

青松股份（300132）：短期业绩承压，增长潜力望逐步释放

2021年8月29日

推荐/维持

青松股份

公司报告

事件：青松股份发布2021年半年报，上半年实现营业收入19.11亿元，同比+6.45%；归母净利润1.81亿元，同比-20.08%。

口罩业务下滑和化妆品新规影响下营收增速放缓，但长期仍看好公司市场份额提升。《化妆品监督管理条例》于21年1月1日起施行，我国首部针对化妆品注册备案管理的办法自21年5月起实施，由此带来备案节奏的放缓，影响新品推出。叠加疫情缓解下口罩需求下降，公司H1化妆品业务实现营收12.55亿元，同比+9.18%，增速放缓，但营收占比仍小幅提升至65.7%，依旧是拉动公司营收增长的主要动力。林产化学品业务同比+1.57%，整体稳健。我们认为，化妆品新规短期影响新品备案进度，但公司较高的生产质量使其能快速调整适应新规要求，下半年备案有望提速，且长期看将促进行业规范化发展，推动行业供给出清，作为国内龙头化妆品ODM企业，公司具有较高的生产质量标准和技术水平，未来有望承接更多市场份额。

扩产扩容带来短期业绩承压，但将为长期发展蓄力。公司大规模招工保证下半年生产旺季的劳动力供给，相关成本费用大幅提高；扩大生产规模导致生产性资产投资增加，折旧摊销加大；海运出口价格和化妆品原材料价格上涨，带来营业成本增加，多方影响下公司毛利率同比-5.79pct至21.57%，净利率同比-3.59pct至9.44%。但扩产扩容有利于持续巩固公司护城河，在销售增长情况下推动费用率下降。公司H1验收了广东扩建项目一期和二期，新增多条护肤品、湿巾、泡泡巾和冻干面膜生产线；改扩建项目增加精华液年产量2.4万吨；与陶氏、巴斯夫等国际美妆原料供应商缔结战略合作关系。作为ODM企业，生产线的扩充将巩固公司在生产力上的优势地位，随着下半年需求旺季的来临以及新规影响的减弱，公司业务增长潜力有望充分释放。

管理层调整，业务发展方向更为明确。诺斯贝尔创始人之一范展华被聘为公司总裁，暂时代为履行董事长职责，聚焦美妆ODM业务方向更为明确，管理机制更为顺畅，有利于公司抓住美妆市场高速发展机遇，提高决策执行力。

盈利预测：公司在技术、生产力和客户资源等方面具备优势，新规和扩产扩容短期影响业绩表现，但长期有望助力增长潜力释放和市场份额提升。预计公司21-23年实现营收44、52和61亿元，归母净利5.1、5.9和6.8亿元，EPS为1、1.1和1.3元，对应PE为14、13和11倍。维持“推荐”评级。

风险提示：市场竞争加剧，新品牌孵化不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,361.87	3,864.76	4,431.59	5,168.97	6,045.69
增长率（%）	104.57%	32.90%	14.67%	16.64%	16.96%
净利润（百万元）	453.16	460.80	514.88	586.16	676.73
增长率（%）	13.19%	1.68%	11.74%	13.84%	15.45%
净资产收益率（%）	14.97%	14.70%	14.72%	15.02%	15.44%
每股收益（元）	0.96	0.89	1.00	1.13	1.31
PE	14.91	16.01	14.33	12.58	10.90
PB	2.44	2.35	2.11	1.89	1.68

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

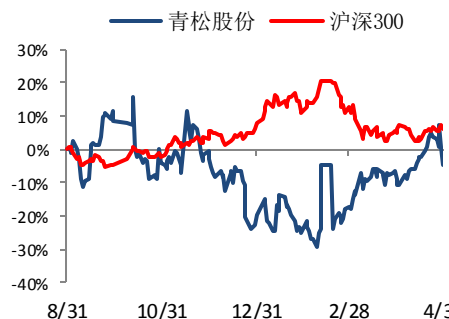
公司是国内林产化学工业龙头企业之一，是国内最大的松节油深加工企业，也是全球最大的合成樟脑及其中间产品的供应商。2019年收购诺斯贝尔进入美妆赛道，诺斯贝尔为全球第四大、国内第一大美妆代工厂。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	27.0-16.54
总市值（亿元）	114.73
流通市值（亿元）	102.19
总股本/流通A股（万股）	51,658/46,013
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.04

52周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	2362	2162	2626	2962	3530	营业收入	2908	3865	4432	5169	6046
货币资金	645	515	590	729	940	营业成本	1999	2873	3380	3968	4661
应收账款	679	672	903	975	1186	营业税金及附加	15	20	23	27	31
其他应收款	16	26	29	34	40	营业费用	86	52	60	70	82
预付款项	23	19	19	16	15	管理费用	108	191	199	233	260
存货	865	747	880	981	1095	财务费用	20	54	34	28	23
其他流动资产	59	58	68	74	86	研发费用	104	124	149	178	214
非流动资产合计	2293	2465	2411	2414	2446	资产减值损失	-34.14	-12.54	-23.34	-23.34	-23.34
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.54	0.27	0.41	0.34
固定资产	571	647	602	573	568	投资净收益	0.28	18.27	9.28	13.77	11.52
无形资产	138	112	110	109	108	加：其他收益	15.15	14.01	14.58	14.30	14.44
其他非流动资产	12	38	0	0	0	营业利润	555	570	634	718	825
资产总计	4655	4627	5037	5376	5977	营业外收入	0.26	0.37	0.37	0.37	0.37
流动负债合计	823	1012	1080	1027	1160	营业外支出	1.70	18.03	18.03	18.03	18.03
短期借款	212	173	101	0	0	利润总额	553	553	616	700	807
应付账款	380	405	552	600	733	所得税	79	84	93	106	122
预收款项	71	0	0	0	0	净利润	474	469	523	594	685
一年内到期的非流动负债	2	199	199	199	199	少数股东损益	21	8	8	8	8
非流动负债合计	673	480	460	460	460	归属母公司净利润	453	461	515	586	677
长期借款	637	445	445	445	445	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1497	1492	1540	1487	1620	成长能力					
少数股东权益	130	1	9	17	25	营业收入增长	104.57%	32.90%	14.67%	16.64%	16.96%
实收资本（或股本）	517	517	517	517	517	营业利润增长	17.42%	2.83%	11.18%	13.25%	14.87%
资本公积	1455	1162	1162	1162	1162	归属于母公司净利润增长	13.19%	1.68%	11.74%	13.84%	15.45%
未分配利润	944	1321	1667	2047	2493	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3028	3134	3499	3902	4382	毛利率(%)	31.25%	25.67%	23.72%	23.24%	22.91%
负债和所有者权益	4655	4627	5057	5416	6037	净利率(%)	16.31%	12.13%	11.80%	11.50%	11.33%
现金流量表						总资产周转率	9.73%	9.96%	10.22%	10.90%	11.32%
单位：百万元 总						ROE(%)	14.97%	14.70%	14.72%	15.02%	15.44%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
经营活动现金流	676	806	362	552	579	资产负债率(%)	32%	32%	30%	27%	27%
净利润	474	469	523	594	685	流动比率	2.87	2.14	2.43	2.88	3.04
折旧摊销	197.25	193.72	64.68	72.03	79.90	速动比率	1.82	1.40	1.62	1.93	2.10
财务费用	20	54	34	28	23	营运能力					
应收账款减少	0	0	-231	-73	-211	总资产周转率	0.95	0.83	0.92	0.99	1.06
预收账款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	7	6	6	6	6
投资活动现金流	-893	-343	-41	-104	-150	应付账款周转率	12.35	9.85	9.26	8.98	9.08
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	每股指标（元）					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.96	0.89	1.00	1.13	1.31
投资收益	0	18	9	14	12	每股净现金流(最新摊薄)	0.79	-0.23	0.15	0.27	0.41
筹资活动现金流	627	-579	-245	-309	-219	每股净资产(最新摊薄)	5.86	6.07	6.77	7.55	8.48
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	14.91	16.01	14.33	12.58	10.90
普通股增加	131	0	0	0	0	P/B	2.44	2.35	2.11	1.89	1.68
资本公积增加	1372	-292	0	0	0	EV/EBITDA	9.83	9.39	10.23	8.90	7.62
现金净增加额	410	-116	75	139	211						

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	青松股份（300132）：美妆产业浪潮起，代工龙头御风行	2021-07-15

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前全面负责商贸零售与社会服务行业研究。2020年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究金榜“最佳选股分析师”。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526