

青松股份 (300132.SZ) 化妆品 ODM 龙头，产能、研发、客户构筑竞争优势

2021 年 06 月 27 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

黄泽鹏 (分析师)

杨妍 (联系人)

huangzepeng@kysec.cn

yangyan@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

证书编号: S0790121010071

日期	2021/6/25
当前股价(元)	22.15
一年最高最低(元)	27.47/16.20
总市值(亿元)	114.42
流通市值(亿元)	105.54
总股本(亿股)	5.17
流通股本(亿股)	4.74
近 3 个月换手率(%)	75.84

● 化妆品 ODM+松节油深加工双龙头，首次覆盖给予“买入”评级

青松股份是化妆品 ODM+林化工双主业龙头。我们认为，诺斯贝尔作为化妆品 ODM 行业龙头（2020 年全球规模第四），在产能、研发和客户资源方面优势明显，市占率有望持续提升；林化工业务方面，松节油价格回升，业绩有望回暖。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 5.61/6.56/7.65 亿元，对应 EPS 为 1.09/1.27/1.48 元，当前股价对应 PE 为 20.4/17.4/15.0 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 化妆品行业景气度高，上游代工厂有望享受行业增长红利

化妆品 ODM 公司位于产业链上游，享受行业红利（2020 年我国化妆品行业规模超 5000 亿元，近五年 CAGR7.2%）。我们认为，在化妆品行业高增阶段，产能和客户资源构成代工企业竞争优势；长期来看，研发构筑竞争壁垒，基于研发打造的优质产品在为公司带来议价权的同时，也可以吸引客户，促进公司天花板不断提升。目前我国化妆品行业上游格局相对分散，未来龙头市占率有望提高。

● 公司产能、研发、客户构筑竞争优势，市占率有望不断提高

(1) **产能**: 公司目前面膜日产能 650 万片以上（全球第一）、护肤日产 128 万瓶、湿巾日产 4000 万片，充沛的产能可快速满足客户需求，公司一分厂改扩建项目已获批，未来产能有望进一步释放；(2) **研发**: 公司注重研发，在中韩两地建立研究所，在打造出天丝面膜等多款经典产品的同时，2020 年 clean beauty 等系列也受到客户欢迎；(3) **客户**: 公司在与屈臣氏、伽蓝集团等核心客户稳定合作基础上，新客户在持续拓展，有望放量，通常来讲，头部化妆品品牌方对化妆品代工厂要求较为严格，优质客户资源是公司核心竞争优势之一。

● 化妆品新规利好龙头，新客户、新品类驱动业务增长

行业层面，化妆品新规 2021 年正式开始实施，行业对特定功效宣称化妆品监管趋严，我们认为有利于行业出清，也会为头部代工厂带来成本优势，头部代工厂在新规下也能满足快速生产需求。**公司层面**，完美日记等新锐品牌、国际知名品牌放量均有助于打开新成长空间；护肤品等高景气品类也有望驱动公司增长。

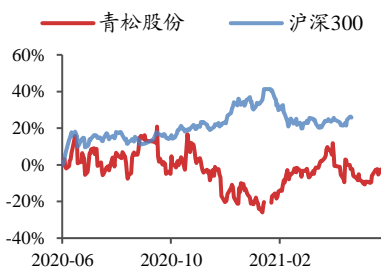
● **风险提示**: 行业竞争加剧，新客户拓展不及预期，松节油业务恢复不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,908	3,865	4,506	5,257	6,153
YOY(%)	104.6	32.9	16.6	16.7	17.0
归母净利润(百万元)	453	461	561	656	765
YOY(%)	13.2	1.7	21.7	17.1	16.6
毛利率(%)	31.2	25.7	25.7	25.6	25.4
净利率(%)	15.6	11.9	12.4	12.5	12.4
ROE(%)	15.0	15.0	15.6	15.7	15.7
EPS(摊薄/元)	0.88	0.89	1.09	1.27	1.48
P/E(倍)	25.2	24.8	20.4	17.4	15.0
P/B(倍)	3.8	3.7	3.2	2.7	2.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

目 录

1、 青松股份：化妆品 ODM+松节油深加工双主业驱动	4
2、 诺斯贝尔：化妆品 ODM 龙头公司	6
2.1、 诺斯贝尔概览：营收、净利润高增长，面膜是第一大品类	6
2.2、 化妆品 ODM 行业：行业高景气，龙头公司市占率有望提升	9
2.3、 诺斯贝尔核心竞争力：产能筑基、研发赋能、客户资源优质	13
2.3.1、 生产端：高产能规模奠定基石，强研发实力构筑壁垒	13
2.3.2、 服务模式：创新联合开发模式，一站式 ODM 服务满足客户需求	15
2.3.3、 客户端：核心客户关系稳固，新客户持续拓展	16
2.3.4、 回归财务：公司财务指标质量高，领跑行业	17
2.4、 成长驱动力：化妆品新规利好行业龙头，新客户、新品类驱动增长	18
3、 松节油深加工业务：林产化学工业龙头，业务有望回暖	20
4、 盈利预测与投资建议	22
5、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

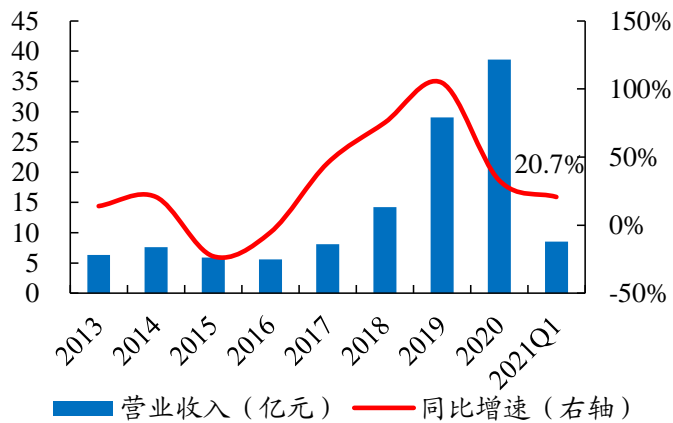
图 1： 青松股份营收维持较高增速	4
图 2： 青松股份 2021 年第一季度归母净利润同比+8.8%	4
图 3： 2020 年诺斯贝尔营业收入在公司占比接近 70%	4
图 4： 2020 年诺斯贝尔净利润在公司占比超过 60%	4
图 5： 目前公司无实控人	5
图 6： 诺斯贝尔品类不断扩张、产品持续升级	6
图 7： 诺斯贝尔营业收入高速增长	7
图 8： 诺斯贝尔归母净利润稳健增长	7
图 9： 2020 年诺斯贝尔毛利率和净利率小幅下降	7
图 10： 诺斯贝尔期间费用率较为稳定	7
图 11： 诺斯贝尔先后代工了多款经典产品（收入占比为 2020 年数据）	8
图 12： 2020 年诺斯贝尔无纺布及其他收入提升明显	8
图 13： 2020 年诺斯贝尔面膜、湿巾毛利率有所下降	8
图 14： 化妆品代工环节位于产业链上游	9
图 15： 全球化妆品代工规模前三均为海外巨头（2020）	10
图 16： 诺斯贝尔净利润跻身全球前三（2020）	10
图 17： 诺斯贝尔和科丝美诗中国在我国化妆品代工市场位居第一梯队	10
图 18： 科丝美诗产能布局遍布全球	11
图 19： 莹特丽产能布局遍布全球	11
图 20： 莹特丽打造了顶级唇彩	11
图 21： 化妆品代工企业研发费用率不低于品牌方（2019）	11
图 22： 我国化妆品市场规模保持较快增长	12
图 23： 化妆品社零增速高于其他可选消费品类增速	12
图 24： 诺斯贝尔产能充沛	13
图 25： 诺斯贝尔注重研发	14
图 26： 诺斯贝尔研发费用率在 3% 左右	14

图 27: 诺斯贝尔在中、韩两地设立研究院, 打造了多款经典产品.....	14
图 28: 诺斯贝尔创新联合开发模式下设六大部门, 满足客户需求.....	15
图 29: 诺斯贝尔鲜活维 C 亮肤面膜.....	15
图 30: 诺斯贝尔安瓶精华系列——凝时秘盒安瓶精华.....	15
图 31: 诺斯贝尔与海内外各类客户展开广泛合作.....	16
图 32: 诺斯贝尔与核心客户合作关系稳固.....	16
图 33: 诺斯贝尔 ROE 水平行业领先.....	17
图 34: 诺斯贝尔毛利率水平处于行业领先.....	17
图 35: 诺斯贝尔体现出较强的费用管控能力.....	17
图 36: 诺斯贝尔净利率处于行业领先地位.....	17
图 37: 诺斯贝尔为新锐国货品牌完美日记代工.....	19
图 38: 诺斯贝尔为国际品牌丝芙兰代工.....	19
图 39: 公司护肤品、湿巾品类快速增长.....	19
图 40: 轻医美用户规模持续高增长.....	19
图 41: 青松股份产能不断扩张.....	20
图 42: 林化工业务从松节油加工成合成樟脑等产品.....	20
图 43: 青松股份林化工业务中合成樟脑占比高.....	20
图 44: 福建马尾松松节油价格从 2017 年开始明显上升.....	21
图 45: 合成樟脑价格从 2017 年底开始明显提升.....	21
图 46: 青松股份 2019 年以来林化工业务开始回落.....	21
图 47: 青松股份林化工业务毛利率有所下降.....	21
表 1: 头部化妆品代工企业合作客户遍布全球.....	12
表 2: 诺斯贝尔生产线丰富.....	13
表 3: 化妆品功效宣称需要完成人体功效测评试验等.....	18
表 4: 化妆品行业可比公司估值.....	22

1、青松股份：化妆品 ODM+松节油深加工双主业驱动

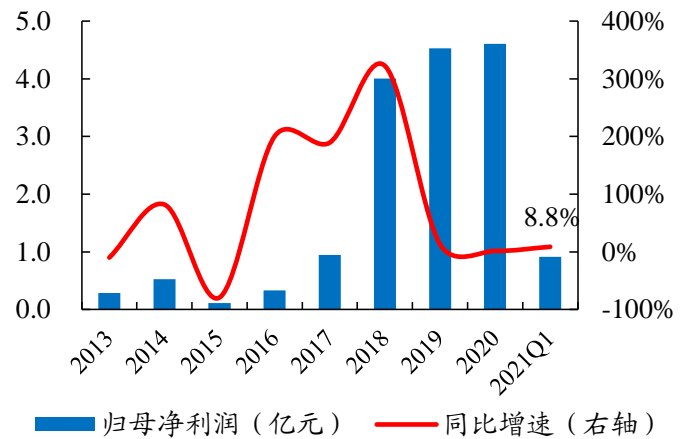
青松股份是全球合成樟脑龙头，在收购化妆品 ODM 龙头诺斯贝尔（中国第一、全球第四）后已形成林化工+化妆品双主业驱动，2020 年化妆品 ODM 业绩贡献超 60%。2020 年公司实现营业收入 38.65 亿元（+32.90%）、归母净利润 4.61 亿元（+1.68%），2021Q1 公司实现营业收入 8.56 亿元（+20.69%）、归母净利润 0.91 亿元（+8.77%）。分业务收入来看：（1）公司松节油业务 2020 年实现营业收入 11.9 亿元（同比-8.44%）、净利润同比-31.5%，主要是受到松节油行业周期变化的影响；（2）公司化妆品代工业务 2020 年实现营业收入 26.7 亿元（同比+22.36%）、净利润 2.89 亿元（同比+14.7%），其中纳入上市公司合并报表范围的净利润为 2.76 亿元。总体来看，近年来公司化妆品 ODM 业务保持了较高的增速。

图1：青松股份营收维持较高增速



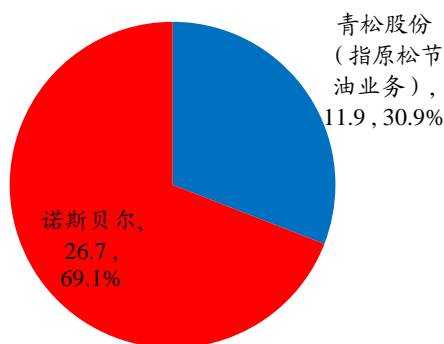
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：青松股份 2021 年第一季度归母净利润同比+8.8%



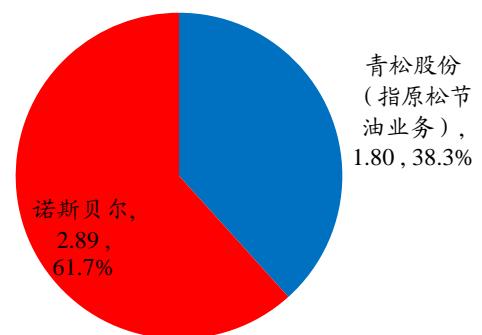
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020 年诺斯贝尔营业收入在公司占比接近 70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020 年诺斯贝尔净利润在公司占比超过 60%

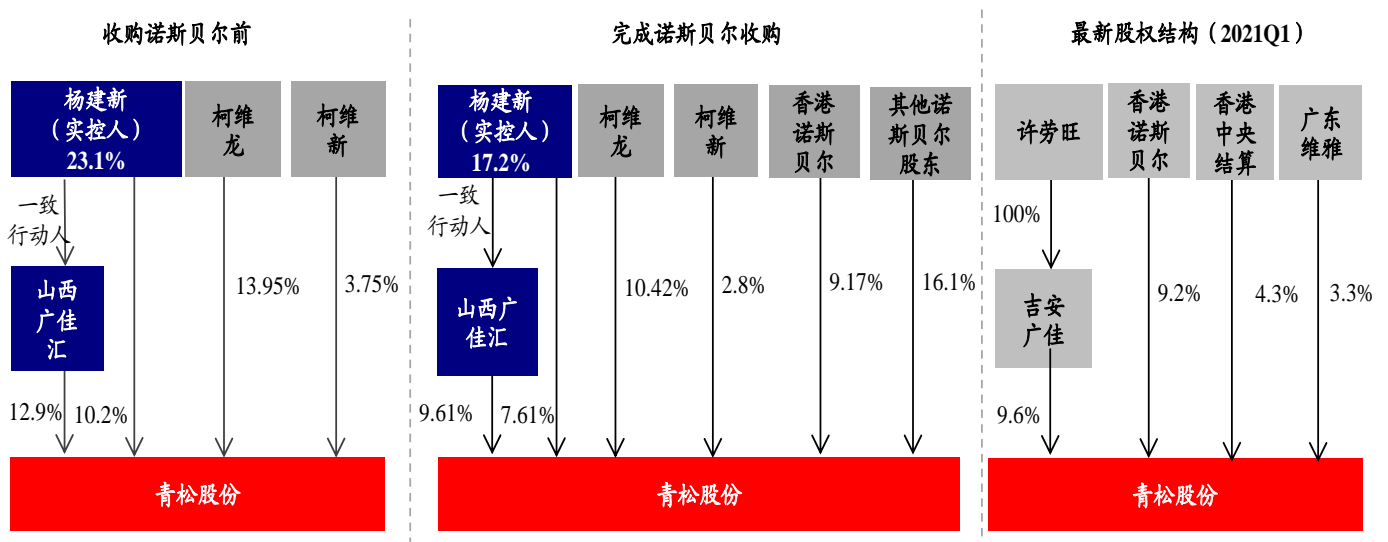


数据来源：Wind、开源证券研究所（原松节油业务净利润采用公司 2020 年总净利润 4.69 亿-诺斯贝尔全年净利润）

公司 2020 年 6 月完成诺斯贝尔 100% 股权收购(2019 年公司收购诺斯贝尔 90% 股权, 2020 年收购剩余 10% 股权), 目前公司无实控人。

- (1) **收购诺斯贝尔交易方式及交易对价:** 2018 年公司宣布以发行股份和支付现金结合方式收购香港诺斯贝尔 90% 股份, 合计交易对价 24.3 亿元(以 11.56 元/股定增支付 15.1 亿, 现金支付 9.2 亿, 对应 2018 年业绩承诺为 13.5 倍 PE); 2020 年 5 月由公司全资子公司广东领博以现金 4.3 亿收购诺斯贝尔剩余 10% 股权, 并于 2020 年 6 月完成资产过户。
- (2) **公司股权结构变更: 目前公司无实控人。**
- 收购诺斯贝尔前, 杨建新为公司实控人, 合计有支配表决权 29.8% (柯维龙将 6.75% 表决权委托给杨建新)。完成收购后, 实控人杨建新及其一致行动可支配表决权为 22.3%, 香港诺斯贝尔持股比例为 9.2%, 其他诺斯贝尔原股东合计持股比例 16.1%, 并购未带来公司实控人变化。
 - 2019 年 12 月起实控人减持股份, 截至 2021 年 Q1 公司前三大股东分别为吉安广佳 (9.61%)、香港诺斯贝尔 (9.17%, 实控人为林世达)、香港中央结算 (4.34%)。杨建新、柯维新不再持有公司股份, 柯维龙持有公司 1.42% 股权。
 - 诺斯贝尔董事会席位增加, 话语权不断增强。公司第四届董事会选举于 2020 年 8 月被股东大会通过, 六名非独立董事中有两名为诺斯贝尔高管。与此同时, 随着公司化妆品 ODM 业务在营收、业绩中贡献逐渐提升, 未来业务重心有望向化妆品板块倾斜。
- (3) **诺斯贝尔超额完成业绩承诺。** 诺斯贝尔业绩承诺为 2018/2019/2020 年度累计实现扣非归母净利润不低于 2.0 亿/4.4 亿/7.3 亿元。2018 年至 2020 年度诺斯贝尔分别实际实现扣非归母净利润 2.1 亿/2.4 亿/2.9 亿元, 三年累计实现扣非归母净利润 7.4 亿元, 超额完成业绩承诺。

图5: 目前公司无实控人



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2、诺斯贝尔：化妆品 ODM 龙头公司

2.1、诺斯贝尔概览：营收、净利润高增长，面膜是第一大品类

诺斯贝尔化妆品 ODM 规模位居全国第一、全球第四（2020 年）。诺斯贝尔成立于 2004 年，是一家集研发、设计、制造于一体的化妆品 ODM/OEM 公司，其中以 ODM 生产为主，2018 年 ODM 模式收入占比超过 70%。公司发展至今：

- 产品方面：公司形成了面膜、湿巾、护肤品、无纺布及其他四大核心品类布局，目前面膜品类产能全球第一；
- 客户方面：公司与核心客户屈臣氏、伽蓝集团等合作稳固，近年来先后拓展了完美日记、纽西之谜等新锐国货品牌；
- 产能方面：公司面膜日产能 650 万片以上、护肤日产能 128 万瓶、湿巾日产能 4000 万片，面膜产能规模全球第一；
- 公司是行业龙头，先后荣获“2018 化妆品供应链百强企业 No.1”、“2019 化妆品制造业 TOP10 排行榜第一名”、“2020 中国化妆品制造商 TOP20 第一名”等荣誉，也多次获得客户颁发的优秀供应商称誉。

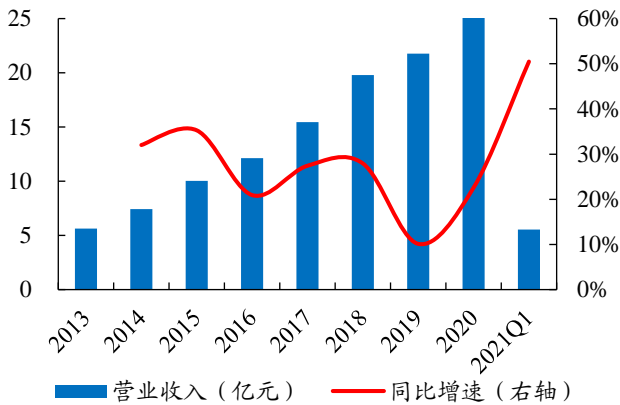
图6：诺斯贝尔品类不断扩张、产品持续升级



资料来源：公司公告、开源证券研究所

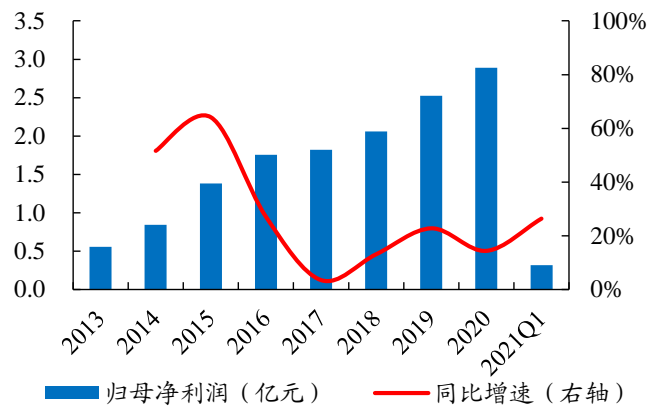
诺斯贝尔经营业绩保持较快增长。2020年公司实现营业收入26.7亿元(同比+22.36%),净利润2.89亿元(同比+14.7%),其中纳入上市公司合并报表范围的净利润为2.76亿元;2021Q1公司实现营业收入5.54亿元(+50.51%),净利润3160万元(+26.39%),随着疫情影响减弱(2020年一季度面膜及护肤品等产品受疫情冲击订单下滑),公司业绩恢复较快增长。2017-2020年公司营收/净利润CAGR分别达到20.0%/16.7%。整体来看,公司营收、净利润均保持较快增长。

图7: 诺斯贝尔营业收入高速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

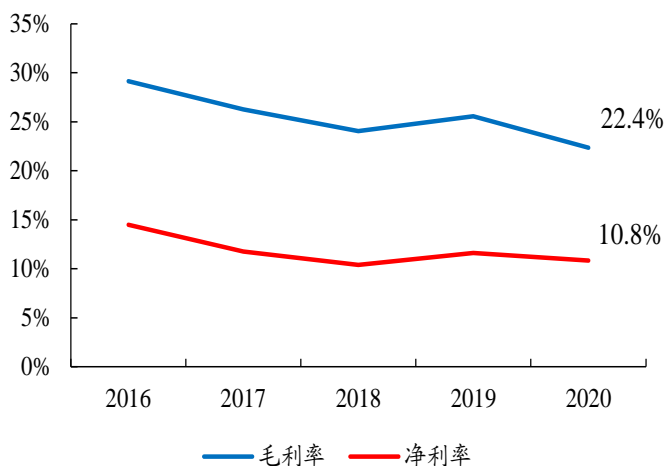
图8: 诺斯贝尔归母净利润稳健增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

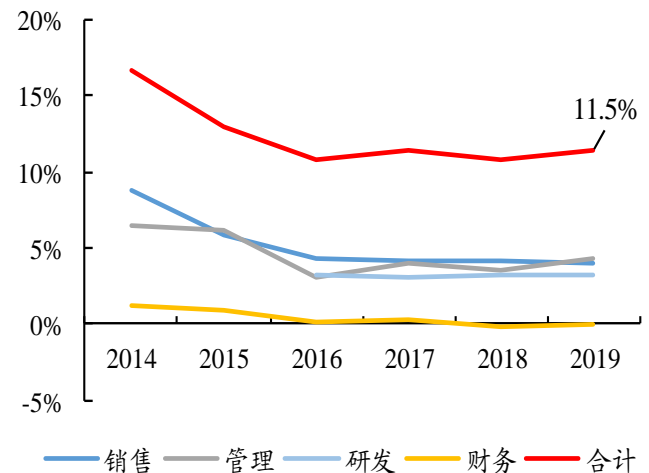
2020年公司毛利率和净利率受原料价格上涨影响有所下降。从盈利能力角度看,公司毛利率和净利率2016-2018年呈现微降趋势,主要是受到公司采取产能储备、扩大市场份额的战略目标影响;2019年公司毛利率和净利率有所回升,毛利率、净利率为25.5%/11.6%,分别较2018年提升1.5pct/1.2pct;2020年、2021Q1公司毛利率、净利率下降,我们认为主要与疫情期间无纺布采购成本上升有关(疫情期间无纺布用于生产口罩),随着公司无纺布产线陆续投产,原料成本上升的情况有望逐渐改善。公司期间费用率相对稳定,保持在11%左右,2019年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为4.0%、4.3%、3.3%。

图9: 2020年诺斯贝尔毛利率和净利率小幅下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 诺斯贝尔期间费用率较为稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

面膜为诺斯贝尔第一大收入品类，公司为国内外知名品牌代工多款经典产品。诺斯贝尔与海内外知名公司、品牌进行合作，海外有滴露、曼秀雷敦、妮维雅等，国内则有屈臣氏、韩后、上海家化等，此外诺斯贝尔也拓展了完美日记、HFP 等新锐美妆品牌。多年来，公司先后代工了多款大众熟知的经典产品，包括滴露卫生湿巾、悦诗风吟绿茶精萃清颜卸妆巾以及屈臣氏明星产品天丝面膜等。

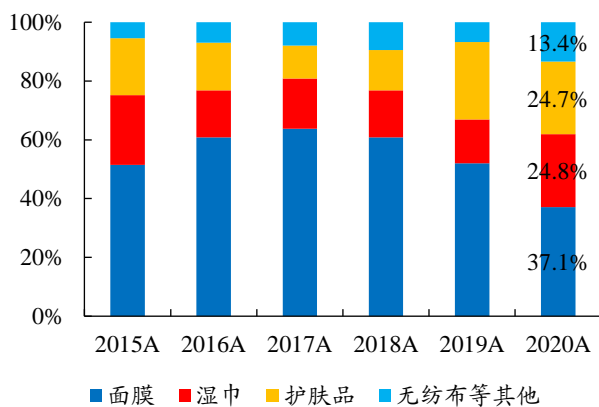
图11: 诺斯贝尔先后代工了多款经典产品（收入占比为2020年数据）



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

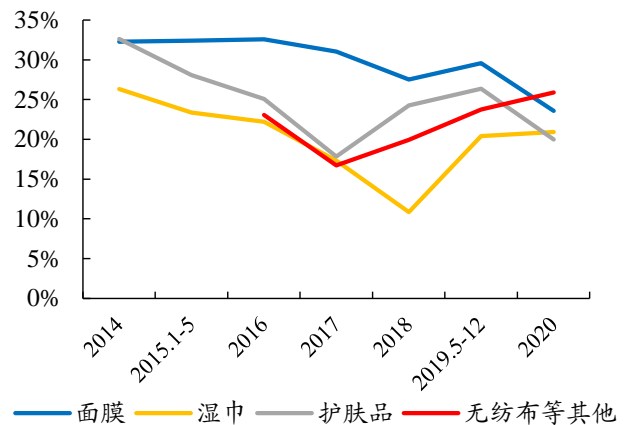
2020年护肤品、湿巾品类销售额占比上升明显。2020年诺斯贝尔面膜/护肤/湿巾/无纺布及其他品类在化妆品业务中销售额占比分别为37.1%/24.7%/24.8%/13.4%，其中护肤品、湿巾近年来销售占比上升明显，无纺布及其他品类在疫情背景下增速较高。疫情期间，公司积极相应国家号召，为解决医用口罩供应不足问题，采购医用口罩生产设备并于2020年1月取得医疗器械生产备案（生产范围为“一次性使用医用口罩”），拉动了无纺布及其他品类收入，除此之外，湿巾品类、化妆品品类亦保持较高增速。从毛利率角度看，面膜/护肤/湿巾/无纺布及其他毛利率分别较2019年同期-6.0pct/-6.4pct/+0.5pct/+2.1pct，面膜毛利率下降主要是由于无纺布采购成本上升。

图12: 2020年诺斯贝尔无纺布及其他收入提升明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所（2019年为5-12月口径）

图13: 2020年诺斯贝尔面膜、湿巾毛利率有所下降



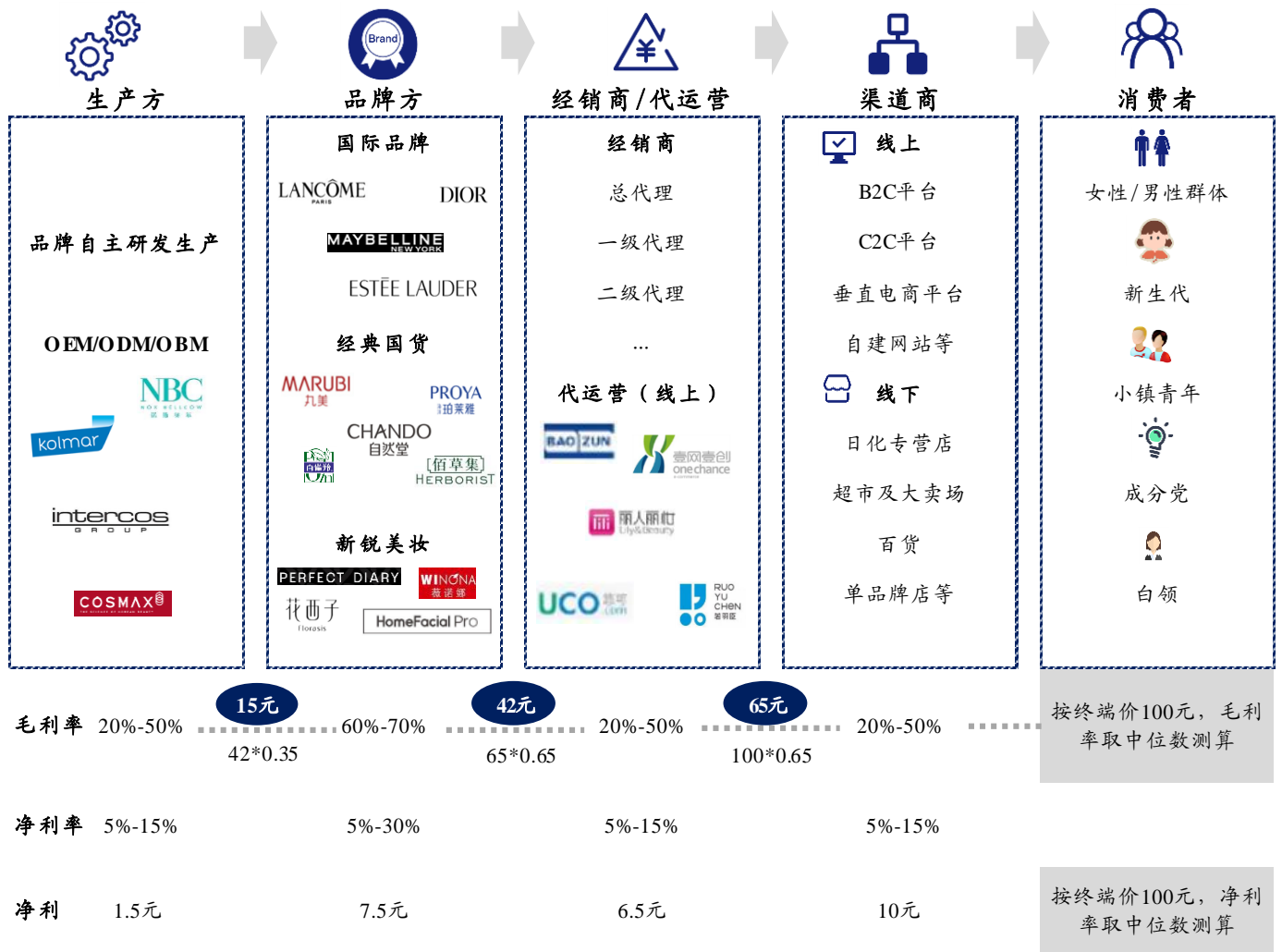
数据来源：公司公告、开源证券研究所（2019年为5-12月毛利率）

2.2、化妆品 ODM 行业：行业高景气，龙头公司市占率有望提升

行业特点：化妆品代工企业位于产业链上游，盈利能力相较产业链其他环节偏低。化妆品产业链一般包括研发生产端、品牌端、经销/代运营端、终端零售和消费者。其中研发生产端包括品牌自主研发生产和代工（OEM、ODM、OBM）等模式，少数品牌自主研发并独立建造工厂自行生产，大多数品牌仍选择委托代工厂生产方式，目前知名代工企业包括国内的诺斯贝尔（青松股份子公司）、意大利 intercos 和韩国 cosmax 等。从盈利能力看，产业链上的品牌端由于产品力和品牌力更强，因此也具有更大的提价空间，毛利率和净利率通常较高。

市场空间：我们测算我国化妆品生产方产值规模估计在 780 亿元以上。我们对化妆品产业链涉及的上下游各环节（为方便计算，测算时毛利率取中位数）进行测算得到：终端销售价格为 100 元的化妆品产品，生产方成本价约为 10 元（15 元*0.65）。根据欧睿咨询数据，2020 年我国化妆品市场广义规模 5199 亿元，则我们估计化妆品生产方（代工+自产）出厂价规模约 780 亿元（5199*15%）。

图14：化妆品代工环节位于产业链上游



资料来源：公司公告、开源证券研究所（价格、毛利、净利经四舍五入处理）

竞争格局：海外巨头规模领先，诺斯贝尔国内第一。

从全球市场来看，海外巨头占据全球化妆品代工领域规模前三名。从规模上看，韩国的科玛和科丝美诗、意大利莹特丽的营收分别位列全球化妆品代工领域前三名，诺斯贝尔为我国本土化妆品代工龙头企业，规模方面与国内其他化妆品代工厂相比已拉开明显差距。从净利润角度看，目前诺斯贝尔净利润已经跻身全球化妆品代工企业前三名，且保持较快增速。

图15: 全球化妆品代工规模前三均为海外巨头 (2020)

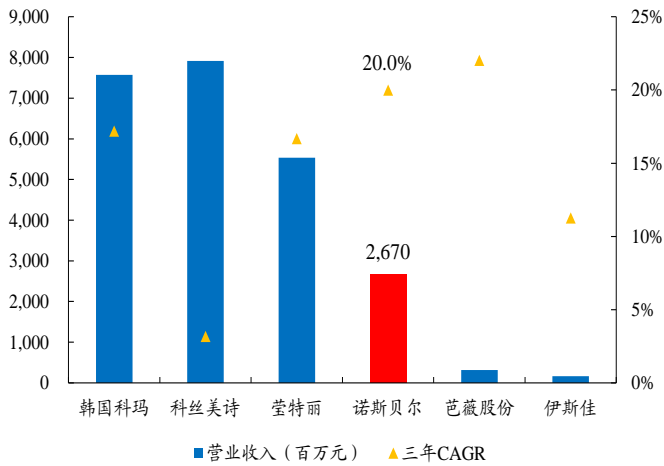
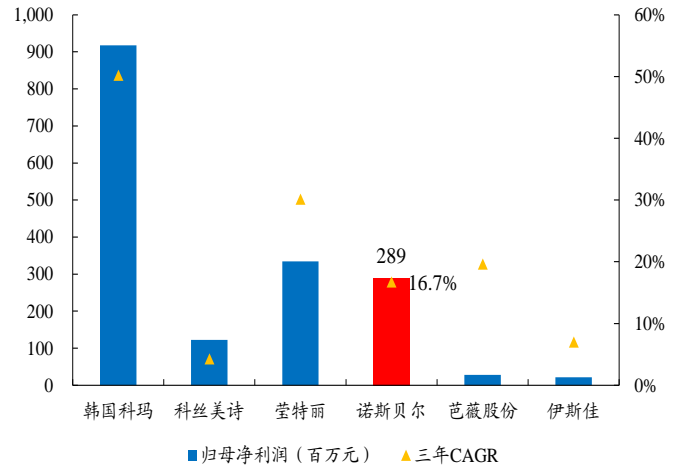


图16: 诺斯贝尔净利润跻身全球前三 (2020)

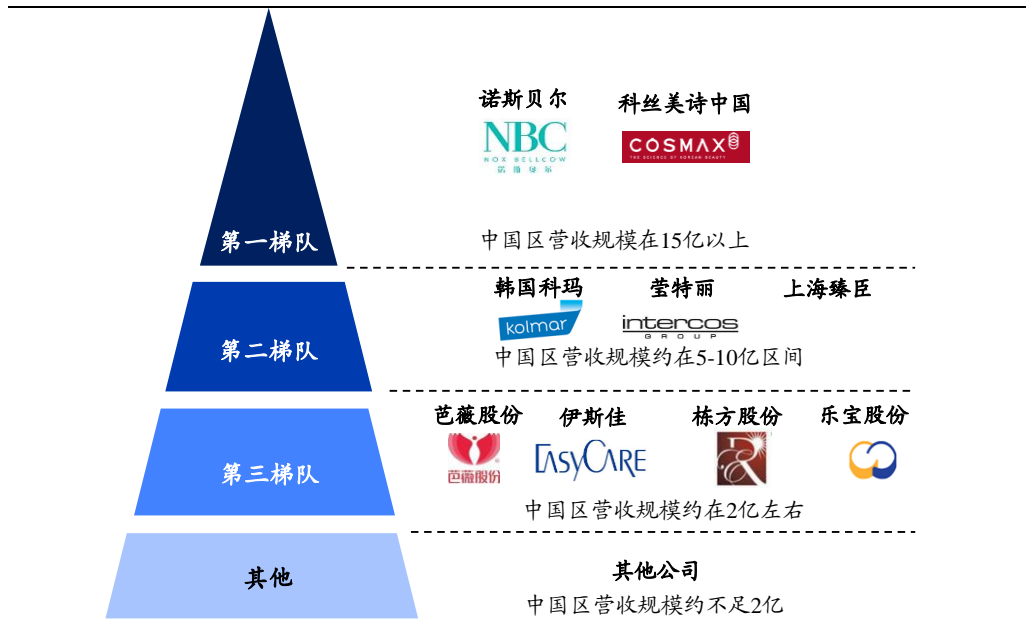


数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：莹特丽为2019年数据，汇率统一至2021/6/10汇率）

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：莹特丽为2019年数据，汇率统一至2021/6/10汇率）

从国内市场来看，诺斯贝尔和科丝美诗处于第一梯队，体量优势明显。我们将国内化妆品OEM/ODM企业按照中国区营收规模分为四个梯队，其中诺斯贝尔和科丝美诗中国位于第一梯队，在我国营收规模达15亿元以上，领先其他梯队较多。目前，国内化妆品代工领域竞争格局总体仍相对分散，头部公司市占率较低。

图17: 诺斯贝尔和科丝美诗中国在我国化妆品代工市场位居第一梯队

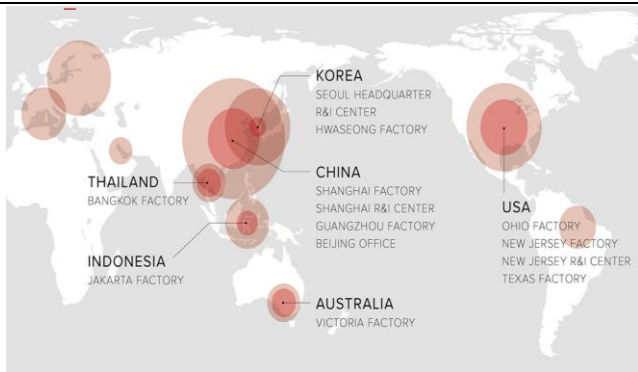


资料来源：公司公告、开源证券研究所

行业：产能驱动，研发赋能，客户矩阵推动天花板提升。

产能驱动：化妆品代工企业通过产能扩建完成初始积累。由于化妆品行业中大多数产品主要满足消费者日常补水、保湿等护肤的基本需求，在技术方面要求不高，因此也导致化妆品代工行业进入壁垒较低。此外，行业中通常品牌方也会选择多家代工厂为其生产，因此对化妆品代工企业而言，产能扩张是实现初期积累的重要路径。复盘全球顶级 OEM/ODM 企业的发展路径，其成长均伴随产能扩张和工厂兴建，科丝美诗第一工厂兴建于 1997 年，后期伴随着工厂向中国、印尼、美国扩张，公司实现了飞速发展，目前已形成全球产能布局。莹特丽亦在欧洲、北美、南美和亚洲十个国家成立了 15 个生产工厂、9 个研发中心以及 12 个分支机构。

图18: 科丝美诗产能布局遍布全球



资料来源：科丝美诗官网

图19: 莹特丽产能布局遍布全球



资料来源：莹特丽官网

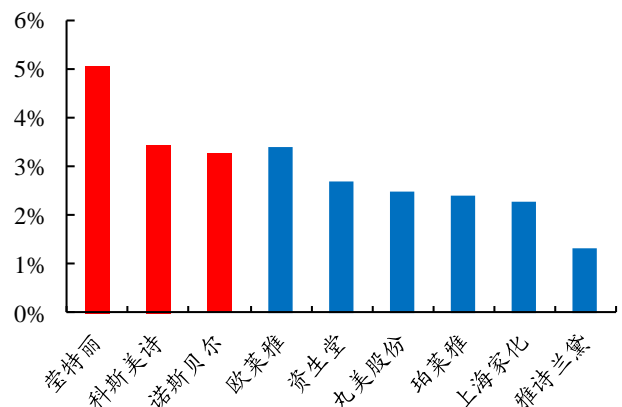
研发赋能：构筑化妆品代工行业竞争壁垒。随着化妆品代工企业不断发展，研发的重要性在凸显，头部化妆品代工企业通过研发可以构筑自己的优势品类。如主打彩妆品类的莹特丽在唇膏品类具有显著技术优势，使用独家色彩维度技术和长效聚合物打造出了顶级唇彩，创造性地实现了所有色彩以及珠光效果都是自发光的功能，并带有弹性形状记忆（目前这一效果尚无竞争对手可以实现）；诺斯贝尔从面膜品类切入，也形成了差异化竞争优势，打造了天丝面膜、水凝胶面膜、超细纤维面膜等多款经典产品，受到市场认可。我们认为，研发实力可以构建化妆品代工企业的竞争壁垒，提供差异化产品也可以在一定程度上提升代工厂对品牌方的话语权。头部化妆品代工企业均重视研发，研发费用率通常在 3% 以上，并不低于化妆品品牌方。

图20: 莹特丽打造了顶级唇彩



资料来源：莹特丽官网

图21: 化妆品代工企业研发费用率不低于品牌方(2019)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

化妆品代工巨头通过形成遍布全球的客户矩阵，不断提高天花板。化妆品代工企业与国内外知名品牌合作，天花板不断提升。以莹特丽为例，集团超过 50% 的营业额来自世界前 30 强企业中的 26 家，近年来莹特丽凭借研发、专利技术优势实现营收、利润高增长，净利润三年复合增速达 30%。

表1: 头部化妆品代工企业合作客户遍布全球

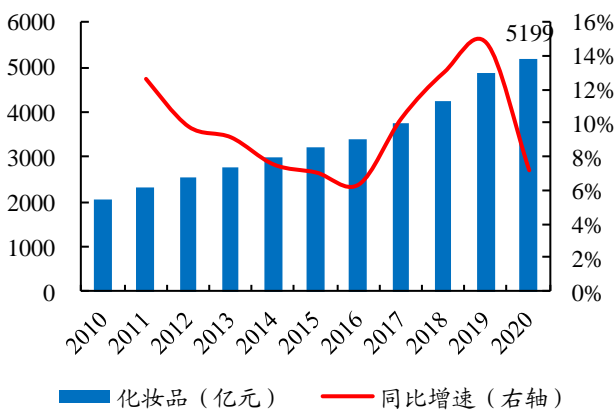
企业	成立	品类	合作品牌方	毛利率	净利率	研发费用率	工厂及研发中心
韩国科玛	1990	护肤、彩妆	兰蔻、香奈儿、雅诗兰黛、欧莱雅等	32.24%	12.12%	1.4%	韩国、中国等
科丝美诗	1992	护肤、彩妆	海外: 欧莱雅、韩国爱茉莉、LG 等 国内: 完美日记、韩后、百雀羚等	15.25%	4.46%	3.5%	韩国、中国上海和广州、印度尼西亚雅加达、美国俄亥俄等
莹特丽	1972	护肤、彩妆	海外: 欧莱雅, 雅诗兰黛, 宝洁, 科蒂, 资生堂, 雅芳等 国内: 完美日记、百雀羚等	23.15%	6.0%	4.46%	十个国家成立了 15 个生产工厂, 9 个研发中心、12 个分支机构
诺贝尔	2004	护肤为主、新增彩妆	海外: 滴露、肌研、曼秀雷敦等 国内: 屈臣氏、上海家化、御家汇、完美日记、HFP、花西子等	22.4%	10.8%	3.3%	在中韩两地设立研究院

资料来源: 公司公告、公司官网、开源证券研究所 (毛利率、净利率为 2020 财年, 研发费用率为 2019 财年, 莹特丽为 2019 财年)

行业展望: 行业增长红利+市占率提升驱动龙头公司增长。我们认为, 化妆品代工行业有望持续享受“颜值经济”红利, 龙头企业借行业发展东风叠加集中度提升趋势, 发展有望提速。此外, 各新锐国货品牌崛起, 也将为化妆品代工企业贡献重要增量。

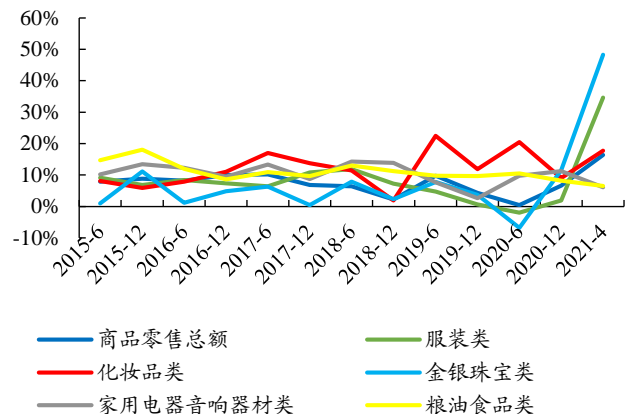
(1) 行业整体看, 根据 Euromonitor 数据, 2020 年我国化妆品行业市场规模超 5000 亿元, 同比增长 7.2%, 虽受到疫情一定程度影响, 但总体仍保持较高景气 (2015-2020 年 CAGR 达 10.3%); 横向对比看, 化妆品社零增速近年来领跑其他可选消费品类增速, 我们预计未来行业将继续保持较快增长。(2) 从市占率角度看, 延续前文, 若国内化妆品生产方 (代工+自产) 出厂规模在 780 亿元, 国内龙头诺贝尔 2019 年实现收入 26.7 亿元, 测算诺贝尔市占率仍然较低, 目前国内市场格局较为分散, 未来龙头企业市占率仍有很大提升空间 (作为参照, 根据韩国科玛年报, 2020 年韩国前三名化妆品 ODM/OEM 公司市占率合计达到 40%)。

图22: 我国化妆品市场规模保持较快增长



数据来源: 欧睿咨询、开源证券研究所

图23: 化妆品社零增速高于其他可选消费品类增速



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、诺斯贝尔核心竞争力：产能筑基、研发赋能、客户资源优质

2.3.1、生产端：高产能规模奠定基石，强研发实力构筑壁垒

产能端：产能扩张驱动+智能生产提效，奠定公司发展基石。诺斯贝尔产能规模全球领先，公司拥有超过 50000 平方米的 GMP 标准厂房，并在生产过程中实施生产设备和流程管理的智能化把控，提升生产效率。具体来看，诺斯贝尔在无纺织冲裁工序上，引进了 20 条全自动面膜冲裁生产线。冲裁车间智能升级后，每人每班次产能约克增加 150%，自动化折叠设备使得折叠效率提升 150%。工厂布局方面，诺斯贝尔下设子公司、一分厂、二分厂分别负责面膜和无纺织、护肤品、湿巾的生产，目前面膜日产能 650 万片以上、护肤日产能 128 万瓶、湿巾日产能 4000 万片，面膜产能规模全球第一。2020 年公司采购了 13 组一次性医用口罩生产线，与此同时，公司一分厂改扩建项目已于 2020 年 6 月获批，公司新增 1 条泡罩生产线、1 条冻干面膜生产线、2 条静电纺丝面膜生产线，公司产能不断提升。我们认为产能是化妆品代工企业发展的基石，充沛的产能可以实现快速反应，灵活满足客户订单需求。

表2：诺斯贝尔生产线丰富

工厂	产品种类	日产能	生产线
诺斯贝尔中央工厂 诺斯贝尔一分厂 诺斯贝尔二分厂 诺斯贝尔三角工厂	面膜	650 万片以上	55 条面膜自动灌装包装生产线；3 条与韩国知名设备制造商共同开发的水凝胶面膜生产线；1 条冻干面膜生产线；1 条静电纺丝面膜生产线；20 条全自动面膜无纺布冲裁生产线
	护肤品	128 万瓶	40 套真空乳化设备；31 条护肤品灌装包装生产线；3 条自动化唇膏生产线；1 条冻干粉护肤品生产线；10 条泡罩护肤品生产线
	湿巾	4000 万片	8 条 80 片全自动湿巾生产线；16 条 10 片装全自动湿巾生产线；11 条单片装全自动湿巾生产线；3 条桶装湿巾生产线；3 条 200 片湿巾生产线
	无纺布及其他		1 条水刺无纺布生产线；13 组一次性医用口罩生产线；2 组 KN95 口罩生产线

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

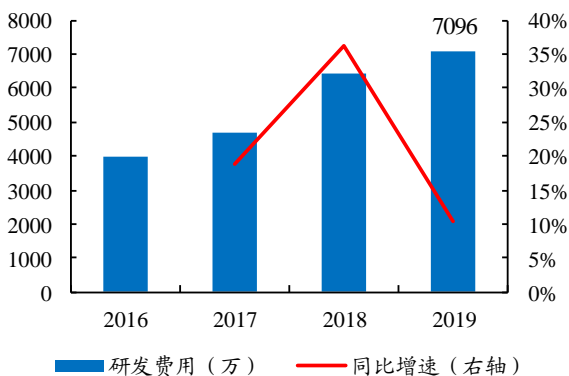
图24：诺斯贝尔产能充沛

品类	2016				2017				2018				2020			
	产能	销量	产能利用率	产销率	产能	销量	产能利用率	产销率	产能	销量	产能利用率	产销率	产能	销量	产能利用率	产销率
面膜 (亿片)	12	6.6	56.0%	97.9%	15	9.4	66.1%	95.2%	19.5	11.4	62.3%	93.9%	19.7	8.0	41.0%	98.9%
湿巾 (亿片)	45	24.4	60.4%	89.8%	60	37.7	64.8%	97.0%	90	50.3	61.4%	91.1%	122	86.2	73.5%	91.8%
护肤品 (万升)	150	34.1	22.4%	101.5%	150	36.7	26.1%	94.0%	180	53.5	31.2%	95.3%	190	132.8	75.5%	96.2%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

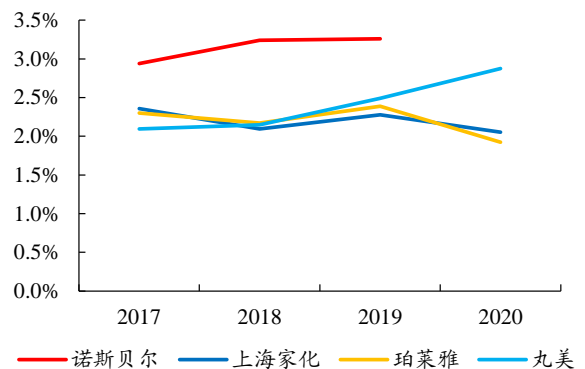
研发端：强研发打造经典产品，中、韩两国建立研究院助力公司发展。（1）从总体规模和费用率上看，2019年诺斯贝尔全年研发费用7096万元，同增10.4%，研发费用率3.3%，与2018年基本持平；（2）公司在中国和韩国均建立了研究所，目前国内研究所科技人员已达到200人，其中博士生、硕士生、本科生组成的专业研发人员（护肤品&无纺布）已达到85人；诺斯贝尔韩国研究所则成立于2016年，在助力公司加速国际化进程同时，实现紧跟海外市场研发趋势；（3）发明专利方面，截至2020年拥有专利59项，其中发明专利23项、实用新型专利31项、外观设计专利5项。（4）从结果上看，经典产品方面公司研发了天丝面膜、超细纤维面膜等产品；新品方面公司保持着较高的推新频率，2020年公司推出Clean beauty系列，市场竞争力强；此外，公司还推出了恒时赋能系列、根源补养系列、甜蜜日记布丁系列等新品。我们认为，强大的研发能力构筑了诺斯贝尔的竞争壁垒，优质产品是公司长期竞争中取胜的关键，也将给公司带来更强的议价能力。

图25：诺斯贝尔注重研发



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：诺斯贝尔研发费用率在3%左右



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：诺斯贝尔在中、韩两地设立研究院，打造了多款经典产品

在中韩两地设立研究所



诺斯贝尔国内研究所科技人员目前已达到200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）达到85人



诺斯贝尔韩国研究所与韩国西江大学、大田大学等院校、韩国相关国家研究所等合作，引进韩国学者、研究人员、配方工程师

诺斯贝尔打造了多款明星产品

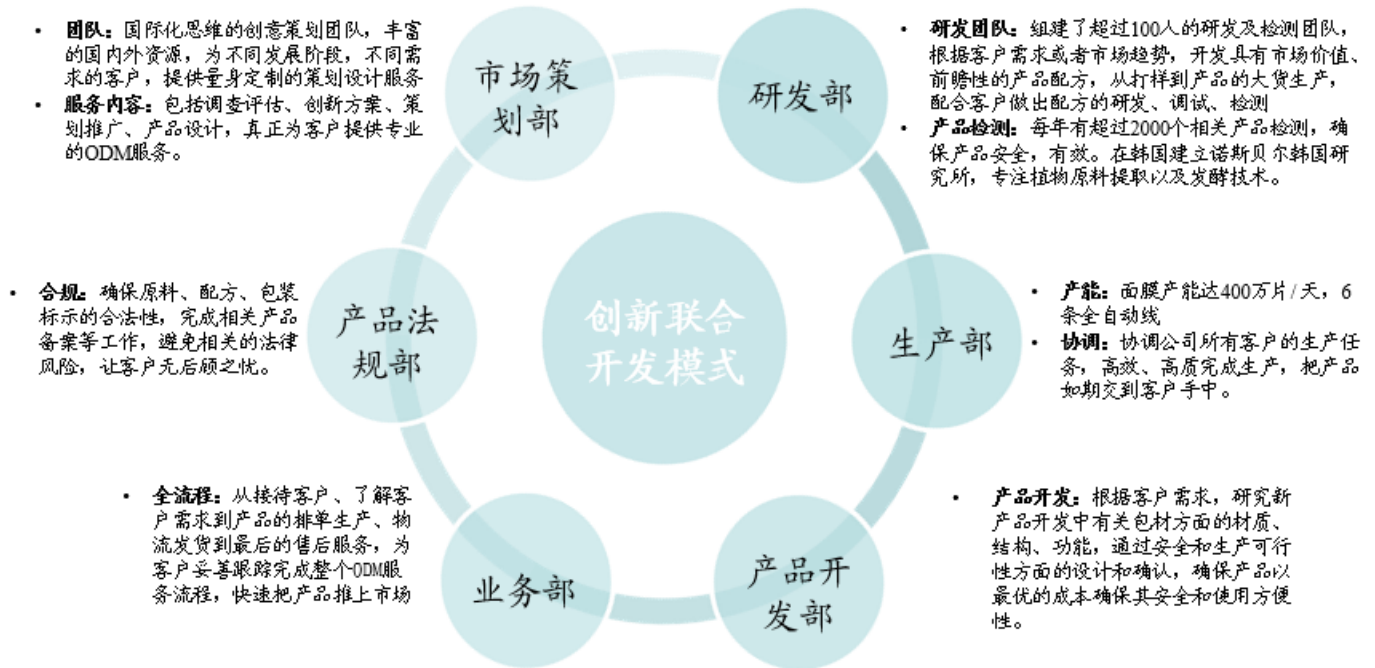
 天丝面膜 清透隐形，植物纤维胶原源，刺激性低	 水凝胶面膜 可以有效地保存大量水分和活性物质	 超细纤维面膜 能在皮肤表面形成轻盈的保湿膜，深度滋养	 矿物泥贴面膜 深层清洁的同时补充水分，促进营养成分吸收
 发酵保湿系列 把植物的大分子物质，分解至游离态，促进肌肤吸收	 发酵美白系列 采用韩国研究所自然植物发酵技术	 碳酸活氧系列 让血管扩张促进血液循环，提升肌肤活力和吸收能力	 城市防护系列 全面阻隔外界侵害肌肤恢复健康活力

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3.2、服务模式：创新联合开发模式，一站式 ODM 服务满足客户需求

创新联合开发模式，一站式 ODM 服务满足客户需求。诺斯贝尔采取创新联合开发模式，下设六大部门，业务部负责从客户对接到整个 ODM 服务流程；产品开发部、产品法规部、研发部、生产部负责产品从研发到生产流程，在保证产品紧随市场需求的同时，严控产品质量；公司同时下设市场策划部，团队具有丰富国内外资源，提供调查评估、创新方案、策划推广等方面服务，可为客户量身定制策划方案。

图28：诺斯贝尔创新联合开发模式下设六大部门，满足客户需求



资料来源：公司官网、开源证券研究所

在创新联合开发模式下，公司紧跟市场热点，为客户量身打造符合趋势的新产品。诺斯贝尔根据市场轻医美趋势，前瞻性地开发了系列产品，如六胜肽紧致冻干粉和安瓶精华系列，市场上完美日记植萃舒缓焕颜安瓶精华液、佰草集典萃玻尿酸水润冻干面膜等均为诺斯贝尔代工生产。我们认为，在创新联合开发模式下，公司可以有效满足不同客户对产品功能、质量等方面的个性化需求，助力公司成长。

图29：诺斯贝尔鲜活维C亮肤面膜



资料来源：公司官网

图30：诺斯贝尔安瓶精华系列——凝时秘盒安瓶精华



资料来源：公司官网

2.3.3、客户端：核心客户关系稳固，新客户持续拓展

诺斯贝尔与国内外知名企业建立了稳固的合作关系。国内方面，诺斯贝尔客户包括屈臣氏、上海家化、御家汇等，多次获得主要客户“年度优秀供应商”、“年度最佳合作伙伴”等称号，其中屈臣氏是诺斯贝尔核心客户，2016-2018年屈臣氏对诺斯贝尔的收入贡献均在15%以上，诺斯贝尔还荣获了屈臣氏“挚爱自有品牌大奖”奖项。此外，诺斯贝尔还与滴露、肌研等合作，打造了滴露卫生湿巾等经典产品。知名企业对供应商筛选较为严格，诺斯贝尔产品质量高，可满足客户需求，我们预计未来诺斯贝尔和核心客户会继续保持稳固合作关系。

诺斯贝尔持续拓展新客户。诺斯贝尔凭借着产能优势和高产品质量，近年来持续拓展了包括完美日记、HFP、三草两木、纽西之谜等在内的优质国内新锐品牌。我们认为，优质新锐品牌客户的拓展，展现了品牌方对诺斯贝尔生产研发能力的认可，未来公司客户结构有望进一步完善，新锐品牌也将不断贡献增量。

图31：诺斯贝尔与海内外各类客户展开广泛合作



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图32：诺斯贝尔与核心客户合作关系稳固

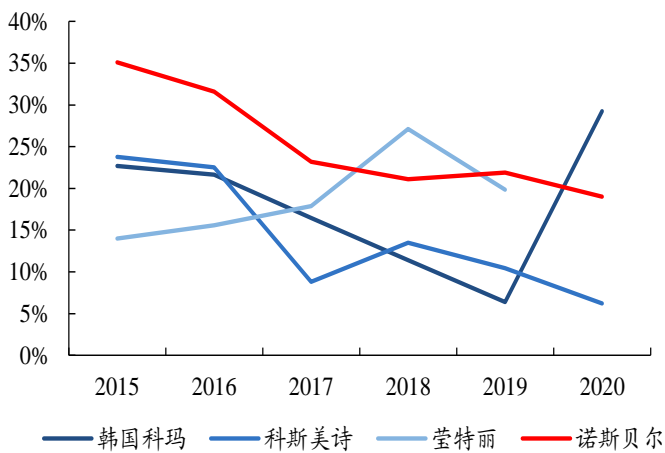
2016			2017			2018		
品牌	收入(亿元)	占比	品牌	收入(亿元)	占比	品牌	收入(亿元)	占比
1 屈臣氏	3.40	28.5%	1 屈臣氏	3.43	22.2%	1 屈臣氏	3.20	16.2%
2 韩后	1.53	12.8%	2 伽蓝集团	2.10	13.6%	2 伽蓝集团	2.04	10.3%
3 御家汇	0.89	7.5%	3 韩后	1.55	10.0%	3 御家汇	1.60	8.1%
4 植物医生	0.75	6.2%	4 御家汇	1.04	6.7%	4 利洁时	0.87	4.4%
5 伽蓝集团	0.73	6.1%	5 植物医生	0.74	4.8%	5 植物医生	0.85	4.3%
6 上海悦目	0.63	5.3%	6 利洁时	0.69	4.5%	6 上海悦目	0.83	4.2%
7 GAMA 集团	0.58	4.9%	7 上海家化	0.67	4.3%	7 韩后	0.72	3.6%
8 上海家化	0.47	3.9%	8 GAMA 集团	0.63	4.1%	8 GAMA 集团	0.71	3.6%
9 利洁时	0.31	2.6%	9 上海悦目	0.58	3.7%	9 新高姿	0.70	3.5%
10 Yokota Integra	0.20	1.7%	10 完美集团	0.40	2.6%	10 上海家化	0.66	3.4%
合计	9.50	79.5%	合计	11.82	76.4%	合计	12.18	61.6%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3.4、回归财务：公司财务指标质量高，领跑行业

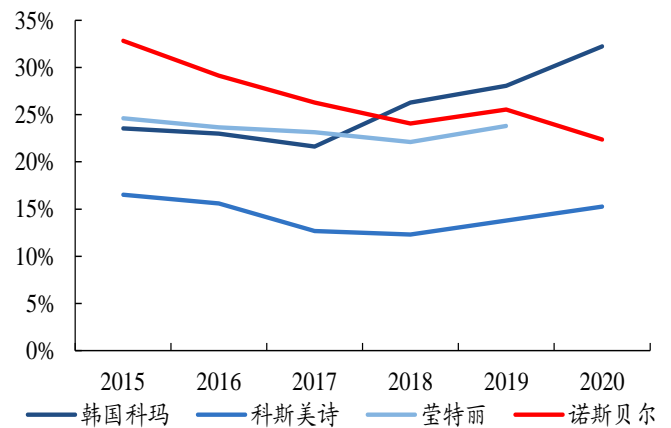
诺斯贝尔 ROE 行业领先，强盈利能力和优秀费用管控能力是突出优势。2019 年诺斯贝尔 ROE 为 21.9%，高于头部化妆品代工公司，高 ROE 水平得益于强盈利能力和费用管控能力。首先，盈利能力方面，2020 年诺斯贝尔毛利率为 22.4%，处于行业领先水平。其次，费用管控方面，诺斯贝尔期间费用率稳定在 11% 左右，海外巨头相对较高，主要是由于海外巨头在扩张过程中采取收购方式，造成了较高的管理费用率，以韩国科玛为例，2017 年公司收购化妆品公司 CSR，2018 年收购 CJhealthcare，期间管理费用率大幅提升，从 2016 年的 11.0% 提升 4.0pct 至 2019 年的 15.0%。净利率方面，2020 年诺斯贝尔为 10.8%，保持行业领先水平。

图33：诺斯贝尔 ROE 水平行业领先



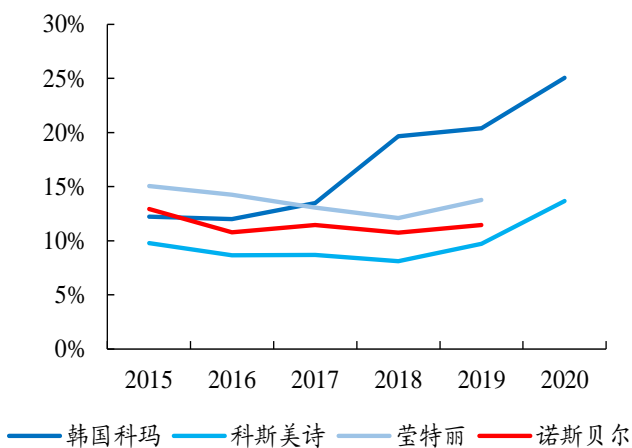
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图34：诺斯贝尔毛利率水平处于行业领先



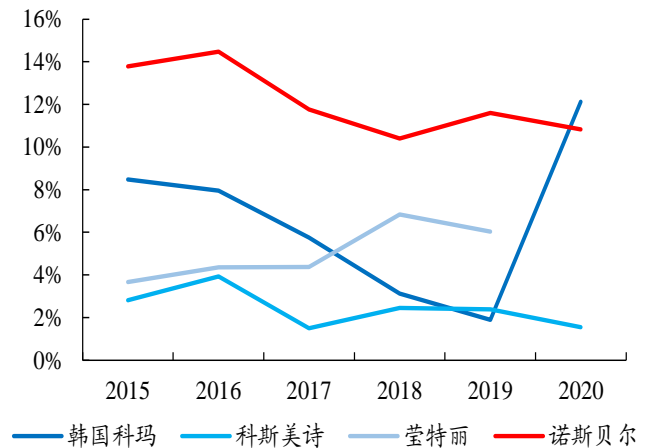
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图35：诺斯贝尔体现出较强的费用管控能力



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图36：诺斯贝尔净利率处于行业领先地位



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

2.4、成长驱动力：化妆品新规利好行业龙头，新客户、新品类驱动增长

行业政策：化妆品新规实施利好龙头代工厂，头部企业市占率有望提升。

化妆品新规实施，利好龙头代工厂。2021年1月1日《化妆品监督管理条例》正式施行，相关配套文件陆续出台，新的化妆品行业监督管理体系逐渐成型。在化妆品新规背景下，进行特定功效宣称的化妆品，应当通过人体功效评价试验或消费者使用测试，在这一背景下，产品上市前需要采用与第三方检测机构联合或建立功效测评实验室的方式完成特定功效宣称。我们认为：

(1) 有利于行业出清：对于不合规、无法完成特定功效宣称测评的代工厂，将会逐步被淘汰；

(2) 头部代工厂具有成本优势：化妆品新规对于整个行业而言将增加检测成本，而对于头部化妆品代工厂，无论是采用与第三方联合检测模式还是自建功效测评实验室，都相对具有成本优势；

(3) 更能满足品牌方快速生产需求：头部代工厂研发实力更强，运营流程也更完善，有助于协助品牌方更快完成整个生产上市流程。

表3：化妆品功效宣称需要完成人体功效测评试验等

序号	功效宣称	人体功效评价 试验	消费者使用测试	实验室试验	文献资料或研究数据
1	祛斑美白	✓			
2	防晒	✓			
3	防脱发	✓			
4	祛痘	✓			
5	滋养	✓			
6	修护	✓			
7	抗皱	*	*	*	△
8	紧致	*	*	*	△
9	舒缓	*	*	*	△
10	控油	*	*	*	△
11	去角质	*	*	*	△
12	防断发	*	*	*	△
13	去屑	*	*	*	△
14	保湿	*	*	*	*
15	护发	*	*	*	*
16	特定宣称(宣称适用敏感皮肤、无泪配方)	*	*		
17	特定宣称(原料功效)	*	*	*	*
18	宣称温和(无刺激)	*	*	*	△
19	宣称量化指标的(时间、统计数据等)	*	*	*	△
20	宣称新供销		根据具体功效宣称选择合适的评价依据。		

资料来源：国家食品药品监督管理局、开源证券研究所（1. 选项栏中画✓的为必做项目；2. 选项栏中画*的为可选项，但必须从中选择至少一项 3. 选项栏中画△的为可搭配项目，但必须配合人体功效评价试验、消费者使用测试或者实验室试验一起使用。）

新客户：有望不断贡献增量。（1）**国内新锐品牌：**相较于供应链相对完善的龙头化妆品企业来讲，新锐品牌对代工厂的需求更大，诺斯贝尔已经拓展了完美日记、花西子等新锐美妆品牌，我们认为未来新锐国货品牌将为公司贡献重要增量。（2）**国际知名品牌：**通常来讲，国际品牌对代工厂商要求均比较严格，诺斯贝尔与屈臣氏、滴露等品牌已经建立了稳定的合作关系，有望保持稳定增长；除此之外，公司也不断拓展其他国际知名品牌如丝芙兰、宝洁等，未来有望不断放量。

图37：诺斯贝尔为新锐国货品牌完美日记代工

完美日记瞬盈补水面膜	
备案编号	粤G妆网备字2021016178
备案日期	2021-01-18
生产企业	广州逸仙电子商务有限公司
生产企业地址	广州市海珠区新港西路135号中大科技园B座（部位：1002-1015室）（仅限办公）
实际生产企业	<p>企业名称：诺斯贝尔化妆品股份有限公司 企业地址：1. 广东省中山市南头镇东福北路50号，2. 广东省中山市南头镇永辉路82号，3. 广东省中山市南头镇永辉路61号，4. 广东省中山市三角镇得基路1号，5. 广东省中山市三角镇金祥路6号 生产许可证号：粤妆20160081</p>
成分	完美日记瞬盈补水面膜-膏方表：【水】，“双丙二醇”，“水，辛酸/癸酸甘油三酯，牛油果树（BUTYROSPERMUM PARKII）果脂，甘油，卵磷脂，胆甾醇”，“C15-19 烷”，“聚二甲基硅氧烷”，“PCA 钠，水”，“1,2-己二醇”，“对羟基苯乙酮”，“PCA 钠，水，甘油，尿素，透明质酸钠，辛甘醇，三醇精，聚季铵盐-61，己二醇，海藻糖”，“（藻酸钠，1,2-己二醇，辛甘醇，水，木瓜蛋白酶，卡达姆）”，“PEG-20 甲基葡萄糖倍半硬脂酸酯”，“氯化卵磷脂”，“水，聚天冬氨酸钠，丁二醇，1,2-己二醇”，“丙烯酸（酯）类/C10-30 烷醇丙烯酸酯交联聚合物”，“精氨酸”，“尿囊素”，“（丁醇聚醚-3，苯并三唑基丁苯酚磺酸钠，柠檬酸三丁酯）”，“EDTA 二钠”，“羟乙基纤维素”，“聚丙烯酸的接枝淀粉”，“香精”，“（透明质酸的交联聚合物，透明质酸钠，乙酰化透明质酸钠，水解透明质酸钠，1,2-戊二醇，乙基己基甘油，水）”，“肌肽”，“（刺云实（CAESALPINIA SPINOSA）果提取物，水，长心卡帕基（KAPPAPHYCUS ALVAREZII）提取物）”，“（丁二醇，透明质酸钠，富勒烯，水）”，“（1,2-己二醇，甘油，精氨酸，赖氨酸多肽，乙基己基甘油，水）”，“透明质酸钠”，“（甘油，水，二葡萄糖苷酸）”，“（乙酰基六肽-8，水）”

资料来源：国家食品药品监督管理局、开源证券研究所

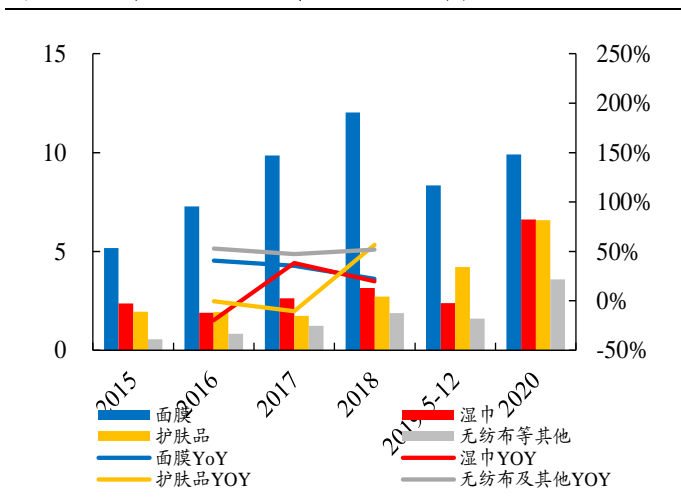
图38：诺斯贝尔为国际品牌丝芙兰代工

丝芙兰透明质酸保湿安瓶精华液	
备案编号	沪G妆网备字2020027328
备案日期	2020-12-02
生产企业	丝芙兰（上海）化妆品销售有限公司
生产企业地址	上海市黄浦区南京西路388号12楼1207室
实际生产企业	<p>企业名称：诺斯贝尔化妆品股份有限公司 企业地址：1. 广东省中山市南头镇东福北路50号，2. 广东省中山市南头镇永辉路82号，3. 广东省中山市南头镇永辉路61号，4. 广东省中山市三角镇得基路1号，5. 广东省中山市三角镇金祥路8号 生产许可证号：粤妆20160081</p>
成分	丝芙兰透明质酸保湿安瓶精华液：【水】，“丁二醇”，“1,2-戊二醇”，“甘油”，“肌醇”，“对羟基苯乙酮”，“核糖”，“（苯甲酸，黄原胶，皱波角叉菜（CHONDRIUS CRISPUS）提取物，赤藓醇，PCA 钠，甘油，水，山梨酸）”，“（甘油，水，二葡萄糖苷酸）”，“透明质酸钠”，“水解透明质酸”，“透明质酸钠”，“柠檬酸钠”，“水解透明质酸钠”，“透明质酸钠”，“（肌醇六磷酸，水）”，“聚甘油-10 月桂酸酯”，“柠檬酸”，“水解透明质酸”，“香精”

资料来源：国家食品药品监督管理局、开源证券研究所

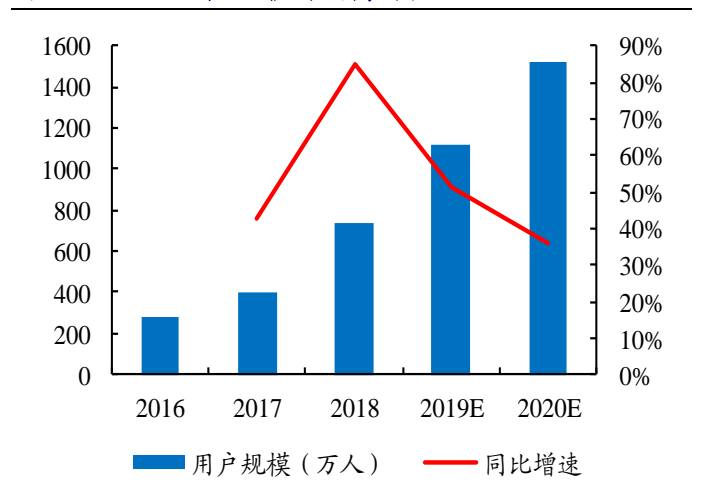
新品类：护肤品、湿巾高速增长，面膜竞争优势突出。（1）诺斯贝尔护肤品类自2018年开始保持高速增长状态，我们认为这主要得益于公司研发实力支撑以及在轻医美领域的前瞻性布局，未来我们预计轻医美等护肤品品类有望不断为公司贡献增量。（2）湿巾、无纺布品类方面，疫情驱动湿巾、无纺布等消杀系列产品销售。湿巾方面，诺斯贝尔2010年获得生产医用湿巾许可证，为伽玛卫生湿巾（医疗机构专用湿巾，可用于医院消毒）代工，公司代工的知名湿巾产品还包括滴露卫生湿巾，可用于日常消毒，对大肠杆菌、金黄色葡萄球菌的有效杀菌率可达99%。我们预计随着消费者消费习惯养成，湿巾等消杀品类产品有望保持高景气度。（3）面膜品类方面，诺斯贝尔核心竞争力突出，有望保持不低于行业整体的增速。

图39：公司护肤品、湿巾品类快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：轻医美用户规模持续高增长

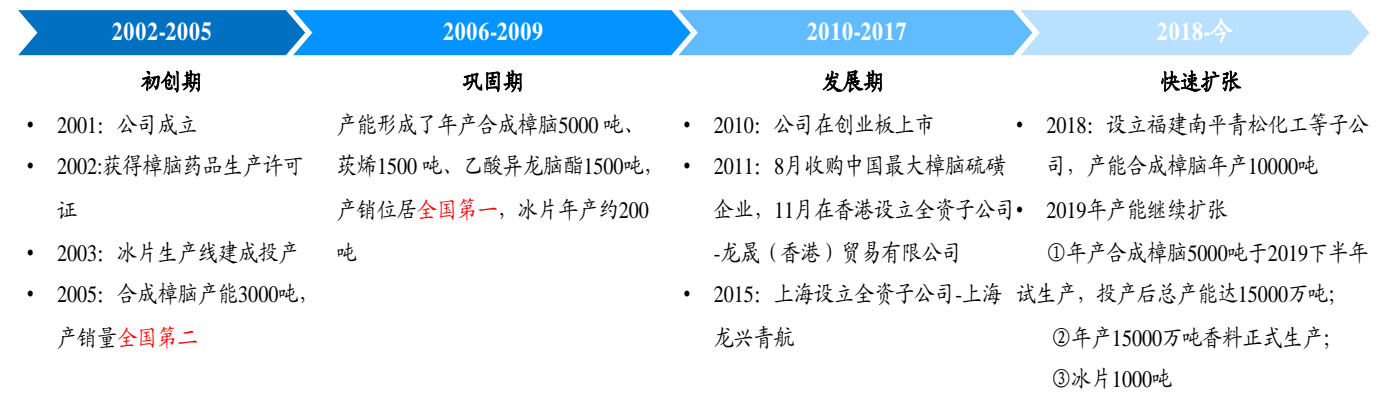


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、松节油深加工业务：林产化学工业龙头，业务有望回暖

青松股份是全球最大的合成樟脑供应商，2018年主要产品合成樟脑产能规模占全国近80%、全球约45%，在行业中处于寡头地位。青松股份于2001年成立，经历近20年发展，目前公司合成樟脑产能已经达到年产1.5万吨（年产5000吨的合成樟脑项目2019年下半年投产后），位居世界第一；客户方面，公司在深耕国内的基础上，不断拓展海外市场，产品远销美国、欧洲、日本、泰国等全球50多个国家和地区，出口销售收入占比从2007年的14%提升到2018年的43%。

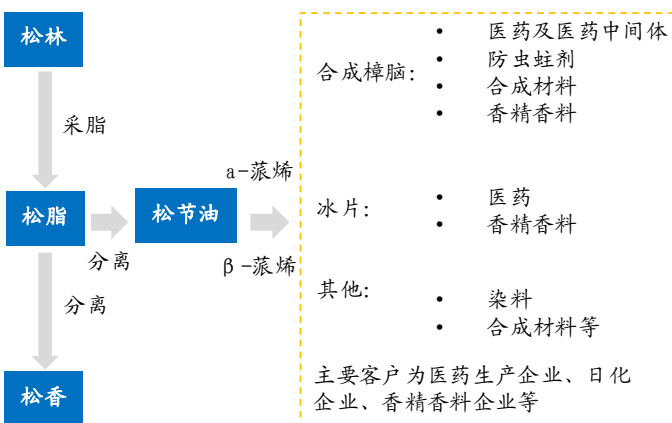
图41：青松股份产能不断扩张



资料来源：公司公告、开源证券研究所

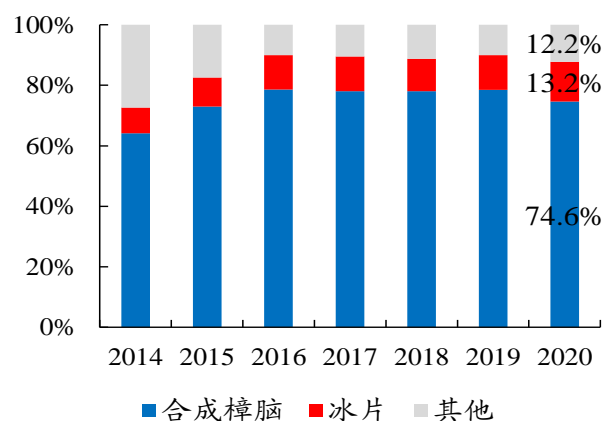
青松股份松节油深加工业务主要产品为合成樟脑，2020年在化工业务收入占比超70%。松节油深加工业务以松节油为原料（松节油在原料成本占比达70%），通过深加工得到合成樟脑、冰片等产品，合成樟脑主要用于医药及医药中间体、香料香精等领域，也是唇膏、面膜等化妆品的原材料之一，客户为医药生产企业、日化企业、香精香料企业等。合成樟脑是目前公司主要产品，收入占比呈逐渐上升状态，从2014年的64.1%提升10.5pct至2020年的74.6%。

图42：林化工业业务从松节油加工成合成樟脑等产品



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图43：青松股份林化工业业务中合成樟脑占比高

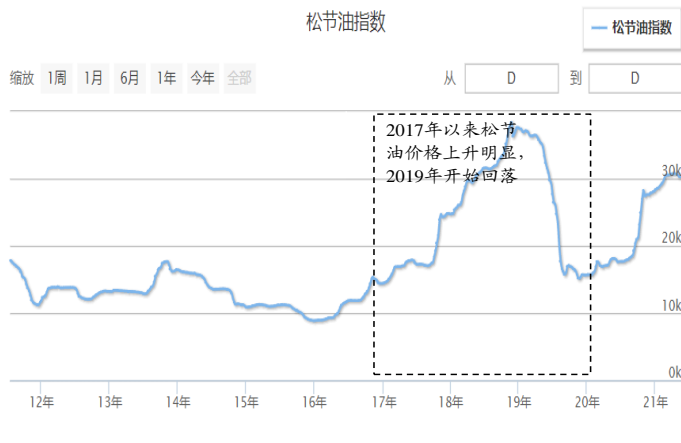


数据来源：公司公告、开源证券研究所

合成樟脑行业：行业带有一定周期性，受上游原材料松节油影响较大。近年来，受到我国可采脂松树资源面积下降、多省出台松脂限采政策等因素影响，我国松脂、松节油产量呈下降趋势，我国也从松节油出口大国变成松节油进口国。从价格上看，我国松节油价格自2016年以来呈现明显上升趋势，以福建马尾松松节油价格为例，

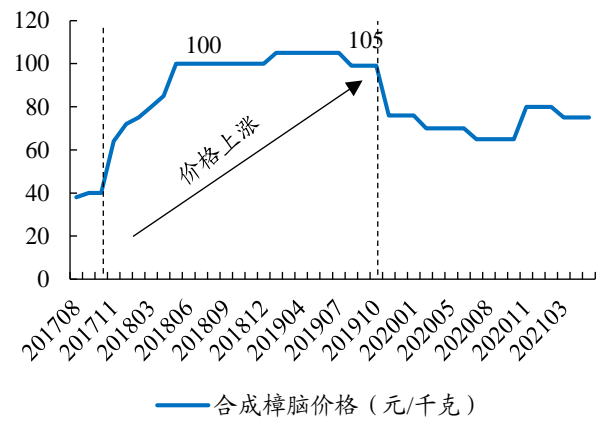
价格从 2016 年初的不足 1 万元/吨上升至 2019 年的超过 3.5 万元/吨，上涨了接近三倍，自 2019 年开始松节油价格呈现一定回落趋势，下跌幅度达 50%，2020 年中价格开会回暖。合成樟脑方面，随着上游松节油价格提升，合成樟脑价格亦呈现上升趋势，从 2017 年的不足 40 元/公斤一路上升，至 2019 年 1 月达到最高点 105 元/公斤，而后呈现回落趋势，随着松节油价格回升，合成樟脑价格也开始逐渐上涨。

图44: 福建马尾松松节油价格从 2017 年开始明显上升



资料来源: 华讯松香网、开源证券研究所

图45: 合成樟脑价格从 2017 年底开始明显提升

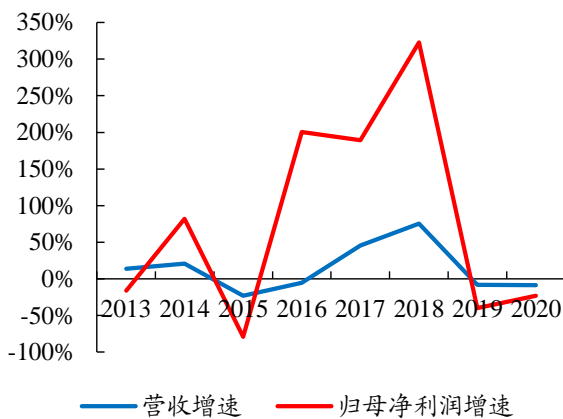


数据来源: 康美·中国重要材料价格指数、开源证券研究所

青松股份作为行业龙头，成本转嫁能力强。虽然合成樟脑成本受松节油原料价格影响大，但公司具有较强的成本转嫁能力。具体来看，一方面合成樟脑等产品在下游香精香料客户生产成本中占比低且具有不可替代性，制药、香精香料等最终产成品又在消费者日常消费中所占比例低，因而合成樟脑总体需求弹性较小；另一方面，公司是全球最大松节油深加工企业，属于行业寡头，具有较强的自主定价权。

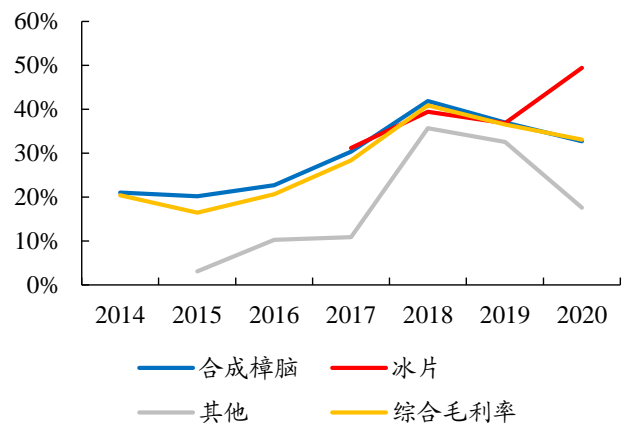
2017、2018 年随原材料和产成品价差扩大，公司经营业绩亮眼，2019 年以来有所回落，2021 年有望回暖。2017 年以来合成樟脑价格与原材料价差扩大带来了公司营收和盈利能力高增长，2017、2018 年公司归母净利润分别同比上升 189.4%/322.6%，毛利率从 2016 年提升 20.2pct 至 2018 年的 40.9%。2019 年以来，上游原材料松节油价格回落，公司林化工业务收入出现下滑。随着松节油价格回升，2021 年公司林化工业务有望回暖。

图46: 青松股份 2019 年以来林化工业务开始回落



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图47: 青松股份林化工业务毛利率有所下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

我们认为化妆品 ODM 业务方面, 诺斯贝尔作为行业龙头(全球规模第四), 在产能、研发和客户资源方面优势明显, 市占率有望持续提升; 林化工业务方面, 松节油价格回升, 业绩有望回暖。其中:

化妆品业务:

- (1) 收入: 面膜品类公司优势明显, 有望保持略高于行业增速; 湿巾品类在疫情催化下, 有望保持较高增速; 公司发力护肤品类, 有望保持高速增长; 无纺布及其他品类保持稳健。
- (2) 毛利率: 2020 年公司面膜品类毛利率受无纺布成本上涨影响而下降, 未来随着公司无纺布产线陆续投产, 毛利率有望逐渐改善。
- (3) 核心费用率: 规模效应下, 公司管理费用率、销售费用率有望小幅下降; 研发费用率则保持稳定。
- (4) 盈利预测: 我们预计公司化妆品业务 2021-2023 年收入为 32.43/39.31/47.61 亿元(同比增速为 21.4%/21.2%/21.1%); 2021-2023 年净利润为 3.45/4.34/5.36 亿元(同比增速为 21.2%/22.9%/21.7%)。

林化工业务:

随着松节油价格上涨, 公司林化工业务有望回暖。我们预计公司林化工业务 2021-2023 年收入为 12.54/13.17/13.83 亿元(同比增速为 5%/5%/5%); 2021-2023 年净利润为 2.11/2.25/2.41 亿元(同比增速为 17.2%/6.9%/6.9%)。

整体盈利预测与估值:

我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 45.06/52.57/61.53 亿元(同比增速 16.6%/16.7%/17.0%), 2021-2023 年归母净利润为 5.61/6.56/7.65 亿元(同比增速为 21.8%/16.9%/16.6%), 对应 EPS 为 1.09/1.27/1.48 元。当前股价对应 PE 为 20.4/17.4/15.0 倍, 公司目前与行业可比公司相比估值水平有较大上升空间。我们认为公司化妆品 ODM 业务竞争优势突出, 林化工业务也有望在松节油价格回升带动下回暖。

首次覆盖, 给予“买入”评级。

表4: 化妆品行业可比公司估值

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603605.SH	珀莱雅	未评级	375	187	2.97	3.68	4.48	62.8	50.7	41.6
603983.SH	丸美股份	未评级	210	52	1.38	1.62	1.86	37.9	32.2	28.0
600315.SH	上海家化	未评级	381	56	0.76	1.15	1.54	73.9	48.8	36.5
300955.SZ	嘉亨家化	未评级	53	53	1.26	1.69	2.06	41.6	31.2	25.5
A 股平均								50.4	40.7	32.9
300132.SZ	青松股份	买入	114	22	1.09	1.27	1.48	20.4	17.4	15.0

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021/06/25, 珀莱雅、丸美股份、上海家化、嘉亨家化 EPS 使用 Wind 一致预期数据)

5、风险提示

化妆品代工行业利润率水平具有不确定性，若行业竞争加剧，则可能对公司盈利能力造成影响；

新客户拓展情况不及预期；

原松节油业务具有周期性，若恢复不及预期也会拖累业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2362	2162	3453	3621	4600
现金	645	515	1182	1379	1615
应收票据及应收账款	679	672	903	934	1217
其他应收款	16	26	23	34	33
预付账款	23	19	30	27	40
存货	865	747	1130	1064	1513
其他流动资产	133	183	183	183	183
非流动资产	2293	2465	2544	2626	2723
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	571	647	721	800	889
无形资产	138	112	123	138	156
其他非流动资产	1584	1707	1699	1688	1678
资产总计	4655	4627	5996	6247	7323
流动负债	823	1012	2003	1758	2235
短期借款	212	173	1061	848	1075
应付票据及应付账款	380	405	509	559	696
其他流动负债	231	434	432	351	465
非流动负债	673	480	391	302	213
长期借款	637	445	356	267	178
其他非流动负债	36	35	35	35	35
负债合计	1497	1492	2393	2060	2448
少数股东权益	130	1	1	1	1
股本	517	517	517	517	517
资本公积	1455	1162	1162	1162	1162
留存收益	1055	1446	1914	2470	3106
归属母公司股东权益	3028	3134	3602	4187	4874
负债和股东权益	4655	4627	5996	6247	7323

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	676	806	279	807	452
净利润	474	469	561	656	765
折旧摊销	87	132	110	133	158
财务费用	20	54	19	21	22
投资损失	-0	-18	0	0	0
营运资金变动	56	139	-411	-3	-493
其他经营现金流	40	31	0	0	0
投资活动现金流	-893	-343	-189	-215	-255
资本支出	90	337	189	215	255
长期投资	-5	-55	0	0	0
其他投资现金流	-808	-61	0	0	0
筹资活动现金流	627	-579	-311	-182	-189
短期借款	62	-39	0	0	0
长期借款	637	-192	-89	-89	-89
普通股增加	131	0	0	0	0
资本公积增加	1372	-292	0	0	0
其他筹资现金流	-1575	-56	-222	-93	-100
现金净增加额	415	-130	-220	410	8

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2908	3865	4506	5257	6153
营业成本	1999	2873	3346	3910	4591
营业税金及附加	15	20	26	30	36
营业费用	86	52	86	103	124
管理费用	108	191	221	250	284
研发费用	104	124	148	172	201
财务费用	20	54	19	21	22
资产减值损失	-34	-13	10	10	10
其他收益	15	14	14	16	19
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	18	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	555	570	665	776	904
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	18	5	4	4
利润总额	553	553	660	772	900
所得税	79	84	99	116	135
净利润	474	469	561	656	765
少数股东损益	21	8	0	0	0
归母净利润	453	461	561	656	765
EBITDA	676	709	795	934	1079
EPS(元)	0.88	0.89	1.09	1.27	1.48

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	104.6	32.9	16.6	16.7	17.0
营业利润(%)	17.4	2.8	16.5	16.8	16.5
归属于母公司净利润(%)	13.2	1.7	21.7	17.1	16.6
获利能力					
毛利率(%)	31.2	25.7	25.7	25.6	25.4
净利率(%)	15.6	11.9	12.4	12.5	12.4
ROE(%)	15.0	15.0	15.6	15.7	15.7
ROIC(%)	13.0	12.3	11.4	12.6	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	32.1	32.2	39.9	33.0	33.4
净负债比率(%)	7.0	10.1	9.4	-3.8	-5.3
流动比率	2.9	2.1	1.7	2.1	2.1
速动比率	1.6	1.3	1.1	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	6.4	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	8.5	7.3	7.3	7.3	7.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.89	1.09	1.27	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	1.56	0.54	1.56	0.88
每股净资产(最新摊薄)	5.86	6.07	6.97	8.11	9.44
估值比率					
P/E	25.2	24.8	20.4	17.4	15.0
P/B	3.8	3.7	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	17.5	16.5	14.7	12.0	10.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn