

2022年04月28日

松霖科技 (603992.SH)

21年业绩稳增符合预期， IDM、松霖家双轮驱动

■事件：松霖科技发布2021年报及2022年一季报。2021年公司实现营业收入29.77亿元，同比增长46.30%；归母净利润3.01亿元，同比增长11.39%；扣非后归母净利润2.53亿元，同比增长13.08%。其中2021Q4当季公司实现营业收入9.80亿元，同比增长49.03%；归母净利润0.92亿元，同比增长17.34%；扣非后归母净利润0.67亿元，同比增长74.99%。

此外，2022Q1公司实现营业收入7.93亿元，同比增长49.30%；归母净利润0.73亿元，同比下降1.26%；扣非后归母净利润0.64亿元，同比下降3.21%。

■“健康硬件IDM”战略持续升级，加速美容健康品类拓展

分产品看，1) 2021年公司厨卫健康产品实现收入26.13亿元，同比增长41.38%。公司以技术创新驱动打造厨卫空间智能联动方案，在花洒、龙头、智能马桶等领域全新升级。2021年公司并购厦门倍杰特科技有限公司，进一步提升智能马桶的研发及生产制造能力。2) 美容健康产品分别实现收入1.14亿元，同比增长144.77%。公司持续拓展开发美容健康细分品类，陆续推出SPA美容花洒、美容仪、冲牙器、健发仪、智能测肤仪等单品。2021年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67项，其中发明专利22项，突破多项关键技术以推动业务快速发展。

■积极拓展“家空间”体验中心，逐步夯实“松霖·家”品牌模式

2021年“松霖·家”实现收入1.02亿元，同比增长468.27%。公司建立集“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，通过开设大型自营品牌体验中心及线上线下F2C模式，为客户提供全方位的新体验与服务。同时，公司采取“一店一厂”的模式，在体验中心实体店运营所在城市配备一个集“简单加工处理和物流存储”功能的小型加工厂，全方位保障产品、服务交付能力。2021年，第二家“松霖·家”大型体验中心在泉州开业，莆田、南昌、北京等10家大型自营品牌体验中心已在筹备中。

■盈利能力受原材料短期影响，期间费用管控良好

21年公司综合毛利率为29.54%，同比下滑5.01pct，主要系原材料价格上涨及产品销售结构调整所致。22Q1公司销售毛利率为29.04%，

公司快报

证券研究报告

其他轻工

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价：**19.21元**
股价(2022-04-27) **14.40元**

交易数据

总市值(百万元)	5,786.57
流通市值(百万元)	646.46
总股本(百万股)	401.01
流通股本(百万股)	44.80
12个月价格区间	14.40/23.30元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.88	-1.96	-5.77
绝对收益	-8.26	-18.43	-21.89

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002
luoqs1@essence.com.cn

同比下滑 2.82pct。综合影响下，21 年公司净利率为 10.48%，同比下降 2.81pct；22Q1 公司净利率为 9.47%，同比下降 4.40pct。

期间费用方面，公司 21 年期间费用率为 18.14%，同比下降 2.28pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.00%/7.92%/5.70%/0.53%，同比分别+0.21/-1.02/-0.63/-0.84pct，销售费用率上升主要由于体验店使用权资产折旧增长以及相应配套人力及变动费用增长。

■**投资建议：**公司坚持以健康技术为核心进行品类拓展，积极开拓健康硬件品类 IDM 市场，并持续拓展布局“松霖·家”线下体验中心，双引擎驱动下未来业绩预计将稳步增长。我们预计松霖科技 2022-2024 年营业收入为 36.58、45.72、56.37 亿元，同比增长 22.88%、24.99%、23.29%；归母净利润为 3.67、4.71、5.60 亿元，同比增长 21.83%、28.35%、18.94%，对应 PE 为 15.7x、12.3x、10.3x，给予买入-A 的投资评级。

■**风险提示：**行业竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险；疫情反复风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,034.8	2,977.0	3,658.0	4,572.0	5,637.0
净利润	270.5	301.3	367.1	471.1	560.4
每股收益(元)	0.67	0.75	0.92	1.17	1.40
每股净资产(元)	5.00	5.55	6.28	7.26	8.49

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	21.3	19.2	15.7	12.3	10.3
市净率(倍)	2.9	2.6	2.3	2.0	1.7
净利润率	13.3%	10.1%	10.0%	10.3%	9.9%
净资产收益率	13.5%	13.5%	14.6%	16.2%	16.5%

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					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入						成长性					
营业收入	2,034.8	2,977.0	3,658.0	4,572.0	5,637.0	营业收入增长率	17.0%	46.3%	22.9%	25.0%	23.3%
减:营业成本	1,331.8	2,097.5	2,545.5	3,153.3	3,887.4	营业利润增长率	17.2%	14.9%	18.3%	29.5%	19.3%
营业税费	18.9	24.4	32.0	39.9	49.3	净利润增长率	15.5%	11.4%	21.8%	28.4%	18.9%
销售费用	77.1	119.0	148.9	180.7	235.6	EBITDA 增长率	37.7%	14.0%	13.5%	28.5%	14.3%
管理费用	181.9	235.7	282.4	358.4	447.6	EBIT 增长率	40.5%	8.9%	19.4%	33.4%	16.2%
研发费用	128.8	169.6	228.7	278.6	354.0	NOPLAT 增长率	40.1%	10.4%	14.8%	35.0%	17.0%
财务费用	27.8	15.7	4.2	30.6	22.1	投资资本增长率	25.7%	57.8%	-11.1%	35.3%	-25.8%
资产减值损失	-12.6	-15.5	-13.5	-13.9	-14.3	净资产增长率	11.1%	20.8%	12.2%	14.7%	16.1%
加:公允价值变动收益	8.3	12.7	7.0	9.3	9.7	利润率					
投资和汇兑收益	32.5	22.3	14.1	23.0	18.5	毛利率	34.6%	29.5%	30.4%	31.0%	31.0%
营业利润	311.8	358.4	423.8	548.9	654.9	营业利润率	15.3%	12.0%	11.6%	12.0%	11.6%
加:营业外净收支	-0.6	0.1	-0.2	-0.2	-0.1	净利润率	13.3%	10.1%	10.0%	10.3%	9.9%
利润总额	311.2	358.4	423.6	548.6	654.8	EBITDA/营业收入	20.3%	15.8%	14.6%	15.0%	13.9%
减:所得税	40.7	46.3	53.6	70.7	83.6	EBIT/营业收入	17.2%	12.8%	12.4%	13.3%	12.5%
净利润	270.5	301.3	367.1	471.1	560.4	运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	116	101	93	69	51
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	8	22	14	20	25
货币资金	719.7	566.3	1,145.0	1,042.9	1,968.2	流动资产周转天数	296	221	209	209	219
交易性金融资产	258.3	12.7	19.7	29.0	38.7	应收账款周转天数	70	69	70	70	69
应收账款	441.1	702.2	710.3	1,059.8	1,114.8	存货周转天数	43	48	45	46	46
应收票据	0.7	2.6	0.9	2.1	2.2	总资产周转天数	451	409	399	346	327
预付账款	10.3	12.0	15.4	19.7	22.5	投资资本周转天数	151	148	139	123	100
存货	271.2	530.8	384.6	781.1	659.3	投资回报率					
其他流动资产	31.8	92.8	50.3	58.3	67.1	ROE	13.5%	13.5%	14.6%	16.2%	16.5%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	9.9%	7.7%	9.1%	10.2%	10.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	39.1%	34.4%	25.0%	38.0%	32.8%
长期股权投资	-	3.4	3.4	3.4	3.4	费用率					
投资性房地产	7.3	6.9	6.9	6.9	6.9	销售费用率	3.8%	4.0%	4.1%	4.0%	4.2%
固定资产	690.8	977.6	909.0	840.5	771.9	管理费用率	8.9%	7.9%	7.7%	7.8%	7.9%
在建工程	144.0	243.2	243.2	243.2	243.2	研发费用率	6.3%	5.7%	6.3%	6.1%	6.3%
无形资产	73.2	281.7	271.4	261.1	250.8	财务费用率	1.4%	0.5%	0.1%	0.7%	0.4%
其他非流动资产	73.2	603.3	321.7	347.7	385.2	四费/营业收入	20.4%	18.1%	18.2%	18.6%	18.8%
资产总额	2,721.5	4,035.7	4,081.9	4,695.8	5,534.2	偿债能力					
短期债务	-	134.8	-	-	-	资产负债率	26.3%	40.0%	33.4%	33.6%	34.6%
应付账款	511.9	700.9	926.8	1,079.9	1,322.6	负债权益比	35.6%	66.6%	50.1%	50.6%	52.9%
应付票据	20.9	44.4	48.5	58.0	73.4	流动比率	2.45	1.61	1.91	2.16	2.33
其他流动负债	175.1	308.8	241.4	247.4	263.7	速动比率	2.07	1.17	1.60	1.60	1.94
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	12.60	24.31	107.23	19.85	31.89
其他非流动负债	7.2	424.0	146.1	192.4	254.2	分红指标					
负债总额	715.1	1,613.0	1,362.7	1,577.6	1,913.9	DPS(元)	0.20	-	0.18	0.20	0.17
少数股东权益	-	196.4	199.2	205.9	216.4	分红比率	30.1%	0.0%	20.1%	16.7%	12.3%
股本	401.0	401.0	401.0	401.0	401.0	股息收益率	1.4%	0.0%	1.3%	1.4%	1.2%
留存收益	1,605.7	1,825.6	2,118.9	2,511.3	3,002.9						
股东权益	2,006.4	2,422.7	2,719.1	3,118.2	3,620.4						
现金流量表						EPS(元)	0.67	0.75	0.92	1.17	1.40
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	BVPS(元)	5.00	5.55	6.28	7.26	8.49
净利润	270.5	312.1	367.1	471.1	560.4	PE(X)	21.3	19.2	15.7	12.3	10.3
加:折旧和摊销	68.9	102.7	78.9	78.9	78.9	PB(X)	2.9	2.6	2.3	2.0	1.7
资产减值准备	3.9	10.9	-	-	-	P/FCF	75.1	-75.2	15.4	1,086.5	5.6
公允价值变动损失	-8.3	-12.7	7.0	9.3	9.7	P/S	2.8	1.9	1.6	1.3	1.0
财务费用	37.0	14.5	4.2	30.6	22.1	EV/EBITDA	15.3	15.2	8.6	6.8	4.7
投资损失	-32.5	-22.3	-14.1	-23.0	-18.5	CAGR(%)	20.9%	22.3%	16.5%	20.9%	22.3%
少数股东损益	-	10.8	2.9	6.8	10.8	PEG	1.0	0.9	1.0	0.6	0.5
营运资金的变动	62.9	-84.1	368.4	-574.6	348.8	ROIC/WACC	6.2	5.5	4.0	6.0	5.2
经营活动产生现金流量	350.7	288.3	814.5	-0.8	1,012.1	REP	1.1	0.9	0.9	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-548.0	-331.8	0.1	4.3	-0.8						
融资活动产生现金流量	-70.6	-103.1	-235.8	-105.6	-86.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 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。

■ 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。

■ 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：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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