

## 业绩短期承压，化妆品新规下长期龙头价值凸显 ——青松股份(300132)2021年半年报点评

买入|维持

### 事件:

公司发布2021年半年报。

### 报告要点:

#### ● 利润端有所下滑，化妆品业务短期承压

2021上半年公司营收19.11亿元，同比增长6.45%，归母净利润1.81亿元，同比下降20.08%。其中，诺斯贝尔实现收入12.55亿元，同比增长9.18%，营业利润7265.16万元，同比下降52.97%，归属于诺斯贝尔所有者权益的净利润6562.78万元，同比下降51.93%。化妆品业绩短期承压，主要由于：1)上半年大规模扩招员工，导致员工数量及薪酬费用大幅增加；2)口罩等一次性业务收缩；3)原材料价格上涨+新品备案进度放缓。下半年伴随化妆品传统旺季到来、订单交付逐步恢复正常，利润率有望改善。上半年松节油深加工业务保持平稳，实现营业收入6.56亿元，同比增长1.57%，毛利率30.20%，同比下降2.24pct，营业利润1.43亿元，同比增长6.45%。上半年公司整体毛利率21.57%，同比下降5.79pct，净利率9.44%，同比下降3.59pct。

#### ● 诺斯贝尔积极扩产能、强研发、全面拓客，业务进展良好

化妆品业务分产品看，上半年面膜/护肤/湿巾/无纺布及其他系列收入分别为5.13/2.96/3.56/0.90亿元，同比增速14.89%/20.53%/32.41%/-52.13%，占比分别为40.85%/23.59%/28.35%/7.20%，其中防疫相关的口罩等产品业务收缩，占比大幅下降，面膜、护肤、湿巾等品类销售额稳步上升。上半年公司加大研发、产能、市场拓展及品牌建设投入，扩建面膜及护肤产线，强化品类优势，并新设多家子公司，布局包括原料及配方研发、产品检验检测、华东地区客户拓展等业务，全面提升自身供应链水平及产品力、服务力，拓展国内外不同层次集团及品牌客户。在积极承接国内新锐品牌业务的同时，目前公司已成功进入国际头部化妆品集团供应链，新增宝洁(OLAY)、爱茉莉太平洋、丝芙兰等国际优质品牌客户，未来有望持续拓客，提升业绩稳定性。2021年5月起，化妆品新规正式开始执行，品牌与工厂粘性将进一步加深，头部代工厂持续受益。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司是国内化妆品ODM龙头，2021年7月上市公司董事长及总裁人事调整，化妆品业务主导地位进一步明确。短期看，公司利润有所承压，中长期看，公司产品力、服务力、创新力行业领先，客户与订单量稳步扩容，叠加新规催化行业集中度提升，龙头价值愈发凸显。预计公司2021-2023年实现归母净利润5.59/6.50/7.58亿元，EPS为1.08/1.26/1.47元，对应PE13/11/10x，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

原材料价格波动，化妆品业务市场需求波动，客户拓展不及预期

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2908.12	3864.76	4533.23	5431.18	6434.27
收入同比(%)	104.57	32.90	17.30	19.81	18.47
归母净利润(百万元)	453.16	460.80	558.94	649.90	758.43
归母净利润同比(%)	13.19	1.68	21.30	16.27	16.70
ROE(%)	14.97	14.70	15.55	15.31	15.15
每股收益(元)	0.88	0.89	1.08	1.26	1.47
市盈率(P/E)	16.28	16.01	13.20	11.35	9.73

资料来源：Wind, 国元证券研究所

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 27.0/14.28

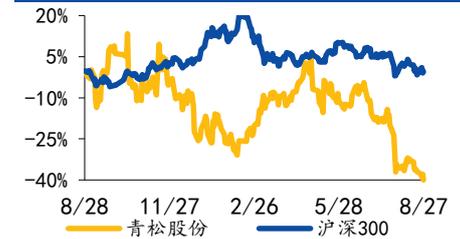
A股流通股(百万股): 473.90

A股总股本(百万股): 516.58

流通市值(百万元): 6767.33

总市值(百万元): 7376.78

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券行业研究-化妆品行业2021年7月数据跟踪：大促后消费整体回落，珀莱雅稳健增长》2021.08.09

《国元证券公司研究-青松股份(300132)2021半年度业绩预告点评：化妆品业务短期有所承压，长期成长逻辑不改》2021.07.29

### 报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐熠雯

邮箱 xuyiwen@gyzq.com.cn

## 目 录

1、财务与业务分析 .....	3
2、投资建议 .....	7
3、风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1：公司营收（亿元）与增速 .....	3
图 2：公司归母净利润（亿元）与增速 .....	3
图 3：公司分季度营收（亿元）及增速 .....	3
图 4：公司分季度归母净利润（亿元）及增速 .....	3
图 5：2021 年上半年公司分业务收入及增速 .....	4
图 6：2021Q1/Q2 化妆品业务收入及增速 .....	4
图 7：2021 上半年公司化妆品业务分产品占比 .....	4
图 8：2021 上半年公司化妆品分产品收入及增速 .....	4
图 9：公司毛利率和净利率情况（%） .....	5
图 10：公司期间费用率情况（%） .....	5
图 11：公司存货周转天数 .....	5
图 12：公司应收账款周转天数 .....	5
图 13：公司经营/投资/筹资活动产生的现金流净额情况（亿元） .....	6

## 1、财务与业务分析

2021 上半年公司营收 19.11 亿元，同比增长 6.45%，归母净利润 1.81 亿元，同比下降 20.08%。2021Q1/Q2 公司营收 8.56/10.55 亿元，同比增速 20.69%/-2.85%，归母净利润 0.91/0.90 亿元，同比增速 8.77%/-37.07%。

图 1：公司营收（亿元）与增速

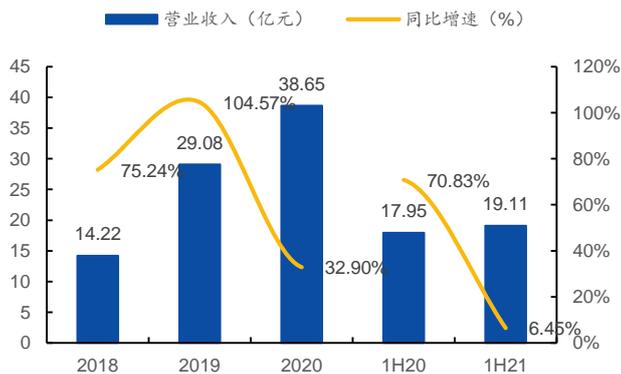
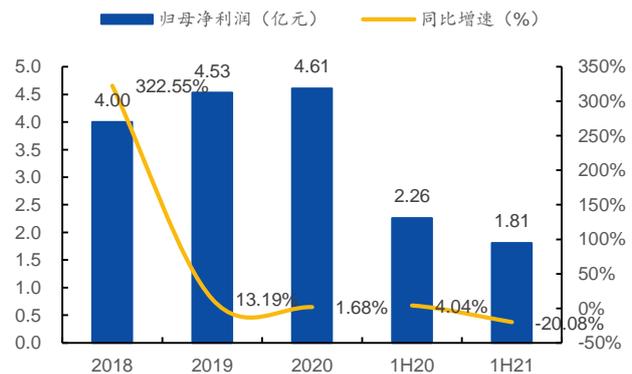


图 2：公司归母净利润（亿元）与增速



资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

注：诺斯贝尔从 2019 年 5 月开始纳入公司合并报表，2019 年 5-12 月实现营业收入 16.04 亿元

注：诺斯贝尔从 2019 年 5 月开始纳入公司合并报表，2019 年 5-12 月实现营业收入 16.04 亿元

图 3：公司分季度营收（亿元）及增速

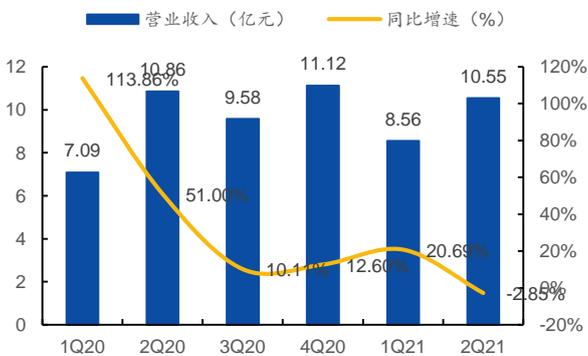


图 4：公司分季度归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，国元证券研究所

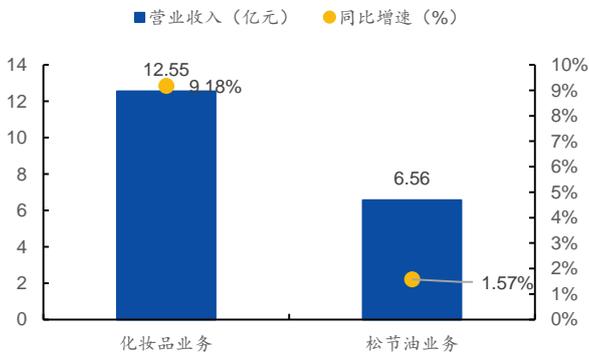
资料来源：国元证券研究所

化妆品业务短期承压，松节油业务表现平稳。上半年诺斯贝尔实现收入 12.55 亿元，同比增长 9.18%；营业利润 7,265.16 万元，同比下降 52.97%；毛利率 17.06%，同比下滑 7.45%；实现归属于诺斯贝尔所有者权益的净利润 6,562.78 万元，同比下降 51.93%。化妆品业绩承压，主要由于：1) 为保证下半年旺季生产力，上半年大规模招募员工，导致员工费用大幅增加；2) 口罩产品减产；3) 上半年原材料价格涨幅较大，同时化妆品整体备案速度放缓，重新定价的新产品交付有所延后，导致整体毛利率下降。下半年随着行业传统旺季到来，叠加备案速度逐步提升，订单交付恢复正常，利润率有望改善。上半年松节油深加工业务实现营业收入 6.56 亿元，同比增长 1.57%，整体产品价格有所上涨、销量有所下滑，外加 2020 年下半年剥离

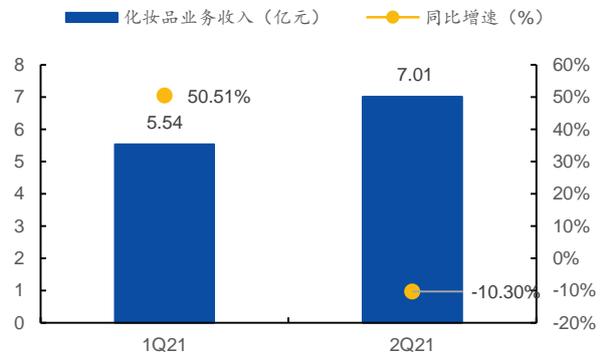
香精业务，收入同比基本持平。业务毛利率 30.20%，同比下滑 2.24pct，主要受到原材料松节油价格上涨影响，营业利润 1.43 亿元，同比增长 6.45%。

图 5：2021 年上半年公司分业务收入及增速

图 6：2021Q1/Q2 化妆品业务收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

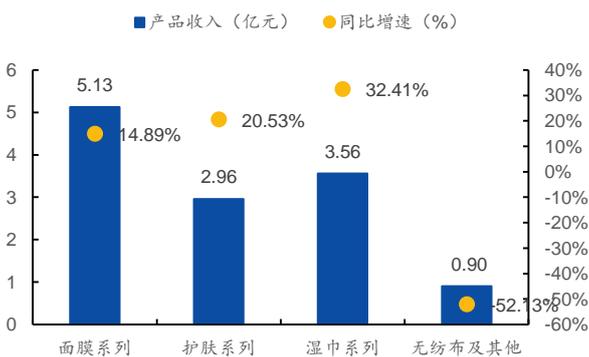


资料来源：公司公告，国元证券研究所

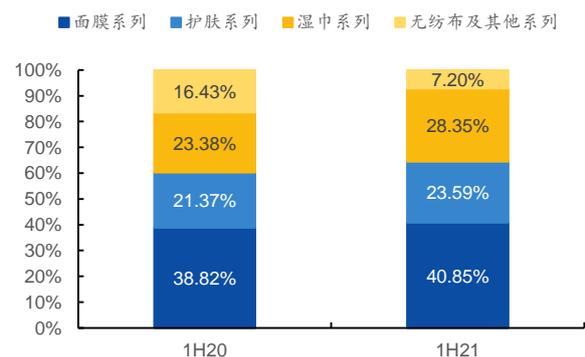
具体看化妆品业务，上半年公司面膜、护肤、湿巾、无纺布及其他系列产品收入分别为 5.13/2.96/3.56/0.90 亿元，同比增速 14.89%/20.53%/32.41%/-52.13%，占比分别为 40.85%/23.59%/28.35%/7.20%，同比变动 2.03/2.22/4.97/-9.22pct。公司与疫情防控相关的口罩等一次性业务收缩，面膜、护肤、湿巾品类销售额稳步上升。上半年公司加大后端研发、产能以及前端市场、品牌建设投入，包括成立原料子公司、研发创新中心、化妆品检测公司、扩建面膜及护肤等产能、成立杭州分公司拓展华东地区业务等，全面提升供应链管理水平和产品力与服务力，积极拓展国内外各层次品牌客户。在积极把握国内新锐品牌机会的同时，目前公司已成功进入国际头部化妆品集团供应链，新增 Olay、爱茉莉太平洋、丝芙兰等品牌及集团客户，未来有望持续拓客。2021 年 5 月起化妆品新规开始执行，新产品备案时间拉长、检测成本提升，品牌对工厂的切换成本提高，两者之间粘性有望加深，头部代工厂有望受益。

图 7：2021 上半年公司化妆品分产品收入及增速

图 8：2021 上半年公司化妆品各类产品收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

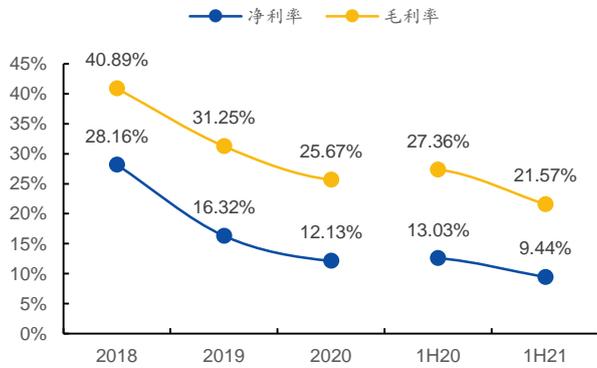


资料来源：公司公告，国元证券研究所

上半年公司整体毛利率 21.57%，同比下降 5.79pct，净利率 9.44%，同比下降 3.59pct。公司化妆品、松节油业务毛利率受到原材料价格上涨且成本难以立即转移影响，均有所下滑。费用端，上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.64%/4.42%/2.78%/1.19%，同比变动 -1.21/-0.36/-0.20/0.49pct，销售费用率下降，主要系本期因销售而发生的运输费用作为合同履行成本由销售费用调整至营业成

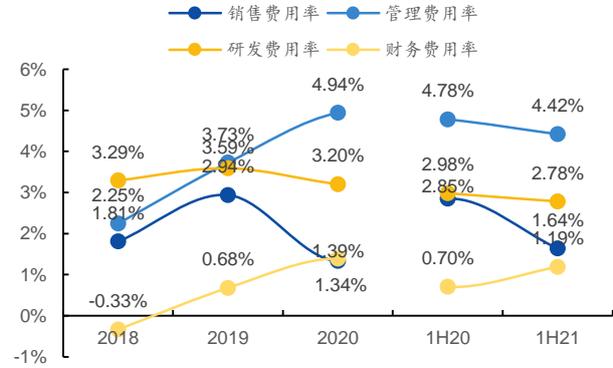
本所致。上半年公司净利率9.45%，同比下降3.14pct，下半年伴随化妆品业务新产品正常交付、双十一等旺季到来，净利率有望改善。

图 9：公司毛利率和净利率情况（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

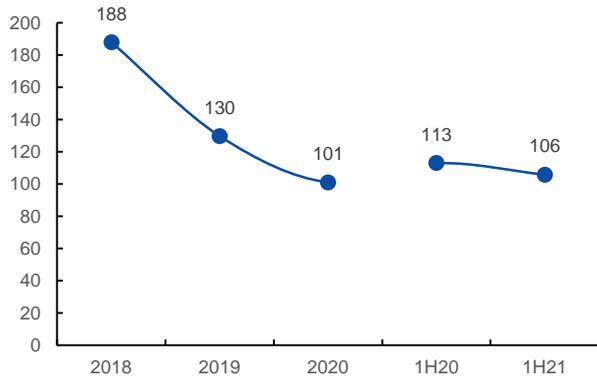
图 10：公司期间费用率情况（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

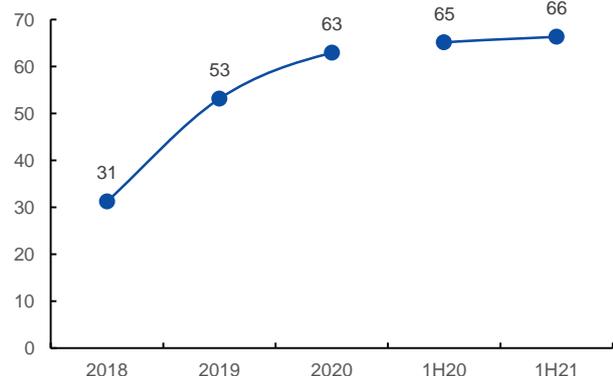
营运能力上，2021年上半年公司存货周转天数106天，同比下降7天；应收账款周转天数66天，同比提升1天。

图 11：公司存货周转天数



资料来源：wind，国元证券研究所

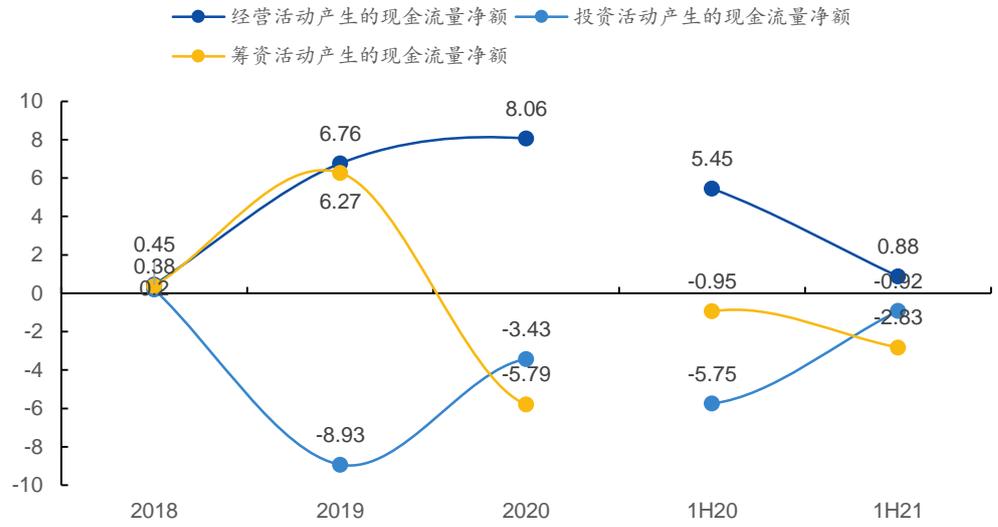
图 12：公司应收账款周转天数



资料来源：wind，国元证券研究所

现金流方面，上半年公司经营/投资/筹资活动现金流净额分别为 0.88/-0.92/-2.83 亿元，同比变动-83.81%/-83.97%/198.78%，其中经营活动现金流净额同比减少 4.57 亿元，主要系原材料等采购增加+员工人数及薪资有所增长。投资活动现金流净额同比增加 4.83 亿元，主要系上年同期为收购诺斯贝尔 10%股权支付现金对价 4.3 亿元。筹资活动现金流净额同比减少 1.88 亿元，主要系本期公司归还部分银行贷款、支付租赁费及股利所致。

图 13：公司经营/投资/筹资活动产生的现金流净额情况（亿元）



资料来源：wind，国元证券研究所

## 2、投资建议

公司是国内化妆品 ODM 龙头，2021 年 7 月上市公司董事长及总裁人事调整，化妆品业务主导地位进一步明确。短期看，公司利润有所承压，中长期看，公司产品力、服务力、创新力行业领先，客户与订单量稳步扩容，叠加新规催化行业集中度提升，龙头价值愈发凸显。预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 5.59/6.50/7.58 亿元，EPS 为 1.08/1.26/1.47 元，对应 PE13/11/10x，维持“买入”评级。

## 3、风险提示

原材料价格波动，化妆品业务市场需求波动，客户拓展不及预期

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2361.87	2161.52	2583.21	3299.60	4244.09
现金	645.03	514.62	759.28	1110.14	1670.26
应收账款	679.20	671.51	790.17	946.69	1121.53
其他应收款	16.22	25.60	30.03	35.97	42.62
预付账款	23.39	19.21	22.53	27.23	32.42
存货	864.57	747.46	876.86	1059.72	1261.67
其他流动资产	133.46	183.12	104.34	119.84	115.59
<b>非流动资产</b>	2293.16	2465.13	2434.23	2395.81	2351.12
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	571.35	646.77	661.00	651.06	626.53
无形资产	137.58	111.80	99.96	88.12	76.29
其他非流动资产	1584.24	1706.56	1673.27	1656.63	1648.30
<b>资产总计</b>	4655.03	4626.65	5017.44	5695.40	6595.20
<b>流动负债</b>	823.12	1012.00	944.43	969.84	1110.45
短期借款	211.71	173.00	270.52	173.00	173.00
应付账款	380.12	404.86	474.95	574.00	683.38
其他流动负债	231.29	434.13	198.96	222.84	254.06
<b>非流动负债</b>	673.40	479.52	477.06	478.77	478.45
长期借款	636.92	444.55	444.55	444.55	444.55
其他非流动负债	36.48	34.97	32.51	34.21	33.90
<b>负债合计</b>	1496.52	1491.52	1421.49	1448.60	1588.90
少数股东权益	130.49	0.72	0.72	0.72	0.72
股本	516.58	516.58	516.58	516.58	516.58
资本公积	1454.52	1162.43	1162.43	1162.43	1162.43
留存收益	1054.57	1445.63	1911.59	2561.49	3319.91
归属母公司股东权益	3028.02	3134.41	3595.23	4246.08	5005.58
<b>负债和股东权益</b>	4655.03	4626.65	5017.44	5695.40	6595.20

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	676.23	805.84	477.04	549.29	666.73
净利润	474.46	468.94	558.94	649.90	758.43
折旧摊销	86.83	131.58	80.90	88.42	94.69
财务费用	19.77	53.90	50.56	60.74	69.24
投资损失	-0.28	-18.27	-6.43	-8.33	-11.01
营运资金变动	55.93	138.69	-209.82	-253.45	-255.87
其他经营现金流	39.54	30.99	2.87	12.02	11.25
<b>投资活动现金流</b>	-892.62	-343.44	17.52	-41.13	-38.45
资本支出	89.91	337.49	50.00	50.00	50.00
长期投资	5.00	55.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-797.71	49.05	67.52	8.87	11.55
<b>筹资活动现金流</b>	626.61	-578.82	-249.90	-157.30	-68.16
短期借款	61.85	-38.71	97.51	-97.51	0.00
长期借款	636.92	-192.37	0.00	0.00	0.00
普通股增加	130.66	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1372.11	-292.09	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1574.93	-55.65	-347.41	-59.79	-68.16
现金净增加额	414.92	-130.41	244.66	350.86	560.12

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2908.12	3864.76	4533.23	5431.18	6434.27
营业成本	1999.38	2872.54	3369.83	4072.56	4848.66
营业税金及附加	14.57	20.08	23.56	28.23	33.44
营业费用	85.53	51.81	90.66	97.76	112.60
管理费用	108.44	190.88	223.90	266.13	310.13
研发费用	104.44	123.77	145.17	173.93	206.05
财务费用	19.77	53.90	50.56	60.74	69.24
资产减值损失	-34.14	-12.54	-9.58	-11.70	-14.82
公允价值变动收益	0.00	0.54	0.54	0.54	0.54
投资净收益	0.28	18.27	6.43	8.33	11.01
<b>营业利润</b>	554.60	570.32	658.73	765.92	893.83
营业外收入	0.26	0.37	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.70	18.03	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	553.16	552.66	658.73	765.92	893.83
所得税	78.70	83.72	99.78	116.02	135.40
<b>净利润</b>	474.46	468.94	558.94	649.90	758.43
少数股东损益	21.29	8.15	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	453.16	460.80	558.94	649.90	758.43
EBITDA	661.20	755.80	790.19	915.08	1057.75
EPS (元)	0.88	0.89	1.08	1.26	1.47

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	104.57	32.90	17.30	19.81	18.47
营业利润(%)	17.42	2.83	15.50	16.27	16.70
归属母公司净利润(%)	13.19	1.68	21.30	16.27	16.70
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.25	25.67	25.66	25.02	24.64
净利率(%)	15.58	11.92	12.33	11.97	11.79
ROE(%)	14.97	14.70	15.55	15.31	15.15
ROIC(%)	14.22	15.01	16.26	17.96	19.90
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.15	32.24	28.33	25.43	24.09
净负债比率(%)	56.84	54.73	50.30	42.63	38.87
流动比率	2.87	2.14	2.74	3.40	3.82
速动比率	1.81	1.39	1.80	2.30	2.67
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.95	0.83	0.94	1.01	1.05
应收账款周转率	6.39	5.39	5.85	5.91	5.88
应付账款周转率	8.49	7.32	7.66	7.77	7.71
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.89	1.08	1.26	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	1.56	0.92	1.06	1.29
每股净资产(最新摊薄)	5.86	6.07	6.96	8.22	9.69
<b>估值比率</b>					
P/E	16.28	16.01	13.20	11.35	9.73
P/B	2.44	2.35	2.05	1.74	1.47
EV/EBITDA	11.46	10.03	9.59	8.28	7.17

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188