

松霖科技(603992)

报告日期: 2024年05月06日

## 厨卫出口修复, 美容健康高增, 利润优化显著

### ——松霖科技 23A 及 24Q1 业绩点评

#### 投资要点

##### □ 松霖科技发布 23A 及 24Q1 业绩公告

23 年实现收入 29.83 亿元 (同比-6.2%), 归母净利润 3.52 亿元 (同比+35.0%), 扣非后 3.58 亿元 (同比+24.2%), 其中 23Q4 实现收入 7.90 亿元 (同比+13.7%), 归母净利润 0.48 亿元 (同比+49.7%), 扣非后 0.68 亿元 (同比+127.8%)。24Q1 实现收入 6.81 亿元 (同比+12.6%), 归母净利润 1.11 亿元 (同比+154.7%), 扣非后 1.02 亿元 (同比+156.9%)。

##### □ 厨卫出口修复, 美容健康高增, 松霖家剥离

厨卫健康 23 年收入 26.15 亿元 (同比-7.5%), 其中 23H1/23H2 收入同比-23.6%/+12.7%。1) 行业层面: 卫浴出口去库结束, 需求修复明显。23Q4/24Q1 卫生陶瓷出口额同比-31.9%/+27.2%, 龙头同比-3.0%/+7.9%, 花洒淋浴器等同比-13.2%/+38.4%, 我们预计后续需求将受益于美国地产需求向好, 及美联储降息预期落地; 2) 公司层面: 公司首创 IDM 模式, 厨卫产品偏中高端, 毛利率高于同行, 我们预计公司直接受益于出口修复弹性, 同时积极延伸龙头、淋浴器等新品类, 厨卫市占率有望提升, 另外, 公司于 23Q4 全系收购倍杰特, 经组织架构及产品客户优化升级后, 智能马桶有望放量。

美容健康 23 年收入 2.59 亿元 (同比+79.19%)。1) 行业层面: 美容个护赛道高景气, 全球线上美容个护产品市场 23-30 年复合增长为 18.8%, 全球美容仪市场 23-30 年复合增长为 16%。2) 公司层面: 公司以产品创新驱动, 持续推出美容花洒、美容仪、冲牙器、健发仪、智能测肤仪等细分单品, 有望持续放量。

松霖家 23 年收入 0.32 亿元 (同比-73%)。该业务多年亏损, 公司于 23Q3 剥离, 业务聚焦智能健康。

##### □ 松霖家剥离减亏, 业务结构优化, 利润优化明显

23 年毛利率为 35.0% (同比+4.2pct), 主要受益于业务结构优化 (低毛利松霖家业务剥离, 高毛利美容健康业务占比提升)+汇率优化+原材料价格下降, 拆分看, 23 年厨卫健康/美容健康/松霖家毛利率分别为 33.4%/58.3%/16.7%, 同比+2.73/+3.53/+0.6pct。其中 23Q4/24Q1 毛利率分别为 34.9%/35.5%。

23 年归母净利率 11.8% (同比+3.6pct), 其中 23Q4 归母净利率为 6.14%, 主因全资收购倍杰特费用增加, 以及松霖家业务已剥离后税收抵扣减少, 23Q4 扣非归母净利率为 8.6%。24Q1 归母净利率为 16.4% (同比+9.1%), 主因全资收购倍杰特后提升归母净利率+松霖家剥离减亏。

我们认为: 剥离松霖家后对 24 年公司利润有明显优化, 同时中长期受益于美容健康占比提升, 利润有持续优化空间。

##### □ 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 2024-2026 年公司实现营业收入 36.42/43.48/51.43 亿元, 同比增长 22.1%/19.4%/18.3%, 我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 4.86/5.96/7.11 亿元, 同比增长 37.8%/22.7%/19.3%, 对应当前市值 PE 为 16.04/13.07/10.95, 维持“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。

#### 投资评级: 增持(维持)

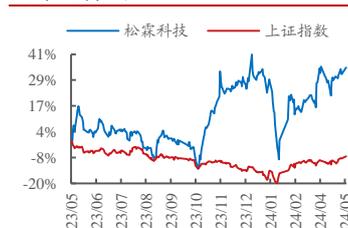
分析师: 史凡可  
执业证书号: S1230520080008  
shifanke@stocke.com.cn

研究助理: 陈秋露  
chenqiulu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 19.05
总市值(百万元)	7,772.17
总股本(百万股)	407.99

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《IDM 代工首创者, 厨卫+美容双驱动》2024.03.29

## 财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,983	3,642	4,348	5,143
(+/-) (%)	-6.20%	22.09%	19.36%	18.29%
归母净利润	352	486	596	711
(+/-) (%)	34.94%	37.77%	22.69%	19.33%
每股收益(元)	0.86	1.19	1.46	1.74
P/E	22.10	16.04	13.07	10.95

资料来源：浙商证券研究所

图1: 公司季度业绩拆分 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业总收入	792.89	918.69	774.37	694.59	604.79	790.16	798.68	789.79	681.04
YOY	49.30%	36.99%	-2.69%	-29.09%	-23.72%	-13.99%	3.14%	13.71%	12.61%
归母净利润	72.71	83.17	72.86	32.40	43.71	76.74	183.59	48.46	111.33
YOY	-1.26%	34.35%	-1.52%	-64.70%	-39.89%	-7.73%	151.96%	49.57%	154.72%
扣非归母净利润	64.43	107.81	85.78	29.64	39.79	93.71	156.73	67.51	102.22
YOY	-3.21%	96.10%	33.04%	-55.65%	-38.24%	-13.08%	82.70%	127.76%	156.89%
毛利率	29.04%	29.76%	31.38%	33.48%	33.53%	34.91%	36.39%	34.89%	35.54%
期间费用率	19.07%	13.73%	16.34%	23.54%	23.66%	16.21%	18.88%	19.55%	18.37%
其中: 销售费用	37.88	42.95	45.15	33.78	29.02	33.35	34.36	22.01	18.97
销售费用率	4.78%	4.68%	5.83%	4.86%	4.80%	4.22%	4.30%	2.79%	2.79%
其中: 管理费用	62.32	64.07	56.70	72.05	59.66	64.76	66.57	69.32	63.70
管理费用率	7.86%	6.97%	7.32%	10.37%	9.86%	8.20%	8.34%	8.78%	9.35%
其中: 研发费用	43.67	50.26	48.33	49.96	45.01	49.46	48.24	60.82	47.99
研发费用率	5.51%	5.47%	6.24%	7.19%	7.44%	6.26%	6.04%	7.70%	7.05%
其中: 财务费用	7.32	-31.15	-23.64	7.72	9.39	-19.49	1.65	2.21	-5.58
财务费用率	0.92%	-3.39%	-3.05%	1.11%	1.55%	-2.47%	0.21%	0.28%	-0.82%
归母净利率	9.17%	9.05%	9.41%	4.66%	7.23%	9.71%	22.99%	6.14%	16.35%
扣非归母净利率	8.13%	11.74%	11.08%	4.27%	6.58%	11.86%	19.62%	8.55%	15.01%
存货	552.08	428.04	366.05	368.95	352.10	332.05	310.85	314.08	324.64
较上年同期增减	225.93	64.32	-151.84	-161.86	-199.97	-95.98	-55.20	-54.87	-27.46
存货周转天数	86.76	71.54	69.72	73.65	80.75	68.87	64.45	63.44	65.47
应收票据	0.00	14.44	33.35	37.85	37.28	19.97	50.54	53.03	32.01
较上年同期增减	-3.42	11.81	30.71	35.21	37.28	5.53	17.20	15.18	-5.27
应收账款	584.70	650.86	583.35	531.16	436.32	611.18	630.22	559.79	478.52
较上年同期增减	167.90	156.71	-80.86	-145.19	-148.38	-39.67	46.87	28.63	42.20
应收账款周转天数	71.47	69.72	68.33	68.28	71.97	73.69	71.46	65.81	68.61
应付账款及应付票据	606.81	623.22	568.21	589.50	495.78	525.53	490.63	511.84	426.87
较上年同期增减	173.80	61.17	-58.45	-97.46	-111.02	-97.69	-77.58	-77.66	-68.92
预收账款	122.78	93.90	114.25	88.76	90.72	72.68	78.41	77.40	71.02
较上年同期增减	38.36	28.05	4.98	-8.44	-32.07	-21.22	-35.84	-11.36	-19.70
经营性现金流净额	153.58	148.21	200.68	113.04	95.45	9.37	194.01	177.94	131.01
较上年同期增减	147.38	80.38	170.18	-70.70	-58.12	-138.84	-6.67	64.90	35.56
筹资性现金流净额	1.19	-12.24	559.77	1.35	28.66	-47.99	-79.75	-288.90	-92.71
较上年同期增减	1.19	69.17	580.98	1.82	27.48	-35.75	-639.52	-290.26	-121.38
资本开支	103.52	63.47	35.88	11.06	83.56	21.89	27.00	18.76	60.24
较上年同期增减	-12.84	11.73	-54.93	-65.58	-19.97	-41.58	-8.89	7.69	-23.32
ROE	3.21%	3.58%	3.03%	1.40%	1.99%	3.46%	7.95%	1.95%	4.23%
YOY (±)	-0.39%	0.59%	-0.50%	-2.81%	-1.22%	-0.12%	4.92%	0.55%	2.24%
资产负债率	37.22%	36.41%	41.34%	46.16%	43.79%	44.41%	40.48%	39.52%	34.50%
YOY (±)	11.41%	1.10%	0.88%	6.19%	6.57%	8.00%	-0.85%	-6.63%	-9.29%

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图2: 公司收入按产品拆分(单位:百万元)

单位:百万元	2019	2020	2021	2022	2023
<b>健康硬件IDM</b>	1738.63	2016.95	2875.48	3062.23	2951.36
YOY		16.0%	42.6%	6.5%	-3.6%
收入占比	100.00%	99.12%	96.59%	96.28%	98.93%
毛利率		35.6%	30.0%	31.4%	35.2%
<b>厨卫健康</b>	1670.56	1848.31	2613.12	2825.94	2615.23
YOY		10.64%	41.00%	8.14%	-7.46%
收入占比	96.09%	90.83%	87.78%	88.85%	87.66%
毛利率	35.2%	35.6%	29.9%	30.6%	33.36%
销量(万件)	3922	4214	5719.85	5577.43	5534.00
YOY		7.45%	35.73%	-2.49%	-0.78%
均价(元)	42.60	43.86	45.69	50.67	47.26
YOY		2.97%	4.16%	10.91%	-6.73%
<b>美容健康</b>	22	46	114	145	259
YOY		109.38%	144.8%	27.27%	79.19%
占比	1.28%	2.28%	3.82%	4.55%	8.69%
毛利率	58.1%	52.2%	52.9%	54.7%	58.25%
销量(万件)	78.00	94	217.17	264.86	433.00
YOY		20.51%	131.03%	21.96%	63.48%
均价(元)	28.43	49.40	52.34	54.62	59.86
YOY		73.74%	5.95%	4.35%	9.61%
<b>其他</b>	45.89	122.21	148.70	91.64	76.92
YOY		166.3%	21.7%	-38.38%	-16%
占比		6.01%	5.00%	2.88%	2.58%
毛利率		11.3%	14.1%	16.6%	21%
<b>松霖家</b>		17.86	101.51	118.30	32.06
YOY			468.3%	16.5%	-73%
占比		0.88%	3.41%	3.72%	1.07%
毛利率		36.13%	15.8%	16.1%	16.73%

资料来源:公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图3: 公司收入按地区拆分(单位:百万元)

单位:百万元	2019	2020	2021	2022	2023
<b>境内</b>	524.71	577.24	959.20	1018.51	1043.15
YOY		10.01%	66.2%	6.2%	2.42%
占比	30.18%	28.37%	32.22%	32.02%	34.96%
毛利率	26.85%	25.75%	22.59%	21.56%	25.05%
<b>境外</b>	1213.94	1457.58	2017.80	2162.02	1940.27
YOY		20.07%	38.4%	7.1%	-10.26%
占比	69.82%	71.63%	67.78%	67.98%	65.04%
毛利率	38.21%	38.03%	32.85%	35.13%	40.39%

资料来源:公司公告, Wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2,632	3,341	4,309	5,326
现金	904	1,446	2,172	2,959
交易性金融资产	729	729	729	729
应收账款	613	712	882	1,024
其它应收款	14	19	21	26
预付账款	5	8	9	11
存货	314	388	457	539
其他	53	39	39	39
<b>非流动资产</b>	1,620	1,541	1,451	1,368
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	3	3	2	2
固定资产	997	993	927	888
无形资产	230	205	172	143
在建工程	172	137	150	138
其他	218	204	201	197
<b>资产总计</b>	4,252	4,882	5,760	6,694
<b>流动负债</b>	1,000	1,121	1,391	1,599
短期借款	45	65	79	96
应付款项	512	626	741	871
预收账款	0	0	0	0
其他	442	429	570	632
<b>非流动负债</b>	681	679	679	679
长期借款	0	0	0	0
其他	681	679	679	679
<b>负债合计</b>	1,681	1,800	2,070	2,278
少数股东权益	0	10	22	37
归属母公司股东权	2,572	3,072	3,668	4,379
<b>负债和股东权益</b>	4,252	4,882	5,760	6,694

### 现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	477	575	753	827
净利润	391	496	608	726
折旧摊销	171	104	97	104
财务费用	11	31	32	32
投资损失	(7)	(3)	(3)	0
营运资金变动	(153)	(65)	14	(39)
其它	64	11	5	4
<b>投资活动现金流</b>	(287)	(34)	(9)	(24)
资本支出	(149)	(37)	(13)	(25)
长期投资	1	0	1	0
其他	(138)	2	3	0
<b>筹资活动现金流</b>	(388)	(3)	(18)	(16)
短期借款	7	20	13	17
长期借款	0	0	0	0
其他	(395)	(23)	(32)	(32)
<b>现金净增加额</b>	(188)	543	725	787

### 利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2,983	3,642	4,348	5,143
营业成本	1,939	2,356	2,797	3,282
营业税金及附加	31	36	43	51
营业费用	119	146	174	206
管理费用	260	302	361	427
研发费用	204	237	283	334
财务费用	(6)	31	32	32
资产减值损失	(44)	(3)	(5)	(4)
公允价值变动损益	(29)	0	0	0
投资净收益	7	3	3	0
其他经营收益	19	16	20	0
<b>营业利润</b>	380	551	676	806
营业外收支	(2)	0	0	0
<b>利润总额</b>	378	551	676	806
所得税	(13)	55	68	81
<b>净利润</b>	391	496	608	726
少数股东损益	39	10	12	15
<b>归属母公司净利润</b>	352	486	596	711
EBITDA	576	686	804	942
EPS (最新摊薄)	0.86	1.19	1.46	1.74

### 主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-6.20%	22.09%	19.36%	18.29%
营业利润	12.90%	45.08%	22.69%	19.33%
归属母公司净利润	34.94%	37.77%	22.69%	19.33%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.02%	35.33%	35.67%	36.18%
净利率	11.81%	13.33%	13.70%	13.82%
ROE	13.71%	15.81%	16.24%	16.24%
ROIC	12.91%	13.87%	14.48%	14.68%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	39.52%	36.87%	35.94%	34.03%
净负债比率	-8.88%	-24.38%	-39.66%	-50.58%
流动比率	2.63	2.98	3.10	3.33
速动比率	2.27	2.59	2.73	2.96
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.80	0.82	0.83
应收账款周转率	5.47	6.04	6.04	5.99
应付账款周转率	4.11	4.60	4.62	4.56
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.86	1.19	1.46	1.74
每股经营现金	1.17	1.41	1.85	2.03
每股净资产	6.30	7.53	8.99	10.73
<b>估值比率</b>				
P/E	22.10	16.04	13.07	10.95
P/B	3.03	2.54	2.12	1.78
EV/EBITDA	12.24	10.26	7.86	5.89

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>