

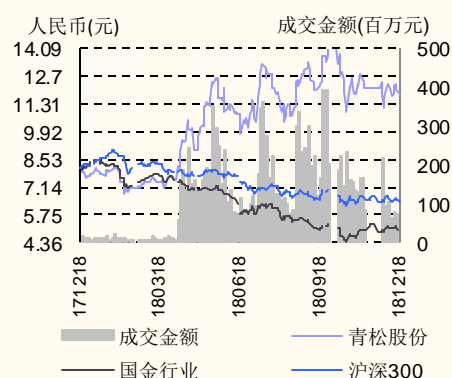
青松股份 (300132.SZ) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 11.78 元

市场数据 (人民币)

| | |
|-----------------|------------|
| 已上市流通 A 股 (百万股) | 369.67 |
| 总市值 (百万元) | 4,546.14 |
| 年内股价最高最低 (元) | 14.09/6.84 |
| 沪深 300 指数 | 3128.43 |



樟脑行业龙头，拟收购化妆品制造龙头诺斯贝尔，共享化妆品行业广阔空间

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益 (元) | 0.085 | 0.246 | 1.030 | 1.142 | 1.216 |
| 每股净资产 (元) | 1.64 | 1.89 | 2.91 | 4.06 | 5.27 |
| 每股经营性现金流 (元) | 0.19 | -0.01 | 0.89 | 0.42 | 0.41 |
| 市盈率 (倍) | 126.62 | 32.06 | 11.44 | 10.32 | 9.68 |
| 净利润增长率 (%) | 200.31% | 189.44% | 319.49% | 10.88% | 6.53% |
| 净资产收益率 (%) | 5.16% | 13.01% | 35.34% | 28.15% | 23.07% |
| 总股本 (百万股) | 385.92 | 385.92 | 385.92 | 385.92 | 385.92 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 青松股份是樟脑行业国内市占率排名第一的企业，拟收购化妆品 ODM 商诺斯贝尔 90% 的股权。公司从事松节油深加工系列产品的研发、生产与销售，杨建新为实际控制人。17 及 18 Q1-Q3，实现营收 8.11 亿元和 9.5 亿元，同比+45.6%和 64.9%；归母净利润 0.95 亿元和 2.67 亿元，同比+189.4%和 268.8%。樟脑行业空间有限，公司拟收购化妆品 ODM 商诺斯贝尔 90% 股份，共享化妆品行业广阔空间。收购交易价格为 24.3 亿元，其中青松股份以发行股份方式支付 15.1 亿元，以现金方式支付 9.2 亿元（其中 6.75 亿元拟从募集配套资金中支付，剩余 2.45 亿元以自有资金或自筹资金支付）。
- 诺斯贝尔是国内最大的化妆品 ODM 企业。公司主要从事面膜、湿巾和护肤品的 ODM 业务，目前产能可达日产面膜 650 万片，膏霜 60 万支，湿巾 3000 万片，面膜产能全球第一。众多知名客户如屈臣氏、御泥坊和自然堂等都选择诺斯贝尔作为供应商，体现其设计研发实力和规模化生产能力。2018 年 1-7 月实现营收 10.44 亿元，归母净利润 1.06 亿元。2017 年实现营收 15.46 亿元，同比+29.30%，归母净利润 1.82 亿元，同比+4.89%。
- 化妆品行业景气度高，ODM 巨头有望分享增长红利：我国化妆品市场 2017-2021E 预计年均复合增长率为 8.3%，面膜是增速领先的子领域，2017-2021E 预计年均复合增长率 11.4%。乘化妆品行业东风，近三年国际化妆品代工巨头快速增长。2015-2017 年，科丝美诗营收增速分别为 59.70%、41.93%和 16.78%；科玛营收增速分别在 16.17%、24.56%和 23.09%；莹特丽增速分别在 14.80%、11.68%和 31.53%。

投资建议

- 青松股份主业经营稳健，收购国内第一大化妆品 ODM 商诺斯贝尔有望带来新的利润增长点。诺斯贝尔发展前景广阔，2018/2018-2019/2018-2020 年业绩承诺扣非归母净利润累计不低于 2.0/4.4/7.28 亿元。预计 2018/2019/2020 年诺斯贝尔扣非归母净利润分别不低于 2.0/2.4/2.88 亿元。由于本次收购尚未完成，不考虑并购并表，预计青松股份 2018-2020 年归母净利润分别为 3.97/4.41/4.69 亿元，同比增长 319.49%/10.88%/6.53%。当前市值对应 PE 分别为 11.44/10.32/9.68 倍，首次覆盖给予增持评级。

风险提示

- 交易尚需履行审批，存在中止风险；上市公司业绩波动风险；诺斯贝尔业绩承诺无法兑现、存货周转变慢的风险；客户集中度较高风险；产品质量风险

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 樟脑龙头，拟收购化妆品制造商，共享化妆品行业广阔空间 | 4 |
| 1.1 青松股份：樟脑行业国内市场占有率排名第一的企业 | 4 |
| 1.2 拟收购化妆品制造龙头诺斯贝尔，未来化妆品行业或成主要增长方向 | 5 |
| 2. 诺斯贝尔：中国排名第一的化妆品 ODM 制造商 | 7 |
| 2.1 产品种类涵盖面膜、护肤品和湿巾，面膜产能全球第一 | 7 |
| 2.2 主要客户包括国内外知名化妆品集团，前 5 大客户占比 50% | 10 |
| 2.3 国内领先的研发实力和先进的生产线 | 13 |
| 3. 诺斯贝尔财务分析 | 14 |
| 4. 成长潜力：化妆品行业景气度高，ODM 巨头有望分享增长红利 | 16 |
| 4.1 化妆品行业蓬勃发展，面膜是增速领先的子领域 | 16 |
| 4.2 乘行业东风，化妆品 ODM 商有望分享增长红利 | 17 |
| 4.3 同行比较：诺斯贝尔与国际化妆品代工巨头财务指标对比 | 19 |
| 5. 投资建议 | 21 |
| 6. 风险提示 | 22 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1：青松股份股权结构 | 4 |
| 图表 2：青松股份近三年营收（亿元）及增速 | 4 |
| 图表 3：青松股份近三年归母净利润（亿元）及增速 | 4 |
| 图表 4：青松股份收购诺斯贝尔股权交易方案 | 5 |
| 图表 5：本次交易对交易对手方的差异化定价方案 | 6 |
| 图表 6：本次交易前诺斯贝尔前 10 大股东情况 | 6 |
| 图表 7：本次交易完成后诺斯贝尔股东情况 | 7 |
| 图表 8：诺斯贝尔近三年营业收入（亿元）及增速 | 8 |
| 图表 9：诺斯贝尔近三年归母净利润（亿元）及增速 | 8 |
| 图表 10：诺斯贝尔近三年扣非净利润（亿元）及增速 | 8 |
| 图表 11：诺斯贝尔主要产品类别 | 9 |
| 图表 12：诺斯贝尔明星产品示例 | 9 |
| 图表 13：诺斯贝尔各产品营收占比 | 10 |
| 图表 14：2017 年诺斯贝尔各产品营收增速 | 10 |
| 图表 15：诺斯贝尔部分合作客户示例 | 11 |
| 图表 16：2016 年诺斯贝尔前五大客户占比为 61% | 11 |
| 图表 17：2017 年诺斯贝尔前五大客户占比为 57% | 11 |
| 图表 18：2018 年 M1-M7 诺斯贝尔前五大客户占比为 50% | 12 |
| 图表 19：诺斯贝尔 2018 年 1-7 月前五大客户合作模式及金额 | 12 |
| 图表 20：2016-2017 年大客户贡献的营业收入（亿元） | 13 |
| 图表 21：2017 年大客户贡献营收的增速 | 13 |

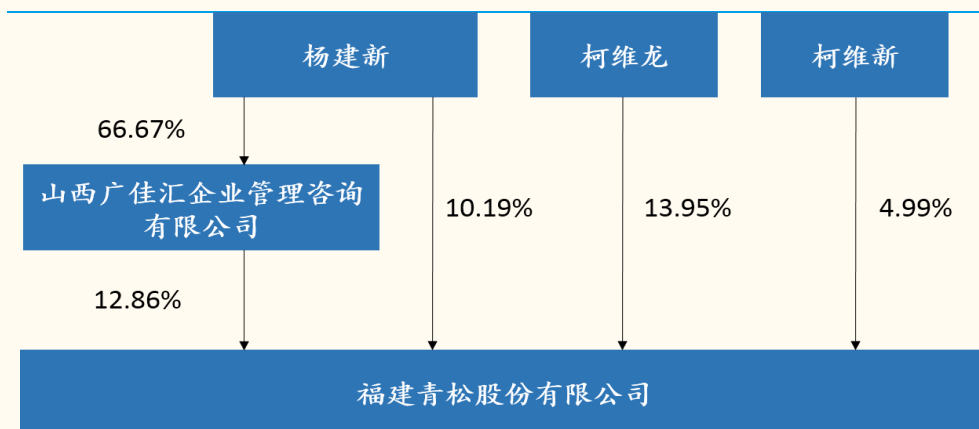
| | |
|---|----|
| 图表 22: 诺斯贝尔生产流程..... | 13 |
| 图表 23: 诺斯贝尔近三年综合业务毛利率..... | 14 |
| 图表 24: 诺斯贝尔近三年核心业务毛利率..... | 14 |
| 图表 25: 诺斯贝尔近三年费用率..... | 15 |
| 图表 26: 诺斯贝尔近三年营运指标..... | 15 |
| 图表 27: 2016-2021E 我国化妆品市场规模 (亿元) 及增速..... | 16 |
| 图表 28: 2016-2021E 我国面膜市场规模 (亿元) 及增速..... | 16 |
| 图表 29: 御家汇营收 (亿元) 及增速..... | 17 |
| 图表 30: 上海悦目营收 (亿元) 及增速..... | 17 |
| 图表 31: 申洲国际营收 (亿元) 及增速..... | 17 |
| 图表 32: 申洲国际股价 (元) | 17 |
| 图表 33: 化妆品行业产业链..... | 18 |
| 图表 34: 国际化妆品代工巨头产品种类..... | 18 |
| 图表 35: 2015-2017 国际化妆品代工巨头营收增速..... | 19 |
| 图表 36: 2017 年诺斯贝尔与代工巨头营收 (亿元) | 19 |
| 图表 37: 2017 年诺斯贝尔与代工巨头净利润 (亿元) | 19 |
| 图表 38: 2017 年诺斯贝尔与国际化妆品代工巨头毛利率比较..... | 20 |
| 图表 39: 2017 年诺斯贝尔与国际化妆品代工巨头净利率比较..... | 20 |
| 图表 40: 2017 年诺斯贝尔与国际化妆品代工巨头周转率比较..... | 21 |

1. 樟脑龙头，拟收购化妆品制造商，共享化妆品行业广阔空间

1.1 青松股份：樟脑行业国内市场占有率排名第一的企业

- 青松股份是全球樟脑行业的龙头企业，2010年在创业板上市。公司主要从事松节油深加工系列产品的研发、生产与销售，即以松节油为主要原料，通过化学加工方法生产合成樟脑、冰片、香精香料等。产品广泛应用于日化、医药、农药、饲料、纺织、皮革、塑料等化工行业。目前公司具备1万吨/年的合成樟脑产能和1000吨/年的冰片产能。
- 杨建新为青松股份的实际控制人。2017年11月28日青松股份控股股东和实际控制人由柯维龙变更为杨建新。目前杨建新通过自持和一致行动人“山西广佳汇”合计持有23.05%的股权，是公司第一大股东。第二、三大股东分别是柯维龙和柯维新，两者分别持有13.95%和4.99%的股权。

图表 1：青松股份股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

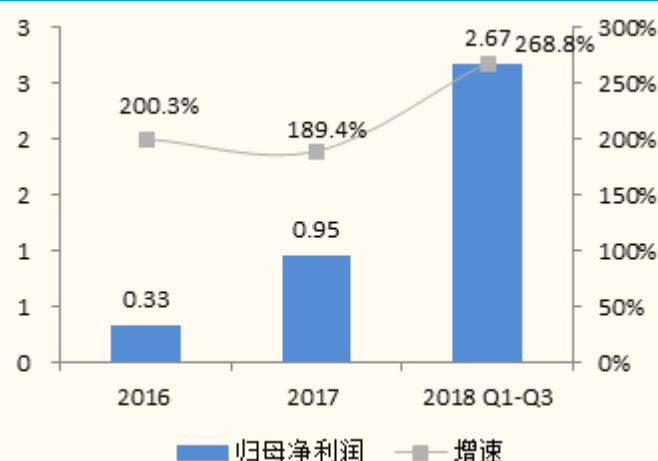
- 公司近三年营收和净利润快速提升。18Q1-Q3 实现营收 9.5 亿元，同比+64.9%；实现净利润 2.67 亿元，同比+268.84%。近年受松脂-松节油-樟脑产业链价格传导及放大影响，公司樟脑等产品价格大幅提高，18Q1-Q3 毛利率和净利率分别为 40.77%/ 28.15%，同比分别+12.95pct/+15.56pct。

图表 2：青松股份近三年营收（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：青松股份近三年归母净利润（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司樟脑及香料新建项目稳步推进。公司年生产 5000 吨合成樟脑扩建项目已完成设备安装，2019 年上半年进入项目调试工作，项目达产后，公司合成樟脑产能将提升至 1.5 万吨。此外，公司年产 1.5 万吨香料产品项目计划已经完成试生产并在进行验收工作，满产后每年可生产龙涎酮 5000 吨和乙酸苜酯 10000 吨。

- **樟脑行业空间有限，公司国内市占率已排名第一，计划择机布局新兴产业：**随着公司产销规模的不断扩大，公司的市场占有率将进一步提高。这既是公司的核心竞争力，也对公司的持续发展提出挑战。因此公司除专注于做强现有产业外，不断探索新的利润增长点。

1.2 拟收购化妆品制造龙头诺斯贝尔，未来化妆品行业或成主要增长方向

- **公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式，购买诺斯贝尔 90%股份，交易价格为 24.30 亿元。**其中，以发行股份的方式支付 15.10 亿元，以现金方式支付 9.20 亿元。拟向香港诺斯贝尔等 17 名交易对方合计发行股份 1.30 亿股，股票交易发行价格确定为 11.66 元/股。同时，公司拟以询价方式向不超过 5 名（含 5 名）符合条件的特定投资者非公开发行不超过发行前总股本 20% 的股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 7 亿元，且不超过交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的 100%。公司收购诺斯贝尔 90% 股份中需要以现金方式支付对价 9.20 亿元，其中 6.75 亿元拟从募集配套资金中支付，剩余 2.45 亿元以自有资金或自筹资金支付。
- **诺斯贝尔是国内最大的化妆品 ODM 企业。**公司于 2004 年创立，主要从事面膜、湿巾和护肤品的 ODM/OEM 业务，目前公司产能可达日产面膜 650 万片，膏霜 60 万支，湿巾 3000 万片，面膜产能为全球第一。众多知名大牌客户如屈臣氏、妮维雅、资生堂、御泥坊、膜法世家和自然堂都选择诺斯贝尔作为供应商，体现其设计研发实力和规模化生产能力。
- **诺斯贝尔业绩承诺**本次交易的利润补偿期确定为 2018 年度、2019 年度及 2020 年度，并承诺 2018/2018-2019/2018-2020 年诺斯贝尔扣非归母净利润合计不低于 2.0/4.4/7.28 亿元。预计 2018/2019/2020 年诺斯贝尔扣非归母净利润分别不低于 2.0/2.4/2.88 亿元。

图表 4：青松股份收购诺斯贝尔股权交易方案

| 序号 | 交易对方 | 出售股份比例 | 交易对价 (亿元) | 现金对价 | | 股份对价 | |
|----|------------|---------------|--------------|-------------|------|--------------|------|
| | | | | 金额 (亿元) | 占比 | 金额 (亿元) | 占比 |
| 1 | 香港诺斯贝尔 | 22.8550% | 8.43 | 2.95 | 35% | 5.48 | 65% |
| 2 | 中山维雅 | 14.6023% | 3.02 | 0.91 | 30% | 2.12 | 70% |
| 3 | 腾逸源远一号私募基金 | 8.7802% | 3.24 | 3.24 | 100% | - | - |
| 4 | 合富盈泰 | 6.9739% | 1.67 | 0.33 | 20% | 1.34 | 80% |
| 5 | 中科南头 | 6.7717% | 1.40 | 0.42 | 30% | 0.98 | 70% |
| 6 | 中科白云 | 4.8805% | 1.01 | 0.30 | 30% | 0.71 | 70% |
| 7 | 协诚通 | 4.8669% | 1.17 | 0.23 | 20% | 0.93 | 80% |
| 8 | 中山瑞兰 | 4.7881% | 1.15 | 0.23 | 20% | 0.92 | 80% |
| 9 | 银川君度 | 4.6810% | 0.97 | - | - | 0.97 | 100% |
| 10 | 上海敏成 | 2.8895% | 0.60 | 0.18 | 30% | 0.42 | 70% |
| 11 | 林添大 | 2.1394% | 0.44 | 0.13 | 30% | 0.31 | 70% |
| 12 | 孙志坚 | 1.6300% | 0.34 | 0.10 | 30% | 0.24 | 70% |
| 13 | 陈咏诗 | 1.2595% | 0.26 | 0.08 | 30% | 0.18 | 70% |
| 14 | 中科阜鑫 | 1.2453% | 0.26 | 0.08 | 30% | 0.18 | 70% |
| 15 | 千行智高 | 0.6516% | 0.13 | - | - | 0.13 | 100% |
| 16 | 千行日化 | 0.4742% | 0.10 | - | - | 0.10 | 100% |
| 17 | 千行智安 | 0.3683% | 0.08 | - | - | 0.08 | 100% |
| 18 | 刘建新 | 0.1416% | 0.03 | 0.01 | 30% | 0.02 | 70% |
| 19 | 吕敏强 | 0.0011% | 0.000235 | 0.00 | 100% | - | - |
| | 合计 | 90.00% | 24.30 | 9.20 | | 15.10 | |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 诺斯贝尔股权评估增值率为 **176.85%**，本次交易对交易对手方实施差异化定价：截至 2018 年 7 月 31 日，诺斯贝尔经审计的净资产账面价值为 9.77 亿元，诺斯贝尔 100% 股份的评估值为 27 亿元，评估增值率为 176.85%。最终确定本次股权转让的诺斯贝尔 90% 股份交易价格定为 24.3 亿元，并对交易对手方实施了差异化定价。

图表 5：本次交易对交易对手方的差异化定价方案

| 序号 | 涉及的交易对方 | 诺斯贝尔 100% 股份估值 (亿元) | 出售股份比例 | 交易对价 (亿元) | 具体原因 |
|----|-------------------|---------------------|--------|-----------|--|
| 1 | 香港诺斯贝尔、腾逸源远一号私募基金 | 36.88 | 31.64% | 11.67 | ①林世达作为公司实际控制人，对诺斯贝尔的发展贡献最大；②香港诺斯贝尔、腾逸源远一号私募基金的委托人参与业绩承诺；③香港诺斯贝尔获得股份对价按 4 年分期解禁；④香港诺斯贝尔的实际控制人林世达与上市公司及诺斯贝尔签订不少于五年服务期限和离职后两年竞业禁止的《服务期和竞业禁止合同》。 |
| 2 | 合富盈泰、协诚通、中山瑞兰 | 24.00 | 16.63% | 3.99 | ①合富盈泰、协诚通、中山瑞兰参与业绩对赌；②合富盈泰、协诚通获得股份对价按 4 年分期解禁；③合富盈泰、协诚通、中山瑞兰作为高管持股平台公司，其股东与上市公司及诺斯贝尔签订不少于五年服务期限和离职后两年竞业禁止的《服务期和竞业禁止合同》。 |
| 3 | 刘建新 | 23.00 | 0.14% | 0.03 | 刘建新参与本次交易业绩对赌，且预计其获得的上市公司股份锁定期为 36 个月。 |
| 4 | 中山维雅等其他 13 名交易对方 | 20.70 | 41.59% | 8.61 | 中山维雅等其他 13 名交易对方不参与公司经营，不参与公司业绩对赌，没有服务期限和竞业禁止期限要求，也没有特殊股份锁定期安排。 |
| 合计 | | 27.00 | 90% | 24.30 | |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 本次交易前，林世达为诺斯贝尔实际控制人。林世达持有香港诺斯贝尔 100% 的股份，间接持有诺斯贝尔 32.855% 的股份，其配偶张美莹为腾逸源远一号私募基金唯一出资人，腾逸源远一号私募基金持有诺斯贝尔 8.78% 股份，因此，林世达系诺斯贝尔的实际控制人。交易完成后，青松股份持有诺斯贝尔 90% 的股权。

图表 6：本次交易前诺斯贝尔前 10 大股东情况

| 序号 | 股东名称 | 期末持股比例 |
|----|------------|--------|
| 1 | 香港诺斯贝尔 | 32.86% |
| 2 | 中山维雅 | 14.60% |
| 3 | 腾逸源远一号私募基金 | 8.78% |
| 4 | 合富盈泰 | 6.97% |
| 5 | 中科南头 | 6.77% |
| 6 | 中科白云 | 4.88% |
| 7 | 协诚通 | 4.87% |
| 8 | 中山瑞兰 | 4.79% |
| 9 | 银川君度 | 4.68% |
| 10 | 上海敏成 | 2.89% |
| | 合计 | 92.09% |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：本次交易完成后诺斯贝尔股东情况

| 序号 | 股东名称 | 期末持股比例 |
|----|--------|---------|
| 1 | 青松股份 | 90.00% |
| 2 | 香港诺斯贝尔 | 10.00% |
| | 合计 | 100.00% |

来源：公司公告，国金证券研究所

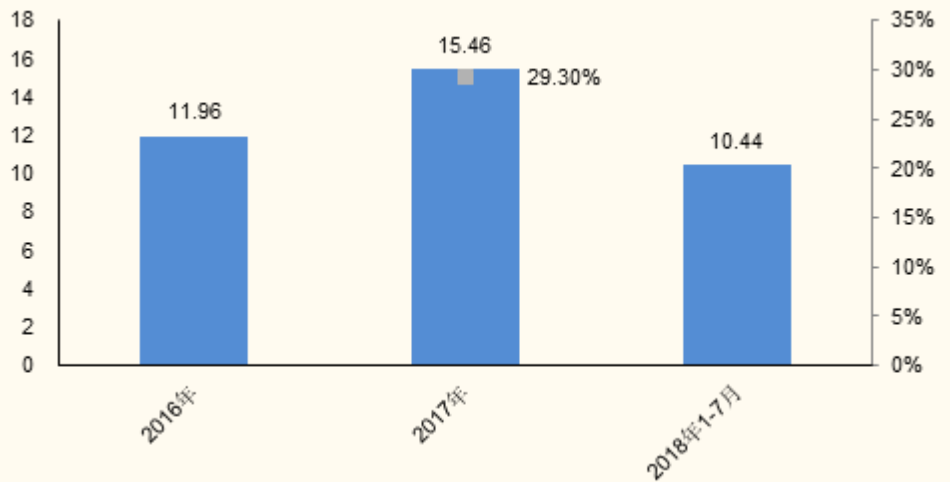
- **本次交易前后，上市公司青松股份实际控制人为杨建新不变。**不考虑募集资金，本次交易完成后，香港诺斯贝尔、中山维雅等交易对手（非一致行动人）将合计持有上市公司青松股份 25.13% 的股份；若考虑募集资金，交易完成后，香港诺斯贝尔、中山维雅等交易对手（非一致行动人）将合计持有上市公司青松股份 22.51% 的股份。上市公司实际控制人仍为杨建新。
- **本次收购存在潜在的协同效应：**青松股份合成樟脑系列产品包括合成樟脑、乙酸异龙脑酯等可以直接用于唇膏、面膜等化妆品；香精香料作为下游客户香精公司的原料，间接供应给化妆品等日化行业，可间接作为诺斯贝尔面膜、护肤品和湿巾等化妆品原料。同时，受益于诺斯贝尔与众多国内外知名化妆品品牌的良好合作关系，未来青松股份主业（松节油深加工系列产品）的日化销售渠道有望得到进一步拓展，此次收购也是青松股份顺沿松节油深加工产业链向下游寻求新的业务发展机会。

2. 诺斯贝尔：中国排名第一的化妆品 ODM 制造商

2.1 产品种类涵盖面膜、护肤品和湿巾，面膜产能全球第一

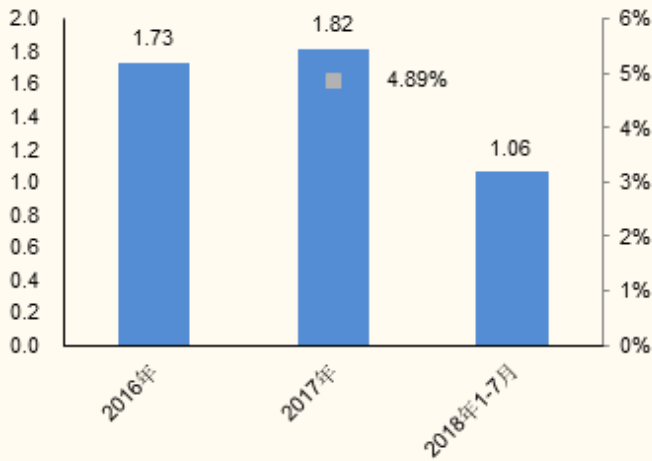
- **诺斯贝尔是全球第四、国内最大的化妆品 ODM 企业。**公司于 2004 年创立，主要从事面膜、湿巾和护肤品的 ODM/OEM 业务，目前公司产能可达日产面膜 650 万片，膏霜 60 万支，湿巾 3000 万片，面膜产能为全球第一。众多知名大牌客户如屈臣氏、妮维雅、资生堂、御泥坊、膜法世家和自然堂都选择诺斯贝尔作为供应商，体现其设计研发实力和规模化生产能力。2018 年 1-7 月实现营收 10.44 亿元，归母净利润 1.06 亿元。2017 年实现营收 15.46 亿元，同比+29.30%，归母净利润 1.82 亿元，同比+4.89%。
- **诺斯贝尔是以 ODM 为主，OEM 为辅的销售模式，ODM 制造商具有更高的自主研发和设计优势。**ODM 模式是根据客户要求的品类、规格、功能和质量，自主设计产品配方和包装并进行生产，产品贴客户商标进行销售；OEM 模式是根据客户要求的品类、规格、外观、形状、功能、质量，利用客户提供的配方进行生产，产品贴客户商标进行销售。
- **公司营收与净利润增长稳定：**公司 2018 年 1-7 月实现营业收入 10.44 亿元，归母净利润 1.06 亿元。2017 年实现营业收入 15.46 亿元，同比+29.30%，归母净利润 1.82 亿元，同比+4.89%。

图表 8：诺斯贝尔近三年营业收入（亿元）及增速



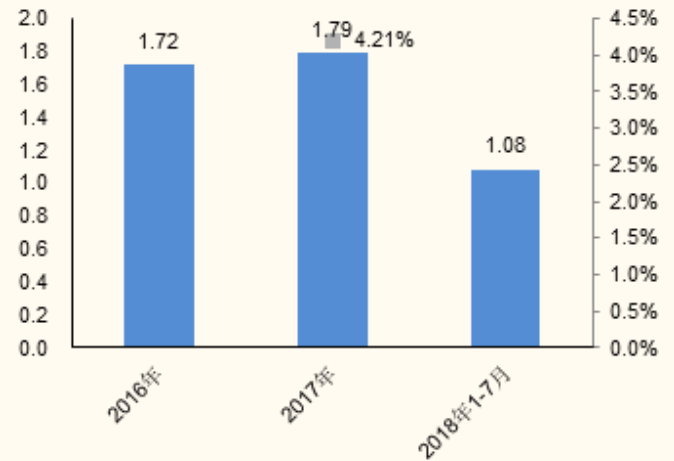
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：诺斯贝尔近三年归母净利润（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：诺斯贝尔近三年扣非净利润（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 诺斯贝尔主要产品分为三大系列：面膜系列、护肤品系列和湿巾系列。面膜系列产品按材质分类包括天丝面膜、超细纤维面膜、生物质石墨烯黑面膜、水凝胶面膜、无纺布面膜及其他面膜（如竹炭面膜、泥贴面膜、传统面膜等）；护肤品系列产品包括护肤类产品、洁肤类产品、底妆类产品、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。目前公司产能可达日产面膜 650 万片，膏霜 60 万支，湿巾 3000 万片，面膜产能为全球第一。

图表 11：诺斯贝尔主要产品类别

| 主要产品 | 类别 | 产品名称 | 主要功能 | 部分产品列示 |
|-------|-------|-------------|-----------------------|--|
| 面膜系列 | 面膜 | 天丝面膜 | 补充面部皮肤营养及水分，保湿，紧致，亮白等 | 屈臣氏天丝面膜系列 自然堂雪域百合补水面膜 臻荟芦荟保湿舒缓面膜 韩后天丝面膜系列、 韩后水凝胶面膜系列 |
| | | 超细纤维面膜 | | |
| | | 生物质石墨烯黑面膜 | | |
| | | 水凝胶面膜 | | |
| | | 无纺布面膜 | | |
| | | 其它面膜 | | |
| 护肤品系列 | 护肤类 | 爽肤水，护肤乳液及膏霜 | 补充面部肌肤营养及水分，紧致皮肤，保湿 | 屈臣氏骨胶原护手霜系列 屈臣氏矿泉水透莹漾保湿霜 |
| | 洁肤类 | 洁面泡沫和洁面乳 | 清洁面部灰尘及油脂 | |
| | 底妆类 | 粉底液 | 保湿、遮瑕 | |
| | 特殊护理类 | 手霜、足霜等 | 补水保湿，防止手足皮肤皸裂 | |
| 湿巾系列 | 湿巾 | 清洁消毒湿巾 | 清洁皮肤上附着的污垢及细菌 | 滴露卫生湿巾 伽玛强效杀菌型卫生湿巾 屈臣氏深层卸妆棉 |
| | | 婴儿湿巾 | 针对婴儿娇嫩肤质温和清洁，抑菌，滋润护理 | |
| | | 美容湿巾 | 清洁皮肤上附着的彩妆，污垢等；滋润保湿 | |
| | | 医疗湿巾 | 快速杀菌，清除污垢，消毒 | |
| | | 其他湿巾 | 清洁马桶，皮革，厨房用品，玻璃等家具用品 | |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：诺斯贝尔明星产品示例

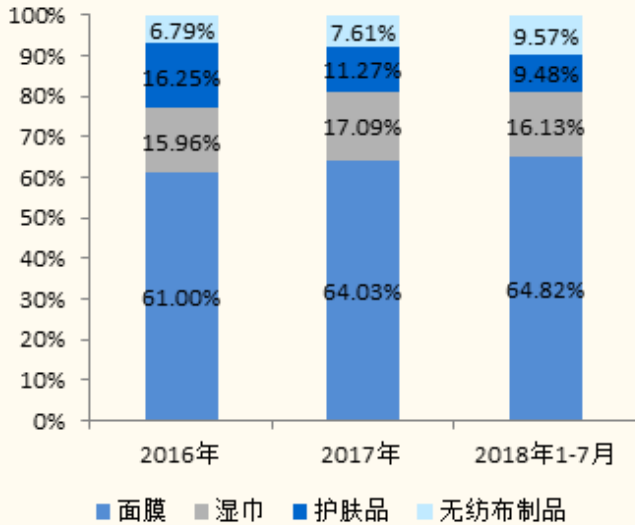


来源：公司官网，国金证券研究所

- **面膜为诺斯贝尔的主打产品，营收占比超过 60%：**2016 年至 2018 年 1-7 月，诺斯贝尔面膜系列产品的销售收入占主营业务收入的比重分别为 61%、64.03%和 64.82%，随着消费者和客户对面膜需求的不断增加，诺斯贝尔明星面膜产品天丝面膜、水凝胶面膜、超细纤维面膜持续受到消费者以及客户的认同和欣赏，成功吸引更多新旧客户的订单，销售收入不断增加，2017 年面膜产品营收增速为 35.51%。
- **湿巾营收占比有所波动，护肤品营收占比有所下降：**在面膜订单持续增加的情况下，基于有限的场地和人力资源，诺斯贝尔对生产情况进行了适时调整，2016 年至 2018 年 1-7 月，湿巾系列占比略有波动，护肤品系列产品占比下降。2017 年湿巾产品营收增速为 38.19%，护肤品营收增速有所下滑，为-10.5%。
- **无纺布制品占比有所上升：**2016 年至 2018 年 1-7 月，无纺布制品占主营业务收入的比重分别为 6.79%、7.61%和 9.57%，占比上升的主要原因是

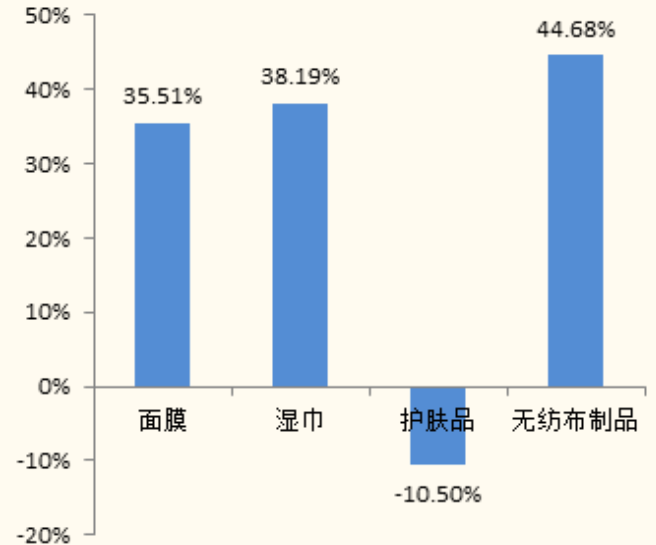
为了保持与客户的长远合作关系，诺斯贝尔向部分没有无纺布生产能力的面膜客户销售无纺布制品以满足其自产面膜的需求。2017年无纺布制品营收增速为44.68%。

图表 13：诺斯贝尔各产品营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：2017年诺斯贝尔各产品营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 主要客户包括国内外知名化妆品集团，前5大客户占比50%

- 诺斯贝尔的主要客户包括屈臣氏、伽蓝集团、植物医生、御家汇、上海家化、珀莱雅、韩后、上海悦目等知名企业。因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，故能够为诺斯贝尔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、可持续稳定的发展。
- 诺斯贝尔是以 ODM 为主，OEM 为辅的客户合作模式。公司的 ODM 和 OEM 业务一般流程为：客户公司提出产品需求，由业务部对客户订单进行审核，审核通过后交由计划部进行策划提案并确定方案，如果是 ODM 产品则由研发部进行配方开发，如果是 OEM 产品则由客户提供配方。方案确定后由设计部进行包装设计，产品开发部进行包材选择并完成样品制作。样品制作完成后由品管部进行样品确认，确认后交给客户审核，审核通过后获得订单。根据订单由计划部制定生产计划，生产部根据生产计划制定申购单，由采购部根据申购单进行原材料采购，采购品经质检部确认后交由生产部进行生产，成品确认合格后销售给客户。

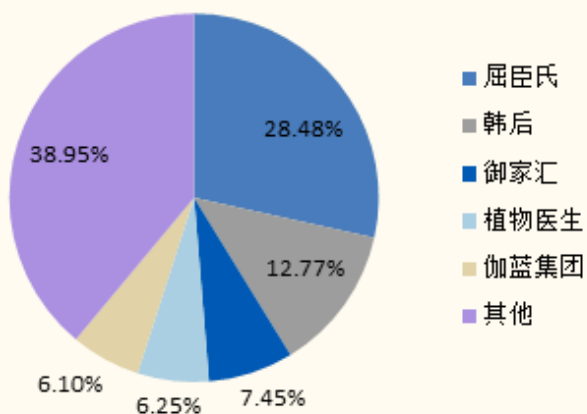
图表 15：诺斯贝尔部分合作客户示例



来源：公司官网，国金证券研究所

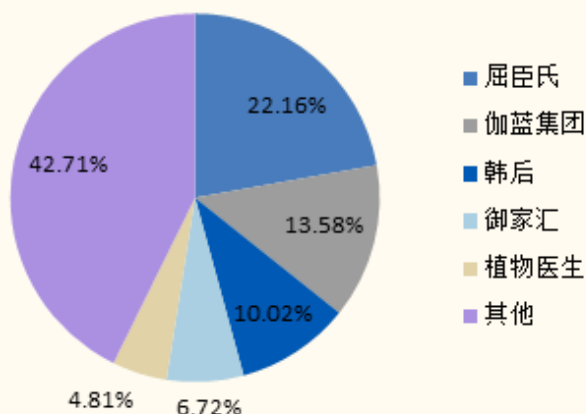
- 公司前五大客户营收占比 50%以上，客户集中度有所下降：2016 年至 2018 年 1-7 月，屈臣氏为第一大客户，营收占比分别为 28%、22%和 17%。前五大客户营收占比分别为 61%、57%和 50%，客户多元化程度提高，对大客户的依赖程度有所下降。

图表 16：2016 年诺斯贝尔前五大客户占比为 61%



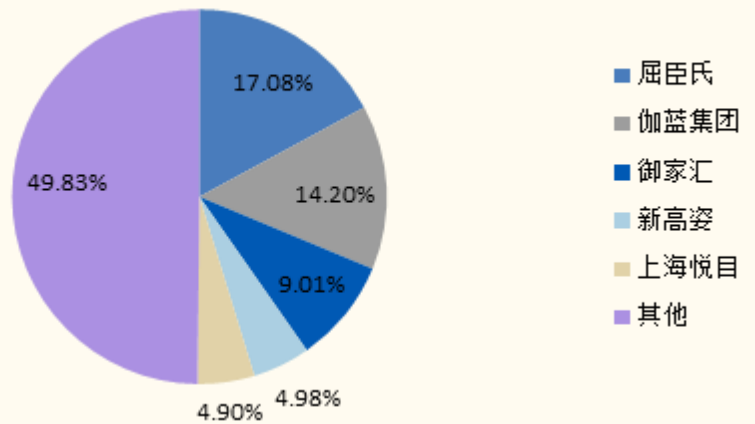
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：2017 年诺斯贝尔前五大客户占比为 57%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18: 2018 年 M1-M7 诺斯贝尔前五大客户占比为 50%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

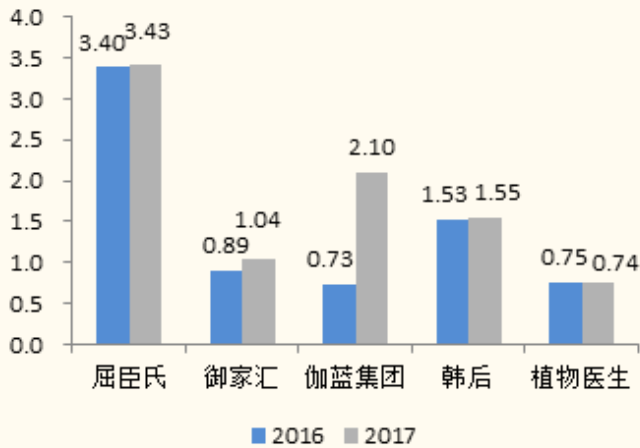
- 公司老客户忠诚度较高, 新客户通过招投标、新品推荐、合作研发、交付研发、客户推荐等多种方式产生。诺斯贝尔凭借多年的专业技术水平以及行业经验赢得了市场的良好口碑, 深得国内外等众多知名品牌客户认可, 与许多客户建立了相互信任和依赖的稳定合作关系, 例如与屈臣氏从 2006 年就开始合作, 拥有较高的客户忠诚度, 订单增长可持续性较强。

图表 19: 诺斯贝尔 2018 年 1-7 月前五大客户合作模式及金额

| 集团名称 | 销售模式 | 产品类别 | 收入 (万元) | 占营业收入比例 | 订单产生方式 | 订单可持续性 |
|----------------|------|-------|---------|---------|----------------|------------------|
| 屈臣氏集团 | ODM | 面膜 | 9,972 | 9.61% | 招投标、新品推荐 | 从 2006 年合作至今 |
| | | 湿巾 | 323 | 0.31% | | |
| | | 护肤品 | 6,184 | 5.96% | | |
| | | 无纺布制品 | 1,356 | 1.31% | | |
| 伽蓝 (集团) 股份有限公司 | ODM | 面膜 | 14,824 | 14.29% | 合作研发、新品推荐 | 从 2016 年 7 月合作至今 |
| 御泥坊集团 | ODM | 面膜 | 32 | 0.03% | 上门拜访 | 从 2015 年 8 月合作至今 |
| | OEM | 护肤品 | 95 | 0.09% | | |
| | | 面膜 | 4,380 | 4.22% | | |
| | 其他 | 无纺布制品 | 4,880 | 4.70% | | |
| 面膜 | | 3 | 0.00% | | | |
| 新高姿集团 | OEM | 护肤品 | 203 | 0.20% | 上门拜访、交付研发、客户推荐 | 从 2014 年 5 月合作至今 |
| | ODM | 面膜 | 4,958 | 4.78% | | |
| | | 护肤品 | 15 | 0.01% | | |
| 上海悦目化妆品有限公司 | ODM | 面膜 | 3,785 | 3.65% | 新品推荐、上门拜访 | 从 2014 年 8 月合作至今 |
| | 其他 | 无纺布制品 | 1,328 | 1.28% | | |
| 合计 | | | 52,337 | 50.44% | | |

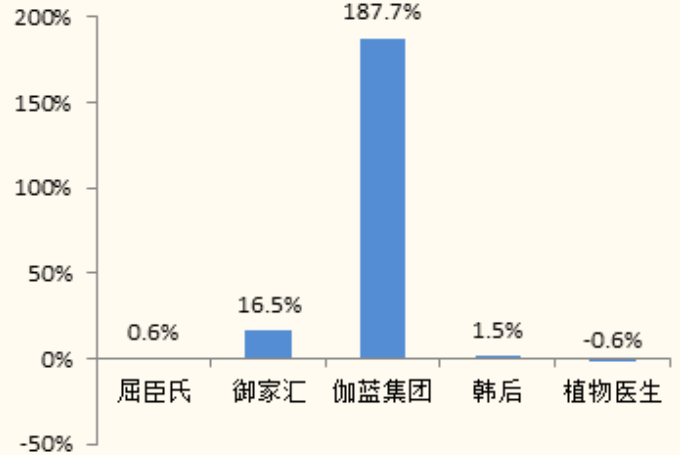
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 2016-2017 年大客户贡献的营业收入 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 2017 年大客户贡献营收的增速

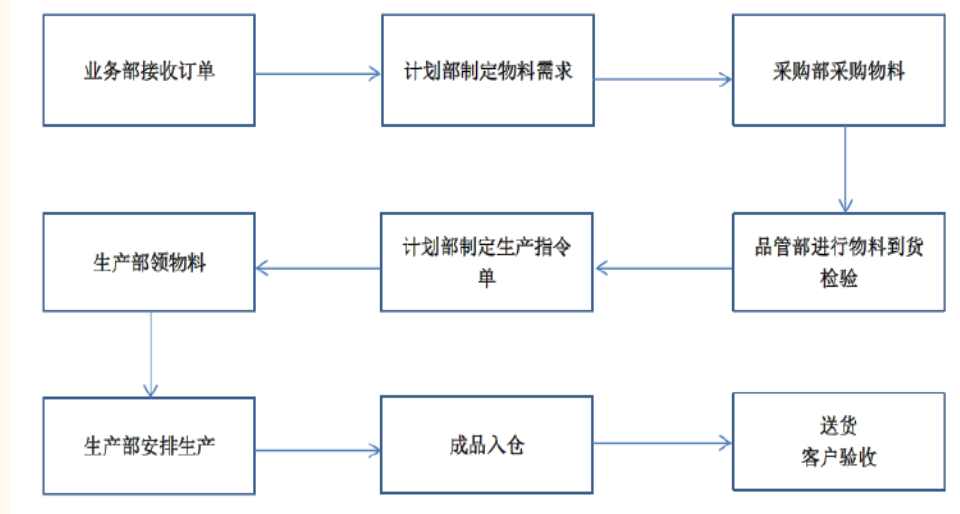


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 国内领先的研发实力和先进的生产线

- 公司拥有严格的质量控制体系:** 已通过 ISO9001、ISO13485、ISO22716 等国际标准质量管理体系, 从原料、人员、设施设备、生产过程、包装运输、质量控制全面严格把控, 为客户产品的安全性提供有效保证。2016 年 11 月被认定为“国家高新技术企业”, 拥有已成功转化的专利成果三十余项。诺斯贝尔设立了现代化产品研发中心, 2017 年被省级政府部门认为“省级企业技术中心”、“广东省功能性化妆品研发工程技术研究中心”等。
- 诺斯贝尔拥有较强的技术实力和先进的生产线** 拥有 40 套真空乳化设备 (其中 7 台进口自日本知名化妆品设备制造商美之贺公司), 可以生产高质量、高品质的各类面膜及护肤精华液。同时拥有 55 条面膜自动灌装包装生产线 (其中与日本知名设备制造商共同研发的 6 条全自动化面膜生产线技术水平达到国内最先进)、2 条与韩国知名设备制造商共同开发的水凝胶面膜生产线 (技术水平达到国际先进)、25 条护肤品灌装包装生产线、2 条自动化唇膏生产线、8 条 80 片全自动湿巾生产线、15 条 10 片装全自动湿巾生产线、10 条单片装全自动湿巾生产线、3 条桶装湿巾生产线、1 条水刺无纺布生产线、20 条全自动面膜无纺布冲裁生产线。

图表 22: 诺斯贝尔生产流程

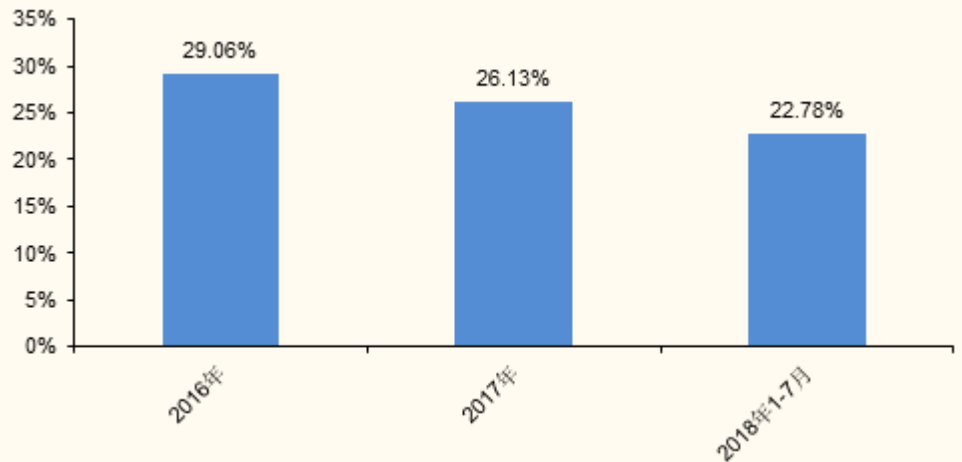


来源: 公司公告, 国金证券研究所

3. 诺斯贝尔财务分析

- **2016年至2018年1-7月，诺斯贝尔毛利率有所下滑：**公司主营业务综合毛利率分别为29.06%、26.13%、22.78%，下降的主要原因为公司为实施“增加产能储备、扩大市场份额”的战略，增加了生产、仓储、环保等固定成本投入，并对部分大客户采取了适度降价的经营策略所致。虽然毛利率有所下降，但公司基于其自身业务模式，与品牌客户深度合作，保持了稳定的销售回款和持续的盈利能力。

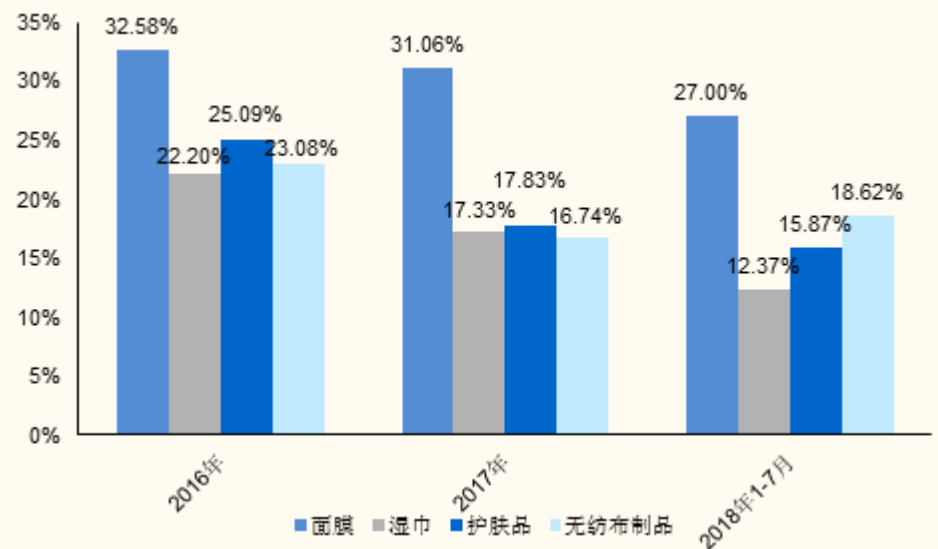
图表 23：诺斯贝尔近三年综合业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- **面膜产品毛利率最高，各项业务毛利率均有所下降，未来预计逐步趋稳：**公司的明星面膜产品天丝面膜、水凝胶面膜、超细纤维面膜，持续受到消费者以及客户的认同和欣赏，面膜系列毛利率显著高于其他业务毛利率。虽然2017年各主营业务毛利率均有小幅下滑，但在产能逐步释放的过程中，仓库厂房等长期投入带来的固定成本增加的因素会减少；自建的污水处理站已于2018年9月开始运行，后续的投入主要体现在固定资产摊销、电费以及微生物的培育等固定支出；同时基于目前招工难的问题，诺斯贝尔在产线的升级及新建过程中，也逐步采用全自动等设备，客观上会降低人工成本增加对单位成本的影响。

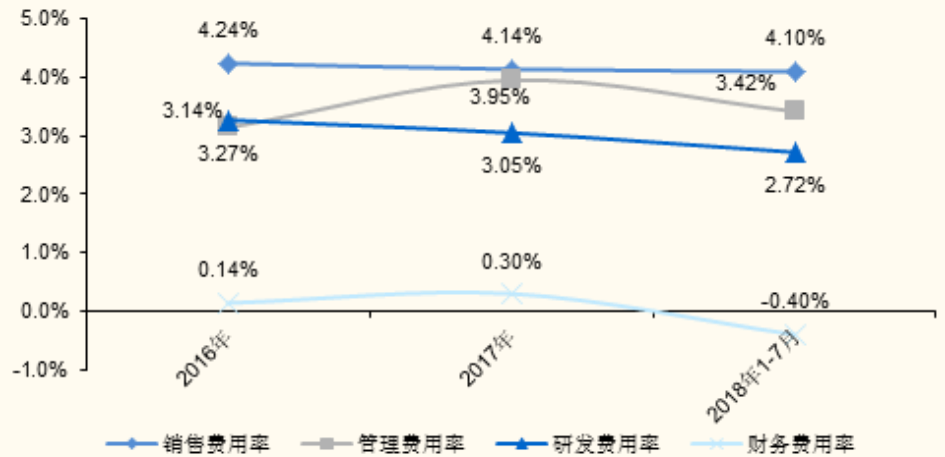
图表 24：诺斯贝尔近三年核心业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司控费能力良好：**2016年、2017年、2018年1-7月，诺斯贝尔销售费用占营业收入的比重分别为4.24%、4.14%、4.10%，管理费用占营业收入的比重分别为3.14%、3.95%、3.42%，总体较为平稳。研发费用占营业收入的比重分别为3.27%、3.05%、2.72%。产品开发和配方研发能力是诺斯贝尔的核心竞争力。公司长期注重研发的投入，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，目前拥有已成功转化的专利成果三十余项。

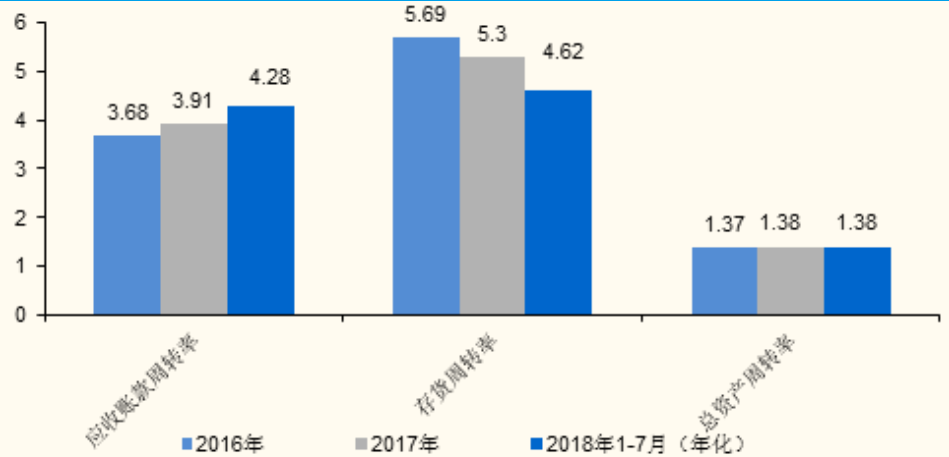
图表 25：诺斯贝尔近三年费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

- **总资产周转率保持稳定，应收账款周转能力提升，但存货周转率略有下降。**2017年诺斯贝尔总资产周转率保持稳定，为1.38次，应收账款周转率提升至3.91次，但存货周转率从5.69次下降到5.3次。

图表 26：诺斯贝尔近三年营运指标



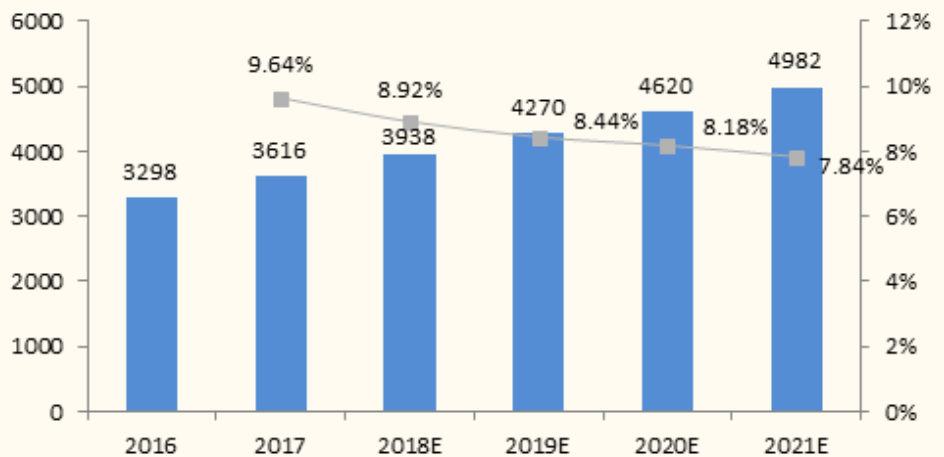
来源：公司公告，国金证券研究所

4. 成长潜力：化妆品行业景气度高，ODM 巨头有望分享增长红利

4.1 化妆品行业蓬勃发展，面膜是增速领先的子领域

- 化妆品作为贯穿女性一生的刚需消费，在我国具有较大发展机遇：2017 年我国化妆品市场规模约为 3616 亿元，同比增长 9.6%。其中 2013-2017 年的年均复合增长率达到 7.4%，高于同期我国 GDP 的增长水平和商品零售总额增速。2021 年预计市场规模达到 4982 亿元，2017-2021E 预计年均复合增长率为 8.3%。

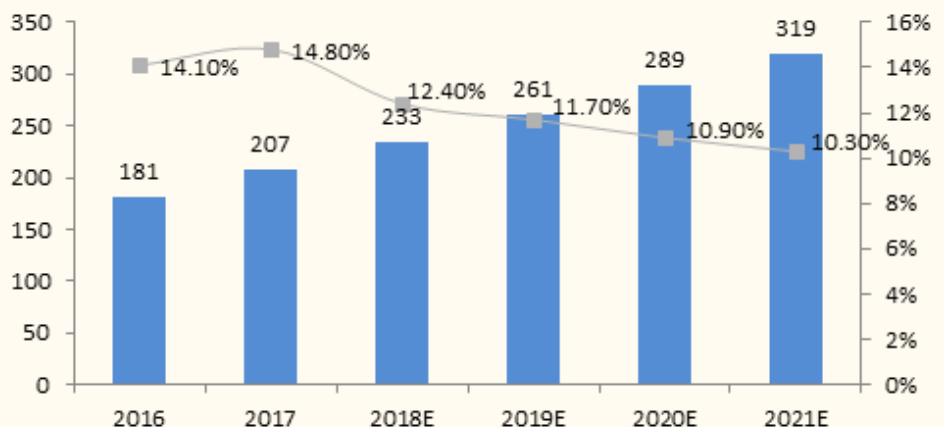
图表 27：2016-2021E 我国化妆品市场规模（亿元）及增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 面膜是增速领跑化妆品各细分行业的子领域：根据 Euromonitor 的统计数据，2017 年我国面膜行业的市场容量约为 207 亿元，同比+14.8%，占护肤品市场份额为 11.1%，同比增长速度领跑子行业品类。2013-2017 年的年均复合增长率达到 15.8%，显著高于同期化妆品行业的整体增长水平。2021 年预计市场规模将达到 319 亿元，2017-2021E 预计年均复合增长率为 11.4%。

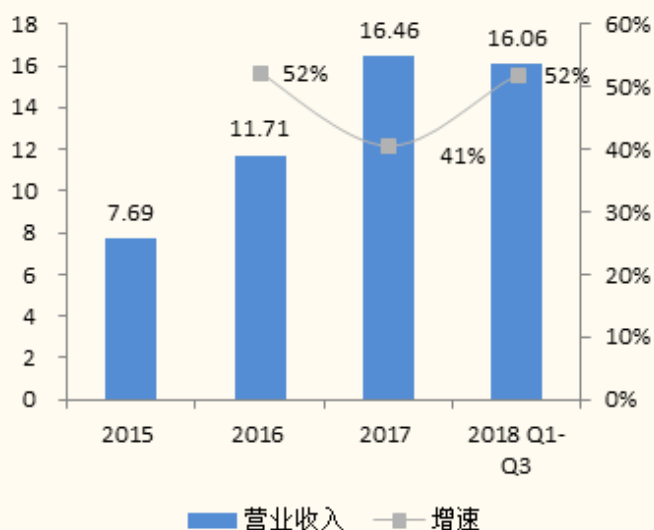
图表 28：2016-2021E 我国面膜市场规模（亿元）及增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

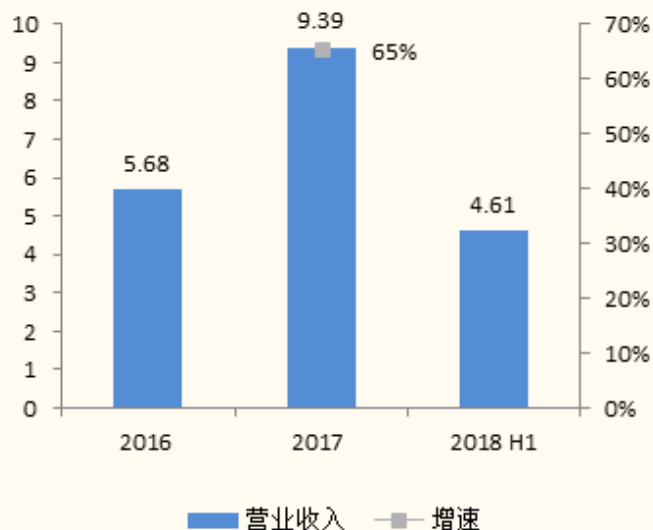
- 诺斯贝尔面膜核心客户御家汇和上海悦目 17 年营收增速均在 50%以上：御家汇旗下拥有以面膜为明星产品的国内知名品牌御泥坊，2016 年至 2018 年前三季度实现营业收入分别为 11.71 亿元、16.46 亿元和 16.06 亿元，同比+52%、41%和 52%。上海悦目旗下拥有以面膜为明星产品的国内知名品牌膜法世家，2016 年至 2018 年上半年实现营业收入分别为 5.68 亿元、9.39 亿元和 4.61 亿元，2017 年营收同比+65%。

图表 29: 御家汇营收(亿元)及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 上海悦目营收(亿元)及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2 乘行业东风, 化妆品 ODM 商有望分享增长红利

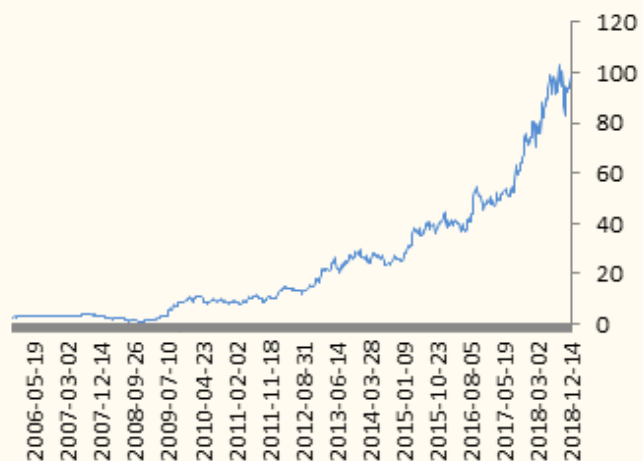
- 下游行业蓬勃发展时, 上游制造商龙头显著受益。例如中国的纺织制造业已经有标杆性的龙头企业申洲国际诞生, 公司凭借最具规模的纵向一体化能力绑定了大客户, 与国际知名服饰龙头 NIKE、ADIDAS、PUMA、UNIQLO 等建立了长期稳定的合作关系。2005 年在港交所上市至今, 申洲国际收入增长 7 倍, 股价实现 10 年腾飞, 成为 10 年百倍股。

图表 31: 申洲国际营收(亿元)及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: 申洲国际股价(元)

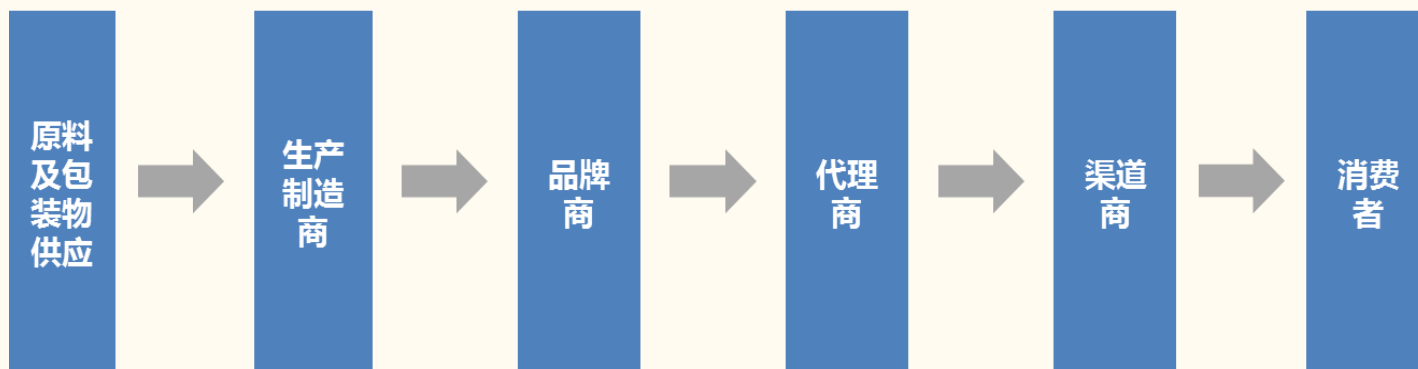


来源: Wind, 国金证券研究所

- 化妆品行业已经涌现出规模化的 ODM 制造商, 未来具有研发设计优势和大客户绑定优势的制造商有望乘行业东风, 进一步分享增长红利。化妆品产业链可以分为原料生产与供应商、生产制造商、品牌商、代理商、渠道商五个环节。化妆品企业研发与加工生产分为两种情况: 依托自有生产线自行生产和委托生产/代工。自主生产方式在生产工艺控制与产品质量检测等方面具有一定优势。当企业自建生产线产能不足或工艺受限时, 会采用委托生产的方式。对于品牌企业, 一般不会只选择一家 ODM/OEM 制造商, 而会选择同时和 3-4 家甄选的制造商进行稳定的合作。目前化妆品 ODM 商国际巨头有 Cosmax 科丝美诗、Kolmar 科玛和 Intercos 莹特丽等, 国内大型制造商有诺斯贝尔等。

图表 33：化妆品行业产业链

化妆品产业链不同环节



来源：国金证券研究所

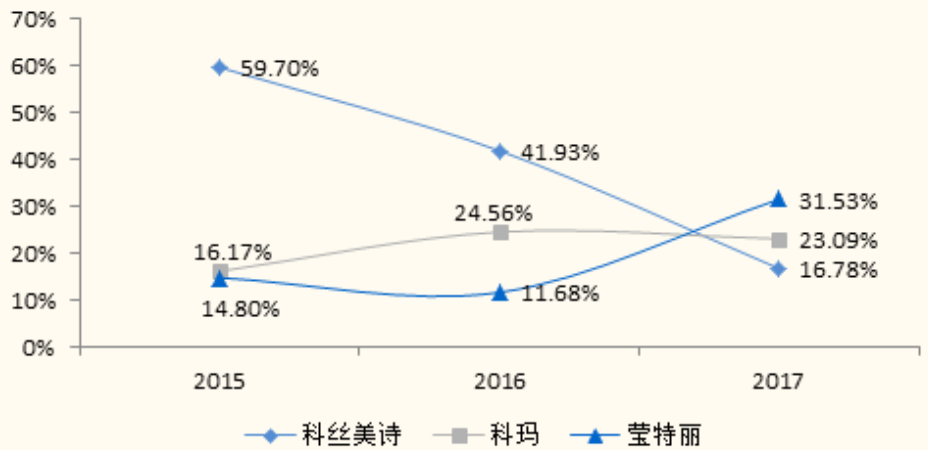
- 近几年国际化妆品代工巨头的营收增速保持较快增长：科丝美诗营收增速分别为 59.70%、41.93%和 16.78%；科玛营收增速分别在 16.17%、24.56%和 23.09%；莹特丽增速分别在 14.80%、11.68%和 31.53%。

图表 34：国际化妆品代工巨头产品种类

| ODM 商 | 代工品类 | 具体种类 |
|-------|-------|--|
| 科丝美诗 | 护肤 | 化妆水、乳液、膏霜、面膜、清洁类、精华、身体系列、儿童用、芳香产品 |
| | 彩妆 | 底妆、粉底、遮瑕膏、两用粉饼、蜜粉、眼影、睫毛膏、眼线产品、口红、妆前乳、蓓蓓蕾 |
| | 发用 | 基础护发、集中护发、发蜡、发用啫喱、发用慕斯、刮胡泡 |
| | 功能性 | 防晒、美白、复合功效型 |
| 科玛 | 基础护肤 | 护肤水、护肤露、乳液、乳霜、精华、面膜、洗面奶、男性护肤品等 |
| | 彩妆 | BB 霜、粉底、隔离霜、两用粉饼、散粉、口红、唇蜜、唇线笔、唇膏、腮红、眼影、眉笔、眼线笔等 |
| | 婴幼儿护肤 | 婴幼儿洗面奶、婴幼儿泡沫沐浴露、婴幼儿香皂、婴幼儿洗发水、婴幼儿乳液、婴幼儿乳霜、婴幼儿精油等 |
| | 护发产品 | 洗发水、护发素、混合产品、护理、毛发滋养、护发精华、发膏、护发乳、摩丝、喷雾、一次性染发剂、啫喱、发泥、发蜡、毛发修护等 |
| | 身体护理 | 身体沐浴露、泡沫沐浴露、身体乳液、身体喷雾、身体精油、身体修护、护手霜、护足霜、指甲油、脚趾甲油等 |
| | 香水 | 浓香水、香水、香露、古龙水、Shower Cologne 等 |
| | 功效化妆品 | 皱纹改善、美白、隔离紫外线、美黑、多重功效化妆品等 |
| 莹特丽 | 彩妆 | 粉类、彩妆笔、粉底、唇膏、指甲油 |
| | 皮肤护理 | 脸部护理、身体护理、防晒护理、头发护理、有机认证产品、活性物 |

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 35：2015-2017 国际化妆品代工巨头营收增速

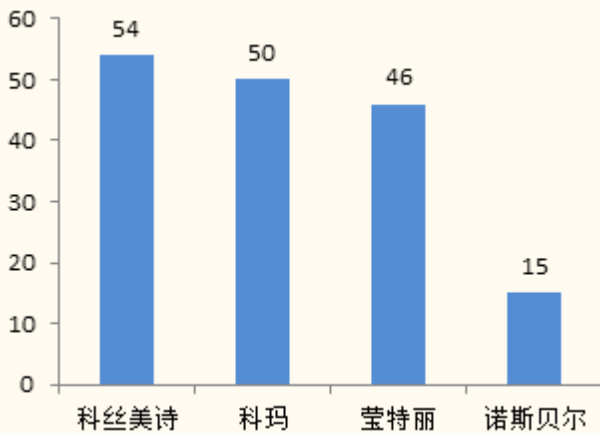


来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

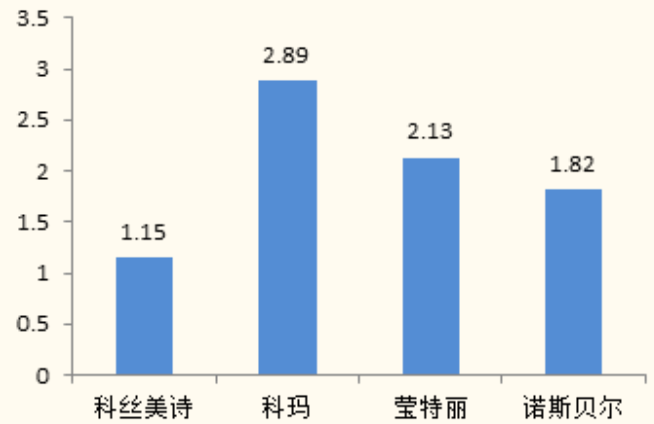
4.3 同行比较：诺斯贝尔与国际化妆品代工巨头财务指标对比

- 目前诺斯贝尔的营收体量与国际前三大化妆品代工企业相比仍有一定差距：2017 年诺斯贝尔的营业收入为 15 亿元，科丝美诗、科玛和莹特丽的营收分别为 54 亿元、50 亿元和 46 亿元。从这一角度来讲，未来诺斯贝尔的营收体量仍有较大成长空间。得益于较高的毛利率和净利率水平，诺斯贝尔的净利润体量已经与国际代工企业接近。2017 年诺斯贝尔的净利润为 1.82 亿元，科丝美诗、科玛和莹特丽的净利润分别为 1.15 亿元、2.89 亿元和 2.13 亿元。

图表 36：2017 年诺斯贝尔与代工巨头营收（亿元）



图表 37：2017 年诺斯贝尔与代工巨头净利润（亿元）

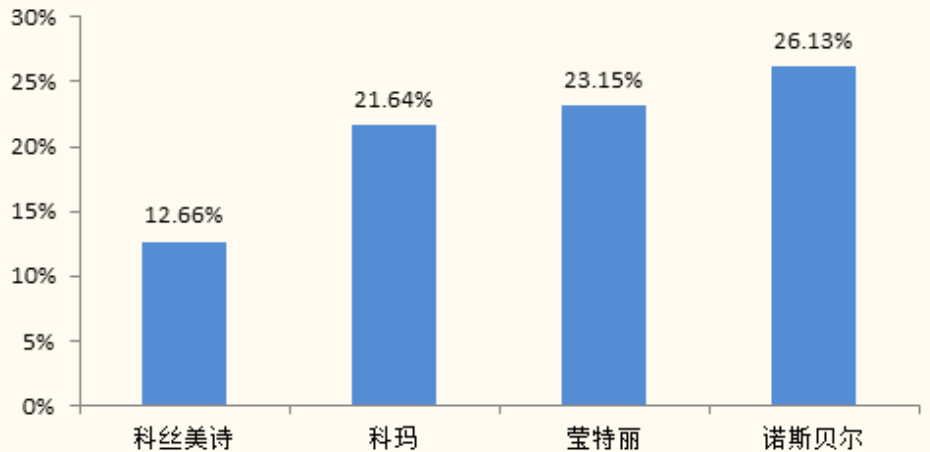


来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

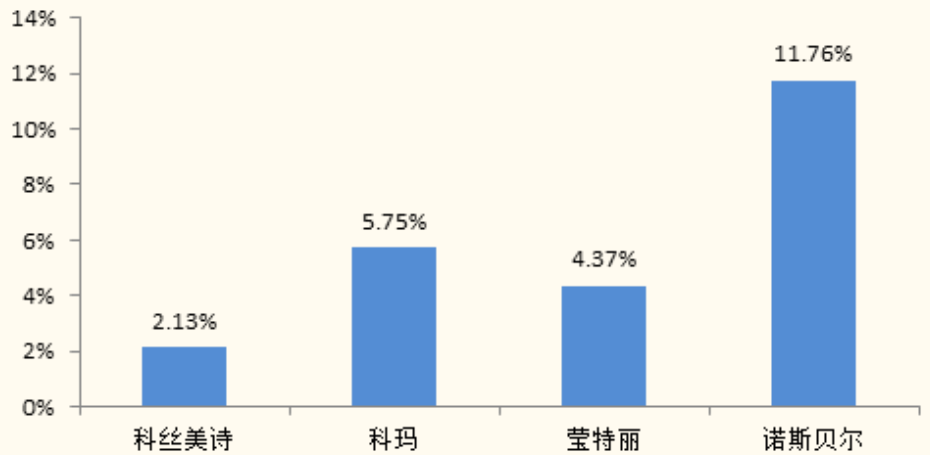
- 中国在生产制造领域具有世界级的竞争优势，国内化妆品 ODM 制造龙头企业有望凭借在本地生产实现在成本端的优势。可以看出诺斯贝尔毛利率和净利率均高于国际前三大化妆品代工企业：2017 年诺斯贝尔毛利率为 26.13%，科丝美诗、科玛和莹特丽的毛利率分别为 12.66%、21.64% 和 23.15%。诺斯贝尔毛利率高于其他三家公司的原因有①诺斯贝尔第一大占比产品品类面膜的毛利率在 30%左右，拉高了整体的毛利率水平；②对于在国内销售的商品，在本国生产具有成本优势；③中国的劳动力成本相较于欧洲和日韩较低。2017 年诺斯贝尔净利率为 11.76%，科丝美诗、科玛和莹特丽的净利率分别为 2.13%、5.75% 和 4.37%。

图表 38：2017 年诺斯贝尔与国际化妆品代工巨头毛利率比较



来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

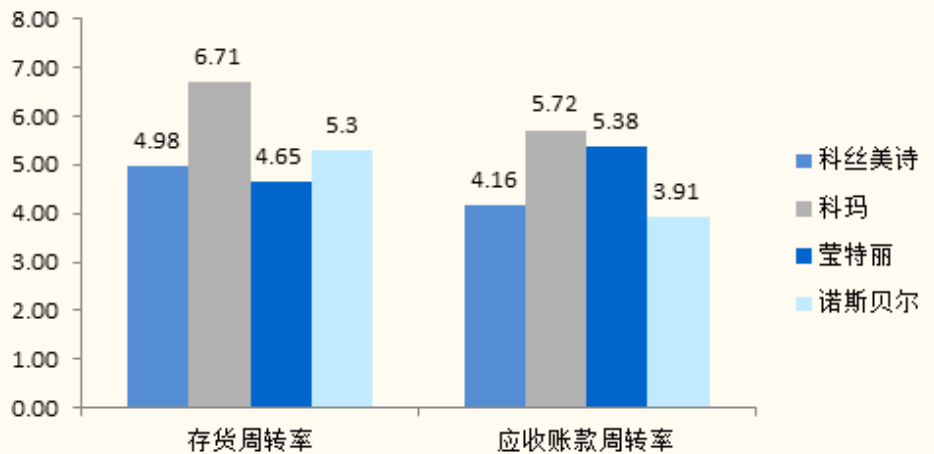
图表 39：2017 年诺斯贝尔与国际化妆品代工巨头净利率比较



来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

- 诺斯贝尔存货周转率与国际前三大化妆品代工企业接近，应收账款周转率略低于前三大企业：2017 年诺斯贝尔存货周转率为 5.3，科丝美诗、科玛和莹特丽的存货周转率分别为 4.98、6.71 和 4.65。2017 年诺斯贝尔应收账款周转率为 3.91，科丝美诗、科玛和莹特丽的应收账款周转率分别为 4.16、5.72 和 5.38，公司营运能力与国际巨头水平较为接近。

图表 40：2017 年诺斯贝尔与国际化妆品代工巨头周转率比较



来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

5. 投资建议

- **青松股份是樟脑行业国内市占率排名第一的龙头企业，拟收购国内第一化妆品 ODM 商，共享化妆品广阔成长空间。**公司主要从事松节油深加工系列产品的研发、生产与销售，杨建新为实际控制人。近年受松脂-松节油-樟脑产业链价格传导及放大影响，公司财务表现亮眼。2017 年及 2018 年 Q1-Q3，公司实现营收 8.11 亿元和 9.5 亿元，同比+45.6%和 64.9%；归母净利润 0.95 亿元和 2.67 亿元，同比+189.4%和 268.8%。樟脑行业空间有限，公司拟收购化妆品 ODM 商诺斯贝尔 90%股份，共享化妆品行业广阔空间。收购交易价格为 24.3 亿元，其中青松股份以发行股份方式支付 15.1 亿元，以现金方式支付 9.2 亿元（其中 6.75 亿元拟从募集配套资金中支付，剩余 2.45 亿元以自有资金或自筹资金支付）。
- **诺斯贝尔是国内最大的化妆品 ODM 企业。**公司于 2004 年创立，主要从事面膜、湿巾和护肤品的 ODM/OEM 业务，目前公司产能可达日产面膜 650 万片，膏霜 60 万支，湿巾 3000 万片，面膜产能为全球第一。众多知名大牌客户如屈臣氏、妮维雅、资生堂、御泥坊、膜法世家和自然堂都选择诺斯贝尔作为供应商，体现其设计研发实力和规模化生产能力。2018 年 1-7 月实现营收 10.44 亿元，归母净利润 1.06 亿元。2017 年实现营收 15.46 亿元，同比+29.30%，归母净利润 1.82 亿元，同比+4.89%。
- **化妆品行业景气度高，ODM 巨头有望分享增长红利：**2017 年我国化妆品市场规模约为 3616 亿元，同比增长 9.6%。2021 年预计市场规模达到 4982 亿元，2017-2021E 预计年均复合增长率为 8.3%。面膜是增速领先的子领域。2017 年我国面膜行业的市场容量约为 207 亿元，同比+14.8%。2021 年预计市场规模将达到 319 亿元，2017-2021E 预计年均复合增长率为 11.4%。乘化妆品行业东风，近三年国际化妆品代工巨头的营收增速保持较快增长。2015-2017 年，科丝美诗营收增速分别为 59.70%、41.93%和 16.78%；科玛营收增速分别在 16.17%、24.56%和 23.09%；莹特丽增速分别在 14.80%、11.68%和 31.53%。
- **青松股份主业经营稳健，收购国内第一大化妆品 ODM 商诺斯贝尔有望带来新的利润增长点。**诺斯贝尔发展前景广阔，2018/2018-2019/2018-2020 年业绩承诺扣非归母净利润合计不低于 2.0/4.4/7.28 亿元。预计 2018/2019/2020 年诺斯贝尔扣非归母净利润分别不低于 2.0/2.4/2.88 亿元。由于本次收购尚未完成，在不考虑并购并表的影响下，预计青松股份 2018-2020 年归母净利润分别为 3.97/4.41/4.69 亿元，同比增长 319.49%/10.88%/6.53%。当前市值对应 PE 分别为 11.44/10.32/9.68 倍，首次覆盖给予增持评级。

6. 风险提示

- **本次收购仍需履行审批，可能存在中止风险：**本次收购尚需上市公司股东大会审议通过和证监会核准，能否顺利通过审批以及审批的时间仍然存在不确定性。如果无法通过审核或者无法就后续完善交易方案的措施达成一致，则本次收购存在中止的可能性。
- **上市公司业绩波动、资产质量下降的风险：**如果未来上市公司樟脑、冰片等产品价格出现下滑，公司当前的毛利率、净利率和营收利润增速水平可能无法持续，业绩可能出现较大波动。此外，如果现有存货无法顺利消化，公司可能面临存货周转率下降、经营性现金流有所恶化的风险。
- **诺斯贝尔业绩承诺无法兑现、存货周转变慢的风险：**如果未来化妆品消费增速放缓、下游需求不达预期，诺斯贝尔下游客户可能出现终端化妆品销售不达预期、存货周转变慢，进而影响对诺斯贝尔的订单量和下单进度，诺斯贝尔的业绩可能面临不达预期、存货周转率可能会有所下降，导致经营状况恶化、业绩承诺无法兑现。在这种情况下，上市公司也可能面临商誉减值的风险。
- **诺斯贝尔客户集中度较高风险：**诺斯贝尔主要客户为屈臣氏、伽蓝集团、韩后、御家汇、植物医生、上海悦目等知名化妆品品牌公司，客户集中度相对较高。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，诺斯贝尔的业务收入也会随之受到一定的影响。
- **化妆品质量控制风险：**化妆品直接作用于人体皮肤，如采购的原材料出现质量问题，或者生产过程不规范导致产品质量问题，或者出现不知悉或无法预计的不良作用，可能引发皮肤过敏或者其他不适现象，会导致消费者对公司投诉甚至诉讼，进而对公司经营业绩及品牌声誉带来不利影响。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 主营业务收入 | 589 | 557 | 811 | 1,355 | 1,490 | 1,609 | 货币资金 | 50 | 55 | 115 | 323 | 711 | 482 |
| 增长率 | | -5.4% | 45.6% | 67.0% | 10.0% | 8.0% | 应收账款 | 300 | 79 | 117 | 193 | 273 | 391 |
| 主营业务成本 | -492 | -442 | -581 | -786 | -864 | -933 | 存货 | 168 | 181 | 302 | 366 | 592 | 793 |
| %销售收入 | 83.5% | 79.3% | 71.6% | 58.0% | 58.0% | 58.0% | 其他流动资产 | 9 | 14 | 26 | 41 | 36 | 38 |
| 毛利 | 97 | 115 | 230 | 569 | 626 | 676 | 流动资产 | 528 | 329 | 559 | 923 | 1,613 | 1,704 |
| %销售收入 | 16.5% | 20.7% | 28.4% | 42.0% | 42.0% | 42.0% | %总资产 | 58.5% | 46.0% | 58.8% | 70.3% | 79.0% | 78.6% |
| 营业税金及附加 | -2 | -3 | -4 | -8 | -7 | -8 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 323 | 342 | 329 | 343 | 383 | 418 |
| 营业费用 | -26 | -27 | -27 | -27 | -30 | -37 | %总资产 | 35.8% | 47.8% | 34.6% | 26.1% | 18.7% | 19.3% |
| %销售收入 | 4.5% | 4.8% | 3.3% | 2.0% | 2.0% | 2.3% | 无形资产 | 33 | 30 | 29 | 28 | 28 | 28 |
| 管理费用 | -50 | -48 | -65 | -76 | -86 | -97 | 非流动资产 | 375 | 387 | 392 | 390 | 429 | 464 |
| %销售收入 | 8.5% | 8.6% | 8.1% | 5.6% | 5.8% | 6.0% | %总资产 | 41.5% | 54.0% | 41.2% | 29.7% | 21.0% | 21.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 19 | 37 | 134 | 458 | 502 | 534 | 资产总计 | 902 | 715 | 951 | 1,313 | 2,042 | 2,168 |
| %销售收入 | 3.2% | 6.7% | 16.5% | 33.8% | 33.7% | 33.2% | 短期借款 | 158 | 0 | 87 | 0 | 307 | 0 |
| 财务费用 | -14 | 5 | -7 | 0 | -1 | 0 | 应付款项 | 53 | 66 | 111 | 129 | 137 | 101 |
| %销售收入 | 2.3% | -0.9% | 0.9% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 其他流动负债 | 7 | 6 | 17 | 59 | 32 | 32 |
| 资产减值损失 | -9 | -1 | -4 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 218 | 72 | 215 | 188 | 476 | 134 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 78 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 6 | 9 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 50.4% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 302 | 81 | 223 | 188 | 476 | 134 |
| 营业利润 | -3 | 41 | 128 | 463 | 504 | 537 | 普通股股东权益 | 600 | 635 | 728 | 1,125 | 1,565 | 2,035 |
| 营业利润率 | n.a | 7.4% | 15.7% | 34.2% | 33.8% | 33.4% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 6 | -4 | -19 | -8 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 902 | 715 | 951 | 1,313 | 2,042 | 2,168 |
| 税前利润 | 3 | 38 | 109 | 455 | 504 | 537 | | | | | | | |
| 利润率 | 0.5% | 6.7% | 13.4% | 33.6% | 33.8% | 33.4% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | 8 | -5 | -14 | -57 | -64 | -68 | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 所得税率 | -308.6% | 12.8% | 12.7% | 12.6% | 12.6% | 12.6% | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | 11 | 33 | 95 | 397 | 441 | 469 | 每股收益 | 0.028 | 0.085 | 0.246 | 1.030 | 1.142 | 1.216 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 1.556 | 1.644 | 1.886 | 2.914 | 4.056 | 5.273 |
| 归属于母公司的净利润 | 11 | 33 | 95 | 397 | 441 | 469 | 每股经营现金净流 | 0.258 | 0.193 | -0.012 | 0.886 | 0.421 | 0.413 |
| 净利率 | 1.9% | 5.9% | 11.7% | 29.3% | 29.6% | 29.2% | 每股股利 | 4.374 | 4.374 | 6.171 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 1.82% | 5.16% | 13.01% | 35.34% | 28.15% | 23.07% |
| 净利润 | 11 | 33 | 95 | 397 | 441 | 469 | 总资产收益率 | 1.21% | 4.58% | 9.96% | 30.28% | 21.58% | 21.65% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投入资本收益率 | 9.13% | 5.09% | 14.37% | 35.61% | 23.44% | 22.95% |
| 非现金支出 | 43 | 29 | 36 | 32 | 35 | 40 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | 7 | 9 | 22 | 8 | 6 | 6 | 主营业务收入增长率 | -22.83% | -5.38% | 45.56% | 67.00% | 10.00% | 8.00% |
| 营运资金变动 | 39 | 4 | -157 | -96 | -320 | -356 | EBIT增长率 | -78.45% | 98.30% | 261.93% | 241.55% | 9.58% | 6.40% |
| 经营活动现金净流 | 100 | 75 | -5 | 342 | 162 | 159 | 净利润增长率 | -79.12% | 200.31% | 189.44% | 319.49% | 10.88% | 6.53% |
| 资本开支 | -24 | -11 | -17 | -37 | -75 | -75 | 总资产增长率 | -14.44% | -20.73% | 33.00% | 37.97% | 55.54% | 6.21% |
| 投资 | 97 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 64.4 | 43.8 | 30.1 | 40.0 | 55.0 | 75.0 |
| 投资活动现金净流 | 72 | -11 | -17 | -36 | -75 | -75 | 存货周转天数 | 187.5 | 144.0 | 151.5 | 170.0 | 250.0 | 310.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 29.9 | 32.9 | 33.8 | 34.0 | 34.0 | 22.0 |
| 其他 | -32 | 174 | -5 | -3 | -6 | -6 | 固定资产周转天数 | 155.4 | 206.6 | 145.6 | 84.0 | 80.1 | 76.4 |
| 筹资活动现金净流 | -176 | -62 | 82 | -98 | 301 | -313 | 偿债能力 | | | | | | |
| 现金净流量 | -4 | 3 | 60 | 208 | 388 | -229 | 净负债/股东权益 | 30.94% | -8.59% | -3.83% | -28.70% | -25.81% | -23.69% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 1.4 | -7.5 | 19.3 | -1,021.7 | 515.3 | 3,003.1 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 33.47% | 11.29% | 23.48% | 14.32% | 23.33% | 6.16% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 2 | 8 | 11 | 14 |
| 增持 | 0 | 0 | 1 | 2 | 4 |
| 中性 | 0 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.67 | 1.45 | 1.40 | 1.48 |

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH