

化妆品代工业务高增长，兼具稳定性与灵活性

——青松股份(300132)2020年半年报点评

买入|维持

当前价：22.14元

事件：

公司发布2020年半年报。

点评：

● 疫情下业绩稳定增长，其中诺斯贝尔业绩同比高增长

2020H1 公司实现营业收入 17.95 亿元，同比增长 70.83%；归母净利润 2.26 亿元，同比增长 4.04%；归母扣非后净利润 2.23 亿元，同比增长 3.86%。收入增幅较大主要系上年同期诺斯贝尔并表时间为当年 5-6 月，本报告期并表时间范围长于基期。以诺斯贝尔同一时间范围看（1-6 月），期内实现收入 11.50 亿元，同比增长 24.78%；毛利率 24.52%；归母净利润 1.37 亿元，同比增长 71.70%，纳入上市公司合并报表范围的净利润 1.28 亿元。化妆品业务逆市高增长的主要原因为：1) 公司积极进行化妆品新品研发与生产线扩建；2) 疫情期间公司新增口罩生产业务，累计增加了 13 组一次性医用口罩生产线与 2 组 KN95 口罩生产线，贡献收入与利润增量。公司松节油深加工业务实现营收 6.46 亿元，同比下降 8.33%，实现营业利润 1.34 亿元，同比下降 36.25%，毛利率 32.44%，同比下降 7.03pct，主要由于 2019 年松节油价格跌幅较大，叠加疫情影响，毛利率下滑幅度较大。

● 诺斯贝尔在维持老客的基础上积极拓展新客，受益新锐品牌爆品效应
分品类看，诺斯贝尔面膜、护肤、湿巾、无纺布及其他系列（含口罩）收入分别为 4.46/2.46/2.69/1.89 亿元，收入占比分别为 39%/21%/23%/16%，受疫情影响公司新增口罩生产业务、加大医疗湿巾产品的生产部署，拉动湿巾与无纺布品类的占比较 2019M5-12 月分别提升 8.5pct 与 9.6pct。品牌客户方面，公司在维持屈臣氏、自然堂、植物医生等老客的同时，积极拓展了完美日记、纽西之谜等新锐品牌客户，2020 上半年纽西之谜温泉水炸弹面膜累计销售约 200 万份，公司作为上游可充分享受这一爆品效应。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内化妆品 ODM 及松节油深加工双龙头企业，2020 年 6 月完成对诺斯贝尔剩余 10% 股权的收购，实现 100% 控股。未来在电商环境下，预计新锐化妆品品牌对代工厂的需求强劲、且具备较强的爆发力，以诺斯贝尔为代表的上游 ODM 厂商有望充分享受行业红利。预计 2020-2022 年 EPS 为 1.06/1.25/1.45 元，对应 PE 21x/18x/15x，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济环境变化及新冠肺炎疫情影响加剧，松节油深加工业务原材料价格波动，化妆品业务市场需求波动。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1421.57	2908.12	4018.94	4640.96	5335.39
收入同比 (%)	75.24	104.57	38.20	15.48	14.96
归母净利润(百万元)	400.35	453.16	547.29	645.80	746.55
归母净利润同比 (%)	322.55	13.19	20.77	18.00	15.60
ROE (%)	36.07	14.97	15.61	15.56	15.24
每股收益 (元)	0.78	0.88	1.06	1.25	1.45
市盈率(P/E)	28.57	25.24	20.90	17.71	15.32

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：26.02 / 8.72

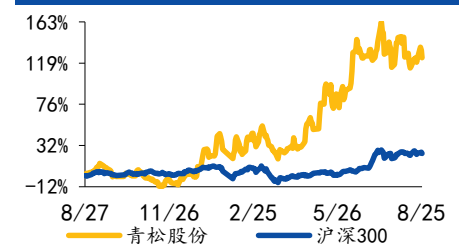
A 股流通股 (百万股)：460.13

A 股总股本 (百万股)：516.58

流通市值 (百万元)：10187.18

总市值 (百万元)：11437.10

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-青松股份(300132.SZ)首次覆盖报告：化妆品 ODM 龙头，坐享行业红利》2020.05.18

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gzq.com.cn

联系人 杨柳

邮箱 yangliu@gzq.com.cn

目 录

1、财务与业务分析	3
2、投资建议	5
3、风险提示	5

图表目录

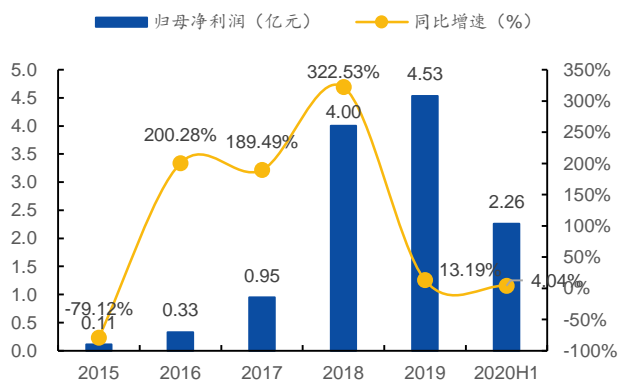
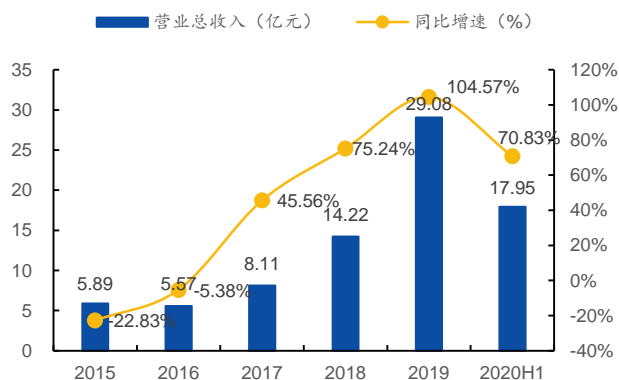
图 1：青松股份营业收入	3
图 2：青松股份归母净利润	3
图 3：2020H1 青松股份分业务收入及增速	3
图 4：2020H1 诺斯贝尔各品类收入	3
图 5：青松股份毛利率与净利率情况	4
图 6：青松股份费用率情况	4
图 7：青松股份存货周转天数	4
图 8：青松股份应收账款周转天数	4
图 9：青松股份现金流情况（单位：亿元）	5
图 10：青松股份期末账上现金余额（单位：亿元）	5

1、财务与业务分析

疫情下业绩稳定增长，其中诺斯贝尔业绩同比高增长。2020H1 公司实现营业收入 17.95 亿元，同比增长 70.83%，归母净利润 2.26 亿元，同比增长 4.04%，归母扣非后净利润 2.23 亿元，同比增长 3.86%。收入增幅较大主要系上年同期诺斯贝尔并表时间为当年 5-6 月，本报告期并表时间范围长于基期。

图 1：青松股份营业收入

图 2：青松股份归母净利润



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

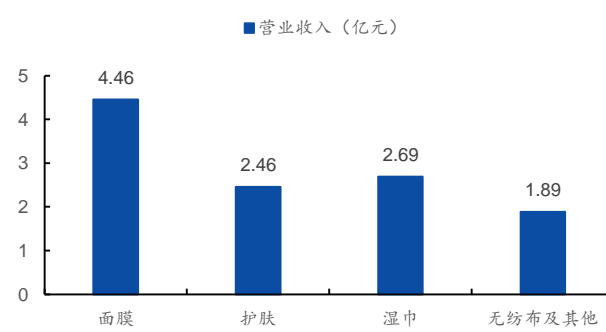
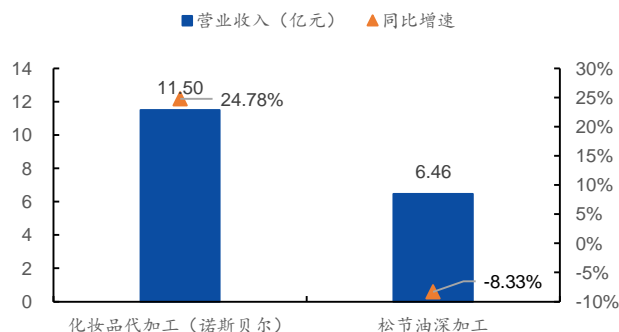
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

主营化妆品 ODM 的子公司诺斯贝尔贡献主要收入，松节油深加工业务略有收缩。以诺斯贝尔同一时间范围看（1-6 月），期内实现收入 11.50 亿元，同比增长 24.78%；毛利率 24.52%；归母净利润 1.37 亿元，同比增长 71.70%，纳入上市公司合并报表范围的净利润 1.28 亿元。公司松节油深加工业务实现营收 6.46 亿元，同比下降 8.33%，实现营业利润 1.34 亿元，同比下降 36.25%，毛利率 32.44%，同比下降 7.03pct。

诺斯贝尔收入主要由面膜、护肤、湿巾、无纺布及其他系列（含口罩）四大品类构成，收入分别为 4.46/2.46/2.69/1.89 亿元，收入占比分别为 39%/21%/23%/16%，受疫情影响诺斯贝尔新增口罩生产业务，同时加大医疗湿巾产品的生产部署，拉动湿巾与无纺布品类的占比较 2019M5-12 月分别提升 8.5pct 与 9.6pct。

图 3：2020H1 青松股份分业务收入及增速

图 4：2020H1 诺斯贝尔各品类收入

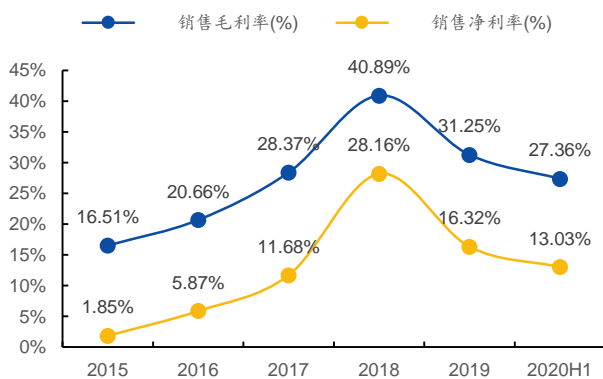


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

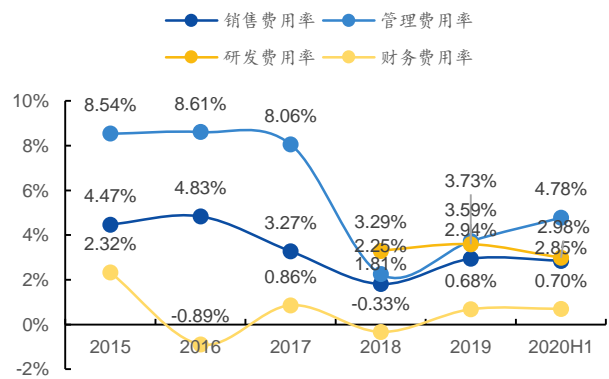
受业务结构影响毛利率与净利率有所下滑，管理费用率略有上升。2020H1 公司毛利率 27.36%，同比下降 3.89pct，主要由于 1) 2019 年 5 月起诺斯贝尔计入公司财务报表，诺斯贝尔毛利率 24.52%，低于公司原松节油深加工业务毛利率，拉低公司整体毛利率；2) 公司松节油深加工业务主要原材料松节价格窄幅波动，较上年同期仍有较大跌幅，受上下游价格传导效应影响，松节油深加工业务产品价格同比下跌幅度较大，产品整体毛利率 32.44%，同比下降了 7.03pct。期间费用率方面，销售费用率下降 0.09pct 至 2.85%，同比基本持平；管理费用率同比上升 1.05pct 至 4.78%；研发费用率同比下降 0.61pct 至 2.98%；财务费用率同比上升 0.02pt 至 0.70%。整体看，公司期间费用率保持较低水平，净利润率同比下降 3.29pct 至 13.03%，与毛利率同向下降，整体盈利能力相对稳定。

图 5：青松股份毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

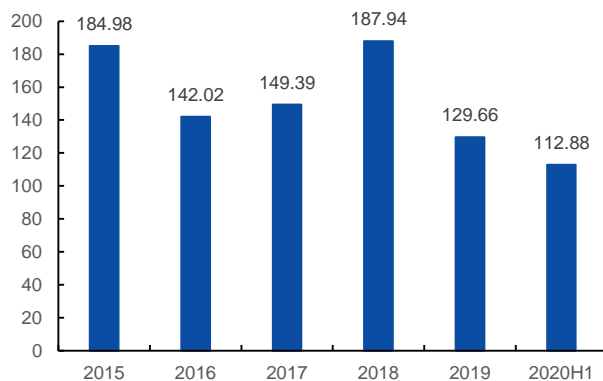
图 6：青松股份费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

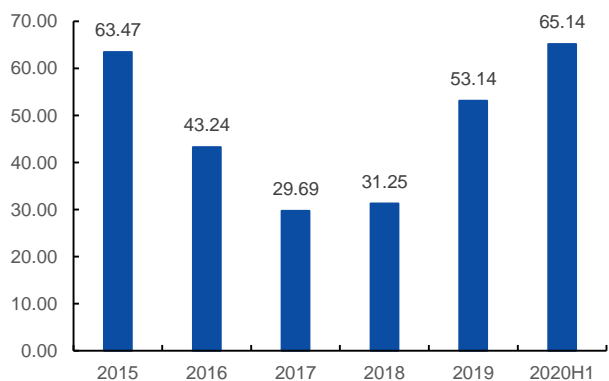
2020H1 年公司存货周转天数同比下降 82.71 天至 112.88 天，主要系化妆品代加工业务周期性弱于松节油深加工业务，控股子公司诺斯贝尔存货周转速度较快；应收账款周转天数同比下降 5.41 天至 65.14 天，有所优化。

图 7：青松股份存货周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 8：青松股份应收账款周转天数



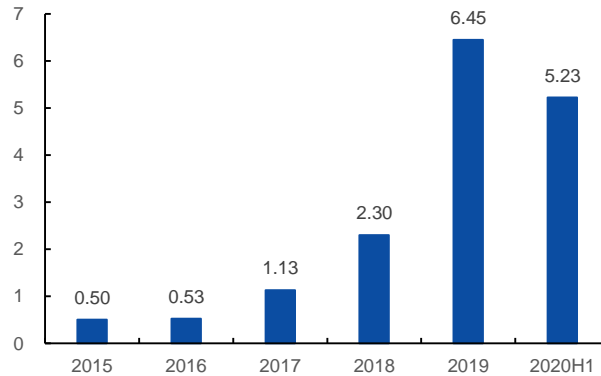
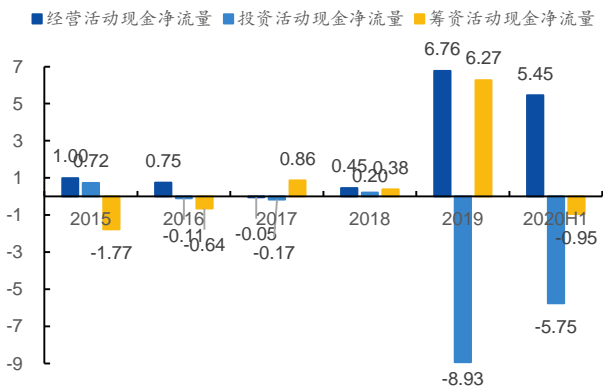
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

报告期内，公司经营活动现金净流量为 5.45 亿元，同比大幅上升 220.01%，主要由于 1) 本期松节油深加工业务原材料等采购减少，相应减少了采购相关现金支付；2)

本期诺斯贝尔并表时间延长，增加对经营活动现金流净额贡献。投资活动产生的现金净流量为-5.75 亿元，主要系收购诺斯贝尔 10%股份支付现金对价 4.3 亿元。筹资活动产生的现金流量净额为-0.95 亿元。截至 2020 年二季度末，公司账上现金余额为 5.23 亿元，现金储备充足。

图 9：青松股份现金流情况（单位：亿元）

图 10：青松股份期末账上现金余额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2、投资建议

公司是国内化妆品 ODM 及松节油深加工双龙头企业，2020 年 6 月完成对诺斯贝尔剩余 10%股权的收购，实现 100%控股。未来在电商环境下，预计新锐化妆品品牌对代工厂的需求强劲、且具备较强的爆发力，以诺斯贝尔为代表的上游 ODM 厂商有望充分享受行业红利。预计 2020-2022 年 EPS 为 1.06/1.25/1.45 元，对应 PE 21x/18x/15x，维持“买入”评级。

3、风险提示

宏观经济环境变化及新冠肺炎疫情影响加剧，松节油深加工业务原材料价格波动，化妆品业务市场需求波动。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1083.98	2361.87	2849.47	3638.39	4547.77
现金	230.11	645.03	520.44	947.66	1449.97
应收账款	179.33	679.20	938.63	1083.91	1246.09
其他应收款	6.91	16.22	22.42	25.89	29.76
预付账款	38.90	23.39	33.83	39.22	45.28
存货	575.70	864.57	1250.54	1449.80	1673.68
其他流动资产	53.02	133.46	83.61	91.92	103.00
非流动资产	380.63	2293.16	2295.09	2267.17	2233.54
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	299.17	571.35	600.31	590.12	569.56
无形资产	28.09	137.58	129.16	120.74	112.32
其他非流动资产	53.37	1584.24	1565.62	1556.32	1551.66
资产总计	1464.61	4655.03	5144.56	5905.57	6781.31
流动负债	347.11	823.12	825.34	939.65	1067.61
短期借款	149.86	211.71	0.00	0.00	0.00
应付账款	90.69	380.12	549.81	637.42	735.85
其他流动负债	106.56	231.29	275.53	302.23	331.76
非流动负债	7.67	673.40	668.51	669.19	670.37
长期借款	0.00	636.92	636.92	636.92	636.92
其他非流动负债	7.67	36.48	31.59	32.26	33.44
负债合计	354.79	1496.52	1493.85	1608.83	1737.97
少数股东权益	0.00	130.49	145.76	145.76	145.76
股本	385.92	516.58	516.58	516.58	516.58
资本公积	82.42	1454.52	1454.52	1454.52	1454.52
留存收益	639.71	1054.57	1532.13	2177.93	2924.48
归属母公司股东权益	1109.82	3028.02	3504.95	4150.98	4897.58
负债和股东权益	1464.61	4655.03	5144.56	5905.57	6781.31

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	45.43	676.23	253.01	496.34	552.37
净利润	400.35	474.46	562.56	645.80	746.55
折旧摊销	31.69	86.83	71.50	77.92	83.63
财务费用	-4.72	19.77	33.81	19.64	0.40
投资损失	-0.74	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28
营运资金变动	-394.15	55.93	-403.82	-257.15	-290.00
其他经营现金流	12.99	39.54	-10.76	10.42	12.07
投资活动现金流	20.47	-892.62	-49.72	-49.72	-49.72
资本支出	2.89	89.91	50.00	50.00	50.00
长期投资	0.00	5.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	23.36	-797.71	0.28	0.28	0.28
筹资活动现金流	38.40	626.61	-327.89	-19.41	-0.34
短期借款	62.86	61.85	-211.71	0.00	0.00
长期借款	0.00	636.92	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	130.66	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1372.11	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-24.47	-1574.93	-116.17	-19.41	-0.34
现金净增加额	117.06	414.92	-124.60	427.22	502.31

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1421.57	2908.12	4018.94	4640.96	5335.39
营业成本	840.25	1999.38	2891.96	3352.77	3870.50
营业税金及附加	7.20	14.57	20.13	23.24	26.72
营业费用	25.73	85.53	112.53	139.23	160.06
管理费用	32.01	108.44	180.85	208.84	240.09
研发费用	46.82	104.44	132.63	153.15	176.07
财务费用	-4.72	19.77	33.81	19.64	0.40
资产减值损失	-6.15	-34.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.74	0.28	0.28	0.28	0.28
营业利润	472.33	554.60	657.32	754.37	871.83
营业外收入	0.08	0.26	0.26	0.26	0.26
营业外支出	8.94	1.70	1.70	1.70	1.70
利润总额	463.46	553.16	655.88	752.93	870.39
所得税	63.11	78.70	93.32	107.13	123.84
净利润	400.35	474.46	562.56	645.80	746.55
少数股东损益	0.00	21.29	15.27	0.00	0.00
归属母公司净利润	400.35	453.16	547.29	645.80	746.55
EBITDA	499.29	661.20	762.63	851.92	955.86
EPS (元)	1.04	0.88	1.06	1.25	1.45

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	75.24	104.57	38.20	15.48	14.96
营业利润(%)	270.01	17.42	18.52	14.76	15.57
归属母公司净利润(%)	322.55	13.19	20.77	18.00	15.60
获利能力					
毛利率(%)	40.89	31.25	28.04	27.76	27.46
净利率(%)	28.16	15.58	13.62	13.92	13.99
ROE(%)	36.07	14.97	15.61	15.56	15.24
ROIC(%)	39.50	14.22	15.29	16.21	17.23
偿债能力					
资产负债率(%)	24.22	32.15	29.04	27.24	25.63
净负债比率(%)	42.24	56.84	42.64	39.59	36.65
流动比率	3.12	2.87	3.45	3.87	4.26
速动比率	1.46	1.81	1.93	2.32	2.68
营运能力					
总资产周转率	1.18	0.95	0.82	0.84	0.84
应收账款周转率	10.88	6.39	4.69	4.33	4.32
应付账款周转率	10.73	8.49	6.22	5.65	5.64
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.88	1.06	1.25	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	1.31	0.49	0.96	1.07
每股净资产(最新摊薄)	2.15	5.86	6.78	8.04	9.48
估值比率					
P/E	28.57	25.24	20.90	17.71	15.32
P/B	10.31	3.78	3.26	2.76	2.34
EV/EBITDA	23.56	17.79	15.42	13.81	12.30

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188