

化妆品 ODM 与松节油深加工双业务共同增长，产研优势共筑护城河，予以推荐

核心观点：

● 事件

2021 年上半年公司实现营业收入 19.11 亿元，同比增长 6.45%；实现归属母公司净利润 1.81 亿元，同比下降 20.08%；实现归属母公司扣非净利润 1.78 亿元，同比下降 20.45%；实现经营性现金流量净额 0.89 亿元，较上年同期下降 83.81%。

● 积极应对行业监管趋严、疫情影响逐渐消退等外部因素，公司化妆品代工业务营收增长稳健

表 1：2021H1 营业收入情况

	营业收入 (亿元)	营收增量 (亿元)	营收增 速 (%)	营收占比 (%)	增量占比 (%)
总营业收入	19.11	1.16	6.45%	100.00%	100.00%
按子公司拆分					
诺斯贝尔	12.55	1.05	9.17%	65.68%	91.10%
按业务拆分					
林化学产品	6.56	0.10	1.57%	34.32%	8.76%
化妆品	12.55	1.06	9.18%	65.68%	91.20%
拆分林化学产品					
合成樟脑系列	5.34	0.56	11.65%	27.95%	48.16%
拆分化妆品					
面膜系列	5.13	0.66	14.89%	26.83%	57.43%
护肤系列	2.96	0.50	20.53%	15.49%	43.58%
湿巾系列	3.56	0.87	32.41%	18.62%	75.27%
按季度拆分					
第一季度	8.56	1.47	20.69%	44.78%	126.75%
第二季度	10.55	-0.31	-2.85%	55.22%	-26.75%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

从行业角度来看，公司是国内松节油深加工及化妆品 ODM 赛道双龙头，双业务并行。公司于 2020 年初完成对于诺斯贝尔的收购后，业务结构逐步向化妆品代工赛道倾斜，化妆品代工业务占比由 2020H1 的 64.03% 提升至 2021H1 的 65.68%，报告期内化妆品代工业务的增长，是公司整体营收提升的主要推动力。

从产品角度来看，公司三类化妆品品类营收增长良好，传统优势产品合成樟脑营收稳步提升，共同助推公司业绩的提高。与 2019 年营收数据相比较，公司合成樟脑业务营收仍处于疫情恢复阶段，正逐步摆脱疫情影响（2019H1，公司合成樟脑业务营收达 5.62 亿

青松股份 (300132.SZ)

推荐 首次覆盖

分析师

李昂

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130517040001

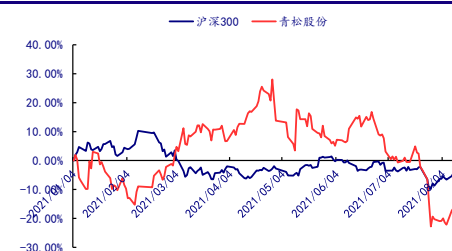
甄唯萱

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

行业数据时间

2021.08.27



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

元，较报告期合成樟脑营收+0.28 亿元)。同时，国际大宗商品价格上涨，抬高合成樟脑主要原材料松节油价格，致使公司合成樟脑产品售价较上年同期小幅提高，在销量较为稳定的情况下，也进一步促进合成樟脑产品营收的提升。报告期内，新版化妆品监督管理条例实施，公司积极应对政策变化，加码研发投入、提升客户粘性；同时疫情进入常态化防控阶段，影响逐渐消退，两方因素促进公司面膜、护肤品及湿巾品类的营收提升。

此外，公司**产能规模优势**领先行业。子公司诺斯贝尔产能充沛，截止 2021Q1，诺斯贝尔拥有面膜、护肤品、湿巾年产能 20.82 亿片/122 亿片/0.316 亿瓶，产能利用率达 41.03%/73.46%/75.51%；报告期内，公司扩建工程完工投产，新增 14 条护肤品生产线，年产量 9,470 吨/年、39 条湿巾生产线，年产量 192 亿片；1 条冻干面膜生产线，年产量 6,000 万片、1 条泡泡巾生产线，年产量 1.14 亿片。公司在松节油深加工业务产能世界领先，合成樟脑业务产能已达 1.5 万吨每年，位居世界第一；年产 5000 吨合成樟脑扩建项目报告期内已完成安全验收，投产使用。充足的产能、产能建设储备以及高利用率助推公司营收的不断提高。

表 2：2021H1 公司利润情况

	现值 (亿元)	增量 (亿元)	增速 (%)
归母净利润	1.81	-0.45	-20.08%
扣非归母净利润	1.78	-0.46	-20.45%
经营性现金流	0.88	-4.57	-83.81%
非经常性损益	0.03	0.003	10.03%
政府补贴	0.04	0.02	107.31%
其他符合非经常性损益定义的损益	0.002	0.002	不适用

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

2021 年上半年，公司规模净利润及扣非归母净利润下滑，经营性现金流金额降幅较大。报告期内原材料等采购增加，相应增加了采购相关现金支付，加之员工人数及薪资同比有所增长，薪资支付增加，共同使得经营性现金净额流出较大幅度的下降。此外，报告期公司非经常性损益小幅上升，主要系政府补贴提高 0.02 亿元至 0.04 亿元。

● 2021H1 公司综合毛利率下降 5.79pct，期间费用率下降 1.29pct

表 3：2021H1 公司毛利率情况

	现值 (%)	毛利率增速 (bps)
综合毛利率	21.57%	-5.79
按业务拆分		
林产化学品	30.20%	-2.24
化妆品	17.06%	-7.45
拆分林化学品		
合成樟脑系列	29.63%	1.70
拆分化妆品		
面膜系列	19.21%	-4.78
护肤系列	16.12%	-7.81
湿巾系列	14.53%	-4.34

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

从行业角度来看，公司林化学品和化妆品代工两大业务毛利率均出现下滑，共同拉低整体毛利率水平。**进一步拆分产品**，除公司传统产品合成樟脑毛利率小幅上升外，公司其余产品毛利率均出现下滑，导致整体毛利率结构性下降；合成樟脑产品方面，公司采用成本加成定价的方法，产品价格很大程度受主要原材料松节油价格波动的影响。报告期，松节油价格攀升至高位后震荡波动，于上年同期相比有所上升，促进公司合成樟脑产品通过均价的提升抬高自身毛利率。**化妆品代工方面**，2021H1 受到化妆品行业主要原材料价格上涨、及化妆品新品备案速度减缓等影响，公司面膜、护肤品、湿巾类产品毛利率出现不同幅度的下降。

表 4：2021H1 公司净利率情况

	现期值 (亿元)	现期增量 (亿元)	现期比率 (%)	比率增量 (bps)
销售净利率	-	-	9.44%	3.59
期间费用	1.92	-0.11	10.02%	-1.29

销售费用	0.31	-0.20	1.64%	-1.21
管理费用	0.85	-0.01	4.42%	-0.36
财务费用	0.23	0.10	1.19%	0.49
研发费用	0.53	-0.01	2.78%	-0.20

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

公司净利率上升，源于公司提升的毛利率与良好的费用管理能力，报告期期间费用率下降。公司四项期间费用中除财务费用存在小幅上升外，其余费用的规模绝对值均有所下降。其中，销售费用的下滑主要由于公司会计准则变更，报告期公司采用新版会计准则，因销售而发生的运输费用共计 0.27 亿元，作为合同履行成本由销售费用调整至营业成本。公司报告期管理费用下降，主要源于其中的修理费用下降 701.10 万元，此外公司上期录得安全费用 405.00 万元，本期并未有该项费用发生。

● 松节油深加工：规模优势铸就领先行业地位，技术创新打造优质产品

公司是全球规模最大的合成樟脑及系列产品生产企业，产量连续多年位居全国第一。经过公司多年的发展，公司与下游客户形成了长期稳定的合作关系，客户对公司的满意度和认可度较高。除了通过国内药品 GMP 检查外，公司取得了欧盟 REACH、美国 FDA 及日本 GMP 等多项认证，不仅为公司产品进入欧美市场取得了通行证，也为公司下一步开发市场客户提供了产品品质证明。公司于 2008 年成立了技术中心，该中心先后被评为“福建省松节油深加工工程技术研究中心”、“福建省省级企业技术中心”、“福建省松节油加工重点实验室”，经过多年的发展，公司逐步建立起适合自身技术创新规律、创新特点的独立科研机构，配备了国内外先进仪器设备，具有应用先进科学技术手段、进行技术创新活动和开发新产品的能力。公司在注重自主研发和创新的同时，高度重视与科研院所、大专院校等机构开展学术交流和技术合作，不断引进和开发高新技术，使之产业化，以满足市场需求，并建立了长期稳定项目合作与知识产权共享机制，提升了企业研发实力。公司通过与福州大学石油化工学院共建联合实验室，和武夷学院建立“产学研”合作模式，不断加强工艺技术的开发及人才的培养。

● 化妆品代工：优质客户关系深度绑定，出色的产能及研发护航代工服务

诺斯贝尔的主要客户包括国际知名品牌、国内知名品牌、知名渠道商品牌、社交电商品牌、新锐电商品牌、微商品牌等。国际知名品牌包括联合利华、屈臣氏、资生堂、妮维雅、elf、滴露、GAMA、梦妆等；国内知名品牌包括上海家化、植物医生、伽蓝集团、高姿、韩后、相宜本草、欧诗漫、伊贝诗、溯黎等；新锐电商品牌包括完美日记、三草两木、纽西之谜、云集等。知名品牌对供应商筛选非常严格，并对优质供应商存在持续依赖，因而能够为诺斯贝尔持续增长的订单提供良好保证。多元化的客户类型有利于诺斯贝尔长期、可持续稳定的发展。诺斯贝尔多次获得主要客户的认可和奖项，例如联合利华公司颁发的“2019 年度创新驱动奖”、伽蓝集团颁发的“2019 年罗文奖”、高姿集团颁发的“精诚协作奖”等。

诺斯贝尔以“可持续发展、多品类布局”作为产品开发和配方研发的大方向，通过与国内外知名科研机构、国际领先原料供应商等开展合作，建立以富勒烯、FN 纤连蛋白、植物提取、天然发酵等原料为主方向的功能性化妆品开发体系。在加强面膜、护肤品、湿巾等主营产品开发的同时，更因应市场潮流、彩妆市场发展及纯净美容需求趋势下，开发出具有市场差异化的冻干面膜系列、Clean Beauty 系列、底妆系列、卸妆系列等创新型产品。诺斯贝尔每年超过 150+新品发布，迎合不同品牌的需求；超过 80 人的专业市场策划团队和产品开发团队，为客户提供全案服务。诺斯贝尔在 2019 年通过了高新技术企业的复审。截至报告期末已拥有专利 50 项，其中发明专利 22 项，实用新型专利 26 项，外观设计专利 2 项，为打造差异化定位产品提供有力背书。

● 投资建议

从业务的角度来看，公司在合成樟脑和化妆品 ODM 赛道内享有稳固优势。公司合成樟脑业务发展成熟，公司是全球规模最大的合成樟脑及系列产品生产企业，产量连续多年位居全国第一，并不断加码质量提升，除了通过国内药品 GMP 检查外，公司取得了欧盟 REACH、美国 FDA 及日本 GMP 等多项认证，为优质产品背书；公司化妆品代工业务稳居中国市场市占率榜首，下游依靠充

沛产能、领先研发与优质客户深度绑定，上游与 30 多家全球知名原料供应商或其代理商建立长期合作关系，保证原材料质量。公司面膜品类代工规模持续蝉联世界第一，旗下推出“天丝面膜”、“水凝胶面膜”、“冻干面膜”等多款畅销产品，并不断拓展护肤、彩妆、清洁赛道产品，丰富产品矩阵。我们认为公司在松节油深加工、化妆品代工市场已为绝对龙头地位，看好公司产品力、品牌力与渠道力支撑墙开、面膜、湿巾等品类顺利开拓市场、合成樟脑借原料价格上涨持续盈利。由此我们预计公司 2021E/2022E/2023E 年将有望实现营收 45.74/53.13/61.36 亿元，实现归母净利润 3.72/4.39/5.60 亿元，对应 EPS 为 0.72/0.85/1.08 元/股，对应 PS1.61/1.39/1.20 倍，对应 PE 20/17/13 倍，首次覆盖，予以“推荐评级”。

● **风险提示**

原材料价格大幅抬升的风险；行业竞争加剧的风险。

附:

1. 盈利预测和估值对比

表 5: 盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (单位: 百万元)	2,908.12	3,864.76	4,574.47	5,312.56	6,135.56
增长率 (%)	104.57%	32.90%	18.36%	16.13%	15.49%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	453.16	460.80	372.32	438.88	560.15
增长率 (%)	13.19%	1.68%	-19.20%	17.88%	27.63%
EPS (元/股)	0.96	0.89	0.72	0.85	1.08
销售毛利率	31.25%	25.67%	21.38%	22.25%	23.68%
净资产收益率 (ROE)	14.97%	14.70%	10.85%	11.60%	13.24%
市盈率 (P/E)	12	20	20	17	13
市净率 (P/B)	1.96	3.21	2.15	1.95	1.74
市销率 (P/S)	2.38	2.60	1.61	1.39	1.20

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价)

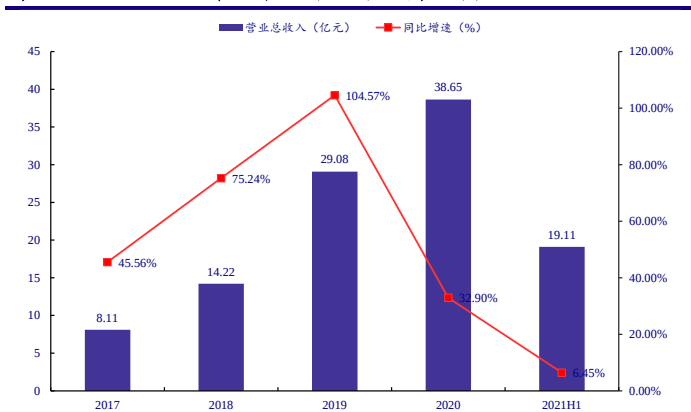
表 6: 可比公司最新估值情况

境内可比公司						
	嘉亨家化	赞宇科技	南风化工	科思股份	均值	中位数
PE	44	17	462	35	140	40
PB	8.63	2.06	9.39	3.73	5.95	6.18
PS	4.24	0.79	4.07	5.88	3.745	4.16
境外可比公司						
	科丝美诗	韩国科玛	太和生技	大江生医		
PE	26	15	-2	42	20	20
PB	4.39	1.51	0.27	3.64	20.00	2.58
PS	0.93	0.55	9.04	12.11	20.00	4.99

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

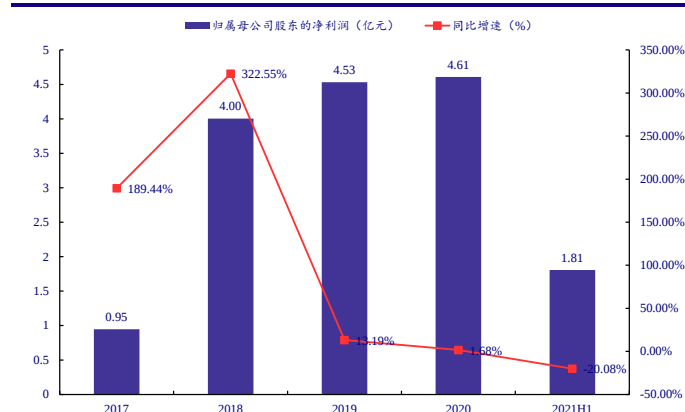
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2017-2021H1 营业收入 (亿元) 及同比 (%)



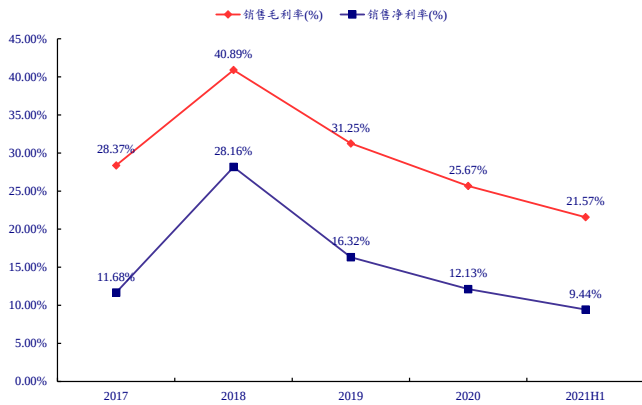
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2017-2021H1 归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



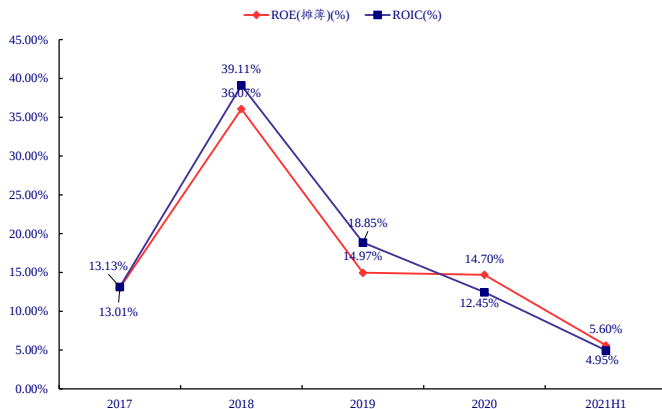
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2017-2021H1 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



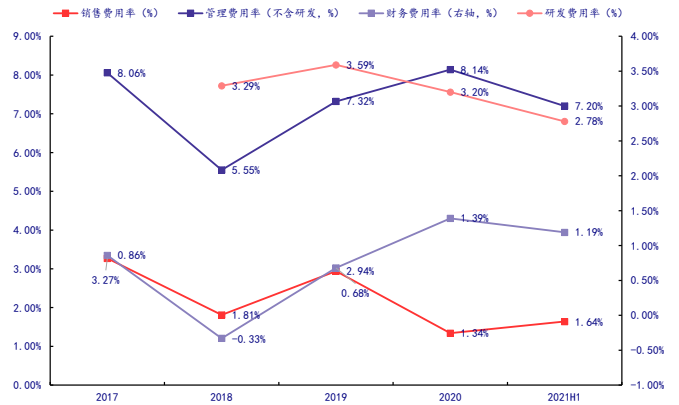
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2017-2021H1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2017-2021H1 期间费用率(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 7: 青松股份 2021 年一季度至今重大事项进展

事件类型	内容
关于 2021 年度向银行申请综合授信额度及相关授权的公告	福建青松股份有限公司于 2021 年 4 月 26 日召开第四届董事会第八次会议, 审议通过了《关于公司 2021 年度向银行申请综合授信额度及相关授权的议案》, 同意公司向银行申请累计不超过人民币 15 亿元的综合授信额度。
关于部分限售股份上市流通的提示性公告	1、本次解除限售股份数量为 18,752,741 股, 占公司总股本的 3.6302%; 2、本次解除限售后实际可上市流通的股份数量为 15,438,857 股, 占公司总股本的 2.9887%; 3、本次解除限售股份上市流通日期为 2021 年 5 月 28 日
关于全资子公司参与投资产业基金的公告	为充分借助专业投资机构的专业资源及其投资管理优势, 拓展公司新消费产业布局, 促进公司长远发展, 福建青松股份有限公司全资子公司广州青航投资有限公司拟作为有限合伙人以自有资金出资 1,000 万元人民币投资苏州宝捷会山启创业投资合伙企业(有限合伙)。
关于全资子公司与中山市南头镇人民政府签署投资协议书的公告	为推动福建青松股份有限公司化妆品业务产业布局, 实现公司发展战略目标, 公司全资子公司诺斯贝尔化妆品股份有限公司近日与中山市南头镇人民政府签署了《南头镇工业项目投资协议书》。投资协议书约定, 中山市南头镇人民政府将位于南头镇一块面积为 148.29 亩的工业用地土地使用权通过公开出让以有偿、有期限的方式提供至诺斯贝尔参与竞拍, 用于建设集生产车间、办公及研发大楼、智能仓储、员工生活中心于一体的大型产业园区。诺斯贝尔承诺项目固定资产投资不低于 9 亿元, 达产后年产值达到 18 亿元, 年税收达到 9,000 万元。
关于董事长兼总裁辞职暨推选董事长代行董事长职责、聘任公司总裁的公告	福建青松股份有限公司董事会于近日收到公司董事长兼总裁李勇先生的书面辞职报告, 李勇先生因个人工作调整原因, 申请辞去公司董事长、董事、董事会战略委员会主任委员、董事会提名委员会委员及总裁职务, 同时不再担任法定代表人。辞职后, 李勇先生不再担任公司任何职务。截至本公告披露日, 李勇先生未持有公司股份, 亦不存在应当履行而未履行的承诺事项。
关于公司监	福建青松股份有限公司于近日收到公司监事王勇先生出具的《关于股份减持计划的告知函》。截至本公

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

事股份减持计划的预披露公告 告日，王勇先生持有公司股份 824,503 股，占公司股份总数的 0.1596%。王勇先生计划在本公告披露之日起十五个交易日后的六个月内以集中竞价方式减持本公司股份不超过 5.1 万股，即不超过公司股份总数的 0.0099%。现将有关情况公告如下：

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 8: 爱婴室 2019-2020 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2019 年对于 2020 年的规划	2020 年对于 2021 年的规划
发展战略	1、公司完成收购诺斯贝尔 90%股份后，在化学原料及化学制品制造业领域新增面膜、护肤品、湿巾等化妆品的设计、研发与制造业务。未来公司将在坚持主营业务发展的原则下，积极抓住当前我国化妆品行业的市场发展机遇，以研发驱动产品创新，依靠强大的产品研发和技术创新能力、先进的生产工艺、成熟的销售网络、现代化的企业管理，不断创造出新的利润增长点。 2、公司将继续执行内生性增长和外延性发展相结合的战略，保持公司可持续健康发展。 3、推动国际化的科研和生产部署，积极开拓新兴市场。	1、进一步延伸产业链，利用公司化工产业基础，以及化妆品业务的广阔市场空间，深挖化妆品等消费品产业价值。公司 2019 年完成收购诺斯贝尔 90%股份后，在化学原料及化学制品制造业领域新增面膜、护肤品、湿巾等化妆品的设计、研发与制造业务。2020 年 5 月全资子公司广东领博以现金方式收购诺斯贝尔 10%股份，公司及广东领博合计持有诺斯贝尔 100%股份。未来公司将在坚持既有业务发展的原则下，积极抓住当前我国化妆品行业的市场发展机遇，以研发驱动产品创新，依靠强大的产品研发和技术创新能力、先进的生产工艺、成熟的销售网络、现代化的企业管理，不断创造出新的利润增长点。 2、公司将继续执行内生式增长和外延式发展相结合的战略，引进优秀团队，发掘保持公司可持续健康发展。 3、推动国际化的科研和生产部署，积极开拓新兴市场
	1、推动产能建设工作 (1) 继续推进年产 5,000 吨合成樟脑扩建项目(含生产线自动化改造)项目的试生产工作。 (2) 增加包括真空乳化设备、护肤品灌装包装生产线、水凝胶面膜生产线、冻干面膜生产线、全自 动湿巾生产线等产能建设工作。 2、加大研发创新工作 公司将继续推进研发平台的资源整合和优化，加强与高校的产学研合作，强化技术研发优势，合理调配资源，提升公司研发队伍建设及技术创新能力，加快技术创新、技术改进的研发速度和科技成果的转化速度，进一步提升公司在松节油加工和化妆品生产领域的核心竞争力。 3、加强安全、环保与成本的控制管理 公司将加大安全和环保方面的投入及隐患排查力度，确保安全、环保、消防设施有效运行，“三废”达标排放。不断提高内控管理与治理工作规范运作水平，进一步促进公司各生产、职能部门合理高效运行，加强预算管理，层层落实成本管理，增强各部门的忧患意识，对重点工序的加强管控，推进现场 5S 管理，引导全员参与降本增效工作，提升公司的盈利能力。 4、加强市场营销及拓 根据市场新形势，制定针对性的营销策略和市场营销方案，继续巩固当前的现有客户，加大新品市场的推广力度，力争有新的突破，实现新的效益增长。 5、引进专业管理人才，积极布局化妆品行业 公司将积极布局、多元化探索，通过团队整合、项目参投及外延式并购等多种方式深入发展化妆品行业。	1、松节油深加工业务 (1) 继续紧抓安全生产管理。公司将依照国家安全生产环保相关法律法规，规范和完善公司各项管理制度，强化公司内部生产管理，实现公司全年生产无重大安全、环保、质量事故发生。 (2) 继续完善绩效考核方案，实现有效的绩效考核，充分调动业务部门的积极性，利用公司松节油深加工业务的行业龙头地位，拓展新的合作客户。 (3) 做好各类培训安排，发起各部门后备梯队人才培养计划。 (4) 继续坚持效益导向，稳中求进的工作总基调，结合行业整体发展趋势，加快推进年产 5,000 吨樟脑扩建项目的安全及环保验收工作，进一步提升公司业绩。 2、化妆品业务 (1) 营销计划与执行 ①公司围绕“成为国际一流的化妆品制造服务商”这一既定发展目标，遵循精准把握客户需求、不断加大研发投入和新产品的开发力度、注重以技术优势打造行业领先地位的经营策略，持续完善各项管理制度和内控管理体系，提升经营管理与风险预防水平。在强化内部体系的同时，公司各项工作协同开展、高效运行。 ②坚持规模化、品牌化的市场策略，强化客户关系管理和行业影响力，凭借在化妆品 ODM 行业的地位及口碑，吸引更多新旧客户的订单。 ③继续深化海外战略布局，提升诺斯贝尔韩国研究所研发创新能力，为持续保持公司产品技术的创新性、和市场前瞻性，提供有力保障。 (2) 推进项目建设、强化转型升级 全资子公司诺斯贝尔目前的厂区规模已逐渐接近生产饱和状态，在充分利用现有车间(包括自有和租赁)空间的同时，将规划更为长远的解决方法。同时，公司将不断强化产品工艺配方创新和生产技术创新，加强研发投入和技术改造投入，继续推进自动化、智能化、信息化等先进生产技术的实施力度，以加快公司转型升级计划的进度，提升公司的行业竞争力。 (3) 立足既定的发展战略及经营策略

坚持实施差异化产品竞争与规模化、品牌化的市场战略，依靠技术、管理、服务的比较竞争优势，强化规模效应（原料采购优势、成本优势、产品价格优势）和行业品牌影响力。公司将立足于化妆品制造行业的巨大发展空间，紧紧抓住自身优势，实现经营目标。2021 年度，公司仍然将在产品研发、市场开发、成本控制、结构调整和人力资源管理等方面深耕细作，进一步强化公司化妆品业务的核心竞争力。

（4）市场经营战略及产品开发策略

在市场策划上，2021 年会持续推广常态化，除了传统的展会外，公司将积极参与以新锐品牌及电商、播商，和以新商圈为主的展会及活动，以多角度渗透不同类型的客户。

（5）引进专业管理人才，积极布局化妆品行业公司将积极布局、多元化探索，通过团队整合、项目参投及外延式并购等多种方式深入发展化妆品等消费行业。

风险提示

- 1、松节油深加工业务原材料价格波动的风险；
- 2、税收优惠政策变化风险；
- 3、化妆品市场需求波动的风险；
- 4、产品质量控制风险；
- 5、环保风险
- 6、汇率风险
- 7、诺斯贝尔承诺业绩无法达成的风险
- 8、商誉减值风险
- 9、疫情风险

- 1、宏观经济环境变化及新冠肺炎疫情的风险；
- 2、原材料采购及价格波动风险；
- 3、市场竞争风险；
- 4、产品质量控制风险；
- 5、环保风险
- 6、汇率风险
- 7、商誉减值风险

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2020 年的业务规划，针对 2021 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2021 年的新补充部分。

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 9：爱婴室前十大股东情况（更新自 2021 年半年报）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变 动(万股)	占总股本 比例(%)	持股比例 变动(%)	股本性质
1	吉安广佳企业管理咨询服务 有限公司	不变	4962.26		9.61%		境内非国有 法人
2	诺斯贝尔(香港)无纺布 制品有限公司	不变	4739.20		9.17%		境外法人
3	香港中央结算有限公司	增加	2296.78	1886.97	4.45%	3.65%	境外法人
4	中国农业银行股份有限公司 - 广发 均衡优选混合型证券投资基金	新进	1415.12	1415.12	2.74%	2.74%	其他
5	全国社保基金四零三组合	减少	1307.33	-225.75	2.53%	-0.44%	其他
6	广东维雅化妆品有限公司	减少	1284.10	-445.20	2.49%	-0.86%	境内非国有 法人
7	范展华	新进	1133.28	1133.28	2.19%	2.19%	境内自然人
8	中国工商银行股份有限公司 - 广发 价值优势混合型证券投资基金	增加	1067.75	805.80	2.07%	1.56%	其他
9	兴业银行股份有限公司 - 广发 稳健优选六个月持有期混合型 证券投资基金	增加	1063.97	611.34	2.06%	1.18%	其他
10	上海高毅资产管理合伙企业 (有限合伙) - 高毅邻山 1 号 远望基金	新进	1000.00	1000.00	1.94%	1.94%	其他
合计			20269.79		39.25%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任消费品零售与化妆品行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯萱：现任消费品零售与化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hettingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn