

2025 年 11 月 09 日
松霖科技 (603992. SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

其他家居

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

37.52 元

股价 (2025-11-07)

30.00 元

交易数据

总市值(百万元)

12,987.04

流通市值(百万元)

12,742.72

总股本(百万股)

432.90

流通股本(百万股)

424.76

12 个月价格区间

17.23/32.7 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.5	-10.4	31.3
绝对收益	-3.7	3.3	44.2

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

刘夏凡

分析师

SAC 执业证书编号: S1450525050001

liuxf3@essence.com.cn

相关报告

海外收入稳增, 中期维持高 2024-08-22

分红率

美容健康快增+海外复苏, 期 2024-05-05

待 24 年业绩持续回升

美容健康增速靓丽+松霖家 2024-04-09

剥离, 业绩加速回升

23Q2 业绩环比改善, 松霖 2023-08-31

家业务剥离在即

卡位机器人高增赛道, 有望率先落地养老领域

■ 事件: 松霖科技发布 2025 年三季度报。25Q1-3 公司实现营业收入 18.52 亿元, 同比下降 15.49%; 归母净利润 1.59 亿元, 同比下降 50.53%; 扣非后归母净利润 1.26 亿元, 同比下降 57.31%。25Q3 公司实现营业收入 7.12 亿元, 同比下降 4.33%; 归母净利润 0.66 亿元, 同比下降 34.10%; 扣非后归母净利润 0.55 亿元, 同比下降 38.93%。

■ 关税影响致 25Q3 营收持续承压, 越南产能加速落地

今年中美贸易冲突及相关政策对公司经营造成了一定干扰, 公司业绩也因此受到波及。公司约 25%-30% 的业务收入来源于美国头部品牌客户, 为有效应对关税带来的挑战, 公司已完成越南生产基地的战略布局。25Q2 以来公司加速推进越南生产基地的竣工进程, 并于 25 年 6 月份顺利完成首单产品交付。目前该基地规划为两期工程, 其中一期工程自 25 年 6 月中下旬起进入产能爬坡阶段, 当前处于样品提交与客户确认的关键环节, 预计在今年第四季度内可实现第一阶段的阶段性目标。越南基地可有效发挥“阻尼器”的作用, 助力公司对冲中美贸易冲突带来的不确定性, 进一步拓展美国市场业务。在制造层面, 该基地已部署塑胶、五金、电子等核心制造环节的底层架构; 产品层面则定位为全品类覆盖。

■ 机器人业务首启且重点布局, 将打造为第三增长极

从布局来看, 一是 ToB 自品牌机器人系统, 聚焦 B 端场景应用, 尤其是后勤服务机器人系统和护理服务机器人系统的布局。目前产品矩阵中, 后勤通用机器人包括巡检、安防、园区物流、总台讲解等; 护理服务机器人系统则针对特殊场景和特殊人群, 提供护理解决方案。二是 IDM 模式消费级机器人。聚焦 C 端场景的消费级机器人, 比如近期开展的 AI 陪伴机器人、AI 玩具、AI 玩偶以及消费级外骨骼机器人等, 主要面向海外品牌客户, 业务形态与过去的 IDM 模式完全相通。公司计划在 25Q4 发布 1.0 版产品并开放展厅, 26H1 参加机器人展会, 公开展示产品矩阵; 同时, 针对 B 端场景的后勤和护理服务机器人, 公司已经与多家养老、康养机构以及部分医美机构开展了前期的场景调研和实物产品打磨工作。目前机器人业务已完成策划设计, 进入开发验证和打磨阶段, 后续将按计划推进展厅开放和展会展示工作。

盈利能力保持靓丽，IDM、松霖家双引擎驱动 2023-04-28

目 25Q3 盈利水平短期承压，发展机器人新业务研发费用增加

盈利能力方面，25Q1-3 公司毛利率为 33.12%，同比下降 2.28pct；25Q3 公司毛利率为 32.48%，同比下降 3.03pct。期间费用方面，25Q1-3 公司期间费用率为 24.94%，同比增长 5.37pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.00%/12.74%/9.60%/-0.40%，同比分别+0.07/+3.31/+2.14/-0.15pct。25Q3 公司期间费用率为 22.78%，同比增长 1.24pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.40%/11.53%/8.64%/0.21%，同比分别-0.57/+2.01/+0.99/-1.19pct。25Q1-3 公司研发费用率提升主要系机器人新业务使得研发投入增加。

综合影响下，25Q1-3 公司净利率为 8.57%，同比下降 6.07pct；25Q3 公司净利率为 9.21%，同比下降 4.16pct。

目 投资建议：公司借助 IDM 制造基础，切入机器人行业，有望打造第二增长曲线。我们预计松霖科技 2025-2027 年营业收入为 30.47、34.27、38.67 亿元，同比增长 1.06%、12.48%、12.83%；归母净利润为 3.12、3.66、4.82 亿元，同比增长-30.12%、17.46%、31.49%，对应 PE 为 38.9X、33.1X、25.2X，给予 25 年 52.07xPE，目标价 37.52 元，维持买入-A 的投资评级。

目 风险提示：关税扰动风险；行业竞争加剧风险；原材料价格大幅波动；下游需求不及预期风险。

(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	2,983	3,015	3,047	3,427	3,867
净利润	352	446	312	366	482
每股收益(元)	0.81	1.03	0.72	0.85	1.11
市盈率(倍)	34.4	27.2	38.9	33.1	25.2
市净率(倍)	4.7	3.8	3.6	3.4	3.2
净利润率	11.8%	14.8%	10.2%	10.7%	12.5%
净资产收益率	13.7%	14.1%	9.2%	10.2%	12.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,983	3,015	3,047	3,427	3,867	成长性					
减:营业成本	1,939	1,948	2,085	2,318	2,584	营业收入增长率	-6.2%	1.1%	1.1%	12.5%	12.8%
营业税费	31	29	28	33	36	营业利润增长率	12.9%	0.0%	-17.2%	31.1%	30.9%
销售费用	119	83	84	86	97	净利润增长率	35.0%	26.6%	-30.1%	17.5%	31.5%
管理费用	260	283	274	308	329	EBITDA 增长率	29.2%	12.5%	-21.1%	11.2%	23.7%
研发费用	204	225	244	274	309	EBIT 增长率	39.0%	18.0%	-27.7%	12.8%	29.4%
财务费用	-6	-23	-23	-26	-30	NOPLAT 增长率	46.2%	21.7%	-36.7%	17.4%	32.2%
资产减值损失	-15	-35	-50	-22	-24	投资资本增长率	23.5%	10.8%	-10.6%	2.4%	2.3%
加:公允价值变动收益	-29	2	-8	-12	-6	净资产增长率	8.1%	23.4%	7.3%	5.6%	7.1%
投资和汇兑收益	7	18	-11	-9	-1						
营业利润	380	380	314	412	539	利润率					
加:营业外净收支	-2	-7	-7	-7	-7	毛利率	35.0%	35.4%	31.6%	32.4%	33.2%
利润总额	378	493	307	405	532	营业利润率	12.7%	12.6%	10.3%	12.0%	13.9%
减:所得税	-13	47	-5	38	50	净利润率	11.8%	14.8%	10.2%	10.7%	12.5%
净利润	352	446	312	366	482	EBITDA/营业收入	18.5%	20.6%	16.0%	15.9%	17.4%
						EBIT/营业收入	14.2%	16.6%	11.9%	11.9%	13.7%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	固定资本周转天数	128	123	125	108	91
货币资金	904	500	1,061	1,237	1,413	流动营业资本周转天数	10	10	15	13	16
交易性金融资产	729	1,263	1,263	1,263	1,263	流动资产周转天数	310	318	363	373	359
应收帐款	574	569	598	702	768	应收帐款周转天数	68	68	69	68	68
应收票据	53	31	41	52	49	存货周转天数	41	36	44	41	40
预付帐款	5	8	9	9	11	总资产周转天数	523	514	562	544	503
存货	314	290	455	333	534	投资资本周转天数	159	183	180	153	139
其他流动资产	53	29	36	40	35						
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资回报率					
持有至到期投资	0	0	0	0	0	ROE	13.7%	14.1%	9.2%	10.2%	12.5%
长期股权投资	3	3	3	3	3	ROA	9.2%	10.2%	6.1%	7.0%	8.6%
投资性房地产	6	6	6	6	6	ROIC	32.8%	32.4%	18.5%	24.3%	31.3%
固定资产	997	1,062	1,046	1,002	949	费用率					
在建工程	172	148	148	148	148	销售费用率	4.0%	2.8%	2.8%	2.5%	2.5%
无形资产	230	265	255	245	235	管理费用率	8.7%	9.4%	9.0%	9.0%	8.5%
其他非流动资产	212	190	226	175	176	研发费用率	6.8%	7.5%	8.0%	8.0%	8.0%
资产总额	4,252	4,364	5,146	5,214	5,591	财务费用率	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
短期债务	45	0	0	0	0	四费/营业收入	19.3%	18.9%	19.0%	18.7%	18.2%
应付帐款	694	568	691	753	862	偿债能力					
应付票据	27	43	95	47	93	资产负债率	39.5%	27.3%	33.8%	31.0%	31.1%
其他流动负债	234	196	231	221	216	负债权益比	65.4%	37.5%	51.0%	44.9%	45.1%
长期借款	0	0	0	0	0	流动比率	2.63	3.33	3.40	3.56	3.48
其他非流动负债	681	382	722	595	566	速动比率	2.32	2.97	2.96	3.24	3.02
负债总额	1,681	1,190	1,739	1,615	1,737	利息保障倍数	-68.10	-21.70	-15.53	-15.57	-17.86
少数股东权益	0	0	0	0	0	分红指标					
股本	408	428	433	433	433	DPS(元)	0.41	0.51	0.31	0.41	0.52
留存收益	2,192	2,798	2,975	3,166	3,421	分红比率	50.3%	49.9%	43.4%	47.9%	47.1%
股东权益	2,572	3,174	3,408	3,599	3,854	股息收益率	1.5%	1.8%	1.1%	1.4%	1.9%

现金流量表

(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	业绩和估值指标					
净利润	391	446	312	366	482	EPS (元)	0.81	1.03	0.72	0.85	1.11
加:折旧和摊销	152	139	126	134	143	BVPS (元)	5.94	7.33	7.87	8.31	8.90
资产减值准备	44	16	0	0	0	PE (X)	34.4	27.2	38.9	33.1	25.2
公允价值变动损失	29	-2	-8	-12	-6	PB (X)	4.7	3.8	3.6	3.4	3.2
财务费用	11	-10	-23	-26	-30	P/FCF	132.9	-254.1	18.0	40.3	30.1
投资收益	-7	-18	11	9	1	P/S	4.1	4.0	4.0	3.5	3.1
少数股东损益	39	39	0	0	0	EV/EBITDA	11.4	10.2	20.8	18.4	14.6
营运资金的变动	-508	-7	110	-39	-98	CAGR (%)	-2.1%	2.6%	3.0%	-2.1%	2.6%
经营活动产生现金流量	477	604	527	433	492	PEG	-16.0	10.6	13.0	-15.4	9.8
投资活动产生现金流量	-287	-764	-102	-77	-75	ROIC/WACC	5.2	5.1	2.9	3.9	5.0
融资活动产生现金流量	-388	-281	136	-180	-241	REP	0.8	0.8	2.4	1.8	1.3

资料来源: Wind 资讯, 国投证券证券研究所预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所**深圳市****地 址：** 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层**邮 编：** 518046**上海市****地 址：** 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层**邮 编：** 200082**北京市****地 址：** 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**邮 编：** 100034