

# 松霖科技 (603992)

证券研究报告

2024年04月03日

## 24Q1 超预期，深化 IDM 战略

### 公司发布 2023 年业绩快报及 2024 年第一季度业绩公告

24Q1 预计实现归母净利润 1.03-1.23 亿元，同增 135.66%-181.42%；预计实现扣非归母净利润 0.95-1.15 亿元，同增 138.74%-189.00%，公司深化“IDM 硬件平台战略”，坚持高质量发展，以品类为导向，拥抱老客户，开拓新客户，厨卫健康品类及美容健康品类稳步增长，进一步优化产品结构，持续推动精益运营，超额完成净目标。

根据公司业绩快报，23Q4 公司实现收入 7.89 亿元，同增 13.6%；归母净利润 0.49 亿元，同增 52.7%；扣非归母净利润 0.67 亿元，同增 127.8%；

根据公司业绩快报，23 年公司实现收入 29.83 亿元，同比-6.2%；归母净利润 3.53 亿元，同增 35.3%；扣非归母净利润 3.57 亿元，同增 24.3%，业绩高增主要系 23Q3 公司剥离“松霖·家”业务。

### 美容业务高增，健康厨卫盈利能力提升

公司战略定位于打造“IDM 硬件品类冠军孵化平台”，以厨卫产品为主，基于产品“绿色、智能、健康”的特点以及底层“技术、制造”共享，稳步拓展美容健康和新兴智能健康品类。

23 年公司美容健康业务发展势头迅猛，收入增长 79%，其中美容健康收入主要来自美容花洒和美容仪，伴随健发仪、脱毛仪等的开发与推出及新项目的逐步落地，营收有望持续增长。

23 年厨卫健康业务盈利能力提升，主要通过产品系统化、集成化、技术创新等手段推出新产品、新功能，拓展新类型品牌客户，有望受益于美国地产后周期复苏。

### 剥离“松霖·家”聚焦主业，优化报表质量

23 年公司转让松霖家居股权，我们认为有利于进一步集中优质资源做优做强做大“IDM 硬件”业务，提升公司核心竞争力，以应对市场挑战，实现长期可持续发展，提升上市公司价值。

此外，公司拟以自有资金 3.42 亿元购买公司控股子公司倍杰特 49% 剩余股权，希望将其盖板与智能马桶业务由传统代工升级为 IDM 模式，把握智能马桶发展红利期，增强持续盈利能力。

### 产能全球布局，保障供应链安全

公司国内落实美容健康及花洒扩产及技改项目、提升产能；越南工厂主要规划为塑胶类产品装配，满足公司增量订单需求，更好地为客户提供产品和安全性供应链保障。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

公司以 IDM 模式运营，厨卫有望受益于美国地产复苏，美容健康产品打造第二成长曲线，根据业绩快报，我们调整盈利预测，考虑新建产能爬坡，预计 24-25 年归母净利分别为 4.90/5.98 亿（前值为 4.95/5.98 亿），对应 PE 分别为 16X/13X。

**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；业绩快报仅为初步测算，具体以 2023 年报为准等。

### 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	19.12 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)	7,800.73
流通 A 股市值(百万元)	7,667.37
每股净资产(元)	5.91
资产负债率(%)	40.48
一年内最高/最低(元)	20.20/12.27

### 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

1 《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

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,977.00	3,180.53	2,983.31	3,853.86	4,824.66
增长率(%)	46.30	6.84	(6.20)	29.18	25.19
EBITDA(百万元)	635.49	646.02	479.99	748.41	881.54
归属母公司净利润(百万元)	301.30	261.14	353.17	489.62	598.10
增长率(%)	11.39	(13.33)	35.24	38.64	22.15
EPS(元/股)	0.74	0.64	0.87	1.20	1.47
市盈率(P/E)	25.89	29.87	22.09	15.93	13.04
市净率(P/B)	3.50	3.59	2.73	2.41	2.13
市销率(P/S)	2.62	2.45	2.61	2.02	1.62
EV/EBITDA	11.22	8.10	13.15	7.96	6.28

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	566.34	1,104.24	2,204.63	2,543.27	3,059.04	营业收入	2,977.00	3,180.53	2,983.31	3,853.86	4,824.66
应收票据及应收账款	678.15	568.86	569.27	688.84	886.19	营业成本	2,097.46	2,201.40	1,995.69	2,430.87	3,075.90
预付账款	12.02	9.48	12.11	13.20	18.58	营业税金及附加	24.43	23.84	23.42	29.58	40.53
存货	530.81	368.95	401.44	552.35	638.93	销售费用	118.99	159.77	143.20	173.42	217.11
其他	132.19	459.49	453.39	491.00	479.48	管理费用	235.74	255.14	244.63	308.31	376.32
<b>流动资产合计</b>	<b>1,919.49</b>	<b>2,511.03</b>	<b>3,640.84</b>	<b>4,288.66</b>	<b>5,082.22</b>	研发费用	169.57	192.22	179.00	242.79	308.78
长期股权投资	3.39	4.09	4.09	4.09	4.09	财务费用	15.68	(39.75)	1.23	120.73	114.74
固定资产	977.62	1,123.11	1,139.29	1,156.42	1,161.12	资产/信用减值损失	(10.88)	(40.08)	(18.30)	(23.09)	(27.16)
在建工程	243.24	111.20	102.72	109.63	95.78	公允价值变动收益	12.67	1.61	0.00	0.00	0.00
无形资产	281.70	270.07	258.09	246.12	234.14	投资净收益	22.27	(56.83)	0.05	(11.50)	(22.76)
其他	610.21	397.57	389.49	428.72	359.52	其他	(67.29)	147.08	(0.10)	23.01	45.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,116.17</b>	<b>1,906.04</b>	<b>1,893.68</b>	<b>1,944.98</b>	<b>1,854.65</b>	<b>营业利润</b>	<b>358.37</b>	<b>336.13</b>	<b>414.48</b>	<b>559.75</b>	<b>695.68</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,035.66</b>	<b>4,417.06</b>	<b>5,534.53</b>	<b>6,233.64</b>	<b>6,936.87</b>	营业外收入	1.76	2.95	1.77	29.00	29.00
短期借款	134.84	38.54	20.00	20.00	20.00	营业外支出	1.70	18.85	7.24	9.27	11.79
应付票据及应付账款	686.96	589.50	613.56	799.71	1,008.97	<b>利润总额</b>	<b>358.42</b>	<b>320.23</b>	<b>409.01</b>	<b>579.48</b>	<b>712.89</b>
其他	367.14	308.92	320.93	338.58	369.08	所得税	46.30	34.78	48.63	65.92	82.93
<b>流动负债合计</b>	<b>1,188.94</b>	<b>936.96</b>	<b>954.49</b>	<b>1,158.29</b>	<b>1,398.05</b>	<b>净利润</b>	<b>312.12</b>	<b>285.44</b>	<b>360.38</b>	<b>513.56</b>	<b>629.96</b>
长期借款	0.00	0.00	600.00	600.00	600.00	少数股东损益	10.83	24.30	7.21	23.94	31.86
应付债券	0.00	573.72	589.41	581.57	581.57	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>301.30</b>	<b>261.14</b>	<b>353.17</b>	<b>489.62</b>	<b>598.10</b>
其他	424.01	528.09	319.77	423.96	423.94	每股收益(元)	0.74	0.64	0.87	1.20	1.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>424.01</b>	<b>1,101.81</b>	<b>1,509.18</b>	<b>1,605.52</b>	<b>1,605.51</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,612.96</b>	<b>2,038.78</b>	<b>2,463.67</b>	<b>2,763.82</b>	<b>3,003.56</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	196.43	203.09	210.29	234.23	266.09	营业收入	46.30%	6.84%	-6.20%	29.18%	25.19%
股本	401.01	401.01	407.99	407.99	407.99	营业利润	14.93%	-6.20%	23.31%	35.05%	24.28%
资本公积	999.69	686.09	1,148.81	1,148.81	1,148.81	归属于母公司净利润	11.39%	-13.33%	35.24%	38.64%	22.15%
留存收益	1,825.57	1,742.64	2,452.57	2,827.61	3,259.23	<b>获利能力</b>					
其他	(1,000.00)	(654.54)	(1,148.81)	(1,148.81)	(1,148.81)	毛利率	29.54%	30.79%	33.10%	36.92%	36.25%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,422.71</b>	<b>2,378.29</b>	<b>3,070.86</b>	<b>3,469.82</b>	<b>3,933.31</b>	净利率	10.12%	8.21%	11.84%	12.70%	12.40%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,035.66</b>	<b>4,417.06</b>	<b>5,534.53</b>	<b>6,233.64</b>	<b>6,936.87</b>	ROE	13.53%	12.01%	12.35%	15.13%	16.31%
						ROIC	34.36%	17.66%	31.14%	43.99%	51.51%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	39.97%	46.16%	44.51%	44.34%	43.30%
净利润	312.12	285.44	353.17	489.62	598.10	净负债率	-16.37%	-19.78%	-31.80%	-37.95%	-46.67%
折旧摊销	102.69	141.95	64.28	67.93	71.13	流动比率	1.61	2.68	3.81	3.70	3.64
财务费用	14.55	4.02	1.23	120.73	114.74	速动比率	1.17	2.29	3.39	3.23	3.18
投资损失	(22.27)	55.40	(0.05)	11.50	22.76	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(84.06)	425.06	(190.85)	(46.68)	34.41	应收账款周转率	5.37	5.10	5.24	6.13	6.13
其它	(34.79)	(296.38)	7.21	23.94	31.86	存货周转率	7.42	7.07	7.74	8.08	8.10
<b>经营活动现金流</b>	<b>288.25</b>	<b>615.50</b>	<b>234.99</b>	<b>667.04</b>	<b>873.00</b>	总资产周转率	0.88	0.75	0.60	0.65	0.73
资本支出	362.97	9.06	268.32	(24.19)	50.02	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	3.39	0.71	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.74	0.64	0.87	1.20	1.47
其他	(698.20)	(677.68)	(328.27)	(67.32)	(122.78)	每股经营现金流	0.71	1.51	0.58	1.63	2.14
<b>投资活动现金流</b>	<b>(331.84)</b>	<b>(667.91)</b>	<b>(59.95)</b>	<b>(91.50)</b>	<b>(72.76)</b>	每股净资产	5.46	5.33	7.01	7.93	8.99
债权融资	169.65	633.80	1,228.19	1,226.61	1,223.35	<b>估值比率</b>					
股权融资	(15.64)	(242.00)	436.91	(120.73)	(114.74)	市盈率	25.89	29.87	22.09	15.93	13.04
其他	(257.09)	158.27	(739.75)	(1,342.79)	(1,393.08)	市净率	3.50	3.59	2.73	2.41	2.13
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(103.09)</b>	<b>550.07</b>	<b>925.35</b>	<b>(236.90)</b>	<b>(284.47)</b>	EV/EBITDA	11.22	8.10	13.15	7.96	6.28
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	13.06	9.96	15.18	8.75	6.83
<b>现金净增加额</b>	<b>(146.67)</b>	<b>497.66</b>	<b>1,100.39</b>	<b>338.64</b>	<b>515.77</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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