

## 化妆品运营良好，传统业务拖累业绩

### 投资要点

- **事件：**公司发布2018年半年报，1-6月实现营业收入27.4亿元，同比+37%；实现归母净利润1.3亿元，同比-58.3%，归母净利润下降主要原因是上年同期杭州悠可化妆品有限公司纳入合并报表范围一次性计入投资收益2.2亿元，扣非后归母净利润同比+50.4%。
- **费用率及现金流变化情况：**1) 销售费用率大幅增加，公司上半年销售费用率上升2.96个百分点至8.9%，主要系杭州悠可纳入合并报表范围所致。2) 经营活动产生的现金流量净额为负数：公司上半年经营活动产生的现金流量净额为-3.8亿元，主要原因是公司6月份代理化妆品品牌数量增加，新增韩国JMsolution面膜、兰欧缇等品牌支付了首批货款和国内化妆品品牌在6月份采取优惠政策，各省公司为迎销售旺季在6月份进行备货所致。
- **化妆品效益内生增长：**1) 2018上半年公司围绕化妆品品牌运营、线上线下渠道整合等方面的业务布局打造完整产业链，实现化妆品营收16.5亿元，占营业总收入60.1%，同比+79.3%。2) 新零售业务：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”，在全国22个省设立分销和代理运营体系，代理200多个国内外化妆品品牌，积累9500家门店资源，形成中国化妆品行业最大规模的采购平台及线下零售门店网络。3) 杭州悠可（UCO.com）建立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。2018年上半年新增代理品牌朵梵、欧惠，实现营业收入5.2亿元，净利润0.7亿元。
- **新材料工艺蜡烛市场份额相对稳定：**公司主要外销市场对蜡烛及相关制品的消费习惯和消费模式存在一定的刚性需求，且公司出口美国的新材料蜡烛产品均产自公司海外工厂，因此并未受美国加征关税影响，2018年上半年市场份额继续保持相对稳定，实现营收1.9亿元，占营业总收入7.0%，同比-4.3%。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2018-2020年的净利润分别为3.6、4.6和5.5亿元，对应EPS分别为0.88元、1.13元和1.35元。鉴于公司传统业务拖累，且公司布局众妆产业链加大财务开支影响现金流和利润，下调至“增持”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。

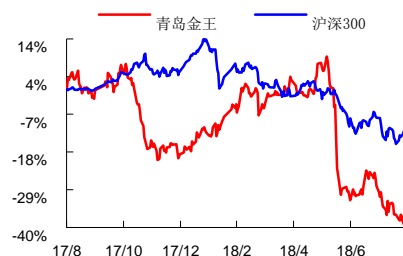
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4676.53	6526.44	8232.53	9960.35
增长率	97.24%	39.56%	26.14%	20.99%
归属母公司净利润（百万元）	402.94	360.49	462.33	548.46
增长率	117.41%	-10.53%	28.25%	18.63%
每股收益 EPS（元）	0.99	0.88	1.13	1.35
净资产收益率 ROE	15.52%	12.35%	13.68%	13.96%
PE	8	9	7	6
PB	1.26	1.12	0.96	0.82

数据来源：Wind，西南证券整理

### 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

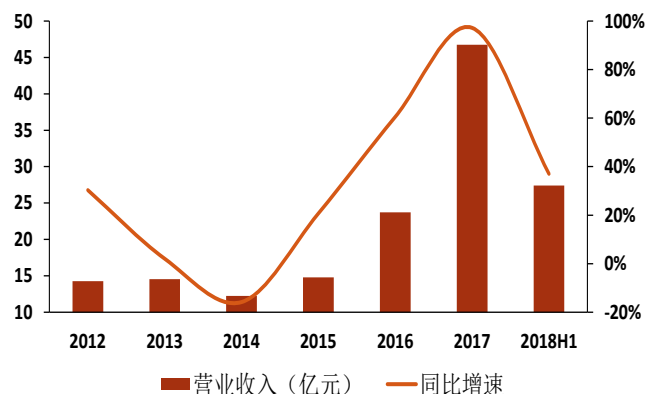
### 基础数据

总股本(亿股)	6.93
流通A股(亿股)	5.99
52周内股价区间(元)	7.62-23.27
总市值(亿元)	53.74
总资产(亿元)	59.03
每股净资产(元)	4.22

### 相关研究

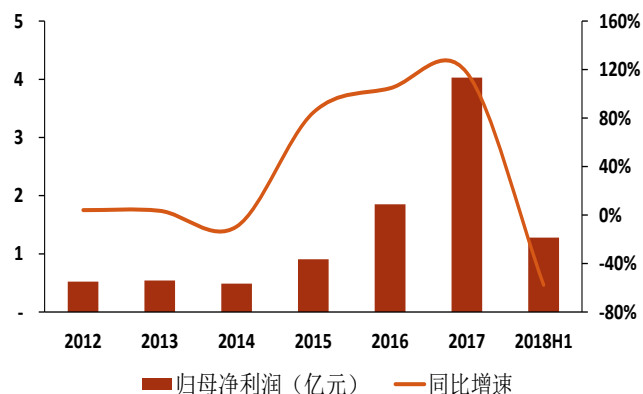
1. 青岛金王（002094）：精准卡位化妆品，打造美妆全产业链（2018-05-16）

图 1：公司 2012 年以来营业收入及增速



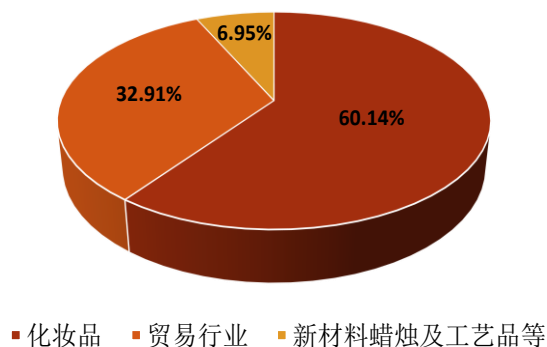
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2012 年以来归母净利润及增速



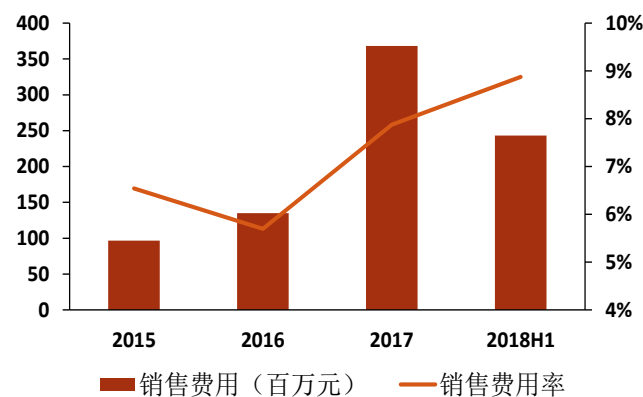
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2018H1 公司主营业务收入构成



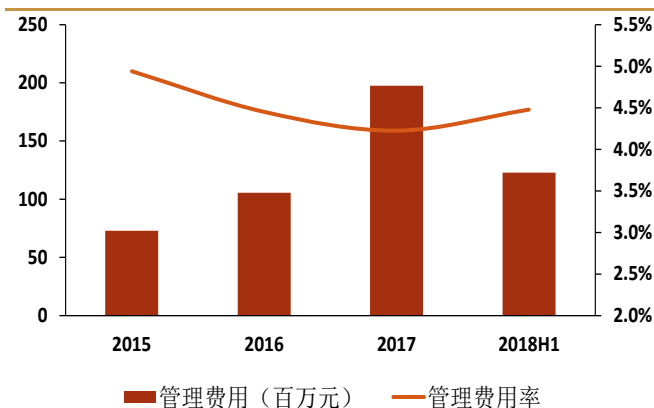
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2015 年以来销售费用及销售费用率



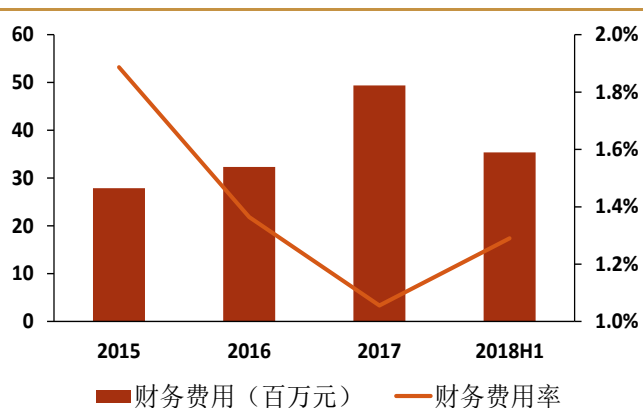
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2015 年以来管理费用及管理费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2015 年以来财务费用及财务费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 盈利预测与评级

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%。由于公告并不披露各个子公司营业成本和毛利率水平，因此我们对整体化妆品业务毛利率进行假设，预计 2018-2020 公司化妆品业务毛利率分别为 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，且受贸易战影响，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为 1.4%。

假设 3：蜡烛消费是生活必需品，市场份额相对稳定，但市场已基本饱和，行业趋势下滑，预计 2018-2020 年蜡烛业务销量保持近 3 年平均水平，毛利率为 24%。

**表 1：化妆品业务营业收入拆分**

子公司	项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
广州韩亚	营业收入	--	147.29	139.40	160.31	176.34	185.16
	营业收入增速	--	--	-5%	15%	10%	5%
杭州悠可	营业收入	792.82	800.47	1016.98	1423.77	1922.08	2402.60
	营业收入增速	--	1%	27%	40%	35%	25%
上海月沣	营业收入	174.02	160.55	355.42	462.05	577.56	693.07
	营业收入增速	--	-8%	121%	30%	25%	20%
金王产业链管理有限公司	营业收入	--	357.83	1344.40	1882.16	2446.80	2936.16
	营业收入增速	--	--	276%	40%	30%	20%

数据来源：公司年报，西南证券

**表 2：分业务收入及毛利率**

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	2014.9	2518.6	3148.2
	毛利率	2.1%	1.1%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%
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	421.6	422.1	418.3
	毛利率	28.4%	29.8%	27.2%	24.0%	24.0%	24.0%
其他业务	营业收入	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
	营业成本	0.0	0.0	26.3	0.0	0.0	0.0
合计	营业收入	1476.9	2371.0	4676.5	6526.4	8232.5	9960.4

业务	项目	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
	营业成本	1159.1	1883.3	3679.8	4989.8	6270.5	7607.6
	毛利率	21.5%	20.6%	21.3%	23.5%	23.8%	23.6%

数据来源：公司年报，西南证券

预计公司 2018-2020 年的净利润分别为 3.6 亿、4.6 亿和 5.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.88 元、1.13 元和 1.35 元。鉴于公司传统业务拖累，公司布局众妆产业链加大财务开支费用影响现金流和利润，目前众妆公司并未贡献利润，未来众妆公司整合有待观察，下调至“增持”评级。

**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	397.94	510.36	605.43
营业成本	3679.80	4989.81	6270.50	7607.60	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	84.09	112.15	139.16
销售费用	368.24	541.69	699.76	826.71	资产减值损失	65.28	15.00	15.00	15.00
管理费用	197.57	424.22	535.11	657.38	经营营运资本变动	-432.09	-428.00	-715.80	-861.95
财务费用	49.38	84.09	112.15	139.16	其他	-117.77	-37.65	-48.78	-55.07
资产减值损失	65.28	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>44.79</b>	<b>75.15</b>	<b>-74.93</b>	<b>-97.01</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-342.07</b>	<b>-98.00</b>	<b>-61.00</b>	<b>-55.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>526.29</b>	<b>471.52</b>	<b>606.11</b>	<b>720.76</b>	短期借款	593.24	310.03	539.30	536.74
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
<b>利润总额</b>	<b>533.46</b>	<b>479.04</b>	<b>613.61</b>	<b>728.22</b>	股权融资	345.40	0.00	0.00	0.00
所得税	88.66	81.10	103.25	122.79	支付股利	-19.63	0.00	0.00	0.00
净利润	444.79	397.94	510.36	605.43	其他	-381.67	122.55	-162.15	-139.16
少数股东损益	41.86	37.45	48.03	56.97	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>593.84</b>	<b>482.58</b>	<b>477.14</b>	<b>497.58</b>
归属母公司股东净利润	402.94	360.49	462.33	548.46	<b>现金流量净额</b>	<b>287.24</b>	<b>459.72</b>	<b>341.22</b>	<b>345.57</b>
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	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	935.88	1240.48	1798.24	2462.76	销售收入增长率	97.24%	39.56%	26.14%	20.99%
存货	755.53	1030.10	1297.68	1577.35	营业利润增长率	125.28%	-10.41%	28.54%	18.92%
其他流动资产	47.84	130.53	246.98	398.41	净利润增长率	123.09%	-10.53%	28.25%	18.63%
长期股权投资	76.05	76.05	76.05	76.05	EBITDA 增长率	115.22%	-1.88%	28.54%	19.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	211.33	213.97	210.83	207.01	毛利率	21.31%	23.54%	23.83%	23.62%
无形资产和开发支出	1589.96	1664.92	1712.29	1752.06	三费率	13.15%	16.09%	16.36%	16.30%
其他非流动资产	198.11	196.74	195.37	194.00	净利率	9.51%	6.10%	6.20%	6.08%
<b>资产总计</b>	<b>4660.27</b>	<b>5858.09</b>	<b>7183.95</b>	<b>8659.72</b>	ROE	15.52%	12.35%	13.68%	13.96%
短期借款	825.24	1135.27	1674.57	2211.30	ROA	9.54%	6.79%	7.10%	6.99%
应付和预收款项	544.54	743.19	935.59	1133.92	ROIC	16.61%	11.03%	11.55%	11.27%
长期借款	226.50	276.50	376.50	476.50	EBITDA/销售收入	13.06%	9.18%	9.36%	9.24%
其他负债	197.64	482.21	466.00	501.28	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1793.92</b>	<b>2637.16</b>	<b>3452.66</b>	<b>4323.00</b>	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	1347.89	1810.22	2358.68	存货周转率	6.63	5.50	5.33	5.24
归属母公司股东权益	2506.00	2823.14	3285.47	3833.93	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	397.79	445.82	502.79	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2866.35</b>	<b>3220.93</b>	<b>3731.28</b>	<b>4336.72</b>	资产负债率	38.49%	45.02%	48.06%	49.92%
负债和股东权益合计	4660.27	5858.09	7183.95	8659.72	带息债务/总负债	58.63%	53.53%	59.41%	62.17%
					流动比率	1.76	1.64	1.68	1.72
					速动比率	1.25	1.18	1.24	1.30
					股利支付率	4.87%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					每股收益	0.99	0.88	1.13	1.35
					每股净资产	6.15	6.93	8.06	9.41
					每股经营现金	0.11	0.18	-0.18	-0.24
					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	599.37	770.41	920.34					
PE	7.85	8.77	6.84	5.76					
PB	1.26	1.12	0.96	0.82					
PS	0.68	0.48	0.38	0.32					
EV/EBITDA	5.02	5.56	4.65	4.21					
股息率	0.62%	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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn