

经营稳中向好，品类扩张战略有序推进

松霖科技(603992)

耐用消费品/可选消费品

—公司更新报告

评级:

增持

上次评级:

增持

目标价格:

24.71

上次预测:

19.77

当前价格:

19.87

刘佳昆(分析师)	毛宇翔(分析师)
021-38038184	021-38038672
liujiakun029641@gtjas.com	maoyuxiang029547@gtjas.com
登记编号 S0880524040004	S0880524080013

本报告导读:

营收表现稳健，剔除股份支付费用后利润表现优异，海外产能建设稳步推进。

投资要点:

- 调整盈利预期，维持“增持”评级。**由于海外客户需求偏弱，叠加国内医美健康客户技术路线迭代，公司业绩表现略低于预期，考虑公司经营近况，我们下调公司盈利预期，预计公司 2024-2026 年 EPS 为 1.01/1.26/1.41 元（2024-2025 年原值为 1.27/1.48 元），参考行业可比公司，给予公司 2025 年 19.6X PE，对应目标价 24.71 元，维持“增持”评级。
- 营收保持稳健，利润率有所改善。**2024 年前三季度公司实现营收 21.92 亿元，同比-0.09%，实现归属母公司股东净利润 3.21 亿元，同比+5.39%。分季度看，公司毛利率均保持稳定，利润波动主要来自费用端及汇兑受益影响，2024 年由于股份支付费用增加，压制利润表现，实际盈利表现优于表现。公司前两个季度在基数偏低的影响下利润实现亮眼增长，单三季度受汇兑影响利润出现下滑。
- 多品类齐头并进。**1) 厨卫品类：深耕客户提份额，淋浴、厨房龙头品类份额仍低。顺应客户新采购趋势，切入整组产品，创新空间大。2) 智能马桶：全资控股倍杰特后向 IDM 转型，强调技术创新/研发投入，实现与科勒、摩恩的合作协同。3) 美容健康：24 年开拓欧美市场，美容花洒和美容仪为主要增长点，亦布局口腔/头发/皮肤护理，走高附加值路线。2023 年重点战略梳理，以场景重新划分事业部，同时分离产品层和制造层，强调模块化与专业化，加速 IDM 硬件平台经济企业转型。
- 积极推进海外产能建设，提振供应链稳健性。**公司当前核心产品为厨卫品类，海外市场以欧洲地区的国际品牌为主，美国地区营收占整体收入比例 20%+，主要由国内地区工厂出货，总体风险敞口有限。此外，公司积极推进海外产能建设，以应对国际贸易形式的不确定性。公司越南基地计划分期建设，一期工厂预计在 2025 年投产，有望覆盖对美大部分订单，多元化供应链布局有望逐步提高公司供应链稳健性。
- 风险提示：**海外需求低于预期，行业竞争加剧等。

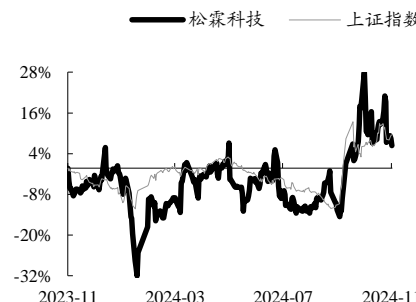
交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.85-23.47
总市值 (百万元)	8,490
总股本/流通 A 股 (百万股)	427/420
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益 (百万元)	2,733
每股净资产 (元)	6.40
市净率 (现价)	3.1
净负债率	-37.04%

52周股价走势图



升幅(%)

	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	14%	17%
相对指数	-3%	-8%	3%

相关报告

品类迭代提振需求，细分赛道仍具成长性
2023.12.18

财务摘要 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,181	2,983	3,411	3,976	4,483
(+/-)%	6.8%	-6.2%	14.3%	16.6%	12.8%
净利润 (归母)	261	352	430	539	604
(+/-)%	-13.3%	34.9%	21.9%	25.5%	12.0%
每股净收益 (元)	0.61	0.82	1.01	1.26	1.41
净资产收益率(%)	12.0%	13.7%	15.0%	15.9%	15.1%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	32.50	24.09	19.75	15.74	14.05

请务必阅读正文之后的免责条款部分

财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,104	904	755	973	1,296	营业总收入	3,181	2,983	3,411	3,976	4,483
交易性金融资产	416	729	729	729	729	营业成本	2,201	1,939	2,203	2,552	2,869
应收账款及票据	569	613	650	747	834	税金及附加	24	31	30	35	42
存货	369	314	384	408	425	销售费用	160	119	136	158	178
其他流动资产	53	73	94	106	116	管理费用	255	260	280	318	359
流动资产合计	2,511	2,632	2,611	2,963	3,400	研发费用	192	204	211	239	269
长期投资	4	3	4	5	6	EBIT	353	405	514	639	738
固定资产	1,123	997	1,138	1,282	1,427	其他收益	23	19	25	28	31
在建工程	111	172	350	510	654	公允价值变动收益	2	-29	0	0	0
无形资产及商誉	352	313	365	417	470	投资收益	-57	7	0	2	2
其他非流动资产	315	136	154	171	188	财务费用	-40	-6	28	29	30
非流动资产合计	1,906	1,620	2,011	2,386	2,745	减值损失	-35	-56	-58	-58	-58
总资产	4,417	4,252	4,622	5,348	6,146	资产处置损益	15	0	2	2	2
短期借款	39	45	65	85	105	营业利润	336	380	492	618	713
应付账款及票据	589	512	631	731	822	营业外收支	-16	-2	-6	-8	-5
一年内到期的非流动负债	22	8	0	0	0	所得税	35	-13	58	73	85
其他流动负债	287	435	383	444	498	净利润	286	391	428	537	623
流动负债合计	937	1,000	1,080	1,261	1,426	少数股东损益	24	39	-2	-3	18
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	261	352	430	539	604
应付债券	574	595	595	595	595						
租赁债券	154	27	36	44	53	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	374	58	55	55	55	ROE(摊薄,%)	12.0%	13.7%	15.0%	15.9%	15.1%
非流动负债合计	1,102	681	686	695	704	ROA(%)	6.8%	9.0%	9.6%	10.8%	10.8%
总负债	2,039	1,681	1,766	1,956	2,130	ROIC(%)	9.9%	12.9%	12.7%	13.6%	13.6%
实收资本(或股本)	401	408	408	408	408	销售毛利率(%)	30.8%	35.0%	35.4%	35.8%	36.0%
其他归母股东权益	1,774	2,164	2,450	2,990	3,594	EBIT Margin(%)	11.1%	13.6%	15.1%	16.1%	16.5%
归属母公司股东权益	2,175	2,572	2,858	3,398	4,002	销售净利率(%)	9.0%	13.1%	12.5%	13.5%	13.9%
少数股东权益	203	0	-2	-5	14	资产负债率(%)	46.2%	39.5%	38.2%	36.6%	34.7%
股东权益合计	2,378	2,572	2,856	3,393	4,016	存货周转率(次)	4.9	5.7	6.3	6.4	6.9
总负债及总权益	4,417	4,252	4,622	5,348	6,146	应收账款周转率(次)	5.3	5.5	5.6	5.7	5.7
						总资产周转率(次)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
						净利润现金含量	2.4	1.4	1.2	1.4	1.4
现金流量表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资本支出/收入	6.6%	5.0%	15.1%	13.0%	11.5%
经营活动现金流	615	477	528	740	843	EV/EBITDA	11.01	12.24	13.33	10.69	9.00
投资活动现金流	-668	-287	-525	-522	-519	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.50	24.09	19.75	15.74	14.05
筹资活动现金流	550	-388	-168	0	-1	P/B(现价)	3.90	3.30	2.97	2.50	2.12
汇率变动影响及其他	30	9	17	0	0	P/S(现价)	2.67	2.85	2.52	2.16	1.91
现金净增加额	528	-188	-149	218	323	EPS-最新股本摊薄(元)	0.61	0.82	1.01	1.26	1.41
折旧与摊销	184	171	126	140	156	DPS-最新股本摊薄(元)	0.07	0.42	0.44	0.00	0.00
营运资本变动	70	-153	-116	-28	-25	股息率(现价,%)	0.4%	2.1%	2.2%	0.0%	0.0%
资本性支出	-210	-149	-515	-517	-514						

数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

表 1: 可比公司估值比较 (元)

股票代码	公司名称	收盘价 20241207	EPS (单位: 元)			PE			PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E
002790.SZ	瑞尔特	8.10	0.45	0.54	0.64	18.0	14.9	12.7	1.54
001322.SZ	箭牌家居	8.47	0.26	0.35	0.43	32.9	24.2	19.5	1.59
平均值			0.4	0.4	0.5	25.4	19.6	16.1	1.57

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 谨慎增持 相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 减持 相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	行业投资评级	增持 明显强于沪深 300 指数 中性 基本与沪深 300 指数持平 减持 明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		