

光明开路美丽转身，全链条打造颜值经济产业链

首次覆盖报告

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0170511070001

●公司传统业务增长放缓，实现“美丽转身”铺设化妆品全产业链

公司在蜡烛行业地位居前排名稳固，主要消费群体欧美国家消费平稳，公司蜡烛业务增长受限。从2013年起，公司通过收购等模式开启“美丽转身”进军化妆品行业。公司以实业+资本的方式建立化妆品产业联盟投资，整合优势资源，逐步建设形成完整的化妆品全产业链。公司2017年化妆品业务实现营收25.63亿元，占总营收55%，同比增长285%，毛利率为33%。

●我国化妆品市场增量可观，存量整合升级进行时

我国限额以上化妆品零售额2010-2017年均复合增长率为13.87%，仅次于美国全球第二大化妆品消费国。且2017年同比增速达14.80%，持续高于社零增速。受益于我国人均化妆品消费水平较低、颜值消费盛行，化妆品受众人群扩大、受众年龄向两端延伸等因素，整体市场可拓空间较大。

●公司布局化妆品全产业链，打造颜值经济产业链

(1) 上游：入股广州栋方(OEM/ODM)，收购广州韩亚(彩护一体)，从上游布局品牌和生产端，培育自有品牌植萃集，掌握国内少数彩护一体的稀缺资源。(2) 下游：线上收购杭州悠可，第二大国际化化妆品国内电商运营商；线下收购上海月沣，专业的线下直营渠道运营商；海外渠道，在一带一路政策红利，借助敦煌网跨境电商平台资源开拓海外新市场。(3) 新零售业务：打造众妆供应链美妆新零售共享平台，布局二三线城市；同终端零售企业人人乐联手打造线下化妆品专营店“美誉美Hi Beauty”。

●青岛金王深入打造“颜值经济产业链”，子公司业绩承诺保驾护航。首次覆盖给予“推荐”评级：

2018年公司在稳步发展传统业务的同时，继续深入打造“颜值经济产业链”，重点发展全国众妆供应链，持续增强公司渠道规模、用户规模、销售规模。同时子公司将继续高效实现业绩承诺为公司业绩保驾护航。我们预计公司2018-2020年净利润分别为6.36/7.83/9.74亿元，对应EPS分别为0.92/1.13/1.41元，首次覆盖给予“推荐”评级。

●风险提示：渠道整合不及预期、终端需求不达

财务摘要和估值指标

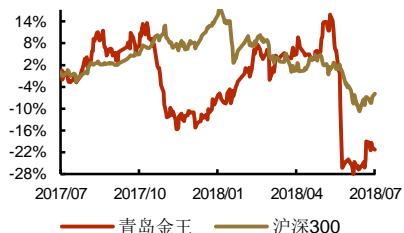
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2371	4,677	7,132	8,629	10,221
增长率(%)	60.5	97.2	52.5	21.0	18.5
净利润(百万元)	185.3	403	636	783	974
增长率(%)	104.6	117.4	57.8	23.2	24.3
毛利率(%)	20.6	21.3	25.3	25.2	25.7
净利率(%)	7.8	8.6	8.9	9.1	9.5
ROE(%)	10.4	15.5	19.7	19.6	19.7
EPS(摊薄/元)	0.27	0.58	0.92	1.13	1.41
P/E(倍)	36.02	16.6	10.5	8.5	6.9
P/B(倍)	3.80	2.7	2.1	1.7	1.4

推荐(首次评级)

市场数据 时间 2018.07.23

收盘价(元):	9.41
一年最低/最高(元):	8.6/23.9
总股本(亿股):	6.93
总市值(亿元):	65.17
流通股本(亿股):	5.99
流通市值(亿元):	56.33
近3月换手率:	91.88%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	9.13	-18.53	-9.26
绝对	5.21	-25.65	-16.06

相关报告

目 录

1、 公司概况：蜡烛龙头光明开路，聚焦美妆华丽转身	4
1.1、 发展历程：光明开路，美丽转身	4
1.2、 股权结构：实控人陈索斌，公司通过定增与合作伙伴深度绑定	4
1.3、 营业绩效：蜡烛油品贡献稳定利润，美妆突飞猛进	5
1.3.1、 公司业绩持续增长，上下游供货与客源稳定	5
1.3.2、 传统业务增长放缓，化妆品业务极速拓展	7
2、 化妆品市场增量可观，存量整合升级进行时	9
2.1、 化妆品市场持续增长，“颜值经济”下增量可观	9
2.2、 下游零售终端多元化，产品渠道整合空间大	11
2.3、 我国本土化妆品牌集中度较低，细分领域存在巨大增量空间	13
3、 公司布局化妆品全产业链，打造颜值经济产业链	14
3.1、 上游：打通研发生产环节，完善上游产业链建设	15
3.1.1、 广州栋方研发生产于一体的化妆品企业 为公司化妆品业务的研发及生产提供有利支持	15
3.1.2、 广州韩亚彩护一体，品牌资源显著	17
3.2、 下游：线上线下全渠道扩展，搭建国内外销售网络	18
3.2.1、 线上渠道：杭州悠可化妆品电商运营服务商	18
3.2.2、 线下渠道：上海月沣线下直营渠道运营商	20
3.2.3、 海外渠道：联手敦煌网积极扩展海外市场	22
3.3、 加码众妆布局低线城市，打造数字化新零售服务平台	23
3.3.1、 众妆供应链：美妆新零售共享平台、布局二三线	23
3.3.2、 人人乐联手青岛金王，布局美妆新零售	23
4、 青岛金王深入打造“颜值经济产业链”，子公司业绩承诺保驾护航	24
5、 风险提示	24
附：财务预测摘要	25

图表目录

图 1： 青岛金王发展历程	4
图 2： 控股股东、实际控制人控股情况	4
图 3： 青岛金王营业收入及增速	5
图 4： 青岛金王归母净利润及增速	5
图 5： 青岛金王主营业务构成和变化	7
图 6： 青岛金王蜡烛业务营收及增速变化	8
图 7： 青岛金王油品贸易业务营收及增速变化	8
图 8： 青岛金王化妆品业务营收及增速变化	9
图 9： 青岛金王各业务毛利率变化	9
图 10： 全球化妆品市场规模及增速	9
图 11： 全球各区域化妆品市场份额占比变化	9
图 12： 限额以上商品零售总额、化妆品零售额及同比增速	10
图 13： 全国各级城市重点大型零售企业化妆品零售额增速	10
图 14： 部分国家人均护肤品消费额（美元）	10
图 15： 欧洲女性护肤品年人均消费金额（欧元）	10
图 16： 中国 2010、2015 年化妆品各销售渠道占比变化	11
图 17： 中国 2012-2017 化妆品线上销售规模以增速	12
图 18： 2017 年中国化妆品新兴销售渠道占比	12

图 19: 中国 2015 年化妆品专营店市场份额	12
图 20: 中国化妆品代理商各营业规模占比	13
图 21: 中国化妆品代理商毛利状况	13
图 22: 中国化妆品各品牌市场份额占比	13
图 23: 中国护肤品市场前二十大本土品牌市场占有率逐年提升	13
图 24: 青岛金王颜值经济生态圈	14
图 25: 广州栋方研究基地	16
图 26: 自有品牌植萃集	16
图 27: 广州栋方营收及净利润变化	16
图 28: 广州栋方毛利率及净利率变化	16
图 29: 广州栋方 2017 年营收构成	16
图 30: 广州栋方业绩承诺及实现情况	16
图 31: 广州韩亚彩护产品图例	17
图 32: 广州韩亚经营模式	17
图 33: 蓝秀线下专柜	17
图 34: 蓝秀线上销售渠道	17
图 35: 广州韩亚营收及净利润变化	18
图 36: 广州韩亚业绩承诺与完成情况	18
图 37: 杭州悠可合作品牌	19
图 38: 杭州悠可线上品牌代运营模式	19
图 39: 杭州悠可线上分销模式	19
图 40: 杭州悠可各经营模式营收占比	19
图 41: 杭州悠可各经营模式毛利率变化	19
图 42: 杭州悠可营收及净利润变化	20
图 43: 杭州悠可 GMV 变化	20
图 44: 上海月沣合作品牌	21
图 45: 上海月沣主要经营模式	21
图 46: 上海月沣营收及净利润变化	21
图 47: 上海月沣业绩承诺与完成情况	21
图 48: 敦煌网界面	22
图 49: 美誉美店面陈设	24
图 50: 美誉美体验区	24
 表 1: 截止 2018 年 4 月 23 日青岛金王前十大股东明细	5
表 2: 青岛金王近三年前五大供应商采购情况	6
表 3: 青岛金王近三年前五大客户情况	6
表 4: 中国化妆品市场流通环节	11
表 5: 青岛金王化妆品产业链并购历程	14
表 6: 杭州悠可业绩承诺与完成情况	20
表 7: 青岛金王旗下部分经销商业绩承诺	23

1、公司概况：蜡烛龙头光明开路，聚焦美妆华丽转身

1.1、发展历程：光明开路，美丽转身

青岛金王成立于1993年，2006年于深交所上市。公司成立之初主要从事新材料蜡烛及相关工艺制品的生产和销售。公司多年来通过自主创新、研发设计、打造国际化产业布局等策略，已发展成为亚洲第一，全球排名前列的具有国际竞争力的新材料蜡烛制品生产商，行业龙头地位突出。

从2013年开始，公司从蜡烛“光明业务”，开启“美丽转身”进军化妆品行业。采用实业+资本的方式建立化妆品产业联盟投资，整合优势资源，加速向化妆品领域拓展，确定了围绕化妆品研发、生产、线上线下营销渠道、品牌运营的整体产业规划和布局，逐步建设形成完整的化妆品全产业链。

目前公司的战略定位以及经营计划是，在稳步发展新材料蜡烛及油品贸易业务的同时，深入打造“颜值经济产业链”，致力于打造全国领先的颜值产业资源整合平台，重点发展全国众妆供应链，在上下游两个层面打造“数字化新零售科技平台”，持续增强公司渠道规模、用户规模、销售规模。

图1：青岛金王发展历程



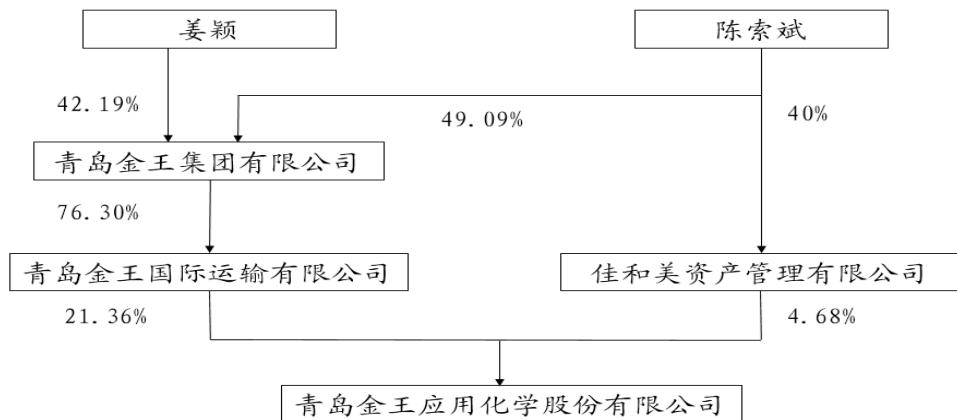
资料来源：公司官网、新时代证券研究所

1.2、股权结构：实控人陈索斌，公司通过定增与合作伙伴深度绑定

青岛金王国际运输有限公司直接持有公司21.36%的股份，为公司控股股东，创始人陈索斌通过青岛金王运输以及佳和美资产管理间接持有公司27.02%股权，为公司实际控制人（其中青岛金王集团股东姜颖，为陈索斌妻妹，已将其所持有金王集团的全部表决权授权给陈索斌行使。）

公司通过高管增持，同时通过定向增发的方式，与人人乐、杭州悠可、广州韩亚、上海月沣等合作公司利益绑定，实现深度高效合作。

图2：控股股东、实际控制人控股情况



资料来源：2018年公司债第一期募集说明书、新时代证券研究所

表1：截止2018年4月23日青岛金王前十大股东明细

股东名称	股份数量(股)	股份比例(%)	备注
青岛金王国际运输有限公司	86,999,013	21.36	实控人陈索斌
佳和美资产管理有限公司	19,065,603	4.68	
人人乐连锁商业集团股份有限公司	14,835,093	3.64	人人乐
珠海新能联合投资合伙企业	20,000,000	4.91	
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	8,237,986	2.02	中植资本
全国社保基金四零三组合	10,145,760	2.49	
杭州悠飞品牌管理合伙企业	9,915,147	2.43	杭州悠可
蔡燕芬	7,964,587	1.96	上海月泮
张立海	6,836,697	1.68	广州韩亚
蓝色经济区产业投资基金(有限合伙)	6,864,988	1.69	
合计	190,864,874	46.85	

资料来源：2018年公司债第一期募集说明书，公司公告，新时代证券研究所

1.3、营业绩效：蜡烛油品贡献稳定利润，美妆突飞猛进

1.3.1、公司业绩持续增长，上下游供货与客源稳定

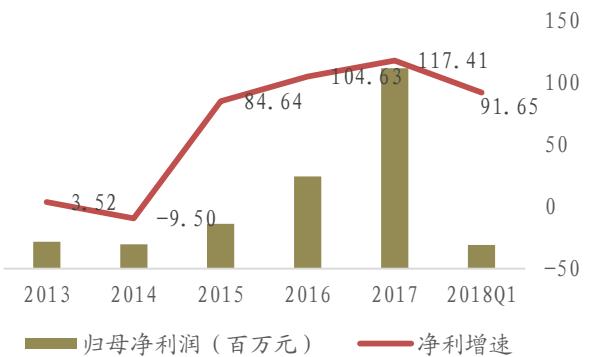
公司业绩整体稳步上升，其中2014年营收及净利润出现下滑主要系欧洲经济复苏，市场竞争加剧以及人民币对美元汇率持续升值，劳动力成本上升，公司外销市场受到影响，2015年后公司充分利用公司研发及设计优势，降低产品成本增加市场竞争力，业绩显著回升。2017年实现营业总收入4676.53百万元，较去年同期增长97.24%，增速较2016年增长36.7%，主要系公司深入推进“颜值经济产业园”平台以及杭州悠可并表所致。公司2017年实现归母净利润402.94百万元，较去年同期增长117.41%，且公司自2015年净利润均以80%以上的增速持续增长。

图3：青岛金王营业收入及增速

图4：青岛金王归母净利润及增速



资料来源：wind、新时代证券研究所



资料来源：wind、新时代证券研究所

公司近年来同主要供应商以及重要客户建立了稳定的合作关系，同时不存在某一供货源或销售客户占比过高的情况，因此不存在对上游供货以及下游销售过分依赖的现象。

表2：青岛金王近三年前五大供应商采购情况

时间	供应商名称	采购金额 (万元)	占采购总额的比例
2017 年	欧莱雅（中国）有限公司	64,760.06	13.37%
	盘锦大兴沥青有限公司	25,577.32	5.28%
	中油海昇石油化工（大连）有限公司	24,840.30	5.13%
	淄博齐翔腾达化工股份有限公司	18,042.97	3.73%
	中油海化石油化工（大连）有限公司	11,723.45	2.42%
	合计	144,944.10	29.93%
2016 年	中油海昇石油化工（大连）有限公司	49,280.32	24.33%
	山东齐旺达石油化工有限公司	15,861.98	7.83%
	中油海化石油化工（大连）有限公司	7,930.91	3.92%
	上海宣博石油化工有限公司	6,908.28	3.41%
	河北鹏晟石油化工有限公司	4,784.90	2.36%
	前五大供应商合计	84,766.39	41.85%
2015 年	乌鲁木齐海达伟业石油化工有限责任公司	11,378.24	7.94%
	上海有晖石油化工有限公司	8,309.19	5.80%
	盘锦大兴沥青有限公司	7,068.79	4.93%
	中海油销售江苏有限公司	6,315.77	4.41%
	大庆市让胡路区翔宇经贸有限责任公司	4,939.15	3.45%
	前五大供应商合计	38,011.14	26.52%

资料来源：2018年公司债第一期募集说明书、新时代证券研究所

表3：青岛金王近三年前五大客户情况

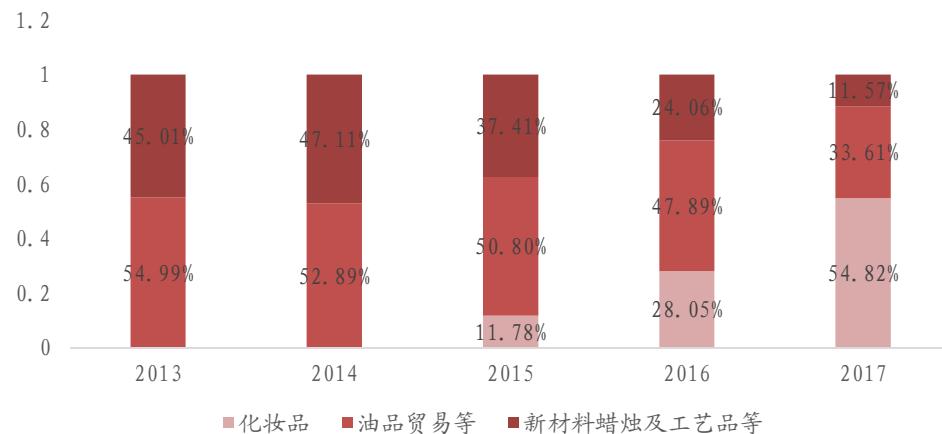
时间	客户名称	销售金额 (万元)	占销售总额的比例
2017 年	淄博茂隆实业有限公司	47,167.79	10.09%
	唯品会(中国)有限公司	29,369.13	6.28%
	屈臣氏	21,492.92	4.60%
	翰源能源(大连)有限公司	20,624.38	4.41%
	大连长丰石化有限公司	16,546.14	3.54%
	前五大客户合计	135,200.36	28.92%
2016 年	淄博山河石油化工储运有限公司	31,458.43	13.27%
	中国长江航运集团南京油运股份有限公司	16,997.82	7.17%
	金澳科技(湖北)化工有限公司	13,446.01	5.67%
	RB(利洁时)	12,322.20	5.20%
	屈臣氏	12,127.76	5.12%
	前五大客户合计	86,352.23	36.43%
2015 年	淄博山河石油化工储运有限公司	27,512.30	18.67%
	RB(利洁时)	17,535.26	11.90%
	屈臣氏	16,965.33	11.52%
	IKEA	10,285.57	6.98%
	江苏海德石化集团有限公司	7,303.49	4.96%
	前五大客户合计	79,601.95	54.03%

资料来源：2018年公司债第一期募集说明书、新时代证券研究所

1.3.2、传统业务增长放缓，化妆品业务极速拓展

公司的主营业务分为化妆品、新材料蜡烛及工艺制品和油品贸易三大板块，其中化妆品及新材料蜡烛为公司核心业务板块。随着公司 2013 年以来打造“颜值产业经济圈”带来的一系列投资并购活动，公司主营业务构成发生重大变化。2014 年油品、新材料蜡烛收入占比 100%，2015 年随着化妆品业务开始贡献收入，2015/2016/2017 年化妆品业务收入分别是 1.74/6.64/15.63 亿元，营收收入占比分别是 11.78%/28.04%/54.81%，化妆品收入增速快速增长，新材料蜡烛和油品贸易在收入占比中逐年下降。

图5：青岛金王主营业务构成和变化



资料来源：wind、新时代证券研究所

新材料蜡烛及相关工艺制品：经过多年发展，蜡烛市场已经比较成熟，其总体市场销售额不会出现跳跃式的高速增长。出于文化、宗教和日常生活需要等原因，蜡烛及相关制品已经成为国外消费群体生活的必需品，相关消费习惯和消费模式受宏观经济波动的影响相对较小。这使得公司主要的外销市场对蜡烛及相关制品的需求存在一定的刚性。使得公司蜡烛板块具有稳定的发展前景。近三年蜡烛收入增长大致在-5%~5%区间波动，近三年其毛利率维持在27%以上。

公司多年来通过自主创新、研发设计、提升品牌效应、打造国际化产业布局等手段，逐步形成了品牌和产品差异化的优势，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。

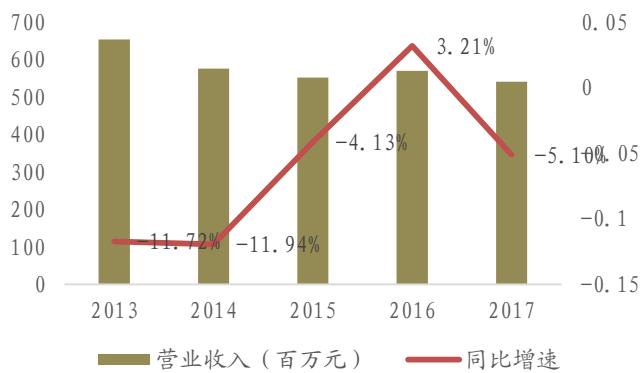
油品贸易业务：公司主要开展石蜡、燃料油及沥青等石油副产品的大宗商品贸易。公司是通过批发商模式进行油品贸易业务的中间服务商，目前主要采用锁定了上下游差价的闭口业务模式。2017年实现营业收入1571.91百万元，为2014年的2.5倍左右，同比增速达38.49%，但其毛利率较低，从2014年6.28%下降到2017年1.66%，近三年毛利率水平维持在2%-1%区间。

化妆品业务：目前化妆品业务已成为公司第一大核心业务，主要涉及化妆品的研发、生产、线上线下营销渠道、打造众状集采新零售服务平台等。2017年实现营业收入2563.44百万元，同比增长285.09%。同时该板块在三板块中毛利率最高，2017年毛利率为33.14%。

化妆品业务2015/2016/2017年毛利率分别为83.15%/45.68%/33.14%，整体毛利率呈现持续大幅下滑，主要系2015年上海月沣并表，其为化妆品线下直营渠道运营商，拥有主要经营品牌的独家销售权，因此毛利率较高。但2016年以后持续布局全国销售、营销渠道，主要以品牌代理的方式在商超、专营店等渠道销售，毛利率较直营模式低，毛利率水平近两年出现明显下滑，但随着该业务模式成熟，毛利率水平有望保持平稳。

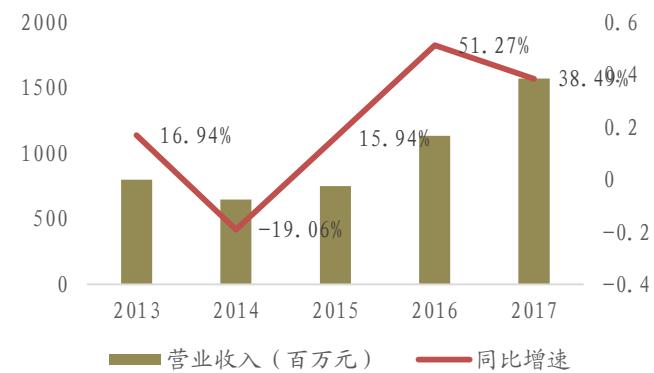
图6：青岛金王蜡烛业务营收及增速变化

图7：青岛金王油品贸易业务营收及增速变化



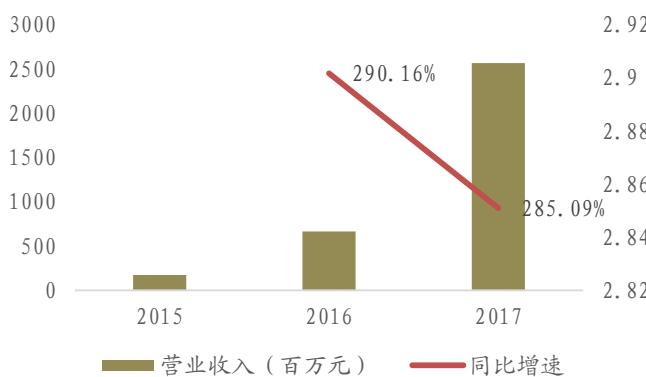
资料来源：wind、新时代证券研究所

图8：青岛金王化妆品业务营收及增速变化

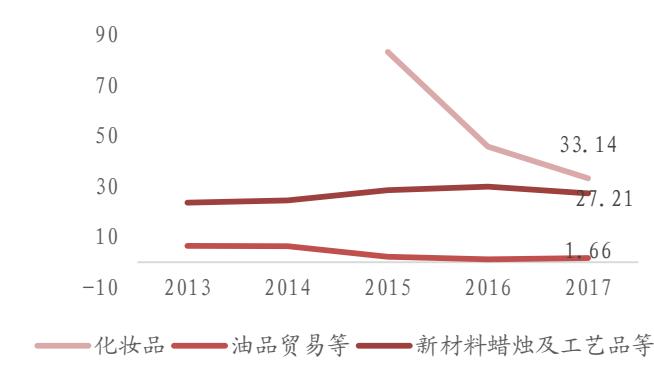


资料来源：wind、新时代证券研究所

图9：青岛金王各业务毛利率变化



资料来源：wind、新时代证券研究所



资料来源：wind、新时代证券研究所

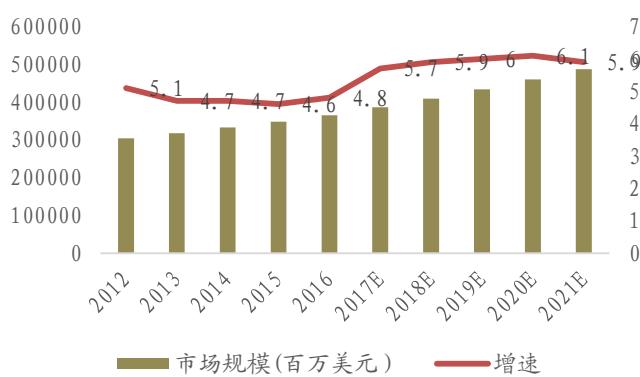
2、化妆品市场增量可观，存量整合升级进行时

2.1、化妆品市场持续增长，“颜值经济”下增量可观

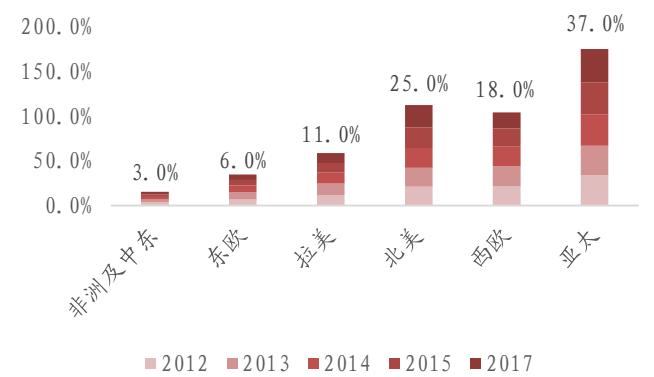
全球化妆品产业延续增长态势，亚太地区为全球最大化妆品消费市场。根据Euromonitor显示，2016年世界化妆品市场规模达到3649亿美元，同比增长4.8%。且Euromonitor预测至2021年都将实现5.5%以上的增速增长，化妆产业整体呈现增长态势。从区域市场看，亚太地区为全球最大化妆品消费市场，2017年市场份额达到37%，且占比呈增长态势，北美地区紧随其后，西欧地区市场占比呈现微弱下降。

图10：全球化妆品市场规模及增速

图11：全球各区域化妆品市场份额占比变化



资料来源：Euromonitor、新时代证券研究所



资料来源：中国产业信息、欧莱雅集团年报、新时代证券研究所

我国化妆品产业 2017 年触底反弹且增速可观，二三线城市为主要增长动力。

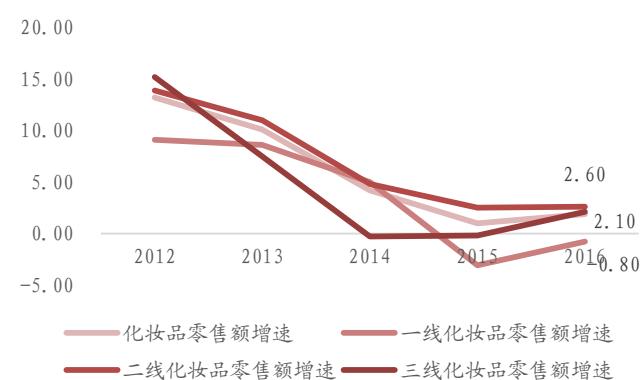
我国作为亚太地区重要组成部分，限额以上化妆品零售额从 2010 年 889.40 亿元增长到 2017 年的 2513.70 亿元，年均复合增长率为 13.87%，为仅次于美国的全球第二大化妆品消费国。在整体经济增速放缓，零售终端不景气的大背景下，2017 年限额以上化妆品零售额仍实现 14.80% 的同比增长，远高于 7.8% 限额以上商品零售总额增速，以及 6% 左右的全球增速。从区域市场看，我国 2016 年重点大型零售企业化妆品零售额增速一线/二线/三线市场分别为 -0.80%/2.10%/2.60%，二三线城市增速回升。

图12：限额以上商品零售总额、化妆品零售额及同比增速



资料来源：wind、新时代证券研究所

图13：全国各级城市重点大型零售企业化妆品零售额增速

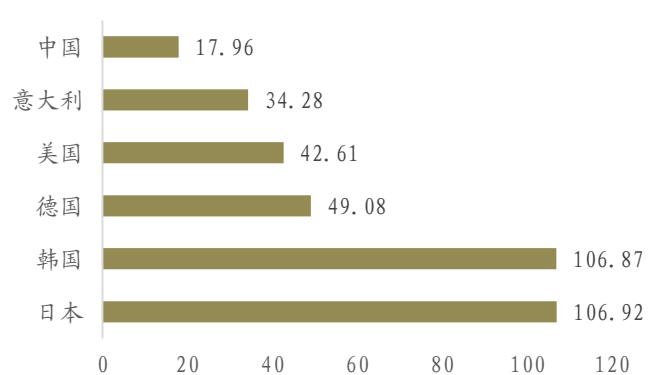


资料来源：wind、新时代证券研究所

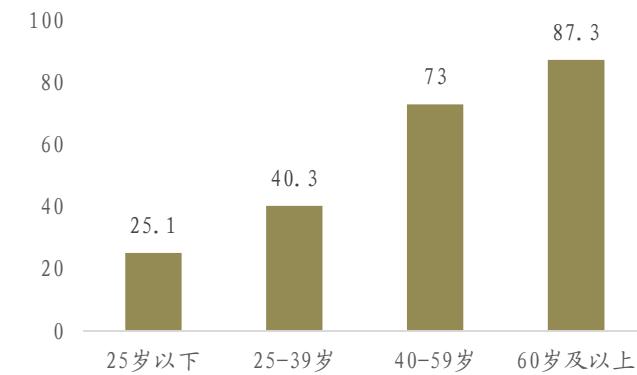
颜值经济下，我国化妆品市场核心消费人群不断壮大，市场可拓空间巨大。我们认为主要源于以下几点因素：**1、较其他国家而言我国人均化妆品消费水平较低，开发潜力巨大。**由于固有消费结构、消费理念等差异我国人均护肤品消费额为 17.96 美元，仅为亚洲邻国韩国和日本的 0.17 左右。**2、“小鲜肉”消费时代下，拓宽化妆品受众人群。**受韩流文化如“花美男”、“小鲜肉”等影响，化妆品受众性别扩大，唯品会大数据显示，2015-2017 年，95 后男性美妆消费增长 60%，面膜、护肤、洁面是他们最常购买的前三大美妆品类，同时 BB 霜和口红成为 95 后男生的新宠，眉部和眼部化妆也开始流行。**3、化妆品受众年龄向两端延伸。**现阶段我国化妆品消费呈现年轻消费高于年老消费，且仍有年轻化趋势，已出现 00 后带妆上学等现象。这使得我国化妆品消费市场群体结构同购买力结构存在一定矛盾。这不同于以欧洲为代表的发达国家，根据 TNS Worldpanel Europe 调查，发达国家女性化妆品消费随着年龄而增长，40-59 岁女性护肤品消费金额为 25-39 岁的两倍。这些数据反映了发达国家女性的化妆品消费随着年龄增长相应提升，一方面可支配收入增加，另一方面对抗衰老等需求也相应增加。国内现有 20-39 岁青年女性他们不同于国内原有的老年消费者，他们都是经历过完整化妆品消费教育的一代，随着年龄增长和可支配收入提升，这一群体的消费曲线也将随之发生改变，届时成熟女性和老年女性将成为护肤品特别是抗衰老护肤品的主力军。从这一点来看，未来 10-20 年，中国消费者将很有可能复制欧美成熟市场的情况。开拓中老年化妆品消费市场。**4、社交可视化推动彩妆热销。**微博、微信等社交工具日趋可视化，自拍、晒图、互动等成为社交的重要方式。在此趋势下，“颜值”重要性空前提升，化妆日渐普及，彩妆销售将快速提升。

图14：部分国家人均护肤品消费额（美元）

图15：欧洲女性护肤品年人均消费金额（欧元）



资料来源：中国产业信息、新时代证券研究所



资料来源：中国产业信息、新时代证券研究所

2.2、下游零售终端多元化，产品渠道整合空间大

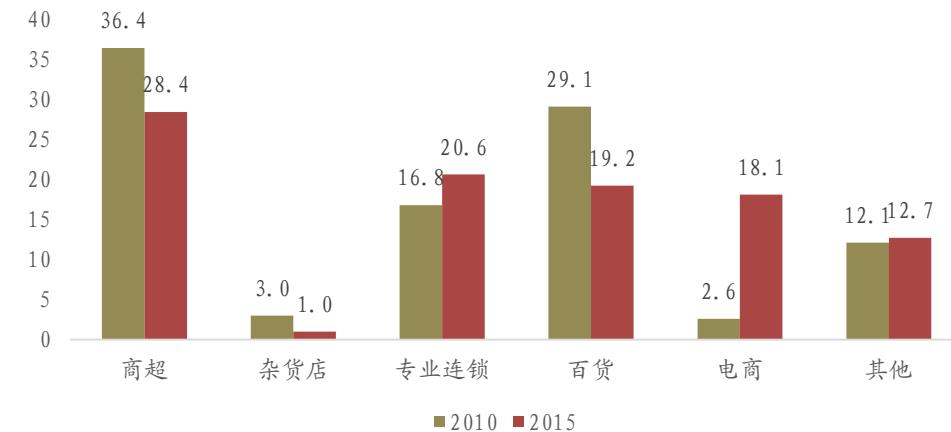
化妆品下游流通渠道主要包括经销商和零售终端，前者主要负责对接品牌商与零售终端，后者对接消费者。

表4：中国化妆品市场流通环节

经销/代运营环节		终端环节	
线下	典型代表	商业模式	典型代表
	浙江金庄		
大流通渠道	山东博美	买断	百货、KA、CS店
	武汉泓方		
专营店渠道	月沣	买断	屈臣氏、万宁、惠康、丝芙兰、SaSa
<hr/>			
线上	典型代表	商业模式	典型代表
	悠可		
化妆品线上渠道	丽人丽妆	代运营、买断、分	平台电商：唯品会；垂直电商：聚美优品；
	网创科技	销	跨境电商：小红书；移动美妆；微商
	宝尊电商		

资料来源：新时代证券研究所搜集整理

图16：中国 2010、2015 年化妆品各销售渠道占比变化



资料来源：中国产业信息、新时代证券研究所

社交、电商平台刺激下，化妆品线上渗透率飞速提升。随着互联网销售模式的普及，化妆品线上销售规模增长迅猛，由 2016 年 622.29 亿元增长到 2017 年 1691.31

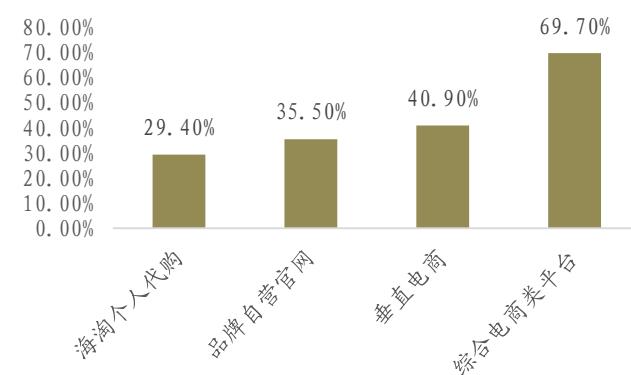
亿元，年均复合增长率达 18.13%，实现近 2.7 倍增长。在线上销售渠道中，以天猫为代表的综合电商平台占有绝对优势，2017 年渠道占比达 69.70%；部分垂直电商凭借自身细分领域优势及海外供应链优势，在线上销售中占比位于第二位达 40.90%；其次消费者对产品质量、真假性的重视使得品牌自营官网的销售占比也较高，达 35.50%；除以上新兴的销售渠道外，在海外留学、全球游热潮驱动下，年轻消费群体对国际化品牌追求度较高，同时碍于购物买限制，因此人肉海淘的销售占比也较高约为 29.40%，但此渠道受商品真假、安全性等多方面因素制约。

图17：中国 2012-2017 化妆品线上销售规模以增速



资料来源：前瞻产业研究院、新时代证券研究所

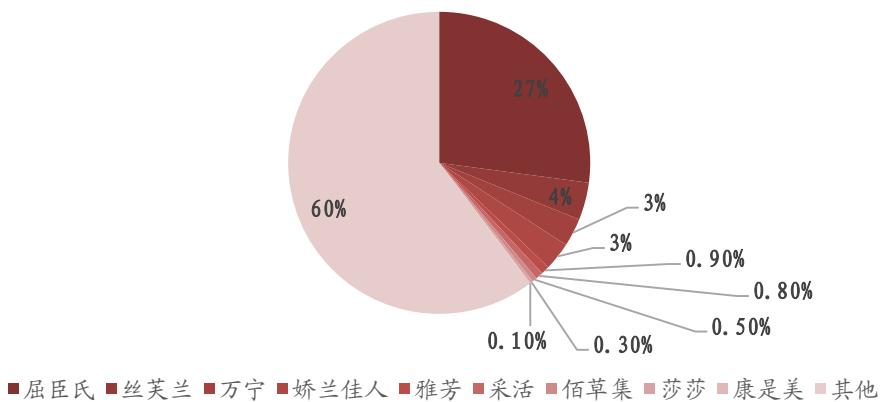
图18：2017年中国化妆品新兴销售渠道占比



资料来源：前瞻产业研究院、新时代证券研究所

线下外资专营店占优，本土美妆连锁企业整合空间较大。化妆品线下销售渠道中，百货、商超占比持续下滑；化妆品专营店渠道占比稳中有升，其中外资美妆专营店如屈臣氏、丝芙兰、万宁凭借先发优势、供应链及品牌优势稳居行业前三，但本土化妆品专营店一般规模较小，且多分布在二三线城市及乡镇地区，随着资本的介入整合空间巨大，市场集中度将逐步提升。

图19：中国 2015 年化妆品专营店市场份额



资料来源：中国产业信息、新时代证券研究所

我国化妆品经销商体量小且分散，存量整合进行时。《2016 中国化妆品代理商生存发展蓝皮书》中数据显示，2015 年营业额在 3000 万以下的代理商占比超过 60%，我国化妆品代理商仍以中小型为主，且主要经营中小品牌，年营业额在 5000 万元以上的代理商大多拥有国内一二线品牌及外资大牌的代理权。同时体量较小的代理商持有品牌数较少，营运能力不足，缺乏规模效益，整体毛利率偏低，78% 的代理商毛利率在 20% 以下。

图20：中国化妆品代理商各营业规模占比

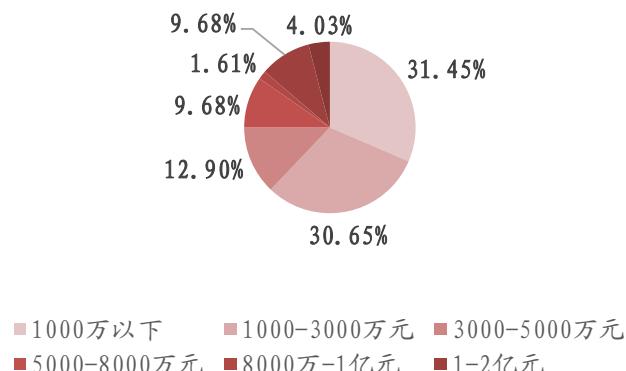
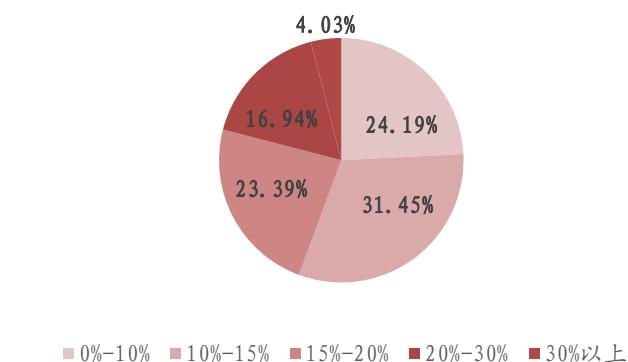


图21：中国化妆品代理商毛利状况



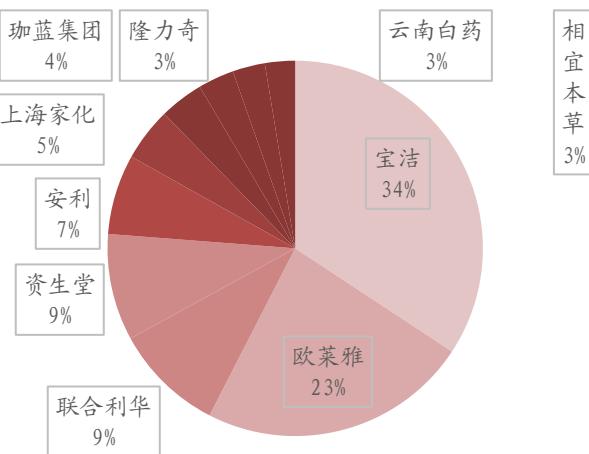
资料来源：《2016 中国化妆品代理商生存发展蓝皮书》、新时代证券研究所

资料来源：《2016 中国化妆品代理商生存发展蓝皮书》、新时代证券研究所

2.3、我国本土化妆品牌集中度较低，细分领域存在巨大增量空间

我国化妆品市场外资品牌占据主导地位。智研咨询发布的《2017-2023 年中国化妆品市场深度评估及未来发展趋势报告》中数据显示，不同于欧美和韩国的以本土化妆品为主导的品牌结构，我国化妆品市场销售排名前十的企业基本为欧美、日韩等国外企业，如宝洁、欧莱雅、联合利华和资生堂占据 75% 市场份额，且多为一线高端化妆品市场。目前外资品牌主力仍集中在商超和百货的传统渠道。

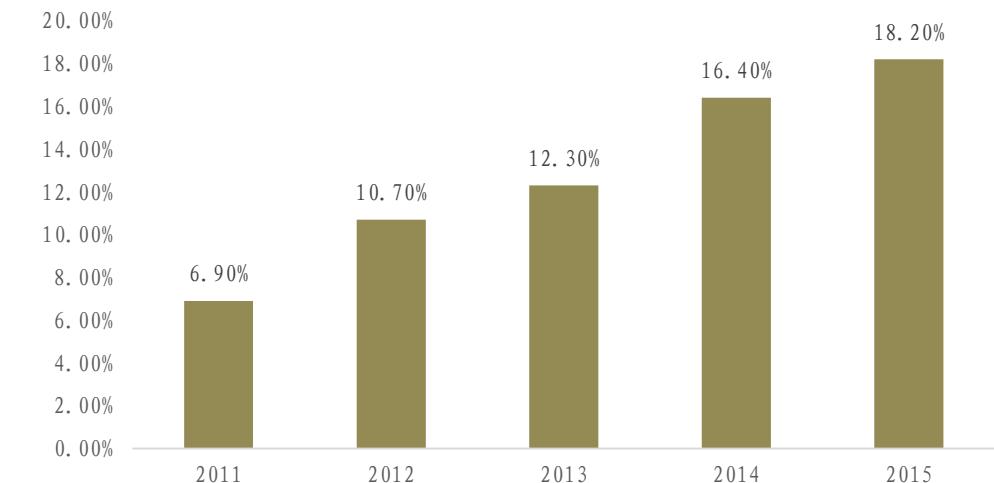
图22：中国化妆品各品牌市场份额占比



资料来源：智研咨询、新时代证券研究所

我国本土化妆品品牌集中度低，细分领域存在新的增长空间和投资机会。整体来看，我国本土化妆品市场集中度较低，品牌多而不强，且主要占据中低端消费市场，主要覆盖二三线城市及乡镇地区。从增量空间看，发达国家最大本土企业市场份额约在 15%-25% 之前，中国仅在 2%，发展空间巨大。智研咨询发布的《2017-2023 年中国化妆品市场深度评估及未来发展趋势报告》中数据显示，我国护肤品市场前二十大本土品牌市场占有率已有 2011 年 6.90% 增长到 2015 年的 18.20%，市场份额逐步提高。同时随着网络等新兴渠道兴起、细分领域、小众定制化需求释放以及高端市场开拓，我国本土化妆品品牌增量可观。

图23：中国护肤品市场前二十大本土品牌市场占有率逐年提升



资料来源：智研咨询、新时代证券研究所

3、公司布局化妆品全产业链，打造颜值经济产业链

公司在蜡烛传统业务领域已是龙头企业，且业务稳定竞争实力领先，但由于蜡烛市场基本成熟，消费需求量较饱和，很难出现大幅度跳跃式增长；油品贸易业务虽然营业收入及占比逐年提高，但毛利率低且呈下降趋势。公司在传统主营业务市场出现了增长天花板，公司尝试转型寻求新的增长亮点。2013年以来公司通过投资、并购等方式整合国内化妆品领域优势资源，加速向化妆品领域上下游拓展，确定了围绕化妆品研发、生产、线上线下营销渠道、品牌运营的整体产业规划和布局，逐步建设形成完整的化妆品全产业链。

表5：青岛金王化妆品产业链并购历程

	时间	标的	备注
研发/生产	2014.07	广州栋方：45%股权	OEM/ODM 生产商，客户包括植萃集、阿芙精油、名创优品等品牌
品牌	2016.04	广州韩亚：100%股权	集彩妆与护肤于一体，拥有研发、生产、销售全产业链，旗下品牌：蓝秀、LC 等
线上渠道	2014.03: 37%股权 2017.05: 63%股权	杭州悠可：100%股权	化妆品品牌互联网运营商，拥有约 40 个国际品牌的线上运营权
线下渠道	2014.12: 60%股权 2016.04: 40%股权	上海月沣：100%股权	拥有较强品牌运营能力的线下专业公司
渠道：CS/百货/KA 等	2016.01-2016.11	浙江金庄、四川弘方等 18 家经销商：各经销商代理自然堂、卡姿兰、美即面膜、阿玛尼、51%-60% 股权；金王喜爱、烟台合美梦妆等国内外知名品牌，合计覆盖 27116 家终端零售 2 家 CS 连锁 51% 股权	网点数十万名 BA

资料来源：公司公告、观研天下、新时代证券研究所

图24：青岛金王颜值经济生态圈



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

3.1、上游：打通研发生产环节，完善上游产业链建设

3.1.1、广州栋方研发生产于一体的化妆品企业 为公司化妆品业务的研发及生产提供有利支持

2014年4月18日，青岛金王第五届董事会第八次会议审议通过了《关于对外投资的议案》，同意公司与谢超华、唐新明、广州栋方日化有限公司（以下简称：“广州栋方”）、广东艾圣日用化学品有限公司（以下简称：“广东艾圣”）签署《战略合作协议》、《股权转让协议》，根据《战略合作协议》和《股权转让协议》，公司合计投资5192.308万元，共获得广州栋方45%的股权为第一大股东。

广州栋方是一家集研发、生产、销售于一体的综合型化妆品制造企业。广州栋方为众多化妆品品牌企业、化妆品代理商、区域零售商等客户提供专业的化妆品委托代工生产服务及化妆品品牌和产品的整体解决方案，以获取收入。其拥有专业的科研人才团队，并与国内一流大学中山大学药学院合作建立了细胞水平功效评价模型。广州栋方还获得了多项研发成果及国家专利，目前已拥有7项核心技术、多种核心原料，并已形成多款核心配方，以及授权专利37项，基本实现了从OEM到ODM再到OBM的升级和发展。

广州栋方在2015年启动CNAS实验室的认证工作，已经获得中国合格评定国家认可委员会的受理。目前行业内获得CNAS认证的主要是一些大型外资企业，如果认证通过，公司在原材料和产成品检测能力、规范性和专业性方面将具备一定的领先优势。报告期内，公司被评为广东省院士专家工作站资质、广东省绿色化妆品(栋方)工程技术研究中心、广州市市级企业技术中心，通过广东省清洁生产项目验收，通过法国ECO(天然有机产品)认证等。上述资质将强化公司在技术上的传统优势和展示企业的生产管理能力，并在与客户洽谈合作中能大大提升企业形象。

联合打造自有品牌：植萃集是青岛金王携手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。青岛金王入股广州栋方将助力自有品牌的打造与丰富，自有品牌的高毛利率，扁平的供应

链也恰恰是美妆连锁店发挥渠道规模优势，提升盈利能力的重要方式。

图25：广州栋方研究基地



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

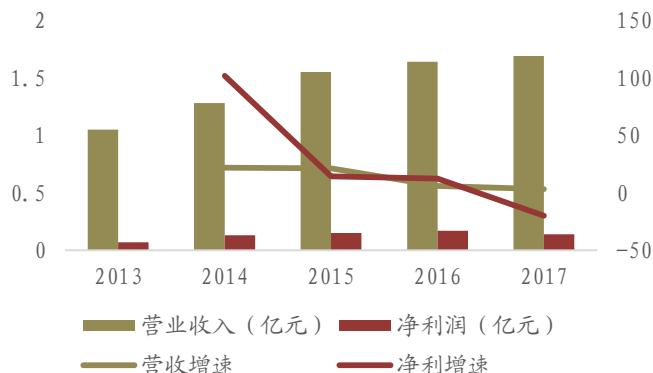
图26：自有品牌植萃集



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

广州栋方毛利水平总体稳定，连续三年实现业绩承诺。广州栋方 2017 年实现营业收入 16942 万元，同比增长 3.27%。产品涵盖洁肤、护肤、洗护和彩妆四大系列，其中护肤类产品为主要营收来源，2017 年营收占比为 85.75%。公司近些年毛利率稳中有增，近两年维持在 32% 左右。广州栋方业绩承诺 2014-2016 年盈利分别不低于 1200 万元、1400 万元、1700 万元，公司连续三年超额完成业绩承诺，完成率为 112.08%、109.82%、100.36%。但 2017 年实现收入 16942 万元，同比增长 3.27%，实现净利润 1267 万元，同比下降 25.69%，未能实现与营收同步增长，主要系化妆品研发支出和宣传费用支出增长过大。

图27：广州栋方营收及净利润变化



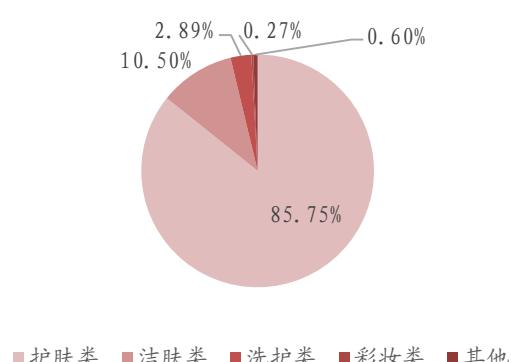
资料来源：wind、新时代证券研究所

图28：广州栋方毛利率及净利率变化



资料来源：wind、公司公告、新时代证券研究所

图29：广州栋方 2017 年营收构成



资料来源：wind、新时代证券研究所

资料来源：wind、公司公告、新时代证券研究所

3.1.2、广州韩亚彩护一体，品牌资源显著

公司向张立海发行 6,836,697 股股份、向张立堂发行 5,697,247 股股份、向张利权发行 3,418,348 股股份并支付张利国现金 11,178 万元购买广州韩亚生物科技有限公司（以下简称“韩亚科技”）100%股权。2016 年 4 月 18 日完成了全部股权的过户和工商变更手续。

广州韩亚形成以彩妆为主，护肤一体的业务模式，拥有密集的全国销售网络。广州韩亚主要从事化妆品的研发、生产和销售业务，是国内为数不多的彩妆为主，护肤一体的化妆品企业，具有一定的市场稀缺性。其产品主要包括“蓝秀”品牌、“LC”品牌的彩妆及护肤品产品，涵盖粉底、唇彩、睫毛膏、眼影、防晒、眼部精华、眼霜、乳液、面霜等多个种类。目前广州韩亚已搭建起密集的销售网络，线下共拥有 30 多个省级经销商和约 5,000 家销售网点终端；同时在天猫、京东等电商平台已设立“蓝秀化妆品旗舰店”，进驻国内 5 家以上领先的省级电视购物频道，已经实现覆盖全国的营销网络布局。

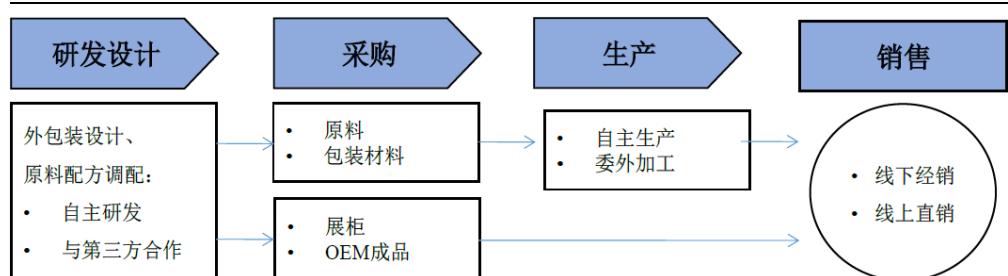
图31：广州韩亚彩护产品图例



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

经营模式上：(1)生产端，广州韩亚采用自主生产模式(主要由雅诗生物开展)和委外加工模式相结合的方式进行生产，委外加工的产量占比约为 70%。(2)销售端，广州韩亚以线下经销模式为主，线上直销为辅的销售模式。

图32：广州韩亚经营模式



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图33：蓝秀线下专柜

图34：蓝秀线上销售渠道



资料来源：公司官网、新时代证券研究所



资料来源：京东、天猫、新时代证券研究所

广州韩亚超额实现业绩承诺，未来聚焦渠道扩张以及多梯度产品布局。2017年广州韩亚实现净利润0.38亿元，同比增长18.75%，连续三年超额完成业绩承诺，完成率为104.29%、101.15%、100.80%，预计2018年也将实现业绩承诺。未来广州韩亚将实施渠道快速扩张、品牌分类经营的发展战略。（1）扩展蓝秀营销网络：每年增加2,000销售网点，目标2019年后终端网点数量突破1万家；（2）全力打造LC品牌，使其成为国内化妆品区域连锁专营店专供品牌，快速实现区域连锁渠道的进驻和利润贡献；（3）进一步加大线上电商渠道和电视购物渠道的拓展力度；（4）拟在未来三年内实现由“单品牌为核心的模式向多品牌共同发展模式”的转变，将实现高、中、低层次品牌兼具的产品布局。

图35：广州韩亚营收及净利润变化



资料来源：wind、新时代证券研究所

图36：广州韩亚业绩承诺与完成情况

	2015	2016	2017	2018
净利润承诺数(万元)	2750	3200	3800	4600
实际完成数(万元)	2867.85	3236.65	3830.22	
完成率	104.29%	101.15%	100.80%	

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.2、下游：线上线下全渠道扩展，搭建国内外销售网络

3.2.1、线上渠道：杭州悠可化妆品电商运营服务商

杭州悠可拥有众多知名合作品牌和丰富的流量基础。杭州悠可成立于2012年7月，是一家专注于化妆品垂直领域的电子商务企业，为多家国际化妆品品牌商提供多平台、多渠道、全链路的电子商务一站式服务。目前已代理30多个知名品牌，包括雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗、欧舒丹等，业务遍布5大B2C平台，包括天猫、京东、唯品会、聚美优品等。杭州悠可拥有丰富的客源基础，日客户咨询量近10000个，日均发货量5000单，最高超过10万单，日均稳定访客数超过20万，拥有超过500万的付费顾客。

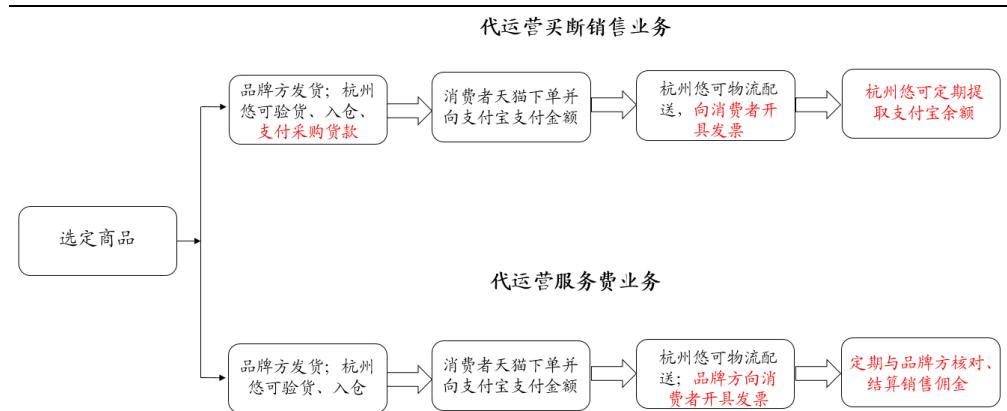
图37：杭州悠可合作品牌



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

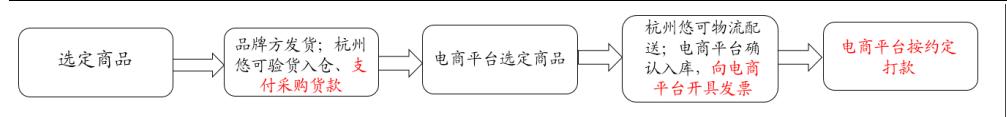
杭州悠可形成以代运营为主，向分销商分销为辅的经营模式。杭州悠可的主要经营模式分为线上品牌代运营和线上分销两种模式，服务内容涵盖旗舰店及官网建设、整合营销、店铺运营、客户服务、商业分析、仓储物流和供应链管理等。其中品牌代运营模式分为买断销售模式和服务费模式，买断模式主要赚取利润差价，服务费模式主要向品牌方收取服务费来获取收入；分销模式主要是获得品牌方授权后向其采购产品，并以买断式销售或代理销售的形式分销给线上平台或其他线上经销商，其利润来源主要为买卖差价。从公司公告数据我们可以看出，线上品牌代运营买断销售模式的营收占比呈下降趋势，代运营服务费模式及线上分销模式占比逐渐提高，但总体来看仍以线上代运营模式为主，截止 2016 年 3 季度其占比达到 56.83%；同时线上代运营服务费模式毛利率最高，2016 年前三季度为 63.23%，较 2015 年增长 22.99%。

图38：杭州悠可线上品牌代运营模式



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

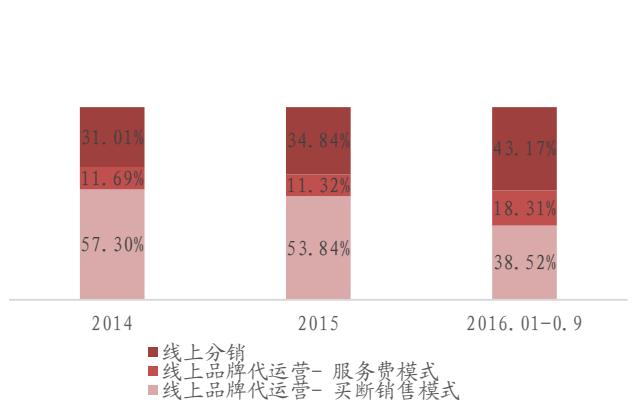
图39：杭州悠可线上分销模式



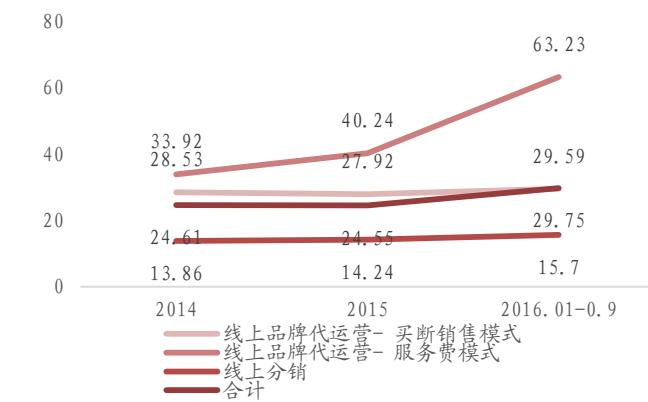
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图40：杭州悠可各经营模式营收占比

图41：杭州悠可各经营模式毛利率变化



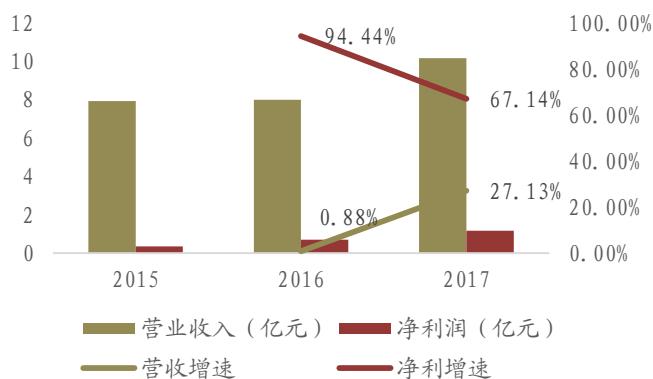
资料来源：公司公告、新时代证券研究所



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

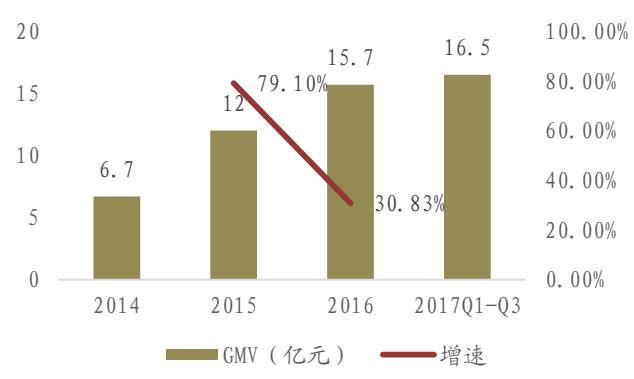
杭州悠可业绩稳步增长，业绩承诺超预期完成。杭州悠可 2017 年实现营业收入 10.17 亿元，同比增长 27.13%；2016 年实现 GMV15.17 亿元，同比增长 30.83%，公司销售额均实现 20% 以上增长。青岛金王收购时，杭州悠可业绩承诺，2016 年、2017 年均超额完成，完成率为 105.16%、101.70%，这也为青岛金王未来的业绩增长提供动力和保障。

图42：杭州悠可营收及净利润变化



资料来源：wind、新时代证券研究所

图43：杭州悠可 GMV 变化



资料来源：观研天下、新时代证券研究所

表6：杭州悠可业绩承诺与完成情况

	2016	2017	2018
净利润承诺数 (万元)	6700	100000	12300
实际完成数(万元)	7045.44	101697.52	
完成率	105.16%	101.70%	

资料来源：公司公告、wind、新时代证券研究所

杭州悠可同母公司产业协同，未来聚焦数字化与线下体验化。收购完成后，杭州悠可将会借助母公司化妆品全产业链布局，从上游生产研发、下游销售渠道共享、品牌宣传等实现协同效应与规模效应。未来杭州将借助青岛金王线下渠道销售数据结合大数据体系，进行数字化精准化营销与服务；同时线上线下对接，经验互通，消费者可全场景消费，即可享受线上消费的便利，同时可以进行线下体验，整体上使得杭州悠可为品牌客户提供覆盖范围更广、互动性更强、效率更高的营销、运营服务。

3.2.2、线下渠道：上海月沣线下直营渠道运营商

上海月沣专业的线下直营渠道运营商，拥有优质的线下渠道资源。上海月沣成立于 2014 年，是一家化妆品线下直营渠道代理商及运营商。（1）在线下渠道资源

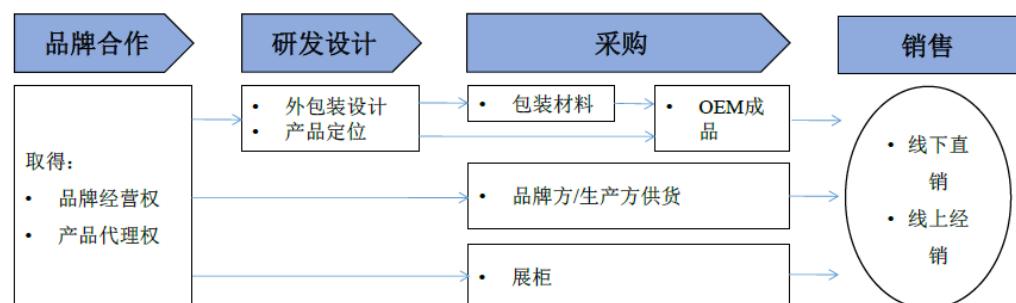
上，重点发展增长态势良好的以屈臣氏、丝芙兰为代表的连锁专营店渠道、以大润发、家乐福为代表的大型连锁超市渠道，并坚持渠道终端直营管理模式，公司收购公告中介绍截止 2015 年底上海月沣在屈臣氏、万宁及欧利芙洋（olive young）渠道共开设及运营化妆品直营终端超过 700 个遍布全国 30 多个省级行政单位。（2）在品牌资源上，旗下拥有几十个国产及进口品牌，其中拥有“肌养晶”品牌全渠道的独家销售权；“美津植秀”品牌在全国屈臣氏、万宁渠道的销售总代理权；“植萃集”品牌在全国屈臣氏渠道的销售总代理权；2017 年新增韩后、百雀羚、珂莱欧、玫得、SNP 等品牌的屈臣氏运营服务权。（3）经营模式上，上海月沣根据市场需求及趋势制定年度销售计划，并据此组织采购与委托生产，其中销售为经营的重要环节，采购、委托生产等环节均围绕销售展开。公司会在每家店铺、专柜配备固定导购人员，并根据需要配备更具经验的流动促销人员，采用主动营销的方式向客户进行化妆品的销售。

图44： 上海月沣合作品牌



资料来源：百度图片，公司公告，新时代证券研究所

图45： 上海月沣主要经营模式

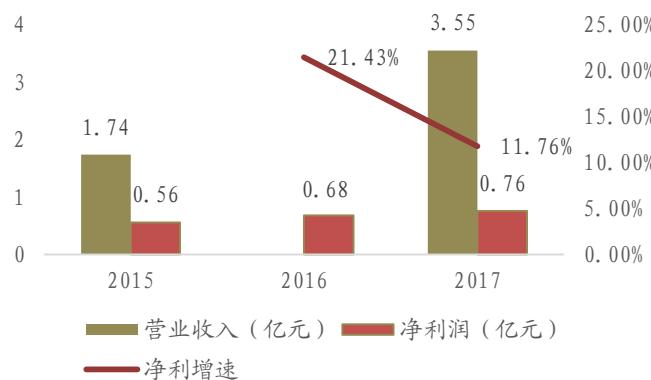


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

上海月沣超额完成业绩承诺。上海月沣 2017 年实现营业收入 3.55 亿元，净利润 0.76 亿元，同比增长 11.76%，且连续两年超额完成业绩承诺，完成率为 108.20%、104.64%，预计 2018 年也将实现业绩承诺，为青岛金王 2018 年业绩增长提供助力和保障。

图46： 上海月沣营收及净利润变化

图47： 上海月沣业绩承诺与完成情况



资料来源：wind、新时代证券研究所

	2016	2017	2018
净利润承诺数(万元)	6300	7300	8400
实际完成数(万元)	6816.6	7638.89	
完成率	108.20%	104.64%	

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

上海月沣未来继续坚持直营模式，巩固渠道优势选择与连锁专营渠道商之间开展合作。上海月沣未来的主要规划包括：(1) 增加现有品牌产品在现有渠道的直营终端数量，2016-2019 三年内拟增加铺设 1,000 个品牌背柜；(2) 拟推出适合现有渠道特点的货架产品，2016-2019 三年内产品拟在 2,000 个门店内上架；(3) 拟扩展大型连锁超市渠道；(4) 同母公司共同规划，培育、引入、合作新的差异化品牌在现有渠道铺开，产生协同效应。

3.2.3、海外渠道：联手敦煌网积极扩展海外市场

在“一带一路”政策红利下，借助敦煌网跨境平台资源扩展海外市场。2018 年 6 月青岛金王与数贸科技签署了《中国丽人产业发展战略合作框架协议》，双方将共同打造“一带一路”丽人产业品牌，在化妆品、香薰蜡烛产业交易平台建设、海外品牌推广、产品营销、渠道拓展等领域开展深入的战略合作。

数贸科技是敦煌网的运营方，敦煌网为国内领先的跨境电商平台，网上“丝绸之路”先锋，商务部重点推荐的中国对外贸易第三方电子商务平台之一。金王与数控战略合作公告中介绍，目前敦煌网拥有丰富的海内外用户资源，敦煌网平台拥有 170 多万家累计注册供应商，在线产品数量 770 万，覆盖全球 222 个国家和地区的 1500 万累计注册买家，其业务范围覆盖了“一带一路”沿线包括俄罗斯、印度、以色列、新加坡、土耳其等。此次合作后，青岛金王将入驻敦煌网平台并开设青岛金王旗舰店，借助敦煌网庞大的商业用户群体和跨境电商平台，拓展公司化妆品及蜡烛等产品的海外市场。

图48：敦煌网界面



资料来源：敦煌网官网、新时代证券研究所

3.3、加码众妆布局低线城市，打造数字化新零售服务平台

3.3.1、众妆供应链：美妆新零售共享平台、布局二三线

众妆供应链公司打造数字化新零售服务平台。青岛金王于2015年12月设立全资子公司青岛金王产业链管理有限公司，以此为平台，利用公司在日化领域的优势资源，加强日化产业链的系统管理，加速实现公司在以化妆品为主的日化领域的全产业链布局。公司以金王产业链管理公司为基础，联合各省市化妆品渠道管理公司，打造“数字化新零售服务平台”。我们认为美妆新零售共享平台未来将形成以下优势：(1)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，通过信息、资源共享，提高各省级或区域渠道运营商的经营效率，降低流转成本；(2)协助自身及合作的化妆品品牌、生产方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；(3)打造线下全国美妆门店网络+线上一体化的智能交易平台，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及销售规模。

区域合作布局加速，拓宽渠道结构、增加渠道数量，业绩承诺为青岛金王绩效保驾护航。我们整理公司持股的一系列化妆品经销商公司公告内容，截止2018年5月，全国已有安徽、山东、湖南、辽宁等13个省成立省级众妆公司并负责本省供应链运营，合资股东的门店规模已超过8,000家，预计2019年底省级众妆公司覆盖全国20个省，合资股东的门店规模达到20,000家。同时各合资股东同青岛金王签署了近3-4年的业绩承诺，这也为公司众妆产业链建设提供稳定的业绩增长点。

表7：青岛金王旗下部分经销商业绩承诺

公司名称	青岛金王持股比例	营收承诺（万元）				利润承诺（万元）			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
云南弘美化妆品有限公司	60%	8500	11500	14400	600	780	1020		
浙江金庄化妆品有限公司	60%	14000	22000	30000		900	1200	1600	
四川弘方化妆品有限公司	60%	5500	7200	9500		300	390	500	
山东博美化妆品有限公司	60%	9000	12000	15000		412	580	750	
安徽弘方化妆品有限公司	60%	11200	28000	36000		875	1950	2535	
甘肃博文弘方商贸有限公司	51%		24000	28800	34000				
甘肃弘方化妆品有限公司	51%		13000	16000	20000	650	800	1000	
厦门旭美化妆品有限公司	51%		6000	8000	10000	300	400	500	
福建弘方化妆品有限公司	51%		14000	18000	23000	550	720	1000	
湖北弘方化妆品有限公司	51%		20000	24000	30000	1000	1200	1500	
临沂博美家化有限公司	51%		45000	50000	55000				

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.3.2、人人乐联手青岛金王，布局美妆新零售

青岛金王与人人乐联姻，实现化妆品产业链体系同终端零售布局等优势资源的联合。2018年3月21日，人人乐发布公告称将以3.5亿元，不低于23.20元/股，认购资金不超过人民币3.5亿元认购青岛金王非公开发行股票，深化战略合作。此次合作，青岛金王利用自身化妆品产业布局和供应链体系优势同人人乐终端零售市场优势相结合，打通青岛金王源头供应链系统直接到终端零售市场的新模式，进行优势资源整合实现协同效应。

双方联合开出的化妆品专营店“美誉美 Hi Beauty”也于 6 月正式对外营业。首批 5 家美誉美正尝试在人人乐旗下多种业态中布局，包括高端精品超市 Le Super、传统大卖场以及普通的超市门店。店铺的品类也较为齐全，尤其是美妆品类，包括 OLAY、九美、雅诗兰黛、SK-II、珀莱雅、韩束、水密码、百雀羚等品牌，价位在十元到两百元左右，相较于屈臣氏而言更平价。为提升消费者体验，店内也设有美妆体验区、卸妆区，并提供美容咨询等相关服务。

图49：美誉美店面陈设

资料来源：百度图片、新时代证券研究所

图50：美誉美体验区

资料来源：百度图片、新时代证券研究所

4、青岛金王深入打造“颜值经济产业链”，子公司业绩承诺

保驾护航

2018 年公司在稳步发展传统业务的同时，继续深入打造“颜值经济产业链”，重点发展全国众妆供应链，持续增强公司渠道规模、用户规模、销售规模。同时子公司将继续高效实现业绩承诺为公司业绩保驾护航。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 6.36/7.83/9.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.92/1.13/1.41 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

5、风险提示

渠道整合不及预期、终端需求不达

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1585	2585	3874	4488	5610	营业收入	2371	4677	7132	8629	10221
现金	578	846	1588	1921	2460	营业成本	1883	3680	5326	6456	7598
应收账款	382	578	887	885	1213	营业税金及附加	15	16	23	28	33
其他应收款	42	71	101	107	140	营业费用	135	368	606	733	869
预付账款	185	286	432	436	593	管理费用	106	198	314	371	439
存货	329	756	814	1088	1151	财务费用	32	49	92	90	96
其他流动资产	68	50	52	51	53	资产减值损失	7	65	0	0	0
非流动资产	1299	2075	2158	2126	2076	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	259	76	-99	-274	-449	投资净收益	41	223	63	76	92
固定资产	169	211	437	549	645	营业利润	234	526	834	1027	1277
无形资产	19	133	145	159	175	营业外收入	9	9	6	7	7
其他非流动资产	853	1655	1675	1692	1704	营业外支出	1	2	1	1	1
资产总计	2884	4660	6033	6614	7687	利润总额	242	533	838	1032	1283
流动负债	779	1467	2080	1842	1922	所得税	42	89	139	172	213
短期借款	232	825	1253	867	825	净利润	199	445	699	861	1070
应付账款	119	292	303	418	431	少数股东损益	14	42	63	77	96
其他流动负债	428	349	524	557	666	归属母公司净利润	185	403	636	783	974
非流动负债	182	327	409	388	338	EBITDA	268	608	923	1114	1353
长期借款	170	227	309	288	237	EPS (元)	0.27	0.58	0.92	1.13	1.41
其他非流动负债	12	101	101	101	101						
负债合计	960	1794	2490	2231	2259	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	165	360	423	501	597	成长能力					
股本	377	393	693	693	693	营业收入(%)	60.5	97.2	52.5	21.0	18.5
资本公积	753	1083	808	808	808	营业利润(%)	74.6	125.3	58.4	23.2	24.4
留存收益	604	987	1666	2495	3516	归属于母公司净利润(%)	104.6	117.4	57.8	23.2	24.3
归属母公司股东权益	1759	2506	3120	3882	4830	获利能力					
负债和股东权益	2884	4660	6033	6614	7687	毛利率(%)	20.6	21.3	25.3	25.2	25.7
						净利率(%)	7.8	8.6	8.9	9.1	9.5
现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	10.4	15.5	19.7	19.6	19.7
经营活动现金流	-62	45	338	789	678	ROIC(%)	8.7	13.1	15.0	16.9	17.5
净利润	199	445	699	861	1070	偿债能力					
折旧摊销	18	35	49	60	75	资产负债率(%)	33.3	38.5	41.3	33.7	29.4
财务费用	32	49	92	90	96	净负债比率(%)	2.2	7.2	1.5	(15.4)	-23.9
投资损失	-41	-223	-63	-76	-92	流动比率	2.0	1.8	1.9	2.4	2.9
营运资金变动	-250	-318	-439	-146	-472	速动比率	1.6	1.2	1.5	1.8	2.3
其他经营现金流	-21	57	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-370	-342	-69	49	66	总资产周转率	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4
资本支出	25	93	258	142	125	应收账款周转率	7.2	9.7	9.7	9.7	9.7
长期投资	6	42	175	183	175	应付账款周转率	12.8	17.9	17.9	17.9	17.9
其他投资现金流	-339	-207	363	374	367	每股指标(元)					
筹资活动现金流	557	594	45	-118	-163	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.58	0.92	1.13	1.41
短期借款	-208	593	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	-0.15	0.49	1.14	0.98
长期借款	-49	57	82	-21	(51)	每股净资产(最新摊薄)	2.54	3.62	4.50	5.61	6.97
普通股增加	55	15	300	0	0	估值比率					
资本公积增加	737	330	-275	0	0	P/E	36.02	16.57	10.50	8.52	6.86
其他筹资现金流	22	-401	-62	-97	-112	P/B	3.80	2.66	2.14	1.72	1.38
现金净增加额	131	287	314	720	581	EV/EBITDA	25.72	12.0	7.8	5.9	4.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学MBA，2009年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室 邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>