

投资评级 优于大市 维持

Q1 业绩承压，静待消费电子复苏

股票数据

04月19日收盘价(元)	84.00
52周股价波动(元)	70.00-125.48
总股本/流通A股(百万股)	80/35
总市值/流通市值(百万元)	6704/2948

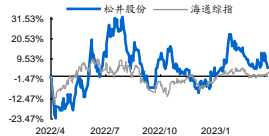
相关研究

《至暗时刻已过，看好23年汽车涂料放量，消费电子回暖》2023.02.13

《消费电子涂料营收保持稳定，乘用车市场开拓进展顺利》2022.10.29

《公司动力电池绝缘涂层技术通过阶段性测试》2022.09.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.1	-22.9	-12.0
相对涨幅(%)	-19.2	-25.2	-11.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@haitong.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@haitong.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

联系人:张海榕

Tel:(021)23219635

Email:zhr14674@haitong.com

投资要点:

- 公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。**松井股份 2022 营业收入为 4.99 亿元 (同比-1.8%)，归母净利润为 0.82 亿元 (同比-15.55%)。分季度看，2022Q4 公司营业收入为 1.11 亿元 (同比-21.02%)，归母净利润 0.18 亿元 (同比-28.41%)。2023Q1 营业收入为 0.94 亿元 (同比-19.5%)，归母净利润为 0.03 亿元 (同比-84.85%)。公司 Q1 业绩下降较多主要系淡季叠加消费电子处于周期低点，行业市场去库存所致。
- 2023Q1 产品盈利能力保持稳定，业绩受销量下降影响较大。**2023 年 Q1，公司毛利率为 45.23%，环比减少 1.13pct，净利率为 1.91%，环比减少 15.93pct。我们认为公司产品盈利能力未受较大影响，Q1 毛利率与净利率下降幅度差异较大主要系公司产品销量受消费电子去库存影响下降，导致毛利总额与销售费用、管理费用、财务费用等期间费用相近所致。我们认为随着消费电子去库存趋于平缓，订单逐渐恢复，公司业绩将持续回升。
- 汽车涂料持续放量。**2022 年公司在乘用车领域共实现营收 6702.51 万元，同比增长 198.39%。2023 年 Q1 公司在乘用车领域实现营业收入 1659.11 万元，同比增长 45.11%。我们认为，随着 2023 年蔚来及比亚迪新车型的销售，公司汽车涂料营收将持续增长。
- 电池绝缘涂层、电机涂层材料进展顺利。**根据 2022 年报，公司动力电池绝缘涂层初步获客户认可，正在联动全球资源进行解决方案的全流程验证；适用于更高功率汽车电机、特高压变压器特种功能涂层材料完成配方研发与中试，进入产品安全认证阶段。
- 布局松井越南，开拓东南亚市场。**公司松井越南工厂建成并投入使用，未来将以松井越南为据点辐射东南亚及印度市场，以更快速响应客户需求，实现客户资源的有效渗透，扩大公司全球品牌影响力。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 1.08 亿元、1.78 亿元、2.63 亿元，EPS 分别为 1.35 元、2.24 元、3.30 元。按照 2023 年 BPS 16.99 元及 8.0-9.0 倍 PB，给予合理价值区间 135.92-152.91 元，维持“优于大市”评级。

- 风险提示。**项目建设进展不及预期；产品价格大幅波动。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	508	499	645	923	1298
(+/-)YoY(%)	16.9%	-1.8%	29.3%	43.1%	40.5%
净利润(百万元)	97	82	108	178	263
(+/-)YoY(%)	11.7%	-15.5%	31.0%	65.5%	47.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.22	1.03	1.35	2.24	3.30
毛利率(%)	48.8%	50.1%	46.7%	49.8%	50.9%
净资产收益率(%)	8.2%	6.6%	7.9%	11.6%	14.6%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司业务拆分

业务	项目	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
3C 和汽车涂料油墨	营业收入 (亿元)	4.42	4.34	5.03	4.93	5.89	8.16	10.90
	营业成本 (亿元)	2.07	2.14	2.59	2.45	3.17	4.14	5.42
	毛利 (亿元)	2.35	2.20	2.44	2.49	2.72	4.02	5.47
	毛利率 (%)	53%	51%	49%	50%	46%	49%	50%
电池涂料	营业收入 (亿元)					0.50	1.00	2.00
	营业成本 (亿元)					0.23	0.45	0.90
	毛利 (亿元)					0.28	0.55	1.10
	毛利率 (%)					55%	55%	55%
其他	营业收入 (亿元)	0.00	0.01	0.05	0.06	0.07	0.07	0.08
	营业成本 (亿元)	0.01	0.01	0.02	0.04	0.04	0.05	0.05
	毛利 (亿元)	-0.01	0.00	0.03	0.02	0.02	0.03	0.03
	毛利率 (%)		0%	60%	33%	35%	36%	37%
合计	营业收入 (亿元)	4.42	4.35	5.08	4.99	6.45	9.23	12.98
	营业成本 (亿元)	2.08	2.15	2.61	2.49	3.44	4.64	6.37
	毛利 (亿元)	2.34	2.20	2.47	2.51	3.02	4.59	6.60
	毛利率 (%)	53%	51%	49%	50%	47%	50%	51%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB(倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023
688357.SH	建龙微纳	59.74	4.75	4.84	6.83	21.16	20.78	14.71	3.85
688019.SH	安集科技	185.38	2.35	4.04	6.90	103.82	60.47	35.38	10.75
688268.SH	华特气体	115.35	1.08	2.26	3.00	88.97	42.35	31.97	7.51
	平均		2.73	3.71	5.58	71.31	41.20	27.35	7.37

 注: 收盘价为 2023 年 4 月 19 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	499	645	923	1298
每股收益	1.03	1.35	2.24	3.30	营业成本	249	344	464	637
每股净资产	15.64	16.99	19.23	22.53	毛利率%	50.1%	46.7%	49.8%	50.9%
每股经营现金流	1.76	0.21	0.50	1.25	营业税金及附加	5	5	7	10
每股股利	0.31	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	56	58	83	117
P/E	81.51	62.20	37.58	25.45	营业费用率%	11.2%	9.0%	9.0%	9.0%
P/B	5.37	4.94	4.37	3.73	管理费用	51	58	83	117
P/S	13.43	10.42	7.28	5.18	管理费用率%	10.3%	9.0%	9.0%	9.0%
EV/EBITDA	70.27	53.31	35.05	24.84	EBIT	75	103	175	261
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-9	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	50.1%	46.7%	49.8%	50.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	16.5%	16.7%	19.3%	20.3%	投资收益	3	6	9	13
净资产收益率	6.6%	7.9%	11.6%	14.6%	营业利润	86	109	184	274
资产回报率	5.8%	6.6%	9.9%	11.6%	营业外收支	0	3	3	3
投资回报率	5.6%	7.0%	10.6%	13.5%	利润总额	86	112	187	277
盈利增长 (%)					EBITDA	93	126	196	277
营业收入增长率	-1.8%	29.3%	43.1%	40.5%	所得税	4	6	9	14
EBIT 增长率	-15.6%	38.0%	70.1%	49.0%	有效所得税率%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	-15.5%	31.0%	65.5%	47.6%	少数股东损益	0	-1	-1	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	82	108	178	263
资产负债率	10.4%	16.6%	14.4%	19.9%					
流动比率	6.75	3.58	3.72	2.92	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	6.03	3.17	3.10	2.50	货币资金	484	316	173	184
现金比率	3.93	1.27	0.72	0.43	应收账款及应收票据	219	419	494	789
经营效率指标					存货	68	75	118	148
应收账款周转天数	156.04	150.00	150.00	150.00	其它流动资产	62	83	102	129
存货周转天数	95.63	75.00	75.00	75.00	流动资产合计	832	894	887	1250
总资产周转率	0.36	0.42	0.53	0.64	长期股权投资	19	19	19	19
固定资产周转率	3.99	2.70	2.09	2.13	固定资产	131	346	539	681
					在建工程	274	227	204	147
					无形资产	33	37	41	45
					非流动资产合计	578	750	923	1012
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1411	1644	1810	2262
净利润	82	108	178	263	短期借款	1	1	1	1
少数股东损益	0	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	85	211	188	361
非现金支出	17	24	21	16	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-6	-9	-12	-16	其它流动负债	38	38	49	66
营运资金变动	48	-104	-147	-163	流动负债合计	123	250	238	427
经营活动现金流	141	17	40	100	长期借款	0	0	0	0
资产	-240	-192	-192	-102	其它长期负债	23	23	23	23
投资	-14	0	0	0	非流动负债合计	23	23	23	23
其他	5	6	9	13	负债总计	147	273	262	451
投资活动现金流	-249	-186	-183	-89	实收资本	80	80	80	80
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1248	1356	1535	1798
股权募资	7	0	0	0	少数股东权益	15	14	14	13
其他	-33	0	0	0	负债和所有者权益合计	1411	1644	1810	2262
融资活动现金流	-26	0	0	0					
现金净流量	-131	-169	-143	11					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 19 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
 朱军军 石油化工行业
 胡歆 石油化工行业
 刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,百傲化学,华光新材,七彩化学,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,和邦生物,广汇能源,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,华锦股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。