

化妆品 ODM 龙头，坐享行业红利

——青松股份 (300132.SZ) 首次覆盖报告

报告要点:

● 收购化妆品 ODM 龙头诺斯贝尔，构筑双主业龙头

青松股份是我国最大的松节油深加工企业，2019年4月成功收购国内第一大、全球第四大化妆品代加工企业诺斯贝尔 90%的股权；2020年5月公司公告拟由全资子公司广东领博以现金 4.3 亿元收购诺斯贝尔剩余 10% 股权，实现对诺斯贝尔 100% 控股。并购后公司形成双主业龙头，化妆品代加工业有望增厚公司业绩，为公司带来新的增长点。

● 化妆品代加工行业：高景气赛道，兼具稳定性与成长性

2019年中国美妆个护市场规模达到 4777 亿元，同比增长 13.8%，增速较 2018 年提升 1.2pct，自 2017 年起加速成长。零售端的高景气带动化妆品代加工业持续扩容，经测算 2019 年化妆品代加工行业市场规模达到约 570 亿。目前行业格局较为分散，长尾小厂多处于无序竞争状态，规模较大的国际厂商和国内一线厂商有望凭借规模效应与研发优势持续拓客，实现强者恒强。展望未来，电商与短视频的快速发展催生出一众新锐国货品牌与“直播+供应链”品牌，这两类品牌多缺乏自主生产能力和研发经验，对代工厂的依赖度高，有望持续促进代工行业的快速发展。

● 诺斯贝尔：多储备+强拓客+重研发+强生产，化妆品代工龙头强者恒强

公司作为国内头部化妆品 ODM 企业，在产品端、客户端、研发端、生产端均具备较强实力，竞争优势稳固。1) **多储备**：公司品类、配方、特证、设备、包材等储备丰富，可灵活应对市场变化，满足客户多元化需求。2) **强拓客**：在合作传统国际与国货品牌的同时，公司积极拓展了包括完美日记、花西子、HFP、辛有志严选等新锐品牌客户，分享新品牌崛起红利。3) **重研发**：公司拥有超 200 人研发团队，并合作国内外优质机构，注重核心研发能力打造。4) **强生产**：公司具备规模化多品类生产能力，2019 年面膜年产能 19.5 亿片，位居全球第一，可快速满足品牌商大批量和紧急订单需求。

● 投资建议与盈利预测

化妆品行业维持高景气度，公司旗下诺斯贝尔作为上游代加工龙头企业，有望充分享受行业红利。预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 5.46/6.41/7.32 亿，EPS 1.06/1.24/1.42 元。对公司采取分部估值法，化妆品业务与化工业务分别给予 35 倍与 10 倍 PE，对应估值 99.8 亿与 26.1 亿，合计估值 125.9 亿元，对应目标价 24.37 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧，原料价格波动，疫情影响加剧，无实际控制人风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1421.57	2908.12	4099.54	4768.39	5535.94
收入同比 (%)	75.24	104.57	40.97	16.32	16.10
归母净利润(百万元)	400.35	453.16	545.93	640.54	732.01
归母净利润同比 (%)	322.55	13.19	20.47	17.33	14.28
ROE (%)	36.07	14.97	15.28	15.20	14.80
每股收益 (元)	0.78	0.88	1.06	1.24	1.42
市盈率(P/E)	24.23	21.41	17.77	15.15	13.25

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|首次评级

当前价/目标价：18.78 元/24.37 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：19.51 / 8.72

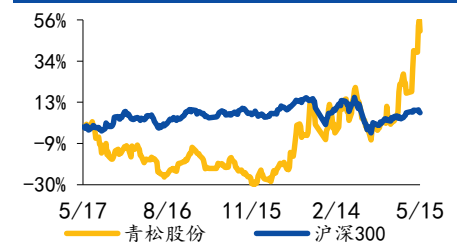
A 股流通股 (百万股)：385.92

A 股总股本 (百万股)：516.58

流通市值 (百万元)：7247.58

总市值 (百万元)：9701.39

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳

邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司介绍：松节油深加工+化妆品制造双主业龙头.....	4
2. 化妆品代加工行业：高景气赛道，兼具成长性与稳定性.....	8
2.1 化妆品行业：受益于消费人口与消费额扩容，处于中高速成长期.....	8
2.2 化妆品代加工行业：兼具稳定性与成长性，头部玩家竞争力较强.....	10
2.3 发展前景：新锐国货品牌+“直播+供应链”业态有望促进代工行业持续发展.....	14
3. 诺斯贝尔：多储备+强拓客+重研发+强生产，化妆品代工龙头强者恒强.....	16
3.1 财务分析：收入稳步增长，盈利能力业内领先.....	16
3.2 业务介绍：面膜主业突出，布局轻医美、彩妆等品类打开成长空间.....	18
3.3 核心竞争力：多储备、强拓客、重研发、强生产，推动公司长期成长.....	20
3.3.1 多品类、多产品储备，灵活应对市场变化，满足客户多元化需求..	20
3.3.2 头部客户合作持续深化，新客户拓展稳步有序.....	22
3.3.3 生产端产能充足，具备规模效应；研发端潜心投入，构筑技术壁垒.....	23
4. 松节油加工业务龙头地位稳定，业绩持续发展.....	25
5. 盈利预测与投资建议.....	26
6. 风险提示.....	26

图表目录

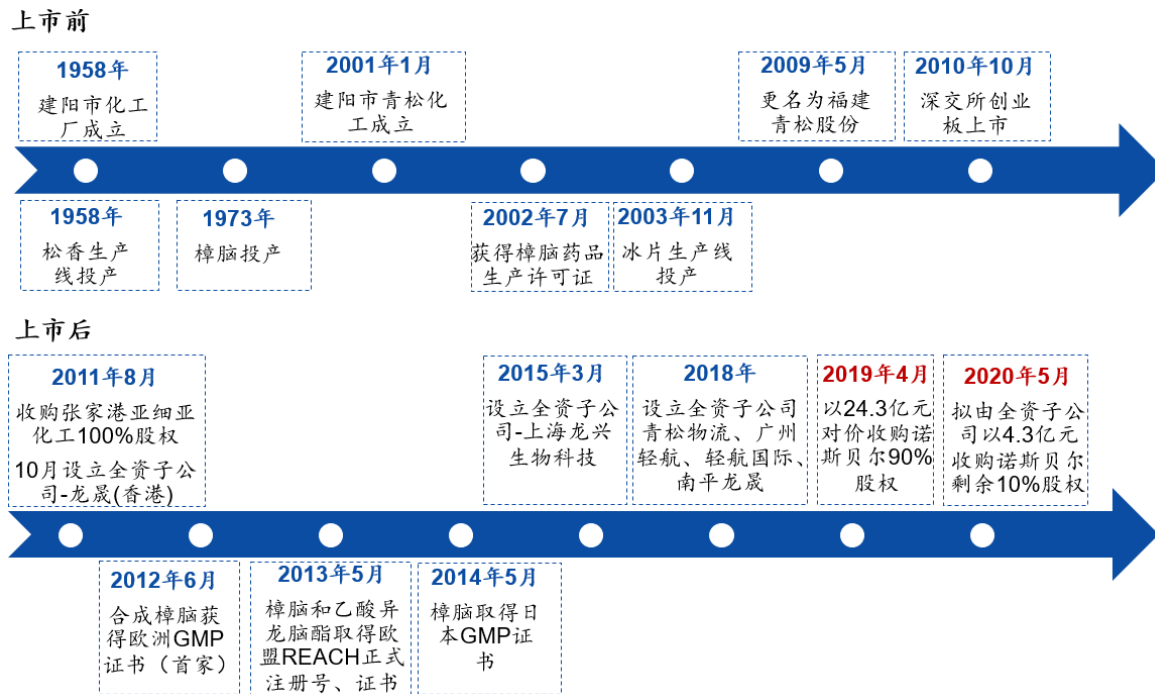
图 1：青松股份发展历程.....	4
图 2：截止 2020 年 5 月 15 日青松股份股权结构.....	5
图 3：公司两大主营业务及分业务收入规模占比.....	6
图 4：2011-2019 年公司营业总收入及其增速.....	6
图 5：2011-2019 年归属母公司股东的净利润及其增速.....	6
图 6：原青松股份与诺斯贝尔营收（亿元）及其增速.....	7
图 7：原青松股份与诺斯贝尔归母净利（亿元）及其增速.....	7
图 8：中国美妆个护市场规模及增速.....	8
图 9：前十大化妆品消费国 2010-2019 复合增长率.....	8
图 10：2010-2019 年主要消费品类零售额增速.....	8
图 11：2019 年各国人均化妆品消费额（美元）.....	8
图 12：2009-2019 中国护肤市场规模及增速.....	9
图 13：2009-2019 中国彩妆市场规模及增速.....	9
图 14：2013-2018 中国护肤品市场分品类 CAGR.....	9
图 15：2013-2018 中国彩妆市场分品类 CAGR.....	9
图 16：化妆品产业链.....	10
图 17：化妆品各环节毛利率及净利率情况.....	10
图 18：OEM、ODM、OBM 三种代工模式.....	11

图 19: 中国化妆品代加工行业市场规模及增速	12
图 20: 2005-2019 年中国主要销售渠道占比变化	14
图 21: 完美日记月销售额 (单位: 万元)	14
图 22: 2017Q1-2019Q4 淘宝直播带货规模迅速增长	15
图 23: 快手头部主播辛有志	15
图 24: 诺斯贝尔发展历程	16
图 25: 15-19 年诺斯贝尔营业收入 (亿元) 及其增速	17
图 26: 15-19 年诺斯贝尔归母净利润及其增速	17
图 27: 15-19 年诺斯贝尔净利率和毛利率	17
图 28: 15-19 年诺斯贝尔期间费用率	17
图 29: 2016-19 年诺斯贝尔毛利率与国际龙头对比	18
图 30: 2016-19 年诺斯贝尔净利率与国际龙头对比	18
图 31: 2016-19 年 (M5-12) 诺斯贝尔分产品收入 (亿元)	19
图 32: 2016-19 年 (M5-12) 诺斯贝尔分产品收入占比	19
图 33: 2017-2018 年诺斯贝尔分产品收入增速	19
图 34: 2016-19 年 (M5-12) 诺斯贝尔分产品毛利率	19
图 35: 诺斯贝尔在多个环节均具有丰富的储备	20
图 36: 轻医美系列——六胜肽紧致冻干粉	21
图 37: 轻医美系列——安瓶精华	21
图 38: 诺斯贝尔主要客户	22
图 39: 诺斯贝尔研发的轻、薄、透“天丝面膜”	24
图 40: 诺斯贝尔研发的高温稳定“水凝胶面膜”	24
图 41: 16-19 年松节油深加工业务收入、成本、毛利率	25
图 42: 2016-2019 年松节油和樟脑出口单价	25
表 1: 青松股份近年股权变动情况	5
表 2: 三大国际知名代工厂收入规模及在中国布局情况	12
表 3: 国内新三板上市的化妆品制造工厂 (若非特殊标注, 均为 2019 年数据)	12
表 4: 2017-2019 年国产品牌前 20 名及其市占率、复合增速情况	13
表 5: 诺斯贝尔主要系列产品	18
表 6: 诺斯贝尔为完美日记代工的彩妆及部分其他产品	21
表 7: 2016-2018 年诺斯贝尔前五大客户收入 (亿元) 及其占比	22
表 8: 诺斯贝尔主要产品系列产能及生产线	23
表 9: 松节油深加工主要产品及其应用领域	25

1. 公司介绍：松节油深加工+化妆品制造双主业龙头

青松股份是我国最大的松节油深加工企业，2019年成功收购国内头部化妆品制造企业诺斯贝尔，加码高成长赛道。公司原有业务为松节油深加工系列产品的研发、生产和销售，是全球最大的合成樟脑供应商。2019年4月公司通过发行股份及支付现金相结合的方式以24.3亿元对价完成对化妆品代加工龙头企业诺斯贝尔90%股权的收购，自5月起开始并表，诺斯贝尔承诺2018/2019/2020年度合计实现的净利润累计不低于2.0/4.4/7.28亿元，前两年均完成业务承诺；2020年5月公司公告拟由全资子公司广东领博以现金4.3亿元收购诺斯贝尔剩余10%股权，实现对诺斯贝尔100%控股。公司通过对诺斯贝尔的收购，从原有松节油深加工领域拓宽至化妆品制造领域，内生增长与外延发展相结合，未来化妆品代工业务有望成为公司新增长点。

图 1：青松股份发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2016年以来公司股权变动频繁，目前公司无实控人，诺斯贝尔原股东合计持股25.3%。

2016年9月，公司时任控股股东、实际控制人柯维龙先生、持股5%以上股东柯维新先生及其他7位股东向山西广佳汇（实控人杨建新）转让公司股权12.86%。

2017年11月，柯维龙及柯维新等六位股东继续转让7%的股权给杨建新，同时柯维龙先生转让6.75%的表决权，公司实际控制人由柯维龙变为杨建新。

2019年4月，公司定向增发1.31亿股用于收购诺斯贝尔，新增股份占公司定增后总股本的25.29%，收购完成后，杨建新及其一致行动人合计持股17.22%，可支配表决权为22.26%，香港诺斯贝尔（由林世达100%控股）持股9.17%。

2019年12月，杨建新其持有的66.67%广佳汇股权转让给山西欣亚辉，并解除与广佳汇的一致行动关系，转让完成，杨建新持股比例降至7.61%，可支配表决权比例降至12.66%；广佳汇可支配表决权比例为9.61%；香港诺斯贝尔可支配表决权比例为9.17%，公司变为无实控人状态。

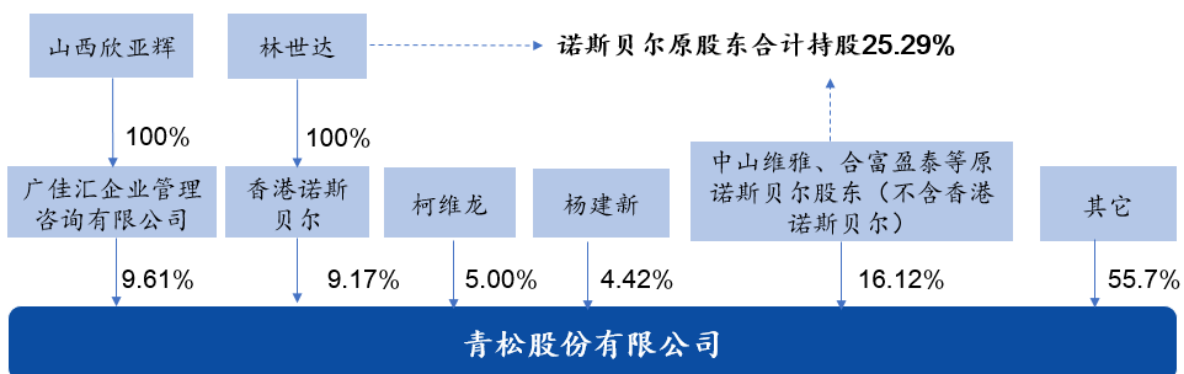
2020年1-4月，杨建新合计减持公司3.20%股份，柯维龙、柯维新两人合计减持公司2.22%股份。至此，公司第一大股东变为山西广佳汇；柯维龙不再是公司持股5%以上股东；柯维新不再持有公司股份。目前，广佳汇(9.61%)、香港诺斯贝尔(9.17%)、柯维龙(5.00%)为公司前三大股东，诺斯贝尔原股东合计持股25.29%。

表 1：青松股份近年股权变动情况

时间	股权变动	公司实际控制人及重大股东变动
2016年9月	控股股东、实际控制人柯维龙先生、持股5%以上股东柯维新先生及其他7位股东向山西广佳汇（实控人杨建新）转让股权4662万股（占公司总股本的12.86%）	未有变化
2017年11月	柯维龙及其一致行动人柯维新、陈尚和等四人向杨建新转让公司2701万股（占公司总股本的7%），同时柯维龙将其持有的2605万股（对应股份比例为6.75%）表决权委托给杨建新	实际控制人由柯维龙变为杨建新（持股比例23.05%，表决权比例29.80%）
2018年12月	柯维新累计减持青松股份1.24%股份	-
2019年4月	像诺斯贝尔原股东定向增发1.3066亿股（发行价格11.56元/股），占公司定增后股本比例25.29%	-
2019年7-10月	柯维龙及其一致行动人柯维新减持公司5.99%股份	-
2019年12月	杨建新及其他广佳汇股东转让广佳汇100%股份至山西欣亚辉	公司变为无实际控制人
2020年1-2月	杨建新减持公司3.20%股份 柯维龙及其一致行动人柯维新减持公司1.98%股份	第一大股东由杨建新变为广佳汇 柯维新不再持有公司股份
2020年4月	柯维龙减持公司0.24%股份	柯维龙不再是公司持股5%以上股东

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

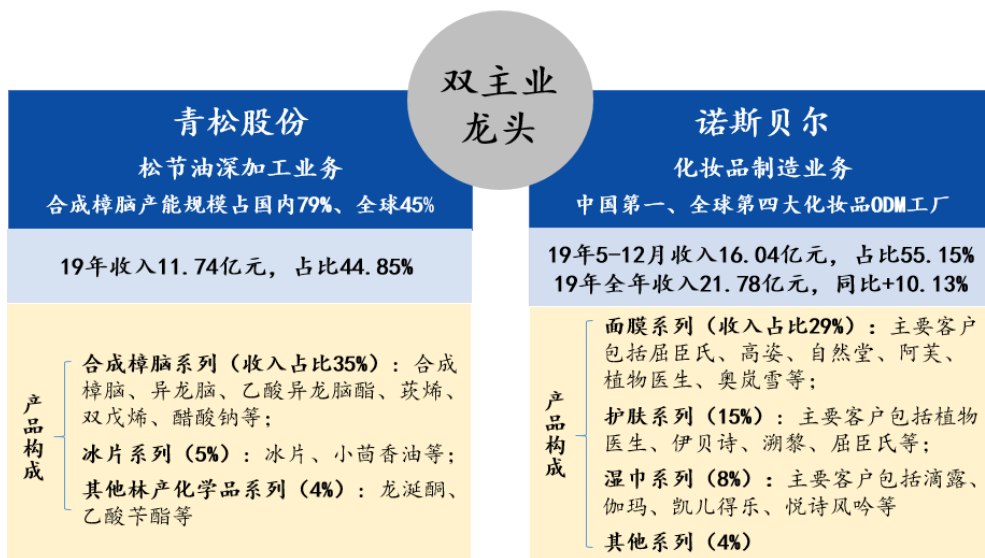
图 2：截止 2020 年 5 月 15 日青松股份股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司两大主营业务化妆品制造、松节油深加工位列各自行业龙头，2019年化妆品生产业务占比达到**55.15%**。2019年4月完成对诺斯贝尔的收购后，公司形成了“化妆品制造+松节油深加工”双主业龙头的业务格局，2019年公司化妆品业务（5-12月）收入16.04亿元，占比55.15%，松节油深加工业务收入13.04亿元，占比44.85%。化妆品业务方面，诺斯贝尔为国内最大的化妆品代工厂，主营面膜、护肤品及湿巾制造业务，与数百家国内外知名化妆品公司合作，包括屈臣氏、资生堂、伽蓝集团、韩后、植物医生等，产品销售覆盖全球40多个国家和地区。松节油深加工业务方面，青松股份为我国最大的松节油深加工企业，主要产品包括合成樟脑系列、冰片系列、香精香料等精细化工产品，广泛应用于日化、医药、农药、饲料、纺织、皮革、塑料等化工行业，特别是作为医药及医药中间体、香精香料原料、部分农药中间体、工业功能材料，具有难以替代的作用。其中公司2018年合成樟脑产能规模占国内79%、全球45%。

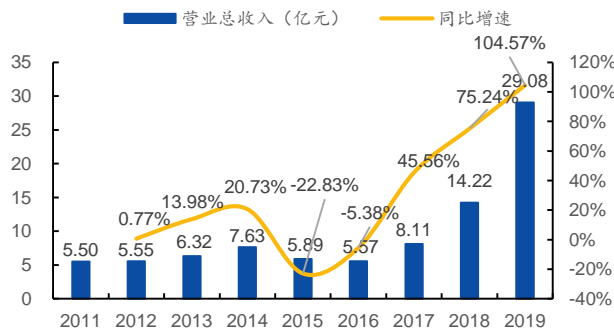
图3：公司两大主营业务及分业务收入规模占比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

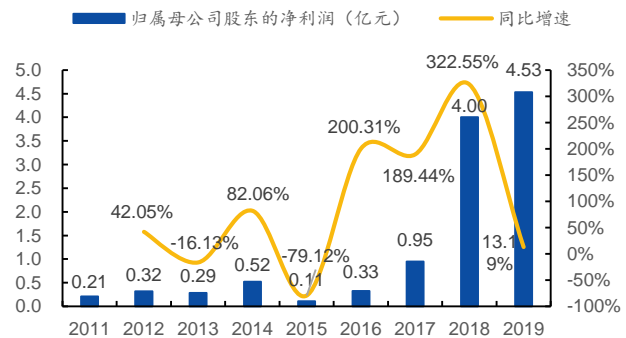
公司营收在并入诺斯贝尔后显著增厚，利润受化工业务原材料价格波动影响增幅较小。2019年公司营业总收入为29.08亿元，同比增长104.57%；归母净利润为4.53亿元，同比增长13.19%；扣非后归母净利润4.31亿元，同比增长6.24%。营收实现高增长主要因为2019年5月起诺斯贝尔纳入合并报表，贡献16.04亿元的增量；归母净利润增速显著低于营收增速主要因为公司松节油深加工业务受原材料松节油价格下跌影响，产品价格相较2018年有所回落，拖累整体业绩。

图 4：2011-2019 年公司营业总收入及其增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 5：2011-2019 年归属母公司股东的净利润及其增速

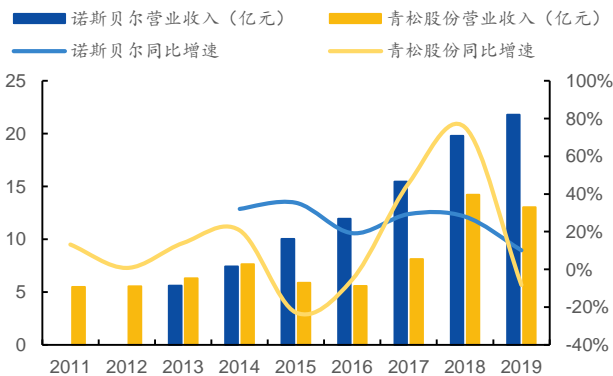


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

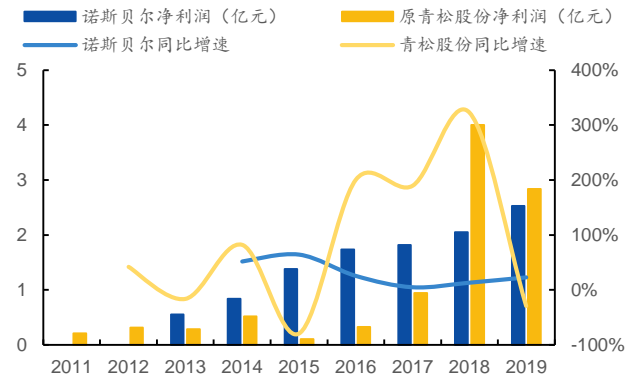
诺贝尔收入利润近几年均稳定增长，松节油深加工业务具有一定周期性，二者合并后利润端波动有望减弱。分拆来看，诺贝尔 2017-2019 年分别实现营收 15.46/19.78/21.78 亿元，同比增长 29.31%/27.95%/10.13%；实现归母净利润 1.82/2.05/2.53 亿元，同比增长 4.89%/13.13%/22.78%，收入利润近两年均保持双位数增长。原青松股份松节油深加工业务 2017-2019 年分别实现营收 8.11/14.22/13.04 亿元，同比增长 45.56%/75.24%/-8.25%；实现归母净利润 0.95/4.00/2.84 亿元，同比增长 189.44%/322.55%/-29.15%，收入与利润均有明显波动性。整体看，合并后公司收入与业绩均有增厚，同时化妆品业务盈利水平相对稳定，一定程度上可减弱公司原松节油深加工业务业绩的周期性波动。

图 6：原青松股份与诺贝尔营收（亿元）及其增速

图 7：原青松股份与诺贝尔归母净利（亿元）及其增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2、化妆品代加工行业：高景气赛道，兼具成长性与稳定性

2.1 化妆品行业：受益于消费人口与消费额扩容，处于中高速成长期

中国化妆品行业规模大且具有成长性，2017-2019 年增长提速，十年复合增速领跑全球。中国是全球第二大化妆品消费国，2019 年美妆个护市场规模达到 4777 亿元，同比增长 13.8%，增速较 2018 年提升 1.2pct，自 2017 年起加速成长。放眼全球，前十大化妆品消费国中中国、印度、韩国等新兴市场在过去十年增长较快，中国在 2010-2019 年中以 9.6% 的复合增速领跑全球。

图 8：中国美妆个护市场规模及增速

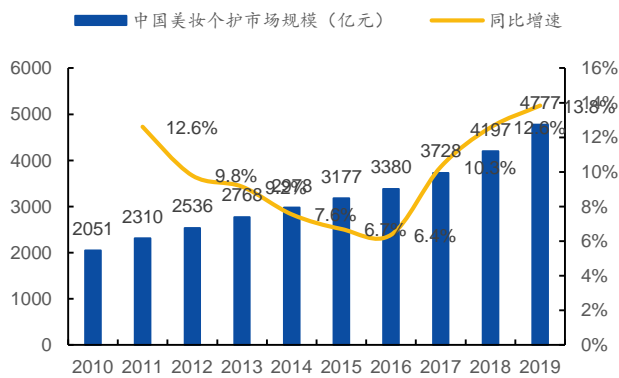
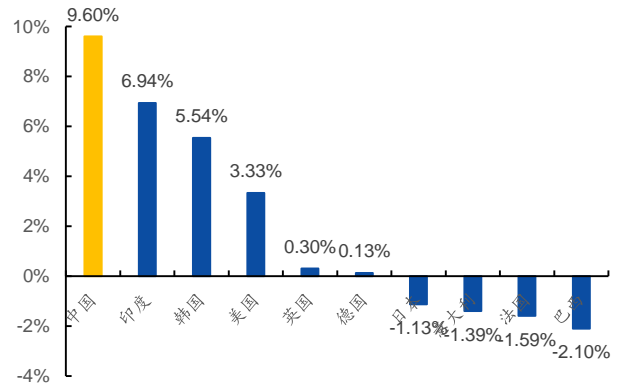


图 9：前十大化妆品消费国 2010-2019 复合增长率

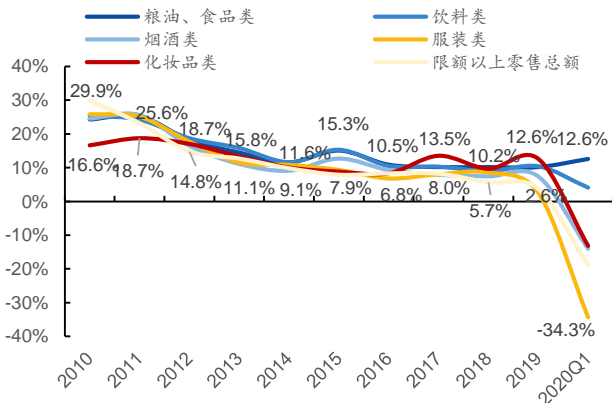


资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

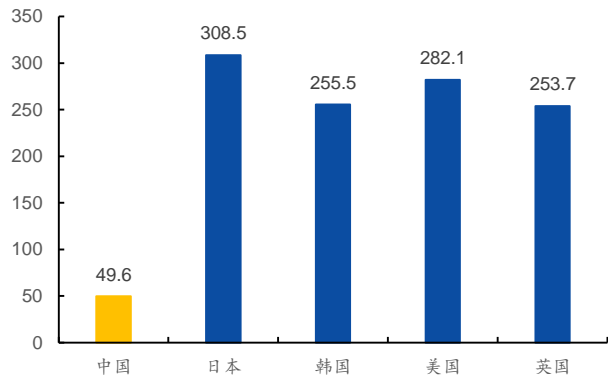
化妆品赛道景气度在各消费品类中突出，目前人均消费较低，未来增长空间大。根据国家统计局限额以上批发和零售业零售额数据，自 2017 年 5 月起，我国化妆品消费额同比增速开始进入高位，增长显著快于食品粮油、饮料、烟酒、服装等消费品。2017-2019 年全年零售额累计同比增速分别达到 13.5%、9.6%、12.6%，高于限额以上商品零售总额 5.3pct、3.9pct、8.9pct，保持着较高的景气度。即使是 2020 年新冠疫情期间，化妆品消费也具备一定刚性，2020Q1 化妆品零售额下滑幅度(-13.2%)显著小于社零整体降幅(-19.0%)。同时，我国大多数化妆品消费者仍处于“护肤入门”阶段，2019 年人均美妆个护产品消费额仅为 49.6 美元，仅为日本、美国的 1/6 与韩国、英国的 1/5，随着消费升级带动的品类增加与单价提升，中国人均化妆品消费额有望逐渐追赶欧美日韩等化妆品大国。

图 10: 2010-2019 年主要消费品类零售额增速



资料来源: 国家统计局, 国元证券研究中心

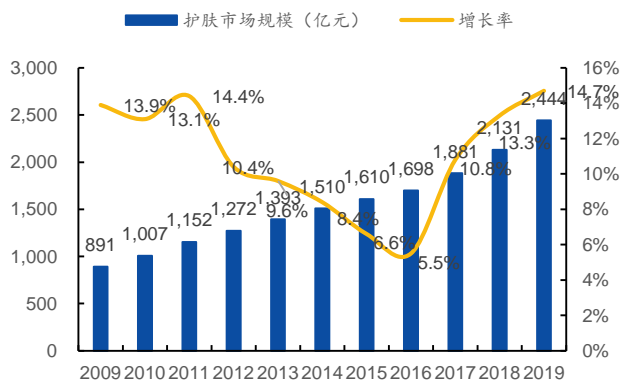
图 11: 2019 年各国人均化妆品消费额 (美元)



资料来源: Euromonitor, 国元证券研究中心

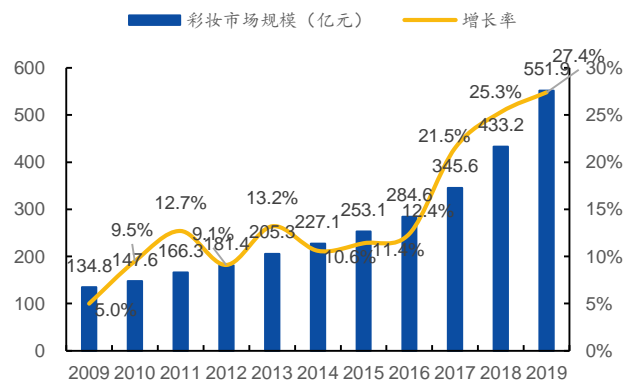
分品类看, 护肤品与彩妆自 2017 年以来增长不断提速, 其中彩妆景气度更高, 增速达到 27.4%。护肤品为个护美妆市场 TOP1 品类, 2019 年中国护肤品市场规模达到 2444 亿元, 同比增长 14.7%, 占个护美妆市场规模的 51.16%。彩妆因渗透率较低, 在颜值经济的带动下增速更快, 2019 年中国彩妆市场规模达 552 亿元, 同比增长 27.4%, 处于高景气成长期。

图 12: 2009-2019 中国护肤市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 国元证券研究中心

图 13: 2009-2019 中国彩妆市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 国元证券研究中心

护肤品细分品类中, 面膜增速领跑; 彩妆细分品类中, 唇部彩妆增长最快, 诺斯贝尔精准把握高成长赛道。聚焦细分品类, 护肤赛道中面膜品类 2013-2018 年 CAGR 高达 16.8%, 其中 2018 年增速高达 20.4%, 显著高于洁面、化妆水、面霜等基础品类, 处于需求释放期。彩妆赛道中, 唇部彩妆 2013-2018 年 CAGR 达到 22.6%, 其中 2018 年增速高达 35.8%, 为板块中景气度最高的品类。诺斯贝尔在创立初期即布局面膜板块, 目前面膜产能全球第一, 在过去几年中把握了行业高成长红利。近期公司成功获得彩妆品牌完美日记旗下品牌唇部彩妆订单, 继续把握高成长性品类, 有望持续享受行业成长红利。

图 14：2013-2018 中国护肤品市场分品类 CAGR

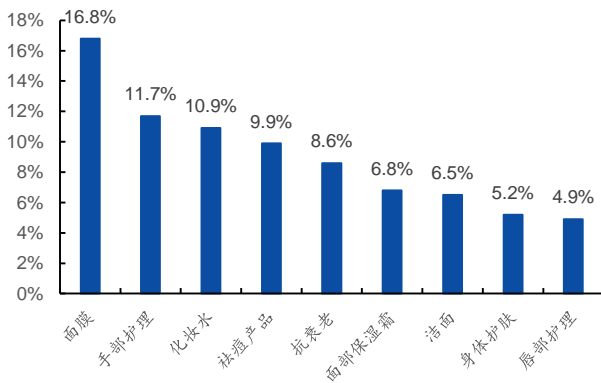
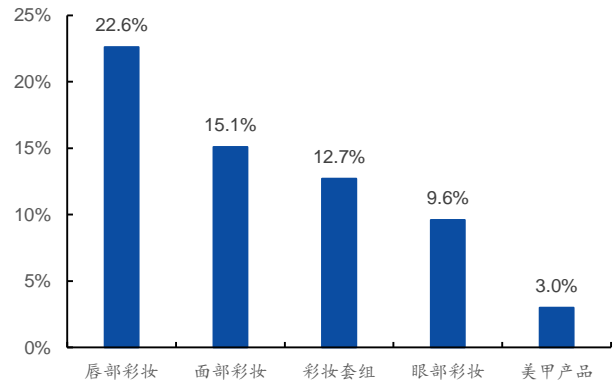


图 15：2013-2018 中国彩妆市场分品类 CAGR



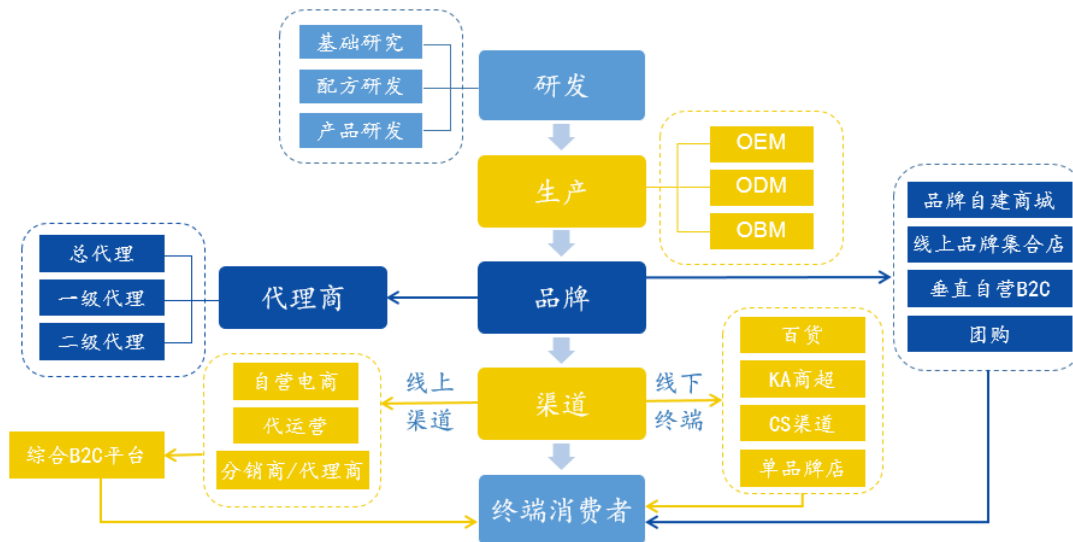
资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

2.2 化妆品代加工行业：兼具稳定性与成长性，头部玩家竞争力较强

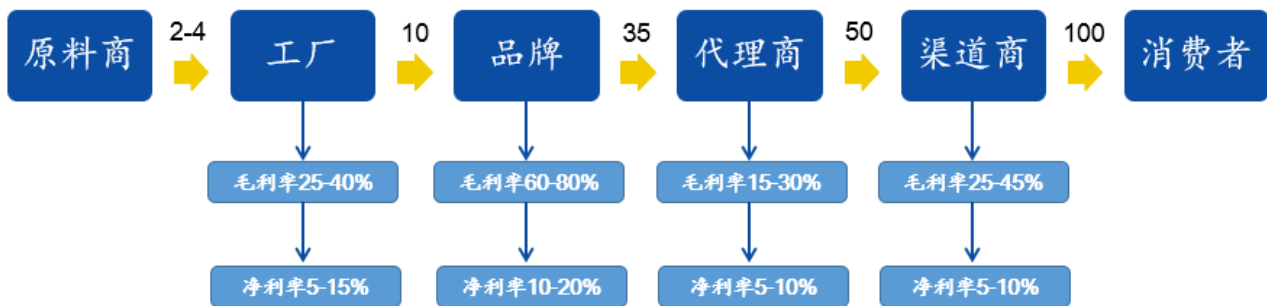
化妆品产业链中品牌商盈利能力最强，但生产商稳定性更强。化妆品产业链主要包括研发、生产、品牌、渠道四个重要环节，由于生产成本在化妆品终端零售价中占比较低（仅为 10%左右），品牌商、渠道商所承担的广告营销、租金、扣点与人工费用为化妆品流转过程中的主要花费，故化妆品的定价权主要由品牌商与渠道商掌握。叠加消费者对强大品牌力的认知，品牌商可实现最高的毛利率 60%-80%。相对而言，生产环节盈利能力有限，毛利率通常为 25-40%，但生产端以 To B 业务为主，客户端稳定性较强，成本费用投入也相对固定，整体运营的稳定性更强。

图 16：化妆品产业链



资料来源：国元证券研究中心

图 17：化妆品各环节毛利率及净利率情况

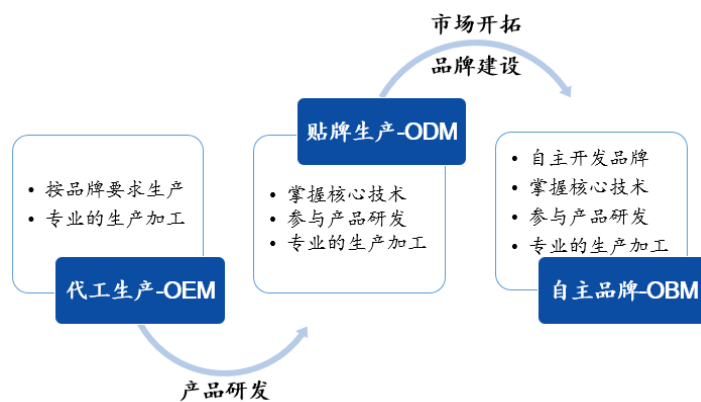


资料来源：公司财报，招股说明书，Wind，国元证券研究中心

化妆品的生产可分为自产、代工两种模式。由于生产环节需要较高的固定资产投资，具有显著的规模效应，通常仅有大型化妆品集团会自建生产基地，用于生产旗下的高端化妆品，小品牌与大众品类通常采用代工模式。国际大集团宝洁、欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等，均在全球多地设有工厂；国内如上海家化、上海上美、珀莱雅等规模较大的化妆品公司，也设有自己的生产工厂。但随着产品品类逐渐丰富，企业产能扩张慢于市场增长，大部分公司仍会将一些产品交由代工厂生产。

代工模式可细分为 OEM、ODM 与 OBM，三种模式依次对代工厂的要求越来越高。OEM (Original Entrusted Manufacture) 指受托方按照委托方提出产品设计方案进行生产，委托方享有知识产权，受托方不参与产品研发，也不得为第三方提供采用该设计的产品。ODM (Original Design Manufacturer) 则为受托厂商根据品牌商的规格和要求，自行设计和生产产品，品牌商在产品成型后统一买走，在此模式下，代工厂具有核心研发与生产能力，品牌方主要扮演贴牌的角色。近年来，OBM (Original Branding Manufacturing) 模式也逐渐兴起，即代工厂建立自有品牌，自主进行产品的研发与生产，同时直接参与经营市场，这一模式要求工厂需具有一定品牌建设与市场开拓能力。

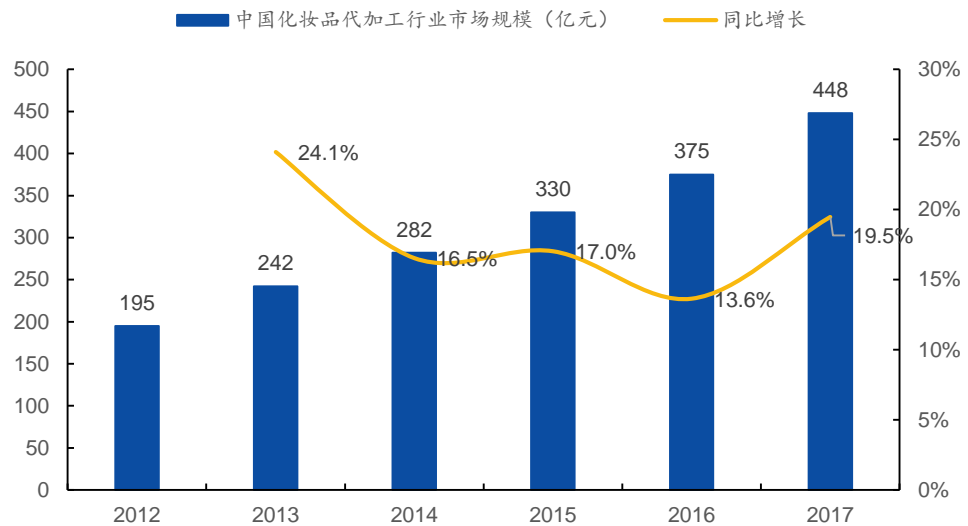
图 18：OEM、ODM、OBM 三种代工模式



资料来源：诺斯贝尔招股说明书，Wind，国元证券研究中心

化妆品零售端的高景气带动代加工产业持续扩容，预计市场规模超 500 亿。化妆品品牌端的快速发展带动上游代加工产业进入发展快车道，根据前瞻产业研究院的数据，2012-2017 年中国化妆品代工产业市场规模由 195 亿增长至 448 亿，5 年 CAGR 达到 18.10%。根据 2017 年化妆品代工市场规模占化妆品零售额规模的比例 12% 来测算，预估 2019 年化妆品代加工行业市场规模达到 570 亿左右。

图 19：中国化妆品代加工行业市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

目前国内化妆品代工市场较为分散，规模较大的国际厂商和国内一线厂商竞争力较强，长尾小厂多处于无序竞争状态。国内化妆品生产企业众多，根据国家药品监督管理局数据，截至 2020 年 5 月，全国共有 5319 家持证的化妆品生产企业，其中广东地区就有 2910 家，多数企业销售额规模在亿元以下，整体格局小而分散。销售规模超 10 亿的仅有少数国际厂商如科丝美诗（2018 年中国区收入 28.5 亿元）、莹特丽（2017 年中国区收入约 10 亿元），以及国内一线厂商诺斯贝尔（2019 年收入 21.78 亿元）等。大型厂商一方面具有规模效应，另一方面在多年代加工过程中积累了一定研发优势，具备较强竞争力。

表 2：三大国际知名代工厂收入规模及在中国布局情况

公司名称	品牌客户	营业收入	中国区收入	中国区工厂布局
科丝美诗（韩国）	兰蔻、迪奥、资生堂、植村秀、卡姿兰、百雀羚等	2019 年约 77 亿元	2018 年 28.5 亿元	中国建有 5 家工厂，上海 4 家，广州 1 家，年产能超 6.5 亿支
莹特丽（意大利）	雅诗兰黛、玫琳凯、百雀羚、伽蓝集团、毛戈平、完美日记等	2019 年约 55 亿元	2017 年约 10 亿元	中国共有 4 家工厂，苏州 3 家，上海 1 家
科玛（韩国）	欧莱雅、CK、后、悦诗风吟、安利、菲诗小铺等	2019 年约 89 亿元	2018 年约 4.53 亿元	中国共两家工厂，分别在北京、无锡，总产能 5.5 亿支

资料来源：Yahoo Finance，品观网，公司官网，国元证券研究中心

表 3：国内新三板上市的化妆品制造工厂（若非特殊标注，均为 2019 年数据）

证券代码	证券简称	品牌客户	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	毛利率	净利率
835320	诺斯贝尔(退市)	曼秀雷敦、妮维雅、屈臣氏、雅芳、御家汇等	21.78	2.52	25.6%	11.6%
835255	乐宝股份(退市)	相宜本草、御泥坊、安娜苏、汉高等	1.55 (2017)	0.13 (2017)	35.7% (2017)	8.2% (2017)
834319	三椒口腔(退市)	云南白药、青蛙王子等	2.05 (2018)	0.18 (2018)	31.0% (2018)	8.6% (2018)
835056	栋方股份(退市)	植萃集、阿芙、韩后等	1.81 (2018)	0.09 (2018)	33.9% (2018)	5.0% (2018)
837023	芭薇股份	百雀羚、自然堂、屈臣氏	2.31	0.21	35.9%	9.0%
838858	伊斯佳	伊斯佳、现代经典等	1.87	0.32	47.9%	17.2%
839326	科玛股份	珈蓝、高姿、玛莎、佰草集、屈臣氏等	0.51	0.03	37.1%	4.9%
838865	琪嘉日化	纳爱斯、芳乐、白特等	1.16	-0.18	7.6%	-15.8%
837410	美爱斯	欧莱雅、韩束、施华蔻等	1.12	0.13	39.3%	12.0%

资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

国内化妆品品牌端迭代较快，上游生产企业成长确定性更强。2019 年，中国化妆品市场中国品牌前五名的累计市场份额 (CR5) 仅为 7.5%，且排名前三的的百雀羚、自然堂、韩束的市占率均不足 3%，市场集中度较低。同时，不断有新锐品牌如 HomeFacial Pro、完美日记等快速崛起，抢占市场份额。无论品牌方竞争格局如何变化，除部分较大品牌拥有自有工厂外，多数品牌都需要借助代工厂来完成生产制造，新锐品牌对代工厂的需求更为强劲。因此，品牌方波动对上游代工厂业务影响较小，诺斯贝尔作为国内化妆品代工领域的头部企业，有望充分享受化妆品行业快速发展的红利。

表 4：2017-2019 年国产品牌前 20 名及其市占率、复合增速情况

排名	2019 年			2018 年		2017 年	
	品牌名称	市占率	2015-2019 复合增长率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率
1	百雀羚	2.3%	18.7%	百雀羚	2.3%	百雀羚	2.3%
2	自然堂	1.8%	19.8%	自然堂	1.8%	自然堂	1.8%
3	韩束	1.2%	6.8%	韩束	1.4%	韩束	1.6%
4	云南白药	1.1%	8.7%	云南白药	1.1%	云南白药	1.3%
5	阿道夫	1.1%	111.4%	一叶子	1.0%	一叶子	1.0%
6	一叶子	0.8%	29.6%	萃雅	1.0%	萃雅	1.0%
7	萃雅	0.8%	10.6%	佰草集	0.9%	佰草集	1.0%
8	佰草集	0.8%	3.3%	舒克	0.8%	舒克	0.9%
9	舒克	0.8%	34.1%	韩后	0.8%	韩后	0.7%
10	珀莱雅	0.7%	11.3%	阿道夫	0.7%	相宜本草	0.7%
11	韩后	0.7%	15.2%	相宜本草	0.7%	隆力奇	0.7%
12	薇诺娜	0.6%	62.4%	御泥坊	0.7%	珀莱雅	0.6%

13	相宜本草	0.6%	-2.5%	珀莱雅	0.6%	水密码	0.6%
14	丸美	0.5%	8.4%	水密码	0.6%	丸美	0.6%
15	水密码	0.5%	5.7%	隆力奇	0.6%	御泥坊	0.5%
16	御泥坊	0.5%	21.0%	丸美	0.5%	美肤宝	0.5%
17	HomeFacial Pro	0.5%	2016 年创立	美肤宝	0.5%	卡姿兰	0.4%
18	完美日记	0.5%	2017 年创立	薇诺娜	0.4%	滋源	0.4%
19	美肤宝	0.4%	3.9%	卡姿兰	0.4%	阿道夫	0.3%
20	隆力奇	0.4%	-11.0%	滋源	0.3%	薇诺娜	0.3%

资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心（标为红色的为 2019 年市占率提升的品牌）

2.3 发展前景：新锐国货品牌+“直播+供应链”业态有望促进代工行业持续发展

展望未来，新锐国货品牌、“直播+供应链”业态成为新趋势，有望持续促进 ODM、OEM 行业的发展。2018 年起，电商已超越 KA 成为日化及个护用品第一大销售渠道。新渠道、新营销方式的变革使得新兴品牌加速入局，以完美日记、花西子为代表的新锐彩妆品牌，均在短短一两年甚至几个月的时间内实现全网普及，实现数十亿的销售额。但这些新品牌由于历史较短且成长飞速，多缺乏自主生产能力和研发经验，为保障生产规模与产品质量，通常采用代工模式，如完美日记从 2017 年到 2020 年备案的近千个 SKU 中，大多数都为代工厂生产。同时，爆品打造已成为新锐美妆品牌打开市场的利器之一，而爆品具有周期短、需求大的特征，品牌自主生产的投入产出比相对较低，因此 OEM/ODM 成为大多数品牌的选择。

图 20：2005-2019 年中国主要销售渠道占比变化

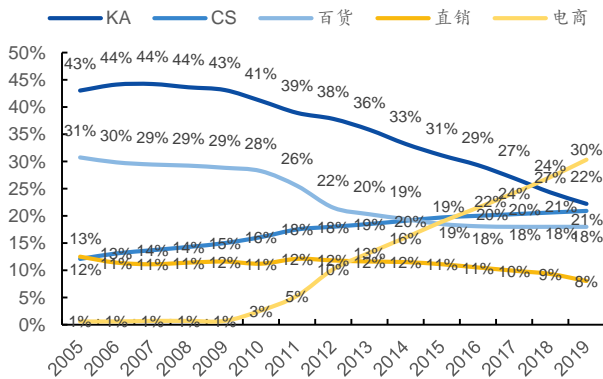
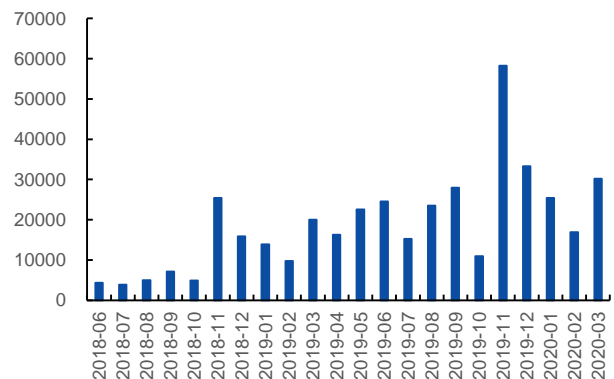


图 21：完美日记月销售额（单位：万元）



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

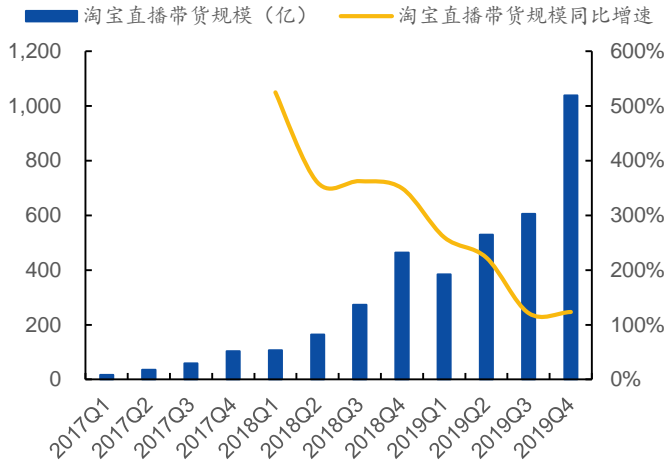
资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

2019 年起直播电商呈爆发态势，“直播+供应链”的短链、高性价比业态有望收割部分低线城市用户，代工厂将成为业态中的重要环节。随着淘宝直播、抖音、快手三大平台的同时发力，2019 年起直播电商进入爆发期，头部主播的带货能力惊人，淘宝头部主播薇娅、李佳琦二人全年合计引导成交额破百亿；快手主播辛有志团队 2019 年 GMV 达到 133 亿。以辛有志为代表的主播拥有自己的供应链品牌辛有志严选，直接对接包括诺斯贝尔在内的 OEM/ODM 工厂进行生产，这一模式下中间加价环节被大幅压缩，可提供极致性价比产品，未来几年有望收割一部分低线城市及农村县城的

的消费者。以诺斯贝尔为代表的资源丰富、管理完善、能提供全套产品的代工企业将成为这一业态中的重要环节。

图 22：2017Q1-2019Q4 淘宝直播带货规模迅速增长

图 23：快手头部主播辛有志



资料来源：淘榜单，淘宝直播，国元证券研究中心

资料来源：搜狐，快手，国元证券研究中心

3、诺斯贝尔：多储备+强拓客+重研发+强生产，化妆品代工龙头强者恒强

诺斯贝尔是全球四大化妆品 ODM 企业之一,是国内最大的化妆品 ODM 企业。公司成立与 2004 年,2005 年水刺无纺布生产线成功安装,并获得湿巾、化妆品等品类生产许可证。2014 年新建面膜车间,增加 6 条全自动流水线,精准把握国内面膜品类高增长红利。2016 年公司在新三板上市,2018 年退市,2019 年 4 月被青松股份收购 90% 股权并于 5 月完成并表,2020 年 5 月青松股份拟收购公司剩余 10% 股权,完成对公司 100% 控股。公司具备规模化的多产品、多品类生产能力,2019 年面膜年产能 19.5 亿片,护肤品 0.18 亿升,湿巾 90 亿片;同时拥有各种质地、功效、各个成本梯度的配方储备,可灵活应对市场变化,满足客户的多元化需求。目前公司龙头地位稳固,在合作传统国际与国货品牌的同时,积极与新锐品牌如完美日记、花西子、HFP 等展开合作,为客户研发更多满足市场需求、具备市场前景性的创新产品。多储备+强拓客+重研发+强生产四大核心竞争力有望推动公司长期成长。

图 24：诺斯贝尔发展历程

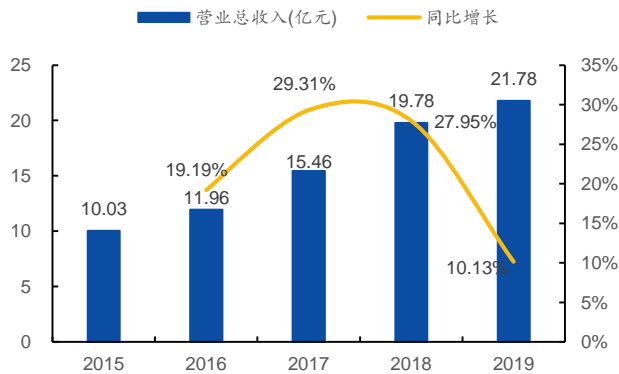


资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

3.1 财务分析：收入稳步增长，盈利能力业内领先

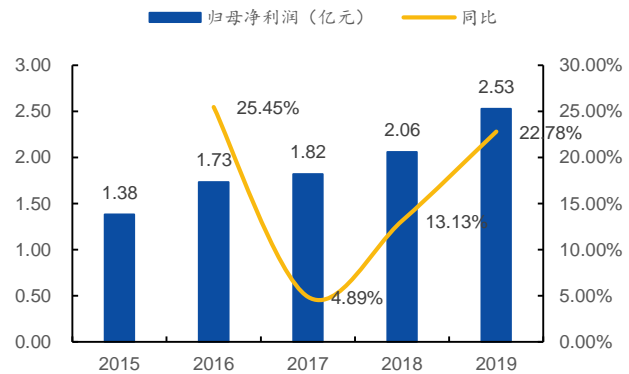
营收与净利均稳步增长。2019 年诺斯贝尔实现营业收入 21.78 亿元，同比增长 10.13%；实现归母净利润 2.53 亿元，同比增长 22.78%。2015-19 年公司营业收入和归母净利润复合增长率分别为 21.39%、16.36%，总体增长趋势良好。

图 25: 15-19 年诺斯贝尔营业收入 (亿元) 及其增速



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

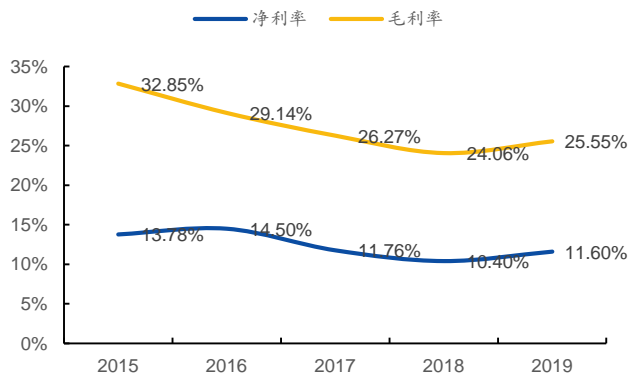
图 26: 15-19 年诺斯贝尔归母净利润及其增速



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

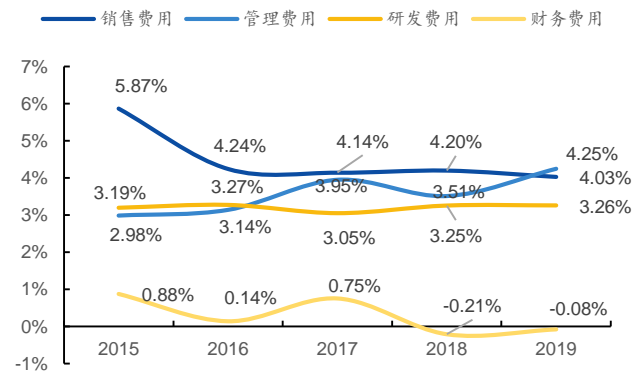
毛利率和净利率在 2015-18 年小幅下滑, 2019 有所回升; 期间费用投入相对稳定。2019 年公司毛利率为 25.55%, 同比提升 1.49pct; 净利率为 11.60% 同比提升 1.20pct。2015-18 年毛利率下滑主要系产业升级过程中, 公司为扩大产能导致投入成本的增加。期间费用方面, 近 4 年公司销售费用率维持在 4% 出头, 管理费用率由 3% 左右提升至 4.25%, 财务费用率受利息支出和汇兑损益的影响有小幅波动。此外, 公司注重研发投入, 2015 年至今研发费用率长期维持在 3% 以上。

图 27: 15-19 年诺斯贝尔净利率和毛利率



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

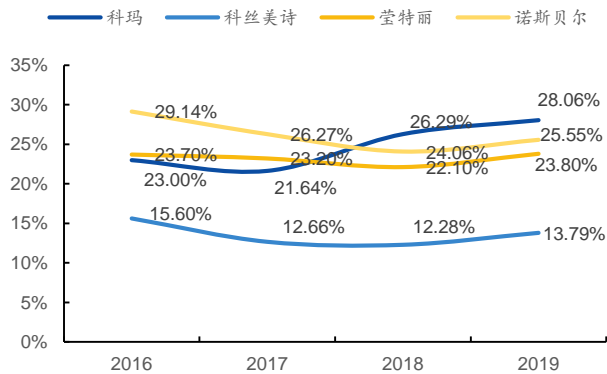
图 28: 15-19 年诺斯贝尔期间费用率



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心 (此处将 2015、16 年研发费用从管理费用中拆分出来)

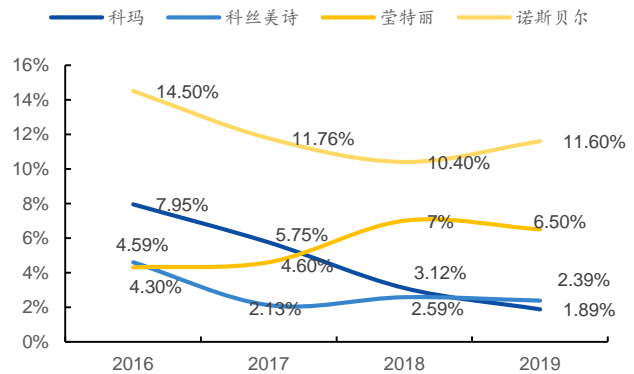
盈利能力远超国际化妆品代工龙头企业, 毛利率水平靠前。2016-19 年间, 诺斯贝尔净利率始终保持在 10% 以上, 同期国际三大 ODM 龙头韩国科玛、韩国科丝美诗、意大利莹特丽的净利率在 1.5-8.0% 之间, 公司盈分别高于科玛、科丝美诗、莹特丽 9.7、9.2、5.1pct。毛利率方面, 2019 年诺斯贝尔毛利率为 25.55%, 略低于科玛 2.51pct, 但分别高于科丝美诗、莹特丽 11.76、1.75pct。2016-19 年由于公司战略原因毛利率先降后升, 但仍高于科丝美诗与莹特丽, 整体而言毛利率水平处于较高水平。

图 29：2016-19 年诺斯贝尔毛利率与国际龙头对比



资料来源：Yahoo finance, Bloomberg, 公司公告, 国元证券研究中心

图 30：2016-19 年诺斯贝尔净利率与国际龙头对比



资料来源：Yahoo finance, Bloomberg, 公司公告, 国元证券研究中心

3.2 业务介绍：面膜主业突出，布局轻医美、彩妆等品类打开成长空间

目前公司主要产品分为三大系列：面膜系列、护肤品系列和湿巾系列，同时覆盖无纺布制品系列。其中面膜系列是诺斯贝尔的核心产品和利润来源，主要产品包括天丝面膜、超细纤维面膜、水凝胶面膜等。护肤品系列中初基础护肤、洁肤、底妆类产品外，还包括冻干粉、安瓶等新兴品类。

表 5：诺斯贝尔主要系列产品

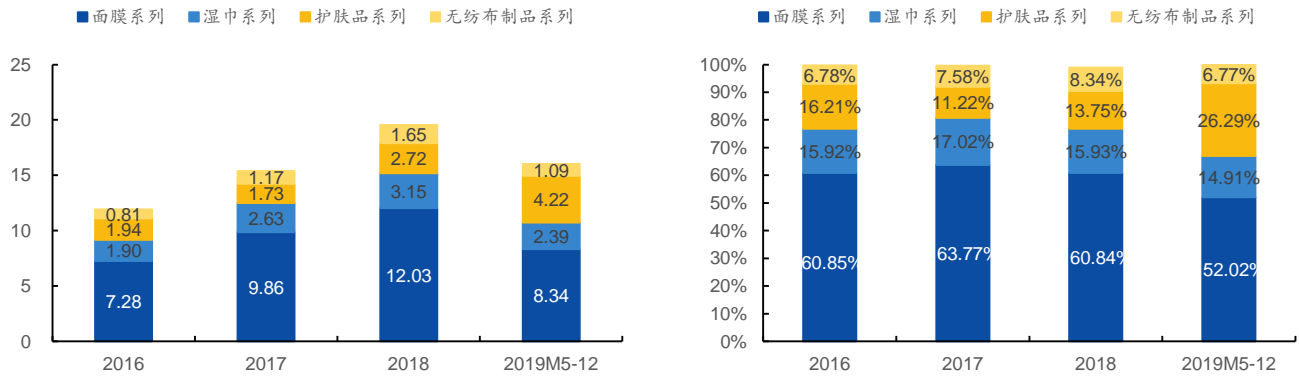
产品系列	产品类别	产品名称	部分产品列示
面膜系列	面膜	天丝面膜	
		超细纤维面膜	
		生物质石墨烯黑面膜	
		水凝胶面膜	
		无纺布面膜	
		其它面膜	
护肤品系列	护肤品类产品	爽肤水，护肤乳液及膏霜	
		冻干粉	
		安瓶精华液	
		泡罩材料护肤类	
		洁面泡沫和洁面乳	
		粉底液	
湿巾系列	湿巾	手霜、足霜等	
		清洁消毒湿巾	
		婴儿湿巾	
		美容湿巾	
		医疗湿巾	
其他湿巾			

资料来源：公司公告, 公司官网, 国元证券研究中心

2019 年护肤品板块增长较快，占比升至 26%，面膜占比降至约 52%。2019 年 5-12

月，面膜系列产品实现销售收入 8.34 亿元，占主营业务收入的 52.04%，占比较 18 年全年的 60.84% 有所下滑；护肤品系列产品收入 4.22 亿元，占比 26.29%，超过湿巾成为第二大品类。此外，为满足客户需求，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，故 16-18 年无纺布制品系列收入与占比均有所提升。

图 31: 2016-19 年 (M5-12) 诺斯贝尔分产品收入 (亿元) 图 32: 2016-19 年 (M5-12) 诺斯贝尔分产品收入占比



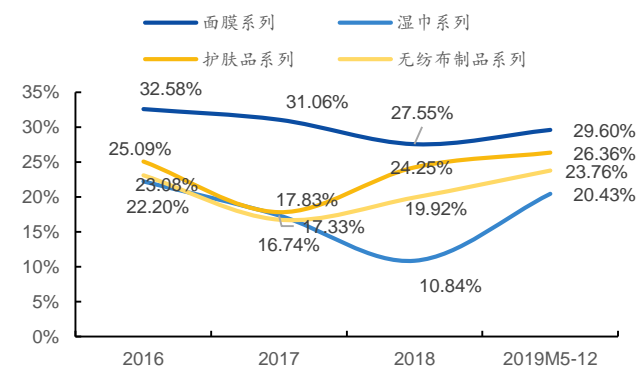
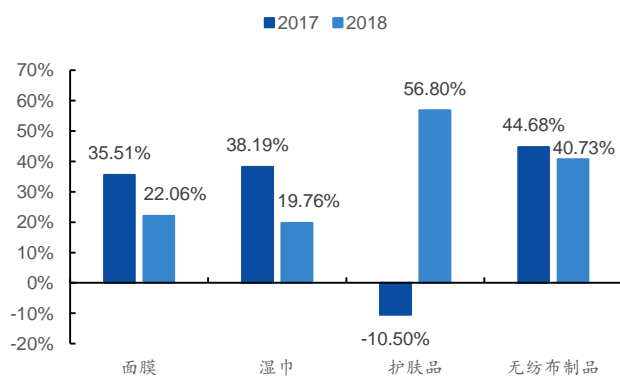
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

分业务增速来看，2018 年公司面膜、湿巾、无纺布制品增长有所放缓，但仍维持较高增速。护肤品业务迅速提速，增速从 2017 年的 -10.5% 升至 2018 年的 56.8%。分业务毛利率方面，2019 年 5-12 月，公司优势品类面膜的毛利率最高，达到 29.60%，其次为护肤品 (26.36%)、无纺布制品 (23.76%)、湿巾 (20.43%)，各业务毛利率较 2018 全年均有所提升。重点品类面膜近 4 年的毛利率水平维持在 30% 左右，2016-18 年略有下滑，主要系公司在产业升级过程中进行产能储备，导致面膜系列分摊的制造费用上升，此外诺斯贝尔对部分客户采用量大价优、以及扩大市场占有率，对面膜毛利有一定负面影响，2019 年面膜毛利率已止跌回升。

图 33: 2017-2018 年诺斯贝尔分产品收入增速

图 34: 2016-19 年 (M5-12) 诺斯贝尔分产品毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.3 核心竞争力：多储备、强拓客、重研发、强生产，推动公司长期成长

3.3.1 多品类、多产品储备，灵活应对市场变化，满足客户多元化需求

公司品类、配方、特征、设备、包材等储备丰富，可迅速响应客户需求，提供高品质服务与产品。经过超 15 年的行业积累，公司沉淀了丰富的产品与技术储备：品类上，公司拥有面膜、水乳膏霜、安瓶、冻干粉、喷雾等多品类生产线；配方上，公司拥有各种质地、各种功效、各个成本梯度的成熟产品配方；许可证上，公司拥有防晒、美白、消毒产品等多种生产许可证；设备上，公司生产设备种类齐全且产能丰富，可应对突发性订单性与柔性生产。此外，公司多年来积累了 42 项专利与丰富数据资源，使公司能快速感知市场变化，及时对产品更新迭代，为客户提供“短、平、快”的供应链反应，与覆盖产品-营销-渠道全产业链的“一站式全案服务”。

图 35：诺斯贝尔在多个环节均具有丰富的储备



资料来源：诺斯贝尔行政总裁范展华演讲 PPT，国元证券研究中心

公司积极把握“美妆+医疗”的行业趋势，打造多款“轻医美”产品。消费升级趋势下，“轻医美”因时尚、便捷，风险小、最短化修复期的优点赢得不少消费者的青睐，安瓶、冻干等精华产品大量涌现。根据国产非特殊用途化妆品备案服务平台，2014 年冻干粉备案仅为 57 件，2019 年已达 27450 件，产品热度不断提升。同时，2016 年安瓶鼻祖 MartiDrem 在国内爆发，旗下五款产品在五个月内突破销售额 2000 万元，2017 年天猫的安瓶品类销售额增长了 27 倍。诺斯贝尔积极把握行业趋势，于 2018 年推出了轻医美系列产品，包括能重新激活肌肤细胞活力的六胜肽紧致冻干粉，以及高浓度、高活性、高功效的安瓶精华等。此外，2019 年公司推出了明星面膜“双导塑颜面膜系列”，2020 年还将推出具备修复、抗衰、消炎的明星产品“FN 纤连蛋白修复系列”。公司在丰富多变的 market 环境下持续突破自我，多元新老产品齐发力。

图 36：轻医美系列——六胜肽紧致冻干粉



图 37：轻医美系列——安瓶精华



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

合作头部新锐国产品牌完美日记，积极切入彩妆领域。除护肤品类外，公司还积极拓展彩妆品类，2018 年就为完美日记的雾色梦境哑光唇釉 709 迷雾蔷薇代工，2019 年陆续为其收购品牌小奥汀生产雾感唇釉 M001/2/3/7。彩妆的生产工艺与护肤品差别较大，对供应链的反应速度与灵活度要求也更高，与完美日记的成功合作也从侧面印证了公司在品类拓展与多品类制造方面的能力。

表 6：诺斯贝尔为完美日记代工的彩妆及部分其他产品

产品类别	产品名称	备案编号
彩妆类	小奥汀雾感唇釉 M001	沪 G 妆网备字 2019018286
	小奥汀雾感唇釉 M002	沪 G 妆网备字 2019018285
	小奥汀雾感唇釉 M003	沪 G 妆网备字 2019018284
	小奥汀雾感唇釉 M007	沪 G 妆网备字 2019018279
	完美日记雾色梦境哑光唇釉 709 迷雾蔷薇	粤 G 妆网备字 2018164899
其他类	完美日记氨基酸瞬洁净澈卸妆水	粤 G 妆网备字 2020027846
	完美日记心选沁润香氛沐浴露	粤 G 妆网备字 2020027753
	完美日记酵母肌护面膜	粤 G 妆网备字 2019137183
	完美日记神经酰胺修护面膜	粤 G 妆网备字 2019137172
	完美日记咖啡因水感眼部凝露	粤 G 妆网备字 2019196023

资料来源：国产非特殊用途化妆品备案信息服务平台，国元证券研究中心

2020 年新冠疫情爆发后，公司快迅速复工进行消杀类用品生产，并新增口罩生产线。疫情发生后，公司反映迅速，于 1 月 31 日起复工，被政府认定为“疫情防控必须物资生产企业”，全力保障医用口罩、卫生湿巾、消毒液等疫情防控物资的供应。公司湿巾产能达 3000 万片/日，且生产的伽马牌湿巾被用于韩红爱心慈善捐助武汉急需的卫生用品。此外，公司还采购了 5 台用于医药口罩生产的设备，每台设备 4 万只/日。面对疫情，公司迅速的反应与复工一方面得益于多年来的资质与生产线储备，公司在 2010 年就已具备相应医疗产品的生产资格，而多数化妆品品牌自有工厂通常不具备此类资质；另一方面也体现出公司对行业精准的预判。

3.3.2 头部客户合作持续深化，新客户拓展稳步有序

核心客户合作稳定，获得业界广泛认可。公司的主要客户包括屈臣氏、资生堂、妮维雅、爱茉莉太平洋、联合利华、伽蓝集团、御家汇、上海家化、上海悦目等知名企业。通过多年来的合作经营，公司与头部客户之间形成了稳定、相互依赖的紧密联系，如公司与第一大客户屈臣氏合作已超 10 年，并曾获得过被誉为零售业“奥斯卡”的“屈臣氏健康美丽大赏”、“年度最佳自有品牌大奖”等，业内认可度高。

图 38：诺斯贝尔主要客户



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

持续拓展优质新品牌新客户群，多层次布局。2016-2018 年公司前五大客户营收分别为 7.30、8.86、8.56 亿元，占比分别为 61.05%、57.29%、43.29%，呈显著下降趋势，主要因为公司不断拓展新品牌客户，使客户集中度降低。2018 年诺斯贝尔新增客户约 120 多家，其中包括国际知名的化妆品公司爱茉莉、联合利华、玫琳凯、安利，以及明星护肤品牌 TST 等，同时近年来工商也与众多新锐新品牌合作，如完美日记、花西子、HomeFacial Pro、玉泽、辛有志等。多层次客户布局减少了诺斯贝尔对大客户的依赖，降低单一类型客户的波动带来的影响，有利于公司持续享受化妆品消费市场的红利。

表 7：2016-2018 年诺斯贝尔前五大客户收入（亿元）及其占比

2016			2017			2018		
客户	营业收入	占比	客户	营业收入	占比	客户	营业收入	占比
屈臣氏	3.40	28.48%	屈臣氏	3.43	22.16%	屈臣氏	3.20	16.17%
伽蓝集团	1.53	12.77%	伽蓝集团	2.10	13.58%	伽蓝集团	2.04	10.32%
韩后	0.89	7.45%	韩后	1.55	10.02%	御家汇	1.60	8.07%
御家汇	0.75	6.25%	御家汇	1.04	6.73%	利洁时	0.87	4.41%
植物医生	0.73	6.10%	植物医生	0.74	4.81%	植物医生	0.85	4.32%
合计	7.30	61.05%	合计	8.86	57.29%	合计	8.56	43.29%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.3.3 生产端产能充足，具备规模效应；研发端潜心投入，构筑技术壁垒

公司产能充足，面膜产能全球第一，高自动化生产降本增效。目前诺斯贝尔拥有超过50000平方米的GMP标准厂以及数十台全自动化面膜、护肤品和湿巾生产设备和多条生产线，面膜产能规模全球第一，2019年公司面膜年产能19.5亿片，护肤品0.18亿升，湿巾90亿片，可以在“双11”等节假日快速满足化妆品各品牌商大批量和紧急订单的需求。同时，公司采取全自动化生产，大幅降低人工成本，叠加大批量采购带来的规模效应，公司整体生产效率较高。2020年公司计划继续增加真空乳化设备，扩张护肤品灌装包装、水凝胶面膜、冻干面膜、全自动湿巾的生产线，进一步提升生产实力。

表 8：诺斯贝尔主要产品系列产能及生产线

产品系列	日产能	生产线及设备
面膜系列	超 650 万片	<ul style="list-style-type: none"> 40 套真空乳化设备（其中 7 台进口自日本）； 55 条面膜自动灌装包装生产线（其中与日本共同研发的 6 条达到国内最先进）； 2 条与韩国打造的国内先进水凝胶面膜生产线；
护肤系列	128 万瓶	<ul style="list-style-type: none"> 25 条护肤品灌装包装生产线； 2 条自动化唇膏生产线；
湿巾系列	4000 万片	<ul style="list-style-type: none"> 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
无纺布系列	-	<ul style="list-style-type: none"> 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

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

超 200 人研发团队+合作国内外优质机构，注重核心研发能力打造。近年来，公司一直维持 3%（营收占比）以上的研发费用投入，目前已构建超 200 人的强大的专业研发团队。2016 年，公司与韩国金善英博士、朴清教授联合创立了诺斯贝尔韩国研究所并在韩国成立专门的研究所；同时与韩国西江大学、广州中医药大学、天津工业大学、北京工商大学以及中科院（过程工程研究所）等专业机构进行产学研合作，着力于面膜、护肤品、湿巾等产品的研发。目前国内研究所约 110 人，其中博士生、硕士生、本科生组成的专业研发人员（护肤品&无纺布）占 60%，每年有超过 2000 个相关产品检测。截止 2020 年 4 月，公司拥有专利 42 项，其中发明专利 20 项。研发成果上，公司与全球最大天丝纤维集团兰精集团合作打造的“天丝面膜”，具有透明度高、透气性好等特点，上市后快速替代传统厚重面膜；此外，公司自主研发的具有高温稳定性“水凝胶面膜”，也受到较高的市场认可。

图 39：诺斯贝尔研发的轻、薄、透“天丝面膜”



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 40：诺斯贝尔研发的高温稳定“水凝胶面膜”



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

4. 松节油加工业务龙头地位稳定，业绩持续发展

松节油深加工业务市场地位相对稳定，19年下半年扩产后有望进一步推动业绩发展。2019年松节油深加工业务总体收入13.04亿元，同比下滑8.25%，占比44.85%，三大系列合成樟脑、冰片、香精香料收入占比分别为35.20%、5.16%、4.49%。目前合成樟脑产能为10000吨/年，同时5000吨扩建项目（含生产线自动化改造）在19年下半年试生产，未来达产后将提升至15000吨/年，有望进一步推动公司发展；香料产能15000吨/年（已开展试生产），冰片产能1000吨/年。此外，公司部分松节油深加工产品，如合成樟脑可直接用于面膜、唇膏等产品，与新购化妆品代工业务有一定协同效应。

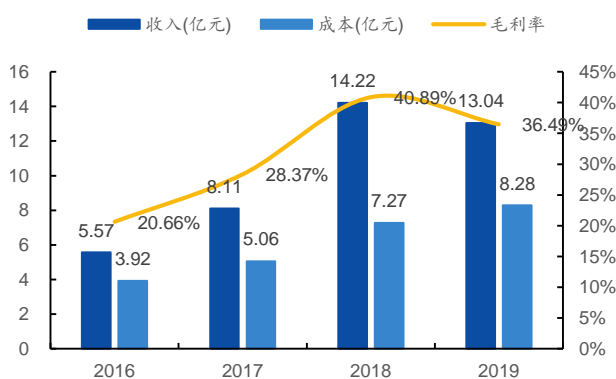
表 9：松节油深加工主要产品及其应用领域

系列名称	2019年收入占比	主要产品	主要应用领域	业务协同效应
合成樟脑	35.20%	合成樟脑、异龙脑、乙酸异龙脑酯、苾烯、双戊烯、醋酸钠等	医药、防虫、工业	可直接用于唇膏、面膜等
冰片	5.16%	冰片、小茴香油等	医药、日化	-
其他林产化学品	4.49%	龙涎酮和乙酸苄酯等	日化	可间接作为面膜、护肤品和湿巾等化妆品原料

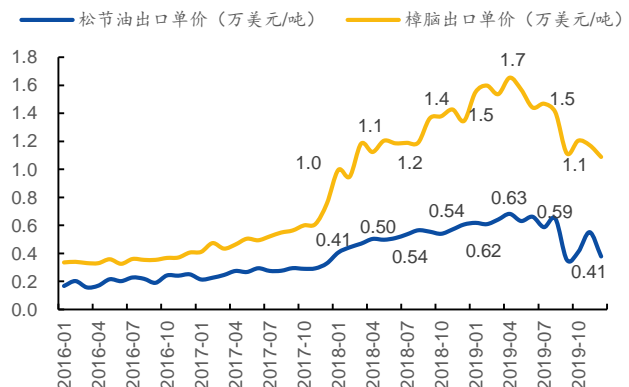
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

化工业务具有周期性，松脂-松节油-樟脑产业链价格传导具有一定放大效应，导致公司业绩呈现一定波动性。2017、2018年公司收入分别为8.11与14.22亿元，分别同比增长45.56与73.62%。主要是17-18年原材料松节油出口价格波动较大，每月同比增长均超70%，公司通过产品提价（樟脑出口价格约为松节油的两倍）、节能降耗以及“立体、动态、双向”的灵活采购松节油模式转移了原材料价格上涨风险，控制了公司生产成本，使得松节油深加工整体毛利率有所提升。2019年四月起松节油深加工业务的原材料松节油价格下跌，受上下游价格传导效应影响，公司产品价格调整幅度较大，导致业绩下滑。

图 41：16-19 年松节油深加工业务收入、成本、毛利率 图 42：2016-2019 年松节油和樟脑出口单价



资料来源：公司公告，国元证券研究中心



资料来源：Wind，国元证券研究中心

5、盈利预测与投资建议

核心假设：

(1) 化妆品制造业务：受益于行业高景气度带来的上游代工需求扩容，叠加新锐品牌、“直播+供应链”带来的新增需求，同时考虑到诺斯贝尔全年业绩并表，预计 2020-2022 年化妆品制造业务实现收入 27.95、33.99、40.98 亿元，同比增长 28.31%、21.60%、20.57%。

(2) 松节油深加工业务：综合考虑公司龙头地位、行业周期性波动、疫情影响，预计 2020-2022 年实现收入 13.04、13.70、14.38 亿元，分别增长 0%、5%、5%。

预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 5.46/6.41/7.32 亿，EPS 1.06/1.24/1.42 元，对应 PE17.77/15.15/13.25x。对公司采取分部估值法：1) 化妆品制造业务参考国际化妆品代工龙头公司估值水平，以及中国行业发展前景及标的的稀缺性，给予 2020 年 35 倍市盈率，对应市值 99.8 亿元；2) 松节油深加工业务参考公司过往估值水平，给予 2020 年 10 倍市盈率，对应市值 26.1 亿元。公司合计估值为 125.9 亿元，对应目标价 24.37 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险提示

行业竞争加剧，原料价格波动，疫情影响加剧，无实际控制人风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1083.98	2361.87	2946.47	3774.35	4730.32
现金	230.11	645.03	578.07	1030.39	1542.57
应收账款	179.33	679.20	957.46	1113.67	1292.93
其他应收款	6.91	16.22	22.87	26.60	30.88
预付账款	38.90	23.39	34.36	39.82	46.38
存货	575.70	864.57	1270.10	1471.96	1714.56
其他流动资产	53.02	133.46	83.61	91.92	103.00
非流动资产	380.63	2293.16	2295.09	2267.17	2233.54
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	299.17	571.35	600.31	590.12	569.56
无形资产	28.09	137.58	129.16	120.74	112.32
其他非流动资产	53.37	1584.24	1565.62	1556.32	1551.66
资产总计	1464.61	4655.03	5241.56	6041.52	6963.86
流动负债	347.11	823.12	837.54	955.08	1094.54
短期借款	149.86	211.71	0.00	0.00	0.00
应付账款	90.69	380.12	558.41	647.16	753.82
其他流动负债	106.56	231.29	279.13	307.92	340.71
非流动负债	7.67	673.40	668.51	669.19	670.37
长期借款	0.00	636.92	636.92	636.92	636.92
其他非流动负债	7.67	36.48	31.59	32.26	33.44
负债合计	354.79	1496.52	1506.05	1624.26	1764.90
少数股东权益	0.00	130.49	162.17	203.16	252.79
股本	385.92	516.58	516.58	516.58	516.58
资本公积	82.42	1454.52	1454.52	1454.52	1454.52
留存收益	639.71	1054.57	1600.51	2241.05	2973.06
归属母公司股东权益	1109.82	3028.02	3573.33	4214.10	4946.16
负债和股东权益	1464.61	4655.03	5241.56	6041.52	6963.86

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	45.43	676.23	239.70	538.54	598.61
净利润	400.35	474.46	577.62	681.53	781.64
折旧摊销	31.69	86.83	71.50	77.92	83.63
财务费用	-4.72	19.77	32.62	36.73	36.77
投资损失	-0.74	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28
营运资金变动	-394.15	55.93	-432.22	-268.45	-316.34
其他经营现金流	12.99	39.54	-9.53	11.10	13.20
投资活动现金流	20.47	-892.62	-49.72	-49.72	-49.72
资本支出	2.89	89.91	50.00	50.00	50.00
长期投资	0.00	5.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	23.36	-797.71	0.28	0.28	0.28
筹资活动现金流	38.40	626.61	-256.95	-36.51	-36.71
短期借款	62.86	61.85	-211.71	0.00	0.00
长期借款	0.00	636.92	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	130.66	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1372.11	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-24.47	-1574.93	-45.24	-36.51	-36.71
现金净增加额	117.06	414.92	-66.97	452.32	512.18

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1421.57	2908.12	4099.54	4768.39	5535.94
营业成本	840.25	1999.38	2937.20	3404.01	3965.04
营业税金及附加	7.20	14.57	20.53	23.88	27.73
营业费用	25.73	85.53	157.70	184.61	215.53
管理费用	32.01	108.44	157.93	185.54	217.30
研发费用	46.82	104.44	134.17	156.00	181.05
财务费用	-4.72	19.77	32.62	36.73	36.77
资产减值损失	-6.15	-34.14	-5.19	-8.11	-9.93
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.74	0.28	0.28	0.28	0.28
营业利润	472.33	554.60	674.87	796.02	912.74
营业外收入	0.08	0.26	0.26	0.26	0.26
营业外支出	8.94	1.70	1.70	1.70	1.70
利润总额	463.46	553.16	673.43	794.58	911.30
所得税	63.11	78.70	95.82	113.05	129.66
净利润	400.35	474.46	577.62	681.53	781.64
少数股东损益	0.00	21.29	31.68	40.99	49.63
归属母公司净利润	400.35	453.16	545.93	640.54	732.01
EBITDA	499.29	661.20	778.99	910.67	1033.14
EPS (元)	1.04	0.88	1.06	1.24	1.42

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	75.24	104.57	40.97	16.32	16.10
营业利润(%)	270.01	17.42	21.69	17.95	14.66
归属母公司净利润(%)	322.55	13.19	20.47	17.33	14.28
获利能力					
毛利率(%)	40.89	31.25	28.35	28.61	28.38
净利率(%)	28.16	15.58	13.32	13.43	13.22
ROE(%)	36.07	14.97	15.28	15.20	14.80
ROIC(%)	39.50	14.22	15.54	17.28	18.49
偿债能力					
资产负债率(%)	24.22	32.15	28.73	26.89	25.34
净负债比率(%)	42.24	56.84	42.29	39.21	36.09
流动比率	3.12	2.87	3.52	3.95	4.32
速动比率	1.46	1.81	1.99	2.40	2.75
营运能力					
总资产周转率	1.18	0.95	0.83	0.85	0.85
应收账款周转率	10.88	6.39	4.72	4.34	4.34
应付账款周转率	10.73	8.49	6.26	5.65	5.66
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.88	1.06	1.24	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	1.31	0.46	1.04	1.16
每股净资产(最新摊薄)	2.15	5.86	6.92	8.16	9.57
估值比率					
P/E	24.23	21.41	17.77	15.15	13.25
P/B	8.74	3.20	2.71	2.30	1.96
EV/EBITDA	20.08	15.16	12.87	11.01	9.70

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188