

松霖科技 (603992)

证券研究报告
2024年09月04日

聚焦主业，外销稳健，中期分红强化价值

公司发布 2024 年半年度报告

24Q2 收入 7.7 亿，同比-3%；归母净利润 1.1 亿，同比+43.2%；扣非归母净利 1 亿，同比+10%；

24H1 收入 14.5 亿，同比+3.8%；归母净利润 2.2 亿，同比+83.7%；扣非归母净利 2.1 亿，同比+53.7%。

我们预计收入承压主要系内需疲软，业绩增长主要系：1) 公司于 23Q3 剥离了亏损的“松霖·家”业务。2) 公司坚持品类导向，拥抱老客户、积极开拓新客户，公司国外业务实现稳健增长，受国内宏观经济影响，国内业务有所下滑，整体主营业务表现稳中有进。

分区域，24H1 内销收入 3.85 亿，同比-18.98%；外销收入 10.63 亿，同比+15.5%；我们预计内需受到国内地产环境及内需低迷影响，海外市场补库拉动、需求具备韧性；

分产品，24H1 厨卫业务收入 12.7 亿，同比+6.0%，美容健康业务收入 1.4 亿，同比-0.4%；我们预计厨卫国内业务或受到内销经营环境影响，外销增长稳健，美容健康业务或受到国内“射频类美容仪未取得第三类医疗器械注册证不得生产、进口及销售”的政策影响。

公司 2024 年中期拟分红 1.1 亿元（含税），现金分红比例为 49.79%，中期高分红回馈股东。

深耕厨卫、产品升级，积极拓展美健细分单品

公司深耕厨卫品类，把握消费者对厨卫健康单品或厨卫健康空间的新型消费需求，对花洒、龙头、智能马桶等领域进行全新升级；此外，美容花洒、面盆技术、智能温控直饮、智能龙头、多功能浴室柜等高性能、更高附加值创新单品持续推出，有利于获得更高的毛利率。

美容健康方面持续推进技术创新，24H1 进一步拓展脸部护理的家用皮肤护理技术、口腔护理的日常口腔深度清洁和检测技术、头部护理的头皮头发养护和检测技术、皮肤检测的光谱透视技术等实现方式和应用场景；在共享厨卫客户资源外持续拓展全球知名美容仪器、个护健康等客户资源，24H1 新项目的转化数量和新客户的开发均取得一定的进展。

越南工厂稳步建设，供应链风险可控

公司越南基地目前处于厂房建设阶段，预计 25H2 投产。越南工厂的产品线规划是以生产塑胶类底层制造为主的产品，并配备龙头、智能马桶、软管等产品的装配线，目标市场为欧洲、北美、日本等国际品牌客户。我们预计投产后或将有效规避关税风险，保障经营安全。

毛利率稳健，剥离松霖家优化利润结构

24Q2 毛利率 35.2%，同比+0.3pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.0%/9.4%/7.6%/-1.3%，分别同比-1.2pct/+1.2pct/+1.4pct/+1.1pct，归母净利率 14.3%，同比+4.6pct。

公司毛利率表现稳健，未受金属材料价格波动影响（厨卫龙头收入占比较低）；此外积极采取套保对冲汇率风险，FOB 有效转嫁海运费上涨影响，整体费用率表现平稳，盈利能力提升主要系剥离亏损的松霖家业务。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司以“IDM 硬件隐形冠军孵化平台”战略为导向，聚焦主业优化利润结构。根据 24 年中期报告，考虑国内消费环境疲软，且美容健康业务受政策短期扰动，我们预计 24-26 年归母净利分别为 4.7/5.6/6.6 亿元（前值分别

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.09 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	407.99
流通 A 股股本(百万股)	401.01
A 股总市值(百万元)	6,972.52
流通 A 股市值(百万元)	6,853.32
每股净资产(元)	6.62
资产负债率(%)	34.60
一年内最高/最低(元)	20.69/12.27

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《松霖科技-年报点评报告:积极拓展美健领域细分单品类》 2024-05-07
- 《松霖科技-公司点评:24Q1 超预期,深化 IDM 战略》 2024-04-03
- 《松霖科技-首次覆盖报告:厨卫+美容健康双引擎驱动,聚焦 IDM 赋能产品升级》 2024-01-22

为 4.90/5.98/7.21 亿元), 对应 PE 分别为 15/12/11X。

风险提示: 原材料价格波动风险; 汇率波动风险; 新品推出不及预期风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,180.53	2,983.42	3,245.66	3,744.52	4,374.72
增长率(%)	6.84	(6.20)	8.79	15.37	16.83
EBITDA(百万元)	646.02	782.76	563.29	621.35	734.77
归属母公司净利润(百万元)	261.14	352.49	468.17	558.08	662.01
增长率(%)	(13.33)	34.98	32.82	19.20	18.62
EPS(元/股)	0.64	0.86	1.15	1.37	1.62
市盈率(P/E)	26.61	19.71	14.84	12.45	10.50
市净率(P/B)	3.19	2.70	2.05	1.86	1.68
市销率(P/S)	2.18	2.33	2.14	1.86	1.59
EV/EBITDA	8.10	8.02	8.62	7.09	5.82

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,104.24	903.58	1,723.64	2,295.29	2,488.07
应收票据及应收账款	568.86	612.81	642.84	615.77	854.66
预付账款	9.48	5.42	14.31	7.45	17.19
存货	368.95	314.08	489.02	437.95	645.62
其他	459.49	795.98	770.94	780.34	793.77
流动资产合计	2,511.03	2,631.86	3,640.75	4,136.80	4,799.30
长期股权投资	4.09	3.05	3.05	3.05	3.05
固定资产	1,123.11	996.56	1,028.67	1,051.23	1,055.05
在建工程	111.20	172.27	139.36	131.62	108.97
无形资产	270.07	230.37	219.59	208.81	198.04
其他	397.57	218.07	360.95	281.31	257.46
非流动资产合计	1,906.04	1,620.32	1,751.63	1,676.02	1,622.56
资产总计	4,417.06	4,252.19	5,392.38	5,812.82	6,421.87
短期借款	38.54	45.47	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	589.50	511.84	688.82	705.28	916.09
其他	308.92	442.71	348.10	381.79	402.04
流动负债合计	936.96	1,000.02	1,056.92	1,107.07	1,338.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	573.72	595.44	589.41	592.43	592.43
其他	528.09	85.11	345.74	319.64	250.16
非流动负债合计	1,101.81	680.55	935.15	912.07	842.59
负债合计	2,038.78	1,680.58	1,992.07	2,019.15	2,180.72
少数股东权益	203.09	0.00	9.55	50.24	94.16
股本	401.01	407.99	407.99	407.99	407.99
资本公积	686.09	962.02	1,424.74	1,424.74	1,424.74
留存收益	1,742.64	2,192.33	2,982.77	3,335.45	3,739.00
其他	(654.54)	(990.73)	(1,424.74)	(1,424.74)	(1,424.74)
股东权益合计	2,378.29	2,571.61	3,400.31	3,793.67	4,241.15
负债和股东权益总计	4,417.06	4,252.19	5,392.38	5,812.82	6,421.87

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	285.44	391.09	468.17	558.08	662.01
折旧摊销	141.95	151.53	71.58	75.97	79.60
财务费用	4.02	11.28	(10.10)	(34.66)	(42.01)
投资损失	55.40	(7.26)	(0.05)	16.65	3.26
营运资金变动	425.06	(508.33)	(2.36)	183.79	(282.74)
其它	(296.38)	438.46	9.55	40.68	43.92
经营活动现金流	615.50	476.77	536.79	840.52	464.04
资本支出	9.06	462.61	(200.63)	106.09	119.48
长期投资	0.71	(1.04)	0.00	0.00	0.00
其他	(677.68)	(748.10)	140.68	(202.74)	(172.74)
投资活动现金流	(667.91)	(286.53)	(59.95)	(96.65)	(53.26)
债权融资	633.80	648.62	630.76	629.29	627.73
股权融资	(242.00)	228.88	501.53	34.66	42.01
其他	158.27	(1,265.48)	(789.07)	(836.16)	(887.74)
筹资活动现金流	550.07	(387.98)	343.22	(172.22)	(218.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	497.66	(197.74)	820.06	571.65	192.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,180.53	2,983.42	3,245.66	3,744.52	4,374.72
营业成本	2,201.40	1,938.50	2,107.08	2,434.69	2,843.57
营业税金及附加	23.84	31.18	29.12	36.36	36.75
销售费用	159.77	118.74	126.91	146.04	169.74
管理费用	255.14	260.31	288.86	329.52	380.60
研发费用	192.22	203.53	233.69	274.47	323.73
财务费用	(39.75)	(6.24)	(10.10)	(34.66)	(42.01)
资产/信用减值损失	(40.08)	(44.03)	(31.67)	(38.59)	(38.10)
公允价值变动收益	1.61	(28.64)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(56.83)	6.82	0.05	(16.65)	(3.26)
其他	147.08	123.74	(0.10)	33.30	6.52
营业利润	336.13	379.50	501.82	580.04	697.18
营业外收入	2.95	0.96	1.89	29.00	29.00
营业外支出	18.85	2.58	7.71	9.71	6.67
利润总额	320.23	377.88	495.99	599.33	719.52
所得税	34.78	(13.21)	18.27	0.56	13.59
净利润	285.44	391.09	477.73	598.76	705.93
少数股东损益	24.30	38.60	9.55	40.68	43.92
归属于母公司净利润	261.14	352.49	468.17	558.08	662.01
每股收益(元)	0.64	0.86	1.15	1.37	1.62

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	6.84%	-6.20%	8.79%	15.37%	16.83%
营业利润	-6.20%	12.90%	32.23%	15.59%	20.20%
归属于母公司净利润	-13.33%	34.98%	32.82%	19.20%	18.62%
获利能力					
毛利率	30.79%	35.02%	35.08%	34.98%	35.00%
净利率	8.21%	11.81%	14.42%	14.90%	15.13%
ROE	12.01%	13.71%	13.81%	14.91%	15.96%
ROIC	17.66%	32.84%	32.61%	41.91%	53.57%
偿债能力					
资产负债率	46.16%	39.52%	36.94%	34.74%	33.96%
净负债率	-19.78%	-9.91%	-32.14%	-43.92%	-43.86%
流动比率	2.68	2.63	3.44	3.74	3.59
速动比率	2.29	2.32	2.98	3.34	3.10
营运能力					
应收账款周转率	5.10	5.05	5.17	5.95	5.95
存货周转率	7.07	8.74	8.08	8.08	8.07
总资产周转率	0.75	0.69	0.67	0.67	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.64	0.86	1.15	1.37	1.62
每股经营现金流	1.51	1.17	1.32	2.06	1.14
每股净资产	5.33	6.30	8.31	9.18	10.16
估值比率					
市盈率	26.61	19.71	14.84	12.45	10.50
市净率	3.19	2.70	2.05	1.86	1.68
EV/EBITDA	8.10	8.02	8.62	7.09	5.82
EV/EBIT	9.96	9.56	9.88	8.08	6.53

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com