

中信证券研究部



徐晓芳
首席商业零售
分析师

S1010515010003

核心观点

化妆品行业竞争加剧，2018 年公司确认商誉减值 1.0 亿元拖累业绩。关注公司经销渠道、营销创新和美妆新零售平台建设情况。

- 收入稳定增长，净利润下滑幅度较大。**2018 年，公司实现营业收入/归属净利润 54.6 亿/1.0 亿元，同比+16.7%/-74.1%；扣非归属净利润 0.9 亿元，同比-53.5%。2019Q1，公司实现营业收入/归属净利润 13.5 亿/0.3 亿元，同比+13.3%/-43.3%；扣非归属净利润 0.3 亿元，同比-44.5%。2018 年，受化妆品业务费用增加影响，公司实现经营性现金流净额-1.2 亿元。因出售杭州悠可股权（预计产生投资收益 3 亿元），公司预计 2019H1 归属净利润为 2.8 亿-3.4 亿元，同比+120%~+170%。
- 商誉减值侵蚀利润：悠可表现良好，月沅、韩亚业绩未达承诺。**2018 年，悠可/月沅/韩亚分别实现净利润 13,130 万/5,369 万/3,317 万元（原承诺分别为 12,300 万/8,400 万/4,600 万元），分别同比+12.5%/-29.7%/-13.4%；产业链公司实现净利润 6,561 万元，同比-22.1%。2018 年公司确认商誉减值损失 1.0 亿元，其中韩亚/月沅分别确认商誉减值准备 4,102 万/3,135 万元。剔除 2017 年悠可一次性收益 2.2 亿元与本期商誉减值 1.0 亿元影响后，2018 年公司归属净利润同比+11.9%。
- 化妆品业务维持高增长，毛利率微跌。**2018 年，公司化妆品/蜡烛/油品贸易业务分别实现营业收入 35.7 亿/6.1 亿/12.8 亿元，同比+39.3%/+11.4%/-18.5%。化妆品业务毛利率较高，销售人员薪酬支出大，2018 年化妆品业务拓展带动公司综合毛利率/销售费用率/管理费用率+2.66/+3.15/+0.77pcts 至 23.98%/11.02%/4.99%。受竞争加剧、渠道分流影响，2018 年公司化妆品业务毛利率同比-1.41pcts 至 31.73%。
- 门店网络丰富，智慧新零售赋能。**当前公司已经整合 22 个省经销商，代理 200+个国内外化妆品品牌，积累了约 9500 家门店资源，形成了中国化妆品行业最大规模采购平台及线下零售门店网络。公司“数字化新零售 SaaS 科技服务平台”已在“众妆优选”智能化零售店投入使用并在山东、浙江、安徽等地开始试运行；牵手腾讯，在支付/场景/系统开发/大数据方面展开合作。公司通过集中采购、智能物流、消费金融以及为终端店接入综合管理系统等方式，推动新零售终端数字化升级、提高渠道运营商经营效率。
- 风险因素：**CS 渠道遭遇严重分流；美妆新零售平台建设速度低于预期。
- 投资建议：**考虑出售杭州悠可股权，下调公司 2019-20 营业收入预测为 51.5 亿/54.4 亿元，下调 2019-20 年净利润预测为 3.5 亿/1.1 亿元，新增 2021 年营业收入/净利润预测分别为 57.7 亿/1.3 亿元，对应 2020-21 年扣非净利润分别同比+14.0%/+15.5%；对应 2019-21 年 EPS 分别为 0.51/0.16/0.19 元（原 2019/20 年预测为 0.67/0.80 元），维持“买入”评级。

青岛金王	002094
评级	买入（维持）
当前价	5.97 元
总股本	693 百万股
流通股本	628 百万股
52 周最高/最低价	23.27/4.29 元
近 1 月绝对涨幅	-13.35%
近 6 月绝对涨幅	15.70%
近 12 月绝对涨幅	-52.36%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,677	5,456	5,149	5,439	5,774
营业收入增长率 YoY	97.2%	16.7%	-5.6%	5.6%	6.2%
净利润(百万元)	402.9	104.4	352.7	111.4	128.6
净利润增长率 YoY	117.4%	-74.1%	237.7%	-68.4%	15.5%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.06	0.15	0.51	0.16	0.19
毛利率	21.31%	23.98%	22.32%	21.16%	21.18%
PE	5.7	40.0	11.8	37.3	32.3
PB	1.7	1.4	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 4 月 30 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,677	5,456	5,149	5,439	5,774
营业成本	3,680	4,148	4,000	4,288	4,551
毛利率	21.31%	23.98%	22.32%	21.16%	21.18%
营业税金及附加	16	20	23	21	23
销售费用	368	601	562	691	710
营业费用率	7.87%	11.02%	10.92%	12.70%	12.29%
管理费用	198	236	221	245	260
管理费用率	4.22%	4.33%	4.30%	4.51%	4.51%
财务费用	49	85	12	(18)	(20)
财务费用率	1.06%	1.56%	0.24%	-0.33%	-0.34%
投资收益	223	20	300	0	0
营业利润	526	228	631	194	225
营业利润率	11.25%	4.19%	12.25%	3.56%	3.90%
营业外收入	9	11	10	10	10
营业外支出	2	3	2	2	2
利润总额	533	237	639	202	233
所得税	89	82	115	36	42
所得税率	16.62%	34.49%	18.00%	18.00%	18.00%
少数股东损益	42	51	171	54	62
归属于母公司股东的净利润	403	104	353	111	129
净利率	8.62%	1.91%	6.85%	2.05%	2.23%

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	846	1,237	1,785	1,868	1,956
存货	756	932	811	905	969
应收票据及应收账款	579	879	830	877	931
其他流动资产	404	563	509	528	578
流动资产	2,585	3,612	3,935	4,179	4,433
固定资产	211	212	198	181	162
长期股权投资	76	394	394	394	394
无形资产	133	141	129	115	101
其他长期资产	1,655	1,558	770	770	771
非流动资产	2,075	2,305	1,491	1,460	1,427
资产总计	4,660	5,917	5,426	5,639	5,861
短期借款	825	793	0	0	0
应付票据及应付账款	355	376	381	404	425
其他流动负债	286	463	436	461	471
流动负债	1,467	1,632	817	865	896
长期借款	227	632	432	432	432
其他长期负债	101	279	279	279	279
非流动性负债	327	911	711	711	711
负债合计	1,794	2,542	1,528	1,575	1,606
股本	393	693	693	693	693
资本公积	1,083	1,117	1,117	1,117	1,117
归属于母公司所有者权益合计	2,506	2,908	3,261	3,373	3,501
少数股东权益	360	466	637	691	753
股东权益合计	2,866	3,374	3,898	4,063	4,254
负债股东权益总计	4,660	5,917	5,426	5,639	5,861

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	533	237	639	202	233
所得税支出	-89	-82	-115	-36	-42
折旧和摊销	35	45	50	53	55
营运资金的变化	-318	-489	212	-120	-144
其他经营现金流	-117	170	-296	-11	-12
经营现金流合计	45	-119	489	88	90
资本支出	-93	-62	-22	-22	-22
投资收益	223	20	300	0	0
其他投资现金流	-472	-324	786	0	0
投资现金流合计	-342	-366	1,064	-22	-22
权益变化	153	395	0	0	0
负债变化	1,626	2,401	-993	0	0
股利支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-1,185	-1,935	-12	18	20
融资现金流合计	594	861	-1,005	18	20
现金及现金等价物净增加额	297	376	548	84	87

主要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	97.24%	16.67%	-5.64%	5.64%	6.15%
营业利润	125.28%	-56.60%	176.14%	-69.26%	16.01%
净利润	117.41%	-74.08%	237.71%	-68.43%	15.50%
利润率 (%)					
毛利率	21.31%	23.98%	22.32%	21.16%	21.18%
EBITDAMargin	13.01%	6.70%	10.29%	3.36%	3.56%
净利率	8.62%	1.91%	6.85%	2.05%	2.23%
回报率 (%)					
净资产收益率	16.08%	3.59%	10.81%	3.30%	3.67%
总资产收益率	8.65%	1.77%	6.50%	1.97%	2.19%
其他 (%)					
资产负债率	38.49%	42.97%	28.16%	27.94%	27.41%
所得税率	16.62%	34.49%	18.00%	18.00%	18.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。