

2024 年 04 月 09 日  
松霖科技 (603992.SH)

SDIC

## 美容健康增速靓丽+松霖家剥离， 业绩加速回升

**事件：**松霖科技发布 2023 年度及 2024 年一季度业绩快报。2023 年公司实现营业收入 29.83 亿元，同比下降 6.21%；归母净利润 3.53 亿元，同比增长 35.18%；扣非后归母净利润 3.57 亿元，同比增长 24.11%。其中，2023Q4 公司实现营业收入 7.89 亿元，同比增长 13.65%；归母净利润 0.49 亿元，同比增长 51.15%；扣非后归母净利润 0.67 亿元，同比增长 125.27%。24Q1 公司预计实现归母净利润 1.03 亿元到 1.23 亿元，同比增长 135.66%到 181.42%；预计扣非后归母净利润为 0.95 亿元到 1.15 亿元，同比增长 138.74%到 189.00%。


### 厨卫健康逐季回升，美容健康发展势头迅猛

公司定位于打造“健康硬件的 IDM 品类冠军孵化平台”IDM 模式战略，不断将研发创新与工业设计融入产品，不断加强研发投入，以保持公司在行业中的领先地位。分产品看，1) 厨卫方面，伴随海外市场去库、通胀缓解、需求修复，公司厨卫订单逐季恢复，公司预计 23 年全年营收呈现小幅度下滑。24 年行业需求有望受益于美国降息后的地产链相关需求回暖，公司也将持续通过产品系统化、集成化方式、技术创新等手段，产生新产品、新功能，拓展新类型品牌客户实现增长。2) 美容健康方面，根据久谦数据，23 年中国美容仪线上销售额同比增长 29%至 131 亿元。公司已拥有多项专利、掌握多项核心技术，目前产品收入主要来自美容花洒和美容仪，与全球多个主要客户建立合作项目，23 年美容健康放量，营收同比增长 79%至 2.59 亿元。公司将持续开拓新客户及新项目，同时储备健发仪、脱毛仪等新品，中期有望形成新增长曲线。

分区域来看，1) 国内市场方面，公司内销占比同比小幅提升至 34%，因此我们推测 23 年公司国内市场营收保持平稳，增速略高于海外市场。2) 海外市场方面，根据公司公告，23 年 10 月公司美国市场营收基本恢复到同期水平，而在欧洲市场公司顺利开拓新领域、新类型客户，但由于市场需求修复恢复较慢，23 年 10 月公司欧洲市场营收仍在修复中。

### 剥离“松霖·家”业务，完成倍杰特完全收购

公司此前持股 51%的子公司倍杰特主营脲醛盖板及智能马桶代工，公司希望将倍杰特由传统的代工、加工业务升级至以 IDM 模式经营为主，通过加大研发创新力度，提高产品竞争力，开拓高端客户，抓住智能马桶业务发展的红利期，因此于 23 年 11 月收

 **公司快报**

证券研究报告

其他家居

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6 个月目标价

26.5 元

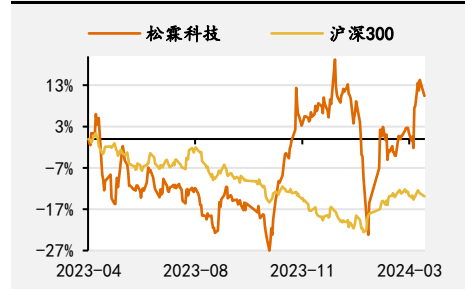
股价 (2024-04-08)

18.48 元

交易数据

总市值(百万元)	7,539.62
流通市值(百万元)	7,410.72
总股本(百万股)	407.99
流通股本(百万股)	401.01
12 个月价格区间	12.39/19.95 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.4	-6.1	18.6
绝对收益	15.1	1.5	4.4

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

23Q2 业绩环比改善，松霖家业务剥离在即	2023-08-31
盈利能力保持靓丽，IDM、松霖家双引擎驱动	2023-04-28
22Q2 业绩环比回升，健康硬件&松霖家稳步拓展	2022-08-24

购倍杰特剩余 49% 股权，将加速研发端整合落实战略。此外，公司 23Q3 剥离“松霖·家”业务，主要系 1) “松霖·家”仍处于新模式探索、验证阶段，其需要投入的资金成本和时间成本较高；2) “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差异。“松霖·家”长期处于亏损状态，23Q1-3 亏损 0.76 亿元，剥离后公司净利润能够减亏，同时能够将资源更多投入“健康硬件 IDM”业务，进一步提升核心竞争力。

### 建设首个海外生产基地，越南项目保障供应链安全

2023 年 10 月，公司公告计划建设越南智能健康硬件生产基地项目，项目预计总投资金额不超过 5000 万美元，主要规划为塑胶类产品装配。2024 年 2 月，公司增加越南子公司注册资本，自 1000 万美元调整至 1600 万美元。预计首个海外生产基地逐步建设完成后，供应链安全有望得到进一步保障。

### 盈利能力显著提升，股权激励目标彰显快速增长信心

2023 年得益于公司产品结构优化、人民币贬值、原材料价格下降，厨卫健康业务盈利能力提升。综合来看，公司 2023 年归母净利率为 11.7%，同比增长 3.6pct。公司计划于 2024 年 1 月实施限制性股票激励，首次向 116 名员工授予 697.5 万限制性股票。此次解除限售业绩条件为以 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。

**投资建议：**公司在保持原有渠道、产品研发等优势的同时积极推进产品结构优化升级，与国内外多个美容健康产品的客户建立联系，美容健康产品有望成为新的业绩增长点。我们预计松霖科技 2023-2025 年营业收入为 29.83、35.93、44.69 亿元，同比增长-6.20%、20.44%、24.38%；归母净利润为 3.53、4.92、6.00 亿元，同比增长 35.22%、39.56%、21.74%，对应 PE 为 21.4x、15.3x、12.6x，给予 24 年 21.94xPE，目标价 26.50 元，维持买入-A 的投资评级。

**风险提示：**行业竞争加剧风险；原材料价格大幅波动；下游需求不及预期风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,977.0	3,180.5	2,983.3	3,593.2	4,469.2
净利润	301.3	261.1	353.1	492.8	599.9
每股收益(元)	0.74	0.64	0.87	1.21	1.47
每股净资产(元)	5.46	5.33	5.93	6.89	7.99

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	25.0	28.9	21.4	15.3	12.6
市净率(倍)	3.4	3.5	3.1	2.7	2.3
净利润率	10.1%	8.2%	11.8%	13.7%	13.4%
净资产收益率	13.5%	12.0%	14.6%	17.5%	18.4%
股息收益率	0.4%	1.0%	1.1%	1.4%	2.0%
ROIC	34.4%	17.7%	32.1%	36.0%	38.6%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2,977.0	3,180.5	2,983.3	3,593.2	4,469.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,097.5	2,201.4	1,990.7	2,315.8	2,913.9	营业收入增长率	46.3%	6.8%	-6.2%	20.4%	24.4%
营业税费	24.4	23.8	24.8	28.8	36.5	营业利润增长率	14.9%	0.0%	7.5%	46.8%	21.7%
销售费用	119.0	159.8	146.2	176.1	219.0	净利润增长率	11.4%	-13.3%	35.2%	39.6%	21.7%
管理费用	235.7	255.1	253.6	301.8	375.4	EBITDA 增长率	14.0%	-4.6%	24.2%	24.1%	19.3%
研发费用	169.6	192.2	190.9	230.0	259.2	EBIT 增长率	8.9%	-14.0%	32.3%	29.1%	22.3%
财务费用	15.7	-39.7	-14.9	-14.6	-20.3	NOPLAT 增长率	10.4%	-18.9%	42.7%	27.3%	21.3%
资产减值损失	-15.5	-34.9	-50.0	-23.8	-26.6	投资资本增长率	57.8%	-21.3%	13.4%	13.1%	-12.2%
加:公允价值变动收益	12.7	1.6	7.5	7.3	5.5	净资产增长率	20.8%	-1.8%	11.8%	14.6%	14.8%
投资和汇兑收益	22.3	-56.8	-0.7	-11.7	-12.0						
<b>营业利润</b>	358.4	358.4	385.4	565.7	688.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.1	-15.9	-0.2	0.2	0.3	毛利率	29.5%	30.8%	33.3%	35.6%	34.8%
<b>利润总额</b>	358.4	320.2	385.1	565.9	688.9	营业利润率	12.0%	11.3%	12.9%	15.7%	15.4%
减:所得税	46.3	34.8	-5.0	73.1	89.0	净利润率	10.1%	8.2%	11.8%	13.7%	13.4%
<b>净利润</b>	301.3	261.1	353.1	492.8	599.9	EBITDA/营业收入	15.8%	14.1%	18.7%	19.3%	18.5%
						EBIT/营业收入	12.8%	10.3%	14.5%	15.6%	15.3%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	101	119	135	109	84
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	22	25	12	25	29
货币资金	566.3	1,104.2	804.6	1,041.3	1,821.8	流动资产周转天数	221	251	291	258	274
交易性金融资产	12.7	416.3	423.8	431.1	436.6	应收帐款周转天数	69	71	70	70	70
应收帐款	702.2	548.3	613.8	783.6	961.7	存货周转天数	48	51	46	46	46
应收票据	2.6	37.8	7.1	15.2	20.0	总资产周转天数	409	478	519	446	418
预付帐款	12.0	9.5	12.1	12.1	18.1	投资资本周转天数	148	151	151	142	114
存货	530.8	368.9	399.5	509.1	643.9						
其他流动资产	92.8	26.0	50.2	56.3	44.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.5%	12.0%	14.6%	17.5%	18.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	6.5%	9.3%	10.5%	10.6%
长期股权投资	3.4	4.1	4.1	4.1	4.1	ROIC	34.4%	17.7%	32.1%	36.0%	38.6%
投资性房地产	6.9	6.5	6.5	6.5	6.5	<b>费用率</b>					
固定资产	977.6	1,123.1	1,111.8	1,072.1	1,024.3	销售费用率	4.0%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%
在建工程	243.2	111.2	111.2	111.2	111.2	管理费用率	7.9%	8.0%	8.5%	8.4%	8.4%
无形资产	281.7	270.1	258.1	246.1	234.1	研发费用率	5.7%	6.0%	6.4%	6.4%	5.8%
其他非流动资产	603.3	391.1	383.0	422.2	353.0	财务费用率	0.5%	-1.2%	-0.5%	-0.4%	-0.5%
<b>资产总额</b>	4,035.7	4,417.1	4,185.7	4,711.0	5,679.5	四费/营业收入	18.1%	17.8%	19.3%	19.3%	18.6%
短期债务	134.8	38.5	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	700.9	501.9	703.1	632.2	1,046.6	资产负债率	40.0%	46.2%	36.5%	35.3%	38.4%
应付票据	44.4	132.4	48.1	75.2	101.5	负债权益比	66.6%	85.7%	57.4%	54.6%	62.4%
其他流动负债	308.8	264.1	264.2	277.1	269.6	流动比率	1.61	2.68	2.28	2.89	2.78
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.17	2.29	1.88	2.38	2.33
其他非流动负债	424.0	1,101.8	511.0	678.9	763.9	利息保障倍数	24.31	-8.25	-29.09	-38.24	-33.79
<b>负债总额</b>	1,613.0	2,038.8	1,526.5	1,663.5	2,181.6	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	196.4	203.1	238.2	238.2	238.2	DPS(元)	0.07	0.19	0.20	0.26	0.37
股本	401.0	401.0	408.0	408.0	408.0	分红比率	10.1%	30.1%	23.4%	21.2%	24.9%
留存收益	1,825.6	1,742.6	2,013.0	2,401.2	2,851.7	股息收益率	0.4%	1.0%	1.1%	1.4%	2.0%
<b>股东权益</b>	2,422.7	2,378.3	2,659.2	3,047.5	3,497.9						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.74	0.64	0.87	1.21	1.47
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	5.46	5.33	5.93	6.89	7.99
净利润	312.1	285.4	353.1	492.8	599.9	PE(X)	25.0	28.9	21.4	15.3	12.6
加:折旧和摊销	102.7	142.0	123.3	131.6	139.9	PB(X)	3.4	3.5	3.1	2.7	2.3
资产减值准备	10.9	40.1	-	-	-	P/FCF	-98.2	7.2	-33.1	19.4	8.7
公允价值变动损失	-12.7	-1.6	7.5	7.3	5.5	P/S	2.5	2.4	2.5	2.1	1.7
财务费用	14.5	4.0	-14.9	-14.6	-20.3	EV/EBITDA	15.2	11.7	11.6	9.0	6.8
投资收益	-22.3	55.4	0.7	11.7	12.0	CAGR(%)	16.4%	28.1%	13.0%	16.4%	28.1%
少数股东损益	10.8	24.3	37.0	-	-	PEG	1.5	1.0	1.6	0.9	0.4
营运资金的变动	-84.1	425.1	-172.5	-265.9	194.0	ROIC/WACC	5.5	2.8	5.1	5.7	6.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	288.3	615.5	334.2	362.8	931.0	REP	0.9	1.6	1.0	0.7	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	-331.8	-667.9	-115.8	-106.3	-103.0						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-103.1	550.1	-518.1	-19.9	-47.5						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034