

青松股份 (300132.SZ) 化妆品业务短期承压，中报业绩同比-20%

2021年08月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

黄泽鹏 (分析师)

杨妍 (联系人)

huangzepeng@kysec.cn

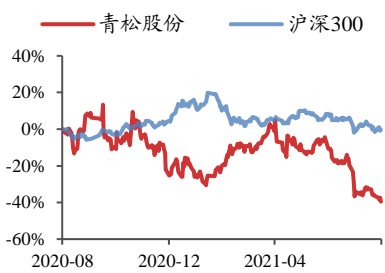
yangyan@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

证书编号: S0790121010071

日期	2021/8/27
当前股价(元)	14.28
一年最高最低(元)	27.47/14.10
总市值(亿元)	73.77
流通市值(亿元)	67.67
总股本(亿股)	5.17
流通股本(亿股)	4.74
近3个月换手率(%)	100.19

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-中报预告业绩短期承压，化妆品战略坚定长期发展方向好》-2021.7.29

《公司首次覆盖报告-化妆品 ODM 龙头，产能、研发、客户构筑竞争优势》-2021.6.27

● 事件: 公司中报业绩同比-20%，化妆品业务短期承压

公司发布半年报: 2021H1 实现营收 19.11 亿元 (+6.45%)、归母净利润 1.81 亿元 (-20.08%); 单 2021Q2 实现营收 10.55 亿元 (-2.85%)、归母净利润 0.90 亿元 (-37.07%)，化妆品业务受员工薪酬增加、口罩业务减产、化妆品备案进度影响短期业绩承压。考虑到化妆品新规拖慢备案节奏等不确定性因素影响，我们下调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 5.03 (-0.58) / 6.20 (-0.36) / 7.26 (-0.39) 亿元，对应 EPS 为 0.97 (-0.12) / 1.20 (-0.07) / 1.41 (-0.07) 元，当前股价对应 PE 为 14.7/11.9/10.2 倍，估值合理，维持“买入”评级。

● 化妆品业务受提前储备员工等因素影响毛利率下降，松节油业务回暖

化妆品业务: 2021H1 诺斯贝尔实现营业收入 12.5 亿元 (+9.18%，其中面膜+14.9%、护肤+20.5%、湿巾+32.4%、其他-52.1%)，净利润为 6544 万元 (-52.1%)，主要系毛利率下滑影响，从 2020H1 的 24.51% 下降 7.45pct 至 2021H1 的 17.06%。具体看影响毛利率的因素有: (1) 公司应对下半年化妆品生产旺季，提前储备员工，增加相关用工成本; (2) 上游原材料价格上涨。**松节油深加工业务:** 2021H1 松节油深加工业务营业收入 6.56 亿元 (+1.57%，其中合成樟脑业务+11.65%)，毛利率为 30.2%，总体看上半年公司松节油业务在回暖。

● 管理机制理顺、化妆品 ODM 战略方向明确; 新规长期利好产业链龙头

7 月底开始，诺斯贝尔创始人之一范展华先生代行青松股份董事长职责，管理机制理顺后，公司化妆品 ODM 战略发展方向更加明确。短期看，随着下半年化妆品生产旺季到来，公司已提前储备员工应对需求，有望充分释放化妆品业务潜力。长期看，化妆品新规对注册备案进度节奏影响在逐步减小，考虑到头部代工厂在功效宣称评价检测等方面能力更强，新规推动行业出清、利好 ODM 产业链龙头。总体而言，诺斯贝尔作为化妆品 ODM 行业龙头，在产能、研发和客户资源方面优势明显，未来新客户、新品类均将贡献增量，市占率有望持续提升。

● 风险提示: 行业竞争加剧，新客户拓展不及预期、松节油恢复不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,908	3,865	4,314	5,043	5,874
YOY(%)	104.6	32.9	16.6	16.7	17.0
归母净利润(百万元)	453	461	503	620	726
YOY(%)	13.2	1.7	9.1	23.4	17.1
毛利率(%)	31.2	25.7	23.5	24.1	24.1
净利率(%)	15.6	11.9	11.6	12.3	12.4
ROE(%)	15.0	15.0	14.2	15.1	15.3
EPS(摊薄/元)	0.88	0.89	0.97	1.20	1.41
P/E(倍)	16.3	16.0	14.7	11.9	10.2
P/B(倍)	2.4	2.4	2.1	1.8	1.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2362	2162	3305	3537	4378
现金	645	515	1132	1323	1541
应收票据及应收账款	679	672	836	926	1127
其他应收款	16	26	21	33	30
预付账款	23	19	28	27	38
存货	865	747	1104	1043	1459
其他流动资产	133	183	183	183	183
非流动资产	2293	2465	2507	2589	2677
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	571	647	689	767	848
无形资产	138	112	123	138	156
其他非流动资产	1584	1707	1695	1684	1673
资产总计	4655	4627	5813	6125	7054
流动负债	823	1012	1877	1730	2100
短期借款	212	173	951	832	970
应付票据及应付账款	380	405	497	549	669
其他流动负债	231	434	430	350	460
非流动负债	673	480	391	302	213
长期借款	637	445	356	267	178
其他非流动负债	36	35	35	35	35
负债合计	1497	1492	2268	2032	2313
少数股东权益	130	1	1	1	1
股本	517	517	517	517	517
资本公积	1455	1162	1162	1162	1162
留存收益	1055	1446	1866	2390	2994
归属母公司股东权益	3028	3134	3544	4093	4741
负债和股东权益	4655	4627	5813	6125	7054

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	676	806	308	707	519
净利润	474	469	503	620	726
折旧摊销	87	132	109	129	155
财务费用	20	54	26	26	29
投资损失	-0	-18	0	0	0
营运资金变动	56	139	-329	-68	-392
其他经营现金流	40	31	0	0	0
投资活动现金流	-893	-343	-151	-211	-243
资本支出	90	337	151	211	243
长期投资	-5	-55	0	0	0
其他投资现金流	-808	-61	0	0	0
筹资活动现金流	627	-579	-317	-186	-196
短期借款	62	-39	0	0	0
长期借款	637	-192	-89	-89	-89
普通股增加	131	0	0	0	0
资本公积增加	1372	-292	0	0	0
其他筹资现金流	-1575	-56	-228	-97	-107
现金净增加额	415	-130	-160	310	80

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2908	3865	4314	5043	5874
营业成本	1999	2873	3299	3826	4458
营业税金及附加	15	20	22	29	34
营业费用	86	52	65	78	93
管理费用	108	191	192	215	241
研发费用	104	124	125	146	170
财务费用	20	54	26	26	29
资产减值损失	-34	-13	7	7	7
其他收益	15	14	14	14	14
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	18	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	555	570	593	731	855
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	18	2	2	2
利润总额	553	553	591	729	853
所得税	79	84	89	109	127
净利润	474	469	503	620	726
少数股东损益	21	8	0	0	0
归母净利润	453	461	503	620	726
EBITDA	676	709	723	885	1027
EPS(元)	0.88	0.89	0.97	1.20	1.41

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	104.6	32.9	16.6	16.7	17.0
营业利润(%)	17.4	2.8	4.0	23.2	17.1
归属于母公司净利润(%)	13.2	1.7	9.1	23.4	17.1
获利能力					
毛利率(%)	31.2	25.7	23.5	24.1	24.1
净利率(%)	15.6	11.9	11.6	12.3	12.4
ROE(%)	15.0	15.0	14.2	15.1	15.3
ROIC(%)	13.0	12.3	10.5	12.1	12.4
偿债能力					
资产负债率(%)	32.1	32.2	39.0	33.2	32.8
净负债比率(%)	7.0	10.1	7.8	-2.9	-6.1
流动比率	2.9	2.1	1.8	2.0	2.1
速动比率	1.6	1.3	1.1	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	6.4	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	8.5	7.3	7.3	7.3	7.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.89	0.97	1.20	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	1.56	0.60	1.37	1.00
每股净资产(最新摊薄)	5.86	6.07	6.86	7.92	9.18
估值比率					
P/E	16.3	16.0	14.7	11.9	10.2
P/B	2.4	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.4	10.8	10.5	8.1	6.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn