

青松股份 (300132.SZ)

乘行业之风，实力引领化妆品前端产业

核心观点:

- **合成樟脑龙头企业，跨界进军化妆品领域。**公司是我国最大的松节油深加工企业及全球最大的合成樟脑及系列产品供应商，在原有业务的产业链上，公司收购了化妆品 ODM 龙头诺斯贝尔，“松节油深加工+化妆品”双主业并重，2019 年公司实现营收 29.1 亿元，近五年复合增速 30.7%，实现归母净利润 4.5 亿元，近五年复合增速 54.2%。
- **化妆品行业高速发展，ODM 尽享产业链红利。**我国化妆品行业市场空间广阔，彭博数据显示 2019 年我国化妆品市场规模约 4500 亿，近五年复合增速 8.6%，其中面膜品类增长水平显著高于化妆品行业整体水平，但市场渗透率仍有提升空间。化妆品行业的繁荣带动了化妆品代工行业的发展，随着国产新锐品牌的崛起，我国化妆品代工行业市场规模将进一步扩大，但行业格局分散，集中度有待提升。
- **扩品类+扩品牌+扩产能，铸就竞争壁垒。**诺斯贝尔是全球第四、国内第一大化妆品 ODM 企业，集研发、设计、制造、培训、服务于一体，全产业链布局。深耕面膜品类，面膜产能世界第一，同时积极扩展彩妆和护肤领域，新切入轻医美护肤，品类不断丰富。公司合作品牌覆盖传统国产品牌、国际大牌、新锐品牌，品牌结构持续完善。未来公司将进一步推进化妆品研发和产能建设，随着产能释放规模效应将更加突出。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 20-22 年归母净利润分别为 5.6、6.7、7.9 亿元，同比增长 23.8%、20.1%、17.6%。公司两大主业并行，采用分部估值法，参考行业平均估值，给予 20 年松节油深加工业务 10XPE，给予化妆品业务 28XPE，两项业务估值加总得到公司合理价值 21.25 元/股，首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示。**松节油价格大幅下滑；化妆品景气度下降致行业增速下滑；新品类、新品牌拓展不及预期。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,422	2,908	4,079	4,856	5,683
增长率(%)	75.2	104.6	40.2	19.1	17.0
EBITDA(百万元)	501	683	760	907	1,061
归母净利润(百万元)	400	453	561	674	793
增长率(%)	322.6	13.2	23.8	20.1	17.6
EPS (元/股)	1.04	0.88	1.09	1.30	1.53
市盈率 (P/E)	9.97	12.57	16.02	13.34	11.34
市净率 (P/B)	3.60	1.88	2.50	2.11	1.78
EV/EBITDA	7.80	8.65	12.13	9.95	8.31

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

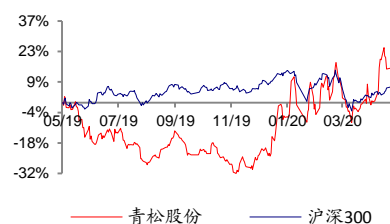
公司评级

当前价格	17.4 元
合理价值	21.25 元
报告日期	2020-05-13

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	516.58/385.92
总市值/流通市值(百万)	8988.51/6715.01
一年内最高/最低(元)	17.49/8.72
30 日日均成交量/成交额(百万)	13.97/217.56
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	37.01/88.31

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



jiwenxin@gf.com.cn

请注意，嵇文欣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:

联系人: 贾雨朦 021-60750604
jiayumeng@gf.com.cn

目录索引

一、合成樟脑龙头企业，跨界进军化妆品领域.....	5
（一）松节油深加工业务：周期性特征明显，行业龙头地位稳固	5
（二）化妆品业务：中国化妆品 ODM 龙头，业绩增长稳健	7
（三）股权结构：公司目前无实际控制人.....	10
二、化妆品行业高速发展，ODM 尽享产业链红利	11
（一）化妆品行业：市场空间广阔，新锐品牌不断崛起	11
（二）化妆品代工行业：乘下游东风分享增长红利，行业集中度有待提高.....	15
（三）松节油深加工行业：体量小周期性强，集中度不断提升	18
三、扩品类+扩品牌+扩产能，铸就竞争壁垒	21
（一）全产业链布局，规模效应明显	21
（二）深耕面膜品类，积极扩展彩妆和护肤领域，品牌结构持续完善.....	24
（三）专注核心技术研发，产品竞争力不断增强	28
四、盈利预测和投资建议.....	30
五、风险提示	32

图表索引

图 1: “松节油深加工+化妆品”双主业并重	5
图 2: 青松股份营业收入及 YoY	6
图 3: 青松股份归母净利润及 YoY	6
图 4: 青松股份毛利率及净利率	6
图 5: 青松股份三费率	6
图 6: 青松股份存货周转率 (次/年)	6
图 7: 青松股份应收账款周转率 (次/年)	6
图 8: 2018 年松节油深加工业务占比 (分产品)	7
图 9: 2018 年松节油深加工业务占比 (分地区)	7
图 10: 诺斯贝尔发展历程	7
图 11: 诺斯贝尔营业收入及 YoY	8
图 12: 诺斯贝尔归母净利润及 YoY	8
图 13: 诺斯贝尔各业务营收占比	9
图 14: 诺斯贝尔各业务营收占比 (2019M5-M12)	9
图 15: 诺斯贝尔毛利率及净利率	9
图 16: 诺斯贝尔三费率	9
图 17: 诺斯贝尔存货周转率 (次/年)	9
图 18: 诺斯贝尔应收账款周转率 (次/年)	9
图 19: 青松股份股权结构 (截止 2020 年 4 月 29 日)	10
图 20: 社零总额及化妆品类零售额同比增速情况	11
图 21: 我国化妆品市场规模和增速	11
图 22: 2014-2019 年各国化妆品市场规模 CAGR	11
图 23: 我国化妆品发展阶段	12
图 24: 国产品牌市占率提升	12
图 25: 各群体购买新锐线比例提升 (2018 年)	12
图 26: 2018 年化妆品行业各品类占比	13
图 27: 护肤品细分品类市场规模增速	13
图 28: 我国面膜销售额增速明显	13
图 29: 我国彩妆细分品类市场规模增速	13
图 30: 2013-2018 年全球面膜市场规模	14
图 31: 2013-2018 年中国面膜市场规模	14
图 32: 2018 年各国面膜市场规模占比情况	14
图 33: 2018 年我国面膜按形态分类占比情况	14
图 34: 我国面膜产品渗透率	15
图 35: 2017 年各国女性年均面膜使用量	15
图 36: 化妆品行业产业链	16
图 37: 我国化妆品代工市场规模	16
图 38: 我国 2017 年代工化妆品各品类占比	16
图 39: 2018 年我国化妆品代工龙头市占率	17
图 40: 代工行业龙头企业毛利率	18
图 41: 代工行业龙头企业净利率	18

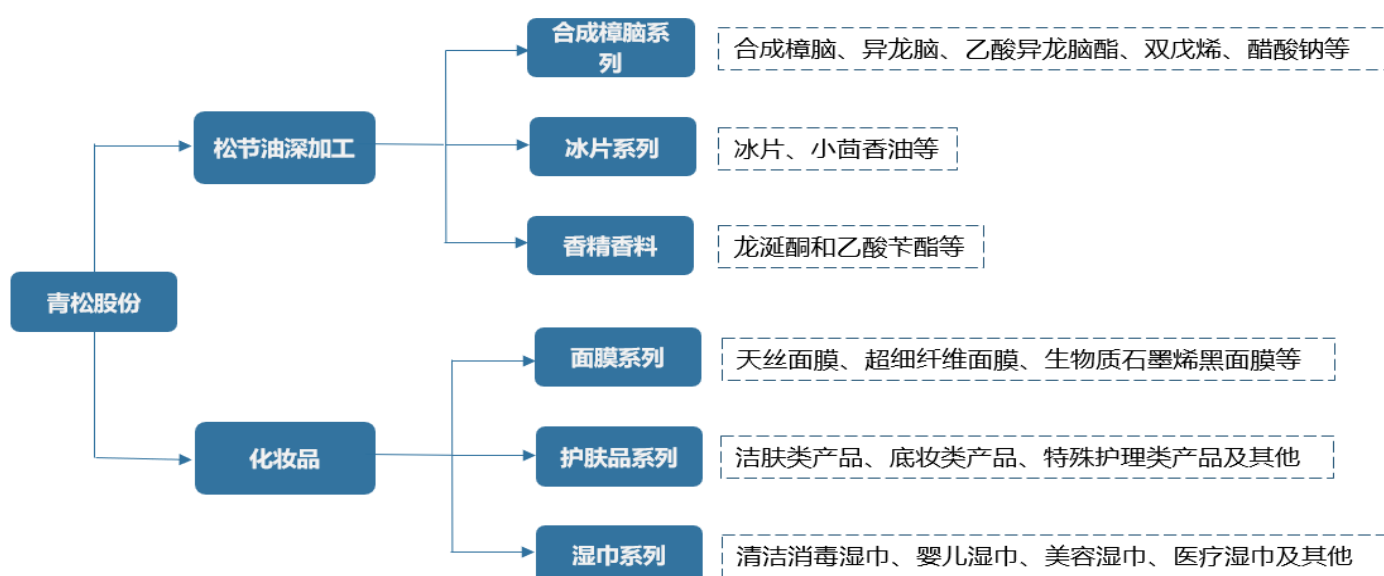
图 42: 我国各林产化学产品产量 (万吨)	18
图 43: 2018 年我国各林产化学产品占比	18
图 44: 松节油深加工技术路线	19
图 45: 松节油深加工主要产品用途	19
图 46: 我国松香产量情况	19
图 47: 我国松节油产量情况	19
图 48: “松节油—樟脑”价差	20
图 49: 2018 年青松股份合成樟脑产能占全国比重	20
图 50: 2018 年青松股份合成樟脑产能占全球比重	20
图 51: 诺斯贝尔业务流程	21
图 52: 诺斯贝尔毛利率领先同行	21
图 53: 诺斯贝尔净利率领先同行	21
图 54: 诺斯贝尔全自动面膜生产线	23
图 55: 诺斯贝尔水刺无纺布生产线	23
图 56: 诺斯贝尔面膜系列产能和产量	23
图 57: 诺斯贝尔护肤品系列产能和产量	23
图 58: 诺斯贝尔湿巾系列产能和产量	24
图 59: 诺斯贝尔产能利用率情况	24
图 60: 护肤品系列占比有提升	26
图 61: 诺斯贝尔“分子料理”凝时精华液	26
图 62: 诺斯贝尔代工的花西子湿巾	26
图 63: 花西子卸妆湿巾包装	26
图 64: 诺斯贝尔面膜品类营收占比超一半	27
图 65: 诺斯贝尔各品类毛利率情况	27
图 66: 面膜系列平均单价 (元/片)	27
图 67: 护肤品系列平均单价 (元/100ml)	27
图 68: 诺斯贝尔研发投入情况	29
图 69: 诺斯贝尔研发中心	29
表 1: 青松股份估值及交易对价	10
表 2: 全球主要化妆品代工企业	17
表 3: 诺斯贝尔前五大供应商采购金额及营业成本占比情况	22
表 4: 诺斯贝尔主要产品	24
表 5: 诺斯贝尔主要产品产量及产销量情况	27
表 6: 诺斯贝尔前五大客户营收 (亿元) 及占比情况	28
表 7: 各品牌商研发费用情况	29
表 8: 核心假设与盈利预测	30
表 9: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2020 年 5 月 7 日)	31

一、合成樟脑龙头企业，跨界进军化妆品领域

青松股份前身是2001年成立的青松化工有限公司，2009年更名为福建青松股份有限公司，2010年于深交所创业板上市，主要从事松节油深加工系列产品的研发、生产与销售，松节油为主要原料，通过化学加工方法生产合成樟脑系列产品、冰片系列产品、香精香料等精细化工产品。

在原有业务的产业链上，青松股份于2019年4月24日完成对化妆品ODM龙头诺斯贝尔化妆品股份有限公司90%股份的并购，在松节油深加工系列产品的研发、生产与销售的主营业务基础上增加了面膜、护肤品、湿巾等化妆品的设计、研发与制造业务，通过“松节油深加工+化妆品”双主业并重，将内生性增长和外延性发展相结合，有利于优化和提升公司现有的业务结构和盈利能力，降低公司单一业务对经济环境、市场环境、行业周期波动的风险，增强公司可持续盈利能力和发展潜力。

图1：“松节油深加工+化妆品”双主业并重



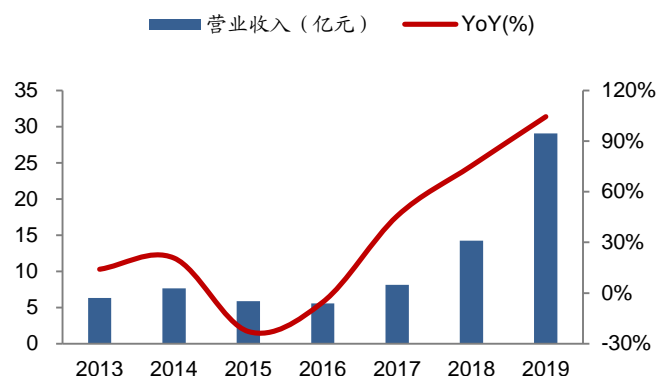
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（一）松节油深加工业务：周期性特征明显，行业龙头地位稳固

青松股份是我国最大的松节油深加工企业及全球最大的合成樟脑及系列产品供应商，深耕松节油深加工产业链，以合成樟脑为主，逐步增加冰片等深加工产品。公司财报显示，公司正在进一步扩充产能，公司年产5000吨合成樟脑扩建项目已于2019年下半年进行项目试生产，未来达产后可实现1.5万吨/年的合成樟脑产能、1000万吨/年的冰片产能以及1.5万吨/年的香料产能。

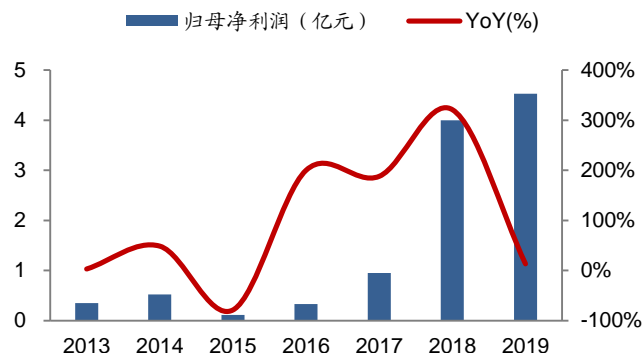
营收、归母净利润均稳定增长。2013-2018年公司仅有松节油深加工业务，收入、归母净利润年复合增速分别为17.6%和62.8%。2019年公司实现营业收入29.1亿元，同比增长104.6%；归母净利润4.5亿元，同比增长13.2%，收入端的大幅增长主要由于2019年5月诺斯贝尔90%股权开始并表，而归母净利润增速有所放缓是受松节油价格持续下跌，导致松节油深加工业务产品价格较大幅度回调的影响。

图2: 青松股份营业收入及YoY



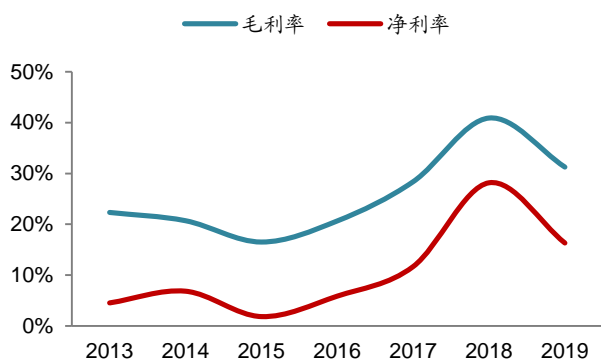
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 青松股份归母净利润及YoY



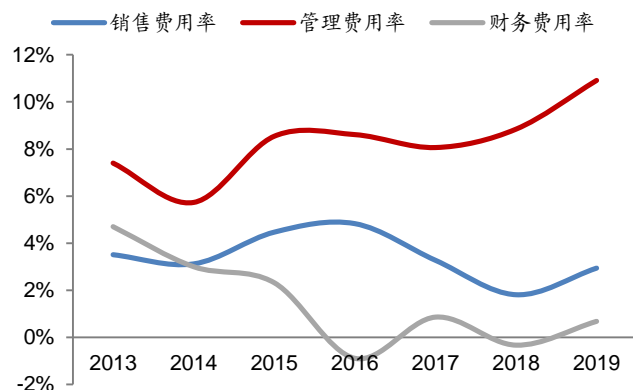
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 青松股份毛利率及净利率



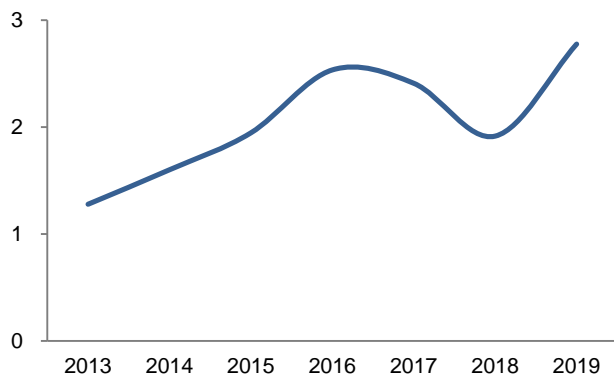
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 青松股份三费率



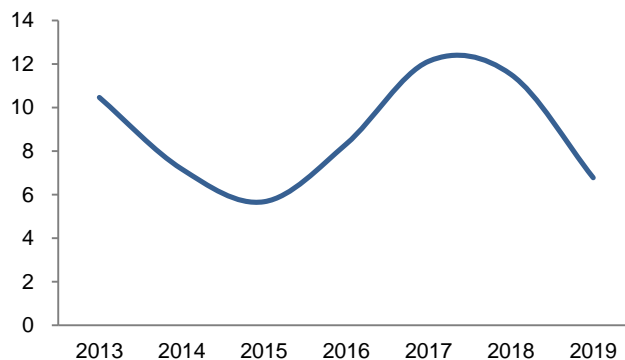
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 青松股份存货周转率 (次/年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

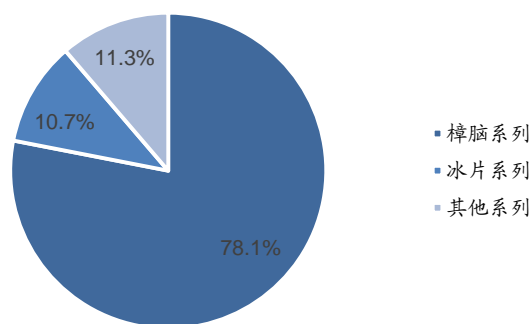
图7: 青松股份应收账款周转率 (次/年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

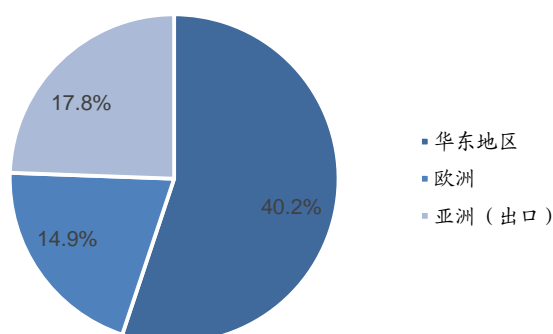
分产品看, 公司松节油深加工业务主要为合成樟脑, 2018年合成樟脑系列、冰片系列及其他系列营业收入占比分别为78.1%、10.7%、11.3%, 同比增长率分别为75.3%、62.3%、89.1%。**分地区看**, 公司松节油深加工业务市场分布在全球各地, 客户群体分散, 不依赖于某个市场或某些用户, 风险大大降低, 2018年华东地区、欧洲、亚洲营收占比分别为40.2%、14.9%、17.8%, 同比增长率分别为80.9%、127.3%、21.8%。

图8：2018年松节油深加工业务占比（分产品）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图9：2018年松节油深加工业务占比（分地区）

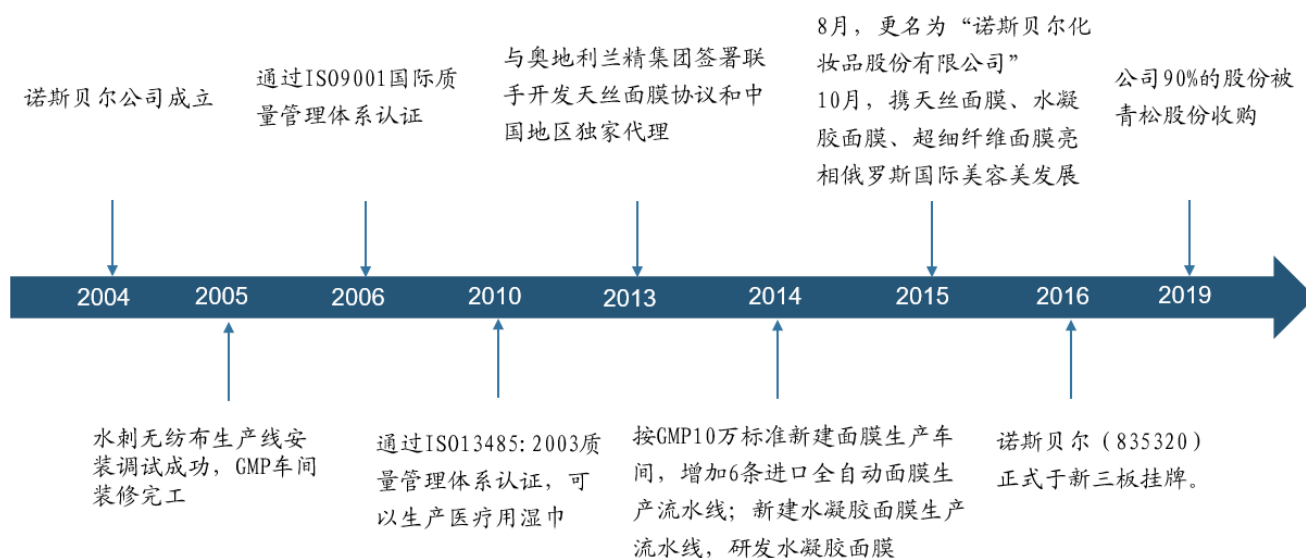


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）化妆品业务：中国化妆品 ODM 龙头，业绩增长稳健

诺斯贝尔创立于2004年，主营面膜、护肤品及湿巾业务，是一家集研发、设计、制造于一体的专业OEM/ODM企业，目前已发展成为全球第四、国内第一大化妆品ODM企业，下游客户主要有屈臣氏、溯黎、完美日记、御泥坊、联合利华等知名企业 and 品牌。公司目前面膜日产能650万片以上、安瓶品类日产能100万瓶、湿巾日产能4000万片，产品远销全球40多个国家和地区。

图10：诺斯贝尔发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

营收、归母净利润稳定增长。近五年诺斯贝尔营业收入、归母净利润年复合增速分别为24.1%和24.7%，2019年实现营业收入21.8亿元，同比增长10.1%；归母净利润2.5亿元，同比增长22.8%。相比青松股份原有松节油深加工业务，诺斯贝尔的化妆品业务业绩波动小，营收、归母净利润保持稳定增长。

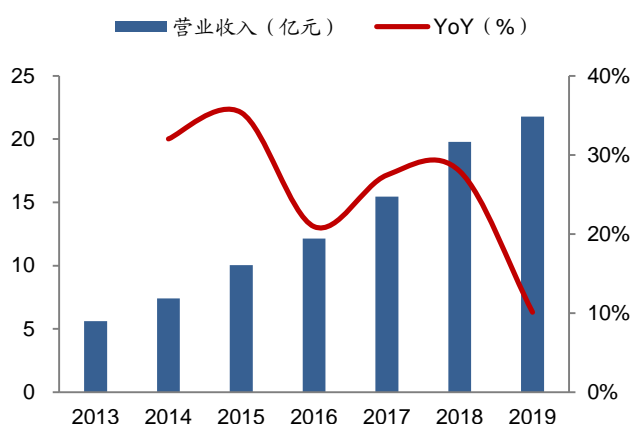
从各业务营收占比看，诺斯贝尔深耕面膜代工，同时发展护肤品、湿巾代工业

务。诺斯贝尔主打面膜产品，面膜产能规模全球第一，2016-2018年面膜营收占比超过60%。2015-2018年护肤品营收占比呈下降趋势，2017年占比仅为13.7%，主要由于面膜的订单量大，而包装车间场地和人力资源有限，因此公司放弃了部分护肤品订单，2018年公司通过租入中山三角厂房解决场地受限问题，2019年护肤品营收占比提升至26.3%。

毛利率有所提升。诺斯贝尔2017-2019年主营业务综合毛利率分别为26.1%、23.8%、25.5%，2015-2018年毛利率呈下滑趋势，2019年有所提升，2018年前毛利率下滑主要原因有：（1）原材料价格波动；（2）扩充产能的投入增加，在产能尚需逐步释放的过程中，固定成本增加；（3）随着我国对环保的要求越来越严格，诺斯贝尔在环保方面的投入也逐步加大，2016~2018年诺斯贝尔环保投入分别为57.0万元、681.4万元、1691.9万元；（4）在产销量规模持续增长的情况下，诺斯贝尔需要不断扩充一线生产人员以保持订单的生产交付，在人工成本逐步增加且招工难的情况下，单位人工成本增加。

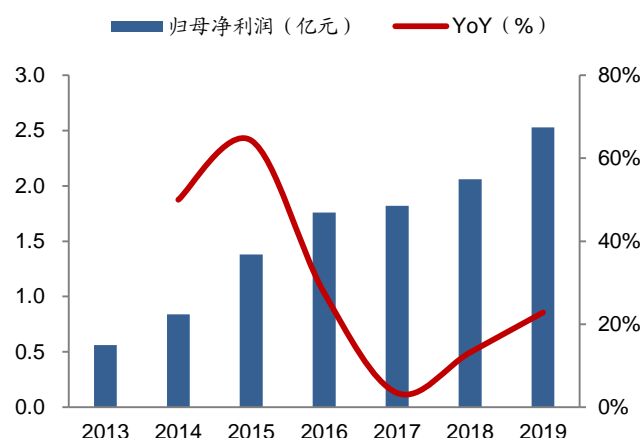
存货周转率略有下降，应收账款周转率有所改善。存货周转率下降原因主要是受到生产模式和节日等因素的影响，期末存货增长。应收账款周转率改善主要是因为诺斯贝尔注重应收账款的管理，在销售规模不断增加的情况，应收账款周转率逐步提高。

图11：诺斯贝尔营业收入及YoY



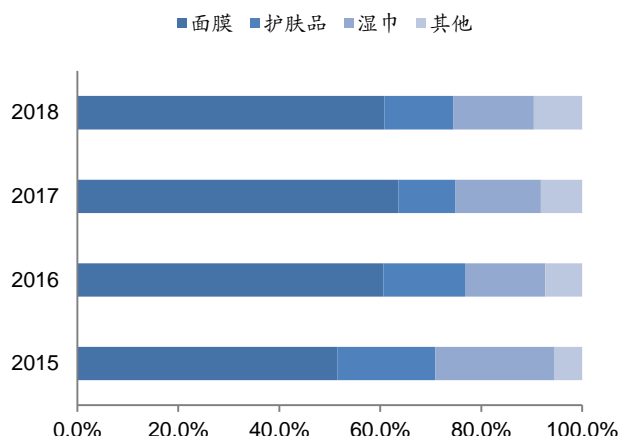
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图12：诺斯贝尔归母净利润及YoY



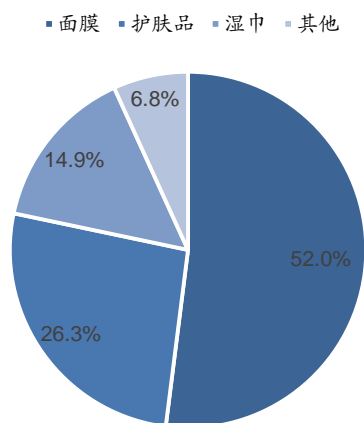
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图13: 诺斯贝尔各业务营收占比



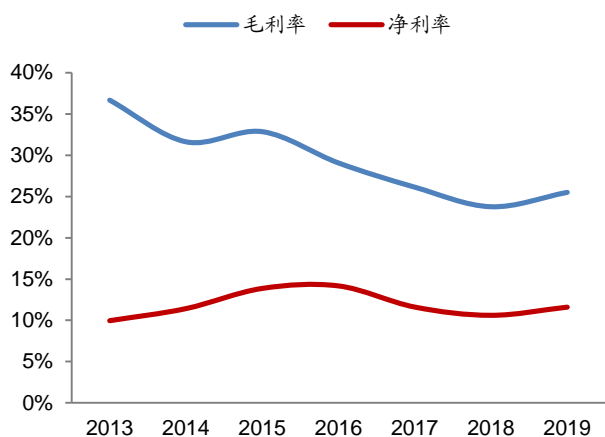
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图14: 诺斯贝尔各业务营收占比（2019M5-M12）



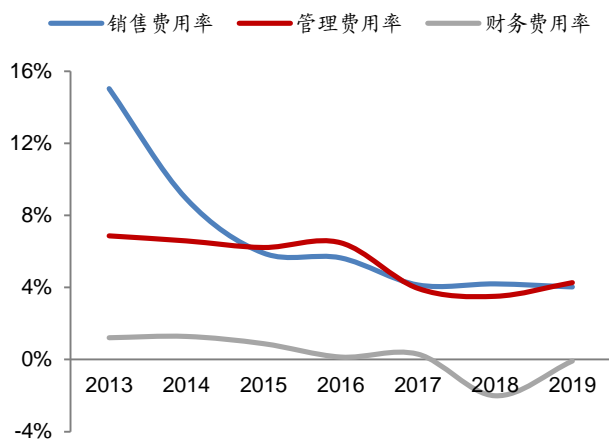
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图15: 诺斯贝尔毛利率及净利率



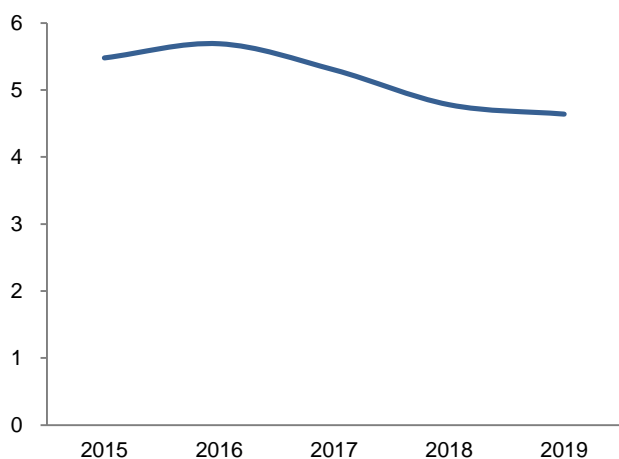
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16: 诺斯贝尔三费率



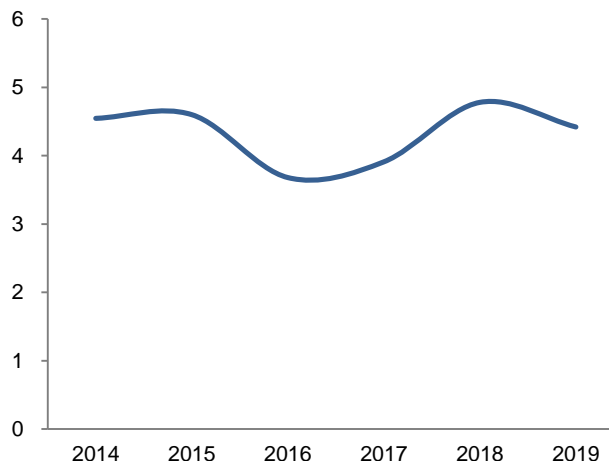
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图17: 诺斯贝尔存货周转率（次/年）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图18: 诺斯贝尔应收账款周转率（次/年）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）股权结构：公司目前无实际控制人

收购诺斯贝尔：2019年4月公司完成对香港诺斯贝尔等19名交易方合计持有的诺斯贝尔化妆品股份有限公司90%股份的收购，交易采用了资产基础法及收益法两种方法对青松股份进行估值，并采用收益法评估值作为评估结果，最终确定诺斯贝尔100%股份的交易价格为27亿元，90%股份对应24.3亿元（其中以发行股份的方式支付15.1亿元，以现金方式支付9.2亿元），交易方出售股份采取差异化定价。5月7日公司公告，全资子公司广东领博科技投资有限公司拟以4.3亿元现金方式收购诺斯贝尔剩余的10%股份，方案尚需提交股东大会审议。

2019年被收购时诺斯贝尔作出业绩承诺：2018年经审计的扣非净利润不低于2亿元，2018-2019年合计实现的净利润不低于4.4亿元，2018-2020年三年合计实现的净利润不低于7.28亿元。从诺斯贝尔已取得业绩来看，2018-2019年实际完成4.5亿元（其中2018年2.1亿元，2019年2.5亿元），超额完成业绩承诺。

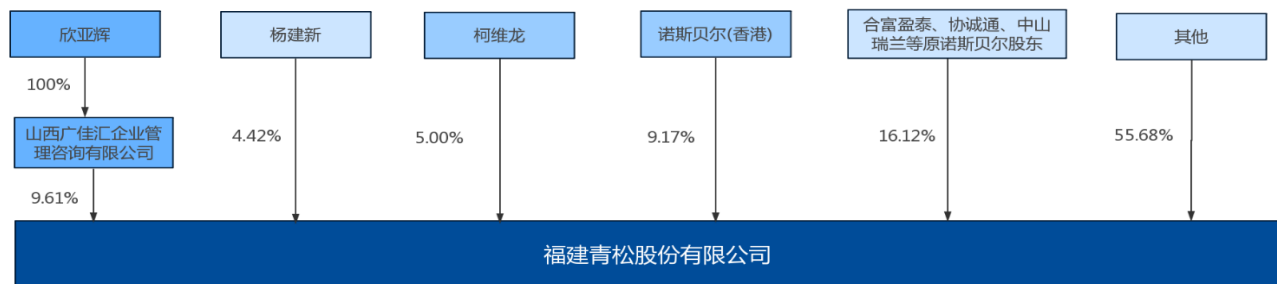
表 1：青松股份估值及交易对价

涉及的交易对方	诺斯贝尔 100%股份 估值（亿元）	出售股份比例	交易对价（亿元）
香港诺斯贝尔、腾逸源远一号私募基金	36.88	31.64%	11.67
合富盈泰、协诚通、中山瑞兰	24.00	16.63%	3.99
刘建新	23.00	0.14%	0.03
中山维雅等其他 13 名交易对方	20.70	41.59%	8.61
合计	27.00	90%	24.3

数据来源：公司收购预案公告，广发证券发展研究中心

股权变动：2016年前公司实际控制人为柯维龙，杨建新于2016年9月及2017年11月以直接和间接的方式获得了青松股份23.05%的股权，之后又通过表决权委托的方式拥有柯维龙持有的公司6.75%股份，成为公司控股股东及实际控制人。2019年4月公司购买诺斯贝尔90%的股权，诺斯贝尔（香港）持股9.17%，成为公司第三大股东。2019年12月杨建新转让通过广佳汇持有的上市公司股份，公司变更为无实际控制人，2020年1月杨建新进一步减持公司股份，广佳汇持股9.61%成为公司第一大股东。截止2020年4月29日，公司前三大股东分别为山西广佳汇企业管理咨询有限公司、诺斯贝尔（香港）、柯维龙，分别持股9.61%、9.17%、5.00%。

图19：青松股份股权结构（截止2020年4月29日）



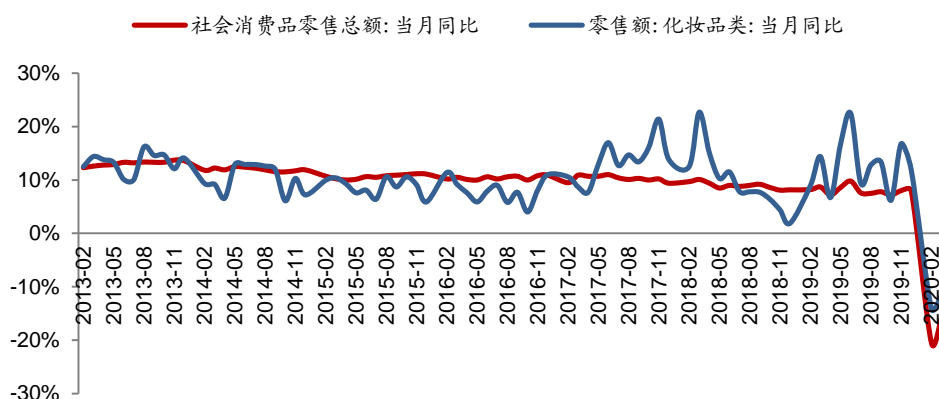
数据来源：公司权益变动报告书，广发证券发展研究中心

二、化妆品行业高速发展，ODM 尽享产业链红利

（一）化妆品行业：市场空间广阔，新锐品牌不断崛起

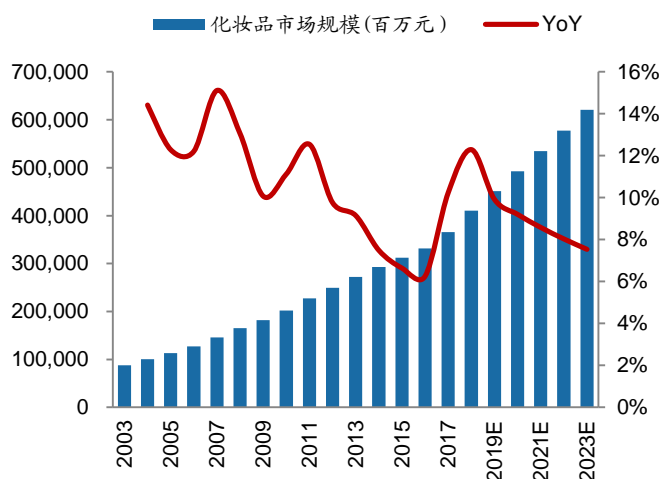
我国化妆品市场高速发展。Wind数据显示，2019年社会消费品零售总额41万亿元，同比增长8.0%，其中化妆品类总额2992亿元，同比增长12.6%，经济的持续稳定发展带来居民收入水平的不断提高，而化妆品消费与居民收入水平直接相关，随着居民可支配收入的提升，化妆品成为消费升级的首选品类，化妆品行业的发展拥有了更加的宽阔的市场环境和市场空间。根据彭博数据统计，2019年我国化妆品市场规模约4500亿，超过十五年维持正增长，成长为仅次于美国的第二大化妆品消费国，过去5年我国化妆品市场规模年复合增速达8.6%，高于北美（4.0%）、日本（2%）、韩国（5.0%）等发达国家和地区。

图20：社零总额及化妆品类零售额同比增速情况



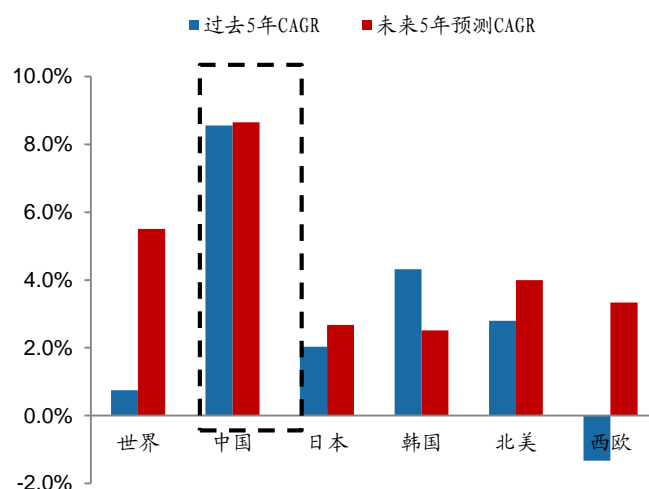
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图21：我国化妆品市场规模和增速



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

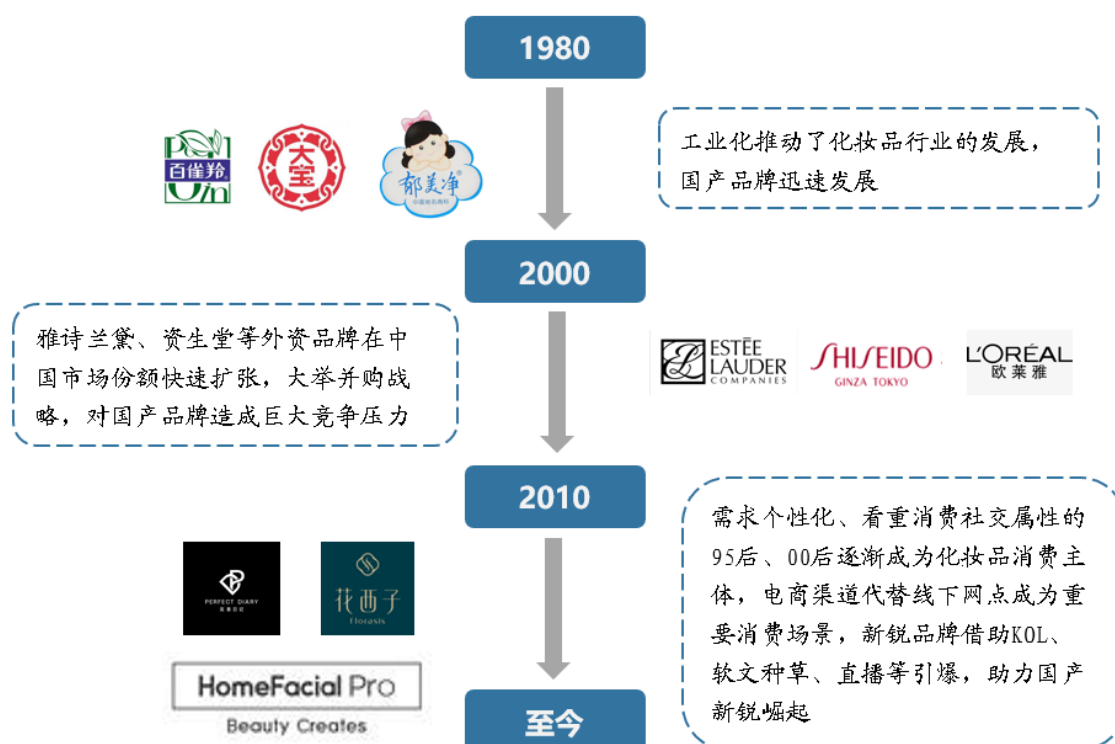
图22：2014-2019年各国化妆品市场规模CAGR



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

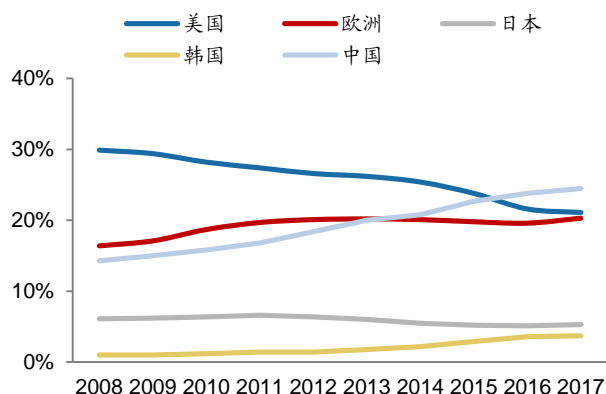
从品牌份额来看，传统国货逐渐复苏，国产新锐崛起。彭博数据显示，2010年前中国日化市场销售额前十的均为外资品牌，2010年后，随着95后、00后逐渐成为消费主力，下沉市场需求旺盛，品牌认知相对较弱，追求性价比，以及电商代替线下网点成为重要消费场景，品牌和消费者距离缩短，品牌培育周期减少，爆发性增长成为可能，传统国货逐渐恢复，国产新锐崛起。2018年已有三个本土品牌跻身销售额前十，分别为百雀羚（2.4%）、自然堂（1.9%）和韩束（1.4%）。国产新锐品牌以完美日记、花西子、HFP为代表，主要有以下特点：面向年轻群体、抓住产品风口、借助新型营销、线上渠道为主、性价比凸显。

图23：我国化妆品发展阶段



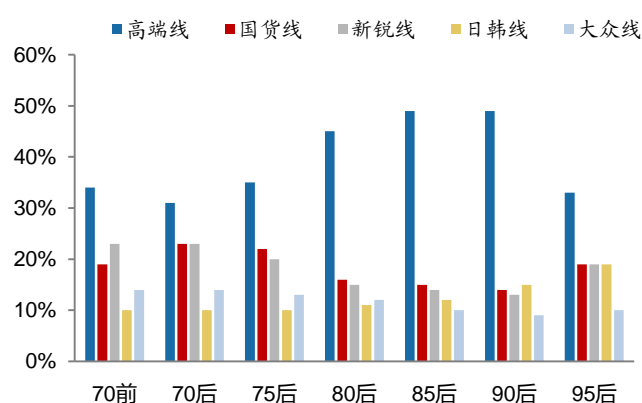
数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

图24：国产品牌市占率提升



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图25：各群体购买新锐线比例提升（2018年）



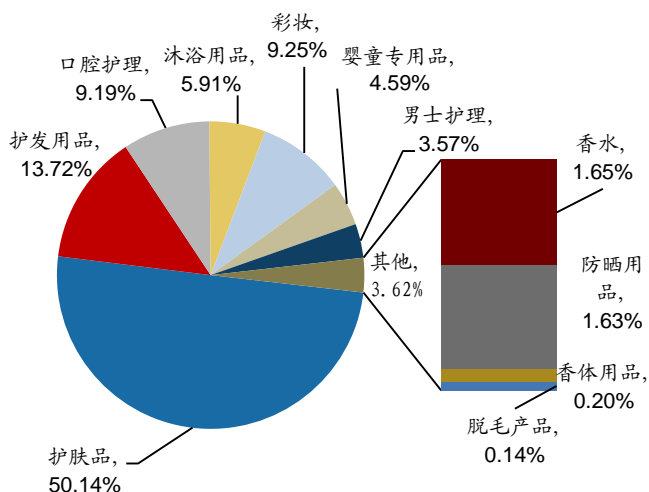
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

从市场占比来看，护肤品为化妆品市场的主导品类。根据彭博数据统计，护肤

品占据日化行业超一半的份额（50.1%），其次为日常洗护品类（护发、口腔护理及沐浴用品合计28.8%）和彩妆（9.3%）。护肤品类中，面部护理占87%，其中乳液、面霜等基础保湿产品占比达36.8%、抗皱产品占比达21.4%。

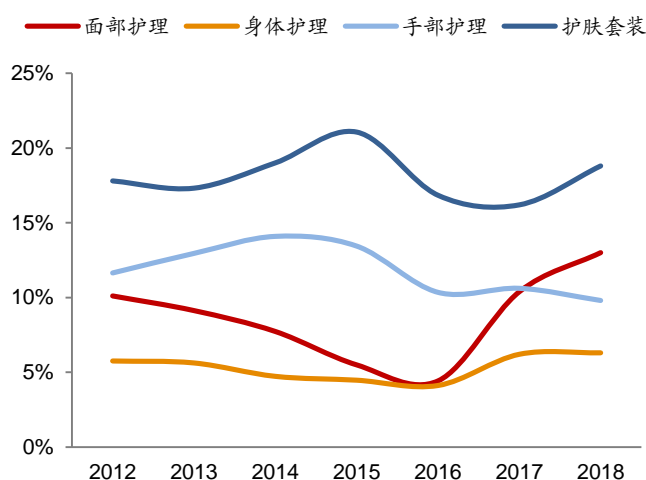
从成长性来看，护肤品中护肤套装品类增速更高，彩妆中唇妆品类增速更高。根据彭博数据统计，护肤套装品类2012-2018年复合增速为18.2%，2018年增速达18.8%，高于化妆品行业整体（12.3%）以及护肤品（13.2%）。面部护理增速居于第二位，其中面膜品类增速最高，2012-2018年复合增速为9.2%，18年增速达20.4%，远超面部护理品类整体增速（13%）。彩妆中唇妆品类2012-2018年复合增速为19.7%，2018年增速达35.8%，远高于增速排名第二的底妆产品（22.0%）。

图26：2018年化妆品行业各品类占比



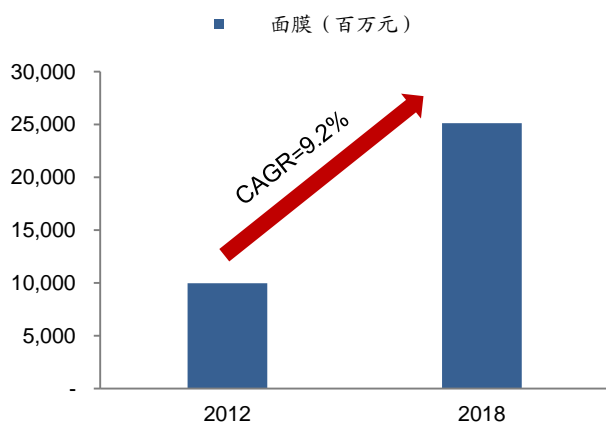
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图27：护肤品细分品类市场规模增速



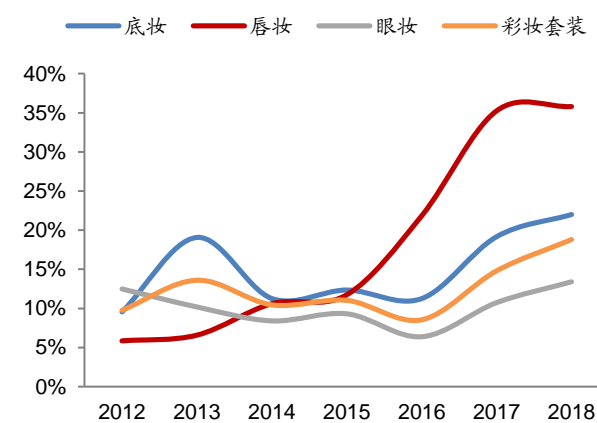
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图28：我国面膜销售额增速明显



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图29：我国彩妆细分品类市场规模增速

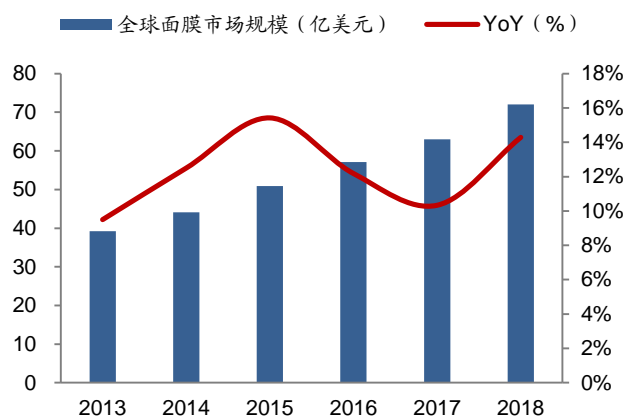


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

面膜增长水平显著高于化妆品行业整体水平。面膜产品可以为肌肤提供必要的基础护理和功能型保养，效果立竿见影，深受消费者喜爱。根据彭博数据统计，2018年全球面膜市场规模达到72亿美元，同比增长14.3%，2012-2018年复合增速为12.4%，显著高于同期化妆品行业整体增长水平。分国家来看，中国是全球最大面膜

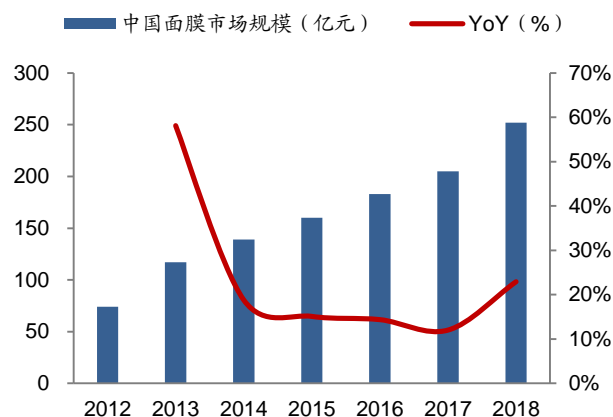
市场，2018年中国面膜市场规模达到252亿元，同比增长22.9%，占全球的46.8%，位居第一，2012-2018年复合增速为22.7%。我国面膜市场渗透率仍有提升空间。前瞻产业研究院统计数据显示，我国面膜产品渗透率稳定提高，2019年已高达51%，但相比日本、韩国等国家60%~70%的渗透率仍有较大提升空间。据测算，2017年中国15~47岁女性消费者年均使用8片面膜，与日、韩比较还有2~3倍的差距，随着我国消费者面膜使用习惯的逐渐养成，以及男性消费者的快速增加，我国面膜渗透率以及使用频率将不断提升，未来面膜市场的规模增长仍然值得期待。

图30：2013-2018年全球面膜市场规模



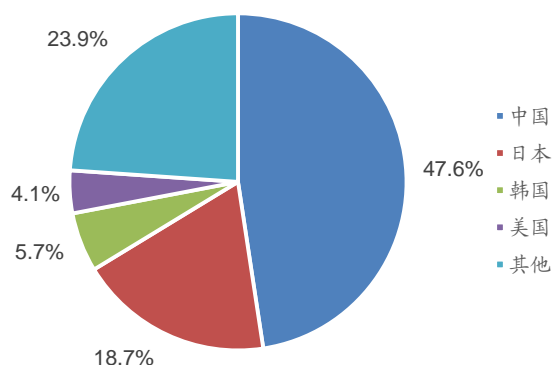
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图31：2013-2018年中国面膜市场规模



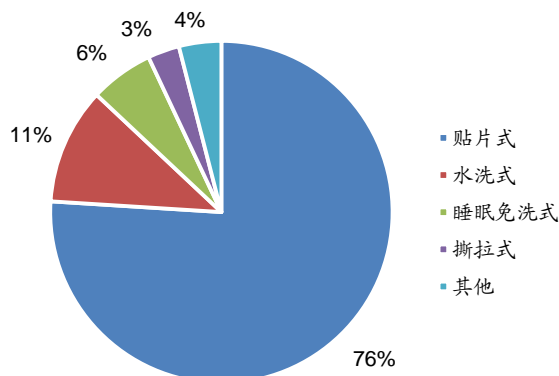
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图32：2018年各国面膜市场规模占比情况



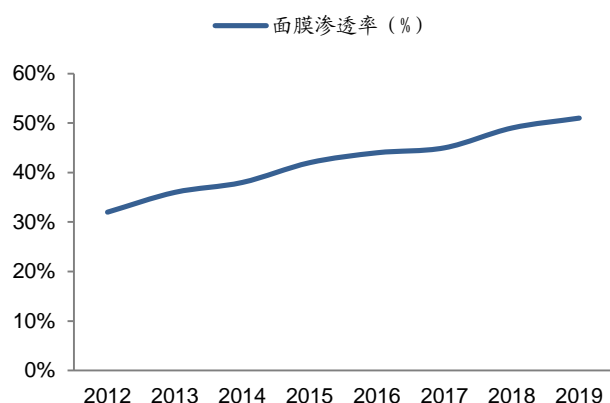
数据来源：智研咨询，广发证券发展研究中心

图33：2018年我国面膜按形态分类占比情况



数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

图34：我国面膜产品渗透率



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

图35：2017年各国女性年均面膜使用量



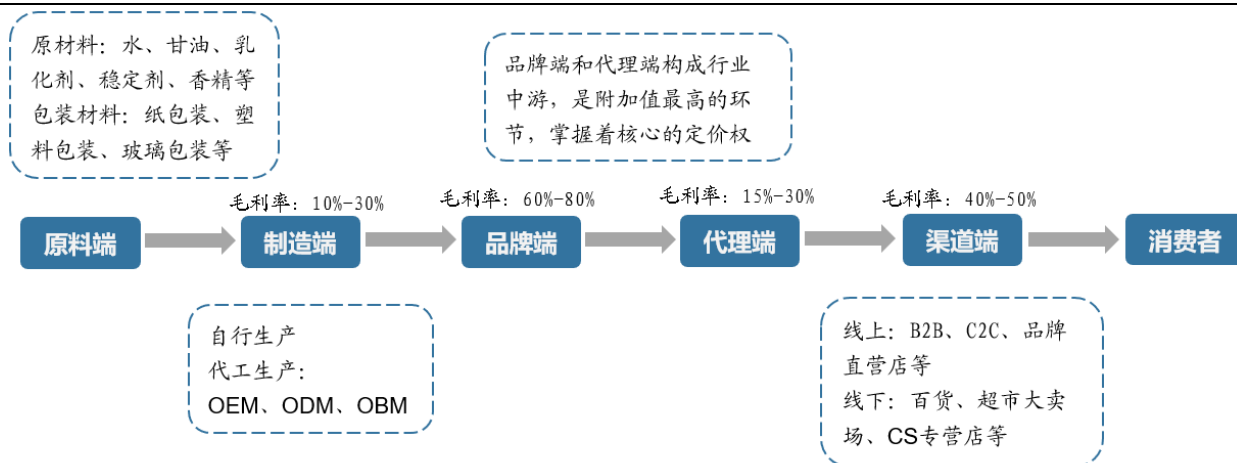
数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

（二）化妆品代工行业：乘下游东风分享增长红利，行业集中度有待提高

化妆品行业产业链主要包括上游的原料端、制造端，中游的品牌端以及下游的代理端和渠道端。化妆品制造端主要采取自行生产和代工生产两种模式，少数大牌化妆品企业具有独立生产线，可以自主研发、生产化妆品，大部分化妆品企业（特别是部分国产小品牌），一般会采取代工模式，代工企业相较于自行生产往往效率和产能更高，且在技术研发上对品牌也有一定的帮助。代工厂主要有三类：OEM（原始生产制造商）、ODM（原始设计制造商）和OBM（原始自有品牌制造商）。化妆品品牌端毛利率水平普遍较高，一般在 60%~80%，品牌知名度对毛利率具有一定的拉动作用，高档品牌的毛利率略高于中低档品牌；ODM企业毛利率低于品牌经营厂商，一般在10%~30%之间，各企业因生产效率、工人熟练程度和原材料采购成本等不同而存在差异。

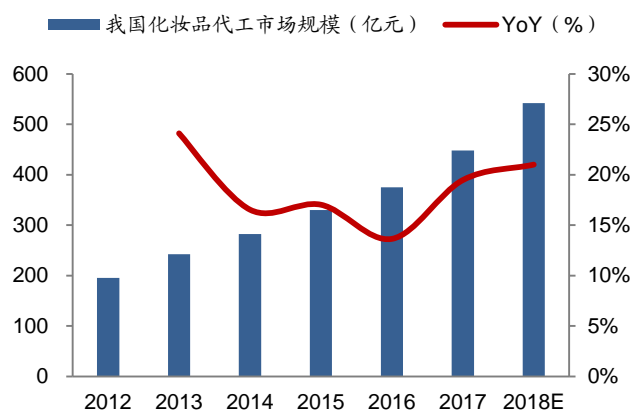
化妆品行业的繁荣带动了化妆品代工行业的发展，在市场逐渐成熟的过程中，专业化分工越来越细，很多化妆品品牌公司逐步将品牌营销与生产分离。拥有完整的供应链配套、较强产品开发能力和生产制造能力的ODM企业，帮助品牌公司节省开发成本、缩短新品开发时间、把握最新产品趋势、及时满足订单需求，已逐步成为化妆品品牌商的首选。中国产业信息网数据显示，我国化妆品代工市场规模逐年扩张，2017年全球化妆品代工行业市场规模约为1600亿元，我国化妆品代工行业市场规模约448亿元，同比增长19.5%，2012~2017年复合增速为18.1%，随着国产新锐品牌的不断崛起，我国化妆品代工行业市场规模有望进一步扩大。从品类结构来看，2017年代工化妆品中护肤品品类占比最大，高达47.9%，彩妆品类占8.1%，洗护发品类占18.6%。

图36：化妆品行业产业链



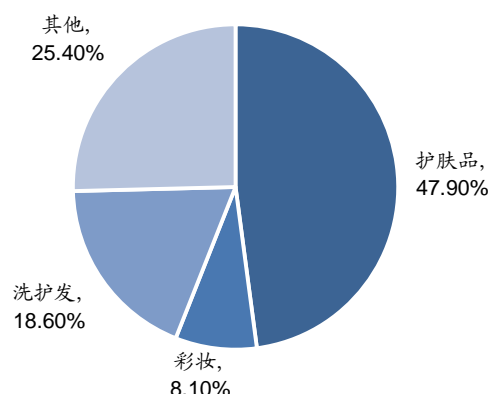
数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

图37：我国化妆品代工市场规模



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图38：我国2017年代工化妆品各品类占比

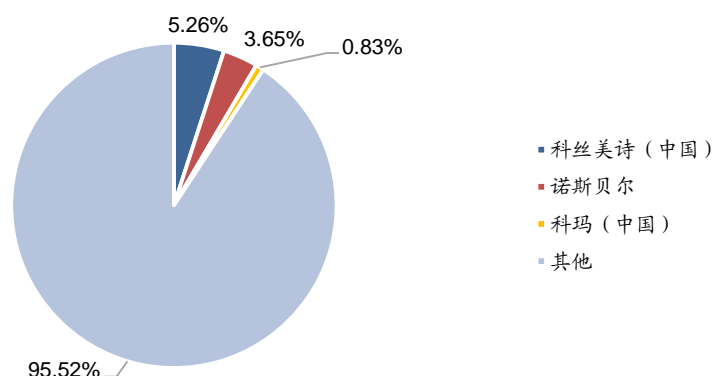


数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

行业格局分散，以中小企业为主。化妆品代工行业整体技术壁垒较低，入门门槛低，截止2018年4月底，获得国内化妆品生产许可的化妆品企业总计4456家，这些企业中能提供化妆品OEM/ODM的企业约2000多家，虽然数量众多，但其中却鲜有大品牌、大工厂出现，主要以中小型企业为主。根据化妆品代工行业规模数据以及各代工企业营收情况，可以测算出我国化妆品代工行业CR3为7.94%，其中科丝美诗（中国）市占率最高，为5.26%，诺斯贝尔和科玛（中国）分别为3.65%、0.83%。

行业集中度在逐渐提升。主要原因有：（1）近两年化妆品原材料价格上涨，以低价为核心竞争力的中小型代工企业生存困难；（2）行业进入门槛较低，部分小企业的生产配置条件较低，管理流程不够规范，而激烈的竞争对代工企业的研发能力和管理能力要求不断提高，代工行业面临优胜劣汰；（3）龙头代工企业原料供应源稳定，并且规模优势明显，受原材料价格变动影响小，近年来崛起的新锐品牌更愿意与名气大、口碑好的大代工厂合作，让代工厂商为品牌背书，因此在激烈的竞争中，龙头企业将从中受益。

图39：2018年我国化妆品代工龙头市占率



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

从营收规模来看，本土代工企业规模远小于外资企业。根据Wind数据统计，2018年全球化妆品代工龙头企业科丝美诗、科玛、莹特丽营收规模分别为77亿元、83亿元、54亿元。诺斯贝尔虽是全球第四大、国内第二大化妆品代工企业，但2018年营收规模仅有19.8亿元，与国际龙头企业差距较大，而国内其他代工企业，比如芭薇、安特、栋方等，营收规模都在3亿元以下。我们认为形成这一差异的主要原因是韩国化妆品市场比较成熟，随着中国化妆品景气度持续向上，未来成长空间广阔。

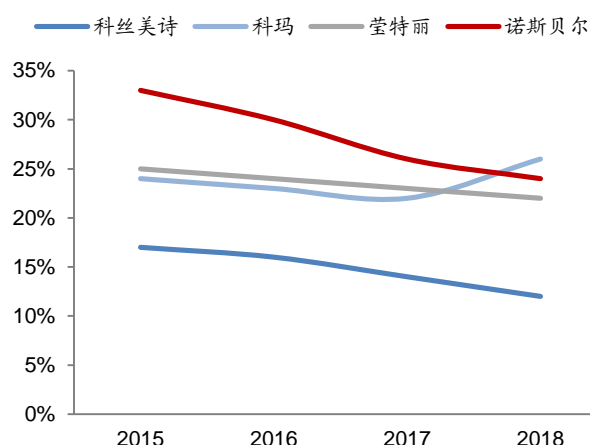
从盈利能力看，诺斯贝尔要强于其他代工企业。2015-2018年，化妆品代工行业第一大企业科丝美诗的净利率、毛利率始终低于诺斯贝尔、科玛和莹特丽。2018年科丝美诗、科玛、莹特丽、诺斯贝尔的净利率分别为3%、4%、7%、10%，诺斯贝尔净利率领先科丝美诗近7%。盈利能力强主要是因为诺斯贝尔的全产业链布局，从研发、生产、及后续培训、服务等全方位深耕，所以成本竞争力更强。

表 2：全球主要化妆品代工企业

优势品类	企业	成立时间	所在地	合作品牌	2018 年营收规模
彩妆	科玛	1990 年	韩国	兰蔻、雅诗兰黛、资生堂、谜尚、菲诗小铺、悦诗风吟、伽蓝集团等	83.2 亿元
	莹特丽	1972 年	意大利	迪奥、兰蔻、香奈儿、自然堂、珀莱雅、毛戈平、玛丽黛佳、百雀羚、隆力奇等	54.0 亿元
	安特	2012 年	苏州	屈臣氏、韩束等	1.1 亿元
护肤品	科丝美诗	1992 年	韩国	雅诗兰黛、迪奥、资生堂、植村秀、美宝莲、百雀羚、卡姿兰、伽蓝集团等	77.2 亿元
	诺斯贝尔	2004 年	中山	屈臣氏、伽蓝集团、御家汇、新高姿、上海悦目、利洁时、韩后、上海家化、植物医生等	19.8 亿元
	芭薇	2006 年	广州	巨邦国际、柏卡姿、蓝秀、朵拉朵尚等	2.3 亿元
	栋方	2003 年	广州	阿芙、瓷肌、韩后、植萃集、欧莱雅、名创优品等	1.8 亿元
个人护理	澳宝	1994 年	惠州	屈臣氏、沃尔玛、孩子王	7.9 亿港元

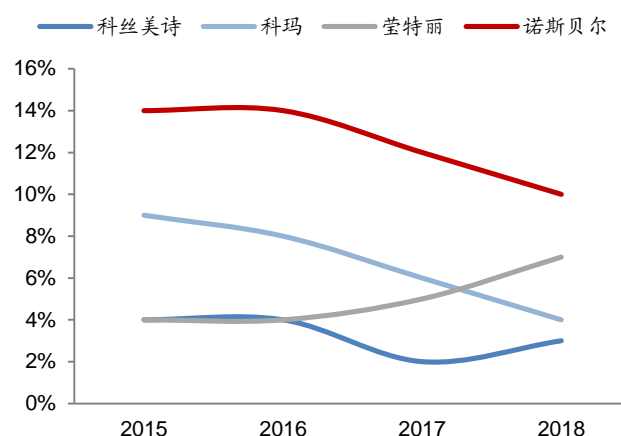
数据来源：公司官网，Wind，广发证券发展研究中心

图40: 代工行业龙头企业毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 代工行业龙头企业净利率

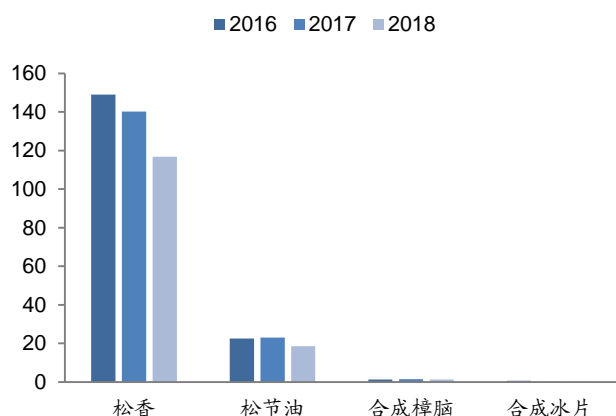


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 松节油深加工行业: 体量小周期性强, 集中度不断提升

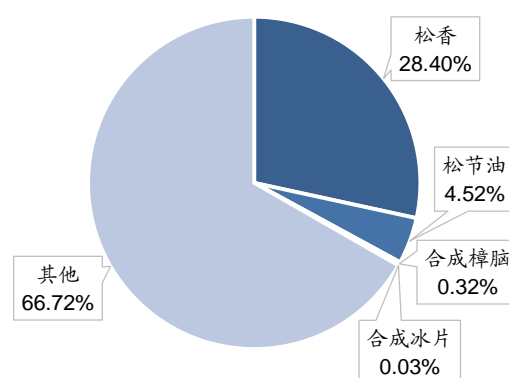
松节油深加工行业体量较小。松节油深加工业务主要是以松节油为主要原料, 通过化学加工方法生产合成樟脑系列产品、冰片系列产品、香精香料等精细化工产品。产品广泛应用于日化、医药、农药、饲料、纺织、皮革、塑料等化工行业, 特别是作为医药及医药中间体、香精香料原料、部分农药中间体、工业功能材料, 具有难以替代的作用。根据《中国林业统计年鉴》, 2018年松香、松节油、合成樟脑、合成冰片产量分别为116.8万吨、18.6万吨、1.3万吨、0.1万吨, 在林产工业产品中的比重分别为28.40%、4.52%、0.32%、0.03%, 总体来看, 松节油及其深加工产品产能体量都较小。

图42: 我国各林产化学产品产量(万吨)



数据来源: 《中国林业统计年鉴》, 广发证券发展研究中心

图43: 2018年我国各林产化学产品占比



数据来源: 《中国林业统计年鉴》, 广发证券发展研究中心

松节油的价格主要受松香价格和下游产品需求情况影响。(1)供给端: 松节油是松香生产过程中的副产品, 松节油价格与产量与松香密切相关, 松香价格上涨产量增加, 松节油产量也会增加, 松香价格下降产量减少, 松节油产量也会随之减少。(2)需求端: 松节油需求主要受经济环境制约, 我国生产的松节油及其深加工产品不仅供应给国内各行业, 有很大一部分产品会出口国外(青松股份2018年出口产品

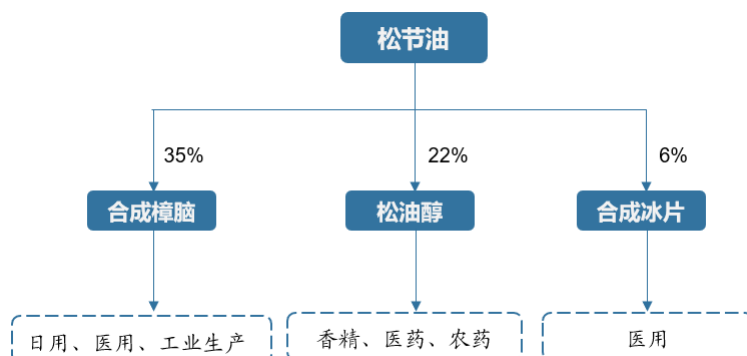
占比42.6%)，因此松节油需求会受到国内外经济影响，松节油下游产品合成樟脑、冰片等主要用于医药、日化等领域，需求较为刚性，所以在国际经济形式没有出现极恶劣的情况下，需求端不会有大幅变化。目前来看，松节油产量有所收缩，下游需求端比较稳定，因此松节油价格会呈现稳中有升的趋势。

图44：松节油深加工技术路线



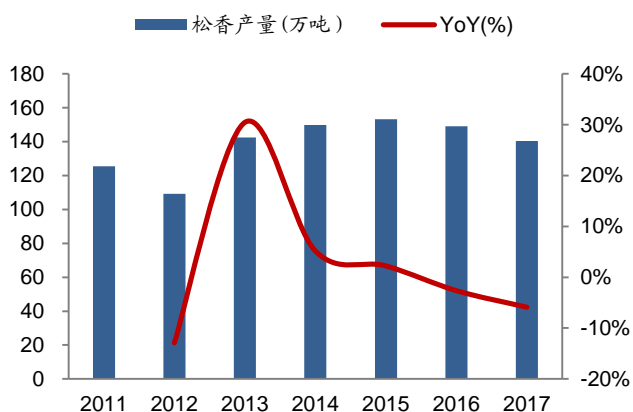
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图45：松节油深加工主要产品用途



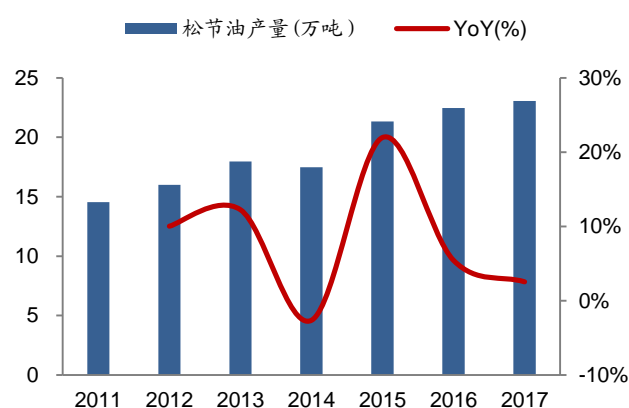
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图46：我国松香产量情况



数据来源：《中国林业产业》，广发证券发展研究中心

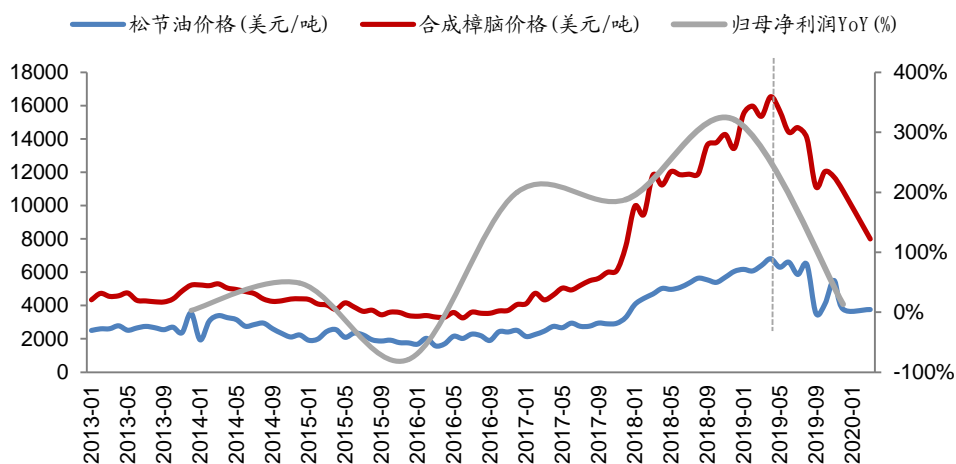
图47：我国松节油产量情况



数据来源：《中国林业产业》，广发证券发展研究中心

松节油深加工业务周期性强，上下游价格传导效应明显。当主要原材料松节油价格上涨时，下游的产品，包括合成樟脑、冰片等，价格上涨幅度往往更大，从而促成了“产品—原材料”价差的扩大，影响公司毛利率水平。青松股份归母净利润变化幅度往往大于松节油价格变化幅度，但总体变化趋势保持一致。松节油价格2017年底开始不断大幅上涨，公司毛利率和归母净利润增速明显，松节油价格在2018年底达到了峰值，促使公司2018年实现归母净利润4亿元，创历史新高，但2019年价格持续下跌，导致毛利率降低，公司净利润增速也随之不断减缓。

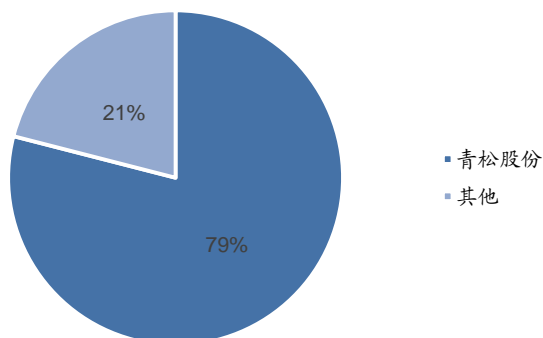
图48: “松节油—樟脑”价差



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

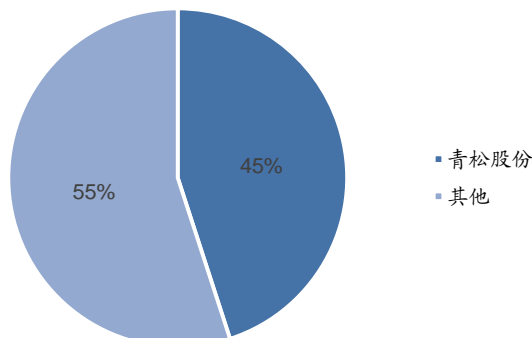
合成樟脑行业集中度不断提升。合成樟脑作为可再生资源松节油深加工中较为典型的绿色、环保产品，仍将具有较好的发展空间。但随着合成樟脑行业这些年来激烈的竞争以及企业的重组与整合，全国能正常生产合成樟脑的大型企业数逐渐减少，行业集中度不断提升。根据公司财报，青松股份合成樟脑2018年国内市占率约79%，全球市占率约45%，处于龙头地位，具备较强的议价能力。

图49: 2018年青松股份合成樟脑产能占全国比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图50: 2018年青松股份合成樟脑产能占全球比重



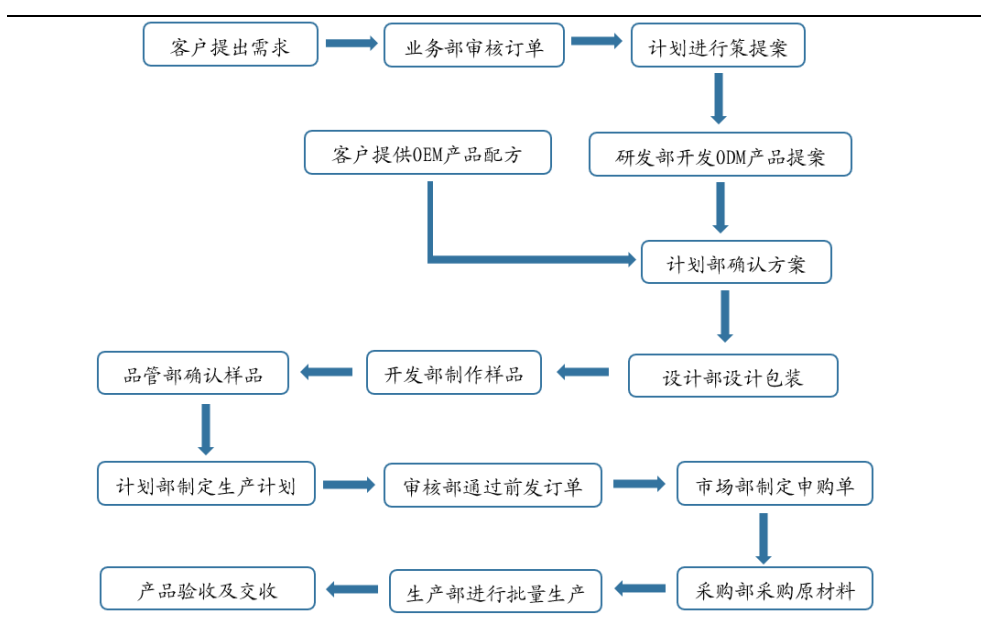
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、扩品类+扩品牌+扩产能，铸就竞争壁垒

（一）全产业链布局，规模效应明显

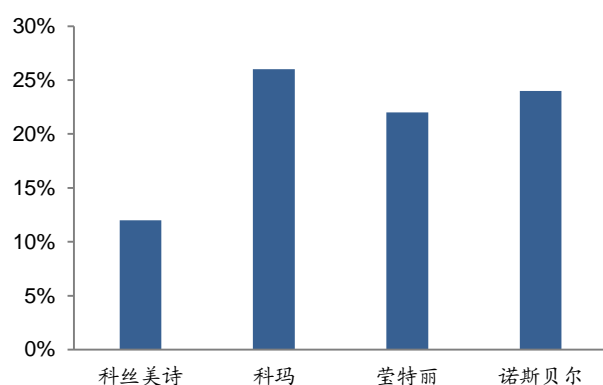
完整的产业链使得诺斯贝尔的毛利率、净利率远高于产业链较短的国际龙头。诺斯贝尔以ODM为主，OEM为辅，从原料采购到研发，再到生产、产品测试，致力于打造从原料端到消费者体验完整且透明的产业链，并将科研和创新作为企业发展的源动力。诺斯贝尔一般业务流程为：客户提出产品需求，由业务部对客户订单进行审核，审核通过后交由计划部进行策划提案并确定方案，如果是ODM产品则由研发部进行配方开发，如果是OEM产品则由客户提供配方，方案确定后进行包装设计、包材选择、样品制作等进行产品生产。

图51：诺斯贝尔业务流程



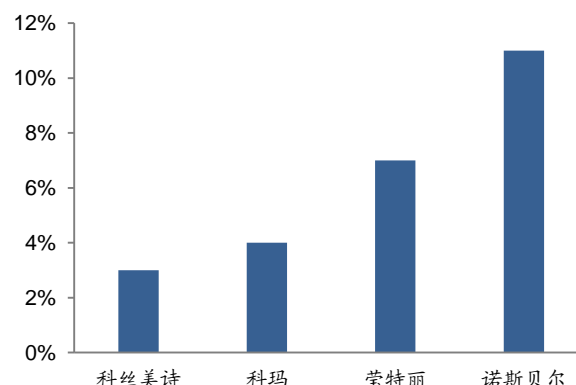
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图52：诺斯贝尔毛利率领先同行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图53：诺斯贝尔净利率领先同行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在采购原材料方面，诺斯贝尔与30余家全球知名原料供应商或其代理商建立采购关系，能够触及先进的原料科研成果，公司前五大供应商稳定，CR5占比在20%左右，不存在依赖于少数供应商的情况。诺斯贝尔在与巴斯夫、德之馨、赛比克、亚什兰等国际著名原料商合作的同时，在配方的温和性、新型防腐剂体系、美白保湿功效产品、植物和发酵产物应用等方面得到较大的提升。2013年，公司与奥地利兰精公司合作推出的天丝面膜，带给消费者全新的护肤体验，对国内面膜市场产生了重要的影响。

表 3：诺斯贝尔前五大供应商采购金额及营业成本占比情况

年份	供应商	采购金额（百万元）	成本占比
2016 年	安姆科（中国）投资	51.86	6.12%
	兰精集团	32.52	3.84%
	海南欣龙无纺股份有限公司	30.50	3.60%
	东纶科技实业有限公司	26.03	3.07%
	广州市恒远彩印有限公司	22.03	2.60%
	合计	162.94	19.23%
2017 年	兰精集团	67.35	5.91%
	安姆科（中国）投资有限公司	64.06	5.62%
	海南欣龙无纺股份有限公司	48.25	4.23%
	东纶科技实业有限公司	45.95	4.03%
	广州市恒远彩印有限公司	32.15	2.82%
	合计	257.76	22.61%
2018 年	兰精集团	78.42	5.22%
	海南欣龙无纺股份有限公司	70.32	4.68%
	安姆科（中国）投资有限公司	54.46	3.63%
	中山市贝利斯特包装制品有限公司	53.75	3.58%
	东纶科技实业有限公司	51.68	3.44%
	合 计	308.63	20.55%

数据来源：公司收购预案公告，广发证券发展研究中心

在研发方面，诺斯贝尔拥有超200人的研发团队，为了将研发优势扩大化，企业主动和韩国知名研究专家组建诺斯贝尔韩国研究所，还与日本、欧美等多个海外知名机构深度合作，使研发技术始终走在国际前沿。

在生产方面，诺斯贝尔拥有先进的生产线，具有较强的生产制造能力，规模优势明显。化妆品行业的生产能力，是企业的核心竞争力之一，诺斯贝尔目前拥有超过5万平方米的GMP标准厂房以及多台全自动化面膜、护肤品和湿巾生产设备，面膜日产能650万片以上、安瓶品类日产能100万瓶、湿巾日产能4000万片，可以快速满足各品牌商大批量和紧急订单的需求，产品远销全球40多个国家和地区。2020年诺斯贝尔计划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。

生产设备目前主要有：（1）面膜系列：40套真空乳化设备（其中7台进口自日本）、55条面膜自动灌装包装生产线（其中6条与日本知名设备制造商共同研发）、

2条水凝胶面膜生产线（与韩国知名设备制造商共同开发）、1条冻干面膜生产线、1条静电纺丝面膜生产线、20条全自动面膜无纺布冲裁生产线；（2）护肤品系列：25条护肤品灌装包装生产线、2条自动化唇膏生产线、1条冻干粉护肤品生产线、4条泡罩护肤品生产线；（3）湿巾系列：8条80片全自动湿巾生产线、15条10片装全自动湿巾生产线、10条单片装全自动湿巾生产线、3条桶装湿巾生产线、1条水刺无纺布生产线。

图54：诺斯贝尔全自动面膜生产线



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

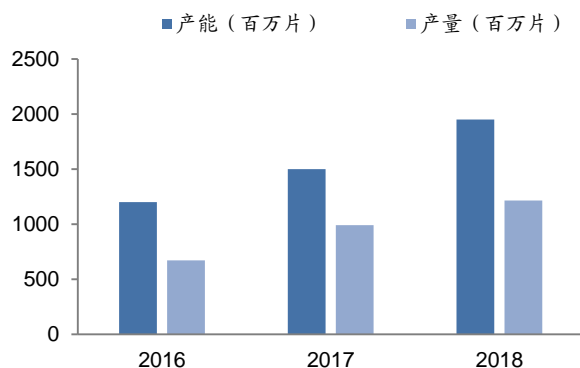
图55：诺斯贝尔水刺无纺布生产线



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

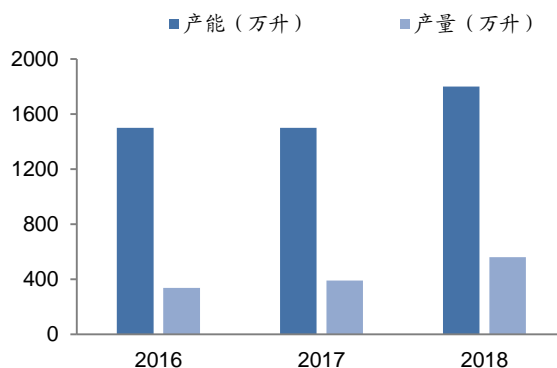
诺斯贝尔主要产品的产能利用率尚未饱和，产能弹性较大。诺斯贝尔的订单变动，会随商业活动的影响而波动，诺斯贝尔以旺季最大的订单需求配备产能，保证产能弹性，产能利用率绝对数值不高，主要源于：（1）面膜系列：诺斯贝尔的面膜产品品类较多，部分产品的机器不能混用，同时面膜的大小、规格也限制了产能利用率；（2）护肤品系列：护肤品生产设备主要分为水乳灌装机和膏霜灌装机，水乳灌装机在秋冬使用率偏低，膏霜灌装机在春夏使用率偏低，除此之外，还与诺斯贝尔业务发展重点有关，2016~2018年由于面膜的订单量大，而包装车间场地和人力资源有限，公司放弃了部分护肤品订单；（3）湿巾业务：为了满足客户对面膜的生产订单，湿巾产量也适当减少了，此外还受到了湿巾规格的影响。

图56：诺斯贝尔面膜系列产能和产量



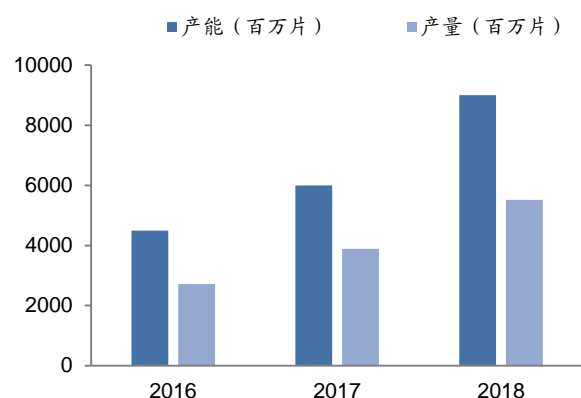
数据来源：公司收购预案公告，广发证券发展研究中心

图57：诺斯贝尔护肤品系列产能和产量



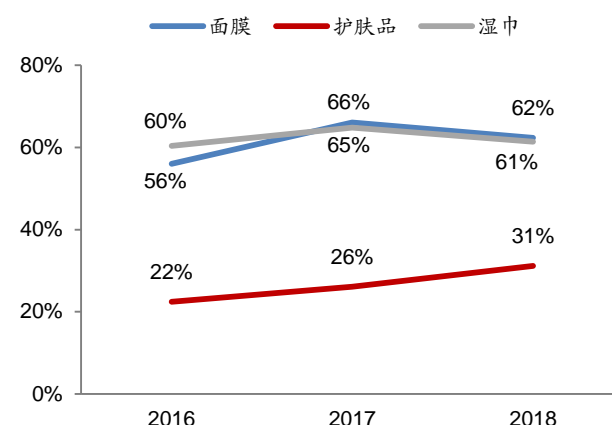
数据来源：公司收购预案公告，广发证券发展研究中心

图58: 诺斯贝尔湿巾系列产能和产量



数据来源: 公司收购预案公告, 广发证券发展研究中心

图59: 诺斯贝尔产能利用率情况



数据来源: 公司收购预案公告, 广发证券发展研究中心

(二) 深耕面膜品类, 积极扩展彩妆和护肤领域, 品牌结构持续完善

诺斯贝尔以面膜代工为主, 护肤品、湿巾代工为辅。2013年, 诺斯贝尔与奥地利兰精集团合作开发的天丝面膜, 带来了一场面膜膜材的革命, 之后诺斯贝尔继续保持快时尚节奏, 不断推出新品, 从普通无纺布面膜到弹性面膜、天丝面膜, 再到超细纤维面膜、生物质石墨烯面膜、纳米速溶面膜, 不断引领面膜行业的发展。湿巾业务体量较小, 主要作为面膜淡季的业务补充, 但其中医疗湿巾因疫情影响占比有望提升。

护肤品系列占比提升, 涉足彩妆领域。近几年诺斯贝尔护肤品系列占比有所提升, 2019年5-12月代表产品有“分子料理”系列、泡罩系列、轻医美系列等。“泡罩”是一种新兴的包材类别, 颜值高, 使用方便, 诺斯贝尔率先应用泡罩技术研发了泡罩系列产品, 开启了包装新风向。另外, 诺斯贝尔还将原来用于医药领域的冻干粉、安瓶等剂型跨界用于化妆品领域, 研发了轻医美系列, 并迅速打开市场, 成为热门产品。诺斯贝尔开始涉足彩妆领域, 目前开发了一些底妆产品、卸妆水以及卸妆湿巾, 其中也出现了爆款产品, 比如花西子的卸妆湿巾。诺斯贝尔为花西子研发的卸妆湿巾主打天然成分不含香精、酒精, 不含孕妇慎用成分, 由于使用了加厚的膜布, 卸妆水含量高达9g, 口碑极佳, 同时在包材方面, 以中国风为主, 设计精良, 这款卸妆湿巾月销量达到了20万, 成为了花西子的爆款产品。

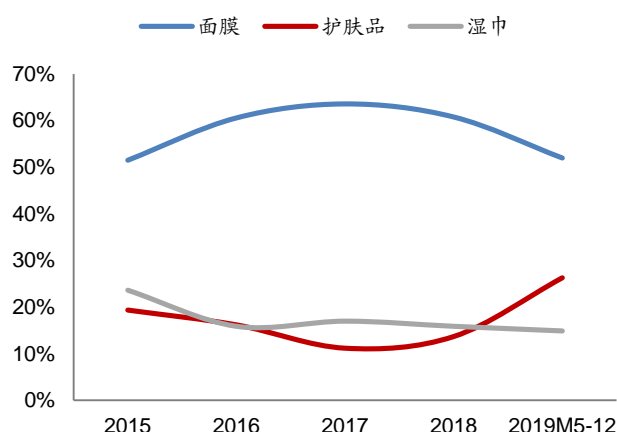
表 4: 诺斯贝尔主要产品

产品系列	产品类别	产品名称	主要功能	样品图例
面膜系列	面膜类	天丝面膜	补充面部肌肤营养及水分, 保湿, 紧致, 亮白、淡斑	

		超细纤维面膜		
		水凝胶面膜		
护肤品系列	护肤类	爽肤水，护肤乳液及膏霜	补充面部肌肤营养及水分，紧致皮肤，保湿	
		冻干粉\安瓶精华液	面部精华	
		泡罩材料护肤类	面部护肤类、水、乳、霜、精华液、面膜	
	洁肤类	卸妆霜和洁面乳	清洁面部彩妆及污垢	
	底妆类	隔离霜	保湿、遮瑕	
湿巾系列	湿巾	清洁卫生湿巾、婴儿湿巾、美容湿巾、医疗湿巾等	清洁皮肤上附着的污垢及细菌；针对婴儿娇嫩肤质温和清洁；抑菌，滋润护理快速杀菌，清除污垢，消毒	

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图60: 护肤品系列占比有提升



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图61: 诺斯贝尔“分子料理”凝时精华液



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图62: 诺斯贝尔代工的花西子湿巾



数据来源: 淘宝网, 广发证券发展研究中心

图63: 花西子卸妆湿巾包装

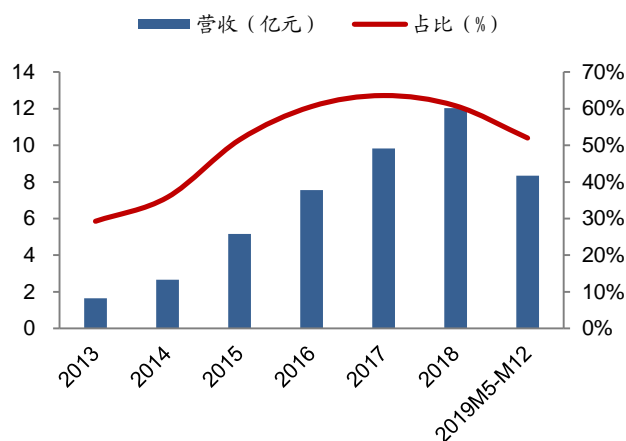


数据来源: 淘宝网, 广发证券发展研究中心

面膜毛利率高于其他品类。2019年5-12月的营收中, 面膜品类占比52.0%, 护肤品占比26.3%, 湿巾占比14.9%, 面膜贡献收入占比超过一半。2013-2018年公司面膜收入年复合增速达到49%, 远高于面膜行业整体增速(12.9%)。选择面膜为主打产品主要有以下原因: (1) 面膜毛利率高于其他品类, 2018年面膜、护肤品、湿巾的毛利率分别为27.6%、24.3%、10.8%; (2) 面膜产品市场空间更广阔, 我国是全球最大的面膜市场, 面膜品类2018年增速达20.4%, 高于化妆品行业整体(12.3%), 且渗透率相比日、韩等国还有很大提升空间。

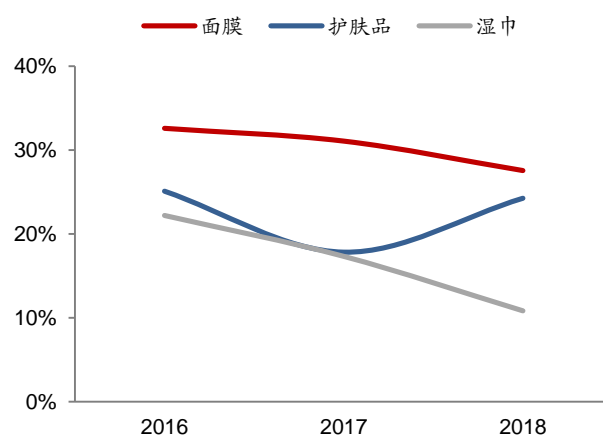
面膜系列平均单价小幅下降。诺斯贝尔各系列产品产量和销量都在不断提高, 同时产销率也较高, 存货较少。各产品平均单价比较稳定, 但其中面膜系列平均单价有小幅下降, 由2016年的1.11元/片降至2018年的1.03元/片, 价格竞争力不断增强。面膜系列平均单价下降原因主要有: (1) 面膜系列规格多, 产量大, 规模效应明显; (2) 诺斯贝尔对部分重要客户采用量大价优的经营策略。

图64: 诺斯贝尔面膜品类营收占比超一半



数据来源: 公司收购预案公告, 广发证券发展研究中心

图65: 诺斯贝尔各品类毛利率情况



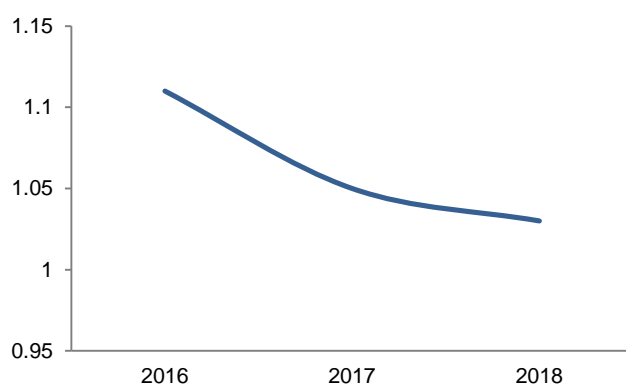
数据来源: 公司收购预案公告, 广发证券发展研究中心

表 5: 诺斯贝尔主要产品产量及产销量情况

产品	时间	产量	销量	产销率
面膜系列 (百万片)	2016 年	672	658	97.9%
	2017 年	991	943	95.2%
	2018 年	1215	1141	93.9%
护肤品系列 (万升)	2016 年	336	341	101.5%
	2017 年	391	367	94.0%
	2018 年	561	535	95.3%
湿巾系列 (百万片)	2016 年	2717	2440	89.8%
	2017 年	3889	3770	97.0%
	2018 年	5525	5032	91.1%

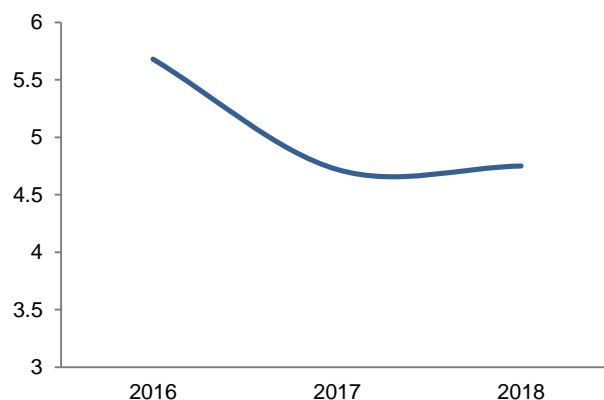
数据来源: 公司收购预案公告, 广发证券发展研究中心

图66: 面膜系列平均单价 (元/片)



数据来源: 公司收购预案公告, 广发证券发展研究中心

图67: 护肤品系列平均单价 (元/100ml)



数据来源: 公司收购预案公告, 广发证券发展研究中心

诺斯贝尔合作品牌结构持续完善。基于在供应商资源、产品研发能力、严格的质量控制体系、生产制造等方面的竞争优势, 诺斯贝尔不断培育出稳定的优质客户,

合作品牌覆盖传统国产品牌、国际大牌、新锐品牌。一方面，诺斯贝尔以高产能稳定合作屈臣氏、溯黎、植物医生、伽蓝集团等传统客户奠定基础，另一方面，积极开拓国际品牌，如联合利华、资生堂、妮维雅等。

新锐品牌的崛起提供了发展机遇。2020年疫情给国际大牌化妆品带来了物流、原料等方面的压力，部分进口化妆品正出现断供现象，或掀起一波涨价潮，这给国产品牌带来了机遇，同时疫情催生的“宅经济”让直播带货更为火爆，一些新锐品牌拥抱线上，借助电商直播、KOL达人宣传，在疫情期间增长超过预期，并且产生了爆款产品。而新锐品牌由于成立时间短，产业链不完善，产品能力弱，所以更依赖代工企业，目前，诺斯贝尔已与完美日记、花西子等国货新锐品牌建立了合作关系，并研发出了多种热门产品。

诺斯贝尔不存在严重依赖于少数客户的情况，2016~2018年前五大客户营收占比分别为61.2%、57.3%、43.3%，占比逐年减少，并且不存在向单一客户销售比例超过总额的30%。多层次客户的布局有利于诺斯贝尔降低单一类型客户的波动，在行业发展趋势不变的形式下，获取长期、稳定的可持续发展。

表 6：诺斯贝尔前五大客户营收（亿元）及占比情况

2016 年			2017 年			2018 年		
客户	营收	占比	客户	营收	占比	客户	营收	占比
屈臣氏	3.40	28.5%	屈臣氏	3.43	22.2%	屈臣氏	3.20	16.2%
韩后	1.53	12.8%	伽蓝集团	2.10	13.6%	伽蓝集团	2.04	10.3%
御家汇	0.89	7.5%	韩后	1.55	10.0%	御家汇	1.60	8.1%
植物医生	0.74	6.3%	御家汇	1.04	6.7%	利洁时	0.87	4.4%
伽蓝集团	0.73	6.1%	植物医生	0.74	4.8%	植物医生	0.85	4.3%
合计	7.29	61.2%	合计	8.86	57.3%	合计	8.56	43.3%

数据来源：公司收购预案公告，广发证券发展研究中心

（三）专注核心技术研发，产品竞争力不断增强

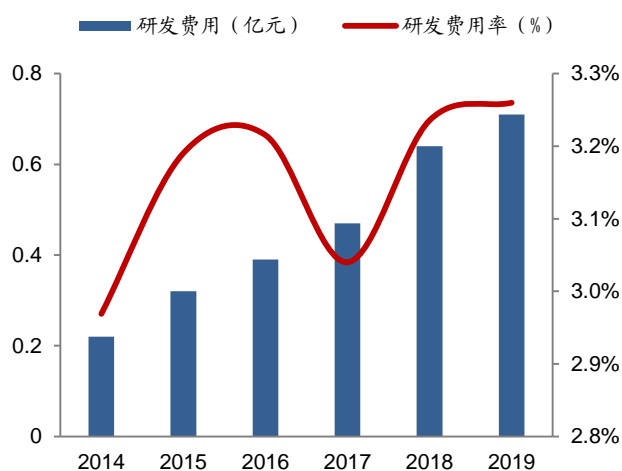
拥有较强的产品开发和配方研发能力优势。近年来化妆品代工行业竞争激烈，没有核心技术和专利的企业只能处于产业链条的底端，越来越多龙头化妆品代工企业纷纷在科研方面加大投入。近五年诺斯贝尔研发费用也逐年增加，从2014年的0.22亿元增加至2019年的0.71亿元，研发费用率达到了3.3%，高于同业水平。截至2019年公司已拥有专利42项，其中发明专利20项，实用新型专利21项。研发成果：（1）结合面膜技术和冻干技术开发冻干面膜类产品，提高活性成分的保存期限，同时提高了产品使用的便利性；（2）创新开发生物活性纳米纤维的配方和技术，运用于纳米速溶面膜，提高化妆品功效成分的活性及渗透性；（3）研制了专注于肌肤修复的FN纤连蛋白系列，FN纤连蛋白活性更稳定，成本较低，可实现大规模量产，对肌肤修复有着很好的作用。

重视研发设备及研发人才的投入，专注核心技术研发和强化研发团队建设。目前诺斯贝尔国内研究所科技人员已达到110人，其中专业研发人员（护肤品&无纺布）占60%，同时还成立了专门的产品感官测试小组（面膜&护肤品），并且先后与广州

中医药大学、中科院过程工程研究所等机构进行产学研合作，共同开发科研项目。2016年诺斯贝尔成立韩国研究所，通过与院校、韩国相关国家研究所开展合作，不断完善研究设施，为化妆品ODM事业的发展提供创新性的技术支持。

诺斯贝尔投入研发费用超过了大部分国产品牌，研发费用率不输国际大牌。对比各品牌商的研发投入，国际大牌投入研发费用多，国产品牌投入研发费用少，研发费用率较低。国产品牌在营销能力和渠道能力上不输国际大牌，灵活性和应变力更胜一筹，因此在渠道和流量红利迅速变迁时呈赶超之势，新锐品牌层出不穷，也不乏红极一时的“爆品”。但打造明星单品的核心在于品牌沉淀和研发能力，这两样国产品牌仍处于劣势，特别是刚崛起的国产新锐品牌，产品单一，研发能力弱，固定资产投入少，生产管理、质量控制等体系薄弱，更需要化妆品代工厂给予研发和生产支持。

图68：诺斯贝尔研发投入情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图69：诺斯贝尔研发中心



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 7：各品牌商研发费用情况

公司	研发费用	研发费用率	研发人员数量
欧莱雅集团	9.1 欧元（约 71 亿元）	3.4%	3817
雅诗兰黛集团	1.8 亿美元（约 13 亿元）	1.3%	850
资生堂集团	291.3 亿日元（约 19 亿元）	2.7%	
花王集团	576.7 亿日元（约 38 亿元）	3.8%	
爱茉莉太平洋	955.6 亿韩元（约 5.7 亿元）	1.8%	
LG H&H	211.7 亿韩元（约 1.3 亿元）	0.3%	
上海家化	1.7 亿元	2.4%	145
珀莱雅	5125 万元	2.2%	112
丸美股份	3382 万元	2.2%	40
御家汇	4594 万元	2.1%	119
诺斯贝尔	7096 万元	3.2%	110

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

我们按产品对公司业务做拆分和预测，公司主营业务分为松节油深加工业务和化妆品业务两大类，核心假设如下：

松节油深加工业务：原材料价格对松节油深加工业务收入利润影响较大，松节油价格2017年底开始不断大幅上涨，带动公司毛利率提升以及归母净利润增长，松节油价格在2018年底达到了峰值，促使公司2018年实现归母净利润4亿元，创历史新高，但2019年价格持续下跌，导致毛利率降低，公司净利润增速也随之放缓。总体来看公司松节油深加工业务的利润波动主要取决于松节油价格波动。

而松节油价格主要受产量和下游需求情况影响，近几年下游产品需求较为稳定，16-17年受益于松树资源萎缩、环保施压，国内松节油产量不断下滑，价格因此持续上涨。19年宏观经济下行、环保常态化致使节油价格进入下行通道。2020年以来，受疫情影响上游供给收缩，下游主要为医药等领域，需求较为刚性，短期松节油价格企稳。从长期来看，松节油产量受到松树资源及人工成本制约，因此长期有望进入价格上升通道。根据以上分析，假设松节油价格20年维持平稳，21、22年价格分别增长5%、5%，则2020-2022年该业务收入增速分别为0%、5%、5%，同时考虑公司松节油深加工业务已发展至成熟阶段、销量相对稳定，公司由处于龙头地位，因此假设松节油深加工业务未来3年期间费用率维持稳定，预测2020-2022年该业务归母净利润分别为2.62、2.96、3.21亿元。

化妆品业务：化妆品业务主体为被收购公司诺斯贝尔，诺斯贝尔为国内化妆品代工龙头企业，产能充足。过去以面膜类产品为主，近几年其他护肤品快速增长。我国化妆品行业处于快速成长阶段，代工厂享受行业红利；同时考虑诺斯贝尔19年5-12月收入并表，20年及以后全年并表，预计20-22年面膜收入同比增长42.6%、5%、5%；护肤收入同比增长158.1%、60%、40%；湿巾收入同比增长42.6%、0%、0%。

基于以上假设，预计公司20-22年收入分别为40.8亿元、48.6亿元、56.8亿元，同比增长40.2%、19.1%、17%；归母净利润分别为5.6亿元、6.7亿元、7.9亿元，同比增长23.8%、20.1%、17.6%。

表 8：核心假设与盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1421.6	2908.1	4,078.6	4,856.1	5,683.5
YoY		104.6%	40.2%	19.1%	17.0%
(1) 松节油深加工业务					
合成樟脑、冰片等	1261.3	1173.9	1173.9	1232.6	1294.2
YoY		-6.9%	0%	5.0%	5.0%
其他系列	160.3	130.5	130.5	137.0	143.9
YoY		-18.6%	0	5.0%	5.0%
小计	1421.6	1304.4	1304.4	1369.6	1438.1
YoY		-8.2%	0.0%	5.0%	5.0%
毛利率	40.89%	36.49%	36.49%	37.20%	37.20%

归母净利润	400.4	262.4	262.4	295.9	321.4
YoY		-34.5%	0.0%	12.8%	8.6%
(2) 化妆品业务					
面膜		834.3	1190.0	1249.5	1312.0
YoY			42.6%	5.0%	5.0%
护肤		421.6	1088.1	1740.9	2437.3
YoY			158.1%	60.0%	40.0%
湿巾		239.2	341.1	341.1	341.1
YoY			42.6%	0.0%	0.0%
其他		108.6	154.9	154.9	154.9
YoY			42.6%	0.0%	0.0%
小计		1603.7	2774.2	3486.5	4245.3
YoY			73.0%	25.7%	21.8%
毛利率		27.0%	33.3%	33.8%	34.1%
归母净利润		190.8	298.6	377.9	471.2
YoY			56.5%	26.6%	24.7%
合计归母净利润	400.4	453.2	561.0	673.8	792.6
YoY		13.2%	23.8%	20.1%	17.6%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

公司两大主业并行, 采用分部估值法:

(1) 松节油深加工业务: 19年公司实现归母净利润4.5亿元, 其中诺斯贝尔5-12月实现净利润2.1亿元, 按照90%并表1.9亿元, 剔除后公司传统业务实现归母净利润2.6亿元。基于未来几年该业务收入利润平稳的假设, 参考可比公司荣盛石化、万华化学、嘉化能源(同属于基础化工行业), 给予松节油深加工业务20年10XPE, 合理价值26.2亿元。

(2) 化妆品业务: 参考上文盈利预测, 预计化妆品业务2020年实现收入27.7亿元, 化妆品业务盈利能力稳定, 则化妆品业务实现净利润2.99亿元。可比公司中, A股化妆品上市公司珀莱雅、丸美股份、上海家化、华熙生物均为下游品牌公司, 20年平均估值为56XPE; 海外化妆品代工公司科丝美诗与韩国科玛为韩国上市公司, 20年平均估值为20XPE。考虑到中国化妆品行业更具成长性, 化妆品品牌享受较高的品牌溢价, 诺斯贝尔作为本土代工厂龙头同样享受行业红利, 给予20年28XPE, 化妆品业务合理价值为83.6亿元。

参考行业平均估值, 给予20年松节油深加工业务10XPE, 给予化妆品业务28XPE, 两项业务估值加总得到公司合理价值21.25元/股, 首次覆盖给予买入评级。

表 9: 可比公司盈利预测与估值(截至 2020 年 5 月 12 日)

公司类型	股票代码	公司名称	净利润 YoY			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
基础化工	600309.SH	万华化学	-4.5%	-11.3%	43.4%	18.6	16.4	11.4

	600346.SH	恒力石化	201.7%	20.4%	19.2%	17.4	8.3	6.9
	600273.SH	嘉化能源	11.5%	3.7%	31.9%	13.6	10.0	7.6
	603605.SH	珀莱雅	36.7%	24.7%	29.8%	51.3	57.2	44.1
化妆品品牌	603983.SH	丸美股份	24.0%	13.5%	20.1%	44.7	53.5	44.5
	600315.SH	上海家化	3.1%	-8.1%	17.6%	33.1	46.8	39.8
	688363.SH	华熙生物	38.2%	27.0%	34.5%	76.8	65.5	48.7
化妆品代工	192820.KS	科丝美诗	-2.5%	29.0%	34.2%	27.7	21.4	16.0
	161890.KS	韩国科玛	2.0%	26.3%	25.4%	23.3	18.4	14.7

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

备注：A 股上市公司采用 Wind 一致预期，海外上市公司采用 Bloomberg 一致预期

五、风险提示

1. 松节油价格大幅下滑；
2. 化妆品景气度下降导致行业增速下滑；
3. 新品类、新品牌拓展不及预期；

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,084	2,362	3,062	3,894	4,768	经营活动现金流	45	676	177	398	408
货币资金	230	645	611	910	1,118	净利润	400	474	561	674	793
应收及预付	267	703	987	1,175	1,375	折旧摊销	32	87	80	90	100
存货	576	865	1,258	1,499	1,760	营运资金变动	-394	60	-463	-365	-484
其他流动资产	11	150	206	311	515	其它	8	55	0	0	-1
非流动资产	381	2,293	2,413	2,523	2,623	投资活动现金流	20	-893	-200	-200	-199
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-3	-90	-100	-100	-100
固定资产	299	571	591	601	601	投资变动	0	-804	0	0	0
在建工程	38	87	87	87	87	其他	23	1	-100	-100	-99
无形资产	28	138	138	138	138	筹资活动现金流	38	627	-12	100	0
其他长期资产	15	1,497	1,597	1,697	1,797	银行借款	196	1,018	-12	100	0
资产总计	1,465	4,655	5,475	6,417	7,391	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	347	823	882	1,050	1,232	其他	-157	-391	0	0	0
短期借款	150	212	0	0	0	现金净增加额	117	415	-34	299	209
应付及预收	114	451	652	777	911	期初现金余额	113	230	645	611	910
其他流动负债	84	161	230	274	320	期末现金余额	230	645	611	910	1,118
非流动负债	8	673	873	973	973	主要财务比率					
长期借款	0	637	837	937	937	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力					
其他非流动负债	8	36	36	36	36	营业收入增长	75.2%	104.6%	40.2%	19.1%	17.0%
负债合计	355	1,497	1,755	2,024	2,205	营业利润增长	270.0%	17.4%	26.4%	20.1%	17.6%
股本	386	517	517	517	517	归母净利润增长	322.6%	13.2%	23.8%	20.1%	17.6%
资本公积	82	1,455	1,455	1,455	1,455	获利能力					
留存收益	640	1,055	1,616	2,289	3,082	毛利率	40.9%	31.2%	28.7%	28.6%	28.4%
归属母公司股东权益	1,110	3,028	3,589	4,263	5,055	净利率	28.2%	16.3%	13.8%	13.9%	13.9%
少数股东权益	0	130	130	130	130	ROE	36.1%	15.0%	15.6%	15.8%	15.7%
负债和股东权益	1,465	4,655	5,475	6,417	7,391	ROIC	32.2%	12.7%	11.9%	12.3%	12.5%
利润表						偿债能力					
单位: 百万元						资产负债率	24.2%	32.1%	32.1%	31.5%	29.8%
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净负债比率	32.0%	47.4%	47.2%	46.1%	42.5%
营业收入	1,422	2,908	4,079	4,856	5,683	流动比率	3.12	2.87	3.47	3.71	3.87
营业成本	840	1,999	2,909	3,467	4,069	速动比率	1.35	1.79	2.01	2.24	2.40
营业税金及附加	7	15	20	24	28	营运能力					
销售费用	26	86	163	194	227	总资产周转率	0.97	0.62	0.74	0.76	0.77
管理费用	32	108	204	233	256	应收账款周转率	7.93	4.28	4.28	4.28	4.28
研发费用	47	104	102	121	142	存货周转率	2.47	3.36	3.24	3.24	3.23
财务费用	-5	20	0	0	0	每股指标 (元)					
资产减值损失	-6	-34	0	0	0	每股收益	1.04	0.88	1.09	1.30	1.53
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.12	1.31	0.34	0.77	0.79
投资净收益	1	0	0	0	1	每股净资产	2.88	5.86	6.95	8.25	9.79
营业利润	472	555	701	842	991	估值比率					
营业外收支	-9	-1	0	0	0	P/E	9.97	12.57	16.02	13.34	11.34
利润总额	463	553	701	842	991	P/B	3.60	1.88	2.50	2.11	1.78
所得税	63	79	140	168	198	EV/EBITDA	7.80	8.65	12.13	9.95	8.31
净利润	400	474	561	674	793						
少数股东损益	0	21	0	0	0						
归属母公司净利润	400	453	561	674	793						
EBITDA	501	683	760	907	1,061						
EPS (元)	1.04	0.88	1.09	1.30	1.53						

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛**：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。
- 嵇文欣**：分析师，南京大学硕士，2017年开始从事商贸零售行业研究，2020年加入广发证券发展研究中心，曾就职于西南证券。
- 贾雨朦**：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。

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 35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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
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。

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。