

松井股份 (688157)

2022 年中报点评：高端 3C 涂料生产商，切入汽车

产业链

业绩概要：2022 年上半年公司实现营业收入 2.5 亿元 (+7.1%)，实现归母净利润 0.39 亿元 (-16.7%)，对应基本 EPS 为 0.49 元，扣非后归母净利润为 0.35 亿元 (-11.8%)。其中 Q2 营收为 1.3 亿元 (同比+9.7%，环比+12.7%)，归母净利润为 0.19 亿元 (同比-21.2%，环比-6.57%)，Q2 单季度 EPS 为 0.23 元；

细分领域涂料龙头：公司是 3C 涂料的重要供应商，主要产品包括涂料、油墨和胶黏剂，其中涂料业务 2021 年收入占比超 95%，油墨主要用于玻璃等基材中，收入占比 4%左右，而胶黏剂主要用于不同材料的粘结固定，适用于单次用量较低的领域，损耗较低。公司目前主要营收由 3C 产品贡献，包括手机、笔记本电脑（“笔电”）、可穿戴设备等，2022 年上半年 3C 产品收入占比 87.7%，下游高端消费电子客户包括北美客户如微软、谷歌，国内客户包括华为、荣耀、小米等；在乘用车领域，公司凭借原有客户渠道、技术优势及品牌影响力，进入到北美 T 公司、比亚迪、法雷奥、蔚来、理想等国内外知名整车企业，2022 年上半年乘用车收入占比 11.6%；特种装备领域，公司在新能源汽车零部件、半导体主板封装前瞻布局并在报告期内在航空航天产品通过技术验证并实现小批量应用，目前占比 0.05%；

3C 业务承压，积极拓展高成长领域：2022 年，受到国际形势冲突、疫情反复以及收入预期下降的影响，消费电子行业下游需求萎靡，IDC 预测 2022 年全球智能手机出货量同比下降 3.5%。在此背景下，公司保持战略定力，坚持消费电子、汽车、特种装备三线推进策略，整体业绩保持稳定。分业务看，3C 涂料受到消费电子行业景气度下降影响，2022 年上半年实现营收 2.2 亿元，同比下降 1.55%，整体下降比例不大，分析原因主要是手机与笔电下滑较快，而公司借助客户渠道，新进入的可穿戴设备和智能家电领域增速较快，分别达到 18.4%和 24.5%。此外，报告期内公司成功获取 VR 巨头 Meta 合格供应商资格，布局未来赛道。与此同时，公司积极拓展产品销售渠道，抓住新能源汽车领域产品高端化和国产化机遇，先后获得十多家知名车企的资质认证，为客户提供多种车用涂料差异化解决方案，报告期内汽车业务实现营业收入 0.28 亿元，同比增长 329%，收入占比提升较为明显，二季度随着疫情管控放松叠加政策利好支持，下游客户加快备货，汽车业务营收环比增长 51.6%；

多重因素抬高成本，公司盈利能力毋须担心：2022 年上半年，各地疫情频发，根据招股书，公司下游客户主要集中于华东、华南、西南等地区，疫情反复导致供应链中断，

投资评级

持有
首次评级

2022 年 08 月 31 日

收盘价(元): 101.00

公司基本数据

总股本(百万股)	79.78
总市值(百万)	8,058.02
流通股本(百万股)	35.07
流通市值(百万)	3,541.91
12 月最高/最低价(元)	125.48/70.00
资产负债率(%)	9.05
每股净资产(元)	0.00
市盈率(TTM)	89.88
净资产收益率(%)	3.20

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
联系电话:
邮箱: dengke@avicsec.com

王勇杰 研究助理
SAC 执业证书: S0640122070026
联系电话:
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

为了保证交付，公司采用了特殊物流应急方案，物流费用同比增加 27.8%，同时公司涂料重要原材料溶剂价格受大宗商品涨价而出现上涨，对成本构成挑战。但通过成本管控、产品和客户结构优化，公司毛利率仍同比提升了 1.7pcts。净利率同比下降了 4.6pcts，主要是由于公司汽车及特种装备业务尚处于市场推广期，销售去年同期提升 1.84pcts，同时公司在新能源电池绝缘涂层、电机变压器特种涂层、汽车玻璃涂层等领域加大研发投入，研发费用率较同期提升了 2.24pcts。财务费用率进一步下降，主要系公司出口的汇兑收益有所增加。分季度来看，公司毛利率环比波动较小，但净利率有所下滑，尽管二季度物流问题有所缓解，但由于新产品及新技术研发投入大幅增加，因此净利率总体环比一季度下降 2.58pcts，长期看有利于公司的发展；

财务数据：与上年期末相比，货币资金减少 45.3%，主要系公司购买结构性存款及在建工程如研发中心、水性涂料及特种树脂生产基地资金投入所致，合同负债增加 33.3%，系下游客户锁定产能，预收款增加所致，存货周转天数相较去年同期上升了 21.5 天，主要是公司加大了备货力度以满足下游快速增加的需求；

募投项目调整升级，公司产能逐步释放：IPO 募投项目包括高性能水性涂料 5000 吨，汽车部件用新型功能涂料 500 吨、特种油墨 700 吨，环保型胶黏剂 500 吨。公司根据下游需求等因素调整了募投项目投资额，并将建设完成期限延长至 2024 年上半年。目前公司已有产能 7000 吨，在建产能 16000 吨，预计 2022 年年底完成产能建设；

股权激励稳定预期：公司 2021 年发布公告，以 2021-2023 年三个会计年度对核心团队进行股权激励，以 2020 年净利润为基数，分批解锁激励，2021-2023 年净利润增长率不低于 30%/69%/119.70%，即不考虑股份支付费用情况下，扣非归母净利润实现 0.99/1.28/1.67 亿元；

投资建议：公司作为国内细分领域涂料龙头，打破长期以来被阿克苏、PPG 等国际巨头的涂层材料垄断，积极布局消费电子、乘用车以及特种装备三大板块，在消费电子需求萎靡的情况下保持了乘用车涂料的高速成长和特种装备涂料的突破。随着公司在建产能的释放，公司业绩将保持较快增长。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 6.2/8.0/10.3 亿元，同比增速 22.0%/29.7%/28.4%，归母净利润 1.3/1.8/2.5 亿元，同比增速 30.6%/42.5%/37.6%，对应 PE 63X/44X/32X，首次覆盖，给予“持有”评级。

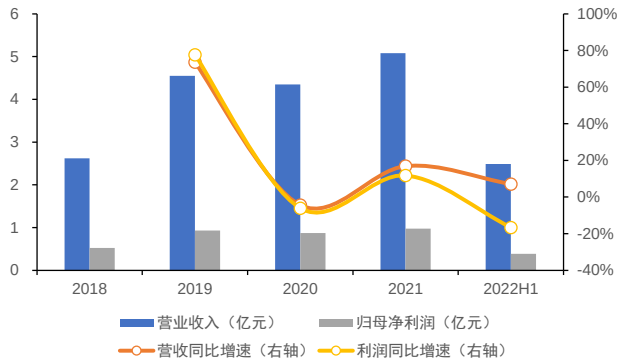
风险提示：产能扩张不及预期，下游需求不及预期，疫情反复，下游客户验证不及预期。

盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	435	508	620	804	1,032
增速（%）	-4.44%	16.85%	22.04%	29.66%	28.35%
归母净利润（百万元）	87	97	127	181	249
增速（%）	-6.13%	11.72%	30.57%	42.45%	37.62%
每股收益（元）	1.09	1.22	1.59	2.27	3.12
市盈率（倍）	92.43	82.74	63.36	44.48	32.32

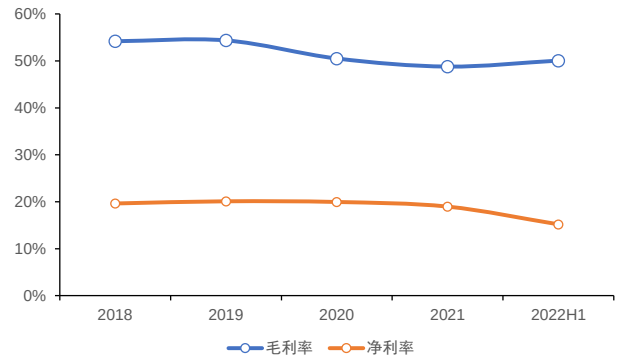
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、归母净利润及其增速



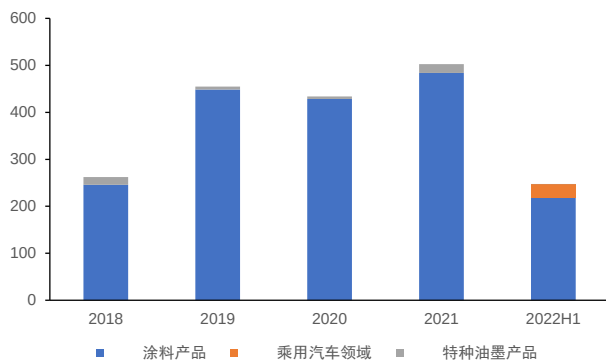
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率及净利率



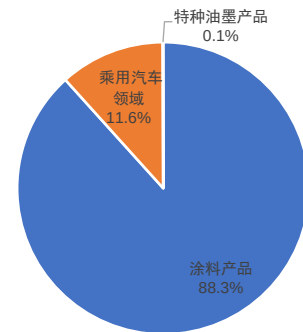
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 公司主要业务营收情况（百万元）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司 2022H1 主要业务营收占比



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	132	117	140	135	120	112
营业成本(百万元)	66	58	70	70	63	58
销售费用率	11.6%	14.2%	10.7%	10.8%	10.6%	11.3%
管理费用率	9.8%	9.7%	7.2%	7.9%	9.0%	9.1%
财务费用率	-2.4%	-2.2%	1.5%	-2.9%	-1.7%	-1.4%
研发费用率	16.1%	9.8%	12.5%	11.8%	13.0%	8.6%
资产减值损失(百万元)	0.18	0.08	-0.02	0.05	0.05	0.01
利润总额(百万元)	20	22	31	27	24	26
所得税费用(百万元)	2	3	5	2	1	4
净利润(百万元)	18	19	25	25	24	22
EPS	-0.08	-0.40	0.83	-0.51	-0.36	-0.62
毛利率	49.8%	50.4%	50.2%	48.1%	48.0%	48.7%
期间费用率	18.9%	21.7%	19.4%	15.8%	17.9%	19.0%
所得税率	8.7%	12.9%	16.8%	8.5%	3.5%	15.1%
净利润率	14.0%	16.5%	18.1%	18.5%	19.6%	20.0%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 财务报表预测及比率分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	114.64	557.34	616.84	448.12	298.89	223.76	营业收入	455.14	434.93	508.23	620.26	804.23	1032.27
应收票据及账款	228.70	244.18	285.65	344.05	438.80	558.41	营业成本	207.74	215.30	260.33	311.78	386.10	481.23
预付账款	5.90	1.84	12.39	15.07	19.10	23.84	税金及附加	5.42	4.93	5.64	6.76	8.77	11.15
其他应收款	3.40	2.94	2.40	2.85	3.59	4.30	销售费用	60.49	38.98	55.09	60.16	77.53	98.48
存货	50.96	41.60	64.52	75.72	89.45	108.32	管理费用	26.87	36.09	41.77	50.24	64.34	81.55
其他流动资产	1.88	175.21	13.30	12.15	13.65	14.99	研发费用	44.77	52.52	58.75	68.23	84.44	98.07
流动资产总计	405.48	1023.12	995.10	897.96	863.48	933.63	财务费用	-0.01	-0.98	-5.36	-1.61	-1.07	-0.71
长期股权投资	2.12	5.09	19.70	22.48	27.15	30.29	资产减值损失	-2.17	-0.65	-0.10	-0.12	-0.08	-0.21
固定资产	106.16	103.28	125.21	178.92	275.23	403.69	信用减值损失	-2.15	-2.32	-1.93	-1.86	-1.93	-2.06
在建工程	13.00	61.77	121.68	244.73	291.12	270.84	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	29.66	33.96	34.71	37.25	46.47	52.35	投资收益	-1.22	1.85	10.51	10.42	9.65	6.79
长期待摊费用	5.22	5.96	5.42	2.71	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	9.15	9.41	42.60	69.94	105.75	129.31	资产处置收益	0.00	0.15	-0.09	0.04	0.05	0.01
非流动资产合计	165.31	219.46	349.31	556.03	745.72	886.48	其他收益	1.15	5.84	3.67	3.46	5.79	6.98
资产总计	570.79	1242.58	1344.41	1454.00	1609.20	1820.11	营业利润	105.48	92.96	104.06	136.62	197.61	274.02
短期借款	4.91	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	1.84	5.69	5.03	5.01	5.16	5.23
应付票据及账款	121.71	103.66	102.23	119.97	144.00	175.96	营业外收入	1.02	1.82	0.45	0.40	0.34	0.36
其他应付款	33.06	27.63	28.28	32.00	38.16	44.75	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	159.68	131.44	130.51	151.97	182.16	220.71	利润总额	106.30	96.83	108.64	141.23	202.43	278.89
长期借款	0.00	0.00	5.38	5.15	4.60	3.67	所得税	14.83	10.07	12.28	14.65	22.43	30.68
其他非流动负债	10.23	10.09	9.79	9.70	9.61	9.48	净利润	91.48	86.77	96.36	126.59	180.00	248.21
非流动负债合计	10.23	10.09	15.16	14.85	14.21	13.15	少数股东损益	-1.40	-0.41	-1.03	-0.58	-1.15	-1.09
负债合计	169.91	141.53	145.67	166.82	196.37	233.86	归母净利润	92.87	87.18	97.39	127.17	181.15	249.30
股本	59.70	79.60	79.60	79.60	79.60	79.60	EBITDA	118.81	107.98	117.92	184.35	276.14	390.75
资本公积	199.13	798.73	818.53	818.53	818.53	818.53	NOPLAT	90.75	82.29	87.63	120.98	174.72	243.23
留存收益	141.05	216.97	285.44	374.46	501.26	675.77	EPS(元)	1.16	1.09	1.22	1.59	2.27	3.12
归属母公司权益	399.88	1095.30	1183.57	1272.58	1399.39	1573.90	主要财务比率						
少数股东权益	1.00	5.75	15.18	14.59	13.44	12.35	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	400.88	1101.06	1198.74	1287.18	1412.83	1586.25	成长能力						
负债和股东权益合计	570.79	1242.58	1344.41	1454.00	1609.20	1820.11	营收增长率	73.56%	-4.44%	16.85%	22.04%	29.66%	28.35%
现金流量表							营业利润增长率	88.01%	-11.87%	11.94%	31.29%	44.64%	38.67%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	86.15%	-9.82%	7.75%	35.18%	44.21%	38.15%
税后经营利润	91.48	86.77	96.36	109.98	161.94	231.61	EBITDA增长率	79.36%	-9.11%	9.21%	56.33%	49.79%	41.50%
折旧与摊销	12.52	12.13	14.64	44.73	74.78	112.57	归母净利润增长率	77.67%	-6.13%	11.72%	30.57%	42.45%	37.62%
财务费用	-0.01	-0.98	-5.36	-1.61	-1.07	-0.71	经营现金流增长率	343.89%	-1.06%	-22.14%	98.12%	45.56%	54.27%
投资损失	1.22	-1.85	-10.51	-10.42	-9.65	-6.79	盈利能力						
营运资金变动	-37.27	-30.79	-66.54	-50.49	-85.16	-106.79	毛利率	54.36%	50.50%	48.78%	49.73%	51.99%	53.38%
其他经营现金流	4.59	6.48	27.27	18.49	20.26	18.64	净利率	20.10%	19.95%	18.96%	20.41%	22.38%	24.05%
经营性现金净流量	72.52	71.75	55.87	110.68	161.11	248.54	营业利润率	23.17%	21.37%	20.47%	22.03%	24.57%	26.55%
资本支出	40.91	56.91	107.96	240.09	240.09	240.13	ROE	23.23%	7.96%	8.23%	9.99%	12.95%	15.84%
长期投资	-8.50	-173.90	139.02	0.00	0.00	0.00	ROA	16.27%	7.02%	7.24%	8.75%	11.26%	13.70%
其他投资现金流	-85.45	-110.65	-207.22	-482.72	-496.60	-488.79	ROIC	37.00%	24.44%	14.92%	19.14%	19.40%	20.37%
投资性现金净流量	-53.04	-227.64	39.75	-242.63	-256.51	-248.66	估值倍数						
短期借款	4.91	-4.76	-0.15	0.00	0.00	0.00	P/E	86.76	92.43	82.74	63.36	44.48	32.32
长期借款	0.00	0.00	5.38	-0.23	-0.55	-0.93	P/S	17.70	18.53	15.86	12.99	10.02	7.81
普通股增加	0.00	19.90	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	20.15	7.36	6.81	6.33	5.76	5.12
资本公积增加	0.55	599.60	19.80	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.33%	0.37%	0.47%	0.67%	0.93%
其他筹资现金流	-4.02	-4.07	-52.58	-36.54	-53.27	-74.08	EV/EBIT	75.22	63.62	88.45	55.05	39.00	28.57
筹资性现金净流量	1.44	610.67	-27.55	-36.77	-53.83	-75.01	EV/EBITDA	67.29	56.48	77.47	41.69	28.44	20.34
现金流量净额	20.95	452.54	67.07	-168.71	-149.23	-75.13	EV/NOPLAT	88.09	74.12	104.25	63.53	44.94	32.68

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637