

化妆品业务稳步增长，松节油深加工业务承压

买入|维持

——青松股份(300132)2020年三季度报点评

事件:

公司发布2020年三季度报。

点评:

● 化妆品业务拉动前三季度营收高增长，Q3业绩增长有所放缓

2020年1-9月公司实现营业收入27.53亿元，同比增长43.32%，归母净利润3.58亿元，同比增长6.70%，扣非后归母净利润3.40亿元，同比增长2.49%。其中Q3单季营业收入9.58亿元，同比增长10.11%，归母净利润1.32亿元，同比增长11.57%，扣非后归母净利润1.16亿元，同比下滑0.03%，非经常损益主要系公司Q3完成转让两家子公司确认投资收益1777万元所致。1-9月公司收入高增长主要因为：1)上年同期诺斯贝尔并表期间范围为当年5-9月，本报告期1-9月均纳入合并；2)化妆品业务收入同比增长；3)为应对新冠肺炎疫情防控口罩供应问题，公司新增了口罩生产业务，增厚收入与利润。利润增速低于收入增速主要系松节油深加工行业景气度下行，利润同比下滑所致。受业务结构变化影响，2020年1-9月公司毛利率同比下降3.93pct至27.40%；销售费用率同比增长0.42pct至3.02%；管理费用率同比增长0.77pct至7.98%，主要系化妆品业务管理人员增加所致。

● 诺斯贝尔积极拓展新锐、国际品牌客户，有望受益于电商爆品逻辑

诺斯贝尔深挖品类空间，一方面巩固面膜市场，加大科技研发，积极布局并捕捉了2020年睡眠面膜的红利期，其为纽西之谜代工的温泉水咋弹面膜月销超100万份；另一方面借助护肤生产研发优势，向彩妆周边产品拓展，陆续推出卸妆湿巾、卸妆水、粉底液等新产品，拓展增量市场。品牌客户方面，公司在稳定合作屈臣氏、自然堂、植物医生等传统客户的同时，积极拓展完美日记、纽西之谜、花西子等新锐品牌客户，同时成功拓展OLAY、丝芙兰等国际品牌客户，进一步夯实市场地位。

● 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，同时公司有望拓展国际品牌的代工业务，拥有广阔市场空间。预计2020-2022年EPS为1.06/1.25/1.45元，对应PE20x/17x/15x，维持“买入”评级。

● 风险提示

松节油原材料价格波动，化妆品业务市场需求波动，核心品牌流失风险。

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)	27.41	24.21	20.05	16.99	14.70

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): 27.0/8.72

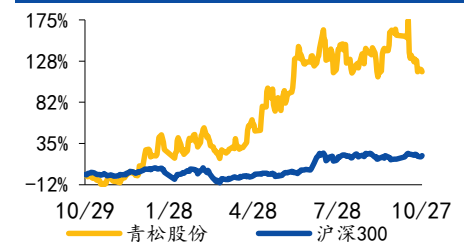
A股流通股(百万股): 460.13

A股总股本(百万股): 516.58

流通市值(百万元): 9773.06

总市值(百万元): 10972.18

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)2020半年报点评:化妆品代工业务高增长,兼具稳定性与灵活性》2020.08.27

《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@gyzq.com.cn

联系人 杨柳

邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

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	27.41	24.21	20.05	16.99	14.70
P/B	9.89	3.62	3.13	2.64	2.24
EV/EBITDA	22.62	17.08	14.81	13.26	11.82

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