

## 联合研究 | 公司点评 | 松井股份 (688157.SH)

# 3C 涂料明显改善，汽车涂料星辰大海

### 报告要点

公司发布 23 年半年报，实现收入 2.5 亿元（同比-1.2%），实现归属净利润 0.27 亿元（同比-31.0%），实现归属扣非净利润 0.23 亿元（同比-34.6%）。其中 Q2 单季度实现收入 1.5 亿元（同比+15.0%，环比+61.0%），实现归属净利润 0.24 亿元（同比+26.6%，环比+680.4%），实现归属扣非净利润 0.22 亿元（同比+29.1%，环比+1732.7%）。

### 分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002



范超

SAC: S0490513080001



张佩

SAC: S0490518080002



李浩

SAC: S0490520080026



王明

SAC: S0490521030001

松井股份 (688157.SH)

2023-08-20

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

## 3C 涂料明显改善，汽车涂料星辰大海

### 事件描述

公司发布 23 年半年报，实现收入 2.5 亿元（同比-1.2%），实现归属净利润 0.27 亿元（同比-31.0%），实现归属扣非净利润 0.23 亿元（同比-34.6%）。其中 Q2 单季度实现收入 1.5 亿元（同比+15.0%，环比+61.0%），实现归属净利润 0.24 亿元（同比+26.6%，环比+680.4%），实现归属扣非净利润 0.22 亿元（同比+29.1%，环比+1732.7%）。

### 事件评论

- 公司是一家以高端消费类电子和乘用车领域为目标市场，通过“交互式”自主研发、“定制化柔性制造”模式，为客户提供涂料、油墨、胶黏剂等多类别系统化解决方案的全球新型功能涂层材料制造商，专注于高端消费类电子领域和乘用车领域的新型功能涂层材料的研发、生产、销售。
- **23Q2 环比明显改善，下半年有望稳步抬升。**第一季度受消费电子行业需求疲软及行业去库存压力影响，1-2 月消费电子业务订单短期承压，与此同时，受补贴退坡、燃油车降价影响以及下游产业链以消化库存为主，新能源汽车市场增速放缓。自 3 月以来，公司积极调整市场竞争策略，伴随下游市场弱复苏，各重要战略终端客户的新项目、新产品陆续进入量产周期，高端消费电子业务企稳回升（**23Q2 在主要核心战略客户的产品出货量持续提升，实现营业收入 1.3 亿元，同比增长 10.3%，环比增长 66.6%**），叠加与各汽车终端合作项目的先后落地及交付，乘用车业务收入逐月攀升，第二季度扭转了第一季度业绩下滑的不利局面（**23Q2 实现营业收入 0.23 亿元，同比增长 34.8%，环比增长 40.8%，6 月销量突破千万，创下单月历史新高**）。在特种装备等新兴领域，随着公司重大创新型项目逐步推进及部分商业化成果小批量落地，公司 23H1 实现营业收入 224.9 万元，同比增长 1595.0%。公司 23Q2 实现毛利率/净利率 51.3%/15.6%，同比增长 1.5/1.6 pct，环比增长 6.1/13.7 pct。23H1 公司研发费用率 16.5%，持续高研发投入，多领域纵横。
- 公司在 **3C 涂料领域**先发布局，全方位覆盖，已实现对苹果、惠普、谷歌、华为、小米等国内外知名终端品牌的有效渗透，为加强市场开拓已开启全球化布局。在**汽车涂料领域**，公司瞄准乘用车内外饰涂料切入，凭借“乘用车零部件 PVD 涂料技术”与“乘用车车灯防雾树脂及涂料技术”两大核心技术优势，已经实现技术与市场的双重突破，已供应或进入客户体系的核心客户包括北美 T 公司、法雷奥、比亚迪、蔚来等。公司前瞻性布局动力**电池绝缘涂料**，成为动力电池行业全球首家“绝缘涂层材料+数字化涂装技术”系统性解决方案提供商。为适应环保要求，公司前瞻性布局**水性涂料**，夯实技术领先优势。此外，公司在**飞机内饰涂料、集成电路油墨新品、汽车原厂&后市场**等领域均有突破性进展。
- 公司是国内高端 3C 涂料龙头公司，积极开拓汽车涂料市场。受益于新能源汽车的快速发展，公司业务前景广阔。凭借领先的技术优势，公司有望继 3C 涂料后完成汽车涂料的国产替代。预计 2023-2025 年归属净利润分别为 1.1/1.6/2.6 亿元，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1、新技术和新产品开发风险；
- 2、下游市场需求波动风险；
- 3、市场竞争加剧风险；
- 4、产品验证不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	54.03
总股本(万股)	11,174
流通A股/B股(万股)	5,785/0
每股净资产(元)	11.20
近12月最高/最低价(元)	119.00/44.90

注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《3C 涂料位居前列，汽车涂料星辰大海》2023-07-25



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

1、新技术和新产品开发风险。下游高端消费电子产品更新换代速度快，若公司不能适时推出差异化创新产品会削弱公司竞争能力。此外公司注重研发创新，研发投入高，如果出现研发项目失败、产品研发未达预期或开发的新产品缺乏竞争力等情形，将会对公司的经营业绩及长远发展造成不利影响。

2、下游市场需求波动风险。公司下游消费电子产品、乘用车行业受全球宏观经济形势影响，如果宏观经济环境发生重大不利变化、经济步入下行周期或者影响下游终端消费电子、乘用车行业的市场需求因素发生显著变化，则可能对公司经营业绩造成不利影响。

3、市场竞争加剧风险。公司主要竞争对手为国际知名的综合性化工集团，伴随高端消费电子与乘用车产业逐渐向国内转移，为包括公司在内的国内涂层材料企业带来发展机遇，预期未来国内市场竞争趋势将日益加剧。

4、产品验证不及预期。公司汽车涂料业务正处于产品验证放量的关键时点，如果下游汽车企业验证不及预期，会导致公司产品销售低预期，对公司发展造成影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>499</b>	<b>644</b>	<b>872</b>	<b>1254</b>	货币资金	484	242	173	87
营业成本	249	313	423	609	交易性金融资产	20	34	49	63
<b>毛利</b>	<b>250</b>	<b>331</b>	<b>449</b>	<b>644</b>	应收账款	207	351	405	682
%营业收入	50%	51%	51%	51%	存货	68	98	127	197
营业税金及附加	5	6	8	11	预付账款	5	6	8	12
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	48	96	101	172
销售费用	56	71	87	113	<b>流动资产合计</b>	<b>832</b>	<b>828</b>	<b>862</b>	<b>1213</b>
%营业收入	11%	11%	10%	9%	长期股权投资	19	19	19	19
管理费用	51	64	78	100	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	10%	10%	9%	8%	<b>固定资产合计</b>	<b>131</b>	<b>141</b>	<b>149</b>	<b>156</b>
研发费用	75	97	122	163	无形资产	33	33	33	33
%营业收入	15%	15%	14%	13%	商誉	10	10	10	10
财务费用	-9	-10	-5	-1	递延所得税资产	3	3	3	3
%营业收入	-2%	-2%	-1%	0%	其他非流动资产	382	534	687	839
加: 资产减值损失	0	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>1411</b>	<b>1567</b>	<b>1763</b>	<b>2273</b>
信用减值损失	2	0	0	0	短期贷款	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	56	97	111	189
投资收益	3	6	9	13	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>86</b>	<b>116</b>	<b>175</b>	<b>282</b>	应付职工薪酬	23	29	40	57
%营业收入	17%	18%	20%	23%	应交税费	3	4	5	7
营业外收支	0	0	0	0	其他流动负债	40	66	74	123
<b>利润总额</b>	<b>86</b>	<b>116</b>	<b>175</b>	<b>282</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>123</b>	<b>197</b>	<b>230</b>	<b>377</b>
%营业收入	17%	18%	20%	23%	长期借款	0	0	0	100
所得税费用	4	8	12	20	应付债券	0	0	0	0
净利润	82	108	163	263	递延所得税负债	0	0	0	0
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>82</b>	<b>108</b>	<b>163</b>	<b>262</b>	其他非流动负债	23	23	23	23
少数股东损益	0	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>147</b>	<b>221</b>	<b>253</b>	<b>500</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.05</b>	<b>0.96</b>	<b>1.45</b>	<b>2.35</b>	归属于母公司所有者权益	1248	1331	1494	1756
					少数股东权益	15	16	16	16
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>1264</b>	<b>1347</b>	<b>1510</b>	<b>1772</b>
	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>负债及股东权益</b>	<b>1411</b>	<b>1567</b>	<b>1763</b>	<b>2273</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>141</b>	<b>-34</b>	<b>112</b>	<b>-6</b>					
取得投资收益收回现金	5	6	9	13	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	1	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
资本性支出	-240	-176	-176	-176	每股收益	1.05	0.96	1.45	2.35
其他	-15	-14	-14	-14	每股经营现金流	1.76	-0.30	1.01	-0.05
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-249</b>	<b>-184</b>	<b>-182</b>	<b>-178</b>	市盈率	51.46	56.08	37.14	23.03
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.45	4.53	4.04	3.44
股权融资	7	0	0	0	EV/EBITDA	41.47	50.97	33.22	21.24
银行贷款增加(减少)	0	0	0	100	总资产收益率	5.8%	6.9%	9.2%	11.5%
筹资成本	-29	-25	0	-3	净资产收益率	6.6%	8.1%	10.9%	14.9%
其他	-3	0	0	0	净利率	16.5%	16.7%	18.6%	20.9%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-26</b>	<b>-25</b>	<b>0</b>	<b>97</b>	资产负债率	10.4%	14.1%	14.4%	22.0%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-131</b>	<b>-242</b>	<b>-69</b>	<b>-86</b>	总资产周转率	0.36	0.43	0.52	0.62

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。