

短期不利因素导致毛利率下滑，业绩持续承压

2023 年 05 月 04 日

事件: 22 年公司实现营收 29.17 亿元/yoy-21.01%，归母净利润-7.42 亿元/yoy+18.56%，扣非归母净利润 7.59 亿元/yoy+17.05%，其中 Q4 营收 7.75 亿元/yoy-24.63%，归母净利润-0.85 亿元/yoy-91.72%，扣非归母净利润-0.96 亿元/yoy-90.67%。23 年 Q1 公司实现营收 3.97 亿元/-42.22%，归母净利润-0.48 亿元/yoy+21.69%，扣非归母净利润-0.50 亿元/yoy+17.85%。

受宏观经济及行业环境影响，化妆品业务业绩下滑: 1) **分产品看**，22 年化妆品业务实现收入 20.90 亿元/yoy-16.72%，占总营收比重 71.63%/+3.69pct；22 年林产化学品实现收入 8.28 亿元/yoy-30.09%，占总营收比重 28.37%/-3.69pct。化妆品业务业绩下滑主要因素有：1)受宏观经济及行业环境影响，面膜和护肤品消费需求受到抑制，2)海外市场对湿巾产品需求减弱，加上海运价格维持高位，导致湿巾出口订单大幅下滑，且部分湿巾生产后海外客户暂缓提货暂未确认收入。2) **产能方面**，截至 22 年末，公司化妆品业务中面膜系列产能 22.11 亿片，产能利用率 32.14%；湿巾系列产能 273.67 亿片，产能利用率 18.69%；护肤品系列产能 2.99 亿支/100ml，产能利用率 28.34%；公司松节油深加工业务中合成樟脑系列产能 4.33 万吨，产能利用率 81.26%，主要系受 ODM 模式影响，设备共用难度大，淡旺季影响大，产能扩建后新增产能短期未能释放，导致产能利用率不足。

短期不利因素导致化妆品业务毛利率下降。 1) **毛利率方面**，2022 年公司整体毛利率水平下降至 5.66%，同比-7.35pct。2022 年化妆品/林产化学品毛利率分别为 4.92%/7.54%，同比-5.52/-10.91pct。2) **费率方面**，2022 销售/管理/研发费用率 1.53%/6.74%/4.17%，同比-0.06/+1.73/+0.81pct；23Q1 销售/管理/研发费用率 2.96%/9.65%/4.18%，同比+0.96/+2.45/+0.32pct。3) **净利率方面**，22 年公司实现净利率-25.41%，同比-24.70pct；23Q1 公司实现净利率-12.03%，同比-3.16pct。公司内外部多重短暂不利因素导致化妆品业务毛利率持续下降。包括 2021 年生产线改扩建项目建成投产，导致 2022 年折旧摊销进一步增加，而产品销售未有大幅提升，使得 2022 年单位成本进一步提升；受大宗商品价格上涨、部分供应链紧张等影响，2022 年公司部分原材料的采购价格继续上涨，导致单位成本上涨。

投资建议: 随着化妆品下游格局的变化，以及产品备案数量的增加，公司订单有望改善。此外，化妆品行业监管趋严以及市场竞争加剧，公司凭借龙头优势，份额有望提升。预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 0.28/0.70/1.23 亿元，yoy+103.8%/147.8%/75.7%，23-25 年对应 PE 为 108/44/25x，维持“推荐”评级。

风险提示: 定增进展不及预期，化妆品行业需求下滑。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2917	2732	2902	3552
增长率 (%)	-21.0	-6.3	6.2	22.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	-742	28	70	123
增长率 (%)	18.6	103.8	147.8	75.7
每股收益 (元)	-1.44	0.05	0.14	0.24
PE	-	108	44	25
PB	2.2	2.2	2.1	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
5.89 元

分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书: S0100522100001

邮箱: xiehuixin@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书: S0100122070036

邮箱: liuyanjing@mszq.com

相关研究

1.青松股份 (300132.SZ) 深度报告: 聚焦化妆品代工业务, 产品矩阵完善期待产能释放-2022/11/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2917	2732	2902	3552
营业成本	2752	2324	2457	3005
营业税金及附加	10	5	5	6
销售费用	45	41	44	53
管理费用	197	178	189	195
研发费用	122	115	96	117
EBIT	-230	89	128	191
财务费用	37	25	22	26
资产减值损失	-576	-26	-27	-28
投资收益	12	0	0	0
营业利润	-797	37	79	136
营业外收支	-6	-9	-3	-3
利润总额	-802	28	76	133
所得税	-61	0	6	11
净利润	-741	28	70	123
归属于母公司净利润	-742	28	70	123
EBITDA	13	386	503	562

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	715	607	254	308
应收账款及票据	522	496	527	645
预付款项	14	12	13	15
存货	422	700	740	906
其他流动资产	441	176	187	227
流动资产合计	2114	1991	1720	2102
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	445	459	478	462
无形资产	205	209	214	217
非流动资产合计	1080	1077	1053	1076
资产合计	3195	3068	2774	3178
短期借款	235	235	335	585
应付账款及票据	451	371	392	480
其他流动负债	510	434	259	315
流动负债合计	1196	1040	985	1379
长期借款	454	454	154	54
其他长期负债	164	166	155	142
非流动负债合计	618	620	309	196
负债合计	1813	1659	1294	1575
股本	517	517	517	517
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	1381	1409	1480	1602
负债和股东权益合计	3195	3068	2774	3178

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-21.01	-6.34	6.21	22.37
EBIT 增长率	-409.16	138.71	44.14	48.86
净利润增长率	18.56	103.80	147.76	75.67
盈利能力 (%)				
毛利率	5.66	14.95	15.36	15.38
净利润率	-25.45	1.03	2.41	3.46
总资产收益率 ROA	-23.24	0.92	2.52	3.86
净资产收益率 ROE	-53.82	2.00	4.73	7.67
偿债能力				
流动比率	1.77	1.92	1.75	1.52
速动比率	1.40	1.23	0.98	0.85
现金比率	0.60	0.58	0.26	0.22
资产负债率 (%)	56.76	54.08	46.66	49.58
经营效率				
应收账款周转天数	65.36	66.47	66.47	66.47
存货周转天数	55.93	110.00	110.00	110.00
总资产周转率	0.75	0.87	0.99	1.19
每股指标 (元)				
每股收益	-1.44	0.05	0.14	0.24
每股净资产	2.67	2.72	2.86	3.10
每股经营现金流	0.66	0.72	0.89	0.72
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	108	44	25
PB	2.2	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	272.54	8.90	6.73	6.17
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-741	28	70	123
折旧和摊销	243	297	375	371
营运资金变动	297	-20	-49	-185
经营活动现金流	341	373	461	373
资本开支	-70	-273	-323	-356
投资	108	0	0	0
投资活动现金流	41	-269	-323	-356
股权募资	1	0	1	0
债务募资	-252	-122	-389	150
筹资活动现金流	-360	-212	-491	37
现金净流量	42	-108	-353	54

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026