

青松股份

300132

审慎增持 (维持)

深耕中国客户矩阵, 探讨高营收增长与高净利率的确定性

2020年7月1日

市场数据

| 市场数据日期 | 2020-07-01 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 23.15 |
| 总股本(百万股) | 516.58 |
| 流通股本(百万股) | 460.13 |
| 总市值(百万元) | 11958.85 |
| 流通市值(百万元) | 10651.90 |
| 净资产(百万元) | 4,509.85 |
| 总资产(百万元) | 3,245.90 |
| 每股净资产 | 8.73 |

主要财务指标

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2908 | 3727 | 4343 | 5102 |
| 同比增长(%) | 104.6% | 28.2% | 16.5% | 17.5% |
| 净利润(百万元) | 453 | 537 | 609 | 728 |
| 同比增长(%) | 13.2% | 18.6% | 13.3% | 19.7% |
| 毛利率(%) | 31.2% | 30.2% | 28.6% | 28.6% |
| 净利润率(%) | 15.6% | 14.4% | 14.0% | 14.3% |
| 净资产收益率(%) | 15.0% | 15.1% | 14.6% | 14.9% |
| 每股收益(元) | 0.88 | 1.04 | 1.18 | 1.41 |
| 每股经营现金流(元) | 1.31 | 0.26 | 0.64 | 0.37 |

投资要点

- **为什么看好诺斯贝尔?** 化妆品行业相较运动服饰行业而言技术壁垒较弱, 代工厂进入门槛相对较低, 诺斯贝尔能否同申洲国际一样维持高速稳定增长? 与此同时, 外资龙头 ODM 代工厂韩国的韩国科玛、科丝美诗、意大利的莹特丽净利率水平较低, 诺斯贝尔是否也会步入低净利率行列? 本文将会通过行业赛道比较和同业比较, 探寻诺斯贝尔可以享有高营收增速和高净利率水平的秘诀。
- **依靠拓展客户矩阵有望持续享有 20+% 营收复合增速, 优于行业增速 9pct。** 在较低技术壁垒的化妆品行业, 公司依靠拓展客户矩阵站在行业增速之上。公司生产无纺布起家, 在面膜年复合增速 15.5% 的红利期, 依靠面膜纸优势和面膜高使用频次特点, 迅速打开市场成为全球第四大化妆品代工厂和全球第一大面膜代工厂。在此基础上公司凭借①规模优势、②强大富余且灵活的产能、③较外资竞争者高效的开发效率、④较本土竞争者一站式服务能力、⑤积极开拓蓝海领域形成强大的客户矩阵, 形成 480+ 客户矩阵。强大的客户体量又进一步增强公司一站式服务能力, 搭配监管趋严、短期事件推动海外品牌寻找国内代工厂, 公司客户矩阵有望进一步扩张。
- **深耕国内市场, 有望持续享有 10+% 净利率, 优于外资龙头 3.44% 的平均净利率。** 1) 外资 ODM 龙头布局全球, 跨国管理和物流推升管理费用率, 2019 年外资 ODM 龙头平均管理费用率较诺斯贝尔高 4.64pct。2) 科玛净利率水平降低源于持续资本运作致管理费用率 3 年提升 4pct; 3) 科丝美诗净利率降低源于新增产能导致当年毛利率下滑 3pct, 随着产能释放, 毛利率水平有所回升。考虑到诺斯贝尔 1) 可以通过平衡客户结构、提供一站式服务、提供特定需求的专利技术/原料/产品、布局彩妆, 获得稳定毛利率水平; 2) 深耕于国内市场, 2019 年管理费用率仅 4.25%; 3) 目前销售费用率稳定于 4%, 随着公司知名度提升、客户数量增长, 销售费用率有望稳中有降; 4) 预计布局彩妆业务、加大产品储备会推升研发费用率 1-2pct, 对整体净利率水平影响较小。
- **借鉴外资经验, 诺斯贝尔未来有望扩张产能、储备专利、布局彩妆。** 随着客户数量不断增加, 未来将通过自建或并购国内代工厂增加产能, 加强研发储备更多技术、原料和配方, 持续提升产品开发效率和一站式服务能力, 来发展多层次客户结构, 拓展客户矩阵。注重中国市场有望使公司维持较低费用率, 持续享有高净利率水平。
- **投资建议:** 诺斯贝尔有望通过持续拓展客户矩阵享有行业平均以上增速。深耕国内市场, 维持高净利率水平。随着公司未来理顺实控人问题, 公司整体业务及估值将有望向化妆品代工行业倾斜, 享有化妆品代工行业估值。我们调整 20-22 年 EPS 至 1.04/1.18/1.41, 对应 7 月 1 日 PE 分别为 22/20/16x。

风险提示: 化妆品系统性风险, 可选消费回落。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



相关报告

《化工主业价差缩窄业绩下滑, 并购诺斯贝尔实现外延增长》
2020-04-27

《主业价差扩大推升增长, 并购诺斯贝尔实现外延扩张》2019-08-27

《价差优势促业绩增长, 静待诺斯贝尔过会助力腾飞》2019-02-26

分析师:

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

目 录

| | |
|--|--------|
| 写在前面: | - 4 - |
| 1、诺斯贝尔有望依靠拓展客户持续享有 20+%营收复合增速 | - 4 - |
| 1.1、化妆品研发壁垒较运动服饰低, 诺斯贝尔依何享行业平均以上增速? | - 4 - |
| 1.2、外资 ODM 龙头证明: 依靠强大客户矩阵持续享有行业以上增速 | - 8 - |
| 1.3、规模&产能&效率&服务助力诺斯贝尔持续拓展客户矩阵 | - 10 - |
| 2、诺斯贝尔将维持 10+%净利率, 优于外资平均 3.44%水平 | - 17 - |
| 2.1、新工厂投产、产品品类、客户类型决定 ODM 毛利率水平 | - 17 - |
| 2.2、持续收并购&全球布局导致外资 ODM 龙头期间费用率较高 | - 20 - |
| 2.3、诺斯贝尔有望维持较高净利率水平 | - 24 - |
| 3、参考外资, 未来有望扩张产能、储备专利、布局彩妆 | - 25 - |
| 4、盈利预测 | - 25 - |
| 图 1、运动服装行业产业链: 龙头代工厂净利率水平优于品牌公司 | - 5 - |
| 图 2、化妆品行业产业链: 龙头代工厂净利率水平不及品牌公司 | - 5 - |
| 图 3、申洲国际绑定头部客户站行业平均增速之上 | - 6 - |
| 图 4、诺斯贝尔拓展客户数量站行业平均增速之上 | - 6 - |
| 图 5、申洲国际前五大客户收入占比较高 | - 6 - |
| 图 6、申洲国际新材料面料专利数量不断提升 | - 6 - |
| 图 7、申洲国际头部客户稳定增长 | - 7 - |
| 图 8、前三大客户营收增速对诺斯贝尔影响较弱 | - 7 - |
| 图 9、诺斯贝尔对前五大客户的依赖程度逐步降低 | - 7 - |
| 图 10、按收入分, 2019 年诺斯贝尔客户结构 | - 8 - |
| 图 11、16-19 年来自于新锐品牌的收入占比从不足 5%提升至近 30% | - 8 - |
| 图 12、外资化妆品 ODM 龙头客户矩阵较为齐全 | - 9 - |
| 图 13、四大 ODM 龙头分地区营收占比 | - 9 - |
| 图 14、全球各大化妆品市场规模增速 | - 9 - |
| 图 15、ODM 龙头 15-18 营收复合增速 19%-37%, 所处市场复合增速仅 2%-10% | - 10 - |
| 图 16、公司强大客户矩阵的形成路径 | - 11 - |
| 图 17、面膜热度有所放缓, 公司提升护肤类产品占比 | - 12 - |
| 图 18、国内代工厂按营收规模分为四大梯队 | - 12 - |
| 图 19、诺斯贝尔品类包含面膜、护肤、湿巾系列 | - 13 - |
| 图 20、诺斯贝尔创新联合开发模式为客户提供一站式服务 | - 15 - |
| 图 21、诺斯贝尔创新单品 | - 15 - |
| 图 22、完美日记“白胖子”氨基酸卸妆水 | - 16 - |
| 图 23、“白胖子”卸妆水天猫销量及销售额较高 | - 16 - |
| 图 24、六胜肽紧致冻干粉 | - 16 - |
| 图 25、FN 纤连蛋白修复冻干粉 | - 16 - |
| 图 26、外资 ODM 净利率水平较低 | - 17 - |
| 图 27、新工厂投产是影响毛利率水平的一大因素 | - 18 - |
| 图 28、四大 ODM 龙头业务结构 | - 19 - |
| 图 29、化妆品类彩妆毛利率水平最高 | - 19 - |
| 图 30、韩国科玛高毛利率源于制药业务 | - 19 - |
| 图 31、莹特丽彩妆 EBITDA 利润率最高 | - 19 - |
| 图 32、诺斯贝尔期间费用率低于其他三家代工厂龙头 | - 20 - |
| 图 33、并购&全球布局导致国 ODM 厂管理费率较高 | - 20 - |
| 图 34、外资 ODM 代工厂的研发费用率较高 | - 20 - |

| | |
|---|--------|
| 图 35、自主品牌不再纳入报表降低诺斯贝尔销售费用率..... | - 20 - |
| 图 36、外资 ODM 厂持续进行资本运作，并于海外建立子公司和新产能 | - 21 - |
| 图 37、科丝美诗产能覆盖各地市场 | - 22 - |
| 图 38、莹特丽全球产能布局 | - 22 - |
| 图 39、并购导致净利率下降&萨德事件使得韩国科玛股价自 2016 年起下滑.- | - 26 - |
| 图 40、建厂导致净利率下滑&萨德事件使得科丝美诗股价自 2016 年起下滑.- | - 26 - |
| | |
| 表 1、全球化妆品代工厂基本信息 | - 8 - |
| 表 2、诺斯贝尔各品类产能信息 | - 14 - |
| 表 3、外资 ODM 龙头市场、产能、研发中心较为分散，推升管理费用 | - 22 - |
| 表 4、四大 ODM 龙头研发情况对比 | - 23 - |
| 表 5、青松股份收入预测 | - 27 - |
| 表 6、公司费用预测假设 | - 28 - |
| 表 7、外资化妆品 ODM 代工企业平均估值水平（根据 6.30 日股价计算） ... | - 28 - |
| 附表 | - 29 - |

报告正文

写在前面:

不少观点认为诺斯贝尔是美妆界的“申洲国际”，也存在质疑观点认化妆品行业相较运动服饰行业而言技术壁垒较弱，代工厂进入门槛相对较低，诺斯贝尔难以同申洲国际一样依靠较强的研发优势形成竞争壁垒，诺斯贝尔能否维持高速增长？与此同时，外资龙头 ODM 代工厂韩国的韩国科玛、科丝美诗、意大利的莹特丽净利率水平较低，诺斯贝尔是否也会步入低净利率行列？本文将会通过行业赛道比较和同业比较，探寻诺斯贝尔可以享有高营收增速和高净利率水平的秘诀。

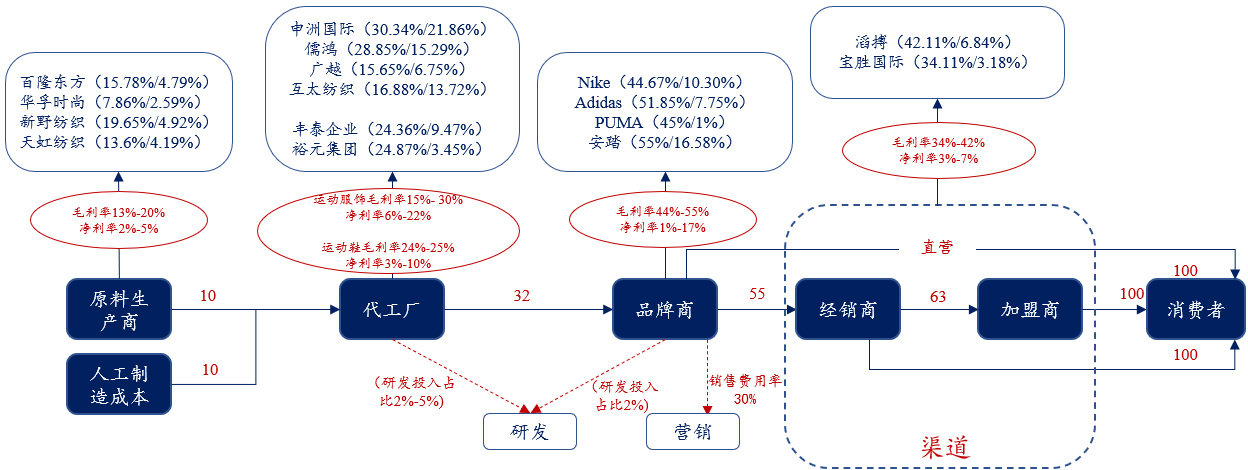
1、诺斯贝尔有望依靠拓展客户持续享有 20+% 营收复合增速

1.1、化妆品研发壁垒较运动服饰低，诺斯贝尔依何享行业平均以上增速？

从客观效果看，化妆品功能效果不若运动服饰明显，研发壁垒相对较低。1) 运动鞋服行业有专业功能属性，需要面料兼顾运动性、休闲性、健康性等多功能需求，龙头代工厂依靠特殊的功能性纤维设计、面料结构设计生产可感知的弹性、透气性、不糊不皱的面料，筑成高技术壁垒；2) 对于化妆品行业而言，除了保湿、清洁、防晒基础功能和部分与医学医疗机构相关的针对敏感肌肤的修复功能以外，去皱抗衰等功能的客观感知力较小。不同品牌的产品在实现基础功能后，对于更高端功能的差异化多依靠成分上的宣称，很难打造同业难以达成的壁垒。

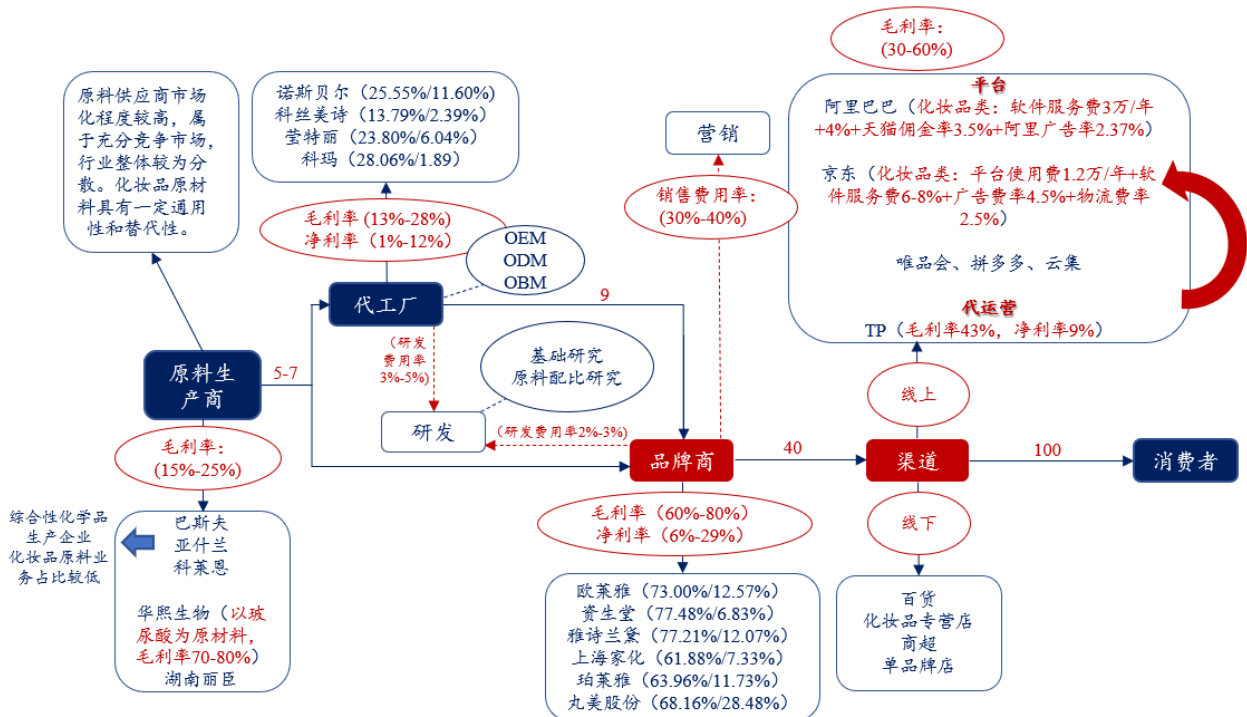
从财务数据看，运动服饰龙头代工厂依靠技术优势较品牌商具有更高净利率，化妆品则相反。梳理产业链可见，运动服饰类代工厂净利率水平介于 6%-22%，申洲国际高达 21.86%，优于品牌商 1%-17% 的净利率水平，充分体现研发为运动服饰类代工厂筑起高技术壁垒与客户黏性；从化妆品产业链来看，代工厂净利率水平介于 1%-12%，低于化妆品品牌商 6%-29% 的净利率水平，化妆品高端功效的客观效果较弱使得代工厂难以通过研发筑起强护城河从而拥有高议价权。

图 1、运动服装行业产业链：龙头代工厂净利率水平优于品牌公司



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：公司后面的括号中分别列示毛利率和净利率水平
直线上为上一环节售价（或下一环节成本）

图 2、化妆品行业产业链：龙头代工厂净利率水平不及品牌公司



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：代工厂公司后面的括号中分别列示毛利率和净利率水平
直线上为上一环节的售价

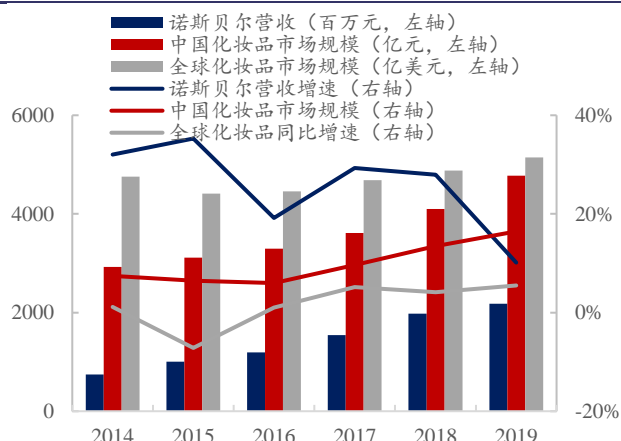
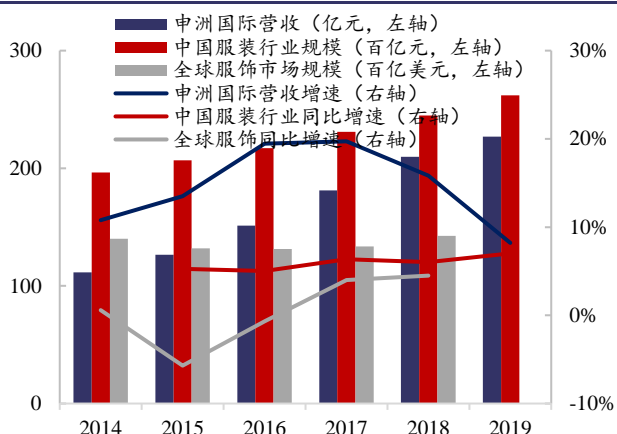
申洲国际依靠技术壁垒和一体化生产绑定大客户，诺斯贝尔持续拓展长尾客户。

- 1) 申洲国际以技术优势为核心竞争力，与行业头部品牌耐克、阿迪达斯、优衣库、彪马深度绑定，获得行业平均以上增速。申洲国际前五大客户营收占比超 80%，头部客户稳定高速增长推动申洲国际稳定增长。①申洲国际重视面料研发创新，拥有 143 项新材料面料专利，研发实力可满足头部客户对品质的高要

求；②公司产能优势显著，产能利用率维持在100%，一体化生产将订单交期由行业平均3个月缩短到最快2周，可快速满足头部客户的大量订单需求。强大的研发实力及产能优势赢得行业头部品牌青睐。考虑到申洲国际产能维持100%，其营收增速取决于产能扩张速度。

- 2) 化妆品行业研发壁垒较低，诺斯贝尔在维持大客户的基础上，逐步发展中长尾客户，通过拓展客户数量站在化妆品行业增速之上。化妆品行业研发壁垒较低，1) 绑定大客户难度相对较大，2) 过于依赖大客户订单亦难以获得持续稳定增长，存在业绩波动风险，3) 大品牌商大多拥有自有工厂，深谙生产过程和产品成本结构，议价能力相对较强，利润率相对较低。发展多层次客户结构使得诺斯贝尔站在行业之上享有行业增长红利。公司在维持前五大客户订单增长的同时，持续拓展中长尾客户，对前五大客户的依赖程度从2016年的61.7%下降至2019年的37.72%，降低业绩波动风险。

图 3、申洲国际绑定头部客户站行业平均增速之上 图 4、诺斯贝尔拓展客户数量站行业平均增速之上



资料来源: Euromonitor, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 公司头部客户与公司绑定较深且营收稳定增长, 在申洲国际产能利用率近100%的情况下, 公司营收增速取决于产能扩张速度, 是否扩产取决于客户需求、政策及人工成本

资料来源: Euromonitor, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 2019年面膜业务热度下滑, 诺斯贝尔调整品类结构, 提升护肤品类业务降低面膜业务, 随着护肤品类业务逐步拓展, 未来诺斯贝尔有望继续享有行业平均以上增速

图 5、申洲国际前五大客户收入占比较高

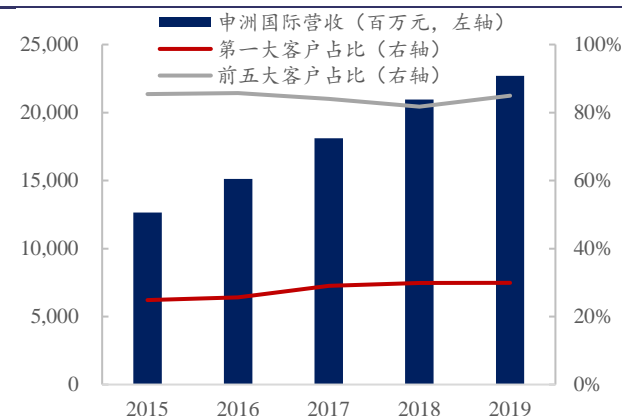
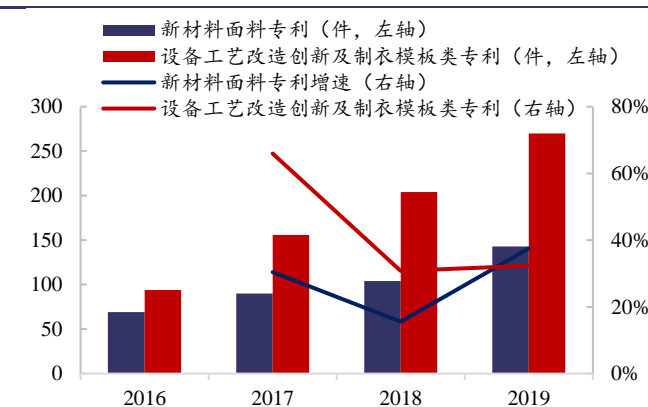


图 6、申洲国际新材料面料专利数量不断提升

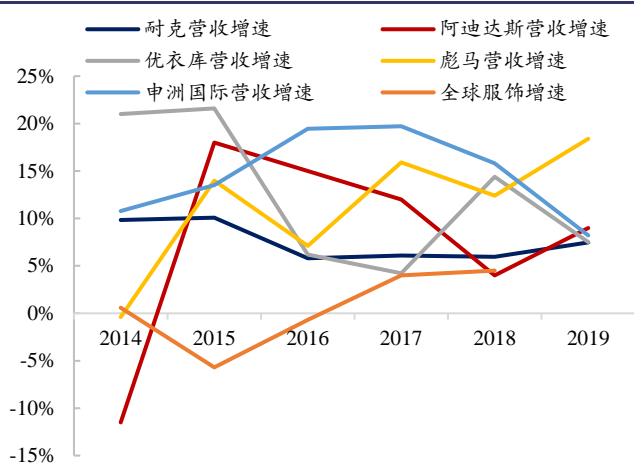


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

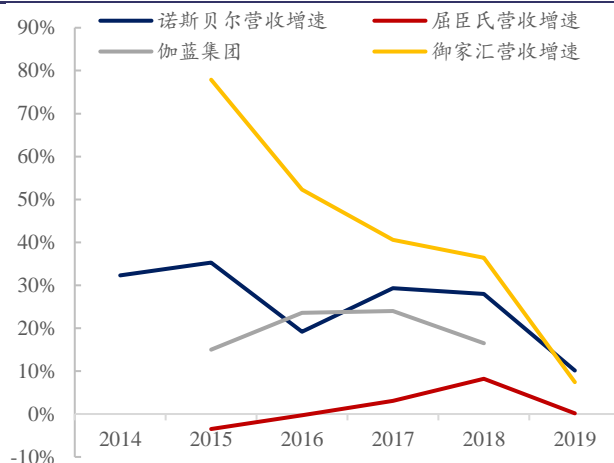
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 7、申洲国际头部客户稳定增长



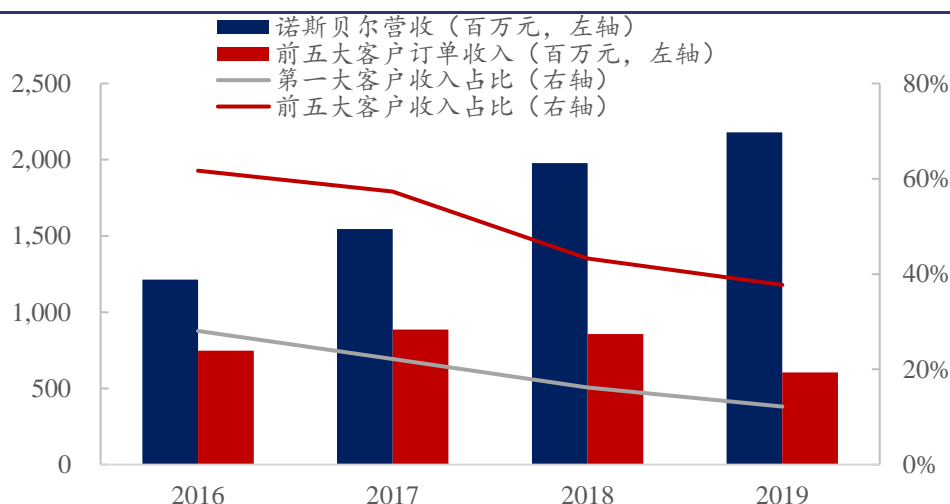
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、前三大客户营收增速对诺斯贝尔影响较弱



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

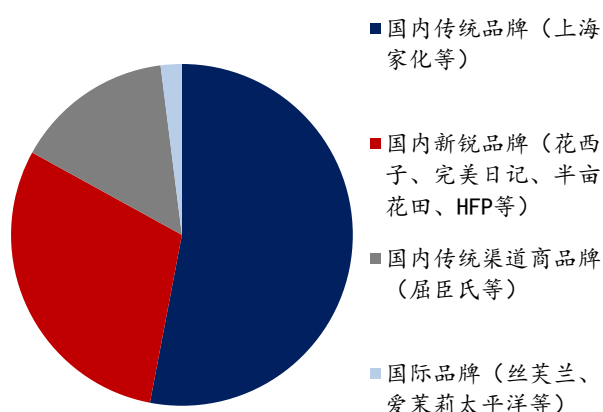
图 9、诺斯贝尔对前五大客户的依赖程度逐步降低



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2019 年客户订单收入及占比为 5-12 月数据

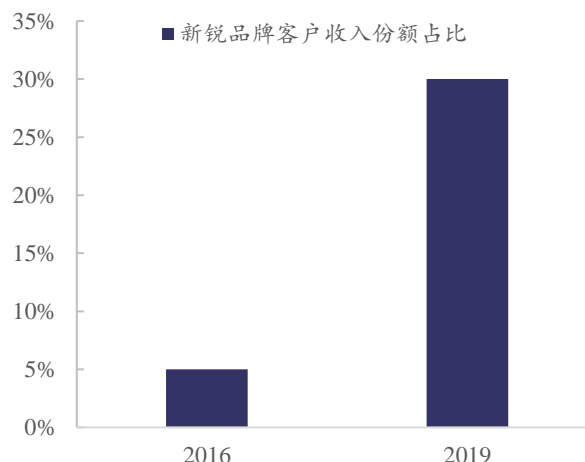
诺斯贝尔依靠客户矩阵享有行业以上增长，5 年营收复合增速优于行业复合增速 14pct。在研发壁垒较低的化妆品行业，我们推断龙头公司难以依靠研发优势形成护城河从而绑定大客户，但具备拓展各层次客户的能力有望推动公司站在行业之上享有行业增长红利。诺斯贝尔通过发展①国际品牌、②国内传统渠道商自有品牌、③国内传统品牌、④新锐品牌（花西子、完美日记、半亩花田、HFP 等），拓展 480+ 客户。其中新锐品牌客户占比从 2016 年不足 5% 提升至 2019 年的近 30%。一方面，强大的客户矩阵使得公司 2014-2019 年五年营收复合增速达 24%，优于行业 10% 的 5 年复合增速；另一方面，多层次客户矩阵使得公司深谙各类客户配方、包装、营销方案，有利于进一步以提供一站式解决方案为优势点吸引新客户。

图 10、按收入分，2019 年诺斯贝尔客户结构



资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、16-19 年来自于新锐品牌的收入占比从不足 5%提升至近 30%



资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、外资 ODM 龙头证明：依靠强大客户矩阵持续享有行业以上增速

全球四大 ODM 龙头分别为韩国科玛、科丝美诗、莹特丽及诺斯贝尔。2019 年分别实现营收人民币 91.35/78.89/55.12/21.78 亿元，分别实现归母净利润人民币 1.72/1.89/3.33/2.53 亿元。1) 韩国科玛：成立于 1990 年，主营业务为护肤及彩妆，主要市场为韩国、中国、美国及加拿大等；2) 科丝美诗：成立于 1992 年，主营业务为护肤及彩妆，主要市场为韩国、中国及美国等；3) 莹特丽：成立于 1972 年，主营业务为彩妆、护肤及个护等，主要市场为 EMEA、亚洲及美洲等；4) 诺斯贝尔：成立 2004 年，主营产品品类覆盖面膜、护肤及湿巾等，面临的主要市场为中国。

表 1、全球化妆品代工厂基本信息

| 代工厂 | 成立时间 | 主营业务 | 2019 年营收 | 主要市场 | 客户数 |
|------|------|----------|----------|--------------|------|
| 科玛 | 1990 | 护肤、彩妆 | 91.35 亿元 | 韩国、中国、美国、加拿大 | 600+ |
| 科丝美诗 | 1992 | 护肤、彩妆 | 78.89 亿元 | 韩国、中国、美国 | 600+ |
| 莹特丽 | 1972 | 彩妆、护肤、个护 | 55.12 亿元 | EMEA、亚洲、美洲 | 430+ |
| 诺斯贝尔 | 2004 | 面膜、护肤、湿巾 | 21.78 亿元 | 中国 | 480+ |

资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、外资化妆品 ODM 龙头客户矩阵较为齐全



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理
注：红框中品牌为新锐国货品牌

强大客户矩阵持续推动外资 ODM 持续享有行业平均以上增速。以各公司分地区营收占比为权重，测算各 ODM 龙头面临市场的整体增速，韩国科玛、科丝美诗、莹特丽、诺斯贝尔所面临市场 2015-2018 年的三年复合增速分别为 3.34%/5.38%/2.56%/9.65%；2015-2018 年营收的年平均增速分别为 31.94%/36.75%/19.85%/25.40%；韩国科玛、科丝美诗、莹特丽、诺斯贝尔营收增速均远高于所面临市场的整体增速，ODM 龙头均享有行业平均以上增速。进一步验证，在技术壁垒较低的化妆品行业，龙头代工厂可以依靠完善且持续拓展的客户矩阵持续实现行业平均以上增长。

图 13、四大 ODM 龙头分地区营收占比

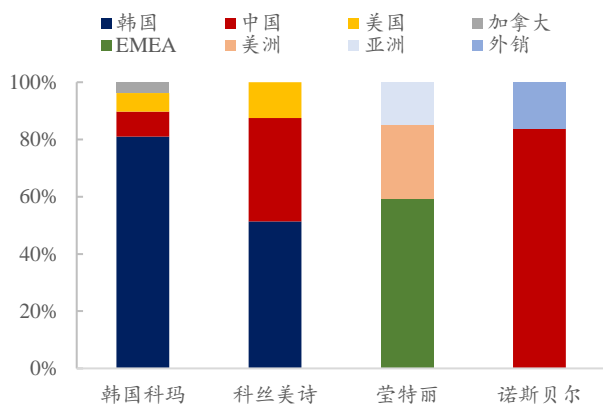
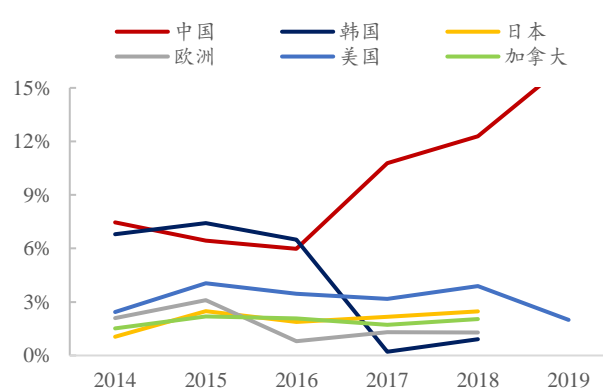
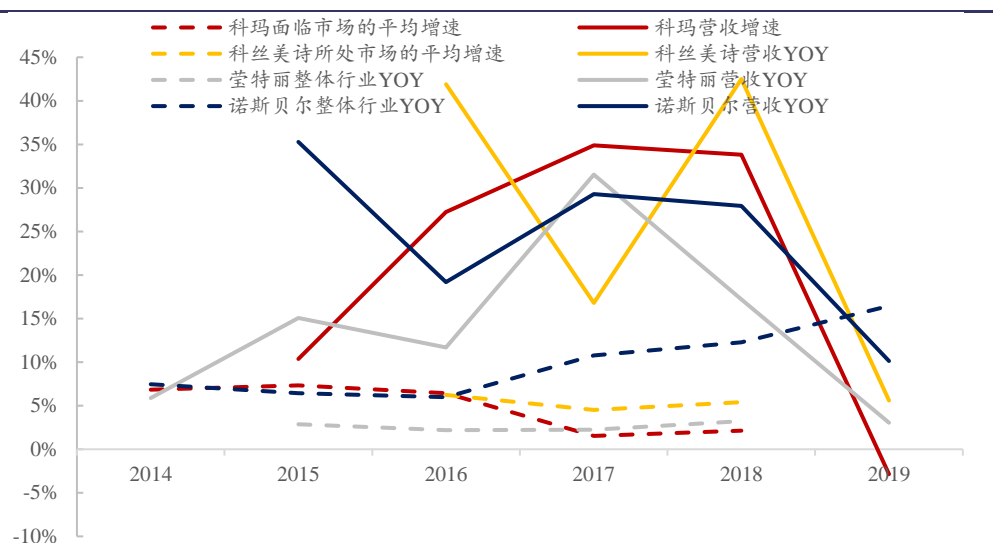


图 14、全球各大化妆品市场规模增速



资料来源：wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源：Euromonitor, 欧洲化妆品及个人护理协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、ODM 龙头 15-18 营收复合增速 19%-37%，所处市场复合增速仅 2%-10%



资料来源：Euromonitor，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

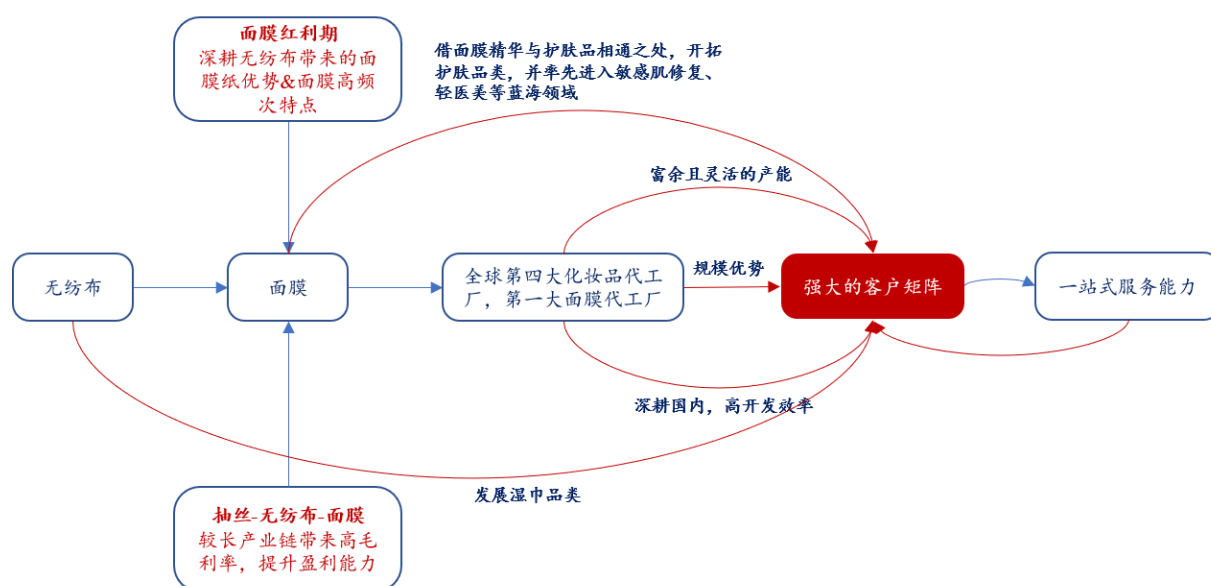
注：科玛营收增速为其化妆品业务的营收增速

2019 年科玛增速下滑的原因在于韩国市场营收波动；科丝美诗 19 年增速下滑较快源于 17 年收购 NU-World 使得 18 年营收增速较高，而 NU-World 经营状况尚未稳定 19 年下滑 23% 所致；莹特丽营收增速下滑源于某一重要客户更换合作模式（仅影响营收，不影响利润）。诺斯贝尔 19 年营收增速下滑源于面膜业务热度下滑，公司调整品类结构，提升护肤品类业务降低面膜业务。

1.3、规模&产能&效率&服务助力诺斯贝尔持续拓展客户矩阵

诺斯贝尔何以形成当前客户矩阵？公司生产销售无纺布起家，向下游面膜/湿巾品类延伸，成立诺斯贝尔化妆品股份有限公司。在面膜红利期，依靠面膜纸优势和面膜高使用频次的特点，迅速打开市场，成为全球第四大化妆品代工厂和全球第一大面膜代工厂。抽丝-无纺布-面膜较长的产业链使得公司面膜毛利率水平高达 30+%，强化公司盈利能力。在此基础上，公司凭借①规模优势、②强大富余且灵活的产能、③高效的开发效率、④积极开拓蓝海领域形成强大的客户矩阵，较多的客户数量提升公司一站式服务经验，增强对中小客户的吸引力，又进一步增大客户数量，形成客户矩阵增强的良性循环。

图 16、公司强大客户矩阵的形成路径



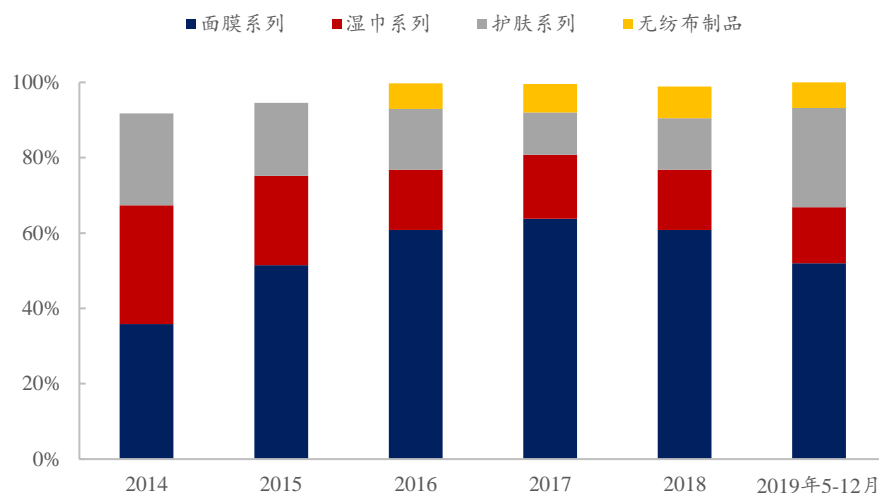
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.1 面膜发力形成规模，规模优势进一步拓展客户

面膜红利期，借无纺布业务带来的面膜纸和湿巾纸优势，迅速拓展市场。 诺斯贝尔以无纺布起家，向下游拓展进入面膜和湿巾市场。1) 2011-2016 正逢面膜红利期，Euromonitor 数据显示，2011-2016 年面膜市场的年均复合增长率达到 15.5%，增速高于同期护肤品 8.0% 的整体增速。2) 公司依靠无纺布优势，开拓出传统无纺布面膜、天丝面膜、水凝胶面膜、竹炭面膜等贴片面膜，一方面为客户提供多样化选择，另一方面较长的产业链使得面膜毛利率高达 30%，提升公司盈利能力。以上两点共同推动公司面膜业务 2014-2018 四年营收复合增速达 45.88%，2018 年面膜营收达 12.03 亿元。3) 湿巾发展伽玛和滴露两大深度合作客户。

面膜热度有所放缓，公司积极转向护肤领域。 随着面膜热度有所减退，消费者逐步认知到面膜纸的功能仅为载体，对贴片面膜的偏好有所下降，面膜从红利期的盈利品逐步变为品牌方的引流品。公司依靠面膜业务积累的精华优势，向护肤领域拓展，2018 年护肤类产品占比仅为 13.75%，2019 年 5-12 月，护肤类产品占比提升至 26.31%。

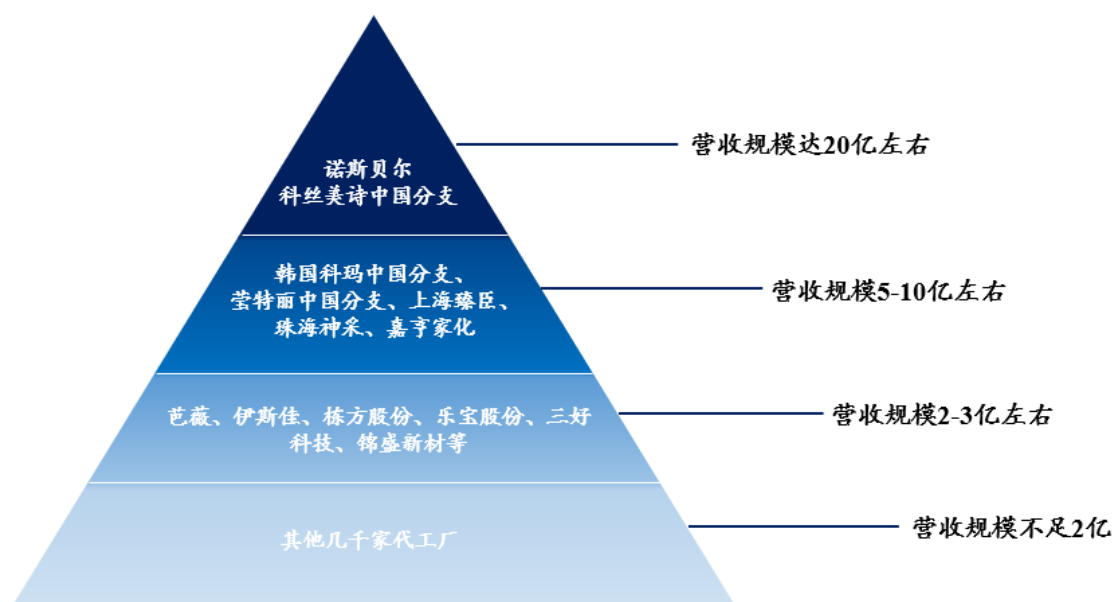
图 17、面膜热度有所放缓，公司提升护肤类产品占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

诺斯贝尔形成超 20 亿规模，享有规模优势和龙头效应。经过面膜、湿巾、护肤业务发力，公司 2019 年营收达 21.78 亿元，成为全球第四大代工厂，形成较大客户矩阵。按照 2019 年营收规模国内化妆品代工厂可分为四大梯队，科丝美诗（中国）、诺斯贝尔、莹特丽（中国）¹、韩国科玛（中国）2019 年营收分别为/21.27.8878/5.58/4.45 亿元，处于头两大梯队。较大的规模使得诺斯贝尔知名度和认可度提升，享有规模优势和龙头效应，一方面为公司持续研发提供基础，另一方面固定成本的分摊使得公司可以为客户提供低价优势产品，持续吸引新客户。

图 18、国内代工厂按营收规模分为四大梯队



资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

¹ 由于莹特丽 2019 年年报未公布，因此按韩国科玛（中国）、科丝美诗（中国）、诺斯贝尔 2019 年营收平均增速 19.2% 测算出莹特丽（中国）2019 年营业收入为 5.58 亿元

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

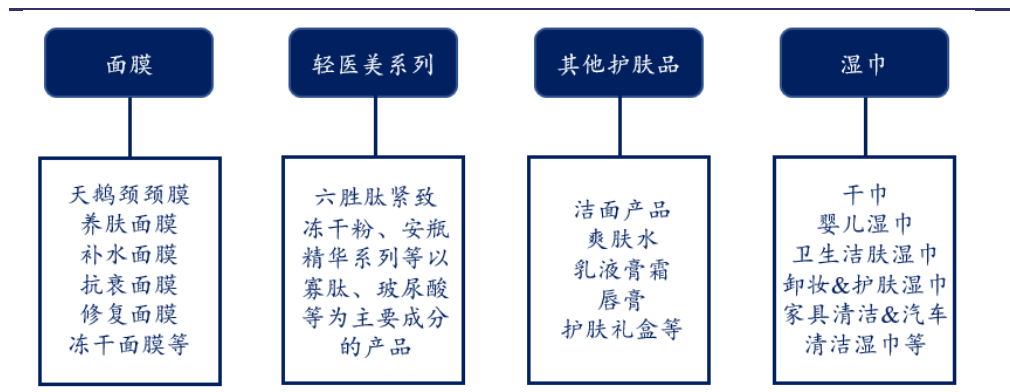
1.3.2 规模优势下，强大、富余且灵活的产能提供支持力

诺斯贝尔产能优势明显。诺斯贝尔拥有超5万平方米的GMP标准厂房和百余条生产线，且护肤产品品类较为丰富。目前拥有多台全自动化面膜、护肤品和湿巾生产设备，面膜、护肤品及湿巾日产能高达650万片/128万支/4000万片，其中面膜产能全球第一，产能优势明显。

公司灵活且富余的产能为中小客户订单需求提供强力保障。1) 诺斯贝尔生产线丰富，产能相对灵活，通过估算，每条面膜及护肤品灌装包装生产线日产能分别约11.8万片/5.1万支，湿巾分为单片、10片、80片装及桶装不同生产线，公司通过对生产线进行灵活组合，可以较低的成本满足中小客户订单需求；2) 公司产能利用率约为50-60%，相对富余的产能可以快速满足中小客户大批量和紧急订单的需求，特别是在各节庆大促时期（如“双11”等）对产品的大批量需求。

诺斯贝尔属于轻资产运营，扩产能对公司经营活动影响较小。从2019年财务数据可以看出，目前诺斯贝尔固定资产为3.05亿元，尚不足2019年底诺斯贝尔的货币资金3.11亿元。根据草根调研，公司新建30%当前产能的湿巾产品线仅需投入2000万元（预计可产生2亿元营收），扩产4条护肤线仅需投入500万元，湿巾+护肤生产线投入仅占货币资金的8%，仅占2019年公司经营活动现金流量净额的10%。扩产能对公司经营活动影响较小。

图 19、诺斯贝尔品类包含面膜、护肤、湿巾系列



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、诺斯贝尔各品类产能信息

| 品类 | 产能 | 设备及生产线 |
|-----|------------------------|---|
| 面膜 | 650 万片/天 | 1) 55 条面膜自动灌装包装生产线; 2) 2 条水凝胶面膜生产线; 3) 20 条全自动面膜无纺布冲裁生产线; 4) 1 条冻干面膜生产线; 5) 1 条静电纺丝面膜生产线。 |
| 护肤品 | 面霜 128 万瓶/天; 唇膏 6 万支/天 | 1) 40 套真空乳化设备; 2) 25 条护肤品灌装包装生产线; 3) 2 条自动化唇膏生产线; 4) 1 条冻干粉护肤品生产线; 5) 4 条泡罩护肤品生产线。 |
| 湿巾 | 4000 万片/天 | 1) 8 条 80 片装全自动湿巾生产线; 2) 15 条 10 片装全自动湿巾生产线; 3) 10 条单片装全自动湿巾生产线; 4) 3 条桶装湿巾生产线; 5) 1 条水刺无纺布生产线。 |

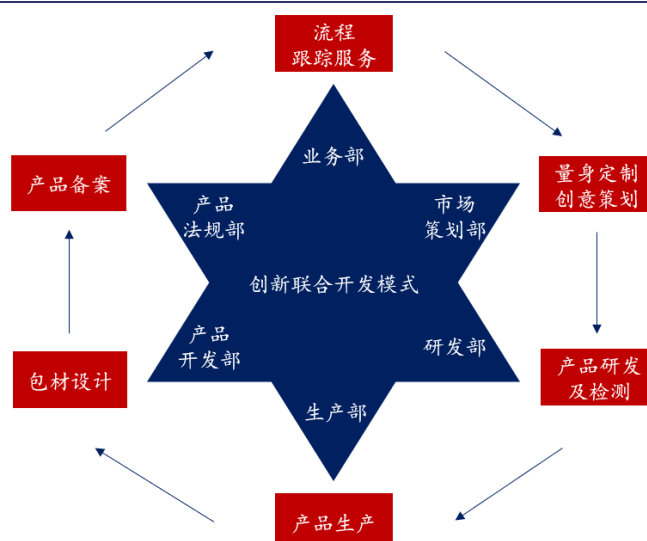
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.3 规模产能优势下，高效&一站式服务能力打造竞争优势

较外资 ODM 代工厂而言，公司产品开发效率更优。相较于外资 ODM 而言，诺斯贝尔内部生产流程和相互合作沟通较为灵活顺畅，可以迅速响应客户需求，3-5 天内完成 2 次样板供应；而外资 ODM 市场部和部分生产部门分别位处国内和国外，沟通管理较为繁杂，叠加物流送样时间，外资 ODM 往往需要 15 天才能完成 2 次样板供应，响应效率较低。

较本土代工厂而言，公司具备提供一站式解决方案的能力在与大客户建立良好的合作关系中，诺斯贝尔也逐步熟知并掌握面向终端消费者的营销方式。公司在为客户提供包含新品研发、生产及检测、包材设计、产品备案在内的生产服务以外，还具备协助客户寻找营销突破口、提供营销方案的能力，为中小客户打造一站式解决方案。当前 480+ 的客户数量&多层次的客户结构，一方面证明公司为大中小客户研发生产的能力，另一方面进一步丰富公司营销经验，为未来持续拓展新客户提供基础。

图 20、诺斯贝尔创新联合开发模式为客户提供一站式服务



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

诺斯贝尔通过研发具备专利、原料、产品储备实力。1) 诺斯贝尔拥有 42 项专利及超 200 人的专业研发团队，每年投入超 3% 的研发费用，成功开发并推出了冻干面膜、纳米速溶面膜等高技术含量的创新型单品；2) 公司为完美日记、花西子、HFP 等新锐品牌打造月销数十万的爆品，根据第三方监测数据，公司代工完美日记爆品“白胖子”卸妆水 2019 年 8 月以来天猫月销量持续排名品牌护肤品第一，截至 2020 年 5 月 31 日累计销量达 245 万。诺斯贝尔打造爆品能力较强，有利于为中小客户提升品牌知名度及消费者认可度，对品牌力较弱的中小客户更具吸引力。

图 21、诺斯贝尔创新单品

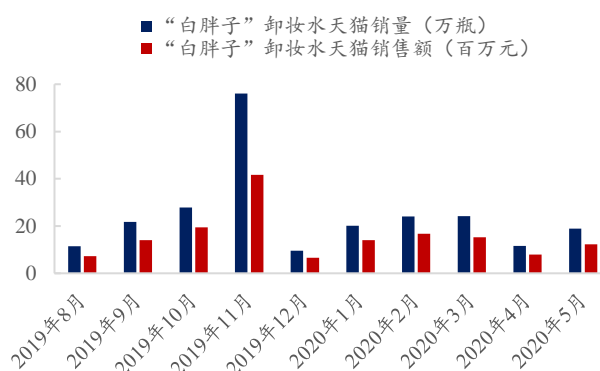


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、完美日记“白胖子”氨基酸卸妆水



图 23、“白胖子”卸妆水天猫销量及销售额较高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.4 积极开拓蓝海领域

积极开拓蓝海领域，为客户提供多样化选择。 1) 中国医美服务规模 2018 年同比增速为 23.23%，预期 2019 年至 2023 年增速均保持在 20% 以上；2) 《中国敏感性皮肤整治专家共识》数据显示，我国约 36% 女性有敏感肌烦恼。公司积极把握医美、敏感肌护肤热点，探索轻医美、敏感肌护肤品蓝海地带，于 2018 年研发出冻干粉、安瓶精华等轻医美产品，2020 年公司持续推出 FN 纤连蛋白深层修复系列、适用于敏感肌的软珊瑚舒缓修护系列产品。护肤、轻医美、湿巾等系列持续发力，为客户提供多样化选择，为诺斯贝尔营收带来新增增长点。

图 24、六胜肽紧致冻干粉



图 25、FN 纤连蛋白修复冻干粉



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

预估诺斯贝尔未来三年营收复合增速有望达 22.1%，优于行业复合增速 12.9%：

- **从供给端来看，公司具有持续拓展客户的能力。** 1) 公司目前产能利用率为 50-60%，产能较为充足，具备持续拓展客户的实力；2) 公司产品开发效率高，可以在 3-5 天内完成 2 次样板供应，满足客户追求及时推新和把控行业热点快速上新的需求；3) 公司可以为中小品牌提供包含研发、生产、包装、营销等在内的一站式解决方案，对中小品牌具备吸引力；4) 公司 480+ 的客户体

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

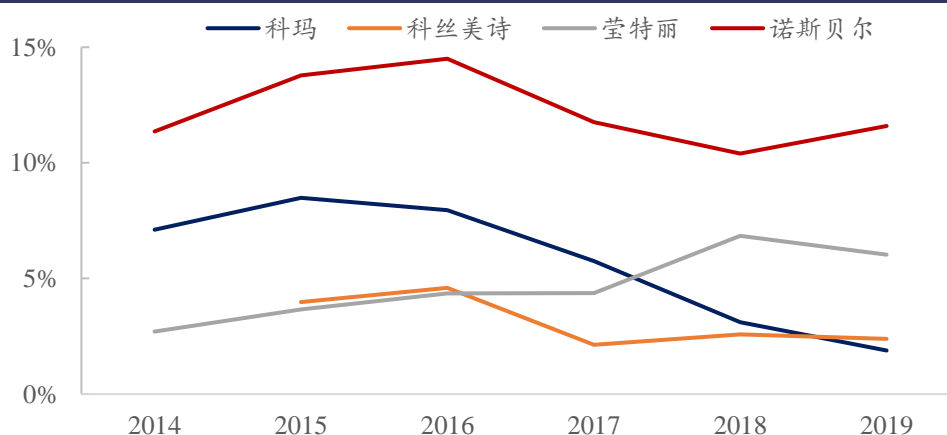
量以及专利产品、原料储备能力为公司背书，持续优化公司业务实力和客户对公司的认可度，为进一步拓展客户矩阵打下坚实基础。

- **从需求端来看，化妆品行业监管趋严有利于提高客户对诺斯贝尔的订单需求。**
 - 1) 国药监加强境内上市化妆品境外研制及生产检查工作，存在有不谙国内研发生产标准的外资品牌将生产转向国内代工厂；
 - 2) 上海、浙江、广东、重庆、陕西省（市）药品监督管理局对当地化妆品行业开始试行备案量化分级，行业监管趋严，中小客户对生产控制力度相对较小，寻求研发实力强、规范程度高的代工厂的需求更为强烈。诺斯贝尔作为国内龙头代工厂，有严格的质量控制体系，公司已通过 ISO9001、ISO13485、ISO22716 等国际标准质量管理体系，从原料、人员、设施设备、生产过程、包装运输、质量控制全面严格把控，为客户产品的安全性提供有效保证，有助于提升中小客户对公司的订单需求。

2、诺斯贝尔将维持 10+% 净利率，优于外资平均 3.44% 水平

外资 ODM 的净利率水平较低。梳理全球前四大 ODM，仅有诺斯贝尔维持 10+% 的净利率水平。科玛净利率水平自 2015 年起不断降低至 2019 年的 1.89%；科丝美诗近三年维持在 2%-2.5%；莹特丽净利率水平虽有不断上升趋势，但整体仍不足 7%。三家成熟 ODM 公司净利率水平均较低，那么随着诺斯贝尔逐步发展成熟，其是否有净利率水平趋于其他三家 ODM 龙头的风险？

图 26、外资 ODM 净利率水平较低



资料来源：Bloomberg, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

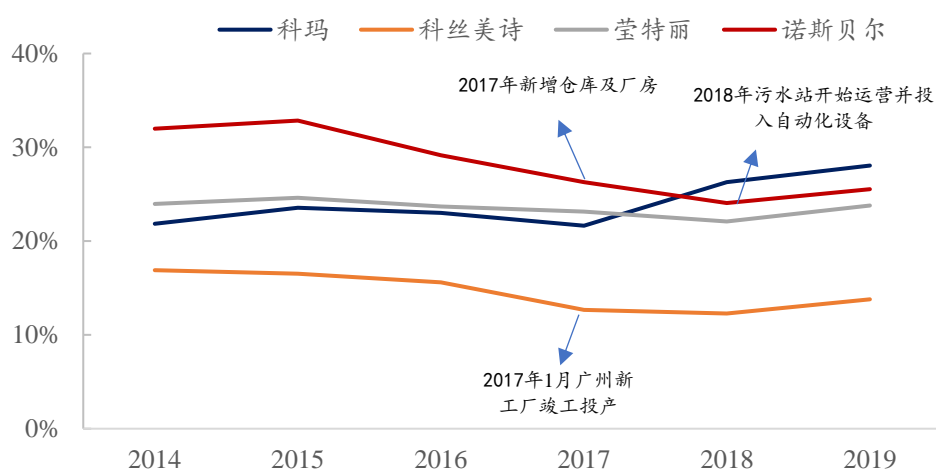
2.1、新工厂投产、产品品类、客户类型决定 ODM 毛利率水平

新工厂投产短期内会降低毛利率水平。

- **韩国科玛：**2017 年收购加拿大彩妆 ODM 公司 CSR，2018 年收购韩国仿制药许可最多的 CJ healthcare，毛利率水平逐年提升。

- **科丝美诗**: 2017 年低毛利率的面膜占比提升, 叠加广州新工厂开工导致的固定成本&人工成本增加使得科丝美诗 2017 年毛利率有所下降。随着产能利用率提升, 毛利率水平于 2019 年有所回升;
- **诺斯贝尔**: 2016-2018 毛利率稍有下降源于①公司扩大产能新增仓库及厂房导致固定成本增加、②环保投入增加、③人工成本有所提升。随着产能利用率、污水处理站投入运营、机器自动化设备投入增加, 毛利率水平于 2019 年有所提升。

图 27、新工厂投产是影响毛利率水平的一大因素



资料来源: Bloomberg, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

代工厂毛利率水平取决于产品品类, 彩妆品类毛利率水平最高。从品类来看, 彩妆品类毛利率水平较高达 30%-40%, 护肤品类毛利率水平为 25%-30%, 面膜毛利率水平 27%-32%², 湿巾毛利率水平较低为 10%-20%。从莹特丽的 EBITDA 利润率来看, 彩妆最高, 护肤次之, 身体/头发护理利润率水平最低。除诺斯贝尔尚未布局彩妆业务以外, 其他代工厂均涵盖彩妆、护肤等业务。随着诺斯贝尔彩妆产品线的完善, 公司毛利率水平有望逐步提升。

² 注: 27%-32%的毛利率为诺斯贝尔面膜水平。面膜属于护肤品类, 由于诺斯贝尔一体化生产模式, 增加制造环节的同时提升良品率, 面膜毛利率水平较高, 因此公司予以单列说明。

图 28、四大 ODM 龙头业务结构

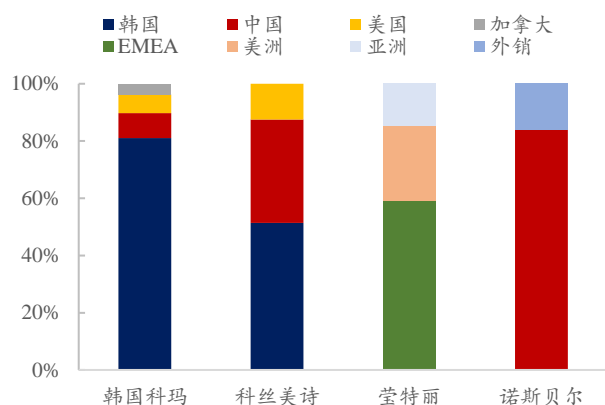
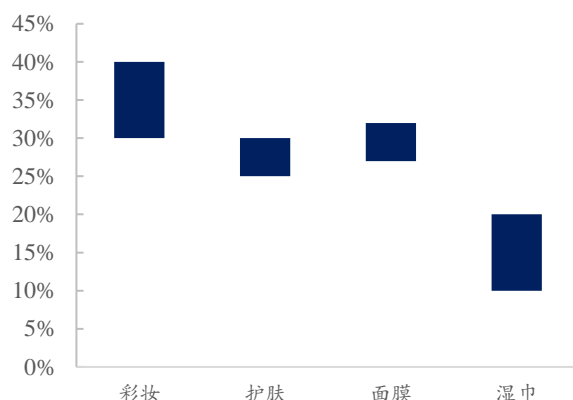


图 29、化妆品类彩妆毛利率水平最高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，第三方调研，兴业证券经济与金融研究院整理

注：科玛/科丝美诗为 2019 年数据，莹特丽为 2018 年数据，诺斯贝尔为 2019 年 5-12 月数据。

图 30、韩国科玛高毛利率源于制药业务

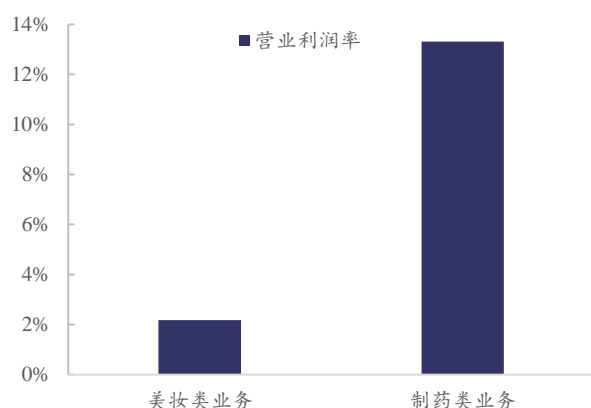
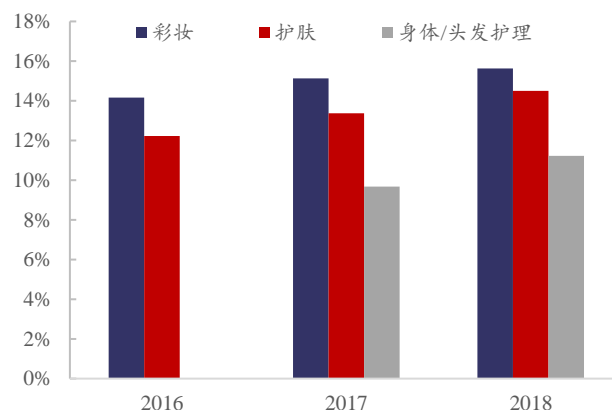


图 31、莹特丽彩妆 EBITDA 利润率最高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

代工厂毛利率水平亦取决于客户类型、合作方式和客户需求。1) 订单毛利率取决于代工厂与客户合作模式。代工厂对客户项目介入程度越高，毛利率水平越高。例如与线下渠道商的合作涵盖产品开发、设计、生产、培训、推广等，利润率水平较高。2) 订单毛利率取决于客户类型。中大型客户一般拥有自有工厂，对生产过程和产品成本结构较为熟知，议价能力相对较强，利润率相对较低。预计科丝美诗紧跟大客户，主动降价导致毛利率低于可比公司。3) 订单毛利率取决于客户需求。对专利技术和专利成分需求较高的订单利润率水平相对较高。新锐品牌更注重推新速率和销售量，对于专利与开发要求较低，利润率水平相对较低。

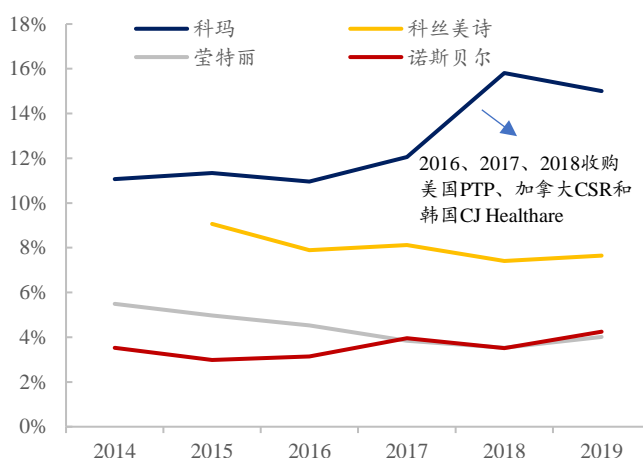
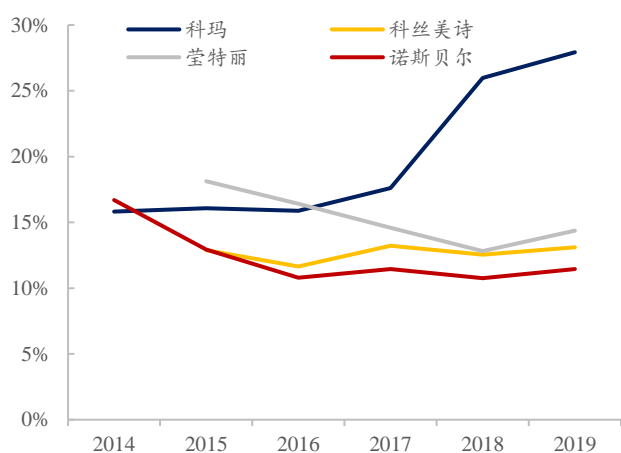
诺斯贝尔具有维持较高毛利率水平的能力。在化妆品品牌商较多、传统品牌稳定、新锐品牌层出的化妆品行业中，具有较强研发、生产、营销推广等一站式服务解决能力的诺斯贝尔，可以通过①平衡客户结构，通过增加新锐客户降低大客户压价风险、②加长服务链并提供特定需求的专利技术/成分产品，③有机会切入高毛

利率的彩妆业务，稳定并提升毛利率水平。

2.2、持续收并购&全球布局导致外资 ODM 龙头期间费用率较高

从费用率来看：诺斯贝尔深耕国内市场，无跨国管理带来低费用率。在毛利率水平相对稳定的情况下，期间费用率是影响公司净利率水平变动的重要因素。从绝对值来看诺斯贝尔期间费用率远低于同业水平，且整体维持下降趋势。科玛期间费用整体持续上升，导致净利率不断下降。莹特丽期间费用率有所下滑也推动净利率水平不断上升。

图 32、诺斯贝尔期间费用率低于其他三家代工厂龙头 图 33、并购&全球布局导致国 ODM 厂管理费率较高



资料来源：wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源：wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、外资 ODM 代工厂的研发费用率较高

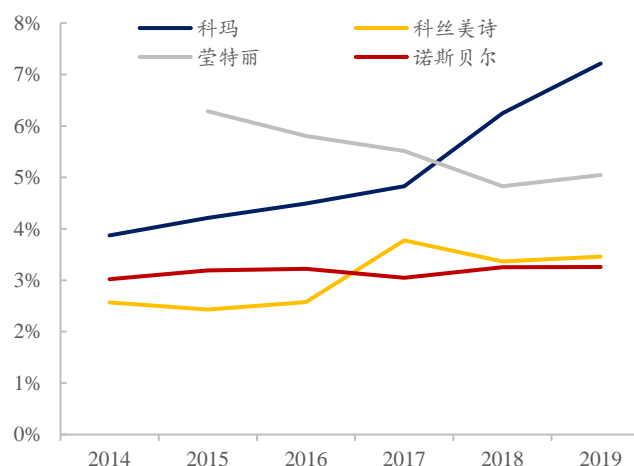
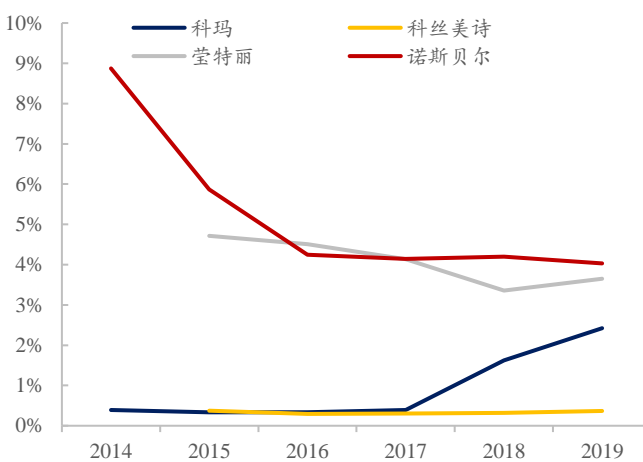


图 35、自主品牌不再纳入报表降低诺斯贝尔销售费用率



资料来源：wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源：wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

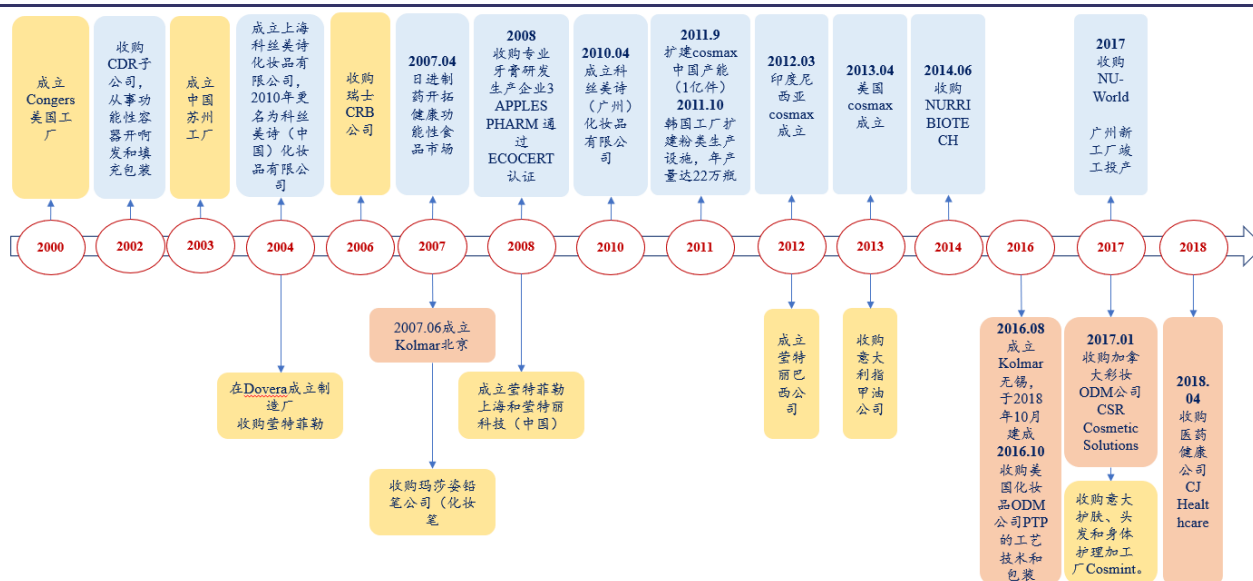
从管理费用率来看，预期诺斯贝尔持续专注于国内产能，未来管理费用率有望持续低于同业水平。外资 ODM 代工厂管理费用率高于诺斯贝尔源于：1) 外资 ODM 龙头所处地区的化妆品市场已近乎成熟，持续通过收并购来实现①新兴市

场客户拓展、②产能扩张、③研发基地广覆盖以获取各地优势独有成分，并针对各地消费者开发针对性产品；2) 外资 ODM 龙头生产部、研发部、市场部分散于全球多国，公司内部的沟通、物流费用较高，公司管理费用率较高。诺斯贝尔深耕于发展潜力极大、增速较快的中国市场，目前公司产能利用率仅为 50%-60%，未来自建产能或收购也将专注于中国市场，有望持续维持较低费用率。

外资 ODM 代工厂持续进行资本运作，并于海外建立子公司和新产能。持续的收并购工作使得各公司管理费用率高企：

- 1) 韩国科玛分别于 2007 年和 2016 年在中国成立科玛北京和科玛无锡，进一步加码中国市场，2016 年收购美国彩妆 ODM 公司 PTP，进军北美市场。2017 年收购专业生产护肤和个护产品的加拿大 ODM 公司 CSR，进一步扩大北美和南美市场的销售和占有率。2018 年收购医药健康公司 CJ Healthcare。韩国科玛 2016-2018 持续进行收并购工作，管理费用率持续提升。
- 2) 科丝美诗分别于 2004 年和 2012 年在上海及广州成立子公司，在中国设立三个工厂，其中上海两个工厂分别负责生产彩妆与护肤产品，2019 年总产能达 6.92 亿件；广州工厂 2019 年产能达 3.06 亿件，主要客户中新锐品牌占比比较高，为完美日记的主要供应商。印尼雅加达工厂于 2014 年开始运营，并获得清真认证；2017 年 12 月收购了美国代工“巨头” NU-WORLD，加速拓展彩妆市场。
- 3) 莹特丽于 2003 年成立中国苏州工厂，2006 年收购瑞士 CRB 公司，面向高端护肤品市场，2008 年成立莹特菲勒上海和莹特丽科技，2017 年收购以护肤、头发和身体护理产品加工为主的意大利加工厂 Cosmint。

图 36、外资 ODM 厂持续进行资本运作，并于海外建立子公司和新产能



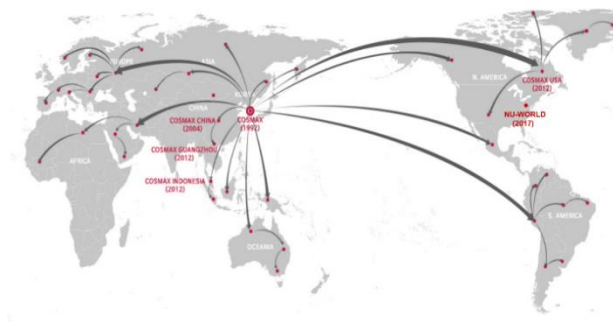
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：橙色框为韩国科玛，蓝色框为科丝美诗，黄色框为莹特丽

外资 ODM 代工厂主要市场、研发基地、工厂遍布各地，公司内部的沟通、物流成本推升管理费用。虽然各家公司均在主要市场建立研发中心和生产基地，但各地研发品类和产品生产不完全相同，客户需求仍需涉及多地多部门合作，各地之间的时差、沟通交流费用、样板之间的物流费用使得全球布局的 ODM 代工厂管理费用率较高。

图 37、科丝美诗产能覆盖各地市场

图 38、莹特丽全球产能布局



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、外资 ODM 龙头市场、产能、研发中心较为分散，推升管理费用

| 代工厂 | 主要市场 | 产能布局 | 研发中心 |
|------|-----------------|---|------------------|
| 韩国科玛 | 韩国、中国、美国、日本，泰国等 | 韩国 (2016) 中国 (2007 北京, 2016 无锡) 美国 (2016) 加拿大 (2017) | 研发中心设立在首尔市 |
| 科丝美诗 | 韩国、中国、美国等 | 韩国 (2004&2009) 中国 (2004&2019 上海、2012 广州) 印尼 (2014) 美国 (2015) 澳大利亚 (2017) 泰国 (2018) | 研发中心覆盖了韩国首尔、上海美国 |
| 莹特丽 | 美洲、亚洲、EMEA | 在欧洲，北美，南美和亚洲十个国家成立了 15 个生产工厂 (2003 苏州、2006 瑞士 CRB、2008 上海、2017 意大利 cosmint) | 研发中心覆盖北美洲、亚洲及欧洲 |

资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从研发费用投入来看，诺斯贝尔与外资 ODM 龙头公司尚存差距。韩国科玛、科丝美诗、莹特丽及诺斯贝尔不断加大研发投入，2019 年研发投入分别为 6.59 亿元/2.73 亿元/2.78 亿元/0.71 亿元，研发费用率分别为 7.21%/3.46%/5.04%/3.26%，其中韩国科玛 2018 年收购韩国仿制药许可最多的 CJ healthcare，研发费用率提升较快，研发投入及研发费用率居于四大龙头首位，莹特丽次之，诺斯贝尔研发费用率近几年稳定在 3% 以上，与科丝美诗接近持平。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

外资 ODM 龙头：研发储备大量专利/原料/产品

- **研发中心覆盖全球多地，储备较多专利/配方/原料。**1) 莹特丽研发中心覆盖北美洲、亚洲及欧洲，共有 770 名研发员工，占总数的 16%，2018 年，除了超过 967 种新的皮肤护理配方外，莹特丽还开发了 738 多种新的彩妆配方和 68 种新的原料；2) 科丝美诗研发中心覆盖了韩国本部、中国、美国、印尼等全球多地，研发人员约占公司人员的 25%，目前公司拥有功能性认证 1424 件、专利申请及注册共 501 件。3) 韩国科玛下设 8 个研究所，基础护肤研究所、彩妆化妆品研究所、个人护理研究所、皮肤科学研究所、全球技术中心、C&I Lab、香料研究所、Package 研究所；研发人员占总劳动力的 1/3，拥有功能性认证共 3650 件，累计专利总申请 611 项，目前已批准 337 项。
- **研发中心设立创新部，寻找更多研发创意点。**韩国科玛八大研究所之一——C&I Lab，以及科丝美诗研究中心的创新部门，聚集了具有卓越创意性和专业性的各领域的研究员，负责从汽车、电子、医药等各行各业去寻找创新点，看是否可以应用到化妆品领域，通过多领域的技术融合和创意，对进军世界化妆品市场的新一代化妆品进行研究。

表 4、四大 ODM 龙头研发情况对比

| 代工厂 | 研发费用率 | 研究人员数 | 研究中心 | “创新部” | 专利数 | 其他 |
|------|-------|----------------|---|--|---|---|
| 莹特丽 | 5.04% | 770 人，占总人数 16% | 北美洲研发中心、欧洲研究中心、亚洲研究中心 | - | - | 2018 年，除了超过 967 种新的皮肤护理配方外，莹特丽还开发了 738 多种新的彩妆配方和 68 种新的原料 |
| 科丝美诗 | 3.46% | 占总人数 25% | 研发中心总部下设护肤、彩妆、香料、面膜、指甲油、韩方肌肤、安全性功效等细分部门，覆盖了韩国本部、中国、美国、印尼等全球多地 | 设立“创新部”，负责从汽车、电子、医药等各行各业去寻找创新点，看是否可以应用到化妆品领域 | 专利申请及注册共 270 件 | - |
| 韩国科玛 | 1.35% | 占总人数 1/3 | 下设 8 个化妆品类研究所：基础护肤研究所、彩妆化妆品研究所、个人护理研究所、皮肤科学研究所、全球技术中心、C&I Lab、香料研究所、Package 研究所 | C&I Lab 聚集了具有卓越创意性和专业性的各领域的研究员，通过多领域的技术融合和创意，对进军世界化妆品市场的新一代化妆品进行研究 | 功能性认证共 3650 件，累计专利总申请 611 项，目前已批准 337 项，其中 2019 年新注册 31 例专利技术 | 2013 年，它是第一家通过防晒产品获得美国 FDA 认证的韩国公司，每年将其销售额的 5-6% 用于研发 |
| 诺斯贝尔 | 3.26% | 200 人 | 中国研究所、韩国研究所 | - | 截至 2019 年末已拥有专利 42 项，其中发明专利 20 项，实用新型专利 21 项 | 2019 年通过了高新技术企业的复审 |

资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从销售费用来看，诺斯贝尔销售费用率降低并趋于稳定。1) 2014年7月起诺斯贝尔自主品牌雪完美不再纳入合并报表，大幅降低销售费用率。与此同时，2015年占销售费用29%的佣金费用于2016年不再纳入销售费用，降低销售费用率。2) 诺斯贝尔成立于2004年，尚不及外资ODM龙头公司成熟，从客户数量来看不及韩国科玛和科丝美诗，仍需依靠较多的销售人员拓展业务，因此销售费用率水平高于科玛和科丝美诗。3) 销售费用率自2016年起稳定于4.2%的水平，并于2019年降至4.03%，预计随着公司知名度和客户数提升，销售费用率有望稳中有降。

2.3、诺斯贝尔有望维持较高净利率水平

科玛净利率水平逐步降低源于持续的资本运作提升费用率。科玛分别于2016、2017、2018年收购美国彩妆ODM公司PTP、专业生产护肤和个护产品的加拿大ODM公司CSR、和韩国医药健康公司CJ Healthcare。管理费用率从2015年的10.96%提升至2019年的15.00%；对研发要求较高的医药健康公司的加入使得公司研发费用率从2017年的4.83%提升至2019年的7.21%；与此同时，销售费用率从2017年0.39%至2019年的2.42%。预计收购活动结束后，费用率有望得到恢复，净利率水平提升。

科丝美诗净利率稍有降低主要源于新增产能导致毛利率水平下滑。2017年公司广州新工厂竣工投产，固定成本&人工成本增加使得科丝美诗2017年毛利率有所下降。随着产能逐步释放，固定成本分摊，2019年公司毛利率水平有所提升。预计随着产能逐步增加，公司毛利率水平将逐步恢复。

诺斯贝尔有望维持较高净利率水平。1) 从毛利率来看，①随着新工厂产能利用率提升、污水处理站投入运营、机器自动化设备投入增加，毛利率水平已于2019年有所提升；②公司具有较强研发、生产、营销推广等一站式服务解决能力，可以通过平衡客户结构、加长服务链和提供特定需求的专利技术/成分产品、拓展彩妆业务，稳定毛利率水平。2) 从管理费用率来看，①目前国内市场发展潜力巨大，国内CR4仅29%³，公司深耕于国内市场，较外资ODM龙头跨国管理相比，管理费用率较低；②公司短期内没有资本运作动作，即使公司进行收并购工作，管理费用率也会随着收购活动结束后而回升至正常水平。3) 从销售费用率来看，公司目前销售费用率较为稳定，随着公司知名度提升、客户数量增长，销售费用率有望稳中有降；4) 从研发费用率来看，公司与科丝美诗持平，预计未来彩妆业务拓展、加大专利、原料、产品储备，会推升研发费用率1-2pct，对整体净利率水平影响较小，预计公司可持续维持10+%的净利率水平。

³ 根据产业链11倍的加价倍率来测算，我国代工厂市场规模为203亿元，科丝美诗（中国）、诺斯贝尔、莹特丽（中国）、韩国科玛（中国）2019年营收分别为27.88/21.78/5.58/4.45亿元，在中国化妆品市场的市占率分别为13.73%/10.73%/2.31%/2.19%，合计为29%，国内市场仍有较大发展空间。

3、参考外资，未来有望扩张产能、储备专利、布局彩妆

战略：预计诺斯贝尔将深耕于中国市场，持续发展客户矩阵。诺斯贝尔未来将深耕于增速较快、增长空间交足的中国化妆品市场。通过自建或并购国内代工厂增加产能，加强研发储备更多技术、原料和配方，持续提升产品开发效率和一站式服务能力，来发展多层次客户结构，拓展客户矩阵。注重中国市场有望使公司维持较低费用率，持续享有高净利率水平。

参考外资成熟经验，未来诺斯贝尔将在生产端、研发端、产品端、拓展客户方面持续发力：

- **生产端：**诺斯贝尔有望通过自建或并购的方式不断扩展产能布局。诺斯贝尔仅下设子公司及一分厂、二分厂，1)短期事件预计持续提升湿巾需求量，目前公司湿巾产能已近乎满载，有望自建产能提升营收；2)短期事件也有望使得外资品牌寻求国内代工厂转向国内生产。随着客户数量不断增加，未来有望借鉴外资龙头 ODM，通过自建厂房或借助资本力量收购的方式，一方面有利于提升产能，更好拓展客户，另一方面有利于抢占市场，提升市占率。
- **研发端：**提升功能性认证能力和创新能力。借鉴外资 ODM 龙头经验，1)提升专利成分和专利配方储备数量；2)加强研发实力获取功能性认证，未来有望开拓国际高端品牌客户；3)设立创新部门，集合多领域专业人才，从医药、化学、电子等其他行业寻找可以应用到化妆品领域的创意点，为客户提供多样、独特、有效、趣味的产品。
- **产品端：**诺斯贝尔积极发展护肤和轻医美，未来有望拓展彩妆等多领域。与海外资龙头韩国科玛、科丝美诗、莹特丽覆盖护肤、彩妆及日化等多个领域相比，诺斯贝尔布局仍主要集中于护肤领域，未来有望布局彩妆产能，一方面可以利用当前客户资源为其拓展彩妆代工，另一方面可以拓展彩妆新客户。彩妆的高毛利率也有望进一步提升公司净利率水平。
- **客户拓展：**锚准电商新锐品牌榜单，持续拓展新锐客户。随着国民文化自信度提升，国货新锐品牌层出，不断获得年轻消费者认可，冲击榜单前十。花西子、完美日记、纽西之谜、半亩花田等品牌销售额屡创新高。诺斯贝尔可以通过锚定榜单新锐品牌，依靠自身强大的生产优势，搭配新锐品牌新奇的营销手段强力出圈。

4、盈利预测

韩国科玛和科丝美诗股价下行源于净利率下行&萨德事件。复盘韩国科玛和科丝美诗股价可见，两家公司受净利率自2016年起下降影响以及2016年的萨德事件，

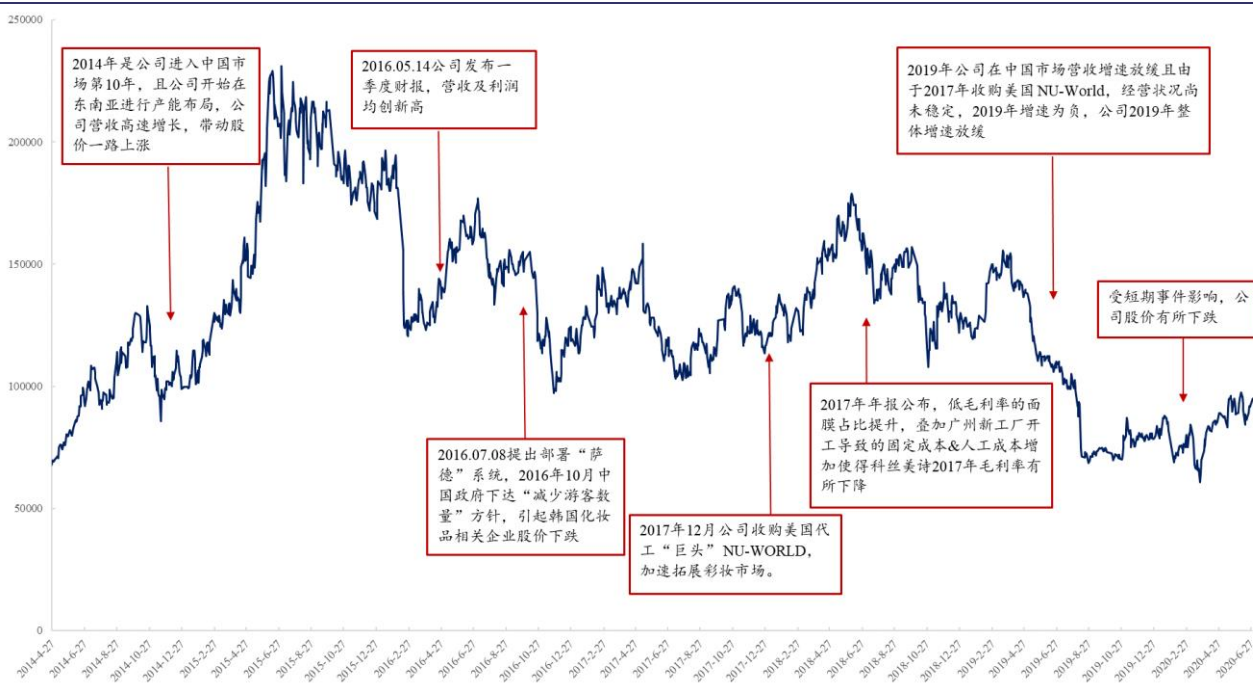
股价自 2016 年起不断下行。正文前文所提及，诺斯贝尔有望通过平衡客户结构、提供一站式服务和拓展彩妆品类维持毛利率水平，深耕国内业务维持较低费用率，将持续享有稳定的净利率水平，不会复刻韩国科玛和科丝美诗的走势。

图 39、并购导致净利率下降&萨德事件使得韩国科玛股价自 2016 年起下滑



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、建厂导致净利率下滑&萨德事件使得科丝美诗股价自 2016 年起下滑



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

梳理诺斯贝尔业务，2020 年受制于短期事件，化妆品线下业务受到较大影响，包

含丝芙兰、屈臣氏在内的线下渠道自有品牌订单有所减少,使得2020年面膜、护肤订单额有所下降,但湿巾、口罩的需求增大弥补营收。高毛利率的口罩业务预计使得今年诺斯贝尔净利润增速优于营收增速。短期事件结束后,未来护肤、面膜将回归至正常增速,湿巾需求持续存在。预计公司1)21-22年在保持面膜业务营收15%-30%稳定增长的同时,2)将逐步提升护肤品类占比,随着中长尾客户的拓展,预计21-22年护肤品类增速有望维持55%-80%;3)短期事件导致的消毒习惯将持续存在,湿巾业务有望保持增长。4)松节油加工业务将维持稳定微幅增长。

表5、青松股份收入预测

| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 面膜业务 | | | | | | | |
| 面膜销售量(万片) | 65824.45 | 94322.14 | 114138.03 | 104958.66 | 89214.86 | 115979.31 | 139175.18 |
| 面膜销售单价(元/片) | 1.11 | 1.05 | 1.05 | 1.05 | 1.04 | 1.03 | 1.02 |
| 面膜业务收入(万元) | 72,753.07 | 98,589.66 | 120,342.43 | 110,206.59 | 92,783.45 | 119,458.69 | 141,958.68 |
| YOY | 40.8% | 35.5% | 22.1% | -8.42% | -15.81% | 28.75% | 18.83% |
| 毛利率 | 32.6% | 31.1% | 27.6% | 29.60% | 27.90% | 29.40% | 29.90% |
| 湿巾业务 | | | | | | | |
| 湿巾销售量(万片) | 244042.10 | 377044.84 | 503175.24 | 629539.37 | 1099829.49 | 1429778.34 | 1524143.71 |
| 湿巾销售单价(元/片) | 0.08 | 0.07 | 0.06 | 0.06 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| 湿巾业务收入(万元) | 19,035.64 | 26,305.04 | 31,501.97 | 39,660.98 | 71,488.92 | 92,935.59 | 99,069.34 |
| YOY | -19.7% | 38.2% | 19.8% | 25.90% | 80.25% | 30.00% | 6.60% |
| 毛利率 | 22.2% | 17.3% | 10.8% | 14.12% | 14.95% | 15.73% | 16.22% |
| 护肤业务 | | | | | | | |
| 护肤销售量(L) | 3411749.56 | 3674133.79 | 5350377.15 | 9256.40 | 7867.94 | 13768.90 | 23407.13 |
| 护肤销售单价(元/100ml) | 5.68 | 4.72 | 5.08 | 5.08 | 5.05 | 5.04 | 5.03 |
| 护肤业务收入(万元) | 19,385.90 | 17,349.66 | 27,204.93 | 47,022.52 | 39,733.11 | 69,395.25 | 117,737.85 |
| YOY | -0.3% | -10.5% | 56.8% | 72.85% | -15.50% | 74.65% | 69.66% |
| 毛利率 | 25.1% | 17.8% | 24.3% | 26.36% | 24.10% | 25.60% | 26.78% |
| 口罩业务 | | | | | | | |
| 口罩销售量(万张) | | | | | 27500 | 16000 | 12000 |
| 口罩销售单价(元/张) | | | | | 1.65 | 1.5 | 1.5 |
| 口罩业务收入(万元) | | | | | 45375 | 24000 | 18000 |
| 毛利率 | | | | | 53% | 52% | 52% |
| 无纺布业务(不含口罩)其他业务(万元) | 8,100.98 | 11,720.73 | 16,494.55 | 18,224.83 | 9,112.41 | 11,846.14 | 14,807.67 |
| 化妆品代工业务(万元) | 119,556.40 | 154,596.68 | 197,804.29 | 217,845.71 | 261,656.51 | 321,442.93 | 396,066.11 |
| YOY | 19.2% | 29.3% | 27.95% | 10.13% | 20.1% | 22.8% | 23.2% |
| 深加工作业(万元) | 55729.08 | 81120.51 | 142157.10 | 130440.67 | 111,006.40 | 112,875.07 | 114,170.88 |
| 总收入(万元) | 55,729.08 | 81,120.51 | 142,157.10 | 290,811.70 | 372,662.91 | 434,318.00 | 510,236.99 |
| YOY | -5.38% | 45.56% | 75.24% | 104.57% | 28.15% | 16.54% | 17.48% |

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、公司费用预测假设

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用 /主营业务收入 | 2.94% | 3.46% | 3.47% | 3.49% |
| 管理费用 /主营业务收入 | 3.73% | 4.00% | 3.91% | 3.90% |
| 研发费用 /主营业务收入 | 3.59% | 3.09% | 3.14% | 3.13% |
| 财务费用 /主营业务收入 | 0.68% | 0.19% | -0.18% | -0.28% |
| 实际税率 | 16.73% | 21.07% | 19.91% | 19.12% |

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

青松股份目前股本 5.17 亿股，根据 7.1 收盘价，公司总市值为 120 亿元。对标同业，目前外资化妆品 ODM 代工企业 20/21 年平均估值水平为 29/27 倍，考虑到诺斯贝尔处于中国高增速市场，本土品牌公司估值亦高于外资品牌公司估值，给予诺斯贝尔 21 年 32 倍估值，参考青松股份历史估值，给予成熟的松节油深加工业务 10 倍估值，经计算，青松股份 21 年合理市值将达 146 亿元。

表 7、外资化妆品 ODM 代工企业平均估值水平（根据 6.30 日股价计算）

| | 股票代码 | 公司 | 市盈率 PE | | |
|-----|------------------|--------|--------|-------|-------|
| | | | 2020E | 2021E | 2022E |
| 代工厂 | 161890 KS Equity | 韩国科玛 | 30 | 28 | 27 |
| | 192820 KS Equity | 科丝美诗 | 28 | 26 | 25 |
| | 300132 SZ | 青松股份 | 22 | 19 | 16 |
| 品牌商 | EL US Equity | 雅诗兰黛 | 41 | 34 | 31 |
| | OR FP Equity | 欧莱雅 | 39 | 35 | 32 |
| | 4911 JT Equity | 资生堂 | 71 | 37 | 31 |
| | 090430 KS Equity | 爱茉莉太平洋 | 49 | 29 | 24 |
| | 603605 SH | 珀莱雅 | 76 | 59 | 47 |
| | 603983 SH | 丸美股份 | 59 | 49 | 42 |
| | 600315 SH | 上海家化 | 71 | 63 | 49 |

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

注：雅诗兰黛是财年数据

盈利预测与投资评级：诺斯贝尔有望通过持续拓展客户矩阵享有行业平均以上增速。深耕国内市场，维持高净利率水平。随着公司未来理顺实控人问题，公司整体业务及估值将有望向化妆品代工行业倾斜，享有化妆品代工行业估值。我们调整 20-22 年 EPS 至 1.04/1.18/1.41，对应 7 月 1 日 PE 分别为 22/20/16x。

风险提示：化妆品系统性风险，可选消费回落。

附表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 2362 | 2752 | 3537 | 4456 | 营业收入 | 2908 | 3727 | 4343 | 5102 |
| 现金 | 645 | 599 | 755 | 959 | 营业成本 | 1999 | 2601 | 3101 | 3643 |
| 应收账款 | 679 | 740 | 866 | 1264 | 营业税金及附加 | 15 | 21 | 25 | 28 |
| 其他应收款 | 16 | 19 | 21 | 27 | 营业费用 | 86 | 129 | 151 | 178 |
| 预付账款 | 23 | 67 | 85 | 101 | 管理费用 | 108 | 149 | 170 | 199 |
| 存货 | 865 | 1163 | 1629 | 1867 | 财务费用 | 20 | 7 | -8 | -14 |
| 其他流动资产 | 133 | 164 | 181 | 238 | 资产减值损失 | -34 | -9 | -8 | -8 |
| 非流动资产 | 2293 | 2252 | 2186 | 2120 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 571 | 577 | 533 | 477 | 营业利润 | 555 | 696 | 761 | 901 |
| 无形资产 | 138 | 138 | 138 | 138 | 营业外收入 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动资产 | 1584 | 1538 | 1516 | 1505 | 营业外支出 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 4655 | 5004 | 5724 | 6577 | 利润总额 | 553 | 695 | 760 | 900 |
| 流动负债 | 823 | 650 | 760 | 884 | 所得税 | 79 | 147 | 151 | 172 |
| 短期借款 | 212 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 474 | 549 | 609 | 728 |
| 应付账款 | 380 | 390 | 485 | 582 | 少数股东损益 | 21 | 11 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 231 | 260 | 275 | 301 | 归属母公司净利润 | 453 | 537 | 609 | 728 |
| 非流动负债 | 673 | 647 | 648 | 649 | EBITDA | 661 | 765 | 818 | 954 |
| 长期借款 | 637 | 637 | 637 | 637 | EPS (元) | 0.88 | 1.04 | 1.18 | 1.41 |
| 其他非流动负债 | 36 | 11 | 11 | 12 | | | | | |
| 负债合计 | 1497 | 1297 | 1408 | 1533 | | | | | |
| 少数股东权益 | 130 | 142 | 142 | 142 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 517 | 517 | 517 | 517 | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 资本公积 | 1455 | 1455 | 1455 | 1455 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 1055 | 1592 | 2201 | 2929 | 营业收入 | 104.6% | 28.2% | 16.5% | 17.5% |
| 归属母公司股东权益 | 3028 | 3565 | 4174 | 4902 | 营业利润 | 17.4% | 25.5% | 9.3% | 18.5% |
| 负债和股东权益 | 4655 | 5004 | 5724 | 6577 | 归属于母公司净利润 | 13.2% | 18.6% | 13.3% | 19.7% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 31.2% | 30.2% | 28.6% | 28.6% |
| | | | | | 净利率(%) | 12.6% | 15.6% | 14.4% | 14.0% |
| | | | | | ROE(%) | 15.0% | 15.1% | 14.6% | 14.9% |
| | | | | | ROIC(%) | 14.2% | 13.8% | 14.0% | 14.9% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 32.1% | 25.9% | 24.6% | 23.3% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 56.84% | 49.10% | 45.24% | 41.55% |
| | | | | | 流动比率 | 2.87 | 4.23 | 4.65 | 5.04 |
| | | | | | 速动比率 | 1.81 | 2.44 | 2.51 | 2.93 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.95 | 0.77 | 0.81 | 0.83 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 8.49 | 6.75 | 7.09 | 6.83 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.88 | 1.04 | 1.18 | 1.41 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.31 | 0.26 | 0.64 | 0.37 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 5.86 | 6.90 | 8.08 | 9.49 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 26.21 | 22.10 | 19.51 | 16.31 |
| | | | | | P/B | 3.92 | 3.33 | 2.85 | 2.42 |
| | | | | | EV/EBITDA | 18 | 16 | 15 | 13 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 676 | 136 | 331 | 190 |
| 净利润 | 474 | 549 | 609 | 728 |
| 折旧摊销 | 87 | 62 | 65 | 67 |
| 财务费用 | 20 | 7 | -8 | -14 |
| 投资损失 | -0 | -0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 56 | -390 | -336 | -591 |
| 其他经营现金流 | 40 | -92 | 1 | 0 |
| 投资活动现金流 | -893 | 0 | 0 | 0 |
| 资本支出 | 90 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -798 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 627 | -221 | 8 | 15 |
| 短期借款 | 62 | -212 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 637 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 131 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1372 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1575 | -10 | 8 | 15 |
| 现金净增加额 | 415 | -85 | 339 | 204 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100033 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |