

青松股份 (300132.SZ)

短期承压，长期产业链格局有望改善

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2021 年度业绩预告, 预计实现营业收入 36-38 亿元, 同比下滑 1.68%~6.85%。其中 Q4 实现营业收入 9.35~11.35 亿元, 同比增长-15.92%~2.16%。预计 2021 年实现归母净利润约为-8.2~-9.2 亿元, 同比下滑 277.95%~299.65%, 扣非后归母净利润约为-8.24~-9.24 亿元, 同比下滑 281.74%~303.80%。其中 Q4 实现归母净利润约-9.39~-10.39 亿元, 扣非后归母净利润约为-7.61~-8.61 亿元。
- **公司利润亏损主要由于公司对商誉及诺斯贝尔长期资产计提减值准备金 8.6-9.6 亿元:** (1) 化妆品业务 (诺斯贝尔) 2021 年预计实现收入 24~26 亿元, 实现经营净利润-0.35~0 亿元, 同比均出现下滑主要由于: ① 化妆品行业整体增速下滑, 不利因素还包括化妆品新规、下游消费压力等; ② 2021 年公司积极布局化妆品业务, 员工扩招及生产线改建项目导致用工成本和长期资产折旧摊销同比增长; ③ 成本端原材料价格大幅上涨未能及时传导至下游, 致使产品毛利率出现下滑。(2) 松节油业务预计利润出现大幅下滑主要由于原材料价格上涨、市场竞争加剧, 产品毛利率下降拖累净利润。
- **盈利预测及投资建议:** 公司 2021 年以来面临如下游端消费不景气, 原材料价格上涨, 扩产扩张成本上升, 高峰限电, 化妆品新规等压力, 但公司治理结构逐步清晰、扩产项目推进顺利, 长期看化妆品 ODM 业务仍具备较大成长空间。预计公司 21-23 年归母净利润分别为-8.9 亿元、1.9 亿元、2.9 亿元, 预计 2022 年松节油、化妆品业务利润分别为 0.49 亿元、1.42 亿元, 维持对松节油深加工业务 10XPE, 化妆品业务 35XPE 的判断, 对应合理价值 10.56 元/股, 给予“增持”评级。
- **风险提示.** 松节油价格下滑; 化妆品行业景气度下降; 新品类、新品牌拓展不及预期。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,908	3,865	3,650	4,104	4,756
增长率 (%)	104.6	32.9	-5.6	12.4	15.9
EBITDA (百万元)	683	737	247	433	556
归母净利润 (百万元)	453	461	-888	191	294
增长率 (%)	13.2	1.7	-292.6	121.5	53.6
EPS (元/股)	0.88	0.89	-1.72	0.37	0.57
市盈率 (P/E)	12.57	21.06	-	22.56	14.68
ROE (%)	15.0	14.7	-39.5	7.8	10.8
EV/EBITDA	8.65	13.57	20.90	10.78	8.10

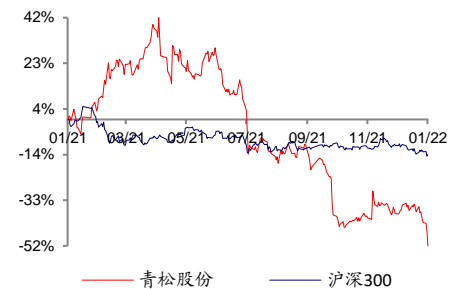
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	8.35 元
合理价值	10.56 元
前次评级	增持
报告日期	2022-01-26

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



021-38003653



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): 成本 2021-10-28
上涨业绩承压, 期待后续修复
- 青松股份 (300132.SZ): 积极 2021-08-29
布局 2H 订单旺季, 战略性扩产致利润下滑
- 青松股份 (300132.SZ): 21H1 2021-07-30
整体利润下滑, 战略性扩大员工规模

盈利预测和投资建议

我们按产品对公司业务做拆分和预测，公司主营业务分为松节油深加工业务和化妆品业务两大类，核心假设如下：

松节油深加工业务：原材料价格对松节油深加工业务收入利润影响较大，2021年松节油原料价格大幅上涨，但由于市场竞争激烈，价格效应未能向下游有效传导，严重影响了产品毛利润。根据以上分析，假设2021-2023年该业务收入增速分别为0%、6%、8%，毛利率分别为18.8%、19.7%、20.7%。同时考虑公司松节油深加工业务已发展至成熟阶段，因此假设松节油深加工业务未来3年期间费用率较为稳定，预测2021-2023年该业务净利润分别为0.24、0.49、0.83亿元。

化妆品业务：化妆品业务主体为被收购公司诺斯贝尔，诺斯贝尔为国内化妆品代工龙头企业，产能充足。过去以面膜类产品为主，近几年业务更集中于面膜、护肤、湿巾类产品。预计21-23年化妆品收入同比增长-8%、15.6%、19.4%，但由于原材料和包装材料成本上涨拖累毛利率，以及扩招导致的用工成本增加，同时考虑公司对商誉及诺斯贝尔长期资产计提减值准备金8.6-9.6亿元，预测2021-2023年该业务归母净利润分别为-9.12、1.42、2.11亿元。

表 1：核心假设与盈利预测(百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2908.1	3864.9	3650.1	4104.3	4756.4
YoY	104.6%	32.9%	-5.6%	12.4%	15.9%
(1) 松节油深加工业务					
合成樟脑、冰片等	1173.9	1048.9	1048.9	1111.8	1200.7
YoY	-6.9%	-10.7%	0.0%	6.0%	8.0%
其他系列	130.5	145.4	145.4	154.2	168.0
YoY	-18.6%	11.4%	0.0%	6.0%	9.0%
小计	1304.4	1194.3	1194.3	1265.9	1368.8
YoY	-8.2%	-8.4%	0.0%	6.0%	8.1%
毛利率	36.5%	33.1%	18.8%	19.7%	20.7%
归母净利润	262.4	195.2	24.3	48.9	82.6
YoY	-34.5%	-25.6%	-87.5%	101.1%	69.0%
(2) 化妆品业务					
面膜	834.3	991.3	1090.4	1243.0	1392.2
YoY		18.8%	10.0%	14.0%	12.0%
护肤	421.6	658.8	757.6	909.2	1118.3
YoY		56.3%	15.0%	20.0%	23.0%
湿巾	239.2	658.8	428.2	479.6	518.0
YoY		175.5%	-35.0%	12.0%	8.0%
其他	108.6	359.1	179.6	206.5	359.1
YoY		230.5%	-50.0%	15.0%	73.9%

小计	1603.7	2670.6	2455.8	2838.3	3387.6
YoY		66.5%	-8.0%	15.6%	19.4%
毛利率	27.0%	22.4%	12.3%	17.3%	19.6%
归母净利润	190.8	265.6	-911.85	142.34	211.09
YoY		39.2%	-443.3%	-115.6%	48.3%
合计归母净利润	453.2	460.8	-887.5	191.2	293.7
YoY	13.2%	1.7%	-292.6%	121.5%	53.6%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

基于以上假设，预计公司21-23年收入分别为36.5亿元、41.0亿元、47.6亿元，同比增长-5.6%、12.4%、15.9%；归母净利润分别为-8.9亿元、1.9亿元、2.9亿元，同比增长-292.6%、121.5%、53.6%。预计2022年松节油业务、化妆品业务利润分别为0.49亿元、1.42亿元，维持对松节油深加工业务10XPE，化妆品业务35XPE的判断，对应合理价值10.56元/股，给予“增持”评级。

风险提示

- 松节油价格大幅下滑；
- 化妆品景气度下降导致行业增速下滑；
- 新品类、新品牌拓展不及预期。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,362	2,162	2,888	3,502	4,272	经营活动现金流	676	806	-320	709	405
货币资金	645	515	395	1,217	1,712	净利润	474	469	-886	191	294
应收及预付	703	691	889	998	1,155	折旧摊销	87	132	151	160	160
存货	865	747	1,350	931	845	营运资金变动	60	148	-567	286	-140
其他流动资产	150	209	253	356	560	其它	55	58	982	71	91
非流动资产	2,293	2,465	1,558	1,547	1,534	投资活动现金流	-893	-343	-180	-152	-150
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-90	-337	-120	-102	-100
固定资产	571	647	381	386	401	投资变动	-804	-8	0	0	0
在建工程	87	117	106	140	177	其他	1	2	-60	-50	-50
无形资产	138	112	102	102	102	筹资活动现金流	627	-579	381	266	239
其他长期资产	1,497	1,590	970	920	855	银行借款	1,018	488	427	334	327
资产总计	4,655	4,627	4,446	5,050	5,806	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	823	1,012	1,317	1,430	1,593	其他	-391	-1,067	-46	-68	-88
短期借款	212	173	200	234	261	现金净增加额	415	-130	-119	822	494
应付及预收	451	405	682	739	840	期初现金余额	230	645	515	395	1,217
其他流动负债	161	434	435	456	492	期末现金余额	645	515	395	1,217	1,712
非流动负债	673	480	880	1,180	1,480						
长期借款	637	445	845	1,145	1,445						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	36	35	35	35	35						
负债合计	1,497	1,492	2,197	2,609	3,072						
股本	517	517	517	517	517						
资本公积	1,455	1,162	1,162	1,162	1,162						
留存收益	1,055	1,446	558	749	1,043						
归属母公司股东权	3,028	3,134	2,247	2,438	2,732						
少数股东权益	130	1	2	2	2						
负债和股东权益	4,655	4,627	4,446	5,050	5,806						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,908	3,865	3,650	4,104	4,756
营业成本	1,999	2,873	3,123	3,364	3,810
营业税金及附加	15	20	19	21	25
销售费用	86	52	73	74	88
管理费用	108	191	223	240	281
研发费用	104	124	117	131	157
财务费用	20	54	37	51	54
资产减值损失	-34	-13	-930	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	18	0	0	0
营业利润	555	570	-871	228	349
营业外收支	-1	-18	-6	-3	-3
利润总额	553	553	-877	225	346
所得税	79	84	9	34	52
净利润	474	469	-886	191	294
少数股东损益	21	8	2	0	0
归属母公司净利润	453	461	-888	191	294
EBITDA	683	737	247	433	556
EPS (元)	0.88	0.89	-1.72	0.37	0.57

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	104.6%	32.9%	-5.6%	12.4%	15.9%
营业利润增长	17.4%	2.8%	-252.8%	126.2%	52.9%
归母净利润增长	13.2%	1.7%	-292.6%	121.5%	53.6%
获利能力					
毛利率	31.2%	25.7%	14.4%	18.0%	19.9%
净利率	16.3%	12.1%	-24.3%	4.7%	6.2%
ROE	15.0%	14.7%	-39.5%	7.8%	10.8%
ROIC	12.7%	13.0%	2.8%	5.8%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	32.1%	32.2%	49.4%	51.7%	52.9%
净负债比率	47.4%	47.6%	97.7%	106.9%	112.4%
流动比率	2.87	2.14	2.19	2.45	2.68
速动比率	1.79	1.38	1.14	1.77	2.12
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.84	0.82	0.81	0.82
应收账款周转率	4.28	5.76	4.28	4.28	4.28
存货周转率	3.36	5.17	2.70	4.41	5.63
每股指标 (元)					
每股收益	0.88	0.89	-1.72	0.37	0.57
每股经营现金流	1.31	1.56	-0.62	1.37	0.78
每股净资产	5.86	6.07	4.35	4.72	5.29
估值比率					
P/E	12.57	21.06	-	22.56	14.68
P/B	1.88	3.10	1.92	1.77	1.58
EV/EBITDA	8.65	13.57	20.90	10.78	8.10

广发批零与社会服务行业研究小组

- 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。
- 嵇文欣：资深分析师，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。
- 张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
- 高鸿：高级分析师，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：高级研究员，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：高级研究员，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：高级研究员，美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：研究助理，武汉大学金融硕士，2021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	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
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。