

20 年报&21Q1: 21Q1 化妆品业务营收+51%, 利润+26%, 快速发展持续推进
买入 (维持)

2021 年 04 月 28 日

证券分析师 吴劲草
执业证号: S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证号: S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn
证券分析师 汤军
执业证号: S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,865	4,672	5,543	6,472
同比 (%)	32.9%	20.9%	18.6%	16.8%
归母净利润 (百万元)	461	563	664	753
同比 (%)	1.7%	22.1%	18.0%	13.4%
每股收益 (元/股)	0.89	1.09	1.29	1.46
P/E (倍)	28.02	22.9	19.4	17.1

投资要点

■ 2020 年营收同增 30%+, 业绩符合预期。公司发布 2020 年报及 21Q1 季报。2020 年公司实现营收 38.65 亿元 (同比+32.9%, 下同), 归母净利 4.61 亿元 (+1.68%), 扣非归母净利润 4.53 亿元 (+5.09%), 业绩符合业绩预告 4.3-4.9 亿元的净利润区间。其中, 20Q4 实现营收 11.12 亿元 (+12.6%), 归母净利 1.03 亿元 (-12.6%), 扣非归母净利润 1.14 亿元 (+13.72%)。公司拟每 10 股派发现金红利 1.8 元(含税)。2021Q1 公司实现营收 8.56 亿元 (+20.69%), 归母净利 0.91 亿元 (+8.77%), 扣非归母净利 0.90 亿元 (+9.4%)。

■ 结构变化及价格波动下盈利水平略有承压, 期间费用总体较为稳定: 2020 年公司毛利率为 25.67% (-5.6pct), 主要系毛利率相对较低的化妆品业务占比提升以及上半年合成樟脑价格有所下降。2020 年公司期间费用率总体稳定, 同比略降 0.07%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化-1.60pct/+1.21pct/-0.39pct/+0.71pct。销售费用率同比下降, 主要系本期销售发生的运费调整至营业成本; 管理费用率同比提升, 主要系并表时间同比增加、租赁费用增加、员工工资增加等。2020 年公司净利率同比下降 4.19pct 至 12.13%。

■ 诺斯贝尔增速较快, 产能不断扩大: (1) 松节油深加工业务: 20 年实现营收 11.94 亿元 (-8.44%), 毛利率 33.09% (-3.40pct)。其中, 合成樟脑系列实现营收 8.91 亿元 (-12.98%), 设计产能 3.17 万吨, 再建产能 1.16 万吨, 产能利用率 86%。目前年产 5,000 吨合成樟脑扩建项目已完成试生产, 预计达产后合成樟脑产能将提升至 1.5 万吨。21Q1 松节油深加工实现营收 3 亿元 (-11%), 主要系 20H2 剥离香料香精业务。(2) 化妆品业务: 20 年实现营收 26.71 亿元 (+66.52%), 毛利率 22.36%。从净利率看, 诺斯贝尔实现净利润 2.90 亿元, 其中纳入合并范围的净利润 2.76 亿元。①面膜: 实现营收 9.91 亿元 (+18.81%), 毛利率下降 6pct 至 23.60%, 设计产能 19.65 亿片, 在建产能 1.17 亿片, 产能利用率 41.03%; ②护肤: 实现营收 65.9 亿元 (+56.27%), 毛利率下降 6.38pct 至 19.98%, 设计产能 1.90 亿支/100ml, 在建产能 1.26 亿支/100ml, 产能利用率 75.51%; ③湿巾: 实现营收 6.61 亿元 (+176.49%), 毛利率提升 0.5pct 至 20.93%, 设计产能 122 亿片, 产能利用率 73.46%。21Q1 化妆品业务实现营收 5.54 亿元 (+50.51%), 实现净利润 0.316 亿元 (+26.39%)。

■ 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, 考虑到原材料价格的波动可能, 我们调整 2021-22 年归母净利润为 5.63、6.64 亿元, 预计 2023 年归母净利润为 7.53 亿元, 同增 22.1%、18.0%、13.4%, 当前市值对应 PE 为 22.9x、19.4x、17.1x, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 原材料价格波动、股权质押风险、产品质量风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.99
一年最低/最高价	14.08/27.47
市净率(倍)	4.12
流通 A 股市值(百万元)	11498.53

基础数据

每股净资产(元)	6.07
资产负债率(%)	32.24
总股本(百万股)	516.58
流通 A 股(百万股)	460.13

相关研究

1、《青松股份 (300132): Q3 归母+11.6%超预期, 化妆品业务驱动营收高增》2020-10-29

青松股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,162	2,772	3,185	4,044	营业收入	3,865	4,672	5,543	6,472
现金	515	454	483	1,032	减:营业成本	2,873	3,490	4,171	4,896
应收账款	672	789	1,059	996	营业税金及附加	20	24	29	34
存货	747	1,247	1,360	1,700	营业费用	52	126	116	149
其他流动资产	228	282	282	316	管理费用	315	380	451	527
非流动资产	2,465	2,479	2,487	2,489	财务费用	54	22	27	13
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-13	0	0	0
固定资产	647	691	723	746	加:投资净收益	18	18	18	18
在建工程	117	111	107	105	其他收益	14	14	14	14
无形资产	112	123	138	156	营业利润	570	662	781	886
其他非流动资产	1,590	1,554	1,518	1,482	加:营业外净收支	-18	0	0	0
资产总计	4,627	5,251	5,672	6,533	利润总额	553	662	781	886
流动负债	1,012	1,254	1,100	1,297	减:所得税费用	84	99	117	133
短期借款	173	173	173	173	少数股东损益	8	0	0	0
应付账款	405	592	520	632	归属母公司净利润	461	563	664	753
其他流动负债	434	489	407	492	EBIT	568	676	792	887
非流动负债	480	392	303	214	EBITDA	700	778	904	1,009
长期借款	445	357	268	179					
其他非流动负债	35	35	35	35	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1,492	1,646	1,403	1,511	每股收益(元)	0.89	1.09	1.29	1.46
少数股东权益	1	1	1	1	每股净资产(元)	6.07	6.98	8.26	9.72
					发行在外股份(百万 股)	517	517	517	517
归属母公司股东权益	3,134	3,604	4,268	5,021	ROIC(%)	14.4%	15.6%	15.9%	17.3%
负债和股东权益	4,627	5,251	5,672	6,533	ROE(%)	15.0%	15.6%	15.6%	15.0%
					毛利率(%)	25.7%	25.3%	24.7%	24.3%
					销售净利率(%)	11.9%	12.0%	12.0%	11.6%
					资产负债率(%)	32.2%	31.3%	24.7%	23.1%
					收入增长率(%)	32.9%	20.9%	18.6%	16.8%
					净利润增长率(%)	1.7%	22.1%	18.0%	13.4%
					P/E	28.02	22.94	19.44	17.14
					P/B	4.12	3.58	3.02	2.57
					EV/EBITDA	18.81	16.74	14.28	12.17

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>