

公司研究

3C 及乘用车领域营收快速增长，持续推动新型涂层解决方案

——松井股份（688157.SH）2024 年报及 2025 一季报点评

增持（维持）

当前价：40.04 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.12
总市值(亿元):	44.74
一年最低/最高(元):	29.81/52.88
近 3 月换手率:	45.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.01	12.15	16.29
绝对	5.04	11.50	19.37

资料来源：Wind

相关研报

消费电子领域营收显著增长，电芯绝缘 UV 喷墨打印工程落地——松井股份（688157.SH）2024 年半年报点评（2024-08-16）

要点

事件 1: 公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现营收 7.46 亿元，同比增长 26.41%；实现归母净利润 8640 万元，同比增长 6.52%；实现扣非后归母净利润 7901 万元，同比增长 7.18%。2024Q4，公司单季度实现营收 2.19 亿元，同比增长 25.23%，环比增长 7.48%；实现归母净利润 1516 万元，同比减少 44.87%，环比减少 50.32%。

事件 2: 公司发布 2025 年一季报。2025Q1，公司单季度实现营收 1.53 亿元，同比增长 13.24%，环比减少 29.99%；实现归母净利润 381 万元，同比减少 68.52%，环比减少 74.91%。

点评：

3C 及乘用车领域营收快速增长，25Q1 费用及折旧增加影响业绩。 2024 年，公司在高端消费电子领域实现营收 6.07 亿元，同比增长 26.9%。2024 年公司 3C 领域营收的增长一方面得益于与北美消费电子大客户的合作深化，供应产品品类从涂料延伸至油墨；另一方面则得益于拓印技术相关产品在 H 大客户、小米、荣耀、OPPO、VIVO 等客户端的拓展与放量。2024 年，公司在乘用车领域实现营收 1.28 亿元，同比增长 29.6%，其中 2024Q4 单季度营收同比增长 51.6%至 4867 万元。公司持续发力内外饰涂层领域市场，聚焦头部客户，凭借差异化竞争优势，深化了与比亚迪、北美 T 公司、吉利等客户的业务合作。2025Q1，公司在高端消费电子领域实现营收 1.13 亿元，同比微增 0.4%；在乘用车领域实现营收 3797 万元，同比大幅增长 78.2%。然而由于乘用车领域营收占比的提升，叠期间费用的增长，以及前期在建工程转固后对折旧的影响，2025Q1 公司盈利暂时性承压。2025Q1，公司毛利率同比下降 5.5pct 至 43.4%，销售、管理、研发费用同比分别增长 17.8%、30.2%、13.7%，公司销售期间费用率同比提升 2.6pct 至 44.2%。

持续推动新型涂层解决方案，延伸布局战略新兴领域。 在高端消费电子领域，公司凭借自身持续的技术创新，率先推出了准分子涂层材料解决方案。根据公司 2024 年年报，公司准分子工艺初步开发成功并完成首个项目落地。目前公司拓印工艺相关产品仍处于放量期，后续随着技术迭代，准分子工艺相关产品的推出将为公司 3C 领域营收增长积蓄新动能。在乘用车领域，凭借自主研发，工艺更精简、能耗更低、良率更高的烧结油墨获得下游客户认可并逐步导入量产。此外，公司在汽车后市场修补涂料和原厂 OEM 涂料项目研发也已取得阶段性成果。在动力电池领域，2024 年公司成功交付全球首创中国首发的材料、工艺设备一体化电芯绝缘 UV 喷墨打印样板工程，同时进一步获得多条标准线订单。此外，公司在航空航天等战略新兴领域也有所布局，公司持续推进与下游客户对接合作，截至 2024 年报披露日，相关合作产品的试航认证已完成取样，并于客户进入产品交互式合作开发阶段。

盈利预测、估值与评级： 公司在 3C 及乘用车领域营收呈现高速增长，然而由于在建工程转固后相应折旧的增加，以及公司期间费用的增长，公司业绩低于此前预期。考虑到公司毛利率的降低，以及期间费用的增长，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.27（前值为 1.54）/1.84（前值为 2.01）/2.40 亿元。公司持续推动新型涂层解决方案，同时延伸布局航空航天等战略新兴领域，未来成长可期，维持“增持”评级。

风险提示： 下游需求不及预期，产品研发风险，客户导入进度不及预期，行业竞争加剧。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	590	746	1,004	1,356	1,688
营业收入增长率	18.17%	26.41%	34.73%	35.01%	24.45%
归母净利润（百万元）	81	86	127	184	240
归母净利润增长率	-1.39%	6.52%	46.45%	45.09%	30.52%
EPS（元）	0.73	0.77	1.13	1.64	2.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.28%	6.54%	8.90%	11.71%	13.68%
P/E	55	52	35	24	19
P/B	3.5	3.4	3.1	2.9	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	590	746	1,004	1,356	1,688
营业成本	299	381	513	690	857
折旧和摊销	18	35	51	54	57
税金及附加	5	8	9	13	16
销售费用	56	84	105	132	160
管理费用	59	77	100	133	160
研发费用	90	105	142	192	239
财务费用	-4	1	4	7	11
投资收益	4	2	2	2	2
营业利润	86	93	135	196	255
利润总额	86	93	135	195	255
所得税	7	5	7	11	14
净利润	78	88	128	185	241
少数股东损益	-3	1	1	1	1
归属母公司净利润	81	86	127	184	240
EPS(元)	0.73	0.77	1.13	1.64	2.14

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26	93	60	83	176
净利润	81	86	127	184	240
折旧摊销	18	35	51	54	57
净营运资金增加	81	61	172	231	196
其他	-154	-89	-289	-386	-317
投资活动产生现金流	-348	-58	-148	-123	-98
净资本支出	-211	-149	-150	-100	-100
长期投资变化	17	57	0	0	0
其他资产变化	-154	33	2	-23	2
融资活动现金流	31	15	41	111	-12
股本变化	32	0	0	0	0
债务净变化	60	82	71	156	54
无息负债变化	59	112	54	108	104
净现金流	-290	50	-47	70	66

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	49.4%	48.8%	48.9%	49.1%	49.2%
EBITDA 率	19.3%	19.6%	19.6%	19.7%	19.7%
EBIT 率	15.5%	14.0%	14.6%	15.7%	16.3%
税前净利润率	14.5%	12.4%	13.4%	14.4%	15.1%
归母净利润率	13.8%	11.6%	12.6%	13.5%	14.2%
ROA	5.0%	4.9%	6.3%	7.6%	8.6%
ROE (摊薄)	6.3%	6.5%	8.9%	11.7%	13.7%
经营性 ROIC	7.2%	7.5%	8.7%	10.8%	12.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	17%	25%	29%	35%	36%
流动比率	3.31	2.04	1.80	1.63	1.68
速动比率	2.97	1.71	1.50	1.34	1.38
归母权益/有息债务	20.25	9.09	6.57	4.20	4.10
有形资产/有息债务	23.68	11.59	8.84	6.24	6.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,572	1,807	2,034	2,444	2,787
货币资金	194	248	201	271	338
交易性金融资产	162	19	19	19	19
应收账款	304	376	507	685	852
应收票据	14	25	34	46	57
其他应收款 (合计)	3	4	6	8	9
存货	83	134	163	235	286
其他流动资产	39	30	30	30	30
流动资产合计	808	844	971	1,310	1,610
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	17	57	57	57	57
固定资产	282	754	765	772	784
在建工程	298	10	86	117	141
无形资产	32	76	74	73	71
商誉	10	16	16	16	16
其他非流动资产	88	4	4	4	4
非流动资产合计	764	963	1,062	1,134	1,177
总负债	265	459	584	848	1,005
短期借款	60	131	202	359	413
应付账款	88	151	203	273	339
应付票据	45	40	53	72	89
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	4	16	16	16	16
流动负债合计	244	414	539	803	961
长期借款	0	7	7	7	7
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	27	27	27	27
非流动负债合计	21	45	45	45	45
股东权益	1,307	1,348	1,450	1,596	1,781
股本	112	112	112	112	112
公积金	838	832	832	832	832
未分配利润	342	394	495	640	824
归属母公司权益	1,292	1,322	1,422	1,568	1,752
少数股东权益	15	27	28	29	30

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	9.58%	11.25%	10.50%	9.70%	9.50%
管理费用率	10.06%	10.36%	10.00%	9.80%	9.50%
财务费用率	-0.69%	0.11%	0.44%	0.55%	0.63%
研发费用率	15.31%	14.14%	14.14%	14.14%	14.14%
所得税率	9%	6%	6%	6%	6%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.22	0.23	0.34	0.50	0.65
每股经营现金流	0.24	0.83	0.54	0.74	1.58
每股净资产	11.56	11.83	12.73	14.03	15.68
每股销售收入	5.28	6.67	8.99	12.14	15.10

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	55	52	35	24	19
PB	3.5	3.4	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	39.3	32.4	23.7	18.0	14.6
股息率	0.5%	0.6%	0.9%	1.2%	1.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP