

公司研究

3C 涂料与汽车涂料同步增长，23Q3 业绩持续改善

——松井股份（688157.SH）2023 年三季度报点评

要点

事件：公司发布 2023 年三季度报。2023 年前三季度，公司实现营收 4.15 亿元，同比增长 6.95%；实现归母净利润 5360 万元，同比下滑 16.16%；实现扣非后归母净利润 4736 万元，同比下滑 18.00%。2023Q3，公司单季度实现营收 1.69 亿元，同比增长 21.57%，环比增长 11.61%；实现归母净利润 2689 万元，同比增长 6.67%，环比增长 13.52%。

点评：

乘用车涂料快速放量，23Q3 公司业绩持续改善。23 年前三季度，公司涂料产品在高端消费电子领域实现营收 3.4 亿元，同比增长 1.54%；在乘用车领域实现营收 6657 万元，同比增长 32.17%。其中，23Q3 公司在高端消费电子领域和乘用车领域分别实现营收 1.4 亿元和 2663 万元，分别同比增长 20.06%和 23.25%。受益于两大领域涂料产品销售额的持续攀升，23Q3 公司业绩得以进一步改善。毛利率方面，23Q3 公司毛利率为 51.59%，环比提升 0.3pct，较 23Q1 提升 6.36pct。另外，公司紧密围绕乘用车、特种装备等新型领域有序开展各项战略资源投入与布局，2023 年前三季度公司研发投入达 6191 万元，占营收比重达 15.40%。

拟发行可转债募集 6.2 亿元资金，持续提升涂料产品供应能力。23 年 7 月，公司发布《向不特定对象发行可转换公司债券预案》。公司拟发行可转债募集不超过 6.2 亿元资金，用于“汽车涂料及特种树脂项目（一期）”（总投资额 5.94 亿元，拟投入募集资金 4.42 亿元）和补充流动资金（拟投入募集资金）。23 年 3 月，公司与攸县人民政府签订《投资合同》。公司拟在湖南省攸县高新技术产业开发区范围内兴建汽车涂料建设项目，项目将分两期进行建设，总投资约为 20 亿元。根据公司规划，在不考虑上述项目的前提下，至 24 年 6 月，公司产品合计产能可达到 23000 吨/年。上述项目的建设将进一步提升公司远期的产品供应能力，助力公司长远发展。

盈利预测、估值与评级：受益于在乘用车领域的快速增长和在高端消费电子领域的稳步提升，23Q3 公司业绩持续改善。我们维持公司盈利预测，预计 2023 至 2025 年公司归母净利润分别为 0.94、1.12、1.38 亿元，维持公司“增持”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，新产品研发风险，客户导入风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	508	499	565	727	937
营业收入增长率	16.85%	-1.80%	13.22%	28.67%	28.92%
净利润（百万元）	97	82	94	112	138
净利润增长率	11.72%	-15.55%	14.17%	18.93%	23.99%
EPS（元）	1.22	1.03	0.84	1.00	1.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.23%	6.59%	7.13%	7.97%	9.19%
P/E	45	53	65	55	44
P/B	3.7	3.5	4.6	4.4	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-11-02，2021 及 2022 年公司总股本为 0.80 亿股，2023 年及以后公司总股本为 1.12 亿股。

增持（维持）

当前价：54.80 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.12
总市值(亿元):	61.23
一年最低/最高(元):	44.90/83.87
近 3 月换手率:	27.15%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.17	15.59	-45.56
绝对	-4.71	5.12	-28.13

资料来源：Wind

相关研报

消费电子需求疲弱公司业绩承压，拟投 20 亿元扩建汽车涂料项目——松井股份（688157.SH）2022 年年报及 2023 年一季报点评（2023-04-19）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	508	499	565	727	937
营业成本	260	249	286	366	467
折旧和摊销	13	14	20	28	36
税金及附加	6	5	6	7	9
销售费用	55	56	63	81	105
管理费用	42	51	58	75	96
研发费用	59	75	84	109	140
财务费用	-5	-9	-18	-17	-14
投资收益	11	3	3	3	3
营业利润	104	86	95	114	143
利润总额	109	86	98	117	145
所得税	12	4	4	5	6
净利润	96	82	94	112	138
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	97	82	94	112	138
EPS(元)	1.22	1.03	0.84	1.00	1.24

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	57	141	89	62	91
净利润	97	82	94	112	138
折旧摊销	13	14	20	28	36
净营运资金增加	-70	-37	23	106	129
其他	16	81	-48	-183	-213
投资活动产生现金流	40	-249	-147	-172	-147
净资本支出	-107	-240	-150	-150	-150
长期投资变化	20	19	0	0	0
其他资产变化	127	-28	3	-22	3
融资活动现金流	-28	-26	-7	-11	39
股本变化	0	0	32	0	0
债务净变化	1	3	-1	0	59
无息负债变化	3	-2	13	36	45
净现金流	68	-131	-65	-121	-17

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	48.8%	50.1%	49.3%	49.7%	50.2%
EBITDA 率	20.7%	17.9%	16.6%	17.3%	17.8%
EBIT 率	17.8%	14.7%	13.1%	13.5%	14.0%
税前净利润率	21.4%	17.3%	17.4%	16.1%	15.5%
归母净利润率	19.2%	16.5%	16.6%	15.4%	14.8%
ROA	7.2%	5.8%	6.3%	6.9%	7.6%
ROE (摊薄)	8.2%	6.6%	7.1%	8.0%	9.2%
经营性 ROIC	11.3%	7.9%	6.8%	7.4%	8.3%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	11%	10%	11%	12%	16%
流动比率	7.62	6.75	5.77	4.41	3.09
速动比率	7.13	6.20	5.22	3.84	2.64
归母权益/有息债务	960.64	297.87	358.12	380.82	24.14
有形资产/有息债务	1048.25	322.88	390.20	422.74	28.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	1,344	1,411	1,492	1,611	1,820
货币资金	617	484	419	298	281
交易性金融资产	6	20	20	20	20
应收账款	225	207	212	273	352
应收票据	32	12	13	17	22
其他应收款 (合计)	2	3	3	4	5
存货	65	68	74	98	123
其他流动资产	36	34	34	34	34
流动资产合计	995	832	784	756	850
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	20	19	19	19	19
固定资产	119	131	238	339	434
在建工程	122	274	284	292	298
无形资产	35	33	32	32	31
商誉	10	10	10	10	10
其他非流动资产	30	78	78	78	78
非流动资产合计	349	578	708	856	970
总负债	146	147	159	195	299
短期借款	0	1	0	0	59
应付账款	66	56	65	83	106
应付票据	36	28	33	42	53
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	1	1	1	1
流动负债合计	131	123	136	171	275
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	9	9	9	9
非流动负债合计	15	23	23	23	23
股东权益	1,199	1,264	1,333	1,417	1,522
股本	80	80	112	112	112
公积金	853	873	850	854	854
未分配利润	251	295	355	435	540
归属母公司权益	1,184	1,248	1,318	1,401	1,506
少数股东权益	15	15	15	15	15

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	10.84%	11.18%	11.18%	11.18%	11.18%
管理费用率	8.22%	10.27%	10.27%	10.27%	10.27%
财务费用率	-1.05%	-1.73%	-3.24%	-2.32%	-1.50%
研发费用率	11.56%	14.93%	14.93%	14.93%	14.93%
所得税率	11%	4%	4%	4%	4%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.37	0.31	0.25	0.30	0.37
每股经营现金流	0.72	1.76	0.79	0.55	0.81
每股净资产	14.87	15.64	11.79	12.54	13.48
每股销售收入	6.38	6.25	5.06	6.51	8.39

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	45	53	65	55	44
PB	3.7	3.5	4.6	4.4	4.1
EV/EBITDA	37.8	46.0	62.4	47.7	36.8
股息率	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP