



家庭及个人用品/必需消费

青松股份(300132)

## 化妆品稳健增长，旺季来临增速有望提升

### ——青松股份 2020 年三季度报点评

	瞿猛(分析师)	彭璞(分析师)
	021-38676442	021-38674933
	ziming@gjas.com	pengying@gjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517120002

#### 本报告导读:

化妆品业务稳健增长，松节油业绩下滑拖累总体增速，随着 Q4 化妆品旺季来临，诺斯贝尔业绩增速有望回升。诺斯贝尔客户和产品结构不断优化，竞争优势凸显。

#### 投资要点:

- **投资建议:** 诺斯贝尔竞争优势凸显，Q4 旺季业绩增速有望回升。考虑到松节油业务受疫情影响大于预期，小幅下调 2020-2022 年 EPS 预测至 0.99 (-0.07) / 1.16 (-0.12) / 1.34 (-0.28) 元，参考可比公司给予 2021 年 25X PE，上调目标价至 29.3 元，维持增持。
- **化妆品稳健增长，松节油受产品价格影响下滑，业绩符合预期。** 2020Q1 公司营收/净利润为 27.53/3.58 亿元，同比增长 43.3%/6.7%，对应 Q3 营收/净利润同比增长 10.1%/11.6%，其中预计诺斯贝尔同比实现稳健正增长，而松节油业务受松节油加工产品价格大幅下跌以及子公司所得税率提高影响，估算同比下滑约 40%-50%。
- **化妆品趋势向好，Q4 旺季来临有望加速增长。** 2020H1 诺斯贝尔在口罩业务爆发和化妆品业务稳健增长拉动下实现营收 11.5 亿元，净利润 1.37 亿元，同比增长 71%。Q3 作为化妆品行业淡季，诺斯贝尔依然实现稳健增长。考虑到双十一订单集中在 9-11 月备货的情况，随着 Q4 化妆品旺季来临，诺斯贝尔有望加速增长。
- **诺斯贝尔竞争优势凸显，客户和产品结构不断优化。** 公司近年来国际品牌和新锐品牌客户占比显著提升，2020 年 Olay、旁氏、完美日记、花西子、夸迪等国内外知名品牌与公司建立或加强合作，新客户拓展好于预期。诺斯贝尔产品创新能力突出，每年推出 150+ 新品，冻干面膜、卸妆湿巾、粉底液等新品大受欢迎，产品结构持续优化。
- **风险提示:** 行业竞争加剧，重要客户流失等。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,422	2,908	4,065	4,845	5,650
(+/-)%	75%	105%	40%	19%	17%
经营利润(EBIT)	470	596	635	756	863
(+/-)%	250%	27%	7%	19%	14%
净利润(归母)	400	453	509	600	692
(+/-)%	323%	13%	12%	18%	15%
每股净收益(元)	0.78	0.88	0.99	1.16	1.34
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	33.0%	20.5%	15.6%	15.6%	15.3%
净资产收益率(%)	36.1%	15.0%	14.0%	14.1%	13.9%
投入资本回报率(%)	32.2%	12.7%	11.0%	12.5%	12.5%
EV/EBITDA	7.80	8.65	16.78	13.55	12.40
市盈率	28.85	25.49	22.69	19.25	16.69
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 29.30**

上次预测: 21.14

当前价格: 22.36

2020.11.01

#### 交易数据

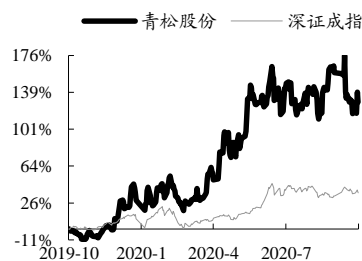
52 周内股价区间(元)	8.72-27.00
总市值(百万元)	11,551
总股本/流通 A 股(百万股)	517/460
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	89%
日均成交量(百万股)	9.50
日均成交值(百万元)	221.07

#### 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	3,023
每股净资产	5.85
市净率	3.8
净负债率	5.37%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.16	0.16
Q2	0.26	0.28
Q3	0.23	0.26
Q4	0.23	0.29
全年	0.88	0.99

#### 52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	-6%	129%
相对指数	-14%	-4%	92%

#### 相关报告

业绩符合预期，化妆品业务成长空间广阔  
2020.04.27

收购 ODM 龙头，发力高成长化妆品领域  
2020.02.09

模型更新时间: 2020.11.01

**股票研究**

必需消费

家庭及个人用品

**青松股份(300132)**
**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **29.30**

上次预测: 21.14

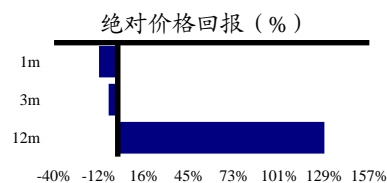
**当前价格:** **22.36**

公司网址

[www.greenpine.cc](http://www.greenpine.cc)

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，同时也是全球最大的合成樟脑及其中间产品的供应商。是一家专业从事方音化学品、中药次片、药用料、医5中间体以及功能的生产、研发和销售的高新技术企业。

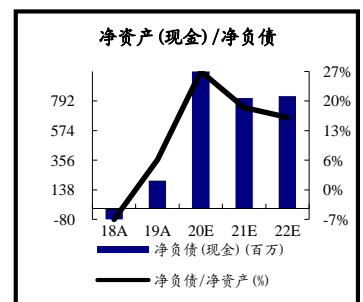
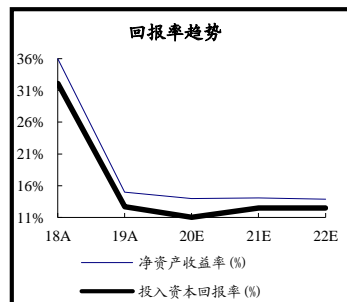
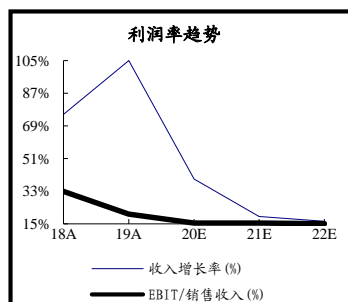
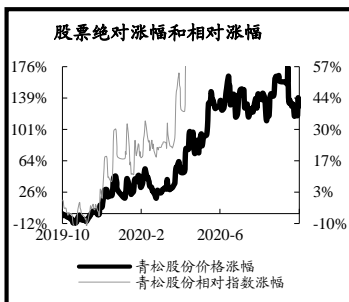


52周内价格范围 8.72-27.00

市值(百万) 11,551

**财务预测(单位: 百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
<b>营业总收入</b>	<b>1,422</b>	<b>2,908</b>	<b>4,065</b>	<b>4,845</b>	<b>5,650</b>
营业成本	840	1,999	2,965	3,525	4,111
税金及附加	7	15	20	24	28
销售费用	26	86	139	171	206
管理费用	32	108	160	190	226
<b>EBIT</b>	<b>470</b>	<b>596</b>	<b>635</b>	<b>756</b>	<b>863</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
财务费用	-5	20	54	48	43
<b>营业利润</b>	<b>472</b>	<b>555</b>	<b>613</b>	<b>723</b>	<b>834</b>
所得税	63	79	104	123	142
少数股东损益	0	21	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>400</b>	<b>453</b>	<b>509</b>	<b>600</b>	<b>692</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	230	645	-2	-173	-188
其他流动资产	4	59	59	59	59
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	299	571	684	882	1,043
无形及其他资产	40	150	204	286	355
<b>资产合计</b>	<b>1,465</b>	<b>4,655</b>	<b>5,580</b>	<b>6,056</b>	<b>6,889</b>
流动负债	347	823	1,138	990	1,111
非流动负债	8	673	673	673	673
股东权益	1,110	3,159	3,768	4,393	5,105
<b>投入资本(IC)</b>	<b>1,260</b>	<b>4,009</b>	<b>4,775</b>	<b>5,032</b>	<b>5,744</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	406	511	527	627	716
折旧与摊销	32	87	113	157	135
流动资金增量	347	321	824	103	455
资本支出	-3	-90	-268	-501	-423
<b>自由现金流</b>	<b>782</b>	<b>829</b>	<b>1,196</b>	<b>385</b>	<b>883</b>
经营现金流	45	676	-84	765	469
投资现金流	20	-893	-650	-501	-423
融资现金流	38	627	86	-434	-61
<b>现金流净增加额</b>	<b>104</b>	<b>410</b>	<b>-647</b>	<b>-171</b>	<b>-15</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	75.2%	104.6%	39.8%	19.2%	16.6%
EBIT 增长率	249.9%	26.9%	6.7%	18.9%	14.2%
净利润增长率	322.6%	13.2%	12.3%	17.9%	15.3%
利润率					
毛利率	40.9%	31.2%	27.0%	27.2%	27.2%
EBIT 率	33.0%	20.5%	15.6%	15.6%	15.3%
净利润率	28.2%	15.6%	12.5%	12.4%	12.2%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	36.1%	15.0%	14.0%	14.1%	13.9%
总资产收益率(ROA)	27.3%	10.2%	9.1%	9.9%	10.0%
投入资本回报率(ROIC)	32.2%	12.7%	11.0%	12.5%	12.5%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	250.1	157.8	204.0	180.9	192.4
应收账款周转天数	46.0	85.2	65.6	75.4	70.5
总资产周转天数	376.1	584.3	501.0	456.3	445.0
净利润现金含量	0.1	1.5	-0.2	1.3	0.7
资本支出/收入	0.2%	3.1%	6.6%	10.3%	7.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.2%	32.1%	32.5%	27.5%	25.9%
净负债率	-7.2%	6.5%	26.8%	18.5%	16.2%
<b>估值比率</b>					
PE	28.85	25.49	22.69	19.25	16.69
PB	4.81	1.88	3.18	2.71	2.32
EV/EBITDA	7.80	8.65	16.78	13.55	12.40
P/S	6.07	3.97	2.84	2.38	2.04
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		