

2023 年 04 月 28 日
松霖科技 (603992.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

其他家居

盈利能力保持靓丽， IDM、松霖家双引擎驱动

■ 事件：松霖科技发布 2022 年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 31.81 亿元，同比增长 6.84%；归母净利润 2.61 亿元，同比下降 13.33%；扣非后归母净利润 2.88 亿元，同比增长 13.77%。其中 2022Q4 当季公司实现营业收入 6.95 亿元，同比下降 29.09%；归母净利润 0.32 亿元，同比下降 64.70%；扣非后归母净利润 0.30 亿元，同比下降 55.65%。

2023Q1 公司实现营业收入 6.05 亿元，同比下降 23.72%；归母净利润 0.44 亿元，同比下降 39.89%；扣非后归母净利润 0.40 亿元，同比下降 38.24%。

■ 美容健康产品增速靓丽，持续培育新兴智能健康品类

22 年公司健康硬件 IDM 实现收入 30.62 亿元，同比增长 6.49%。具体来看，1) 2022 年公司厨卫健康产品实现收入 28.26 亿元，同比增长 8.15%。公司基于研发共享、制造共享的底层逻辑，深耕厨卫品类，并将新技术、新功能融入集成式厨卫健康空间。智能联动的健康厨卫空间将是公司后续重点的创新方向，其中公司将重点推动花洒、龙头、智能马桶等品类的迭代升级。2022 年公司持续加强研发及创新投入，新申请专利 180 项，其中发明专利 41 项；获得授权专利数为 180 项，其中发明专利 36 项。2) 美容健康产品实现收入 1.45 亿元，同比增长 27.28%。公司持续深化美容健康细分品类开发，推进涵盖 SPA 美容花洒、美容仪、冲牙器、健发仪、智能测肤仪等单品的技术创新。公司美容及健康品类的研发投入占销售比超过 10%，新申请专利 90 项，其中发明专利 37 项，多个设计产品入围或获得国际、国内工业设计大赛奖项。3) 公司借助内生研发技术共享平台，已开始加快布局新兴智能健康品类的研发，主要聚焦于智能健身及智能睡眠监测系统两大场景，积极推进技术创新、新产品验证和转化，未来有望加速贡献增量。

■ 持续打磨“松霖·家”新模式，跑通后盈利能力有望回升

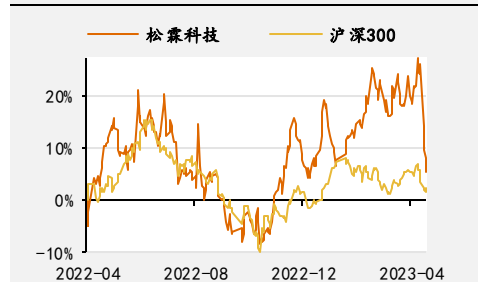
2022 年“松霖·家”实现收入 1.18 亿元，同比增长 16.53%。公司从“家空间”的立体维度对空间场景和产品进行研发设计，持续搭建和完善“空间产品、模组数据库”，创造性建立起集“家空间一体化居家产品、全程闭环式服务及独立自营载体平台”三位一体的自有品牌整家模式，同时以现有大型自营品牌体验中心为试点，逐步对体验及服务的场景和模式进行优化及标准化，以泉州、厦门等城市试点并逐

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	21.28 元
股价 (2023-04-27)	15.06 元

交易数据

总市值(百万元)	6,039.23
流通市值(百万元)	6,039.23
总股本(百万股)	401.01
流通股本(百万股)	401.01
12 个月价格区间	13.12/18.23 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-14.7	2.5	2.2
绝对收益	-15.3	-2.1	4.6

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

22Q2 业绩环比回升，健康硬 2022-08-24
件&松霖家稳步拓展

步打磨业务新模式，公司对营销方式、店面布局等进行调整，模式跑通后有望向其他市场加速复制。

目 毛利率保持较高水平，期间费用管控良好

盈利水平方面，22 年公司综合毛利率为 30.79%，同比上升 1.25pct。其中，22Q4 公司综合毛利率为 33.48%，同比增长 4.27pct。此外，23Q1 公司综合毛利率为 33.53%，同比增加 4.82pct。

期间费用方面，公司 22 年期间费用率为 17.84%，同比下降 0.30pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.02%/8.02%/6.04%/-1.25%，同比分别+1.02/+0.10/+0.34/-1.78pct，销售及管理费用率上升主因并购倍杰特及“松霖·家”体验店的使用权资产折旧增加，研发费用率增长则源于公司持续研发投入。其中，22Q4 期间费用率为 23.53%，同比增长 4.34pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.86%/10.37%/7.19%/1.11%，同比分别 1.10/2.17/1.43/-0.36pct。此外，23Q1 公司期间费用率为 23.65%，同比增长 4.58pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.80%/9.86%/7.44%/1.55%，同比分别 0.02/2.00/1.93/0.63 pct。

综合影响下，22 年公司净利率为 8.97%，同比下降 1.51pct；23Q1 公司净利率为 8.41%，同比下降 1.06pct。

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，加码布局新零售与医疗渠道，近视防控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 36.60、42.87、49.97 亿元，同比增长 15.08%、17.12%、16.57%；归母净利润为 3.49、4.17、4.85 亿元，同比增长 33.64%、19.48%、16.31%，对应 PE 为 17.3x、14.5x、12.5x，给予 23 年 24xPE，目标价 21.28 元，维持买入-A 的投资评级。

目 风险提示：行业竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,977.0	3,180.5	3,660.2	4,286.8	4,997.1
净利润	301.3	261.1	349.0	417.0	485.0
每股收益(元)	0.75	0.65	0.87	1.04	1.21
每股净资产(元)	5.55	5.42	6.10	7.06	8.18

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	20.0	23.1	17.3	14.5	12.5
市净率(倍)	2.7	2.8	2.5	2.1	1.8
净利率率	10.1%	8.2%	9.5%	9.7%	9.7%
净资产收益率	13.5%	12.0%	14.3%	14.7%	14.8%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.8%	0.5%	0.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,977.0	3,180.5	3,660.2	4,286.8	4,997.1	成长性					
减: 营业成本	2,097.5	2,201.4	2,495.0	2,933.1	3,401.2	营业收入增长率	46.3%	6.8%	15.1%	17.1%	16.6%
营业税费	24.4	23.8	30.5	34.3	40.8	营业利润增长率	14.9%	-6.2%	21.0%	23.5%	17.0%
销售费用	119.0	159.8	192.8	199.3	228.2	净利润增长率	11.4%	-13.3%	33.6%	19.5%	16.3%
管理费用	235.7	255.1	292.8	342.9	396.8	EBITDA 增长率	14.0%	-4.6%	29.2%	16.3%	16.0%
研发费用	169.6	192.2	220.5	253.8	313.8	EBIT 增长率	8.9%	-14.0%	39.2%	18.8%	18.3%
财务费用	15.7	-39.7	7.8	-7.3	1.1	NOPLAT 增长率	10.4%	-18.9%	37.6%	19.8%	18.8%
资产减值损失	-15.5	-34.9	-21.0	-23.8	-26.6	投资资本增长率	57.8%	-21.3%	25.6%	1.1%	-3.9%
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%	11.5%	15.2%	15.5%
投资和汇兑收益	22.3	-56.8	-0.7	-11.7	-6.2						
营业利润	358.4	336.1	406.7	502.2	587.8	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	-15.9	-5.5	-7.1	-9.5	毛利率	29.5%	30.8%	31.8%	31.6%	31.9%
利润总额	358.4	320.2	401.2	495.1	578.4	营业利润率	12.0%	10.6%	11.1%	11.7%	11.8%
减: 所得税	46.3	34.8	49.3	59.5	70.3	净利润率	10.1%	8.2%	9.5%	9.7%	9.7%
净利润	301.3	261.1	349.0	417.0	485.0	EBITDA/营业收入	15.8%	14.1%	15.8%	15.7%	15.6%
						EBIT/营业收入	12.8%	10.3%	12.5%	12.7%	12.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	101	119	110	92	76
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	22	25	17	27	29
货币资金	566.3	1,104.2	652.7	1,062.9	1,740.1	流动资产周转天数	221	251	253	233	257
交易性金融资产	12.7	416.3	423.8	431.1	436.6	应收账款周转天数	69	71	70	70	70
应收账款	702.2	548.3	877.4	789.7	1,161.7	存货周转天数	48	51	47	48	48
应收票据	2.6	37.8	8.7	17.9	21.5	总资产周转天数	409	478	438	390	387
预付账款	12.0	9.5	17.5	13.0	22.1	投资资本周转天数	148	151	131	125	106
存货	530.8	368.9	594.2	556.7	789.2						
其他流动资产	92.8	26.0	50.2	56.3	44.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.5%	12.0%	14.3%	14.7%	14.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	6.5%	7.8%	9.1%	8.5%
长期股权投资	3.4	4.1	4.1	4.1	4.1	ROIC	34.4%	17.7%	30.9%	29.5%	34.6%
投资性房地产	6.9	6.5	6.5	6.5	6.5	费用率					
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%	5.3%	4.6%	4.6%
在建工程	243.2	111.2	111.2	111.2	111.2	管理费用率	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	7.9%
无形资产	281.7	270.1	258.1	246.1	234.1	研发费用率	5.7%	6.0%	6.0%	5.9%	6.3%
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%	0.2%	-0.2%	0.0%
资产总额	4,035.7	4,417.1	4,499.1	4,789.9	5,948.5	四费/营业收入	18.1%	17.8%	19.5%	18.4%	18.8%
短期债务	134.8	38.5	-	-	-	偿债能力					
应付账款	700.9	501.9	1,008.4	683.0	1,276.5	资产负债率	40.0%	46.2%	41.1%	36.2%	40.7%
应付票据	44.4	132.4	60.3	95.9	110.3	负债权益比	66.6%	85.7%	69.7%	56.8%	68.6%
其他流动负债	308.8	264.1	267.7	277.7	270.2	流动比率	1.61	2.68	1.96	2.77	2.54
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.17	2.29	1.52	2.24	2.07
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	58.33	-74.57	582.58
负债总额	1,613.0	2,038.8	1,847.4	1,735.6	2,421.0	分红指标					
少数股东权益	196.4	203.1	205.9	224.1	246.7	DPS(元)	0.08	-	0.12	0.08	0.09
股本	401.0	401.0	401.0	401.0	401.0	分红比率	10.1%	0.0%	13.4%	7.8%	7.1%
留存收益	1,825.6	1,742.6	2,044.9	2,429.2	2,879.8	股息收益率	0.5%	0.0%	0.8%	0.5%	0.6%
股东权益	2,422.7	2,378.3	2,651.7	3,054.3	3,527.5						
						现金流量表					
						(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	312.1	285.4	349.0	417.0	485.0
						加: 折旧和摊销	102.7	142.0	123.3	131.6	139.9
						资产减值准备	10.9	40.1	-	-	-
						公允价值变动损失	-12.7	-1.6	7.5	7.3	5.5
						财务费用	14.5	4.0	7.8	-7.3	1.1
						投资收益	-22.3	55.4	0.7	11.7	6.2
						少数股东损益	10.8	24.3	2.9	18.6	23.0
						营运资金的变动	-84.1	425.1	-317.0	-106.8	67.9
						经营活动产生现金流量	288.3	615.5	174.3	472.2	728.6
						投资活动产生现金流量	-331.8	-667.9	-115.8	-106.3	-97.2
						融资活动产生现金流量	-103.1	550.1	-510.1	44.3	45.8
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.75	0.65	0.87	1.04	1.21
						BVPS(元)	5.55	5.42	6.10	7.06	8.18
						PE(X)	20.0	23.1	17.3	14.5	12.5
						PB(X)	2.7	2.8	2.5	2.1	1.8
						P/FCF	-78.7	5.8	-16.0	12.8	9.7
						P/S	2.0	1.9	1.6	1.4	1.2
						EV/EBITDA	15.2	11.7	8.7	7.0	5.4
						CAGR(%)	11.8%	21.2%	9.2%	11.8%	21.2%
						PEG	1.7	1.1	1.9	1.2	0.6
						ROIC/WACC	5.5	2.8	4.9	4.7	5.5
						REP	0.9	1.6	0.7	0.7	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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 ■■■

安信证券股份有限公司 (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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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