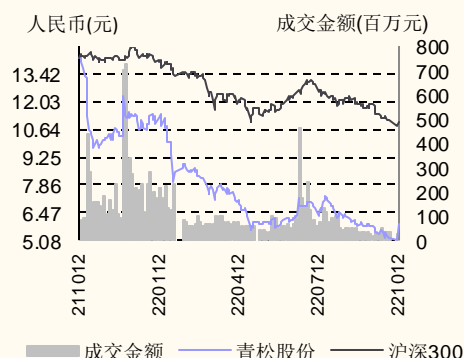


市场价格 (人民币): 5.87 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.17
已上市流通 A 股(亿股)	4.92
总市值(亿元)	30.32
年内股价最高最低(元)	14.25/5.08
沪深 300 指数	3784
创业板指	2343



## 相关报告

1. 《营收降幅扩大、盈利待改善-青松股份点评》，2022.4.28

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

## 拟定增解决实控人缺席问题，期待业绩拐点

## 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	3,224	3,528	3,789
营业收入增长率	32.90%	-4.44%	-12.70%	9.41%	7.42%
归母净利润(百万元)	461	-912	-175	173	245
归母净利润增长率	1.68%	-297.85%	-80.81%	N/A	41.89%
摊薄每股收益(元)	0.892	-1.765	-0.339	0.335	0.475
每股经营性现金流净额	1.56	0.09	0.53	1.22	1.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.70%	-42.69%	-9.00%	8.30%	10.76%
P/E	21.06	-6.40	-17.33	17.55	12.37
P/B	3.10	2.73	1.56	1.46	1.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 10.11 公司公告拟向林世达先生定向发行 0.72-1.01 亿股公司股票，发行价格 4.45 元/股，募集资金 3.2-4.5 亿元、扣除发行费用后全部用于补充流动资金和偿还银行贷款。

## 经营分析

- 拟定增解决实控人缺席问题、治理结构望逐步理顺。**林世达现任公司董事、兼任子公司诺斯贝尔（化妆品业务主体）董事长，其 100% 控股的香港诺斯贝尔直接持有公司 9.17% 股份，为公司第一大股东。本次发行完成后，林世达先生所持股份占总股本的比例为 12.22%-16.37%，成为公司控股股东/实际控制人。控股股东/实际控制人的明确，一方面有助于公司逐步理顺治理结构，另一方面林世达 2004 年创立并担任诺斯贝尔董事长，行业资源与经验丰富，有利于助推公司向聚焦化妆品的战略转型。
- 聚焦化妆品主业，拟剥离松节油深加工业务。**9 月 28 日公告拟转让从事松节油深加工业务的两家全资子公司（青松化工/香港龙晟）100% 股权。供给端竞争加剧+需求端增长乏力，行业景气度回落明显，公司松节油深加工业务量价均有所承压，1H22 收入 4.54 亿元、同降 30.8%，营业利润-7087.56 万元、同降 149.57%，毛利率 9.12% (-21.08PCT)。
- 多重因素叠加致化妆品业务短期承压，长期看公司化妆品 ODM 龙头地位仍稳固，未来需求复苏下有望迎来边际好转。**化妆品业务受累于原材料价格持续上涨、新扩产能在化妆品新规下利好不及预期、成本摊销增多，叠加化妆品订单疲软/湿巾出口量价双降，业绩承压。1H22 化妆品收入 9.57 亿元、同降 23.7%，营业利润-1.18 亿元、同降 263%；Q3 原料成本压力有所缓解，化妆品订单表现平稳，预计业绩端仍有压力，但环比有望逐步改善。

## 投资建议

- 考虑到短期业绩仍有承压，下调 22 年盈利预测，预计 22-24 年归母净利润-1.75/1.73/2.45 亿元，对应 23 年 PE 18 倍。实控人缺席问题解决、拟剥离松节油深加工业务聚焦化妆品主业，公司治理理顺、期待业绩拐点，上调至“增持”评级。

## 风险提示

- 订单拓展不及预期；原材料价格波动；存货、应收账款周转放缓。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,908</b>	<b>3,865</b>	<b>3,693</b>	<b>3,224</b>	<b>3,528</b>	<b>3,789</b>	货币资金	645	515	574	631	617	655
增长率		32.9%	-4.4%	-12.7%	9.4%	7.4%	应收款项	770	762	772	651	683	702
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,999</b>	<b>-2,873</b>	<b>-3,213</b>	<b>-2,949</b>	<b>-2,838</b>	<b>-2,982</b>	存货	865	747	1,059	889	793	833
%销售收入	68.8%	74.3%	87.0%	91.5%	80.5%	78.7%	其他流动资产	82	138	224	215	215	216
<b>毛利</b>	<b>909</b>	<b>992</b>	<b>480</b>	<b>275</b>	<b>689</b>	<b>807</b>	流动资产	2,362	2,162	2,629	2,386	2,308	2,406
%销售收入	31.2%	25.7%	13.0%	8.5%	19.5%	21.3%	%总资产	50.7%	46.7%	57.3%	55.8%	54.9%	55.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-15</b>	<b>-20</b>	<b>-18</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>	长期投资	0	0	10	10	10	10
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	659	763	774	765	755	742
<b>销售费用</b>	<b>-86</b>	<b>-52</b>	<b>-59</b>	<b>-53</b>	<b>-56</b>	<b>-61</b>	%总资产	14.1%	16.5%	16.9%	17.9%	17.9%	17.2%
%销售收入	2.9%	1.3%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%	无形资产	1,608	1,649	896	931	959	983
<b>管理费用</b>	<b>-108</b>	<b>-191</b>	<b>-185</b>	<b>-193</b>	<b>-176</b>	<b>-189</b>	非流动资产	2,293	2,465	1,962	1,890	1,899	1,902
%销售收入	3.7%	4.9%	5.0%	6.0%	5.0%	5.0%	%总资产	49.3%	53.3%	42.7%	44.2%	45.1%	44.1%
<b>研发费用</b>	<b>-104</b>	<b>-124</b>	<b>-124</b>	<b>-129</b>	<b>-141</b>	<b>-171</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,655</b>	<b>4,627</b>	<b>4,591</b>	<b>4,276</b>	<b>4,207</b>	<b>4,308</b>
%销售收入	3.6%	3.2%	3.4%	4.0%	4.0%	4.5%	短期借款	214	372	851	1,035	754	638
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>596</b>	<b>606</b>	<b>94</b>	<b>-117</b>	<b>300</b>	<b>370</b>	应付款项	421	431	584	478	538	565
%销售收入	20.5%	15.7%	2.6%	n.a	8.5%	9.8%	其他流动负债	188	209	198	77	121	136
<b>财务费用</b>	<b>-20</b>	<b>-54</b>	<b>-48</b>	<b>-89</b>	<b>-96</b>	<b>-81</b>	流动负债	823	1,012	1,633	1,590	1,413	1,339
%销售收入	0.7%	1.4%	1.3%	2.8%	2.7%	2.1%	长期贷款	637	445	632	632	632	632
<b>资产减值损失</b>	<b>-37</b>	<b>-14</b>	<b>-966</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	36	35	190	110	80	58
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>1,497</b>	<b>1,492</b>	<b>2,455</b>	<b>2,332</b>	<b>2,125</b>	<b>2,029</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,028</b>	<b>3,134</b>	<b>2,135</b>	<b>1,944</b>	<b>2,083</b>	<b>2,279</b>
%税前利润	0.1%	3.3%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	517	517	517	517	517	517
<b>营业利润</b>	<b>555</b>	<b>570</b>	<b>-907</b>	<b>-206</b>	<b>203</b>	<b>288</b>	未分配利润	944	1,321	316	141	280	476
营业利润率	19.1%	14.8%	n.a	n.a	5.8%	7.6%	少数股东权益	130	1	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>-18</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,655</b>	<b>4,627</b>	<b>4,591</b>	<b>4,276</b>	<b>4,207</b>	<b>4,308</b>
<b>税前利润</b>	<b>553</b>	<b>553</b>	<b>-916</b>	<b>-206</b>	<b>203</b>	<b>288</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	19.0%	14.3%	n.a	n.a	5.8%	7.6%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>-79</b>	<b>-84</b>	<b>3</b>	<b>31</b>	<b>-30</b>	<b>-43</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.2%	15.1%	n.a	n.a	15.0%	15.0%	每股收益	0.877	0.892	-1.765	-0.339	0.335	0.475
<b>净利润</b>	<b>474</b>	<b>469</b>	<b>-912</b>	<b>-175</b>	<b>173</b>	<b>245</b>	每股净资产	5.862	6.068	4.134	3.764	4.031	4.411
少数股东损益	21	8	-1	0	0	0	每股经营现金净流	1.309	1.560	0.086	0.534	1.221	1.005
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>453</b>	<b>461</b>	<b>-912</b>	<b>-175</b>	<b>173</b>	<b>245</b>	每股股利	0.135	0.180	0.000	0.000	0.067	0.095
净利率	15.6%	11.9%	n.a	n.a	4.9%	6.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	14.97%	14.70%	-42.69%	-9.00%	8.30%	10.76%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	9.73%	9.96%	-19.86%	-4.09%	4.11%	5.69%
<b>净利润</b>	<b>474</b>	<b>469</b>	<b>-912</b>	<b>-175</b>	<b>173</b>	<b>245</b>	投入资本收益率	12.68%	12.94%	2.58%	-2.76%	7.34%	8.85%
少数股东损益	21	8	-1	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>124</b>	<b>146</b>	<b>1,187</b>	<b>165</b>	<b>181</b>	<b>197</b>	主营业务收入增长率	104.57%	32.90%	-4.44%	-12.70%	9.41%	7.42%
非经营收益	18	43	26	113	109	94	EBIT增长率	26.88%	1.67%	-84.42%	-224.09%	-355.9%	23.39%
<b>营运资金变动</b>	<b>60</b>	<b>148</b>	<b>-256</b>	<b>173</b>	<b>168</b>	<b>-18</b>	净利润增长率	13.19%	1.68%	-297.8%	-80.81%	N/A	41.89%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>676</b>	<b>806</b>	<b>44</b>	<b>276</b>	<b>631</b>	<b>519</b>	总资产增长率	217.83%	-0.61%	-0.78%	-6.85%	-1.61%	2.39%
<b>资本开支</b>	<b>-90</b>	<b>-337</b>	<b>-376</b>	<b>-123</b>	<b>-190</b>	<b>-200</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-804</b>	<b>-8</b>	<b>-50</b>	<b>-100</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	53.9	63.8	68.5	68.0	65.0	62.0
其他	1	2	2	0	0	0	存货周转天数	131.5	102.4	102.6	110.0	102.0	102.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-893</b>	<b>-343</b>	<b>-425</b>	<b>-223</b>	<b>-190</b>	<b>-200</b>	应付账款周转天数	43.0	49.9	54.7	55.0	65.0	65.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	71.7	61.1	73.2	80.5	69.4	60.5
<b>债权募资</b>	<b>700</b>	<b>-35</b>	<b>619</b>	<b>163</b>	<b>-281</b>	<b>-117</b>	<b>偿债能力</b>						
其他	-73	-544	-178	-117	-144	-143	净负债/股东权益	6.51%	7.69%	37.86%	48.11%	32.10%	22.57%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>627</b>	<b>-579</b>	<b>441</b>	<b>46</b>	<b>-424</b>	<b>-260</b>	EBIT利息保障倍数	30.1	11.2	1.9	-1.3	3.1	4.6
<b>现金净流量</b>	<b>415</b>	<b>-130</b>	<b>57</b>	<b>98</b>	<b>16</b>	<b>59</b>	资产负债率	32.15%	32.24%	53.48%	54.53%	50.50%	47.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	5	10	13	28
增持	0	4	10	14	2
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.44	1.57	1.57	1.19

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。

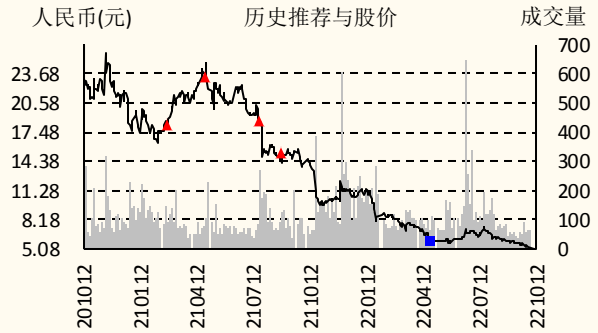
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-02-25	买入	18.22	16.90 ~ 30.00
2	2021-04-29	买入	24.99	N/A
3	2021-07-23	买入	18.91	N/A
4	2021-08-30	买入	14.28	N/A
5	2022-04-28	中性	5.80	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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**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