



中信证券研究部



王喆
首席能源化工
分析师
S1010513110001



袁健聪
首席新材料分析师
S1010517080005

核心观点

公司发布股权激励计划，深度绑定核心员工利益，彰显公司长期高速成长信心。新品类、新客户、新领域放量和水性涂料替代有望推动公司业绩 2021 年重回高速增长周期，仍坚定看好公司有望通过 3-5 年的时间成长为国内中高端工业涂料领域的引领者。考虑疫情及中美贸易摩擦拖累 2020 年业绩，下调公司 2020 年归母净利润预测至 0.88 亿元，终端客户品牌推迟发布可能导致 2021 年业绩集中释放，上调 2021-2022 年归母净利润预测至 1.48/1.92 亿元，对应 EPS 预测分别为 1.10/1.86/2.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 93/49/38 倍，基于公司长期高增长性和高端涂料标的稀缺性，维持“买入”评级，继续推荐。

■ 公司员工股权激励计划获得股东大会通过。1 月 18 日，公司股东大会通过此前于 2020 年 12 月 30 日披露的股权激励计划草案，拟向 25 名公司高管、核心员工（包括 2 名外籍员工）通过定向发行授予 80 万股限制性股票激励，占当前公司股本总额 7,960.00 万股的 1.01%。其中，首次授予限制性股票 69.80 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的 0.88%，占本次授予限制性股票数量总额的 87.25%；预留授予限制性股票 10.20 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的 0.13%，占本次授予权益总额的 12.75%。本次股权激励计划授予价格为每股 34.48 元，授予日为 2021 年 1 月 18 日。

■ 激励计划解锁条件彰显公司长远发展信心。此次股权激励计划分 3 个批次考核及归属，考核年度为 2021-2023 年 3 个会计年度，公司层面业绩考核要求 2021、2022、2023 年净利润相比 2020 年净利润增长不低于 30%、69%和 119.7%。公司设定的 2021-2023 年业绩增速目标均不低于 30%，一方面体现了公司管理层对于长期高速成长的坚定信心，同时也有利于激发和调动激励对象的工作热情和积极性，助推公司战略目标的实现。此次公司股权激励实施后，直接/间接持有公司股权的员工合计将达到 80 人，占公司员工（416 人）的 19%，核心员工利益与公司发展深度绑定。

■ 预计疫情及贸易摩擦拖累公司 2020 年业绩表现，但不改公司长期高成长性。公司 1 月 15 日公告预计 2020 年分别实现营业收入、归母净利润 4.35、0.88 亿元，同比分别-4.33%、-5.57%，其中疫情、华为受制裁及苹果新品推迟发布分别拖累公司 Q1、H2 业绩，Q1 单季度公司分别实现营业收入、归母净利润 0.82、0.14 亿元，同比分别-5.24%、-11.03%，Q3 单季度分别实现营业收入、归母净利润 1.17、0.26 亿元，同比分别-12.0%、-20.3%。业绩增长短期承压态势下，公司未放弃对未来的投入，2020 年前三季度研发费用 3290 万元，同比+12.66%，研发费用率仍高达 10.36%，显示公司坚持技术驱动发展的初心不变。

■ 水性涂料替代叠加新订单放量，预计 2021 年有望重回高速增长通道。强制性新国标 GB30981-2020《工业防护涂料中有害物质限量》于 2020 年 12 月 1 日执行，适用范围从建筑行业拓展到整个工业领域，大幅提升了对于涂层材料 VOC 含量限制的要求，预计将推动国内涂料市场格局发生变化。公司以水性、低 VOC 涂料技术的先发优势，积极覆盖、拓展苹果、HP、亚马逊、微软、BEATS 等终端产品市场，9 月水性产品销售收入已达 694.18 万元。12 月 8 日苹果发布无线降噪耳机 AirPods Max，该产品由公司独家供应涂料，此外，2021 年公司有望打入联想、OPPO、特斯拉等多个全球知名品牌供应链。预计新品类、新客户、新领域订单放量和水性涂料替代有望推动公司 2021 年重回高速增长。

■ 风险因素：市场竞争加剧；下游需求萎缩；新项目进展未达预期。

■ 投资建议：公司通过股权激励计划，深度绑定核心员工利益，彰显长期高速发展信心。疫情及中美贸易摩擦拖累 2020 年业绩，新品类、新客户、新领域放量

松井股份	688157
评级	买入（维持）
当前价	90.99 元
总股本	80 百万股
近 12 月绝对涨幅	148.92%

和水性涂料替代有望推动公司 2021 年重回高速增长周期。由于疫情、贸易摩擦和下半年下游客户新品推迟发售拖累公司业绩，下调公司 2020 年归母净利润预测至 0.88 亿元（原预测为 0.94 亿元），客户终端品牌推迟发布可能导致 2021 年业绩集中释放，上调 2021-2022 年归母净利润预测至 1.48/1.92 亿元（原预测为 1.39/1.89 亿元），对应 EPS 预测分别为 1.10/1.86/2.41 元（原预测为 1.18/1.75/2.38 元），当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 83/49/38 倍，仍坚定看好公司有望通过 3-5 年的时间成长为国内中高端工业涂料领域的引领者，维持“买入”评级，继续推荐。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	262.23	455.14	435.43	693.38	941.07
营业收入增长率	40%	74%	-4%	59%	36%
净利润(百万元)	52.27	92.87	87.71	148.22	191.55
净利润增长率	92%	78%	-6%	69%	29%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.92	1.56	1.10	1.86	2.41
毛利率%	54%	54%	52%	56%	53%
净资产收益率 ROE%	16.95%	23.23%	7.93%	11.81%	13.24%
每股净资产 (元)	3.88	5.02	13.90	15.76	18.17
PE	99	58	83	49	38
PB	23	18	7	6	5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 18 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	262	455	435	693	941
营业成本	120	208	210	307	442
毛利率	54.18%	54.36%	51.80%	55.65%	53.05%
营业税金及附加	4	5	5	8	10
销售费用	41	60	60	91	120
营业费用率	15.71%	13.29%	13.67%	13.12%	12.80%
管理费用	16	27	26	41	55
管理费用率	6.22%	5.90%	5.90%	5.85%	5.85%
财务费用	(1)	(0)	(1)	(2)	(2)
财务费用率	-0.30%	0.00%	-0.26%	-0.28%	-0.18%
投资收益	0	(1)	0	0	0
营业利润	56	105	98	166	216
营业利润率	21.39%	23.17%	22.52%	24.00%	22.91%
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	58	106	100	168	217
所得税	6	15	13	22	28
所得税率	11.08%	13.95%	13.00%	13.00%	13.00%
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)	(3)
归属于母公司股东的净利润	52	93	88	148	192
净利率	19.93%	20.41%	20.14%	21.38%	20.35%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	90	115	713	562	587
存货	38	51	52	76	109
应收账款	137	185	165	263	358
其他流动资产	27	55	44	69	94
流动资产	291	405	975	970	1,147
固定资产	103	106	114	152	248
长期股权投资	4	2	2	2	2
无形资产	12	30	39	48	56
其他长期资产	9	27	134	305	300
非流动资产	127	165	289	507	606
资产总计	418	571	1,264	1,477	1,753
短期借款	0	5	0	0	0
应付账款	44	57	59	86	124
其他流动负债	59	98	89	128	178
流动负债	103	160	147	214	302
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	10	10	10	10
非流动性负债	6	10	10	10	10
负债合计	109	170	158	224	312
股本	60	60	80	80	80
资本公积	199	199	798	798	798
归属于母公司所有者权益合计	308	400	1,107	1,255	1,446
少数股东权益	0	1	0	-2	-5
股东权益合计	309	401	1,107	1,253	1,441
负债股东权益总计	418	571	1,264	1,477	1,753

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	58	106	100	168	217
所得税支出	-6	-15	-13	-22	-28
折旧和摊销	9	13	1	3	6
营运资金的变化	-48	-37	24	-86	-70
其他经营现金流	4	6	-3	4	4
经营现金流合计	16	73	108	67	129
资本支出	-6	-45	-125	-220	-105
投资收益	0	-1	0	0	0
其他投资现金流	-1	-7	0	0	0
投资现金流合计	-7	-53	-125	-220	-105
发行股票	15	0	619	0	0
负债变化	10	0	-5	0	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-25	1	1	2	2
融资现金流合计	0	1	615	2	2
现金及现金等价物净增加额	9	21	599	-151	26

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	39.93%	73.56%	-4.33%	59.24%	35.72%
营业利润增长率	92.55%	88.01%	-7.05%	69.76%	29.54%
净利润增长率	91.91%	77.67%	-5.57%	69.00%	29.23%
毛利率	54.18%	54.36%	51.80%	55.65%	53.05%
EBITDA Margin	25.39%	26.11%	23.13%	24.64%	23.81%
净利率	19.93%	20.41%	20.14%	21.38%	20.35%
净资产收益率	16.95%	23.23%	7.93%	11.81%	13.24%
总资产收益率	12.49%	16.27%	6.94%	10.04%	10.93%
资产负债率	26.16%	29.77%	12.46%	15.19%	17.79%
所得税率	11.08%	13.95%	13.00%	13.00%	13.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。