

松霖科技 (603992.SH)

机器人+大健康，新增长曲线清晰

智能厨卫起家，关税摩擦负面影响逐渐消退

公司传统主营业务为智能厨卫产品，客户以高端厨卫、家居、美容健康等领域的品牌商为主。公司海外营收占比较大，2024年境内营收7.51亿元，境外营收22.64亿元，境外营收占比75.1%。2025年上半年受关税影响较大，但随着越南基地一期于2025年6月份投产，海外订单交付满足能力迅速提高；二期产能正在加紧建设，计划2026年上半年投入运营，全面达产后总产值超2亿美元。随着一二期产能的逐步达产，业绩持续改善趋势有望延续。

高毛利率美容健康类产品发力增长

“健康+颜值”正成为消费新方向。2024年，公司美容健康类产品实现收入3.59亿元，同比增长38.4%。且美容健康产品附加值高，毛利率显著高于智能厨卫产品，2024年毛利率49.18%，比传统智能厨卫品类高15pct以上，利润空间可观。当前公司大力发展美容健康类业务，美容健康类产品保持高增长，预计产品结构优化将带动公司综合利润率提升。

松霖机器人发布后勤、护理机器人，收获养老机构认可

2025年以来公司致力于机器人领域研发。主要包括护理服务机器人系统、后勤服务机器人系统。依托松霖科技的“垂直场景深度+工程化能力”的协同，公司覆盖从研发到量产的全链条能力。2025年8月12日，松霖机器人与福建省伍心养老服务有限公司签订机器人采购合作合同。采购可应用于助行、清洁、理疗、配送、接待、巡检、监控监测、护理陪伴等多场景的智能机器人产品不少于1250台，总计分三年交付。

新增长曲线清晰，给予“买入”评级

公司IDM模式构建护城河，打造和客户强绑定的高盈利能力，近三年在厨卫传统业务的基础上扩展美容健康领域，第二增长曲线成长顺利，未来凭借“垂直场景深度+工程化能力”将着力推动护理、后勤机器人进入市场，目前已初步看到成效，业绩有望持续增长。预计公司2025-2027年实现归母净利润为2.13/4.04/5.36亿元，同比增速-52.4%/+89.9%/+32.8%，最新收盘价对应PE为77.8/40.9/30.8倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海外需求不及预期、美容健康新品放量不及预期、行业竞争加剧的风险、人民币汇率波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,983	3,015	2,592	3,172	3,636
增长率 yoy (%)	-6.2	1.1	-14.0	22.3	14.6
归母净利润(百万元)	352	446	213	404	536
增长率 yoy (%)	34.9	26.6	-52.4	89.9	32.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.81	1.03	0.49	0.93	1.24
净资产收益率(%)	13.7	14.1	6.4	11.1	13.2
P/E(倍)	46.9	37.1	77.8	40.9	30.8
P/B(倍)	6.4	5.2	5.0	4.5	4.1

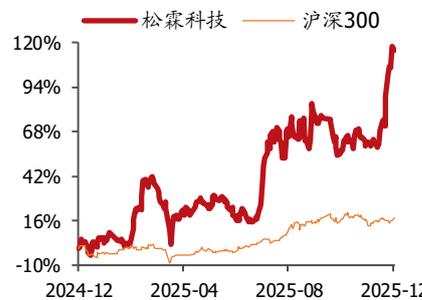
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年12月22日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	家居用品
12月22日收盘价(元)	38.21
总市值(百万元)	16,541.20
总股本(百万股)	432.90
其中自由流通股(%)	98.76
30日日均成交量(百万股)	3.43

股价走势



作者

分析师	张一鸣
执业证书编号:	S0680522070009
邮箱:	zhangyiming@gszq.com
分析师	徐程颖
执业证书编号:	S0680521080001
邮箱:	xuchengying@gszq.com
分析师	彭元立
执业证书编号:	S0680524050002
邮箱:	pengyuanli@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2632	2689	2483	2919	3679
现金	904	500	415	686	1314
应收票据及应收账款	613	585	503	615	706
其他应收款	14	14	12	15	17
预付账款	5	8	7	8	9
存货	314	290	255	302	339
其他流动资产	782	1292	1291	1293	1294
非流动资产	1620	1675	1929	1939	1701
长期投资	3	3	3	3	3
固定资产	997	1062	1211	1331	1150
无形资产	230	265	259	252	246
其他非流动资产	390	344	457	353	302
资产总计	4252	4364	4412	4858	5380
流动负债	1000	807	709	841	947
短期借款	45	0	0	0	0
应付票据及应付账款	512	504	443	524	589
其他流动负债	443	304	266	317	358
非流动负债	681	382	376		
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	681	382	376	376	376
负债合计	1681	1190	1085	1218	1323
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	408	428	428	428	428
资本公积	962	1309	1309	1309	1309
留存收益	1230	1489	1661	1975	2391
归属母公司股东权益	2572	3174	3327	3641	4057
负债和股东权益	4252	4364	4412	4858	5380

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	477	604	372	550	687
净利润	391	446	213	404	536
折旧摊销	171	146	163	190	190
财务费用	11	-10	0	0	0
投资损失	-7	-18	-11	-16	-17
营运资金变动	-153	36	23	-33	-27
其他经营现金流	64	4	-15	5	4
投资活动现金流	-287	-764	-392	-189	61
资本支出	-149	-250	-399	-205	44
长期投资	-123	-532	0	0	0
其他投资现金流	-15	18	7	16	17
筹资活动现金流	-388	-281	-72	-90	-120
短期借款	7	-45	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	7	20	0	0	0
资本公积增加	276	347	0	0	0
其他筹资现金流	-678	-602	-72	-90	-120
现金净增加额	-188	-412	-85	271	628

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2983	3015	2592	3172	3636
营业成本	1942	1948	1713	2029	2280
营业税金及附加	31	29	26	31	36
营业费用	115	83	86	95	109
管理费用	260	283	311	349	364
研发费用	204	225	246	254	291
财务费用	-6	-23	0	0	0
资产减值损失	-44	-16	0	0	0
其他收益	19	20	17	21	24
公允价值变动收益	-29	2	0	0	0
投资净收益	7	18	11	16	17
资产处置收益	0	1	0	1	1
营业利润	380	500	239	452	597
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	3	8	5	7	6
利润总额	378	493	235	446	593
所得税	-13	47	22	42	56
净利润	391	446	213	404	536
少数股东损益	39	0	0	0	0
归属母公司净利润	352	446	213	404	536
EBITDA	576	602	398	637	783
EPS (元/股)	0.81	1.03	0.49	0.93	1.24

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-6.2	1.1	-14.0	22.3	14.6
营业利润(%)	12.9	31.7	-52.2	88.9	32.2
归属母公司净利润(%)	34.9	26.6	-52.4	89.9	32.8
获利能力					
毛利率(%)	34.9	35.4	33.9	36.0	37.3
净利率(%)	11.8	14.8	8.2	12.7	14.8
ROE(%)	13.7	14.1	6.4	11.1	13.2
ROIC(%)	12.9	11.8	5.8	10.2	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	39.5	27.3	24.6	25.1	24.6
净负债比率(%)	-8.9	-5.5	-2.7	-9.9	-24.3
流动比率	2.6	3.3	3.5	3.5	3.9
速动比率	2.3	2.9	3.1	3.1	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	5.5	5.4	5.0	6.0	5.8
应付账款周转率	4.1	4.1	4.0	4.6	4.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.03	0.49	0.93	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.39	0.86	1.27	1.59
每股净资产(最新摊薄)	5.94	7.33	7.69	8.41	9.37
估值比率					
P/E	46.9	37.1	77.8	40.9	30.8
P/B	6.4	5.2	5.0	4.5	4.1
EV/EBITDA	12.2	12.8	41.4	25.4	19.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 12 月 22 日收盘价

内容目录

智能厨卫起家，机器人、大健康软硬件接棒发展	4
高毛利率美容健康类产品发力增长	10
松霖机器人发布后勤、护理机器人，收获养老机构认可	12
盈利预测与投资建议	15
盈利预测	15
投资建议	16
风险提示	17

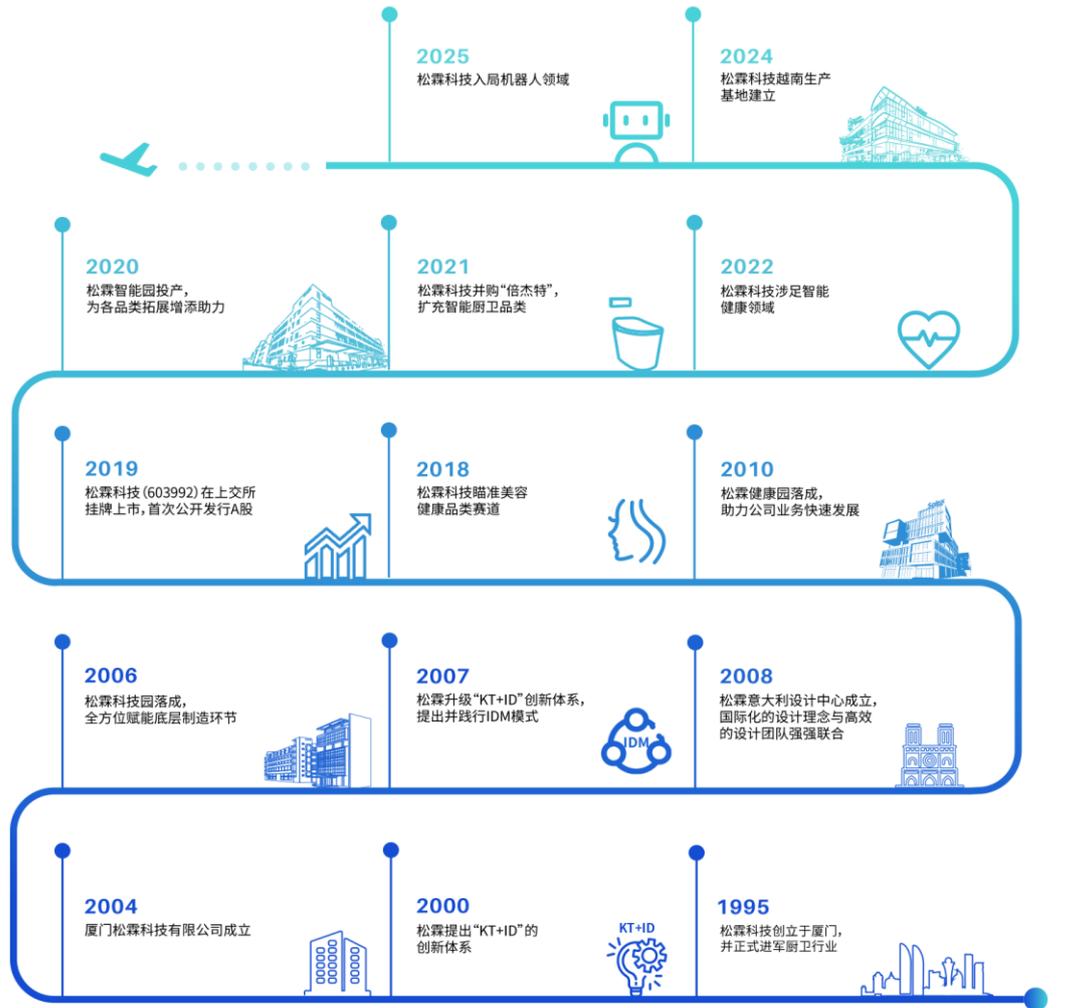
图表目录

图表 1: 松霖科技发展历程	4
图表 2: 公司股权结构图（截至 2025 年三季报）	5
图表 3: 2020-2025Q1-3 松霖科技营收及同比增速（右轴）	5
图表 4: 2020-2025Q1-3 松霖科技归母净利润及同比增速（右轴）	5
图表 5: 2020-2025H1 松霖科技境内外营收及境外收入占比（右轴）	6
图表 6: 2020-2024 年松霖科技研发费用总额及研发费用率（右轴）	6
图表 7: 2020-2024 年松霖科技技术人员数量及占比（右轴）	6
图表 8: 2020-2024 年公司毛利率及净利率水平	7
图表 9: IDM 模式图解	7
图表 10: IDM 模式和 OEM、ODM 模式的区别	8
图表 11: 公司历史上屡获国内外各种设计奖项	8
图表 12: 公司产品矩阵	10
图表 13: 2020-2024 年公司主营业务营收拆分及美容健康业务占比	10
图表 14: 2020-2024 年美容健康类产品毛利率显著高于传统智能厨卫业务毛利率	11
图表 15: 威迪思产品智能移动装备示意图	12
图表 16: 公司机器人板块产品布局	13
图表 17: 伍心养老框架订单	14
图表 18: 2024-2027E 公司业绩拆分	15
图表 19: 2024-2027E 公司期间费用率预测	16
图表 20: 可比公司估值表（截至 2025/12/22）	16

智能厨卫起家，机器人、大健康软硬件接棒发展

公司成立于2004年，2019年在上交所上市，主要产品包括花洒、淋浴器、龙头、智能马桶、智能浴室柜等，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。公司坚持健康硬件IDM创新驱动的发展战略，2025年践行“三三一”战略，即聚焦机器人、大健康软硬件及智能厨卫三大领域，持续深化技术、设计、制造三大底层共享能力，提升细分市场领域产品覆盖率。

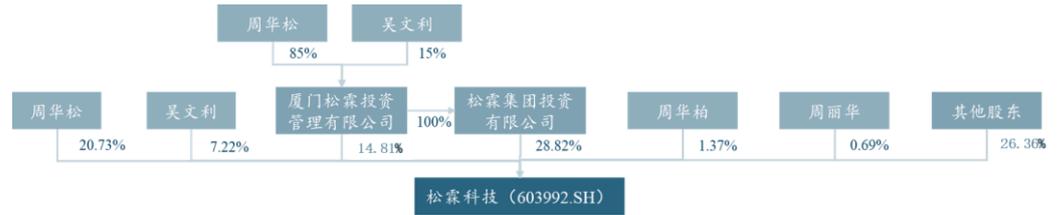
图表1：松霖科技发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

创始人及一致行动人直接及间接持股合计 74.1%。截至 2025/11/13，公司股东中，董事长周华松先生及其一致行动人通过直接持股以及间接持股方式共持有公司 74.1% 的股权。公司股权结构集中，有利于缩短决策链、提高执行效率。

图表2: 公司股权结构图 (截至 2025 年三季度)



资料来源: 公司公告, iFind, 国盛证券研究所

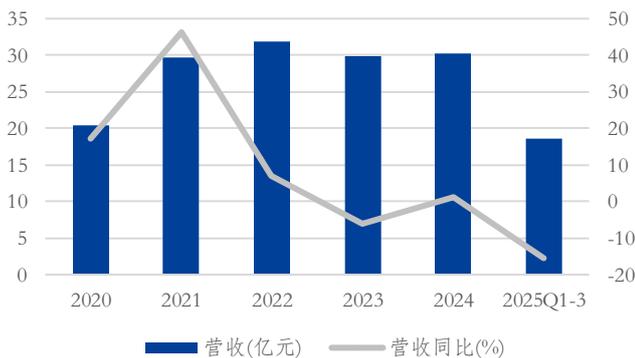
2020-2021 年公司积极拓展海内外业务, 收入和业绩均实现较高增长。2022 年营收增长, 归母净利润略有下降。

2023 年剥离松霖·家业务后, 归母净利润同比增长 34.98%至 3.52 亿元。

2024 年内销收入下行, 但公司优化国际业务布局, 创新产品占比提升, 叠加外汇收益, 使得归母净利润增长 26.65%至 4.46 亿元。

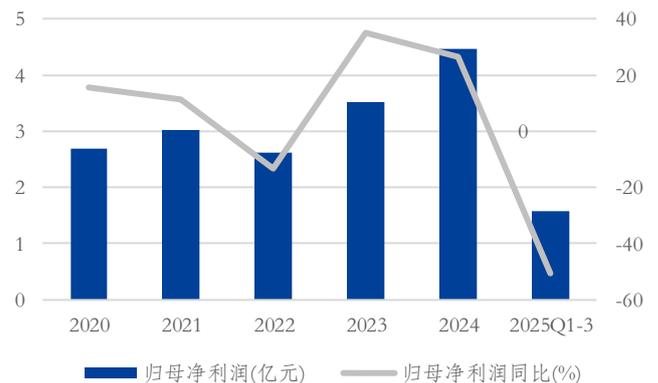
2025 年一二季度受关税波动影响, 客户下单放缓, 公司业绩承压。公司积极应对市场环境变化, 持续优化经营管理, 2025 年单三季度净利润环比增长 37.6%, 业绩呈现逐步改善变好的趋势, 单季度同比降幅在收缩。

图表3: 2020-2025Q1-3 松霖科技营收及同比增速 (右轴)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

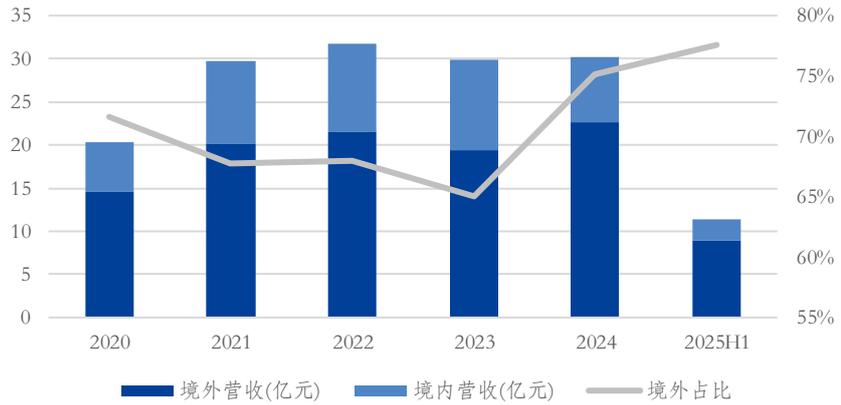
图表4: 2020-2025Q1-3 松霖科技归母净利润及同比增速 (右轴)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

分地区来看, 公司海外营收占比较大。2024 年境内营收 7.51 亿元, 同比下滑 28%; 境外营收 22.64 亿元, 同比增长 16.7%, 境外营收占比已达 75.1%。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。

图表5: 2020-2025H1 松霖科技境内外营收及境外收入占比 (右轴)

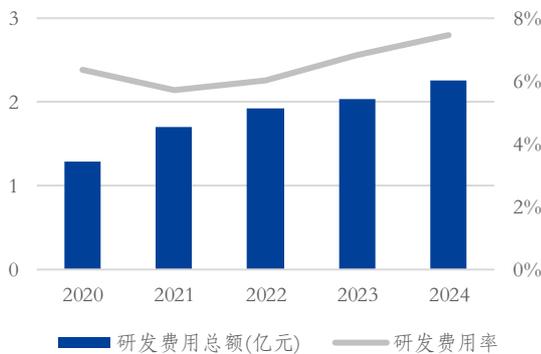


资料来源: iFind, 国盛证券研究所

在国际贸易摩擦持续的背景下,建设越南基地是公司的战略选择,越南一期于2025年6月份投产,现处于产能爬坡阶段,预计2025Q4基本达产;二期产能正在加紧建设,计划2026年上半年投入运营,全面达产后总产值超2亿美元。随着一二期产能的逐步达产,业绩持续改善趋势有望延续。

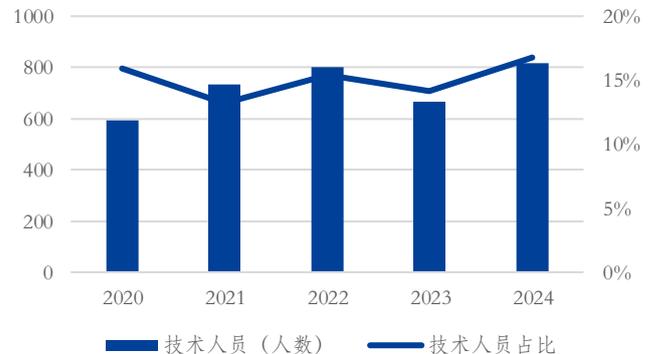
新产品密集推出,研发投入力度加强。2024年公司研发费用率7.46%,同比增加0.62pct,且近五年研发费用率始终高于5%。技术人员数量从2020年的593人扩充至2024年的818人,技术人员数量占公司总人数的比例从2020年的15.9%提升到2024年的16.8%。

图表6: 2020-2024 年松霖科技研发费用总额及研发费用率 (右轴)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

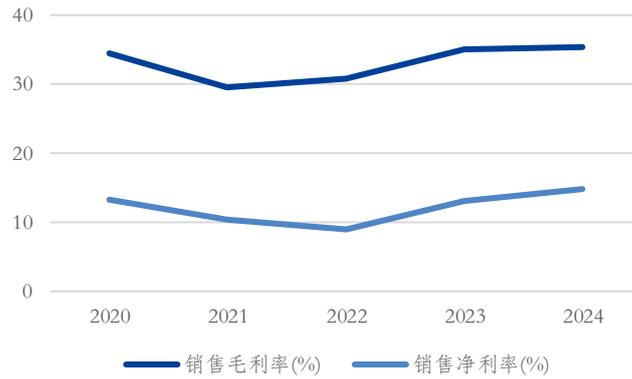
图表7: 2020-2024 年松霖科技技术人员数量及占比 (右轴)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

公司毛利率多年来维持在29.5%以上的较高水平,主要得益于公司采用IDM(Innovation Design Manufacturer, 创新设计制造商)模式。

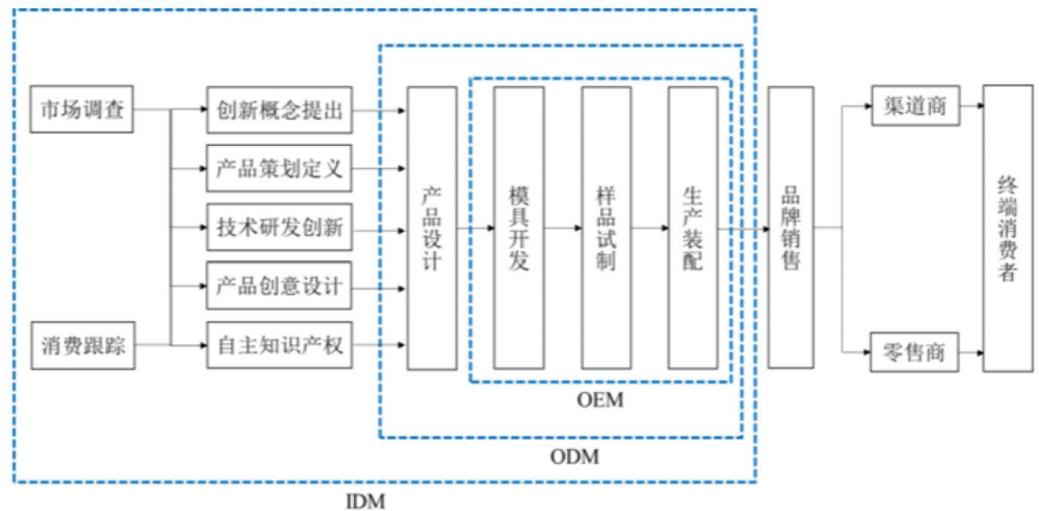
图表8: 2020-2024年公司毛利率及净利率水平



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

公司 IDM 模式一站式包揽前端环节, 是对传统 ODM 模式的升级和优化。IDM 模式下, 公司自行完成市场状况及消费需求分析、产品策划和创意设计、研究开发产品相关技术解决方案, 最终向客户交付包含公司专利技术、创意设计等自主知识产权的产品模型、技术模组或成型产品。

图表9: IDM 模式图解



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

IDM 聚焦研发端, 核心在于强大的创意设计和技术实力。

一方面, 公司拥有丰富专利储备, 截至 2024 年底, 公司持有国内外有效授权专利 1337 项, 其中发明专利 422 项, 实用新型专利 756 项, 外观专利 159 项。公司通过大数据技术实时掌控全球消费动向, 研发团队可以根据数据库有针对性地选择研发方向, 能够先一步对市场上的产品进行更新改进, 拓展产品功能并加入创新元素, 确保公司产品的研发方案走在行业前列, 功能更加贴近用户需求。

图表10: IDM 模式和 OEM、ODM 模式的区别



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

另一方面, 公司具备优异的产品设计能力, 由公司设计团队主持设计的花洒、龙头、智能马桶、冲牙器等产品已先后多次获得了“IF 设计奖”、“红点奖”、“IDEA”、“G-Mark”等国际工业设计领域的顶尖奖项, 共获得国内外各种设计奖项 170 项。

图表11: 公司历史上屡获国内外各种设计奖项



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司立足于“智能健康、绿色环保”理念的技术沉淀, 在 IDM 模式加持下, 抓住消费者对抗菌、美容、康养、健康水质等的消费需求, 持续对花洒品类、龙头品类、智能马桶品类等领域进行全新升级, 在电子微气泡技术、电子控制淋浴技术、超节水淋浴水花技术、臭氧微气泡技术方面取得新突破并成功应用于现有品类升级和新品类拓展, 使得智能厨卫成为公司最主要的收入来源。

近期多个品类线，均有 A 类客户项目突破，如智能马桶业务线国际 Top 品牌首次整机第三方合作花落公司，健康饮水业务线美国、意大利 Top 品牌品类首单落地，睡眠业务线日本与美国睡眠类 Top 品牌签约等。

高毛利率美容健康类产品发力增长

近年来，公众健康意识显著提升，并逐步影响到其消费行为。“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、预防和治疗的各功能方案和方案。公司将饮水健康、美容健康品类与智能健康硬件融合发展，打造智能化、多元化的美容健康软硬件生态体系。公司产品涵盖健康水机、智能测肤仪、美容仪、冲牙器、脱毛仪、智能止鼾枕、睡眠监测仪等，该板块正处于初期高速发展阶段，美容健康业务营收占比持续提升。

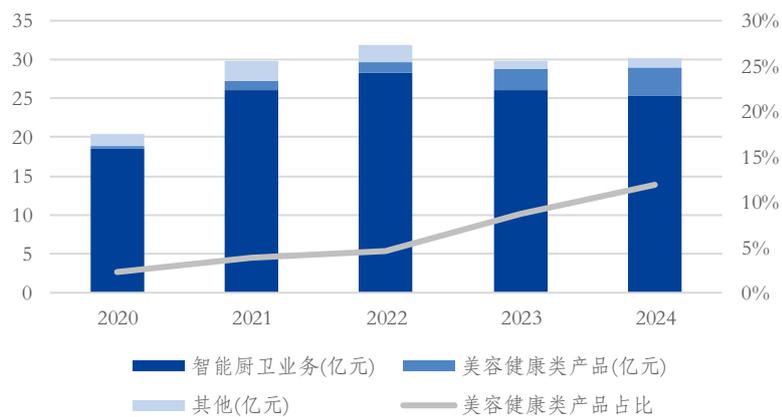
图表12: 公司产品矩阵



资料来源: 公司 ESG 报告, 国盛证券研究所

2024年，智能厨卫业务实现收入 25.32 亿元，同比下降 3.2%；美容健康类产品实现收入 3.59 亿元，同比增长 38.4%。

图表13: 2020-2024 年公司主营业务营收拆分及美容健康业务占比



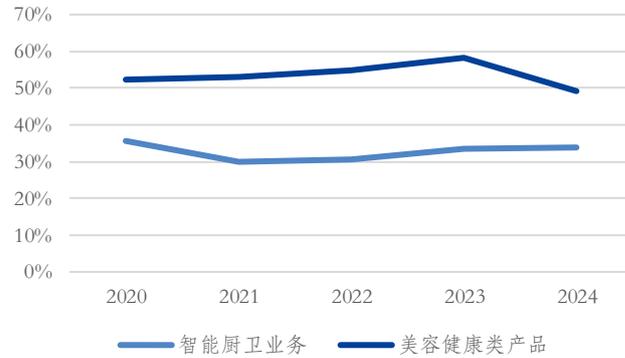
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

算法技术方面的提高有助于解决皮肤检测的实时定位跟踪和定位分析、口腔移动定位和定位护理难题；光谱成像与光电转化效率课题的技术突破，有效提升脱毛仪器的光电转化效率，提高产品的可靠性与寿命；进一步拓展了具有多功能温控直饮智能设备、脸部

护理的家用皮肤护理技术、口腔护理的日常口腔深度清洁和检测技术、皮肤检测的光谱透视技术及毛发护理的仿真与分析技术等实现方式和应用场景。

美容健康产品附加值高，毛利率显著高于智能厨卫产品。美容健康产品 2024 年毛利率 49.18%，同比减少 9.07pct，但仍比传统智能厨卫品类高 15pct 以上，利润空间可观。当前公司大力发展美容健康类业务，美容健康类产品保持高增长，预计产品结构优化将带动公司综合利润率提升。

图表14: 2020-2024 年美容健康类产品毛利率显著高于传统智能厨卫业务毛利率



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

松霖机器人发布后勤、护理机器人，收获养老机构认可

2025 年以来公司致力于机器人领域研发。2025 年 2 月公司成立全资子公司松霖机器人，专攻机器人赛道；3 月底，公司收购威迪思 100% 股权。威迪思深耕于智能移动装备领域，拥有低速无人驾驶领域创新设计研究院、福建省客车特种车辆研发协同创新中心等五大科研创新平台，汇聚总体设计、工业造型、底盘设计、AI 算法、CAE 仿真等专业人才，具备较强的研发水平与工程化能力。

图表 15: 威迪思产品智能移动装备示意图



资料来源: 威迪思官网, 国盛证券研究所

公司以松霖机器人科技有限公司为平台, 构建适应复杂多变场景应用的机器人产品体系。公司结合威迪思公司的研发基础和技术能力, 围绕核心技术突破、产业链协同和应用场景拓展, 进军机器人底盘、人形机器人关节模组及灵巧手领域、特殊场景清洗机器人领域。目前处于产品打磨阶段, 部分产品已完成策划设计, 进入开发验证及实景测试阶段。

SOLEX 机器人系统主要包括护理服务机器人系统、后勤服务机器人系统。其中护理服务机器人系统关注养老、护理、医美等场景下综合系统解决方案; 后勤服务机器人旨在打造包含巡检、搬运、讲解、清洁等后勤总务类机器人矩阵的系统性解决方案; 护理服务机器人系统与后勤服务机器人系统均以自有品牌模式向终端市场销售。

图表16: 公司机器人板块产品布局



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司后勤服务机器人系统主要关注国内外工业园区、康养机构及其他封闭区域内的后勤服务场景需求, 打造包含巡检、安防、区域内物流、总台讲解在内的矩阵式机器人系统解决方案。目前针对海外某客户工业园区场景需求、以及国内某康养机构场景需求, 公司正与客户紧密合作, 深度洞察场景需求, 定向研发矩阵式机器人系统解决方案。

公司护理服务机器人系统主要关注康养机构、医美机构以及生活美容机构场景, 同时关注国内与国外市场需求。今年 6 月, 工业和信息化部办公厅及民政部办公厅发布《关于开展智能养老服务机器人结对攻关与场景应用试点工作的通知》, 为加快推动机器人赋能智慧养老发展, 拟联合开展智能养老服务机器人结对攻关与场景应用试点工作。

公司已与伍心康养达成战略合作, 主要聚焦于大健康机器人产品, 尤其针对康养机构的助老养老需求。双方将借助产品进行实践检验, 确保产品能够精准适配具体的需求场景。据公司披露, 2025 年 8 月 12 日, 松霖机器人与福建省伍心养老服务有限公司签订机器人采购合作合同。采购可应用于助行、清洁、理疗、配送、接待、巡检、监控监测、护理陪伴等多场景的智能机器人产品不少于 1250 台, 总计分三年交付, 其中 2026 年 8 月 15 日前交付成机 50 台; 2027 年 8 月 15 日前交付成机不少于 200 台; 2028 年 8 月 15 日前交付成机不少于 1000 台。

图表17: 伍心养老框架订单

交付日期	台数 (台)
2026/8/15	50
2027/8/15	200
2028/8/15	1000
三年	1250

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

目前松霖机器人的技术突破体现在“垂直场景深度能力”的协同, 依托松霖科技的 IDM (创新/设计/智造) 共享平台, 该模式覆盖从研发到量产的全链条能力, 公司拥有机器人整机交付能力、极致硬件成本控制、深厚的软件算法以及客户群体积累优势, 使其在机器人领域快速实现技术闭环、产品落地。

值得一提的是, 松霖机器人在技术层面取得了实质性进展。运动控制方面, 松霖机器人基于深度强化学习的仿真训练加 ROS (机器人操作系统) 框架的高效部署, 实现了对各类复杂环境及任务需求的灵活适配, 同时保证稳定的运动控制和超高的操作精度; 场景语音交互方面, 通过配备全阵列麦克风系统加离线语音引擎的轻量化和低成本方案, 确保机器人能在复杂环境清晰收音执行用户指令, 无网也能流畅响应; 情感体验方面, 基于机器人表情与语音双模态情感交互, 能实时捕捉用户情绪变化, 建立情感响应机制, 打造有温度的“AI 陪伴”新范式。

盈利预测与投资建议

盈利预测

主要假设:

智能厨卫业务: 2025 年受出口关税影响, 收入整体小幅下降, 我们预计 2026 年后随着越南基地全面投产, 关税问题得到解决, 销售将迅速恢复常态。2025-2027 年公司该部分收入分别为 22.28/25.63/28.19 亿元, 同比变动-12%/+15%/+10%。毛利率先降后升, 且越南基地享受税收优惠, 随着越南基地发货增加, 结构性带动毛利率提升, 预计未来 3 年毛利率分别为 33.15%/34.31%/34.91%。

美容健康业务: 公司美容健康业务打造第二增长曲线, 2023 年以来加大开拓力度, 2024 年业务拓宽卓有成效。但 2025 年受出口关税影响严重, 主要系美容健康产品客户主要是北美市场。我们预计 2026 年后随着越南基地全面投产, 关税问题得到解决, 销售将迅速恢复常态。我们预计 2025-2027 年公司该部分收入分别为 2.15/4.31/6.03 亿元, 同比变动-40%/+100%/+40%。毛利率先降后升, 且越南基地享受税收优惠, 随着越南基地发货增加, 结构性带动毛利率提升, 预计未来三年毛利率分别为 47.49%/50.11%/51.89%。

图表 18: 2024-2027E 公司业绩拆分

		(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
智能厨卫	营收		2,532.37	2,228.48	2,562.76	2,819.03
	增长率%		-3.17%	-12.00%	15.00%	10.00%
	毛利率		33.90%	33.15%	34.31%	34.91%
美容健康	收入		358.87	215.32	430.64	602.89
	增长率%		38.45%	-40.00%	100.00%	40.00%
	毛利率		49.18%	47.49%	50.11%	51.89%
其他业务	收入		123.76	148.51	178.21	213.85
	增长率%		60.88%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率		25.56%	26.18%	26.79%	27.40%
合计	总营收		3,014.99	2,592.31	3,171.60	3,635.78
	综合毛利率		35.37%	33.94%	36.03%	37.28%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用率: 2025 年预计营收将小幅下滑; 同时公司加大了在新业务上的拓展, 包括机器人和美容健康领域都有新产品在研发及推广; 另外, 年中越南基地的投产带来了额外的管理费用支出, 以上因素预计会导致费用率有所提升。2025-2027 年, 公司营收增长恢复正常, 费用率将回归常态, 但仍高于 2024 年水平。我们假设 2025-2027 年管理费用率分别为 12%/11%/10%; 研发费用率分别为 9.5%/8%/8%; 销售费用率分别为 3.3%/3%/3%。

所得税率: 我们预计所得税率与前期基本持平, 保持在 9.5%。

图表19: 2024-2027E 公司期间费用率预测

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用	83.19	85.55	95.15	109.07
销售费用率	2.76%	3.30%	3.00%	3.00%
管理费用	283.45		348.88	363.58
管理费用率	9.40%	12.00%	11.00%	10.00%
研发费用	225.11	246.27	253.73	290.86
研发费用率	7.47%	9.50%	8.00%	8.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议

公司 IDM 模式构建护城河, 打造和客户强绑定的高盈利能力, 在智能厨卫领域, 我们选取同为厨卫领域的箭牌家居、瑞尔特、惠达卫浴作为可比公司。

预计公司 2025-2027 年实现归母净利润为 2.13/4.04/5.36 亿元, 同比增速 -52.4%/+89.9%/+32.8%, 最新收盘价对应 PE 为 77.8/40.9/30.8 倍。2025E 估值水平高于行业均值主要系 2025 年公司业绩预计将下滑, 使得对应 2025 年业绩的 PE 估值水平较高。2026E-2027E 估值水平高于行业均值主要系公司未来将迈入更广阔的新市场。近三年, 公司在厨卫传统业务的基础上扩展美容健康领域, 第二增长曲线成长顺利, 带动公司业绩在 2023-2024 年间持续增长。2026 年起, 凭借“垂直场景深度+工程化能力”, 将着力推动护理、后勤机器人进入市场, 目前已初步看到成效, 业绩有望持续增长。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表20: 可比公司估值表 (截至 2025/12/22)

简称	代码	市值 (百万元)	EPS (元)					P/E				
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
箭牌家居	001322	8,637	0.44	0.07	0.19	0.27	0.35	20.34	129.36	47.11	32.63	25.73
瑞尔特	002790	3,610	0.53	0.43	0.24	0.29	0.33	16.52	19.94	36.63	30.32	26.26
惠达卫浴	603385	2,604	-0.51	0.36	0.13	0.35	0.45	-13.24	18.74	52.07	19.29	15.23
均值								7.87	56.01	45.27	27.41	22.41
松霖科技	603992	16,541	0.81	1.03	0.49	0.93	1.24	46.93	37.05	77.76	40.94	30.84

资料来源: iFind, 国盛证券研究所 (可比公司盈利预测取自 iFind 一致预期)

风险提示

海外需求不及预期：公司以卫浴配件代工出口为主，受下游补库节奏和地产链需求变动影响。

康新品放量不及预期：美容健康、智能睡眠等新产品仍处于拓展新客户和研发应用阶段，消费者认可度和市场拓展仍存在不确定性，可能导致美容健康新品放量不及预期。

行业竞争加剧的风险：国内厨卫产品代工行业参与者众多，格局分散，若行业竞争加剧可能影响公司盈利能力。

人民币汇率波动风险：公司 2024 年海外业务营收 22.64 亿元，占比超过 75%，汇率波动可能影响公司盈利能力。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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中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“国盛证券股份有限公司”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：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 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	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