



25Q3 业绩快速增长，核心客户持续放量

——松原股份 25Q3 业绩点评

■ 事件描述

公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度公司实现营收约 18.34 亿元，同比约+39.98%；归母净利润约 2.63 亿元，同比约+37.93%。其中 25Q3 公司实现营收约 6.86 亿元，同比约+35.39%；归母净利润约 1.02 亿元，同比约+50.88%。

■ 核心观点

主要客户同环比增长，驱动公司营收向上

从下游客户表现来看,据 Marklines, 25Q3, 吉利、奇瑞、上汽通用五菱、长城、宇通合计产量约 261.96 万辆,同比约+32.01%。其中吉利、奇瑞、长城、宇通产量分别约 100.29 万辆、81.36 万辆、42.64 万辆、36.19 万辆,同比分别约+30.89%、+21.27%、+77.08%、+24.28%。

25Q3 公司盈利能力提升，期间费用率小幅优化

25Q3 公司毛利率约 29.08%，同比约+0.06pct；净利率约 14.82%，同比约+1.52pct。25Q3 公司费用率约 11.68%，同比约-0.49pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别约-0.67pct/-0.56pct/+0.70pct/+0.04pct。

走向全球，转型汽车被动安全模块集成供应商

长期看，量价齐升有望持续驱动公司业绩增长。量：公司沿着“自主品牌低端-自主品牌高端-合资品牌-外资品牌”进行客户结构优化。公司公告已获 Stellantis 两个项目定点，销售额合计约 55 亿元，预计将于 2026 年供货。公司马来西亚基地预计将于 25Q3 量产。**价：**2022 年公司安全气囊、方向盘业务成功批量供货，转型为气囊、方向盘、安全带总成为一体的汽车被动安全系统模块集成供应商，单车可配套价值量提升。据公司公告，公司中期新品将围绕智能化&电子化路线，包括智能驾驶、智能座舱、主被动结合产品；长期看，创新业务将围绕新型环保材料、移动出行、无人机气囊、飞行车气囊等领域进行探索。

■ 投资建议

公司深耕汽车被动安全领域，覆盖多家知名自主车企，客户结构持续优化完善，气囊及方向盘新产品开启新成长曲线。预计公司 2025~2027 年营收分别约 27.13 亿元、36.71 亿元、48.56 亿元，同比分别约+37.6%、+35.3%、+32.3%。归母净利润分别约 3.95 亿元、5.34 亿元、7.16 亿元，同比分别约+51.6%、+35.2%、+34.2%。截至 2025 年 10 月 30 日，股价对应 2025~2027 年 PE 分别为 29.35 倍、21.70 倍、16.17 倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

汽车行业与市场风险；技术风险；规模扩张导致的管理风险；客户集中度较高风险；产品质量控制风险。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,971	2,713	3,671	4,856
年增长率 (%)	53.9%	37.6%	35.3%	32.3%
归属于母公司的净利润	260	395	534	716
年增长率 (%)	31.7%	51.6%	35.2%	34.2%
每股收益 (元)	1.15	0.83	1.13	1.52
市盈率 (X)	25.37	29.35	21.70	16.17
净资产收益率 (%)	19.4%	22.5%	24.3%	25.7%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 10 月 30 日收盘价）

买入(维持)

行业：汽车

日期：2025 年 10 月 31 日

分析师：王璉

E-mail: wangjin@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760523080002

联系人：狄德华

E-mail: didehua@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760124010004

基本数据

10 月 30 日收盘价(元)	24.50
12mthA 股价格区间(元)	22.52-41.16
总股本(百万股)	472.78
无限售 A 股/总股本	53.02%
流通市值(亿元)	61.41

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《25Q2 业绩高增，客户放量加速》

——2025 年 08 月 21 日

《25Q1 业绩高增，主要客户加速放量》

——2025 年 04 月 30 日

《24 年业绩高增，新品持续发力》

——2025 年 04 月 25 日

资产负债表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,095	1,734	2,464	3,200	4,131
货币资金	109	240	515	604	734
应收及预付	685	1,033	1,369	1,840	2,426
存货	249	335	441	585	763
其他流动资产	52	127	139	170	208
非流动资产	887	1,403	1,504	1,636	1,743
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	595	722	836	965	1,061
在建工程	121	362	339	325	321
无形资产	95	236	247	258	267
其他长期资产	76	83	83	89	94
资产总计	1,982	3,137	3,968	4,836	5,874
流动负债	524	1,077	1,404	1,748	2,112
短期借款	74	275	355	405	425
应付及预收	370	610	831	1,091	1,393
其他流动负债	80	191	217	252	295
非流动负债	393	718	808	890	972
长期借款	353	322	402	482	562
应付债券	0	360	360	360	360
其他非流动负债	40	36	46	48	50
负债合计	917	1,795	2,212	2,639	3,085
股本	226	226	473	473	473
资本公积	293	306	195	195	195
留存收益	546	762	1,088	1,529	2,121
归属母公司股东权益	1,065	1,342	1,757	2,197	2,789
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,982	3,137	3,968	4,836	5,874

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,280	1,971	2,713	3,671	4,856
营业成本	879	1,405	1,931	2,619	3,458
营业税金及附加	8	12	16	22	29
销售费用	24	35	43	58	76
管理费用	56	74	97	130	171
研发费用	67	98	128	169	222
财务费用	9	16	40	44	48
资产减值损失	-8	-12	-15	-18	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	-4	-3	-6	-9
营业利润	224	293	444	600	805
营业外收支	-2	-1	-1	-1	-1
利润总额	222	292	443	599	804
所得税	24	32	48	65	88
净利润	198	260	395	534	716
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	198	260	395	534	716
EBITDA	306	412	611	799	1,035
EPS（元）	0.88	1.15	0.83	1.13	1.52

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	163	140	369	393	505
净利润	198	260	395	534	716
折旧摊销	71	100	128	156	183
营运资金变动	-146	-285	-230	-387	-496
其它	41	65	77	90	102
投资活动现金流	-300	-619	-232	-294	-299
资本支出	-290	-619	-234	-286	-288
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-10	0	1	-9	-12
筹资活动现金流	107	578	138	-10	-77
银行借款	115	170	160	130	100
股权融资	7	8	0	0	0
其他	-15	400	-22	-140	-177
现金净增加额	-29	99	275	89	129
期初现金余额	43	13	112	387	477
期末现金余额	13	112	387	477	606

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	29.1%	53.9%	37.6%	35.3%	32.3%
营业利润增长	83.6%	30.9%	51.3%	35.2%	34.2%
归母净利润增长	67.6%	31.7%	51.6%	35.2%	34.2%
获利能力					
毛利率	31.3%	28.7%	28.8%	28.7%	28.8%
净利率	15.4%	13.2%	14.5%	14.5%	14.8%
ROE	18.6%	19.4%	22.5%	24.3%	25.7%
ROIC	13.6%	11.5%	14.4%	16.0%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	57.2%	55.7%	54.6%	52.5%
净负债比率	34.2%	63.0%	41.2%	34.9%	26.5%
流动比率	2.09	1.61	1.76	1.83	1.96
速动比率	1.53	1.23	1.39	1.45	1.55
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.77	0.76	0.83	0.91
应收账款周转率	2.41	2.37	2.30	2.34	2.32
存货周转率	3.61	4.82	4.98	5.10	5.13
每股指标（元）					
每股收益	0.88	1.15	0.83	1.13	1.52
每股经营现金流	0.72	0.62	0.78	0.83	1.07
每股净资产	4.72	5.93	3.72	4.65	5.90
估值比率					
P/E	33.22	25.37	29.35	21.70	16.17
P/B	6.19	4.92	6.59	5.27	4.15
EV/EBITDA	22.73	18.09	20.15	15.46	11.90

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，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，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。