

Q3 归母+11.6%超预期, 化妆品业务驱动营收高增 买入 (首次)

2020 年 10 月 28 日

证券分析师 吴劲草

执业证号: S0600520090006
021-60199793

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

021-60199793

fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,908	4,143	4,776	5,492
同比 (%)	104.6%	42.5%	15.3%	15.0%
归母净利润 (百万元)	453	564	662	757
同比 (%)	13.2%	24.5%	17.3%	14.5%
每股收益 (元/股)	0.88	1.09	1.28	1.47
P/E (倍)	24.46	19.64	16.75	14.64

业绩简评

■ 2020 年 Q1-Q3 公司实现营收 27.53 亿元, 同比+43.32%; 归母净利润 3.58 亿元, 同比+6.70%; 扣非归母净利润 3.40 亿元, 同比+2.49%。其中 Q3 单季实现营收 9.58 亿元, 同比+10.11%; 归母净利润 1.32 亿元, 同比+11.57%, 超业绩预告; 扣非归母净利润 1.16 亿元, 同比-0.03%。

投资要点

■ 20 年 Q1-Q3, 公司归母净利率同比-4.46pct, 净营业周期同比-45 天:

2020 Q1-Q3, 公司综合毛利率同比-3.94pct 至 27.40%, 销售费用率同比+0.42pct 至 3.02%, 管理费用率同比+1.10pct 至 4.88%, 研发费用率同比-0.33pct 至 3.09%, 整体归母净利率同比-4.46pct 至 13.00%。公司存货周转天数为 106 天, 较去年同期-35 天; 应收账款周转天数为 60 天, 与去年同期持平; 应付账款周转天数为 50 天, 较去年同期+11 天; 整体净营业周期为 117 天, 较去年同期-45 天。

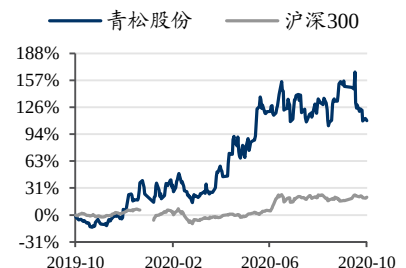
■ 20 年 Q1-Q3 松节油价格逐步回暖, 毛利率端受压减缓: 公司松节油深加工业务的主要产品包括合成樟脑系列、冰片系列、香精香料系列。2020 年受疫情影响, 上游供给收缩, 而樟脑等商品的下游需求较为刚性, 因此价格逐步回暖, 松节油深加工业务毛利率端压力有所缓解。2020 Q1-Q3, 公司综合毛利率为 27.40%, 同比-3.94pct; 其中 Q3 单季公司综合毛利率为 27.47%, 同比-0.09pct。

■ 诺斯贝尔 100%并表、化妆品业务促进营收高增: ①公司自 2020 年 6 月起并入诺斯贝尔 100%股权。青松股份于 2019 年 4 月完成对诺斯贝尔 90%股份的并购, 自 2019 年 5 月起 90%业绩并表; 2020 年 6 月青松股份公告完成收购诺斯贝尔剩余 10%股份, 自 2020 年 6 月起 100%业绩并表, 增厚 Q3 业绩。诺斯贝尔主要从事面膜、湿巾和护肤品的 ODM 业务, 作为本土化妆品 ODM 龙头制造商, 诺斯贝尔日产面膜 650 万片, 护肤品 128 万瓶, 湿巾 4000 万片, 面膜产能全球第一。②化妆品业务促进青松整体营收高增长。2020H1 青松股份化妆品业务收入占比达 64%, 因今年双十一开始早, 且疫情后渠道库存出清, Q3 各品牌商进入补货高峰, 子公司诺斯贝尔作为制造商业绩保持高速增长。随着化妆品行业景气度不断提升、行业监管趋严, 诺斯贝尔或将受益于下游消费驱动与行业集中度提升, 优势地位有望进一步强化。

■ 盈利预测与投资评级: 公司对诺斯贝尔 100%并表后有利于公司对化妆品板块进行整合, 考虑到化妆品行业景气度不断提升及公司主业松节油价格的回暖, 我们预计 2020-22 年归母净利润为 5.64、6.62、7.57 亿元, 同比+24.5%、17.3%、14.5%, 当前市值对应 PE 为 20x、17x、15x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ 风险提示: 原材料价格波动、业绩承诺无法兑现、股权质押风险、产品质量风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.24
一年最低/最高价	8.61/27.13
市净率(倍)	3.63
流通 A 股市值(百万元)	9773.06

基础数据

每股净资产(元)	5.85
资产负债率(%)	30.21
总股本(百万股)	516.58
流通 A 股(百万股)	460.13

相关研究

青松股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,362	2,932	3,374	4,064	营业收入	2,908	4,143	4,776	5,492
现金	645	863	1,257	1,487	减:营业成本	1,999	3,003	3,472	4,004
应收账款	679	702	890	853	营业税金及附加	15	21	24	28
存货	865	1,137	1,033	1,469	营业费用	86	145	167	192
其他流动资产	173	230	194	254	管理费用	213	303	350	402
非流动资产	2,293	2,325	2,356	2,382	财务费用	20	23	-0	-9
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-34	0	0	0
固定资产	571	613	647	673	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	87	91	94	96	其他收益	15	15	15	15
无形资产	138	150	169	193	营业利润	555	664	779	891
其他非流动资产	1,497	1,471	1,446	1,420	加:营业外净收支	-1	0	0	0
资产总计	4,655	5,258	5,730	6,446	利润总额	553	664	779	891
流动负债	823	1,056	993	1,078	减:所得税费用	79	100	117	134
短期借款	212	212	0	0	少数股东损益	21	0	0	0
应付账款	380	421	505	562	归属母公司净利润	453	564	662	757
其他流动负债	231	424	488	516	EBIT	576	682	781	878
非流动负债	673	549	422	296	EBITDA	663	767	876	982
长期借款	637	512	386	259					
其他非流动负债	36	36	36	36	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,497	1,605	1,415	1,374	每股收益(元)	0.88	1.09	1.28	1.47
少数股东权益	130	130	130	130	每股净资产(元)	5.86	6.82	8.10	9.57
					发行在外股份(百万股)	517	517	517	517
归属母公司股东权益	3,028	3,523	4,184	4,942	ROIC(%)	15.3%	16.5%	19.3%	19.4%
负债和股东权益	4,655	5,258	5,730	6,446	ROE(%)	15.0%	15.4%	15.3%	14.9%
					毛利率(%)	31.2%	27.5%	27.3%	27.1%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	15.6%	13.6%	13.9%	13.8%
经营活动现金流	676	426	856	476	资产负债率(%)	32.1%	30.5%	24.7%	21.3%
投资活动现金流	-893	-117	-124	-130	收入增长率(%)	104.6%	42.5%	15.3%	15.0%
筹资活动现金流	627	-91	-337	-117	净利润增长率(%)	18.5%	18.9%	17.3%	14.5%
现金净增加额	415	218	395	230	P/E	24.46	19.64	16.75	14.64
折旧和摊销	87	85	94	104	P/B	3.66	3.15	2.65	2.24
资本开支	90	32	30	26	EV/EBITDA	17.25	14.63	11.98	10.32
营运资本变动	56	-246	101	-375					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>