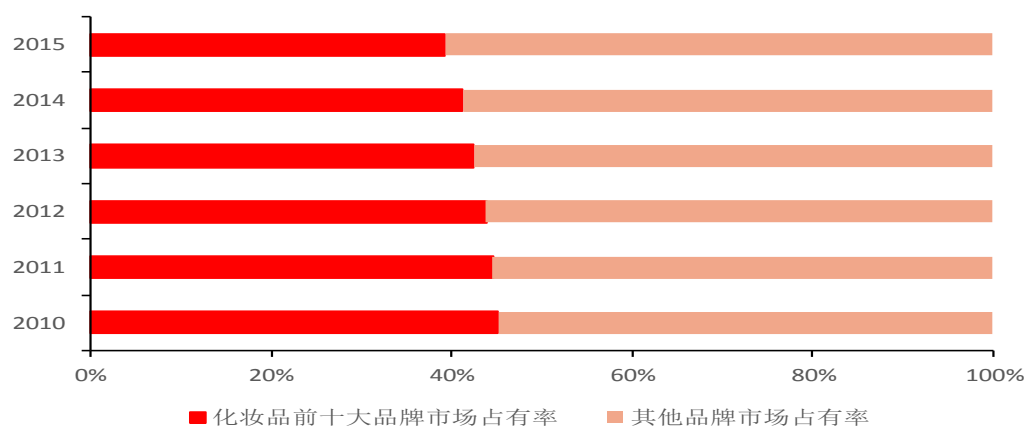


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

化妆品市场随着竞争愈演愈烈，市场集中度逐渐下降。随着越来越多的国外品牌进入中国市场，同时本土品牌如佰草集、百雀羚也在持续发力，国内的化妆品品牌越来越繁杂，竞争越来越激烈，整个化妆品市场集中度逐渐下降。化妆品前十大品牌市场占有率从 2010 年的 45.2% 下降到 2015 年的 39.3%。

在这种情况下，对于化妆品运营商来说，集合品牌数量越多，占据化妆品市场份额就越大。在我国，无论是外资还是本土品牌，其单独影响力均有限，究其原因，单一化妆品品牌难以在全品类获得头筹，且产品同质化背景下单品牌用户粘性较低，使得集团化运营成为必经之路。化妆品运营商提升市场份额需要与多个化妆品品牌合作，进行在品牌商端的资源整合。

图 21：2016 年化妆品市场集中度 (%)

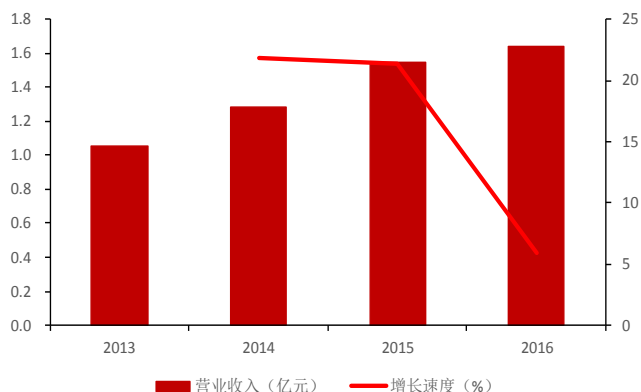


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

2.2.3 研发与生产：规模较小，巨头难现

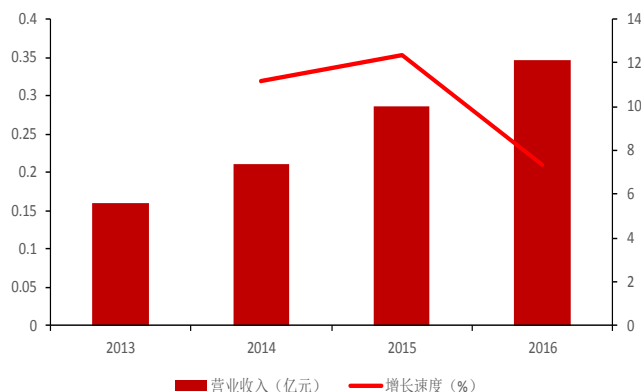
我国研发与生产型企业普遍规模较小。化妆品产业链的高附加值环节在品牌，研发与生产领域难以出现巨头公司。目前国际化妆品研发龙头包括意大利莹特丽 (Intercos)、韩国科丝美诗 (Cosmax) 和科马 (Kolmar) 等；中国的代表性化妆品生产企业包括栋方股份 (835056.OC) 和诺斯贝尔 (835320.OC)。2016 年，意大利莹特丽营业收入 4.5 亿欧元，约 32.6 亿元人民币；韩国科丝美诗营业收入 7569.6 亿韩元，约 43.6 亿元人民币；韩国科马营业收入 6674.7 亿韩元，约 38.5 亿元人民币；中国栋方股份营业收入仅 1.64 亿元，诺斯贝尔营业收入 12.1 亿元，且增长速度均有下降趋势，难以维持规模增长。

图 22: 栋方股份 2013-2016 年营业收入及增长速度



数据来源: wind, 西南证券整理

图 23: 诺斯贝尔 2013-2016 年营业收入及增长速度



数据来源: wind, 西南证券整理

因此, 研发领域需要与品牌和渠道进行全产业链的整合, 从而维持规模效应, 实现产业链上下游协同合作。青岛金王合计投资 5192.3 万元, 获得广州栋方 45% 的股权, 为第一大股东。其利用广州栋方的技术领先优势, 加强自身在化妆品研发与生产方面的力量, 为引进国际品牌, 实现快速落地本土化提供平台, 为后续自主品牌开发奠定基础, 实现全产业链联动。

3 美丽转身, 打造颜值经济产业圈

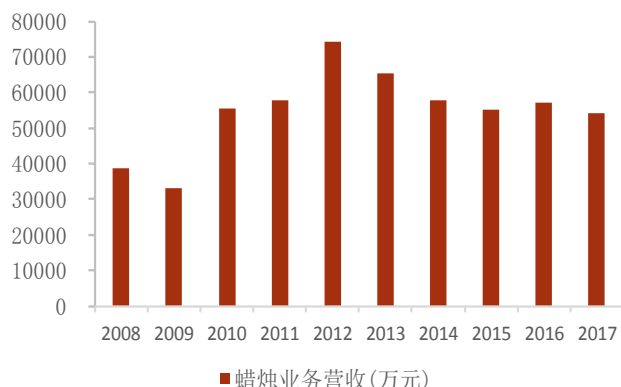
3.1 蜡烛业务遇发展天花板, 油品贸易利润持续低迷

公司成立之初的主营业务是新材料蜡烛制品和相关工艺制品的开发、生产和销售, 属于蜡烛及相关工艺品制造行业。公司多年来在新材料蜡烛和工艺品业务上深耕细作, 通过自主创新、研发设计、提升品牌效应、打造国际化产业布局等手段, 逐步建立了品牌、技术和渠道优势, 在产品细分市场上保持绝对领先优势, 已发展成为具有国际竞争力的新材料蜡烛制品及相关制品生产商, 行业龙头地位突出。

2007 年, 公司开始进军油品贸易行业, 开展石蜡及相关石油副产品、燃料油和沥青等大宗商品的贸易业务。经过多年的发展, 公司的油品贸易业务也逐步形成了一定的规模, 营业收入逐年增长, 截至 2017 年, 公司传统业务实现营业收入 21 亿元。

尽管公司通过多年的经营在两大传统业务建立了一定的竞争优势和竞争壁垒, 但还是在发展的过程中遇到了一定的天花板和阻力。公司的蜡烛业务处于行业龙头水平, 但经过多年的发展, 蜡烛消费市场已接近达到饱和状态, 基本不会出现大幅度增长的局面, 因此, 未来收入增长空间有限; 油品贸易业务收入虽逐年增长, 但毛利率低下, 且呈现下降的趋势。

图 24：公司蜡烛业务营业收入



数据来源：wind，西南证券整理

图 25：公司油品贸易业务毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

我国的化妆品消费市场快速发展，具有巨大的发展潜力，而且化妆品行业不属于价格竞争行业，具有足够的利润空间，因此，公司自 2013 年开始进军化妆品行业，通过投资、并购等方式整合优势资源，加速向化妆品领域拓展，并取得了显著的成就。目前，化妆品业务是公司的核心发展板块，金王围绕化妆品品牌、研发生产、渠道进行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。

3.2 线上线下齐发力，构筑渠道竞争壁垒

化妆品行业的销售渠道主要包括专营店、商超、百货、药妆店、美容院、电商等。近年来线下渠道增速放缓，而电商作为新兴的购物渠道，伴随中国网络购物市场交易规模的扩张发展迅速，不过线上零售无论如何发展，占社会消费品零售总额也不到 25%，线上永远不可能替代线下，线下也永远不可能替代线上。对美妆个护行业而言，当前越来越多的淘品牌开始走向线下，传统品牌发力线上，这两个方向看似背道而驰，实则殊途同归，因为全渠道是大势所趋，放弃任何一个渠道都等同于放弃一大片市场，在当前的市场环境下，多元化的品牌策略和全渠道策略相结合，才能充分享受中国化妆品市场的高速成长。目前青岛金王已经完成了线上和线下的全渠道布局，其线下渠道运营规模位居国内 TOP1，线上渠道运营的 GMV 规模居国内 TOP2。

3.2.1 线上渠道

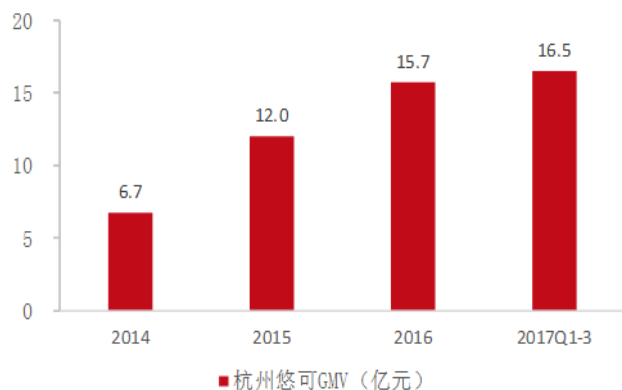
杭州悠可的经营模式以代运营天猫官方旗舰店、品牌官网为主，向主流电商平台等线上经销商分销为辅，服务内容涵盖旗舰店及官网建设、整合营销、店铺运营、客户服务、商业分析、仓储物流和供应链管理等。

电商代运营随电子商务的兴起而发展，也应化妆品品牌商的需求而生。代运营模式是指品牌方将化妆品线上店铺委托给公司代为运营，公司提供包括线上店铺建设及运营、新品推广、售前售后服务等电子商务综合服务，从而赚取相应的差价或收取相应的费用。随着网购的快速发展，品牌商逐渐意识到线上销售渠道的重要性，尝试通过自营、代运营和经销等多种模式进驻线上，但相较于专业电商代运营服务商，传统线下品牌商欠缺良好的线上渠道搭建和运营管理能力。为了拓展线上渠道且保持品牌声誉，寻求专业化妆品代运营服务商的合

作已成为品牌商的主要选择之一，因此，以杭州悠可为代表的专业化妆品线上代运营企业快速发展，逐步成为化妆品电商领域的重要组成部分。

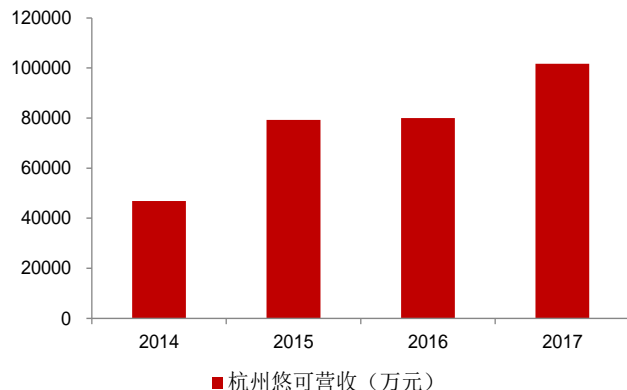
杭州悠可的经营规模和市占率逐步提升。根据智研咨询数据，2015 年和 2016 年国内化妆品电商市场容量分别为 571.29 亿元和 687.75 亿元，杭州悠可 2015 年和 2016 年实现 GMV12.0 亿元和 15.7 亿元，计算得到公司市场占有率分别为 2.1%和 2.3%，市占率逐步提升。

图 26：杭州悠可 GMV



数据来源：中国报告网，西南证券整理

图 27：杭州悠可营收



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：杭州悠可市场占有率

杭州悠可	GMV (亿元)	化妆品电商市场容量 (亿元)	市场占有率
2015	12	571.29	0.021
2016	15.7	687.75	0.023

数据来源：智研咨询，西南证券整理

化妆品线上运营企业以杭州悠可、丽人丽妆为代表，二者虽然主要从事化妆品线上销售业务，但具体的经营模式还是有较大的差别。在化妆品电商领域，主要可以分为自营、代运营和经销三种模式，其中代运营又包括买断模式和服务费模式。买断模式和服务费模式所提供的服务基本相同，两者的差异主要在于买断模式下产品的所有权属于代运营商，主要通过赚取差价获取利润；服务费模式下产品所有权属于品牌方，主要通过向品牌方收取店铺运营的服务费获得收入。其中，杭州悠可以代运营天猫官方旗舰店、品牌官网为主，丽人丽妆以化妆品电商零售为主。杭州悠可线上分销业务占收入比例有所增长，主要原因系合作品牌自身销量增长、合作品牌数量增加以及分销业务的电商平台数量增加。预计悠可线上代运营业务未来服务费模式占比将有所提升，自身分销业务的比重不断扩大。

表 3：杭州悠可各业务收入及占比

单位：万元	2014	占比	2015	占比	2016 年 1-9 月	占比
线上品牌代运营	31737.3	69%	47962.0	65%	29058.9	57%
其中：买断销售	26358.2	57%	39628.2	54%	19695.7	39%
服务费	5379.1	12%	8333.8	11%	9363.3	18%
线上分销	14266.7	31%	256478.0	35%	22077.3	43%
合计	46004.0	100%	73609.9	100%	51136.2	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：杭州悠可、丽人丽妆比较

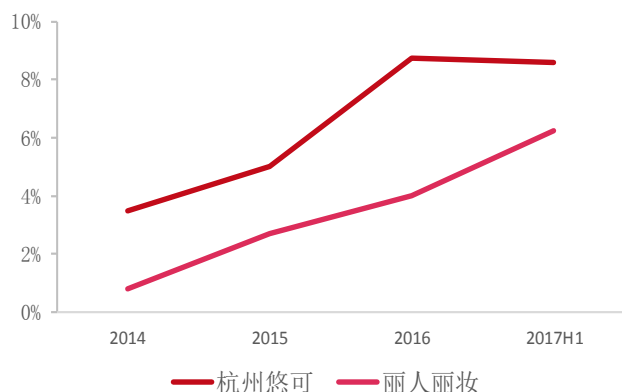
	业务模式	品牌	渠道
杭州悠可	杭州悠可已建立起以代运营天猫官方旗舰店、品牌官网为主,向主流电商平台等线上经销商分销为辅的经营模式,服务内容涵盖旗舰店及官网建设、整合营销、店铺运营、客户服务、商业分析、仓储物流和供应链管理等	雅诗兰黛旗下倩碧和雅诗兰黛;欧舒丹;欧莱雅旗下药妆薇姿、理肤泉和修丽可;法国品牌娇韵诗;韩国品牌菲诗小铺、谜尚等 20 多个品牌,以中高端为主。	天猫、淘宝、唯品会、聚美、京东、美丽说、蘑菇街、一号店、小红书等
丽人丽妆	公司主营业务包括化妆品电商零售、品牌营销服务、化妆品分销等业务。在上述业务中,化妆品电商零售业务是公司最核心的业务,品牌营销服务、化妆品分销等业务占比较低。	截至 2017 年 6 月 30 日,公司已与兰蔻、雅漾、碧欧泉、雪花秀、兰芝、美宝莲、妮维雅等 55 个化妆品品牌达成合作关系,是天猫美妆平台中获得品牌授权数量最多的网络零售服务商之一。	天猫、淘宝

数据来源：公司公告，西南证券整理

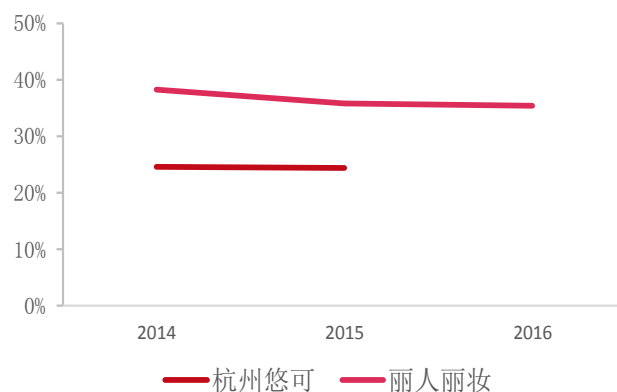
杭州悠可相比丽人丽妆在品牌、盈利能力和渠道三方面具备优势。

（1）品牌优势：国际中高档品牌占据我国化妆品市场的份额较大。2015 年，玫凯琳、欧莱雅分别以 5.6%、5.1% 的市场占有率位列我国护肤品市场的第一、二名；而美宝莲与欧莱雅分别以 17.5%、9.1% 的市场份额占据我国彩妆市场前两位；同时，雅诗兰黛、迪奥、香奈儿等国际中高端品牌也稳定占据我国化妆品市场一定份额。根据全球经验来看，排名前五的化妆品企业比较稳定，分别是欧莱雅、联合利华、宝洁、雅诗兰黛和资生堂，可见短期内，国际中高端化妆品品牌仍将占有我国化妆品市场的较大份额。杭州悠可主要代理品牌多为国际中高档化妆品，具有较高的知名度及品牌吸引力，丽人丽妆代理的国际中高端品牌占品牌总数比重与杭州悠可相比较低。

（2）盈利能力优势：公司 GMV 与营收规模增长迅速，净利率高于丽人丽妆。杭州悠可 2017 年前三季度 GMV16.5 亿元，预计全年超 20 亿元，贡献收入 11.7 亿元、净利润 0.8 亿元，净利润同比增加 65.6%，增长迅速。杭州悠可的毛利率较丽人丽妆低，主要是因为杭州悠可代理国际中高端品牌化妆品，与丽人丽妆代理的化妆品产品相比，整体采购价格较高，销售差价较小，从而导致毛利率较低；此外，则是由于杭州悠可成立时间短，规模效应尚未形成。但是，在净利率方面，杭州悠可表现更佳，悠可 2017 年净利率为 8%，而丽人丽妆的年净利润率不足 3%，这还是在丽人丽妆获得巨额返利情况下的净利润，2014-2016 年公司获得返利的金额占到毛利的 36%、31%、25%，杭州悠可的高净利率主要原因在于杭州悠可的销售费用率较低，从而导致期间费用率较丽人丽妆更具优势。杭州悠可销售费用率较低的原因主要在于其丰富的化妆品电商运营经验和较强的营销能力，首先悠可拥有优秀的营销团队，营销经验丰富，随着推广渠道的多样化，杭州悠可采用主体营销、网红营销、达人营销、视频营销等多媒体营销手段，提高品牌曝光度，强化品牌形象；其次，悠可拥有技术上的优势，杭州悠可的 BI 系统（商业智能系统）能够充分利用公司的数据优势，进行大数据分析，为品牌客户制定更符合市场潮流的产品上架策略、采用更迎合终端消费者使用习惯的页面设计等。

图 28：主要化妆品代运营商净利率


数据来源：公司公告，丽人丽妆招股说明书，西南证券整理

图 29：主要化妆品代运营商毛利率


数据来源：公司公告，丽人丽妆招股说明书，西南证券整理

表 5：杭州悠可、丽人丽妆费用对比

杭州悠可	2014		2015		2016 年 1-9 月			
单位：万元	金额	占营收比例	金额	占营收比例	金额	占营收比例		
销售费用	6,911.3	15.0%	10,261.6	13.9%	7,348.1	14.4%		
管理费用	2,070.8	4.5%	2,571.8	3.5%	2,897.9	5.7%		
财务费用	-25.5	-0.1%	-92.6	-0.1%	-121.1	-0.2%		
合计	8,956.6	19.5%	12,740.9	17.3%	10,124.9	19.8%		
丽人丽妆	2014		2015		2016		2017 年 1-6 月	
	金额	占营收比例	金额	占营收比例	金额	占营收比例	金额	占营收比例
销售费用	23,271.1	32.5%	34,508.3	28.4%	54,529.9	27.1%	30,179.4	24.9%
管理费用	2,744.4	3.8%	4,015.5	3.3%	6,701.1	3.3%	3,642.0	3.0%
财务费用	293.9	0.4%	248.1	0.2%	-396.8	-0.2%	172.2	0.1%
合计	26,309.4	36.8%	38,772.0	31.9%	60,834.2	30.2%	33,993.6	28.0%

数据来源：公司公告，丽人丽妆招股说明书，西南证券整理

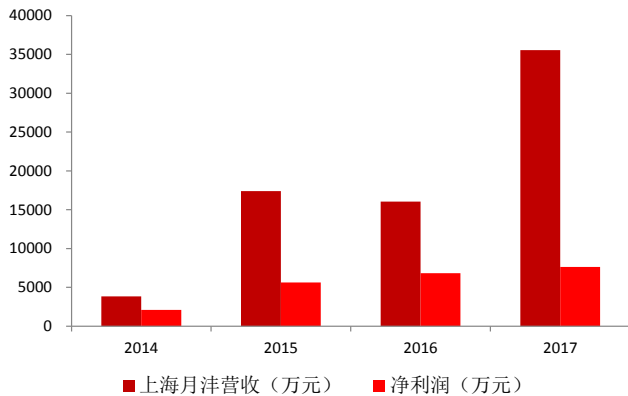
(3) 渠道优势：杭州悠可的多渠道电商平台布局，有利于降低对单一渠道的依赖。杭州悠可的渠道遍布中国五个主流美妆 B2C 平台（天猫、淘宝、唯品会、聚美、京东），同时还拥有如美丽说、蘑菇街、一号店、小红书等新型的电商和跨境电商平台。而丽人丽妆的渠道则比较单一，主要依靠天猫及淘宝开展化妆品电商业务。

3.2.2 线下渠道

上海月沅是一家专业的化妆品线下直营渠道运营商，其主要作为化妆品品牌代理商及运营商，上海月沅重点发展增长态势良好的以屈臣氏、丝芙兰为代表的连锁专营店渠道、以大润发、家乐福为代表的大型连锁超市渠道，并坚持渠道终端直营管理模式，以求保持较高的利润率。上海月沅拥有“肌养晶”品牌全渠道的独家销售权；“美津植秀”品牌在屈臣氏、万宁渠道的销售总代理权；“植萃集”品牌在屈臣氏渠道的销售总代理权。2017 年公司新增了韩后、百雀羚、珂莱欧、玫得、SNP 等品牌的屈臣氏运营服务权，并新开发货架终端 6400 余个，因此营收大幅增长，2017 年上海月沅营收增速高达 121.4%，不过对新品牌的宣传推广导致销售费用增加，从而冲减了部分利润。由于上海月沅坚持化妆品直营模式，作为品牌

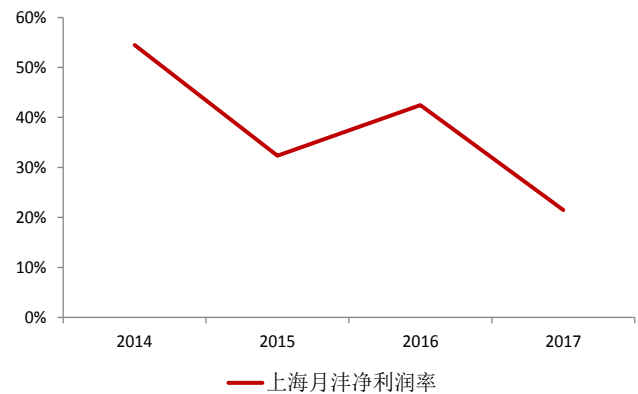
总代理，上游直接面向生产方，下游直接与优质的连锁渠道商开展合作，因此始终保持较高的利润率。

图 30：上海月沅营业收入和净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：上海月沅净利率



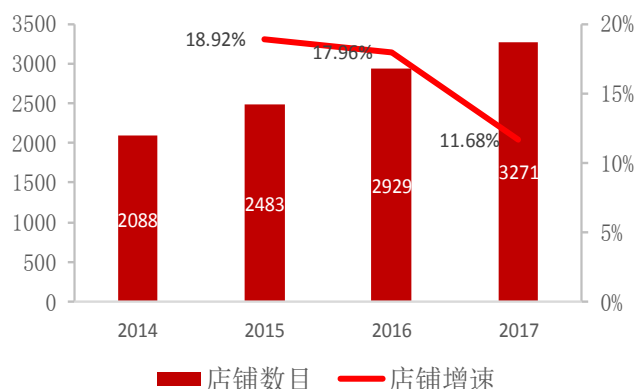
数据来源：公司公告，西南证券整理

上海月沅的成长占据了天时、地利、人和的优势

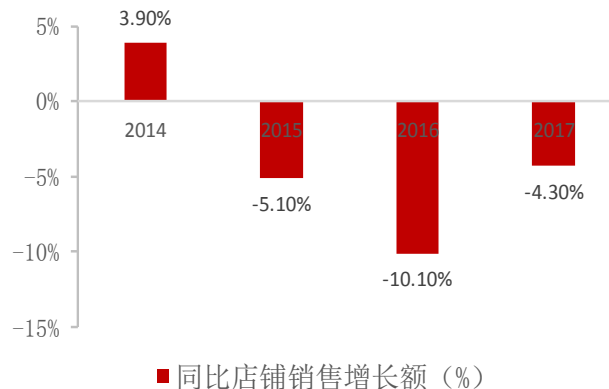
天时：由于人们对健康和养生的重视程度的增加，纯天然近些年来成为主流，在崇尚自然主义的今天，无论是外资品牌，还是本土企业，纷纷杀入植物护肤行列。“肌养晶”在化妆品领域中较早复配加入植物精粹，引领天然护肤理念，成为健康护肤领先者。1999 年美津植秀进入中国，凭其独特的品牌定位，过硬的产品质量，优秀的市场服务，在诸多国际品牌中脱颖而出，逐步拥有了一大批忠实消费者，连续获得屈臣氏“最佳销售奖”、“至爱品牌”等称号。

地利：上海月沅拥有屈臣氏这一优质的线下渠道资源。截至 2017 年，屈臣氏在中国已拥有超过 3000 家线下门店，且仍以较快的速度扩大门店数量。近年来，由于电商的冲击，屈臣氏的店铺销售额有所下降，但 2017 年下降的速度有所放缓，显示出屈臣氏线下经营的复苏迹象。这也与屈臣氏的“门店升级、调整产品线”转型密不可分，在门店形态革新的同时，继续扩大规模，保持市场占有率。屈臣氏的线下门店都是一块非常宝贵的渠道资源，借助屈臣氏的力量，许多陌生的品牌能够进入大众的视野，知名的品牌能够增加销量，如植萃集这个 2012 年方才成立的品牌，从 2013 年开始就直接进入屈臣氏渠道试点销售，短短几年，它以每年超 100% 的速度递增达到上亿零售体量，取得不俗的销售业绩；还有美津植秀也是屈臣氏成功的典范，2013 年曾用不到 1000 家门店实现一年 3 亿多的零售奇迹。截至 2016 年，上海月沅在屈臣氏、万宁及欧利芙洋渠道共开设及运营化妆品直营终端超过 700 个（含目前以代运营方式管理的“植萃集”品牌终端约 160 个），遍布全国约 30 个省级行政单位。

渠道下沉，屈臣氏瞄准三四线城市。随着三四线城市经济的发展和人均收入水平的提高，人们的消费能力也水涨船高，对于个人护理与美妆的需求也越来越大。屈臣氏经过多年的发展在全国遍地开花，已经成功地树立起了品牌的形象，在三四线城市，屈臣氏也拥有足够的品牌认知度。相比一二线城市，三四线城市的生活节奏较慢，拥有较多的闲暇时间可以用来逛商场，在一二线接近饱和的情况下，下沉至三四线城市成为屈臣氏的主要选择。未来，三四线城市将成为屈臣氏的主要业绩增长点。

图 32：屈臣氏门店数目变化及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：屈臣氏同比店铺销售增长率


数据来源：公司公告，西南证券整理

人和：上海月沅创始人蔡燕芬、朱裕宝拥有 15 年以上的化妆品业务运营经验，其自 2002 年起与屈臣氏开展合作，多年来在屈臣氏开设的直营终端销售额均名列同类产品前列，与屈臣氏之间形成了长期友好互利的合作伙伴关系。上海月沅拥有一支经验丰富且较为稳定的销售团队，形成终端固定促销人员与流动促销人员相结合的灵活模式，可以有效贯彻公司制定的促销策略，达成销售目标，保证了较高的店面单产水平。

表 6：上海月沅运营品牌一览

品牌名称	品牌标志	品牌名称	品牌标志
肌养晶		韩后	
美津植秀		百雀羚	
植萃集		珂莱欧	
玫得		SNP	

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.3 金王产业链管理有限公司

青岛金王不断通过产业链管理公司收购或新设子公司，拓展公司线下渠道的疆域版图。青岛金王设立金王产业链管理有限公司的目的在于开展全国线下优势渠道资源整合，进一步深耕线下渠道运营环节。截至 2017 年 6 月 30 日，金王的线下渠道已经覆盖全国 14 个省，覆盖终端网点超过 10000 家。

表 7：金王产业链管理有限公司收购或投资的化妆品线下渠道公司

时间	标的	收购情况	标的公司经营情况
2016 年 1 月	浙江金庄	增资+股转，本次交易完成后，产业链管理公司持有浙江金庄 60%的股权	浙江金庄为自然堂、欧诗漫、卡姿兰、美即面膜、阿玛尼、Gucci、蜜丝佛陀、CK、梦妆等国内外知名品牌护肤、彩妆、香水等产品的浙江省内区域的渠道运营商。浙江金庄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 1,000 多家
2016 年 2 月	云南弘美	增资+股转，本次交易完成后，产业链管理公司持有云南弘美 60%的股权	为佰草集、韩束、一叶子、韩雅等国内外知名品牌产品的云南省内区域的渠道运营商。云南弘美现有经营渠道包含购物中心、CS 渠道、KA 渠道，百货等几大类。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。
2016 年 2 月	山东博美	增资+股转，本次交易完成后，产业链管理公司持有山东博美 60%的股权	为高丝、相宜本草、韩后、美即、秀丽韩、蓝秀、凯芙兰、高柏诗、京润珍珠、婷美等国内外知名品牌护肤、彩妆、香水等产品的山东省内区域的渠道运营商。山东博美现有经营渠道包含 CS 渠道、KA 渠道，百货等几大类。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。
2016 年 2 月	四川弘方	增资+股转，本次交易完成后，产业链管理公司持有四川弘方 60%的股权	为珀莱雅、丸美、韩雅、温碧泉、美即极上面膜、美丽加芬、资源、优妮等等国内外知名品牌护肤、面膜、原液、洗护等产品的四川省内区域的渠道运营商。四川弘方现有经营渠道包含购物中心、CS 渠道、KA 渠道，百货等几大类。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。
2016 年 5 月	安徽弘方	增资+股转，本次交易完成后，产业链管理公司持有安徽弘方 60%的股权	为佰草集、丸美、美素、欧诗漫、阿道夫、珀薇、艾露德玛 等国内外知名品牌护肤、彩妆、香水等产品的安徽省内区域的渠道运营商。安徽弘方现有经营渠道包含购物中心、CS 渠道、KA 渠道，百货等几大类。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。
2016 年 7 月	湖北晶盟	产业链管理公司出资 765 万元，占注册资本的 51%；陈晶出资 735 万元，占注册资本的 49%	湖北弘方将承接武汉彩轩所有运营品牌的代理权、相关资产、销售渠道、销售业务及管理运营团队，目前武汉采轩拥有 WHOO 后、兰芝、韩束、一叶子、吾尊、红色小象、天芮、丹姿水密码、艾露德玛、诱惑、法兰琳卡、滋源、瓷肌、御泥坊、同仁堂牙膏等多个国际国内知名品牌护肤、彩妆、洗护等产品的湖北省地区代理运营商。武汉采轩现有经营渠道包含购物中心、CS 渠道、KA 渠道，屈臣氏、百货等几大类。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采轩运营品牌的销售人员约 10000 余名。
2016 年 7 月	临沂博美	产业链管理公司出资 918 万元，占注册资本的 51%；何相礼出资 882 万元，占注册资本的 49%	目前公司拥有联合利华、强生、妮维雅、六神、高露洁、两面针、狮王等多个国际国内知名品牌产品区域运营权。现有经营渠道包含购物中心、CS 渠道、商超渠道、百货等几大类。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。

时间	标的	收购情况	标的公司经营情况
2016 年 7 月	甘肃弘方	产业链管理公司出资 510 万元，占注册资本的 51%；李志飞出资 490 万元，占注册资本的 49%。	甘肃弘方设立后将在甘肃省区域及周边区域等地区经营护肤品等产品的销售代理。
2016 年 7 月	厦门旭美	产业链管理公司出资 459 万元，占注册资本的 51%；李玉霞出资 441 万元，占注册资本的 49%	厦门旭美设立后将在福建省区或闽南闽西地区经营护肤、彩妆、美体内衣、香水、洗护、婴童日用等产品的销售代理业务。
2016 年 7 月	甘肃博文弘方	产业链管理公司出资 433.50 万元，占注册资本的 51%；张玉文出资 212.50 万元，占注册资本的 25%；臧晓方出资 204.00 万元，占注册资本的 24%	甘肃博文弘方设立后将在甘肃、青海、宁夏等区域经营洗护、口腔、护肤等产品的销售代理业务。
2016 年 7 月	福建弘方	产业链管理公司出资 510 万元，占注册资本的 51%；洪宇出资 490 万元，占注册资本的 49%	福建弘方设立后将在福建地区、闽南地区等区域经营护肤、彩妆、洗护等产品的销售代理业务。
2016 年 7 月	河南弘方	产业链管理公司出资 1020 万元，占注册资本的 51%；王学惠出资 580 万元，占注册资本的 29%；白金华出资 400 万元，占注册资本的 20%	河南弘方设立后将在河南省区域及周边区域等地区经营护肤品等产品的销售代理。
2016 年 11 月	烟台合美	产业链管理公司出资 510 万元，占注册资本的 51%；烟台森美出资 490 万元，占注册资本的 49%	烟台合美设立后将在烟台市区域及周边区域等地区经营护肤品等产品的销售代理。
2016 年 11 月	金王喜爱	产业链管理公司出资 816 万元，占注册资本的 51%；青岛喜爱出资 784 万元，占注册资本的 49%	金王喜爱设立后将在青岛市区域及周边区域等地区经营护肤品等产品的销售代理。
2016 年 11 月	天津弘方	产业链管理公司出资 2550 万元，占注册资本的 51%；天津风向标出资 2450 万元，占注册资本的 49%	天津弘方设立后将在天津市区域及周边区域等地区经营护肤品等产品的销售代理。

数据来源：公司公告，西南证券整理

通过线上线下的渠道整合，公司不断拓展渠道的广度和深度，形成多元化和高效协同的销售网络，线上线下渠道互动互通的全渠道布局。

3.3 多品牌策略、全人群覆盖

欧睿数据显示，2016 年全球彩妆市场体量同比增长 8.4%，而中国市场 2016 年化妆品零售总额为 2222 亿，较上年增长 8.3%，其中彩妆以 15% 的增速继续领跑，可见彩妆进入了快速增长的红利期，但随着消费不断升级，彩妆也开始迎来了两种截然不同的发展趋势：高端化与平价化。公司作为美妆全产业链公司，经过过去几年的积累和创新，现已拥有 200 多个国内外知名品牌的特许经营及代理权。既有自有的品牌，也有子公司代运营的品牌，既有满足高档需求的高端品牌，又有适合渠道下沉的中低端品牌。

3.3.1 自有品牌：“蓝秀”、“LC”、“植萃集

“蓝秀”、“LC”、为青岛金王子公司广州韩亚旗下品牌。2015 年 11 月 26 日，青岛金王发布公告拟购买广州韩亚 100% 股权，广州韩亚将成为青岛金王全资子公司。广州韩亚系国内彩妆行业三巨头之一，具有一定的市场稀缺性，旗下拥有“蓝秀”、“LC”品牌资源，蓝秀品牌重新定位轻奢生活风，真正做到回归品质、回归价值、回归专业，带给消费者极致的色彩体验，并迎合彩妆中高端化的新潮流，而作为彩妆新势力的 LC 品则主打年轻化，目标人群锁定 16 至 29 岁消费者，平均价位在 70 至 90 元，渠道以二三线城市为主，并下沉至三四线市场，致力将 LC 打造为中国中低价位彩妆第一品牌。总体来看，韩亚成为青岛金王并购的首个化妆品品牌，对韩亚的收购完成也标志这青岛金王在美妆自有品牌端的布局。而植萃集是青岛金王与联营企业广州栋方艾圣（国内化妆品生产制造企业前 3 强）发起成立的广州植萃集化妆品有限公司旗下品牌，它是青岛金王在深度布局化妆品产业链中护肤品领域里的关键品牌，植萃集这个 2012 年方才成立的品牌，从 2013 年开始就直接进入屈臣氏渠道试点销售，短短几年，它以每年超 100% 的速度递增达到上亿零售体量。

表 8：韩亚美妆品牌介绍

品牌	定位	价格区间	开店目标
蓝秀	定位于轻奢生活风，以亲民价格带给消费者极致的色彩体验，迎合彩妆中高端化的新潮流	100-120 元	2017 年，将加大市场投入，计划向市场投放 3000 个品牌柜，其中新增柜台数达到 2000 个，蓝秀 2017 年预计仍将实现 15%-20% 的增长，稳居国内彩妆前三名
LC	主打年轻化，定位国内中低价位彩妆第一品牌	70—90 元	LC 将在 2017 年投放市场 3000 个柜台，2018 年再度投放 3000 个，2019 年实现在市场覆盖 10000 个柜台的目标

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 34：蓝秀品牌大事记



数据来源：公司官网、公告，西南证券整理

3.3.2 运营品牌：涵盖欧美、日韩、国产全品牌

青岛金王代运营的品牌广泛，涉及高、中、低等不同档次，以及欧美、日韩、国产等不同系列的品,总体来看以海外品牌为主。欧美品牌包括雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗、欧舒丹、伊芙黎雪，日韩品牌则包括美精植秀、肌养晶、谜尚、The Face Shop、Skin Food、LG 等。

杭州悠可欧美高端品牌为主。青岛金王的全资子公司杭州悠可是国内规模最大的化妆品品牌线上服务商之一，目前代理 30 多个国际高知名度化妆品品牌。依托淘宝的双十一购物节，更是推动公司业绩的大幅增长，2011 年，悠可旗下全部品牌的销量破千万；2012 年，悠可旗下全部品牌的销量接近 3000 万；2013 年，悠可旗下全部品牌的销量超过 5000 万；2014 年，悠可旗下全部品牌的销量破亿；2017 年，杭州悠可双十一当天销售额（GMV）超过 10 亿元。随着既有品牌交易金额不断攀升，以及授权品牌数量的增长，杭州悠可未来的业绩增长空间巨大。2016 年前三季度杭州悠可的客户 Top5 分为唯品会（中国）有限公司、雅诗兰黛（上海）商贸有限公司、天津聚美优品科技有限公司、欧莱雅（中国）有限公司和普罗旺斯欧舒丹贸易（上海）有限公司，分别占比 28.57%、6.23%、5.11%、4.16%和 4.13%，可见杭州悠可以代理欧美一线品牌为主，不过这两年，杭州悠可的产品悄悄地发生了两大变化，不仅有高端线品牌，也有大众线品牌。




















上海月沅以日韩和国产品牌为主。青岛金王另一子公司上海月沅则主要通过屈臣氏、万宁等个人用品连锁店来销售肌养晶、美津植秀、植翠集、悠妮、韩后、百雀羚、珂莱欧、玫得、SNP 等品牌，作为线下渠道运营商的上海月沅代理运营的产品以日韩和国产品牌为主。

表 9：杭州悠可各品牌年度交易金额情况

品牌	业务模式	2014 年度商品交易金额 (万元)	2015 年度商品交易金额 (万元)	2016 年 1-9 月商品交易金额 (万元)
Eskin(含薇姿、理肤泉、修丽可)	线上品牌代运营买断销售	7,280.88	11,087.82	5,354.12
	线上分销	13,396.77	12,172.38	10,894.40
雅诗兰黛	线上品牌代运营服务费	7,296.23	16,483.63	14,086.46
谜尚	线上品牌代运营买断销售	5,209.97	5,725.81	4,291.58
	线上分销	3,139.92	6,423.93	6,649.93
菲诗小铺	线上品牌代运营买断销售	7,076.29	7,985.64	1,882.45
	线上品牌代运营服务费			4,220.01
	线上分销	1,407.70	1,951.04	1,211.93
倩碧	线上品牌代运营服务费	6,125.60	10,155.27	7,786.22
WHOO	线上品牌代运营买断销售	2,758.15	7,937.20	433.51
	线上分销	1,288.38	5,599.25	909.45
娇韵诗	线上品牌代运营买断销售	4,301.52	7,619.46	6,235.76
羽西	线上分销	1,291.98	5,329.56	6,326.55
欧舒丹	线上品牌代运营买断销售	672.16	3,239.84	
	线上品牌代运营服务费		3,922.28	3,645.29
安婕妤	线上品牌代运营买断销售	648.78	752.02	584.66
	线上分销	1,148.88	2,005.40	2,124.87
前十大代理化妆品品牌商品交易总额		63,043.21	108,390.53	76,637.19
杭州悠可商品交易总额		66,930.61	120,116.09	91,183.12
前十大代理化妆品品牌销售占比		94.19%	90.24%	84.05%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 10：杭州悠可旗下品牌

品牌名称	品牌标志	品牌名称	品牌标志
娇韵诗 CLARINS		欧舒丹 LOCCITANE	
薇姿 VICHY		OPI	
理肤泉 LA ROCHE-POSA		森田药妆 DR. JOU	
修丽可 SKINCEUTICALS		蜜葳特 MELVITA	
安婕妤 ANGLEE		苏秘 37° SU:M 37°	
思肤亲 SKINFOOD		HABA	
伊夫黎雪 YVES ROCHER		REN	
倩碧 CLINIQUE		蕾莉欧 L'ERBOLARIO	
雅诗兰黛 ESTEE LAUDER		WHOO	
谜尚 MISSHA		LG 生活健康	

品牌名称	品牌标志	品牌名称	品牌标志
菲诗小铺 THE FACE SHOP		C·E·V	
悠语 YORYU			

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

3.4 布局上游研发，打通全产业链

2014 年 4 月，青岛金王合计投资 5192.3 万元，共获得广州栋方 45% 的股权为第一大股东。广州栋方是集研发、生产、销售于一体的综合型化妆品制造企业，拥有专业的科研中心、专业人才和优秀团队，并与中山大学联合成立“天然植物护肤联合研究中心”，与国际化妆品（亚太）联合研究发展中心（ICJDC）、法国 LAAAF 抗衰老保健中心、法国 AY 化妆品顾问有限公司（Cosmetic Consulting Co.Ltd.Limited）、日本 ITC 国际化妆品株式会社研究中心、澳大利亚 LALISSE73 研究中心等国际知名机构展开多项交流。此外，公司还特别注重技术研发投入，尤其注重对绿色化妆品技术的研发，在天然、有机化妆品方面的研究走在行业前列。除了人才优势和技术优势外，品牌策划能力也是广州栋方独特的竞争优势。公司建有品牌孵化中心，致力于帮助客户进行品牌定位及拓展。

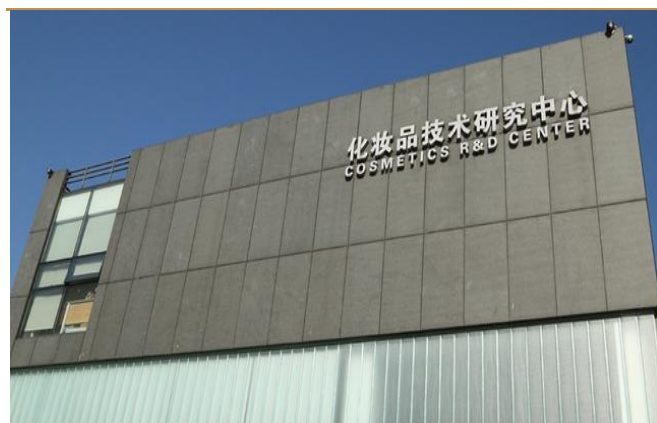
植萃集是广州栋方专为东方女性打造的天然、时尚、安全、健康的化妆品品牌，它集科研、生产、服务于一身，从原料到终端都受到全程的质量把控，是目前国内化妆品界为数不多的一体化品牌。青岛金王对广州栋方的投资，有利于加强公司在研发和生产技术上的能力，加强现有品牌的输出，也有助于后续打造自主的品牌。

图 35：植萃集



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 36：化妆品研究中心



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 金王的下一个目标：数字化供应链和科技服务平台

4.1 共享、赋能、共赢，利用科技打造智慧供应链

公司正大力发展智慧供应链和智慧零售。零售的关键在于成本、效率和用户体验，决定这三者的关键又在于高效的供应链。在传统的供应链模式下，信息、货物的流动都是单线性的，从品牌商到分销商到零售商再到终端客户，一层一层传递，反之亦如是。这种供应链管理反应极为迟钝，整个供应链无法对瞬息万变的市场需求作出快速反应，不仅造成库存积压，增加库存成本，而且会因供货不及时而降低顾客的满意度。除此之外，也容易导致信息孤岛，各个环节的企业之间的信息数据不能共享，只能依据各自独立的预测和需求信息确定其运营策略，从而无法使整个供应链的效益最大化。

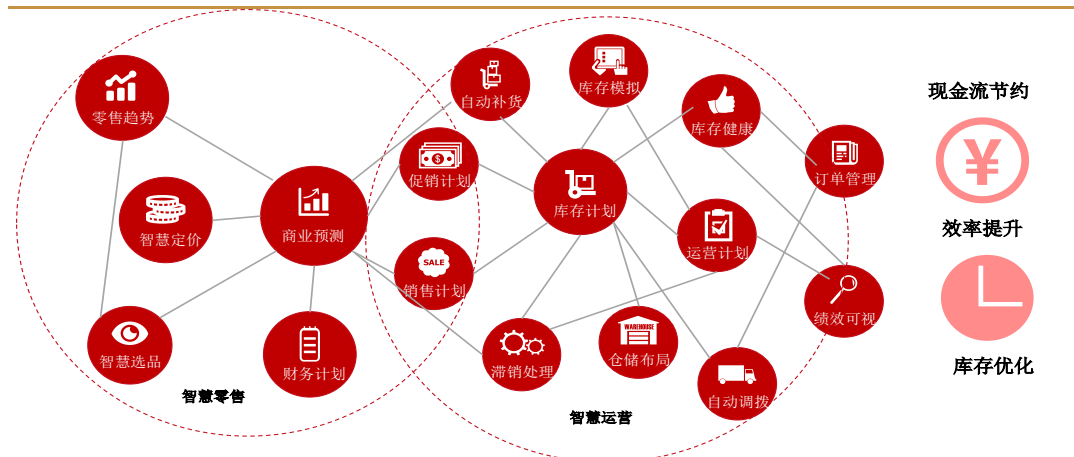
图 37：传统供应链



数据来源：西南证券整理

智慧供应链有利于各方利益，有利于供应链的效益和效率最大化。在智慧供应链的模式下，不再是以往的线性层级传递，而是变成了一种网状结构，数据是基础，预测是核心，提升效率是目的。一个完善的供应链至少应该包含以下几部分：客户关系管理（CRM）、仓储、调度、采购和物流。其中，CRM 是最终端的系统，直接面向消费者，直接收集客户的数据，最关键的预测以及后续供应链的反应都是基于 CRM 系统收集的客户的的数据；（1）结合历史销售数据、消费者购买行为等数据，深入洞察，运用人工智能算法，为采销人员推荐最优商品组合，为经销商计算得到最优价格，制定促销策略和促销价格；（2）CRM 系统使公司迅速掌握店铺销售数据和市场趋势，提升出入库和仓储货品盘点的准确度，及时进行货源调配，提高存货周转率，确保商品始终会出现在距离消费者最近的位置。总体而言，通过智慧供应链，通过数据共享，零售商可以知道要卖什么产品，要卖多少价格；分销商可以知道要采购什么产品，要采购多少，要怎么分配；生产商可以知道消费者的偏好，要生产什么产品，也可以知道消费者偏好的变化，要研发什么产品。有效的数字化供应链整体有望推动企业收入增长 10%，采购成本下降 20%，供应链成本降低 50%。

图 38：智慧供应链

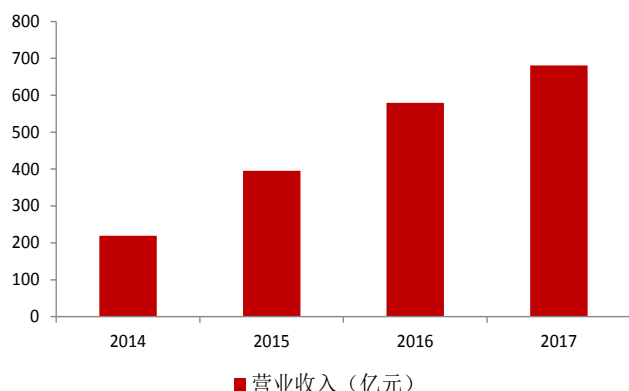


数据来源：LOGResearch, 西南证券整理

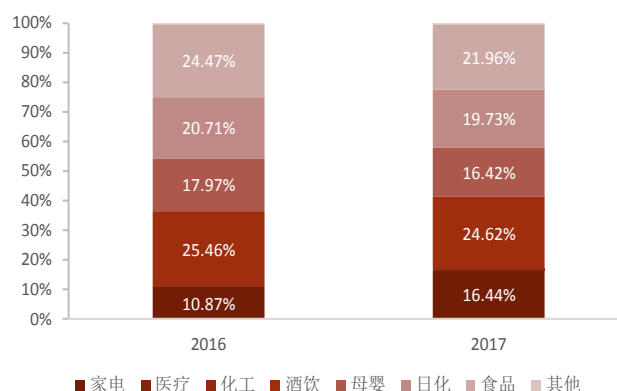
金王的下一个野心是成为全国领先的颜值产业数字化供应链及科技服务平台。京东通过开放供应链引入更多的合作伙伴，让大家共享这套体系，通过规模优势让供应链效率更高，成本更低。金王正走在相同的路上，金王产业链管理公司及各省市化妆品渠道管理公司同终端零售企业联手成立众妆供应链公司，以各省众妆供应链为基础，利用互联网工具、大数据和人工智能科技对供应链和终端零售进行信息化、数字化、智能化改造升级，应用智能 POS 终端，打通零售会员系统，形成统一的会员运营和服务体系，对内提升效率、降低成本、改善运营流程，打造“数字化新零售 SaaS 科技服务平台”，对外输出创新技术和服务一体化解决方案，促进化妆品行业资源和科技成果转化为价值，致力成为全国领先的颜值产业数字化供应链及新零售科技服务平台。

在数字化供应链及新零售科技服务平台下：（1）对下游零售终端而言，提升零售终端管理效率，增强零售终端的市场竞争力；（2）对运营商而言，过信息、资源共享，提高各渠道运营商的经营效率；（3）对上游品牌商而言，帮助合作的化妆品品牌商、生产商共享消费渠道和终端资源，从而实现高效分销，快速覆盖终端网点。最终，在上下游两个层面不断推动平台发展，持续加强公司渠道规模、用户规模、销售规模，通过赋能上下游，实现各方共赢。目前青岛金王与阿里巴巴、腾讯和京东等互联网巨头在新零售领域均有合作计划。与拥有巨大规模用户及业内领先技术的阿里巴巴和腾讯打算在用户系统的开发和资源利用进行合作，与拥有自营物流系统的京东计划在供应链领域进行合作，致力于用互联网思维走数字化管理新零售道路。

怡亚通是金王成长路上的一个强有力的对手，二者的野心相似，而路子有所不同。怡亚通以做供应链服务起家，涉足 IT、通信、家电、医疗、酒饮、母婴、日化 and 食品等行业，哪里有商品流通，哪里需要整合，哪里就有怡亚通的身影。自 2011 年开始，怡亚通陆续收购日化代理商，继整合了山东方圆、山西馨德、广西大泽、广西科桂等多家年销过亿元的大型日化代理商之后，于 2013 年 8 月收购广西大泽 60% 股份，成立广西怡亚通大泽深度供应链管理公司。广西大泽是一家化妆品区域代理公司，拥有欧莱雅、资生堂、曼秀雷敦、露得清等等品牌；山西馨德拥有联合利华、上海家化、高露洁等品牌；进入 2015 年，怡亚通的目光转到了化妆品连锁企业，江苏百分女人与广州康缇被收购。自 1997 年怡亚通成立以来，迎来一次又一次的转型，从最早的服务型企业转型为平台型企业，再由平台型企业转型为生态型企业。

图 39：怡亚通营业收入


数据来源：怡亚通年报，西南证券整理

图 40：怡亚通 380 分销平台分行业收入组成


数据来源：怡亚通年报，西南证券整理

青岛金王成立的众妆供应链管理有限公司和怡亚通打造的深度 380 分销服务平台公司
有异曲同工之妙，承担着类似的职责和功能。380 分销平台供应链服务，将传统渠道代理商
模式转变为平台运营模式，通过整合各区域优质经销商的渠道，实现国内外城市平台共享与
分销体系优化，构建一个快捷、高效的直供渠道，为客户实现供应链管理的优化，提高市场
竞争力。众妆所要打造的是厂（品牌）、商（代理商）、店（化妆品店）、资本（青岛金王）
四位一体的新商业模式，通过众妆在资本、采购、管理上的优势，将资源进行整合。

目前市场给予青岛金王和怡亚通的 PE 估值分别是 20 倍和 25 倍，青岛金王略有被低估。

表 11：青岛金王和怡亚通部分比较

	青岛金王	怡亚通
供应链管理	众妆供应链管理有限公司	深度 380 分销服务平台公司
整合领域	化妆品行业	快速消费品（日化、母婴、酒饮、食品），通讯，家电，医疗器械及医药
整合特点	全产业链整合	侧重下游渠道整合

数据来源：青岛金王、怡亚通年报，西南证券整理

4.2 新零售样板店出炉，向数字化管理的新零售道路迈进

目前金王已经打造了几款新零售样本点，如 BEAUTY WORKSHOP、姿研舍。

样板店：BEAUTY WORKSHOP。金王在 2018 年推出了 BEAUTY WORKSHOP 新零
售样板店。通过线下样板店，消费者可以在线下试用并“种草”（打算购买），在线上杭州悠
可运营的品牌旗舰店“拔草”（实现购买）。金王可以利用线下样板店里的摄像头，通过传感
技术在消费者一走进门店的时候进行肤质肤色、品牌偏好、颜色偏好、价格偏好、消费停留
时间和所购商品等会员信息的自动采集，并且通过大数据平台及人工智能的分析，为门店销
售提供精准的数据决策支持。此外，BEAUTY WORKSHOP 还整合了自助收银、全球购、
医美仪器、智能试妆机、直播间等诸多年轻消费者喜爱的模块，在商品品类上也以进口品为
主，面膜、彩妆、香水等热门品类占据核心位置。总之，BEAUTY WORKSHOP 的主要目
的就是吸引消费群体，让顾客能重新进入线下门店购物，主要特征就是年轻化、智能化、体
验化。

样板店：姿研舍（SCHANG）：是金王新零售的样板店，姿研舍它以“店中店”的形式替代了传统大卖场的日化区，姿研舍定位略高于屈臣氏，但又低于丝芙兰，整体偏轻奢的同时兼顾时尚和场景的植入，采用新颖的区域设计和灵活多样的促销手段来吸引更多年轻消费群体。作为场内美妆品零售区，姿研舍创新加入了顾客互动体验区，顾客可以在该区域进行化妆品的试用，并且在卖场内开展高端消费者沙龙以及美妆小课堂等互动，增加顾客的体验感。

新零售方面，金王还将打造全新的 C2M 个性化服务体验平台。公司 C2M 主要是指通过检测顾客的皮肤相关指标，制定个性化的方案，再利用线上线下，海外购等渠道实现资源配置，为顾客提供适合自身的个性化服务。消费者既可以在线下实体店亲身体验产品，又可以享受线上购物的便利，打造“虚拟+现实”的购物体验。

图 41：数字金王战略



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 42：青岛金王新零售样板店



数据来源：公司官网，西南证券整理

4.3 人人乐入股，深化新零售合作

2018 年 3 月 21 日，人人乐连锁商业集团股份有限公司（以下简称“人人乐”）发布公告称与青岛金王应用化学股份有限公司（以下简称“青岛金王”）均具备新零售产业及相关资源、渠道优势。为落实深化双方的战略合作关系，公司拟使用自有资金参与认购青岛金王非公开发行的股票，参与认购的价格范围为不低于 23.20 元/股，认购资金不超过人民币 3.5 亿元。

人人乐拥有优质的终端零售市场资源，这将与青岛金王的线下渠道资源和供应链优势进行强强联合。此外，在新零售浪潮的影响下，人人乐升级了传统门店，在原有卖场的空间布局、商品结构等方面进行了改造升级，同时推出了 Lesuper（高端精品超市）、Lelife（社区生活超市）、Lefresh（生鲜超市）等新型零售业态，目前均处于开店培育期。截至 2017 年上半年，公司共计开设了 9 家高端精品超市和 4 家网购社区生活超市。青岛金王和人人乐在新零售领域的携手合作，必将充分利用两者的优势，实现互利互惠。

图 43：青岛金王携手人人乐


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 44：Lesuper（高端精品超市）


数据来源：公司官网，西南证券整理

5 盈利预测与估值

假设 1：由于美妆线上发展最为迅速，预计子公司杭州悠可 2018-2020 销量增速分别为 40%、35%、25%；上海月沣主营美妆产品线下代理业务，预计子公司上海月沣 2018-2020 销量增速分别为 30%、25%、20%；广州韩亚为青岛金王具有自有品牌的子公司，预计韩亚 2018-2020 销量增速分别为 15%、10%、5%；除此以外，金王产业链管理有限公司将继续开展全国线下优势渠道资源整合，预计 2018-2020 销量增速分别为 40%、30%、20%。随着规模化优势的凸显，预计 2018-2020 公司化妆品业务毛利率为 35%不变。

假设 2：随着公司发展重心的转移，将适当控制油品贸易业务的规模，预计发展速度将不断减缓，2018-2020 年销量增速分别 30%、25%、25%，2018-2020 年公司油品贸易业务毛利率维持 2017 年 1.7%水平不变。

假设 3：蜡烛消费是生活必需品，但市场已基本饱和，因此销量增速和毛利率基本保持稳定，预计 2018-2020 年蜡烛业务销量保持近 3 年平均水平，毛利率维持 2017 年 27.2%水平不变。

表 12：化妆品业务营业收入拆分（百万元）

子公司	项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
广州韩亚	营业收入	--	147.3	139.4	160.3	176.3	185.2
	营业收入增速	--	--	-5.4%	15.0%	10.0%	5.0%
杭州悠可	营业收入	792.8	800.5	1017.0	1423.8	1922.1	2402.6
	营业收入增速	--	1.0%	27.0%	40.0%	35.0%	25.0%
上海月沣	营业收入	174.0	160.6	355.4	462.0	577.6	693.1
	营业收入增速	--	-7.7%	121.4%	30.0%	25.0%	20.0%
金王产业链管理有限公司	营业收入	--	357.8	1344.4	1882.2	2446.8	2936.2
	营业收入增速	--	--	275.7%	40.0%	30.0%	20.0%

数据来源：公司年报，西南证券

表 13：分业务收入及毛利率（百万元）

业务	项目	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
化妆品业务	营业收入	174.0	664.9	2563.4	3928.3	5122.8	6217.0
	营业成本	29.3	361.2	1713.8	2553.4	3329.8	4041.1
	毛利率	83.2%	45.7%	33.1%	35.0%	35.0%	35.0%
贸易行业	营业收入	750.3	1135.0	1571.9	2043.5	2554.4	3192.9
	营业成本	734.3	1122.0	1545.8	2009.5	2511.9	3139.9
	毛利率	2.1%	1.1%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
新材料蜡烛及工艺品	营业收入	552.6	570.3	541.2	554.7	555.4	550.4
	营业成本	395.5	400.1	393.9	403.7	404.2	400.6
	毛利率	28.4%	29.8%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
合计	营业收入	1476.9	2371.0	4676.5	6526.4	8232.5	9960.4
	营业成本	1159.1	1883.3	3679.8	4966.7	6246.0	7581.6
	毛利率	21.5%	20.6%	21.3%	23.9%	24.1%	23.9%

数据来源：公司年报，西南证券

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.1 亿元、5.6 亿元和 6.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.0 元、1.38 元和 1.7 元。可比公司最高估值 81 倍、最低估值 21 倍，中位估值在 35 倍，考虑公司位于高成长行业和高成长阶段，全产业链布局及终端渠道整合带来的效应明显，给予 30 倍 PE，目标价 30.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值比较

代码	证券简称	所属申万行业	总市值(亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE		
					TTM	18E	19E
002024.SZ	苏宁易购	商业贸易	1235.44	1235.44	29	81	52
002127.SZ	南极电商	商业贸易	250.23	250.23	42	30	21
002183.SZ	怡亚通	交通运输	152.20	152.20	25	21	18
000829.SZ	天音控股	商业贸易	90.82	90.82	39	31	24
002094.SZ	青岛金王	商业贸易	87.26	87.26	20	21	18
300740.SZ	御家汇	化工（化妆品）	84.86	84.86	52	39	28
603605.SH	珀莱雅	化工（化妆品）	71.82	71.82	33	28	23
603214.SH	爱婴室	商业贸易	54.59	54.59	57	48	39

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

渠道整合不及预期的风险；并购标的不能完成业绩承诺，导致大额商誉减值风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4676.53	6526.44	8232.53	9960.35	净利润	444.79	448.87	620.90	766.72
营业成本	3679.80	4966.66	6245.99	7581.59	折旧与摊销	35.18	43.76	52.15	60.42
营业税金及附加	15.84	22.11	27.89	33.74	财务费用	49.38	65.52	86.08	110.62
销售费用	368.24	522.12	658.60	796.83	资产减值损失	65.28	15.00	15.00	15.00
管理费用	197.57	424.22	493.95	547.82	经营营运资本变动	-432.09	-424.57	-715.36	-861.45
财务费用	49.38	65.52	86.08	110.62	其他	-117.77	-37.65	-48.78	-55.07
资产减值损失	65.28	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	44.79	110.93	9.99	36.24
投资收益	223.21	22.00	34.00	40.00	资本支出	-807.07	-120.00	-95.00	-95.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	465.00	22.00	34.00	40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-342.07	-98.00	-61.00	-55.00
营业利润	526.29	532.82	739.02	914.76	短期借款	593.24	255.67	428.31	374.95
其他非经营损益	7.17	7.53	7.50	7.46	长期借款	56.50	50.00	100.00	100.00
利润总额	533.46	540.35	746.52	922.22	股权融资	345.40	0.00	0.00	0.00
所得税	88.66	91.48	125.62	155.50	支付股利	-19.63	0.00	0.00	0.00
净利润	444.79	448.87	620.90	766.72	其他	-381.67	141.12	-136.08	-110.62
少数股东损益	41.86	42.24	58.43	72.15	筹资活动现金流净额	593.84	446.79	392.23	364.33
归属母公司股东净利润	402.94	406.63	562.47	694.57	现金流量净额	287.24	459.72	341.22	345.57
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	845.57	1305.29	1646.51	1992.07	成长能力				
应收和预付款项	935.88	1238.86	1796.28	2460.42	销售收入增长率	97.24%	39.56%	26.14%	20.99%
存货	755.53	1025.26	1292.56	1571.91	营业利润增长率	125.28%	1.24%	38.70%	23.78%
其他流动资产	47.84	130.53	246.98	398.41	净利润增长率	123.09%	0.92%	38.33%	23.49%
长期股权投资	76.05	76.05	76.05	76.05	EBITDA 增长率	115.22%	5.12%	36.62%	23.77%
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	211.33	213.97	210.83	207.01	毛利率	21.31%	23.90%	24.13%	23.88%
无形资产和开发支出	1589.96	1664.92	1712.29	1752.06	三费率	13.15%	15.50%	15.05%	14.61%
其他非流动资产	198.11	196.74	195.37	194.00	净利率	9.51%	6.88%	7.54%	7.70%
资产总计	4660.27	5851.63	7176.86	8651.93	ROE	15.52%	13.72%	15.95%	16.46%
短期借款	825.24	1080.91	1509.22	1884.17	ROA	9.54%	7.67%	8.65%	8.86%
应付和预收款项	544.54	740.76	933.03	1131.19	ROIC	16.61%	11.88%	13.27%	13.44%
长期借款	226.50	276.50	376.50	476.50	EBITDA/销售收入	13.06%	9.84%	10.66%	10.90%
其他负债	197.64	481.60	465.35	500.60	营运能力				
负债合计	1793.92	2579.77	3284.11	3992.46	总资产周转率	1.24	1.24	1.26	1.26
股本	392.55	407.38	407.38	407.38	固定资产周转率	24.58	30.69	38.76	47.68
资本公积	1082.70	1067.86	1067.86	1067.86	应收账款周转率	9.74	9.59	8.51	7.25
留存收益	987.40	1394.02	1956.50	2651.07	存货周转率	6.63	5.49	5.33	5.24
归属母公司股东权益	2506.00	2869.27	3431.74	4126.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.91%	—	—	—
少数股东权益	360.35	402.58	461.01	533.16	资本结构				
股东权益合计	2866.35	3271.86	3892.76	4659.48	资产负债率	38.49%	44.09%	45.76%	46.15%
负债和股东权益合计	4660.27	5851.63	7176.86	8651.93	带息债务/总负债	58.63%	52.62%	57.42%	59.13%
					流动比率	1.76	1.68	1.77	1.88
					速动比率	1.25	1.21	1.31	1.42
					股利支付率	4.87%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.99	1.00	1.38	1.70
					每股净资产	6.15	7.04	8.42	10.13
					每股经营现金	0.11	0.27	0.02	0.09
					每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	610.86	642.10	877.25	1085.80					
PE	21.37	21.18	15.31	12.40					
PB	3.44	3.00	2.51	2.09					
PS	1.84	1.32	1.05	0.86					
EV/EBITDA	13.62	13.60	10.11	8.29					
股息率	0.23%	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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn