

青松股份 (300132.SZ)

发布定增预案，治理结构有望进一步改善

核心观点：

- 事件：**公司发布公告，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。本次发行完成后，林世达先生所持股份占公司总股本的比例为 12.22%-16.37%，成为公司第一大股东，林世达先生的一致行动人香港诺斯贝尔成为公司第二大股东，第三大股东吉安广佳已承诺在本次发行完成后放弃向公司提名、推荐任何董事人选，第四大股东范展华、第五大股东广东维雅已于 2018 年放弃向公司提名、推荐任何董事人选，第六大及之后的股东持股比例不足 1%，则本次发行完成后，林世达先生将成为上市公司控股股东、实际控制人。
- 点评：**(1) 本次定增完成后，诺斯贝尔林总将成为实控人，公司管理层方面的历史遗留问题得以解决，治理结构更加清晰，有利于为公司经营发展带来更多资源，提升公司在化妆品领域的竞争优势；(2) 此外，公司制定战略发展规划，将主要资源向化妆品、大消费业务方向聚焦，于 2022 年 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，未来公司将全面发力化妆品代工业务，有望实现更大发展。
- 盈利预测和投资建议：**去年下半年以来化妆品行业增速有所放缓，但整体还是体现出较强的抗风险属性，预计低谷过后景气度将不断恢复。诺斯贝尔作为化妆品代工龙头，在产能、人力、客户合作方面都有明显优势，且对化妆品新规已经非常适应，未来随着经济恢复、产业链格局改善，业绩有望逐步改善，预计公司 22-24 年实现归母净利润-1.0、1.5、2.2 亿元，给予公司 23 年 30 倍 PE，对应合理价值 8.81 元/股，维持“增持”评级。
- 风险提示：**定增募资进度不及预期；化妆品行业景气度下降；新品类、新客户拓展不及预期。

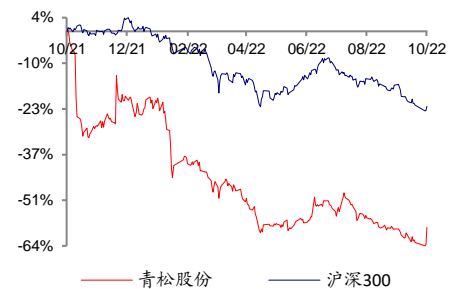
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,865	3,693	3,198	3,573	3,635
增长率 (%)	32.9	-4.4	-13.4	11.7	1.8
EBITDA (百万元)	737	315	-63	25	154
归母净利润 (百万元)	461	-912	-101	152	221
增长率 (%)	1.7	-	-	-	45.7
EPS (元/股)	0.89	-1.76	-0.20	0.29	0.43
市盈率 (x)	21.06	-	-	19.99	13.72
ROE (%)	14.7	-42.7	-5.0	6.9	9.2
EV/EBITDA (x)	13.57	21.89	-	161.23	26.07

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	5.87 元
合理价值	8.81 元
前次评级	增持
报告日期	2022-10-13

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) :短 2022-01-26
期承压，长期产业链格局有望改善

青松股份 (300132.SZ) :成 2021-10-28
本上涨业绩承压，期待后续修复

联系人：王薇 021-38003648

gzwangw@gf.com.cn

一、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，且22年9月28日公司公告拟转让从事松节油深加工业务的全资子公司，未来可能不再从事这一业务，预计22-24年该业务收入增速分别为-16.5%、0%、-20%，毛利率分别为9.1%、10.0%、10.0%。

化妆品业务：化妆品业务主体为子公司诺斯贝尔，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，近几年业务持续拓展至护肤、湿巾等品类。去年下半年以来化妆品行业增速有所放缓，但整体还是体现出较强的抗风险属性，低谷过后景气度将不断恢复，预计22-24年公司化妆品收入同比增速分别为-11.9%、16.9%、10.1%，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，预计22年毛利率降至3.3%，之后持续修复。

表 1：核心假设与盈利预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3862.3	3693.2	3198.2	3572.5	3635.5
YoY		-4.4%	-13.4%	11.7%	1.8%
毛利率	25.68%	13.01%	5.08%	8.72%	12.02%
(1) 松节油深加工业务					
合成樟脑、冰片等	1048.9	1085.2	889.8	889.8	711.9
YoY		3.5%	-18.0%	0.0%	-20.0%
其他系列	145.4	98.7	98.7	98.7	79.0
YoY		-32.1%	0.0%	0.0%	-20.0%
小计	1194.3	1183.9	988.6	988.6	790.9
YoY		-0.9%	-16.5%	0.0%	-20.0%
毛利率	33.1%	18.5%	9.1%	10.0%	10.0%
(2) 化妆品业务					
面膜	991.3	1024.7	901.7	991.9	1111.0
YoY		3.4%	-12.0%	10.0%	12.0%
护肤	658.8	727.1	727.1	799.8	919.8
YoY		10.4%	0.0%	10.0%	15.0%
湿巾	658.8	589.3	412.5	433.1	454.8
YoY		-10.6%	-30.0%	5.0%	5.0%
其他	359.1	168.3	168.3	359.1	359.1
YoY		-53.1%	0.0%	113.4%	0.0%
小计	2668.0	2509.3	2209.6	2583.9	2844.6
YoY		-5.9%	-11.9%	16.9%	10.1%
毛利率	22.4%	10.4%	3.3%	8.2%	12.6%

归母净利润	460.8	-911.7	-101.2	151.7	221.0
YoY		-297.8%	88.9%	249.9%	45.7%

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22-24年收入分别为32.0亿元、35.7亿元、36.4亿元，同比增速为-13.4%、11.7%、1.8%；归母净利润分别为-1.0亿元、1.5亿元、2.2亿元，同比增速为88.9%、249.9%、45.7%。估值方面，由于公司松节油深加工业务占比较小、利润率较低，且计划后续剥离这一业务，故将公司作为专门的化妆品代工公司去看待较为合理，考虑化妆品行业较强的抗风险属性和长期发展空间，以及诺斯贝尔作为化妆品代工龙头的领先地位，给予公司23年30倍PE，对应合理价值8.81元/股，维持“增持”评级。

表 2：可比公司盈利预测与估值（截至2022年10月12日）

股票代码	公司名称	归母净利润 YoY			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603605.SH	珀莱雅	21.0%	27.9%	26.6%	72.7	65.9	52.1
688363.SH	华熙生物	21.2%	31.9%	32.2%	95.3	59.5	45.0
300957.SZ	贝泰妮	58.8%	39.4%	34.7%	94.4	57.6	42.7
192820.KS	科丝美诗	206.0%	36.0%	-5.0%	11.9	8.8	9.2

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（注：A股上市公司采用Wind一致预期，海外上市公司采用彭博一致预期）

二、风险提示

（一）定增募资进度不及预期

根据公司公告，本次林世达先生将采取现金认购方式获得公司股票，资金总额3.2-4.5亿元，数额较大，若出现资金周转问题，可能影响定增实际执行进度，不利于公司长期发展。

（二）化妆品行业景气度下降

诺斯贝尔从事化妆品代工业务，若宏观经济低迷影响消费需求、化妆品行业景气度下降，将对公司业绩产生负面影响。

（三）新品类、新客户拓展不及预期

过去诺斯贝尔的代工品类以面膜为主，近年来扩展更多护肤细分品类，若扩展过程中出现产能、工艺等问题，将不利于公司开辟更多客户合作机会，影响公司未来发展。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,162	2,629	2,484	2,384	2,440	经营活动现金流	806	44	258	-7	92
货币资金	515	574	666	486	523	净利润	469	-912	-101	152	221
应收及预付	691	726	629	701	713	折旧摊销	132	220	181	150	130
存货	747	1,059	998	902	710	营运资金变动	148	-256	273	-21	-34
其他流动资产	209	270	191	294	494	其它	58	992	-95	-287	-225
非流动资产	2,465	1,962	1,956	2,166	2,316	投资活动现金流	-343	-425	-73	-17	-1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-337	-376	-65	-59	-33
固定资产	647	740	474	624	714	投资变动	-8	-50	50	0	0
在建工程	117	34	24	34	44	其他	2	2	-58	42	32
无形资产	112	221	201	191	181	筹资活动现金流	-579	441	-93	-156	-54
其他长期资产	1,590	967	1,257	1,317	1,377	银行借款	488	1,153	-36	-100	0
资产总计	4,627	4,591	4,440	4,549	4,756	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	1,012	1,633	1,383	1,341	1,327	其他	-1,067	-712	-57	-56	-54
短期借款	173	436	200	100	100	现金净增加额	-130	57	92	-180	37
应付及预收	405	559	577	620	608	期初现金余额	645	515	574	666	486
其他流动负债	434	638	606	621	619	期末现金余额	515	571	666	486	523
非流动负债	480	822	1,022	1,022	1,022						
长期借款	445	632	832	832	832						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	35	190	190	190	190						
负债合计	1,492	2,455	2,405	2,363	2,349						
股本	517	517	517	517	517						
资本公积	1,162	1,162	1,162	1,162	1,162						
留存收益	1,446	441	340	491	712						
归属母公司股东权益	3,134	2,135	2,034	2,186	2,407						
少数股东权益	1	0	0	0	0						
负债和股东权益	4,627	4,591	4,440	4,549	4,756						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,865	3,693	3,198	3,573	3,635
营业成本	2,873	3,213	3,036	3,261	3,198
营业税金及附加	20	18	13	15	15
销售费用	52	59	64	68	67
管理费用	191	185	201	218	211
研发费用	124	124	128	136	120
财务费用	54	48	44	43	43
资产减值损失	-13	-964	150	340	280
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资净收益	18	0	2	2	2
营业利润	570	-907	-124	184	272
营业外收支	-18	-9	1	1	-3
利润总额	553	-916	-123	185	269
所得税	84	-3	-22	33	49
净利润	469	-912	-101	152	221
少数股东损益	8	-1	0	0	0
归属母公司净利润	461	-912	-101	152	221
EBITDA	737	315	-63	25	154
EPS (元)	0.89	-1.76	-0.20	0.29	0.43

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	32.9%	-4.4%	-13.4%	11.7%	1.8%
营业利润增长	2.8%	-259.0%	86.4%	248.9%	48.0%
归母净利润增长	1.7%	-297.8%	88.9%	249.9%	45.7%
获利能力					
毛利率	25.7%	13.0%	5.1%	8.7%	12.0%
净利率	12.1%	-24.7%	-3.2%	4.2%	6.1%
ROE	14.7%	-42.7%	-5.0%	6.9%	9.2%
ROIC	13.0%	2.5%	-5.5%	-2.8%	0.5%
偿债能力					
资产负债率	32.2%	53.5%	54.2%	51.9%	49.4%
净负债比率	47.6%	115.0%	118.2%	108.1%	97.6%
流动比率	2.14	1.61	1.80	1.78	1.84
速动比率	1.38	0.95	1.06	1.09	1.29
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.80	0.72	0.79	0.76
应收账款周转率	5.76	5.17	5.21	5.21	5.21
存货周转率	5.17	3.49	3.20	3.96	5.12
每股指标 (元)					
每股收益	0.89	-1.76	-0.20	0.29	0.43
每股经营现金流	1.56	0.09	0.50	-0.01	0.18
每股净资产	6.07	4.13	3.94	4.23	4.66
估值比率					
P/E	21.06	-	-	19.99	13.72
P/B	3.10	2.73	1.49	1.39	1.26
EV/EBITDA	13.57	21.89	-	161.23	26.07

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。
- 李旭东：高级分析师，复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：高级分析师，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。
- 王薇：高级研究员，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 童嘉伟：研究员，伦敦大学学院计算金融硕士，2022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。