

松井股份 (688157.SH) 增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

3C 涂料仍待修复，汽车涂料放量显著

业绩简评

2023年4月17日公司发布2022年报及2023年1季报：2022年实现营业总收入5亿元，同比下滑2%；归母净利润0.8亿元，同比下滑16%。2023年1季度公司共实现营业收入9421万元，同比下降20%；归母净利润303万元，同比下降85%。

经营分析

消费电子周期底部，叠加行业去库存共同影响公司业绩。2022年受宏观经济弱复苏等因素影响导致消费者换机需求疲软，供需错配使得终端上游供应链承压，公司全年高端消费电子领域业务收入同比下降11%，其中手机及相关配件、笔记本电脑及相关配件、智能家电相关业务收入同比分别下滑22%、13%、0.2%；仅有可穿戴设备业务收入维持了33%的高增长。今年1季度本身为公司业务的传统淡季，叠加行业因素导致公司业绩下滑明显，1季度公司在高端消费电子领域收入同比下降28.5%，其中手机及相关配件、笔记本电脑及相关配件、可穿戴设备、智能家电业务收入同比分别下降36%、29%、9%、16%。

乘用车领域涂料业务增速显著，未来有望持续放量。经过多年的产品打磨及市场培育，公司凭借差异化竞争策略在乘用车领域业务拓展上取得成效，2022年全年共实现收入6703万元，同比增长198%。由于公司与主要的核心战略客户合作的新车型项目交付时间多集中在下半年，部分在手订单出货量一季度短期承压，今年1季度公司乘用车领域共实现营业收入1659万元，同比增长45%。此外，今年3月公司公告拟在湖南省攸县高新技术产业开发区投资20亿元兴建汽车涂料建设项目，该项目建成后有助于公司进一步拓展汽车涂料业务和完善产业布局。

盈利预测、估值与评级

考虑到消费电子行业的需求修复需要时间，公司3C涂料业务收入仍会受到行业因素影响。下调公司2023-2024年归母净利润预测至0.91亿元(-42%)、1.21亿元(-38%)，预计2025年归母净利润为1.58亿元，当期市值对应PE分别为85.7、64.2、49.2倍，维持“增持”评级。

风险提示

3C涂料和乘用车涂料开发不达预期、大客户采购大幅减少、市场竞争加剧、原材料价格波动、董高监等高管减持、限售股解禁

基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

联系人：李含钰

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：97.38 元

相关报告：

- 《3C 涂料基本盘稳定，乘用车涂料加速放量-【国金化工】松井股份...》，2022.8.31
- 《3C 涂料引领者，切入乘用车涂料成长可期-松井股份深度报告》，2022.7.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	508	499	638	834	1,077
营业收入增长率	16.85%	-1.80%	27.78%	30.74%	29.16%
归母净利润(百万元)	97	82	91	121	158
归母净利润增长率	11.72%	-15.55%	10.30%	33.43%	30.42%
摊薄每股收益(元)	1.224	1.031	1.137	1.517	1.978
每股经营性现金流净额	0.72	1.76	0.27	0.58	0.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.23%	6.59%	6.91%	8.67%	10.47%
P/E	99.46	84.91	85.67	64.21	49.23
P/B	8.18	5.59	5.92	5.56	5.16

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	435	508	499	638	834	1,077
增长率		16.9%	-1.8%	27.8%	30.7%	29.2%
主营业务成本	-215	-260	-249	-315	-405	-517
%销售收入	49.5%	51.2%	49.9%	49.4%	48.5%	48.0%
毛利	220	248	250	323	429	560
%销售收入	50.5%	48.8%	50.1%	50.6%	51.5%	52.0%
营业税金及附加	-5	-6	-5	-6	-8	-10
%销售收入	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-39	-55	-56	-70	-92	-118
%销售收入	9.0%	10.8%	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%
管理费用	-36	-42	-51	-64	-83	-108
%销售收入	8.3%	8.2%	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%
研发费用	-53	-59	-75	-96	-125	-162
%销售收入	12.1%	11.6%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	87	87	64	87	121	162
%销售收入	20.0%	17.0%	12.8%	13.7%	14.6%	15.1%
财务费用	1	5	9	8	6	4
%销售收入	-0.2%	-1.1%	-1.7%	-1.3%	-0.7%	-0.4%
资产减值损失	-3	-2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	11	3	0	0	0
%税前利润	1.9%	9.7%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	93	104	86	95	127	166
营业利润率	21.4%	20.5%	17.2%	15.0%	15.3%	15.4%
营业外收支	4	5	0	0	0	0
税前利润	97	109	86	95	127	166
利润率	22.3%	21.4%	17.3%	15.0%	15.3%	15.4%
所得税	-10	-12	-4	-5	-6	-8
所得税率	10.4%	11.3%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	87	96	82	91	121	158
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	87	97	82	91	121	158
净利率	20.0%	19.2%	16.5%	14.2%	14.5%	14.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	87	96	82	91	121	158
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0
非现金支出	15	18	17	19	25	34
非经营收益	0	-10	-6	1	1	0
营运资金变动	-30	-47	48	-80	-82	-100
经营活动现金净流	72	57	141	30	65	93
资本开支	-57	-107	-240	-109	-130	-150
投资	-174	139	-14	0	0	0
其他	3	8	5	0	0	0
投资活动现金净流	-228	40	-249	-109	-130	-150
股权募资	634	0	7	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	-4	0
其他	-24	-28	-33	-28	-37	-48
筹资活动现金净流	611	-28	-26	-28	-41	-48
现金净流量	453	68	-131	-107	-106	-105

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	557	617	484	374	265	157
应收款项	247	288	239	334	432	552
存货	42	65	68	83	106	136
其他流动资产	177	26	41	46	49	52
流动资产	1,023	995	832	836	852	898
%总资产	82.3%	74.0%	59.0%	55.6%	52.4%	50.2%
长期投资	5	20	19	19	19	19
固定资产	165	240	406	490	598	717
%总资产	13.3%	17.9%	28.8%	32.6%	36.8%	40.1%
无形资产	43	50	54	52	50	48
非流动资产	219	349	578	668	773	890
%总资产	17.7%	26.0%	41.0%	44.4%	47.6%	49.8%
资产总计	1,243	1,344	1,411	1,505	1,626	1,788
短期借款	0	1	4	4	0	0
应付款项	109	107	91	121	156	199
其他流动负债	22	22	28	32	41	51
流动负债	131	131	123	158	197	250
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	15	23	19	17	15
负债	142	146	147	177	213	265
普通股股东权益	1,095	1,184	1,248	1,312	1,397	1,507
其中：股本	80	80	80	112	112	112
未分配利润	189	251	295	359	444	554
少数股东权益	6	15	15	15	15	15
负债股东权益合计	1,243	1,344	1,411	1,505	1,626	1,788

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.095	1.224	1.031	1.137	1.517	1.978
每股净资产	13.760	14.869	15.642	16.440	17.502	18.887
每股经营现金净流	0.901	0.716	1.763	0.272	0.581	0.828
每股股利	0.330	0.370	0.310	0.244	0.325	0.424
回报率						
净资产收益率	7.96%	8.23%	6.59%	6.91%	8.67%	10.47%
总资产收益率	7.02%	7.24%	5.83%	6.03%	7.45%	8.83%
投入资本收益率	7.09%	6.40%	4.82%	6.24%	8.17%	10.12%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.44%	16.85%	-1.80%	27.78%	30.74%	29.16%
EBIT 增长率	-20.70%	-0.52%	-26.20%	36.82%	38.79%	33.62%
净利润增长率	-6.13%	11.72%	-15.55%	10.30%	33.43%	30.42%
总资产增长率	117.70%	8.20%	4.92%	6.68%	8.03%	9.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	162.4	153.6	158.2	160.0	158.0	156.0
存货周转天数	78.5	74.4	97.0	96.0	96.0	96.0
应付账款周转天数	96.4	86.3	89.7	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	86.7	85.2	96.2	94.9	97.9	99.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.61%	-51.86%	-39.59%	-29.37%	-20.18%	-11.67%
EBIT 利息保障倍数	-89.0	-16.2	-7.4	-10.9	-20.3	-41.4
资产负债率	11.39%	10.84%	10.40%	11.77%	13.12%	14.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-26	增持	114.95	121.80~121.80
2	2022-08-31	增持	100.85	N/A

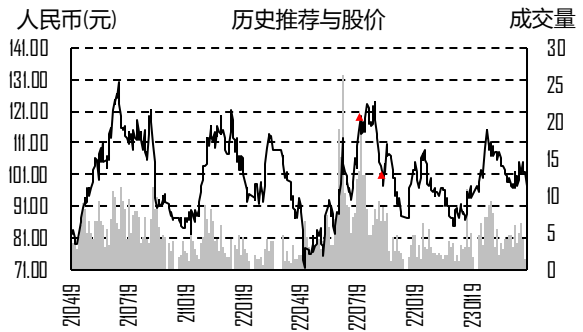
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402