

松井股份 (688157.SH)

一季度超预期增长，剑指我国高端消费品涂层材料领袖

事件：1) 公司发布 2021 年一季度业绩预告，预计 2021 年实现归母净利润 2098 万元至 2308 万元，同比增长 50%至 65%，在光固化树脂等主要原材料价格大幅上涨的背景下实现超预期增长；**2) 公司拟收购我国 AF 抗指纹油墨先进企业湖南昕逸辰 80%股权**（以自有资金 360 万元），进一步强化其在屏幕 AF 抗指纹油墨领域技术能力。

立足三大核心优势，持续引领 3C 涂料国产替代。公司是我国 3C 涂料领先企业，不仅拥有来自于阿克苏诺贝尔、PPG、沙多玛等海外巨头的核心研发团队，并且掌握水性涂料等高端 3C 涂料技术，以及拥有快速的产品创新迭代能力。植根于团队、技术、创新三大核心优势，以及领先的技术服务能力，公司在 3C 存量市场持续对于行业第二梯队外资企业以及国内对手的份额进行替代（二者近年来份额均持续下降）。2019 年公司在全球 3C 涂料市场份额 6.37%，份额提升空间广阔。

新客户扩展结合“三合一”解决方案，短中期增长动能充足。一方面，公司过去产品应用集中在手机领域（2019 年手机涂料业务占营收 77.9%），在 3C 中除手机外的领域——笔记本电脑、可穿戴设备、智能家电具有较大的配套潜力。另一方面，公司过去收入集中于华为、苹果、小米等少数客户，增长主要来自于在存量客户的份额提升。我们预计，客户数目的增长将成为公司短中期内业绩增长的强劲支撑。我们亦将通过全球 3C 领域各终端厂商对于涂料采购额的测算以及公司在其中的份额增长，持续跟踪公司的业务开拓情况及增长潜力。同时，公司基于涂料、油墨、胶粘剂共通的核心原材料，为 3C 领域客户提供“三合一”解决方案。该战略将在增强现有客户粘性的同时，使公司在 3C 领域的增长空间扩大数倍。

进军汽车涂料千亿赛道，打开长期成长空间。长期看，公司聚焦于高端工业涂层材料，包括了汽车涂料、轨交涂料、风电涂料、重防腐涂料等。其中，全球汽车涂料市场规模约 180 亿美金，包括了整车涂料、零部件涂料和修补涂料。目前，公司已通过全球车灯龙头法雷奥切入零部件涂料，并持续进行品类延伸。从具体产品看，公司在除电泳漆外的品类均有增长潜力。

投资建议。我们预计公司 2020 至 2022 年实现营业收入 4.34/7.94/10.25 亿元，实现归母净利润 0.88/1.62/2.36 亿元，对应 PE 分布为 75.2/40.9/28.0 倍，公司一季度重回良好增长态势，看好公司在高端工业涂层材料领域长期的国产替代潜力，维持“买入”评级。

风险提示：终端客户业务情况不佳、新领域开拓低预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	262	455	434	794	1,025
增长率 yoy (%)	39.9	73.6	-4.7	83.0	29.1
归母净利润(百万元)	52	93	88	162	236
增长率 yoy (%)	91.9	77.7	-5.2	83.9	45.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.66	1.17	1.11	2.03	2.97
净资产收益率(%)	16.7	22.8	18.2	25.9	27.7
P/E(倍)	126.7	71.3	75.2	40.9	28.0
P/B(倍)	21.47	16.56	13.80	10.70	7.82

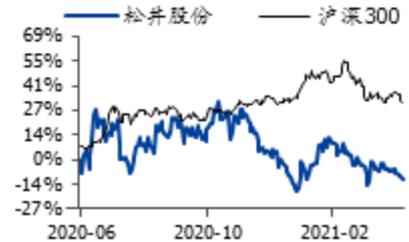
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 12 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
04 月 12 日收盘价	81.70
总市值(百万元)	6,503.32
总股本(百万股)	79.60
其中自由流通股(%)	23.75
30 日日均成交量(百万股)	0.11

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

研究助理 杨义韬

邮箱：yangyitao@gszq.com

相关研究

- 1、《松井股份(688157.SH)：首次股权激励绑定核心员工，长期成长蓝图逐步显现》2020-12-31
- 2、《松井股份(688157.SH)：立足先进技术，3C 涂层材料国产替代领跑者快速成长》2020-08-14



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	291	405	469	951	787
现金	90	115	286	276	356
应收票据及应收账款	155	229	137	532	331
其他应收款	7	3	7	12	12
预付账款	1	6	1	12	5
存货	38	51	37	118	81
其他流动资产	1	2	2	2	2
非流动资产	127	165	159	291	345
长期投资	4	2	0	-2	-4
固定资产	103	106	100	230	284
无形资产	12	30	34	40	44
其他非流动资产	9	27	24	23	21
资产总计	418	571	628	1242	1132
流动负债	103	160	118	594	259
短期借款	0	5	5	279	40
应付票据及应付账款	79	122	78	274	179
其他流动负债	24	33	35	41	40
非流动负债	6	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	10	10	10	10
负债合计	109	170	128	604	269
少数股东权益	0	1	0	-2	-5
股本	60	60	80	80	80
资本公积	199	199	199	199	199
留存收益	42	135	206	356	569
归属母公司股东权益	308	400	500	639	867
负债和股东权益	418	571	628	1242	1132

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	16	73	169	-89	434
净利润	51	91	87	160	233
折旧摊销	9	13	11	18	27
财务费用	-1	-0	5	24	26
投资损失	-0	1	-0	-0	0
营运资金变动	-48	-37	66	-290	149
其他经营现金流	5	5	0	0	0
投资活动现金流	-7	-53	-5	-150	-81
资本支出	6	45	-5	134	56
长期投资	-1	0	2	2	2
其他投资现金流	-2	-8	-7	-13	-22
筹资活动现金流	0	1	7	-47	-34
短期借款	-10	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	3	0	20	0	0
资本公积增加	12	1	0	0	0
其他筹资现金流	-5	-4	-13	-47	-34
现金净增加额	10	21	172	-285	319

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	262	455	434	794	1025
营业成本	120	208	206	363	468
营业税金及附加	4	5	7	12	15
营业费用	41	60	56	88	92
管理费用	16	27	26	62	77
研发费用	31	45	36	64	82
财务费用	-1	-0	5	24	26
资产减值损失	-4	-2	0	0	0
其他收益	9	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0	-0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	56	105	98	182	265
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	58	106	100	183	267
所得税	6	15	13	23	34
净利润	51	91	87	160	233
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-3
归属母公司净利润	52	93	88	162	236
EBITDA	64	116	106	201	294
EPS (元)	0.66	1.17	1.11	2.03	2.97

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	39.9	73.6	-4.7	83.0	29.1
营业利润(%)	92.6	88.0	-6.7	84.4	46.2
归属于母公司净利润(%)	91.9	77.7	-5.2	83.9	45.9
获利能力					
毛利率(%)	54.2	54.4	52.5	54.3	54.4
净利率(%)	19.9	20.4	20.3	20.4	23.0
ROE(%)	16.7	22.8	18.2	25.9	27.7
ROIC(%)	15.6	21.4	16.6	17.6	26.0
偿债能力					
资产负债率(%)	26.2	29.8	20.4	48.7	23.8
净负债比率(%)	-27.0	-24.8	-56.5	2.3	-36.3
流动比率	2.8	2.5	4.0	1.6	3.0
速动比率	2.4	2.2	3.6	1.4	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	2.1	2.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	1.17	1.11	2.03	2.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.91	2.13	-1.12	5.46
每股净资产(最新摊薄)	3.88	5.02	6.03	7.78	10.64
估值比率					
P/E	126.7	71.3	75.2	40.9	28.0
P/B	21.5	16.6	13.8	10.7	7.8
EV/EBITDA	101.7	56.4	60.0	33.0	21.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 12 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com