

聚焦化妆品代工业务，产品矩阵完善期待产能释放

2022年11月20日

► **定增计划：摆脱3年无实控人状态，聚焦化妆品 ODM 业务。**公司10月公告称，拟定增募资3.2-4.5亿元，本次发行完成后，林世达先生（诺斯贝尔董事长）所持股份占总股本的比例为12.22%-16.37%，成为公司第一大股东。公司过去3年一直处于无实控人状态，公司的发展缺乏强有力的引领和支持，经营业绩承受较大压力。实控人的确定有利于发展战略的稳定，聚焦化妆品 ODM 业务，提高公司竞争力。

► **募资用于银行贷款，减轻公司债务压力，提升盈利能力。**公司过去对诺斯贝尔的收购以及化妆品业务的扩张使得负债余额较高，2021年和2022H1公司实现的净利润分别为-9.12/-1.59亿元，同期的利息费用分别为4448/3280万元，利息费用对公司净利润水平的影响较大。在债务余额缩减后，财务费用率有望优化，从而盈利能力提升。

► **化妆品代工行业蓬勃发展，格局分散有望向龙头集中。受益于下游需求增长，代工行业蓬勃发展。**①新锐品牌不断涌现，小规模企业占比提升。2021年国内化妆品相关企业共新增437.5万家/yoy+56.3%，是近十年注册量最多的一年。而2021年收入规模超过10亿元的企业仅有38家。新锐品牌自建工厂的门槛较高，且品牌本身认知度不高，大型代工企业的生产研发能力可以为其背书。与此同时，品牌方也可以将有限精力集中在更具有比较优势的环节，包括品牌建设、研发设计、渠道营销等方面，实现利润最大化。②在市场竞争日趋激烈的背景下，推新需求增加有利于代工厂。新锐品牌多数不具备制造端优势，代工厂更好地满足了新锐品牌对弹性产能与个性化研发的需求；而成熟品牌多数有自建工厂，代工厂对供应链上下游的渗透也可以弥补本土化的短板与特殊事件中产能的缺失。**外资龙头地位稳固，本土代工格局分散。监管趋严以及市场竞争加剧，国内化妆品代工行业集中度有望提升。**随着新条例的出台，以及市场竞争的日趋激烈，部分中小企业将被迫出局或走向规范化；在疫情反复以及国际贸易环境不稳定、原材料价格波动的环境下，一些以低价为核心竞争力的中小代工企业抗风险能力较弱；此外，新锐品牌与头部代工厂商合作，为品牌背书。在多重因素的影响下，国内化妆品代工行业有望逐渐向龙头集中。

► **诺斯贝尔：产能+客户+研发优势，稳固本土代工龙头地位。**①产品矩阵完善&生产能力优质具备行业稀缺性，静待产能释放。公司的产能规模在本土代工厂中排名第一，公司具备护肤品、彩妆、面膜、卫生防疫用品等产品的生产能力，亦具备特殊用途化妆品的生产能力，在质量管理、注册申报特证产品等方面具备一定壁垒。②上下游客户资源丰富，承接新锐品牌需求，客户不断拓展。公司已与30多家全球知名原料供应商或其代理商建立长期合作关系，保障公司的原料质量，以及快速触达最新的原料研发成果。下游覆盖30余家海内外知名品牌，多元化客户有利于公司长期稳定的发展。③快速洞察市场需求，适应不断变化的消费者需求。大力发展研发团队，积极布局原料研发，包括重组胶原蛋白相关产品的配方研究，研发费用率不断提升且在行业中领先。

► **投资建议：**公司近期的多项股权资产变动计划，向市场传递积极转型的信号。目前，诺斯贝尔各类产品的产能利用率仍不足50%，随着化妆品下游格局的变化，以及产品备案数量的增加，公司订单的边际改善，产能利用率有望提升。此外，监管趋严以及市场竞争加剧，代工行业格局有望向公司集中。我们期待公司业绩拐点出现，预计公司2022-2024年分别实现归母净利润-6.32/1.17/2.12亿元，23-24年对PE为31/17x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧的风险，新冠疫情反复，定增进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3693	3119	2966	3117
增长率(%)	-4.4	-15.5	-4.9	5.1
归属母公司股东净利润(百万元)	-912	-632	117	212
增长率(%)	-297.8	30.6	118.6	80.5
每股收益(元)	-1.76	-1.22	0.23	0.41
PE	-	-	31	17
PB	1.7	2.5	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年11月17日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

7.08元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

电话：15051878378

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

电话：19521499976

邮箱：liuyanjing@mszq.com

目录

1 青松股份：国内规模第一的化妆品 ODM 企业，产线丰富产能充足	3
1.1 公司概况：逐渐剥离松节油业务，聚焦化妆品 ODM 业务	3
1.2 股权结构：定增后确定实控人，推动公司战略转型	6
1.3 财务情况：受疫情影响业绩承压，期待扩建产线贡献业绩	7
2 行业：代工行业蓬勃发展，格局分散有望向龙头集中	10
2.1 代工行业：受益于下游需求增长，代工行业蓬勃发展	10
2.2 竞争格局：海外龙头地位稳固，本土代工格局分散，未来有望向龙头集中	13
3 诺斯贝尔：产能+客户+研发优势，稳固本土代工龙头地位	21
3.1 产能：产品矩阵完善&生产能力优质，静待产能释放	21
3.2 客户：上下游客户资源丰富，承接新锐品牌需求，客户不断拓展	23
3.3 研发：快速洞察市场需求，适应不断变化的消费者需求	26
4 定增事件：摆脱 3 年无实控人状态，聚焦化妆品 ODM 业务	30
5 盈利预测与投资建议	33
5.1 盈利预测假设与业务拆分	33
5.2 估值分析及投资建议	34
6 风险提示	36
插图目录	38
表格目录	38

1 青松股份：国内规模第一的化妆品 ODM 企业，产线丰富产能充足

1.1 公司概况：逐渐剥离松节油业务，聚焦化妆品 ODM 业务

公司主要从事两大板块业务，即面膜、护肤品、湿巾等化妆品的设计、研发与制造业务，以及松节油深加工产品的研发、生产与销售。

1) 松节油深加工业务以全资子公司青松化工系松节油深加工业务的主要经营主体。深加工即以松节油为主要原料，通过化学和物理加工方法生产合成樟脑、合成樟脑中间产品和副产品、冰片等精细化工产品。该业务为公司的传统业务，出口规模不断扩大，产量连续多年位居全国第一；出口产品也不断丰富，逐步增加到合成樟脑、萜烯、乙酸异龙脑酯、冰片等松节油深加工产品。

图1：松节油业务



资料来源：wind，民生证券研究院

2) 化妆品 ODM 龙头地位稳固，化妆品业务主要由子公司诺斯贝尔作为业务经营主体。诺斯贝尔业务经营模式以 ODM 为主，OEM 为辅。ODM 业务包括设计产品配方和包装并进行生产，从创意到产品、设计与制造等全案服务。产品涵盖面膜系列、护肤品系列、湿巾系列、无纺布及其他系列等四大品类。

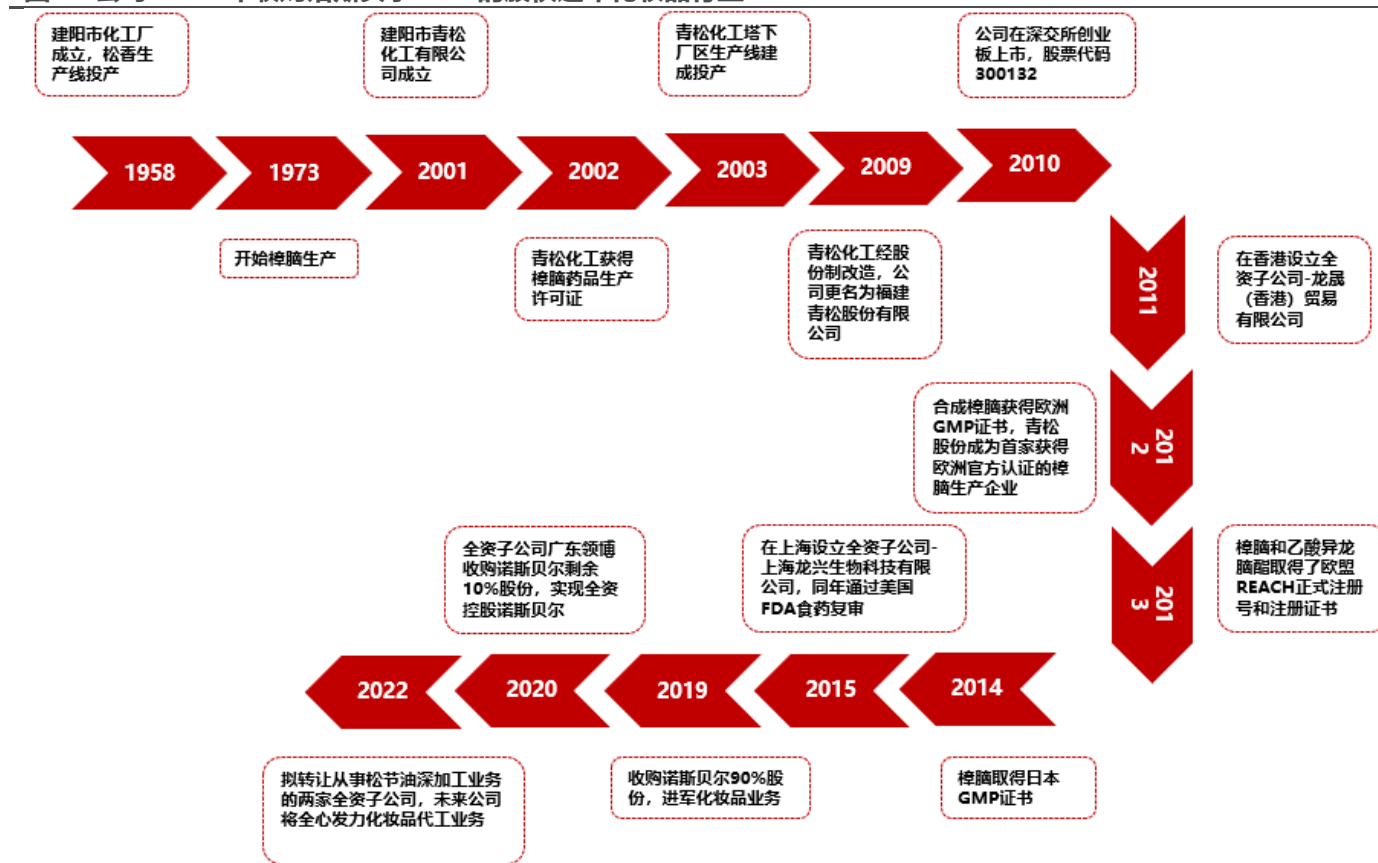
图2：诺斯贝尔主营业务



资料来源：公司公告，民生证券研究院

聚焦化妆品主业，2022年9月公告拟剥离松节油深加工业务。松节油深加工产品市场需求缺乏增长空间，行业竞争加剧导致产品价格下行较快，2021年公司松节油深加工业务主要产品销量利润皆同比有所下降。今年9月公司制定战略发展规划，拟转让从事松节油深加工业务的两家全资子公司，未来公司将全心发力化妆品代工业务，将主要资源向化妆品、大消费业务方向聚焦，有望实现更快速的发展。

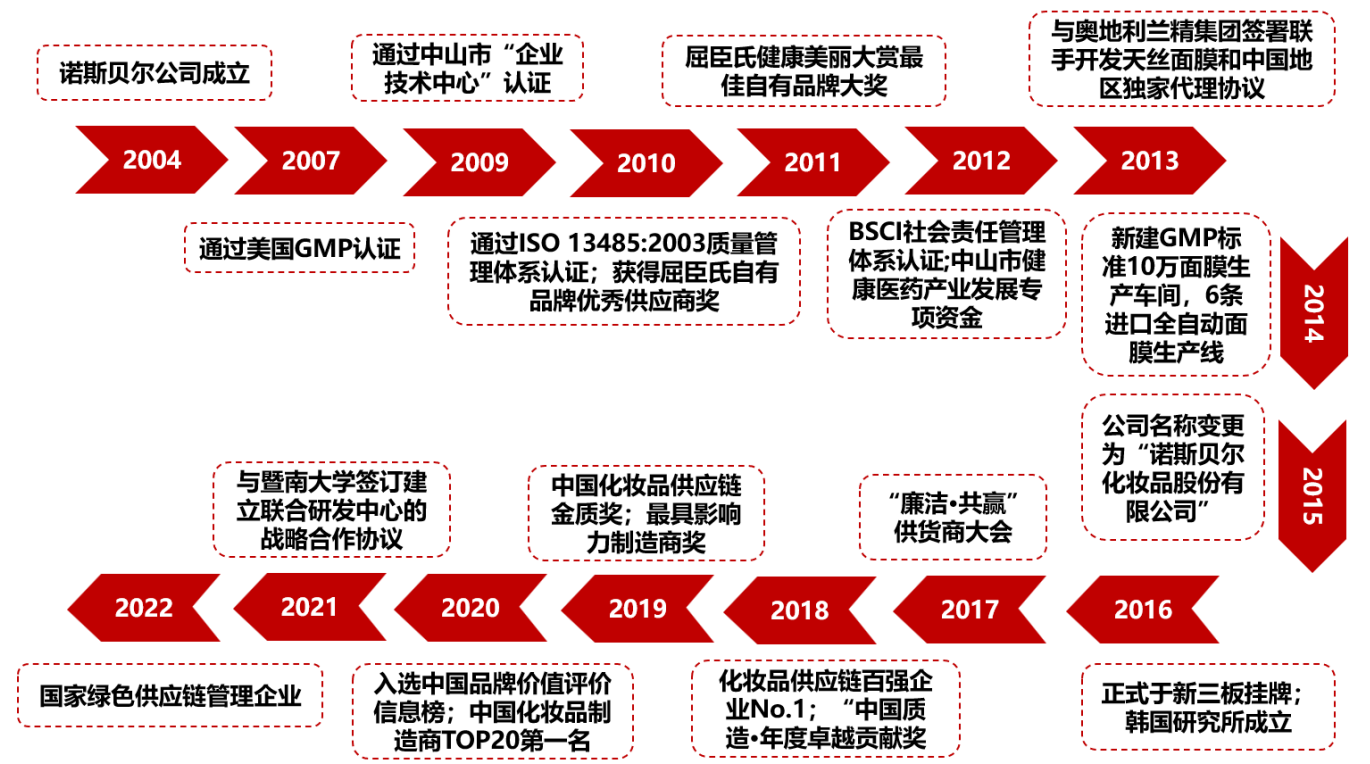
图3：公司 2019 年收购诺斯贝尔 90%的股权进军化妆品行业



资料来源: wind, 民生证券研究院

诺斯贝尔成立于 2004 年，规模、资质不断进步。公司创立于 2004 年，2005 年 GMP 车间装修完工，2006 年通过 ISO9001 国际质量管理体系认证；2007 年通过美国 GMP (US-GMP)认证；2014 年公司按 GMP10 万标准新建面膜生产车间，增加 6 条进口全自动面膜生产流水线，并新建水凝胶面膜生产流水线，研发水凝胶面膜，进入扩张阶段。2016 年通过中国高新技术企业资格认定，并登陆新三板，于 2018 年退市；2019 年，被青松股份收购 90%股权；2020 年被青松股份收购剩余 10%股权，并荣膺中国化妆品制造商 TOP20 第一名。

图4：诺斯贝尔发展历程



资料来源: wind, 民生证券研究院

产线丰富，产能充足，是国内规模第一的化妆品 ODM 企业。公司目前拥有超过 5 万平方米的 GMP 标准厂房及超过 200 人的专业研发团队，面膜日产能 650 万片以上、护肤日产能 100 万瓶、湿巾日产能 8300 万片。已通过 ISO9001、GMPC、ISO22716、ISO13485、ISO14001 认证，且获得自营出口权。产品远销全球 40 多个国家和地区，长期为国内外众多知名品牌提供优质专业的服务。目前据业内媒体报道及根据营业收入排名，公司化妆品 ODM 规模在全球排名第四，中国本土化妆品 ODM 企业排名第一，面膜产能规模全球第一。

表1：截至 2021 年 12 月 31 日，诺斯贝尔的主要产能

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能
化妆品业务			无
面膜系列	21.34 亿片	38.54%	
湿巾系列	26.0 亿片	36.24%	
护肤品系列	2.8 亿支/100ml	39.68%	
松节油深加工业务			无
合成樟脑系列	4.33 万吨	84.78%	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院;

高管行业经验丰富，助力企业后续发展。公司管理层大部分曾在或者正在子公司诺斯贝尔担任（过）重要职位，具有多年的化妆品企业管理经验，对于公司后期转向于化妆品行业的战略规划实施有一定帮助。

表2：董事会成员背景梳理（截至 2021 年 12 月 31 日）

姓名	任职职位	个人背景
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	曾担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。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。
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）
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。
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，民生证券研究院；

1.2 股权结构：定增后确定实控人，推动公司战略转型

定增前新老股东多次更替，无实控人状态拖累公司发展。公司在 10 月发布公告，拟定增更换公司实控人。此次定增前，青松股份原有的大股东逐渐减持，新老股东多次更替，公司处于无控股股东及实控人状态，林世达先生 100%控股的香港诺斯贝尔直接持有青松股份 9.17%的股份，为公司第一大股东，本次定增后诺斯贝尔林总成为实控人，公司管理层方面的历史遗留问题得以解决，治理结构更加清晰，自上而下的业务开展将更加顺利，并且林世达 2004 年创立并担任诺斯贝尔董事长，行业资源与经验丰富，有利于助推公司向聚焦化妆品的战略转型。

表3：拟定增前公司前十大股东（截至 2022 年 6 月 30 日）

股东名称	股东性质	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
诺斯贝尔（香港）无纺布制品有限公司	境外法人	4,739	9.17%
吉安广佳企业管理咨询服务有限公司	境内非国有法人	4,442	8.60%
范展华	境内自然人	1,133	2.19%
广东维雅化妆品有限公司	境内非国有法人	603	1.17%
全国社保基金四零三组合	其他	528	1.02%
中山中科南头创业投资有限公司	境内非国有法人	521	1.01%
钟宝申	境内自然人	465	0.90%
横琴广金美好基金管理有限公司-广金美好鑫星私募证券投资基金	其他	346	0.67%
崔丹青	境内自然人	314	0.61%
易方达丰利股票型养老金产品-上海浦东发展银行股份有限公司	其他	309	0.60%

数据来源：wind，民生证券研究院；

表4：定增前后股权变化

股东	本次发行前		本次发行后			
	持股数量	比例	发行下限		发行上限	
			持股数量	比例	持股数量	比例
林世达	-	-	71,910,113	12.22%	101,123,595	16.37%
香港诺斯贝尔	47,392,045	9.17%	47,392,045	8.05%	47,392,045	7.67%
林世达及其一致行动人持股	47,392,045	9.17%	119,302,158	20.27%	148,515,640	24.04%
吉安广佳	44,422,557	8.60%	44,422,557	7.55%	44,422,557	7.19%
范展华	11,332,803	2.19%	11,332,803	1.93%	11,332,803	1.83%
广东维雅	6,025,900	1.17%	6,025,900	1.02%	6,025,900	0.98%

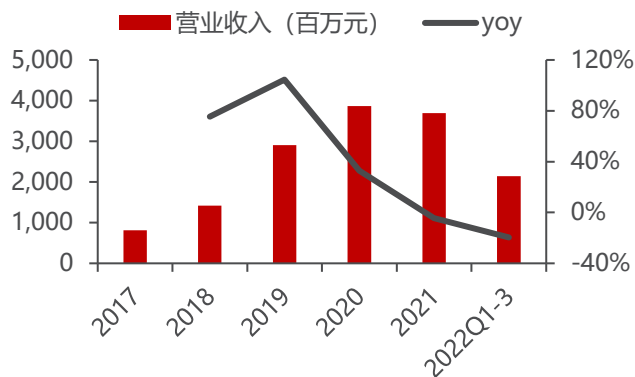
数据来源：公司公告，民生证券研究院；

1.3 财务情况：受疫情影响业绩承压，期待扩建产线贡献

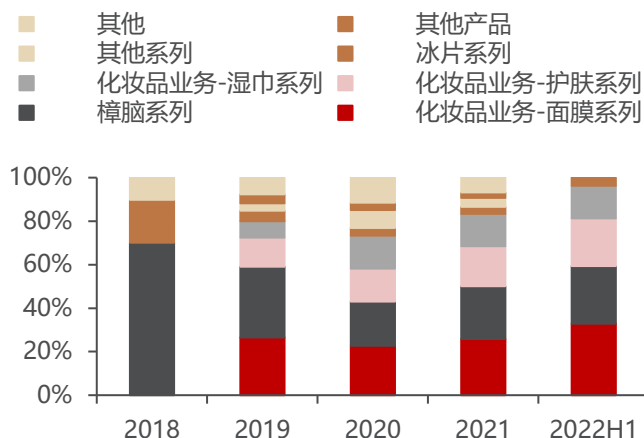
业绩

诺斯贝尔计提商誉减值，导致业绩承压严重。2022Q3 公司实现营收 7.26 亿元/yoy-3.71%；截至 9 月 30 日，2022 前三季度共实现销售额 21.42 亿元/yoy-19.61%，前三季度共实现归母净利润-6.57 亿元/yoy-653.82%。三季度业绩下滑主要系诺斯贝尔商誉减值，公司对其商誉全额计提，资产减值损失 4.53 亿元。除商誉减值外，Q3 因计提设备等其余资产减值损失 0.53 亿元，应收账款坏账导致信用减值损失 625 万元。

松节油深加工业务拖累公司业绩。松节油深加工业务是青松股份传统主业，公司是国内松节油深加工企业龙头，也是全球较大的合成樟脑及系列产品的供应商之一，在行业内占据龙头地位。但近年来松节油加工行业竞争加剧，主要产品销量及价格均有所下滑，2022H1 青松股份的松节油加工业务营业收入仅达 4.54 亿元，同比下降 30.80%，实现营业利润-0.71 亿元，同比下降 149.57%，毛利率 9.12%，同比下降 21.08pct。

图5：青松股份营业收入及同比增速


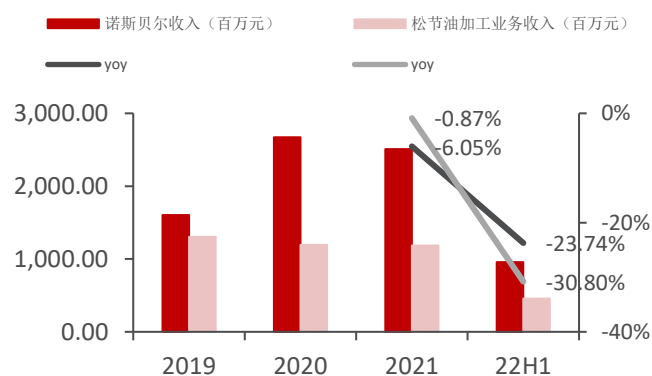
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：青松股份收入分产品占比


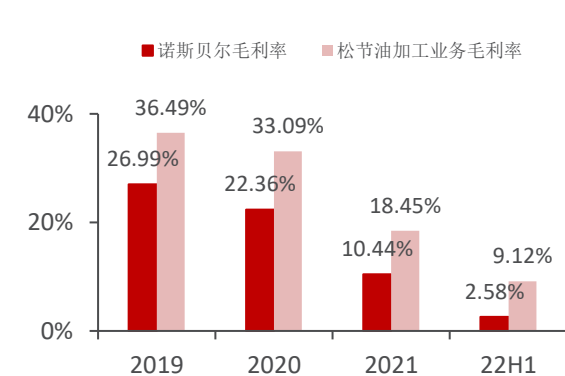
资料来源：wind，民生证券研究院

化妆品业务贡献主要收入来源，业务结构不断优化。1H22 化妆品业务营收占比 67.59%，超过松节油加工业务营收占比 35.54pct，已代替松节油加工业务成为了公司营收的主要贡献部分。公司近年来不断深化面膜、湿巾等化妆品细分赛道，持续加大研发投入。从营业收入占比来看，面膜系列近年来营收占比持续下降，在 22H1 营收达 4.14 亿元，同比下降 19.30%。面膜系列虽在化妆品业务中仍保持占比第一的地位，但护肤系列、湿巾系列随着诺斯贝尔的不断优化营收结构，2022H1 营收分别为 2.93 亿元/yoy-0.96%、2.02 亿元/yoy-43.36%，占化妆品业务中第二、第三，相较于往年占比大幅提升。

两大主营业务受疫情、消费需求下降及市场竞争加剧影响，毛利率持续下降。毛利率方面，自 2019 年开始，各业务毛利率、净利率均呈现下滑趋势，至 2022 年公司前三季度毛利率 4.94%，同比下降 11.85pct，净利率-30.63%，同比下降 35.08pct。诺斯贝尔毛利率下降的主要原因包括：①化妆品生产线改扩建项目陆续建成投产，长期资产折旧和摊销以及租金支出等同比增长。②由于化妆品业务扩张及产能扩张，为匹配需求，公司自 2019 年开始大规模扩充员工，从而导致用工成本大幅增加。③随着国内防疫产品产能提升，相关产品利润率大幅下降。

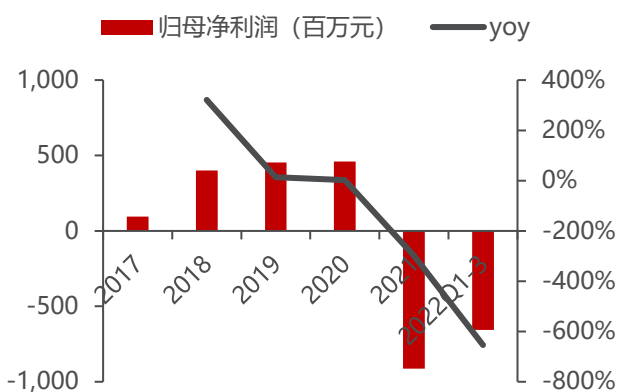
图7：诺斯贝尔及松节油业务营收及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

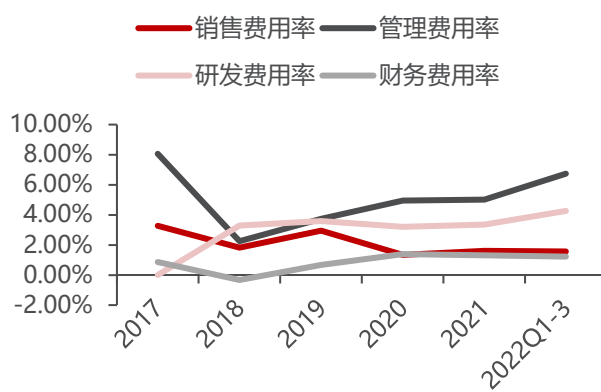
图8：诺斯贝尔及松节油业务毛利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

管理、研发费用持续增加。费用率方面，自 2018 年开始，管理费用率和研发费用率均呈现上升趋势，销售费用率相对保持稳定。Q1-Q3 销售/管理/研发费用率分别为 1.57%/6.73%/4.26%，同比分别变化-0.09/+1.93/+0.88Pct。从员工结构来看，销售人员、技术人员、行政人员自 2018 至 2021 年进行了大幅的扩充。

图9：归母净利润及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：三费率情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表5：2018-2021 年青松股份员工数量

专业构成	2018	2019	2020	2021
生产人员	253	4,728	6,842	5,437
销售人员	17	153	181	221
技术人员	71	262	294	369
财务人员	11	53	56	36
行政人员	78	474	531	725
合计	430	5,670	7904	6,788

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

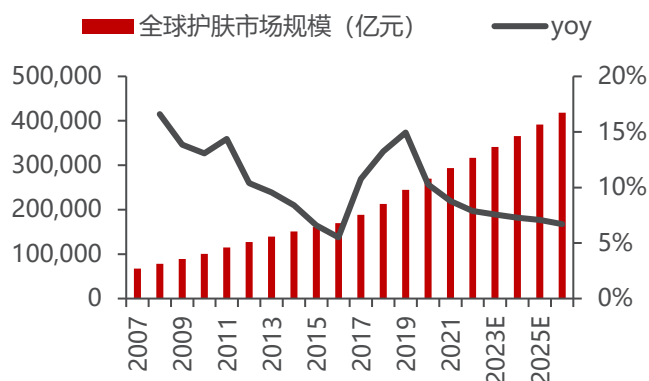
2 行业：代工行业蓬勃发展，格局分散有望向龙头集中

2.1 代工行业：受益于下游需求增长，代工行业蓬勃发展

2.1.1 化妆品行业：产业链整体稳步增长，结构性变化催化代工环节价值占比提升

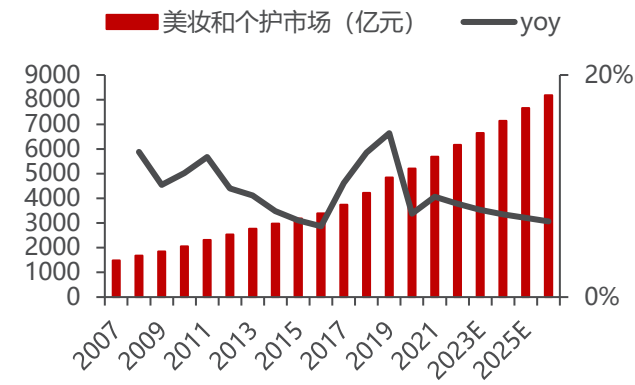
中国化妆品市场始终保持增长，且在全球市场中占比较大、增速快。根据欧睿数据，2021年中国美妆市场规模达5686亿元，2016-2021年CAGR为10.9%，2021-2026E年预计CAGR为7.5%。然而国内化妆品消费金融仍有进一步提升空间，2021年中国化妆品人均消费额为63美元，显著低于日韩欧美国，约为日韩消费水平的1/4，美国消费水平的1/5。

图11：全球美妆和个护市场规模



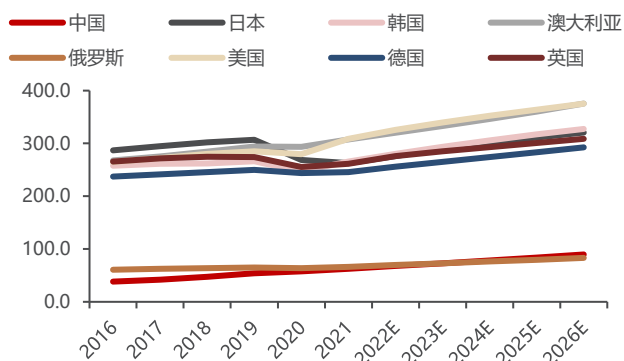
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图12：中国美妆和个护市场规模



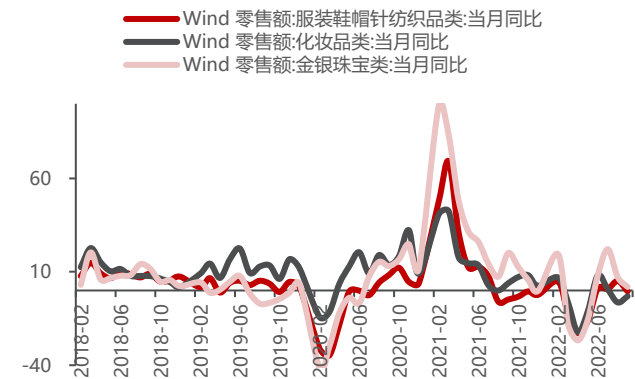
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图13：人均化妆品消费金额（美元）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图14：可选消费社会零售额同比增速（201802-202209）



资料来源：wind，民生证券研究院

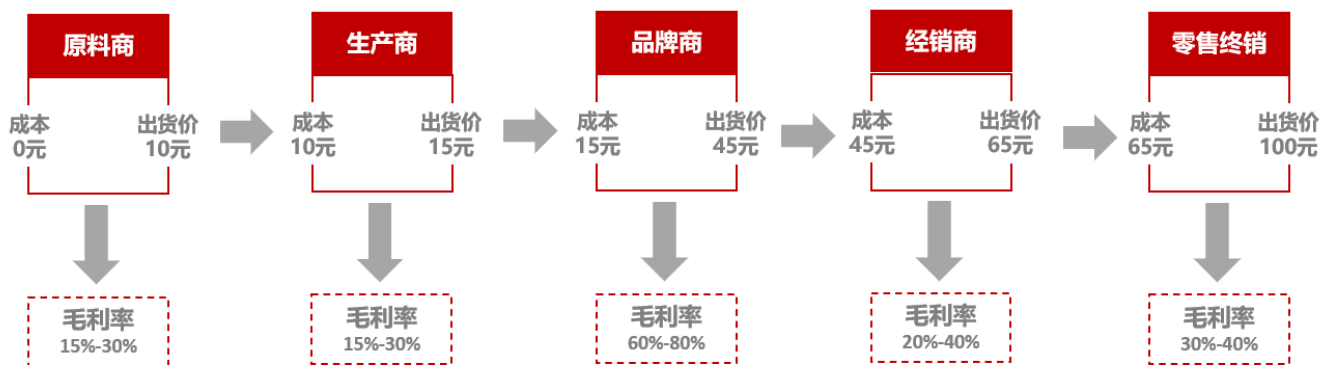
代工厂在产业链中的价值占比较低。根据价值链拆分，在出货价为 100 元左右的终端产品中，其中原材料成本为 10 元左右，代工厂加价 5 元左右，品牌商加价 30 元左右，经销商加价 20 元左右，电商平台加价 35 元左右，销售至消费者手中。

图15：国内美妆行业产业链



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

图16：化妆品产业链价值分布

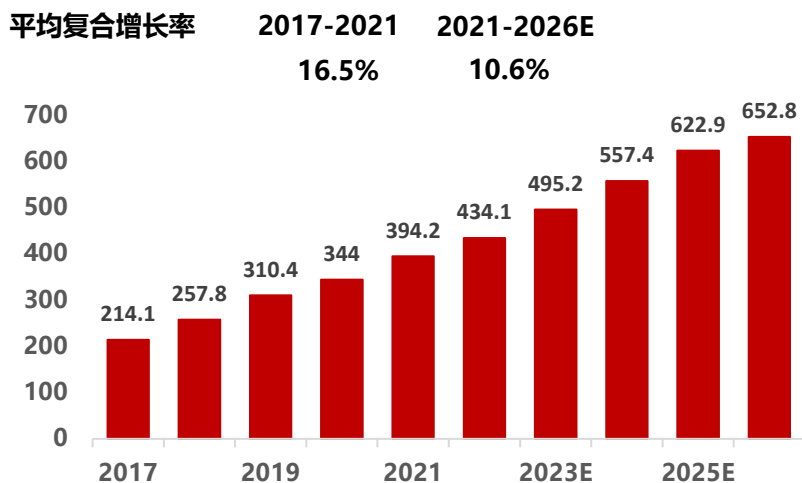


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

2025 年化妆品代工厂规模可达 600-1200 亿元。①根据灼知咨询，2021 年化妆品代工厂规模为 394.2 亿元，占整体化妆品行业规模的比例约为 7%，2025 年代工厂规模达到 623 亿元。②根据上述的价值链拆分，代工厂的价值链占比在

15%左右，假设 2025 年代工厂在整体产业链中的价值占比为 15%，则根据欧睿的中国美妆市场规模预测数据，测算 2025 年的代工厂规模可达 1148 亿元，空间较大。

图17：化妆品代工行业规模（亿元）

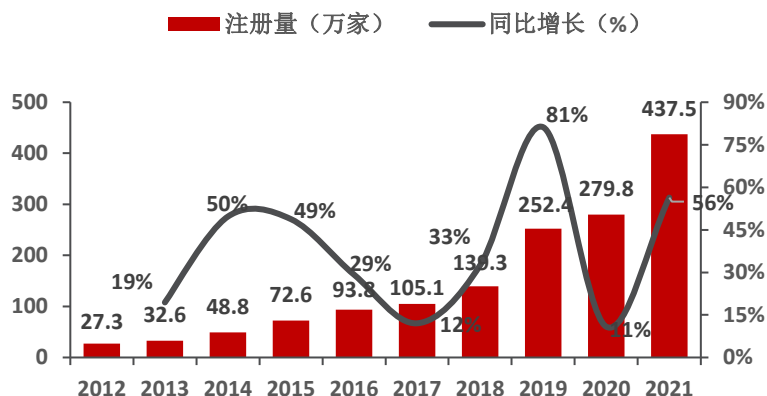


资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

2.1.2 驱动力：新锐品牌增加&行业竞争加剧，代工需求不断增长

新锐品牌不断涌现，小规模企业占比提升。根据艾瑞咨询，2020 年中国本土美妆市场规模达 1576 亿元。新锐本土护肤市场规模达 170 亿元，新锐本土彩妆市场规模达 128 亿元。中国新锐本土美妆市场规模占整体本土美妆市场的 18.9%。截至 2022 年 3 月，我国共有在业存续的化妆品相关企业 1247.1 万家，从注册量上看，近 10 年全国化妆品相关企业注册量总体呈波动上升趋势，2020 年注册量达 279.8 万家，同比增长 10.9%。2021 年共新增 437.5 万家相关企业，同比增长 56.3%，是近十年注册量最多的一年。而根据化妆品观察网的统计，2021 年收入规模超过 10 亿元的企业仅有 38 家，市场中大部分企业规模不足 10 亿元。

图18：新锐品牌数量快速增长



资料来源：企查查，民生证券研究院；

注：统计时间为 2022 年 3 月 7 日，统计的相关企业为企业名称、经营范围、品牌名含化妆品的企业。

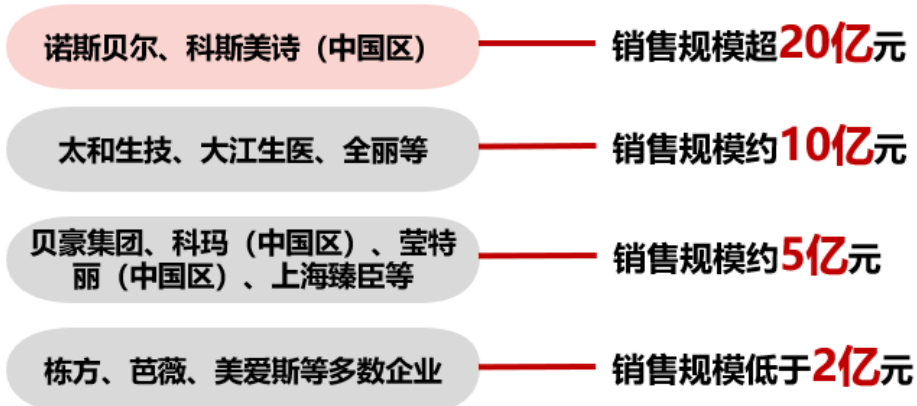
新锐品牌数量增加刺激代工需求增长。一级市场对美妆赛道的助力、“Z世代”对国货的认可，以及新媒体渠道带来的流量红利使得化妆品品牌的入局者不断增加。对于新锐品牌来说，自建工厂的资金门槛较高，且品牌本身认知度不高，大型代工企业的生产研发能力可以为其背书。选择代工厂既可以降低成本，又可以减少公司重资产的投入，控制投资风险。与此同时，品牌方也可以将有限精力集中在更具有比较优势的环节，包括品牌建设、研发设计、渠道营销等方面，实现利润最大化。

在市场竞争日趋激烈的背景下，推新需求增加有利于生产向代工厂转移。随着国货新锐品牌和电商品牌的崛起，国际品牌加速向中国市场扩张，渠道与营销方式的变革，消费者需求的不断细化，化妆品市场竞争日趋激烈。品牌方需要不断推陈出新，来把握消费者的需求。新锐品牌多数不具备制造端优势，代工厂更好地满足了新锐品牌对弹性产能与个性化研发的需求；而成熟品牌多数有自建工厂，代工厂对供应链上下游的渗透也可以弥补本土化的短板与外部风险影响下产能的缺失。

2.2 竞争格局：海外龙头地位稳固，本土代工格局分散，未来有望向龙头集中

海外巨头占据全球化妆品代工领域规模前三名。从规模上看，韩国的科玛和科丝美诗、意大利莹特丽的营收分别位列全球化妆品代工领域前三名，诺斯贝尔为本土化妆品代工龙头企业。国内代加工市场较为分散，本土的美妆代工厂数量有数千家，但是普遍技术壁垒较低，除了诺斯贝尔、全丽、上海臻臣、芭薇、美爱斯、福瑞达等少数企业，大部分代工产品为低端劳动密集型，在规模、工艺设备、研发能力、精细化管理水平方面有很大提升空间。

图19：化妆品代工行业竞争格局：从1980年70余家代工厂增长为2020年的5000余家

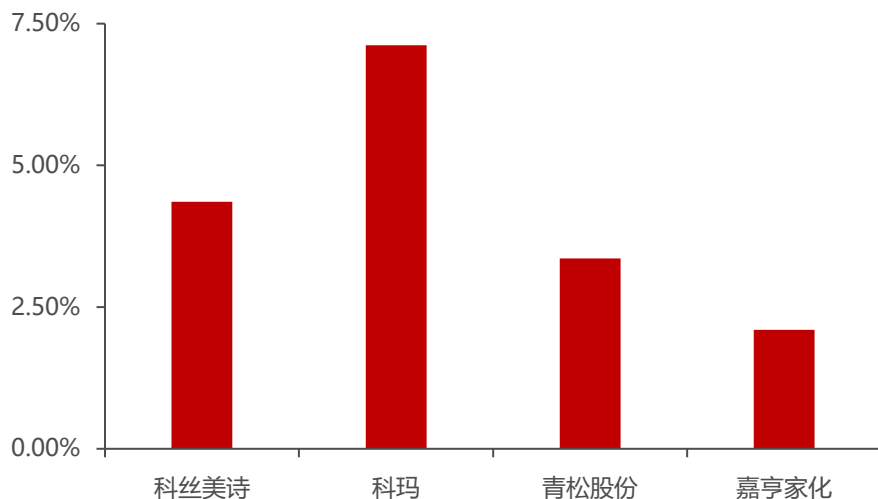


资料来源：青眼，民生证券研究院

国外代工企业成立时间较长，研发方面储备深厚。国内化妆品代工企业的研发实力相对较弱，从研发费用率来看，国内企业普遍较低，化妆品代工的龙头企业

业诺斯贝尔 2022 年第三季度研发费用率仅有韩国科玛集团和科丝美诗的一半；从研发团队的人数和配方数量来看，大部分国内代工企业仍处于研发的早期阶段。

图20：2021 年美妆代工企业研发费用率对比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

表6：美妆护肤品代工行业主要参与者研发团队及配方情况（2021 年）

企业	工厂地点	主营产品类	研发人数	配方数	专利数
科丝美诗	上海 广州	护肤品及彩妆	130+	20000+	25+
诺斯贝尔	广东	面膜等护肤品	200+	3000+	40+
太和生技	上海	护肤品及彩妆	100+	10100+	150+
全丽	上海	护肤品	20+	1500+	40+
科玛	北京 无锡	护肤品及彩妆	350+	20000+	645+
上海臻臣	上海	彩妆	60+	5800+	5+
芭薇	广州	护肤品及彩妆	60+	3000+	40+
美爱斯	苏州	护肤品	10+	-	10+
福瑞达	济南	护肤品及彩妆	550	-	171

资料来源：灼知咨询，民生证券研究院

外资和本土头部代工企业向全产业链布局迈进。 外资的成熟代工厂大多数在产业链上下游均有布局。随着国内企业资金实力的增强，及业务拓展的需要，部分企业开始积极拓展全产业链业务。在代工品类上，国内化妆品代工企业鲜有能覆盖全品类，但许多企业正在积极拓展品类，逐步发展为包括护肤、彩妆和医美在内的全品类布局。从代工模式上来看，当研发实力较强的化妆品代工企业也会通过整合上下游行业资源，向 OBM 转型升级，以提升公司毛利水平和综合竞争力。

表7：美妆护肤代工厂全产业链布局情况

企业名称	股东方是否包含上市公司	股东方是否包含投资机构	对外投资数量	产业布局	是否涉及产业链上游(原料)	是否涉及产业链中游(生产)	是否涉及产业链下游(品牌、营销)	是否涉及其他相关领域
诺斯贝尔	Y	-	3	无纺制品、日化制品、电子商务	Y	Y	Y	-
上海全丽	-	-	2	生物科技	-	Y	-	-
上海臻臣	-	-	1	生物科技	-	Y	-	-
栋方	Y	-	5	品牌管理、生物科技、化妆、个护用品制造	-	Y	Y	-
芭薇	-	Y	6	生物科技、检测	-	Y	-	Y
美爱斯	-	Y	4	营销管理、宠物用品、生物科技、电子商务	-	Y	Y	Y

资料来源：化妆品观察，民生证券研究院

新条例出台抬高代工行业门槛，增加中下游企业间的粘性。《化妆品监管条例》以及与之配套的《化妆品注册备案管理办法》、《化妆品新原料注册备案资料管理规定》、《化妆品注册备案资料管理规定》、《化妆品分类规则和分类目录》已于2021年1月1日和5月1日实施。一方面，相关条例对功效性检验的要求更加严格，提高行业门槛，淘汰不合规企业，利好上游检测行业与代工厂；另一方面，使得下游品牌商更换代工方的成本增加，因此中下游之间的粘性增强。

监管趋严以及市场竞争加剧，国内化妆品代工行业集中度有望提升。随着新条例的出台，以及市场竞争的日趋激烈，部分生产配置条件较低、管理流程不够规范、研发落后的中小企业将被迫出局或走向规范化；在疫情反复以及国际贸易环境不稳定、原材料价格波动的环境下，一些以低价为核心竞争力的中小代工企业抗风险能力较弱；此外，新锐品牌也更愿意与名气大、口碑好的头部代工厂合作，让代工厂商为品牌背书。在多个因素的影响下，国内化妆品代工行业有望逐渐向龙头集中。

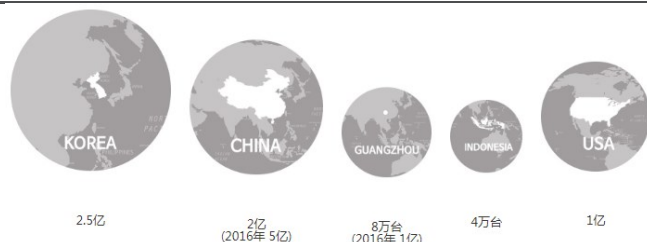
表8：化妆品生产研发相关法律法规

政策	政策简析	实施时间
国家 《化妆品风险监测工作规程》	《规程》对工作原则、计划、采样、检验、监测报告、结果利用和工作要求做出规范，根据《规程》，风险监测以“可能含有潜在危害因素的产品”、“流通范围广、消费量大的产品”、“涉嫌虚夸大宣传误导消费者的产品”等6种情况作为监测重点	2018-1-9
食品 《化妆品分类规范》	化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案时，应当依据《分类规则》填报产品分类编码	2021-5-1
药品 《化妆品功效宣称评价指导原则》	化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案时，应当依据《规范》的要求对化妆品的功效宣称进行评价，并在国家药监局指定的专门网站上传产品功效宣称依赖的摘要	2021-5-1
监督管理 《化妆品监督抽检工作规范》	监督检查将包括所经营产品的生产企业化妆品生产许可证、许可批件/备案凭证、营业执照的复印件并核实其有效性及与所经营产品是否相符，有无违法标注和违法宣传等	2021-11-26
总局 《化妆品安全技术规范》	规定了化妆品的安全技术要求，包括通用要求、禁限用组分要求、准用组分要求以及检验评价方法等	2016-12-1
国家 《化妆品分类规则和分类目录》	化妆品注册人、备案人应当根据化妆品功效宣称、作用部位、使用人群、产品剂型和使用方法，按照本规则和目录进行分类编码	2021-4-9
药监 《化妆品安全评估技术导则》	化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案前，必须依据《技术导则》的要求开展化妆品安全评估，提交产品安全评估资料	2021-5-1
局 《非特殊用途化妆品备案量化分级指导原则》	药监局将依据备案人或境内责任人的质量管理体系、备案产品情况、产品上市后的监督检查情况，对其进行评分。评分的结果将决定对相关产品的抽查频次	2019-5-27
国 《化妆品监督管理条例》	对在中国境内从事的化妆品生产经营活动和监督管理做出了规定，涉及化妆品原料与产品、生产经营、标签与广告、监督管理、法律责任等内容	2021-1-1
院 《关于在全国推开“证照分离”改革的通知》	精简涉企执照，加强事中事后综合监管，创新政府管理方式，进一步营造稳定、公平、透明、可预期的市场准入环节，充分释放市场活力	2018-9-27
司 《化妆品注册管理办法》	对资料的格式和规范性要求、用户开通资料、化妆品注册备案资料、变更和延续资料要求等进行了具体规定	2021-1-21

资料来源：灼知咨询，民生证券研究院整理；

2.2.1 科丝美诗：全球规模第一的化妆品代工企业，创新升级 OBM 模式

科丝美诗是全球最大的化妆品代工企业，建立 OBM 品牌库助理初创品牌孵化。科丝美诗 1992 年创立于韩国，在韩国、中国上海和广州、印度尼西亚雅加达、美国俄亥俄州等世界各地建立工厂，依托强大的研发和生产能力，2015 年成为化妆品 OEM/ODM 行业世界首位。科丝美诗（中国区）成立于 2004 年，公司的业务以 ODM 和 OBM 为主，ODM 是指包括产品设计的代工，而 OBM 则是包含品牌设计的代工模式，提供产品研发、品牌策划、产品策划、制造生产、营销战略、渠道规划等一系列全方位服务。目前科丝美诗已建立了专属 OBM 品牌库，包含 30+ 品牌以应对不同客户的不同选择需求，此外，科丝美诗取消了最小订单的限制，建立了少量生产体系，有利于新锐品牌的初期孵化。

图21：科丝美诗全球主要生产基地及产能（亿元）


资料来源：科丝美诗中国官网，民生证券研究院

表9：科丝美诗四大研发基地（截至 2022 年 11 月 17 日）

所在地	研究人员	供给品牌
韩国城南市三坪	200+	200+
中国上海	60+	200+
美国新泽西州	10+	100+
印度尼西亚雅加	10+	80+

资料来源：科丝美诗中国官网，民生证券研究院

目前科丝美诗在中国拥有 3 家工厂，其中 2 家位于上海，1 家位于广州。

表10：科丝美诗中国工厂产品及产能情况

工厂	面积	生产内容	产能（亿元）
上海工厂	2.4 万㎡	护肤/彩妆	2 亿
上海工厂	2.03 万㎡	彩妆	
上海工厂	1.12 万㎡	面膜	
上海第 2 工厂	2.4 万㎡	护肤/彩妆	
广州	3.0 万㎡	护肤/彩妆	1 亿

资料来源：科丝美诗公司官网，民生证券研究院；

服务客户遍布国内外知名品牌。科丝美诗服务于全球 370 多个品牌客户，包括欧莱雅、宝洁、联合利华、爱茉莉太平洋、兰蔻、雅诗兰黛、资生堂等国际著名品牌，以及百雀羚、自然堂、花西子、完美日记、卡姿兰、金甲虫、希芸、相宜本草等国内著名品牌。

图22：科丝美诗（中国）主要国外客户

BOBBI BROWN	Dior	L'ORÉAL PARIS	LANCÔME 兰蔻
YVES SAINT LAURENT	CHANEL	shu uemura	MAC

资料来源：科丝美诗公司官网，民生证券研究院

图23：科丝美诗（中国）主要国内客户

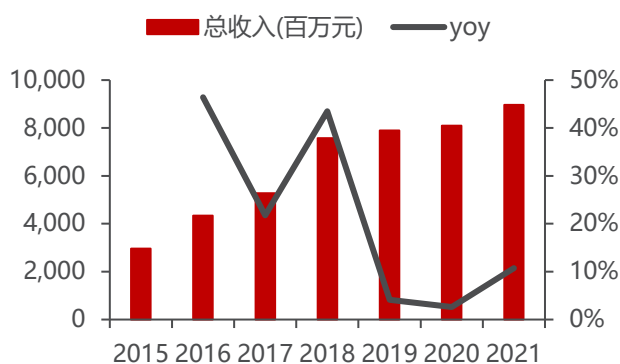
DNLNIR 黛莱露	JALA 伽蓝	COGI 高姿 HONG KONG	GIALEN 佳乐人®
PERFECT DIARY BEAUTY	GOLD NINE 金甲虫	蜜芽 年轻妈妈品质生活	屈臣氏 WATSONS
三得霖 雨木	CHOTUFE 推优聚®	花西子 HERBES	完美 PERFECT
云集	CHANDO 自然堂	REC	植物医生® DR PLANT

资料来源：科丝美诗公司官网，民生证券研究院

科丝美诗总收入创纪录，净利润实现大幅增长。科丝美诗自 2015 年来营业收入分别为 29.62 亿元、43.36 亿元、52.80 亿元、75.75 亿元、78.89 亿元、

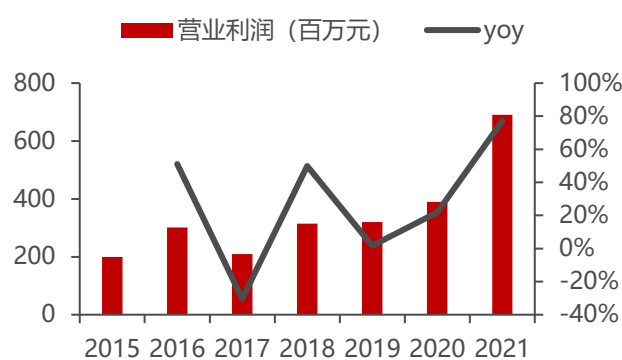
80.95 亿元，在 2021 年，科丝美诗实现创纪录总收入 89.67 亿元，同比增长 10.77%；2021 年营业利润 6.9 亿元，同比增长 77.07%；归母净利润自 2015 年至 2019 年来分别为 1.17 亿元，1.99 亿元，1.12 亿元，1.96 亿元，1.88 亿元，2020 年降至 1.25 亿元后在 2021 年实现回弹至 4.19 亿元，同比增长 235.12%。2020 年受疫情冲击增速放缓后，2021 年公司整体业务开始回暖，营收规模和营业利润方面仍然为世界龙头企业。

图24：科丝美诗收入及增速



资料来源：彭博，民生证券研究院

图25：科丝美诗营业利润及增速

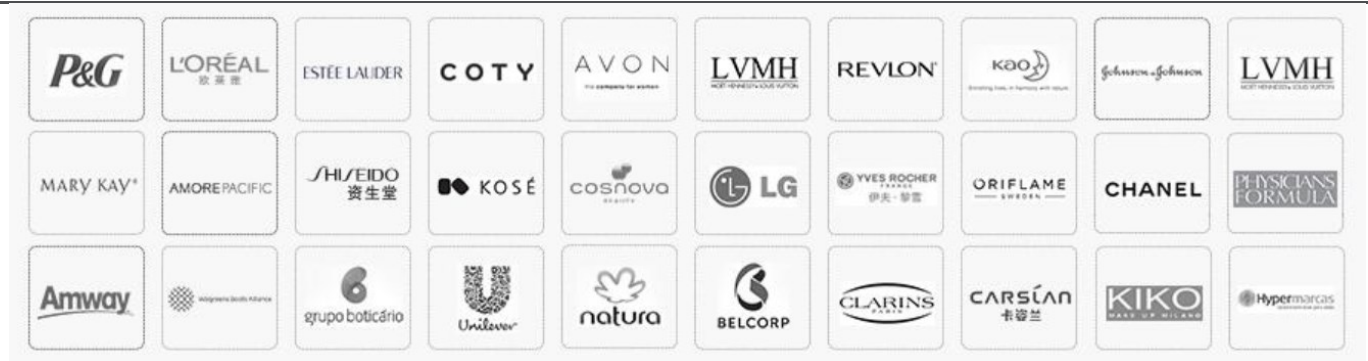


资料来源：彭博，民生证券研究院

2.2.2 莹特丽：服务高端品牌客户，科技实力亮眼

服务客户包括前 30 强化妆品企业中的 26 家，与重要客户保持超高粘性。莹特丽成立于 1972 年，总部设在意大利米兰，是全球领先的彩妆和护肤品 OEM/ODM 供应商。在 9 个国家拥有 14 个销售办事处和 13 个生产基地。成立以来集团专注于彩妆、铅笔、指甲油和护肤品。公司超过 50% 的收入来自世界前 30 强化妆品企业中的 26 家，与最大的 5 个客户有超过 15 年的合作关系。

图26：莹特丽主要合作客户



资料来源：莹特丽公司官网，民生证券研究院

注重材料与产品研发，把握美容行业趋势。公司在北美、南美、欧洲和亚洲设有研发中心，生产基地和营销办事处，全球化的布局使得公司具备对于行业美容行业趋势的洞察、预测和影响能力。公司的研发费用率保持在 8% 左右，全球专职研发团队近 900 人，涉及基础原料研发、应用配方研发、周边产品研发、工

艺流程研发各板块。在上游原料端上，莹特丽近两年陆续将科研成果运用到彩妆产品的配方中，增强其彩妆配方的壁垒。目前在中国拥有 4 个生产基地和 1 个研发中心，2013 年产品年产能超过 15 亿件，料体产能超过 1.24 万吨。

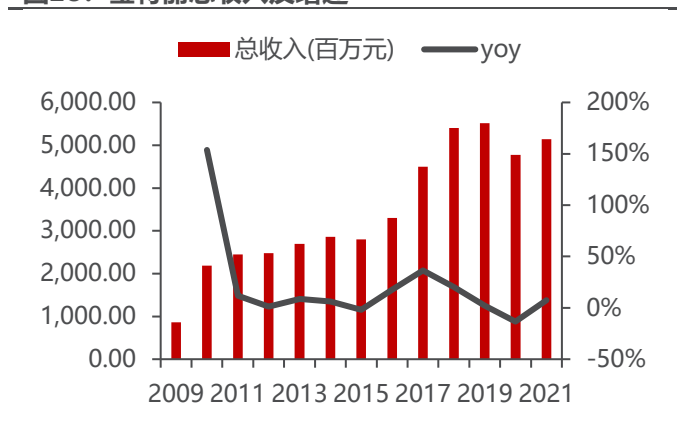
图27：莹特丽全球生产基地及研发中心



资料来源：莹特丽公司官网，民生证券研究院

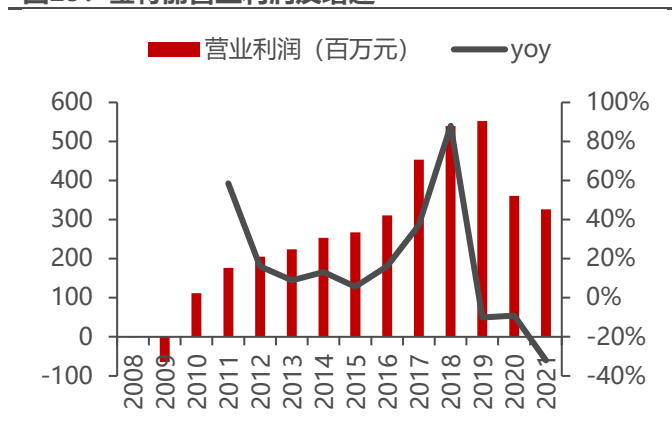
莹特丽营业收入涨幅较小，利润持续下降，仍未恢复疫情前状态。莹特丽总收入从 2008 年到 2019 年总体持续上涨，2019 年实现 55.11 亿元营收，受疫情冲击后 2020 年出现负增长，2021 年总收入为 51.39 亿元，同比增长 7.58%，虽有所增长但仍然未恢复 2019 年收入水平；公司营业利润自 19 年来持续降低，2021 年为 3.26 亿元，同比降低 9.44%；归母净利润自 2018 年达到最高纪录 3.69 亿元后逐年下降，2021 年归母净利润为 2.05 亿元，同比降低 32.02%。

图28：莹特丽总收入及增速



资料来源：彭博，民生证券研究院

图29：莹特丽营业利润及增速



资料来源：彭博，民生证券研究院

2.2.3 韩国科玛：覆盖美妆、医药、食品三大领域，客户广度深度兼具

覆盖化妆品、医药品、健康功能食品三大领域，具备跨行业生产经验。韩国科玛成立于 1990 年，业务分布中国、美国、加拿大、新加坡、中东等地，为全球 900 多家企业提供研究、开发、生产的 ODM 服务。科玛全资子公司北京科玛于 2007 年成立，2018 年无锡科玛工厂的竣工，目前可年产 5 亿吨。目前科玛在国内设有 4 家工厂和研究所，以及 3 家办事处，服务全国大中小品牌。产品涵盖乳液、霜、洁面乳、面膜、身体乳类、油性类等，日产能达 40 吨。

图30: 科玛集团的中国工厂及办事处



资料来源: 科玛公司官网, 民生证券研究院

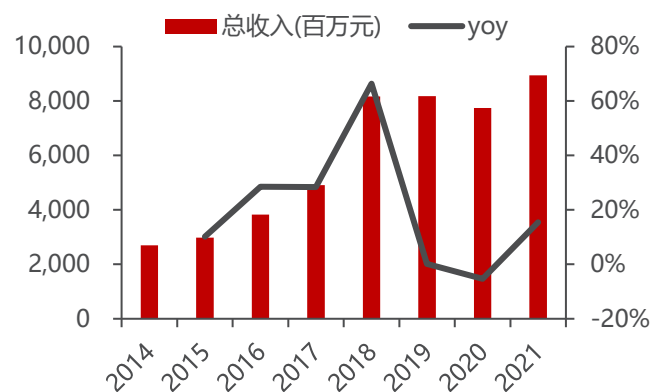
表11: 科玛(中国)工厂产品及产能情况

工厂	面积	生产内容	产能
无锡	8 万 m ²	基础护肤和彩妆	45000 万只
北京	3.1 万 m ²	基础护肤/彩妆	7000 万只

资料来源: 科玛公司官网, 民生证券研究院

韩国科玛总收入保持增长, 2021 年营业利润受到疫情影响下滑。韩国科玛营业总收入自 2014 年 27.00 亿元的强势增长至 2018 年的 81.65 亿元, 后除受疫情影响的 2020 年出现小幅减少外, 基本保持稳定增长。2021 年公司总收入为 89.37 亿元, 同比增长 15.48%, 营业利润 4.74 亿元, 同比降低 33.35%, 低于 2018 年至 2020 年的整体水平; 2021 年归母净利润 2.01 亿元, 同比降低 78.50%, 继 2020 年突增至 9.38 亿元后回归正常水平。

图31: 韩国科玛总收入及 yoy



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

图32: 韩国科玛营业利润及 yoy



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

3 诺斯贝尔：产能+客户+研发优势，稳固本土代工龙头地位

3.1 产能：产品矩阵完善&生产能力优质，静待产能释放

生产规模位居全球前列，随产能利用率提升，收入增速有望触底反弹。截至2021年12月31日，公司拥有面膜年产能21.34亿片，护肤品2840万L，湿巾260.41亿片，产能超过大部分同行。根据公司官网，目前面膜产能全球第一。自诺斯贝尔并表以来，公司在3年间新增60条产线，产能得到充分的扩张，且具备各类档次产品的生产能力。但目前产能利用率仍在50%以下，随着疫情的缓解以及后续订单的释放，产能利用率逐渐提升，收入增速有望触底反弹。

表12：诺斯贝尔产线及产能情况（2021年 vs 2018年）

	2018年	2021年	单位	生产线名称	产能（2021年）	产能利用率
面膜	55	55	条	面膜自动灌装包装生产线	21.34 亿片	38.54%
	2	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		
	1	2	条	冻干面膜生产线		
	1	2	条	静电纺丝面膜生产线		
	20	20	条	全自动面膜无纺布冲裁生产线		
护肤品	40	43	套	真空乳化设备	2.84 亿支/100ml	39.68%
	25	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		
	2	7	条	自动化唇膏生产线		
	1	1	条	冻干粉护肤品生产线		
	4	14	条	泡罩护肤品生产线		
湿巾	8	8	条	80片全自动湿巾生产线	260.41 亿片	36.24%
	15	19	条	10片装全自动湿巾生产线		
	10	11	条	单片装全自动湿巾生产线		
	3	4	条	桶装湿巾生产线		
	1	1	条	水刺无纺布生产线		
医用材料		13	组	一次性医用口罩生产线		
		2	组	KN95 生产线		

资料来源：青松股份公告，民生证券研究院；

表13：截至2021年12月31日，嘉亨家化的主要产能

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
化妆品	2.45 万吨	98%	38,000 吨	尚未完工
塑料包装容器	8.7 亿个	77%	30,000 万个	尚未完工
家庭护理产品	2.5 万吨	35%		

资料来源：嘉亨家化公司公告，民生证券研究院；

建立高质量的管理制度，具备特殊用途化妆品生产能力。诺斯贝尔拥有高质量的产品管理制度，在 17 大国际标准化管理体系中，诺斯贝尔已通过 ISO9001、ISO13485、ISO2271、ISO14001、ISO50001、HAS23000 清真等管理体系认证。具备特殊用途化妆品（防晒、美白等功效性产品）的生产能力，不同于普通用途化妆品，特殊用途化妆品的注册审批、申报、检验流程更为复杂和严格，相关产品的生产经验使得公司在质量以及产品方面具备一定的壁垒。

表14：诺斯贝尔主要业务

产品系列	产品类别	产品名称	功效/作用	部分产品
面膜系列	面膜	天丝面膜	滋养、修护、抗皱、紧致、舒缓、控油、保湿等	屈臣氏天丝面膜系列 自然堂茶马古道补水亮采面膜 DR PLANT 滇山茶沁润补水亲肌面膜 佰草集润泽兰高保湿冻干面膜 欧珀莱时光锁集中修护凝胶面膜
		超细纤维面膜		
		生物质石墨烯黑面膜		
		水凝胶面膜		
		纳米速溶紧致膜		
		双导塑颜紧致膜		
		其它面膜		
护肤品系列	护肤类	护肤水、乳、霜、精华液	滋养、修护、抗皱、紧致、舒缓、控油、保湿等	肤漾清透保湿乳 高姿烟酰胺焕亮紧致安瓶精华液 纽西之谜温泉水炸弹面膜
		冻干粉/安瓶精华液		
	洁肤类	泡罩材料护肤类	洁面	如薇清润舒悦桔脂卸妆膏 C 咖白泥清透净肤精华面膜
		卸妆水、油、膏、泡沫、啫喱和洁面乳		
	底妆类	粉底液	遮瑕	高姿轻透水光精华粉底液
	特殊用途化妆品	淡斑精华和防晒霜	祛斑美白、防晒	半亩花田臻白清透防晒乳
湿巾系列	湿巾	清洁卫生湿巾	清洁	滴露卫生湿巾 clinell 伽玛消毒卫生湿巾 启初婴儿清爽湿巾 花西子花露凝萃卸妆湿巾
		婴儿湿巾	清洁	
		卸妆湿巾	洁面	
		医疗湿巾	杀菌	
		其他湿巾	清洁	
无纺布制品及其他系列	口罩	一次性医用口罩	防护	NBC 一次性医用口罩 NBC KN95 口罩
		KN95 口罩	防护	
	家居、美容类产品	压缩面膜、洁面干巾	洁面，干湿两用	屈臣氏天丝美容洁面巾 屈臣氏天丝压缩面膜

资料来源：青松股份公司公告，民生证券研究院；

监管趋严，公司的优质生产能力在行业中具备稀缺性。近两年国务院及国家药品监督管理局等监管部门相继出台了一系列政策规定，对原料与产品、生产经营、监督管理、法律责任等进行规范，涉及化妆品原料、检测、代工、品牌等环节。行业监管新规的出台，在保障化妆品产品质量的同时，也加大了化妆品企业的成本投入，导致行业整顿的加速，化妆品行业将面临洗牌。据“企查查”数据显示，2021 年化妆品相关企业（企业名称、经营范围、品牌名含化妆品的企业）共吊、注销 88.6 万余家，同比增长 18%。其中，5、6 月份相关企业吊注销量出现高峰，突破 10 万家。中尾部企业的出清，使得公司的优质产能更为稀缺。

积极顺应行业政策的变化，在组织管理上迅速布局相关岗位。为配合新规要求，公司中央工厂设有感官和功效评测中心，为客户提供有效的评测反馈，并将成立杭州检验检测公司，以进一步提升自身产品检测能力及备案效率。此外，诺斯贝尔还扩充了法规部团队，在满足新规的条件下，为公司建立更高门槛。

表15：2020-2021年化妆品行业的颁布的管理办法

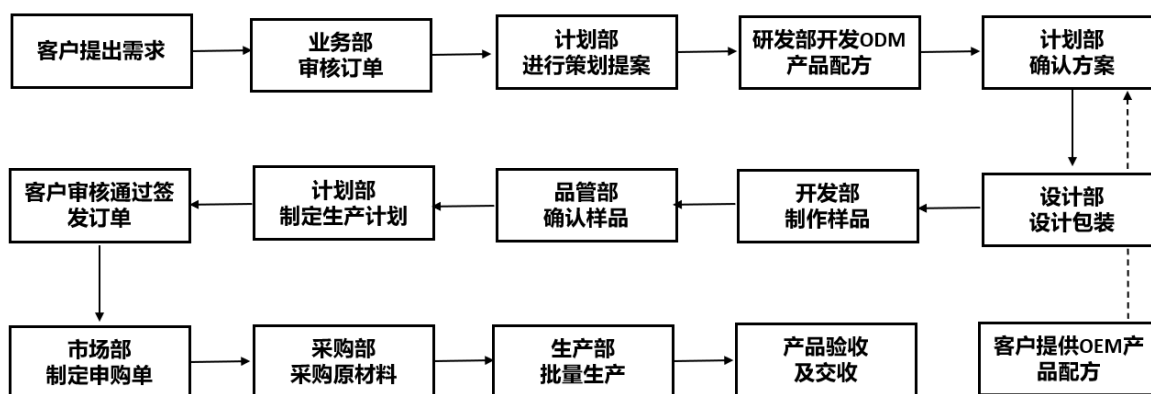
编号	法规、规范性文件名称	发文机关	发布日期
1	化妆品监督管理条例	中华人民共和国国务院	2020年6月29日
2	化妆品分类规则和分类目录	国家药品监督管理局	2021年4月9日
3	化妆品注册备案管理办法	国家市场监督管理总局	2021年1月12日
4	化妆品注册备案资料管理规定	国家药品监督管理局	2021年3月4日
5	化妆品新原料注册备案资料管理规定	国家药品监督管理局	2021年3月4日
6	化妆品功效宣称评价规范	国家药品监督管理局	2021年4月9日
7	化妆品生产经营监督管理办法	国家市场监督管理总局	2021年8月6日
8	化妆品标签管理办法	国家药品监督管理局	2021年6月3日

资料来源：青松股份公司公告，民生证券研究院；

3.2 客户：上下游客户资源丰富，承接新锐品牌需求，客户不断拓展

多部门参与客户合作的研发流程，满足大批量和紧急需求订单。公司业务部、市场策划部、研发部、生产部、产品开发部、产品法规部等已建立创新联合开发模式，妥善实现客户对接、为客户提供创意策划、高效实现产品生产、以最优的产品成本实现有效的包材设计、确保产品合法合规，能够凭借柔性供应链优势快速满足大批量和紧急订单需求。

图33：公司与客户合作的流程



资料来源：青松股份公司年报，民生证券研究院

合作原料商实力雄厚，保障原料高质量。目前公司已与 30 多家全球知名原料供应商或其代理商建立长期合作关系。稳定的原材料供应关系不但可以分享供应商最先进的原料科研成果，也有助于保证诺斯贝尔产品品质稳定，从而巩固与品牌客户的业务合作关系。目前，已与陶氏、巴斯夫、帝斯曼、赢创、德之馨等国际化妆品原料供应商达成战略合作伙伴关系，推动双方在美妆行业的业务发展。

无纺布方面，诺斯贝尔与国内最大的无纺纤维和无纺布生产商赛德利无纺的合作得到长足发展。

表16：世界前十大原料供应商

原料商名称	体量	优势技术	简介
巴斯夫	2021年销售额：5994.85亿元	十项全能	几乎占据全球大部分化妆品原料的供应市场，全世界一半的化妆品品牌都是其客户。产品主要包括：表面活性剂、乳化剂、聚合物、润肤剂、活性成分、紫外线过滤剂等，巴斯夫也是中国主要的防晒剂供应商；
亚什兰	2021年销售额：137.30亿元	防晒、洗护等	业务覆盖防晒、头发护理、个人护理和家用护理四个板块。在化妆品领域，头发调理剂和防腐剂是它的特长领域。
德之馨	2021年销售额：291.75亿元	防晒剂、美白、敏感肌肤、防腐替代	世界第三大日化香精、香料、化妆品原料生产商，擅长防晒领域和抗过敏原料领域。
禾大	2021年销售额：167.66亿元	表活、抽脂等	是全球个人护理品原料的重要供应商之一。在化妆品领域主要供应洗发水原料。
帝斯曼	2021年销售额：700.75亿元	抗衰、防晒、美白等	维生素原料和防晒剂原料较有代表性，是全球最大的防晒剂和活性成分生产商之一。
道康宁	2013年销售额：57.1亿美元	有机硅等	化妆品原料业务主要集中在护发产品、洗发水、定型剂和固发剂几项业务上，在硅油领域处于行业领先地位。
科莱恩	2021年销售额：308.41亿元	表活、调理剂、防晒剂等	为国内外洗涤剂、化妆品、制药、涂料、食品等行业提供原料支持。在个护业务中，主要用于化妆品、护肤、护发产品。
赢创	2021年销售额：1135.81亿元	洗护等	全球第一家使用生物技术批量生产高品质表面活性剂。
路博润	2017年销售额：63亿美元	抗衰等	在个护、洗护、护肤等方面有自己的核心技术；在生物技术和植物活性成分等领先。
瓦克	2021年销售额：473.07亿元	有机硅等	全球有机硅的巨头之一，多用于洗护产品和护肤产品中，成膜性较好。

资料来源：各公司公告，民生证券研究院；

下游客户覆盖海内外知名品牌，多元化客户有利于公司长期稳定的发展。公司产品远销全球 40 多个国家和地区，长期为国内外众多知名品牌提供优质专业的服务。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。知名品牌对供应商筛选非常严格，并对优质供应商存在持续依赖，因而能够为诺斯贝尔持续增长的订单提供良好保证。

图34：诺斯贝尔合作客户



资料来源：公司官网，民生证券研究院

客户集中度较低，抗风险能力较强。公司没有向单一客户的采购比例或销售比例超过总额的 30%，或严重依赖于少数客户的情况。2021 年前五大供应商采购额和前五大客户销售额分别占比 16.94%和 23.61%，2021 年联合利华成为公司的第五大客户，其余 4 家均为上 2 年的大客户，保持稳定的合作。

表17：青松股份前五大客户销售额占比（2021 年）

序号	客户名称	销售额 (亿元)	占年度销售总额比例
1	第一名	2.45	6.64%
2	第二名	2.23	6.04%
3	第三名	1.56	4.22%
4	第四名	1.53	4.15%
5	第五名	0.95	2.57%
合计	-	8.72	23.61%

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

表18：青松股份前五大供应商采购额占比（2021年）

序号	供应商名称	采购额（元）	占年度采购总额比例
1	第一名	1.35	5.12%
2	第二名	1.30	4.95%
3	第三名	0.73	2.76%
4	第四名	0.54	2.06%
5	第五名	0.54	2.05%
合计	-	4.46	16.94%

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

3.3 研发：快速洞察市场需求，适应不断变化的消费者需求

在原料、配方、工艺、品类等领域不断创新。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。

表19：诺斯贝尔主要生产技术

主要产品	生产技术所处的阶段	核心技术人员情况	专利技术	产品研发优势
护肤品系列 面膜系列 湿巾系列	工业化应用成熟阶段，生产工艺不断改进、提高	核心技术人员均为公司员工，形成了具有自主知识产权的技术体系，同时与高校和科研院所合作进行产学研合作，为公司技术创新提供坚强后盾	截至 2022H1 末，诺斯贝尔已拥有专利 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。其中，2022H1 新增发明专利 1 项，实用新型专利 18 项，外观设计专利 11 项。上述专利成果为公司打造差异化定位产品提供有力背书。	公司不断引进技术研发人才，2022H1 拥有超过 290 人的化妆品业务专业研发团队，一直致力于新产品的开发，迎合不同品牌的需求，为客户提供全案服务

资料来源：wind，民生证券研究院

大力发展研发团队，积极布局原料研发，研发费用率不断提升。产品开发方面，诺斯贝尔作为全品类发展企业，拥有 369 人的专业技术研发和产品开发团队，研发团队的配置在行业中领先，为客户提供全方案服务。此外，青松股份全资子公司广东丽研主营化妆品原料开发，帮助企业在原料端的升级，为产品提供更有技术壁垒的原料，增强产品配方的竞争力。

表20：青松股份研发人员情况

	2021年	2020年	变动比例
研发人员数量（人）	369	336	9.82%
研发人员数量占比	5.44%	4.25%	1.19%
研发人员学历			
本科	214	192	11.46%
硕士	22	17	29.41%
研发人员年龄构成			
30岁以下	220	184	19.57%

30-40岁	123	114	7.89%
--------	-----	-----	-------

资料来源: wind, 民生证券研究院;

表21: 嘉亨家化研发人员情况

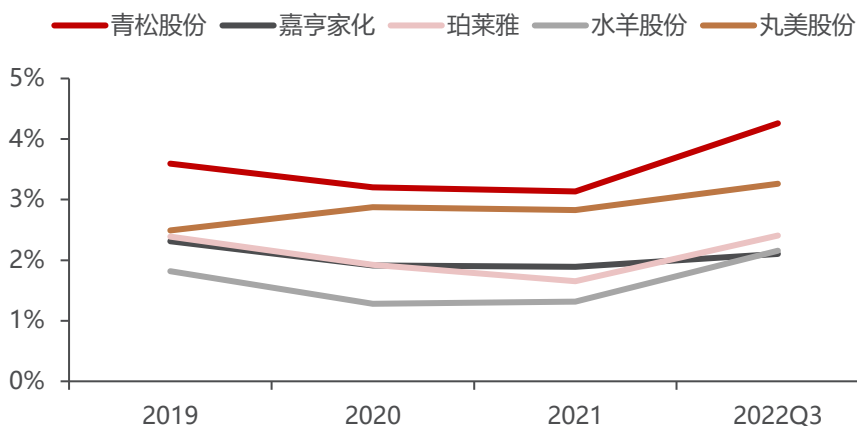
	2021年	2020年	变动比例
研发人员数量(人)	129	128	0.78%
研发人员数量占比	7.54%	6.33%	1.21%

研发人员学历			
本科	30	24	25.00%
硕士	5	5	0.00%
博士	1	0	100.00%
本科以下	93	99	-6.06%

研发人员年龄构成			
30岁以下	48	47	2.13%
30-40岁	44	47	-0.06%
40岁以上	37	34	8.82%

资料来源: wind, 民生证券研究院;

图35: 研发费用率高于同行及下游品牌商



资料来源: wind, 民生证券研究院

发展前沿化妆品配方, 布局胶原蛋白赛道。 诺斯贝尔基于市场发展趋势, 集合市场产品需求及消费者对产品使用喜好, 开发各种质地、各种功效、各个成本梯度的配方。2022H1 完成配方备案超过 250 个, 新开发并通过验证、稳定的新配方超过 770 个。同时加大了防晒、美白、防脱等特殊功效化妆品的研发力度, 2022H1 研发中的特证产品 50+, 申报中的特证产品 32 个。

缩短产品开发周期, 设立创新包材库和成熟配方库。 诺斯贝尔在 2021 年设立了创新包材库和成熟配方库, 整合上游资源, 汇聚最新最智能的创意包材。能有效的缩短产品开发周期, 为客户提供更快速、优质的服务。

表22: 诺斯贝尔化妆品业务在研项目 (2021年)

主要研发项目	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
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。	该项目现已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, 后续加大相关产品推广力度。	该项目的含有重组蛋白的产品经过内部功效使用评测, 具有人体修护功效, 并完成产品长期稳定性测试含有重组蛋白的部分产品经第三方的体外成纤维细胞验证, 含有重组蛋白的产品在细胞增值和细胞迁移率方面均有显著的功效, 结果均符合产品设计相关要求。	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, 制备包裹油性功效成分、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。	该项目现处于技术方案的研究实施后期阶段, 进行测试数据的补充和完善。目前补充数据进行专利的申请。	控制载体的乳化粒径在纳米级别, 提升载体的渗透性, 更好发挥原料的功效, 提升产品竞争力;稳定的液晶结构增加产品保湿性能, 提高纳米结构的稳定性。	1、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;2、包裹的美白、保湿、防晒等功效性成分, 可以更好发挥其功效功效; 3、对于温度变化引起的稳定性问题, 该纳米液晶结构载体粒径和外观基本不发生变化。
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, 以致于开发具有对环境友好, 且毒理安全的防晒产品。	该项目现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。	降低防晒产品对环境的负面影响, 为可持续发展提供技术保障。	由于大部分的防晒剂都是不易降解日有是纳米级别的材料, 对于生态环境具有一定的破坏作用, 而目前对于这方面的研究较少, 本项目在于研究开发对于环境, 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。
基于皮肤微生物的化妆品研究与开发	通过研究基于皮肤微生态的化妆品成分和原料对皮肤微环境、皮肤微生物群以及皮肤微生态的影响;研究其作用机理和护肤功效;以及研究其在化妆品配方中的实际应用, 开发出基于皮肤微生态且具有一定护肤功效的化妆品, 保障人体皮肤健康。	该项目现已经结束技术方案设计, 正在安排样品进行验证。	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。	创新研究方法和测试手段, 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	本项目主要研究生物活性纳米纤维在化妆品领域的关键制备技术, 将具有美白功效的提取物与胶原蛋白、透明质酸类天然聚合物配制成的精华液混合, 制成美白纳米纤维纺丝液。利用静电纺丝技术, 将美白纳米纤维纺丝液制备成海岛结构的生物活性纤维。这类化妆品功效显著, 符合市场趋势。	该项目现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。	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。	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。

<p>纳米脂质体的开发及其在化妆品中的应用</p>	<p>使用高乐微射流技术,通过对脂质体制备成分的合理选择及比例调配,包裹油溶性和水溶性功效成分。制备出稳定性良好,功效性明显的脂质体。</p>	<p>该项目现处于技术方案研发实施阶段。</p>	<p>制备出稳定性良好,功效性明显的脂质体。该项目现处于技术方案研发实施阶段。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。</p>	<p>1、脂质体粒径分布窄,工艺可控,可以实现稳定大量的生产;2、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;3、申请专利</p>
<p>含有无纺布载体的化妆品防腐体系的构建和研究</p>	<p>通过研究不同的无纺布材质:如全棉无纺布、全粘胶无纺布黏胶跟涤纶混纺的无纺布对防腐测试造成的影响,避免因材质问题导致防腐失,为配方设计提供参考。</p>	<p>该项目已经完成技术方案的设计并论证了该技术的可行性,确定了后续的研究方向,对实施验证阶段有指导意义。</p>	<p>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。</p>	<p>通过对本论题的研究、探讨和总结,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,最大程度地缩短配方设计的周期。</p>
<p>嗜热细菌发酵产物的功效研究及在化妆品中的应用</p>	<p>顺应酵素化妆品的热点,利用发酵产物活性成分更多、功效更强、且无化工成分添加的天然特性,开发新型发酵产物类型化妆品,满足消费者对于“天然、健康、高效”护肤品的期待,应用于新型“天然、高效、健康、无添加”等概念的产品开发与推广。</p>	<p>该项目处在技术方案研发实施阶段。</p>	<p>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。</p>	<p>拓宽公司在“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。</p>

资料来源:公司公告,民生证券研究院;

疫情期间快速洞察市场需求,开发卫生防疫业务。2020 年国内新冠疫情突发,基于疫情防控需要,诺斯贝尔新增了 13 条一次性医用口罩以及 2 组 KN95 防护口罩生产业务,无纺布产品涵盖口罩、压缩面膜、洁面干巾等无纺布制品。全力以赴做好疫情防控相关工作,为抗击疫情提供更多帮助。

4 定增事件：摆脱 3 年无实控人状态，聚焦化妆品 ODM 业务

拟定增募资 3.2-4.5 亿元，实控人变更为诺斯贝尔董事长林世达先生。2022 年 10 月公司发布公告，拟向林世达先生定向发行 0.72-1.01 亿股公司股票，发行价格 4.45 元/股，募集资金 3.2-4.5 亿元。本次发行完成后，林世达先生所持股份占总股本的比例为 12.22%-16.37%，成为公司第一大股东，林世达先生的一致行动人香港诺斯贝尔将成为公司第二大股东，第三大股东吉安广佳已承诺在本次发行完成后放弃向公司提名、推荐任何董事人选，第四大股东范展华、第五大股东广东维雅已于 2018 年放弃向公司提名、推荐任何董事人选，第六大及之后的股东持股比例不足 1%，则本次发行完成后，公司控股股东、实际控制人将变更为林世达先生。

第一大股东及其一致行动人提高持股比例获得控制权，有利于发展战略的稳定，提高公司竞争力。公司过去 3 年一直处于无实控人状态，不存在持股 50% 以上的控股股东，不存在可以实际支配公司股份表决权超过 30% 的股东。在这样的情况下，公司的发展缺乏强有力的引领和支持，经营业绩承受较大压力。

表23：2018 年以来公司的股权变更情况

2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年定增后	
股东名称	持股比例(%)	股东名称	持股比例(%)	股东名称	持股比例(%)	股东名称	持股比例(%)	股东名称	持股比例(%)
柯维龙	13.95	山西广佳汇企业管理咨询有限公司	9.61	山西广佳汇企业管理咨询有限公司	9.61	吉安广佳企业管理咨询服务有限公司	9.61	林世达	12.22%~16.37%
山西广佳汇企业管理咨询有限公司	12.86	诺斯贝尔(香港)无纺布制品有限公司	9.17	诺斯贝尔(香港)无纺布制品有限公司	9.17	诺斯贝尔(香港)无纺布制品有限公司	9.17	诺斯贝尔(香港)无纺布制品有限公司	20.27%~24.04%
杨建新	10.19	杨建新	7.61	广东维雅化妆品有限公司	3.35	范展华	2.19	吉安广佳企业管理咨询服务有限公司	放弃提名、推荐董事
柯维新	3.75	柯维龙	6.84	全国社保基金四零三组合	2.97	广东维雅化妆品有限公司	2.17	范展华	放弃提名、推荐董事
陈尚和	1.13	中山维雅投资管理咨询有限公司	3.54	中国建设银行股份有限公司-易方达消费精选股票型证券投资基金	2.66	香港中央结算有限公司	2.17	广东维雅化妆品有限公司	放弃提名、推荐董事
石庭波	0.68	中山合富盈泰投资管理咨询有限公司	2.24	永新县盈泰企业管理有限公司	1.98	全国社保基金四零三组合	1.85	第六大股东之后未公布具体名单	皆不足 1%

华志勇	0.53	中山中科南头创业投资有限公司	1.64	永新县后浪企业管理有限公司	1.56	中山中科南头创业投资有限公司	1.01	第六大股东之后未公布具体名单	皆不足1%
沈娟	0.47	宁波君度尚左股权投资合伙企业(有限合伙)	1.62	全国社保基金四一三组合	1.51	中国邮政储蓄银行股份有限公司-易方达新收益灵活配置混合型证券投资基金	0.97	第六大股东之后未公布具体名单	皆不足1%
徐进	0.40	中山协诚通投资管理咨询有限公司	1.56	永新县瑞兰企业管理有限公司	1.48	李宪平	0.79	第六大股东之后未公布具体名单	皆不足1%
黄水新	0.40	中山瑞兰投资管理咨询有限公司	1.54	全国社保基金一零一组合	1.30	中国建设银行股份有限公司-华夏收入混合型证券投资基金	0.68	第六大股东之后未公布具体名单	皆不足1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

林世达先生具有丰富的化妆品行业经验，有利于公司聚焦和发展化妆品制造业。林世达先生，曾任职于香港永安堂药行经理，香港永安堂地产总经理，香港参记燕窝公司总经理等，于2004年创立并担任诺斯贝尔董事长及总经理。现任青松股份董事，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。

表24：实控人林世达的公司职务

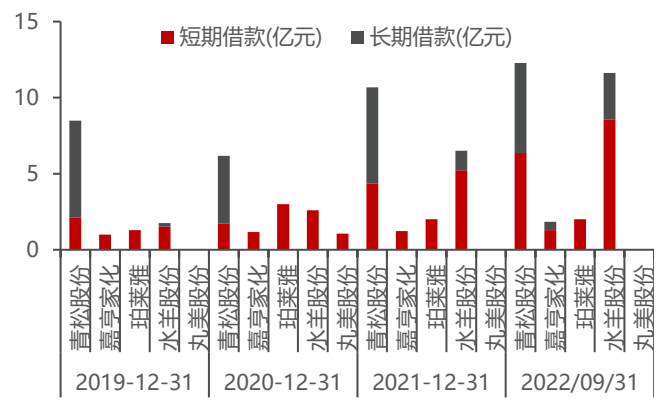
序号	企业名称	职务	任职时间	是否与所在职单位存在产权关系
1	香港诺斯贝尔	董事	2003年至今	持股100%
2	青松股份	董事	2020年至今	通过香港诺斯贝尔间接持股9.17%
3	诺斯贝尔	董事长	2004年至今	青松股份的全资子公司
4	广东诺斯贝尔健康护理用品有限公司	董事	2018年至今	青松股份的全资子公司
5	中山诺斯贝尔日化制品有限公司	董事	2015年至今	青松股份的全资子公司
6	诺斯贝尔（亚洲）有限公司	董事	2014年至今	青松股份的全资子公司

资料来源：公司公告，民生证券研究院

募集资金用户补充流动资金和银行贷款，减轻公司的债务负担，增强公司的盈利能力。公司本次募集资金扣除发行费用后全部用于补充流动资金和偿还银行贷款，可以降低公司财务费用，进而增强公司的盈利能力。自2019年以来，公司收购诺斯贝尔化妆品业务，通过并购贷款和自筹资金支付并购款的现金对价，并使用自有资金和金融机构借款完成了化妆品业务的扩建项目。截至2022年6月末，公司一年内到期需要偿付的短期借款为8.53亿元，长期借款达到6.74亿元。同时，公司有息负债余额较高，也导致利息负担较重，进而影响公司的利润水平，2021年和2022H1，公司实现的净利润分别为-9.12亿元和-1.59亿元，

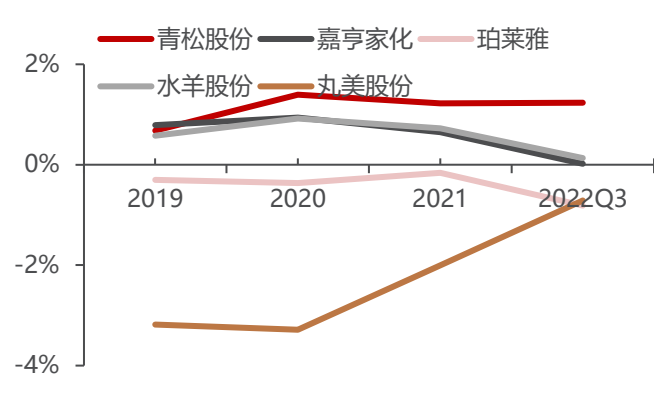
同期的利息费用分别为 4448 万元和 3280 万元，利息费用对公司净利润水平的影响较大。

图36：短期借款&长期借款



资料来源：wind，民生证券研究院

图37：财务费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司的业务分为林产化学品和化妆品代工业务，我们预计林产化学品业务在 22-24 年的收入分别为 8.39/3.57/0 亿元，化妆品业务在 22-24 年的收入分别为 22.80/26.09/31.17 亿元。

其中，林产化学品的收入占比将逐年减少，主要原因是：①由于行业竞争加剧，以及上游原材料价格波动等原因，改业务的创收能力减弱；②公司于 10 月公告称，将逐渐剥离松节油加工业务，出售旗下的 2 家子公司。假设 2023 年逐渐剥离，2024 年收入为 0。

化妆品业务的占比及增速逐渐增加，主要原因是：①公司战略聚焦该业务，第二成长曲线逐渐凸显；②行业保持稳定增长，监管趋严&竞争加剧有利于龙头代工的集中度提升。分业务看，面膜系列和护肤系列为公司的强势产品，且市场热度较高，2022 年“双 11”中面膜品类的客单价同比上升 109%，产品价格和收入具有较大的空间；护肤品系列中的国货品牌增加，我们认为有利于公司未来的相关业务收入增长。湿巾系列和其他化妆品主要涉及防疫物资，随疫情逐渐缓解，我们认为相关业务增速保持较低水平。

表25：收入拆分及预测

	2021	2022E	2023E	2024E
总营收				
总营收 (亿元)	36.93	31.19	29.66	31.17
YoY	9.7%	-15.5%	-4.9%	5.1%
林产化学品				
林产化学品 (亿元)	11.84	8.39	3.57	0.00
YOY	-0.9%	-29.1%	-57.5%	-100.0%
占比	32.1%	26.9%	12.0%	0.0%
化妆品				
化妆品 (亿元)	25.09	22.80	26.09	31.17
YoY	-6.04%	-9.14%	14.44%	19.47%
占比	67.9%	73.1%	88.0%	100.0%
面膜系列				
面膜系列 (亿元)	10.25	9.77	11.53	13.83
YoY	3.37%	-4.66%	18%	20%
占比	40.84%	42.85%	44.18%	44.38%
护肤系列				
收入 (亿元)	7.27	7.67	9.21	11.51
YoY	10.35%	5.54%	20%	25%
占比	28.97%	33.66%	35.29%	36.92%
湿巾系列				
收入 (亿元)	5.89	4.12	4.12	4.53
YoY	-10.89%	-30.14%	0%	10%

占比	23.48%	18.06%	15.78%	14.53%
其他化妆品				
收入 (亿元)	1.68	1.24	1.24	1.30
YoY	-53%	-26.37%	0%	5%
占比	6.71%	5.44%	4.75%	4.17%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

毛利率方面, 受到上游原材料价格波动的影响, 2022 年毛利率同比下降, 随着公司订单的边际改善, 产能利用率的提升, 规模效应凸显, 预计 2023 年开始回升。假设林产化学品毛利率保持稳定, 且于 2024 年完全剥离。化妆品代工业务由于高毛利的护肤品业务市场需求增加, 从而占比增加, 毛利率提升。

表26: 毛利拆分及预测

	2021	2022E	2023E	2024E
总营收 (亿元)	36.93	31.19	29.66	31.17
毛利 (亿元)	4.80	2.69	4.96	6.31
毛利率	13.01%	8.63%	16.74%	20.23%
林产化学品营收 (亿元)	11.84	8.39	3.57	-
毛利 (亿元)	2.18	1.54	0.65	-
毛利率	18.5%	18.3%	18.3%	-
化妆品营收 (亿元)	25.09	22.80	26.09	31.17
毛利 (亿元)	2.62	1.15	4.31	6.31
毛利率	10.4%	5.1%	16.5%	20.2%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

费用方面, 因为公司的业务偏制造业, 费用波动较小, 假设未来 3 年的销售/管理/研发费用率保持稳定, 财务费用率在定增募资后下降, 但定增落实前仍以原债务情况产生的利息进行盈利预测。

表27: 费用拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用 (亿元)	0.59	0.53	0.50	0.59
销售费用率	1.6%	1.7%	1.7%	1.9%
管理费用 (亿元)	1.85	1.47	1.36	1.40
管理费用率	5.0%	4.7%	4.6%	4.5%
研发费用 (亿元)	1.24	1.09	1.04	1.15
研发费用率	3.4%	3.5%	3.5%	3.7%
财务费用 (亿元)	0.48	0.41	0.39	0.41
财务费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

5.2 估值分析及投资建议

公司的业务模式为松节油深加工+化妆品代工, 因此我们选取了 3 家主要业务为化工生产或化妆品生产以及化妆品品牌的公司作为可比公司, 分别为科思股份、嘉亨家化、珀莱雅。根据我们已发报告及 wind 一致预期, 2023 年行业可比公司平均 PS 为 3.9 倍, 公司 PS 为 1.2 倍, 低于行业平均水平。

表28: 可比公司 PS 数据对比

股票代码	公司简称	收盘市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300856.SZ	科思股份	88.5	17.5	21.7	25.2	5.1	4.1	3.5
300955.SZ	嘉亨家化	24.8	13.3	17.9	22.7	1.9	1.4	1.1
603605.SH	珀莱雅	474.4	61.0	76.9	94.4	7.8	6.2	5.0
	行业平均值					4.9	3.9	3.2
300132.SZ	青松股份	36.8	31.2	29.7	31.2	1.2	1.2	1.2

资料来源: wind, 民生证券研究院;

注: 可比公司均已覆盖, 营业收入预测为已外发报告中数据, 收盘市值时间为 2022 年 11 月 17 日

6 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。在下游要求提升监管趋严的背景下，市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时适应市场发展，可能会影响公司在市场的领先地位，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

2) 新冠疫情反复。新冠疫情反复可能导致供应链中断，工厂停工等，对公司的生产、销售造成较大影响，进而影响公司业绩。

3) 定增进展不及预期。一方面，定增不及预期则公司仍处于无实控人状态，不利于今后的业务聚焦；另一方面，定增资金将主要用于偿还债务，若定增不及预期，财务费用率仍居高不下，影响公司盈利能力。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3693	3119	2966	3117
营业成本	3213	2850	2469	2487
营业税金及附加	18	5	5	5
销售费用	59	53	50	59
管理费用	185	147	136	140
研发费用	124	109	104	115
EBIT	74	-27	217	328
财务费用	48	46	41	48
资产减值损失	-964	-554	-42	-43
投资收益	0	0	0	0
营业利润	-907	-631	131	233
营业外收支	-9	-4	-3	-3
利润总额	-916	-636	128	230
所得税	-3	-3	10	18
净利润	-912	-632	117	212
归属于母公司净利润	-912	-632	117	212
EBITDA	295	233	551	753

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	574	697	319	524
应收账款及票据	715	623	592	622
预付款项	12	21	18	18
存货	1059	799	744	749
其他流动资产	270	286	282	286
流动资产合计	2629	2425	1956	2199
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	740	748	751	753
无形资产	221	224	229	233
非流动资产合计	1962	1545	1521	1485
资产合计	4591	3970	3477	3684
短期借款	436	346	346	346
应付账款及票据	559	480	416	419
其他流动负债	638	829	292	296
流动负债合计	1633	1655	1054	1061
长期借款	632	632	632	632
其他长期负债	190	191	181	170
非流动负债合计	822	823	813	802
负债合计	2455	2479	1868	1863
股本	517	517	517	517
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2135	1492	1609	1821
负债和股东权益合计	4591	3970	3477	3684

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.44	-15.55	-4.91	5.11
EBIT 增长率	-87.85	-136.63	898.06	51.05
净利润增长率	-297.85	30.64	118.57	80.48
盈利能力 (%)				
毛利率	13.01	8.63	16.74	20.23
净利润率	-24.68	-20.27	3.96	6.80
总资产收益率 ROA	-19.86	-15.93	3.38	5.75
净资产收益率 ROE	-42.69	-42.38	7.30	11.64
偿债能力				
流动比率	1.61	1.47	1.86	2.07
速动比率	0.89	0.90	1.03	1.24
现金比率	0.35	0.42	0.30	0.49
资产负债率 (%)	53.48	62.43	53.72	50.57
经营效率				
应收账款周转天数	70.62	73.10	73.10	73.10
存货周转天数	120.27	110.00	110.00	110.00
总资产周转率	0.80	0.73	0.80	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	-1.76	-1.22	0.23	0.41
每股净资产	4.13	2.89	3.12	3.53
每股经营现金流	0.09	0.95	1.04	1.37
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	-	31	17
PB	1.7	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.09	19.78	8.12	5.66
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-912	-632	117	212
折旧和摊销	220	260	334	425
营运资金变动	-256	293	-13	-34
经营活动现金流	44	491	540	705
资本开支	-376	-248	-301	-370
投资	-50	0	0	0
投资活动现金流	-425	-247	-301	-370
股权募资	0	0	0	0
债务募资	619	-7	-498	0
筹资活动现金流	441	-120	-616	-130
现金净流量	57	123	-378	205

插图目录

图 1: 松节油业务.....	3
图 2: 诺斯贝尔主营业务.....	3
图 3: 公司 2019 年收购诺斯贝尔 90%的股权进军化妆品行业.....	4
图 4: 诺斯贝尔发展历程.....	5
图 5: 青松股份营业收入及同比增速.....	8
图 6: 青松股份收入分产品占比.....	8
图 7: 诺斯贝尔及松节油业务营收及增速.....	8
图 8: 诺斯贝尔及松节油业务毛利率情况.....	8
图 9: 归母净利润及增速.....	9
图 10: 三费率情况.....	9
图 11: 全球美妆和个护市场规模.....	10
图 12: 中国美妆和个护市场规模.....	10
图 13: 人均化妆品消费金额 (美元).....	10
图 14: 可选消费社会零售额同比增速 (201802-202209).....	10
图 15: 国内美妆行业产业链.....	11
图 16: 化妆品产业链价值分布.....	11
图 17: 化妆品代工行业规模 (亿元).....	12
图 18: 新锐品牌数量快速增长.....	12
图 19: 化妆品代工行业竞争格局: 从 1980 年 70 余家代工厂增长为 2020 年的 5000 余家.....	13
图 20: 2021 年美妆代工企业研发费用率对比.....	14
图 21: 科丝美诗全球主要生产基地及产能 (亿元).....	17
图 22: 科丝美诗 (中国) 主要国外客户.....	17
图 23: 科丝美诗 (中国) 主要国内客户.....	17
图 24: 科丝美诗收入及增速.....	18
图 25: 科丝美诗营业利润及增速.....	18
图 26: 莹特丽主要合作客户.....	18
图 27: 莹特丽全球生产基地及研发中心.....	19
图 28: 莹特丽总收入及增速.....	19
图 29: 莹特丽营业利润及增速.....	19
图 30: 科玛集团的中国工厂及办事处.....	20
图 31: 韩国科玛总收入及 yoy.....	20
图 32: 韩国科玛营业利润及 yoy.....	20
图 33: 公司与客户合作的流程.....	23
图 34: 诺斯贝尔合作客户.....	25
图 35: 研发费用率高于同行及下游品牌商.....	27
图 36: 短期借款&长期借款.....	32
图 37: 财务费用率.....	32

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 截至 2021 年 12 月 31 日, 诺斯贝尔的主要产能.....	5
表 2: 董事会成员背景梳理 (截至 2021 年 12 月 31 日).....	6
表 3: 拟定增前公司前十大股东 (截至 2022 年 6 月 30 日).....	7
表 4: 定增前后股权变化.....	7
表 5: 2018-2021 年青松股份员工数量.....	9
表 6: 美妆护肤品代工行业主要参与者研发团队及配方情况 (2021 年).....	14
表 7: 美妆护肤代工厂全产业链布局情况.....	15
表 8: 化妆品生产研发相关法律法规.....	16
表 9: 科丝美诗四大研发基地 (截至 2022 年 11 月 17 日).....	17

表 10: 科丝美诗中国工厂产品及产能情况.....	17
表 11: 科玛(中国)工厂产品及产能情况.....	20
表 12: 诺斯贝尔产线及产能情况(2021年 vs 2018年)	21
表 13: 截至 2021 年 12 月 31 日, 嘉亨家化的主要产能.....	21
表 14: 诺斯贝尔主要业务	22
表 15: 2020-2021 年化妆品行业的颁布的管理办法.....	23
表 16: 世界前十大原料供应商.....	24
表 17: 青松股份前五大客户销售额占比(2021年)	25
表 18: 青松股份前五大供应商采购额占比(2021年)	26
表 19: 诺斯贝尔主要生产技术.....	26
表 20: 青松股份研发人员情况.....	26
表 21: 嘉亨家化研发人员情况.....	27
表 22: 诺斯贝尔化妆品业务在研项目(2021年)	28
表 23: 2018 年以来公司的股权变更情况	30
表 24: 实控人林世达的公司职务	31
表 25: 收入拆分及预测	33
表 26: 毛利拆分及预测	34
表 27: 费用拆分.....	34
表 28: 可比公司 PS 数据对比.....	35
公司财务报表数据预测汇总.....	37

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026