

松霖科技（603992）

证券研究报告

2024年01月22日

厨卫+美容健康双引擎驱动，聚焦 IDM 赋能产品升级

厨卫+美容健康双引擎驱动，收购倍杰特抓住智能马桶发展红利

"健康硬件IDM"为公司核心业务，包括厨卫健康品类、美容健康品类和新兴智能健康品类，通过IDM模式、ODM模式为全球各大知名厨卫企业、美容产品品牌企业提供健康产品。

分业务板块来看，①厨卫空间的智能健康联动方案将是公司后续重点的创新方向；②美容健康品类面向新兴快速成长的市场，具有极大的成长空间和发展前景，已成为公司“健康硬件IDM”业务的第二增长点；③同时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，在技术创新和产品转化方面已存在一定的积累，正在加快有价值客户开发，预计未来有着较大的市场成长空间。

（1）收购倍杰特协同公司厨卫健康品类形成更系统的整体解决方案。公司于2021年8月以 2.86 亿元收购厦门倍杰特51%股权，2023年10月发布公告，拟以自有资金3.42亿元购买公司控股子公司倍杰特49%剩余股权，若收购完成后，公司希望倍杰特盖板业务与智能马桶业务将由传统的代工、加工业务升级到以IDM模式经营为主，研发创新力度进一步加强，抓住智能马桶业务发展的红利期，增强持续盈利能力。

（2）拟剥离“松霖·家”业务，聚集主业。公司剥离“松霖·家”业务，主要系结合聚焦主业战略规划需求，进一步集中优势资源做优做强做大“健康硬件IDM”业务。松霖家居2022年净亏损1.09亿元，截至2023年7月31日净亏损0.47亿元，净利润绝对值分别占公司最近一年净利润的41.88%和18.15%，转让松霖家居股权有利于提高公司盈利水平。

海外营收占比较大，23Q3业绩大幅改善

公司海外营收占比近70%，2023年以来内销占比有小幅提升。公司的国外客户以高端厨卫、家居、美容健康等领域的品牌商为主，在某些区域也会与渠道商合作，如品牌商较为分散的欧洲。美容健康品类主要以外销为主。

23Q1-3公司实现营业收入 21.94 亿元同减11.76%，归母净利3.04 亿元同增32.9%；23Q3单季度实现营收 7.99 亿元同增3.1%，归母净利1.8亿同增151.9%；扣非净利润 1.6亿元同增82.7%。23Q3 业绩增长较快主要系投资收益增加（松霖家居股权转让）和所得税费用减少。此外，健康硬件 IDM 业务利润增长稳健，23Q1-3健康硬件 IDM归母净利3.8亿元同增14.3%。

智能厨卫发展红利期，美容个护行业需求多元化

厨卫产品风格化、个性化、智能化已逐渐成为被关注和需求的热点。卫浴行业集中度持续提高，带动卫浴冲水系统行业同步发展，同时国产卫浴品牌市占率也逐步提升，根据奥维云网数据，国产卫浴品牌市场份额从2016年的11.2%增长至2023年1-6月的32.2%。

“健康+颜值”成为生活的关键需求，与欧美发达国家相比，国内个人护理小家电的普及率仍处于较低水平。国内经济水平提升带动居民消费能力、消费意愿以及个人健康护理意识的增强，为个人护理小家电行业的发展提供内在驱动力。

IDM模式提升盈利空间，国内外基地扩产进行时

IDM模式是对传统ODM模式的升级和优化，通过IDM模式，公司聚焦研发

投资评级

行业 轻工制造/家居用品

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 17.36 元

目标价格 23.37 元

基本数据

A股总股本(百万股) 401.01

流通A股股本(百万股) 401.01

A股总市值(百万元) 6,961.59

流通A股市值(百万元) 6,961.59

每股净资产(元) 5.91

资产负债率(%) 40.48

一年内最高/最低(元) 20.20/12.27

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

端，形成了独有的以客户需求为导向，研发与销售联动的研发模式，为下游客户提供附加值更高的产品，凭借先进技术方案保证公司的竞争优势和盈利能力。

目前公司整体产能利用率在80%-90%之间，国内目前在建项目为美容健康及花洒扩产及技改项目，以提高厨卫、美容硬件和智能健康硬件等品类的生产产能；越南工厂主要规划为塑胶类产品装配，在海外投建制造基地将提高公司产品的本土交付能力，进一步满足公司海外业务拓展的需求。

首次覆盖，给予“买入”评级

公司IDM模式运营，以技术创新提升产品竞争力和附加值，定位全球市场，锁定目标客户，客户大多定位为各区域的头部品牌商和渠道商；未来随着国内外扩产落地，交付能力将进一步提升；倍杰特聚焦智能马桶发展，剥离“松霖·家”聚焦主业，提升公司核心竞争力，我们预计公司23-25年收入分别为30.65/39.20/50.74亿人民币，归母净利分别为3.90/4.95/5.98亿人民币，EPS分别为0.97/1.23/1.49元/股，对应PE分别为18/14/12x。由于公司近年发力美容健康类产品，美容健康品类面向新兴快速成长的市场，具有极大的成长空间和发展前景，需求空间较大，已成为公司“健康硬件IDM”业务的第二增长点，故参考可比公司估值平均值，给予公司24年合理19倍PE，目标价为23.37元人民币。

风险提示：原材料价格波动风险、汇率波动风险、全球宏观经济波动风险、海外投资不确定性风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,977.00	3,180.53	3,064.80	3,919.71	5,074.23
增长率(%)	46.30	6.84	(3.64)	27.89	29.45
EBITDA(百万元)	635.49	646.02	522.76	754.01	881.04
归属母公司净利润(百万元)	301.30	261.14	390.10	494.56	597.72
增长率(%)	11.39	(13.33)	49.38	26.78	20.86
EPS(元/股)	0.75	0.65	0.97	1.23	1.49
市盈率(P/E)	23.11	26.66	17.85	14.08	11.65
市净率(P/B)	3.13	3.20	2.42	2.14	1.89
市销率(P/S)	2.34	2.19	2.27	1.78	1.37
EV/EBITDA	11.22	8.10	10.47	6.74	5.37

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 厨卫+美容健康双引擎驱动，剥离“松霖·家”业务聚集主业.....	4
1.1. 股权集中度高，激励计划绑定员工.....	4
1.2. 厨卫+美容健康双引擎驱动，收购倍杰特抓住智能马桶发展红利.....	5
1.3. 剥离“松霖·家”业务聚集主业.....	6
1.4. 海外营收占比较大，23Q3 业绩大幅改善.....	6
2. 智能厨卫发展红利期，美容个护行业需求多元化.....	8
2.1. 厨卫聚焦智能化多元化，智能卫浴发展红利期.....	8
2.2. 消费观念升级，美容个护行业需求多元化.....	9
3. IDM 模式提升盈利空间，国内外基地扩产进行时.....	9
3.1. IDM 带来高附加值产品占比提升，AI 智能技术为产品创新赋能.....	9
3.2. 共享底层制造平台放大规模效应，拟越南建厂赋能海外业务拓展.....	11
3.3. 全球化客户群体促进多品类发展.....	11
4. 盈利预测.....	12
5. 风险提示.....	13

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：截至 2023 年 6 月 30 日，公司股权结构.....	4
图 3：松霖厨卫健康品类.....	5
图 4：松霖美容健康品类.....	5
图 5：公司 2018-2023Q3 营收（亿元）与增速（%）.....	6
图 6：公司 2020-2022 年分业务板块营收（亿元）.....	6
图 7：公司 2018-2022 年分地区营收（亿元）.....	7
图 8：公司 2018-2023Q3 归母净利润（亿元）与增速（%）.....	7
图 9：公司 2020-2022 年分业务板块毛利率（%）.....	7
图 10：公司 2018-2023Q3 费用率（%）.....	8
图 11：公司 2018-2023Q3 销售费用率与研发费用率（%）.....	8
图 12：公司 IDM 经营模式.....	10
图 13：公司基于 AIOT 深度学习研发测肤仪.....	10
表 1：公司收入分业务拆分.....	12
表 2：可比公司估值.....	13

1. 厨卫+美容健康双引擎驱动，剥离“松霖·家”业务聚集主业

公司成立于 2004 年，“健康硬件 IDM”为公司核心业务，包括厨卫健康品类、美容健康品类和新兴智能健康品类，通过 IDM 模式、ODM 模式为全球各大知名厨卫企业、美容产品品牌企业提供技术一流、质量领先的健康产品，如花洒类、龙头五金类、马桶配件及智能马桶、美容花洒、美容仪、冲牙器等。

“松霖·家”战略专注于满足消费者对“家空间”未来个性化需求的产品及解决方案的研发、设计，创造性地建立起集“家空间一体化居家产品、全程闭环式服务及独立自营载体平台”三位一体的自有品牌模式。2020 年第一家“松霖·家”在厦门开业运营，标志“松霖·家”战略正式开启，至 2023 年 8 月，考虑到集中资源聚焦主业，公司拟剥离“松霖·家”业务。

图 1：公司发展历程

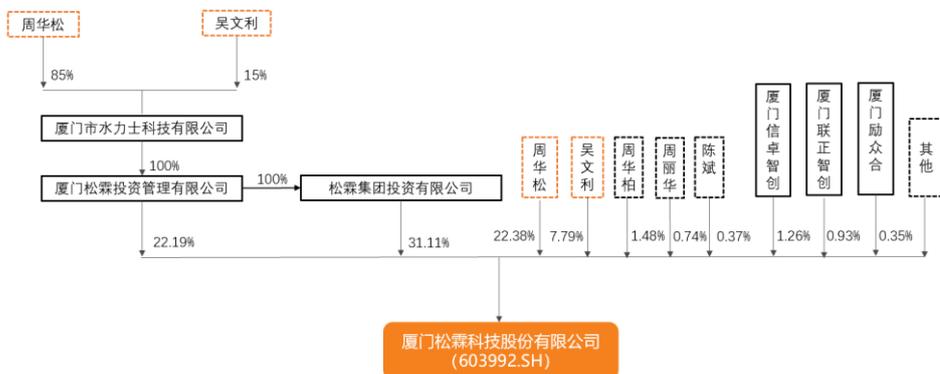


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 股权集中度高，激励计划绑定员工

公司前五大股东持股总计 84.95%。公司实控人周华松、吴文利最终受益股份占比分别为 67.69%、17.22%。信卓智创、联正智创与励众合合伙人基本均为公司在职工员。

图 2：截至 2023 年 6 月 30 日，公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2023 年 12 月，公司发布限制性股票激励计划草案，拟向公司董事、高级管理人员、中层

管理人员及核心技术（业务）人员（不包括独立董事、监事）授予的限制性股票数量 880 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 40,101.2809 万股的 2.19%，股票来源为公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股股票。其中，首次授予 127 名员工 742 万股，占本激励计划拟授予权益总额的 84.32%，首次授予价格 8.64 元/股；预留 138 万股，占本激励计划拟授予权益总额的 15.68%。本次激励计划首次授予的限制性股票解除限售的业绩条件为：以 2022 年归母净利润为基数，2024/2025/2026 年归母净利润增长率分别不低于 80%/120%/160%，对应当年归母净利润分别为 4.70/5.75/6.79 亿元。

1.2. 厨卫+美容健康双引擎驱动，收购倍杰特抓住智能马桶发展红利

厨卫健康品类以健康作为第一创新方向，为厨卫空间场景提供更优的健康生活创新方案，是公司现阶段的主要产品，主要包括花洒、淋浴器、龙头、智能马桶、智能浴室柜等。该类产品未来在深耕厨卫健康产品的基础上，以技术创新带动公司业务的稳健增长，创新将不仅仅局限于单一健康产品，而是向上集成为厨卫健康空间，**厨卫空间的智能健康联动方案**将是公司后续重点的创新方向。

美容健康品类已成为公司快速成长的新业务，产品包括 SPA 美容花洒、美容仪、冲牙器、健发仪、智能测肤仪等细分单品。目前，公司逐年加大该细分品类相关的研发人才、专业生产和实验设备的投入，坚持以技术创新唤醒消费者的健康需求，以技术提升生产制造能力和效率。**该业务面向新兴快速成长的市场，具有极大的成长空间和发展前景，已成为公司“健康硬件 IDM”业务的第二增长点。**

图 3：松霖厨卫健康品类



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：松霖美容健康品类



资料来源：公司公告，天风证券研究所

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**，在技术创新和产品转化方面已存在一定的积累，正在加快有价值客户开发，预计未来有着较大的市场成长空间。

收购倍杰特协同公司厨卫健康品类形成更系统的整体解决方案。2023 年 10 月 20 日公司发布公告，拟以自有资金 3.42 亿元购买公司控股子公司倍杰特 49% 剩余股权，收购完成后，公司持有倍杰特 100% 股权。此次投资基于“健康硬件 IDM”战略布局考虑，进一步加强了对控股公司的控制和推进厨卫健康品类的快速发展。

此前公司于 2021 年 8 月以 2.86 亿元收购厦门倍杰特 51% 股权。根据协议，倍杰特公司 2021 年、2022 年和 2023 年的当年承诺净利润分别为 5000 万元、5600 万元、6400 万元，倍杰特 2021 年、2022 年扣非后净利润分别为 3733.12 万元、5556.57 万元，业绩承诺完成率（扣非后净利润/业绩承诺）分别为 74.7%、99.2%。2021 年业绩承诺实现率低于 90%，触发业绩承诺补偿条款，低于数低于业绩承诺的 1266.88 万元（5,000 万元-3,733.12 万元），按约定应由倍杰特公司原股东以现金方式补偿上市公司。倍杰特 2021 年业绩低于承诺主要系 2021 年 9 月中旬至 10 月中旬因疫情而停产、人民币兑美元汇率大幅升值、原材料价格大幅上涨等因素；2022 年业绩低于承诺主要系受 2022 年海外去库存、国内

房地产市场低迷等因素的影响。

成为公司全资子公司后，公司希望倍杰特盖板业务与智能马桶业务由传统的代工、加工业务升级到以 IDM 模式经营为主，研发创新力度进一步加强，提高产品竞争力，抓住智能马桶业务发展的红利期，增强持续盈利能力。

1.3. 剥离“松霖·家”业务聚集主业

拟剥离“松霖·家”业务，聚集主业。公司“松霖·家”业务此前由全资子公司松霖家居运营，2023年8月，公司公告将全资子公司松霖家居100%股权以转让价格1.95亿元向松霖投资转让。目前已经完成股权交割，收到松霖投资支付的第一期股权转让款1亿元，松霖家居已完成股东信息变更等工商登记工作，公司不再持有松霖家居股权。

公司剥离“松霖·家”业务，主要系结合聚焦主业战略发展规划需求，进一步集中优势资源做优做强做大“健康硬件 IDM”业务。松霖家居2022年净亏损1.09亿元，截至2023年7月31日净亏损0.47亿元，净利润绝对值分别占公司最近一年净利润的41.88%和18.15%，转让松霖家居股权有利于提高公司盈利水平。

“松霖·家”仍处于新模式探索、验证阶段，其新模式实现向全国门店复制的道路上需要闯过的难关、需要投入的资金成本和时间成本难以预估。此外，“松霖·家”与“健康硬件 IDM”两大类业务在产品类别、业务运营模式、主要供应商、主要客户群体、销售渠道、生产流程、主要设备等方面存在巨大差异。为降低不确定性投入，将资源更多投入“健康硬件 IDM”业务的发展，增强公司健康硬件新品类、新项目拓展的资源储备，进一步提升公司核心竞争力，实现长期可持续发展。而“松霖·家”剥离后仍会继续独立运营。

1.4. 海外营收占比较大，23Q3 业绩大幅改善

23Q1-3 实现营业收入 21.94 亿元，同减 11.76%，23Q3 单季度实现营收 7.99 亿元，同增 3.1%。分业务板块，23Q1-3 健康硬件 IDM 业务实现营收 21.62 亿元，同减 10.27%；“松霖·家”业务实现营收 3206.43 万元，同减 58.36%。**松霖家于泉州、厦门的两家实体店自 22 年下半年停止接单。**

进一步分拆美容健康品类，近两年美容健康品类的产品收入主要来自美容花洒和美容仪，随着新产品如美容仪、健发仪、脱毛仪和射频仪等的开发与推出及新项目的逐步落地，将持续推动营收增长，而随着各产品类别增加、收入增长不同，原本收入占比较高的美容花洒将逐渐降低。

回顾 2021 与 2022 年公司营收情况，2021 年公司并购厦门倍杰特科技有限公司，提升了智能马桶细分品类的研发及生产制造的能力和规模，叠加订单增长带来营收增长 46.3%。2022 年实现营收 31.8 亿同增 6.8%，分业务板块，健康硬件 IDM 营收 30.6 亿同增 6.5%；松霖·家营收 1.2 亿同增 16.5%。

图 5：公司 2018-2023Q3 营收（亿元）与增速（%）

图 6：公司 2020-2022 年分业务板块营收（亿元）



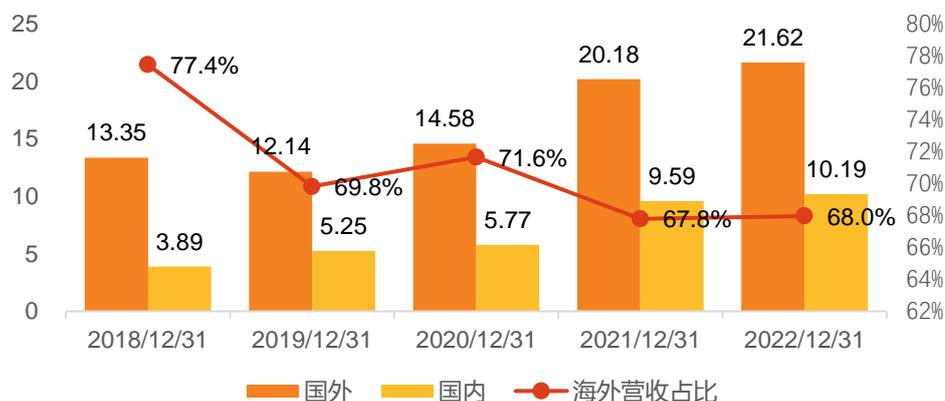
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分地区来看，公司海外营收占比较大，23 年以来内销占比有小幅提升。公司内外销客户均以各品类头部品牌商或渠道商等为主，公司的国外客户以高端厨卫、家居、美容健康等领域的品牌商为主，在某些区域也会与渠道商合作，如品牌商较为分散的欧洲。美容健康品类主要是以外销为主。

图 7：公司 2018-2022 年分地区营收 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

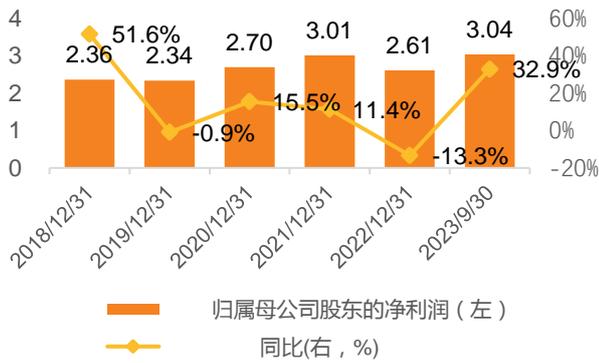
2023Q1-3 归母净利 3.04 亿元同增 32.9%；扣非净利润 2.9 亿元同增 12.4%。23Q3 单季度归母净利 1.8 亿同增 151.9%；扣非净利润 1.6 亿元同增 82.7%。23Q3 业绩增长较快主要系投资收益增加（松霖家居股权转让）和所得税费用减少所致。此外，健康硬件 IDM 业务利润增长稳健，23Q1-3 健康硬件 IDM 归母净利 3.8 亿元同增 14.3%。

2022 年公司归母净利 2.61 亿，同减 13.3%。分业务板块来看，健康硬件 IDM 归母净利 4 亿元同减 2.9%；松霖·家尚在投入期产生归母净利亏损 1.4 亿同减 24.6%；外汇远期合约损失 5852 万元，侵蚀部分净利润，扣非归母净利 2.88 亿同增 13.8%。

毛利率方面，美容健康类产品毛利率持续增长，随着 IDM 赋能高附加值产品占比提升，毛利率或有进一步增长空间。

图 8：公司 2018-2023Q3 归母净利润 (亿元) 与增速 (%)

图 9：公司 2020-2022 年分业务板块毛利率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

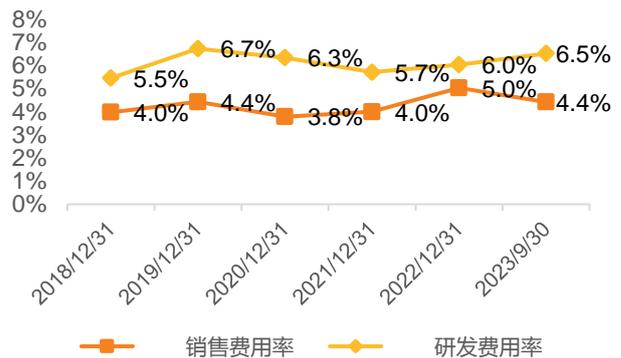
公司整体费用率基本稳定, 研发投入大, 2020-2022 年累计研发费用占累计营收比例 6% 左右。截至 2022 年末, 公司共有 799 名技术人员, 研发人员占比 15%, 有效授权专利 1475 项; 公司尤其重视美容健康以及智能健康领域的技术研发, 公司过去两年的投入集中于医学领域, 积极展开与医院的产学研项目合作, 涉及光电技术、AI 算法以及皮肤健康算法等。将新技术与公司产品相结合, 使产品更具自用医疗、护理属性。在美容健康领域, 公司计划打造高端产品, 并提高认证门槛。

图 10: 公司 2018-2023Q3 费用率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 公司 2018-2023Q3 销售费用率与研发费用率 (%)



2. 智能厨卫发展红利期, 美容个护行业需求多元化

2.1. 厨卫聚焦智能化多元化, 智能卫浴发展红利期

厨卫市场需求呈现多元化的特点, 主要表现在对产品质量、功能、外观、智能化等方面的差异化需求。为了迎合市场需求的多元化趋势, 厨卫产品逐渐向风格化、个性化方向发展, 健康技术、智能化已逐渐成为厨卫产品被关注和需求的热点, 横向集成其他相关产品或功能构建厨卫空间解决方案, 也成为厨卫产品发展的一个新风向。

卫浴行业集中度继续提高, 带动卫浴冲水系统行业同步发展: 卫浴冲水系统产品的行业格局深受下游卫浴品牌行业竞争格局变化的影响。当前, 全球卫浴行业品牌集中度较高, ROCA、INAX、KOHLER、American Standard、TOTO 等少数几家国际知名卫浴品牌商在国内高端卫浴领域占有较大市场份额。**国产卫浴品牌市占率逐步提升, 根据奥维云网数据, 国产卫浴品牌市场份额从 2016 年的 11.2% 增长至 2023 年 1-6 月的 32.2%。**具体到智能马桶行业格局上, 进口品牌方面, 市场排名首位是科勒, 内部份额占比达 32.9%, TOTO、美标位居外资品牌第二、第三位。

智能卫浴行业处于发展初期，市场渗透率仍在低位。以智能坐便器为例，国内智能坐便器企业发展仍处于初级阶段，但是发展迅猛，市场潜力大。国内智能坐便器市场渗透率较低，据奥维云网 2021 年 12 月发布的《智能坐便器的“下半场”：融服务、产品、渠道的合围之力》，相比在日本的普及率接近 90%，在韩国和美国的普及率约为 60%，智能坐便器在我国的产品普及率仅为 4%，根据奥维云网 2022 年 12 月发布的《2022 中国智能坐便器消费趋势》统计，“目前在中国的一线城市，例如上海、北京、广州等，智能坐便器的普及率在 5-10%以上，而在一些新一线城市估计在 3-5%左右。但是三四线城市和乡镇市场，几乎处于空白”。而在日本、韩国等国家，智能坐便器的普及率日本能达到接近 90%、韩国约 60%。由此可见，随着国民消费质量的日益提高，国内智能坐便器未来市场前景广阔。

同时，智能坐便器产业在国内加速发展带动国内卫浴行业开始逐渐朝着智能卫浴行业的方向发展，传统卫浴产品与智能化应用相结合，产品结构优化升级，市场相继覆盖了恒温智控浴缸与花洒，智能卫浴镜等一系列以智能卫浴空间为方向的产品，推动国内卫浴行业向智能化等多样性应用领域发展。

2.2. 消费观念升级，美容个护行业需求多元化

“健康+颜值”成为生活的关键需求，头部、脸部、口腔等身体部位及皮肤的及时清洁、监测和保养已逐渐成为生活日常。操作简单、智能化、携带及使用便捷的各类个人护理工具，具备身体护理、清洁、健康监测等功能，有针对性地为消费者提供干预、预防和治疗的多种功能和方案，把健康管理前移至日常生活和工作中，迎合了消费者各类日常美容保健的需求。

目前，全球个人护理家电行业处于较快的发展阶段，受国外文化和消费习惯的影响，国内新生代消费理念和价值观念都在发生转变，尤其是在美容、口腔、头部等护理领域，推动了国内个人护理产品市场的快速增长，中国市场正在逐渐成为国际美容及个人护理品牌商的重要市场。根据 Global Market Insights 的统计，2020 年全球个人护理家电市场规模超过 200 亿美元，预计到 2027 年的市场规模将超过 300 亿美元，未来七年的复合年增长率至少为 5.5%。

以口腔护理行业为例，据欧睿国际数据显示，2020 年全球口腔护理行业市场规模约为 474.27 亿美元，我国口腔护理行业市场规模约为 71 亿美元，预计未来将持续以 8%-12% 的年增长率增长。随着国内大众口腔健康意识提升，消费者对口腔健康意识的兴起和不断增强，消费者对口腔护理产品需求日趋多元化带动了专业口腔护理产品的普及，口腔清洁工具已经从牙刷升级到电动牙刷，再到冲牙器等产品，中国消费者正在经历由浅层护理到深层护理的转变。

在全球个人护理小家电市场中，欧洲和美国的渗透率最高。与欧美发达国家相比，国内个人护理小家电的普及率仍处于较低水平。我国个护家电保有量仅 135.6 台/千人，不仅低于日韩，更是远低于美国的 481.2 台/千人。因此国内经济水平提升带动居民消费能力、消费意愿以及个人健康护理意识的增强，为个人护理小家电行业的发展提供了内在驱动力，我国个人护理小家电产品市场仍有较大的发展空间。

3. IDM 模式提升盈利空间，国内外基地扩产进行时

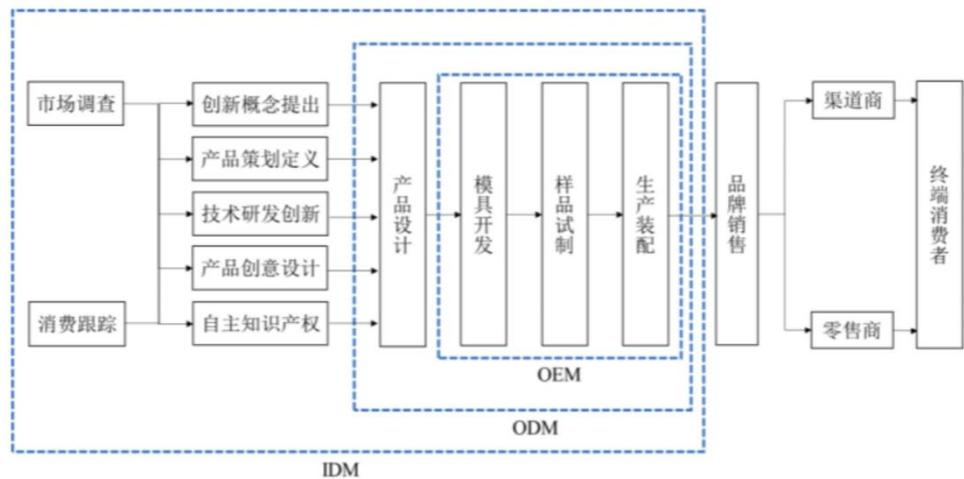
3.1. IDM 带来高附加值产品占比提升，AI 智能技术为产品创新赋能

公司的 IDM 模式是对传统 ODM 模式的升级和优化，在传统 ODM 模式的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，对设计和创新能力要求极高。公司凭借多年积累的研发设计和 IDM 运营经验，已形成了以研发创新能力为核心的完整的 IDM 运营模式，并将其运用到公司每一个产品品类的运营之中，保证公司单品类冠军战略的稳步推进。

公司通过 IDM 模式能够为下游客户提供附加值更高的产品，凭借先进的技术充分保

证公司的竞争优势和盈利能力。通过 IDM 模式，公司聚焦研发端，形成了独有的以客户需求为导向，研发与销售联动的研发模式。研发团队以市场和客户的需求为前提，有针对性的进行技术和产品研发，销售部门与市场部门全程参与，保障研发成果的转化率。

图 12：公司 IDM 经营模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司设立智能电子事业部，自主专业从事算法研究和 AI 应用、IOT 场景搭建的研发以及智能电子零部件研发和生产，为厨卫健康品类、美容健康品类以及新兴智能健康品类提供底层技术共享平台，支撑各品类产品的升级迭代及多品类产品互动场景的实现。

公司智能电子事业部为各品类产品在智能技术及空间互联集成等方面提供底层技术支持与应用创新，既为各单品类产品提供软硬件支持，也为多品类一体化的智能场景或空间方案赋能。2022 年，智能电子事业部加大专业 AI 算法团队的建设力度，进一步丰富了脸部、口腔、头皮等人体部位的健康检测、人体姿态的捕捉等相关的算法，并在相关健康品类产品中得以产品化的研发应用。2023H1，在脸部、口腔、鼾声、陀螺仪运动分析等算法方面，实现了较大的突破和升级。

图 13：公司基于 AIOT 深度学习研发测肤仪



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 共享底层制造平台放大规模效应，拟越南建厂赋能海外业务拓展

公司的产品线丰富，涉及厨卫健康、美容健康等健康硬件领域，品类间的产品整体差异较大。为实现制造资源规模和效率的最大化，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。

2023年10月，公司公布海外制造基地投资建设规划，项目预计总投资5000万美元，拟选址越南，是智能健康硬件产品的全流程生产基地，越南制造基地是松霖科技首个海外制造基地。目前出口业务已成为松霖科技业绩持续增长的动能。出口业务收入占整体销售收入近70%，在海外投建制造基地将提高公司产品的本土交付、供给能力，有利于进一步满足公司海外业务拓展的需求，为继续深耕国际市场创造更有利的条件。

目前公司整体产能利用率在80%-90%之间，国内目前在建的项目有美容健康及花洒扩产及技改项目，主要是增加花洒、美容健康产品的塑胶制造、电子制造等底层制造生产线，以提高厨卫、美容硬件和智能健康硬件等品类的生产产能；越南工厂主要规划为塑胶类产品装配。

3.3. 全球化客户群体促进多品类发展

公司健康品类IDM业务的客户群具有地域多元化特点，客户群覆盖美国、欧洲、日本、澳洲等全球50+的国家和地区，主要客户为全球范围内的综合性或各品类内的大型品牌商、连锁零售商和品牌电商。

公司通过服务客户并与客户保持开放式沟通和信息共享，能够快速了解全球各区域最前沿的技术和设计，第一时间掌握产品的创新方向 and 市场需求热点，通过充分利用研发数据库资源和技术创新能力，迅速推动公司技术和产品的更新迭代，持续为客户推荐符合市场需求热点的高附加值技术或产品实现共赢，以此有效增强下游客户的粘性。

“健康硬件IDM”充分聚焦于“健康”主题，公司统一建立客户资源共享平台，现有品类或全新品类的客户开拓能够充分依托现存的客户群资源，不同品类的客户群体交叉覆盖可产生协同效应。

4. 盈利预测

收入端：健康智能硬件产品未来仍为公司核心业务，随着厨卫智能联动及美容健产品快速发展，我们预计公司 23-25 年健康智能硬件产品营收增速为-1.93%、30.38%、30.64%；松霖家业务于 2023 年 8 月剥离后不再并表。

毛利率：随着公司 IDM 模式进一步提升高附加值产品占比，毛利率或有提升，我们预计公司 23-25 年综合毛利率分别为 33.75%、36.48%、35.69%。

公司以 IDM 模式运营，以技术创新提升产品竞争力和附加值，定位全球市场，锁定目标客户，客户大多定位为各区域的头部品牌商和渠道商；未来随着国内外扩产落地，交付能力将进一步提升；倍杰特聚焦智能马桶发展，剥离“松霖·家”聚焦主业，提升公司核心竞争力，我们预计公司 23-25 年收入分别为 30.65/39.20/50.74 亿人民币，归母净利润分别为 3.90/4.95/5.98 亿人民币，EPS 分别为 0.97/1.23/1.49 元/股，对应 PE 分别为 18/14/12x。

表 1：公司收入分业务拆分

	2020	2021	2022	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)
总营收 (亿元)	20.35	29.77	31.81	30.65	39.20	50.74
yoy		46.30%	6.84%	-3.64%	27.89%	29.45%
毛利率	34.66%	29.55%	30.79%	33.75%	36.48%	35.69%
健康智能硬件	18.95	28.75	29.71	29.14	37.99	49.63
yoy		51.72%	3.34%	-1.93%	30.38%	30.64%
营收占比	93.13%	96.57%	93.41%	94.37%	94.79%	94.19%
厨卫品类	18.48	26.13	28.26	26.85	34.10	42.62
yoy		41.40%	8.15%	-5.00%	27.00%	25.00%
营收占比	90.82%	87.77%	88.85%	87.60%	86.99%	83.99%
毛利率	35.6%	29.9%	30.6%	33.0%	35.0%	33.0%
美容健康类产品	0.46	1.14	1.45	2.29	3.89	7.01
yoy		147.83%	27.19%	58.00%	70.00%	80.00%
营收占比	2.26%	3.83%	4.56%	7.48%	9.94%	13.82%
毛利率	52.2%	52.9%	54.7%	55.0%	56.0%	55.2%
松霖·家	0.18	1.02	1.18	0.30	0.00	0.00
yoy		466.67%	15.69%	-74.58%	0.00%	0.00%
营收占比	0.88%	3.43%	3.71%	0.98%	0.00%	0.00%
毛利率	36.1%	15.8%	16.1%	15.0%	0.0%	0.0%
其他	1.22	1.49	0.92	1.21	1.21	1.11
yoy		22.13%	-38.26%	31.52%	-0.28%	-7.83%
营收占比	6.00%	5.01%	2.89%	3.95%	3.08%	2.19%
毛利率	13.41%	14.09%	16.61%	14.70%	15.13%	15.48%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们选取瑞尔特、惠达卫浴、箭牌家居、倍加洁、德尔玛、飞科电器作为可比公司，其中瑞尔特、惠达卫浴与箭牌家居主营业务与公司厨卫业

务相仿；倍加洁、德尔玛、飞科电器个护产品与公司美容健康业务相似。由于公司近年发力美容健康类产品，美容健康品类面向新兴快速成长的市场，具有较大的成长空间和发展前景，需求空间较大，已成为公司“健康硬件 IDM”业务的第二增长点，故参考可比公司估值平均值，给予公司 24 年合理 19 倍 PE，目标价为 23.37 元人民币。

表 2：可比公司估值

	2023	2024	2025
瑞尔特	16.66	13.86	11.64
惠达卫浴	145.25	11.45	9.52
箭牌家居	18.36	15.06	12.52
倍加洁	18.84	14.93	12.49
德尔玛	22.74	18.42	14.81
飞科电器	18.16	14.97	12.74
平均	40.00	14.78	12.29

资料来源：Wind，截至 2024 年 1 月 22 日收盘，天风证券研究所

5. 风险提示

原材料价格波动风险：原材料价格的波动将使公司产品原材料成本出现不确定性，进而影响公司的盈利能力。公司原材料主要是塑料米、铜锌合金、五金零配件、橡胶零配件等，塑料米、橡胶零配件属于石油化工行业的下游产品，铜锌合金、五金零配件属于金属铜冶炼加工行业的下游产品，其价格主要受国际原油价格、铜价以及供求关系等因素的影响。在原材料价格上涨的情况下，若公司无法及时将成本上涨传导至下游，将导致公司毛利率下降。

汇率波动风险：近年来汇率呈现一定的波动性，2023H1，公司出口收入占比为 66%。公司主要出口地为北美、欧洲等地区，主要结算货币为美元。若美元等结算货币的汇率出现大幅波动，或是公司在办理远期结汇、外汇期权业务时未严格执行相关内控制度，可能导致公司的大额汇兑损失、净利润率下降，从而影响公司的盈利能力。

全球宏观经济波动风险：公司产品出口地主要为美国、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。近年来全球宏观经济波动加剧，如果未来全球宏观经济形势发生不利变化，当地消费者减少在厨卫产品上的消费支出，这将对公司主要产品的出口业务造成不利影响。

海外投资不确定性风险：越南投资建厂规划为海外投资，越南的法律法规、政策体系、商业环境等与中国存在较大差异，项目是否能够顺利设立以及设立后能否顺利推进各方面工作、实现预期发展目标，尚存在一定的不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	566.34	1,104.24	2,201.51	2,581.22	3,029.26
应收票据及应收账款	678.15	568.86	600.36	679.25	977.26
预付账款	12.02	9.48	12.49	13.43	20.28
存货	530.81	368.95	414.90	562.09	701.77
其他	132.19	459.49	454.43	490.83	482.95
流动资产合计	1,919.49	2,511.03	3,683.68	4,326.82	5,211.52
长期股权投资	3.39	4.09	4.09	4.09	4.09
固定资产	977.62	1,123.11	1,139.29	1,156.42	1,161.12
在建工程	243.24	111.20	102.72	109.63	95.78
无形资产	281.70	270.07	258.09	246.12	234.14
其他	610.21	397.57	389.49	428.72	359.52
非流动资产合计	2,116.17	1,906.04	1,893.68	1,944.98	1,854.65
资产总计	4,035.66	4,417.06	5,577.36	6,271.80	7,066.17
短期借款	134.84	38.54	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	686.96	589.50	634.58	813.07	1,105.81
其他	367.14	308.92	323.12	339.74	378.19
流动负债合计	1,188.94	936.96	977.70	1,172.80	1,504.00
长期借款	0.00	0.00	600.00	600.00	600.00
应付债券	0.00	573.72	589.41	581.57	581.57
其他	424.01	528.09	319.77	423.96	423.94
非流动负债合计	424.01	1,101.81	1,509.18	1,605.52	1,605.51
负债合计	1,612.96	2,038.78	2,486.88	2,778.33	3,109.50
少数股东权益	196.43	203.09	211.05	235.22	267.07
股本	401.01	401.01	401.01	401.01	401.01
资本公积	999.69	686.09	1,148.81	1,148.81	1,148.81
留存收益	1,825.57	1,742.64	2,478.42	2,857.23	3,288.59
其他	(1,000.00)	(654.54)	(1,148.81)	(1,148.81)	(1,148.81)
股东权益合计	2,422.71	2,378.29	3,090.48	3,493.47	3,956.67
负债和股东权益总计	4,035.66	4,417.06	5,577.36	6,271.80	7,066.17

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	312.12	285.44	390.10	494.56	597.72
折旧摊销	102.69	141.95	64.28	67.93	71.13
财务费用	14.55	4.02	1.23	120.48	114.68
投资损失	(22.27)	55.40	(0.05)	11.50	22.76
营运资金变动	(84.06)	425.06	(213.60)	(9.62)	(33.03)
其它	(34.79)	(296.38)	7.96	24.18	31.84
经营活动现金流	288.25	615.50	249.92	709.03	805.11
资本支出	362.97	9.06	268.32	(24.19)	50.02
长期投资	3.39	0.71	0.00	0.00	0.00
其他	(698.20)	(677.68)	(328.27)	(67.32)	(122.78)
投资活动现金流	(331.84)	(667.91)	(59.95)	(91.50)	(72.76)
债权融资	169.65	633.80	1,228.19	1,226.61	1,223.35
股权融资	(15.64)	(242.00)	429.93	(120.48)	(114.68)
其他	(257.09)	158.27	(750.83)	(1,343.94)	(1,392.98)
筹资活动现金流	(103.09)	550.07	907.30	(237.81)	(284.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(146.67)	497.66	1,097.26	379.71	448.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,977.00	3,180.53	3,064.80	3,919.71	5,074.23
营业成本	2,097.46	2,201.40	2,030.55	2,489.99	3,263.30
营业税金及附加	24.43	23.84	24.06	30.08	42.62
销售费用	118.99	159.77	131.79	168.55	228.34
管理费用	235.74	255.14	254.38	309.66	409.69
研发费用	169.57	192.22	183.89	246.94	324.75
财务费用	15.68	(39.75)	1.23	120.48	114.68
资产/信用减值损失	(10.88)	(40.08)	(18.30)	(23.09)	(27.16)
公允价值变动收益	12.67	1.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.27	(56.83)	0.05	(11.50)	(22.76)
其他	(67.29)	147.08	(0.10)	23.01	45.52
营业利润	358.37	336.13	457.24	565.59	695.23
营业外收入	1.76	2.95	1.77	29.00	29.00
营业外支出	1.70	18.85	7.24	9.27	11.79
利润总额	358.42	320.23	451.77	585.32	712.44
所得税	46.30	34.78	53.71	66.59	82.88
净利润	312.12	285.44	398.06	518.74	629.57
少数股东损益	10.83	24.30	7.96	24.18	31.84
归属于母公司净利润	301.30	261.14	390.10	494.56	597.72
每股收益(元)	0.75	0.65	0.97	1.23	1.49

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	46.30%	6.84%	-3.64%	27.89%	29.45%
营业利润	14.93%	-6.20%	36.03%	23.70%	22.92%
归属于母公司净利润	11.39%	-13.33%	49.38%	26.78%	20.86%
获利能力					
毛利率	29.54%	30.79%	33.75%	36.48%	35.69%
净利率	10.12%	8.21%	12.73%	12.62%	11.78%
ROE	13.53%	12.01%	13.55%	15.18%	16.20%
ROIC	34.36%	17.66%	34.34%	43.63%	52.01%
偿债能力					
资产负债率	39.97%	46.16%	44.59%	44.30%	44.01%
净负债率	-16.37%	-19.78%	-31.49%	-38.78%	-45.64%
流动比率	1.61	2.68	3.77	3.69	3.47
速动比率	1.17	2.29	3.34	3.21	3.00
营运能力					
应收账款周转率	5.37	5.10	5.24	6.13	6.13
存货周转率	7.42	7.07	7.82	8.02	8.03
总资产周转率	0.88	0.75	0.61	0.66	0.76
每股指标(元)					
每股收益	0.75	0.65	0.97	1.23	1.49
每股经营现金流	0.72	1.53	0.62	1.77	2.01
每股净资产	5.55	5.42	7.18	8.13	9.20
估值比率					
市盈率	23.11	26.66	17.85	14.08	11.65
市净率	3.13	3.20	2.42	2.14	1.89
EV/EBITDA	11.22	8.10	10.47	6.74	5.37
EV/EBIT	13.06	9.96	11.94	7.40	5.84

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com