

青松股份 (300132.SZ)

公司业绩回暖，盈利能力提升

公司营收、利润同步好转，盈利能力有所提升。公司在经历2021-2024年四年的业绩调整后，业绩有所回暖，2025年Q1-3实现营收15.53亿元(yoy+12.0%)，归母、扣非净利润分别为1.11、0.75亿元，分别同比+247.0%、+146.5%。2025年Q1-3毛利率为19.2%，同比+2.6pcts，扣非归母净利率回升至4.9%。营运状况方面，公司2025年Q1-3经营性现金流为1.39亿元，同比+50.1%，营运状况良好。单季度来看，2025单Q3实现营业收入6.16亿元(yoy+16.6%)，归母净利润、扣非归母净利润分别为0.83、0.49亿元，分别同比+232.5%、+106.0%，非经常性损益共0.34亿元，其中非流动资产处置损益为0.38亿元。2025单Q3毛利率为21.8%，同比+2.8pcts，主要因收入增长及产能利用率提升带来经营效率提升。费用端管控良好，2025单Q3公司扣非净利率为8.0%，同比大幅提升3.5pcts，盈利能力显著回升。

核心业务面膜品类增速显著回升，毛利率实现改善。分品类看，2025H1公司化妆品代工业务中面膜、护肤、湿巾系列分别实现营收4.50、3.23、1.25亿元，分别同比+21%、+7%、-9%，核心业务面膜品类的增速显著回升，为公司业绩增长核心驱动力，此外，护肤品类实现营收稳健增长。毛利率端，2025H1面膜、护肤、湿巾系列毛利率分别为19.0%、16.7%、13.5%，分别同比+3.7pcts、+1.9pcts、+1.2pcts，随着订单及收入增长带来产能利用率的提升、公司高附加值品类销量增长驱动产品结构优化，以及优化生产工序、提高经营效率，公司毛利率逐步实现改善。

盈利预测及投资建议。公司旗下诺斯贝尔作为国内龙头化妆品生产企业，凭借规模优势及持续研发投入，具备更强的抗风险能力，此外随着公司持续推进降本增效举措，有望逐步迎来业绩拐点。综合考虑到市场竞争以及公司财报表现，我们调整公司预测2025-2027年营收分别为21.7/24.4/26.8亿元，分别同比+12.0%/+12.3%/+9.9%；归母净利润分别为1.37/1.58/2.01亿元，分别同比+150.7%/+15.3%/+27.0%。目前市值对应2026年PE为26倍，维持“增持”评级。

风险提示：上游材料价格波动风险，订单拓展不及预期风险，竞争格局加剧风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,969	1,940	2,172	2,439	2,681
增长率 yoy (%)	-32.5	-1.5	12.0	12.3	9.9
归母净利润(百万元)	-68	55	137	158	201
增长率 yoy (%)	90.8	180.0	150.7	15.3	27.0
EPS 最新摊薄(元/股)	-0.13	0.11	0.27	0.31	0.39
净资产收益率(%)	-5.2	4.2	9.6	9.9	11.2
P/E(倍)	—	76.1	30.4	26.3	20.8
P/B(倍)	3.2	3.2	2.9	2.6	2.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年12月19日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	化妆品
前次评级	增持
12月19日收盘价(元)	8.06
总市值(百万元)	4,163.64
总股本(百万股)	516.58
其中自由流通股(%)	98.35
30日日均成交量(百万股)	28.23

股价走势



作者

分析师 王长龙
执业证书编号: S0680525070006
邮箱: wangchanglong@gszq.com

分析师 萧灵
执业证书编号: S0680523060002
邮箱: xiao@gszq.com

相关研究

- 《青松股份(300132.SZ): 业绩实现扭亏为盈, 降本增效带动毛利率提升》 2025-05-04
- 《青松股份(300132.SZ): 松节油业务剥离, 化妆品有望逐步迎来拐点》 2023-05-05

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1420	1295	1557	1878	2200
现金	686	443	601	860	1067
应收票据及应收账款	424	460	457	539	597
其他应收款	21	10	120	57	75
预付账款	8	7	8	9	9
存货	265	256	269	302	333
其他流动资产	17	120	101	111	118
非流动资产	951	832	695	581	503
长期投资	0	2	2	2	2
固定资产	388	338	277	216	155
无形资产	196	197	181	164	147
其他非流动资产	368	296	236	199	199
资产总计	2371	2128	2252	2458	2703
流动负债	596	484	476	527	576
短期借款	35	10	10	10	10
应付票据及应付账款	279	278	288	324	358
其他流动负债	283	196	177	194	209
非流动负债	461	332	330	330	330
长期借款	308	229	229	229	229
其他非流动负债	153	104	102	102	102
负债合计	1058	816	806	857	907
少数股东权益	3	13	11	8	2
股本	517	517	517	517	517
资本公积	1162	1162	1162	1162	1162
留存收益	-370	-315	-178	-20	180
归属母公司股东权益	1310	1298	1435	1593	1793
负债和股东权益	2371	2128	2252	2458	2703

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	157	179	210	282	228
净利润	-69	52	135	155	195
折旧摊销	200	169	119	115	78
财务费用	16	15	10	10	10
投资损失	-1	0	-3	-2	-2
营运资金变动	7	-85	-82	-12	-65
其他经营现金流	3	28	32	15	12
投资活动现金流	385	-120	-11	-14	-10
资本支出	-40	-24	-13	-15	-12
长期投资	423	-96	0	0	0
其他投资现金流	1	0	1	2	2
筹资活动现金流	-485	-307	-40	-10	-10
短期借款	-200	-25	0	0	0
长期借款	-146	-79	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-139	-203	-40	-10	-10
现金净增加额	57	-248	158	258	208

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1969	1940	2172	2439	2681
营业成本	1732	1602	1734	1938	2119
营业税金及附加	9	12	10	13	15
营业费用	47	44	50	56	62
管理费用	156	149	159	178	193
研发费用	69	64	67	76	80
财务费用	14	6	1	-2	-8
资产减值损失	-28	-10	0	0	0
其他收益	16	21	18	22	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	3	2	2
资产处置收益	-1	-1	-1	-1	-1
营业利润	-63	70	172	204	246
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	24	7	13	15	12
利润总额	-88	63	160	190	235
所得税	-19	11	25	35	40
净利润	-69	52	135	155	195
少数股东损益	-1	-3	-2	-3	-6
归属母公司净利润	-68	55	137	158	201
EBITDA	164	245	280	302	305
EPS (元/股)	-0.13	0.11	0.27	0.31	0.39

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-32.5	-1.5	12.0	12.3	9.9
营业利润(%)	92.0	209.9	147.0	18.5	20.8
归属母公司净利润(%)	90.8	180.0	150.7	15.3	27.0
获利能力					
毛利率(%)	12.1	17.4	20.2	20.5	21.0
净利率(%)	-3.5	2.8	6.3	6.5	7.5
ROE(%)	-5.2	4.2		9.9	11.2
ROIC(%)	-1.5	3.7	7.6	7.9	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	44.6	38.4	35.8	34.9	33.6
净负债比率(%)	-8.0	-6.3	-18.7	-33.0	-41.0
流动比率	2.4	2.7	3.3	3.6	3.8
速动比率	1.9	2.1	2.7	3.0	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	4.2	4.4	4.7	4.9	4.7
应付账款周转率	5.5	5.8	6.4	6.7	6.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.13	0.11	0.27	0.31	0.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.35	0.41	0.54	0.44
每股净资产(最新摊薄)	2.54	2.51	2.78	3.08	3.47
估值比率					
P/E	—	76.1	30.4	26.3	20.8
P/B	3.2	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	15.8	10.0	13.9	12.0	11.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 12 月 19 日收盘价

内容目录

1.公司业绩实现回暖，盈利能力有所改善	4
1.1 财务表现：营收及利润同步好转，盈利能力提升	4
1.2 业务表现：核心面膜品类增速显著回升，毛利率有所改善	5
2.盈利预测及投资建议	7
风险提示	7

图表目录

图表 1: 公司营业收入及同比情况 (单位: 亿元)	4
图表 2: 公司利润及同比情况 (单位: 亿元)	4
图表 3: 公司逐季营业收入及同比情况 (单位: 亿元)	4
图表 4: 公司逐季利润情况 (单位: 亿元)	5
图表 5: 公司逐季毛利率及扣非归母净利率情况 (单位: %)	5
图表 6: 公司分品类营收表现 (单位: 亿元)	6
图表 7: 公司分品类营收增速表现 (单位: %)	6
图表 8: 公司分品类毛利率表现 (单位: %)	6
图表 9: 公司主要财务指标概览	7

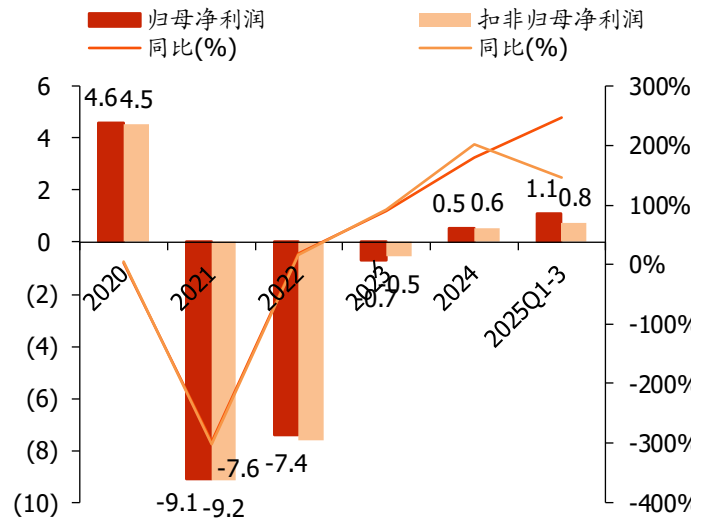
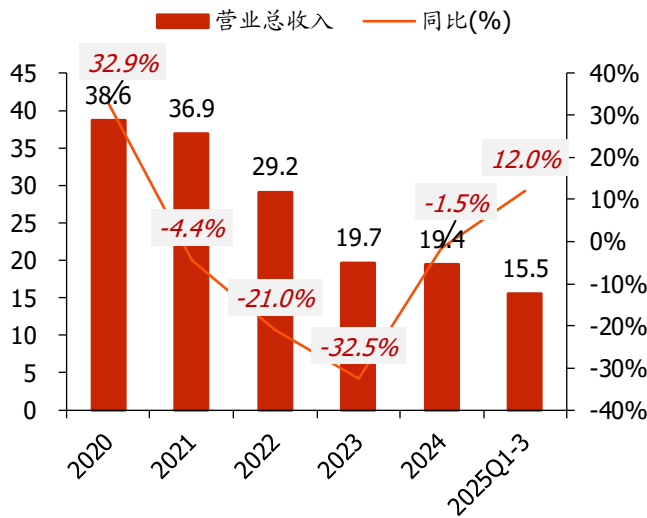
1. 公司业绩实现回暖，盈利能力有所改善

1.1 财务表现：营收及利润同步好转，盈利能力提升

公司营收、利润同步好转，盈利能力有所改善。公司在经历 2021-2024 年四年的业绩调整后，业绩有所回暖，2025 年 Q1-3 实现营收 15.53 亿元 (yoy+12.0%)，归母、扣非净利润分别为 1.11、0.75 亿元，分别同比+247.0%、+146.5%。2025 年 Q1-3 毛利率为 19.2%，同比+2.6pcts，扣非归母净利率回升至 4.9%。营运状况方面，公司 2025 年 Q1-3 经营性现金流为 1.39 亿元，同比+50.1%，营运状况良好。

图表1: 公司营业收入及同比情况 (单位: 亿元)

图表2: 公司利润及同比情况 (单位: 亿元)

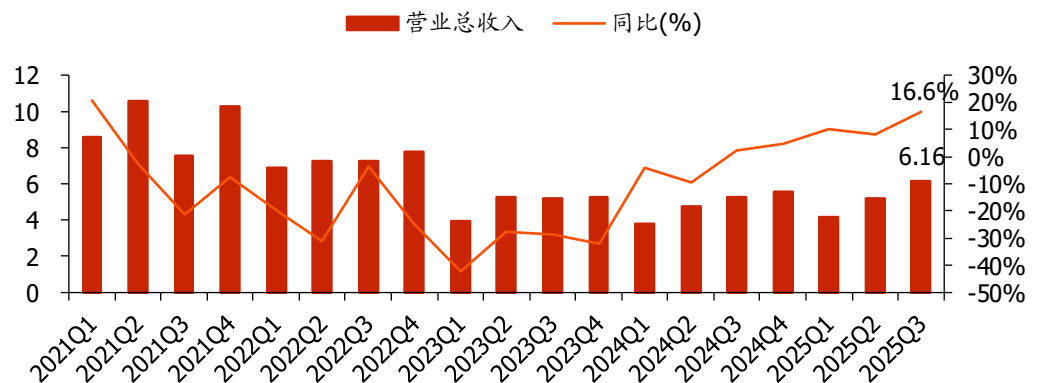


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

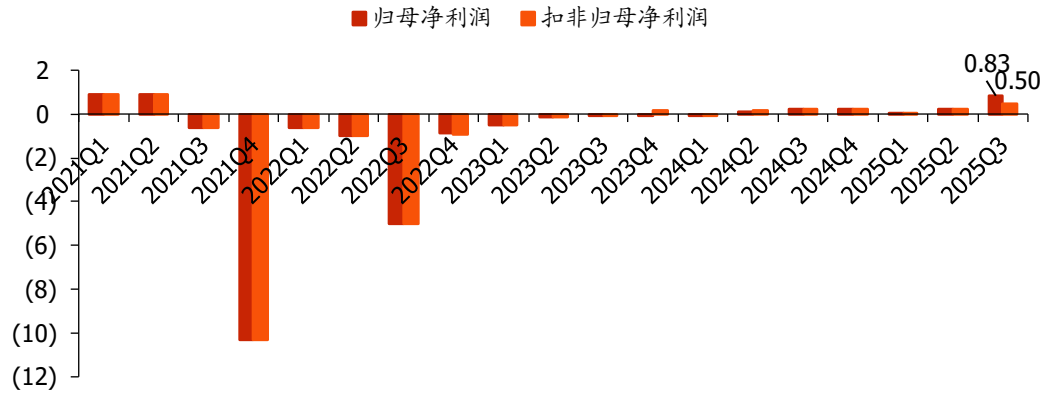
单季度来看，2025 单 Q3 实现营业收入 6.16 亿元 (yoy+16.6%)，归母净利润、扣非归母净利润分别为 0.83、0.49 亿元，分别同比+232.5%、+106.0%，非经常性损益共 0.34 亿元，其中非流动资产处置损益为 0.38 亿元。

图表3: 公司逐季营业收入及同比情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

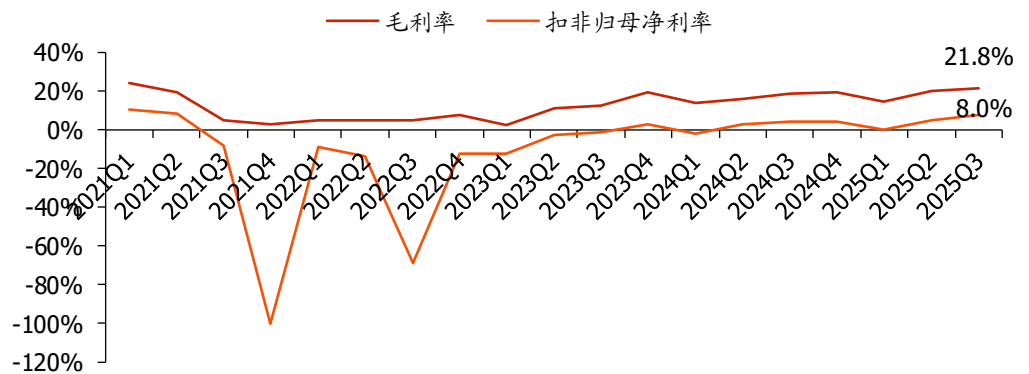
图表4: 公司逐季利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2025 单 Q3 毛利率为 21.8%，同比+2.8pcts，主要因收入增长及产能利用率提升带来经营效率提升。费用端管控良好，销售/管理/研发费用率分别为 1.61%、6.22%、3.24%，分别同比-0.34%、-0.51%、-0.07%。2025 单 Q3 公司扣非净利率为 8.0%，同比大幅提升 3.5pcts，盈利能力显著回升。

图表5: 公司逐季毛利率及扣非归母净利率情况 (单位: %)

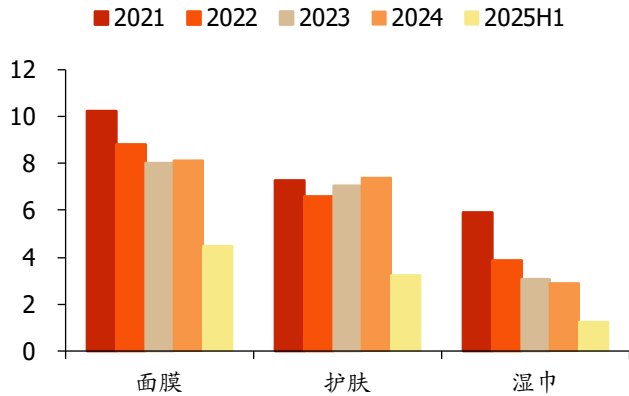


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 业务表现: 核心面膜品类增速显著回升, 毛利率有所改善

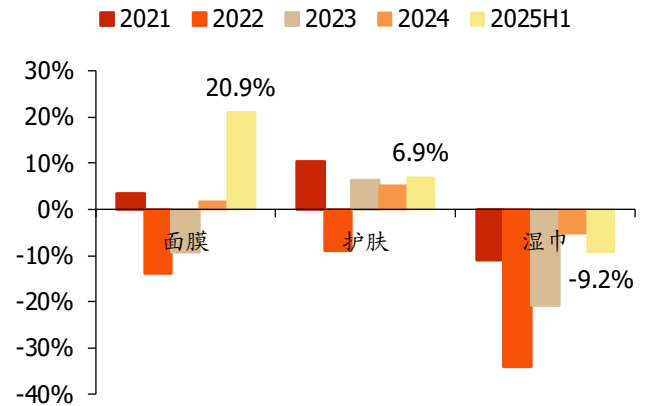
核心业务面膜品类增速显著回升, 毛利率实现改善。分品类看, 2025H1 公司化妆品代工业务中面膜、护肤、湿巾系列分别实现营收 4.50、3.23、1.25 亿元同比增长 21%、+7%、-9%，核心业务面膜品类的增速显著回升, 为公司业绩增长核心驱动力, 此外, 护肤品类实现营收稳健增长。

图表6: 公司分品类营收表现 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

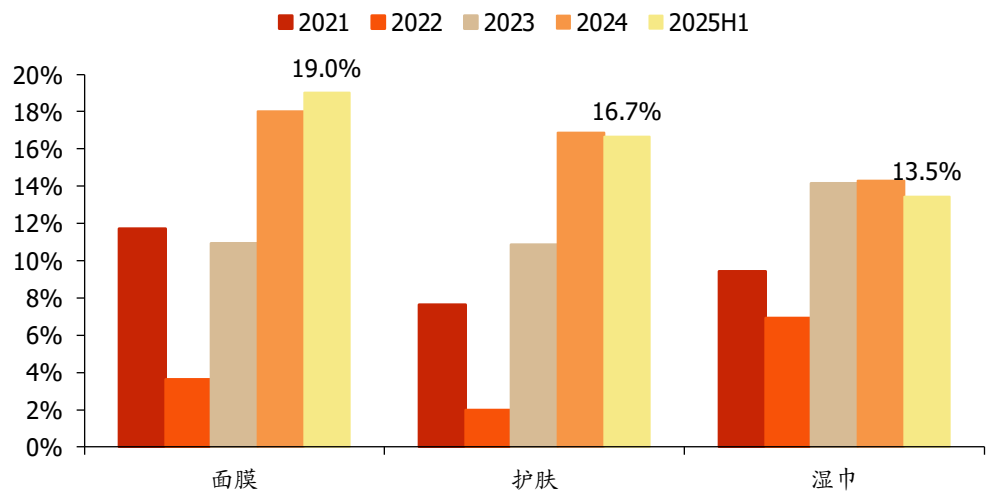
图表7: 公司分品类营收增速表现 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

毛利率端, 2025H1 面膜、护肤、湿巾系列毛利率分别为 19.0%、16.7%、13.5%, 分别同比+3.7pcts、+1.9pcts、+1.2pcts, 随着订单及收入增长带来产能利用率的提升、公司高附加值品类销量增长驱动产品结构优化, 以及优化生产工序、提高经营效率, 公司毛利率逐步实现改善。

图表8: 公司分品类毛利率表现 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 盈利预测及投资建议

公司旗下诺斯贝尔作为国内龙头化妆品生产企业，凭借规模优势及持续研发投入，具备更强的抗风险能力，此外随着公司持续推进降本增效举措，有望逐步迎来业绩拐点。综合考虑市场竞争以及公司财报表现，我们调整公司预测 2025-2027 年营收分别为 21.7/24.4/26.8 亿元，分别同比 +12.0%/+12.3%/+9.9%；归母净利润分别为 1.37/1.58/2.01 亿元，分别同比 +150.7%/+15.3%/+27.0%。目前市值对应 2026 年 PE 为 26 倍，维持“增持”评级。

图表9：公司主要财务指标概览

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,969	1,940	2,172	2,439	2,681
增长率 yoy（%）	-32.5	-1.5	12.0	12.3	9.9
归母净利润（百万元）	-68	55	137	158	201
增长率 yoy（%）	90.8	180	150.7	15.3	27.0
EPS 最新摊薄（元/股）	-0.13	0.11	0.27	0.31	0.39
净资产收益率（%）	-5.2	4.2	9.6	9.9	11.2
P/E（倍）	—	76.1	30.4	26.3	20.8
P/B（倍）	3.2	3.2	2.9	2.6	2.3

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 12 月 19 日收盘价

风险提示

上游材料价格波动风险；
 订单拓展不及预期风险；
 竞争格局加剧风险。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com