

青松股份(300132.SZ)

报告日期: 2021年8月27日

短期承压, 管理结构清晰化, 扩产投资进行时

——青松股份 2021 年中报点评

✎ 分析师: 马莉 S1230520070002 余剑秋 S1230520080007
☎ 联系人: 王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊
✉ 邮箱: mali@stocke.com.cn

报告导读

投资扩产叠加成本上涨, 营收同比+6%, 归母净利润同比-20%; 管理结构逐步理顺, 聚焦化妆品 ODM 业务, 深耕蓄能, 静待风来。

投资要点

□ 业绩概览: 2021H1 营收同比+6%, 2021Q2 单季度营收同比-3%

受投资扩产及原料价格上涨等因素影响, 公司 H1 业绩承压。21H1 实现营收 19.1 亿元 (+6%YOY), 归母净利润为 1.8 亿元 (-20%YOY), 毛利率为 21.6% (-5.8pp)。其中 Q2 单季度实现营收 10.6 亿元 (-3%YOY), 归母净利润为 0.9 亿元 (-37%YOY), 毛利率为 19.4% (-8.4pp), 业绩同比有所回落。

□ 扩张发展和口罩减产等影响盈利能力, 费用控制稳中有降

净利润承压, 主要系: 1) 因扩张发展需要, 21H1 核心子公司诺斯贝尔上半年招工人数大幅上升, 员工薪酬支出同比增长约 7700 万元; 2) 生产性资产投资增加, 相关资产折旧摊销同比增加约 1900 万元; 3) 国内防疫工作取得积极成效, 诺斯贝尔口罩产品逐渐减产; 4) 原材料价格上涨及化妆品新品备案速度减缓等影响, 产品毛利率同比有所下降。

H1 公司销售费用率为 1.6% (-1.3pp), 主要系本期因销售而发生的运输费用作为合同履行成本调整至营业成本所致; 管理费用率为 4.4% (-0.4pp), 或受益于报告期内公司管理结构逐步理顺; 研发费用率为 2.8% (-0.2pp), 新开发并验证新配方超过 700 个, 未来为应对化妆品监管条例新带来的影响, 提高客户黏性, 公司或将进一步加大研发投入。

□ 分产品: 化妆品业务稳步增长, 林产化学品整体企稳

公司主营林产化学品和化妆品。 1) **林产化学品:** 21H1 年实现营收 6.6 亿元 (+2%YoY), 营收占比 34.3%, 整体企稳。其中合成樟脑系列贡献营收 5.3 亿元 (+12%YOY), 其他林产化学品系列贡献营收 1.2 亿元 (-27%YOY)。但受松节油价格波动影响, 林产化学品毛利率较上年同期下降 2.2pp 至 30.2%。

2) **化妆品:** 21H1 实现营收 12.6 亿元 (+9%YoY), 占比 65.7%。其中面膜系列贡献营收 5.1 亿元 (+14.9%YOY), 护肤系列贡献营收 3.0 亿元 (+20.5%YOY), 湿巾系列贡献营收 3.6 亿元 (+32.4%YOY), 销售均同比实现较大增长。此外, 因疫情防控逐步稳定, 口罩销量回落, 无纺布及其他产品收入下降至 0.90 亿元。受主要原材料价格上涨及新品备案速度减缓等影响, 化妆品业务毛利率下降 7.4pp 至 17.1%, 利润端短期承压。

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥14.28

单季度业绩

元/股

2Q/2021

0.17

1Q/2021

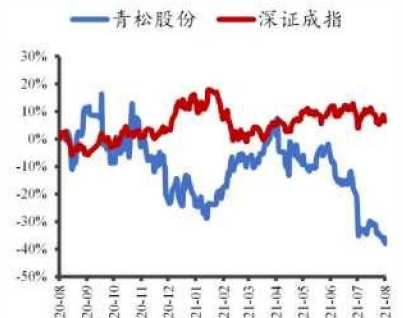
0.18

4Q/2020

0.20

3Q/2020

0.26



相关报告

- 1、《青松股份(300132): 2020 年年报及 2021 一季报点评: 业绩承诺完成, 美妆产品线呈多元化》2021.04.28
- 2、《青松股份(300132): 2020 年三季报点评: 业绩略超预告上限, 净利润增长逐季提速》2020.10.30
- 3、《青松股份(300132): 2020 年半年报点评: 推陈出新+客户拓展, 诺斯贝尔螺旋式上升之路》2020.08.27
- 4、《青松股份(300132): 事件点评: 收购诺斯贝尔剩余 10% 股份, 化妆品业务占比再提升》2020.05.06

报告撰写人: 马莉

联系人: 王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊

□ 业务聚焦产能升级，知行合一增长可期

管理结构逐渐理顺，业务聚焦有的放矢。7月22日公司原董事长兼总裁李勇离职，由诺斯贝尔总经理范展华担任公司总裁并代行董事长职责。2017年以来公司股权结构及控制权变动较为频繁，本次管理层调整，进一步明确了化妆品 ODM 业务主导地位，治理结构清晰化，展现公司长期发展信心。

积极推进研发产能建设，发力市场拓展、化妆品功效检测等环节。公司于2月新设诺斯贝尔杭州分公司，7月又分别于杭州布局化妆品检测中心、于广东落子丽研生物科技有限公司，并拟参与竞拍中山市南头镇工业用地148亩，用于建设诺斯贝尔大型产业园区。该园区计划包含生产车间、办公及研发大楼、智能仓储以及员工生活中心，预计达产后年产值可达18亿元，或将承接公司扩张需求、助益化妆品 ODM 业务长期发展。

□ 盈利预测及估值

随着松节油价格企稳，公司林产化学板块逐步回暖；化妆品业务积极扩产投资中，预计下半年业绩将迎来修复性回升。长期来看，青松股份作为国内最大的松节油深加工企业，规模效应与渠道优势共振；作为国内化妆品 ODM 龙头，积极推进新品开发和客户拓展，卡位高景气赛道。考虑到员工薪酬增加、化妆品新规等影响，我们下调盈利预测，预计2021-2023年公司净利润分别为5.03、5.78、6.78亿元（原盈利预测为5.36、6.18、6.99亿元），同比增长9%、15%、17%，对应 PE 为15、13、11倍，维持买入评级。

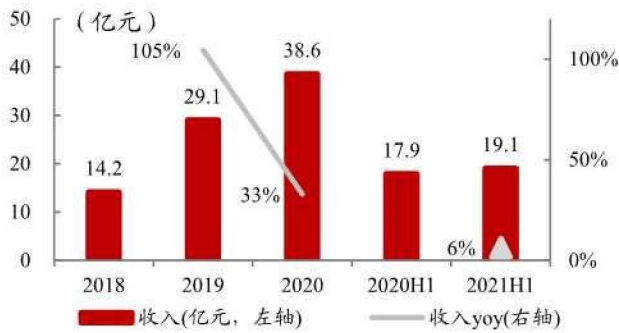
□ 风险提示

新产品上市不及预期的风险；松节油深加工业务原材料价格波动的风险；化妆品市场需求波动的风险。

财务摘要

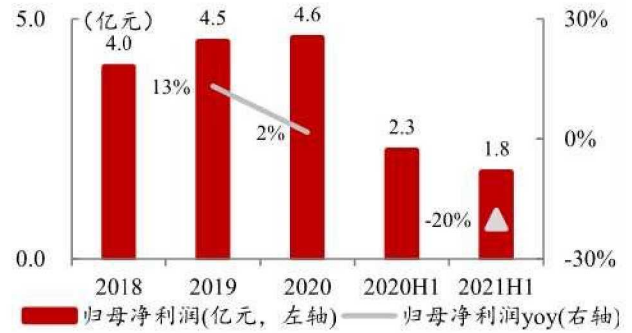
(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3865	4285	5072	5964
(+/-)	32.9%	10.9%	18.4%	17.6%
净利润	461	503	578	678
(+/-)	1.7%	9.3%	14.8%	17.3%
每股收益(元)	0.89	0.97	1.12	1.31
P/E	16	15	13	11

图 1: 2021H1 公司收入 19.1 亿元, 同比+6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 2021H1 公司归母净利润 1.8 亿元, 同比-20%



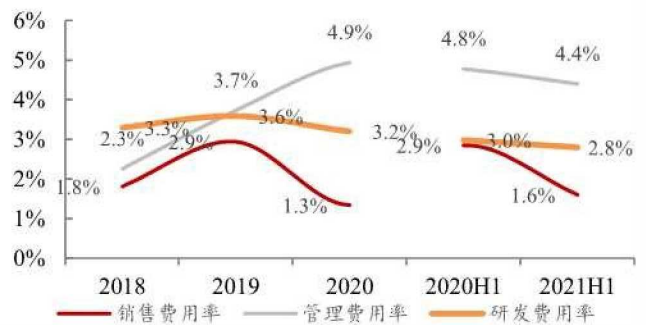
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 2021H1 公司毛利率 21.6%, 净利率 9.4%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 销售费用率 1.6%, 管理费用率 4.4%, 研发费用率 2.8%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 公司 2021Q2 主要业绩指标一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2162	3004	3345	4090	营业收入	3865	4285	5072	5964
现金	515	664	712	1296	营业成本	2873	3281	3910	4604
交易性金融资产	61	20	27	36	营业税金及附加	20	22	26	31
应收账款	672	826	1040	1169	营业费用	52	57	68	80
其它应收款	26	24	30	36	管理费用	191	189	223	262
预付账款	19	71	52	64	研发费用	124	120	142	167
存货	747	1313	1368	1381	财务费用	54	40	44	43
其他	123	87	114	108	资产减值损失	(13)	(14)	(16)	(19)
非流动资产	2465	2101	2577	2621	公允价值变动损益	1	1	1	1
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	18	6	8	11
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	14	11	13	13
固定资产	647	740	870	950	营业利润	570	607	698	821
无形资产	112	133	161	164	营业外收支	(18)	(9)	(9)	(12)
在建工程	117	123	129	131	利润总额	553	598	689	809
其他	1590	1105	1417	1375	所得税	84	86	100	119
资产总计	4627	5106	5922	6710	净利润	469	512	588	690
流动负债	1012	987	1209	1309	少数股东损益	8	9	10	12
短期借款	173	178	188	180	归属母公司净利润	461	503	578	678
应付款项	405	480	622	685	EBITDA	712	707	815	942
预收账款	0	58	64	52	EPS (最新摊薄)	0.89	0.97	1.12	1.31
其他	434	271	335	392	主要财务比率				
非流动负债	480	471	477	476		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	445	445	445	445	成长能力				
其他	35	26	33	31	营业收入	32.90%	10.89%	18.36%	17.59%
负债合计	1492	1458	1686	1784	营业利润	2.83%	6.48%	14.96%	17.56%
少数股东权益	1	10	20	32	归属母公司净利润	1.68%	9.26%	14.84%	17.25%
归属母公司股东权益	3134	3638	4216	4894	获利能力				
负债和股东权益	4627	5106	5922	6710	毛利率	25.67%	23.43%	22.92%	22.81%
					净利率	12.13%	11.96%	11.60%	11.57%
					ROE	14.64%	14.85%	14.67%	14.80%
					ROIC	12.46%	12.60%	12.56%	12.74%
					偿债能力				
					资产负债率	32.24%	28.56%	28.47%	26.59%
					净负债比率	54.73%	47.30%	42.79%	41.61%
					流动比率	2.14	3.04	2.77	3.13
					速动比率	1.40	1.71	1.64	2.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.83	0.88	0.92	0.94
					应收帐款周转率	5.72	5.98	5.79	5.75
					应付帐款周转率	7.32	7.42	7.09	7.04
					每股指标(元)				
					每股收益	0.89	0.97	1.12	1.31
					每股经营现金	1.56	0.00	1.19	1.44
					每股净资产	6.07	7.04	8.16	9.47
					估值比率				
					P/E	16.01	14.65	12.76	10.88
					P/B	2.35	2.03	1.75	1.51
					EV/EBITDA	13.98	10.45	9.06	7.24

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>