



青松股份(300132.SZ)

【联讯化工】青松股份(300132)-收购对价合理，拓展千亿级化妆品市场

2018年11月11日

事项：

买入(维持)

当前价：12.14元

公司发布公告，拟以现金+发行股份方式购买诺斯贝尔 90%股权，交易对价 24.3 亿，同时向不超过 5 名特定投资者非公开发行募集配套资金不超过 7 亿。

评论：

分析师：于庭泽

执业编号：S0300518070002

电话：010-66235689

邮箱：yutingze@lxsec.com

◇ 收购面膜 ODM 龙头，布局化妆品领域，延伸主业产业链

本次公司拟收购标的诺斯贝尔是国内面膜 ODM 龙头，2018 年 5 月从新三板摘牌。诺斯贝尔 16 年至 18 年 7 月营业收入 11.96 亿、15.46 亿、10.44 亿，净利润 1.73 亿、1.82 亿、1.06 亿，销售净利率稳定在 10% 以上。从收入分类看，公司面膜收入占比 65%，湿巾和护肤收入占比 26%。公司最大客户为屈臣氏，销售额占比 17%；此外公司还是御家汇最大供应商，根据淘宝最新数据，御家汇的小迷糊面膜销售量排全网第 3 名；其他如伽蓝集团、资生堂、妮维雅、韩后、上海家化等知名化妆品品牌公司也是公司重要客户。通过本次收购，公司将增加面膜、护肤品、湿巾等产品的设计、研发、生产与销售业务，进入成长空间更为广阔的化妆品行业，同时公司主业合成樟脑、乙酸异龙脑酯等可以直接用于唇膏、面膜等化妆品，香精香料作为香精公司的原料，间接供应于化妆品等日化行业，实现业务协同。

相关研究

《【联讯化工】青松股份(300132)深度报告：小行业大龙头，合成樟脑之王》

2018-08-26

《【联讯化工】青松股份(300132)-拟收购面膜代工龙头，进军化妆品领域》

2018-09-17

《【联讯化工】青松股份(300132)季报点评-业绩持续释放，利润率再创历史新高》

2018-10-26

◇ 本次交易方案基本情况

本次收购标的诺斯贝尔对价 27 亿，90% 股权对应 24.3 亿元，其中发行股份支付 15.1 亿（股票发行价格 11.66 元），现金支付 9.2 亿，并配套募集资金不超 7 亿，股票发行价格不低于 11.66 元。诺斯贝尔原股东方提供业绩承诺，具体为 18 年不低于 2 亿、18+19 年合计不低于 4.4 亿，18+19+20 年合计不低于 7.28 亿，按此测算对应收购 PE 为 13.5 倍，考虑到诺斯贝尔对标公司上海家化（32.6 倍，wind 一致预期）、珀莱雅（28.7 倍，wind 一致预期）的估值水平，我们认为收购对价较为合理。本次交易构成重大资产重组，交易完成后公司实际控制人仍为杨建新。

◇ 通过本次收购，公司拓展千亿级化妆品市场，产业链实现延伸协同，维持买入评级

2017 年中国化妆品和个人洗护行业市场规模为 3,616 亿元，同比增长 9.6%，预计到 2022 年市场规模将达到 5,352 亿元，年均复合增长率接近 10%。中国整体化妆品及个人洗护行业增速高于美国、英国和日本等发达国家，是全球增长最快的化妆品市场之一。本次收购完成后，公司有望成为合成樟脑和面膜 ODM 双行业龙头，延伸产业链的同时与主业实现有效协同，打开新的增长点。受益于行业竞争格局优化，当前公司传统主业合成樟脑以及冰片正处在黄金机遇期，产品价格持续上涨，合成樟脑国内市占率已经超过 70%，完全占领中高端市场，有望独享广阔成长空间；1.5 万吨香精香料业务也即将建成投产。我们暂不考虑并表诺斯贝尔，维持今明两年实现净利润 4.1/6.1 亿盈利预测，eps1.05/1.58，对应目前 PE11.5/7.7 倍，维持买入评级。

◇ 风险提示：定增进展不达预期、需求不达预期



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	559.3	818.3	1279.4	1738.3	经营活动现金流	-4.7	497.5	469.7	639.9
现金	114.9	269.9	494.6	704.6	净利润	94.7	406.8	610.1	764.7
应收账款	114.8	164.0	237.8	309.2	折旧摊销	31.7	30.1	36.6	51.6
其它应收款	2.5	4.1	6.0	7.8	财务费用	3.8	2.6	2.9	6.9
预付账款	14.7	17.3	24.5	32.5	投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0
存货	301.6	345.1	490.5	650.5	营运资金变动	-134.0	47.8	-203.5	-211.1
其他	10.9	17.9	26.0	33.8	其它	-1.0	10.2	23.5	27.7
非流动资产	392.1	468.4	643.6	909.6	投资活动现金流	-16.9	-110.0	-220.0	-330.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	-16.9	-110.0	-220.0	-330.0
固定资产	329.5	398.7	557.5	798.7	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	28.7	35.8	52.2	77.0	其他	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	33.9	33.9	33.9	33.9	筹资活动现金流	86.3	-232.5	-25.0	-99.9
资产总计	951.4	1286.7	1923.0	2647.9	短期借款	87.0	-37.0	0.0	0.0
流动负债	214.9	336.3	394.6	457.7	长期借款	0.0	0.0	100.0	90.0
短期借款	87.0	50.0	50.0	50.0	其他	-0.7	-195.5	-125.0	-189.9
应付账款	66.0	77.5	110.2	146.1	现金净增加额	64.7	155.0	224.7	210.0
其他	61.9	208.8	234.4	261.6					
非流动负债	8.5	8.5	98.5	178.5	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	0.0	0.0	90.0	170.0	成长能力				
其他	8.5	8.5	8.5	8.5	营业收入	45.6%	65.0%	45.0%	30.0%
负债合计	223.4	344.8	493.1	636.2	营业利润	210.9%	281.8%	47.9%	26.1%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	189.4%	329.4%	50.0%	25.3%
归属母公司股东权益	728.0	941.9	1429.9	2011.6	获利能力				
负债和股东权益	951.4	1286.7	1923.0	2647.8	毛利率	28.4%	49.0%	50.0%	49.0%
					净利率	11.7%	30.4%	31.4%	30.3%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	13.0%	43.2%	42.7%	38.0%
营业收入	811.2	1338.5	1940.8	2523.1	ROIC	14.3%	43.0%	39.9%	35.0%
营业成本	581.0	682.6	970.4	1286.8	偿债能力				
营业税金及附加	4.0	6.7	9.7	12.6	资产负债率	23.5%	26.8%	25.6%	24.0%
营业费用	26.5	46.8	67.9	88.3	净负债比率	9.1%	3.9%	7.8%	9.1%
管理费用	65.4	112.4	168.9	219.5	流动比率	2.60	2.43	3.24	3.80
财务费用	7.0	2.6	2.9	6.9	速动比率	1.20	1.41	2.00	2.38
资产减值损失	3.9	0.0	0.0	0.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.85	1.04	1.01	0.95
投资净收益	4.4	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	12.12	17.46	18.44	17.61
营业利润	127.7	487.3	721.0	909.0	应付账款周转率	10.80	9.52	10.34	10.04
营业外收入	0.3	0.3	0.3	0.3	每股指标(元)				
营业外支出	19.4	20.0	20.0	20.0	每股收益	0.25	1.05	1.58	1.98
利润总额	108.5	467.6	701.3	889.2	每股经营现金	-0.01	1.29	1.22	1.66
所得税	13.8	60.8	91.2	124.5	每股净资产	1.89	2.44	3.71	5.21
净利润	94.7	406.8	610.1	764.7	估值比率				
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	49.4	11.5	7.7	6.1
归属母公司净利润	94.7	406.8	610.1	764.7	P/B	6.44	4.97	3.28	2.33
EBITDA	165.1	520.0	760.6	967.5	EV/EBITDA	48.78	15.49	10.59	8.32
EPS（元）	0.25	1.05	1.58	1.98					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

于庭泽，清华大学本硕，2018年5月加入联讯证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com