

# 青松股份 (300132)

## 2021 年报&2022Q1 点评: 短期业绩暂时承压, 期待业务逐步改善

买入 (维持)

2022 年 05 月 03 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 宋小雯

执业证书: S0600121070062

songxw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,693	3,871	4,290	4,784
同比	-4%	5%	11%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	-912	198	243	309
同比	-298%	122%	23%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-1.76	0.38	0.47	0.60
P/E (现价&最新股本摊薄)	-3.38	15.59	12.69	10.00

### 投资要点

- 2022Q1 营收同比下降, 短期盈利承压:** 2021 年公司实现营业收入 36.93 亿元 (同比-4.44%), 归母净利-9.12 亿元 (同比-297.85%), 扣非归母净利-9.15 亿元 (同比-301.82%)。2021 年归母净利润下降较多, 主要系对与诺斯贝尔相关的商誉计提归属于母公司的商誉减值准备 9.13 亿元。2022Q1 公司实现营业收入 6.87 亿元 (同比-19.67%), 归母净利-0.61 亿元 (同比-167.17%), 扣非归母净利-0.61 亿元 (-167.15%)。
- 疫情叠加原材料价格上涨使得毛利率有所下降, 费用率相对稳定:** 2021 年公司毛利率为 13.01%, 同比下降 12.66pct, 主要系原材料涨价压力未能完全传导、产能扩张带来折旧摊销、人工成本增加等。2021 年公司销售/管理/研发费用率分别同比提升+0.26pct/+0.07pct/+0.16pct, 费用率相对平稳。2021 年公司销售净利率为-24.7%, 同比下降 36.83pct。
- 疫情和口罩销售等影响下化妆品代工营收有所下降, 面膜和护肤品类保持增长。** 2021 年子公司诺斯贝尔全年实现营业收入 25.09 亿元 (同比下降-6.03%), 毛利率为 10.44% (同比-11.91pct)。化妆品业务营收下降, 主要系疫情波动和新规影响以及口罩销售同比减少。分品类看, 面膜/护肤/湿巾/其他系列实现营业收入 10.25/7.27/5.89/1.68 亿元, 分别同比变化+3.37%/+10.36%/-10.89%/-53.14%。2021 年公司化妆品各品类的产能利用率均低于 40%, 若未来疫情及原材料价格有所缓和, 产能释放空间仍较大。
- 松节油深加工业务受原材料价格影响, 毛利率暂时承压:** 2021 年松节油深加工业务实现营业收入 11.84 亿元 (同比下降-0.87%), 毛利率为 18.45% (同比-14.64pct)。松节油深加工业务毛利率同比下降, 主要系主要原材料松节油价格上涨。截至 2021 年底, 公司合成樟脑系列设计产能为 43260 吨, 产能利用率为 84.78%。
- 盈利预测与投资评级:** 行业整体短期承压, 但未来市场竞争格局有望优化。新增 2024 年预测, 考虑疫情和原材料价格的可能影响, 我们将 2022-2023 年归母净利润从 5.99/6.96 亿元下调至 1.98/2.43 亿元, 预计 2024 年归母净利润为 3.09 亿元, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 16x、13x、10x, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料采购及价格波动, 疫情影响消费, 市场竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	5.97
一年最低/最高价	5.64/22.98
市净率(倍)	1.49
流通 A 股市值(百万元)	2,829.20
总市值(百万元)	3,083.99

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.02
资产负债率(% ,LF)	54.08
总股本(百万股)	516.58
流通 A 股(百万股)	473.90

### 相关研究

《青松股份(300132): 2021 年中报点评: 化妆品业绩短暂无承压, 看好新规下龙头地位稳固》

2021-08-30

## 青松股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,629</b>	<b>2,711</b>	<b>2,905</b>	<b>3,173</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,693</b>	<b>3,871</b>	<b>4,290</b>	<b>4,784</b>
货币资金及交易性金融资产	675	618	580	586	营业成本(含金融类)	3,213	3,224	3,561	3,938
经营性应收款项	767	791	877	978	税金及附加	18	15	17	19
存货	1,059	1,148	1,268	1,402	销售费用	59	60	62	65
合同资产	0	0	0	0	管理费用	185	174	180	191
其他流动资产	128	153	180	207	研发费用	124	116	137	164
<b>非流动资产</b>	<b>1,962</b>	<b>2,015</b>	<b>2,073</b>	<b>2,135</b>	财务费用	48	59	60	61
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	15	17	19
固定资产及使用权资产	934	891	848	804	投资净收益	0	2	2	2
在建工程	34	34	34	34	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	221	226	231	236	减值损失	-966	0	0	0
商誉	453	453	453	453	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	223	224	225	226	<b>营业利润</b>	<b>-907</b>	<b>239</b>	<b>292</b>	<b>368</b>
其他非流动资产	97	187	282	382	营业外净收支	-9	-7	-7	-7
<b>资产总计</b>	<b>4,591</b>	<b>4,726</b>	<b>4,977</b>	<b>5,308</b>	<b>利润总额</b>	<b>-916</b>	<b>232</b>	<b>285</b>	<b>361</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,633</b>	<b>1,641</b>	<b>1,719</b>	<b>1,811</b>	减:所得税	-3	34	42	53
短期借款及一年内到期的非流动负债	851	851	851	851	<b>净利润</b>	<b>-912</b>	<b>198</b>	<b>243</b>	<b>308</b>
经营性应付款项	559	561	619	685	减:少数股东损益	-1	0	0	0
合同负债	96	97	107	118	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-912</b>	<b>198</b>	<b>243</b>	<b>309</b>
其他流动负债	127	132	142	157	每股收益-最新股本摊薄(元)	-1.76	0.38	0.47	0.60
非流动负债	822	822	822	822	EBIT	74	281	332	408
长期借款	632	632	632	632	EBITDA	295	363	411	481
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.01	16.70	17.00	17.70
租赁负债	151	151	151	151	归母净利率(%)	-24.68	5.11	5.66	6.45
其他非流动负债	39	39	39	39	收入增长率(%)	-4.44	4.81	10.83	11.52
<b>负债合计</b>	<b>2,455</b>	<b>2,463</b>	<b>2,541</b>	<b>2,633</b>	归母净利润增长率(%)	-297.85	121.70	22.82	26.98
归属母公司股东权益	2,135	2,263	2,436	2,675					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,135</b>	<b>2,263</b>	<b>2,436</b>	<b>2,675</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,591</b>	<b>4,726</b>	<b>4,977</b>	<b>5,308</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	44	223	241	285	每股净资产(元)	4.13	4.38	4.72	5.18
投资活动现金流	-425	-141	-141	-141	最新发行在外股份(百万股)	517	517	517	517
筹资活动现金流	441	-138	-138	-138	ROIC(%)	1.92	6.25	7.12	8.30
现金净增加额	57	-56	-38	6	ROE-摊薄(%)	-42.69	8.74	9.97	11.53
折旧和摊销	220	83	78	74	资产负债率(%)	53.48	52.11	51.06	49.61
资本开支	-376	-42	-42	-42	P/E(现价&最新股本摊薄)	-3.38	15.59	12.69	10.00
营运资本变动	-275	-111	-137	-158	P/B(现价)	1.44	1.36	1.27	1.15

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

