

## 卫浴配件主业稳增， 品类 IDM 与“松霖·家”业务持续推进

### 事件

事件一：5月15日，国家统计局公布最新地产数据。2020年1-4月全国房地产开发投资额同比下降3.3%，其中4月同比增长7.0%，环比3月上升5.8pct；1-4月商品住宅销售面积同比下降18.7%，其中4月同比下降1.5%，降幅较3月收窄12.4pct；1-4月商品住宅新开工面积同比下降18.7%，其中4月同比下降2.8%，降幅较3月收窄8.1pct；1-4月商品住宅竣工面积同比下降14.5%，其中4月同比下降7.2%，环比3月下降8.4pct。

事件二：4月26日，松霖科技发布2019年年报及2020年一季报。公司2019年实现营收17.39亿元，同比减少1.14%；归母净利润2.34亿元，同比减少0.85%；扣非后归母净利润2.32亿元，同比减少2.94%。其中2019Q4实现营收4.81亿元，同比增长8.69%；归母净利润0.68亿元，同比增长3.48%；扣非后归母净利润0.54亿元。

公司2020Q1实现营业收入3.23亿元，同比下滑4.62%；归母净利润0.35亿元，同比下滑27.37%；扣非后归母净利润0.37亿元，同比增长2.56%。

### 我们的分析和判断

#### 卫浴配件主业稳健增长，新品类、新战略驱动环比向好

公司主营业务为花洒、淋浴系统、龙头、软管、升降杆及零配件等卫浴配件产品的研发、生产和销售，始终致力于为全球各大知名卫浴企业及大型连锁建材零售商提供技术一流、质量领先的卫浴配件产品。2019年，公司在原有品类稳健发展的基础上积极推进品类IDM战略，从ODM模式升级到IDM模式，专注单一细分品类的Innovation，即做产品细分概念的创新，包括技术创新、设计创新，为细分单品类的直接客户提供一个完整的产品方案。同时进行重大的组织变革与新业务的全面推进，将原有卫浴配件事业部根据品类划分事业部，加大新品类研发、新工厂建设，并重点布局美容健康、活动家具品类。2019Q3、2019Q4营业收入同比分别增长4.73%、8.69%，环比开始向好。

## 松霖科技 (603992)

首次评级

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港证监会牌照中央编号：BJU617

罗乾生

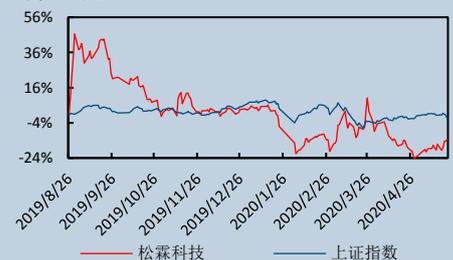
luoqiansheng@csc.com.cn

010-85130305

执业证书编号：S1440519060003

发布日期：2020年05月24日

#### 股价表现



分产品看，2019 年公司花洒及配件收入 6.24 亿元，同比增长 1.84%，毛利率同比提升 4.26pct 至 39.95%；淋浴系统及配件收入 4.46 亿元，同比下降 2.81%，毛利率同比增长 3.42pct 至 33.25%；升降杆及配件收入 2.13 亿元，同比增长 10.45 亿元，毛利率同比增长 2.25pct 至 34.55%；龙头及配件收入 1.61 亿元，同比下降 3.27%，毛利率同比增长 3.89pct 至 30.73%；软管及配件收入 1.49 亿元，同比增长 5.19%，毛利率同比增长 3.62pct 至 23.38%。

分地区看，2019 年公司外销实现收入 12.14 亿元，同比下降 9.08%，毛利率同比增长 4.08pct 至 38.21%；内销实现收入 5.25 亿元，同比增长 23.90%，毛利率同比增长 2.06pct 至 26.85%。

### 毛利率继续上升，期间费用受新品类布局影响

盈利能力方面，2019 年公司综合毛利率为 34.78%，同比增长 2.90pct；销售净利率为 13.47%，同比增长 0.04pct；2020Q1 公司综合毛利率为 25.25%，同比增长 1.65pct；销售净利率为 10.84%，同比下降 3.39pct。

期间费用方面，2019 年公司期间费用率为 18.04%，同比增长 3.40pct。其中 2019 年销售费用率同比增长 0.43pct 至 4.43%，主要是公司进行新品类相关的布局而致销售费用增加；管理费用率同比增长 2.81pct 至 15.16%，主要是公司进行新品类相关的布局而致管理费用增加；其中研发费用率同比提升 1.29pct 至 6.73%，主要是公司进行重大的组织变革与新业务的全面推进，加大新品类研发的投入；财务费用率同比增长 0.16pct 至 -1.54%，主要系利息收入与汇兑损益变动的影响。2020Q1 公司期间费用率为 21.38%，同比增长 0.29pct。其中 2020Q1 销售费用率同比增长 0.76pct 至 5.40%；管理费用率同比增长 2.67pct 至 11.77%；财务费用率同比下滑 4.07pct 至 -3.73%，主要系汇兑收益及定存利息收入增加所致。

### 坚持细分单品冠军战略，品类 IDM 业务与“松霖·家”业务同步推进

一方面，公司专注于各专业品牌商及零售商提供定制化的产品与服务，即以 IDM 模式面向全球市场，在细分领域把技术专利和生产规模做大做强，提出做细分品类的隐形冠军战略；另一方面，公司稳步推进“松霖·家”业务，打造满足客户产品 ALLIN、服务 ALLIN 及平台 ALLIN 三位一体的自品牌模式。

其中品类 IDM 业务产品包括厨卫、活动家具及美容健康等品类，其中厨卫配件是公司现阶段的主要产品，包括花洒、淋浴系统、升降杆、龙头、软管、浴室柜、智能马桶等。在活动家具品类，公司主要针对与人体互动性更高的产品，目前主要产品为沙发、床、桌椅，已申请发明专利 6 项，并取得 FSC 认证，成功与日本等国家的行业知名品牌进行合作；公司对美容健康品类重新划分了美容花洒、美容仪、冲牙器三大产品线，产品已经获得了 FDA 产品资质认证，美容花洒、美容仪均已实现研发设计的转化并与细分行业的头部品牌客户进行合作。

“松霖·家”业务是集产品、服务、平台为一体的，满足用户整屋需求的全新模式的自有品牌。其中服务 ALLIN 是指提供一站式服务，包括设计服务、产品定制乃至完整的装修服务，所有产品都采用松霖自有品牌，为终端消费者提供完整性的产品服务；产品 ALLIN 是指自有品牌自有产品的模式，通过 To C 模式，公司未来会在各大城市建立自营平台，囊括“松霖·家”所有产品及服务，完全服务于“松霖·家”；平台 ALLIN 是指“松霖·家”乃 100% 自有品牌产品的承载平台，完全为松霖自有品牌产品引流。2020 年将是“松霖·家”业务的启航元年，未来将成为公司持续发展的重要引擎。

### 投资建议：

我们预计松霖科技 2020-2021 年营业收入为 17.96、18.99 亿元，同比增长 3.25%、5.73%；归母净利润为 2.37、2.56 亿元，同比增长 1.32%、7.82%，对应最新 PE 分别为 28.6x、26.5x，首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险提示：

疫情影响超出预期；新业务、新品类开拓不及预期；原材料价格波动；汇率大幅波动等。

**图表 1：松霖科技分季度财务情况**

单季	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营业总收入（亿元）	-	-	4.44	4.43	3.39	4.53	4.66	4.81	3.23
同比	-	-	-	-	-	-6.72%	4.73%	8.69%	-4.62%
归母净利润（亿元）	-	-	0.71	0.70	0.48	0.67	0.51	0.68	0.35
同比	-	-	-	-	-	17.97%	-27.98%	3.48%	-27.37%
扣非归母净利润（亿元）	-	-	-	-	0.36	-	-	0.54	0.37
同比	-	-	-	-	-	-	-	-	2.56%
累计	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	19Q1	19H1	19Q1-3	19A	20Q1
营业总收入（亿元）	-	8.72	13.16	17.59	3.39	7.92	12.58	17.39	3.23
同比	-	-	-	1.34%	-	-9.13%	-4.45%	-1.14%	-4.62%
归母净利润（亿元）	-	0.94	1.66	2.36	0.48	1.15	1.66	2.34	0.35
同比	-	-	-	51.60%	-	21.65%	0.26%	0.85%	-27.37%
扣非归母净利润（亿元）	-	0.88	-	2.39	0.36	-	1.77	2.32	0.37
同比	-	-	-	41.36%	-	-	4.61%	2.94%	2.56%

资料来源：Wind 中信建投

**图表 2：松霖科技分产品业绩拆分（亿元）**

	2015	2016	2017	2018	2019
营业总收入	13.45	14.67	17.35	17.59	17.39
同比（%）		9.07	18.26	1.34	-1.14
花洒及配件	4.75	5.58	6.79	6.13	6.24
同比（%）		17.52	21.69	-9.71	1.84
占比（%）	35.28	38.01	39.11	34.85	35.90
毛利率（%）	31.86	35.52	35.15	35.69	39.95
淋浴系统及配件	3.70	4.10	4.57	4.59	4.46
同比（%）		11.02	11.40	0.37	-2.81
占比（%）	27.48	27.97	26.35	26.09	25.65
毛利率（%）	30.61	36.11	29.36	29.83	33.25
升降杆及配件	1.55	1.57	1.82	1.93	2.13
同比（%）		0.99	16.04	6.22	10.45
占比（%）	11.53	10.67	10.47	10.98	12.27
毛利率（%）	30.87	35.76	32.76	32.30	34.55
龙头及配件	1.45	1.36	1.57	1.66	1.61
同比（%）		-6.13	14.76	6.18	-3.26

	占比 (%)	10.81	9.30	9.03	9.46	9.25
	毛利率(%)	21.23	27.01	22.21	26.84	30.73
<b>软管及配件</b>		<b>0.91</b>	<b>1.00</b>	<b>1.27</b>	<b>1.41</b>	<b>1.49</b>
	同比 (%)		9.77	26.88	11.09	5.19
	占比 (%)	6.79	6.83	7.33	8.03	8.55
	毛利率(%)	16.70	25.23	20.37	19.76	23.38
<b>零件及其他</b>		<b>0.80</b>	<b>0.81</b>	<b>0.94</b>	<b>1.52</b>	
	同比 (%)		1.07	16.30	61.45	
	占比 (%)	5.95	5.51	5.42	8.63	
	毛利率(%)	27.58	28.92	28.45	44.74	
<b>其他主营业务</b>						<b>1.46</b>
	同比 (%)					
	占比 (%)					8.38
	毛利率(%)					33.75
<b>其他业务</b>		<b>0.29</b>	<b>0.25</b>	<b>0.40</b>	<b>0.34</b>	
	同比 (%)		-14.68	59.58	-13.52	
	占比 (%)	2.17	1.70	2.29	1.96	
	毛利率(%)	17.24	13.75	16.40	6.11	

资料来源: Wind 中信建投

**图表 3: 松霖科技分地区业绩拆分 (亿元)**

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>营业总收入</b>	<b>13.45</b>	<b>14.67</b>	<b>17.35</b>	<b>17.59</b>	<b>17.39</b>
同比 (%)		9.07	18.26	1.34	-1.14
<b>国外</b>	<b>10.42</b>	<b>11.38</b>	<b>13.12</b>	<b>13.35</b>	<b>12.14</b>
同比 (%)		9.16	15.36	1.74	-9.08
占比 (%)	77.46	77.52	75.62	75.92	69.82
毛利率(%)	29.32				38.21
<b>国内</b>	<b>2.74</b>	<b>3.05</b>	<b>3.83</b>	<b>3.89</b>	<b>5.25</b>
同比 (%)		11.24	25.72	1.51	34.86
占比 (%)	20.37	20.78	22.09	22.12	30.18
毛利率(%)	27.33				26.85
<b>其他业务(地区)</b>	<b>0.29</b>	<b>0.25</b>	<b>0.40</b>	<b>0.34</b>	
同比 (%)		-14.68	59.58	-13.52	
占比 (%)	2.17	1.70	2.29	1.96	

资料来源: Wind 中信建投

## 分析师介绍

**花小伟：**中信建投证券研究发展部大消费组长，轻工&家电首席，执行总经理，统计学硕士。2015 年，获新财富轻工消费最佳分析师第 5 名；2016 年，获新财富第 4 名，水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年，获新财富第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年，获新财富第 3 名，获水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名；2019 年，获《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，新财富入围。

**罗乾生：**轻工消费分析师，中国人民大学管理学学士、硕士，2016 年加入中信建投。2018《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind 金牌分析师轻工制造行业第一名团队成员。

## 报告贡献人

**翟延杰** 010-86451610 zhaiyanjie@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
电话:(8610) 8513-0588  
联系人:李星星  
邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室  
电话:(8621) 6882-1612  
联系人:翁起帆  
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
电话:(86755) 8252-1369  
联系人:陈培楷  
邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话:(852) 3465-5600  
联系人:刘泓麟  
邮箱:charleneliu@csci.hk