

青松股份 (300132.SZ)

聚焦客户与产品, 盈利周期拐点向上

核心观点:

- **跨界切入化妆品 ODM, 盈利拐点步入修复。**青松股份自 2018 年起历经两轮收购化妆品代工龙头诺斯贝尔 100% 股权, 后于 2022 年底剥离松节油业务, 全面聚焦化妆品代工。2025 年以来业绩调整阵痛消退, 组织管理效率提振, 下游订单回暖与开工率改善, 前三季度实现收入约 15.5 亿元, 同增 12%, 归母净利 1.1 亿元, 同增 247%。
- **合规化成本加码, 利好上游格局集中度提升。**下游大型品牌以 ODM 模式提高市场反馈效率, 中小品牌依靠代工生产减轻供应链成本。据观研天下, 我国化妆品代工行业规模预计 2025 年达 623 亿元。“十四五”规划以来国家陆续出台政策法规推动行业高质量发展, 监管趋严与产业升级倒逼灰色地带的非合规厂商与弱经营能力的企业出清。
- **聚焦客户、聚焦产品, 订单回暖迎来开工率修复。**公司发展策略: (1) 聚焦产品: 以面膜类产品为重点, 单品 25H1 同比增长 21%, 推动高附加值产品占比提升; (2) 聚焦客户: 2024 年前五大客户销售额达 6.5 亿元, 占比增至 33.5%, 公司主动精简结构, 至 2025 年客户合作数降至 200+ 家核心伙伴, 现有客户中联合利华、宝洁等海外大客户回流 + 半亩花田、奕沃等新锐品牌崛起, 订单回暖带来产能利用率与毛利率显著提升。至 2024 年末面膜、护肤、湿巾三大品类产能利用率基本恢复至 2022 年水平, 25Q3 毛利率提升至 21.8%, 创近年单季度新高。
- **盈利预测与投资建议:**青松股份为国内化妆品代工龙头, 具备规模化生产能力与成熟研发质控体系, 受益于监管趋严带来的格局优化。公司聚焦客户、聚焦品类战略, 推动产品升级与供应链提效, 海外大客户订单回流与新锐品牌代工需求崛起提振公司开工率与产能周期。预计公司 2025-2027 年间归母净利润 1.3、1.8、2.3 亿元, 给予 26 年合理估值 30 倍 PE, 对应合理价值 10.5 元/每股, 给予“买入”评级。
- **风险提示:**行业周期风险、运营效率风险、合规经营风险。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,969	1,940	2,211	2,658	3,047
增长率 (%)	-32.5%	-1.5%	14.0%	20.2%	14.7%
EBITDA	172	257	283	358	416
归母净利润	-68	55	133	179	229
增长率 (%)	-90.8%	-180.0%	142.6%	35.1%	28.0%
EPS (元/股)	-0.13	0.11	0.26	0.35	0.44
市盈率 (P/E)	-	46.6	33.9	25.1	19.6
ROE (%)	-5.2%	4.2%	9.3%	11.1%	12.5%
EV/EBITDA	13.7	9.1	14.5	11.4	9.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

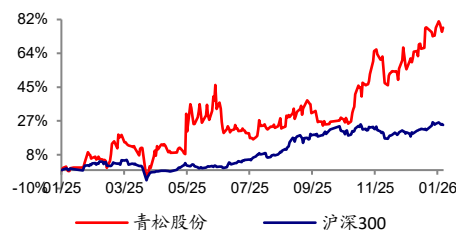
买入

当前价格	8.70 元
合理价值	10.50 元
报告日期	2026-01-18

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	516.58/508.08
总市值/流通市值 (百万元)	4494.3/4420.3
一年内最高/最低 (元)	8.87/4.67
30 日日均成交量/成交额 (百万)	24.3/205.5
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	40.32/52.10

相对市场表现



分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师:

张望



SAC 执证号: S0260525100001



021-38003676



gfzhangwang@gf.com.cn

请注意, 张望并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、青松股份：聚焦化妆品主业，盈利拐点修复	4
（一）公司概况：优质 ODM 龙头，重塑化妆品代工	4
（二）财务分析：业务剥离向好，盈利持续修复	6
二、行业分析：合规化成本加码，格局集中度提升	9
三、聚焦客户+聚焦品类，进入周期拐点	14
四、盈利预测及投资建议	19
五、风险提示	21

图表索引

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构 (截止至 25Q3)	5
图 3: 2020-25Q3 公司营业收入及同比增速	6
图 4: 2020-25Q3 公司归母净利润	6
图 5: 2020-25Q3 公司期间费用率	7
图 6: 2020-25Q3 公司各细分费用率	7
图 7: 2020-25Q3 公司现金流情况	8
图 8: 2020-25Q3 公司资产负债率与有息负债率情况	8
图 9: 全球美妆及个护市场收入规模	9
图 10: 2018-2025M10 中国限额以上化妆品零售总额	9
图 11: 2018-2030E 中国美妆及个护市场规模	9
图 12: 美妆及个护行业价值链	12
图 13: 美妆及个护行业各环节利润分配情况	12
图 14: 中国化妆品代工头部企业一览	14
图 15: 诺斯贝尔部分合作品牌	14
图 16: 奕沃 Elio 抖音月度数据	14
图 17: 奕沃 Elio 天猫月度数据	14
图 18: 半亩花田抖音月度数据	15
图 19: 半亩花田天猫月度数据	15
图 20: 谷雨抖音月度数据	15
图 21: 谷雨天猫月度数据	15
图 22: 2021-2024 公司前五大客户销售额	16
图 23: 2021-2024 公司前五大客户销售额占比变动	16
图 24: 2020-25H1 公司三大核心品类收入占比	17
图 25: 公司毛利率情况	18
图 26: 诺斯贝尔部分面膜创新技术	18
表 1: 公司核心管理层	6
表 2: 化妆品行业于监管背景下趋向规范化、标准化、精细化发展	10
表 3: 美妆及个护行业生产模式及代表企业	11
表 4: 头部化妆品代工企业 25H1 业绩概况	13
表 5: 2021-2024 年公司三大核心系列产能及利用率情况	16
表 6: 公司三大核心主业	17
表 7: 青松股份主营业务拆分及盈利预测	19
表 8: 可比公司盈利预测与估值 (截止至 2026 年 1 月 16 日收盘)	20

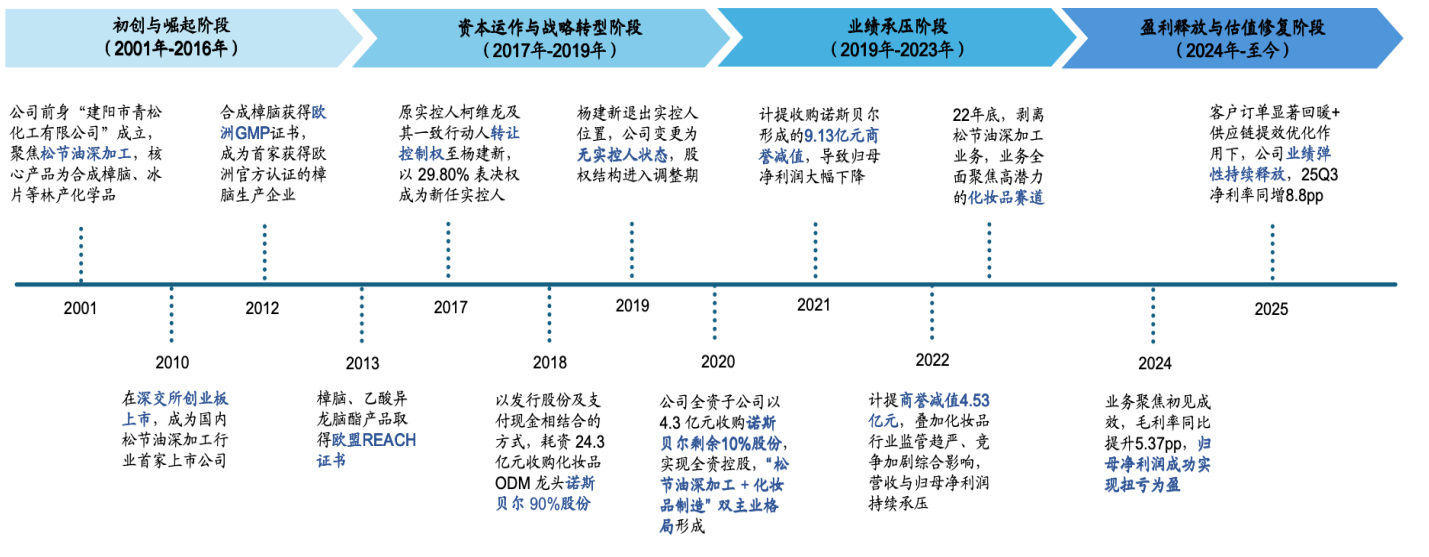
一、青松股份：聚焦化妆品主业，盈利拐点修复

(一) 公司概况：优质 ODM 龙头，重塑化妆品代工

前合成樟脑细分龙头，跨界并购切入化妆品ODM赛道。公司前身建阳市青松化工有限公司成立于2001年，后经股份制改造在2010年上市深交所创业板，早期专注于松节油深加工业务，核心产品为合成樟脑、冰片等林化品，依托国内松节油资源优势 and 加工技术积累，公司逐步成长为全球规模最大的合成樟脑供应商；2018年以来，公司敏锐捕捉国内化妆品行业的成长机会，结合自身在制造环节的长期经验，以28.6亿元完成对化妆品代工龙头诺斯贝尔100%股权的收购，形成“化妆品制造 + 松节油深加工”双轮驱动的业务结构。

盈利拐点初现，业绩势能加速释放。自2021年起，受疫情扰动、行业监管趋严及原材料成本上行影响，诺斯贝尔订单表现不及预期，于21、22年分别计提9.13/4.53亿元商誉减值，导致公司盈利表现阶段性承压。同时，鉴于松节油深加工行业景气度明显回落，市场需求缺乏增长空间，公司于2022年末完成松节油业务剥离，经营重心全面聚焦化妆品制造。2024年以来，业绩调整阵痛逐步消退，随着资源集中带来的核心竞争力强化与运营效率提升，公司业绩步入修复通道。2024年公司营收同比跌幅较2023年的-32.5%收窄至-1.5%，归母净利润同比由负转正。进入2025年，伴随客户订单回暖与产品结构优化，25年前三季度公司营收/归母净利润同比分别增长12.0%/247.0%。

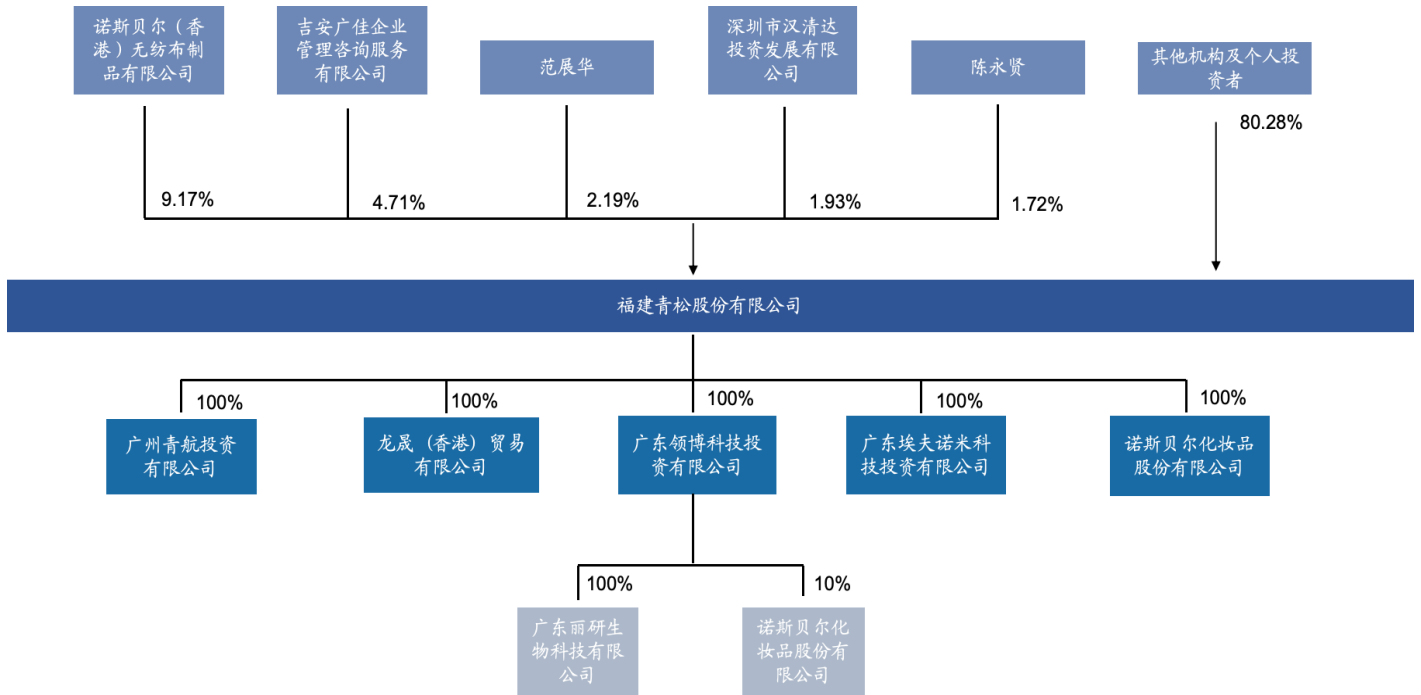
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

股权结构相对分散，诺贝尔为第一大股东。公司控制权在历史上曾发生多次变更，早期由柯维龙家族主导，后于2017年转至杨建新。其在2018年主导完成对诺贝尔90%股权的收购后，因资本运作需求持续减持，公司自2019年12月起首次出现控股权空缺。随着公司于2020年完成对诺贝尔剩余股权的并购，林世达通过对诺贝尔（香港）的全资控股间接持有公司9.17%股份，为公司第一大股东。当前公司维持无实际控制人状态。截至25Q3，公司前五大股东合计持股19.72%，不存在单一股东持股超过10%或签署一致行动协议的情形，整体股权呈现分散的特征。

图 2：公司股权结构（截止至25Q3）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

核心高管深耕化妆品制造行业，团队背景多元且协同效应显著。公司总裁范展华先生深耕化妆品制造赛道二十余载，自2004年起历任诺贝尔董事、副总经理、总经理等核心职务，对诺贝尔的企业文化、核心竞争力、行业地位有着深刻理解。此外，常务副总经理、副总经理、财务总监等核心管理成员亦多长期服务于诺贝尔体系，凭借多年共事形成的默契与凝聚力，叠加各自在财务管控、市场拓展、运营管理细分领域积累的垂直经验，管理层整体协同效能较为突出。

表 1: 公司核心管理层

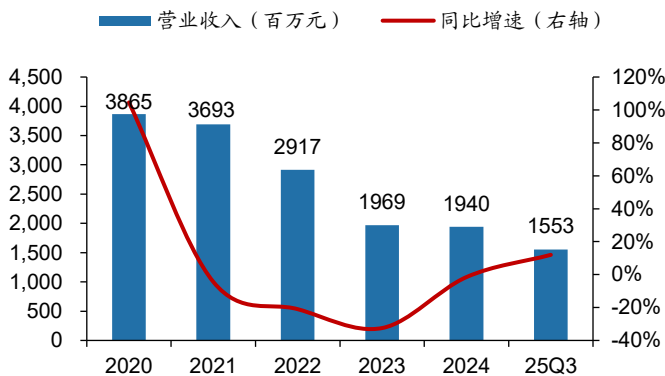
姓名	职务	个人履历
范展华	总裁	本科学历，纺织工程（非织造布）专业，工学学士。曾任珠海三信水利无纺布有限公司车间主任、技术部经理，广州市海珠区美之助无纺布制品厂厂长，自2004年起就职于诺斯贝尔历任董事、副总经理、总经理，自2020年8月起就职于福建青松股份有限公司历任董事、副总裁、总裁。现任福建青松股份有限公司董事长兼总裁，兼任子公司诺斯贝尔董事及总经理，诺斯贝尔日化制品执行董事及总经理，诺斯贝尔健康护理、广东诺米佳董事长及总经理，广东丽研董事长，广东可普睿董事。
欧阳汝正	常务副总裁	本科学历，会计学专业。曾任香港郑锦波会计师事务所审计经理，香港汉华评估有限公司无形资产评估师，香港高和兴业集团、香港中建电讯集团有限公司、中建科技新加坡私人有限公司财务经理，香港天辉集团控股有限公司、新加坡清美集团控股有限公司首席财务官，2011年10月至2019年4月担任诺斯贝尔财务总监、董事会秘书。现任福建青松股份有限公司常务副总裁，兼任子公司诺斯贝尔、诺斯贝尔健康护理、广东丽研、广东诺米佳董事，诺斯贝尔日化制品监事。
林悦聪	副总裁	香港中文大学社会科学院（荣誉）学士、伦敦大学法律（荣誉/海外）学士。曾担任牛奶集团（香港）有限公司-万宁区域经理、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、香港电讯（大众市场）助理副总裁、三星电子（香港）有限公司零售市场部副总监。2020年8月至2025年10月担任福建青松股份有限公司董事，2021年10月至今担任福建青松股份有限公司副总裁、兼任控股子公司广东可普睿生物科技有限公司董事。
骆棋辉	副总裁	法学学士。曾任广东纵横天正律师事务所律师，广东燕塘乳业股份有限公司法务主管及证券事务代表，广东明家联合移动科技股份有限公司董事长助理、证券事务代表，福建青松股份有限公司董事。现任福建青松股份有限公司副总裁及董事会秘书，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。
汪玉聪	财务总监	经济学硕士。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。现任福建青松股份有限公司财务总监，兼任子公司诺斯贝尔董事及财务总监，广东领博、广东埃夫诺米财务负责人。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）财务分析：业务剥离向好，盈利持续修复

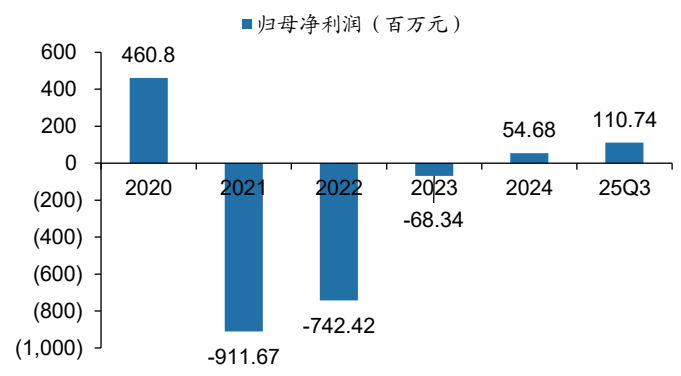
聚焦化妆品代工业务，推动业绩向好复苏。公司于2020-2025Q3期间分别实现营收38.65、36.93、29.17、19.69、19.40、15.53亿元，同比分别+32.90%、-4.44%、-21.01%、-32.49%、-1.51%、+12.00%，分别实现归母净利润4.61、-9.12、-7.42、-0.68、0.55、1.11亿元，自24年以来实现扭亏为盈并保持较快增长，剔除处置诺斯贝尔148亩大型产业园区建设项目所得的一次性收益等非经常性项目后，公司25Q3实现归母净利润0.49亿元，同比增长106.0%。

图 3: 2020-25Q3公司营业收入及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4: 2020-25Q3公司归母净利润



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司2022与2023年业绩出现较大波动，我们认为主要原因在于：①2022年化妆品业务受宏观经济与行业环境冲击，需求显著下滑，叠加产线扩建导致的折旧摊销费用增加与资产减值影响，致使全年净亏损达2.3亿元；松节油深加工业务同年遭遇供需两端压力，产品量价均有所下降，导致营业利润亏损0.67亿元；②2022年末公司完成松节油深加工业务剥离，致使2023年报表端营收有较为明显下滑。2024年以来，公司加大化妆品原料创新与产品配方优化力度，推进供应链各环节提质增效，清理冗余厂房与仓库等资本性支出，带动整体业绩显著回暖。

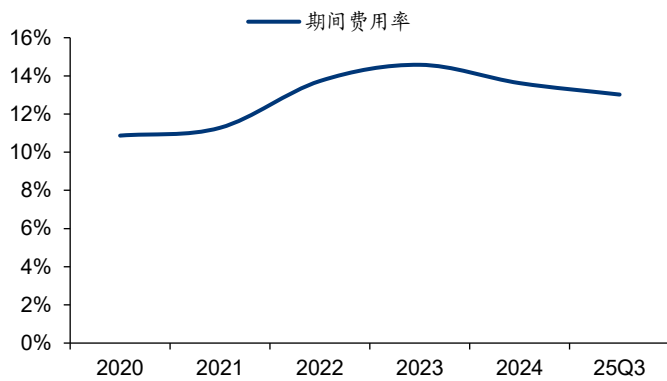
研发费用率领先同业，收入规模增长带动期间费用率边际改善。2020-25Q3公司期间费用率分别为10.9%/11.3%/13.7%/14.6%/13.6%/13.0%，整体呈先升后降态势。细分费率来看：

(1) 销售费用/管理费用率在23年触及峰值后，受益于规模效益释放逐年改善，25前三季度分别为2.1%/7.5%，较23年下降0.3/0.5pp。

(2) 财务费用率近年来持续优化，25前三季度受汇兑收益和借款下降影响财务费用同比减少551万元，带动财务费用率同比下降0.39pp。

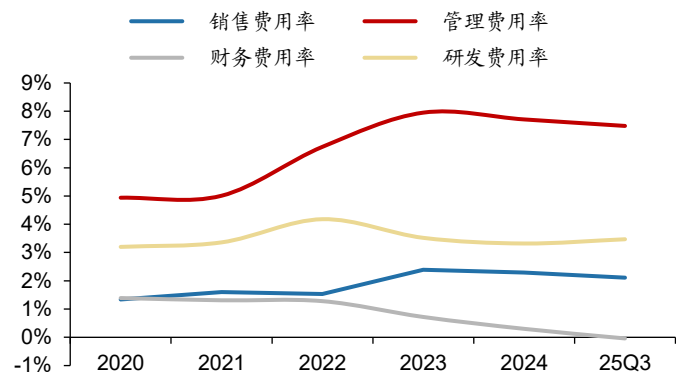
(3) 研发费用率长期维系在3%以上，25前三季度达3.5%，在同类代工企业中略低于芭薇股份（3.9%），高于嘉亨家化（3.0%）。作为化妆品代工龙头，公司持续通过高研发投入筑牢核心技术壁垒，有望进一步强化对下游品牌方的议价能力，为长期发展奠定坚实基础。

图 5：2020-25Q3公司期间费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：2020-25Q3公司各细分费用率

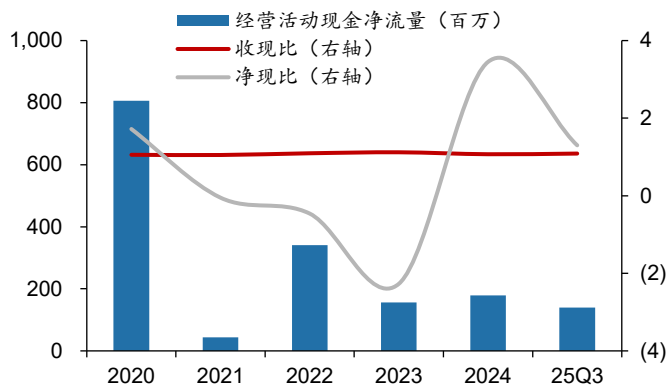


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

现金流质量健康，回款与周转能力提升。现金流方面，近年来公司货币资金维持在4-7亿元区间，收现比始终保持在1以上，回款能力较强；净现比除2021-2023年亏损阶段以外，基本维持在1.3以上，盈利的现金转化效率处于合理区间；2021年经营性现金流同比明显回落，核心系当期原材料采购规模扩容、员工薪酬集中支付所致，后续随着公司优化生产工序、精简人员结构，职工薪酬支出逐步缩减，现金流状况已实现持续修复。

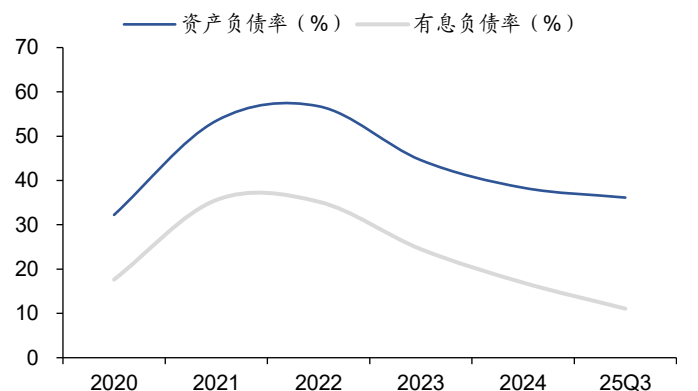
负债压力逐步改善，经营杠杆走向优化。2021-2022年杠杆率阶段性高企，主因有二：①2021年双业务板块承压，公司为补充流动性带动短期、长期借款同比分别增长152.3%、42.2%；②2022年受负债刚性约束，叠加剥离松节油深加工业务时固定资产出售导致资产端缩水，资产负债率被动抬升。2023年后，公司资产负债率与有息负债率持续优化，25前三季度已回落至36%、11%，既保持了适度的财务杠杆空间，也兼顾了日常经营的财务稳健性。

图 7：2020-25Q3公司现金流情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：2020-25Q3公司资产负债率与有息负债率情况

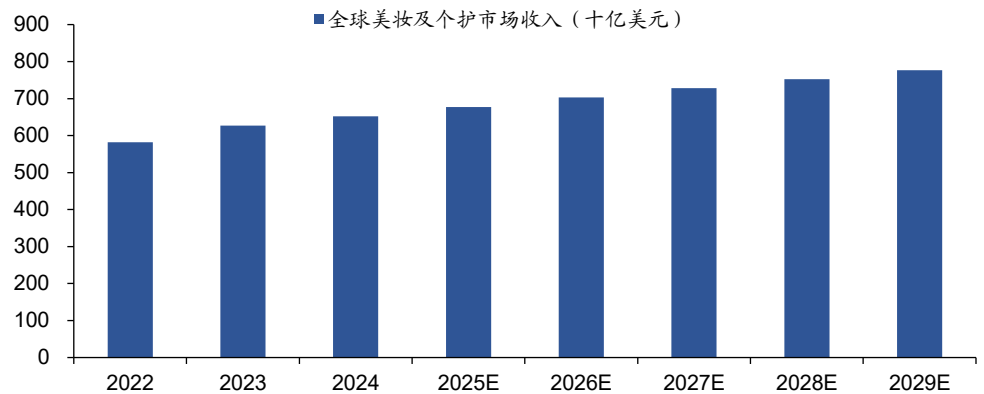


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、行业分析：合规化成本加码，格局集中度提升

全球美妆个护市场超6000亿美元，行业呈现稳步复苏。据Statista数据，2024年全球美容与个护市场明显回暖，行业规模增长至6516亿美元，预计2025-2029年将3.47%的复合增速实现稳步扩容。Z世代购买力的不断崛起虽为行业注入了增量需求，但也对商家旗下的产品功效、技术创新和购物体验提出了更高要求，推动行业在经济不确定性中保持强韧性与高质量增长。

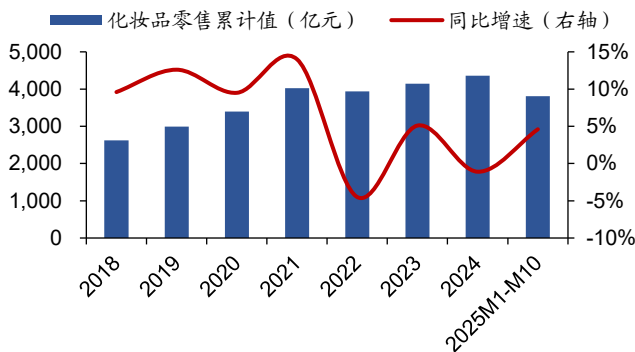
图 9：全球美妆及个护市场收入规模



数据来源：公司财报援引 Statista 数据，广发证券发展研究中心

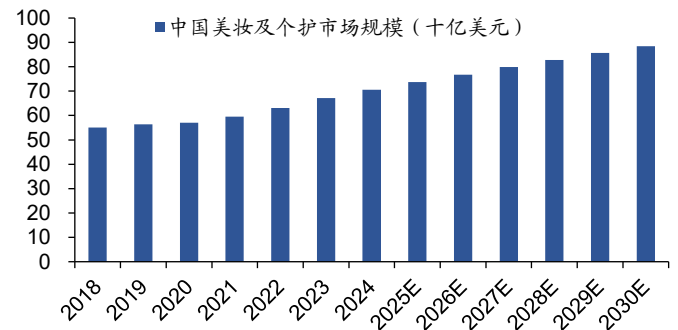
国内美妆及个护市场步入平台期，走向稳健增长趋势。根据Statista数据，中国美妆及个护行业市场规模由2018年的551亿美元增长至2023年的672亿美元，年复合增速4.1%，预计2025年将达到737亿美元，2025-2030年期间以3.7%的平稳增速发展，至2028年预计规模或将达到884亿美元。从社零数据看，2025年1-10月国内限额以上化妆品零售总额3813亿元，同比增长4.6%，仅领先同期社零总额0.3pp；整体趋势表明，行业正逐步由高速增长转向稳健发展阶段，在存量竞争格局下，我们认为具备差异化产品力、规模化制造能力与成本优势的企业更有望实现份额集中度提升与强者恒强。

图 10：2018-2025M10中国限额以上化妆品零售总额



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 11：2018-2030E中国美妆及个护市场规模



数据来源：Statista，广发证券发展研究中心

行业监管趋严，长期利好经营规范的合规企业。“十四五”规划以来，我国首

次将化妆品产业纳入国家发展重点，明确提出要培育属于中国的高端化妆品品牌，推动行业向高质量发展。自2020年起，随着国务院及国家药品监督管理局等监管部门陆续出台一系列政策法规，我国化妆品监管体系逐步从传统的“事后处置”转向更加科学、主动的“事前预防”，监管模式的顶层设计加速完善。更加标准化、系统化、规范化的合规条例正不断推动行业向更具竞争力的方向发展，经营不规范、长期处于灰色地带的中小企业有望逐步出清，在提升行业集中度的同时，利好经营规范的头部企业。

表 2：化妆品行业于监管背景下趋向规范化、标准化、精细化发展

序号	法规、规范性文件名称	发文机关	发布日期	生效日期
1	化妆品监督管理条例	中华人民共和国国务院	2020年6月16日	2021年1月1日
2	化妆品注册备案管理办法	国家市场监督管理总局	2021年1月7日	2021年5月1日
3	化妆品注册备案资料管理规定	国家药品监督管理局	2021年2月26日	2021年1月1日
4	化妆品新原料注册备案资料管理规定	国家药品监督管理局	2021年2月26日	2021年5月1日
5	化妆品分类规则和分类目录	国家药品监督管理局	2021年4月8日	2021年1月1日
6	化妆品功效宣称评价规范	国家药品监督管理局	2021年4月8日	2021年5月1日
7	化妆品标签管理办法	国家药品监督管理局	2021年5月31日	2022年5月1日
8	化妆品生产经营监督管理办法	国家市场监督管理总局	2021年8月2日	2022年1月1日
9	儿童化妆品监督管理规定	国家市场监督管理总局	2021年9月30日	2022年1月1日
10	化妆品生产质量管理规范	国家药品监督管理局	2022年1月6日	2022年7月1日
11	企业落实化妆品质量安全主体责任监督管理规定	国家药品监督管理局	2022年12月29日	2023年3月1日
12	化妆品抽样检验管理办法	国家药品监督管理局	2023年1月11日	2023年3月1日
13	化妆品网络经营监督管理办法	国家药品监督管理局	2023年3月31日	2023年9月1日
14	化妆品注册人、备案人收集和报告化妆品不良反应指南（试行）	国家药品不良反应监测中心	2024年4月19日	2024年4月19日
15	关于优化化妆品安全评估管理若干措施的公告	国家药品监督管理局	2024年4月22日	2024年5月1日
16	化妆品检查管理办法	国家药品监督管理局	2024年4月29日	2024年11月1日
17	关于发布支持化妆品原料创新若干规定的公告	国家药品监督管理局	2025年2月6日	2025年2月6日
18	关于《已使用化妆品原料目录》管理有关事项的公告	国家药品监督管理局	2025年6月23日	2025年6月23日

数据来源：国务院，国家市场监督管理总局，国家药品监督管理局，国家药品不良反应检测中心，公司财报，广发证券发展研究中心

灵活供应链+轻资产运营，OEM/ODM为美妆品牌的主要生产模式。OEM指品牌方提供配方或生产标准，由代工厂按要求完成生产，最终产品以品牌方名义上市；ODM则在此基础上进一步前置研发，由代工厂承担配方开发、产品设计与法规评估等更高附加值环节，品牌方仅需聚焦营销与渠道。我们认为，ODM模式受到青睐的原因在于：①对中小品牌而言，早期资源更倾向投入营销与获客，自主研发、品控与供应链能力相对薄弱，依赖代工厂能够快速推出产品并控制成本；②对大型品牌而言，ODM能够减少内部研发与产能建设的投入，提高供应链灵活性，并加速对市场

趋势的响应效率。根据毕马威咨询，大量国际品牌、国货头部与新锐品牌均采用ODM模式，而诺斯贝尔作为行业龙头，是众多头部品牌的核心合作方。

表 3: 美妆及个护行业生产模式及代表企业

类型	公司	成立时间	生产模式	代工厂
国际集团	宝洁集团	1837 年	自产+OEM/ODM 委托加工	诺斯贝尔、上海乐宝等
	资生堂	1872 年	自产+委托加工	莹特菲勒（隶属莹特丽）、诺斯贝尔等
	欧莱雅	1907 年	自产+委托加工	科丝美诗、莹特丽等
	爱茉莉太平洋	1945 年	自产+委托加工	韩国科玛、诺斯贝尔、莹特丽等
	雅诗兰黛	1946 年	自产+委托加工	莹特丽等
经典国货	上海家化	1995 年	自产+OEM/ODM 委托加工	莹特丽、诺斯贝尔等
	拉芳家化	2001 年	自产为主、OEM 为辅	-
	上美股份	2002 年	自产+OEM/ODM 委托加工	苏州美爱斯等
	丸美股份	2002 年	自产+委托加工为辅	广州盛美、广州索柔等
	珀莱雅	2006 年	自产为主、OEM 为辅	莹特丽、苏州安特、上海瀛彩等
新锐品牌	HFP	2014 年	委托加工为主	韩国科玛、诺斯贝尔、广东贝豪等
	橘朵	2017 年	自产为主、OEM 为辅	上海臻臣、科丝美诗等
	完美日记	2017 年	委托加工为主	科丝美诗、莹特丽、诺斯贝尔、上海臻臣等
	花西子	2017 年	委托加工为主	科丝美诗、诺斯贝尔、上海创元、上海臻臣等

数据来源：毕马威咨询，广发证券发展研究中心

产业链条拆分：代工厂商作为上游重要环节，以技术与规模构筑竞争壁垒。从全产业链来看，上游包括原料与包装供应商、OEM/ODM制造商，中游为国内外美妆品牌企业，下游则覆盖经销商、零售终端与最终消费者。在行业价值分配中，终端零

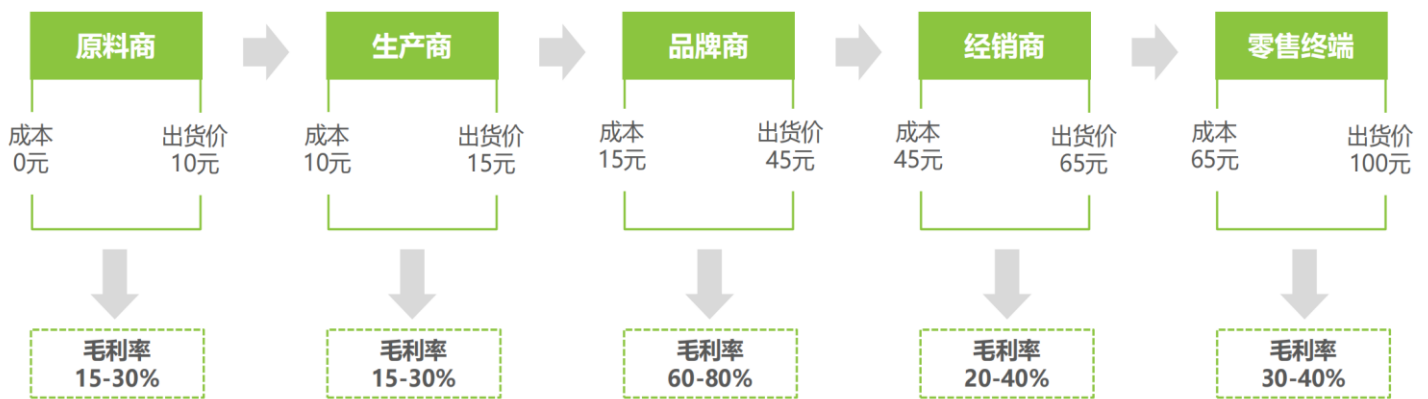
售价格通常是原料成本的数倍至十倍以上，核心利润主要集中在品牌端，依托品牌溢价与营销效率获得60%-80%的高毛利率。相比之下，代工厂商毛利率多处于15%-30%区间，盈利依赖于规模化生产、研发能力与工艺技术积累。随着行业进入存量竞争阶段，头部代工厂商在研发、品控与交付能力上的优势愈发凸显，成为品牌方提升效率、缩短上市周期与控制成本的关键支撑力量。

图 12: 美妆及个护行业价值链



数据来源：毕马威咨询，广发证券发展研究中心

图 13: 美妆及个护行业各环节利润分配情况



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

代工行业规模超600亿元，竞争格局走向集中。参考观研天下发布的《中国化妆品代工行业发展趋势研究与投资前景分析报告（2024-2031年）》，预计2025年我国

化妆品代工市场行业规模达622.9亿元，2022-2025年间行业复合增速约12.8%。据2024年中国美妆产业数据显示，2024年我国共有4944家化妆品生产企业，新增591家，同时关停或注销1318家，化妆品生产加工行业仍在洗牌。根据化妆品观察公众号，从25H1业绩表现来看，韩国科玛、科丝美诗、莹特丽等国际代工龙头受益于中国市场需求复苏，整体经营表现稳步向好；相比之下，国内代工企业在行业内卷加剧的环境下面临客户议价能力上升、订单承压及原材料成本上涨等多重挑战，部分企业出现“增收不增利”的情况。公司作为国内代工龙头，在强研发能力与高客户粘性的支撑下，仍实现营收与利润的同步增长，经营韧性相对突出。

表 4: 头部化妆品代工企业25H1业绩概况

企业名	营收	同比增减	净利润	同比增减
韩国科玛	1.4万亿韩元 (约合74.73亿元人民币)	12.10%	650亿韩元 (约合3.51亿元人民币)	13.50%
科丝美诗	1.2万亿韩元 (约合62.8亿元人民币)	12.30%	324亿韩元 (约合1.68亿元人民币)	-8.20%
莹特丽	5.2亿欧元 (约合43.87亿元人民币)	5%	7450万欧元 (约合6.23亿元人民币)	16.50%
青松股份	9.37亿元	9.17%	2741万元	300.03%
倍加洁	7.17亿元	15.64%	4352万元	31.31%
嘉亨家化	5.14亿元	21.72%	-3213万元	-489.78%
芭薇股份	3.7亿元	39.30%	1694万元	14.95%
洁雅股份	3.1亿元	8.79%	3258万元	22.55%
安特股份	1.05亿元	-1.99%	-371万元	-31.61%
伊斯佳	0.8亿元	18.29%	383万元	-17.51%

数据来源：化妆品观察微信公众号，广发证券发展研究中心

备注：莹特丽披露为经调整后 EBITDA

三、聚焦客户+聚焦品类，进入周期拐点

诺斯贝尔为国内化妆品代工龙头，有望受益于规模优势与格局优化。公司全资子公司诺斯贝尔成立于2004年，以“安全、科研、管理”为理念，目前已经发展成为中国化妆品供应链头部企业，系中国本土规模较大的化妆品ODM企业之一。诺斯贝尔旗下客户结构优质，既覆盖联合利华、宝洁、雅诗兰黛等国际巨头，也服务上海家化、自然堂、植物医生、百雀羚等国内头部品牌，同时深度合作佩莱、谷雨、半亩花田、奕沃等高速增长的新锐电商品牌。

图 14：中国化妆品代工头部企业一览



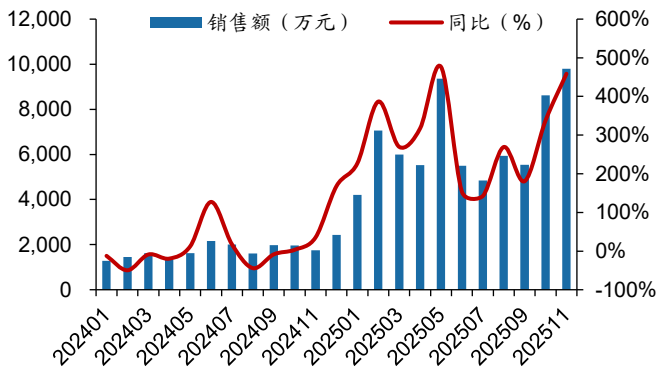
数据来源：中国香料香精化妆品工业协会，广发证券发展研究中心

图 15：诺斯贝尔部分合作品牌



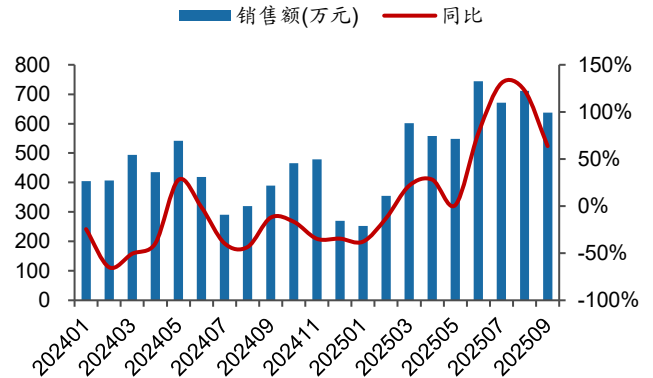
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 16：奕沃 Eiiio抖音月度数据



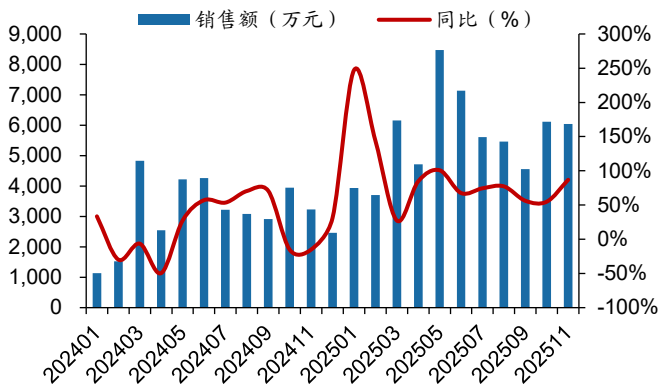
数据来源：久谦数据，广发证券发展研究中心

图 17：奕沃 Eiiio天猫月度数据



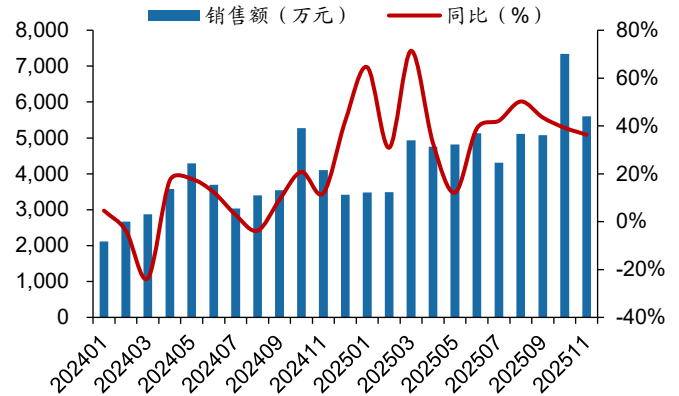
数据来源：久谦数据，广发证券发展研究中心

图 18: 半亩花田抖音月度数据



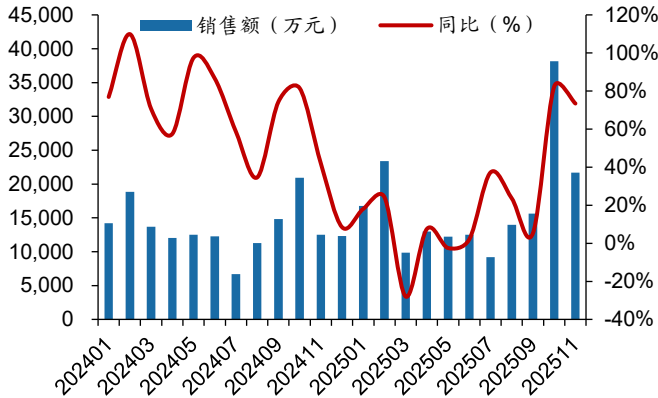
数据来源: 久谦数据, 广发证券发展研究中心

图 19: 半亩花田天猫月度数据



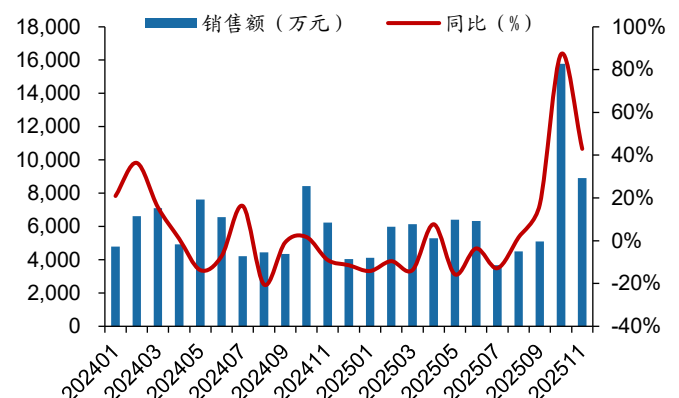
数据来源: 久谦数据, 广发证券发展研究中心

图 20: 谷雨抖音月度数据



数据来源: 久谦数据, 广发证券发展研究中心

图 21: 谷雨天猫月度数据



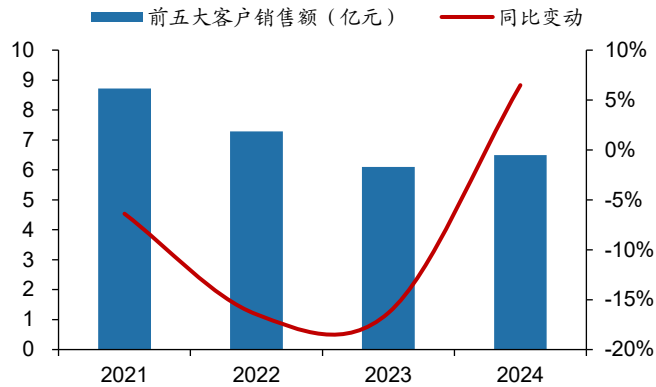
数据来源: 久谦数据, 广发证券发展研究中心

战略上“聚焦客户+聚焦品类”，于存量竞争中脱颖而出。在行业新法规落地、高增长红利消退的存量博弈阶段，核心子公司诺斯贝尔坚定践行“双聚焦”战略，成功实现逆势突围。客户端，公司主动精简合作客户，优化合作结构，至2025年客户数已从400余家优化至200余家核心伙伴，集中资源为其提供市场洞察、研发创新、合规保障等全链路深度服务，通过与品牌共创共生的合作模式，反哺自身业绩实现高质量增长。品类端，公司双轨并行优化产品供给：一方面持续强化核心品类研发创新，发力稳固膜类产品的市场竞争优势与规模领先地位；另一方面精准捕捉市场趋势，打造V脸面膜、爆珠精华、湿敷棉片等爆品系列，以优质产品力精准满足消费者日益细分的差异化需求，进一步夯实行业龙头地位。

供应链合作稳定，订单改善拉动产能利用率复苏。凭借领先的配方研发能力与严格的质量管理体系，诺斯贝尔与上述对供应链要求极为严苛的品牌客户形成了长期稳定的合作关系。2024年，公司前五大客户销售额达6.5亿元，同比增长6.49%，销售额占比较2021年的23.6%提升9.9pp至33.5%，产能利用率相应较2022年显著修复；订单改善态势于2025年持续延续，前三季度屈臣氏、妮维雅、宝洁、上海家

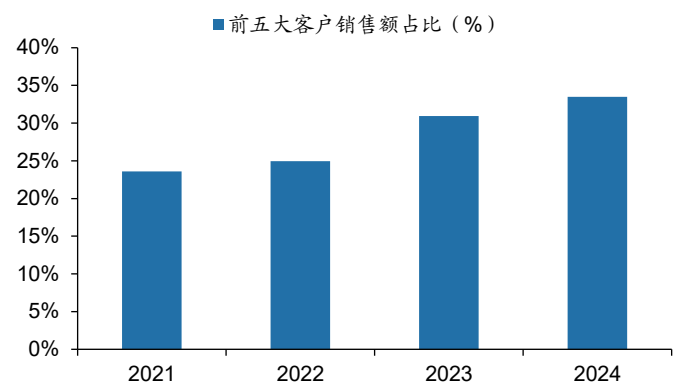
化、奕沃等核心客户需求均实现显著回升，展望未来，在品牌方生产逐步向头部代工厂集中、供应链资源加速向规模型工厂聚拢的背景下，公司有望在订单修复的带动下实现产能利用率提升与收入的进一步释放。

图 22: 2021-2024公司前五大客户销售额



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 23: 2021-2024公司前五大客户销售额占比变动



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

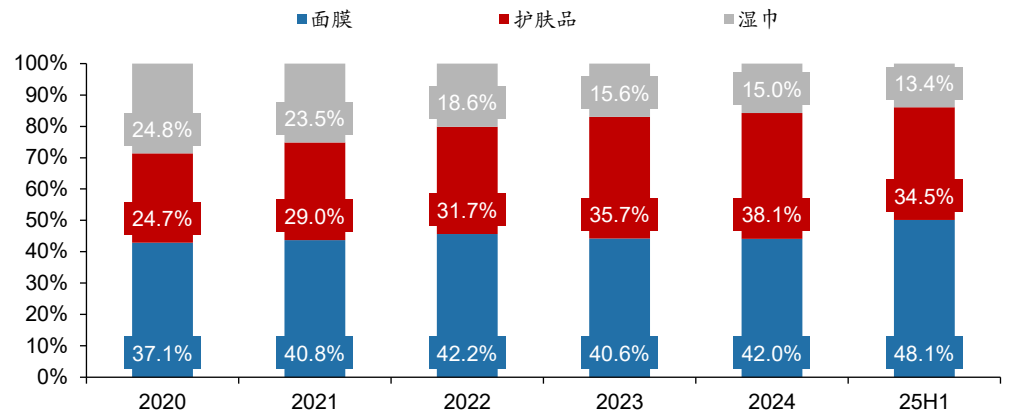
表 5: 2021-2024年公司三大核心系列产能及利用率情况

年份	品类	设计产能	实际产能	产能利用率
2021	面膜系列	21.3 亿片	8.2 亿片	38.54%
	湿巾系列	260.4 亿片	94.4 亿片	36.24%
	护肤品系列	2.8 亿支/100ml	1.1 亿支/100ml	39.68%
2022	面膜系列	22.1 亿片	7.1 亿片	32.14%
	湿巾系列	273.7 亿片	51.1 亿片	18.69%
	护肤品系列	3.0 亿支/100ml	0.8 亿支/100ml	28.34%
2023	面膜系列	22.3 亿片	6.4 亿片	28.74%
	湿巾系列	273.7 亿片	33.3 亿片	12.15%
	护肤品系列	3.0 亿支/100ml	0.9 亿支/100ml	29.70%
2024	面膜系列	21.9 亿片	7.3 亿片	33.51%
	湿巾系列	213.8 亿片	47.5 亿片	22.21%
	护肤品系列	2.9 亿支/100ml	1.0 亿支/100ml	35.89%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

产品结构以面膜、护肤品与湿巾为主，品类结构持续优化。25H1面膜、护肤品、湿巾分别实现营收4.5/3.2/1.3亿元，同比分别+20.9%/+6.9%/-9.2%，对应收入占比分别达48.1%/34.5%/13.4%，其中面膜业务贡献核心营收且同比增速领跑全品类。从盈利端看，25H1面膜、护肤品、湿巾分别实现毛利率19.0%/16.7%/13.5%，同比提升3.7/1.9/1.2pp。在经营效益提升与高毛利面膜占比提升的双重拉动下，25H1综合毛利率同比上行2.41pp至17.51%，25Q3单季度提升至21.8%，创近年来历史新高。

图 24: 2020-25H1公司三大核心品类收入占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

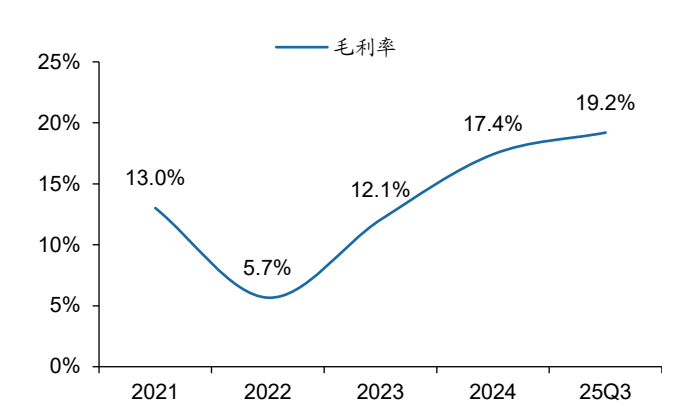
表 6: 公司三大核心主业

业务	产品类型	产品图例	功效/作用	收入及增速 (百万元)	毛利率
面膜系列 (25H1收入占比48.1%)	莱赛尔面膜、超细纤维面膜、冻干面膜、水凝胶面膜、生物质石墨烯黑面膜、纳米速溶紧致膜、双导塑颜紧致膜等	 PMPM 白松露 盈亮精华面膜 珀莱雅肌源特 护冻干面膜	滋养、修护、抗皱、 紧致、舒缓、控油、 保湿等		
护肤品系列 (25H1收入占比34.5%)	护肤水、乳、膏、霜、精华液; 冻干粉/安瓶精华液; 次抛/泡罩材料护肤类; 卸妆水、油、膏、泡沫、啫喱和洁面乳; 粉底液; 淡斑精华和防晒霜等	 百雀羚积雪草舒 润修护精华水 OLAY 胜肽专研 紧致密护快充次 抛精华液	滋养、修护、抗皱、紧致、舒 缓、控油、保湿、洁面、遮瑕 、祛斑美白、防晒等		
湿巾系列 (25H1收入占比13.4%)	清洁卫生湿巾; 婴儿湿巾; 卸妆湿巾; 医疗湿巾; 其他湿巾	 滴露卫生湿巾 花西子花露凝萃 卸妆湿巾	清洁、洁面、杀菌等		
其他 (25H1收入占比4.1%)	压缩面膜、洁面干巾等	 屈臣氏丝滑轻透 压缩面膜 屈臣氏丝滑轻透 化妆棉	滋养、修护、抗皱、 紧致、舒缓、控油、 保湿等		

数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

产品结构持续优化, 支撑盈利能力逐步提升。公司长期坚持高研发投入, 研发费用率稳定在3%左右, 位居行业前列, 并通过与中新国际联合研究院、纳米及先进材料研发院、延边大学等科研机构建立深度合作, 构建起“产学研一体化”的技术创新体系。在面膜与护肤领域, 公司持续推出高附加值、多功效的新品, 以更强的配方能力和产品梯度满足品牌客户的差异化需求, 带动整体产品结构向高毛利品类升级。自2022年以来, 公司毛利率呈现显著改善趋势, 25前三季度综合毛利率提升至19.2%, 较2022年提升13.54pp, 其中25Q3毛利率同比提升2.8pp至21.8%, 为自21Q2以来新高。展望未来, 随着公司继续深化研发驱动与供应链效率优化, 高利润率品类占比有望进一步提升, 带动盈利能力进一步增强。

图 25: 公司毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 诺贝尔部分面膜创新技术



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测及投资建议

我们预计青松股份2025-2027年营业收入分别为22.1、26.6、30.5亿元，同比分别增长14.0%、20.2%、14.7%；各业务板块收入拆分及逻辑如下：

(1) 面膜系列：作为公司核心增长品类，25H1依托消费复苏与产品结构优化收入同比增长20.93%，毛利率同比提升3.7pp至19.01%。考虑到面膜赛道需求韧性较强，叠加公司新品研发与客户订单复苏，预计2025-2027年面膜系列收入分别为10.43、13.14、15.77亿元，同比分别增长28.0%、26.0%、20.0%，收入占比有望从2024年的42.0%提升至2027年的51.7%，对应毛利率随产品结构优化逐步增至23.0%。

(2) 护肤系列：作为公司第二增长曲线，国内护肤市场的长期稳定性为业务增长提供支撑。公司在护肤制造领域具备较强生产优势，后续伴随海外大客户回流+新锐品牌崛起，订单有望持续落地，叠加精细化管理深化成本控制，或将为业务稳健扩张奠定基础。预计2025-2027年护肤系列收入分别为8.13、9.43、10.37亿元，同比增长10.0%、16.0%、10.0%，收入占比维持在34%-37%区间，毛利率有望随产能利用率提升改善至20.5%。

表 7：青松股份主营业务拆分及盈利预测

单位：百万元		2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入		2670.5	2509.3	2089.8	1969.5	1939.8	2211	2657.9	3047.5
	YoY	66.50%	-6.00%	-16.70%	-5.80%	-1.50%	14.00%	20.20%	14.70%
营业成本		2073.5	2247.4	1986.9	1732.2	1601.9	1786.3	2113.8	2389.6
毛利率		22.40%	10.40%	4.90%	12.00%	17.40%	19.20%	20.50%	21.60%
1. 面膜系列									
营业收入		991.3	1024.7	881.4	800.1	814.8	1042.9	1314.1	1576.9
	占收入	37.10%	40.80%	42.20%	40.60%	42.00%	47.20%	49.40%	51.70%
	YoY	18.80%	3.40%	-14.00%	-9.20%	1.80%	28.00%	26.00%	20.00%
营业成本		757.3	904.7	849.2	712.6	667.9	834.4	1031.6	1214.2
毛利率		23.60%	11.70%	3.70%	10.90%	18.00%	20.00%	21.50%	23.00%
2. 护肤系列									
营业收入		658.8	727.1	661.7	702.7	738.6	812.5	942.5	1036.7
	占收入	24.70%	29.00%	31.70%	35.70%	38.10%	36.70%	35.50%	34.00%
	YoY	56.30%	10.40%	-9.00%	6.20%	5.10%	10.00%	16.00%	10.00%
营业成本		527.2	671.4	648.4	626.4	613.8	658.1	754	824.2
毛利率		20.00%	7.70%	2.00%	10.90%	16.90%	19.00%	20.00%	20.50%
3. 湿巾系列									
营业收入		661.3	589.3	388.3	307.5	291	279.4	312.9	334.8
	占收入	24.80%	23.50%	18.60%	15.60%	15.00%	13.00%	12.00%	11.00%
	YoY	176.50%	-10.90%	-34.10%	-20.80%	-5.40%	-4.00%	12.00%	7.00%
营业成本		522.9	533.6	361.4	263.9	249.5	237.5	262.8	277.9
毛利率		20.90%	9.50%	6.90%	14.20%	14.30%	15.00%	16.00%	17.00%
4. 其他									
营业收入		359.1	168.3	158.4	159.2	95.3	76.2	88.4	99.1
	占收入	13.45%	6.71%	7.58%	8.08%	4.91%	3.45%	3.33%	3.25%
	YoY	230.50%	-53.10%	-5.90%	0.50%	-40.10%	-20.00%	16.00%	12.00%
营业成本		266.1	137.8	127.9	129.3	70.7	56.4	65.4	73.3
毛利率		25.90%	18.10%	19.30%	18.70%	25.80%	26.00%	26.00%	26.00%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：2022年及以前公司营收包含松节油深加工业务，但本表格仅汇总化妆品业务收入。

(3) 湿巾系列: 受行业竞争加剧影响, 湿巾业务近年来业绩承压, 25H1同比下滑9.24%。考虑到湿巾品类需求弹性较弱, 但公司持续绑定头部客户保障基本盘, 预计2025-2027年湿巾系列收入在订单回流后出现增长, 分别为2.79、3.13、3.35亿元, 收入占比逐步从2024年的15.0%降至11.0%。

(4) 其他业务: 目前以压缩面膜、洁面干巾等无纺布制品为主, 业务规模趋于稳定, 预计2025-2027年收入分别为0.76、0.88、0.99亿元, 占比维持在3%左右。

毛利率方面, 在高毛利产品占比提升与生产端精细化管理持续推进下, 预计2025-2027年综合毛利率有望逐步提升至19.2%、20.5%、21.6%。

化妆品行业进入稳健成长阶段, 内部竞争由增量转向存量。随着行业监管趋严, 上游供给侧的落后产能有望逐步出清, 带动行业集中度持续提升。青松股份旗下的诺斯贝尔作为国内化妆品代工龙头, 凭借规模化生产能力、成熟的质量体系及领先的研发实力, 有望受益于上游格局优化。在产品结构上, 公司积极推动高附加值品类升级与供应链效率提升。下游大客户订单回流与新锐品牌崛起共同拉高公司产能利用率, 带动盈利能力进入周期拐点。

我们预计公司于2025-2027年间实现归母净利润1.3、1.8、2.3亿元。在可比公司中, 选取主营业务同为美妆及个护 ODM/OEM 代工的芭薇股份, 以及深耕美妆及个护领域核心原料供应的科思股份。青松股份受益于订单改善的业绩弹性更具成长性, 具备一定估值溢价, 我们给予公司26年30倍PE, 对应合理价值10.5元/股, 给予“买入”评级。

表 8: 可比公司盈利预测与估值 (截止至2026年1月16日收盘)

公司名称	股票代码	市值 (百万元)	净利润 (百万元)			PE估值水平		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
科思股份	300856.SZ	6,702	108	167	254	61.9	40.1	26.4
芭薇股份	920123.BJ	1,759	59	77	96	30.1	22.8	18.3
倍加洁	603059.SH	3,533	107	147	173	32.9	24.0	20.5
平均值		3,998	91	130	174	42	29	22

数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

行业周期风险

化妆品行业已由高速增长步入稳健发展阶段，需求受宏观经济波动、监管变化及品牌竞争格局调整影响较大。若消费回暖不及预期或客户品牌方经营承压，公司订单及产能利用率可能受到不利影响，进而拖累收入与利润表现。

运营效率风险

公司原材料占比较高，原料（化工、香精、无纺布、包装材料等）价格波动可能对毛利率造成压力；同时ODM生产模式对产线配置要求高、季节性明显，若订单不足将导致产能利用率下降。此外，若降本增效推进不及预期，公司毛利率与期间费用率改善存在不确定性。

合规经营风险

化妆品直接接触皮肤，原料质量、生产规范及配方安全要求极高，一旦发生质量问题将影响客户合作与品牌声誉。同时环保标准持续提升，若生产管理不到位可能面临处罚或停产风险。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	1,420	1,295	1,624	1,795	2,007
货币资金	686	443	789	759	778
应收及预付	432	467	450	611	724
存货	265	256	282	324	374
其他	37	130	103	100	132
非流动资产总额	951	832	850	876	907
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	388	338	340	346	353
在建工程	2	4	4	4	4
使用权资产	120	78	83	88	98
无形资产	196	197	197	197	197
其他	245	213	223	238	253
资产总额	2,371	2,128	2,473	2,670	2,915
流动负债总额	596	484	501	559	616
短期借款	35	10	0	0	0
应付及预收	307	318	342	405	459
其他	254	156	159	154	157
非流动负债总额	461	332	530	492	454
长期借款	308	229	405	349	323
应付债券	0	0	0	0	0
其他	153	104	125	143	131
负债总额	1,058	816	1,031	1,051	1,070
股本	517	517	517	517	517
其他	793	782	914	1,093	1,323
归母权益合计	1,310	1,298	1,431	1,610	1,839
少数股东权益	3	13	12	9	5
负债和股东权益	2,371	2,128	2,473	2,670	2,915

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,969	1,940	2,211	2,658	3,047
营业成本	1,732	1,602	1,786	2,114	2,390
营业税金及附加	9	12	13	15	18
销售费用	47	44	46	50	61
管理费用	156	149	165	186	213
研发费用	69	64	75	85	94
财务费用	14	6	8	7	9
资产信用减值损失	-21	-12	-10	-6	-5
公允价值变动收益	0	0	1	1	1
投资收益	1	0	3	4	2
营业利润	-63	70	160	219	283
营业外收支	-24	-7	-11	-12	-14
利润总额	-88	63	149	207	270
所得税费用	-19	11	17	30	44
合并净利润	-69	52	131	177	225
少数股东损益	-1	-3	-1	-2	-4
归母净利润	-68	55	133	179	229
EPS (元/股)	-0.13	0.11	0.26	0.35	0.44

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	157	179	324	178	222
合并净利润	-69	52	131	177	225
折旧摊销	200	169	141	131	121
营运资金变动	-6	-85	53	-132	-137
其他	0	0	-1	0	0
投资活动现金流净额	385	-120	-123	-143	-156
资本性开支	-40	-24	-113	-108	-108
投资	423	-76	0	0	0
其他	1	-20	-10	-35	-48
融资活动现金流净额	-485	-307	166	-64	-48
股本融资	2	0	0	0	0
债权融资	-536	-189	175	-52	-36
股利分配与偿付利息	-18	-14	-11	-13	-12
其他	67	-105	2	0	0
现金净增加额	57	-248	367	-30	19
期初现金余额	613	671	422	789	759
期末现金余额	671	422	789	759	778

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	-32.5%	-1.5%	14.0%	20.2%	14.7%
营业利润增长率	-92.0%	-209.9%	129.6%	36.8%	29.3%
归母净利增长率	-90.8%	-180.0%	142.6%	35.1%	28.0%
获利能力					
毛利率	12.1%	17.4%	19.2%	20.5%	21.6%
净利率	-3.5%	2.7%	5.9%	6.6%	7.4%
ROE	-5.2%	4.2%	9.3%	11.1%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	38.4%	41.7%	39.4%	36.7%
有息负债率	14.5%	11.2%	16.4%	13.1%	11.1%
流动比率	2.4	2.7	3.2	3.2	3.3
利息保障倍数	-1.2	4.7	13.3	17.7	25.3
营运能力					
应收账款周转率	4.2	4.4	5.0	4.4	4.3
存货周转率	6.5	6.3	6.3	6.5	6.4
应付账款周转率	6.2	5.8	6.0	6.0	6.0
每股指标					
每股收益	-0.13	0.11	0.26	0.35	0.44
每股净资产	2.54	2.51	2.77	3.12	3.56
每股经营现金流	0.30	0.35	0.63	0.35	0.43
估值比率					
PE	-	46.6	33.9	25.1	19.6
PB	2.1	2.0	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	13.7	9.1	14.5	11.4	9.7

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。