

松井股份(688157)

基础化工

发布时间: 2023-09-21

证券研究报告 / 公司动态报告

增持

二季度业绩修复, 动力电池涂层及飞机内饰涂料取得突破

上次评级: 增持

---松井股份动态点评

### 报告摘要:

公司是一家通过“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。公司早期以 3C 领域为主要市场, 2019 年成为 3C 领域全球第四、国内第一高端涂料龙头企业。随后公司拓展乘用车涂料业务, 目前以高端消费类电子和乘用车领域为目标市场。

**公司 23Q2 经营情况转好。**23H1 公司实现营收/归母净利润 2.46/0.27 亿元, 同比减少 1.22%/31.02%。23 年一季度消费电子业务订单短期承压, 新能源汽车市场增速放缓, 导致公司业绩出现较大幅度下滑。但二季度下游市场弱复苏, 高端消费电子业务企稳回升, 叠加与各汽车终端合作项目的先后落地及交付, 二季度实现营业收入 1.52 亿元, 同比增长 15.00%, 环比增长 60.98%; 实现归母净利润 2,368.33 万元, 同比增长 26.58%, 环比增长 680.42%。

**消费电子领域, 公司市占率保持增长。**公司不仅在小米、华为、荣耀、罗技等客户市场份额始终维持较高水平, 而且在北美消费电子大客户、Google、VIVO、OPPO 等客户市场份额实现稳步提升。另一方面, 与客户业务合作边界继续拓宽。乘用车领域公司不断开拓市场。在乘用车领域, 报告期内, 尤其是进入第二季度以来, 随着与比亚迪、蔚来、吉利、北美 T 公司、广汽、长城、理想、小鹏等终端合作的诸多新车型相继落地量产。

**特种装备部分取得重大突破。**飞机内饰涂料项目第一阶段顺利结题, 产品各项性能指标均满足下游客户标准要求, 正在进行系列供应商资质认证、审核。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, 23H1 公司共实现营业收入 224.92 万元, 同比增长 1594.95%。

**公司在研发方面稳定高投入, 动力电池涂层取得进展, 成果转化后续可期。**动力电池绝缘涂层现已具备规模化应用基础, 第一代绝缘涂层材料在重要战略客户实现小批量供货。公司正积极与多家新能源电池头部企业围绕绝缘涂层材料、数字化智能涂装工艺技术开展紧密合作, 扎实推进行业首条标准示范线建设。

**维持公司“增持”评级, 根据半年报调整盈利预测。**预计公司 2023~2025 年归母净利润分别达到 0.83、1.37、2.02 亿元, 同比增长 0.47%、66%、48%, 对应估值 75、45、31 倍。

**风险提示: 下游需求不及预期; 估值及盈利预测不达预期。**

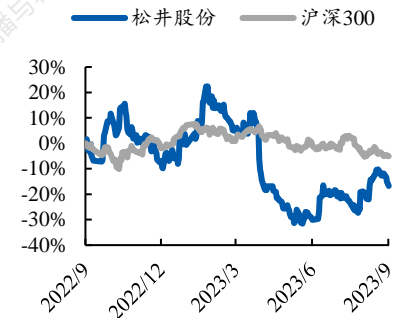
财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	508	499	591	866	1,181
(+/-)%	16.85%	-1.80%	18.48%	46.41%	36.46%
归属母公司净利润	97	82	83	137	202
(+/-)%	11.72%	-15.55%	0.47%	65.71%	47.62%
每股收益 (元)	1.24	1.05	0.74	1.23	1.81
市盈率	98.15	83.33	75.22	45.39	30.75
市净率	8.18	5.59	4.76	4.44	4.05
净资产收益率 (%)	8.61%	6.82%	6.32%	9.79%	13.17%
股息收益率 (%)	0.67%	0.56%	0.45%	0.72%	1.08%
总股本 (百万股)	80	80	112	112	112

### 股票数据

2023/09/21

6 个月目标价 (元)	
收盘价 (元)	55.63
12 个月股价区间 (元)	45.73~115.00
总市值 (百万元)	6,215.90
总股本 (百万股)	112
A 股 (百万股)	112
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	0

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	3%	19%	-17%
相对收益	3%	23%	-12%

### 相关报告

《松井股份 (688157): 22 年业绩承压, 加码汽车涂料业务》

--20230321

《草甘膦供需有望较长时期紧平衡, 价格中枢抬升》

--20230813

《创制药, 将极大的改变农药企业的竞争生态》

--20230515

《种业振兴, 创制农药打开新局面》

--20230505

《2023 年度化工行业策略: 周期复苏看龙头, 赛道优选真成长》

--20230130

### 证券分析师: 濮阳

执业证书编号: S0550522070002

15316658048

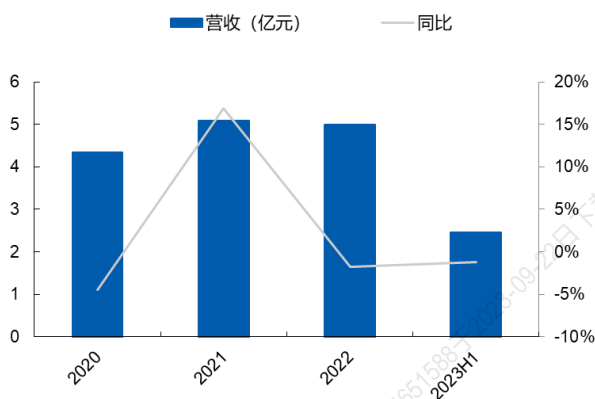
puyang@nesc.cn

## 1. 二季度业绩修复

公司是一家通过“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。公司早期以 3C 领域为主要市场，2019 年成为 3C 领域全球第四、国内第一高端涂料龙头企业。随后公司拓展乘用车涂料业务，目前以高端消费类电子和乘用车领域为目标市场。

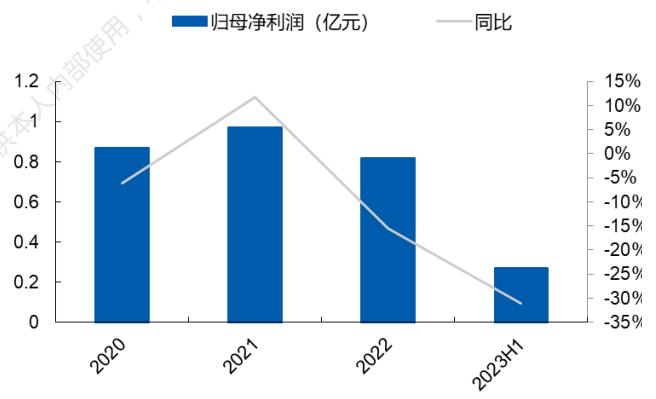
公司 23Q2 经营情况转好。受下游 3C 市场景气度影响，公司 22 年经营出现下滑，22 年实现营收/归母净利润 4.99/0.82 亿元，同比减少 1.8%/15.55%。23H1 公司实现营收/归母净利润 2.46/0.27 亿元，同比减少 1.22%/31.02%。23 年一季度受消费电子行业需求疲软及行业去库存压力影响，消费电子业务订单短期承压，与此同时，受补贴退坡、燃油车降价影响以及下游产业链以消化库存为主，新能源汽车市场增速放缓，导致公司业绩出现较大幅度下滑。但二季度下游市场弱复苏，高端消费电子业务企稳回升，叠加与各汽车终端合作项目的先后落地及交付，二季度实现营业收入 1.52 亿元，同比增长 15.00%，环比增长 60.98%；实现归母净利润 2,368.33 万元，同比增长 26.58%，环比增长 680.42%。

图 1：公司营收变化



数据来源：公司年报及半年报，东北证券

图 2：公司归母净利润变化



数据来源：公司年报及半年报，东北证券

## 2. 聚焦高端 3C 及乘用车市场

公司客户资源丰富。公司自成立以来，一直专注于高端消费类电子和乘用车领域新型功能涂层材料的研发、生产、销售，通过不断的技术创新和差异化价值的创造，打破了国内高端消费类电子、乘用车涂料领域长久以来被国际巨头所垄断的竞争格局，实现了关键涂层材料的国产化替代，与众多细分行业的优质企业建立了良好而稳定的合作关系，基本实现对下游全球知名消费电子终端品牌业务的全覆盖。

按照应用领域划分，公司产品现阶段主要应用于高端消费类电子的手机及相关配件、笔记本电脑及相关配件、可穿戴设备、智能家电等四类细分领域，以及乘用车内外饰零部件领域。

表 1：公司产品分类及客户资源

应用领域	应用细分领域	产品类别	部分应用部件	部分终端产品
高端消费电子	手机及相关配件	涂料	后盖、中框、指纹识别模组、侧键、LDS 天线、SIM 卡托、面板、保护壳、无线充电板、充电插头、车载	北美消费电子大客户、华为、小米、VIVO、OPPO、

		支架、手机密封圈、摄像头、折叠屏 TP 装饰件等	三星、荣耀、Google、MOTO 等
	油墨	后盖、前盖、指纹识别模组等	北美消费电子大客户、Google、VIVO、小米等
笔记本电脑及相关配件	涂料	键盘、外壳、转轴盖、门板、天线盖、平板背板、平板中框、平板装饰条、平板侧键、平板保护套、平板智能键盘、智能手写笔、鼠标、视讯会议设备、镜头框	北美消费电子大客户、HP、华硕、罗技、华为、三星、中兴、联想等
	油墨	触控板、装饰条	北美消费电子大客户、HP、Microsoft 等
可穿戴设备	涂料	手表表带、手表后盖/中框、充电宝、耳机绳线、头戴式耳机、入耳式耳机、运动耳机、耳机仓、手环、VR 眼镜、VR 面罩、跟踪器、电子烟、内置件	北美消费电子大客户、华为、小天才、OPPO、Google、卡西欧、Meta、安克、Beats、Plantronics、Jabra、Human、Microsoft、华米、万魔、BAT、3Glasses、联想、雷蛇、爱普生等
	油墨	手表表带	北美消费电子大客户等
智能家电	涂料	电动牙刷、智能音响、学习机、点读笔、智能水杯、显示屏、无人机、数码相机、智能门铃、开关、智能门锁	北美消费电子大客户、Meta、Philips、小米、素士、云顶、Usmile、华为、科大讯飞、小天才、大疆、松下、佳能、尼康、Google、施耐德等
	油墨	智能音响、路由器	Google、北美消费电子大客户、SpaceX-Starlink 等
乘用车	内外饰	整车内饰饰条、中控台、方向盘、仪表台、空调面板、门板、门把手、换挡手柄、换挡开关面板、内饰按键、扬声器、喇叭网、显示屏后盖、嵌饰板等内饰件，以及外后视镜、车标、隔栅、钥匙、保险杠装饰板、后壳尾字标、扰流板等外饰件	比亚迪、蔚来、理想、路特斯、极氪、吉利、北美 T 公司、广汽、长城、上汽通用五菱、东风柳汽等
	其他零部件	涂料 车灯 油墨 充电桩面板、B 柱	吉利等 北美 T 公司

数据来源：公司年报，东北证券

**消费电子领域，公司市占率保持增长。**公司不仅在小米、华为、荣耀、罗技等客户市场份额始终维持较高水平，而且在北美消费电子大客户、Google、VIVO、OPPO 等客户市场份额实现稳步提升。另一方面，与客户业务合作边界继续拓宽。2022 年，公司产品应用成功拓展延伸至国内 H 大客户笔电领域，获得其笔电产品的涂料量产权；2023H1 公司独家参与了 Vision Pro 多个部件涂层材料应用开发，并顺利导入量产，在可穿戴设备领域树立行业新标杆；同时胶黏剂产品首次在北美消费电子大客户手机项目上导入量产。

**乘用车领域公司不断开拓市场。**在乘用车领域，报告期内，尤其是进入第二季度以来，随着与比亚迪、蔚来、吉利、北美 T 公司、广汽、长城、理想、小鹏等终端合作的诸多新车型相继落地量产。以蔚来系列车型为代表的内饰涂层应用一经推出便引发市场广泛关注与好评；为理想某旗舰车型项目提供的内饰涂层产品更是成功刷新行业标准。在新客户开拓方面，公司不仅在现有新能源汽车合作伙伴中实现更

多项目的产品配套及应用，而且成功牵手一汽红旗、奥迪等汽车品牌取得其项目开发权，并成为汽车零部件制造商新泉股份等多个项目定点供应商。新客户、新项目、新技术不断开发和储备，在手项目、订单的相继落地及量产，为后续乘用车业务发展提供强有力支撑。

**特种装备部分取得重大突破。**飞机内饰涂料项目第一阶段顺利结题，产品各项性能指标均满足下游客户标准要求，正在进行系列供应商资质认证、审核。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，特种装备部分 23H1 公司共实现营业收入 224.92 万元，同比增长 1594.95%。

**公司在研发方面稳定高投入，动力电池涂层取得进展，成果转化后续可期。**上半年应用于集成电路行业的油墨新品成功完成产品开发，正式开始进入市场销售阶段；完成多款可适用于汽车原厂、后市场、航空领域的水性色浆配方开发及实验室中试放大；完成多款汽车修补涂料的清漆配方研发正在进行施工性能测试。此外，动力电池绝缘涂层现已具备规模化应用基础，第一代绝缘涂层材料在重要战略客户实现小批量供货。公司正积极与多家新能源电池头部企业围绕绝缘涂层材料、数字化智能涂装工艺技术开展紧密合作，扎实推进行业首条标准示范线建设。

**拟发行可转债提升公司在乘用车方面的竞争力。**公司 2023 年 7 月发布公告，拟募集资金 4.42 亿元用于汽车涂料及特种树脂项目（一期），项目建成后，公司可实现年产 3.3 万吨汽车涂料及配套特种树脂的生产能力。项目产品主要以水性汽车涂料为主，符合行业的发展趋势，有利于公司抓住我国新能源汽车发展及乘用车涂料环保化的战略机遇期及行业风口期，帮助公司实现业务的迅速壮大，通过差异化的竞争策略，实现技术与市场的双重突破。

**维持公司“增持”评级，根据半年报调整盈利预测。**预计公司 2023~2025 年归母净利润分别达到 0.83、1.37、2.02 亿元，同比增长 0.47%、66%、48%，对应估值 75、45、31 倍。

### 3. 风险提示

下游需求不及预期；估值及盈利预测不达预期。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	484	483	466	495	净利润	82	82	136	200
交易性金融资产	20	20	20	20	资产减值准备	-1	2	2	2
应收款项	219	290	423	577	折旧及摊销	18	26	30	31
存货	68	61	88	120	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	16	16	16	16	财务费用	-2	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>832</b>	<b>920</b>	<b>1,087</b>	<b>1,329</b>	投资损失	-3	-4	-5	-7
可供出售金融资产					运营资本变动	48	-62	-120	-137
长期投资净额	19	19	19	19	其他	-1	-1	0	0
固定资产	131	145	151	132	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>141</b>	<b>43</b>	<b>42</b>	<b>89</b>
无形资产	33	33	33	33	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-249</b>	<b>-19</b>	<b>-14</b>	<b>7</b>
商誉	10	10	10	10	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-26</b>	<b>-27</b>	<b>-45</b>	<b>-67</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>578</b>	<b>576</b>	<b>567</b>	<b>536</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>-128</b>	<b>19</b>	<b>15</b>	<b>80</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,411</b>	<b>1,497</b>	<b>1,654</b>	<b>1,865</b>					
短期借款	1	0	0	0					
应付款项	85	118	171	234					
预收款项	0	0	0	0					
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
<b>流动负债合计</b>	<b>123</b>	<b>152</b>	<b>218</b>	<b>296</b>					
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	23	23	23	23					
<b>长期负债合计</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>					
<b>负债合计</b>	<b>147</b>	<b>175</b>	<b>241</b>	<b>319</b>					
归属于母公司股东权益合计	1,248	1,307	1,399	1,534					
少数股东权益	15	15	13	11					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,411</b>	<b>1,497</b>	<b>1,654</b>	<b>1,865</b>					

利润表 (百万元)					财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>499</b>	<b>591</b>	<b>866</b>	<b>1,181</b>	<b>每股指标</b>				
营业成本	249	299	433	591	每股收益 (元)	1.05	0.74	1.23	1.81
营业税金及附加	5	5	8	11	每股净资产 (元)	15.64	11.70	12.52	13.73
资产减值损失	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	1.76	0.38	0.38	0.80
销售费用	56	62	87	112	<b>成长性指标</b>				
管理费用	51	56	78	100	营业收入增长率	-1.8%	18.5%	46.4%	36.5%
财务费用	-9	-10	-15	-20	净利润增长率	-15.5%	0.5%	65.7%	47.6%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	<b>盈利能力指标</b>				
投资净收益	3	4	5	7	毛利率	50.1%	49.5%	50.0%	50.0%
<b>营业利润</b>	<b>86</b>	<b>96</b>	<b>159</b>	<b>235</b>	净利润率	16.5%	14.0%	15.8%	17.1%
营业外收支净额	0	0	0	0	<b>运营效率指标</b>				
<b>利润总额</b>	<b>86</b>	<b>96</b>	<b>160</b>	<b>236</b>	应收账款周转天数	156.04	138.23	126.26	129.76
所得税	4	14	24	35	存货周转天数	95.63	77.54	62.00	63.58
净利润	82	82	136	200	<b>偿债能力指标</b>				
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>82</b>	<b>83</b>	<b>137</b>	<b>202</b>	资产负债率	10.4%	11.7%	14.6%	17.1%
少数股东损益	0	-1	-1	-2	流动比率	6.75	6.04	4.98	4.49
					速动比率	6.03	5.44	4.41	3.93
					<b>费用率指标</b>				
					销售费用率	11.2%	10.5%	10.0%	9.5%
					管理费用率	10.3%	9.5%	9.0%	8.5%
					财务费用率	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-1.7%
					<b>分红指标</b>				
					股息收益率	0.6%	0.4%	0.7%	1.1%
					<b>估值指标</b>				
					P/E (倍)	83.33	75.22	45.39	30.75
					P/B (倍)	5.59	4.76	4.44	4.05
					P/S (倍)	13.99	10.51	7.18	5.26
					净资产收益率	6.8%	6.3%	9.8%	13.2%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

濮阳:上海交通大学金融学硕士、金融学本科。曾作为建材、公用事业分析师,在长城证券、西南证券、兴业证券任职。曾获2022年东方财富最佳分析师建材前三名、2021年金牛最佳分析师建材第五名、2021年上半年东方财富最佳分析师建材第一名、2021年东方财富最佳分析师建材第三名。2022年7月加入东北证券,现任东北证券建材组首席分析师。

**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,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则,所采用数据、资料的来源合法合规,文字阐述反映了作者的真实观点,报告结论未受任何第三方的授意或影响,特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内,股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A股市场以沪深300指数为市场基准,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)为市场基准;香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内,股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内,股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内,股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内,股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内,行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内,行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内,行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

