



# 松原股份 (300893.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 营收高增，处在持续快速增长通道

### 业绩简评

10月28日，公司披露三季报：1、前三季度：营收13.1亿，同比+60.8%，毛利率29.8%，同比-1.9pcts，净利率14.6%，同环比+0.19pcts，归母净利润1.91亿元，同比+62.9%。2、第三季度：营收5.07亿，同环比+47.08%/+16.54%，毛利率29.2%，同环比-3.62/-0.92pcts，净利率13.3%，同环比-2.39/-1.03pcts，归母净利润0.67亿元，同环比+24.7%/8.2%。

### 经营分析与展望

1、收入端快速增长，正处于国产替代快通道。公司产品高性价比，契合车端降本诉求，公司加速国产替代，各项业务持续快速增长。根据公司调整募投项目公告测算，前三季度方向盘和气囊业务收入分别为0.66/3.05亿元，同比增长44.8%/233.2%，传统优势业务安全带总成+特殊座椅业务仍保持38%左右的高增速。公司在手订单充足，气囊&方向盘总成产品处于快速爬坡上量阶段，国际市场正处在1-10突破阶段，后续有望持续提升行业份额及影响力。  
2、毛利率收入结构因素微降。相对低毛利的气囊&方向盘业务收入占比前三季度为28.3%，较去年同期的16.8%提高11.5pcts，后续伴随收入端规模效应+气囊方向盘业务上量毛利率企稳+持续推进零部件自制率提升毛利率仍有上行空间。  
3、24Q3利润同环比增速回落主要由于针对新订单的前期研发等投入、安徽&马来新工厂的前期开办费用、利息支出增加等因素所致，属于快速成长期的正常投入，只是呈现一定的季度间波动。

### 盈利预测、估值与评级

公司持续拓展客户+产品升级，安全带总成业务量价齐升，气囊总成+方向盘总成作为第二增长曲线陆续放量，海外正处于1-10开拓初期已突破S客户，公司有望在较长时间内维持高增速，预期2024-2026年营收18.7/25.8/35.2亿，归母净利润2.9/4.0/5.3亿元，PE为25.0/18.4/13.8倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期，海外市场开拓不及预期。

### 汽车组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

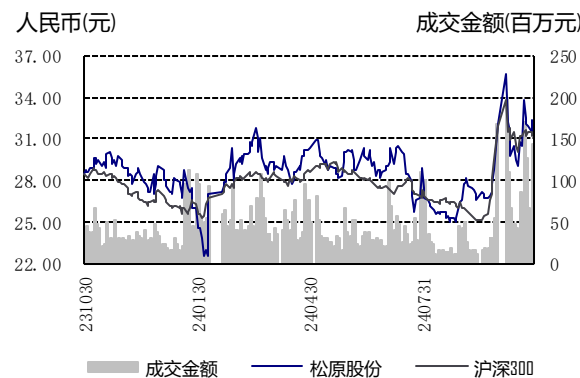
分析师：陆强易 (执业 S1130524050001)

luqiangyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：32.32 元

### 相关报告：

1.《松原股份公司点评：业绩符合预期，处在持续快速增长通道》，2024.8.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	992	1,280	1,870	2,581	3,519
营业收入增长率	33.12%	29.09%	46.08%	38.01%	36.31%
归母净利润(百万元)	118	198	292	396	529
归母净利润增长率	6.09%	67.56%	47.58%	35.78%	33.46%
摊薄每股收益(元)	0.525	0.877	1.290	1.752	2.339
每股经营性现金流净额	0.27	0.72	1.79	1.45	1.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.51%	18.57%	22.64%	24.85%	26.30%
P/E	51.27	33.34	25.05	18.45	13.82
P/B	6.93	6.19	5.67	4.58	3.63

来源：公司年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>745</b>	<b>992</b>	<b>1,280</b>	<b>1,870</b>	<b>2,581</b>	<b>3,519</b>
增长率		33.1%	29.1%	46.1%	38.0%	36.3%
主营业务成本	-498	-710	-877	-1,300	-1,814	-2,496
%销售收入	66.9%	71.6%	68.5%	69.5%	70.3%	70.9%
毛利	247	282	404	571	767	1,023
%销售收入	33.1%	28.4%	31.5%	30.5%	29.7%	29.1%
营业税金及附加	-3	-4	-8	-11	-15	-21
%销售收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-25	-28	-27	-34	-46	-63
%销售收入	3.4%	2.8%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-52	-60	-56	-75	-101	-135
%销售收入	7.0%	6.0%	4.4%	4.0%	3.9%	3.9%
研发费用	-40	-56	-67	-95	-129	-174
%销售收入	5.3%	5.7%	5.3%	5.1%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	126	134	245	356	476	629
%销售收入	16.9%	13.5%	19.1%	19.0%	18.4%	17.9%
财务费用	-1	-2	-9	-27	-31	-40
%销售收入	0.1%	0.2%	0.7%	1.4%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-5	-10	-22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	-2	-3	-3	-3	-3
%税前利润	0.9%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	126	122	224	326	441	586
营业利润率	17.0%	12.3%	17.5%	17.4%	17.1%	16.7%
营业外收支	-2	-1	-2	2	4	8
税前利润	124	121	222	328	445	594
利润率	16.7%	12.2%	17.3%	17.5%	17.3%	16.9%
所得税	-13	-3	-24	-36	-49	-65
所得税率	10.5%	2.5%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	111	118	198	292	396	529
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>111</b>	<b>118</b>	<b>198</b>	<b>292</b>	<b>396</b>	<b>529</b>
净利率	14.9%	11.9%	15.4%	15.6%	15.4%	15.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	111	118	198	292	396	529
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	34	49	93	87	102	115
非经营收益	4	22	19	28	34	40
营运资金变动	-44	-128	-146	-4	-206	-272
<b>经营活动现金净流</b>	<b>105</b>	<b>61</b>	<b>163</b>	<b>403</b>	<b>326</b>	<b>412</b>
资本开支	-211	-286	-290	-271	-242	-243
投资	0	0	0	0	0	0
其他	34	62	-10	-3	-3	-3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-177</b>	<b>-224</b>	<b>-300</b>	<b>-274</b>	<b>-245</b>	<b>-246</b>
股权募资	0	0	7	0	0	0
债权募资	102	211	155	36	116	87
其他	-58	-96	-55	-97	-125	-158
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>44</b>	<b>115</b>	<b>107</b>	<b>-61</b>	<b>-9</b>	<b>-70</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-28</b>	<b>-49</b>	<b>-29</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>95</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	105	108	109	176	246	341
应收款项	333	503	692	711	981	1,338
存货	148	238	249	313	437	602
其他流动资产	85	31	45	57	67	80
流动资产	671	880	1,095	1,257	1,732	2,361
%总资产	61.8%	56.9%	55.2%	53.9%	58.7%	63.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	310	546	716	837	945	1,043
%总资产	28.6%	35.3%	36.1%	35.9%	32.1%	28.1%
无形资产	79	94	117	131	147	166
非流动资产	415	666	887	1,073	1,217	1,354
%总资产	38.2%	43.1%	44.8%	46.1%	41.3%	36.4%
<b>资产总计</b>	<b>1,086</b>	<b>1,546</b>	<b>1,982</b>	<b>2,330</b>	<b>2,949</b>	<b>3,714</b>
短期借款	103	210	115	151	267	354
应付款项	161	302	372	445	621	855
其他流动负债	33	25	37	54	75	102
流动负债	297	537	524	651	963	1,311
长期贷款	0	102	353	353	353	353
其他长期负债	17	33	40	37	38	39
负债	314	673	917	1,041	1,354	1,703
<b>普通股股东权益</b>	<b>772</b>	<b>873</b>	<b>1,065</b>	<b>1,289</b>	<b>1,595</b>	<b>2,011</b>
其中：股本	150	225	226	226	226	226
未分配利润	242	318	473	698	1,004	1,420
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,086</b>	<b>1,546</b>	<b>1,982</b>	<b>2,330</b>	<b>2,949</b>	<b>3,714</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.742	0.525	0.877	1.290	1.752	2.339
每股净资产	5.149	3.882	4.720	5.699	7.052	8.892
每股经营现金净流	0.698	0.272	0.724	1.788	1.445	1.824
每股股利	0.000	0.500	0.200	0.300	0.400	0.500
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.41%	13.51%	18.57%	22.64%	24.85%	26.30%
总资产收益率	10.24%	7.63%	9.98%	12.53%	13.44%	14.24%
投入资本收益率	12.68%	10.70%	13.93%	17.36%	18.86%	20.37%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	39.03%	33.12%	29.09%	46.08%	38.01%	36.31%
EBIT 增长率	19.57%	6.00%	83.29%	45.28%	33.80%	32.21%
净利润增长率	23.58%	6.09%	67.56%	47.58%	35.78%	33.46%
总资产增长率	22.79%	42.35%	28.13%	17.58%	26.58%	25.95%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	124.6	126.7	151.3	130.0	130.0	130.0
存货周转天数	89.7	99.2	101.3	88.0	88.0	88.0
应付账款周转天数	84.7	98.2	105.7	95.0	95.0	95.0
固定资产周转天数	103.9	158.6	169.8	124.3	91.2	64.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-8.17%	23.29%	33.73%	25.41%	23.37%	18.18%
EBIT 利息保障倍数	112.8	63.3	28.2	13.4	15.2	15.9
资产负债率	28.91%	43.52%	46.26%	44.67%	45.91%	45.85%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	11	17	31
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.08</b>	<b>1.06</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究