

诺斯贝尔(835320)
国内领先的化妆品 ODM 研发生产商
基本数据

2016 年 12 月 16 日	
收盘价(元)	4.47
总股本(亿股)	1.77
流通股本(亿股)	1.38
总市值(亿元)	7.89
每股净资产(元)	3.28
PB(倍)	1.36

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	741.49	1003.11	1103.42	1191.69	1287.03
净利润(百万元)	84.21	138.22	157.50	171.70	186.22
毛利率	32.0%	32.8%	32.3%	32.3%	32.3%
净利率	11.4%	13.8%	14.3%	14.4%	14.5%
ROE	25.7%	35.8%	28.8%	22.5%	19.8%
EPS(元)	0.48	0.78	0.89	0.97	1.06

投资评级：买入（首次）
流动性评级：-

化妆品 ODM 研发生产商。公司成立于 2004 年,专注于面膜、护肤品及湿巾系列等化妆品的设计、研发、制造与销售,致力成为国际一流的化妆品 ODM 研发生产商和服务商,目前主要产品分为三大系列:面膜系列、护肤系列和湿巾系列。

化妆品市场仍较快增长。2015 年国内化妆品零售额 2049 亿元,同比增长 8.8%,高于同期 GDP 增速。我国已成为全球仅次于美国的第二大化妆品市场,随着生活水平的提高、化妆品消费人群的稳步增长以及化妆品消费理念持续升级,势必驱动行业继续较快增长。

业内优势企业较少。国内的化妆品 ODM 生产厂家一般规模小、产品单一,产品研发、生产管理、质量控制等体系薄弱,随着相关规范、法规的出台,行业准入门槛提高,公司化妆品 ODM 生产业务的优势将进一步体现。

拥有完善的研发体系和优质的客户资源。公司具备完善的产品研发管理体系和先进的研发设备,近几年产品研发团队每年均有数百个产品投入生产,获得市场好评。

公司的主要客户包括屈臣氏、全球家用清洁用品公司利洁时(RECKITT BENCKISER)及 GAMA HEALTHCARE LTD 等国内外知名企业,优质的客户资源有利于公司长期稳定发展。

盈利预测

预测公司 2016-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.58 亿元、1.72 亿元、1.86 亿元,每股收益分别为 0.89 元、0.97 元、1.06 元。

风险提示

市场风险,客户集中度较高的风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析	1
公司简介-化妆品 ODM 研发生产商	2
行业状况-化妆品市场较快增长，ODM 规模企业较少	3
公司优势-具有完善的研发体系和优质客户资源	5
公司经营-上半年收入增速有所下滑，净利率有所提升	6
盈利预测	7

图表目录

图表 1 公司主要产品介绍.....	2
图表 2 2016 年 6 月 30 日前十大股东持股情况.....	3
图表 3 我国化妆品零售额及增长情况.....	3
图表 4 化妆品 ODM 主要企业.....	4
图表 5 公司设计与研发部.....	5
图表 6 公司生产车间.....	5
图表 7 公司收入、利润及增长情况.....	6
图表 8 公司收入构成.....	6
图表 9 公司费用率和利润率指标.....	7
图表 10 公司盈利预测.....	7

■ 风险分析

● 控制人与管理层

根据公司 2016 年 7 月公告，第二大股东中科招商优选八号基金转让所持 2650 万股，占公司总股本的 15.01%，受让方为深圳前海肆号投资基金。

公司挂牌后，未发生股权质押、对外担保等事项。

● 行业与公司经营

市场风险。化妆品属快速消费品，消费者偏好变化迅速，市场竞争较为激烈，产品差异化小，消费者忠诚度相对较低，若公司不能很好把握市场趋势的变动，则可能在竞争中落于不利地位。

客户集中度较高风险。公司主要客户为武汉屈臣氏个人用品商店有限公司、广州屈臣氏个人用品商店有限公司、湖南御泥坊化妆品有限公司、广州十长生化妆品有限公司、上海悦目化妆品有限公司、妮维雅（上海）有限公司等知名日化生产或品牌销售公司，客户集中度较高。如果主要客户因市场竞争加剧、经营不善、战略失误等内外原因导致其市场份额缩减，公司的业务收入也会随之受到较大影响。

核心技术更新换代的风险。公司主营业务属于化妆品制造行业，该行业产品生命周期较短，对产品更新速度有较高要求。因此，行业内企业的持续经营对技术水平、研发投入、研发速度等要素要求较高，若公司研发速度及技术水平落后于行业，将有可能被迅速淘汰。

● 财务

根据公开信息，未发现公司存在此类相关风险。

■ 公司简介-化妆品 ODM 研发生产商

公司成立于 2004 年，2016 年 1 月挂牌新三板，专注于面膜、护肤品及湿巾系列等化妆品的设计、研发、制造与销售，致力成为国际一流的化妆品 ODM 研发生产商和服务商。

公司目前主要产品分为三大系列：面膜系列、护肤系列和湿巾系列。面膜系列产品按材质分类包括天丝面膜、水凝胶面膜、无纺布面膜及其他面膜；护肤系列产品包括护肤类产品、洁肤类产品、特殊护理类产品及其他类产品等；湿巾系列产品包括清洁消毒湿巾、婴儿湿巾、美容湿巾、医疗湿巾及其他湿巾。

图表 1 公司主要产品介绍

产品	样品图例			
面膜				
	屈臣氏天丝面膜系列	静佳 Jcare 澳洲山羊奶面膜	韩后天丝面膜系列	韩后水凝胶面膜系列
湿巾				
	滴露卫生湿巾	伽玛强效杀菌型卫生湿巾	葆艾合生元婴儿柔肤湿巾	屈臣氏深层卸妆棉
护肤类				
	妮维雅男士水活畅透精华露	WATER360 矿泉水透莹漾柔肤水	屈臣氏 WATER360 矿泉水透莹漾保湿霜	屈臣氏男士保湿畅透洁面乳

资料来源：公开转让说明书

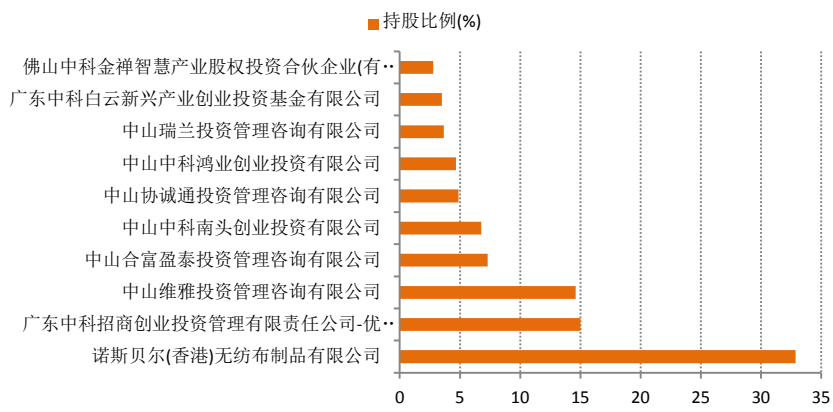
公司根据化妆品行业的发展趋势研究市场需求，根据行业监管要求及客户要求，利用自身（国内外）研发人员的研发技术及生产技术进行产品开发生产，并将研发生产出来的产品销售给相应的客户。

公司通过生产销售产品来获得收入，目标客户以化妆品品牌企业和主营面

膜、护肤及湿巾系列等化妆品相关产品的企业为主。

公司控股股东为诺斯贝尔（香港）无纺布制品有限公司，实际控制人为林世达。

图表 2 2016 年 6 月 30 日前十大股东持股情况



数据来源：choice

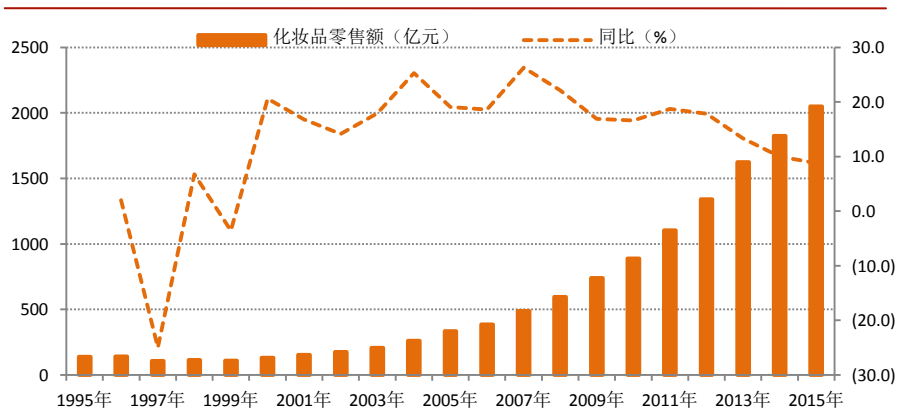
林世达，1966 年生，中国香港籍。1984 年中学毕业，2010 年取得管理研究生文凭；现兼读英国南威尔士大学工商管理硕士课程。曾任香港永安堂药行任中药及化妆品业务经理；香港永安堂地产中介任总经理；香港参记燕窝公司任总经理；本斯柔巾机有限公司任总经理。

2004 年 2 月与公司现任两位副总经理共同创立诺斯贝尔，现任公司董事长兼总经理。

■ 行业状况-化妆品市场较快增长，ODM 规模企业较少

● 化妆品消费仍将较快增长

图表 3 我国化妆品零售额及增长情况



数据来源：国家统计局

国家统计局公布的社会消费品零售数据显示，2015 年国内化妆品零售额 2049 亿元，同比增长 8.8%，高于同期 GDP 增速。我国已成为全球仅次于美国的第二大化妆品市场，而且市场还远远没有饱和。

百度公司在 2016 年中国化妆品领袖高峰论坛上发布《2015 百度化妆品无线报告》，2015 年化妆品搜索增速远超往年，同比增长 37%，化妆品分品类搜索份额中，护肤占 66.4%。

随着生活水平的提高、化妆品消费人群的稳步增长以及老百姓对化妆品消费理念持续升级，势必驱动护肤品行业继续较快增长。

● 化妆品 ODM 行业规模企业较少

国内的化妆品 ODM 生产厂家一般规模小、固定资产投入少、市场细分明显、产品单一；产品研发、生产管理、质量控制等体系薄弱；随着行业内相关规范、法规的出台，以及政府对化妆品行业监管力度的加强，行业准入门槛提高，公司的化妆品 ODM 生产业务的优势将进一步体现。

图表 4 化妆品 ODM 主要企业

类别	主要企业	基本情况
面膜	深圳绵俪日用化工有限公司	注册资本 3000 万元港币。 拥有两家子公司，主要产品包括面膜及膏霜乳液等护肤品。现每天最高可生产半成品 20 吨，面膜 40 万片。
	广州市洁宝日用品有限公司	注册资本 1000 万元人民币，主营无纺布及无纺布制品的生产、销售业务。 产品主要包括面膜及广告礼品、工业擦布、工作服等工业防护用品等。拥有 5000 平方米厂房，无纺布年产量 15000 吨以上。
湿巾	铜陵洁雅生物科技股份有限公司	注册资本 3000 万元人民币，主营湿巾产品 ODM、OEM 业务，以及自有品牌“艾妮”牌个人护理系列及“喜擦擦”牌家居清洁系列湿巾的生产与销售。 主要产品包括清洁湿巾，婴儿湿巾，家居湿巾等，涉及抗菌消毒、个人健康护理及家居清洁护理三大系列。 有 10 万级空气净化标准 GMP 厂房，8 条湿巾生产线，原材料消毒间，配液原水处理系统，以及自有实验室、化验室等。
护肤品	科丝美诗(中国)化妆品有限公司	注册资本 2007.2 万美元。主营化妆品 ODM、OEM 业务及自有品牌化妆品的生产与销售业务。 主要产品包括洁面、爽肤水、面霜等，拥有上海及广州两处生产厂房。
	科玛化妆品(苏州)有限公司	注册资本 4.2 亿日元。主营化妆品 ODM、OEM 业务，主要产品包括洁面、爽肤水等护肤产品及粉底、眼影等彩妆产品。
	上海仪玳化妆品有限公司	注册资本 1000 万人民币。主营化妆品 ODM、OEM 业务，主要产品包括面膜、眼膜等。拥有 GMP 厂房及多条生产线，膏霜护肤品年产量可达数千万支。

资料来源：公开转让说明书

■ 公司优势-具有完善的研发体系和优质客户资源

● 客户资源优势

公司的主要客户包括屈臣氏、全球家用清洁用品公司利洁时(RECKITT BENCKISER)及 GAMA HEALTHCARE LTD 等国内外知名企业。知名企业对供应商筛选非常严格,并对合格供应商存在持续依赖,因而能够为公司持续增长的订单提供良好保证。优质的客户资源有利于公司长期稳定发展。

● 产品开发和配方研发能力优势

公司采用国内外合作研发,拥有超过 60 人的专业产品开发和配方研发团队,包括海外教授 2 名。组建了一支以 18 名资深化妆品工程师为核心的研发队伍,专注于面膜和护肤品等化妆品的原料筛选、配方开发、产品设计、工艺完善和功效检测等工作的工作。

图表 5 公司设计与研发部



资料来源:公司网站

公司拥有 1000 平方米的现代化产品研发中心,具备完善的产品研发管理体系和先进的研发设备。近几年产品研发团队每年均有数百个产品投入生产,获得市场好评。同时,为把握化妆品国际发展趋势,公司一直重视与国际研发接轨,与欧洲、日本、韩国等专业研发机构交流合作,深入了解国内外行业动态,针对护肤品行业研制过程中的难点及关键问题,快速解决,共同研发各种崭新及安全配方,给客户提供全面的研发支持。

● 生产设备优势

图表 6 公司生产车间

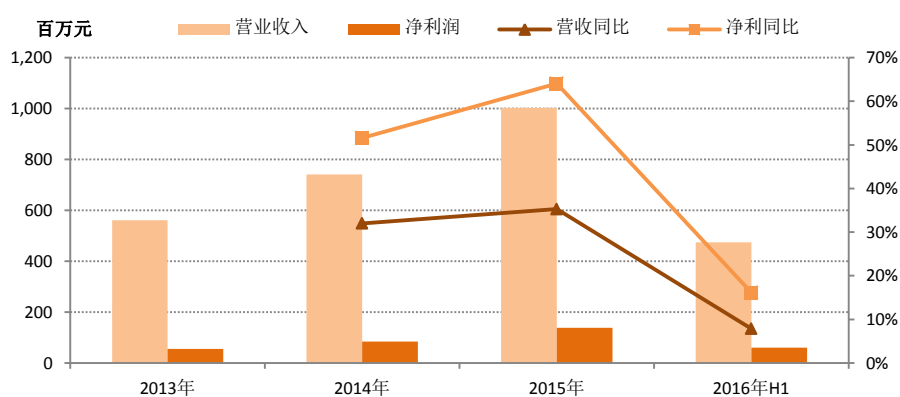


资料来源:公司网站

公司拥有较强的技术实力和先进生产线，在同行中具有较强竞争力。拥有 15 套真空乳化设备，其中 5 台为日本进口，可以生产质量要求高、质量更加稳定的各类护肤精华液，并对影响产品质量的关键生产设备申请了发明专利；20 条护肤品灌装包装生产线；2 条自动化唇膏生产线；20 条面膜自动灌装包装生产线，其中与日本设备厂家共同研发的 6 条全自动化面膜生产线技术水平达到国内最先进，并已经获得发明专利；2 条水凝胶面膜生产线等。

■ 公司经营-上半年收入增速有所下滑，净利率有所提升

图表 7 公司收入、利润及增长情况

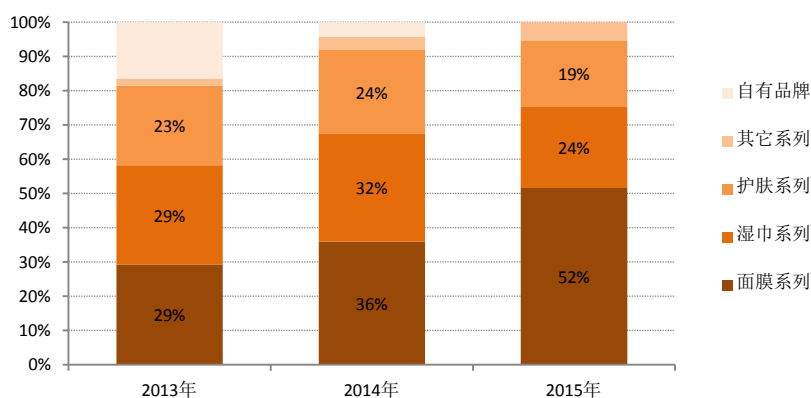


数据来源: choice

2015 年，公司营业收入 10.0 亿元，同增 35.28%，净利润 1.4 亿元，同增 64.06%。收入增长主要原因：护肤品市场快速增长，公司凭借在护肤品 ODM 市场中的领导地位，成功吸引更多新旧客户订单。

出口减少致上半年增速下滑。2016 年上半年，营业收入 4.7 亿元，同增 7.87%，净利润 5968.3 万元，同增 15.51%。公司境外收入占比 20% 左右，上半年收入增速下滑主要是出口减少以及客户整体采购订单减少所致；同时，2016 年我国经济增速减慢，全球经济疲软，客户经营策略从乐观变得保守，采购策略更多考虑“去库存”。

图表 8 公司收入构成

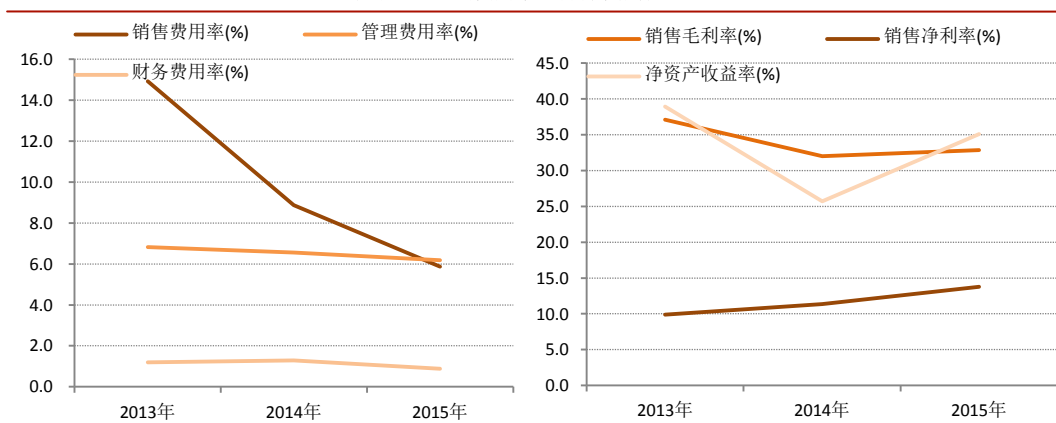


数据来源: 公司年报

面膜为公司主打产品，受益于面膜市场急速增长，公司成功吸引更多客户

订单,面膜系列收入占比不断提升;2014年,公司出售了雪完美公司,因此2015年没有自有品牌产品销售。

图表 9 公司费用率和利润率指标



数据来源: choice

自主品牌产品毛利率高于ODM和OEM产品,公司原子公司广东雪完美于2014年7月不再纳入合并范围,导致2014年综合毛利率下降;同时,自主品牌不再并表也使职工薪酬、销售渠道费用、广告展览费、差旅费用等出现较大幅度下降,公司销售费用率大幅降低,净利润率有所提升。

■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析,对公司进行盈利预测,预测公司2016-2018年归属于上市公司股东的净利润分别为1.58亿元、1.72亿元、1.86亿元,每股收益分别为0.89元、0.97元、1.06元。

图表 10 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	741.49	1003.11	1103.42	1191.69	1287.03
净利润(百万元)	84.21	138.22	157.50	171.70	186.22
毛利率	32.0%	32.8%	32.3%	32.3%	32.3%
净利率	11.4%	13.8%	14.3%	14.4%	14.5%
ROE	25.7%	35.8%	28.8%	22.5%	19.8%
EPS(元)	0.48	0.78	0.89	0.97	1.06

资料来源: choice, 梧桐公会

公司2016年12月13日成交价4.47元,对应2016-2018年预期EPS的市盈率分别为5.0、4.6和4.2倍。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。



梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

