

公司研究/中报点评

2020年08月27日

社会服务/旅游综合 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 23.22
目标价格(元): 27.95

梅昕 SAC No. S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 SAC No. S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

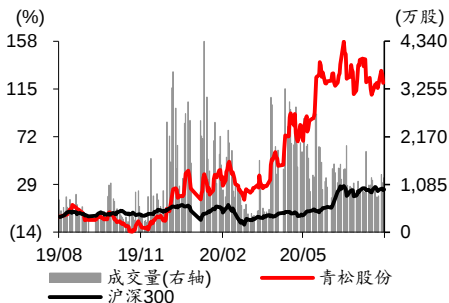
沈晓峰 SAC No. S0570516110001
研究员 SFC No. BCG366
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

王莎莎 SAC No. S0570517090002
研究员 SFC No. BOR137
010-56793922
wangshasha@htsc.com

相关研究

1《青松股份(300132 SZ,增持): 下游需求扩张、代工龙头大有可为》2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

化妆品代工业务韧性彰显

青松股份(300132)

松节油业务整体承压，化妆品代工业务韧性彰显

1H20 公司收入 19.9 亿元/yoy70.83%，归母净利 2.26 亿元/yoy4.04%，符合此前业绩预告情况（归母净利 2 亿-2.4 亿元）。Q1 归母净利 8375 万元/yoy2.82%，Q2 归母净利 1.42 亿元/yoy4.78%。松节油业务整体承压，化妆品代工厂诺斯贝尔 6 月开始 100%并表，1H 贡献归母净利 1.28 亿元（19 全年贡献 1.9 亿元），业绩韧性彰显。化妆品行业景气度延续，专业化分工催生代工厂机遇，国内化妆品代工厂龙头发展空间可期。预计 20-22 年 EPS1.12/1.24/1.36 元，维持增持评级。

诺斯贝尔一分厂改扩建项目获批，有望新增产能

1H20 诺斯贝尔收入 11.50 亿元，毛利率 24.52%，净利润 1.37 亿元，贡献归母净利 1.28 亿元（19 年 5 月起诺斯贝尔并表 90%，20 年 6 月开始 100%并表）。面膜系列收入 4.45 亿元，毛利率 23.99%；护肤系列 2.46 亿元，毛利率 23.93%；湿巾系列收入 2.69 亿元，毛利率 18.87%；无纺布及其他系列收入 1.89 亿元，毛利率 34.50%。1H20 诺斯贝尔一分厂改扩建项目获批，将新增泡罩年产量 11080 万粒、冻干面膜年产量 3000 万片、增静电纺丝面膜年产量 3000 万片。1H 新增口罩业务，累计采购 13 组医用口罩生产线及 2 组 KN95 口罩生产线，我们预计疫情下贡献可观业绩增量。

松节油业务整体承压

报告期内松节油深加工工业产品价格较去年同期跌幅较大，1H20 松节油深加工业务收入 6.46 亿元/yoy-8.33%，毛利率 32.44%/yoy-7.03pct，营业利润 1.34 亿元/yoy-36.25%。分产品来看，其中合成樟脑系列 4.78 亿元/yoy-14.93%，冰片系列 7743 万/yoy-2.57%，其他产品 8982 万元/yoy43.79%。

上市公司已全资持股诺斯贝尔，国内化妆品代工厂龙头发展空间可期

20 年 5 月公司全资子公司广东领博以 4.3 亿元收购诺斯贝尔剩余 10%股权，6 月起诺斯贝尔实现 100%并表。20 年 8 月公司拟转让两家亏损子公司，我们预计有助于提高资产质量、优化业务布局。化妆品行业景气度延续，专业化分工催生代工厂机遇，诺斯贝尔为国内代工厂龙头，产能储备充足，面膜品类规模自动化生产水平高、规模优势凸显，护肤、彩妆品类有望不断扩充，新锐客户占比有望持续提升，中长期发展空间可期。

需求景气红利、代工龙头大有可为，维持增持评级

维持原盈利预测，预计 20-22 年 EPS1.12/1.24/1.36 元，仍基于 21 年业绩采用分部估值法，诺斯贝尔可比公司 21 年平均 PE53 倍，B 端代工业务较 C 端业务毛利率偏低，应有估值折价，给予诺斯贝尔 21 年 32 倍 PE；松节油业务可比公司 21 年平均 PE10 倍，给予公司 10 倍 PE，合计目标市值 144.37 亿，维持原目标价 27.95 元。

风险提示：公司股权结构分散；股东多次减持；松节油业务盈利波动较大；化妆品代工业务盈利增速放缓。

公司基本资料

总股本 (百万股)	516.58
流通 A 股 (百万股)	460.13
52 周内股价区间 (元)	8.72-26.02
总市值 (百万元)	11,995
总资产 (百万元)	4,507
每股净资产 (元)	5.60

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,422	2,908	3,615	4,080	4,553
+/-%	75.24	104.57	24.32	12.84	11.61
归属母公司净利润 (百万元)	400.35	453.16	580.50	639.66	702.00
+/-%	322.55	13.19	28.10	10.19	9.75
EPS (元, 最新摊薄)	0.78	0.88	1.12	1.24	1.36
PE (倍)	29.96	26.47	20.66	18.75	17.09

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值表

证券代码	证券简称	目标价	评级	总市值(亿元)	市盈率 PE(TTM)	预测 PE 2020	预测 PE 2021
化妆品可比标的							
603605 CH	珀莱雅	195.17 元	买入	347.39	87.27	72.05	55.95
600315 CH	上海家化	46.88 元	增持	273.40	92.18	55.86	46.31
688363 CH	华熙生物	148.18 元	买入	595.20	101.29	82.53	61.31
603983 CH	丸美股份	101.26 元	买入	300.19	58.46	51.91	43.16
平均值				379.04	84.80	65.59	51.68
化工业务可比标的							
002637 CH	赞宇科技		无评级	54.44	15.09	12.69	9.48
603968 CH	醋化股份		无评级	39.16	15.58	14.50	12.47
600352 CH	浙江龙盛	18.59 元	买入	462.95	9.72	9.89	8.76
平均值				185.52	13.46	12.36	10.24

注：皆为 Wind 一致盈利预测；交易日期截至 8 月 27 日；

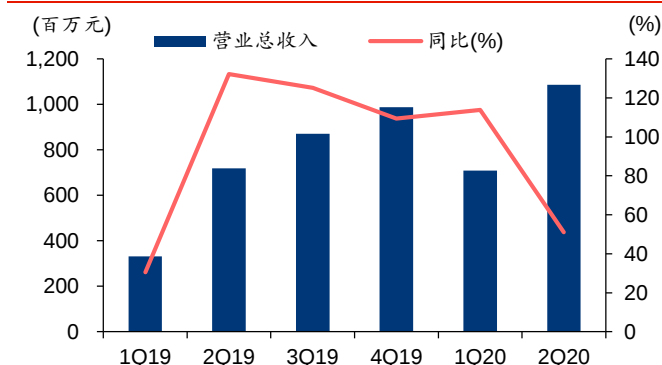
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：青松股份分部估值（单位：百万元，特殊标注除外）

	2020 E	2021 E	2022 E
化妆品业务			
归母净利润	302.65	365.46	423.91
可比公司平均 PE		51.68	
目标 PE		32.00	
目标市值		11694.84	
松节油业务			
归母净利润	277.84	274.20	278.09
可比公司平均 PE		10.24	
目标 PE		10.00	
目标市值		2741.99	
合计目标市值		14436.83	
对应目标价		27.95	

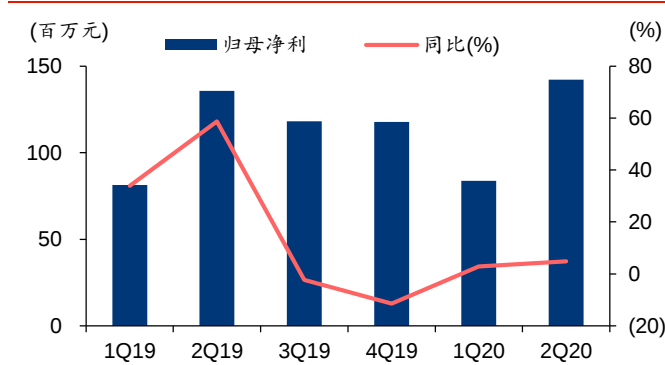
资料来源：华泰证券研究所

图表3：青松股份 1Q/2Q 收入因并表大幅增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

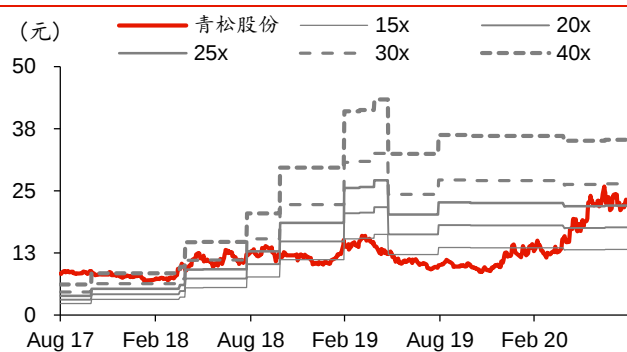
图表4：青松股份 2Q 利润增长略有回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

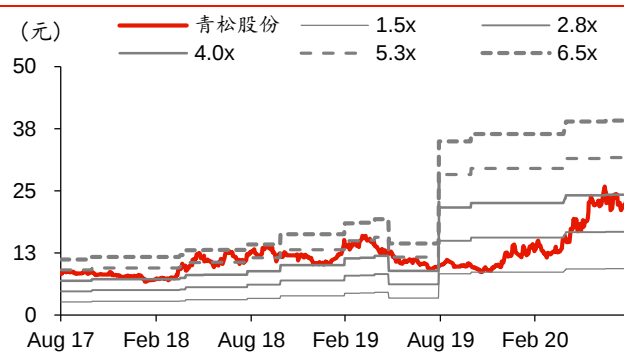
PE/PB - Bands

图表5: 青松股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 青松股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,084	2,362	2,660	3,660	4,071
现金	230.11	645.03	1,243	1,530	2,178
应收账款	179.33	679.20	33.91	826.86	208.22
其他应收账款	6.91	16.22	12.54	19.91	16.31
预付账款	38.90	23.39	54.05	33.33	64.19
存货	575.70	864.57	981.73	1,091	1,243
其他流动资产	53.02	133.46	334.72	159.29	361.09
非流动资产	380.63	2,293	2,366	2,352	2,338
长期投资	0.00	0.00	80.00	80.00	80.00
固定投资	299.17	571.35	561.99	541.77	518.59
无形资产	28.09	137.58	149.99	169.11	192.67
其他非流动资产	53.37	1,584	1,574	1,561	1,547
资产总计	1,465	4,655	5,026	6,012	6,409
流动负债	347.11	823.12	662.87	1,048	791.36
短期借款	149.86	211.71	208.35	210.08	212.63
应付账款	90.69	380.12	132.14	458.56	229.67
其他流动负债	106.56	231.29	322.38	379.84	349.06
非流动负债	7.67	673.40	673.40	673.40	673.40
长期借款	0.00	636.92	636.92	636.92	636.92
其他非流动负债	7.67	36.48	36.48	36.48	36.48
负债合计	354.79	1,497	1,336	1,722	1,465
少数股东权益	0.00	130.49	150.71	150.71	150.71
股本	385.92	516.58	516.58	516.58	516.58
资本公积	82.42	1,455	1,455	1,455	1,455
留存公积	639.71	1,055	1,587	2,136	2,749
归属母公司股东权益	1,110	3,028	3,539	4,140	4,793
负债和股东权益	1,465	4,655	5,026	6,012	6,409

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	45.43	676.23	650.29	435.31	820.27
净利润	400.35	474.46	600.72	639.66	702.00
折旧摊销	31.69	86.83	87.63	97.91	109.27
财务费用	(4.72)	19.77	24.58	27.73	30.95
投资损失	(0.74)	(0.28)	(80.26)	(0.32)	(0.40)
营运资金变动	(394.15)	55.93	19.62	(327.67)	(19.55)
其他经营现金	12.99	39.54	(2.00)	(2.00)	(2.00)
投资活动现金	20.47	(892.62)	(79.83)	(84.15)	(94.76)
资本支出	2.89	89.91	80.08	84.47	95.16
长期投资	0.00	(5.00)	(80.00)	0.00	0.00
其他投资现金	23.36	(797.70)	80.26	0.32	0.40
筹资活动现金	38.40	626.61	27.70	(64.54)	(76.96)
短期借款	62.86	61.85	(3.36)	1.73	2.55
长期借款	0.00	636.92	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	130.66	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1,372	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(24.47)	(1,575)	31.06	(66.27)	(79.51)
现金净增加额	117.06	414.92	598.16	286.62	648.56

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,422	2,908	3,615	4,080	4,553
营业成本	840.25	1,999	2,563	2,877	3,240
营业税金及附加	7.20	14.57	18.11	20.44	22.81
营业费用	25.73	85.53	106.29	116.27	127.49
管理费用	32.01	108.44	134.13	146.86	159.36
财务费用	(4.72)	19.77	24.58	27.73	30.95
资产减值损失	(6.15)	(34.14)	(15.55)	(9.38)	(13.66)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.74	0.28	80.26	0.32	0.40
营业利润	472.33	554.60	707.60	752.22	824.45
营业外收入	0.08	0.26	1.31	0.48	0.53
营业外支出	8.94	1.70	8.54	6.93	6.53
利润总额	463.46	553.16	700.37	745.77	818.45
所得税	63.11	78.70	99.65	106.11	116.45
净利润	400.35	474.46	600.72	639.66	702.00
少数股东损益	0.00	21.29	20.22	0.00	0.00
归属母公司净利润	400.35	453.16	580.50	639.66	702.00
EBITDA	497.33	675.50	825.80	874.37	950.27
EPS (元, 基本)	0.78	0.88	1.12	1.24	1.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	75.24	104.57	24.32	12.84	11.61
营业利润	270.01	17.42	27.59	6.31	9.60
归属母公司净利润	322.55	13.19	28.10	10.19	9.75
获利能力 (%)					
毛利率	40.89	31.25	29.11	29.46	28.85
净利率	28.16	16.31	16.62	15.68	15.42
ROE	36.07	15.02	16.28	14.90	14.19
ROIC	39.21	15.60	19.48	18.91	20.70
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.22	32.15	26.59	28.64	22.86
净负债比率 (%)	(6.54)	7.00	(6.91)	(12.58)	(23.97)
流动比率	3.12	2.87	4.01	3.49	5.14
速动比率	1.34	1.72	2.36	2.36	3.42
营运能力					
总资产周转率	1.18	0.95	0.75	0.74	0.73
应收账款周转率	8.28	6.41	7.73	7.47	7.20
应付账款周转率	10.73	8.49	10.01	9.74	9.41
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.88	1.12	1.24	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	1.31	1.26	0.84	1.59
每股净资产(最新摊薄)	2.15	5.86	6.85	8.02	9.29
估值比率					
PE (倍)	29.96	26.47	20.66	18.75	17.09
PB (倍)	10.81	3.96	3.39	2.90	2.50
EV_EBITDA (倍)	23.97	18.28	14.40	13.27	11.53

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，梅昕、孙丹阳、沈晓峰、王莎莎，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师梅昕、孙丹阳、沈晓峰、王莎莎本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司