

# 青松股份 (300132.SZ)

## 剥离亏损业务，进一步优化资产

### 核心观点:

- **事件:** 青松股份发布公告, 公司拟将两家全资子公司福建南平龙晟香精香料有限公司 (以下简称“龙晟香精香料”) 以及福建南平青松物流有限公司 (以下简称“青松物流”) 100%股权转让给柯维龙, 转让价格分别为 8008 万元和 2728 万元, 合计 1.07 亿元。
- **我们认为本次交易有助于:** (1) **优化资产结构、提高资产质量。** 龙晟香精香料及青松物流 2019 年以来处于亏损状态, 2019 年、2020 年 Q1 龙晟香精香料分别亏损 2999、315 万元, 青松物流分别亏损 446、170 万元, 此次股权转让完成后, 将有效提高公司资产质量, 优化公司业务; (2) **增加原有业务营运资金、减少利息支出:** 此次转让后, 公司可收回 1 亿多现金, 一方面可以增加营运资金, 另一方面可以偿还部分并购贷, 减少利息支出。
- **扩品类+扩品牌+扩产能, 铸就竞争壁垒:** 诺斯贝尔是全球第四、国内第一大化妆品 ODM 企业, 集研发、设计、制造、培训、服务于一体, 全产业链布局。深耕面膜品类, 面膜产能世界第一, 同时积极扩展彩妆和护肤领域, 新切入轻医美护肤, 品类不断丰富。公司合作品牌覆盖传统国产品牌、国际大牌、新锐品牌, 品牌结构持续完善。未来公司将进一步推进化妆品研发和产能建设, 随着产能释放规模效应将更加突出。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 20-22 年归母净利润分别为 5.6、6.7、7.9 亿元, 同比增长 23.8%、20.1%、17.6%。公司两大主业并行, 给予 21 年松节油深加工业务 10XPE, 给予化妆品业务 35XPE, 两项业务估值加总得到公司合理价值 31.3 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 松节油价格大幅下滑; 化妆品景气度下降致行业增速下滑; 新品类、新品牌拓展不及预期。

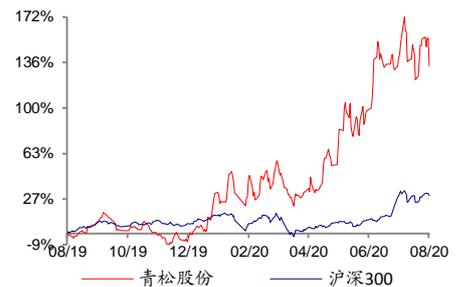
### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,422	2,908	4,079	4,856	5,683
增长率 (%)	75.2	104.6	40.2	19.1	17.0
EBITDA (百万元)	501	683	760	907	1,061
归母净利润 (百万元)	400	453	561	674	793
增长率 (%)	322.6	13.2	23.8	20.1	17.6
EPS (元/股)	1.04	0.88	1.09	1.30	1.53
市盈率 (P/E)	9.97	12.57	20.44	17.02	14.47
市净率 (P/B)	3.60	1.88	3.20	2.69	2.27
EV/EBITDA	7.80	8.65	15.40	12.68	10.64

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	22.2 元
合理价值	31.3 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-09

### 相对市场表现



### 分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

### 分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



jiwenxin@gf.com.cn

请注意, 嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

青松股份 (300132.SZ): 壁 2020-07-20

垒不断增强, 诺斯贝尔有望

维持较快增长

青松股份 (300132.SZ): 乘 2020-05-13

行业之风, 实力引领化妆品

前端产业

联系人: 贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,084</b>	<b>2,362</b>	<b>3,062</b>	<b>3,894</b>	<b>4,768</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>45</b>	<b>676</b>	<b>177</b>	<b>398</b>	<b>408</b>
货币资金	230	645	611	910	1,118	净利润	400	474	561	674	793
应收及预付	267	703	987	1,175	1,375	折旧摊销	32	87	80	90	100
存货	576	865	1,258	1,499	1,760	营运资金变动	-394	60	-463	-365	-484
其他流动资产	11	150	206	311	515	其它	8	55	0	0	-1
<b>非流动资产</b>	<b>381</b>	<b>2,293</b>	<b>2,413</b>	<b>2,523</b>	<b>2,623</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>20</b>	<b>-893</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>-199</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-3	-90	-100	-100	-100
固定资产	299	571	591	601	601	投资变动	0	-804	0	0	0
在建工程	38	87	87	87	87	其他	23	1	-100	-100	-99
无形资产	28	138	138	138	138	<b>筹资活动现金流</b>	<b>38</b>	<b>627</b>	<b>-12</b>	<b>100</b>	<b>0</b>
其他长期资产	15	1,497	1,597	1,697	1,797	银行借款	196	1,018	-12	100	0
<b>资产总计</b>	<b>1,465</b>	<b>4,655</b>	<b>5,475</b>	<b>6,417</b>	<b>7,391</b>	股权融资	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>347</b>	<b>823</b>	<b>882</b>	<b>1,050</b>	<b>1,232</b>	其他	-157	-391	0	0	0
短期借款	150	212	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>117</b>	<b>415</b>	<b>-34</b>	<b>299</b>	<b>209</b>
应付及预收	114	451	652	777	911	<b>期初现金余额</b>	<b>113</b>	<b>230</b>	<b>645</b>	<b>611</b>	<b>910</b>
其他流动负债	84	161	230	274	320	<b>期末现金余额</b>	<b>230</b>	<b>645</b>	<b>611</b>	<b>910</b>	<b>1,118</b>
<b>非流动负债</b>	<b>8</b>	<b>673</b>	<b>873</b>	<b>973</b>	<b>973</b>						
长期借款	0	637	837	937	937						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	8	36	36	36	36						
<b>负债合计</b>	<b>355</b>	<b>1,497</b>	<b>1,755</b>	<b>2,024</b>	<b>2,205</b>						
股本	386	517	517	517	517						
资本公积	82	1,455	1,455	1,455	1,455						
留存收益	640	1,055	1,616	2,289	3,082						
归属母公司股东权益	1,110	3,028	3,589	4,263	5,055						
少数股东权益	0	130	130	130	130						
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,465</b>	<b>4,655</b>	<b>5,475</b>	<b>6,417</b>	<b>7,391</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,422</b>	<b>2,908</b>	<b>4,079</b>	<b>4,856</b>	<b>5,683</b>
营业成本	840	1,999	2,909	3,467	4,069
营业税金及附加	7	15	20	24	28
销售费用	26	86	163	194	227
管理费用	32	108	204	233	256
研发费用	47	104	102	121	142
财务费用	-5	20	0	0	0
资产减值损失	-6	-34	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	1
<b>营业利润</b>	<b>472</b>	<b>555</b>	<b>701</b>	<b>842</b>	<b>991</b>
营业外收支	-9	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>463</b>	<b>553</b>	<b>701</b>	<b>842</b>	<b>991</b>
所得税	63	79	140	168	198
<b>净利润</b>	<b>400</b>	<b>474</b>	<b>561</b>	<b>674</b>	<b>793</b>
少数股东损益	0	21	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>400</b>	<b>453</b>	<b>561</b>	<b>674</b>	<b>793</b>
EBITDA	501	683	760	907	1,061
EPS (元)	1.04	0.88	1.09	1.30	1.53

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	75.2%	104.6%	40.2%	19.1%	17.0%
营业利润增长	270.0%	17.4%	26.4%	20.1%	17.6%
归母净利润增长	322.6%	13.2%	23.8%	20.1%	17.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.9%	31.2%	28.7%	28.6%	28.4%
净利率	28.2%	16.3%	13.8%	13.9%	13.9%
ROE	36.1%	15.0%	15.6%	15.8%	15.7%
ROIC	32.2%	12.7%	11.9%	12.3%	12.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.2%	32.1%	32.1%	31.5%	29.8%
净负债比率	32.0%	47.4%	47.2%	46.1%	42.5%
流动比率	3.12	2.87	3.47	3.71	3.87
速动比率	1.35	1.79	2.01	2.24	2.40
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.97	0.62	0.74	0.76	0.77
应收账款周转率	7.93	4.28	4.28	4.28	4.28
存货周转率	2.47	3.36	3.24	3.24	3.23
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.04	0.88	1.09	1.30	1.53
每股经营现金流	0.12	1.31	0.34	0.77	0.79
每股净资产	2.88	5.86	6.95	8.25	9.79
<b>估值比率</b>					
P/E	9.97	12.57	20.44	17.02	14.47
P/B	3.60	1.88	3.20	2.69	2.27
EV/EBITDA	7.80	8.65	15.40	12.68	10.64

## 广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。

嵇文欣：资深分析师，硕士，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。

贾雨朦：研究助理，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。

童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。