

WW

青松股份（300132）：美妆产业浪潮起，代工龙头御风行

2021年07月16日

推荐/首次

青松股份

公司报告

进军美妆高景气赛道，双主业协同发展。公司以松节油深加工业务为传统主业，2019年收购诺贝尔进军美妆赛道，实现高增长业务的拓展布局，目前形成双主业协同发展格局。高景气美妆赛道有助于打破原化工业务周期属性，带动营收高增和利润增厚。

美妆行业扩容下代工业务水涨船高，诺贝尔作为行业龙头将充分受益。消费升级带动美妆行业持续高增，代工业务作为美妆产业链上游，充分受益于行业扩容带来的代工需求增加，增长确定性更强。随着国货新锐品牌和电商品牌的崛起，美妆代工需求有望持续增加。美妆代工行业参与者众多，但龙头公司市占率高且优势明显，在行业监管趋严的背景下市场份额有望向龙头集中。诺贝尔为全球第四大、国内第一大美妆代工厂，在面膜、湿巾等细分品类具有竞争优势，作为 ODM 企业具有技术优势和配方积淀，将充分享受行业增长红利。

美妆业务结构持续优化，三大优势构筑企业护城河。面膜子行业增速放缓但重要性不减，公司深耕优势品类推陈出新，预计仍将为公司贡献稳定收入；同时弱化对单一品类的依赖，对水乳膏霜、彩妆等品类转型布局，面膜品类占比降低至 42.9%，持续优化产品结构，打开新增长空间。公司长期维持超过 3% 的研发费用投入，拥有丰富的产品配方，不断拓展生产线，并获得了国内外优质客户的长期认可，在技术研发、生产力以及客户资源方面领先优势显著，三大优势构筑护城河为业务发展保驾护航。

松节油价格整体企稳，化工深加工业务有望触底反弹。青松股份是国内最大的松节油深加工企业，也是全球最大的合成樟脑及中间产品供应商，具有较大规模效应和较强议价能力。松节油价格的企稳回升，有望带动相关业务业绩改善。

盈利预测及投资评级：预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 5.68、6.6 和 7.6 亿元，EPS 为 1.1、1.28 和 1.47 元，对应 PE 为 17.87、15.37 和 13.32。首次覆盖维持“推荐”评级。

风险提示：长期无实控人风险；行业竞争加剧风险；松节油价格波动风险。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,361.87	3,864.76	4,575.24	5,326.97	6,219.49
增长率（%）	104.57%	32.90%	18.38%	16.43%	16.75%
净利润（百万元）	453.16	460.80	567.61	659.70	761.20
增长率（%）	13.19%	1.68%	23.18%	16.22%	15.39%
净资产收益率（%）	14.97%	14.70%	16.05%	16.53%	16.80%
每股收益（元）	0.96	0.89	1.10	1.28	1.47
PE	20.49	22.01	17.87	15.37	13.32
PB	3.35	3.24	2.87	2.54	2.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是国内林产化学工业龙头企业之一，是国内最大的松节油深加工企业，也是全球最大的合成樟脑及其中间产品的供应商。2019年收购诺贝尔进入美妆赛道，诺贝尔为全球第四大、国内第一大美妆代工厂。

资料来源：wind、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

暂无

发债及交叉持股介绍：

暂无

交易数据

52 周股价区间（元）	27.0-16.54
总市值（亿元）	114.73
流通市值（亿元）	102.19
总股本/流通 A 股（万股）	51,658/46,013
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.11

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

分析师：赵莹

010-66555446

zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070001

研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiy m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

目 录

1. 进军美妆高景气赛道，双主业协同发展格局形成.....	4
1.1 收购诺斯贝尔向产业链下游延伸，形成双主业协同发展格局.....	4
1.2 大股东减持压力降低，成熟业务+稳定团队确保公司经营稳步发展.....	5
2. 美妆行业扩容下代工业务水涨船高，三大优势构建企业护城河.....	6
2.1 切入美妆产业链上游，充分受益于美妆行业高增和国货新锐品牌崛起.....	6
2.2 美妆代工市场集中度仍有较大提升空间，公司龙头优势突出.....	9
2.3 推进产品结构优化和新品类拓展，面膜业务持续贡献稳定收入.....	10
2.4 研发+生产力+客户资源，构筑公司护城河.....	16
2.4.1 技术研发为产品力的增强提供支撑，为公司保持市场竞争力构建壁垒.....	16
2.4.2 产能充足满足多样化需求，产能利用率有望持续提高.....	16
2.4.3 客户资源丰富高质，市场触手反哺产品创新.....	17
3. 松节油价格整体企稳，化工深加工业务有望触底反弹.....	18
3.1 公司是林化工行业的绝对龙头，具有较高议价能力.....	19
3.2 林化工业务具有较强周期性，目前价格企稳回升.....	20
4. 盈利预测与投资建议.....	21
5. 风险提示.....	22
相关报告汇总.....	24

插图目录

图 1：青松股份大事回顾.....	4
图 2：青松股份营收利润和增速水平.....	5
图 3：目前形成双主业格局.....	5
图 4：青松股份 2015 年以来股权变动情况.....	5
图 5：青松股份股权结构（2021 年一季报）.....	6
图 6：美妆个护和护肤品市场规模及增速.....	6
图 7：美妆产业链.....	7
图 8：美妆代工模式.....	7
图 9：国内化妆品市场品牌占比情况.....	8
图 10：新锐国货品牌市场份额占比不断提高.....	8
图 11：中国护肤品市场国内外主要公司市场份额变化.....	9
图 12：国内美妆代工行业竞争格局.....	10
图 13：诺斯贝尔业绩及增速.....	11
图 14：诺斯贝尔各系列产品营收占比.....	11
图 15：护肤品市场细分赛道.....	11
图 16：诺斯贝尔面膜品类新品产品矩阵.....	13

图 17: 面部护理赛道分品类增速	14
图 18: 彩妆行业规模增速	14
图 19: 诺斯贝尔彩妆类产品矩阵	15
图 20: 国内外化妆品代工厂研发投入对比（2019 年）	16
图 21: 国内主要化妆品公司研发费用率	16
图 22: 客户矩阵（部分列举）	18
图 23: 对单一品牌依赖程度下降	18
图 24: 青松股份松节油深加工业务构成	19
图 25: 樟脑、松节油出口均价	21
图 26: 青松股份松节油深加工业务营收和毛利率变化	21

表格目录

表 1: 全球美妆代工行业竞争格局	9
表 2: 诺斯贝尔代表面膜产品	12
表 3: 诺斯贝尔护肤类新品推出	14
表 4: 产能丰富带来规模优势	17
表 5: 合成樟脑产能	19
表 6: 分板块盈利预测	21

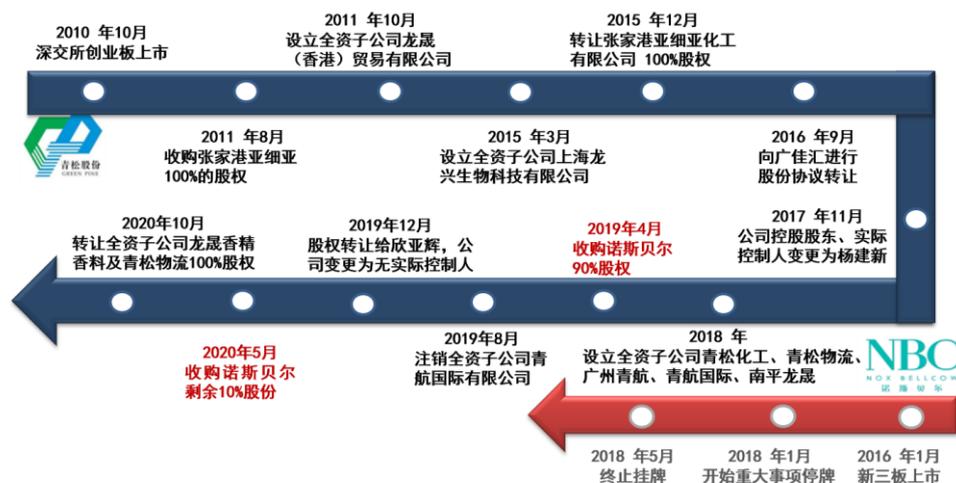
1. 进军美妆高景气赛道，双主业协同发展格局形成

1.1 收购诺斯贝尔向产业链下游延伸，形成双主业协同发展格局

青松股份以松节油深加工为传统主业，在行业中处于龙头地位，产能充足。青松股份是国内最大的松节油深加工企业，也是全球最大的合成樟脑及中间产品供应商，主要产品包括合成樟脑及其中间产品和副产品、冰片和香精香料等。公司目前拥有 15000 万吨/年的合成樟脑和 1000 吨/年的冰片产能，原有 15000 吨/年香料产能，2020 年 9 月完成转让子公司龙晟香料 100% 股权后剥离了香精香料相关业务。公司的产品广泛应用于医药、香料香精、工业、日化等领域。

2019 年 4 月收购全球第四大化妆品 ODM 公司，进军美妆赛道。公司于 2019 年完成对国内化妆品 ODM/OEM 龙头企业诺斯贝尔化妆品股份有限公司 90% 股权的收购，在林化工的基础上增加了面膜、护肤品、湿巾等化妆品的设计研发和制造业务。并于 2020 年 5 月通过全资子公司收购了诺斯贝尔剩余 10% 股权，截至目前合计持有诺斯贝尔 100% 股份。诺斯贝尔成立于 2004 年，是全球第四大、国内第一大化妆品 ODM 企业，建有先进的研发中心和国际化标准的生产基地，为众多化妆品品牌企业提供专业的化妆品生产服务。

图1：青松股份大事回顾



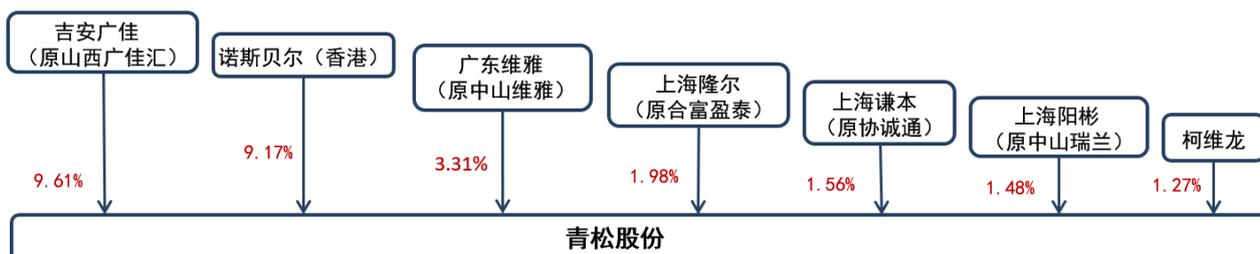
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

本次收购推动青松股份向化工产业链下游延伸，形成双主业协同发展格局。业务层面，化妆品加工制造业务为林化工业务的下游产业。一方面母公司青松股份生产的樟脑、冰片和乙酸苄酯等香料能够少量运用在唇膏等化妆品上，另一方面，诺斯贝尔有望为青松股份带来下游产业链资源；与此同时，收购有利于提高子公司诺斯贝尔的再融资能力，推动研发能力进步，扩大行业影响力。但目前来看，公司双主业协同程度仍较低，有待进一步融合。

此外，对诺斯贝尔的收购有利于推进公司业绩的增厚并降低波动性。一方面通过收购进入高景气的化妆品赛道，有望充分享受美妆行业快速增长的红利，增厚公司利润；另一方面有利于平抑原林化工业务的周期性，增强业绩的稳定性和持续性。截至目前，公司已形成松节油深加工和化妆品 ODM 协同发展的双主业格局，2020 年化妆品相关业务实现营收 23.11 亿元，占比达 59.81%；松节油深加工业务实现营收 10.49 亿元，占比达 27.14%。化妆品相关业务已成为公司最主要的收入来源，预计将持续打开公司业务增长空间。

谋求上市公司控制权，因而公司当前无实际控制人。截至 2021 年一季度，诺斯贝尔持有青松股份 9.17% 股权。公司原林化工产业经营已经相对成熟，同时诺斯贝尔经营团队完整保留，公司整体业务发展相对稳定，短期来看无实际控制人对业务经营的实质影响有限。

图5：青松股份股权结构（2021 年一季报）



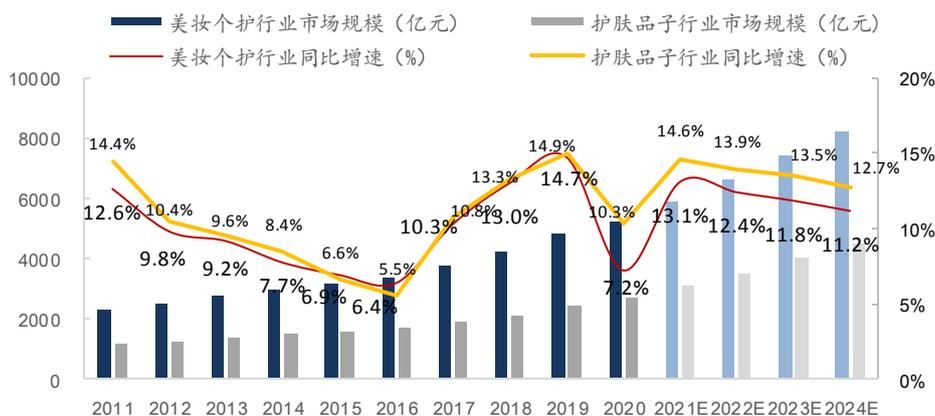
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 美妆行业扩容下代工业务水涨船高，三大优势构建企业护城河

2.1 切入美妆产业链上游，充分受益于美妆行业高增和国货新锐品牌崛起

消费升级背景下，美妆市场呈现高增长繁荣态势。居民可支配收入水平的提高和中产阶级消费群体的快速扩张为消费升级提供了最基础的土壤，美妆消费作为可选消费的重要组成部分，充分受益于消费升级带来的巨大消费需求，呈现出高增长高景气态势。Euromonitor 显示 2020 年中国美妆个护市场同比增长 7.22% 达 5199.46 亿元，近三年复合增速达 11.60%。护肤品市场是美妆个护市场的重要组成部分，其成长速度高于行业平均水平，自 2012 年起同比增速略有放缓，但 2017 年重启高增长态势，近三年复合增长率达 12.81%，2020 年市场总规模达 2700.80 亿元，Euromonitor 预测行业未来三年仍将保持超 12% 的复合增速增长。

图6：美妆个护和护肤品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

化妆品代工业务位于美妆产业链上游，美妆行业整体扩容的大背景下业绩增长确定性强。化妆品产业链的上游为原材料供应商和生产商，中游为品牌商，下游为代理商和各渠道商。化妆品的生产通常分为自产和代工两种模式，小品牌和标准化的大众品类通常会选用代工模式，大品牌实力雄厚，且为了保护自有配方会更多地选择自产，但随着产品种类的不断丰富，也有部分代工需求。综合来看，上游平均毛利率通常在 30% 以下，中游品牌商议价能力最强，平均毛利率可达 50%-80%，国际大品牌的毛利率更高达 70%-80%，但同时具有高费用率的特点，特别是销售费用率高达 30%-40%。美妆代工行业毛利率虽然较低但需求确定性相对更强，主要由于美妆行业的整体扩容会由终端消费需求反向传导到产业链的上游，形成较为确定的代工生产需求，且行业竞争格局相对较为清晰，龙头公司竞争力强，带来美妆代工行业较为确定的业绩增长。

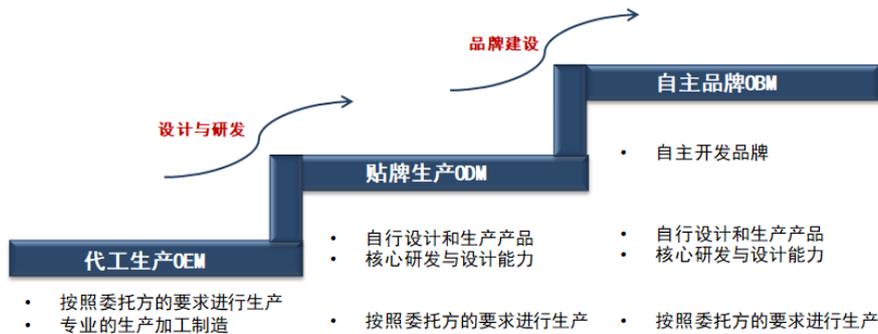
图7：美妆产业链



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

美妆代工 ODM 模式在掌握核心技术的基础上，避免了参与中游品牌商的激烈竞争，或为一种较为稳健长远的经营模式。美妆代工具体分为 OEM、ODM 和 OBM 三种模式，对于生产商的研发能力和运营能力等方面的要求层层提高。诺斯贝尔作为化妆品代工企业，以 ODM 模式为主，以 OEM 模式为辅，位于产业链的上游端，是连接原材料供应商和品牌商的重要一环。ODM 模式相比于 OEM 模式附加值更高，公司能够掌握核心技术和生产配方，OBM 在 ODM 的基础上培育自由品牌，虽然能够进一步提高附加值和毛利率，但同时也会面临参与客户竞争的问题，对当下客户的维系和拓展产生一定影响。

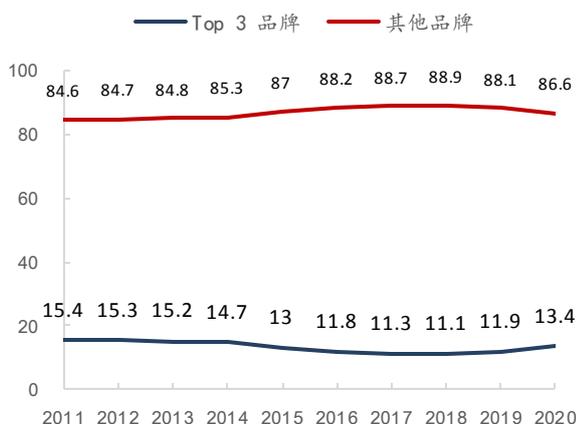
图8：美妆代工模式



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

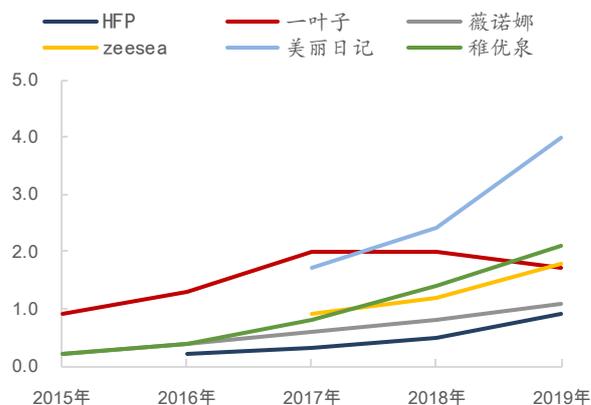
中游品牌商低集中度+国货新锐品牌的崛起为美妆代工行业带来广阔空间。截至目前，我国化妆品品牌商的个数超过2万家，整个行业市场集中度较低，存在着大量的中小企业，且近年来护肤品品牌商的市场集中度呈现走低的态势。Euromonitor 数据显示，市场份额排名前三的品牌市占率从2011年的15.4%下降到2018年11.1%，2019年及2020年分别小幅提升至11.9%及13.4%。较低的市场集中度为中小品牌的入场孵化提供了良好的市场环境，新晋中小品牌通常资金实力和研发能力均较弱，往往会更倾向于选择代工生产模式，有利于避免大规模地采购生产设备，降低生产成本，因此为上游代工行业提供了较大的市场需求。

图9：国内化妆品市场品牌占比情况



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图10：新锐国货品牌市场份额占比不断提高

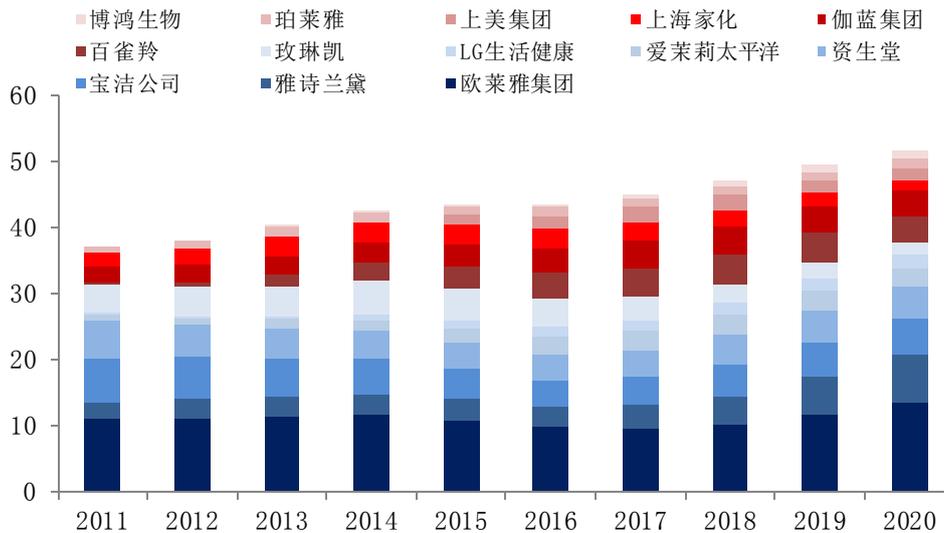


资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

此外，近年来国货崛起趋势日渐显现，大量国货品牌高速增长且市占率不断提升，尤其是新锐品牌和电商品牌不断崛起，为代工市场带来新的增量空间。国际大牌通常会更多地选择国际化妆品代工厂来进行生产，而国内中小品牌则会更倾向于本土的化妆品代工厂。新锐品牌和电商品牌在紧跟时尚潮流、把握用户需求、推广营销等方面具有优势，但受制于资金、技术、成本约束等方面的限制，通常没有自己的加工厂，主要依赖于代工厂生产。

我们选取了中国护肤品市场排名靠前的13家公司统计分析，虽然国外化妆品公司仍占据主导地位，但国内品牌的市场份额已经从2011年的5.9%提升至2019年的14.8%，2020年小幅下滑至14.0%，整体占比仍显著提升。近年电商和直播平台的快速发展为新锐品牌和电商品牌的崛起提供了良好的土壤，以御泥坊为代表的电商品牌、以薇诺娜为代表的功效护肤品牌、以完美日记和ZEESEA等为代表的彩妆新锐品牌等发展迅猛，也为代工行业创造了源源不断的增量需求。

图11：中国护肤品市场国内外主要公司市场份额变化



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

2.2 美妆代工市场集中度仍有较大提升空间，公司龙头优势突出

国际美妆代工市场起步较早，行业龙头实力雄厚，领先地位基本确定。国际美妆代工市场排名前三名的分别为科丝美诗（韩国）、科玛（韩国）和莹特丽（意大利）。综合来看，国际知名美妆代工厂均有相对悠久的历史；以 ODM 生产模式为主；生产领域涵盖基础护肤、个人护理以及彩妆等多领域，覆盖范围广；客户以国际知名品牌为主，且具有一定的地域属性，即韩国的代工厂承接了大量的韩国本土品牌的生产工作，意大利的莹特丽更多与欧美国际大牌合作。

表1：全球美妆代工行业竞争格局

全球排名	公司	国家	成立时间	进军中国市场时间	主要业务模式	主要生产领域	主要客户	2019 营收（亿元）
1	科丝美诗	韩国	1992 年	2004 年	ODM+OBM	个护、护肤品及彩妆等	欧莱雅、爱茉莉、LG、美宝莲、高丽谷、BIG EVE 等	78.89
2	科玛	韩国	1990 年	2007 年	ODM	基础护肤品、彩妆、婴幼儿护肤品、护发产品、身体护理产品、香水类和功效化妆品	蜜丝佛陀、谜尚、伊蒂之屋、悦诗风吟等	91.35
3	莹特丽	意大利	1972 年	2003 年	ODM+OEM	以彩妆起家，后进军护肤品类	迪奥、兰蔻、香奈儿、欧莱雅、雅诗兰黛，自然堂、珀莱雅、毛戈平等	55.12
4	诺斯贝尔	中国	2004 年	2004 年	ODM	湿巾、护肤品、面膜、轻医美系列	屈臣氏、韩后、上海家化、曼秀雷敦等	21.78

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

国内美妆代工行业市场竞争格局较为分散，**诺斯贝尔龙头地位优势突出**。国内化妆品许可生产企业数量已由1980年的70余家发展到目前的超5000家，行业参与者众多，市场集中度较低，行业格局较为分散。青眼数据显示，2018年中国化妆品代工行业占比最高的为科丝美诗的中国分区，占比达到5.26%；诺斯贝尔排名第二，占比3.65%，两者销售规模均超20亿元，位于第一梯队；中小企业占比超90%，绝大多数参与者的销售规模低于2亿元。诺斯贝尔为全球第四大、中国第一大美妆代工企业，龙头地位优势突出。

图12：国内美妆代工行业竞争格局



资料来源：青眼数据，东兴证券研究所

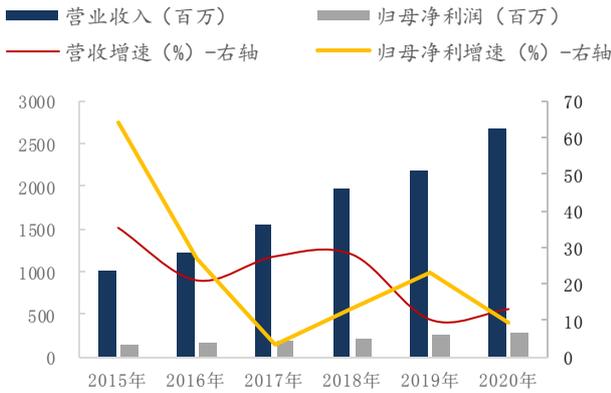
逐步完善的行业标准对研发能力提出更高要求，市场份额有望向龙头集中。2020年1月3日国务院通过的最新的《化妆品监督管理条例》已于2021年开始实施，对原材料、生产加工、宣传销售以及售后服务等全产业链条进行监管覆盖，其中在生产过程实施《化妆品生产质量管理规范》，实施强制性化妆品GMP标准。行业标准的确立和完善进一步规范了行业参与者的生产行为，对研发能力提出更高要求，迫使生产不规范、研发能力弱的中小企业淘汰出局，带动行业集中度的提升。与此同时，行业竞争加剧对成本管控能力提出更高的要求，龙头企业的规模优势不断显现，未来市占率有望进一步提升。

诺斯贝尔作为行业领先的ODM企业，在细分品类和研发能力等方面具备竞争优势，有望充分受益。诺斯贝尔作为行业龙头，具有较大的规模成本优势；主要从事ODM生产业务，该种业务模式相较于OEM生产模式来说拥有更强的技术壁垒，公司拥有较为深厚的技术积淀和大量的生产配方，能够在一定程度上保证公司的长期竞争力；公司长期深耕面膜、湿巾等细分品类，并持续加大在优势赛道的研发投入，如推出全新冻干面膜技术、更为优质环保的膜布材料等，其在细分赛道的竞争优势有望维持。公司在多方面具有较强竞争优势，有望在行业监管趋严的背景下持续整合中小代工厂商，实现市占率的提升。

2.3 推进产品结构优化和新品类拓展，面膜业务持续贡献稳定收入

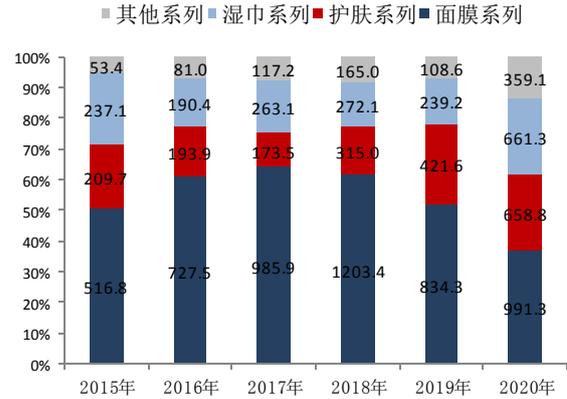
诺斯贝尔是一家集研发、设计、制造于一体的专业化妆品ODM生产企业，主营面膜、护肤品及湿巾生产制造业务。2020年实现营收26.71亿元，同比增长22.64%，归母净利润同比增长14.68%达2.89亿元，纳入上市公司合并报表范围的净利润为2.76亿元，贡献了近60%的利润额。近年来诺斯贝尔营收结构持续调整优化，面膜系列营收占比不断下降，从2017年的最高点64%下降至2020年的42.89%，护肤、湿巾系列和其他系列占比大幅提升，业务结构持续优化。

图13：诺斯贝尔业绩及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

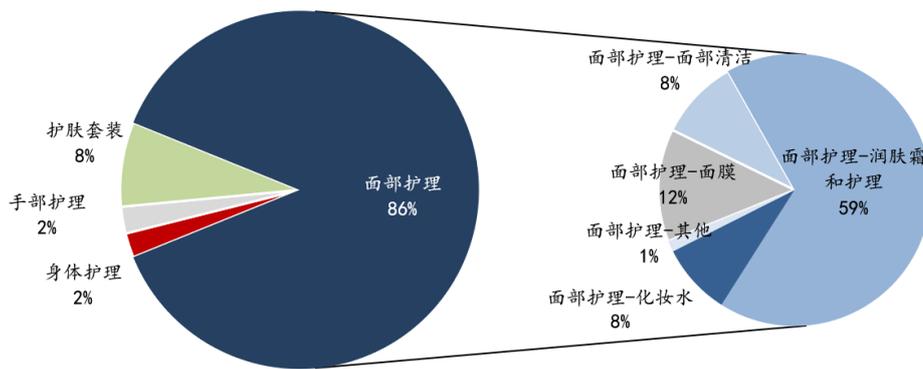
图14：诺斯贝尔各系列产品营收占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

面膜行业整体增速放缓但重要性不减。护肤品市场可细分为身体护理、面部护理、手部护理和护肤套装四个子版块，其中面部护理规模最大且增速最快，2020年同比增长11.2%达2369.3亿元，在整个护肤品板块的占比最高达86%，预计未来五年的复合增长率达到13.9%，在高基数的情况下绝对增量空间巨大。面部护理具体又可细分为化妆水、润肤霜和护理、面部清洁和面膜等子版块。面膜子版块过去五年的复合增速高达14.9%，但同比增速呈现走低态势，行业增速持续放缓，未来五年的复合增速预计约为10.7%。但面膜品类具有单价相对较低、使用频率较高、试错成本较低的特点，作为引流产品是各大品牌的必争之地，尤其对于国产新锐品牌，面膜品类需求量大且进入门槛较低，是实现品牌宣传拓展的较好突破口，因此未来仍有较多的生产和代工需求。

图15：护肤品市场细分赛道



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

诺斯贝尔在面膜品类积淀深厚，预计未来仍将为公司持续贡献稳定收入。公司在面膜品类上的研究生产起步较早，拥有较深厚的技术积累和较丰富的产品条线。2013年公司与奥地利兰精公司合作推出了“轻透、隐形、安全、环保”的天丝面膜，为消费者带来了全新的护肤体验，对国内面膜市场产生了重要影响。目前，公司面膜系列产品已涵盖手膜、足膜、眼膜和鼻膜等不同部位的膜类产品，面膜的材质包含天丝面膜、超细纤维面膜、水凝胶面膜、超细石墨烯面膜、双导塑颜面膜及其他面膜（如竹炭面膜、泥贴面膜、传统面膜等），通

过升级换代迎合消费者对于面膜产品轻薄舒适的使用要求，满足多种应用场景的不同需求。截至2020年末，诺斯贝尔在面膜品类方面拥有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，已成为中国最大的面膜生产企业。

表2：诺斯贝尔代表面膜产品

产品名称	部分产品示例	特点
天丝面膜	屈臣氏天丝面膜系列 	<ul style="list-style-type: none"> 膜布升级：空气感天丝膜布，如云朵般蓬松透气； 法国专利长效保湿科技搭配升级舒缓维稳配方，令肌肤越敷越水润； 十大热门成分，精准搭配十种功效，提升修护“膜”力；
天丝面膜	高姿水润玻尿酸精华液面膜 	<ul style="list-style-type: none"> 蜂巢水库膜布承载20倍精华液。 亲油+亲水成分，肌肤更好吸收。 补水明星玻尿酸：深层沁透，满满水分，丰盈“澎澎”肌。
超细纤维面膜	自然堂·喜马拉雅弹嫩两步曲面膜 	<ul style="list-style-type: none"> 精华+面膜 功效加乘，柔软角质层，深度滋养； 胶原蛋白+积雪草提取物，提高皮肤弹性度。
生物质石墨烯黑面膜		<ul style="list-style-type: none"> 吸附力强，远红外发射，洁净肌肤，生成负离子，天然环保。
水凝胶面膜	Mascot 玻尿酸水凝胶面膜 	<ul style="list-style-type: none"> 水凝胶面膜材质能够吸附大量精华液，充分发挥滋润效果。 含有玻尿酸等营养成分，赋予肌肤充足的水分，肌肤恢复弹性与柔软。 黑蕾丝水凝胶材质，给予消费者独特的使用体验。
纳米速溶精致膜	奥岚雪小分子胶原两部曲眼膜 	<ul style="list-style-type: none"> 小分子透明质酸润养肌底。 淡化暗沉黑眼圈，亮化眼圈。 一抹二贴，紧密贴合。
双导塑颜精致膜	植物医生雪莲净澈透亮面膜 	<ul style="list-style-type: none"> 单向双层膜布，精华牢锁不易挥发。 高浓度精华，肌肤“畅饮”丰富养分。 雪莲+烟酰胺，由内而外，亮到发光。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在具有竞争优势的面膜赛道不断深化，创新推出新品类，打造新的业务增长点。公司2020年推出Clean Beauty

（纯净美容）系列产品，强调可持续发展理念，新推出甜蜜日记布丁系列、鲜活维C面膜系列、炫彩萌泡面膜系列等面膜新品类，同时开发出具有市场差异化的冻干面膜系列。相较于传统贴片式面膜，冻干面膜以固态保存，仅含有精华成分，因此可以不添加防腐剂，具有很好的活性；冻干成分中含有高分子聚合物，呈现出柔软的特性，整体使用无负担；使用的膜布为环保材料——天丝，溶剂回收率可以达到95%以上，且添加成分也均为天然物质。基于其高效补水保湿的功效以及不添加防腐剂带来的更强安全性，冻干面膜越来越多地成为有修复需求以及敏感肌人群的首选，近年来市场规模快速扩大。阿里大数据显示2020年上半年冻干面膜品类线上销售额增速达193.27%，全年销售额高于4.5亿，且相关备案数量也有明显增加。公司20年新增1条冻干面膜生产线，新增冻干面膜年产量3000万片，21年3月竣工验收了年产量6000万片的冻干面膜生产线，在冻干面膜品类中的代表产品有FN修护舒缓冻干面膜、弹润紧致双抗冻干面膜、亮润细致冻干面膜等，有望充分享受行业增长红利。

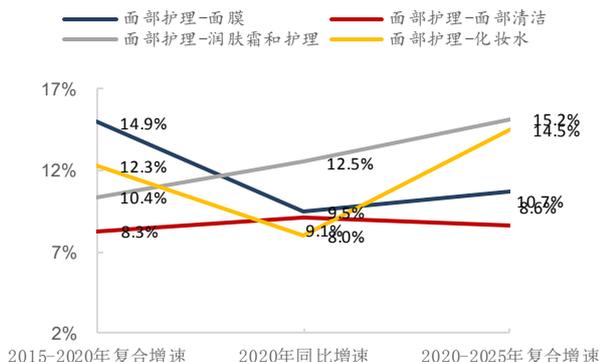
图16：诺斯贝尔面膜品类新品产品矩阵



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

水乳膏霜品类和彩妆品类均具有较好成长性，为公司代工业务的拓展提供充分的需求。面部护理细分赛道中，润肤霜和护理以及化妆水品类的增长最为强劲，未来五年的复合增速分别达到15.2%和14.5%，其中润肤霜和护理品类市场规模占比最高近60%，增量市场规模大。而相比于护肤品市场，彩妆市场表现出更高的成长性。Euromonitor数据显示，近五年我国彩妆市场复合增速约18.69%，2020年市场规模为596.3亿元，预期未来五年复合增速达15.3%。其中面部底妆、唇妆和彩妆套装等品类增速均较快，预计未来五年均将实现超10%的复合增速增长。

图17：面部护理赛道分品类增速



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图18：彩妆行业规模增速



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

公司积极转型推动结构优化和新品类的推出，聚焦高增长赛道，有望带来巨大增量增长空间。近年来，诺斯贝尔积极转型调整业务布局，逐步加大对水乳膏霜等护肤品类的投入。在产能方面，添置了冻干粉和安瓶生产设备，新增 14 条护肤品生产线（10 条膏霜生产线，4 条水乳生产线），年产量 9470 吨/年；新增乳化机组 13 套，精华液年产量增加 24000 吨，护肤品类生产能力显著增强。在产品推出方面，公司在成分、配方和包材等多个领域升级，围绕 Clean Beauty（纯净美容）理念，研发出恒时赋能系列、根源补养系列、凝时秘盒安瓶系列等新产品，并加强对功效成分的开发和应用，如利用现代生物技术加强对重组人源胶原蛋白、重组人源纤连蛋白等成分的应用，发挥其良好的生物活性以及在提高皮肤保湿、修复、祛皱、抗衰老等方面的功效。

表3：诺斯贝尔护肤类新品推出

系列名称	产品示例	特点	主要功能
恒时赋能系列		<ul style="list-style-type: none"> ● 缓慢释放活性，更长效、更温和、更稳定。 	直击困扰消费者的敏感肌、口罩肌、痘痘肌难缠问题。
根源补养系列		<ul style="list-style-type: none"> ● a 凝胶乳化技术，深层渗透，高效吸收； ● 高稳定液晶乳化技术，更稳定，肤感更好； ● 精选同源温和亲肤成分，EWG 全绿配方体系； ● 新一代顶级护肤核心成分，脂质体微囊包裹 DNA 修复酶。 	根源修复，逆龄焕肤。

凝时秘盒安瓶系列		<ul style="list-style-type: none"> ● 分腔封存休眠 一按激活 ● 多种剂型分腔形式 ● 定量护肤 方便卫生 ● 绿色环保 	三维亮白, 四重抑黑, 14天焕白透亮。
光蕴活能系列		<ul style="list-style-type: none"> ● 90%以上天然来源成分 	赋予肌肤能量, 焕活暗沉疲惫肌肤, 使肌肤由内而外重现亮泽及活力, 焕发光芒。
新肌舒润系列		<ul style="list-style-type: none"> ● 90%以上天然来源成分 	舒缓修复干燥敏感肌肤, 修护及强化肌肤屏障, 使肌肤回复水润、细腻、强韧, 远离敏感。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

与此同时，公司开始由基本护肤向彩妆护肤领域延伸，2020年推出柔和净澈奶盖眼唇卸妆液、氨基酸水感卸妆精华、纯净养肤卸妆油等产品。除了卸妆及洁面产品外，诺斯贝尔还推出了粉底液、妆前喷雾及精华等彩妆衍生品，将与暨南大学共同开发基于基因工程技术的化妆品原料以及与巴斯夫进行深度合作，共同深耕护肤、防晒等领域。诺斯贝尔品类结构不断优化，并向增长潜力最大的彩妆板块拓展，有效缓解面膜赛道增速放缓对业绩增长的不利影响，有望持续受益于美妆行业的扩容高增，实现高速增长。

图19：诺斯贝尔彩妆类产品矩阵



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.4 研发+生产力+客户资源，构筑公司护城河

2.4.1 技术研发为产品力的增强提供支撑，为公司保持市场竞争力构建壁垒

公司积极开展研发合作，技术研发实力雄厚，为产品开发提供支撑。公司2016年与韩国金善英博士、朴清教授合作成立诺斯贝尔韩国研究所，开发植物提取和发酵来源的化妆品成分，标志着公司国际化进程迈向新台阶。公司设立了专门的产品感官测试小组，主要用于面膜和护肤产品；与天津大学进行产学研合作，共同开发天然植物原料；与日本多个研发专家/团队建立合作，致力于护肤品创新配方开发；法国研发机构建立在配方开发和功效验证等方面的合作开发。

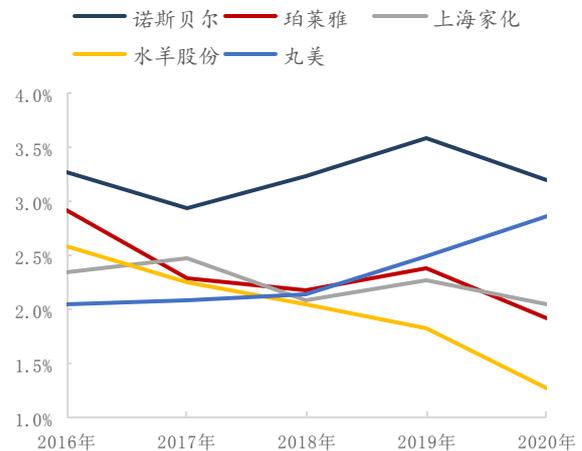
诺斯贝尔研发投入较高，虽与国际知名美妆代工厂相比仍有较大差距，但在国内化妆品市场中处于最高水平。公司科技人员超250人，研发投入占总营收的比重常年维持在3%左右，高于国内其他化妆品公司。公司每年超过150+新品发布，迎合不同品牌的需求。截至2020年，公司已拥有专利59项，其中发明专利23项，实用新型专利31项，外观设计专利5项，为打造差异化定位产品提供有力背书。但与国际排名靠前的美妆代工厂相比，诺斯贝尔的研发相关投入仍有待提高。科玛集团和科丝美诗2019年的研发费用率分别高达7.12%和4.36%，拥有的配方数也远高于诺斯贝尔。

图20：国内外化妆品代工厂研发投入对比（2019年）

代工厂	代工品类	研发人数	配方数	专利数
诺斯贝尔	面膜、护肤品	200+	3000+	40+
科丝美诗	护肤、彩妆、面膜、洗护、个护等	130+	20000+	25+
科玛	护肤、彩妆、面膜、洗护、个护等	350+	20000+	645+
莹特丽	彩妆、护肤、面膜	900+	17000+	100+
太和生技	彩妆、护肤、面膜、洗护等	100+	10100+	150+
全丽	护肤、面膜、个护、母婴等	20+	1500+	40+
贝豪集团	面膜	50+		10+
上海臻臣	彩妆	60+	5800+	5+
栋方	护肤、彩妆、洗护、个护等	50+	3000+	30+
芭薇	护肤、彩妆、面膜、洗护等	60+	3000+	40+
美爱斯	洗护、护肤、面膜	10+		10+

资料来源：青眼，东兴证券研究所

图21：国内主要化妆品公司研发费用率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：诺斯贝尔2019年和2020年研发费用率为青松股份整体研发费用率

2.4.2 产能充足满足多样化需求，产能利用率有望持续提高

公司生产力强、产能充足、配方丰富，为客户提供多样化选择。公司面膜设计产能19.65亿片/年，湿巾设计产能122亿片/年，护肤品设计产能1.9亿支/100ml，面膜产能全球第一。公司2020年新增加了泡罩、冻干面膜、静电纺丝面膜、水乳膏霜、湿巾和泡泡巾等多个品类的多条生产线，使得总生产能力大大提高。公司配方种类丰富且与时俱进，截至2020年拥有超过5300个通过验证、稳定、成熟的配方。公司还通过了化妆品功效测试实验室，开展了化妆品保湿、美白、防晒、紧致、祛痘、修复等效果的测试和研究，为功效化

妆品的开发提供了有力的背书。诺斯贝尔多管齐下，充分满足客户的多样化配方和生产需求。

表4：产能丰富带来规模优势

产品品类	产能情况
面膜系列	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
	20条全自动面膜无纺布冲裁生产线
	1条冻干面膜生产线
	2条静电纺丝面膜生产线
护肤品系列	55条面膜自动灌装包装生产线
	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
湿巾系列	10条泡罩护肤品生产线
	8条80片全自动湿巾生产线
	3条200片湿巾生产线
	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
防疫用品	3条桶装湿巾生产线
	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：公司公告，东兴证券研究所

产能调配较为灵活，产能利用率未来有望提高。诺斯贝尔的产能配备以旺季最大的订单需求配备产能，受制于不同产品种类的订单需求具有季节性以及生产设备不通用的影响，公司的平均产能利用率较低约为50%，但整体灵活性较强，能够随时根据市场需求变化调整产能。公司的平均产销率保持在90%以上，产品销售状况良好。近年来公司产能利用率不断提升，湿巾系列产能利用率从2016年的56%提升至2020年的73.46%；护肤系列产能利用率从2016年的22.4%提升至2020年的75.51%。未来伴随着下游客户需求的增加，公司产能利用率有望进一步提升。

2.4.3 客户资源丰富高质，市场触手反哺产品创新

公司的客户资源具有范围广、类型多元化的特点。诺斯贝尔的主要客户既有国际知名品牌、国内知名品牌、知名渠道商品牌，也有社交电商品牌、新锐电商品牌、微商品牌等。国内品牌开发难度相对较低，国际知名品牌对代工企业的考察周期相对较长，具有一定的开发难度，但国际品牌也一直是公司的开拓重点。截至目前，公司的产品远销全球40多个国家和地区，长期为国内外众多知名品牌提供优质专业的服务。过去两年公司不断增加国际品牌的开拓，并成功进入国际品牌的采购系统成为其供应商，目前公司的国际客户包括联合利华、屈臣氏、资生堂、妮维雅、elf、滴露、GAMA、梦妆、Dettol等，2020年度新增了宝洁、丝芙兰的

客户订单，未来有望持续拓展。诺斯贝尔的客户集中度不断降低，对单一客户的依赖不断下降。近三年诺斯贝尔前五大客户销售额占比维持在 25% 以下。

图22：客户矩阵（部分列举）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图23：对单一品牌依赖程度下降



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

丰富且多元的客户资源为公司业绩的稳定增长提供了支撑，并成为市场触手反哺业务创新，帮助公司快速把握最前沿市场动向。知名的品牌商对供应商的筛选非常严格，并对合格的供应商存在持续依赖，因此能为公司提供稳定的订单需求，有利于标的公司长期、可持续稳定的发展；新兴的社交电商品牌和新锐品牌不仅能够为诺斯贝尔带来业务增量空间，还能够传递最新的市场需求。大量地优质客户资源能够帮助诺斯贝尔在与客户的交流合作中汇聚信息，培育更加快速精准的市场触觉和创新土壤。

3. 松节油价格整体企稳，化工深加工业务有望触底反弹

松节油深加工业务是青松股份的传统主业，公司为中国最大的松节油深加工企业，是全球最大的合成樟脑供应商。青松股份成立于 2001 年，专业从事芳香化学品、中药饮片、药用辅料以及功能化学品的生产、研发和生产，已经发展成为我国林产化学龙头企业之一，是中国最大的天然可再生原料——松节油深加工企业。公司的主要产品包括樟脑系列和冰片系列等系列，其中合成樟脑是公司林化工产品主要的收入来源，2020 年 9 月完成转让子公司龙晟香料 100% 股权后剥离了香精香料相关业务。公司合成樟脑采用松节油 α -蒎烯合成路径，在生产乙酸龙脑酯过程中产生冰片、小茴香油、双戊烯、对伞花烃、精对锰烷和双贴烯等 α -蒎烯副产品。同时松节油蒸馏过程中会产生 β -蒎烯，是裂环生产月桂烯，合成龙涎酮的低成本方法。

企业名称	合成樟脑设计产能（吨）
Dujodwala Resins&Terpenes LTD	1200
Kanchi Karpooram LTD	2000
Sapthagiri Camphor LTD	1150

资料来源：中国知网，政府网站，东兴证券研究所

合成冰片主要用于中成药制剂和少量香料添加，市场需求量较为稳定。我国的冰片产能不高，价格方面冰片主要受上游原料的影响，公司目前拥有 1000 吨/年冰片产能。

3.2 林化工业务具有较强周期性，目前价格企稳回升

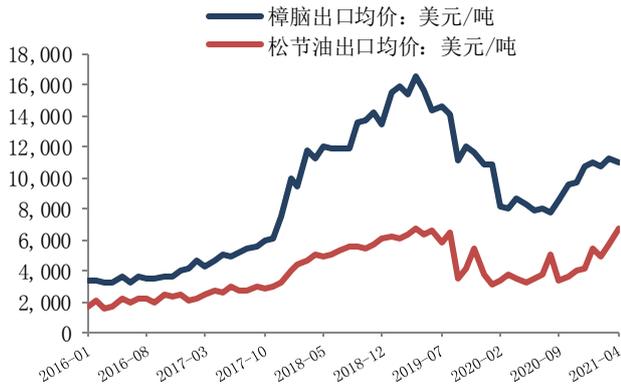
松节油深加工业务成本的主要决定因素是松节油的价格。松节油主要分为国产的脂松节油和进口的硫酸盐松节油。由于硫酸盐松节油生产樟脑脱硫难度较大，生产的合成樟脑易产生异味，我国目前硫酸盐松节油除臭水平较低，使用硫酸盐松节油生产樟脑的成本较高，国内合成樟脑产业当前生产所需的松节油主要来源于国内广西、云南、广东、江西、福建等地区生产的不含硫的脂松节油。因而国内脂松节油的价格直接影响了公司松节油深加工的成本。

松节油价格主要受到人工成本、储林面积、环保因素、海外进口等方面的影响。

- 国内松节油主要靠采脂工人工采集，受人力成本增加的影响，松节油的采集成本逐年提高。采脂时间一般为 4-11 月，由于采脂时间的限制，公司会在冬季储存 3-5 个月的松节油原材料。
- 储林面积。松脂采集需要 10-16 年树龄松林，2002 年起我国松脂产量大幅提高，但松林面积不断下降。同时受松林病虫害的影响，松脂产能有所下降。各地政府为了禁止滥采行为，出台多种措施保护松林资源。储林面积的下降会影响松节油的供给，带动原材料价格的上涨。
- 环保因素。松香工业会产生较多的酸性废水污染，同时松节油生产过程中会散发出萜烯类物质和硫化物，异味较大。2016 年起，全国环保行动趋严，关停众多小型松香厂。
- 海外进口。2017-2018 年由于环保等多重因素影响，松节油国内供不应求。全球脂松节油主要集中在印尼、巴西和越南等国家。但由于品质和运输成本问题，国内进口使用相对较少。

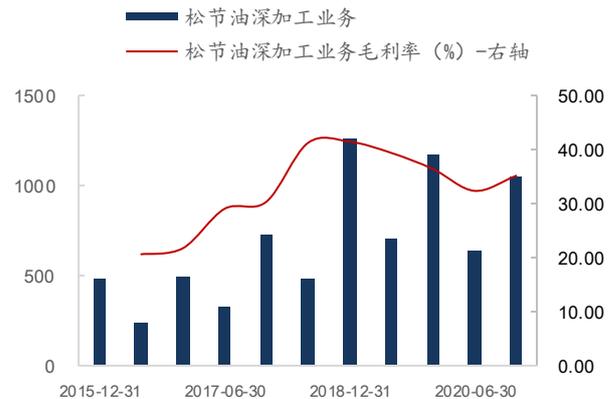
松节油深加工业务营收和毛利率走势与松节油、樟脑价格走势基本一致，近期松节油价格企稳回升，松节油深加工业务业绩有望改善。2018 年末至 2020 年初，松节油均价出现了较大幅度的下滑，公司 2019 年松节油加工业务业绩承压，营收和毛利率纷纷下滑，2020 年小幅回调。近期松节油出口均价企稳回升，呈现明显上行态势，2021 年 4 月松节油出口均价约为 6780.17 美元/吨，环比增长 17.86%，有望带动相关业务的业绩持续改善。

图25: 樟脑、松节油出口均价



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图26: 青松股份松节油深加工业务营收和毛利率变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

消费升级背景下美妆行业整体扩容为美妆代工行业带来巨大业务需求, 伴随着国货新锐品牌和电商品牌的兴起, 美妆代工需求有望持续扩大。诺斯贝尔作为国内美妆代工行业龙头, 具有技术、规模和客户资源三大核心优势, 且业务结构不断调整优化, 持续聚焦高成长赛道, 有望充分享受美妆代工行业高增的红利, 获得较快发展。我们预计诺斯贝尔美妆代工业务 2021-2023 年实现营业收入 33.27、40.27 和 48.64 亿元, 同比增长 24.59%、21.03%和 20.8%。

松节油深加工业务为公司传统主业, 具有规模优势和较高的溢价能力。松节油价格整体企稳, 有望代工松节油深加工业务的改善。我们预计公司化工深加工业务 2021-2023 年实现营业收入 12.48、13 和 13.55 亿元, 同比增长 4.5%、4.2%和 4.2%。

公司两大主业具有较大差异性, 因此采取分部估值法进行估值。给予化妆品代工业务 32 倍 PE, 松节油深加工业务发展较为成熟, 给予 10 倍 PE。预计公司 2021-2023 年整体实现营业收入 45.75、53.27 和 62.19 亿元, 同比增长 18.38%、16.43%和 16.75%; 实现归母净利润 5.68、6.6 和 7.61 亿元, 同比增长 23.18%、16.22%和 15.39%, EPS 为 1.1、1.28 和 1.47 元, 对应 PE 为 17.87、15.37 和 13.32。公司 2021 年合并总估值为 139.07 亿元, 首次覆盖给与“推荐”评级。

表6: 分板块盈利预测

业务板块	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
化妆品代工:					
收入 (百万元)	1603.72	2670.48	3327.04	4026.72	4864.33
YOY (%)		66.52%	24.59%	21.03%	20.80%
毛利率 (%)	31.25%	22.35%	22.37%	22.14%	22.04%
净利率 (%)	11.50%	10.83%	11.25%	11.38%	11.33%
净利润 (百万元)	202.46	289.23	374.14	458.16	551.15

PE 倍数			32	32	32
市值预测（亿元）	-	-	119.72	146.61	176.37
化工深加工：					
收入（百万元）	1304.4	1194.29	1248.2	1300.25	1399.63
YOY（%）	-8.24%	-8.44%	4.51%	4.17%	4.22%
毛利率（%）	36.49%	30.95%	31.98%	31.48%	31.39%
净利率（%）	15.5%	15.50%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润（百万元）	202.57	185.14	193.47	201.54	210.05
PE 倍数			10	10	10
市值预测（亿元）	-	-	19.35	20.15	21.01
总体：					
总收入（百万元）	2908.12	3,864.76	4,575.24	5,326.97	6,219.49
YOY（%）	104.57%	32.90%	18.38%	16.43%	16.75%
合并总市值预测（亿元）	-	-	139.07	166.77	197.37

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 风险提示

公司长期无实际控制人风险；行业竞争加剧风险；松节油价格波动风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	2362	2162	2692	3060	3689	营业收入	2908	3865	4575	5327	6219
货币资金	645	515	609	779	1046	营业成本	1999	2873	3432	4026	4722
应收账款	679	672	932	1005	1220	营业税金及附加	15	20	24	28	32
其他应收款	16	26	30	35	41	营业费用	86	52	59	75	87
预付款项	23	19	19	16	15	管理费用	108	191	229	240	267
存货	865	747	893	995	1109	财务费用	20	54	34	28	22
其他流动资产	59	58	71	77	89	研发费用	104	124	149	178	214
非流动资产合计	2293	2465	2411	2414	2446	资产减值损失	-34.14	-12.54	-23.34	-23.34	-23.34
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.54	0.27	0.41	0.34
固定资产	571	647	602	573	568	投资净收益	0.28	18.27	9.28	13.77	11.52
无形资产	138	112	110	109	108	加: 其他收益	15.15	14.01	14.58	14.30	14.44
其他非流动资产	12	38	0	0	0	营业利润	555	570	696	805	924
资产总计	4655	4627	5103	5474	6136	营业外收入	0.26	0.37	0.37	0.37	0.37
流动负债合计	823	1012	1107	1036	1170	营业外支出	1.70	18.03	18.03	18.03	18.03
短期借款	212	173	119	0	0	利润总额	553	553	679	787	907
应付账款	380	405	560	608	742	所得税	79	84	103	119	137
预收款项	71	0	0	0	0	净利润	474	469	576	668	769
一年内到期的非流动负债	2	199	199	199	199	少数股东损益	21	8	8	8	8
非流动负债合计	673	480	460	460	460	归属母公司净利润	453	461	568	660	761
长期借款	637	445	445	445	445	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1497	1492	1567	1496	1630	成长能力					
少数股东权益	130	1	9	17	25	营业收入增长	104.57%	32.90%	18.38%	16.43%	16.75%
实收资本(或股本)	517	517	517	517	517	营业利润增长	17.42%	2.83%	22.07%	15.59%	14.86%
资本公积	1455	1162	1162	1162	1162	归属于母公司净利润增长	13.19%	1.68%	23.18%	16.22%	15.39%
未分配利润	944	1321	1703	2130	2632	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3028	3134	3537	3992	4531	毛利率(%)	31.25%	25.67%	24.99%	24.42%	24.08%
负债和所有者权益	4655	4627	5123	5514	6196	净利率(%)	16.31%	12.13%	12.58%	12.54%	12.37%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						总资产净利润(%)	9.73%	9.96%	11.12%	12.05%	12.41%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	14.97%	14.70%	16.05%	16.53%	16.80%
经营活动现金流	676	806	377	625	659	运营能力					
净利润	474	469	576	668	769	总资产周转率	0.95	0.83	0.94	1.00	1.06
折旧摊销	197.25	193.72	64.68	72.03	79.90	应收账款周转率	7	6	6	6	6
财务费用	20	54	34	28	22	应付账款周转率	12.35	9.85	9.48	9.12	9.21
应收账款减少	0	0	-260	-73	-215	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.96	0.89	1.10	1.28	1.47
投资活动现金流	-893	-343	-41	-104	-150	每股净现金流(最新摊薄)	0.79	-0.23	0.18	0.33	0.52
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.86	6.07	6.85	7.73	8.77
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	0	18	9	14	12	P/E	20.49	22.01	17.87	15.37	13.32
筹资活动现金流	627	-579	-242	-351	-242	P/B	3.35	3.24	2.87	2.54	2.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	13.41	12.77	12.88	11.04	9.47
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	131	0	0	0	0						
资本公积增加	1372	-292	0	0	0						
现金净增加额	410	-116	95	170	267						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	[东兴商社]化妆品深度：国产香化如何打造百年企业？	2020-12-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。2020年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究今榜“最佳选股分析师”。

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，主要负责旅游酒店、教育培训等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526