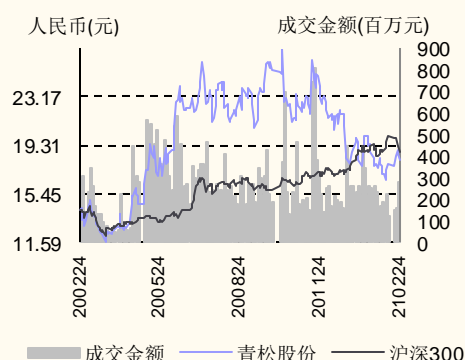


市场价格 (人民币): 18.22 元

目标价格 (人民币): 26.90 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.17
已上市流通 A 股(亿股)	4.60
总市值(亿元)	94.12
年内股价最高最低(元)	27.00/11.59
沪深 300 指数	5438
创业板指	3007



## 相关报告

- 1.《收购诺斯贝尔剩余股份，整合发力化妆品板块》，2020.5.8
- 2.《19 年三季报点评：松节油价格回落令业绩承压，静待诺斯贝尔并购整合效果》，2019.10.29
- 3.《19 中报点评：松节油主业营收同比+25%，化妆品 ODM 商诺斯贝尔并表增厚业绩》，2019.8.28

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003  
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001  
luoxiaoting@gjzq.com.cn

## 化妆品本土优质制造龙头

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,422	2,908	3,751	4,418	4,941
营业收入增长率	75.24%	104.57%	29.00%	17.78%	11.83%
归母净利润(百万元)	400	453	458	567	636
归母净利润增长率	322.55%	13.19%	1.05%	23.78%	12.18%
摊薄每股收益(元)	1.04	0.88	0.89	1.10	1.23
每股经营性现金流净额	0.12	1.30	1.71	1.10	1.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	36.07%	14.97%	13.87%	15.56%	15.80%
P/E	9.97	12.57	21	17	15
P/B	3.60	1.88	2.95	2.67	2.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **化妆品加工、松节油深加工两大主业龙头**: 公司原为全球松节油深加工龙头, 16 年之前实控人为柯维龙, 17 年变更为杨建新, 19.4 由其主导完成国内化妆品加工龙头诺斯贝尔 90% 股权收购 (20.6 收购剩余 10% 股权), 形成化妆品加工、松节油深加工双主业, 20H1 两大业务营收占比 64%、36%。19 年底以来杨建新持续转让/减持公司股权、截止 20Q3 持有 4% 股权, 当前公司无实控人, 大股东为欣亚辉及诺斯贝尔 (香港)。
- **化妆品加工行业景气, 诺斯贝尔 20 年预告净利同增 11~19%**: 16~19 年我国化妆产值年均复合增速 12%, 19 年产值规模 477 亿, 代工需求主要来自于小品牌, 据我们测算 19 年外包比例为 53~73% (不同假设下)。未来行业景气, 新锐品牌兴起、国际品牌加强本土化, 本土龙头强者恒强。诺斯贝尔面膜代工实力强, 获国际品牌认可 (接单 Olay 冻干面膜等), 业绩快速增长、20 年预告净利增 11%~19%, 未来拓品类/客户空间大。
- **松节油深加工行业成熟/周期性强, 公司化工业绩波动较大**: 10~16 年合成樟脑 (松节油主要产品之一) 产量年增 4%, 松节油价格 17/18 年进入上行周期、19 年大跌、20 年攀升但同比仍下降。受此影响公司化工业绩波动较大, 17/18/19/20 年净利分别增 189%/增 322%/降 40%/降 30%+。

## 投资建议与估值

- 公司为化妆品加工龙头, 化妆品行业景气, 新锐品牌及国际品牌加强本土化促代工需求旺盛, 诺斯贝尔为本土龙头有望优先获益, 公司面膜代工实力强, 护肤及类彩妆品类拓展空间大, 近年来研发实力逐步得到认可、国际客户 (21 年新增巴黎欧莱雅) 及新锐品牌 (20 年新增纽西之谜) 客户不断增多, ODM 新品开发增强议价能力。
- 公司受化工业务拖累、20 年归母净利同降 5.11%~增 8.13%。预计 20~22 年 EPS 0.89/1.10/1.23 元, 较原来盈利预测分别调减 13%/5%/8%, 主要为原盈利预测未充分认知化工原料价格波动。参考同业估值及海外龙头历史估值, 分别给予 21 年化妆品/化工业务 PE 30/15 倍, 对应目标价 26.90 元, 近一个季度公司股价持续调整、当前估值较低、上调至“买入”评级。

## 风险

- 客户流失/拓展不及预期; 行业竞争加剧影响盈利性; 化工原料价格波动。

## 内容目录

1、概况：两大主业分别占据全球龙头地位 .....	4
2、行业：化妆品加工行业景气，松节油深加工行业发展成熟 .....	5
2.1、化妆品加工行业成长，未来有望形成寡头格局 .....	5
2.2、松节油深加工：发展成熟，周期属性强 .....	7
3、股权：前两大股东为战略投资者欣亚辉以及诺斯贝尔（香港） .....	8
4、业务：化工业务周期属性大，化妆品加工业务快速增长 .....	9
5、盈利预测与投资建议 .....	11
5.1、盈利预测 .....	11
5.2、估值与投资建议 .....	14
6、风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1：2019 年公司分业务营收占比 .....	4
图表 2：2019 年公司主要产品营收占比 .....	4
图表 3：化工业务主要产品 .....	4
图表 4：诺斯贝尔分品类介绍 .....	5
图表 5：诺斯贝尔前五大客户营收（亿元）及贡献 .....	5
图表 6：我国化妆品产值及同比增速 .....	6
图表 7：在不同假设情形下，我国化妆品外包生产需求 .....	6
图表 8：我国主要化妆品代工企业 .....	6
图表 9：2018 年韩国化妆品自有品牌自主生产、代工生产占比 .....	7
图表 10：2018 年韩国化妆品上市公司营收对比（百万韩元） .....	7
图表 11：松树化工产业链 .....	7
图表 12：2015 年我国松节油各用途的需求量（万吨/年）及占比 .....	7
图表 13：2010~2016 年我国松香、松节油相关产业产量（万吨） .....	8
图表 14：2010~2016 年我国松香、松节油相关产业产量年均复合增速 .....	8
图表 15：松节油价格走势（元/吨） .....	8
图表 16：截止 20Q3 公司股本结构 .....	9
图表 17：公司分业务营收占比 .....	9
图表 18：公司分业务归母净利占比 .....	9
图表 19：20H1 公司内销、外销营收占比 .....	10
图表 20：公司化工业务营收及同比增速 .....	10
图表 21：公司化工业务净利及同比增速 .....	10
图表 22：化工业务销量及均价增速 .....	11
图表 23：化工业务净利率 .....	11
图表 24：诺斯贝尔营收及同比增速 .....	11
图表 25：诺斯贝尔净利及同比增速 .....	11

图表 26: 公司盈利预测.....	13
图表 27: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	14
图表 28: 科丝美诗股价与估值.....	14
图表 29: 韩国科玛股价与估值.....	14
图表 30: 科丝美诗历史业绩.....	15
图表 31: 韩国科玛历史业绩.....	15
图表 32: 科丝美诗分地区营收 (亿元人民币) 及占比.....	15
图表 33: 韩国科玛分地区营收 (亿元人民币) 及占比.....	15

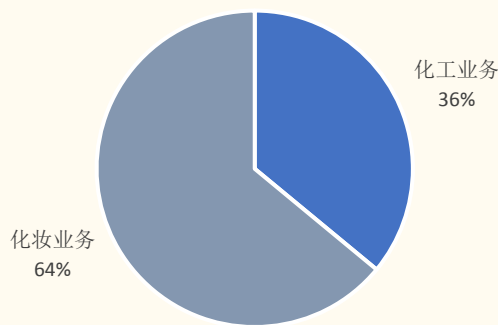
## 1、概况：两大主业分别占据全球龙头地位

### ■ 并购诺斯贝尔，形成松节油深加工、化妆品加工两大主业

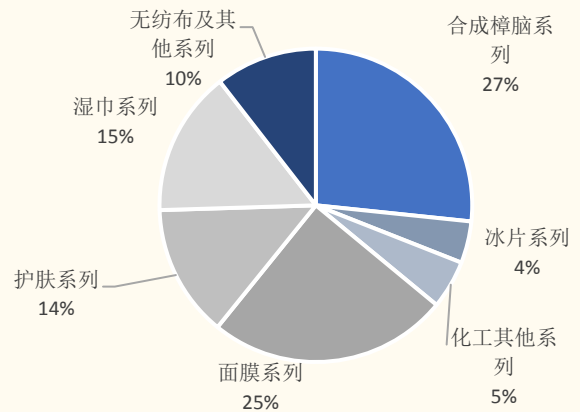
青松股份原主营松节油深加工业务，2019年4月底以11.66元/股发行1.31亿股股份及现金9.20亿元收购诺斯贝尔90%股权（原计划定增募集7亿元配套资金、后变更为申请6亿元并购贷款），2020年6月初完成收购诺斯贝尔剩余10%的股权。

目前公司拥有两大主业—松节油深加工及化妆品加工业务。2019年公司化工业务、化妆品业务营收分别为13.04亿元、16.04亿元（诺斯贝尔19年5月并表、其全年实际营收21.97亿元）。2019年、20H1公司化妆品业务营收占比分别为55%、64%。

图表 1：2019 年公司分业务营收占比



图表 2：2019 年公司主要产品营收占比



来源：Wind，国金证券研究所

来源：国金证券研究所

### ■ 松节油深加工业务：占据全球龙头地位，周期属性强、原料价格波动造成业绩大幅波动

松节油深加工业务是指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、香精香料等精细化工产品，其广泛应用于日化、医药、农药、饲料、纺织、皮革、塑料等化工行业。

公司为全球松节油深加工龙头，占全球近一半产能。主要原材料为松节油，通常采购3~4个月的库存，原材料成本按加权平均计算，原材料价格具有较强的周期属性，原料价格波动对公司毛利率、净利率有较大影响。

图表 3：化工业务主要产品

公司产品	主要用途
<b>合成樟脑系列</b>	
合成樟脑	医药上用作强心剂、兴奋剂、清凉剂的生产； 香精香料的主要原料之一； 日常生活用作防虫蛀剂； 工业上用作赛璐珞、聚氯乙烯、橡胶、硝化纤维及粉末、工业中的增塑剂、炸药稳定剂。
蒽烯	多用途的化学中间体和有机合成原料，广泛应用于香精香料、农药、电子化学以及涂料等领域。
乙酸异龙脑酯	用途广泛的基础香料，主要作为香精香料工业中的调香剂使用。
对伞花烃	用于制取对甲苯酚、丙酮，用作染料、医药、香料的中间体。
醋酸钠	用于染料、有机合成、制药、试剂、焊接助剂等。
蒽烯	主要用作橡胶再生溶剂和合成香料基础原料。
<b>冰片系列</b>	
冰片	包含冰片、小茴香油等，使用用途有中药饮片等。
<b>香精香料系列</b>	
香精香料	包含龙涎酮和乙酸苄酯等，其中龙涎酮可作为香水生产原料。

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 化妆品加工业务：全球第四大龙头，代工面膜、护肤品及湿巾等品类

公司化妆品加工业务主体为子公司诺斯贝尔。诺斯贝尔成立于 2004 年，主要产品有面膜、护肤品及湿巾等（2020 年新增口罩业务），其中面膜领域公司建立了绝对的竞争优势，2019 年预计面膜代工市占率约为 40%+，2020 年新增宝洁旗下 Olay 冻干面膜订单，2021 年预计继续新增国际知名护肤品牌凝胶面膜（公司专利）订单。目前公司为全球第四大化妆品代工商。

图表 4：诺斯贝尔分品类介绍

公司产品系列	产品介绍	2020 年营收占比	20H1 毛利率
面膜系列	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）	40%	23.99%
湿巾系列	清洁消毒湿巾、婴儿湿巾、美容湿巾、医疗湿巾及其他湿巾	30%	18.87%
护肤品系列	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，如爽肤水、润肤水、手霜、润体霜、面霜、唇膏、卸妆膏、冻干粉、安瓶等	30%	23.93%
无纺布制品系列	无纺布制品美容类、无纺布制品家居类等	-	34.50%

来源：Wind，公司调研，国金证券研究所

注：2020 年分品类营收占比为不同品类占面膜、湿巾、护肤品三大品类合计营收比重。

诺斯贝尔客户涵盖国内外知名化妆品公司以及近年本土兴起的新锐品牌，如完美日记、花西子、纽西之谜、半亩花田等。近年随着新锐品牌兴起，同时诺斯贝尔积极拓展客户背景下，前五大客户营收贡献占比有所下降。

图表 5：诺斯贝尔前五大客户营收（亿元）及贡献

2014			2016			2017			2018		
客户名称	营收	占比	客户名称	营收	占比	客户名称	营收	占比	客户名称	营收	占比
屈臣氏	2.96	39.91%	屈臣氏	3.40	28.07%	屈臣氏	3.43	22.16%	屈臣氏	3.20	16.17%
东方风行	0.64	8.61%	韩后	1.53	12.58%	伽蓝集团	2.10	13.58%	伽蓝集团	2.04	10.32%
Reckitt Benkiser	0.46	6.20%	御家汇	0.89	7.34%	韩后	1.55	10.02%	御家汇	1.60	8.07%
GAMAHEALTHCARE	0.35	4.68%	植物医生	0.75	6.16%	御家汇	1.04	6.73%	利洁时	0.87	4.41%
妮维雅	0.24	3.19%	伽蓝集团	0.73	6.01%	植物医生	0.74	4.81%	植物医生	0.85	4.32%
合计	4.64	62.60%	合计	7.30	60.17%	合计	8.86	57.29%	合计	8.56	43.29%

资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：2019 年后公司未披露诺斯贝尔前五大客户

2、行业：化妆品加工行业景气，松节油深加工行业发展成熟

2.1、化妆品加工行业成长，未来有望形成寡头格局

■ 我国化妆品加工行业景气，格局雏形初现

化妆品加工需求主要来自于品牌商代工需求，通常渠道商、新锐品牌有外包生产需求，而大品牌倾向于自主生产或以自主生产为主，自身产能不足时或是小样、赠品等非正规产品会选择外包生产。

化妆品产值方面，若按照化妆品终端产品 10 倍加价倍率计算，2019 年我国化妆品产值为 477 亿元，2016-2019 年我国化妆品产值年均复合增速为 12.23%。

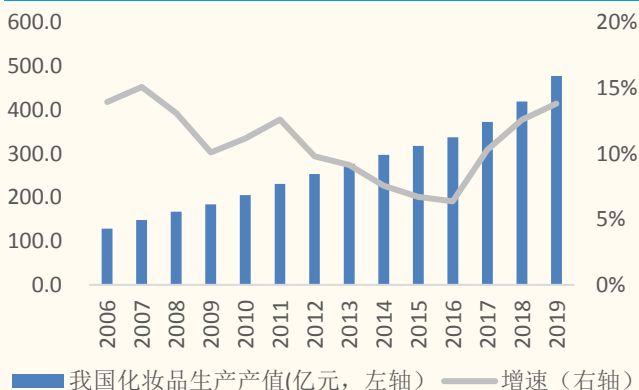
化妆品代工需求方面，据我们跟踪 2019 年 1-2 月阿里全网化妆品月销量前十的品牌，这些品牌年销售额超过 20 亿元时，其中部分品牌转向自主生产，不再选择外包生产，即单个品牌对应的市占率约为 0.5%。

2019 年我国化妆品行业市占率不足 0.5%的品牌合计市占率为 47.3%，假设该部分品牌采用全部外包生产模式；其余市占率超过 0.5%的品牌分为三种假设情形：1) 假设 1：外包比例 50%；2) 假设 2：外包比例 30%；3) 假设 3：外包比例 10%。在假设条件 1-3 的不同情况下，我国化妆品代工占化妆品产值



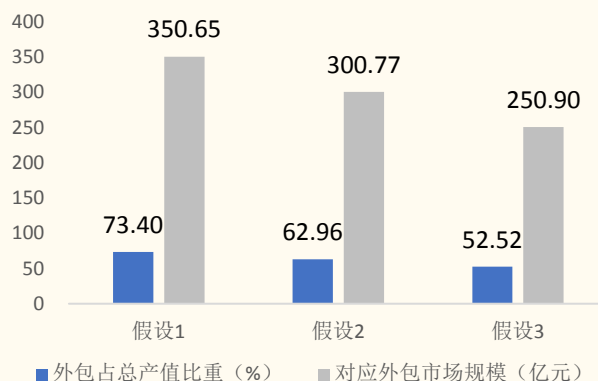
比重分别为 73.40%、62.96%、52.52%，对应我国化妆品代工市场规模分别为 350.65 亿元、300.77 亿元、250.90 亿元。

图表 6：我国化妆品产值及同比增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 7：在不同假设情形下，我国化妆品外包生产需求



来源：Euromonitor，国金证券研究所

当前我国化妆品代工行业格局较为分散，化妆品生产相关的企业数量有 4000 多家，行业集中度总体较低。但行业已经在不同化妆品品类出现一些体量规模较大的本土代工企业，如个护领域的澳宝股份、面膜代工领域的诺斯贝尔、彩妆代工领域的上海臻臣等。

图表 8：我国主要化妆品代工企业

公司	成立时间	2018 年 收入规模	服务客户
<b>个护（洗发水、沐浴露等）</b>			
澳宝化妆品	1993	6 亿元	屈臣氏、萃雅、姿色、辛有志
<b>护肤品（含面膜）</b>			
诺斯贝尔	2004	19.78 亿元	完美日记、佰草集、高夫、御泥坊、韩后、芙氏、膜法世家、小迷糊、花瑶花、欧诗漫、魔法时代、梦妆、美颜秘笈、高姿、屈臣氏
栋方股份	2003	1.81 亿元	御泥坊、小迷糊、韩后、白小西、自然旋律、婵皙、植萃集；巴黎欧莱雅
花安堂	2011	-	屈臣氏、丝芙兰、乐蜂网、SKIN、万宁
<b>彩妆</b>			
珠海神采	2003	6~7 亿元	完美日记、丝芙兰、艾尔思塔等
上海臻臣	2015	5 亿元	完美日记、花西子、美康粉黛、FACE IDEAS、小蜜坊、橘、Cata.Q86、爱得菲
三好科技	2000	2~3 亿元	美纪、星姿、月光传说、肌本论、赫拉

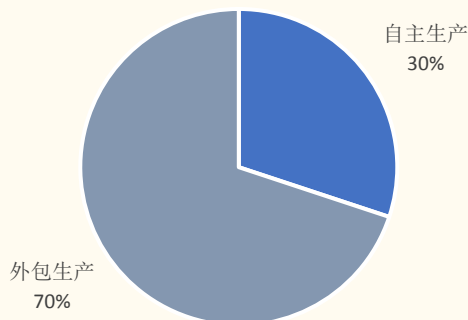
来源：Wind，国金证券研究所 注：多数公司未披露 2019 年数据，因此上表对比 2018 年营收数据

### ■ 韩国成熟市场：代工比例占比 70%，呈现寡头格局

韩国化妆品产业链发展相对成熟。据韩国化妆品协会，2018 年韩国自有品牌（不考虑进口品牌、不考虑本土品牌出口情况）代工需求占化妆品总产值的 70%，自主生产占比 30%。

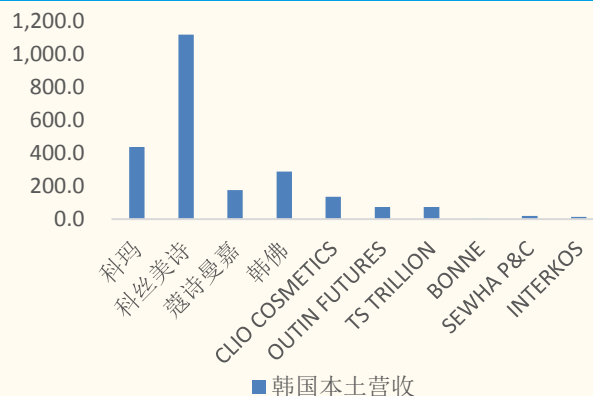
韩国生产环节已经形成寡头格局。其中韩国两大寡头科丝美诗、韩国科玛在韩国本土营收远超同业竞争者。

图表 9：2018 年韩国化妆品自有品牌自主生产、代工生产占比



来源：韩国化妆品协会，国金证券研究所

图表 10：2018 年韩国化妆品上市公司营收对比（百万韩元）

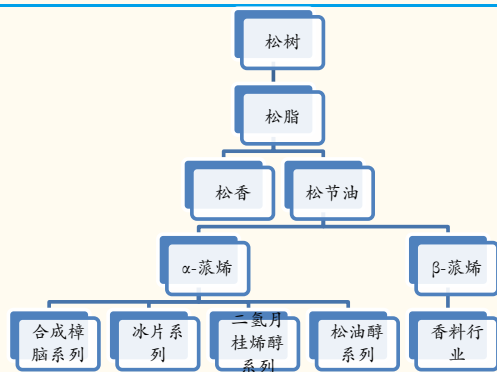


来源：Bloomberg，国金证券研究所

## 2.2、松节油深加工：发展成熟，周期属性强

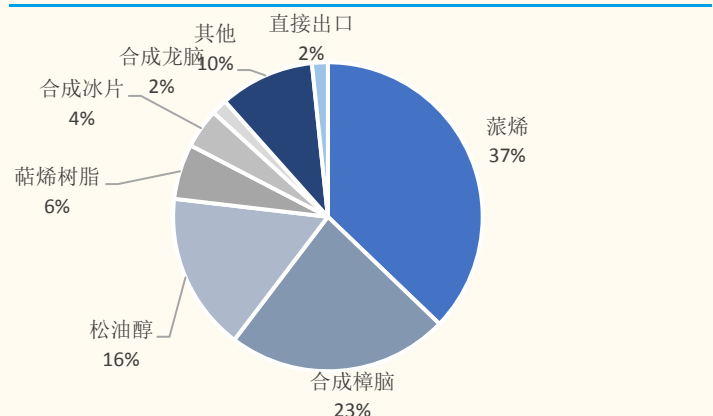
松节油深加工行业是指以松节油为原料进行加工得出相关产品的产业。主要产品有蒎烯、合成樟脑、松油醇、萜烯树脂、合成冰片、合成龙脑及其他产品。其中蒎烯、合成樟脑是前两大主要产品。2015 年我国松节油用于蒎烯、合成樟脑生产的比重分别为 37.2%、23.1%。

图表 11：松树化工产业链



来源：松香网，国金证券研究所

图表 12：2015 年我国松节油各用途的需求量（万吨，年）及占比

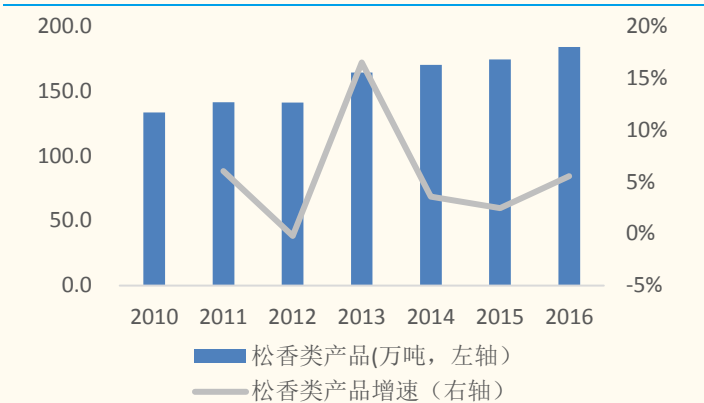


来源：《林业经济》，国金证券研究所

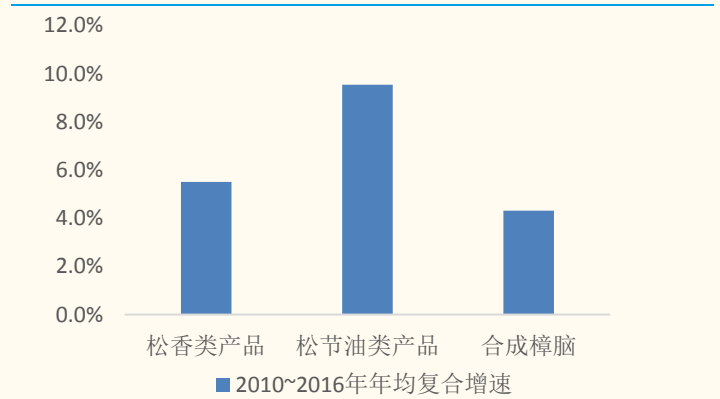
自 1950 年以来我国松香产业快速发展，从 1950 年产量 0.8 万吨发展至 1980 年的 32.7 万吨，超越美国成为全球最大的松香生产国，占世界总产量的 40%，2016 年我国松香产量为 149 万吨。我国松香、松节油深加工产业发展于上世纪 60 年代，至 80 年代深加工产品开始出口。

近年行业发展逐步成熟，增速趋缓，据《中国林业统计年鉴》，2010~2016 年我国松香类产品（含松香及松香深加工产品）产量、松节油类产品（含松节油、松节油深加工产品）产量年均复合增速分别为 5.51%、9.55%。其中合成樟脑产量同期年均复合增速为 4.32%，我国合成樟脑产能占全球产能比重已超 50%。

图表 13: 2010~2016 年我国松香、松节油相关产业产量 (万吨)



图表 14: 2010~2016 年我国松香、松节油相关产业产量年均复合增速



来源:《中国林业统计年鉴》, 国金证券研究所

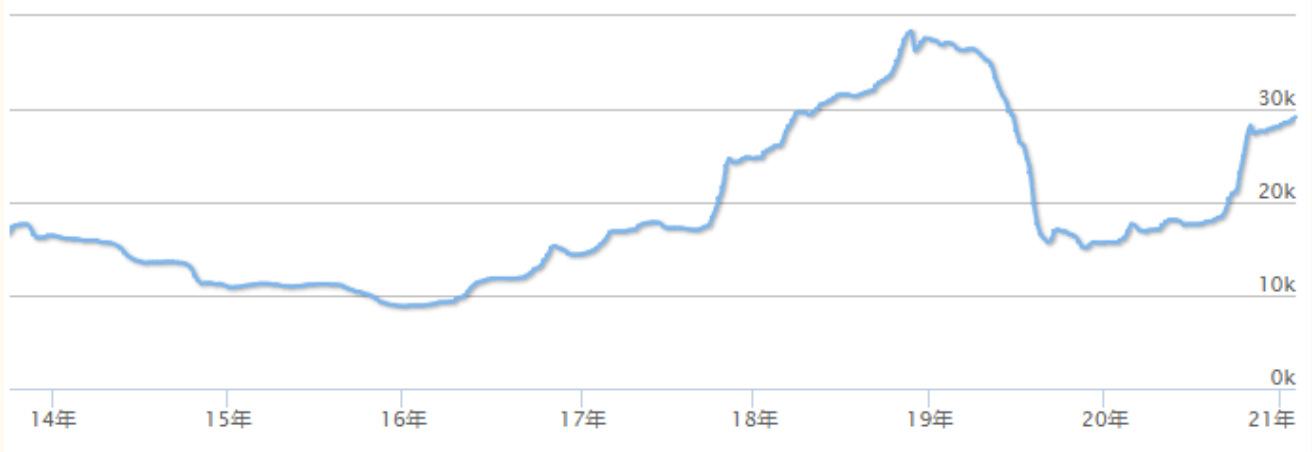
来源:《中国林业统计年鉴》, 国金证券研究所

原料松节油价格呈现较强的周期属性。其需求端主要受到国内外经济环境影响, 近年总体稳定; 而供给端, 我国松香产量变化波动较大, 造成松节油产量波动较大, 而松节油需求变化幅度相对较小, 因此造成松节油价格急剧变化。

2017 年以来松节油价格进入上涨周期。2017、2018 年我国松节油价格分别累计上涨 71.45%、51.99%。

2019 年上半年松节油价格继续维持 29000~40000 元/吨的高位, 进入下半年松节油价格开始大幅下跌, 至 2019 年 10 月价格维持在 15000~17000 元/吨的底部位置, 2019 年全年价格同降 58.42%。2020 年 1~9 月松节油价格缓慢地从 15650 元/吨攀升至 8 月底的 18360 元/吨, 进入 9 月后松节油价格上涨趋势加快, 20Q4 松节油价格累计上涨 34%, 全年累计上涨 78.80%。2021 年 2 月 22 日松节油价格为 29130 元/吨, 较上一年末的价格 28120 元/吨仍有小幅提升。

图表 15: 松节油价格走势 (元/吨)



来源: 松香网, 国金证券研究所

### 3、股权: 前两大股东为战略投资者欣亚辉以及诺斯贝尔 (香港)

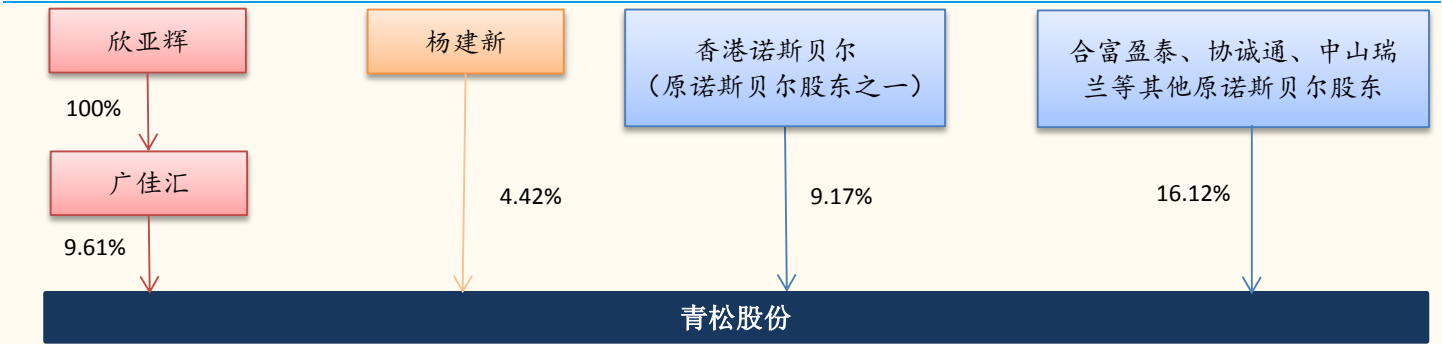
2016 年以前公司实际控制人为柯维龙, 2017 年实际控制人变更为杨建新, 其主导完成诺斯贝尔的收购, 并于 2019 年底以来持续转让、减持公司股权, 截止 20Q3 杨建新合计持有 4.42% 股权。

2016 年前公司实际控制人柯维龙及一致行动人柯维新自 2016 年以来持续减持公司股份, 截止目前, 两者不再持有公司股份。



当前公司无实际控制人、控股股东。截止 20Q3，公司前两大股东分别为欣亚辉及诺斯贝尔（香港），其中欣亚辉通过广佳汇持有公司 9.61%股份，香港诺斯贝尔直接持有公司 9.17%股份。诺斯贝尔董事长兼总经理林世达、副总经理范展华均进入公司董事局。

图表 16：截止 20Q3 公司股本结构



来源：Wind，国金证券研究所

#### 4、业务：化工业务周期属性大，化妆品加工业务快速增长

##### ■ 业务结构：2019 年起新增化妆品业务，营收贡献超 50%

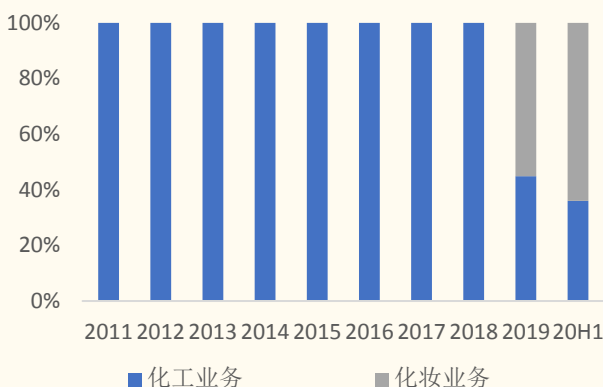
2019 年起公司新增化妆品业务。

2019 年公司化工业务、化妆品业务（诺斯贝尔 19 年 5 月并表、其全年实际营收 21.97 亿元）营收分别为 13.04 亿元、16.04 亿元。2019 年、20H1 公司化妆品业务营收占比分别为 55%、64%。

2019 年化工业务、化妆品业务（并表口径）净利率分别为 18.48%、13.21%，对应归母净利分别为 2.41 亿元、2.12 亿元；20H1 化工业务、化妆品业务（并表口径）净利率分别为 13.93%、11.92%，对应归母净利分别为 0.90 亿元、1.37 亿元。2019 年、20H1 公司化妆品净利贡献分别为 47%、60%。

诺斯贝尔 19 年 5 月并表 90%，20 年 6 月并表剩余 10%股权。1 月 22 日公司公告 2020 年公司总体（两大业务）归母净利预计为 4.3~4.9 亿元，同比-5.11%~8.13%。

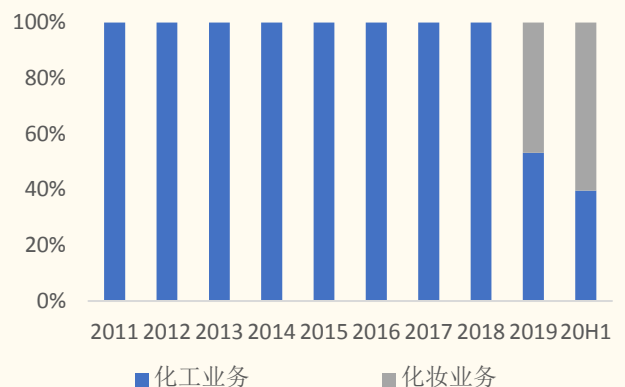
图表 17：公司分业务营收占比



来源：Wind，国金证券研究所

注：诺斯贝尔 90%于 19 年 5 月并表，剩余 10%股权于 20 年 6 月并表

图表 18：公司分业务归母净利占比

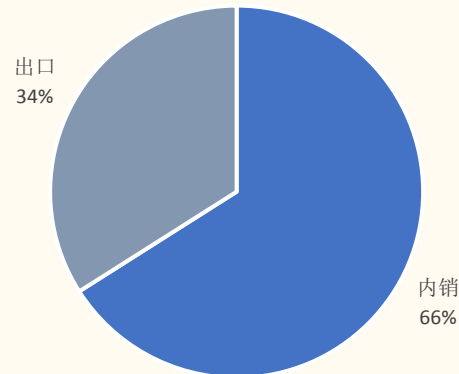


来源：Wind，国金证券研究所

出口方面，松节油 2018 年内销与出口收入占比约 6:4（据已披露、可获取的数据），化妆品加工业务中出口主要以湿巾为主，面膜及护肤品主要为内销，

(2018年诺斯贝尔出口占比16.11%)。2019年、20H1公司出口营收占比30%、34%。

图表 19: 20H1 公司内销、外销营收占比



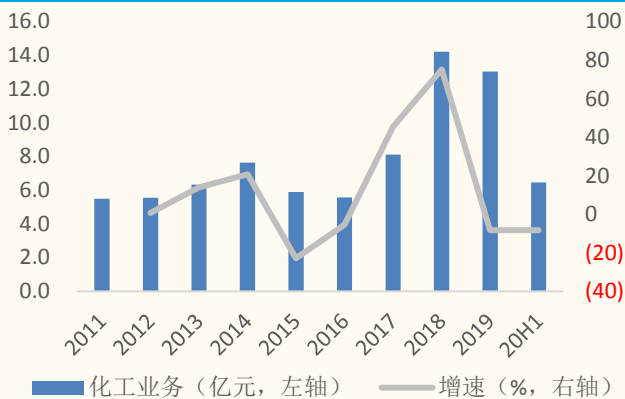
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 化工业务: 销量总体稳定, 原料价格周期属性强、带来业绩波动明显

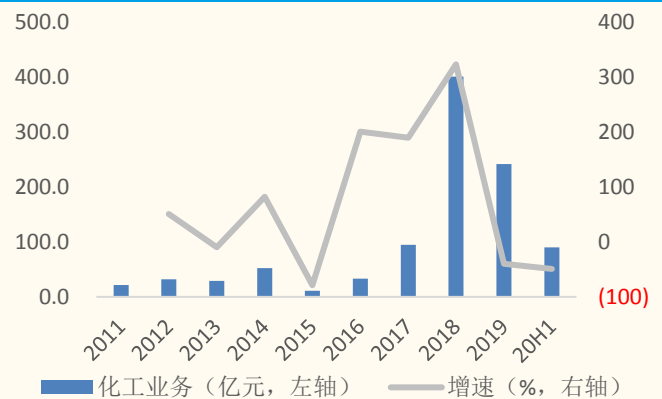
近年化工产品销量总体稳定、原料价格的上行/下跌造成化工业务业绩大幅波动。

2016年以来原料价格进入上行周期, 持续至2019年上半年, 期间公司营收及净利增速均大幅提升, 其中净利呈现翻倍爆发式增长, 2016~2018年公司净利增速分别为200%、189%、322%; 2019年原料价格再次大幅下跌, 2019年全年公司化工业务净利同降40%; 2020年上半年原材料价格存高基数影响, 化工业务净利同降49%, 2020年全年预计下滑30%+。

图表 20: 公司化工业务营收及同比增速



图表 21: 公司化工业务净利及同比增速



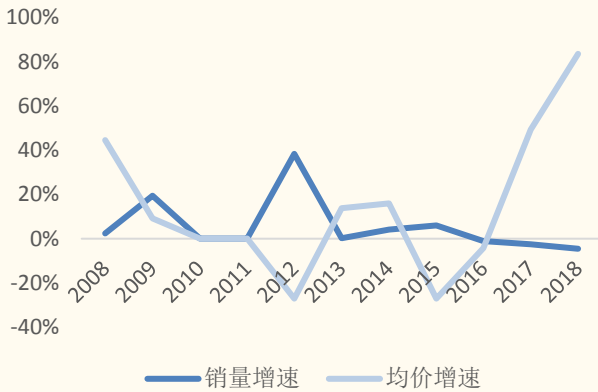
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

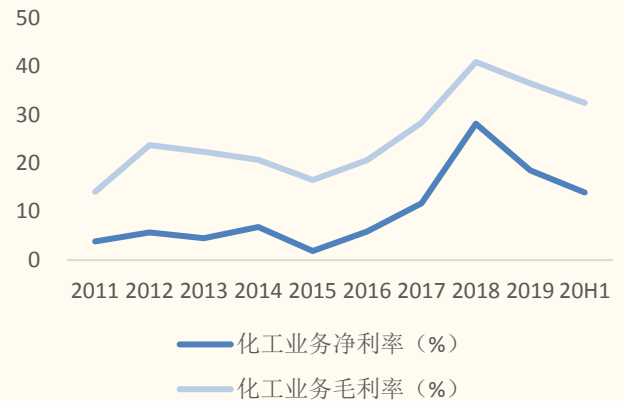
拆分销量与产品均价角度看, 公司销量近年总体稳定, 而产品均价呈现较大幅度波动、尤其是2017、2018年连续两年大幅上升, 分别同比增49.40%、83.65%。

2016~2018化工业务的毛利率、净利率也获益于原料价格处于上行周期, 持续提升; 2019年原料价格下跌, 化工业务毛利率、净利率下降。2016、2017、2018、2019年化工业务毛利率分别为20.66%、28.37%、40.89%、36.49%, 净利率分别为5.87%、11.68%、28.16%、18.49%。

图表 22：化工业务销量及均价增速



图表 23：化工业务净利率



来源：Wind，国金证券研究所

注：2019 年起公司不再披露化工产业产品销量数据

来源：Wind，国金证券研究所

### ■ 诺斯贝尔：主营业务持续快速增长，20 年新增口罩业务贡献增量

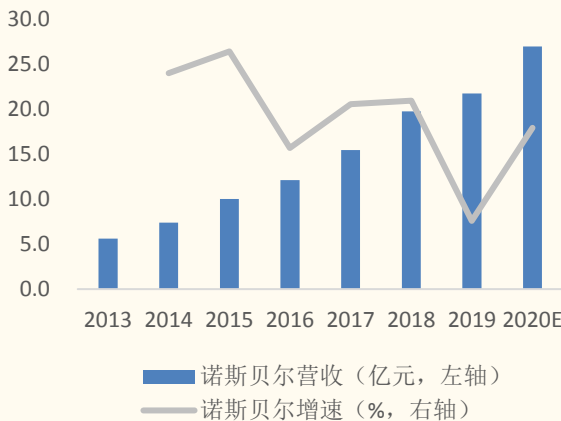
诺斯贝尔营收增速近年均保持在 20% 以上，2019 年营增速放缓至 10.13%，预计主要为面膜等品类增速放缓所致。诺斯贝尔 20 年营收预计为 26~27 亿元、同比增 18.24%~22.79%，2020 年营收增速恢复至 20% 左右的增速，主要为疫情之年新增口罩业务，若剔除该部分业务，预计公司营收增速在 15% 左右。

2017、2018 年公司毛利率、净利率有所下降，主要为车间改造升级、成本投入增多所致，17、18 年诺斯贝尔净利增速放缓至 4.88%、13.05%。2019 年净利率水平有所回升、为 11.58%，净利增长提速至 22.56%。2020 年净利率水平预计维持在 11% 左右，净利预计为 2.8~3.0 亿元、同比增 10.72%~18.63%。

诺斯贝尔承诺 2018 年扣非净利不低于 2 亿元、2018~2019 年合计扣非净利不低于 4.4 亿元、2018~2020 年合计扣非净利不低于 7.28 亿元。

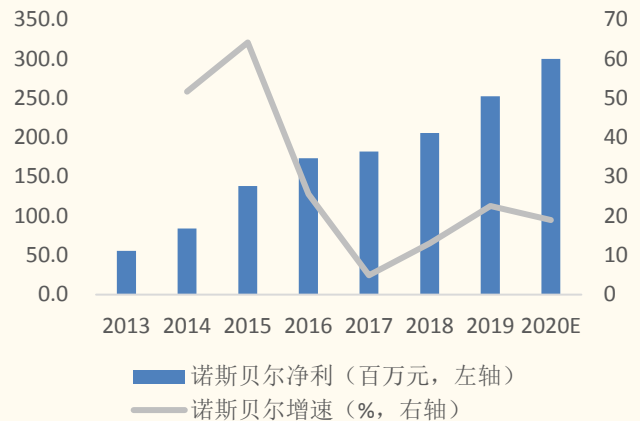
诺斯贝尔 2018 年实际扣非净利为 2.10 亿元、2019 年扣非净利 2.43 亿元，2020 年需完成 2.75 亿元扣非净利才能完成业绩承诺。三年累计超额完成业绩承诺，超额部分 30% 将用于奖励诺斯贝尔管理团队。

图表 24：诺斯贝尔营收及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所 注：2020 年营收为公司预告数据

图表 25：诺斯贝尔净利及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所 注：2020 年营收为公司预告数据

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、盈利预测

公司快报 2020 年化工业务净利预计同降 30%+。进入下半年化工业务原料价格持续上行，若 2021 年初维持该水平、即同比上一年提升，化工业务在价格拉动下有望恢复正向增长，预计 21~22 年化工业务营收增速分别为 9.20%、3.00%。化工业务毛利率方面，预计随着价格的回升，毛利率将有所改善，预计 2020~2022 年毛利率分别为 34.49%、35.49%、35.99%。

化妆品加工业务：1) 公司在面膜代工领域占据较高市占率，同时近年面膜代工竞争加剧，尤其是中低端面膜代工领域，因此预计面膜代工营收 2020~2022 年同比降 6.90%、增 1%、增 1%，同期面膜毛利率预计为 25.60%、23.60%、22.60%。2) 获益疫情，消毒湿巾销售良好，预计 2020 年营收增 80%，21 年增 40%，22 年增 25%。预计 2020~2022 年湿巾毛利率总体稳定，分别为 19.00%、19.00%、19.00%。3) 护肤品 2020 年营收预计同增 24.74%，同时公司开发有轻医美相关产品、获市场欢迎，从目前客户开拓情况看，预计 2021~2022 年营收同比增 80%、50%。新产品获市场欢迎，预计化妆品加工毛利率有提升空间，假设公司 2020~2022 年护肤品毛利率分别为 28.36%、29.86%、29.86%。4) 2020 年公司新增口罩业务，预计贡献 2.2 亿元，2021 年疫情未完全消除，假设 2021 年口罩业务贡献 1.57 亿元。5) 无纺布系列产品假设 2020~2022 年营收分别为 1.05、1.11、1.17 亿元。

由上可知，公司 2020~2022 年综合毛利率分别为 27.11%、26.95%、26.83%。

费用率方面，由于青松股份费用率低于诺斯贝尔，并表后预计拉高公司总体费用率。其中 2020 年存诺斯贝尔超额完成收益用于激励管理团队，相关费用支出增加本期管理费用，因此假设公司 2020~2022 年销售费用率为 3.30%、3.50%、3.90%，管理费用率为 5.15%、4.37%、4.00%。

综上，公司 2020~2022 年化工业务 EPS 分别为 0.31、0.40、0.43 元，化妆品加工业务 EPS（并表口径）分别为 0.58、0.70、0.80 元。

**图表 26：公司盈利预测**

项目	2019	2020E	2021E	2022E
<b>原青松股份化工业务</b>				
营收 (亿元)	<b>13.05</b>	<b>10.44</b>	<b>11.40</b>	<b>11.74</b>
yoy	-8.20%	-20.00%	9.20%	3.00%
销量 (万吨)	4.07	4.07	4.23	4.36
yoy	2.00%	0.00%	4.00%	3.00%
均价 (万元/吨)	3.21	2.57	2.70	2.70
yoy	-10.00%	-20.00%	5.00%	0.00%
净利 (亿元)	<b>2.41</b>	<b>1.62</b>	<b>2.05</b>	<b>2.23</b>
yoy	-39.73%	-32.98%	26.82%	8.73%
EPS (摊薄, 元)	<b>0.47</b>	<b>0.31</b>	<b>0.40</b>	<b>0.43</b>
<b>诺斯贝尔</b>				
营收 (亿元)	<b>21.99</b>	<b>27.07</b>	<b>32.78</b>	<b>37.67</b>
yoy	11.17%	23.13%	21.09%	14.90%
其中: 面膜营收 (亿元)	<b>13.80</b>	<b>12.85</b>	<b>12.98</b>	<b>13.10</b>
yoy	10.94%	-6.90%	1.00%	1.00%
面膜销量 (百万片)	1339.69	1272.71	1285.44	1298.29
yoy	12.00%	-5.00%	1.00%	1.00%
面膜均价 (元/片)	1.03	1.01	1.01	1.01
yoy	-0.95%	-2.00%	0.00%	0.00%
湿巾营收 (亿元)	<b>3.64</b>	<b>6.55</b>	<b>9.17</b>	<b>11.46</b>
yoy	-50.00%	80.00%	40.00%	25.00%
湿巾销量 (百万件)	5349.89	9629.80	13481.72	16852.14
yoy	12.00%	80.00%	40.00%	25.00%
湿巾均价 (元/片)	0.07	0.07	0.07	0.07
yoy	0.93%	0.00%	0.00%	0.00%
护肤品营收 (亿元)	<b>3.54</b>	<b>4.42</b>	<b>7.96</b>	<b>11.94</b>
yoy	70.02%	24.74%	80.00%	50.00%
护肤品销量 (100ml)	74.79	93.48	168.27	252.41
yoy	70.00%	25.00%	80.00%	50.00%
护肤品均价 (元/100ml)	4.74	4.73	4.73	4.73
yoy	0.01%	-0.21%	0.00%	0.00%
口罩营收 (亿元)		220.00	157.14	
无纺布系列营收 (亿元)	<b>1.01</b>	<b>1.06</b>	<b>1.11</b>	<b>1.17</b>
yoy	-37.10%	5.00%	5.00%	5.00%
净利 (亿元)	<b>2.53</b>	<b>3.11</b>	<b>3.61</b>	<b>4.14</b>
yoy	22.93%	23.13%	15.82%	14.90%
并表净利 (亿元)	<b>2.12</b>	<b>2.98</b>	<b>3.61</b>	<b>4.14</b>
EPS (摊薄, 元) (并表)	<b>0.41</b>	<b>0.58</b>	<b>0.70</b>	<b>0.80</b>
<b>公司总收入 (亿元)</b>				
	<b>29.08</b>	<b>37.51</b>	<b>44.18</b>	<b>49.41</b>
yoy	104.57%	29.00%	17.78%	11.83%
<b>公司归母净利润 (亿元)</b>				
	<b>4.53</b>	<b>4.58</b>	<b>5.67</b>	<b>6.36</b>
yoy	13.19%	1.05%	23.78%	12.18%
EPS (摊薄, 元)	<b>0.88</b>	<b>0.89</b>	<b>1.10</b>	<b>1.23</b>

来源: Wind, 国金证券研究所预测



## 5.2、估值与投资建议

### ■ A股市场估值

公司化工业务 A 股同业（同属于基础化工）21 年 PE 均值为 24 倍，21 年 PEG 为 0.16~2.36。

化妆品内容物加工的企业 A 股尚无，相关的有化妆品防晒剂生产商科思股份（次新股，2020 年 7 月 22 日上市）。21 年科思股份 PE 24 倍，21 年 PEG 为 1.20。

图表 27：可比公司估值比较（市盈率法）

名称	股价 (元)	EPS			PE			3 年	PEG
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	CAGR	21 年
万华化学	135.35	3.06	4.62	5.53	44	29	24	19.64%	1.49
龙蟠佰利	47.41	1.38	1.83	2.21	34	26	21	20.06%	1.29
巨化股份	9.62	0.05	0.34	0.50	181	29	19	14.96%	1.91
中泰化学	12.12	0.06	0.85	1.07	200	14	11	88.34%	0.16
三美股份	17.62	0.39	0.83	1.37	45	21	13	8.94%	2.36
<b>平均值</b>					<b>101</b>	<b>24</b>	<b>18</b>		
科思股份	46.72	1.53	1.92	2.37	30	24	20	20.29%	1.20
<b>平均值</b>					<b>30</b>	<b>24</b>	<b>20</b>		
青松股份	18.86	0.85	1.08	1.21	22	17	16	11.37%	1.95

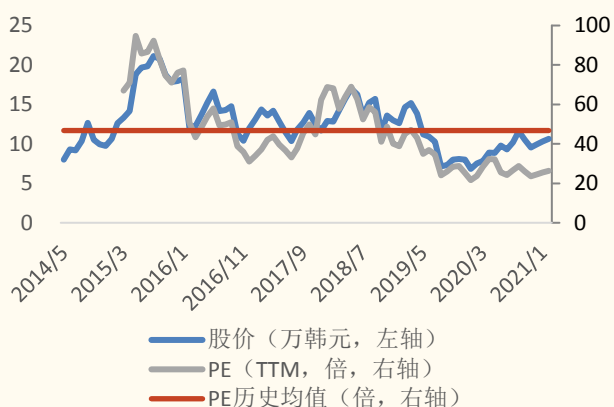
来源：Wind，国金证券研究所

注：A 股股价更新至 2021 年 2 月 23 日，盈利预测为 Wind 一致预期；海外公司股价更新至 2021 年 2 月 23 日，并使用当期汇率转换为人民币。

### ■ 海外成熟市场龙头历史估值

韩国化妆品代加工两大龙头为科丝美诗、韩国科玛，韩国产业发展较中国成熟，其历史经验对中国公司估值有借鉴意义，科丝美诗、韩国科玛平均历史估值水平分别为 47、38 倍。

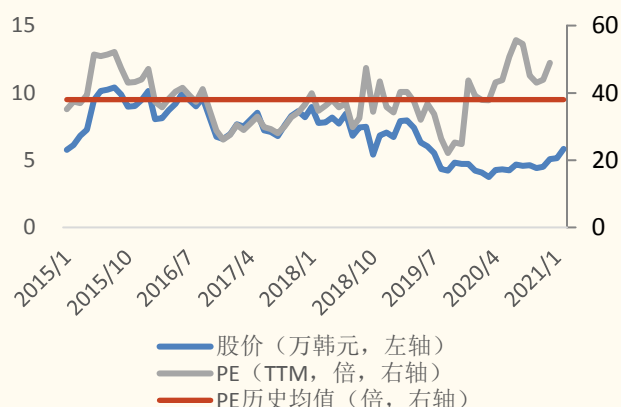
图表 28：科丝美诗股价与估值



来源：Bloomberg，国金证券研究所

注：PE 历史均值为 2015 年至今

图表 29：韩国科玛股价与估值

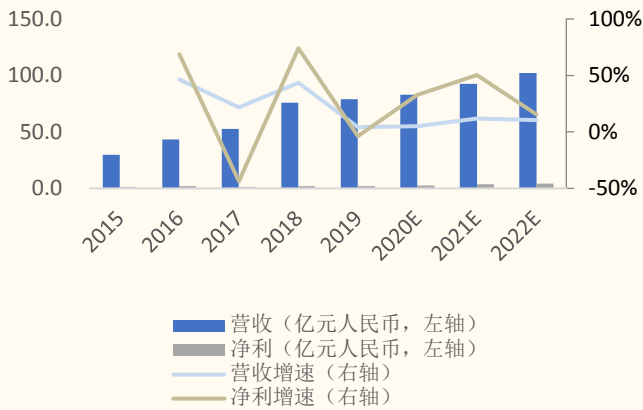


来源：Bloomberg，国金证券研究所

注：PE 历史均值为 2015 年至今

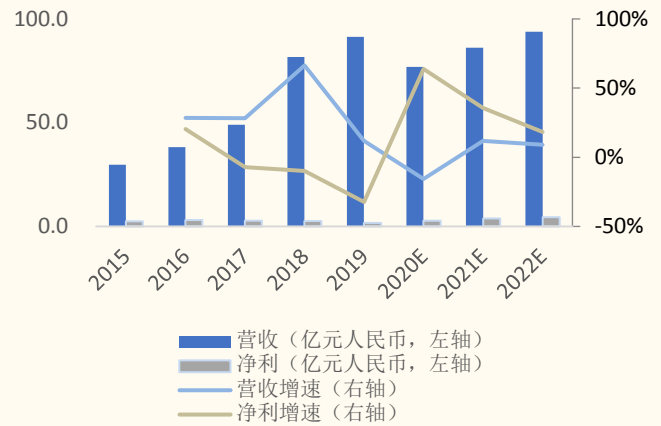
历史业绩方面，科丝美诗 2015~2019 年营收、净利年均复合增速分别为 28%、12%，韩国科玛 2015~2019 年营收、净利年均复合增速分别为 32%、-9%。

图表 30: 科丝美诗历史业绩



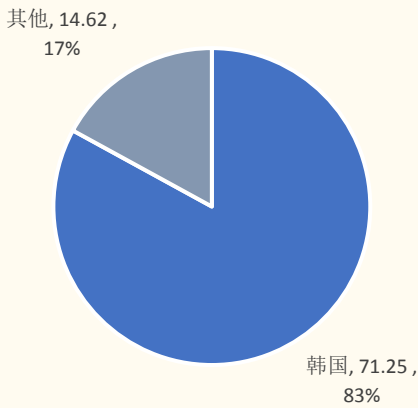
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 31: 韩国科玛历史业绩



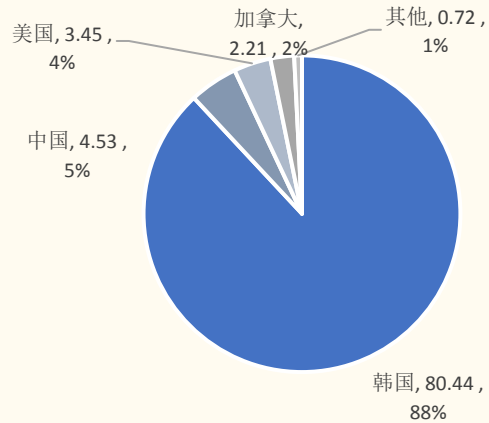
来源: 国金证券研究所

图表 32: 科丝美诗分地区营收 (亿元人民币) 及占比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 33: 韩国科玛分地区营收 (亿元人民币) 及占比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## ■ 估值结论与投资建议

公司拥有两大主业, 采用分部估值法, 其中:

- 1) 公司化工业务建议参考同业估值水平, 给予 2021 年 15 倍估值;
- 2) 化妆品加工业务参考 A 股市场及海外成熟市场龙头估值经验, 同时考虑公司化妆品加工业务成长性及公司的龙头地位, 给予 2021 年 30 倍估值。

综上, 对应目标价为 26.90 元, 上调至“买入”评级。

## 6、风险提示

**客户流失/拓展不及预期:** 化妆品大品牌倾向于自主生产, 小品牌成长后或转自主生产、公司或面临客户流失风险, 若公司新客户拓展不及预期, 公司短期业绩将出现波动。

**行业竞争加剧影响盈利性:** 低端化妆品代工竞争相对激烈, 若未来低端市场竞争加剧、影响公司接单价格, 同时若公司自主研发产品 (毛利率较高) 订单量占比较低, 公司业绩将受到影响。

**化工原料价格波动:** 公司化工业务具有较强的周期属性。若未来化工原料价格大跌, 公司化工业务盈利性大幅下降将拖累公司总体业绩表现。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	811	1,422	2,908	3,751	4,418	4,941
增长率		75.2%	104.6%	29.0%	17.8%	11.8%
主营业务成本	-581	-840	-1,999	-2,734	-3,228	-3,616
%销售收入	71.6%	59.1%	68.8%	72.9%	73.0%	73.2%
毛利	230	581	909	1,017	1,191	1,326
%销售收入	28.4%	40.9%	31.2%	27.1%	27.0%	26.8%
营业税金及附加	-4	-7	-15	-19	-22	-25
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-27	-26	-86	-124	-155	-193
%销售收入	3.3%	1.8%	2.9%	3.3%	3.5%	3.9%
管理费用	-65	-32	-108	-193	-193	-198
%销售收入	8.1%	2.3%	3.7%	5.2%	4.4%	4.0%
研发费用	0	-47	-104	-113	-155	-171
%销售收入	0.0%	3.3%	3.6%	3.0%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	134	470	596	569	666	739
%销售收入	16.5%	33.0%	20.5%	15.2%	15.1%	15.0%
财务费用	-7	5	-20	-32	-16	-8
%销售收入	0.9%	-0.3%	0.7%	0.9%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-4	-6	-37	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	17	17	17
%税前利润	0.0%	0.2%	0.1%	3.1%	2.5%	2.3%
营业利润	128	472	555	553	667	748
营业利润率	15.7%	33.2%	19.1%	14.8%	15.1%	15.1%
营业外收支	-19	-9	-1	0	0	0
税前利润	109	463	553	553	667	748
利润率	13.4%	32.6%	19.0%	14.8%	15.1%	15.1%
所得税	-14	-63	-79	-83	-100	-112
所得税率	12.7%	13.6%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	95	400	474	470	567	636
少数股东损益	0	0	21	12	0	0
归属于母公司的净利润	95	400	453	458	567	636
净利率	11.7%	28.2%	15.6%	12.2%	12.8%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	95	400	474	470	567	636
少数股东损益	0	0	21	12	0	0
非现金支出	36	38	121	91	90	89
非经营收益	22	2	18	25	21	16
营运资金变动	-157	-394	60	300	-110	-108
经营活动现金净流	-5	45	674	885	568	634
资本开支	-17	-3	-90	-78	-90	-90
投资	0	0	-804	0	0	0
其他	0	23	1	17	17	17
投资活动现金净流	-17	20	-893	-61	-73	-73
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	87	63	700	-284	-54	-91
其他	-5	-12	-68	-233	-265	-288
筹资活动现金净流	82	51	631	-517	-319	-378
现金净流量	60	117	412	308	176	182

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	115	230	645	953	1,129	1,311
应收账款	117	235	770	703	828	926
存货	302	576	865	749	884	991
其他流动资产	26	43	82	51	26	28
流动资产	559	1,084	2,362	2,456	2,867	3,256
%总资产	58.8%	74.0%	50.7%	52.0%	55.9%	58.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	329	337	659	650	641	633
%总资产	34.6%	23.0%	14.1%	13.8%	12.5%	11.5%
无形资产	29	28	1,608	1,616	1,625	1,634
非流动资产	392	381	2,293	2,266	2,267	2,267
%总资产	41.2%	26.0%	49.3%	48.0%	44.1%	41.1%
资产总计	951	1,465	4,655	4,722	5,134	5,523
短期借款	87	150	214	145	91	0
应付款项	80	104	421	481	568	636
其他流动负债	48	94	188	214	253	283
流动负债	215	347	823	840	912	920
长期贷款	0	0	637	437	437	437
其他长期负债	9	8	36	0	0	0
负债	223	355	1,497	1,277	1,349	1,356
普通股股东权益	728	1,110	3,028	3,302	3,642	4,024
其中：股本	386	386	517	517	517	517
未分配利润	227	567	944	1,219	1,559	1,940
少数股东权益	0	0	130	143	143	143
负债股东权益合计	951	1,465	4,655	4,722	5,134	5,523

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.246	1.037	0.877	0.886	1.097	1.231
每股净资产	1.886	2.876	5.862	6.392	7.051	7.789
每股经营现金净流	-0.012	0.118	1.304	1.714	1.100	1.227
每股股利				0.355	0.439	0.492
回报率						
净资产收益率	13.01%	36.07%	14.97%	13.87%	15.56%	15.80%
总资产收益率	9.96%	27.34%	9.73%	9.70%	11.04%	11.51%
投入资本收益率	14.37%	32.20%	12.68%	12.01%	13.13%	13.65%
增长率						
主营业务收入增长率	45.56%	75.24%	104.57%	29.00%	17.78%	11.83%
EBIT 增长率	261.93%	249.94%	26.88%	-4.53%	17.16%	10.92%
净利润增长率	189.44%	322.55%	13.19%	1.05%	23.78%	12.18%
总资产增长率	33.00%	53.94%	217.83%	1.44%	8.72%	7.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.1	31.7	53.9	63.0	63.0	63.0
存货周转天数	151.5	190.5	131.5	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	33.8	34.0	43.0	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	145.6	76.8	71.7	48.9	35.9	27.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.83%	-7.23%	6.51%	-10.76%	-15.88%	-20.97%
EBIT 利息保障倍数	19.3	-99.4	30.1	17.6	40.4	92.2
资产负债率	23.48%	24.22%	32.15%	27.04%	26.27%	24.56%

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	3	10	18	29	70
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.05	1.03	1.00

来源：聚源数据

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。

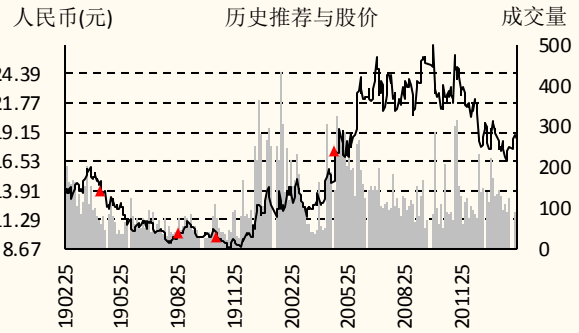
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-03	增持	13.95	N/A
2	2019-04-26	增持	14.46	N/A
3	2019-08-28	增持	9.89	N/A
4	2019-10-29	增持	10.18	N/A
5	2020-05-08	增持	16.29	N/A

来源：国金证券研究所



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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402