

公司研究

25年及26Q1业绩承压，加速推进新兴领域产品布局

——松井股份（688157.SH）2025年报及2026年一季报点评

增持（维持）

当前价：38.09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

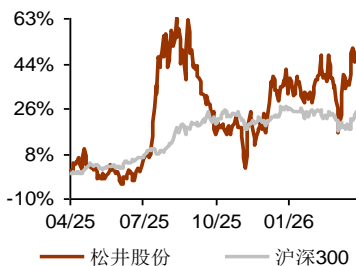
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.56
总市值(亿元)	59.58
一年最低/最高(元)	26.34/47.17
近3月换手率	79.24%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.83	-1.71	4.02
绝对	12.79	-0.03	30.50

资料来源：Wind

要点

事件 1: 公司发布 2025 年年报。2025 年，公司实现营收 7.22 亿元，同比减少 3.14%；实现归母净利润 2,016 万元，同比减少 76.66%；实现扣非后归母净利润 1,175 万元，同比减少 85.13%。2025Q4，公司单季度实现营收 1.69 亿元，同比减少 22.85%，环比减少 18.05%；实现归母净利润-500 万元，同比减少 132.95%，环比减少 138.79%。

事件 2: 公司发布 2026 年一季报。2026Q1，公司单季度实现营收 1.25 亿元，同比减少 18.38%，环比减少 25.92%；实现归母净利润-684 万元，同比减少 279.72%，环比亏损扩大。

点评：

高端消费电子业务阶段性承压，乘用车业务延续高增长态势。 2025 年公司高端消费电子领域实现营业收入 4.91 亿元，同比下降 19.1%，主要系公司主动推进客户结构优化、聚焦优质战略客户资源，叠加部分重点项目节奏影响所致。乘用车领域实现营业收入 2.16 亿元，同比增长 68.7%，随着项目定点落地与量产推进，业务规模进一步扩大。分产品看，涂料产品实现营收 6.54 亿元，同比下降 8.3%；油墨产品实现营收 3,682 万元，同比增长 79.8%；胶黏剂及其他产品实现营收 1,751 万元，同比增长 713%。盈利能力方面，公司 2025 年综合毛利率为 43.10%，较上年同期下降 5.75 个百分点，主要系乘用车业务尚处成长期、毛利率受规模效应尚未充分释放影响，叠加高端消费电子领域部分高毛利项目收尾、新项目尚处导入阶段。期间费用方面，2025 年公司销售期间费用率为 39.38%，同比增长 3.52pct。2026Q1 下游消费电子行业出货量下滑，高端消费电子领域营业收入减少，同时叠加供应链端原材料等阶段性成本压力，公司业绩仍暂时性承压。2026Q1，公司销售毛利率为 40.13%，同比下滑 3.22pct，环比下滑 1.73pct。

新兴领域布局加速推进，多个标志性成果相继落地。 在新能源电池领域，公司首创的材料、工艺与设备一体化电芯绝缘 UV 喷墨系统化解决方案取得多项标志性成果，截至 2025 年末公司成功为全球电池头部企业复刻多条高速产线，规模化、高标准交付能力正式形成；依托无遮蔽数字涂装技术，助力小动力圆柱电池头部企业项目达成行业领先的一次性优率；同时与储能电池领域头部企业达成合作，顺利实现储能赛道业务布局。在固态电池领域，公司创新推出全固态电池绝缘胶框打印设备与材料一体化解决方案，已完成全球电池头部客户的设备交付，并持续推进材料端迭代优化。在航空航天领域，公司部分涂层项目已按客户要求完成产品开发和试生产，即将进入工程鉴定阶段；自主研发的飞机内饰涂层材料解决方案已对接关键厂商并启动产品认证工作。在低空经济领域，公司应用于低空飞行器的涂层解决方案已完成终端客户喷涂验证，并获得多家 eVTOL 厂商认可。

盈利预测、估值与评级： 2025 年，公司持续推进客户结构优化，叠加消费电子领域需求较为疲弱，公司业绩低于此前预期。我们下调公司 2026-2027 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 0.49（前值为 1.84）、0.73（前值为 2.40）、1.06 亿元。公司在固态电池、航空航天等新兴领域加速产品布局，有望为公司未来提供新的业绩增量，维持公司“增持”评级。

风险提示： 产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，行业竞争加剧，新产品客户导入进度不及预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	746	722	699	805	948
营业收入增长率	26.41%	-3.14%	-3.14%	15.03%	17.88%
归母净利润 (百万元)	86	20	49	73	106
归母净利润增长率	6.52%	-76.66%	141.57%	49.44%	45.71%
EPS (元)	0.77	0.13	0.31	0.47	0.68
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.54%	1.49%	3.49%	5.01%	6.90%
P/E	49	296	122	82	56
P/B	3.2	4.4	4.3	4.1	3.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2026-04-23, 2024 年公司总股本为 1.12 亿股, 2025 年及以后公司总股本为 1.56 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	746	722	699	805	948
营业成本	381	411	398	454	536
折旧和摊销	35	48	54	57	60
税金及附加	8	11	9	11	13
销售费用	84	89	73	78	85
管理费用	77	80	70	79	85
研发费用	105	113	109	113	123
财务费用	1	3	4	5	7
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	93	13	52	78	113
利润总额	93	11	51	77	112
所得税	5	-7	3	4	6
净利润	88	18	49	73	106
少数股东损益	1	-2	0	0	0
归属母公司净利润	86	20	49	73	106
EPS(元)	0.77	0.13	0.31	0.47	0.68

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	93	76	102	82	101
净利润	86	20	49	73	106
折旧摊销	35	48	54	57	60
净营运资金增加	61	39	-1	73	100
其他	-89	-31	0	-121	-165
投资活动产生现金流	-58	-212	-149	-124	-99
净资本支出	-149	-149	-150	-100	-100
长期投资变化	57	118	0	0	0
其他资产变化	33	-182	1	-24	1
融资活动现金流	15	10	70	64	27
股本变化	0	45	0	0	0
债务净变化	82	-8	80	83	55
无息负债变化	112	-93	-22	19	26
净现金流	50	-126	23	21	29

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	48.8%	43.1%	43.1%	43.6%	43.5%
EBITDA 率	19.6%	15.0%	15.4%	17.7%	19.5%
EBIT 率	14.0%	7.4%	7.7%	10.6%	13.1%
税前净利润率	12.4%	1.5%	7.3%	9.5%	11.8%
归母净利润率	11.6%	2.8%	7.0%	9.0%	11.2%
ROA	4.9%	1.0%	2.6%	3.6%	4.9%
ROE (摊薄)	6.5%	1.5%	3.5%	5.0%	6.9%
经营性 ROIC	7.5%	6.3%	3.4%	5.0%	6.7%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	25%	21%	23%	26%	28%
流动比率	2.04	2.16	1.82	1.62	1.61
速动比率	1.71	1.68	1.45	1.28	1.26
归母权益/有息债务	9.09	9.82	6.40	4.83	4.32
有形资产/有息债务	11.59	11.72	7.87	6.24	5.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	1,807	1,740	1,841	2,001	2,166
货币资金	248	117	140	161	190
交易性金融资产	19	20	20	20	20
应收账款	376	292	283	326	384
应收票据	25	28	27	32	37
其他应收款 (合计)	4	2	2	2	3
存货	134	146	136	160	190
其他流动资产	30	45	45	45	45
流动资产合计	844	658	663	755	880
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	57	118	118	118	118
固定资产	754	765	780	789	801
在建工程	10	37	106	132	152
无形资产	76	72	70	69	67
商誉	16	19	19	19	19
其他非流动资产	4	19	19	19	19
非流动资产合计	963	1,082	1,179	1,247	1,286
总负债	459	358	417	519	600
短期借款	131	115	195	278	333
应付账款	151	90	87	99	117
应付票据	40	11	11	12	14
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	16	20	20	20	20
流动负债合计	414	305	363	465	546
长期借款	7	9	9	9	9
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	37	37	37	37
非流动负债合计	45	54	54	54	54
股东权益	1,348	1,382	1,424	1,482	1,567
股本	112	156	156	156	156
公积金	832	811	816	823	824
未分配利润	394	386	423	474	557
归属母公司权益	1,322	1,352	1,394	1,453	1,537
少数股东权益	27	30	30	30	30

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	11.25%	12.33%	10.50%	9.70%	9.00%
管理费用率	10.36%	11.03%	10.00%	9.80%	9.00%
财务费用率	0.11%	0.44%	0.55%	0.59%	0.70%
研发费用率	14.14%	15.58%	15.58%	14.00%	13.00%
所得税率	6%	-66%	5%	5%	5%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.23	0.04	0.09	0.14	0.20
每股经营现金流	0.83	0.48	0.65	0.52	0.65
每股净资产	11.83	8.64	8.91	9.29	9.82
每股销售收入	6.67	4.62	4.47	5.14	6.06

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	49	296	122	82	56
PB	3.2	4.4	4.3	4.1	3.9
EV/EBITDA	30.9	59.8	56.7	43.2	33.6
股息率	0.6%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼