

2021 年中报点评：化妆品业绩短暂承压，看好新规下龙头地位稳固  
买入（维持）

2021 年 08 月 30 日

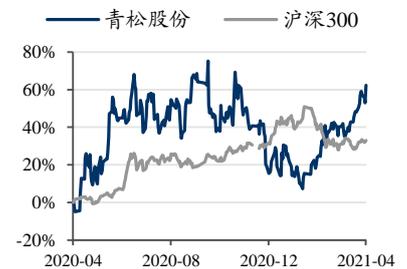
证券分析师 吴劲草  
执业证号：S0600520090006  
wujc@dwzq.com.cn  
证券分析师 张家璇  
执业证号：S0600520120002  
zhangjx@dwzq.com.cn  
证券分析师 汤军  
执业证号：S0600517050001  
tangj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,865	4,466	5,190	6,022
同比 (%)	32.9%	15.6%	16.2%	16.0%
归母净利润 (百万元)	461	527	599	696
同比 (%)	1.7%	14.4%	13.6%	16.3%
每股收益 (元/股)	0.89	1.02	1.16	1.35
P/E (倍)	16.01	14.0	12.3	10.6

投资要点

- 受口罩收入同比下降、扩产下折旧摊销增加等影响，业绩短期承压。公司发布 2021 年半年度报告。2021H1 公司实现营收 19.11 亿元（同比 +6.45%，下同），归母净利润 1.81 亿元（-20.08%），扣非归母净利润 1.78 亿元（-20.45%），业绩降幅处于业绩预告的中值，略低于我们预期。其中，21Q2 实现营收 10.55 亿元（-2.85%），归母净利 0.90 亿元（-37.07%），扣非归母净利 0.88 亿元（-37.90%）。短期业绩有所承压，主要系 21H1 口罩收入同比下降、扩产下折旧摊销增加约 1900 万元、招工增加员工薪酬、海运出口价格提升等。
- 毛利率有所下降，期间费用总体较为稳定：2021H1 年公司毛利率为 21.57%（-5.79pct），我们预计主要系为满足旺季用工需求招工增加以及化妆品上游原材料价格上涨。2021H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化-1.21pct/-0.36pct/-0.2pct/+0.49pct，期间费用率总体同比下降 1.21pct 至 10.03%。2021H1 公司净利率同比下降 3.59pct 至 9.44%。
- 松节油深加工业务相对稳健，诺斯贝尔业绩阶段性承压：（1）松节油深加工业务：21H1 实现营收 6.56 亿元（+1.57%），毛利率 30.20%（-2.24pct）。其中，合成樟脑系列实现营收 5.34 亿元（+11.65%）。（2）化妆品业务：21H1 年实现营收 12.55 亿元（+9.18%），毛利率 17.06%（-7.45pct）。其中，面膜/护肤/湿巾系列分别实现营收 5.13/2.96/3.56 亿元，分别同增 14.89%/20.53%/32.41%。21H1 实现归属于诺斯贝尔所有者权益的净利润 6562.78 万元（-51.9%）。诺斯贝尔主要客户拓展顺利，且去年产能得到大幅扩张，我们预计 H2 旺季有望得到改善。
- 公司治理结构理顺，化妆品新规利好代工龙头。7 月 23 日，公司公告原董事长兼总裁李勇辞职，由诺斯贝尔创始人范展华担任公司总裁，并代行董事长一职，公司治理结构理顺，体现公司对化妆品主导地位的坚定信心。另外，化妆品新规对于功效宣称检测等要求加强，将推动行业产能出清，利好 ODM 代工龙头，诺斯贝尔于 7 月分别在杭州成立检测公司，有望持续受益行业格局优化。
- 盈利预测与投资评级：公司是国内化妆品代工龙头，由于原材料和运输费用的波动可能以及折旧摊销等费用的增加，我们将 2021-2023 年归母净利润由 5.63、6.64、7.53 亿元下调至 5.27、5.99、6.97 亿元，同增 14.4%、13.6%、16.3%，当前市值对应 PE 为 14x、12x、11x，鉴于公司客户稳定且拓展顺利，产品品质及创新力领先，维持“买入”评级。
- 风险提示：原材料价格波动、股权质押风险、产品质量风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.28
一年最低/最高价	14.10/27.23
市净率(倍)	2.35
流通 A 股市值(百万元)	6767.33

基础数据

每股净资产(元)	6.24
资产负债率(%)	33.35
总股本(百万股)	516.58
流通 A 股(百万股)	473.90

相关研究

- 1、《青松股份 (300132)：21Q1 化妆品业务营收+51%，利润+26%，快速发展持续推进》2021-04-29
- 2、《青松股份 (300132)：Q3 归母+11.6%超预期，化妆品业务驱动营收高增》2020-10-29

青松股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2,162</b>	<b>2,676</b>	<b>3,028</b>	<b>3,821</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,865</b>	<b>4,466</b>	<b>5,190</b>	<b>6,022</b>
现金	515	500	459	1,021	减:营业成本	2,873	3,366	3,942	4,601
应收账款	672	724	1,006	906	营业税金及附加	20	23	27	31
存货	747	1,176	1,288	1,588	营业费用	52	112	130	151
其他流动资产	228	276	276	306	管理费用	315	357	395	440
<b>非流动资产</b>	<b>2,465</b>	<b>2,498</b>	<b>2,510</b>	<b>2,501</b>	财务费用	54	21	25	13
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	13	0	0	0
固定资产	647	715	764	792	加:投资净收益	18	18	18	18
在建工程	117	111	107	105	其他收益	14	14	14	14
无形资产	112	117	120	121	<b>营业利润</b>	<b>570</b>	<b>620</b>	<b>704</b>	<b>819</b>
其他非流动资产	1,590	1,554	1,518	1,482	加:营业外净收支	-18	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,627</b>	<b>5,174</b>	<b>5,538</b>	<b>6,322</b>	<b>利润总额</b>	<b>553</b>	<b>620</b>	<b>704</b>	<b>819</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,012</b>	<b>1,211</b>	<b>1,065</b>	<b>1,244</b>	减:所得税费用	84	93	106	123
短期借款	173	173	173	173	少数股东损益	8	0	0	0
应付账款	405	557	494	588	<b>归属母公司净利润</b>	<b>461</b>	<b>527</b>	<b>599</b>	<b>696</b>
其他流动负债	434	482	398	483	EBIT	568	634	715	821
<b>非流动负债</b>	<b>480</b>	<b>393</b>	<b>305</b>	<b>214</b>	EBITDA	700	771	873	999
长期借款	445	358	270	179					
其他非流动负债	35	35	35	35	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,492</b>	<b>1,604</b>	<b>1,370</b>	<b>1,458</b>	每股收益(元)	0.89	1.02	1.16	1.35
少数股东权益	1	1	1	1	每股净资产(元)	6.07	6.91	8.07	9.41
	3,134	3,568	4,167	4,863	发行在外股份(百万 股)	517	517	517	517
归属母公司股东权益					ROIC(%)	14.4%	14.9%	14.6%	16.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,627</b>	<b>5,174</b>	<b>5,538</b>	<b>6,322</b>	ROE(%)	15.0%	14.8%	14.4%	14.3%
						25.7%	24.6%	24.1%	23.6%
					毛利率(%)				
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	11.9%	11.8%	11.5%	11.6%
经营活动现金流	806	446	224	817	资产负债率(%)	32.2%	31.0%	24.7%	23.1%
投资活动现金流	-343	-151	-151	-151	收入增长率(%)	32.9%	15.6%	16.2%	16.0%
筹资活动现金流	-579	-310	-114	-104	净利润增长率(%)	1.7%	14.4%	13.6%	16.3%
现金净增加额	-130	-15	-41	562	P/E	16.01	14.00	12.32	10.59
折旧和摊销	132	137	158	179	P/B	2.35	2.07	1.77	1.52
资本开支	337	33	12	-9	EV/EBITDA	10.91	9.66	8.48	6.76
营运资本变动	139	-220	-540	-52					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>