

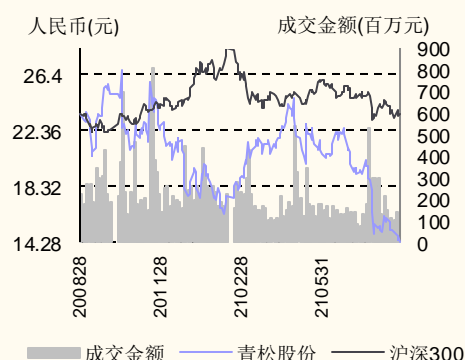
青松股份 (300132.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 14.28 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)	73.77
年内股价最高最低(元)	26.77/14.28
沪深 300 指数	4827
创业板指	3257



化妆品新规短空长多, Q2 调整、期待后续修复

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	4,433	5,312	6,205
营业收入增长率	104.57%	32.90%	14.69%	19.85%	16.80%
归母净利润(百万元)	453	461	475	573	679
归母净利润增长率	13.19%	1.68%	2.98%	20.80%	18.37%
摊薄每股收益(元)	0.88	0.89	0.92	1.11	1.31
每股经营性现金流净额	1.17	1.51	1.18	1.07	1.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.97%	14.70%	13.92%	15.27%	16.31%
P/E	12.57	21.06	16	13	11
P/B	1.88	3.10	2.16	1.97	1.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8.27 公司公告 1H21 营收 19.11 亿元、同增 6.45%，归母净利 1.80 亿元、同降 20.08%，扣非净利 1.78 亿元、同降 20.45%。
- 分季度看，1Q21~2Q21 营收分别增 20.69%/降 2.85%，归母净利分别同增 8.77%/降 37.07%，净利率 10.65%/8.48%。

经营分析

- 化妆品加工 1H21 同增 31% (剔除口罩基数) 工人储备+原材料成本升拖累净利同降 52%: 诺斯贝尔 1H21 营收 12.55 亿元、同增 9.18%，剔除去年口罩业务，同增 30.65%。其中面膜/湿巾/护肤品/其他营收分别为 5.13/3.56/2.96/0.9 亿元，同增 14.89%/32.41%/20.53%/降 52.08%，面膜/湿巾/护肤品仍快速增长，其他品类营收下降 50%+为上一年约 1.89 亿元口罩营收造成高基数。毛利率 17.06% (-7.45PCT)，主要为 1) 下半年生产旺季、大规模招工储备，相关成本及培训费用增多；2) 原材料价格上涨等。分品类看，面膜/湿巾/护肤品等毛利率为 22.12% (-4.78PCT) /39.49% (-4.34%) /32.90% (-7.81PCT)。诺斯贝尔净利 6563 万元、同降 51.93%。
- 化妆品新规及口罩高基数影响，化妆品加工业务 Q2 业绩环比放缓：分季度看，21Q1~21Q2 营收分别同增 50.51%/降 10.28% (若剔除去年口罩，同增 18.35%)，净利同增 26.39%/降 69.65%。对应净利率 5.70%/4.83%。
- 松节油深加工 Q2 营收与净利环比提速：21H1 松节油深加工业务营收 6.56 亿元、同增 1.57%，推算净利润 1.15 亿元、同增 17.35%。分季度看，21Q1~21Q2 营收同降 11.38%/增 16.04%，净利同增 2.64%/增 39.37%，净利率 19.97%/15.45%。Q2 营收与净利增速均环比改善，主要获益原材料价格低基数。建议关注松节油原料价格后续走势。

投资建议

- 6、7 月行业注册备案数量锐减，8 月已有所恢复；新规影响叠加公司新增产能增加短期成本、原材料成本上升，21 年净利表现弱于收入；明后年新规加速行业集中，公司作为龙头望获益。下调 21~23 年 EPS15%/13%/12%至 0.92/1.11/1.31 元，对应 PE 16/13/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 客户拓展不及预期、行业竞争加剧影响盈利、原材料价格波动等。

相关报告

- 《诺斯贝尔创始人代行董事长，对公司管控加强-青松股份点评报告》，2021.7.22
- 《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
- 《化妆品本土优质制造龙头-青松股份深度报告》，2021.2.25

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)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,422	2,908	3,865	4,433	5,312	6,205
增长率		104.6%	32.9%	14.7%	19.8%	16.8%
主营业务成本	-840	-1,999	-2,873	-3,260	-3,956	-4,631
%销售收入	59.1%	68.8%	74.3%	73.5%	74.5%	74.6%
毛利	581	909	992	1,173	1,357	1,574
%销售收入	40.9%	31.2%	25.7%	26.5%	25.5%	25.4%
营业税金及附加	-7	-15	-20	-22	-27	-31
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-26	-86	-52	-210	-189	-201
%销售收入	1.8%	2.9%	1.3%	4.7%	3.6%	3.2%
管理费用	-32	-108	-191	-222	-239	-310
%销售收入	2.3%	3.7%	4.9%	5.0%	4.5%	5.0%
研发费用	-47	-104	-124	-133	-212	-215
%销售收入	3.3%	3.6%	3.2%	3.0%	4.0%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	470	596	606	586	690	816
%销售收入	33.0%	20.5%	15.7%	13.2%	13.0%	13.1%
财务费用	5	-20	-54	-31	-33	-35
%销售收入	-0.3%	0.7%	1.4%	0.7%	0.6%	0.6%
资产减值损失	-6	37	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	1	0	18	17	17	17
%税前利润	0.2%	0.1%	3.3%	3.0%	2.5%	2.1%
营业利润	472	555	570	572	674	798
%营业利润率	33.2%	19.1%	14.8%	12.9%	12.7%	12.9%
营业外收支	-9	-1	-18	0	0	0
税前利润	463	553	553	572	674	798
利润率	32.6%	19.0%	14.3%	12.9%	12.7%	12.9%
所得税	-63	-79	-84	-86	-101	-120
所得税率	13.6%	14.2%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	400	474	469	486	573	679
少数股东损益	0	21	8	12	0	0
归属于母公司的净利润	400	453	461	475	573	679
净利率	28.2%	15.6%	11.9%	10.7%	10.8%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	400	474	469	486	573	679
少数股东损益	0	21	8	12	0	0
非现金支出	38	53	119	109	107	105
非经营收益	2	18	43	22	34	43
营运资金变动	-394	60	148	-8	-161	-187
经营活动现金净流	45	605	779	609	553	640
资本开支	-3	-90	-337	-52	-90	-90
投资	0	-804	-8	0	0	0
其他	23	1	2	17	17	17
投资活动现金净流	20	-893	-343	-35	-73	-73
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	63	700	-35	-158	175	107
其他	-12	-68	-558	-243	-280	-332
筹资活动现金净流	51	631	-593	-401	-105	-225
现金净流量	117	344	-157	174	375	342

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	230	645	515	687	1,063	1,406
应收账款	235	770	762	831	996	1,163
存货	576	865	747	893	1,084	1,269
其他流动资产	43	82	138	114	90	94
流动资产	1,084	2,362	2,162	2,525	3,233	3,932
%总资产	74.0%	50.7%	46.7%	51.3%	57.6%	62.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	337	659	763	746	728	711
%总资产	23.0%	14.1%	16.5%	15.2%	13.0%	11.3%
无形资产	28	1,608	1,649	1,647	1,648	1,650
非流动资产	381	2,293	2,465	2,393	2,376	2,361
%总资产	26.0%	49.3%	53.3%	48.7%	42.4%	37.5%
资产总计	1,465	4,655	4,627	4,919	5,608	6,291
短期借款	150	214	372	429	604	711
应付款项	104	421	431	574	696	815
其他流动负债	94	188	209	249	298	348
流动负债	347	823	1,012	1,253	1,598	1,874
长期贷款	0	637	445	245	245	245
其他长期负债	8	36	35	0	0	0
负债	355	1,497	1,492	1,497	1,843	2,119
普通股股东权益	1,110	3,028	3,134	3,409	3,753	4,161
其中：股本	386	517	517	517	517	517
未分配利润	567	944	1,321	1,606	1,950	2,357
少数股东权益	0	130	1	12	12	12
负债股东权益合计	1,465	4,655	4,627	4,919	5,608	6,291

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.04	0.88	0.89	0.92	1.11	1.31
每股净资产	2.88	5.86	6.07	6.60	7.27	8.05
每股经营现金净流	0.12	1.17	1.51	1.18	1.07	1.24
每股股利	0.10	0.14	0.18	0.37	0.44	0.53
回报率						
净资产收益率	36.07%	14.97%	14.70%	13.92%	15.27%	16.31%
总资产收益率	27.34%	9.73%	9.96%	9.65%	10.22%	10.79%
投入资本收益率	32.20%	12.68%	12.94%	12.16%	12.71%	13.52%
增长率						
主营业务收入增长率	75.24%	104.57%	32.90%	14.69%	19.85%	16.80%
EBIT增长率	249.94%	26.88%	1.67%	-3.23%	17.76%	18.21%
净利润增长率	322.55%	13.19%	1.68%	2.98%	20.80%	18.37%
总资产增长率	53.94%	217.83%	-0.61%	6.29%	14.04%	12.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.7	53.9	63.8	63.0	63.0	63.0
存货周转天数	190.5	131.5	102.4	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	34.0	43.0	49.9	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	76.8	71.7	61.1	46.9	33.8	24.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.23%	6.51%	7.69%	-2.15%	-7.29%	-12.25%
EBIT利息保障倍数	-99.4	30.1	11.2	18.8	21.0	23.6
资产负债率	24.22%	32.15%	32.24%	30.44%	32.86%	33.68%

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	0	15	29	45	85
增持	0	3	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.17	1.17	1.13	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。

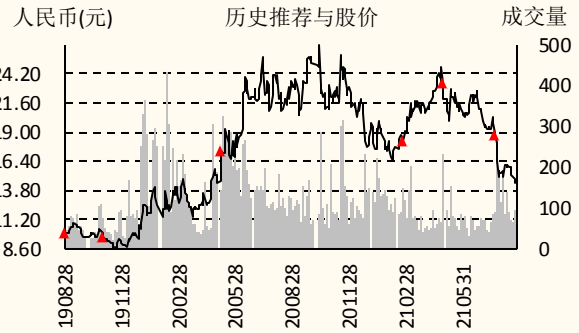
最终评分与平均投资建议对照：

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
6	2021-07-23	买入	18.91	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，不作为或被视为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