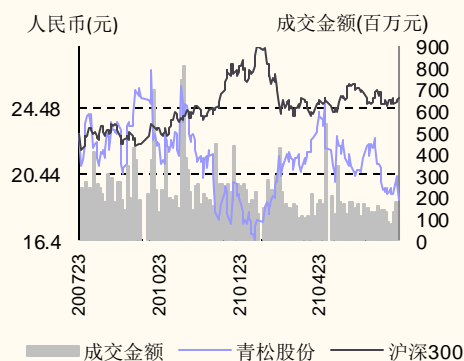


市场价格 (人民币): 18.91 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.17
已上市流通 A 股(亿股)	4.74
总市值(亿元)	97.69
年内股价最高最低(元)	26.77/16.40
沪深 300 指数	5152
创业板指	3544



相关报告

- 1.《诺斯贝尔成长靓丽，化工拖累持续减弱-青松股份 20 年及 21Q1...》，2021.4.29
- 2.《化妆品本土优质制造龙头-青松股份深度报告》，2021.2.25

诺斯贝尔创始人代行董事长，对公司管控加强

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,908	3,865	4,692	5,621	6,580
营业收入增长率	104.57%	32.90%	21.40%	19.80%	17.05%
归母净利润(百万元)	453	461	560	663	771
归母净利润增长率	13.19%	1.68%	21.46%	18.49%	16.32%
摊薄每股收益(元)	0.88	0.89	1.08	1.28	1.49
每股经营性现金流净额	1.17	1.51	1.30	1.23	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.97%	14.70%	16.17%	17.19%	17.85%
P/E	12.57	21.06	17	15	13
P/B	1.88	3.10	2.82	2.53	2.26

来源：公司年报、国金证券研究所

公司简介

- **7.22 公告公司董事长兼总裁李勇申请辞职、提前结束任期**（原任期截止时间为 2023 年 8 月 4 日），在公司正式选举新任董事长之前，副总裁、诺斯贝尔创始人之一范展华代行董事长职责。范总当前未持有公司股份。
- 杨建新原为百圆裤业董事长，14 年收购环球易购进入跨境电商领域，公司更名为跨境通，15 年聘任李勇为跨境通董事、出任环球易购监事；17 年底杨建新获青松股份实际控制权，18 年初李勇担任公司董事长，在任职期间公司完成诺斯贝尔收购。21 年 5 月起李勇担任跨境通董事长。
- **本次李勇离职标志着杨建新对公司实际运营管理权的终止，范总代行董事长、期待其正式入主董事局。**实际上 19 年底杨建新已不再掌握公司实际控制权，20 年初持续减持后、不再持有公司股份。当前公司无实际控制人，两大股东战略投资人广佳汇、香港诺斯贝尔分别持股 9.61%、9.17%。

经营分析

- **口罩一次性业务高基数，化妆品新规下部分品牌产品注册/备案延迟、下单谨慎等或带来 2Q21 短期业绩调整**：2Q20 疫情下新增 2 亿元口罩业务，疫后公司不再有口罩业务；21 年化妆品新规施行、要求功效宣称需提供实验/数据/文献支持，导致注册/备案延迟、下单谨慎，预计 2Q21 诺斯贝尔产能未达满；松节油业务 2Q21 预计净利同增 45% 左右获益 Q1 原料价格上涨。
- **投资 9 亿元再扩产能，彰显长期发展信心。**公司拟不低于 9 亿元，于中山市南头镇 148 亩某地块建设大型产业园区，达产后年产值 18 亿元。20 年及 21 年初公司新增冻干面膜产能 9000 万片、静电纺丝面膜产能 3000 万片、护肤品产能 3.35 万吨、湿巾产能 192 亿片、泡泡巾产能 1.14 亿片。

投资建议

- 公司在杨建新运作下收购本土化妆品龙头诺斯贝尔。当前杨建新不再持有公司股权、委派的董事长已离任，诺斯贝尔创始人代行董事长之职，期待其正式入主董事局。我们长期看好本土化妆品加工龙头发展，产能扩张助力发展，短期调整不改长期向好趋势。预计 21~23 年 EPS 1.08/1.28/1.49 元，对应 21~23 年 PE 17/15/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 化妆品加工业务拓展不及预期；松节油原料价格大幅波动。

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,422	2,908	3,865	4,692	5,621	6,580	货币资金	230	645	515	718	1,113	1,480
增长率		104.6%	32.9%	21.4%	19.8%	17.1%	应收账款	235	770	762	880	1,054	1,233
主营业务成本	-840	-1,999	-2,873	-3,227	-3,916	-4,725	存货	576	865	747	884	1,073	1,295
%销售收入	59.1%	68.8%	74.3%	68.8%	69.7%	71.8%	其他流动资产	43	82	138	114	90	94
毛利	581	909	992	1,465	1,705	1,854	流动资产	1,084	2,362	2,162	2,596	3,330	4,102
%销售收入	40.9%	31.2%	25.7%	31.2%	30.3%	28.2%	%总资产	74.0%	50.7%	46.7%	52.0%	58.4%	63.5%
营业税金及附加	-7	-15	-20	-23	-28	-33	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	337	659	763	746	728	711
销售费用	-26	-86	-52	-239	-337	-263	%总资产	23.0%	14.1%	16.5%	14.9%	12.8%	11.0%
%销售收入	1.8%	2.9%	1.3%	5.1%	6.0%	4.0%	无形资产	28	1,608	1,649	1,647	1,648	1,650
管理费用	-32	-108	-191	-328	-348	-408	非流动资产	381	2,293	2,465	2,393	2,376	2,361
%销售收入	2.3%	3.7%	4.9%	7.0%	6.2%	6.2%	%总资产	26.0%	49.3%	53.3%	48.0%	41.6%	36.5%
研发费用	-47	-104	-124	-188	-197	-228	资产总计	1,465	4,655	4,627	4,989	5,706	6,463
%销售收入	3.3%	3.6%	3.2%	4.0%	3.5%	3.5%	短期借款	150	214	372	435	580	678
息税前利润 (EBIT)	470	596	606	686	795	922	应付款项	104	421	431	570	692	833
%销售收入	33.0%	20.5%	15.7%	14.6%	14.1%	14.0%	其他流动负债	94	188	209	267	318	372
财务费用	5	-20	-54	-31	-31	-31	流动负债	347	823	1,012	1,272	1,590	1,884
%销售收入	-0.3%	0.7%	1.4%	0.7%	0.6%	0.5%	长期贷款	0	637	445	245	245	245
资产减值损失	-6	37	14	0	0	0	其他长期负债	8	36	35	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	负债	355	1,497	1,492	1,517	1,835	2,128
投资收益	1	0	18	17	17	17	普通股股东权益	1,110	3,028	3,134	3,461	3,858	4,321
%税前利润	0.2%	0.1%	3.3%	2.5%	2.2%	1.9%	其中：股本	386	517	517	517	517	517
营业利润	472	555	570	672	780	908	未分配利润	567	944	1,321	1,657	2,055	2,517
营业利润率	33.2%	19.1%	14.8%	14.3%	13.9%	13.8%	少数股东权益	0	130	1	12	12	12
营业外收支	-9	-1	-18	0	0	0	负债股东权益合计	1,465	4,655	4,627	4,989	5,706	6,463
税前利润	463	553	553	672	780	907	比率分析						
利润率	32.6%	19.0%	14.3%	14.3%	13.9%	13.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-63	-79	-84	-101	-117	-136	每股指标						
所得税率	13.6%	14.2%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.04	0.88	0.89	1.08	1.28	1.49
净利润	400	474	469	571	663	771	每股净资产	2.88	5.86	6.07	6.70	7.47	8.37
少数股东损益	0	21	8	12	0	0	每股经营现金净流	0.12	1.17	1.51	1.30	1.23	1.37
归属于母公司的净利润	400	453	461	560	663	771	每股股利	0.10	0.14	0.18	0.43	0.51	0.60
净利率	28.2%	15.6%	11.9%	11.9%	11.8%	11.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	36.07%	14.97%	14.70%	16.17%	17.19%	17.85%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	27.34%	9.73%	9.96%	11.22%	11.62%	11.94%
净利润	400	474	469	571	663	771	投入资本收益率	32.20%	12.68%	12.94%	14.05%	14.38%	14.91%
少数股东损益	0	21	8	12	0	0	增长率						
非现金支出	38	53	119	109	107	105	主营业务收入增长率	75.24%	104.57%	32.90%	21.40%	19.80%	17.05%
非经营收益	2	18	43	22	33	41	EBIT增长率	249.94%	26.88%	1.67%	13.28%	15.80%	16.03%
营运资金变动	-394	60	148	-34	-166	-210	净利润增长率	322.55%	13.19%	1.68%	21.46%	18.49%	16.32%
经营活动现金净流	45	605	779	669	637	708	总资产增长率	53.94%	217.83%	-0.61%	7.82%	14.38%	13.27%
资本开支	-3	-90	-337	-52	-90	-90	资产管理能力						
投资	0	-804	-8	0	0	0	应收账款周转天数	31.7	53.9	63.8	63.0	63.0	63.0
其他	23	1	2	17	17	17	存货周转天数	190.5	131.5	102.4	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	20	-893	-343	-35	-73	-73	应付账款周转天数	34.0	43.0	49.9	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	76.8	71.7	61.1	44.3	31.9	23.0
债权募资	63	700	-35	-152	145	98	偿债能力						
其他	-12	-68	-558	-277	-316	-367	净负债/股东权益	-7.23%	6.51%	7.69%	-2.86%	-9.02%	-14.25%
筹资活动现金净流	51	631	-593	-429	-170	-269	EBIT利息保障倍数	-99.4	30.1	11.2	22.1	25.3	29.3
现金净流量	117	344	-157	205	394	366	资产负债率	24.22%	32.15%	32.24%	30.40%	32.16%	32.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	11	24	51	78
增持	2	3	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.21	1.14	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

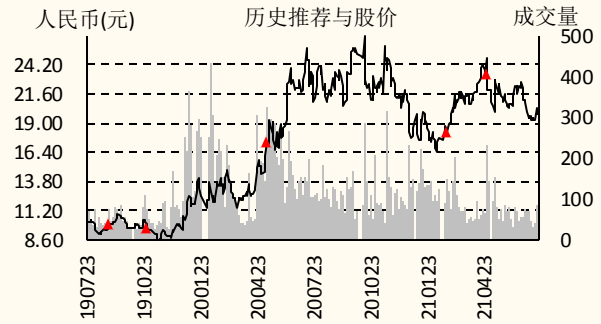
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-28	增持	9.89	N/A
2	2019-10-29	增持	10.18	N/A
3	2020-05-08	增持	16.29	N/A
4	2021-02-25	买入	18.22	16.90~30.00
5	2021-04-29	买入	24.99	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402