

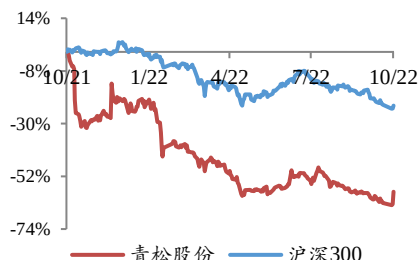
拟剥离松节油深加工业务，实控人确立坚定化妆品增长信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-13

收盘价（元）	5.87
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）	30
流通市值（亿元）	29

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

1. 聚焦化妆品业务，代加工龙头修复可期 2022-10-12

主要观点：

● 事件

9月28日公司公告拟转让青松化工和香港龙晟两家全资子公司100%股权，转让后公司将完全剥离松节油深加工业务。10月11日，公司公告拟向特定对象林世达发行A股股票数量为0.72~1.01亿股（含本数），募集的资金总额为3.2~4.5亿元（含本数），扣除发行费用后全部用于补充流动资金和偿还银行贷款。林世达为公司目前第一大股东香港诺斯贝尔（持股比例9.17%）的100%控股股东，发行完成后预计其将合计持有公司股份为20.27%~24.04%，成为公司实际控制人。

● 诺斯贝尔销售规模最大，本土化妆品代加工龙头

诺斯贝尔是本土规模最大的代加工企业。从销售规模看，2021年国内代加工企业仅科丝美诗（中国）和诺斯贝尔销售规模超20亿元，第二梯队的韩国科玛和莹特丽销售规模仅约为10亿元。主要是因为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，诺斯贝尔的市场占有率为3.65%。

● ODM为主、OEM为辅，增强客户粘性

与OEM相比，ODM在配方确定、工艺流程设计等阶段，公司即与客户不断沟通反馈，为客户提供有针对性的产品方案，在产品制造阶段，根据产品方案，选定供应商、制定生产计划和生产工艺，进行批量生产。因此，ODM业务不仅仅参与生产环节还参与产品配方的研发环节，附加值更高。公司以ODM为主、OEM为辅，预计ODM业务占诺斯贝尔产品的70%以上。公司深度参与客户产品研发到生产的各个环节，因此客户的粘性更强。

● 短期业绩承压，关注长期边际改善

由于公司原材料占总成本的77%左右，其中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较大。2021年以来石油价格处于上行空间，所以公司成本受到较大的影响。并且由于下游客户受疫情及宏观经济因素影响，订单量不及预期，产品价格有所调整，毛利率下降至13%（前值26%）。但预计随着上游原料价格逐渐平稳和下游更多新客户订单达成，以及公司松节油深加工业务的剥离，公司长期业绩将逐步修复。

● 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，生产质量高的龙头市占率预计将进一步提升。我们预计2022~2024年公司EPS为0.08/0.26/0.22元，对应PE为75/23/26倍。维持“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	—	74.84	22.88	26.30
P/B	2.73	1.39	1.31	1.25
EV/EBITDA	23.38	13.55	14.80	9.81

资料来源：wind，华安证券研究所

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					
股本	517	517	517	517					
资本公积	1162	1162	1162	1162					
留存收益	456	497	630	745					
归属母公司股东权益	2135	2176	2309	2424					
负债和股东权益	4591	4640	5666	5957					

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	44	620	644	51
净利润	-912	41	134	116
折旧摊销	220	193	180	210
财务费用	36	36	46	56
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-256	333	409	-354
其他经营现金流	300	-275	-400	494
投资活动现金流	-425	-429	-273	-435
资本支出	-376	-377	-225	-394
长期投资	-50	-52	-49	-42
其他投资现金流	2	1	1	1
筹资活动现金流	441	279	296	275
短期借款	263	119	141	154
长期借款	188	195	201	176
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-10	-35	-45	-55
现金净增加额	57	470	666	-109

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-4.4%	-9.5%	-17.6%	16.7%
营业利润	-259.0%	106.2%	182.5%	-11.8%
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	—	74.84	22.88	26.30
P/B	2.73	1.39	1.31	1.25
EV/EBITDA	23.38	13.55	14.80	9.81

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述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。