

青松股份 (300132.SZ) 中性 (下调评级)

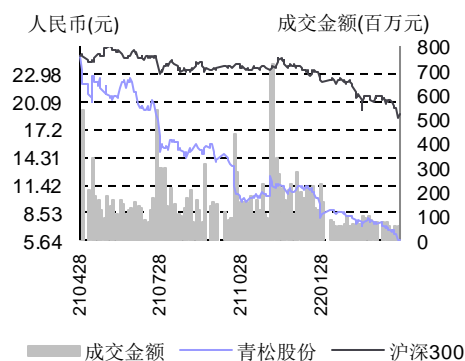
公司点评

市场价格 (人民币): 5.80 元

营收降幅扩大、盈利待改善

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.17
已上市流通 A 股(亿股)	4.74
总市值(亿元)	29.96
年内股价最高最低(元)	24.77/5.64
沪深 300 指数	3896
创业板指	2269



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,865	3,693	3,903	4,114	4,291
营业收入增长率	32.90%	-4.44%	5.67%	5.41%	4.30%
归母净利润(百万元)	461	-912	126	176	252
归母净利润增长率	1.68%	-297.85%	N/A	40.16%	43.25%
摊薄每股收益(元)	0.892	-1.765	0.243	0.341	0.488
每股经营性现金流净额	1.56	0.09	1.01	0.89	1.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.70%	-42.69%	5.72%	7.65%	10.28%
P/E	21.06	-6.40	23.86	17.02	11.88
P/B	3.10	2.73	1.37	1.30	1.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4.28 公告 22Q1 营收 6.87 亿元、-19.7%，净亏损 6119.6 万元、扣非净亏损 6052.1 万元。

经营分析

- 22Q1 营收降幅扩大、盈利待改善。**受化妆品新规趋影响，21Q2 以来收入增长不及预期，叠加原材料成本上涨、新产能爬坡折旧摊销增多拖累净利。21Q3 出现亏损，22Q1 营收降幅扩大、亏损收窄。21Q1/21Q2/21Q3/21Q4/22Q1 营收同比 +20.7%/-2.9%/-21.3%/-7.5%/-19.7%，归母净利 0.9/0.9/-0.6/-10.3/-0.6 亿元。22Q1 毛利率 5.29% (-19PCT)，销售费率 2% (-0.01PCT)，管理费率 7.2% (+2PCT)。22Q1 存货周转 105 天 (+7 天)，应收账款周转 62 天 (+7 天)。
- 诺斯贝尔计提商誉减值致 21 年首现亏损。**21 年营收 36.93 亿元、-4.44%，净亏损 9.12 亿元、扣非净亏损 9.15 亿元，同比转亏。21 年亏损主要系对诺斯贝尔计提 9.13 亿元商誉减值。
- 21 年化妆品代工收入 25.1 亿元、-6.05%，主要受湿巾及口罩等防疫相关产品减少，面膜及护肤增长平稳，面膜/护肤/湿巾/其他（主要为口罩）营收同比 +3.4%/+10.4%/-10.9%/-53.1%；毛利率 10.44% (-11.92PCT)，主要为 1) 原材料涨价未良好传导；2) 前期扩产产能利用率较低、折旧摊销及租金成本增加。子公司诺斯贝尔净亏损 5489.6 万元。
- 松节油深加工营收 11.8 亿元、-0.87%，毛利率 18.5% (-14.6PCT)，主要系原料松节油价格年内高位窄幅震荡。青松化工 21 年净利润 2619 万元。
- 21 年毛利率 13% (-12.7PCT)，销售费率 1.6% (-0.3PCT)，管理费率 5% (+0.1PCT)；存货周转 101 天 (+0.2 天)、应收账款周转 68 天 (+5 天)。

投资建议

- 化妆品新规下公司客户出现短期调整、原料成本上行、新增产能尚处爬坡，下调 22-23 年盈利预测 78%/74%，新增 24 年预测，预计 22~24 年归母净利为 1.3/1.8/2.5 亿元，对应 22~24 年 PE 24/17/12 倍，下调至“中性”评级。

风险提示

- 订单拓展不及预期；原材料涨价；存货、应收账款周转放缓。

相关报告

- 《化妆品新规短空长多，Q2 调整、期待后续修复-青松股份 1H21...》，2021.8.30
- 《诺斯贝尔创始人代行董事长，对公司管控加强-青松股份点评报告》，2021.7.23
- 《诺斯贝尔成长靓丽，化工拖累持续减弱-青松股份 20 年及 21Q1...》，2021.4.29

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

蔡昕好 联系人
caixy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,908	3,865	3,693	3,903	4,114	4,291
增长率		32.9%	-4.4%	5.7%	5.4%	4.3%
主营业务成本	-1,999	-2,873	-3,213	-3,243	-3,355	-3,413
%销售收入	68.8%	74.3%	87.0%	83.1%	81.6%	79.5%
毛利	909	992	480	660	759	877
%销售收入	31.2%	25.7%	13.0%	16.9%	18.4%	20.5%
营业税金及附加	-15	-20	-18	-20	-21	-21
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-86	-52	-59	-62	-66	-69
%销售收入	2.9%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-108	-191	-185	-195	-206	-215
%销售收入	3.7%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	-104	-124	-124	-156	-173	-193
%销售收入	3.6%	3.2%	3.4%	4.0%	4.2%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	596	606	94	227	294	380
%销售收入	20.5%	15.7%	2.6%	5.8%	7.1%	8.9%
财务费用	-20	-54	-48	-79	-87	-83
%销售收入	0.7%	1.4%	1.3%	2.0%	2.1%	1.9%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	1	0	0	0
投资收益	0	18	0	0	0	0
%税前利润	0.1%	3.3%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	555	570	-907	148	207	297
营业利润率	19.1%	14.8%	n.a	3.8%	5.0%	6.9%
营业外收支	-1	-18	-9	0	0	0
税前利润	553	553	-916	148	207	297
利润率	19.0%	14.3%	n.a	3.8%	5.0%	6.9%
所得税	-79	-84	3	-22	-31	-44
所得税率	14.2%	15.1%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	474	469	-912	126	176	252
少数股东损益	21	8	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	453	461	-912	126	176	252
净利率	15.6%	11.9%	n.a	3.2%	4.3%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	474	469	-912	126	176	252
少数股东损益	21	8	-1	0	0	0
非现金支出	124	146	1,187	165	181	197
非经营收益	18	43	26	94	102	99
营运资金变动	60	148	-256	138	2	-29
经营活动现金净流	676	806	44	522	460	519
资本开支	-90	-337	-376	-173	-180	-190
投资	-804	-8	-50	-100	0	0
其他	1	2	2	0	0	0
投资活动现金净流	-893	-343	-425	-273	-180	-190
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	700	-35	619	85	-51	-91
其他	-73	-544	-178	-158	-172	-199
筹资活动现金净流	627	-579	441	-73	-223	-290
现金净流量	415	-130	57	176	57	39

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	645	515	574	709	736	753
应收款项	770	762	772	787	830	866
存货	865	747	1,059	977	965	982
其他流动资产	82	138	224	217	217	218
流动资产	2,362	2,162	2,629	2,690	2,748	2,819
%总资产	50.7%	46.7%	57.3%	57.7%	58.3%	59.0%
长期投资	0	0	10	10	10	10
固定资产	659	763	774	765	745	722
%总资产	14.1%	16.5%	16.9%	16.4%	15.8%	15.1%
无形资产	1,608	1,649	896	931	959	983
非流动资产	2,293	2,465	1,962	1,970	1,969	1,962
%总资产	49.3%	53.3%	42.7%	42.3%	41.7%	41.0%
资产总计	4,655	4,627	4,591	4,660	4,718	4,781
短期借款	214	372	851	957	906	815
应付款项	421	431	584	614	635	647
其他流动负债	188	209	198	133	144	157
流动负债	823	1,012	1,633	1,704	1,685	1,619
长期贷款	637	445	632	632	632	632
其他长期负债	36	35	190	130	100	78
负债	1,497	1,492	2,455	2,466	2,417	2,329
普通股股东权益	3,028	3,134	2,135	2,195	2,300	2,451
其中：股本	517	517	517	517	517	517
未分配利润	944	1,321	316	392	497	648
少数股东权益	130	1	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,655	4,627	4,591	4,660	4,718	4,781

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.877	0.892	-1.765	0.243	0.341	0.488
每股净资产	5.862	6.068	4.134	4.248	4.453	4.746
每股经营现金净流	1.309	1.560	0.086	1.011	0.891	1.006
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.097	0.136	0.195
回报率						
净资产收益率	14.97%	14.70%	-42.69%	5.72%	7.65%	10.28%
总资产收益率	9.73%	9.96%	-19.86%	2.69%	3.73%	5.27%
投入资本收益率	12.68%	12.94%	2.58%	5.06%	6.47%	8.24%
增长率						
主营业务收入增长率	104.57%	32.90%	-4.44%	5.67%	5.41%	4.30%
EBIT增长率	26.88%	1.67%	-84.42%	140.14%	29.72%	29.24%
净利润增长率	13.19%	1.68%	#####	N/A	40.16%	43.25%
总资产增长率	217.83%	-0.61%	-0.78%	1.52%	1.22%	1.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.9	63.8	68.5	68.0	68.0	68.0
存货周转天数	131.5	102.4	102.6	110.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	43.0	49.9	54.7	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	71.7	61.1	73.2	66.5	59.5	53.4
偿债能力						
净负债/股东权益	6.51%	7.69%	37.86%	35.54%	30.51%	24.21%
EBIT利息保障倍数	30.1	11.2	1.9	2.9	3.4	4.6
资产负债率	32.15%	32.24%	53.48%	52.91%	51.24%	48.72%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	5	7	36
增持	2	6	10	15	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.75	1.67	1.68	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-05-08	增持	16.29	N/A
2	2021-02-25	买入	18.22	16.90 ~ 30.00
3	2021-04-29	买入	24.99	N/A
4	2021-07-23	买入	18.91	N/A
5	2021-08-30	买入	14.28	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402