

谨慎推荐（首次）

本土化妆品优质代工企业

风险评级：中高风险

芭薇股份（837023）深度报告

2020年9月24日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄秀瑜

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理：张孝鹏

S0340118060029

电话：0769-22119416

邮箱：

zhangxiaopeng@dgzq.com

研究助理：雷国轩

S0340119070037

电话：0769-23320072

邮箱：

leiguoxuan@dgzq.com.cn

- 公司是国内优质化妆品代工厂。公司成立于2006年，地处经济发达的广东广州，享受来自各地的丰富资源和订单。公司主要以OEM加工和ODM全部托管加工模式为主，集研发和生产于一体。2016年，公司成功在新三板创新层挂牌。即使受疫情2月、3月停工停产影响，公司2020年H1仍然实现业绩，利润双增：营收1.25亿元，同比增长16.68%；归母净利润0.09亿元，同比增长1.10%。
- 我国化妆品市场景气度高，未来仍有增长空间。据欧睿国际数据，我国化妆品市场容量巨大，2019年市场规模达到4,777亿元，过去10年，CAGR达到8.82%，增长速度远甩发达国家。我国化妆品行业CR10化妆品公司约41%，行业集中度尚有成长空间。
- 乘行业增长东风，公司发展前景可观。2019年，我国化妆品人均消费50美元，与发达国家对比尚有差距。但由于消费者爱美之心恒定不变，未来有较大增长空间，带动上游代工业务放量。从政策面来看，法规政策不断完善，大浪淘沙腾出更多市场份额；新政策更是提供更多的产品创新空间。从公司自身来看，公司保持高研发投入，自2018年起，研发投入占营收比超过9%。围绕研发为中心，持续扩产能和拓宽国内外的客户订单，公司核心竞争力不断提高。
- 投资建议：首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。公司是四大本土化妆品代工厂之一。我国化妆品行业不仅市场体量大，而且过去十年增速快，复合增速达到8.82%。人均化妆品消费尚有提升空间，随着行业政策完善，有望淘汰产业上游中小型缺乏实力的代工厂家，为公司腾出更大的市场份额。展望未来，公司研发投入高，持续投建新厂扩充产能，积极布局彩妆生产线。今年，成功牵手日化巨头联合利华更是为未来打开国际市场打好基础，未来的订单有望放量。综上，我们对此首次覆盖，并给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：市场竞争加剧、订单数量不及预期、研发人才流失等。

目 录

1. 公司简介	3
1.1 公司是本土优质化妆品代工企业	3
1.2 公司产品以膏霜类为主	3
1.3 公司保持研发投入 补足核心竞争力	4
1.4 股权结构较为集中	4
2. 我国化妆品行业发展前景好	5
2.1 我国化妆品市场空间大 大众市场集中度尚有提升空间	5
2.2 我国化妆品行业增长潜力大	6
3. 财务指标对比	7
3.1 业绩成长性：营收体量大 营收增速良好	7
3.2 盈利能力：毛利率居前 净利率居中	8
3.3 营运能力：存货和应收账款周转效率高于可比公司	9
4. 投资建议	9
5. 风险提示	10

插图目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：2019 年公司各产品营收构成（%）	3
图 3：公司近几年各产品营收规模（亿元）	3
图 4：公司保持研发投入	4
图 5：公司股权结构较为集中	4
图 6：我国化妆品市场正以高速增长	5
图 7：我国市场体量位居世界第二且增速最明显	5
图 8：大众市场集中度尚有提高	6
图 9：本土品牌的市场份额逐年提升	6
图 10：我国人均化妆品消费水平较其他国家低	6
图 11：公司营收规模居前	8
图 12：公司 2017-2019 营收复合增速超过 10%	8
图 13：公司归母净利润规模居中	8
图 14：公司 2017-2019 归母净利润复合增速超过 8%	8
图 15：公司毛利率居前	9
图 16：公司净利率居中	9
图 17：公司存货周转效率较快	9
图 18：公司应收账款周转速度较快	9

表格目录

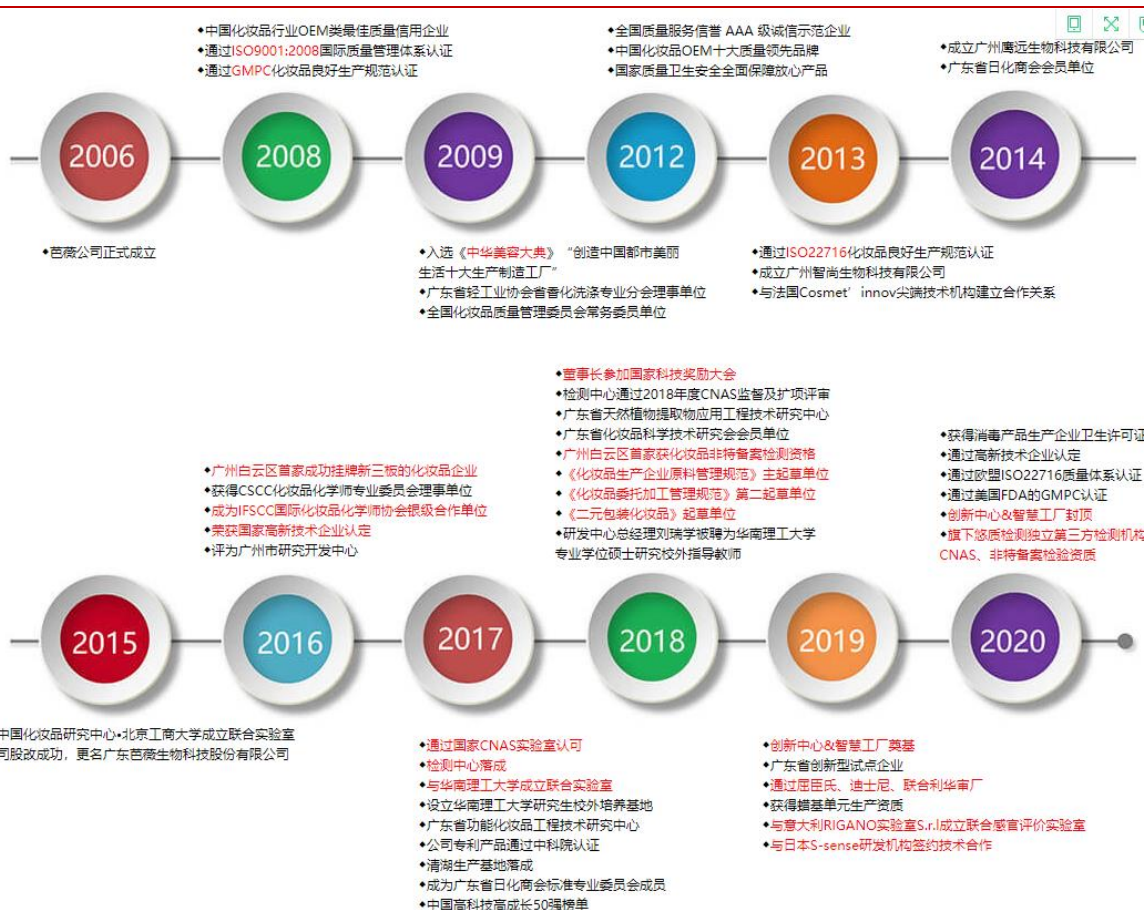
表 1：公司盈利预测简表（2020/9/23）	10
-------------------------	----

1. 公司简介

1.1 公司是本土优质化妆品代工企业

公司是本土四大化妆品代工厂之一。公司成立于 2006 年，是一家集专业策划、研发、检测、生产为一体的、拥有独立第三方检测机构的化妆品制造企业。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。经过多年的耕耘，公司拥有 6000 多个已推出市场的成熟配方，为各大渠道 500 多个品牌提供专业、有竞争力的整体解决方案。公司于 2016 年在新三板挂牌。2019 年通过屈臣氏、迪士尼、联合利华审厂。2020 年更是牵手日化巨头联合利华，成为国际化品牌的 ODM 工厂。

图 1：公司发展历程



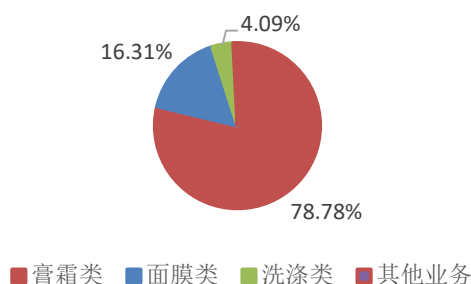
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.2 公司产品以膏霜类为主

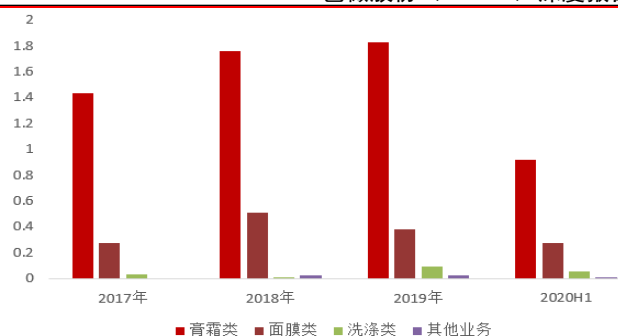
公司产品以膏霜类为主。分品类来看，据 2019 年年报显示，公司产品以膏霜类为主，占营收比 78.78%，其次是面膜类，占比 16.31%，洗涤类占比 4.09%。除常规的产品，公司 2019 年还新增了彩妆自动化生产线，尝试抓住彩妆增长的红利。

图 2：2019 年公司各产品营收构成（%）

图 3：公司近几年各产品营收规模（亿元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

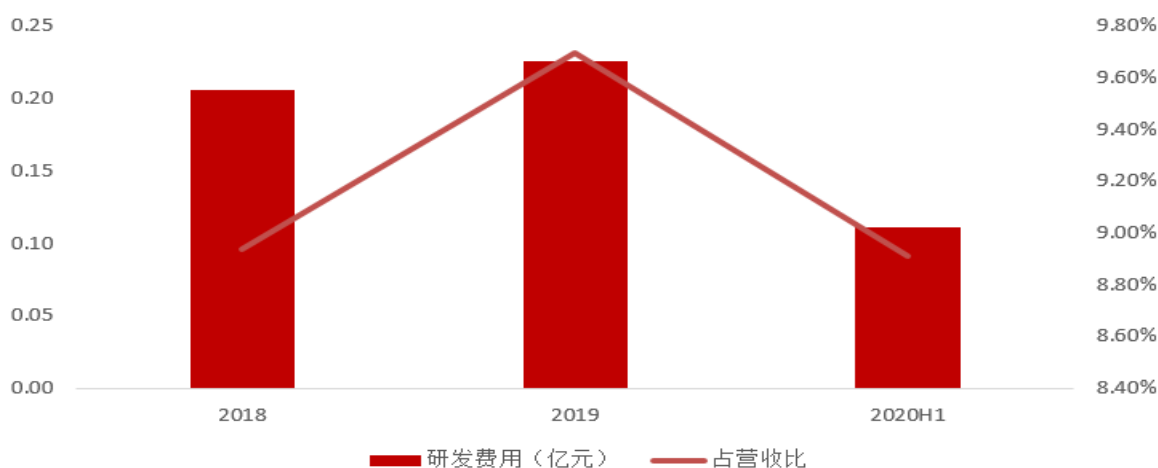


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 公司保持研发投入 补足核心竞争力

保持研发投入。作为 ODM 代工厂，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，因此公司每年保持高额的研发投入来为客户保持优质的产品质量。2019 年和 2020 年 H1 分别研发投入了 0.23、0.11 亿元，均占营收比约 9% 左右。同时，研发投入也体现在公司的专利数量。截至 2020 年上半年，公司拥有已授权的发明专利 41 项，已授权的外观专利 12 项，已授权的实用新型专利 1 项，已申请并受理专利 138 项。另外，公司旗下拥有全国首家同时具备 CMA 检验资质认定、CNAS 国家实验室认可、非特备案检测机构资质的独立第三方检测机构，高标准检测中心为公司产品质量做强力保证。

图 4：公司保持研发投入

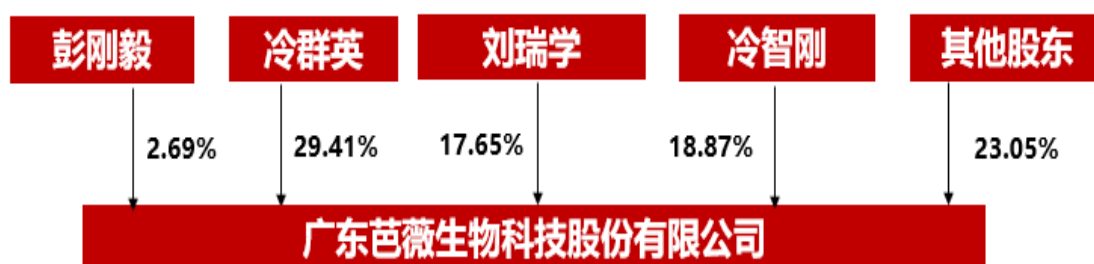


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.4 股权结构较为集中

公司股权结构较为集中。公司控股股东和实际控制人为冷群英和刘瑞学，两人是夫妻关系，分别持有公司 29.41% 和 17.65% 的股权，合计持股比例为 47.06%。冷智刚持有公司股份 18.87%，为公司第三大股东；另外，包括中山证券、华创证券等在内的其他股东合计持有公司股份 23.05%，避免了一权独大或者股权过度分散的情况。

图 5：公司股权结构较为集中



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

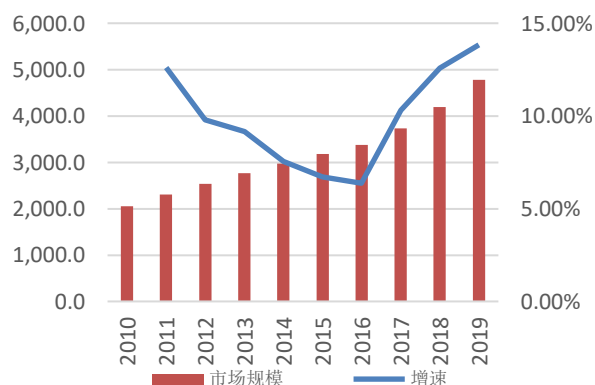
2. 我国化妆品行业发展前景好

2.1 我国化妆品市场空间大 大众市场集中度尚有提升空间

（1）我国化妆品市场空间大

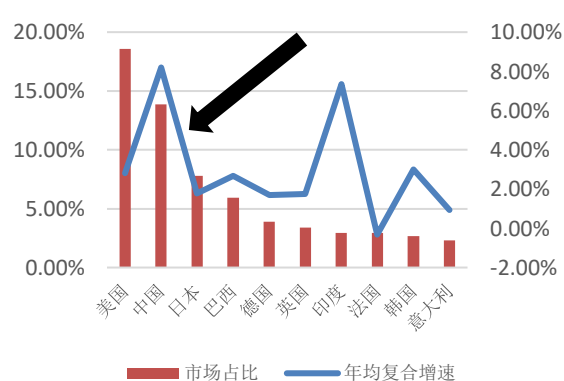
我国化妆品市场体量大、增速高。根据欧睿数据显示，2019 年，我国化妆品行业市场规模高达 4,777.2 亿元，同比增长 13.84%。2010-2019 年，年均复合增速达到 8.82%。纵观全球，我国的化妆品市场规模位居世界第二，占据约 14%。从增长性来看，2014-2019 年，体量排名前三的美国和日本化妆品市场年均增速远不及中国，分别仅有 2.81%和 1.78%。

图 6：我国化妆品市场正以高速增长



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 7：我国市场体量位居世界第二且增速最明显

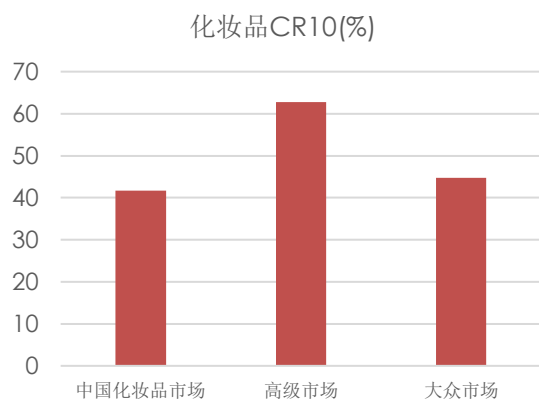


资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

（2）我国化妆品大众市场集中度仍有提升空间

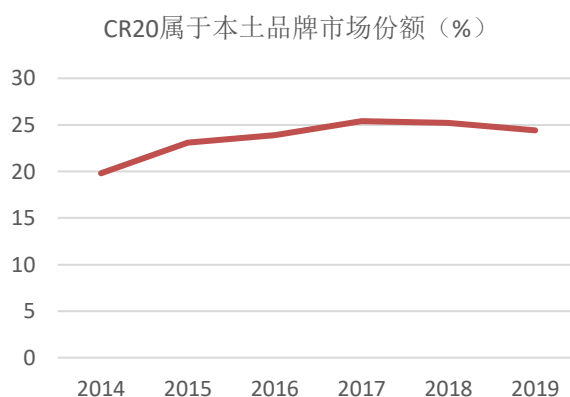
高端市场集中度高，大众市场集中度有待提高，提供大众品牌弯道超车机会。我国化妆品市场分为高端市场和大众市场。高端市场基本被几大头部海外品牌占据，CR4(欧莱雅、雅诗兰黛、LVMH 和资生堂)占据高端市场份额的 46.0%，集中度高。相比大众市场，技术壁垒较低，初形成的大众化妆品品牌大多以代工厂生产为主，依靠经销商打开市场空间，因此，大众市场竞争较激烈。CR4 占的市场份额为 27.7%，其中本土品牌占据二席位。另外，本土品牌利用差异化定位深化低线市场，市场份额从 2011 年 4.4%提升到 2019 年 13.9%，未来实现弯道超车可期。

图 8：大众市场集中度尚有提高



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 9：本土品牌的市场份额逐年提升



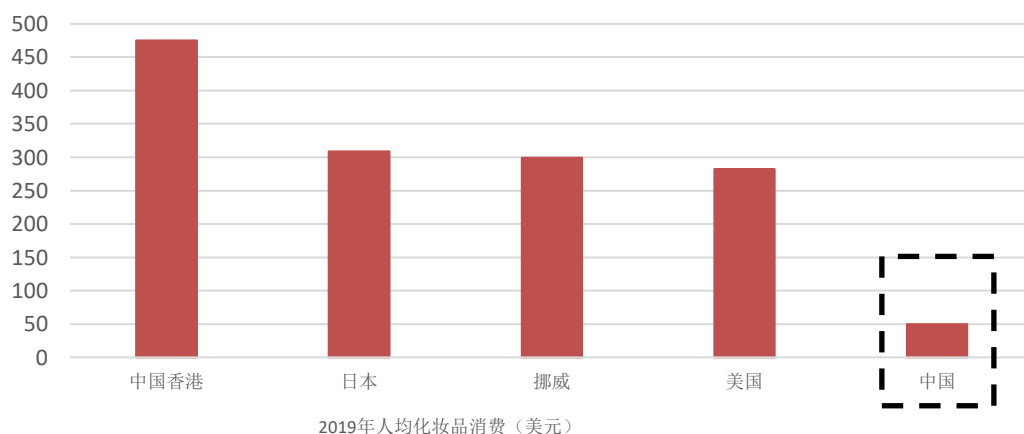
资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

2.2 我国化妆品行业增长潜力大

(1) 我国人均化妆品消费额还很低

我国化妆品人均消费额不足发达经济体的两成。根据欧睿数据，全球最高的人均化妆品消费是中国香港地区，2019 年人均消费了 475 美元。其次是日本，2019 年人均消费了 309 美元。随后是地处北欧的挪威，2019 年人均消费了 299 美元。美国虽拥有全球最大的化妆品市场，但其人均消费只排在第七位，2019 年人均消费 282 美元。而我国 2019 年化妆品人均消费仅 50 美元，是中国香港、日本、挪威和美国的 11%、16%、17%和 18%。未来随着收入的提高，我国化妆品人均消费额有望提升，化妆品市场空间有望持续扩大。

图 10：我国人均化妆品消费水平较其他国家低



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

(2) 国家政策助力化妆品代工行业优胜劣汰

国家政策促进化妆品行业优胜劣汰。自 1990 年起，国家卫生部发布《化妆品卫生监督条例》，规定未取得《化妆品生产企业卫生许可证》的单位，不得从事化妆品生产。国家也不断地从生产和检测两格方面推进化妆品质量的管理。从生产商来看，2016 年起，国

家药监局发布新规“两证合一”，对化妆品生产许可的标准提出了新要求，重点在于提高企业在生产质量管理方面的要求。国家政策有利于提高化妆品代工领域的集中度，淘汰质量不过关的中小型代工厂，促进代工行业良性发展。

新政策提供产品创新空间。今年6月底，国务院公布新《化妆品监督管理条例》，放开化妆品原材料的使用和提高新原材料的审批效率。从前，国内化妆品市场的原料和新原料的监管一直备受诟病，原料的受限导致了国内化妆品不能用很多功效好、新上市的新型原料。新政策为公司后续的产品研发、产品用料配方提供支持。

3. 财务指标对比

我们选取新三板的伊斯佳、安特股份和科玛股份作为公司的可比公司。

表 1：新三板可比公司

证券代码	证券简称	公司简介
838858.OC	伊斯佳	公司成立于 2003 年，是专业从事美容化妆品及保健产品开发、生产和销售的综合型企业。公司致力于自有品牌化妆品的研发、生产、销售以及部分知名化妆品品牌的 OEM 和 ODM，公司生产的化妆品以洁面、护肤为主，同时代理加工部分头发护理用品类产品。主要业务板块分为两大类：专业线品牌营运与 OEM、ODM 业务。专业线品牌营运，指特供专业线中高端化妆品，拥有自主品牌伊斯佳、现代经典、BS、汉姆莎、蔻伶。OEM、ODM 业务，专注于高端洗护系列、面膜及护肤系列等化妆品的设计、研发、制造与销售。
871692.OC	安特股份	公司成立于 2012 年，是一家集研发、生产、设计、销售为一体的专业 OEM&ODM 化妆品制造企业。公司具有丰富的化妆品的设计开发经验，拥有标准的化妆品生产工艺和先进的生产技术设备，为国内外众多知名化妆品客户提供专业、优质的品牌代工服务，可提供从产品规划、配方开发、包装设计、功效测试、灌装、包装到仓储物流的一条龙的服务方案。其中，公司的 OEM 是指根据客户要求的品类、规格、外观、形状、功能、质量等要求，利用客户提供的化妆品配方或设计进行生产，产品贴客户商标进行销售；公司的 ODM 模式则深入化妆品配发、外包的研发设计阶段，通过自主研发设计产品配方和包装并进行生产，产成品贴客户商标进行销售。
839326.OC	科玛股份	公司成立于 2011 年，主营业务是化妆品的研发、生产和销售，是一家致力于研发、制造、营销、服务为一体的综合型化妆品企业，涵盖了国内 OEM/ODM 加工、海外出口等领域，建有先进的研发中心和按照国际化妆品 GMPC 标准建立的生产基地。公司为众多化妆品品牌企业、化妆品代理商、区域零售商、电商、微商、连锁零售等客户提供专业的化妆品委托代工生产服务。公司以优秀的企业文化与现代企业管理制度，优良的技术研发与质量管理能力、完整高效的供应链系统，先后为英国玛莎、中国香港牛奶集团、中国香港 SASA、屈臣氏、Hello Kitty、海王星辰、乐蜂网、梦芭莎、瓷肌、爱婴岛等国内外知名品牌提供 OEM/ODM 优质服务。

数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.1 业绩成长性：营收体量大 营收增速良好

公司营收体量处于新三板可比公司前列。公司 2019 年、2020 年 H1 营收分别为 2.32、1.25 亿元，高于新三板可比公司。即使 2020Q1 受疫情影响停工停产，2020 年 H1 营收依然实现双位数增速，反映了公司 Q2 产能和销售都恢复得较好。下半年“双 11”等电商购物节有望拉动化妆品消费放量，公司下半年营收增速有望回升。从净利润来看，公

公司 2018-2019 年净利润规模均在 0.21 亿元左右，规模较小；与行业可比公司相比，公司净利润规模仅次于伊斯佳，排名居中。

公司业绩增速良好。2017-2019 年，公司营收、净利润分别实现年均复合增速 10.46%、8.11%，位列新三板可比公司前列。公司净利润增速低于营收增速，主要由于 2019 年引入销售人才而导致薪资奖金费用上涨，以及开拓新市场的营销费用所致。

图 11：公司营收规模居前

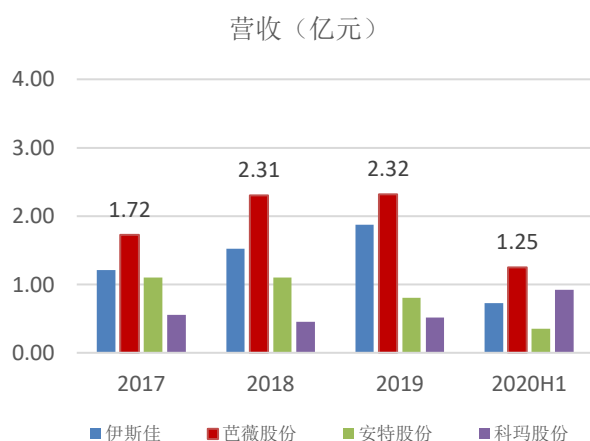
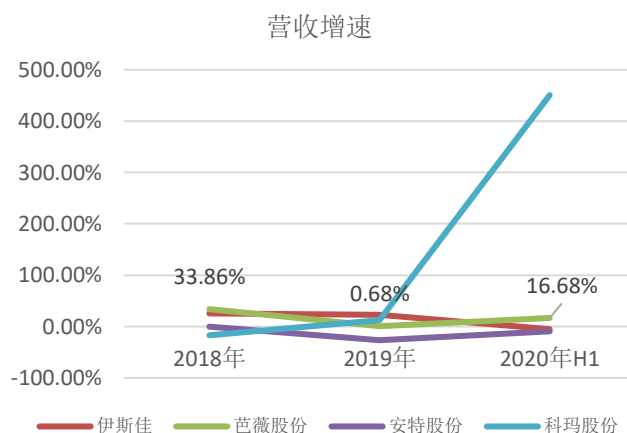


图 12：公司 2017-2019 营收复合增速超过 10%



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 13：公司归母净利润规模居中

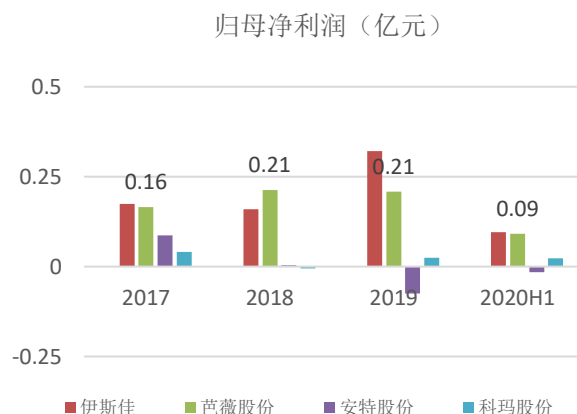
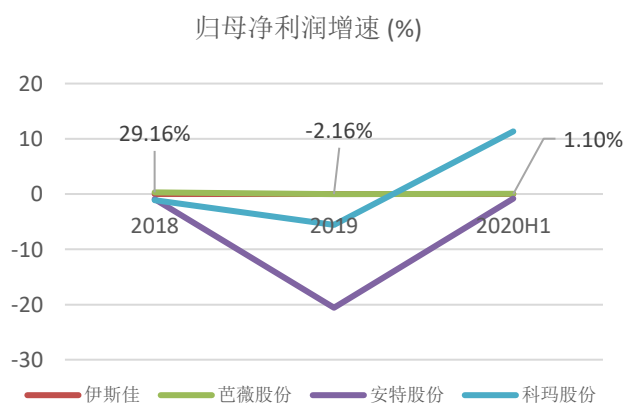


图 14：公司 2017-2019 归母净利润复合增速超过 8%



资料来源：Wind，东莞证券研究所

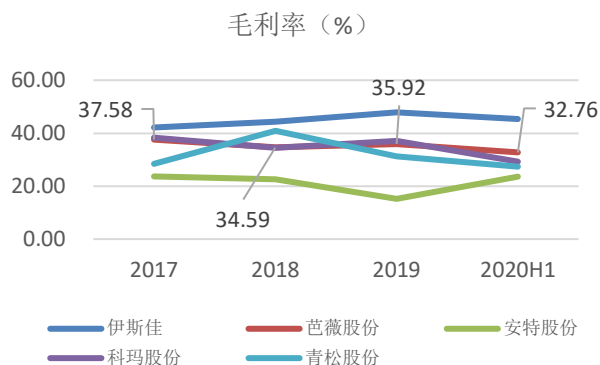
资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 盈利能力：毛利率居前 净利率居中

公司毛利率位居前列。纵向对比来看，与上年同期相比，2020 年 H1 毛利率略有下降，主要由于 2、3 月公司处于停工状态，维持工人工资及相关固定开支，无足够收入匹配，拉低上半年毛利率。横向对比来看，公司 2020 年 H1 毛利率仅次于同在三板的伊斯佳，在可比公司中居第二，主要原因在于公司与供应商之间话语权较高，原材料成本低；同时，公司提高生产设备的自动化率，从而降低人工成本。

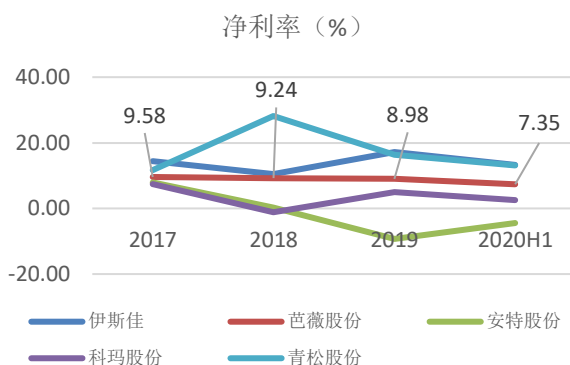
公司净利率居中。纵向对比来看，与上年同期相比，2020 年 H1 净利率略有下降，主要受毛利率下降拖累。横向对比来看，公司 2020 年 H1 净利率在可比公司中排名居中。

图 15: 公司毛利率居前



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 16: 公司净利率居中



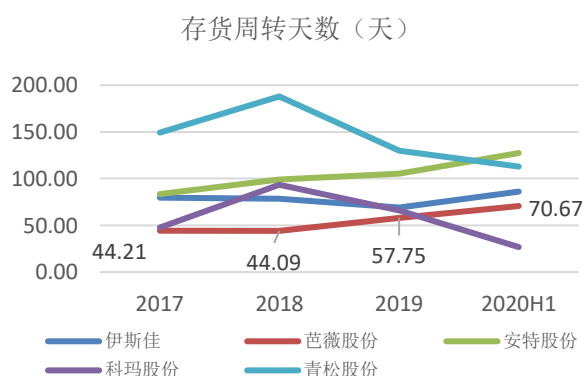
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

3.3 营运能力: 存货和应收账款周转效率高于可比公司

公司存货周转速度较快。2020 年 H1 的存货周转天数为 70.67 天, 较去年同期有所下降, 主要由于疫情影响的停工停产所致。与同行业可比公司比较, 公司的存货周转效率排名靠前。

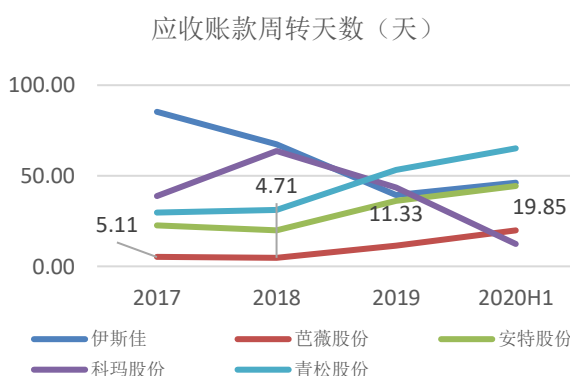
公司应收账款周转较快。2017 年和 2018 年的应收账款周转天数都少于一周, 2019 年和 2020 年 H1 的应收账款周转速度有所放缓, 主要是由于公司准许少量大客户延迟付货款所致。与同行业可比公司比较, 公司应收账款周转效率排名靠前。

图 17: 公司存货周转效率较快



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 18: 公司应收账款周转速度较快



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

4. 投资建议

首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。公司是四大本土化妆品 ODM 代工厂之一。我国化妆品行业不仅市场体量大, 而且过去十年增速快, 年均复合增速达到 8.82%。人均化妆品消费尚有提升空间, 随着行业政策完善, 有望淘汰产业上游中小型缺乏实力的代工厂家, 为公司腾出更大的市场份额。展望未来, 公司持续投建新厂扩充产能, 积极布局彩妆生

产线，今年，成功牵手联合利华更是为未来打开国际市场打好基础，未来订单有望持续增长。综上，我们对此首次覆盖，并给予“谨慎推荐”评级

5. 风险提示

市场竞争加剧、订单数量不及预期、研发人才流失等。

表 2：公司盈利预测简表（2020/9/23）

科目（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	232	255	301	377
营业总成本	214	231	276	337
营业成本	149	163	196	237
营业税金及附加	2	2	3	3
销售费用	18	18	21	26
管理费用	22	24	29	36
财务费用	0	-0	-0	-1
研发费用	23	24	28	35
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	23	29	31	45
加：营业外收入	0	1	1	1
减：营业外支出	1	1	1	1
利润总额	23	30	31	45
减：所得税	2	2	2	4
净利润	21	27	29	42
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	21	27	29	42
摊薄每股收益(元)	0.34	0.45	0.47	0.68
PE（倍）	30.82	23.58	22.35	15.33

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn