

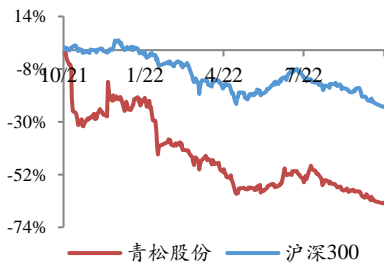
聚焦化妆品业务，代加工龙头修复可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-10-12

收盘价 (元)	5.13
近 12 个月最高/最低 (元)	14.25/5.08
总股本 (百万股)	517
流通股本 (百万股)	492
流通股比例 (%)	95.25
总市值 (亿元)	27
流通市值 (亿元)	25

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：梁瑞

执业证书号：S0010121110043

邮箱：liangrui@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 聚焦高景气化妆品行业，有望受益于化妆品新规

公司 2019 年通过收购诺斯贝尔进入化妆品代加工行业，2021 年底化妆品 ODM 业务营收占比达到 68%。2022 年 9 月底，公司公告拟剥离松节油深加工业务，进一步聚焦化妆品业务。根据欧睿的数据，2020 年受疫情影响下，中国化妆品市场同比增速为 7%，下游仍然保持高景气。随着化妆品的人群、渠道、品牌不断进行多元化拓展，品牌商对于上游代加工企业的需求增加，给具备竞争优势的 OEM/ODM 企业带来增长机遇。此外，2022 年《化妆品质量管理规范》等化妆品行业新规开始实施，对于化妆品的生产质量提出更高的要求。《规范》实施后难以达到生产质量要求及短期无法快速实现调整的品牌商将更多的依托代加工企业生产。国内生产设施和生产管理制度更为完善、产能储备更为丰富的头部 OEM/ODM 企业有望受益，预计行业集中度将会提升。

● 公司加强研发、产能、品类、客户拓展，龙头市占率有望继续提升

中国 OEM/ODM 市场集中度较低，诺斯贝尔市占率约为 4%，是本土市占率最高的企业。研发方面，公司研发费用率较为稳定，基本在 3.20% 以上，2022H1 研发费用率为 4.57%，较上年同期增加 1.79pct。通过产学研相结合，在原料、配方、工艺、品类等领域不断创新，并促进科技成果快速转化。产能方面，公司目前是国内最大的面膜生产企业，2020 年和 2021 年面膜产能分别为 19.7 亿片、21.3 亿片。在面膜产能略微增长的基础上，公司着力拓展护肤品和湿巾产能。2020 年和 2021 年护肤品的产能为 1.9/2.8 亿支，湿巾产能为 122/260 亿片。品类方面，公司不断创新面膜品类，研发出多款特色产品，并且拓展护肤品类，2021 年护肤系列占比为 29%，较 2020 年提升 4pct。此外，公司在与屈臣氏、联合利华等老客户加强合作的同时，不断开拓新客户。逸仙电商、植物医生等新锐品牌在 2019 年以来位列公司前五大客户，2021 年营收占比分别为 6% 和 4%。公司在研发、产能、产品、客户方面已经形成了优势，预计市占率将继续提升。

● 投资建议

公司短期受疫情影响，业绩承压。但是诺斯贝尔作为国内代加工龙头企业，在研发、产能、客户等方面通过多年的投入已经建立了壁垒。化妆品新规实施后，市占率进一步提升。我们预计 2022~2024 年公司 EPS 为 0.08/0.26/0.22 元，对应 PE 为 65/20/23 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

上游原材料价格波动；产能投产不及预期；疫情反复等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3693	3344	2755	3216
收入同比 (%)	-4.4%	-9.5%	-17.6%	16.7%
归属母公司净利润	-912	41	133	115
净利润同比 (%)	-297.8%	104.4%	227.1%	-13.0%
毛利率 (%)	13.0%	12.9%	12.4%	17.7%
ROE (%)	-42.7%	1.9%	5.7%	4.8%
每股收益 (元)	-1.76	0.08	0.26	0.22
P/E	—	65.41	19.99	22.99
P/B	2.73	1.22	1.15	1.09
EV/EBITDA	23.38	12.23	13.24	8.88

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 化妆品代加工与松节油业务双轮驱动.....	6
1.1 收购 OEM/ODM 龙头诺斯贝尔，进军化妆品业务.....	6
1.2 股权较为分散，香港诺斯贝尔成为公司第一大股东.....	7
1.3 财务分析：疫情致业绩承压，期待后续修复.....	9
2 OEM 集中度有望提升，诺斯贝尔将受益.....	15
2.1 化妆品市场快速增长，多元化需求加快 OEM 发展.....	15
2.2 研发驱动增长，行业龙头受益集中度提升.....	18
3 研发+产能+客户+品类，多维拓展筑深壁垒.....	23
3.1 加强研发投入，OEM 到 ODM 一体化服务.....	23
3.2 产能持续拓展，增强生产能力.....	25
3.3 紧跟市场趋势，品类结构多元化.....	26
3.4 公司持续开拓新客户，加强与新锐品牌合作.....	28
4 盈利预测与投资建议：.....	31
盈利预测.....	31
投资建议.....	31
风险提示：.....	32
财务报表与盈利预测.....	33

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构 (截至 2022H1)	7
图表 3 公司管理层 (截至 2022H1)	8
图表 4 公司营业收入及增速	9
图表 5 公司归母净利润及增速	9
图表 6 松节油深加工业务营业收入及增速	10
图表 7 化妆品业务营业收入及增速	10
图表 8 国内、国外营业收入占比	10
图表 9 营业收入分产业占比	11
图表 10 营业收入分产品占比	11
图表 11 松节油深加工业务成本构成	11
图表 12 化妆品业务成本构成	11
图表 13 粘胶纤维价格	12
图表 14 涤纶纤维价格	12
图表 15 甘油进口、出口均价	12
图表 16 丙二醇现价	12
图表 17 毛利率	13
图表 18 公司净利率	14
图表 19 公司费用率	14
图表 20 消费和零售行业营收增速比较	15
图表 21 中国化妆品市场规模	16
图表 22 全球化妆品市场规模	16
图表 23 中国美妆个护 TOP10 品牌市场份额	16
图表 24 护肤和彩妆品牌数量变化	16
图表 25 中国男性化妆品市场规模	17
图表 26 2019 年小镇青年化妆品消费增速	17
图表 27 中国化妆品主要渠道份额变化	17
图表 28 2013~2018 各渠道复合增速	17
图表 29 中国化妆品产业链	18
图表 30 中国美妆产业链价值分配	19
图表 31 主要化妆品代工企业研发情况	19
图表 32 科丝美诗产能布局	20
图表 33 莹特丽全球产能布局	20
图表 34 科丝美诗主要客户 (部分)	20
图表 35 莹特丽主要客户 (部分)	20
图表 36 《化妆品质量管理规范》要求 (部分)	21
图表 37 化妆品生产车间环境要求	21
图表 38 2018 中国代工企业市占率	22

图表 39 2020 中国化妆品代工行业格局	22
图表 40 研发人员及其增长	23
图表 41 研发费用率	23
图表 42 化妆品主要研发项目	24
图表 43 公司面膜产能及利用率	25
图表 44 公司湿巾产能及利用率	25
图表 45 公司护肤品产能及利用率	25
图表 46 诺斯贝尔不同品类的生产线	26
图表 47 公司营收构成	27
图表 48 公司护肤销量及平均单价	27
图表 49 公司产品远销 40 多个国家和地区	28
图表 50 公司主要合作品牌	29
图表 51 2018-2021 公司前五大客户 (单位: 亿元)	30
图表 52 盈利预测 (按业务)	31

1 化妆品代加工与松节油业务双轮驱动

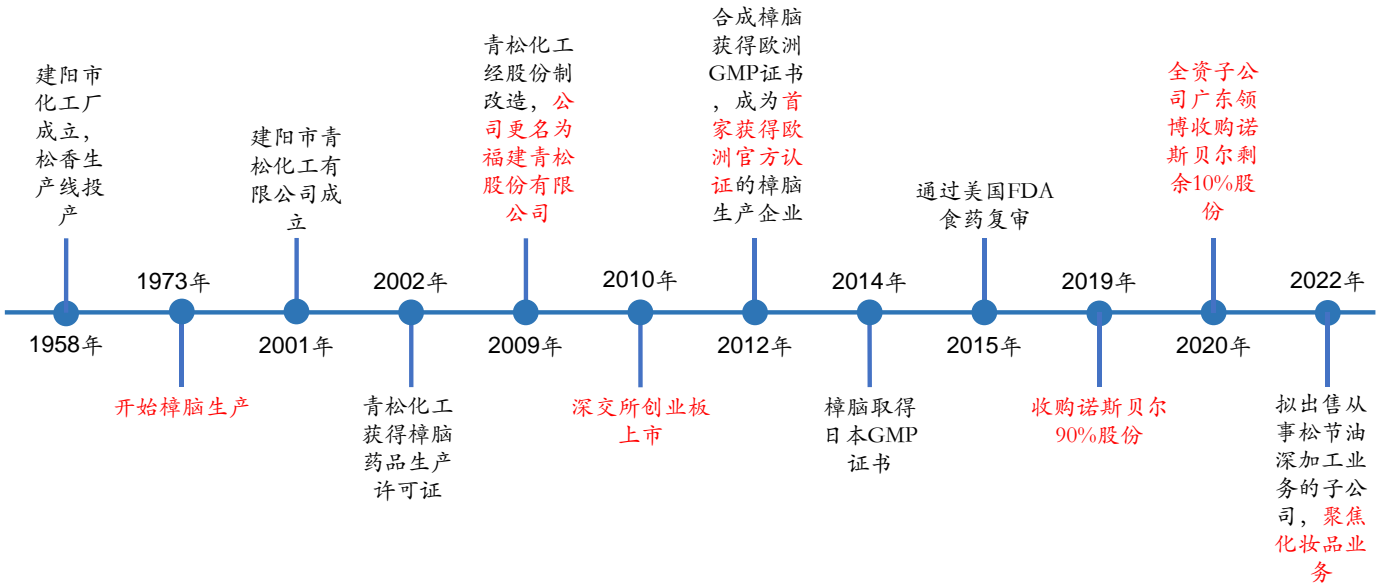
1.1 收购 OEM/ODM 龙头诺斯贝尔，进军化妆品业务

1958~2019 成长为松节油深加工龙头：松节油深加工业务是青松股份的传统项目，最早在 1958 年建阳市化工厂成立，公司松香生产线投产。2001 年建阳青松化工有限公司成立，2009 年更名为福建青松股份，随后 2010 年在深交所创业板上市。2012 年、2014 年、2015 年公司樟脑分别取得欧洲 GMP、日本 GMP 和美国 FDA 认证，逐渐成长为全球规模较大的合成樟脑及其中间产品的供应商。

2019 年以来，收购诺斯贝尔，双主业驱动格局形成：2019 年公司以发行股份及支付现金相结合的方式收购诺斯贝尔 90% 股份，2021 年公司全资子公司广东领博以现金方式收购诺斯贝尔剩余 10% 股份，全资控股诺斯贝尔，进军化妆品加工行业。诺斯贝尔是全球第四大、本土最大的化妆品 ODM 企业，涉及面膜、护肤品、湿巾等化妆品的设计、研发与制造，目前已成为中国最大的面膜生产企业。

2022 年 9 月底，公司公告拟转让从事松节油深加工的两家全资子公司福建南平青松化工有限公司 100% 股权、龙晟（香港）贸易有限公司 100% 股权，交易对方尚不确定。转让后，公司将完全剥离松节油深加工业务，将资源聚焦至化妆品业务。

图表 1 公司发展历程

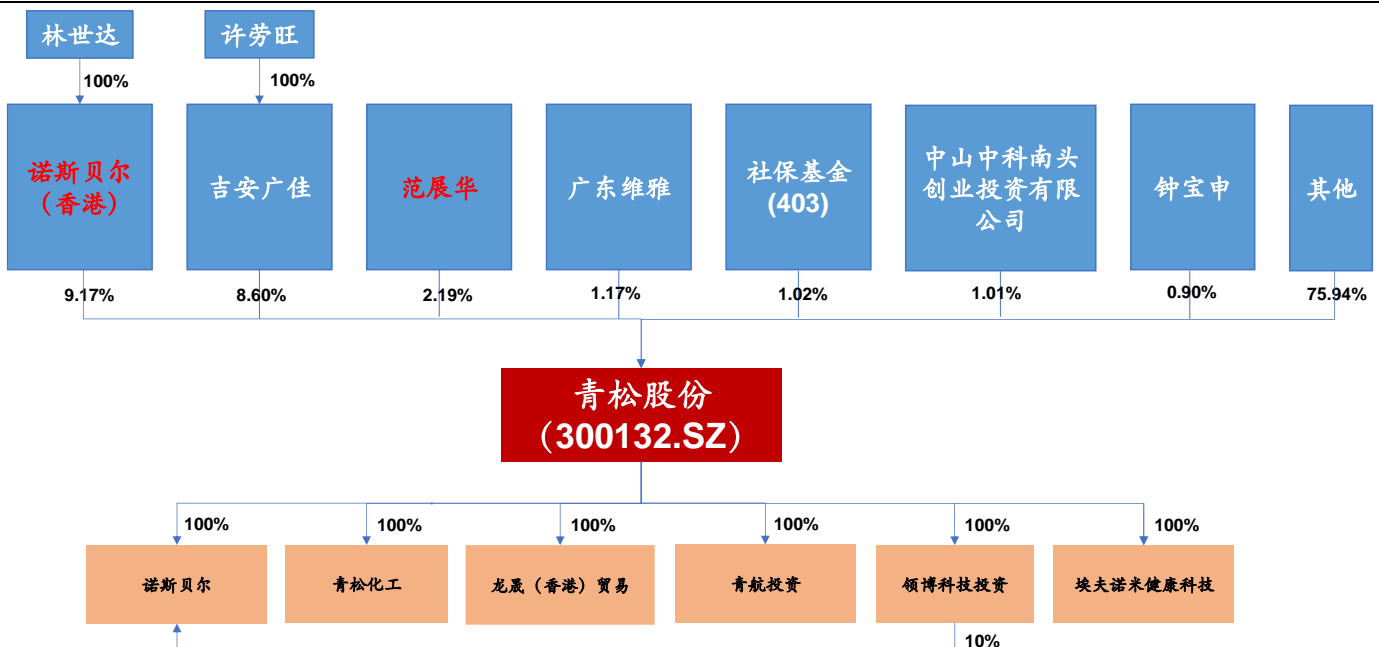


资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

1.2 股权较为分散，香港诺斯贝尔成为公司第一大股东

林世达将成为公司实际控制人，将更多资源集中于化妆品业务：2019年4月收购诺斯贝尔90%股权完成后，杨建新及其一致行动人山西广佳汇合计持股17.22%，为公司控股股东及实际控制人；柯维龙及其一致行动人柯维新合计持股13.22%，为公司第二大股东；诺斯贝尔持股9.17%，为公司第三大股东。公司大股东逐渐减持，新老股东更替。2019年12月，杨建新将其持有的广佳汇66.67%股权转让给山西欣亚辉，杨建新与广佳汇之间不再存在一致行动关系，可支配表决权比例下降至12.66%，公司无实际控制人。2022年6月，吉安广佳减持1.0066%股权后，香港诺斯贝尔成为公司第一大股东，无实际控制人。2022年10月，公司公告拟本次向特定对象林世达发行数量不低于7191万股（含本数）且不超过10112万股（含本数）。林世达现为香港诺斯贝尔的100%控制人，发行完成后其将成为公司实际控制人。

图表 2 公司股权结构（截至 2022H1）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司管理层大多曾任职于诺斯贝尔或现任诺斯贝尔重要职位，预计之后将加大化妆品业务的开展。公司董事、代董事长及总裁范展华自2004年起作为诺斯贝尔创始人之一，担任董事长及副总经理，目前兼任子公司诺斯贝尔董事及总经理。林世达于2004年创立并担任诺斯贝尔董事长及总经理，现任本公司董事，兼任诺斯贝尔董事及总经理。骆棋辉现任本公司董事及董事会秘书，兼任诺斯贝尔董事。汪玉聪现任本公司财务总监、战略投资业务总监，兼任诺斯贝尔董事及财务总监，具有丰富的审计、并购经验。王勇自2004年10月起任诺斯贝尔技术生产总监，现任本公司监事，兼任诺斯贝尔监事及副总裁（生产）。

图表 3 公司管理层 (截至 2022H1)

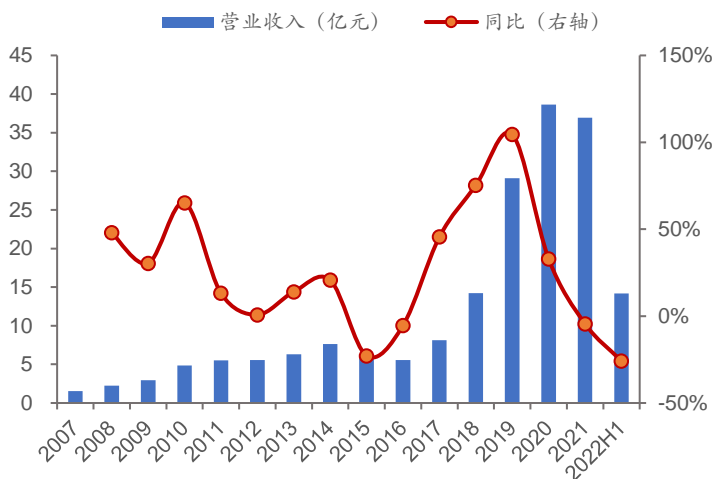
姓名	职务	简介
范展华	代董事长、董事、 总裁	自 2004 年起作为公司全资子公司 诺斯贝尔 创始人之一,担任该公司董事及副总经理,青松股份副总裁。现任 本公司董事、代理董事长及总裁 ,兼任 子公司诺斯贝尔董事及总经理 ,广东诺斯贝尔健康护理用品有限公司、中山诺斯贝尔日化制品有限公司董事长及总经理、广东丽研董事长。
林世达	董事	于 2004 年 创立并担任诺斯贝尔董事长及总经理 。现任 本公司董事 ,兼任 子公司诺斯贝尔董事长 ,诺斯贝尔(亚洲)有限公司、广东诺斯贝尔健康护理用品有限公司、中山诺斯贝尔日化制品有限公司董事。
林悦聪	董事、副总裁	曾担任屈臣氏集团(香港)有限公司零售业务经理、无添加贸易(上海)有限公司(FANCL)中国区营运经理,现任 本公司董事及副总裁 。
骆棋辉	董事、董事会秘书	现任 本公司董事及董事会秘书 ,兼任 子公司诺斯贝尔董事 ,广州青航、广东领博、广东埃夫诺米执行董事及总经理
吴德斌	监事会主席	2008 年至今就职于本公司,曾任职公司企管部、证券事务代表、董事会秘书、副总经理。现任 本公司党支部书记、监事会主席 ,兼任 公司行政部经理 、子公司青松化工副总经理。
余润婷	监事	曾任 大华会计师事务所 审计员,2018 年 7 月至今就职于本公司。现任 本公司监事 ,兼任 内审部职员 、子公司 诺斯贝尔 、广东领博、广东埃夫诺米 监事 。
王勇	监事	2004 年 10 月起任 诺斯贝尔技术生产总监 。现任 本公司监事 ,兼任 子公司诺斯贝尔监事及副总裁(生产) 。
柯诗静	副总裁	2011 年至今就职于本公司,曾任 本公司销售部经理、董事 。现任 本公司副总裁 ,兼任 子公司香港龙晟总经理 、青松化工副总经理。
汪玉聪	财务总监	曾任 瑞华会计师事务所 审计员、 天职国际会计师事务所 项目经理、雪松控股集团并购部投行经理、安赐资产管理有限公司并购事业部高级经理。现任 本公司财务总监、战略投资业务总监 ,兼任 子公司诺斯贝尔董事及财务总监 、广东领博财务负责人

资料来源:公司公告,华安证券研究所

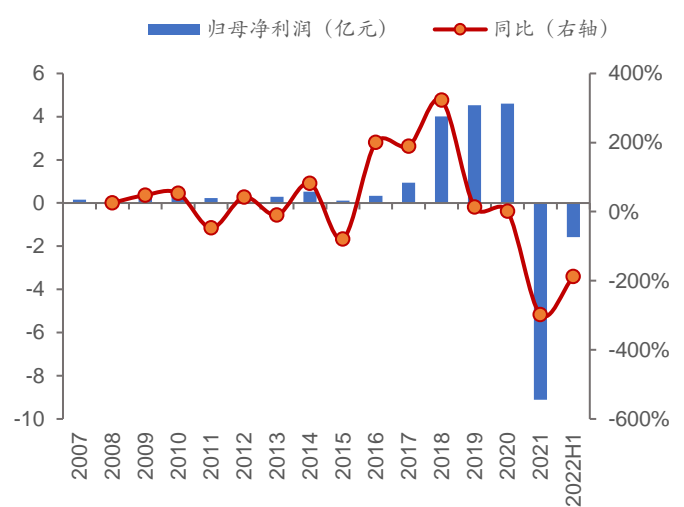
1.3 财务分析：疫情致业绩承压，期待后续修复

需求端受疫情影响化妆品订单不及预期，营收归母净利润下滑。2019年，公司完成对诺斯贝尔90%股份的收购，实现营业收入29.08亿元，同比+104.57%；归母净利润为4.53亿元，同比+13.19%，主要由于诺斯贝尔纳入合并报表、支付并购中介费以及贷款（并购项目贷款、流动资金贷款）利息增加所致。2020年，松节油深加工业务较上年有所下降(同比-8.44%)，化妆品ODM业务发力(同比+66.52%)。为适应疫情下需求变化，公司新增口罩生产业务，全年实现营业收入38.65亿元(同比+32.90%)，归母净利润为4.61亿元(同比+1.68%)。2021年松节油深加工业务与上年基本持平，化妆品ODM业务受疫情、行业监管及宏观经济因素影响，订单量不及预期，营业收入同比下滑6.03%。因此公司对诺斯贝尔计提商誉减值，利润受到较大影响。公司实现营业收入36.93亿元(同比-4.44%)，归母净利润-9.12亿元(同比-297.85%)。2022H1公司实现营业收入14.16亿元(同比-25.89%)，归母净利润-1.59亿元(同比-187.76%)。松节油深加工业务行业竞争加剧，销量和价格同比均有所下滑，营业收入同比-30.80%。化妆品ODM业务订单降幅较大，营业收入同比-23.32%。

图表4 公司营业收入及增速



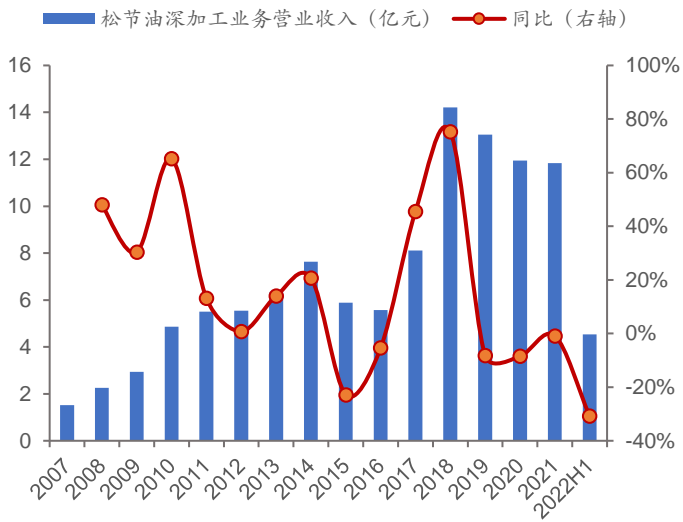
图表5 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

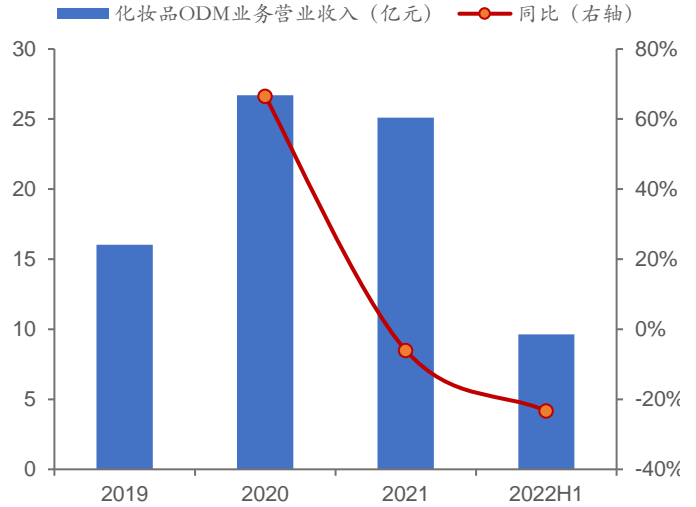
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 6 松节油深加工业务营业收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

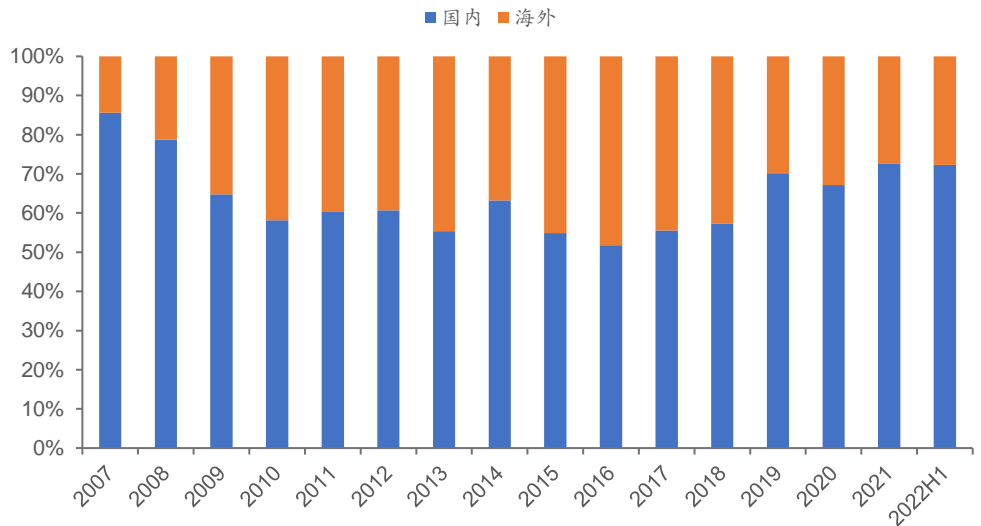
图表 7 化妆品业务营业收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

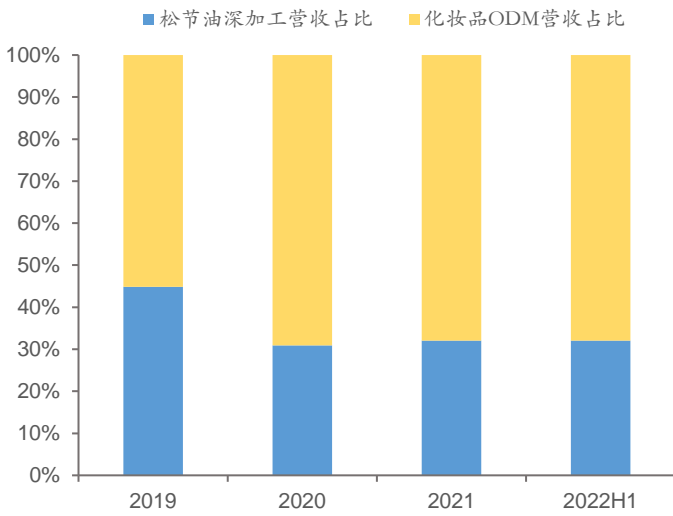
疫情致海外业务发展受阻。2019年前，海外营收占比呈扩张趋势，2010年后海外营收占比逐渐稳定在40%-50%之间。2019年收购诺斯贝尔合并报表后，国内营收占比提高到70%左右，主要由于疫情导致海运效率降低、成本提高，海外业务受到一定影响，部分海外客户取消订单或延迟。

图表 8 国内、国外营业收入占比



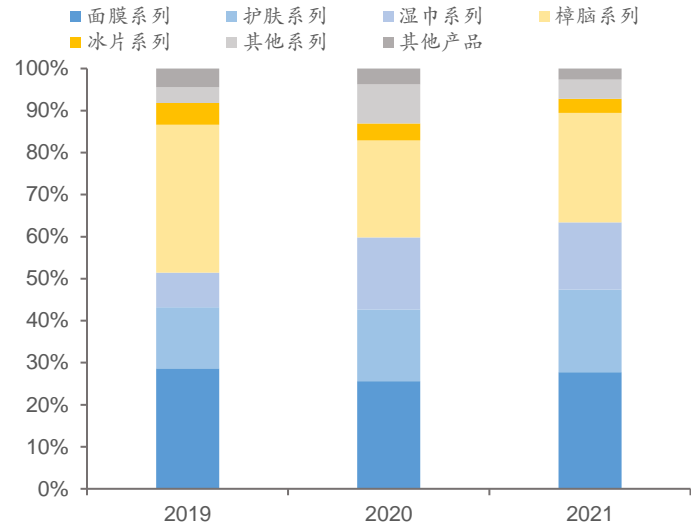
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 营业收入分产业占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

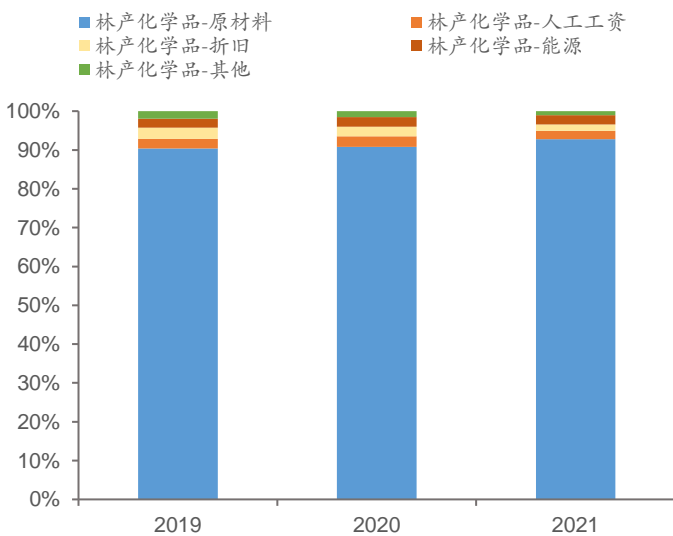
图表 10 营业收入分产品占比



资料来源：wind，华安证券研究所

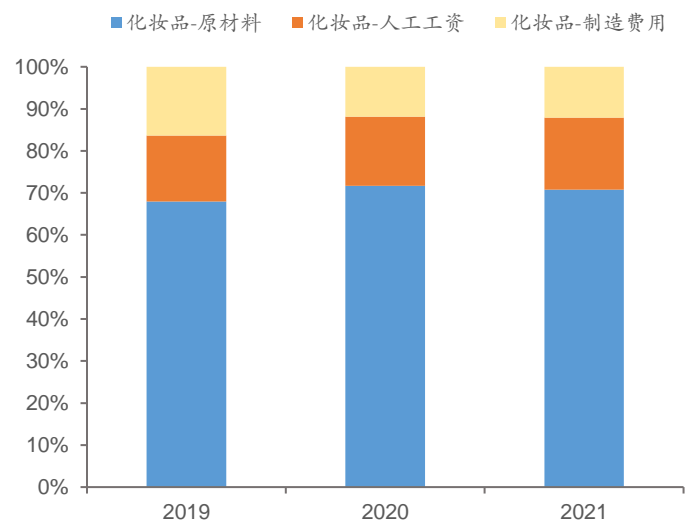
受海运及原材料价格上涨影响，成本上涨。公司原材料占总成本的 77%左右。化妆品 ODM 业务原材料占成本的 70%左右，面膜和湿巾的主要原料为天然纤维素纤维、涤纶纤维和粘胶纤维，护肤品的主要原料为甘油、丙二醇、天然油脂、功能性提取物、香精等，其中涤纶纤维、丙二醇、香精价格受到石油价格影响。松节油深加工业务原材料占成本的 90%以上，成本与主要原材料松节油的价格高度相关。近年来受 PPI 上涨及化工行业供给侧调整等因素影响，化妆品原材料和包装材料的价格有所上涨。疫情以来受到海外原材料供应商减产、航运价格高企等因素影响，进口原材料短缺，引起价格上涨，对化妆品制造企业的生产、销售及业绩均产生了一定影响。松节油价格受采脂成本、行业监管、供求关系等影响，价格波动较大。

图表 11 松节油深加工业务成本构成



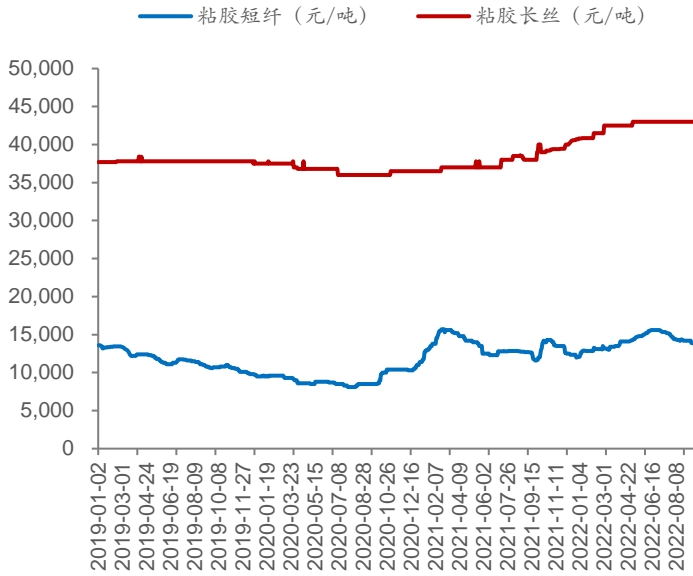
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 化妆品业务成本构成



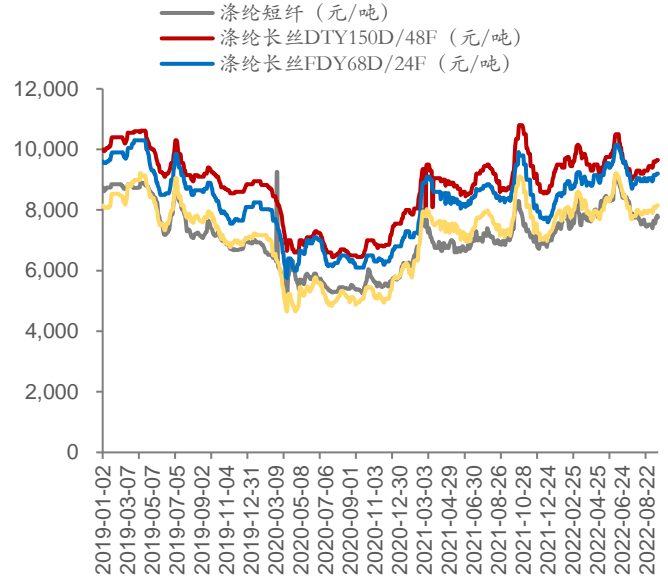
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 粘胶纤维价格



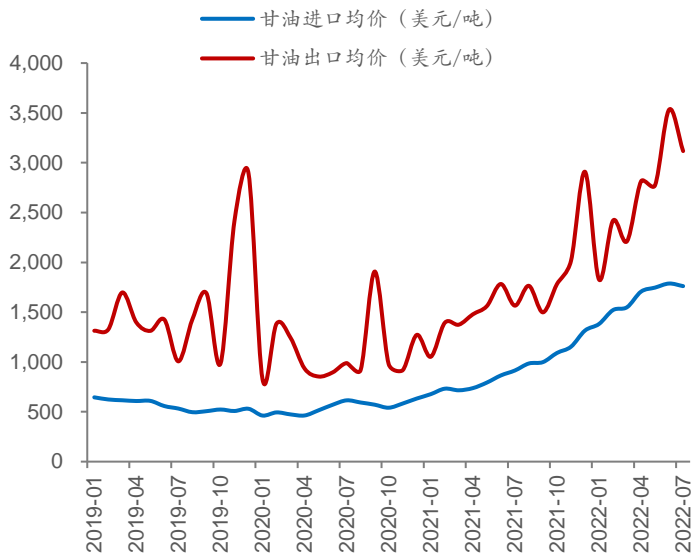
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 涤纶纤维价格



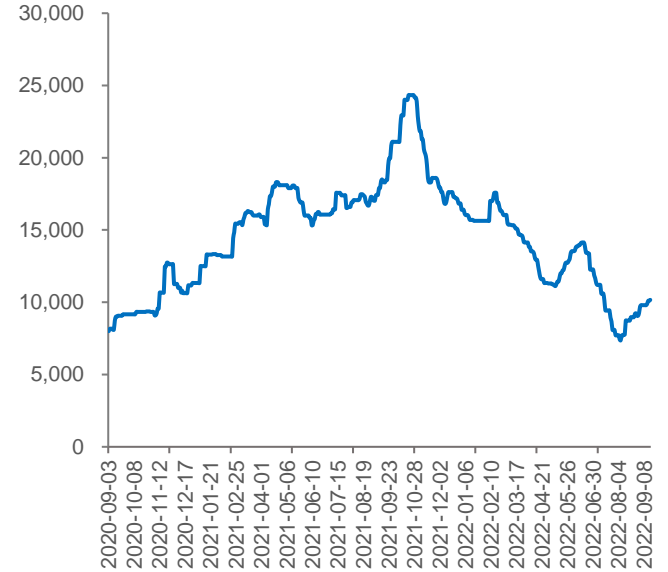
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 甘油进口、出口均价



资料来源: wind, 华安证券研究所

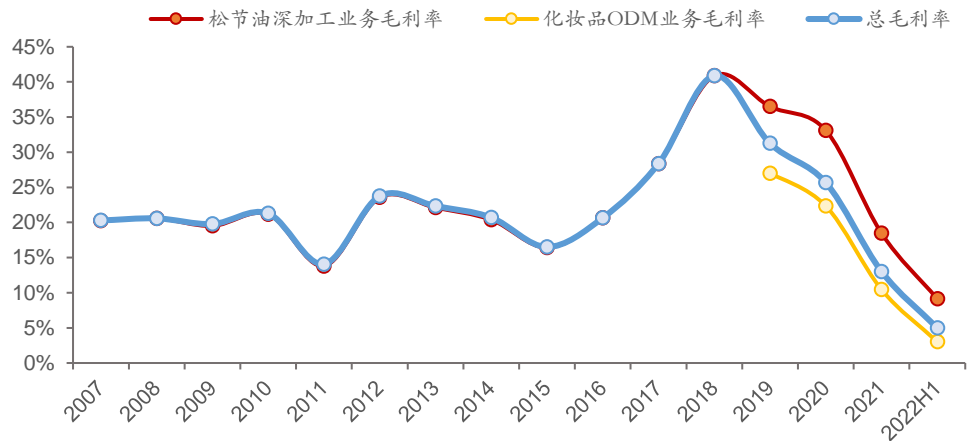
图表 16 丙二醇现价 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

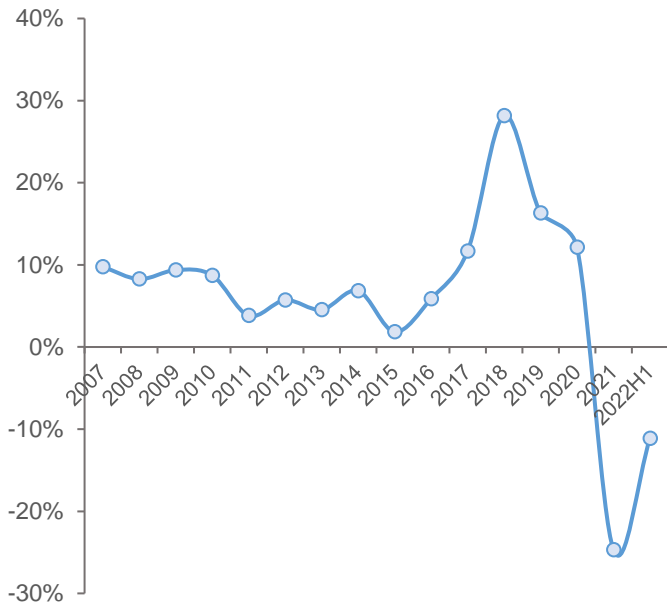
2007-2015 年公司毛利率较为平稳，净利率呈波动下降趋势。2016-2018 松节油深加工行业进入景气周期，毛利率快速拉升到 40.89%，净利率增长至 28.16%。2019 年开始，毛利率、净利率均呈下滑趋势，净利率 2021 年下滑至 -24.70%。松节油深加工与化妆品 ODM 业务两头承压。化妆品 ODM 业务原料价格上涨、海运成本高企、劳动力成本攀升导致成本增加，受疫情影响订单不及预期，营业收入同比有所下滑。松节油深加工业务主要原料松节油价格波动，同时合成樟脑等主要产品市场竞争加剧，价格转嫁能力下降。2019 年后管理费用率、财务费用率呈上涨趋势，新增租赁仓库、员工薪资上涨、安全费用增加导致管理费用率上涨，汇率变动、贷款利息增加导致财务费用率上涨，对净利率造成不利影响。我们认为**公司业绩低点已到，后续有望恢复**。随着疫苗普及以及防疫逐渐精准化，疫情有望得到有效控制，经济受疫情冲击将会减弱，成本端压力减小，需求端消费反弹，短期业绩有望触底反弹，长期增长趋势保持不变。

图表 17 毛利率 (%)

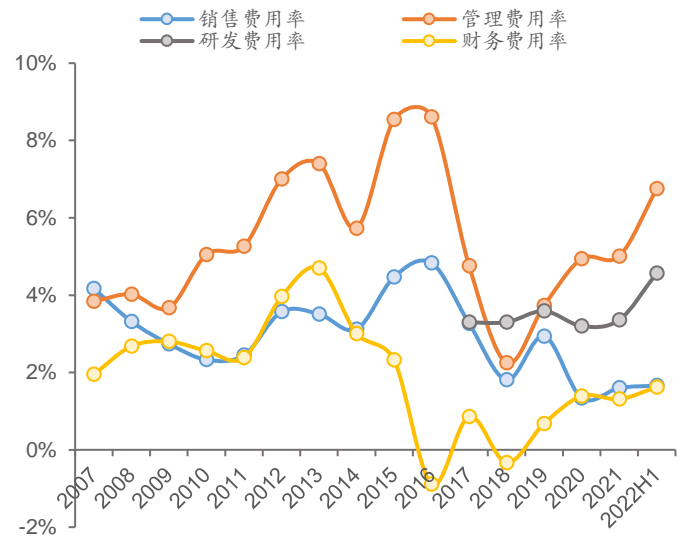


资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 公司净利率



图表 19 公司费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

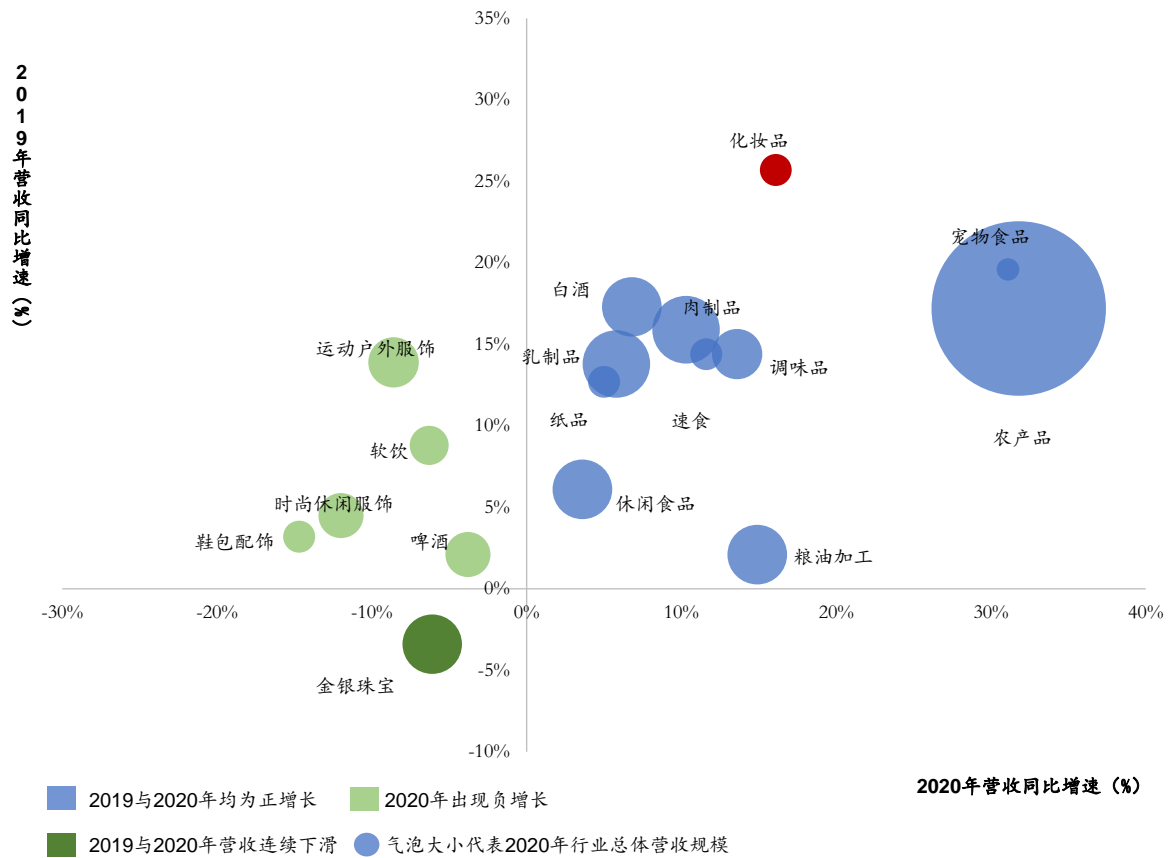
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 OEM 集中度有望提升，诺斯贝尔将受益

2.1 化妆品市场快速增长，多元化需求加快 OEM 发展

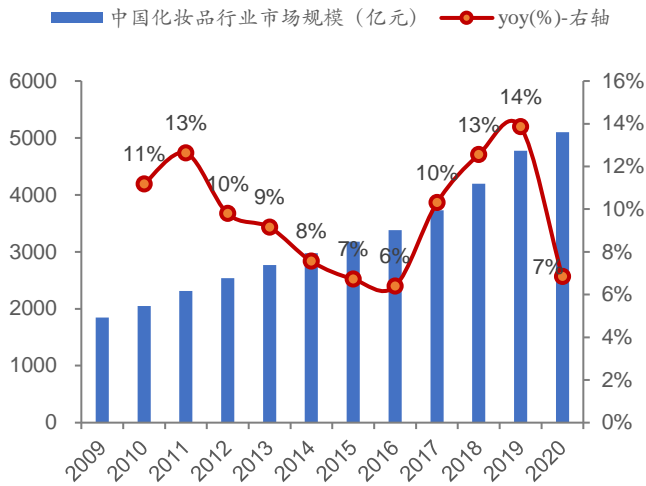
中国化妆品行业增长快，具有较强的韧性：随着中国“颜值经济”迅速崛起，化妆品行业规模快速增长。根据《德勤中国消费品和零售行业纵览》，2019年消费和零售行业中，化妆品行业营收增速最高，2020年增速仅次于宠物食品和农产品。根据欧睿的数据，2020年受疫情影响，全球化妆品市场规模同比下降4%。而中国化妆品市场同比增速为7%，展现较强韧性。

图表 20 消费和零售行业营收增速比较



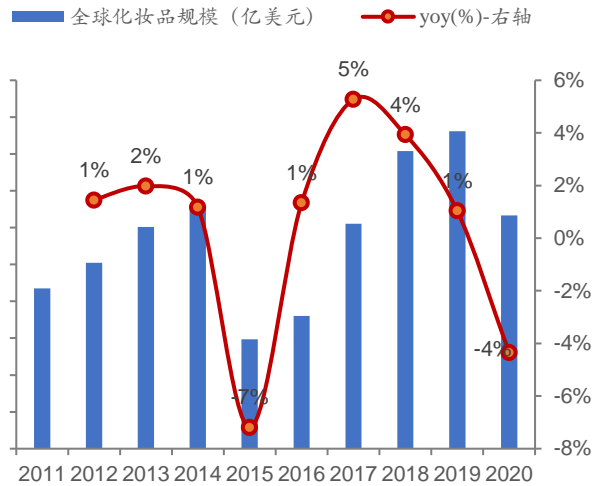
资料来源：《德勤中国消费品和零售行业纵览》，华安证券研究所

图表 21 中国化妆品市场规模



资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 22 全球化妆品市场规模

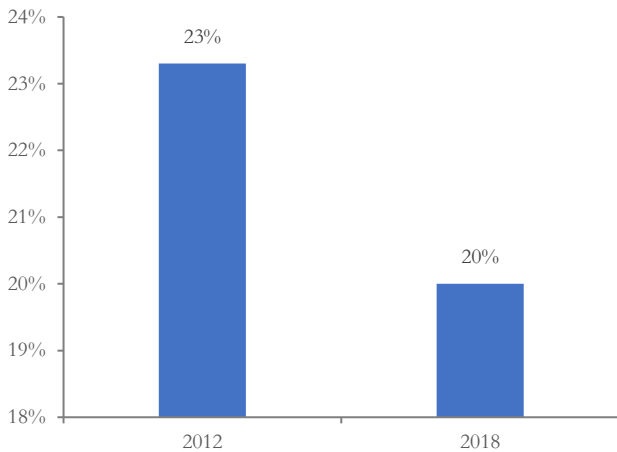


资料来源：欧睿，日化最前线，华安证券研究所

人群、渠道、品牌多元化，促进 OEM 企业增长：

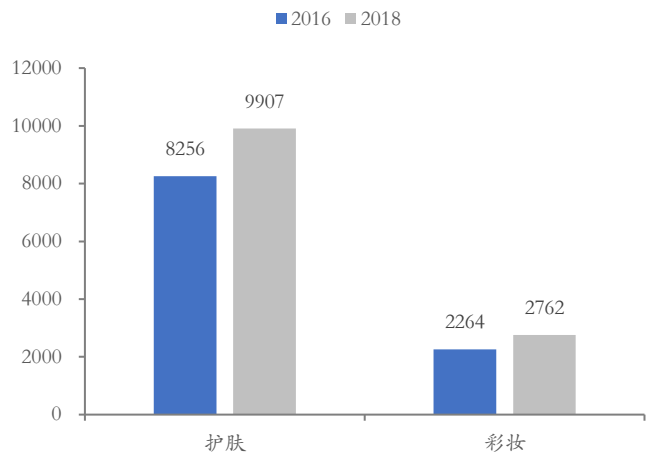
(1) 化妆品新品牌持续涌现：近年来，化妆品产品的品牌数量持续增长，2016~2018 护肤和彩妆品牌数量的复合增速分别为 9.5%和 10.5%。主要是由于品牌对于用户需求定位更加精准，精耕细分人群，进行差异化竞争。因此，2012~2018 年中国美妆个护 top10 品牌市场集中度从 23%下降至 20%。新品牌刚开始进入市场时，往往将更多的资源投入到品牌建设和营销，没有自主生产能力，因而促成对化妆品 OEM 代工需求的增长，进而给予具备竞争优势的代工企业发展机遇。

图表 23 中国美妆个护 top10 品牌市场份额



资料来源：欧睿，CBNdata，华安证券研究所

图表 24 护肤和彩妆品牌数量变化 (个)

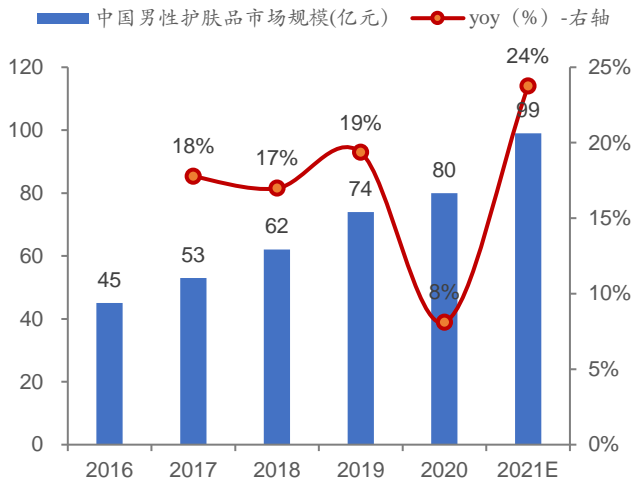


资料来源：欧睿，CBNdata，华安证券研究所

(2) 化妆品消费人群更加多元化：从性别看，随着中国男性的护肤意识不断提高，男性护肤品的消费需求不断提升。艾媒数据显示，2020 年中国男性护肤品市场规模为 80 亿元，2016~2020 年复合增速为 15.5%。预计 2021 年将会达到 99 亿元，中国男性化妆品市场仍存在较大发展空间。此外，从消费城市看，2019 年小镇青年化妆品消费增速为 38%，远高于上线城市的 16%。随着男性及低能级城市需求增长，

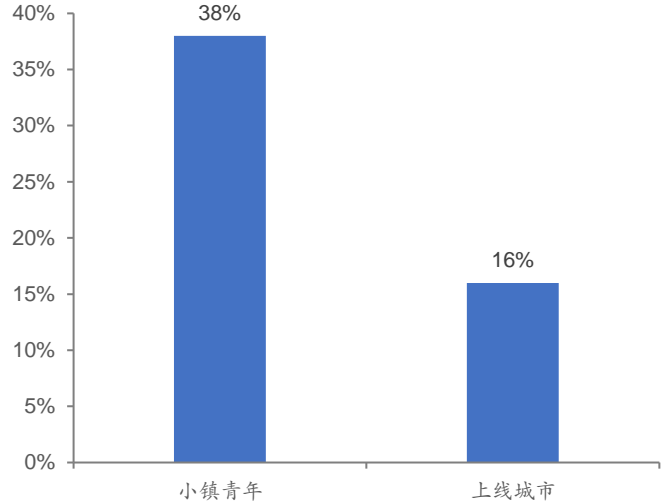
化妆品消费人群更加多元化。行业内品牌商需要不断推出新产品，通过多元化的产品组合以及健康时尚的设计理念来迎合消费者需求，以提升品牌整体的覆盖能力。企业生产能力存在无法快速扩张或者生产新产能的能力，因而需要委托 OEM 企业进行生产。

图表 25 中国男性化妆品市场规模



资料来源：艾媒数据中心，华安证券研究所

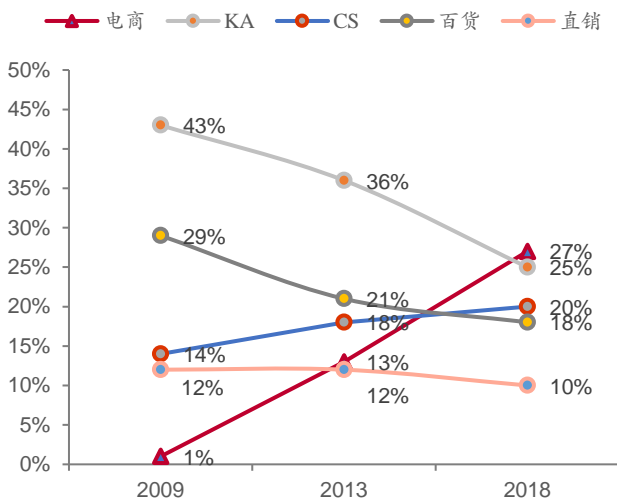
图表 26 2019 年小镇青年化妆品消费增速



资料来源：凯度消费数据，华安证券研究所

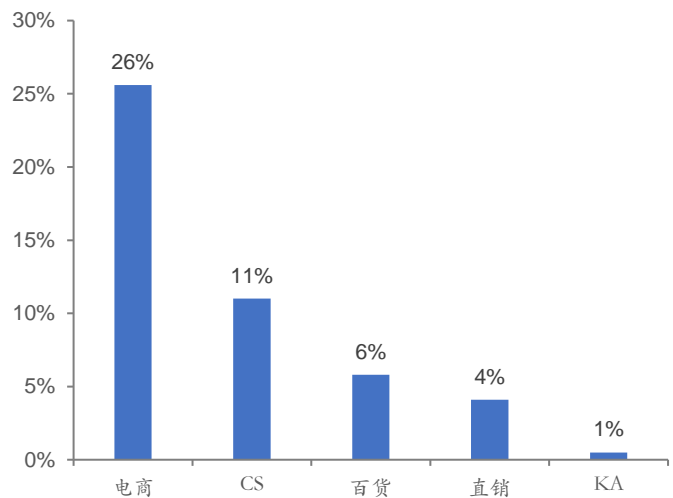
(3) 化妆品电商渠道迅速崛起：随着线上电商的高速增长，化妆品电商渠道占比逐年提升。2018 年电商渠道市场份额达到 27%，超过 KA 渠道，成为化妆品销售的第一渠道。线上销售渠道迅速发展带来品牌推广方式的多元化，促使化妆品品牌商将更多的精力集中在化妆品的品牌经营及市场开拓，而将产品生产甚至研发环节委托给专业企业，从而实现新产品快速上市，降低生产运营成本。

图表 27 中国化妆品主要渠道份额变化



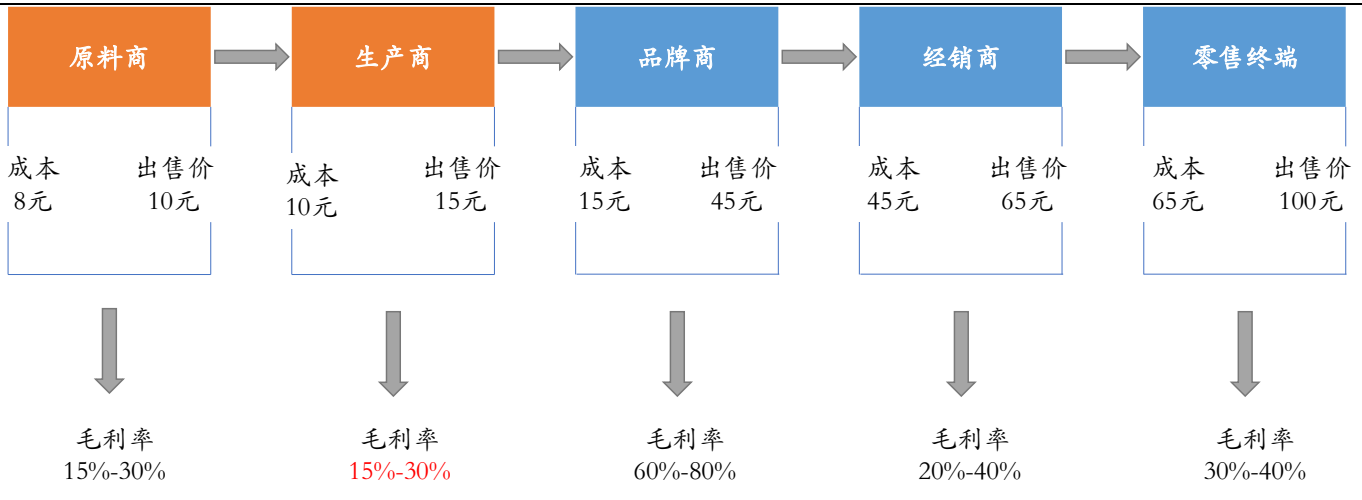
资料来源：欧睿，CBNdata，华安证券研究所

图表 28 2013~2018 各渠道复合增速



资料来源：欧睿，CBNdata，华安证券研究所

图表 30 中国美妆产业链价值分配



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

研发能力是驱动企业增长的主要因素: 研发能力强大的代工企业有更多机会获得订单, 从而扩大营业收入并提升利润率。国际化妆品代工龙头企业在研发人数、配方和专利方面都有较多的积累。从配方数看, 科丝美诗、科玛、莹特丽等企业储备都超过 10000 个。从专利数来看, 科玛、莹特丽的专利数都超过 100 个, 其中科玛更是达到了 645+。配方数和专利数等体现了公司研发的能力和储备, 使得企业除 OEM 外, 可以进行 ODM 业务, 增强企业的竞争力, 从而增厚企业的利润。

图表 31 主要化妆品代工企业研发情况

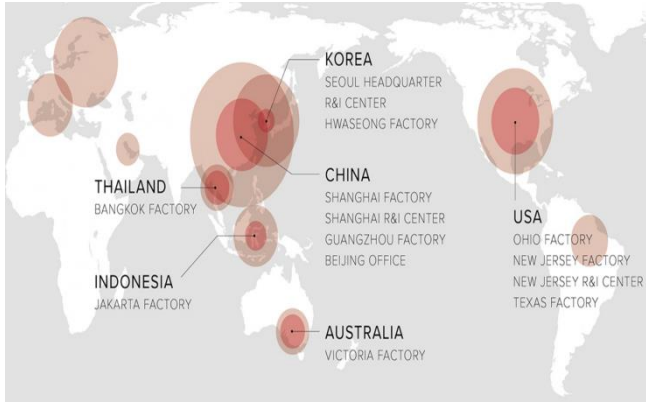
企业	研发人数	配方数	专利数
销售规模 20 亿元左右			
诺斯贝尔	200+	3000+	40+
科丝美诗	130+	20000+	25+
销售规模 5 亿元左右			
科玛	350+	20000+	500+
莹特丽	900+	17000+	100+
上海臻臣	60+	5800+	5+
销售规模 2 亿元左右			
栋方	50+	3000+	30+
芭薇	60+	3000+	40+
美爱斯	10+	-	10+

资料来源: 青眼, 华安证券研究所

OEM 企业业务拓展受产能限制, 全球布局缩短下游供应路径: 由于化妆品产品呈现彩妆、护肤多品类、乳液、面霜、膏体等多形态, 美白、抗衰、修护、防晒等多功效的特点。品牌商在选择下游 OEM 企业时倾向于选择生产能力强的企业。因此, 国际头部 OEM 企业往往在全球进行建厂, 以扩大产能。如科丝美诗在韩国、中国、美国、欧洲、印度等地都设有工厂。目前科丝美诗在中国上海和广州设有工厂, 2016 年产能达到 5 亿个。莹特丽莹在欧洲、北美、南美和亚洲十个国家成立了工厂。同时, 全球布局也缩短了与品牌商的运输路径, 提高供应链效率, 有助于下游开拓。

科丝美诗的客户包括 BOBBI BROWN、Dior、欧莱雅等国际客户以及高姿、完美日记、花西子等国内企业。截止 2017 年 6 月底，莹特丽集团在全球范围内共拥有 430 个客户，全球排名最前的 30 家化妆品公司，26 家为莹特丽集团的客户，如宝洁、欧莱雅、雅诗兰黛等。

图表 32 科丝美诗产能布局



资料来源：科丝美诗官网，华安证券研究所

图表 33 莹特丽全球产能布局



资料来源：莹特丽官网，华安证券研究所

图表 34 科丝美诗主要客户 (部分)

BOBBI BROWN	Dior	L'ORÉAL	LANCÔME
YVES SAINT LAURENT	CHANEL	shu uemura	MAC
DHLANKOR	JALA	COGI 高姿	GALENHERA
PERFECT DIARY	GOLD GHE 金盏花	蜜芽	探依代
三草两木	CHIOTURE 唯依泉	花西子	完美日记
云集	CHANDO 自然堂	REC	植物医生

资料来源：科丝美诗官网，华安证券研究所

图表 35 莹特丽主要客户 (部分)

P&G	L'ORÉAL	ESTÉE LAUDER	COTY	AVON	LVMH	REVLON	KOOL	Johnson Johnson	LVMH
MARY KAY	AMOREPACIFIC	HU/SHISEIDO	KOSÉ	COSNOVO	LG	YVES ROCHER	ORIFLAME	CHANEL	PASCALS FORMULA
Amway	grupo botanico	U	natura	BELCORP	CLARINS	CARSÍAN	KIKO	HyperFormula	
YUNDA	alcazar	n	uo/rio	BETCORP	GRUBER	CVZEVU	KIKO		

资料来源：莹特丽官网，华安证券研究所

《化妆品质量管理规范》出台，对 OEM 企业提出更高要求：2022 年 1 月 7 日国家药监局发布了《化妆品质量管理规范》，将于今年 7 月 1 日起实施。《规范》对化妆品的物料采购、生产、检验、贮存、销售、召回等全过程进行控制和追溯，对化妆品企业的生产过程提出更高的要求。《规范》要求，为了对产品质量进行保证和控制，化妆品生产企业应当设置质量安全负责人，并且应当建立并执行自查制度和留样制度、建立并执行记录管理制度，保证产品生产的可追溯性。《规范》也对化妆品的生产环境提出了新的要求。企业应当按照产品工艺环境要求，在生产车间内划分洁净区、准洁净区、一般生产区。同时明确了眼部护肤类化妆品、儿童护肤类化妆品、牙膏品类的环境控制指标。

图表 36 《化妆品质量管理规范》要求 (部分)



资料来源: 药监局, 中国医药报, 中国健康传媒集团, 华安证券研究所

图表 37 化妆品生产车间环境要求

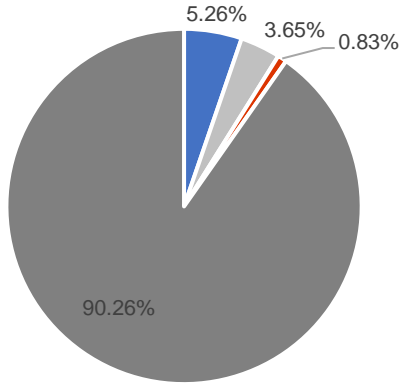
区域划分	产品类别	生产工序	控制指标	
			环境参数	其他参数
洁净区	眼部护肤类化妆品、儿童护肤类化妆品、牙膏	半成品贮存、填充、灌装, 清洁容器与器具贮存	悬浮粒子: $\geq 0.5\mu\text{m}$ 的粒子数 ≤ 10500000 个/ m^3 $\geq 5\mu\text{m}$ 的粒子数 ≤ 60000 个/ m^3 浮游菌: $\leq 500\text{cfu}/\text{m}^3$ 沉降菌: ≤ 15 cfu/30min	静压差: 相对于一般生产区 $\geq 10\text{Pa}$, 相对于准洁净区 $\geq 5\text{Pa}$
准洁净区	眼部护肤类化妆品、儿童护肤类化妆品、牙膏	称量、配制、缓冲、更衣	空气中细菌菌落总数: $\leq 1000\text{cfu}/\text{m}^3$	
	其他化妆品	半成品贮存、填充、灌装, 清洁容器与器具贮存、称量、配制、缓冲、更衣		
一般生产区	/	包装、贮存等	保持整洁	

资料来源: 《化妆品质量管理规范》, 华安证券研究所

诺斯贝尔是国内龙头, 有望受益于集中度提升: 中国化妆品代工行业格局较为分散, 且以中小企业为主。其中科丝美诗(中国)在2018年是市场占有率最高的企业, 占5.26%的市场份额。作为本土的龙头企业, 诺斯贝尔的市场占有率为3.65%。而其他中小型代工企业占据了90%以上的市场份额。我们认为《规范》实施后, 难以达到生产质量要求及短期无法快速实现调整的品牌商将更多的依托OEM企业进行生产。生产设施和生产管理制度更为完善、产能储备更为丰富的头部OEM企业有望受益, 预计行业集中度将会提升。

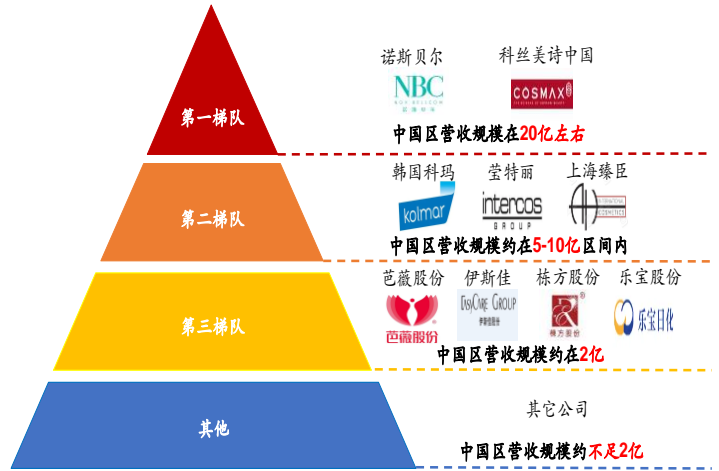
图表 38 2018 中国代工企业市占率

■ 科丝美诗 (中国) ■ 诺斯贝尔 ■ 科玛(中国) ■ 其他



资料来源：青眼，华安证券研究所

图表 39 2020 中国化妆品代工行业格局



资料来源：青眼，华安证券研究所

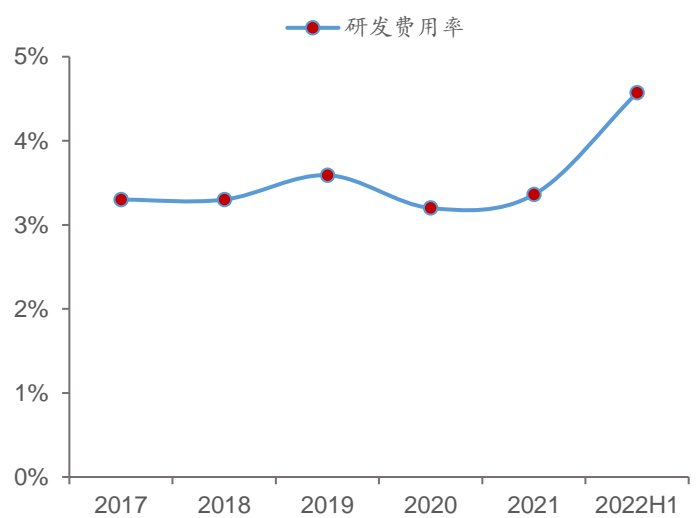
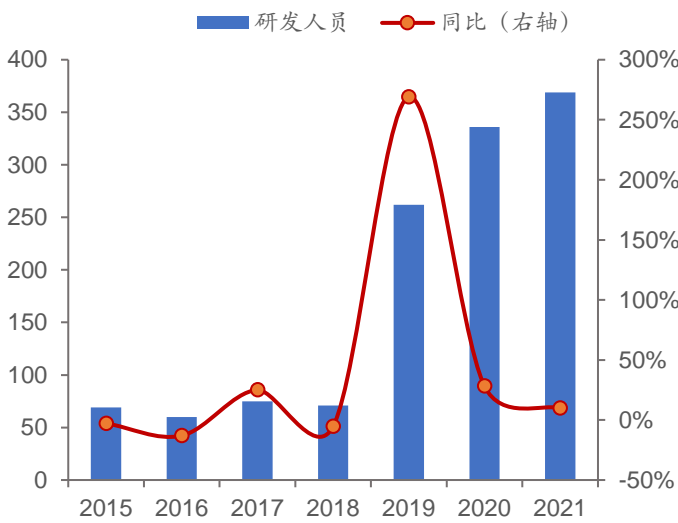
3 研发+产能+客户+品类，多维拓展筑深壁垒

3.1 加强研发投入，OEM 到 ODM 一体化服务

诺斯贝尔采取 ODM 为主、OEM 为辅的业务模式，研发能力是核心竞争力。2019 年收购诺斯贝尔后，公司研发人员大幅上涨，2020、2021 年同比分别上涨 28.24%、9.82%，2021 年研发人员数量达 369 人。研发费用率较为稳定，基本在 3.20% 以上，2022H1 研发费用率为 4.57%，较上年同期增加 1.79pct。公司旗下的广东丽妍专门从事原料开发，为产品提供更有竞争力的产品原料。

图表 40 研发人员及其增长

图表 41 研发费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

诺斯贝尔积极同高校和科研院所进行产学研合作，在原料、配方、工艺、品类等领域不断创新，为公司技术创新提供坚强后盾。诺斯贝尔先后与暨南大学、广东暨大基因药物工程研究中心有限公司共建“暨南大学-诺斯贝尔联合研发中心”、“基因工程药物国家工程研究中心-诺斯贝尔联合实验室”，与浙江大学华南工业技术研究院共建“浙江大学(华南)诺斯贝尔联合研发中心”，与深圳大学共同进行中药-益生菌精准护肤功能研究及产业化技术开发。2022 年上半年，诺斯贝尔与广东食品药品职业技术学院共建“油性和敏感肌肤研究中心”，与江苏海洋大学共同开发可电纺面膜用鱼胶原蛋白及产业化技术开发，与广东药科大学共同进行银耳提取物生化转化制备嗜热栖热菌发酵产物技术研究及产业化技术开发，在接触前沿技术、优秀科研人员的同时，促进科技成果转化。

诺斯贝尔拥有丰富的配方储备和专利技术。公司基于下游产品市场需求及消费者偏好，针对不同质地、功效、成本开发满足多样化需求的配方，2022 年上半年完成配方备案超过 250 个，新开发并通过验证、稳定、成熟的新配方超过 770 个。公司同时加大防晒、美白、防脱等特殊功效护肤品的研发力度。2021 年，诺斯贝尔设立了创新包材库和成熟配方库，有效缩短了产品开发周期，使公司更好地适应市场需求变化，为客户提供优质、快速的服务。截至 2022 年上半年，诺斯贝尔拥有专利 129 项，其中发明专利 30

项，实用新型专利 76 项，外观设计专利 23 项，为公司打造差异化产品提供有力支撑。

图表 42 化妆品主要研发项目

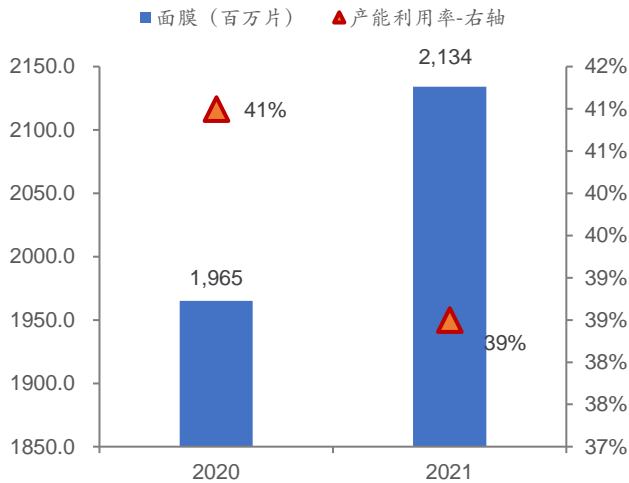
主要研发项目名称	项目目的	项目进展	对公司发展的影响
重组蛋白在配方中的开发和应用	完成使用重组蛋白 FN 为核心的功效产品开发，应用于修护肌肤功效作用的护肤产品。	完成技术方案开发及测试，产品经过中试生产验证，完成《包含多肽紧致修护冻干粉和精华液的化妆品套装及其制备》的专利申请。	项目中有多款具有 修护功效产品 投入市场，提升产品竞争力，为公司创造效益。
纳米液晶结构载体的开发及其在化妆品中的应用	使用高压微射流技术，制备包裹油性成分、稳定性良好、功效性明显的纳米液晶结构载体，并将该载体用于各类护肤产品中，增加产品功效性。	处于技术方案研发实施后期阶段，进行测试数据的补充和完善。目前补充数据进行专利申请。	纳米液晶结构载体粒径分布窄，工艺可控，可以实现 稳定大量的生产 。包裹的 美白、保湿、防晒等 功效性成分，可以更好发挥其功效。该纳米液晶结构载体粒径和外观在不同温度下具有稳定性。
具有海洋生态友好的绿鱼标志防晒产品的开发	对现有的防晒产品，对于其毒理性，和环境友好性做进一步的研究，以致力于开发具有对环境友好，且毒理安全的防晒产品。	处于技术方案研发实施阶段——防晒产品的开发和防晒特征申报。	开发对于环境，特别是海洋生态环境友好 的防晒产品。符合公司可持续发展的理念，增加公司的竞争力。
基于皮肤微生态的化妆品研究与开发	开发基于皮肤微生态的化妆品，强化微生态护肤基础技术，提升微生态护肤的用户体验。	已经结束技术方案设计，正在安排样品进行验证。	开发出安全有效、性能及成本优化的 基于皮肤微生态的化妆品 ，提高产品竞争力。
美白静电纺丝面膜的研发	研发一种以高分子胶原蛋白为架构，富含美白成分的静电纺丝面膜，考察美白成分对配方的影响。	处于技术方案研发实施阶段，配方尝试搭配了不同美白剂，并且进行配方稳定性测试，产品稳定性在观察阶段。	产品形式新颖，具有使用仪式感，并且目前市面上还没有类似产品，具有市场竞争优势。
纳米脂质体的开发及其在化妆品中的应用	制备出稳定性良好，工艺可控，功效性明显的脂质体；开发的脂质体可以单独作为精华使用，也可以添加到面膜、精华、喷雾等多种剂型中，增强配方中水溶性活性物的透皮吸收效果。	处于技术方案研发实施阶段。	脂质体粒径分布窄，工艺可控，可以实现 稳定大量的生产 。包裹的 抗衰、美白、保湿等 功效性成分，可以更好发挥其功效，提高产品竞争力。申请专利。
含有无纺布载体的化妆品防腐体系的构建和研究	通过研究不同的无纺布材质对防腐测试造成的影响，总结经验，针对不同无纺布材质构建出合适的防腐体系作为知识储备，能对后续进行配方设计时有非常明确的指示作用，降低相关产品在防腐剂方面出现问题的风险。	已经完成技术方案的设计并论证了该技术方案的可行性，确定了后续的研究方向，对实施验证阶段有指导意义。	在后续进行湿巾、面膜和祛痘棉片等产品的配方设计时，能够 更加快速、有针对性地结合材质选择 合适的防腐体系， 最大程度地缩减配方设计的周期 。
嗜热栖热菌发酵产物的功效研究及在化妆品中的应用	探明发酵产物类型原料功效作用及应用前景，满足少量添加即起效的化妆品功效需求，拓宽健康、高效、无添加化妆品的配方类型，满足消费者、客户、市场“精简配方、天然高效、无添加”的功效需求。	处在技术方案研发实施阶段	拓宽在“天然、高效、健康”等产品类型的可选范围 ，提高公司在该类产品中的市场竞争力，有利于公司在化妆品新规下实现 更多功效类型的产品开发 。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

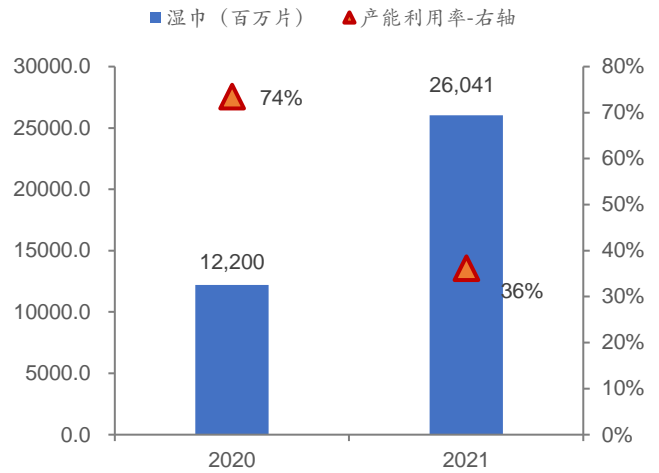
3.2 产能持续拓展，增强生产能力

诺斯贝尔是国内较早将无纺布和日用化工技术结合起来的化妆品 ODM 研发企业，目前是国内最大的面膜生产企业。2020 年和 2021 年面膜产能分别为 19.7 亿片、21.3 亿片，产能利用率为 41.0%、38.5%。在面膜产能略微增长的基础上，公司着力拓展护肤品和湿巾产能。2020 年和 2021 年护肤品的产能为 1.9/2.8 亿支，产能利用率从 75.5% 降至 39.7%；湿巾产能为 122/260 亿片，产能利用率从 73.5% 降至 36.2%。主要是由于海外疫情、海运费上涨的影响，护肤品和湿巾出口均有一定幅度的下降，新增产能未完全释放，产能利用率处于较低水平。但长期来看，随着疫情的恢复，海内外对面膜、护肤品和湿巾的需求会增加，新增产能将会释放，产能利用率提高，公司业绩有望恢复。

图表 43 公司面膜产能及利用率



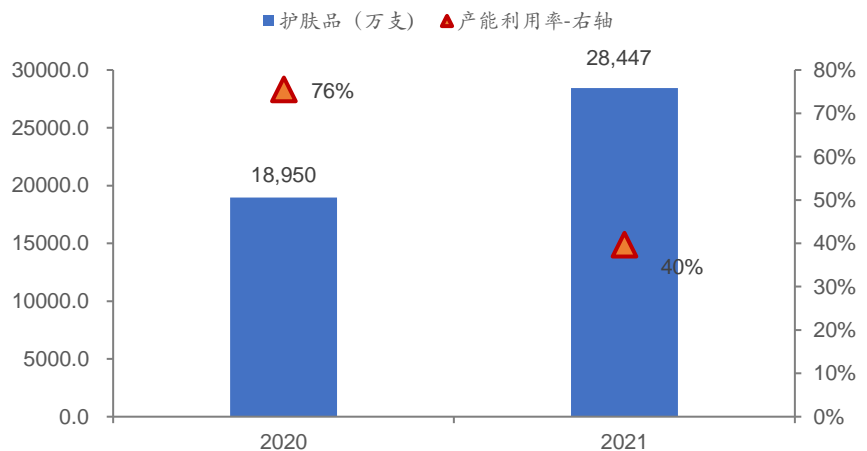
图表 44 公司湿巾产能及利用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 45 公司护肤品产能及利用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

诺斯贝尔有四个园区，产品生产线丰富，并且仍然在扩充生产线。(1) 2021年子公司诺斯贝尔健康护理新增 14 条护肤品生产线、39 条湿巾生产线、1 条冻干面膜生产线、1 条泡泡巾生产线、5 条湿巾灌装包装生产线；(2) 诺斯贝尔中央厂区新增 13 套乳化机组、8 条护肤品灌装包装生产线；诺斯贝尔新增 3 套真空乳化机组、4 条手足膜生产线、3 条护肤品灌装包装生产线、4 条泡罩生产线、4 条唇膏生产线和 1 条次抛产品的 BFS 吹灌封一体生产线。(3) 2022 年上半年诺斯贝尔一分厂新增 1 条纳米静电纺丝面膜生产线；诺斯贝尔新增 1 条干态凝胶生产线。新增生产线多用于护肤品和湿巾制造，未来能够及时响应市场需求，进而提高市场份额。

图表 46 诺斯贝尔不同品类的生产线

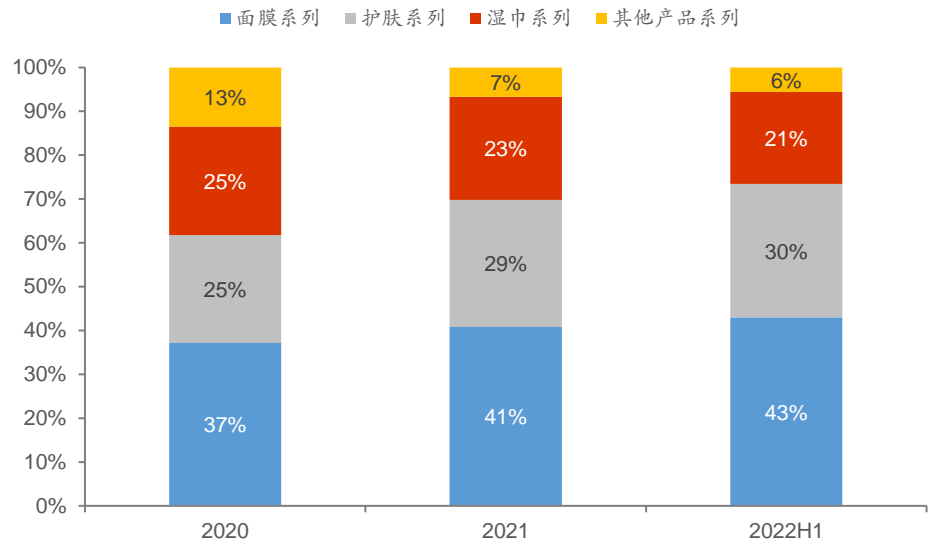
面膜系列	55 条面膜自动灌装包装生产线、3 条与韩国知名设备制造商共同开发的水凝胶面膜生产线、2 条冻干面膜生产线、3 条静电纺丝面膜生产线、1 条干态凝胶生产线、20 条全自动面膜无纺布冲裁生产线
护肤品系列	43 套真空乳化设备、42 条护肤品灌装包装生产线、1 条次抛产品 BFS 吹灌封一体产线、7 条自动化唇膏生产线、1 条冻干粉护肤品生产线、14 条泡罩护肤品生产线
湿巾系列	8 条 80 片全自动湿巾生产线、19 条 10 片装全自动湿巾生产线、11 条单片装全自动湿巾生产线、4 条桶装湿巾生产线、4 条 200 片湿巾生产线、1 条水刺无纺布生产线

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 紧跟市场趋势，品类结构多元化

诺斯贝尔深耕面膜产品，是中国最大的面膜生产企业，有成熟的面膜设计、研发和制造方案。公司的面膜类产品主要是面贴膜和膏状面膜，面贴膜按基布膜材分类可以分为天丝面膜、超细纤维面膜、生物质石墨烯黑面膜、水凝胶面膜等。其中，由诺斯贝尔和奥地利兰精公司合作推出的天丝面膜已在市场上形成独立的面膜品类，对国内外面膜市场产生重要影响。同时公司仍不断创新面膜品类，研发出多款特色产品，推出多达 60 款的涂抹面膜。2020-2022H1 公司面膜系列占化妆品收入分布为 37%、41%、43%。2020、2021 年面膜销量分别为 7.97 亿片、7.86 亿片，销售价格分别为 1.2435 元/片、1.3037 元/片，主要原因是成本上升和产品结构变化。预计未来化妆品原料成本下降、人工成本下降使面膜利润空间提升，国内疫情缓解、海内外需求恢复、海运价格下降使得面膜销量提升，进而营业收入上升，业绩恢复。

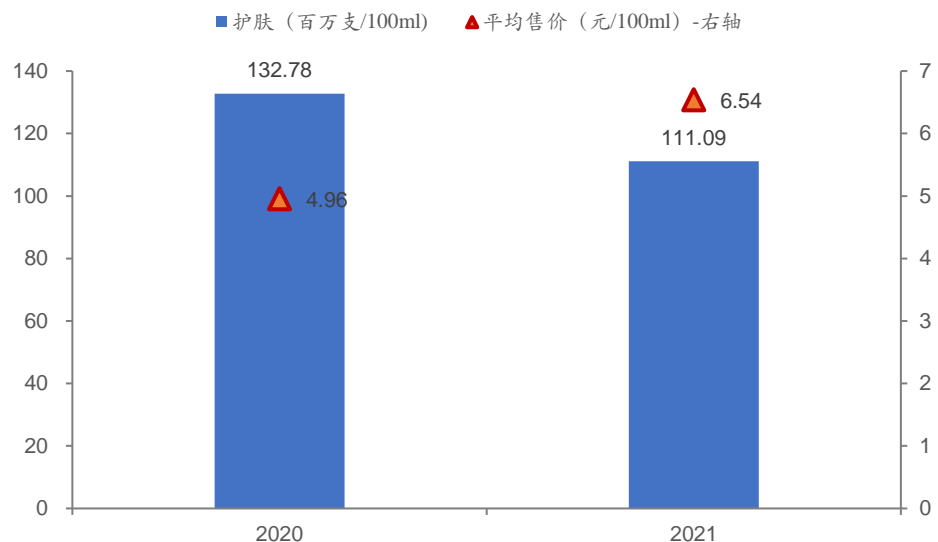
图表 47 公司营收构成



资料来源：公司公告，华安证券研究所

面膜市场竞争激烈，公司逐步向护肤品类发力。2020、2021 年护肤系列销量分别为 132.78 亿 g、111.09 亿 g，销售价格由 0.0496 元/ml 上升至 0.0654 元/ml，2021 年度单位价值较高的精华液、乳液销量增加，单位价值较低的卸妆水、爽肤水销量降低。诺斯贝尔已经建立了丰富的护肤品生产线，有丰富的配方储备。还加大了防晒、美白、防脱等特殊功效化妆品的研发，能够为客户提供更快速、优质的服务。同时中国化妆品消费市场有很大增长空间，叠加疫情有效控制，预计未来护肤品营业收入及其占比会持续上升。

图表 48 公司护肤销量及平均单价



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.4 公司持续开拓新客户，加强与新锐品牌合作

公司产品销往全球40多个国家和地区, 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、宝洁、丝芙兰、屈臣氏、资生堂、妮维雅、elf、滴露、GAMA、爱茉莉等；国内知名品牌包括上海家化、植物医生、自然堂、高姿、韩后、相宜本草、伊贝诗等；新锐电商品牌包括完美日记、花西子、肤漾、半亩花田、三草两木、纽西之谜、云集等。

图表 49 公司产品远销 40 多个国家和地区



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 50 公司主要合作品牌



资料来源：公司官网，华安证券研究所

诺斯贝尔近4年前五大客户主要集中于利洁时、植物医生、GAMA、广州逸仙、联合利华、屈臣氏等。利洁时近两年是诺斯贝尔第一大客户，销售金额超过2亿元，占总营收比重为7%。利洁时旗下品牌滴露是公司主要合作品牌，提供的主要产品是卫生湿巾，原因是疫情影响下，卫生湿巾需求增大，在疫情防控常态化下，预计和滴露的合作会稳定增长。广州逸仙电子商务有限公司成立于2016年，作为美妆新品牌，2019~2021年连续三年都是诺斯贝尔的前五大客户，其旗下品牌完美日记是主要合作品牌。植物医生是高山植物护肤品类首创者，通过差异化的品牌定位、强大的研发实力、扎实的线下渠道建设，品牌成功进入海外市场。英国GAMA旗下伽玛卫生消毒用品(佛山)有限公司，成立于2011年，主要产品包括卫生湿巾/洗手液/消毒液等。受短视频直播、网红带货的影响，一些美妆电商品牌得到迅猛的发展，这些品牌更多着重于品牌的建设和营销，因此对化妆品代工厂的依赖性很大，诺斯贝尔作为行业龙头，预计将得到更多新锐美妆电商品牌的青睐。

图表 51 2018-2021 公司前五大客户

	2018		2019		2020		2021	
	客户名称	占总营收比重	客户名称	占总营收比重	客户名称	占总营收比重	客户名称	占总营收比重
第一名	屈臣氏	23%	屈臣氏	9%	利洁时	6%	利洁时	7%
第二名	伽蓝集团	14%	贡益科技	5%	GAMA	5%	植物医生	6%
第三名	御泥坊	11%	植物医生	5%	逸仙电商	5%	GAMA	4%
第四名	利洁时	6%	伽蓝集团	4%	植物医生	4%	逸仙电商	4%
第五名	植物医生	6%	逸仙电商	4%	屈臣氏	4%	联合利华	3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议:

盈利预测

公司以化妆品代加工业务与松节油深加工业务双轮驱动。

(1) 成本端短期都受到原料价格上涨的影响, 毛利率较 2019~2021 年有所下降。但预计随着石油等化工产品价格下降, 成本端将逐步修复, 毛利率不断改善。

(2) 收入端, 化妆品代加工业务品类和客户拓展, 产能利用率和产销率有望持续提高。松节油深加工业务预计在 2023 年剥离。

图表 52 盈利预测 (按业务)

单位: 百万元	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,343.70	2,754.89	3,215.53
yoy (%)	-9.46%	-17.61%	16.72%
营业成本	2,912.46	2,414.40	2,647.12
yoy (%)	-9.35%	-17.10%	9.64%
毛利率	12.90%	12.36%	17.68%
化妆品代加工业务			
营业收入	2,291.75	2,754.89	3,215.53
yoy (%)	-8.67%	20.21%	16.72%
占比	69%	100%	100%
营业成本	2,068.04	2,414.40	2,647.12
yoy (%)	-7.98%	16.75%	9.64%
毛利率	9.76%	12.36%	17.68%
松节油深加工业务			
营业收入	1,051.95	0.00	0.00
yoy (%)	-11.15%	-100.00%	-
占比	31%	0%	0%
营业成本	844.43	0.00	0.00
yoy (%)	-12.54%	-100.00%	-
毛利率	19.73%	-	-

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

投资建议

公司短期受疫情影响, 业绩承压。但是诺斯贝尔作为国内代加工龙头企业, 在研发、产能、客户等方面通过多年的投入已经建立了壁垒。化妆品新规实施后, 市场占有率进一步提升。我们预计 2022~2024 年公司 EPS 为 0.08/0.26/0.22 元, 对应 PE 为 65/20/23 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示：

上游原材料价格波动：松节油深加工业务和化妆品业务受上游原材料价格波动影响较大，原材料在成本中占比分别超过 90%和 70%，如果上游原材料价格波动幅度较大，会造成公司利润承压，盈利空间降低。

产能投产不及预期：诺斯贝尔建成多条面膜、护肤品生产线扩大产能，目前产能利用率在 40%左右，如果由于疫情导致的人手不足、限电导致生产线暂停生产，造成产能投产不及预期，不能完成客户需求，会导致客户流失，对公司盈利能力造成影响。

疫情反复：公司化妆品业务客户集中于华东、华南地区，该地区人员流动性较大，疫情控制难度较大。如果未来该地区疫情反复，会抑制居民化妆品消费需求，导致诺斯贝尔业绩下滑。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2629	2511	3367	3498	营业收入	3693	3344	2755	3216
现金	574	1044	1710	1602	营业成本	3213	2912	2414	2647
应收账款	715	467	525	634	营业税金及附加	18	17	14	16
其他应收款	16	16	13	21	销售费用	59	58	46	58
预付账款	12	13	11	12	管理费用	185	160	134	175
存货	1059	654	734	794	财务费用	48	36	46	56
其他流动资产	254	317	374	437	资产减值损失	-964	-6	-5	-8
非流动资产	1962	2129	2298	2458	公允价值变动收益	1	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	740	778	810	820	营业利润	-907	56	158	140
无形资产	221	285	348	420	营业外收入	1	1	1	0
其他非流动资产	1001	1066	1140	1218	营业外支出	9	12	16	17
资产总计	4591	4640	5666	5957	利润总额	-916	44	143	124
流动负债	1633	1446	2137	2135	所得税	-3	3	9	7
短期借款	436	555	696	850	净利润	-912	41	134	116
应付账款	559	250	823	648	少数股东损益	-1	1	1	1
其他流动负债	638	640	618	637	归属母公司净利润	-912	41	133	115
非流动负债	822	1017	1218	1394	EBITDA	295	291	244	413
长期借款	632	827	1028	1204	EPS (元)	-1.76	0.08	0.26	0.22
其他非流动负债	190	190	190	190					
负债合计	2455	2463	3355	3530					
少数股东权益	0	1	2	3	主要财务比率				
股本	517	517	517	517	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1162	1162	1162	1162	成长能力				
留存收益	456	497	630	745	营业收入	-4.4%	-9.5%	-17.6%	16.7%
归属母公司股东权益	2135	2176	2309	2424	营业利润	-259.0%	106.2%	182.5%	-11.8%
负债和股东权益	4591	4640	5666	5957	归属于母公司净利润	-297.8%	104.4%	227.1%	-13.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	13.0%	12.9%	12.4%	17.7%
					净利率 (%)	-24.7%	1.2%	4.8%	3.6%
					ROE (%)	-42.7%	1.9%	5.7%	4.8%
					ROIC (%)	2.0%	2.2%	1.3%	3.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	53.5%	53.1%	59.2%	59.3%
					净负债比率 (%)	115.0%	113.2%	145.2%	145.4%
					流动比率	1.61	1.74	1.58	1.64
					速动比率	0.89	1.19	1.16	1.19
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	0.72	0.53	0.55
					应收账款周转率	5.33	5.66	5.56	5.55
					应付账款周转率	6.67	7.20	4.50	3.60
					每股指标 (元)				
					每股收益	-1.76	0.08	0.26	0.22
					每股经营现金流 (摊)	0.09	1.20	1.25	0.10
					每股净资产	4.13	4.21	4.47	4.69
					估值比率				
					P/E	—	65.41	19.99	22.99
					P/B	2.73	1.22	1.15	1.09
					EV/EBITDA	23.38	12.23	13.24	8.88

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。