

松霖科技(603992)

报告日期: 2024年03月29日

IDM 代工首创者, 厨卫+美容双驱动

——松霖科技深度报告

投资要点

松霖科技是卫浴配件代工出口龙头, 出口占比超 65%, 短期受益于出口补库及海外地产链共振, 中长期看, 公司首创 IDM 模式, 构建产品、研发、制造、大客户多重优势, 持续推动厨卫健康新品延展、市占提升, 支撑延展美容健康等高毛利新品。

□ 卫浴配件代工龙头, 延展智能健康新起航

松霖科技为卫浴配件代工出口龙头, 2004 年成立于厦门, 首创 IDM 代工模式, 厨卫健康贡献超 80% 收入, 美容健康为第二增长曲线, 2023 年 9 月剥离亏损的松霖·家业务聚焦智能健康。2022 年营业收入 31.8 亿元, 17-22 年复合增速 13%, 2022 年归母净利润 2.61 亿元, 17-22 年复合增速 11%, 23Q3 收入同比+3%, 归母净利润同比+152%, 主因剥离亏损的松霖家业务带来抵税和投资收益。

□ 行业概览: 卫浴出口回暖在即, 智能健康乘风而起

卫浴配件行业: 出口补库在即, 受益海外地产链修复。1) 市场需求: 目前美国家居库存恢复至历史中值, 终端需求已出现回暖, 其中, 卫浴品类出口额环比改善, 订单拐点在即, 我们预计行业主动去库阶段已结束。基于利率环境优化——成屋销售筑底回升——终端需求改善的传导逻辑, 我们看好美联储降息落地后驱动卫浴行业需求回暖。2) 竞争格局: 中国卫浴出口大国, 2021 年占全球出口量的 50.2%, 全球供应链成本优势明显, 中国卫浴代工以海外客户为主, 近年松霖科技市占持续提升。

智能健康: 美容个护新风尚, 智能马桶加速时。1) 美容个护赛道高景气。全球个护电器市场过去 5 年 CAGR 超 5%, 中国市场过去 5 年 CAGR 超 20%, 其中美容仪、冲牙器等为高增长亮眼品类。2) 智能马桶低渗透高增长, 全球加速进行时。2022-2028 年全球智能马桶市场规模年均复合增速 11.4%, 2023 年中国智能马桶一体机线上销售额同比+8.3%, 其中量同比+23%, 目前还处于渗透率低位。

□ 公司竞争力: IDM 代工为基, 构筑全面壁垒, 延展多点业务

公司首创 IDM 模式, 相比普通 ODM、OEM 模式有更高竞争壁垒, 且毛利率、净利率表现都明显优于同行。

1) 研发端: 研发体系独立, 底层技术在握。公司建立独立体系化研发架构, 掌握底层的电子化智能化技术, 支持产品升级和智能新品延展, 2018 年至今, 公司整体研发费用率基本在 6% 左右, 高于同行, 美容健康研发费用率超过 10%;

2) 制造端: 底层制造平台, 海外产能布局。为适应多 SKU、多批少量柔性化生产需求, 公司提升生产自动化水平, 同时打造模具制造、塑料加工、五金加工、表面处理等多个共享底层制造平台, 支持厨卫健康和美容健康多品类共用产线, 库存周转天数在行业较优水平, 另外自产自销保证制造低成本, 越南工厂投产在即, 有望实现避税降本;

3) 销售端: 头部品牌绑定, 多年研发合作。与摩恩、科勒、TOTO 等国际卫浴品牌多年合作, 客户采购多种产品有协同效应, 同时通过 IDM 模式加强客户研发和推新合作, 实现强绑定;

4) 产品端: 基于研发、制造、销售优势, 公司实现从花洒、龙头等卫浴配件到毛利率更高的美容健康等新业务延展。

□ 盈利预测与估值

我们看好公司短期出口修复弹性, 中长期基于 IDM 模式持续提升市占、延展高毛利新品类。我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 30.44/36.60/43.09 亿元, 同比-

投资评级: 增持(首次)

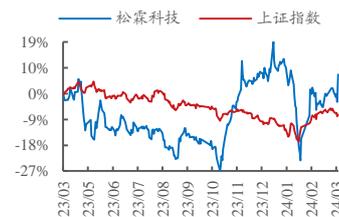
分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

研究助理: 陈秋露
chenqiulu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.00
总市值(百万元)	7,343.79
总股本(百万股)	407.99

股票走势图



相关报告

4.3%/+20.2%/+17.8%，我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 3.8/4.8/5.9 亿元，同比增长 45.2%/27.1%/23.1%，对应当前市值 PE 为 19.37/15.24/12.38。首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

出口需求波动；美联储降息不及预期，需求传导不及预期；原材料成本及汇率变动；大客户订单波动；智能健康新品放量不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,181	3,044	3,660	4,309
(+/-) (%)	6.84%	-4.30%	20.24%	17.75%
归母净利润	261	379	482	593
(+/-) (%)	-13.33%	45.19%	27.08%	23.09%
每股收益(元)	0.64	0.93	1.18	1.45
P/E	28.12	19.37	15.24	12.38

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 卫浴配件代工龙头，延展智能健康新起航	5
1.1 厨卫+美容健康双驱动，剥离松霖·家聚焦主业	5
1.2 创始人核心控股，高管多年经验激励足	7
2 行业概览：卫浴出口回暖在即，智能健康乘风而起	9
2.1 卫浴配件：出口补库在即，受益海外地产链修复	9
2.1.1 市场需求：出口补库在即，期待需求修复	9
2.1.2 竞争格局：中国卫浴出口大国，松霖科技市占提升	10
2.2 智能健康：美容个护新风尚，智能马桶加速时	11
3 公司竞争力：IDM 代工为基，构筑全面壁垒，延展多点业务	12
3.1 IDM 代工：模式首创，构筑壁垒	12
3.2 研发：研发体系独立，底层技术在握	14
3.3 制造：底层制造平台，海外产能布局	15
3.4 销售：头部品牌绑定，多年合作稳定	17
3.5 产品：厨卫健康持续推新，延展智能健康业务	18
4 盈利预测与估值	19
5 风险提示	21

图表目录

图 1: 松霖科技产品矩阵.....	5
图 2: 公司发展历程.....	6
图 3: 松霖科技股权结构图 (截至 23Q3)	8
图 4: 美国家居批发商及零售库存销售比.....	9
图 5: 美国家居批发商销售额及同比增速.....	9
图 6: 中国卫生陶瓷、花洒、龙头出口金额同比变化.....	9
图 7: 美国成屋销售量 (万套) 与 30 年贷款利率关系	10
图 8: 季度成屋销售 (万套) 与家具零售额 (亿美元) 关系	10
图 9: 2021 年世界前十大卫生洁具出口国所占份额 (按量计)	10
图 10: 中国卫浴配件代工龙头单季度收入同比增速对比	11
图 11: 全球个护电器市场规模及增速.....	12
图 12: 中国个护电器市场规模及增速.....	12
图 13: IDM 模式示意图.....	13
图 14: 松霖科技毛利率高于同行.....	14
图 15: 松霖科技净利率高于同行.....	14
图 16: 松霖科技研发费用率高于同行.....	14
图 17: 公司智能健康应用技术.....	15
图 18: 公司注塑工厂.....	15
图 19: 公司电镀工厂.....	15
图 20: 公司电子工厂.....	15
图 21: 公司五金工厂.....	15
图 22: 公司存货周转天数处于行业较优水平 (天)	16
图 23: 公司毛利率与原材料及汇率变动关系	17
图 24: 公司部分厨卫健康产品一览.....	18
图 25: 倍杰特主要产品图示.....	19
图 26: 美容健康产品图示.....	19
图 27: 美容健康业务营业收入及毛利率.....	19
图 28: 可比公司估值.....	21
表 1: 松霖科技核心财务数据一览.....	6
表 2: 松霖科技收入分业务拆分.....	7
表 3: 松霖科技收入分地域拆分.....	7
表 4: 松霖科技管理层一览.....	8
表 5: 松霖科技 2023 年限制性股票激励计划	8
表 6: 中国卫浴配件代工龙头对比.....	11
表 7: 智能马桶市场规模测算.....	12
表 8: OEM、ODM、IDM、OBM 模式对比.....	13
表 9: 公司底层电子化智能化技术.....	14
表 10: 公司产能投放进度.....	16
表 11: 公司前 5 大代工客户及营收占比	18
表 12: 分产品预测.....	20
表附录: 三大报表预测值.....	22

1 卫浴配件代工龙头，延展智能健康新起航

1.1 厨卫+美容健康双驱动，剥离松霖·家聚焦主业

卫浴配件代工龙头，首创 IDM 聚焦智能健康。松霖科技于 2004 年成立于厦门，首创 IDM 代工模式（Innovation Design Manufacturer 创新设计制造商，后文将有详解），主营厨卫健康、美容健康两大业务。公司为我国卫浴配件代工龙头（主营花洒、龙头等），22 年境外收入 21.62 亿元，境外收入占比 68%，后延展美容仪、冲牙器等美容健康品类，2021 年并购倍杰特延展智能马桶，2023 年 9 月公司剥离定位整家定制 F2M 模式的松霖·家业务，聚焦智能健康业务。2022 年营业收入 31.8 亿元，2017-2022 年复合增速 13%，2022 年归母净利润 2.61 亿元，2017-2022 年复合增速 11%，23Q3 收入同比+3.14%，归母净利润同比+151.96%，主因剥离亏损的松霖家业务带来抵税和投资收益。

图1：松霖科技产品矩阵

业务	22年收入情况	主要产品
厨卫健康品类	营业收入28.26亿元 yoy+8.14% 占比88.85%	 <p>花洒 淋浴系统 龙头</p> <p>智能马桶 智能浴室柜</p>
美容健康品类	营业收入1.45亿元 yoy+27.27% 占比4.55%	 <p>SPA美容花洒 冲牙器 智能测肤仪</p> <p>美容仪 健发仪</p>
松霖家	营业收入1.18亿元 yoy+16.5% 占比3.72%	2023年9月已剥离

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

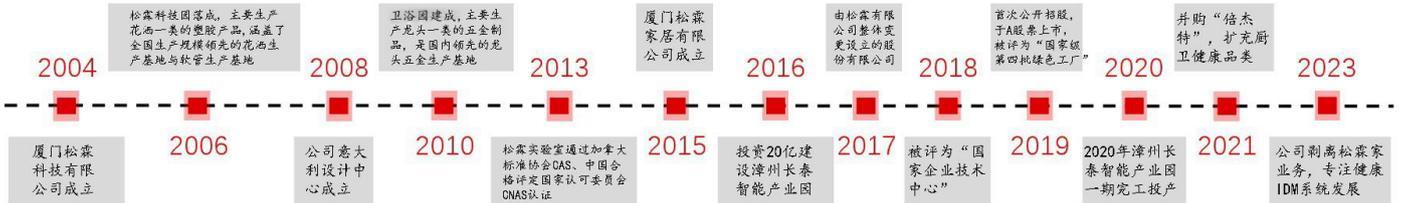
公司发展历史可分为 2 大阶段：

卫浴配件代工全球延展（1999-2015）：公司最早可追溯到 1998 年松霖投资成立，1999 年成功设计出首款花洒并销售给海外客户。伴随 2001 年中国加入 WTO 机遇，公司卫浴配件代工出口快速延展，由意大利、英国开拓至欧洲、澳大利亚、美国等市场。2004 年松霖科技有限公司成立，2005 年设置独立研发创新部门且正式提出 IDM 概念。2006 年松霖科技园落成，为全国规模领先的花洒与软管生产基地；2010 年卫浴园落成，为全国先进的龙头五金生产基地；2015 年成立松霖家居。

IDM 智能健康产品升级（2016-至今）：IDM 模式逐渐发展成熟，并以该模式为根基延展智能健康品类。2016 年建设漳州长泰智能产业园，2019 年公开发行 A 股上市，2020 年

漳州长泰智能产业园一期完工投产，2021 年收购倍杰特发展智能马桶，23H1 美容健康业务收入占比提升到近 10%，已成为第二增长曲线，同时智能健身及智能睡眠监测等新品类也在加速开发。2023 年 9 月公司剥离定位整家定制 F2M 模式的松霖·家业务，聚焦智能健康业务，10 月全资收购倍杰特剩余 49% 股权。

图2：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

业绩速览：美容健康打造第二曲线，剥离松霖家净利率回升

收入端：1) 分品类看：2023H1 厨卫健康/美容健康/松霖家业务系统收入占比分别为 85.94%/9.94%/1.96%，同比-23.58%/+79.46%/-49.97%，厨卫健康品类收入贡献占比最大，2023H1 收入下滑主因海外客户去库存及需求疲软，美容健康品类增速最快，已发展为第二增长曲线。**2) 分地区看：**2023H1 境内/境外的收入占比分别为 34.04%/65.96%，同比-0.25%/-25.53%，国内需求疲弱，海外有去库压力。公司出口地主要为美国、欧洲等发达国家或地区以及印度、巴西、俄罗斯等新兴市场国家。

利润端：1) 净利率逐年走低：2018-2023H1 归母净利率 13.43% 下滑至 8.63%，主要与松霖家业务亏损以及并购倍杰特提升费用有关，23H1 健康硬件 IDM 业务归母净利率为 12.5%，松霖家收入 2735 万元，对应亏损 5079 万元；23Q3 剥离松霖家后对公司净利率有较大拉升作用。**2) 期间费用逐年走高：**2018-2023H1 期间费用率从 14.64% 提升到 19.44%，其中，销售费用率从 4% 提升到 4.47%，主因并购倍杰特和松霖家开店等带来费用增加；管理费用率从 6.9% 提升到 8.92%，主因并购倍杰特及发展新业务需要；研发费用率基本稳定在 6% 左右。

表1：松霖科技核心财务数据一览

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
营业总收入	1758.67	1738.63	2034.82	2977.00	3180.53	1394.94
YOY	1.34%	-1.14%	17.04%	46.30%	6.84%	-18.50%
归母净利润	236.20	234.18	270.49	301.30	261.14	120.44
YOY	51.60%	-0.85%	15.51%	11.39%	-13.33%	-22.73%
扣非归母净利润	238.86	231.83	223.61	252.85	287.66	133.50
YOY	41.36%	-2.94%	-3.55%	13.08%	13.77%	-22.49%
毛利率	31.88%	34.78%	34.55%	29.54%	30.79%	34.32%
期间费用率	14.64%	18.04%	20.42%	18.14%	17.84%	19.44%
其中：销售费用	70.31	76.97	77.06	118.99	159.77	62.37
销售费用率	4.00%	4.43%	3.79%	4.00%	5.02%	4.47%
其中：管理费用	121.36	146.46	181.90	235.74	255.14	124.42
管理费用率	6.90%	8.42%	8.94%	7.92%	8.02%	8.92%
研发费用	95.83	117.09	128.79	169.57	192.22	94.47
研发费用率	5.45%	6.73%	6.33%	5.70%	6.04%	6.77%
其中：财务费用	-30.01	-26.83	27.77	15.68	-39.75	-10.10
财务费用率	-1.71%	-1.54%	1.36%	0.53%	-1.25%	-0.72%
归母净利率	13.43%	13.47%	13.29%	10.12%	8.21%	8.63%
扣非归母净利率	13.58%	13.33%	10.99%	8.49%	9.04%	9.57%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2: 松霖科技收入分业务拆分

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023H1
健康硬件 IDM	2016.95	2875.48	3062.23	1367.59
YOY	16.0%	42.6%	6.5%	-17.46%
收入占比	99.12%	96.59%	96.28%	98.04%
归母净利润		415.74	403.73	171.24
毛利率	35.6%	30.0%	31.4%	34.6%
归母净利率		14.5%	13.2%	12.5%
厨卫健康	1848.31	2613.12	2825.94	1198.85
YOY	10.64%	41.00%	8.14%	-23.58%
收入占比	90.83%	87.78%	88.85%	85.94%
毛利率	35.6%	29.9%	30.6%	
美容健康	46	114	145	139
YOY	109.38%	144.8%	27.27%	79.46%
占比	2.28%	3.82%	4.55%	9.94%
毛利率	52.2%	52.9%	54.7%	
其他	122.21	148.70	91.64	30.05
YOY	166.3%	21.7%	-38.38%	177.32%
占比	6.01%	5.00%	2.88%	2.15%
毛利率	11.3%	14.1%	16.6%	
松霖家	17.86	101.51	118.30	27.35
YOY		468.3%	16.5%	-49.97%
占比	0.88%	3.41%	3.72%	1.96%
归母净利润		(114.44)	(142.59)	(50.79)
毛利率	36.13%	15.8%	16.1%	17.6%
归母净利率		-112.7%	-120.5%	-185.7%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

表3: 松霖科技收入分地域拆分

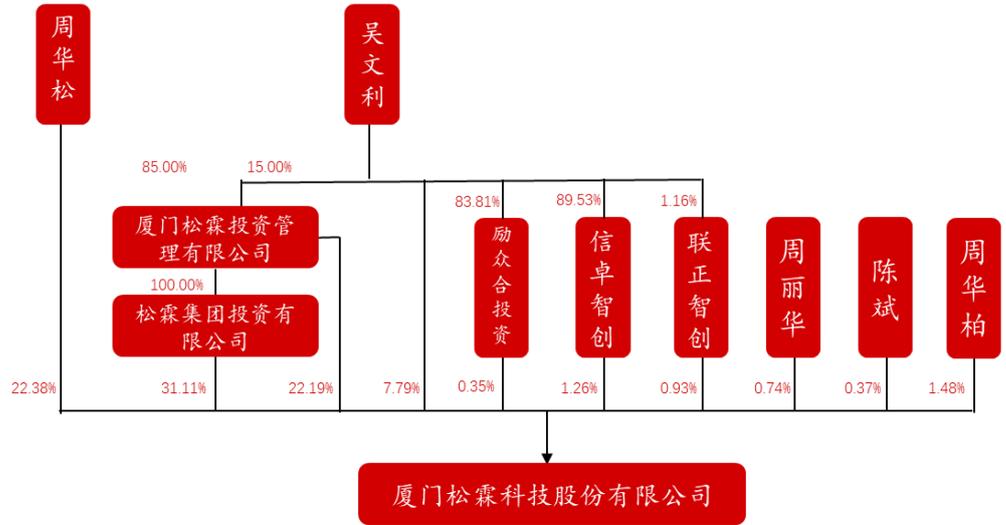
单位: 百万元	2020	2021	2022	2023H1
境内	577.24	959.20	1018.51	474.88
YOY	10.01%	66.2%	6.2%	-0.25%
占比	28.37%	32.22%	32.02%	34.04%
毛利率	25.75%	22.59%	21.56%	
境外	1457.58	2017.80	2162.02	920.06
YOY	20.07%	38.4%	7.1%	-25.53%
占比	71.63%	67.78%	67.98%	65.96%
毛利率	38.03%	32.85%	35.13%	

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 创始人核心控股, 高管多年经验激励足

创始人核心控股, 股权结构集中。公司由周华松、吴文利夫妇共同创立, 周华松先生任董事长兼总经理, 直接控股公司 22.38%股份, 加上松霖投资的间接持股合计控股公司 48.8%股份; 吴文利女士任副董事长, 直接控股公司 7.79%股份, 加上松霖投资、信卓智创、励众合投资、联正智创的间接持股合计控股公司 13.89%股份。另外, 周华松之弟周华柏持股 1.48%, 周华松之妹周丽华持股 0.74%, 创始人家族持股结构集中。

图3: 松霖科技股权结构图 (截至 23Q3)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

高管团队稳定经验足，股权激励充分。创始人周华松任公司董事长及总经理，同时任松霖家居总经理，吴文利任公司副董事长。副总经理陈斌、财务总监魏凌、副总经理曹斌、董事会秘书吴朝华等核心高管在公司任职均近 20 年。2023 年 12 月，公司发布限制性股票激励计划公告，拟向陈斌、魏凌、曹斌、吴朝华核心高管，以及中层管理人员、核心技术（业务）人员共 116 人授予限制性股票共 697.5 万股，并设置业绩考核目标作为解禁条件，即以 2022 年净利润为基数，2024/2025/2026 年净利润增长率不低于 80%/120%/ 160%。

表4: 松霖科技管理层一览

姓名	性别	年龄	职务	基本情况
周华松	男	58	董事长，总经理，创始人	本科学历，厦门市卫厨行业协会荣誉会长，厦门大学知识产权研究院兼职教授。2004 年 5 月至今担任公司的董事长兼总经理，松霖家居执行董事兼总经理，公司核心专利研发人员。
吴文利	女	56	副董事长，创始人	本科学历，现任公司副董事长，香港松霖集团董事。松霖家居监事，生活空间公司执行董事兼总经理等
陈斌	男	48	董事，副总经理	工学硕士，工商管理硕士，高级工程师，福建省特支“双百计划”人才，厦门市拔尖人才。2007 年至今任职于公司，现任公司董事及副总经理，公司核心专利研发人员。
魏凌	女	52	董事，副总经理，财务总监	本科学历。2004 年 5 月至今任职于公司，现任公司董事，副总经理，财务总监。
曹斌	男	46	副总经理	工商管理硕士，厦门市高层次人才。第九届厦门市海沧区政协委员。曾先后任职于厦门灿坤实业股份有限公司，厦门松霖投资管理有限公司。2007 年至今任职于公司，现任公司副总经理，公司核心专利研发人员。
吴朝华	女	48	董事，董事会秘书	本科学历。2007 年 2 月至今任职于公司，现任公司董事，董事会秘书。

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

表5: 松霖科技 2023 年限制性股票激励计划

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划公告日公司股本额度
陈斌	董事，副总经理	100.00	0.25%
魏凌	董事、副总经理、财务负责人	40.00	0.10%
曹斌	副总经理	40.00	0.10%
吴超华	董事、董事会秘书	15.00	0.04%
中层管理人员、核心技术（业务）人员（112人）		502.50	1.25%
首次授予权益数量合计（116人）		697.50	1.74%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

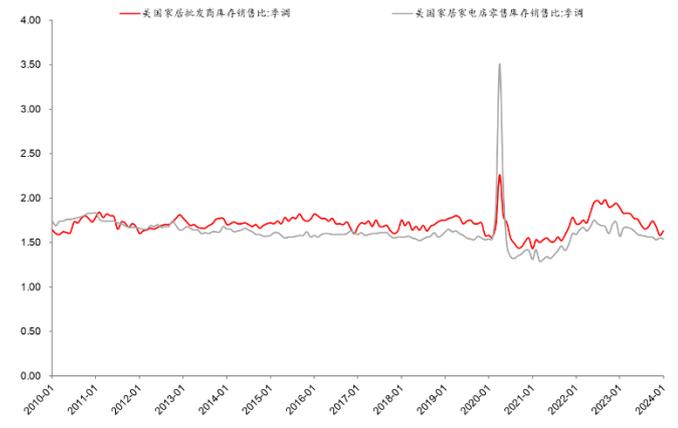
2 行业概览：卫浴出口回暖在即，智能健康乘风而起

2.1 卫浴配件：出口补库在即，受益海外地产链修复

2.1.1 市场需求：出口补库在即，期待需求修复

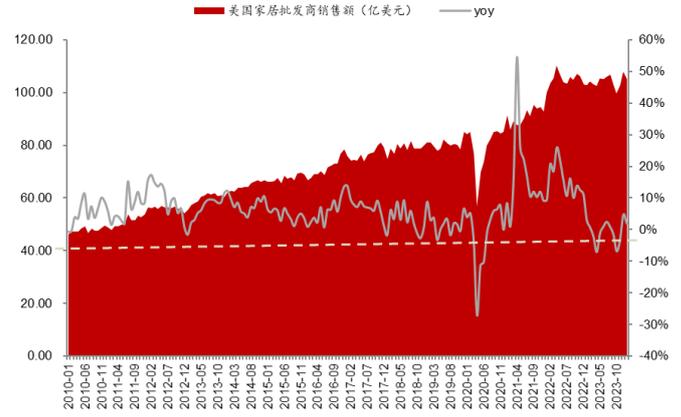
家居主动去库结束，需求回暖明显。库存水位看，目前美国家居已恢复到正常水平，2024年1月美国家居批发商库销比为1.63，零售店库销比为1.54，已恢复至历史中值水平。需求情况看，1月美国家居批发商销售额为1.05亿元，同比增长2%，已出现回暖。综合库存和需求水平，我们认为家居已结束主动去库阶段，期待24年需求转好进入补库周期。

图4：美国家居批发商及零售库存销售比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

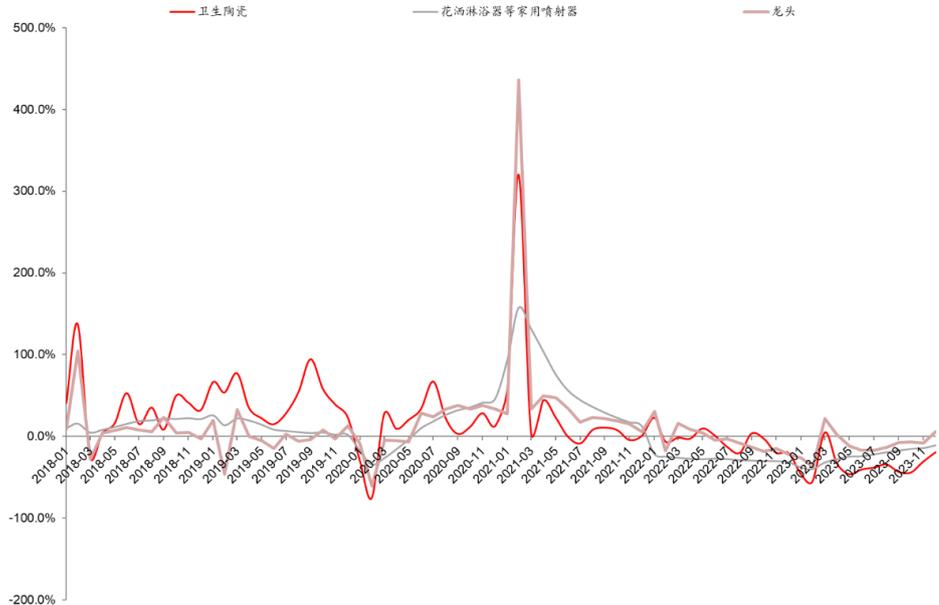
图5：美国家居批发商销售额及同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

卫浴出口额环比改善，订单拐点在即。中国卫浴出口额自22年起受下游去库影响承压明显，23年底陆续回暖，2023年10/11/12月卫生陶瓷出口额同比-44.2%/-31.1%/-19.6%，龙头同比-6.5%/-7.9%/+5.6%，花洒淋浴器等家用喷射器同比-18.6%/-12.1%/-5.3%，卫生陶瓷和花洒淋浴器降幅收窄明显，龙头已经出现翻正，预计相关公司订单拐点在即，24年有望进入补库增长阶段。

图6：中国卫生陶瓷、花洒、龙头出口金额同比变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

利率环境优化——成屋销售筑底回升——终端需求改善的传导逻辑顺畅，看好产业链改善拉动家具需求改善并驱动补库。复盘美国 30 年期抵押贷款利率与美国成屋销售量数据看，两者负相关性明显，复盘 1999 年以来的历史数据，明确的利率下行周期包括 2000 年 5 月至 2003 年 6 月、2008 年 8 月至 2012 年 11 月、2018 年 11 月至 2020 年 12 月。三轮利率周期中，地产销售转好均滞后利率下降 2-3 月。另外除了 08 年金融危机期间家具销售回暖大幅慢于地产销售回暖外，整体看地产销售与家具零售较为同步，展望 24 年降息周期到来下，地产销售回暖将带动家具需求回暖。

图7： 美国成屋销售量（万套）与 30 年贷款利率关系



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8： 季度成屋销售（万套）与家具零售额（亿美元）关系

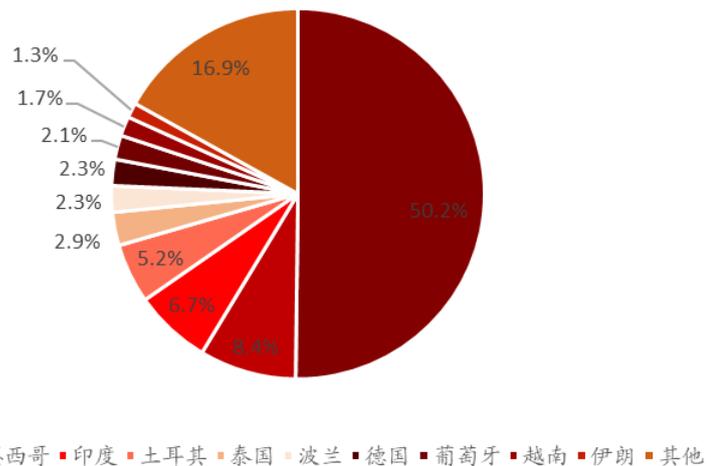


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.1.2 竞争格局：中国卫浴出口大国，松霖科技市占提升

中国卫浴出口大国，全球供应链优势明显。根据中建陶协会，2010-2021 年中国稳居世界第一大卫生洁具出口国，2021 年占全球出口量的 50.2%，亚洲出口量的 78%。中国在全球供应链成本优势明显，中国卫浴代工企业在全世界占领先地位。

图9： 2021 年世界前十大卫生洁具出口国所占份额（按量计）



资料来源：中建陶协会，浙商证券研究所

中国卫浴代工以海外客户为主，松霖科技市占持续提升。中国卫浴配件代工头部企业主要为建霖家居、松霖科技、海鸥住工、路达工业等，下游客户主要为摩恩、科勒等头部国际卫浴品牌，国内头部卫浴品牌如九牧、箭牌等大部分花洒龙头可实现自产。同业对比

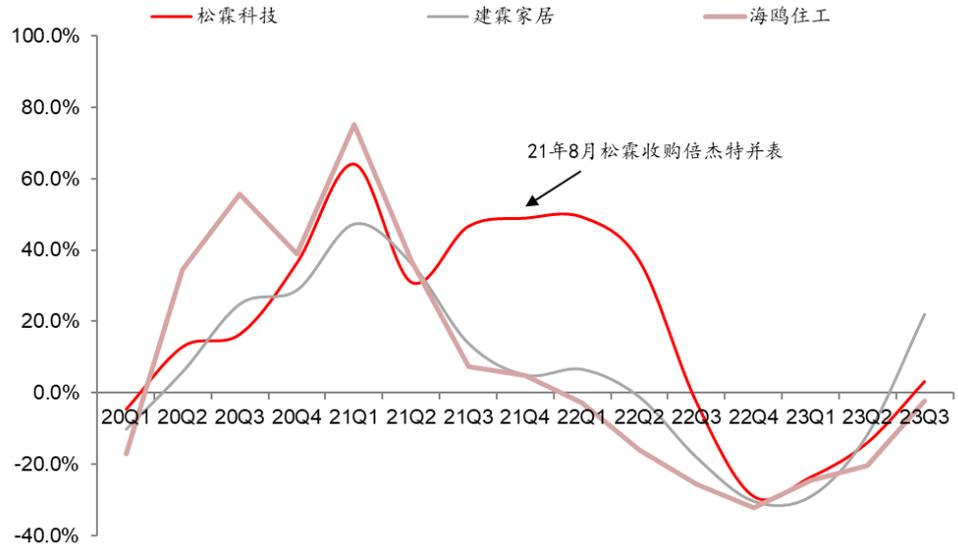
建霖家居、松霖科技、海鸥住工，三者都以海外销售为主，海外销售占比分别为77%/68%/60%，2020-2021年受益于海外需求旺盛及集中补库，收入均有较快增长，2022年起因海外去库存，主业均有所承压。松霖家居受益于IDM模式下新业务延展及收并购，近年业绩增速高于同行，市占率持续提升。

表6: 中国卫浴配件代工龙头对比

公司	主要产品	2022年营业收入	2022年出口收入	核心代工客户
建霖家居	厨卫产品包括花洒、龙头等，净水器，冲牙器等	收入41.86亿元 yoy-11.16%	收入32.41亿元 yoy-11.89% 占比77.41%	马斯科(Delta)、摩恩、洁碧、骊住、康丽根、3M、飞利浦、海尔智家、美的等
松霖科技	厨卫健康品类包括花洒、淋浴器、龙头等，美容健康品类包括美容仪、冲牙器等	收入31.8亿元 yoy+6.8%	收入21.63亿元 yoy+7.1% 占比68%	摩恩、TOTO、骊住、美标、Delta、洁碧、科勒、乐家、Grohe等
海鸥住工	五金龙头、智能家居、浴缸陶瓷、瓷砖、整装卫浴、定制橱柜等	收入32.95亿元 yoy-20.14%	收入19.63亿元 yoy-20.05% 占比59.58%	摩恩、Delta、科勒、乐家、汉斯格雅、Grohe等

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图10: 中国卫浴配件代工龙头单季度收入同比增速对比

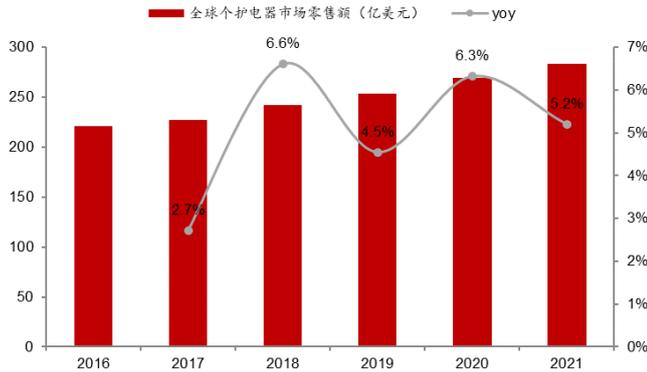


资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

2.2 智能健康: 美容个护新风尚, 智能马桶加速时

美容个护高景气, 美容仪、冲牙器多面开花。个护赛道海内外景气度均较高, 根据沙利文及中商产业研究院, 2021年全球个护电器市场规模283亿美元, 过去5年CAGR超5%; 跟据共研网, 2022年中国个护电器总销售额728.7亿人民币, 过去5年CAGR超20%。其中美容仪、冲牙器等为高增亮眼品类。根据恒州诚思, 2022年全球美容仪市场规模为19.8亿美元, 同增13.8%, 其中中国市场规模33.32人民币, 同增15.1%, 核心玩家为日本的雅萌、宙斯、ReFa, 以色列的Tripollar、Silk'n, 韩国LG的Pra.L系列等品牌。根据DIResearch, 2023年全球冲牙器市场规模约60.4亿元, 预计23-30年CAGR为16.2%, 核心玩家为洁碧、飞利浦、松下、宝洁等。跟据中研网, 2020年中国冲牙器市场规模约13.67亿元, 还处于低渗透高增长阶段。

图11: 全球个护电器市场规模及增速



资料来源: 沙利文, 中商产业研究院, 浙商证券研究所

图12: 中国个护电器市场规模及增速



资料来源: 共研网, 浙商证券研究所

智能马桶低渗透高增长, 全球加速进行时。根据 GII 预测, 2022-2028 年全球智能马桶市场规模年均复合增速 11.4%, 新兴市场智能马桶渗透率仍处于低位。根据奥维云网, 2023 年中国智能马桶线上销售额同比+10%, 其中量同比+20%。根据我们测算 2023 年智能马桶渗透率按保有量计约为 12%, 相比海外成熟国家日本/韩国/美国渗透率 90%/60%/ 60% 还有很大空间。

表7: 智能马桶市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
智能马桶销额 (亿元)	105.9	112.9	117.4	135.0	147.2	156.9	173.2	194.2	217.7
销售额yoy		7%	4%	15%	9%	7%	10%	12%	12%
销量 (万台)	552	674	754	821	910	1006	1207	1424	1681
销量yoy		22%	12%	9%	11%	11%	20%	18%	18%
均价(元)	1918	1675	1557	1644	1618	1560	1434.9	1363.1	1295.0
均价yoy		-13%	-7%	6%	-2%	-4%	-8%	-5%	-5%
智能马桶渗透率 (按销量)	11%	13%	14%	15%	16%	18%	22%	26%	30%
智能马桶渗透率 (按保有量)	1%	3%	5%	6%	8%	10%	12%	14%	17%

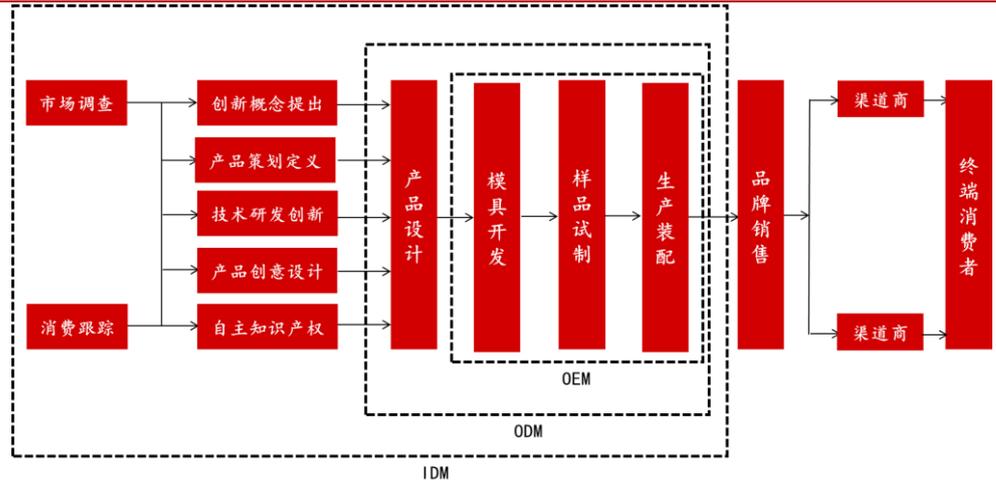
资料来源: 奥维云网, 艾媒咨询, 浙商证券研究所测算

3 公司竞争力: IDM 代工为基, 构筑全面壁垒, 延展多点业务

3.1 IDM 代工: 模式首创, 构筑壁垒

首创 IDM 模式, 构建代工壁垒。2005 年, 董事长周华松正式提出 IDM 概念, 并开始小范围与部分客户开展 IDM 业务合作。IDM (Innovation Design Manufacturer, 创新设计制造商) 模式为传统 ODM 模式升级, 相同点是都区别于 OBM 模式, 产品最终销售时仍不具有品牌自主性, 区别在于 IDM 模式在 ODM 模式基础上进一步向市场延伸, 由公司自主完成技术研发创新、产品创意设计、产品生产制造等关键价值活动, 通常产品包括了公司发明专利、实用新型专利、外观设计专利等自主知识产权。

图13: IDM 模式示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

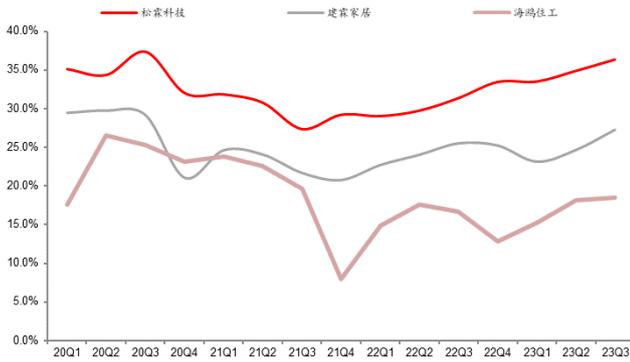
表8: OEM、ODM、IDM、OBM 模式对比

划分依据	OBM模式	IDM模式	ODM模式	OEM模式
技术研发创新 (Innovation)	根据公司自主调查分析形成的产品策划方案，由公司研发团队研究开发相关技术解决方案，产品技术包含公司发明专利、实用新型专利		由品牌商完成	由品牌商完成
产品创意设计 (Design)	根据公司自主调查分析形成的产品策划方案，由公司工业设计团队进行产品创意设计，产品设计包含公司外观设计专利		根据品牌商的选型要求进行产品设计	
产品生产制造 (Manufacture)	由生产制造商完成			
产品销售品牌 (Brand)	公司自主品牌	品牌商品牌		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

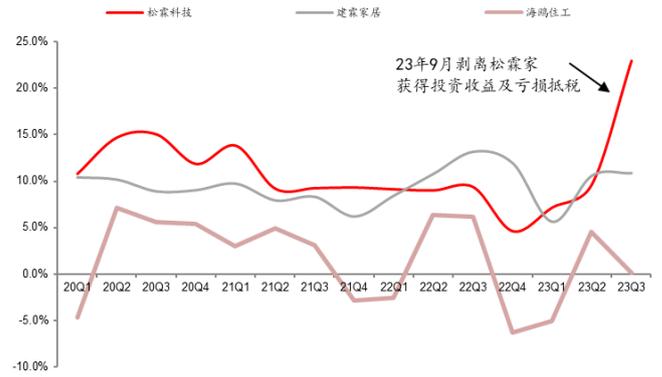
IDM 模式进入壁垒更高，利润率更高。公司以 IDM 模式为根基，建立了相比普通代工模式更高的竞争壁垒，体现在（后文将展开详细解析）：**1）研发端：**公司掌握底层的电子化智能化技术，支持持续产品升级和新品延展；**2）制造端：**自产自销保证制造低成本，同时打造底层制造共享平台，适应多 SKU、多批少量柔性化生产需求；**3）销售端：**国际知名卫浴品牌摩恩、科勒等多年合作，客户采购不同产品有一定协同性，同时通过 IDM 模式加强客户研发和推新合作，实现强绑定；**4）产品端：**基于研发、制造、销售优势，公司实现从卫浴配件到毛利率更高的美容健康等新业务延展。**IDM 模式下，公司毛利率和净利率表现都明显优于同行。**

图14: 松霖科技毛利率高于同行



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图15: 松霖科技净利率高于同行



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 研发: 研发体系独立, 底层技术在握

研发架构独立体系化, 与客户深度合作。公司早于 2005 年设置了专门的研发创新部门, 独立于原有的产品开发部门, 自此, 以研发创新部门、工业设计部门、产品开发部门为三大核心的研发创新体系成立。公司各品类事业部设有独立研发团队, 负责针对各自细分产品的技术研究与应用、项目评估、专利搜索等具体研发工作, 近年, 公司增设智能电子事业部, 从事算法研究和 AI 应用、IOT 场景搭建及智能电子零部件研发和生产, 为厨卫健康、美容健康以及新兴智能健康品类提供底层技术共享平台。从研发流程上, 公司通常与下游客户深度合作和信息共享, 第一时间了解全球前沿技术、产品创新方向 and 市场需求热点, 保证公司每年稳定推新, 且符合市场前沿需求。

掌握底层智能电子硬件技术, 支撑多品类延展。公司已掌握卫浴配件电子化、智能化的核心技术, 包括液晶显示、电子触摸控制、智能温控等, 同时智能电子事业部研发的 AI 算法等, 都是卫浴配件延伸到美容健康、智能健身等新业务的底层技术。截止 2023H1, 公司拥技术人员数量 764 人, 持有国内外有效授权专利 1,369 项, 其中发明专利 349 项, 实用新型专利 817 项, 外观专利 203 项。

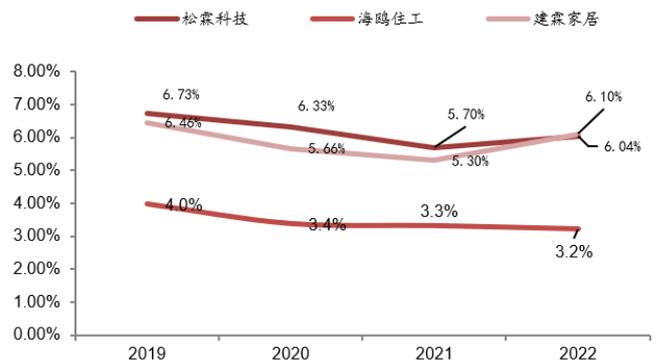
持续研发投入, 高于行业平均。2018 年至今, 公司研发费用率基本在 6%左右, 高于同行。2022 年美容健康品类的研发投入占销售比超过 10%。

表9: 公司底层电子化智能化技术

核心技术名称	技术特点
一种通过感应温度来调整光色彩并显示温度的技术	1、NTC 温度信息感应采集 2、水力发电机电流整流控制 3、多彩显示屏根据温度调整色彩
一种无线遥控控制技术	1、蓝牙无线连接 2、高功率水力发电机发电 3、电子控制阀芯控制水路切换
一种红外感应控制技术	1、红外识别人体距离 2、电子控制阀芯控制水路通断
一种中空显示的花洒装置	1、半透明液晶屏技术应用 2、产品中间嵌入半透明液晶屏 3、通水温度采集并显示
一种电子恒温控制装置	1、人机交互温度输入 2、CPU 根据指令控制传动装置进行温度预设 3、温感元器件根据温度预设进行相应膨胀或收缩, 达到预定温度。

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图16: 松霖科技研发费用率高于同行



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图17: 公司智能健康应用技术



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3.3 制造: 底层制造平台, 海外产能布局

自动化柔性化生产, 共享底层制造平台。公司采用以销定产的生产模式, 客户订单具有多批次、小批量特点, 且规格、型号、尺寸差异大, 因此公司绝大部分属于非标产品, 需要根据客户订单要求定制化生产; 另外, 公司产品线丰富, 厨卫健康、美容健康等品类差异大。**因此, 柔性化生产是提高效率、降低库存的关键。对此, 公司采取:** 1) **提升生产自动化水平:** 建立 CRM、PLM、SAP、OA、MES、SRM 等系统充分集成, 引进自动化设备机台; 2) **打造共享底层制造平台:** 厨卫健康和美容健康产品有共通的塑料、电子、五金、表面处理等制造工艺, 公司对此打造了包括模具制造、塑料加工、五金加工、多样化表面处理、智能电子等多个“底层制造共享平台”。“底层制造共享平台”为不同品类产品服务, 一方面有效减少资源的重复投资及浪费, 实现制造规模优势, 使自动化和智能制造成为可能; 另一方面又保持各健康品类的独立性和灵活性, 以快速响应市场变化。**公司存货周转天数在 60-70 天左右, 处于行业较优水平。**

图18: 公司注塑工厂



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图19: 公司电镀工厂



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图20: 公司电子工厂

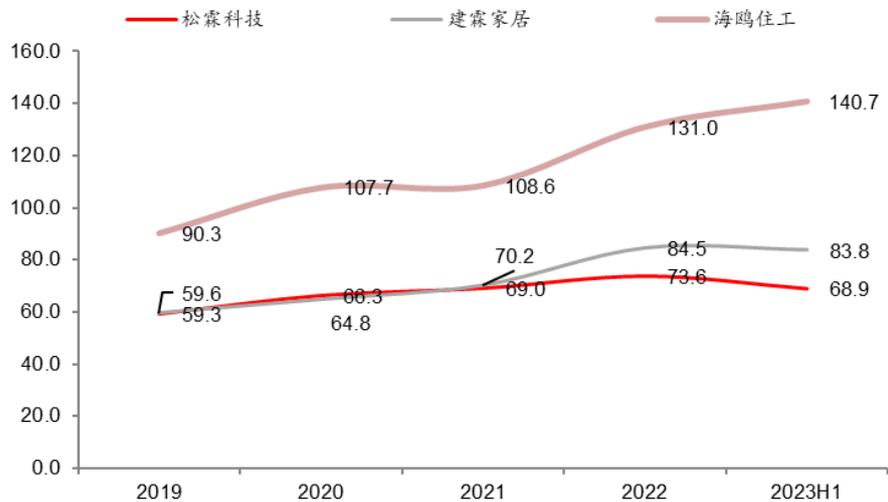
图21: 公司五金工厂



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图22: 公司存货周转天数处于行业较优水平(天)



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

产能持续扩大，越南投产在即，保障规模扩张。公司以自产为主，2022年厨卫健康/美容健康产品产销率分别为106%/100%。为支持业务扩张需求，公司持续扩大产能。2019年IPO募集资金4.91亿元用于“龙头、淋浴系统搬迁及扩产项目”以及“花洒及其配件扩产及技改项目”，现均已完工且达产。2021年10月，公司公告发行可转债6.1亿元，用于“美容健康及花洒扩产及技改项目”，根据项目可行性报告，项目建设周期为30个月，预计达产后每年新增花洒865万件、美容健康201.5万件产能，每年增加6.49亿元销售收入。2023年10月，公司公告拟投资5000万美元于越南投资建厂，我们预计海外产能布局有利于公司拓展海外业务，以及规避美国关税政策。

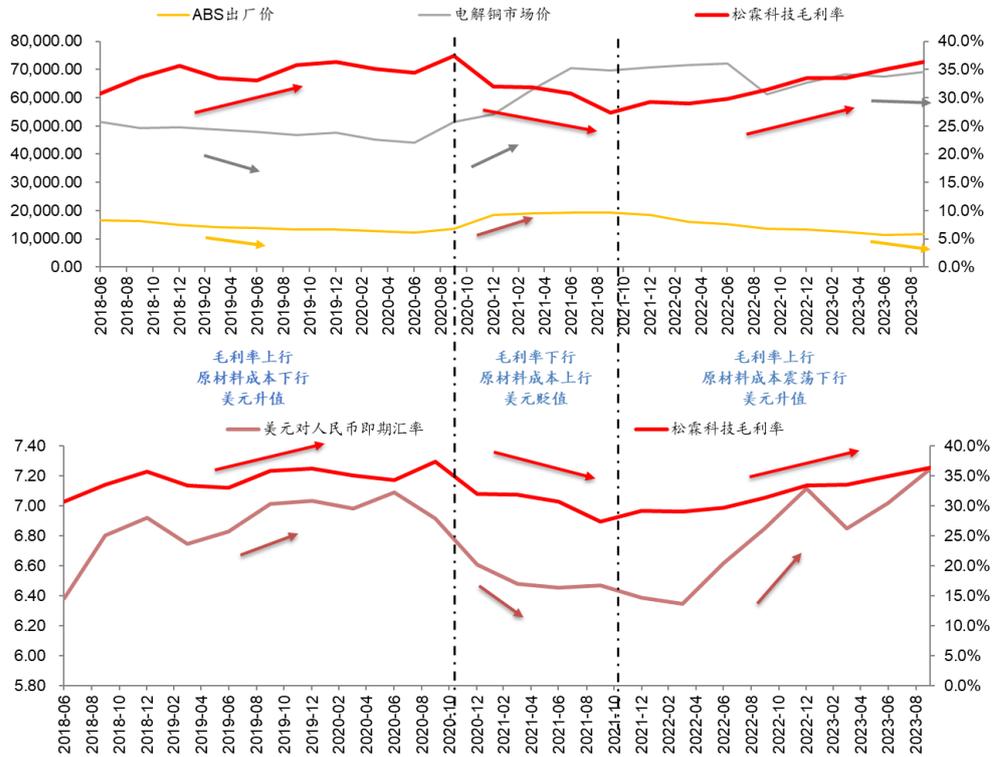
表10: 公司产能投放进度

项目名称	项目投资总额(亿元)	新募集资金投资金额(亿元)	建设年限	投产时点
龙头、淋浴系统搬迁扩产 花洒及其配件扩产技改	6.86	4.91	3	2020年1月 2021年3月
美容健康与花洒扩产及技改项目	6.16	6.1	2.5	尚未投产
越南投资建厂	0.5亿美元	-	-	尚未投产

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

毛利率主要受原材料价格和汇率波动的影响，近年受益于成本下行。公司原材料主要是五金零配件/塑料米/铜锌合金等，2021年占主营业务成本分别为24.76%/12.02%/6.00%，这类原料价格受国际原油价格、铜价等因素影响，同时汇率波动也会影响毛利率。2023年ABS/电解铜价格下行，同时美元升值，带动公司毛利率提升。

图23: 公司毛利率与原材料及汇率变动关系



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

3.4 销售: 头部品牌绑定, 多年合作稳定

国际卫浴品牌长期合作, 大客户优势突出。公司主要客户包括国际知名卫浴品牌商和国际大型连锁建材零售商, 其中国际知名卫浴品牌商包括 Moen (美国摩恩)、TOTO (日本东陶)、Grohe (德国高仪)、American Standard (美国美标)、Delta (美国得而达)、Waterpik (美国洁碧)、Roca (西班牙乐家)、Methven (新西兰麦瑟文)、Kohler (美国科勒), 国际大型连锁建材零售商包括 ADEO (法国安达屋)、Saint-Gobain (法国圣戈班)、Kingfisher (英国翠丰)。客户群覆盖美国、欧洲、日本、澳洲等全球 50+ 的国家和地区, 且与公司达成长期稳定合作, IDM 合作模式也使得终端客户粘性加强, 公司掌握产品销售的主动性和选择性, 具有一定议价力。

表11: 公司前5大代工客户及营收占比

客户名称	客户简介	2021年占公司营收比例
摩恩集团	成立于1937年，总部位于美国，全球著名的龙头、淋浴系列、厨盆、卫浴配件等产品的专业制造公司之一。1996年在广州设合资工厂进入中国。	21.26%
东陶集团	全球卫浴龙头，成立于1917年，总部位于日本，日本历史最悠久、最知名的卫生洁具厂商之一。品类齐全，包括智能马桶、龙头、浴缸、洗脸盆、配件等，1994年开展中国业务，并投资设立多家工厂。	10.81%
科勒集团	美国百年卫浴品牌，全球卫浴龙头，是最早布局中国的全球卫浴龙头之一。	7.34%
BLANCO	BLANCO为家用厨房的用水中心提供系统解决方案。公司成立于1925年，如今已成为厨房用水中心的国际知名高端品牌。BLANCO品牌在欧洲、北美和亚太地区设有子公司和经销商合作伙伴，业务遍及约100个国家/地区，可为消费者提供满足其特定需求的完美产品组合。	3.56%
乐华梅兰集团	成立于1923年，隶属于世界500强企业之一的法国穆里叶家族，在全球拥有近40000名员工，是欧洲第一、世界第三的跨国装饰建材零售集团、横跨全球15国、拥有800+门店、250亿营业额、6亿线上营业额、5亿客户群。2003年，Leroy Merlin正式发展中国业务。	3.38%

资料来源: Wind, 公司招股书说明书, 浙商证券研究所

3.5 产品: 厨卫健康持续推新, 延展智能健康业务

厨卫健康多样推新, 维持价盘稳定。对于传统卫浴配件产品, 公司保持每年推新, 关注电子化智能化升级空间, 比如具有多种技术辅助的美容功效的花洒; 具有冲牙集成的面盆技术、净水一体智能温控直饮、厨房用水多系统联动智能控制中心等具备健康功效或健康检测的智能龙头; 具备与美容健康的脸部、手部、口腔等护理产品的场景智能互动的多款智能多功能浴室柜等。

图24: 公司部分厨卫健康产品一览



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

收购倍杰特, 发展智能马桶。公司于2021年8月以2.86亿元收购倍杰特51%股权, 并于2023年10月全资收购剩余49%股权, 主营马桶配件(马桶盖板、水箱配件等)及智能马桶等卫浴产品。倍杰特2021/2022/2023年承诺净利润分别为5000/5600/6400万元人民币, 2021年因外部环境扰动及汇率原材料变化未兑现, 按约定以现金方式补偿, 带来交易性金融资产公允价值变动; 2022年业绩承诺完成率为99.22%, 2年未兑现, 计提当年商誉减值损失。我们认为, 公司收购倍杰特后进行IDM模式改造, 以及现有客户导入协同, 效益释放可期。

图25: 倍杰特主要产品图示



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

美容健康业务第二引擎, 高毛利高成长。美容健康品类包括 SPA 美容花洒、美容仪、冲牙器、健发仪、智能测肤仪等细分单品。2020/2021/2022 美容健康业务收入 0.46 亿元/1.14 亿元/1.45 亿元, 同比增长 109.36%/144.8%/27.28%, 毛利率分别为 52.2%/52.9%/54.72%, 高于公司平均水平。除美容健康品类外, 公司已开始孵化其他新兴智能健康硬件, 目前主要聚焦于智能健身及智能睡眠监测系统两大品类及场景

图26: 美容健康产品图示



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图27: 美容健康业务营业收入及毛利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

我们看好松霖科技短期在出口补库及需求回暖下主业修复弹性, 中长期看, 公司基于 IDM 模式下, 依靠产品、研发、大客户绑定等优势有望提升厨卫健康品类市占率, 同时顺应智能健康赛道快速崛起趋势, 美容健康、智能健身、智能睡眠等新品类有望放量。

1. 收入预测

我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 30.44/36.60/43.09 亿元，同比-4.3%/+20.2%/+17.8%。按产品拆分看：1) **健康硬件 IDM**：我们预计 2023-2025 年营业收入同比-3%/+21%/+18%。拆分看，我们预计 **厨卫健康** 2023-2025 年营业收入同比-10%/+16%/+10%，其中 2023H1 收入同比-23.6%，主要受海外去库影响，下半年预计因补库回暖明显，中长期看，公司基于 IDM 模式，依靠研发、大客户等优势持续延展龙头、淋浴器等厨卫新品类，提升厨卫健康品类市占率，同时倍杰特在完成全资收购和组织整合后有望快速增长；我们预计 **美容健康** 2023-2025 年营业收入同比+80%/50%/50%，该业务受益于美容健康赛道高增，公司绑定头部日韩客户，同时积极延展新客户，我们预计美容仪、美容花洒等品类有望放量；2) **松霖家**：23H1 收入 0.27 亿元，净亏损-0.51 亿元，该业务于 2023 年 9 月剥离。

2. 利润预测

毛利率：我们预计 2023-2025 年毛利率为 32.2%/32.3%/33.0%，同比提升 1.2/0.4/0.7pct，毛利率持续提升，主要源于毛利率较高的美容健康品类占比提升，23 年更受益于原材料成本下行，美元升值，同时毛利率较低松霖家业务剔除。

净利率：我们预计 2023-2025 年归母净利率为 12.5%/13.2%/13.8%，同比提升 4.2/0.7/0.6pct，除受毛利率提升影响外，考虑亏损的松霖家业务剔除，同时有股权激励费用支出，我们预计净利率稳步提升。

因此，我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 3.8/4.8/5.9 亿元，同比增长 45.2%/27.1%/23.1%。

表12: 分产品预测

单位：百万元	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
健康硬件 IDM	2016.95	2875.48	3062.23	3016.28	3659.67	4309.40
YOY	16.0%	42.6%	6.5%	-2%	21%	18%
收入占比	99.12%	96.59%	96.28%	99.10%	100.00%	100.00%
厨卫健康	1848.31	2613.12	2825.94	2543.35	2950.28	3245.31
YOY	10.64%	41.00%	8.14%	-10%	16%	10%
收入占比	90.83%	87.78%	88.85%	83.56%	80.62%	75.31%
毛利率	35.6%	29.9%	30.6%	31%	31%	31%
美容健康	46	114	145	260	391	586
YOY	109.38%	144.8%	27.27%	80%	50%	50%
占比	2.28%	3.82%	4.55%	8.55%	10.67%	13.59%
毛利率	52.2%	52.9%	54.7%	55%	55%	55%
其他	122.21	148.70	91.64	212.55	318.82	478.23
YOY	166.3%	21.7%	-38.38%	132%	50%	50%
占比	6.01%	5.00%	2.88%	6.98%	8.71%	11.10%
毛利率	11.3%	14.1%	16.6%	17%	17%	17%
松霖家	17.86	101.51	118.30	27.35	0.00	0.00
YOY		468.3%	16.5%	-77%		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 估值与投资评级

综合以上假设，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 30.44/36.60/43.09 亿元，同比-4.3%/+20.2%/+17.8%，我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 3.8/4.8/5.9 亿元，同比增长 45.2%/27.1%/23.1%，对应当前市值 PE 为 19.37/15.24/12.38。我们看好松霖科技短期出口修复弹性，中长期基于 IDM 模式持续提升市占、延展高毛利新品类，首次覆盖给予“增持”评级。

图28: 可比公司估值

股票名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
箭牌家居	94	75.13	77.09	84.91	94.31	5.93	4.77	5.38	6.27	19.6	17.4	14.9
yoy		-10%	3%	10%	11%	3%	-20%	13%	17%			
瑞尔特	48	19.60	21.79	27.04	31.44	2.11	2.22	3.00	3.50	21.7	16.1	13.8
yoy		5%	11%	24%	16%	51%	5%	35%	17%			
建霖家居	57	41.86	42.48	50.21	58.83	4.58	3.98	4.74	5.82	14.3	12.0	9.7
yoy		-11%	1%	18%	17%	22%	-13%	19%	23%			
行业平均												
松霖科技	73	31.81	30.44	36.60	43.09	2.61	3.79	4.82	5.93	18.5	15.1	12.8
yoy		7%	-4%	20%	18%	-13%	45%	27%	23%	19.4	15.2	12.4

注: 收盘价为 2024 年 3 月 28 日数据, 建霖家居取自 wind 一致预期
 资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5 风险提示

(1) **出口需求波动。**公司以卫浴配件代工出口为主, 受下游补库节奏和地产链需求变动影响, 同时美联储降息节奏对地产链相关需求影响较大, 若美联储降息不及预期, 需求传导不及预期, 也会对公司业务也会产生影响, 。

(2) **原材料成本及汇率变动。**根据前文, 公司毛利率变动主要受原材料价格和汇率波动影响, 如果原材料成本提升, 或人民币升值, 将对公司毛利率产生负面影响。

(3) **大客户订单波动风险。**公司代工以头部卫浴品牌客户为主, 下游客户需求波动或订单迁移会导致公司业务波动。

(4) **智能健康新品放量不及预期。**美容健康、智能健身、智能睡眠、倍杰特智能马桶等仍处于拓展新客户和研发应用阶段, 有放量节奏不及预期风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,511	2,623	2,989	3,664
现金	1,104	1,081	1,225	1,757
交易性金融资产	416	416	416	416
应收账款	569	641	769	864
其它应收款	17	20	26	27
预付账款	9	12	13	15
存货	369	431	519	563
其他	26	21	21	21
非流动资产	1,906	2,186	2,467	2,523
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	4	5	7	9
固定资产	1,123	1,212	1,297	1,355
无形资产	270	347	438	490
在建工程	111	131	126	87
其他	398	492	599	582
资产总计	4,417	4,809	5,456	6,187
流动负债	937	1,037	1,197	1,329
短期借款	39	51	69	46
应付款项	589	665	756	861
预收账款	0	0	0	0
其他	309	320	372	421
非流动负债	1,102	1,099	1,099	1,099
长期借款	0	0	0	0
其他	1,102	1,099	1,099	1,099
负债合计	2,039	2,136	2,296	2,428
少数股东权益	203	211	216	222
归属母公司股东权益	2,175	2,462	2,944	3,537
负债和股东权益	4,417	4,809	5,456	6,187

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	615	510	656	830
净利润	285	387	487	599
折旧摊销	184	198	260	234
财务费用	4	0	0	0
投资损失	55	0	0	0
营运资金变动	70	(34)	(79)	11
其它	17	(41)	(11)	(14)
投资活动现金流	(668)	(439)	(530)	(276)
资本支出	(210)	(458)	(528)	(274)
长期投资	(1)	(2)	(2)	(2)
其他	(457)	21	(0)	0
筹资活动现金流	550	(103)	17	(22)
短期借款	(96)	13	17	(22)
长期借款	0	0	0	0
其他	646	(115)	0	(0)
现金净增加额	528	(23)	144	532

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3181	3044	3660	4309
营业成本	2201	2071	2476	2887
营业税金及附加	24	23	27	32
营业费用	160	122	128	151
管理费用	255	250	300	353
研发费用	192	183	220	259
财务费用	(40)	(11)	0	0
资产减值损失	(40)	0	0	1
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	(57)	0	0	0
其他经营收益	23	23	27	32
营业利润	336	435	547	673
营业外收支	(16)	0	0	0
利润总额	320	435	547	673
所得税	35	48	60	74
净利润	285	387	487	599
少数股东损益	24	8	5	6
归属母公司净利润	261	379	482	593
EBITDA	537	622	807	907
EPS (最新摊薄)	0.64	0.93	1.18	1.45

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	6.84%	-4.30%	20.24%	17.75%
营业利润	-6.20%	29.33%	25.79%	23.09%
归属母公司净利润	-13.33%	45.19%	27.08%	23.09%
获利能力				
毛利率	30.79%	31.96%	32.34%	33.00%
净利率	8.21%	12.46%	13.17%	13.76%
ROE	12.01%	15.40%	16.37%	16.77%
ROIC	9.93%	10.90%	12.28%	13.20%
偿债能力				
资产负债率	46.16%	44.42%	42.09%	39.25%
净负债比率	85.72%	79.92%	72.68%	64.60%
流动比率	2.68	2.53	2.50	2.76
速动比率	2.25	2.08	2.03	2.31
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.66	0.71	0.74
应收账款周转率	5.27	5.32	5.46	5.59
应付账款周转率	4.00	3.92	3.93	4.13
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.93	1.18	1.45
每股经营现金	1.51	1.25	1.61	2.04
每股净资产	5.33	6.03	7.22	8.67
估值比率				
P/E	28.12	19.37	15.24	12.38
P/B	3.38	2.98	2.49	2.08
EV/EBITDA	11.01	11.34	8.58	7.02

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>