

## 业绩低于市场预期，销售费用率显著提升

### 投资要点

- **事件:** 公司 2018 年 1-9 月实现营业收入 40.2 亿元，同比+24.0% (其中第三季度为 12.8 亿元，同比+3.0%)，归母净利润 1.6 亿元，同比-57.4% (其中第三季度同比-54.0%)，扣非后归母净利润 1.6 亿元，同比+0.6% (其中第三季度同比-56.8%)。归母净利润下降的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，扣除上年同期一次性计入的投资收益影响，公司前三季度归属于母公司净利润比上年同期增长 0.9%。
- **销售费用率大幅增加:** 与上年同期相比，(1) 销售费用率同比增加 3.01pp 至 9.5%，环比增加 0.66pp，主要原因为本报告期化妆品业务增长相应费用增加所致；(2) 管理费用率同比减少 0.02 个百分点至 4.1%，环比减少 0.37pp，管理费用率总体保持稳定；(3) 财务费用率同比增加 0.33pp 至 1.4%，环比增加 0.11pp，主要原因为本报告期应收账款、存货增加计提的减值损失增加所致。
- **公司存货数量增加，投资收益大幅下降:** 报告期末，(1) 公司存货为 10.7 亿元，同比+42.2%，主要原因为本报告期化妆品业务新增代理品牌及为销售旺季备货所致；(2) 投资收益为 540.2 万元，同比-93.5%，主要原因为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，扣除上年同期一次性计入的投资收益影响，本报告期投资收益比上年同期减少 7.35%。
- **盈利预测与评级:** 预计 2018-2020 年归母净利润分别为 2.8 亿元、3.5 亿元、3.9 亿元，对应的 EPS 分别为 0.70 元、0.87 元、0.96 元。考虑到公司化妆品业务在第四季度将迎来销售旺季，有望改善业绩，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料等大宗商品价格波动或不及预期风险；劳动用工短缺或不及预期风险。

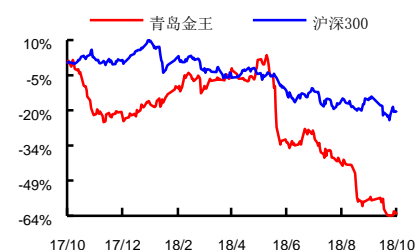
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4676.53	6380.29	7834.73	9308.72
增长率	97.24%	36.43%	22.80%	18.81%
归属母公司净利润 (百万元)	402.94	283.56	353.31	391.34
增长率	117.41%	-29.63%	24.59%	10.76%
每股收益 EPS (元)	0.99	0.70	0.87	0.96
净资产收益率 ROE	15.52%	9.98%	11.06%	10.91%
PE	5	7	6	5
PB	0.80	0.73	0.65	0.58

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

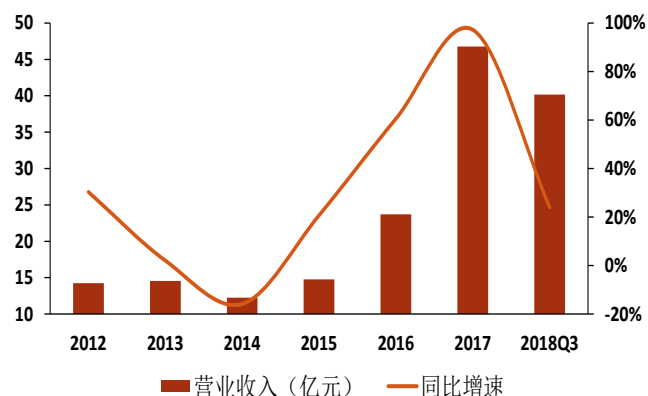
### 基础数据

总股本(亿股)	6.93
流通 A 股(亿股)	6.01
52 周内股价区间(元)	4.81-23.27
总市值(亿元)	34.28
总资产(亿元)	60.96
每股净资产(元)	4.24

### 相关研究

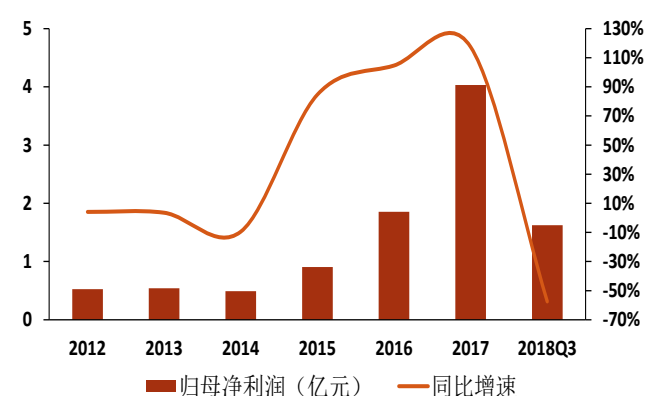
1. 青岛金王 (002094): 化妆品运营良好, 传统业务拖累业绩 (2018-08-31)
2. 青岛金王 (002094): 精准卡位化妆品, 打造美妆全产业链 (2018-05-16)

图 1：公司 2012 年以来营业收入及增速



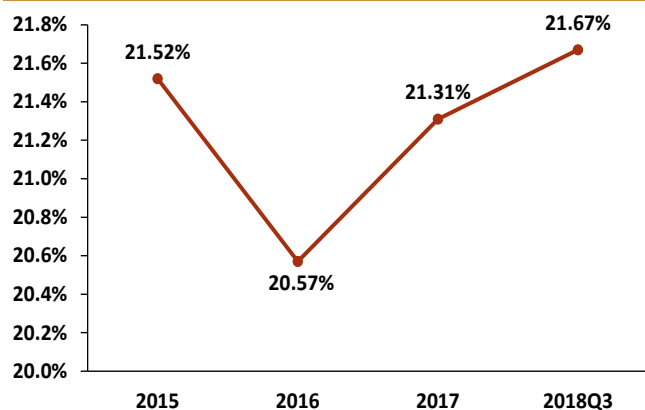
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2012 年以来归母净利润及增速



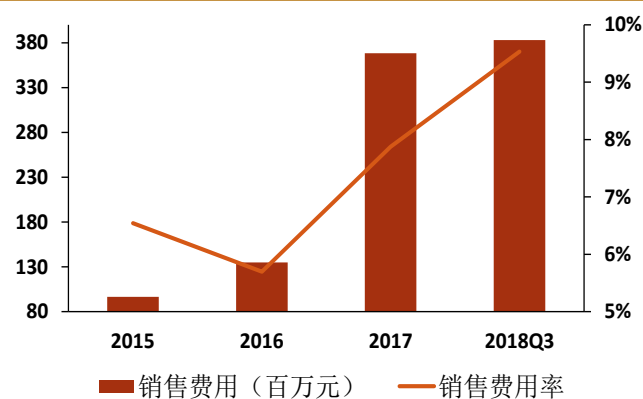
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2015 年以来销售毛利率



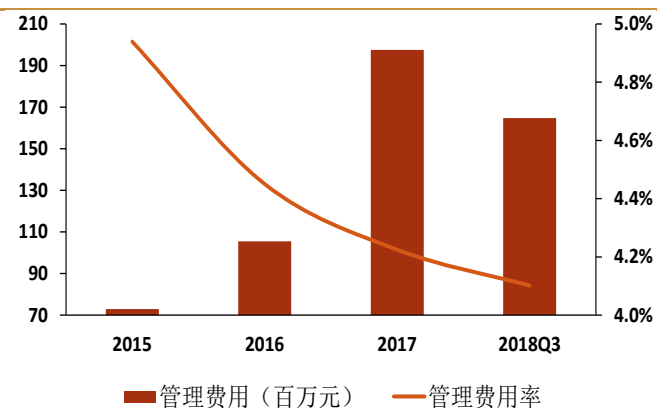
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2015 年以来销售费用及销售费用率



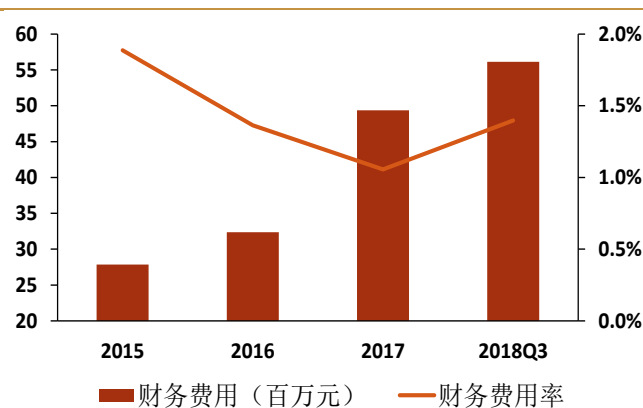
数据来源：公司公告，西南证券整理

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

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 27%、20%、15%；预计子公司上海月沣 2018-2020 销量增速分别为 30%、25%、20%；预计韩亚 2018-2020 销量增速分别为 5%、3%、2%；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%。我们对整体化妆品业务毛利率进行假设，假设公司未来化妆品业务毛利率为 32%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%，毛利率为 1.4%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，毛利率为 23%不变。

**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	--	147.3	139.4	146.37	150.76	153.78
	营业收入增速	--	--	-5.4%	5%	3%	2%
杭州悠可	营业收入	792.8	800.5	1017.0	1291.56	1549.87	1782.35
	营业收入增速	--	1.0%	27.0%	27%	20%	15%
上海月沣	营业收入	174.0	160.6	355.4	462.05	577.56	693.07
	营业收入增速	--	-7.7%	121.4%	30%	25%	20%
金王产业链管理有限公司	营业收入	--	357.8	1344.4	1882.16	2446.80	2936.16
	营业收入增速	--	--	275.7%	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	3782.1	4725.0	5565.4
	营业成本	29.3	361.2	1713.8	2571.9	3213.0	3784.4
	毛利率	83.2%	45.7%	33.1%	32.0%	32.0%	32.0%
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	427.1	427.6	423.8
	毛利率	28.4%	29.8%	27.2%	23.0%	23.0%	23.0%
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	6380.3	7834.7	9308.7
	营业成本	1159.1	1883.3	3679.8	5013.8	6159.2	7356.5
	毛利率	21.5%	20.6%	21.3%	21.4%	21.4%	21.0%

数据来源：公司年报，西南证券

**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	6380.29	7834.73	9308.72	净利润	444.79	313.02	390.01	431.99
营业成本	3679.80	5013.82	6159.23	7356.51	折旧与摊销	35.18	43.76	52.15	60.42
营业税金及附加	15.84	21.61	26.54	31.53	财务费用	49.38	89.32	109.69	130.32
销售费用	368.24	606.13	744.30	884.33	资产减值损失	65.28	15.00	15.00	15.00
管理费用	197.57	287.11	352.56	418.89	经营营运资本变动	-432.09	-413.62	-651.48	-778.13
财务费用	49.38	89.32	109.69	130.32	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>9.84</b>	<b>-133.43</b>	<b>-195.47</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>369.29</b>	<b>461.41</b>	<b>512.14</b>	短期借款	593.24	351.34	545.00	575.59
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>376.82</b>	<b>468.91</b>	<b>519.60</b>	股权融资	345.40	0.00	0.00	0.00
所得税	88.66	63.80	78.90	87.61	支付股利	-19.63	0.00	0.00	0.00
净利润	444.79	313.02	390.01	431.99	其他	-381.67	117.32	-159.69	-130.32
少数股东损益	41.86	29.46	36.70	40.65	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>593.84</b>	<b>518.65</b>	<b>485.31</b>	<b>545.27</b>
归属母公司股东净利润	402.94	283.56	353.31	391.34	<b>现金流量净额</b>	<b>287.24</b>	<b>430.49</b>	<b>290.89</b>	<b>294.80</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	1276.06	1566.95	1861.74	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	935.88	1222.21	1726.69	2323.84	销售收入增长率	97.24%	36.43%	22.80%	18.81%
存货	755.53	1035.12	1274.42	1524.84	营业利润增长率	125.28%	-29.83%	24.95%	10.99%
其他流动资产	47.84	127.61	235.04	372.35	净利润增长率	123.09%	-29.63%	24.59%	10.76%
长期股权投资	76.05	76.05	76.05	76.05	EBITDA 增长率	115.22%	-17.76%	24.06%	12.78%
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%	21.42%	21.39%	20.97%
无形资产和开发支出	1589.96	1664.92	1712.29	1752.06	三费率	13.15%	15.40%	15.40%	15.40%
其他非流动资产	198.11	196.74	195.37	194.00	净利率	9.51%	4.91%	4.98%	4.64%
<b>资产总计</b>	<b>4660.27</b>	<b>5812.68</b>	<b>6997.64</b>	<b>8311.89</b>	ROE	15.52%	9.98%	11.06%	10.91%
短期借款	825.24	1176.58	1721.58	2297.16	ROA	9.54%	5.39%	5.57%	5.20%
应付和预收款项	544.54	740.76	910.48	1085.57	ROIC	16.61%	9.15%	9.36%	8.73%
长期借款	226.50	276.50	376.50	476.50	EBITDA/销售收入	13.06%	7.87%	7.95%	7.55%
其他负债	197.64	482.84	463.07	494.66	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1793.92</b>	<b>2676.68</b>	<b>3471.62</b>	<b>4353.89</b>	总资产周转率	1.24	1.22	1.22	1.22
股本	392.55	407.38	407.38	407.38	固定资产周转率	24.58	30.00	36.89	44.56
资本公积	1082.70	1067.86	1067.86	1067.86	应收账款周转率	9.74	9.50	8.41	7.20
留存收益	987.40	1270.96	1624.27	2015.60	存货周转率	6.63	5.52	5.27	5.21
归属母公司股东权益	2506.00	2746.21	3099.51	3490.85	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	389.80	426.50	467.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2866.35</b>	<b>3136.01</b>	<b>3526.01</b>	<b>3958.00</b>	资产负债率	38.49%	46.05%	49.61%	52.38%
负债和股东权益合计	4660.27	5812.68	6997.64	8311.89	带息债务/总负债	58.63%	54.29%	60.44%	63.71%
					流动比率	1.76	1.59	1.60	1.61
					速动比率	1.25	1.14	1.18	1.21
					股利支付率	4.87%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.99	0.70	0.87	0.96
					每股净资产	6.15	6.74	7.61	8.57
					每股经营现金	0.11	0.02	-0.33	-0.48
					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	502.37	623.24	702.88					
PE	5.00	7.11	5.71	5.15					
PB	0.80	0.73	0.65	0.58					
PS	0.43	0.32	0.26	0.22					
EV/EBITDA	3.22	4.50	4.11	4.19					
股息率	0.97%	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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn