

芭薇股份 (837023)
综合性化妆品公司，前途广阔
基本数据

2017年4月24日	
收盘价(元)	8.88
总股本(万股)	2600
流通股本(万股)	986.6
总市值(亿元)	2.31
每股净资产(元)	2.25
PB(倍)	3.95

财务指标

	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	62.65	116.80	146.20	182.50
净利润(百万元)	5.93	12.24	15.30	19.12
毛利率	32.95%	40.23%	40.23%	40.23%
净利率	9.46%	10.47%	10.46%	10.47%
ROE	36.28%	33.46%	32.50%	31.05%
EPS(元)	0.23	0.47	0.59	0.74

投资评级：买入(首次)
公司简况：

公司主要从事化妆品的专业策划、研发、生产和销售业务，采用“接单生产”、“以销定产、以销定采”、“对通用原材料适当备货”的经营模式。公司目前虽无自身品牌，但正在致力于自身品牌建设，目前已拥有商标12项。公司自设立以来，主营业务没有发生重大变化。

公司竞争优势：

- 1 研发技术优势
- 2 产品质量优势
- 3 客户优势
- 4 地位优势

盈利预测：

我们预测公司2017—2018年收入分别为亿元，1.46亿元和1.82亿元，每股收益分别为0.59元，0.74元，综合估值情况我们评级为买入。

研究员：翟博

zhaibo@wtneeq.com

010-85715117


风险提示：

品牌经营风险；规模较小的风险。

目 录

风险分析.....	3
公司简介.....	4
公司主要产品及商业模式.....	4
公司投资亮点.....	6
投资逻辑与估值.....	6
风险点.....	7

图表目录

图表 1: 公司部分所获荣誉.....	4
---------------------	---

■ 风险分析

● 公司实际控制人及管理团队方面

经整理公开资料，未发现这方面风险。

● 行业与公司经营

1 实际控制人不当控制的风险

公司控股股东和实际控制人为冷群英和刘瑞学（夫妻关系），分别持有公司 34.62%和 20.77%的股权，合计持股比例为 55.39%。同时冷群英担任公司董事长、总经理，刘瑞学担任公司董事、研发部总经理，能够对股东大会、董事会、公司的经营决策等事项造成重大影响。若公司实际控制人对公司的经营决策、人事、财务等进行不当控制，则存在损害公司及其他股东利益的风险。

2 经营管理风险

公司目前规模相对较小，面对品牌化妆品公司的多样化需求和化妆品市场的迅速增长，公司经营规模和主营业务收入也逐步扩大。而公司为之相配套的生产运营能力、信息管理能力、人力管理能力和市场开发能力都需要迅速提升，以满足目前公司迅速增长的要求，对公司是极大的挑战。

3 品牌经营风险

公司自成立以来一直以 OEM 加工模式和 ODM 全部托管加工模式为主经营生产。虽然公司在化妆品研发领域处于行业领先地位。但是在品牌经营方面，公司与同行业大公司相比处于弱势，没有形成面向最终消费者的品牌化妆品。

4 规模较小的风险

由于公司所处行业对技术水平、研发能力等要素的要求较高，对企业本身的抗风险能力具备一定要求。虽然公司在商业模式和技术性方面处于行业领先地位，但是在规模竞争力方面，公司与同行业大公司相比处于弱势。若市场环境发生不利于公司发展的变化，或因公司决策失误对公司经营产生负面影响，公司将面临较大的经营压力。若公司未能采取适当措施进行风险管理，则有可能使公司持续经营能力减弱。因此公司存在规模较小，抗风险能力较弱的风险。

5 人才短缺风险

虽然在较短的时间内，公司在细分市场上取得了领先的技术优势和市场地位，管理层普遍具有较高的素质，培养了一批具有研发经验的研发人才，但随着化妆品需求的迅速发展，公司业务规模迅速发展壮大，公司面临短时间内生产人员和优质营销人员的缺口，无论是通过自行培养还是由市场供给，公司均存在较大的人才短缺压力。

■ 公司简介：

公司主要从事化妆品的专业策划、研发、生产和销售业务，采用“接单生产”、“以销定产、以销定采”、“对通用原材料适当备货”的经营模式。公司的业务主要划分为四种模式进行开展：（1）OEM 加工模式；（2）ODM 全部托管加工模式；（3）来样加工；（4）半成品供应。公司致力于 OEM 加工模式和 ODM 全部托管加工模式，面向品牌客户，提供生产、研发、策划为一体的加工服务。收入主要来源于 ODM 加工模式及半成品料体的销售。信息披露期内公司拥有已授权的发明专利 2 项，截止于 2017.3.16 日公司拥有已授权的发明专利 4 项，已受理初审合格的发明专利 11 项，处于公示期的发明专利 31 项。公司拥有专业的研发团队，由研发部负责按客户需求研发产品配方，个性化制定开发，为客户提供优质产品及服务。公司目前通过网络资源、参加各大知名化妆品展会、客户口碑传播等方式来拓展新客户。另外，公司品牌顾问会不定期拜访老客户，提升增值服务及新产品推荐，来维护原有的客户公司目前虽无自身品牌，但正在致力于自身品牌建设，目前已拥有商标 12 项。公司自设立以来，主营业务没有发生重大变化。

芭薇股份是基础层企业，于 2016 年 05 月 13 日在新三板挂牌上市，2017 年 02 月 14 日开始做市交易。主办券商为华创证券。截至 2017 年 4 月 24 日，做市券商共 2 家，分别为华创证券，中山证券。截至 2017 年 4 月 24 日，公司总股本 2600 万股，其中 986.6 万股是非限售流通股，在新三板交易。

图表 1：公司部分所获的荣誉



资料来源：公司公告

■ 公司主要业务及商业模式：

● 公司主要业务及服务

公司以广州鹰远生物科技有限公司为基础，联合各大学、科研院所、国外各化妆品主要研发地的科研技术研发中心、评测中心、借助于最新的生物科技技术、纳米技术、渗透压技术、生物传导技术、中医理论、植物科研技术、低温破壁技术、微乳化技术、数字传输技术、数据统计技术、互联网科技等高新科技技术，开发出适合东方人肤质、体质、生活习惯的各类别化妆品及其它相关产品。

● 公司商业模式

公司的业务主要划分为四种模式进行开展：（1）OEM 加工模式；（2）ODM 全部托管加工模式；（3）来样加工；（4）半成品供应。公司致力于 OEM 加工模式和 ODM 全部托管加工模式，面向品牌客户，提供生产、研发、策划为一体的加工服务。公司采用“接单生产”、“以销定产、以销定采”、“对通用原材料适当备货”的经营模式，即以客户订单为基础，通过综合分析客户订单的产品需求量，结合自身产能、原材料情况制定生产计划进行量产。由于客户订制产品对设计能力、生产工艺、供应链匹配、订单完成及时性水平要求较高，一定程度上制约了生产成本的降低，公司也在不断探索标准化、批量化生产。

● 公司发展战略

以客户创造价值为核心，持续提升自身能力。

芭薇股份目前适用的“铁三角”理论。在“行业”、“产业”、“企业”之间建立一个生死与共、默契协作，聚焦客户需求的共同作战单元，形成稳如“铁三角”的关系，最终目的就是更好地满足客户需求，成就客户理想。随后从品牌突围、供应链优化、制造升级三个方面形成全面全产业链融合发展模式，实现客户一站式交付。

（1）坚持打造敏锐、领先、精准的市场洞察力，从品牌策划、概念创意、包装设计三大板块，助力品牌强势崛起，快速突围，抢占市场；

（2）不断增强研发实力，通过创新驱动，打造优质、安全、差异化产品，让品牌客户在面临激烈竞争中时，依靠产品力，脱颖而出；

（3）通过品质升级、产能提升、服务升级，真正实现全程周到服务，交付快速，争分夺秒，为客户创造最大价值。

■ 公司投资亮点：

● 业内知名度高，客户优势明显

目前，公司已经协助客户向各省食品药品监督管理局备案登记国产非特殊用途化妆品 974 个，在华南地区化妆品代工生产商中位居前列。其中，广州雅诗物制品有限公司、广州泉美生技术和深圳市巨邦科发展成物制品有限公司、广州泉美生技术和深圳市巨邦科发展成为公司稳定的客户，每年订单数中有涨。公司以品质出发点老客户不断转介绍新客户，公司的客户池持续壮大。

● 研发技术优势

公司自成立以来，非常注重产品的自主研发，公司以广州鹰远生物科技有限公司为基础，联合各大学、科研院所、国外各化妆品主要研发地的科研技术研发中心、评测中心、借助于最新的生物科技技术、纳米技术、渗透压技术、生物传导技术、中医理论、植物科研技术、低温破壁技术、微乳化技术、数字传输技术、数据统计技术、互联网科技等高新科学技术，紧随市场流行趋势、最新消费理念，不断开发出适合东方人肤质、体质、生活习惯的各类别化妆品及其它相关产品。通过多年的技术积累，公司的化妆品研发周期将逐步缩短，化妆品的研发成本将逐步降低，产品质量和功效将逐步提高。公司多年来对研发领域的投入，培养了一批专业的研发人才，同时公司的研发实力得到了客户的高度认可，客户满意度较高，客户粘性较强。公司以产学研一体的方式，与中国化妆品研究中心“北京工商大学”等知名高校建立产学研合作关系，以提升公司在化妆品前沿技术的研发优势

● 客户优势

目前，公司已经协助客户向各省食品药品监督管理局备案登记国产非特殊用途化妆品 3000 余个，在华南地区化妆品代工生产商中，位居前列。公司以品质为出发点，老客户不断的转介绍新客户，公司的客户池持续壮大。同时，通过参加国际或国内有广泛影响力的行业展会、参与行业协会技术研讨会等形式，向下游客户集中展示公司的主流产品和新产品，以保证公司在行业内知名度和影响力，起到稳定客户的作用。

■ 投资逻辑与估值:

● 行业行业发展与周期波动:

- 1) 据 Euromonitor (欧睿信息咨询有限公司) 统计, 2015 年国内化妆品行业市场规模为 3339.4 亿元, 我国成为仅次于美国的全球第二大化妆品消费国。
- 2) 国内人均化妆品消费额低, 未来随着消费升级以及化妆品消费习惯、理念的培育, 差距有望不断缩小。国内化妆品市场未来有较大增长空间。
- 3) 化妆品行业处于行业周期的上升阶段, 具备良好的发展空间。

● 市场竞争现状

目前大多数品牌化妆品企或全部外包给专门从事化妆品生产的加工型企业, 自身则专注于产品研发、品牌运营和营销管理等附加值较高的环节。

1) 品牌化妆品市场竞争格局

外国化妆品占据份额高, 本土化妆品厚积薄发。

2) 国内化妆品代工行业竞争格局

目前国内化妆品生产企业(包括品牌商及专注于 OEM 和 ODM 的代工商)约有 3,000 余家, 其中中小型企业占 90%, 但市场份额不到 20%, 妆品行业市场较为分散。规范化的企业未来才会有更好的发展。

● 行业发展趋势

芭薇股份所处的化妆品制造行业, 目前保持平稳的增长。国内人均消费水平离美日等国还有较大的差距, 随着未来消费升级和消费习惯、理念的培育, 这个差距有望不断缩小。未来的市场空间依然很大。

品牌化妆品行业集中度降低, 国内品牌迅速崛起, 这对于芭薇股份这类 OEM 厂是一个利好, 可以选择的合作品牌更加多元化。

国内化妆品 OEM 厂商家数众多, 无序竞争较多。但大的国际厂商和国内一线厂商依然有较强的竞争力, 现在《化妆品生产许可检查要点》有着非常严格的标准和要求。软件上, 质量管理体系要更上一层楼, 始终贯彻化妆品原料采购、生产、检验、储存和销售整个过程, 细微末节, 都要严格把控。硬件上, 厂房和生产设备要更为细致, 生产车间的区分要更为严谨明确。这两大要求势必如大浪淘沙, 洗刷掉不少“小作坊”、“小工厂”, 对于芭薇股份这类企业来说, 会获得更多的市场份额

● 公司估值

芭薇股份经过多年的努力已发展成为具有核心竞争优势、自主研发能力的化妆品制造商。公司拥有强大的研发中心和 3000 多个化妆品配方储备, 在产品差异化方面具有较强的竞争优势, 另外, 受我国 2016 年 4 月实施的跨境电商税收新政策的影响, 占据国内化妆品市场份额较大的日韩化妆品市场将受到冲击, 公司聘请日本化妆品专家团队指导, 研发项目已取得明显成效, 本期新增专利申请项目共 10 项, 凭借公司产品在价格、质量上的优势, 市场份额将会得到明显提高。我们预测公司 2017—2018 年收入分别为 1.46 亿元和 1.82 亿元, 每股收益分别为 0.59 元, 0.74 元, 综合估值情况我们评级为买入。

■ 风险点:

1 实际控制人不当控制的风险

公司控股股东和实际控制人为冷群英和刘瑞学（夫妻关系），分别持有公司 34.62%和 20.77%的股权，合计持股比例为 55.39%。同时冷群英担任公司董事长、总经理，刘瑞学担任公司董事、研发部总经理，能够对股东大会、董事会、公司的经营决策等事项造成重大影响。若公司实际控制人对公司的经营决策、人事、财务等进行不当控制，则存在损害公司及其他股东利益的风险。

2 经营管理风险

公司目前规模相对较小，面对品牌化妆品公司的多样化需求和化妆品市场的迅速增长，公司经营规模和主营业务收入也逐步扩大。而公司为之相配套的生产运营能力、信息管理能力、人力管理能力和市场开发能力都需要迅速提升，以满足目前公司迅速增长的要求，对公司是极大的挑战。

3 品牌经营风险

公司自成立以来一直以 OEM 加工模式和 ODM 全部托管加工模式为主经营生产。虽然公司在化妆品研发领域处于行业领先地位。但是在品牌经营方面，公司与同行业大公司相比处于弱势，没有形成面向最终消费者的品牌化妆品。

4 规模较小的风险

由于公司所处行业对技术水平、研发能力等要素的要求较高，对企业本身的抗风险能力具备一定要求。虽然公司在商业模式和技术性方面处于行业领先地位，但是在规模竞争力方面，公司与同行业大公司相比处于弱势。若市场环境发生不利于公司发展的变化，或因公司决策失误对公司经营产生负面影响，公司将面临较大的经营压力。若公司未能采取适当措施进行风险管理，则有可能使公司持续经营能力减弱。因此公司存在规模较小，抗风险能力较弱的风险。

5 人才短缺风险

虽然在较短的时间内，公司在细分市场上取得了领先的技术优势和市场地位，管理层普遍具有较高的素质，培养了一批具有研发经验的研发人才，但随着化妆品需求的迅速发展，公司业务规模迅速发展壮大，公司面临短时间内生产人员和优质营销人员的缺口，无论是通过自行培养还是由市场供给，公司均存在较大的人才短缺压力。

【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它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。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。

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: zhaibo@wtneeq.com



