

松原股份 (300893)

被动安全自主龙头，国产替代空间广阔

买入 (首次)

2023年05月24日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘力宇

执业证书: S0600522050001

liuly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	992	1,354	1,843	2,441
同比	33%	36%	36%	32%
归属母公司净利润 (百万元)	118	191	264	364
同比	6%	62%	38%	38%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.52	0.85	1.17	1.62
P/E (现价&最新股本摊薄)	44.01	27.21	19.68	14.26

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **公司是被动安全自主龙头企业。**公司是国内领先的汽车被动安全系统供应商，自成立以来一直从事汽车被动安全业务，产品包括汽车安全带总成及零部件以及特殊安全座椅等，目前也正在不断拓展方向盘+安全气囊业务。公司致力于国内汽车被动安全系统自主品牌的发展，坚持“舒适、安全、可靠、环保”的经营理念，为汽车行业提供完备的被动安全系统解决方案。
- **被动安全赛道价值量持续提升，全球格局集中国产替代空间大。**被动安全是整车安全功能的重要组成部分，一般由乘员约束系统和缓冲吸能装置组成，其中乘员约束系统通常包括安全带、安全气囊等部件。安全带作为被动安全技术的基础，表现出持续升级的特点：从最普通的紧急锁止式→紧急锁止限力式→预张紧限力式→电机预紧式，安全带的功能愈发完善且价值量水平也在持续提升。安全气囊的单车使用数量也将持续提升，目前六气囊的配置正逐渐成为12万元以上车型的全系标配，且后续随着整车安全性能要求的不断提高而增加膝部气囊等其他气囊种类，安全气囊的单车价值量将随着气囊单车配置数量的增加而持续提升。被动安全行业的壁垒较高，存在着严格的认证体系。外资企业凭借着先发优势，叠加技术、规模等方面处于领先地位，基本实现了对行业的垄断竞争。目前全球被动安全行业三家主要的企业为奥托立夫、均胜安全以及采埃孚，2021年三家的市场份额分别为37%、27%和20%，合计占到全行业84%的市场份额。展望后续，优质的自主被动安全企业凭借着成本以及服务响应优势，有望持续实现国产替代。
- **松原的成长驱动：安全带业务量价齐升，气囊方向盘成为第二曲线。**安全带方面，公司凭借技术、成本和服务响应等方面的竞争优势，有望持续提升安全带产品的市场份额；此外，高性能安全的功能复杂，安全性更好，价值量更高，特别是集成主被动可逆预紧式安全带（电动安全带）的价值量更是大幅提升，公司安全带业务有望实现量价齐升。而方向盘+气囊业务则是公司的第二曲线，公司于2021年实现方向盘+安全气囊产品的批量生产，目前已经突破吉利、上通五菱、奇瑞汽车和合众汽车等客户，后续有望持续为公司业绩贡献增量。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.91亿、2.64亿、3.64亿，EPS分别为0.85元、1.17元、1.62元，市盈率分别为27.21倍、19.68倍、14.26倍。公司作为汽车被动安全系统自主龙头，国产替代空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**乘用车行业销量不及预期；新客户及新产品开拓不及预期；原材料价格波动导致盈利不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.09
一年最低/最高价	16.15/39.84
市净率(倍)	5.72
流通 A 股市值(百万元)	1,298.81
总市值(百万元)	5,195.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.04
资产负债率(% ,LF)	39.00
总股本(百万股)	225.00
流通 A 股(百万股)	56.25

相关研究

内容目录

1. 松原股份——深耕主业的自主被动安全龙头	5
1.1. 专注被动安全系统业务，客户以自主品牌为主	6
1.2. 营收规模持续增长，盈利能力暂时承压	7
2. 被动安全行业：单车价值量提升，国产替代空间大	9
2.1. 安全带是被动安全技术中最为有效的手段	10
2.2. 安全气囊可为驾乘人员提供有效的防撞保护	12
2.3. 被动安全市场空间持续增长，国产替代空间广阔	14
3. 成长驱动：安全带业务量价齐升，气囊方向盘为第二增长曲线	18
3.1. 份额提升+产品升级，安全带总成业务量价齐升	18
3.2. 拓展“气囊+方向盘”产品，成为公司第二成长曲线	22
4. 盈利预测与投资建议	22
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 松原股份发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年年报)	6
图 3: 公司主要产品情况.....	6
图 4: 公司主要下游客户情况.....	7
图 5: 2019 年公司前五大客户情况.....	7
图 6: 公司营业收入及 YOY.....	8
图 7: 公司分业务收入占比.....	8
图 8: 公司归母净利润及 YOY.....	8
图 9: 公司毛利率及归母净利润.....	8
图 10: 公司整体期间费用率情况.....	9
图 11: 近年公司各项费用率情况.....	9
图 12: 我国汽车保有量.....	10
图 13: 我国每年汽车交通事故发生数量.....	10
图 14: 安全带总成在车辆中的配置情况.....	11
图 15: 安全带总成的组成结构.....	11
图 16: 紧急锁止式卷收器爆炸图.....	11
图 17: 紧急锁止安全带卷收器的带感和车感锁止机构.....	11
图 18: 安全带功能升级路径.....	12
图 19: 安全气囊的组成结构.....	13
图 20: 安全气囊的工作原理.....	13
图 21: 气体发生器结构.....	13
图 22: 气体发生器影响气囊最终保护效果的因素.....	13
图 23: 安全气囊的种类.....	14
图 24: 不同种类气囊介绍.....	14
图 25: 中国乘用车安全带市场空间测算.....	15
图 26: 中国乘用车安全气囊市场空间测算.....	16
图 27: 2015 年全球被动安全市场竞争格局.....	17
图 28: 2021 年全球被动安全市场竞争格局.....	17
图 29: 公司安全带总成产品市占率变化情况.....	19
图 30: 公司安全带主要配套客户及车型情况.....	19
图 31: 公司安全带总成产品的核心竞争优势.....	19
图 32: 公司历年研发费用情况.....	20
图 33: 公司研发人员数量情况.....	20
图 34: 公司与竞争对手毛利率对比.....	21
图 35: 公司安全带总成产品收入及销量.....	22
图 36: 公司安全带总成产品销售单价.....	22
图 37: 公司收入拆分及预测.....	23
图 38: 可比公司估值表 (数据截至 2023/05/24)	24
表 1: 汽车被动安全行业进入壁垒.....	16

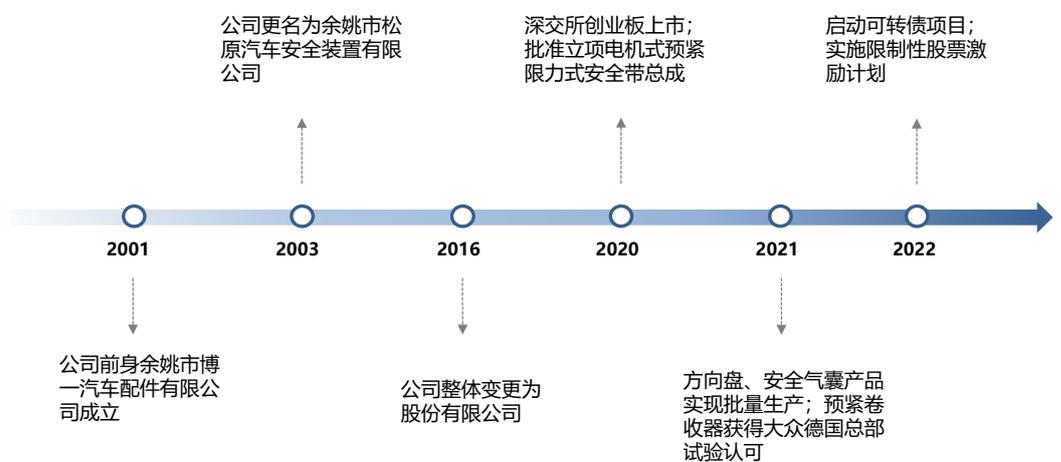
表 2: 汽车被动安全行业主要企业梳理.....	18
表 3: 公司气囊+方向盘产品主要配套客户及车型情况	22

1. 松原股份——深耕主业的自主被动安全龙头

公司自成立以来一直深耕于汽车被动安全行业。公司是国内领先的汽车被动安全系统供应商，自成立以来一直从事汽车被动安全业务，包括汽车安全带总成及零部件以及特殊安全座椅等，目前也正在不断拓展安全气囊业务。

公司致力于国内汽车被动安全系统自主品牌的发展，坚持“舒适、安全、可靠、环保”的经营理念，为汽车行业提供完备的被动安全系统解决方案。

图1：松原股份发展历程

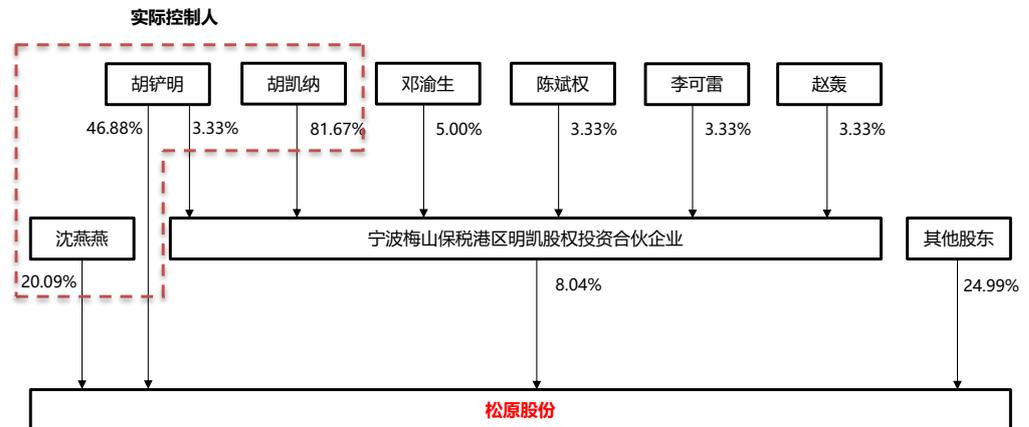


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司实控人为胡铲明、沈燕燕和胡凯纳。截至2022年年报，公司实际控制人胡铲明、沈燕燕和胡凯纳合计持有公司73.80%的股权，持股比例较高。公司核心员工邓渝生、李可雷和赵轰通过投资平台分别间接持有公司0.40%、0.27%和0.27%的股权，共享发展成果。

股权激励为公司未来发展保驾护航。2022年，公司实施股权激励计划，向管理层和核心员工授予限制性股票297.05万股。股权激励的考核条件体现了公司长期发展的信心，并且有利于绑定核心团队，激发团队工作积极性，共享公司长期发展成果。

图2：公司股权结构（截至 2022 年年报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 专注被动安全系统业务，客户以自主品牌为主

安全带总成是公司的核心产品。公司自成立以来就从事汽车被动安全业务，主要产品包括安全带总成及零部件（公司于 2018 年以后终止了安全带零部件外销业务，专注安全带总成产品）、特殊座椅安全装置等。

积极扩展方向盘和气囊产品，完善被动安全领域布局。公司成立了气囊和方向盘事业部，并在 2021 年实现了气囊和方向盘产品的批量生产，进一步丰富了公司被动安全产品布局，提升了公司的单车价值量。

图3：公司主要产品情况

产品	产品图例	单车价值量 (元)	主要功能
安全带总成		300-400	属于汽车被动安全系统重要组件之一，由卷收器、带（锁）扣、高度调节器、织带、导向环、预张紧器和锁紧装置等组成，可对乘员进行约束，是起到保护乘员作用的必要安全装置
安全气囊		800-1000	能够在车辆发生事故时迅速充气的被动安全设施，用于保护乘员安全，通常有主副驾驶气囊、侧气囊、侧气帘等不同气囊种类
方向盘		100-200	汽车操纵行驶方向的轮状装置，其功能是将驾驶员作用到转向盘边缘上的力转变为转矩后传递给转向轴，主驾驶气囊通常安装在方向盘内
特殊座椅安全装置		/	特殊座椅安全装置产品主要应用于特殊座椅的行驶安全，包括车载轮椅、儿童座椅、农用机械座椅等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司当前的下游客户以自主品牌为主。公司是汽车被动安全系统的一级供应商，以直销模式向整车厂供货，主要客户包括吉利汽车、上汽通用五菱、长城汽车、奇瑞汽车和长安汽车等自主品牌主机厂，此外还有宇通客车、北汽福田等商用车企业。

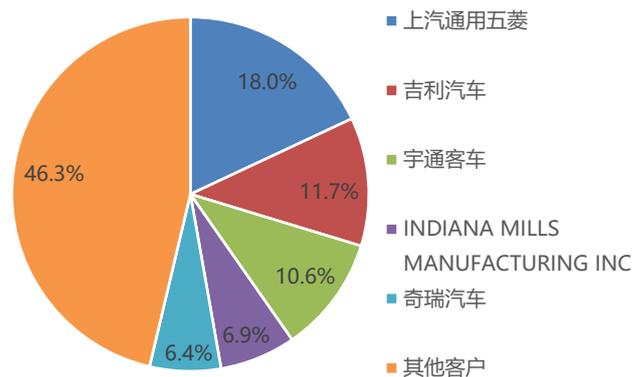
客户结构:2022年公司前五大客户收入占比分别为18.57%、18.35%、16.39%、11.59%和2.88%，合计占到当年公司营收的67.78%，客户集中度较高。

图4：公司主要下游客户情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2019年公司前五大客户情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 营收规模持续增长，盈利能力暂时承压

公司营收规模整体保持稳定增长。整体来看，公司营业收入保持稳定增长，从2016年的4.21亿元，持续提升至2022年的9.92亿元，6年复合增长率为15.36%。公司近年来营业收入的持续增长主要系公司持续拓展新客户、提升原有客户配套比例以及拓展新产品。

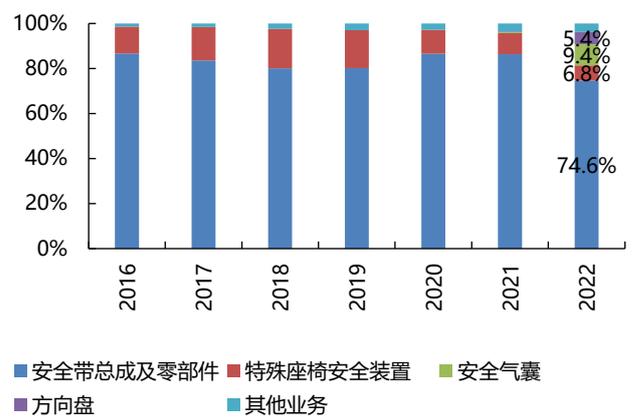
分产品看，安全带总成是公司核心产品，安全气囊和方向盘开始贡献收入。2022年公司安全带总成收入7.40亿元，同比增长14.91%，占公司总收入的74.6%，是公司收入占比最大的产品。2022年公司方向盘+气囊业务实现营业收入1.47亿元，占当期公司总收入的14.8%，开始贡献收入。

图6：公司营业收入及 YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：公司分业务收入占比

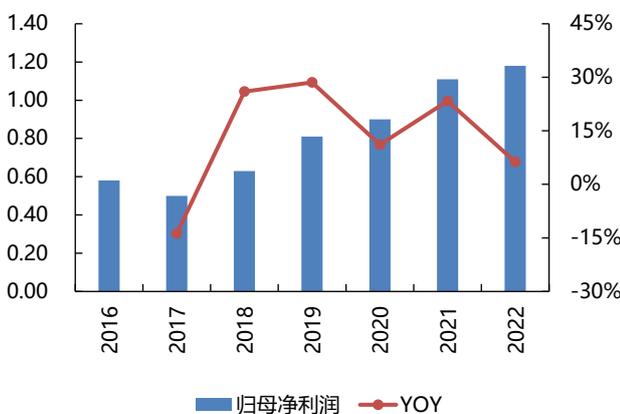


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

净利润端：公司归母净利润近年来整体呈现稳定增长的趋势，从2017年的0.50亿元增长至2022年的1.18亿元，主要系公司营业收入规模持续提升所致。2022年公司实现归母净利润1.18亿元，同比增长6.09%，增速落后于营收的增速，主要系2022年公司归母净利率同比出现一定程度的下降所致。

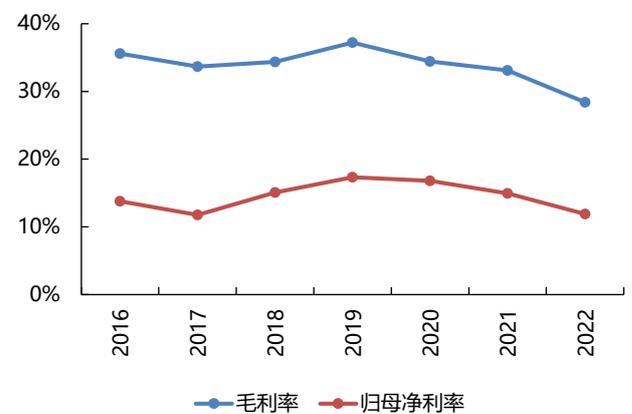
盈利能力：公司毛利率在2016至2021年间保持相对稳定，基本维持在34%上下的水平。2022年公司毛利率出现一定幅度的下滑，2022年公司实现综合毛利率28.39%，同比下降4.71个百分点，预计主要系2022年原材料价格处于高位推高营业成本叠加气囊和方向盘产品处于量产初期盈利水平较低所致。公司归母净利率水平的变化与毛利率基本一致，2016至2021年公司归母净利率基本保持在15%上下，2022年受毛利率下滑的影响，公司归母净利率降至11.90%。

图8：公司归母净利润及 YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：公司毛利率及归母净利率

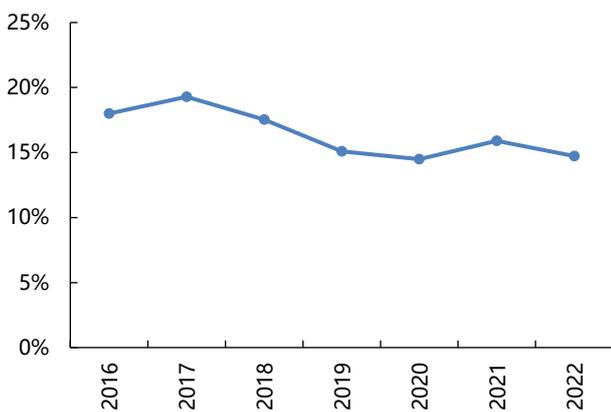


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用管控有效，期间费用率稳中有降。公司期间费用率整体呈下降的趋势，在 2017 年至 2022 年间公司期间费用率从 19.29% 下降至 14.72%。其中，2020 年期间费用率同比下降 0.61 个百分点，主要系会计准则调整导致公司销售费用率下降所致。2021 年公司期间费用率同比提高 1.42 个百分点，主要系 2021 年管理费用率同比提高 1.41 个百分点。2022 年，由于销售费用率和管理费用率的下降，公司期间费用率整体回落至 14.72%。

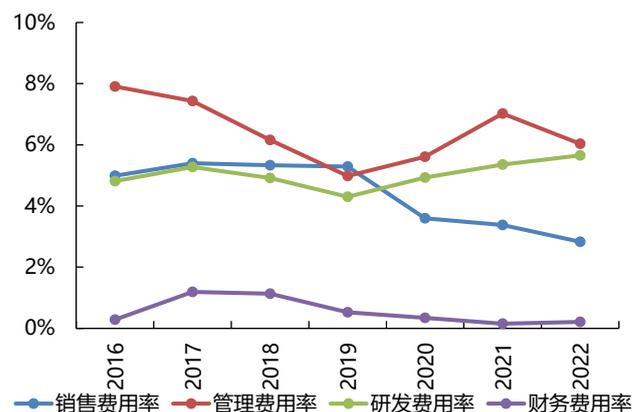
分项来看：公司销售费用率整体呈下降趋势，主要系 2020 年会计准则调整，运费从销售费用划至营业成本，叠加 2020-2022 公司营收持续增长带来的规模效应；公司管理费用率在 2016 年至 2019 年间持续下降，主要系专利使用费下降叠加欧洲子公司终止运营所致，而 2021 年公司管理费用率出现较大提升，主要系职工薪酬、认证费及业务招待费增长所致；公司研发费用率近三年持续提升，预计主要系研发投入持续加大所致；公司财务费用率近三年整体保持低位的状态。

图10：公司整体期间费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：近年公司各项费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

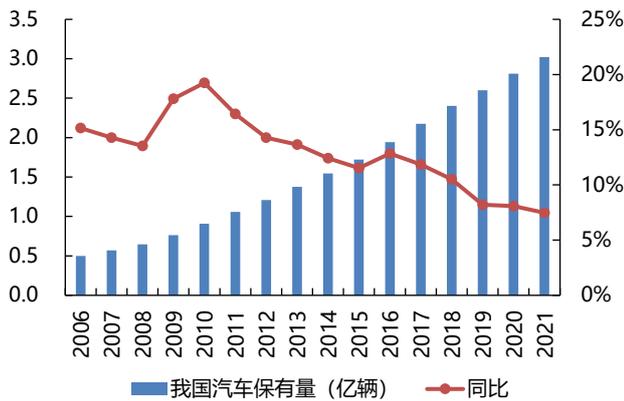
2. 被动安全行业：单车价值量提升，国产替代空间大

被动安全系统是保护司乘人员安全的重要系统。

我国汽车保有量呈持续上升的趋势。根据公安部的数据，近 20 年以来我国汽车保有量持续增长，其中 2021 年我国汽车保有量达到 3.02 亿辆，同比增长 7.47%。

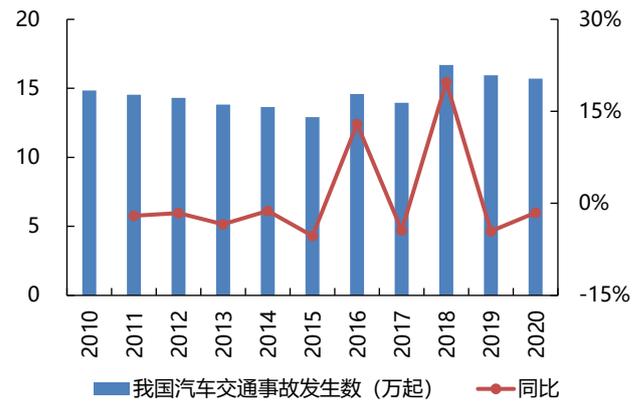
汽车保有量上升随之而来的是交通安全问题。根据国家统计局的数据，我国近十年的年均汽车交通事故发生数量在 14.6 万起左右，其中 2018 年我国汽车交通事故数量达到最高峰的 16.69 万起，交通事故频发带来的是人员安全问题和经济损失问题。

图12: 我国汽车保有量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 我国每年汽车交通事故发生数量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

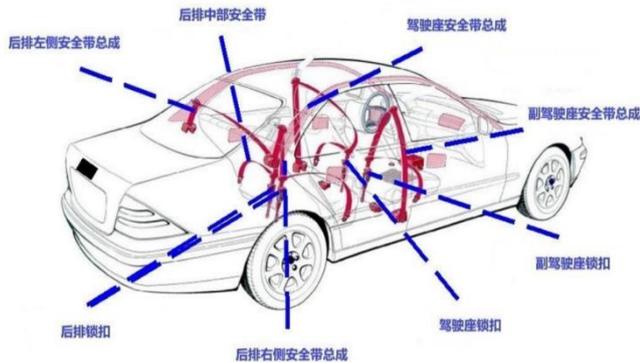
被动安全是整车安全功能的重要组成部分。汽车安全技术主要包括两个方面：一个是主动安全，是指汽车通过提前预判识别潜在危险并及时防范；另一个则是被动安全，是指车辆在事故发生过程之中或之后如何对司乘人员进行保护。**被动安全系统一般由乘员约束系统和缓冲吸能装置组成，其中乘员约束系统通常包括安全带、安全气囊、座椅、头枕等部件。**

2.1. 安全带是被动安全技术中最为有效的手段

安全带在交通事故发生时能有效保护驾乘人员的安全。安全带是被动安全技术中最先得到应用的装置，其作用主要是固定驾乘人员，避免其在车辆碰撞时与车辆内饰发生二次碰撞。大量数据显示，安全带在事故中对保障驾乘人员的安全起到了至关重要的作用。

安全带的组成结构：卷收器、带（锁）扣组件、高度调节器、织带（肩带及腰带）和其他部件。卷收器是安全带总成的核心部件，提供了紧急锁止、预张紧、限力、噪音抑制、防反锁等安全功能；锁扣的作用是固定和解除固定安全带的作用；高度调节器主要调节安全带高度；织带起到约束驾乘人员躯干的作用。

图14：安全带总成在车辆中的配置情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15：安全带总成的组成结构



1-卷收器总成、2-织带、3-D环、4-锁扣、5-锁舌、6-固定点

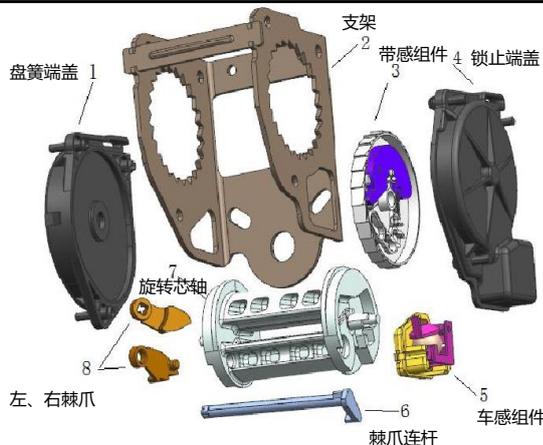
数据来源：中国知网，东吴证券研究所

卷收器是安全带总成中最核心的结构部件。

卷收器的组成结构：最普通的紧急锁止式安全带卷收器一般由盘簧端盖、支架、带感组件、锁止端盖、车感组件、棘爪连杆、旋转芯轴和棘爪组成。更高级的安全带如带有限力功能和预紧功能的安全带，其卷收器还配有限力杆和预张紧单元，提供限力和预张紧功能。

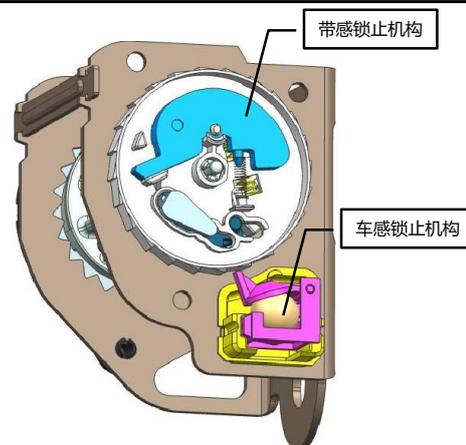
卷收器的功能：在车辆正常行驶时，卷收器可以根据驾乘人员身型自由收拉织带，保证佩戴舒适性。当车辆发生事故时，卷收器则可以提供如紧急锁止、预张紧和限力等安全功能，保证驾乘人员的安全性。

图16：紧急锁止式卷收器爆炸图



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

图17：紧急锁止安全带卷收器的带感和车感锁止机构



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

安全带的产品升级路径—功能完善，价值量提升

安全带的产品升级：随着消费者和法规对整车安全性的要求越来越高，安全带作为被动安全技术的基础，也表现出了持续升级的特点。从最普通的紧急锁止式→紧急锁止限力式→预张紧限力式→电机预紧式，安全带的功能愈发完善且价值量水平也在持续提升。

图18：安全带功能升级路径

安全带类型	卷收器结构示意图	功能	技术方案	优点	不足	价值量(元/条)
普通紧急锁止式		汽车在非正常情况时，感应并锁止织带的运动，从而约束乘员身躯位移	卷收器中配有带感和车感系统	结构简单，技术成熟，成本较低	保护效果一般，存在乘员肋骨和肩部束缚力过大的不足	30-40
紧急锁止限力式		在普通紧急锁止式安全带功能的基础上，新增了限力功能，以降低车辆碰撞过程中人体肋骨和肩部的压力	在卷收器中增加限力杆，通过限力杆的变形达到限力的作用	可以避免安全带力量过大造成对驾乘者的伤害	不具备预张紧功能，碰撞时人体胸部向前的位移量较大	50-60
预张紧限力式		在紧急锁止限力式安全的基础上，增加了预张紧功能，即在车辆发生碰撞的一瞬间，安全带自动收紧，将驾乘人员紧紧束缚在组以上	通常是通过ECU检测到车辆加速度不正常变化后，发出预张紧点火信号，引爆气体发生器，产生高压气体推动预张紧单元，是捏合齿轮反向旋转，提前拉紧安全带	可在车辆发生碰撞时最短时间内为驾乘者消除安全带和人体之间的间隙，减少人体位移	通过火药引爆实现安全带预紧，预紧时间短、预紧力大，容易对驾乘人员造成伤害，且工作原理使得其具有不可重复性	90-100
电机预紧式		可以在事故发生前就进行安全带预紧，并且其预紧是可逆的，此外还具有提醒驾驶员谨慎驾驶的功能	在传统的预张紧限力式安全带卷收器中增加直流电机、机械动力传动单元、电子控制单元等模块	可以预判危险，在出现危险前就将安全带预紧且功能可重复，也有利于被动安全一体化发展	技术复杂，成本较高	300-400

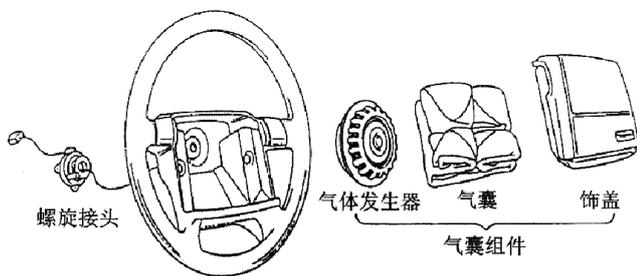
数据来源：公司官网，公司公告，中国知网，东吴证券研究所

2.2. 安全气囊可为驾乘人员提供有效的防撞保护

安全气囊的作用：安全气囊是车辆被动安全系统的组成部分，与安全带配合使用。安全气囊在车辆发生高速碰撞时可以填充驾乘人员与方向盘、仪表板之间的空间，防止驾乘人员与车内内饰件发生刚性接触，减小碰撞对驾乘人员的伤害。

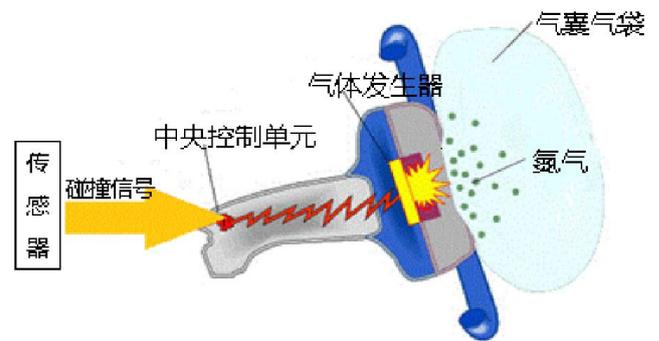
安全气囊的组成结构：安全气囊通常由传感器、控制系统、气体发生器以及气囊袋四个部分组成。传感器包括两个，其中碰撞强度传感器用以检测碰撞时加速度的变化，防护碰撞传感器则与碰撞强度传感器串联，用以防止气囊误爆。控制系统则根据传感器采集的信号做出判断，并及时发出点火命令。气体发生器则是接受控制系统的命令，在短时间内产生大量气体对囊袋进行充气。气囊袋则是直接与驾乘人员接触，防止驾乘人员与车辆内部发生刚性接触。

图19：安全气囊的组成结构



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

图20：安全气囊的工作原理



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

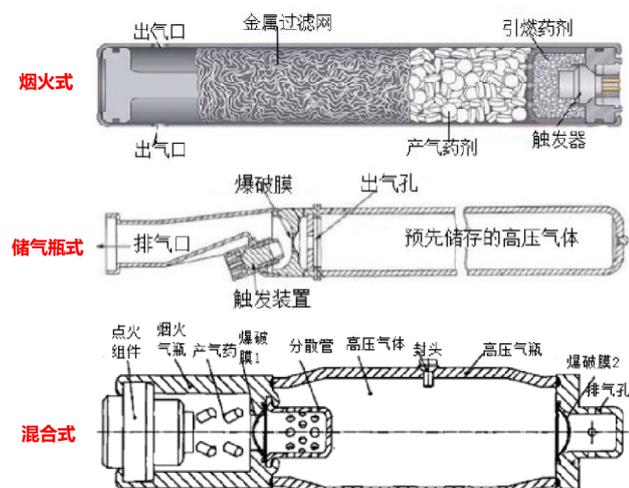
气体发生器对气囊性能有着重要影响。

气体发生器的分类：(1) 烟火式：气源来自于产气药剂的燃烧；(2) 储气瓶式：气源来自内部储气罐存储的高压气体；(3) 混合式：气体来源既有产气药剂的燃烧也有储气瓶存储的高压气体。

气体发生器对气囊性能的影响：气体发生器应根据气囊囊袋的尺寸确定产气量及产气药剂的剂量，并且应根据整个碰撞过程中不同的阶段来确定产气压力的变化，具体与点火具、产气药、传火孔和排气孔均有相关关系。

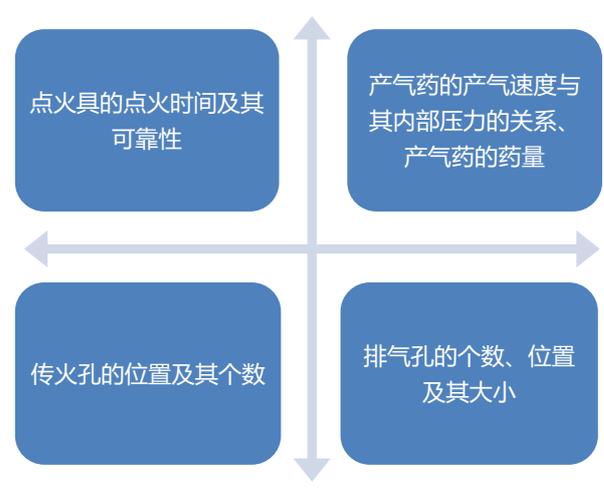
气体发生器在气囊总成产品中的成本占比在 40%左右。

图21：气体发生器结构



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

图22：气体发生器影响气囊最终保护效果的因素



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

安全气囊的升级路径—单车使用数量持续提升。

安全气囊的分类：根据碰撞类型、安装位置、保护对象等因素可以将气囊分为主驾驶气囊、副驾驶气囊、侧气囊和侧气帘等。此外，为了进一步提升安全性，现在还出现了如膝部气囊、行人安全气囊、安全带气囊等新型气囊类型。

各类型气囊的价值量：主副驾驶气囊 150-160 元/个、侧气帘 200 元/个、其他 100-130 元/个。

安全气囊的单车使用数量将持续提升。目前六气囊（主副驾各一个、侧气囊两个、侧气帘两个）的配置正逐渐成为 12 万元以上车型的全系标配，且后续随着整车安全性能要求的不断提高而增加膝部气囊等其他气囊种类，安全气囊的单车价值量将随着气囊单车配置数量的增加而持续提升。

图23：安全气囊的种类



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

图24：不同种类气囊介绍

气囊种类	充气后体积 (L)	充气后厚度 (mm)	说明
主驾驶气囊 (DAB)	50	230	保护驾驶员的安全气囊
副驾驶气囊 (PAB)	90-120	/	对冲击角度有要求，且折叠最为复杂。放置位置离乘客较远，所以气囊体积较大
侧气囊 (SAB)	12	/	用于车辆侧面碰撞中保护乘员，体积一般较小，安装于前排座椅外侧靠背骨架上
侧气帘 (CAB)	/	/	为保证压力，是唯一没有排气孔的气囊，侧气帘采用前后贯穿布置
膝部气囊 (KAB)	/	/	保护驾乘人员膝部，高档车上应用较多
行人安全气囊	/	/	如车辆与行人发生碰撞后发动机舱尾部自动翘起，隐藏在内部的安全气囊同时释放，并且会包裹部分前挡风玻璃与A柱
安全带气囊	/	/	在安全带中预留一个空气袋以及类似于安全气囊的感知装置。碰撞中安全带束紧时，此气囊也会同时充气，产生弹性空间

数据来源：中国知网，东吴证券研究所

2.3. 被动安全市场空间持续增长，国产替代空间广阔

我们对中国乘用车安全带的市场规模进行了测算，结果如下：

核心假设：(1) 前排安全带基本为预紧限力式，且后续电机式安全带渗透率持续提升；(2) 后排两侧安全带预紧限力式和非预紧限力式均有，电机式安全带也将应用于后排两侧座位，但渗透率低于前排；(3) 后排中间座位为普通安全带，七座车的第三排同样为普通安全带。

测算结果：2022 年我国乘用车安全带市场空间为 103.54 亿元，后续随着安全带的持续升级将在 2025 年达到 143.51 亿元。

图25：中国乘用车安全带市场空间测算

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
中国狭义乘用车销量（万辆）	2107.36	2314.46	2383.89	2455.41	2529.07
YOY		9.83%	3.00%	3.00%	3.00%
前排电机式安全带占比	5.00%	8.00%	12.00%	17.00%	25.00%
前排预紧限力安全带占比	95.00%	92.00%	88.00%	83.00%	75.00%
后排两侧电机式安全带占比	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%
后排两侧预紧限力安全带占比	50.00%	53.00%	56.00%	59.00%	62.00%
后排两侧其他类型安全带占比	48.00%	44.00%	40.00%	36.00%	32.00%
七座乘用车占比	12.00%	13.00%	14.00%	15.00%	16.00%
电机式安全带单价（元/根）	400.00	392.00	384.16	376.48	368.95
YOY		-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
预紧限力安全带单价（元/根）	95.00	95.00	95.00	95.00	95.00
YOY		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他类型安全带单价（元/根）	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
YOY		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
安全带市场空间（亿元）	88.40	103.54	114.36	126.76	143.51
YOY		17.12%	10.46%	10.84%	13.21%
安全带平均单车价值量（元）	419.50	447.34	479.73	516.25	567.45
YOY		6.64%	7.24%	7.61%	9.92%

数据来源：乘联会，公司公告，东吴证券研究所

我们对中国乘用车安全气囊的市场规模进行了测算，结果如下：

核心假设：（1）目前所有车辆均配备了主副驾安全气囊；（2）侧气囊、侧气帘、膝部气囊以及其他类型气囊的配置率后续持续提升。

测算结果：2022年我国乘用车安全气囊市场空间在147.94亿元左右，后续随着各类安全气囊配置率提升，将在2025年增长至198.68亿元。

图26：中国乘用车安全气囊市场空间测算

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
中国狭义乘用车销量 (万辆)	2107.36	2314.46	2383.89	2455.41	2529.07
YOY		9.83%	3.00%	3.00%	3.00%
主副驾气囊配置率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
侧气囊配置率	50.00%	55.00%	60.00%	75.00%	80.00%
侧气帘配置率	30.00%	33.00%	36.00%	39.00%	42.00%
膝部气囊配置率	10.00%	13.00%	16.00%	19.00%	22.00%
其他气囊配置率	3.00%	5.00%	7.00%	9.00%	11.00%
主副驾气囊单价 (元/个)	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00
YOY		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
侧气囊单价 (元/个)	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
YOY		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
侧气帘单价 (元/个)	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
YOY		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
膝部气囊单价 (元/个)	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
YOY		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他气囊单价 (元/个)	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
YOY		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
安全气囊市场空间 (亿元)	126.10	147.94	162.10	182.88	198.68
YOY		17.32%	9.57%	12.82%	8.64%
安全气囊平均单车价值量 (元)	598.40	639.20	680.00	744.80	785.60
YOY		6.82%	6.38%	9.53%	5.48%

数据来源：乘联会，公司公告，东吴证券研究所

汽车被动安全系统作为整车中的重要安全功能部件，具有非常高的行业进入壁垒。主要包括技术壁垒、体系认证壁垒、客户资源壁垒以及产能和资金壁垒。

较高的行业进入壁垒使得汽车被动安全行业拥有较高的市场集中度。

表1：汽车被动安全行业进入壁垒

壁垒类型	难点	具体内容
技术壁垒	材料研发能力、结构设计能力、试验验证能力、工艺的改良创新和品质的检测评定等综合能力	安全带总成产品的性能和质量主要体现在疲劳性能、高低温性能、锁止性能、强度性能、动态性能等，同时还需要适应震动、粉尘、腐蚀、高热、寒冷等各种复杂条件的工作环境；为满足上述要求，就需要汽车安全带总成制造企业具备较高的关键零部件结构设计、工艺制造、检测能力等
体系认证壁垒	汽车行业有着严格的质量体系标准，而且安全带属于安全件，准入门槛更高	IATF16949:2016 技术体系认证，该认证体系作为进入汽车行业的必备条件，对汽车零部件企业的设计研发、原材料管理、生产管理、产品质量控制等提出了较高的要求，资金实力较弱、技术能力较差的企业难以通过该认证从而无法进入汽车产业体系；而且汽车安全带属于安全件，准入门槛更高
客户资源壁垒	需要有良好的客户资源配合	被动安全行业的准入门槛非常高，进入主机厂供应链体系的前期周期长、程序复杂，导致供应商的更换成本非常高。因此一旦供应商和主机厂在被动安全业务上形成合作，则双方的粘性非常强，会保持长期稳定的合作关系

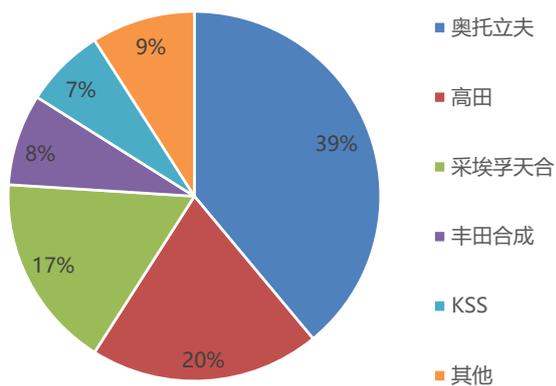
产能和资金壁垒
主机厂筛选供应商时对产能规模和资金实力均有严格要求

汽车零部件企业前期需要大规模的土地、生产厂房、机器设备等固定资产的投入，另一方面，目前整车厂均采用零库存管理模式，零部件供应商为满足整车厂按时生产的要求，需要在其附近建立仓库，以便及时供货，这对汽车零部件企业的流动资金提出了较高的要求

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

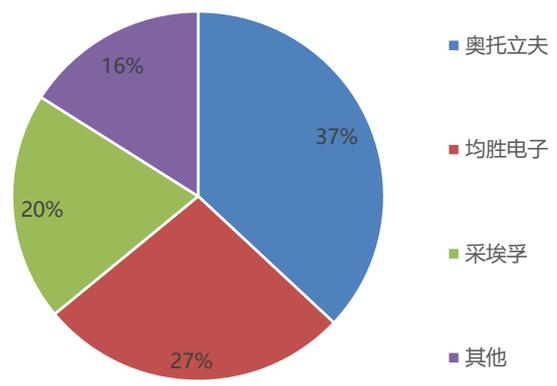
汽车被动安全市场处于外资企业垄断的格局。汽车被动安全行业的壁垒较高，对供应商的技术、研发、产能规模和资金等方面的要求较高，且存在着严格的认证体系。外资企业凭借着先发优势，叠加技术、规模等方面处于领先地位，基本实现了对行业的垄断竞争。目前全球被动安全行业三家主要的企业为奥托立夫、均胜电子（先后收购 KSS 和高田）以及采埃孚（收购天合），2021 年三家的市场份额分别为 37%、27% 和 20%，合计占到全行业 84% 的市场份额。

图27：2015 年全球被动安全市场竞争格局



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图28：2021 年全球被动安全市场竞争格局



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

汽车被动安全行业主要的参与者包括外资的行业龙头以及部分内资企业。从全球市场来看，主要的汽车被动安全企业包括奥托立夫、采埃孚（2015 年收购天合，整合成主被动安全事业部），以及国内的均胜电子（先后收购 KSS 和高田）、松原股份、重庆光光和锦州锦恒等企业。

表2：汽车被动安全行业主要企业梳理

公司	公司简介	被动安全产品	被动安全主要客户	被动安全业务规模
海外企业				
奥托立夫	全球最大的汽车安全系统供应商，专注于被动安全领域，瑞典企业	安全气囊、安全带、方向盘、气体发生器、行人保护系统、儿童座椅等	雷诺-日产、Stellantis、大众、丰田、本田、现代、福特、通用、宝马等	2021 年营收 82.30 亿美元，其中安全带收入 28.50 亿美元，安全气囊收入 53.80 亿美元
采埃孚	采埃孚是全球著名零部件企业，业务包括动力总成系统、底盘系统、主被动安全、E-Mobility 系统、电子和传感器	安全气囊、安全带、方向盘等	奔驰、宝马、大众、特斯拉、通用、福特、日产等	2021 年被动安全收入规模 38.04 亿欧元
国内企业				
均胜电子	总部位于中国宁波，专注于智能座舱/网联系统、智能驾驶、新能源管理系统和汽车安全系统的研发和制造	安全气囊、充气装置、安全带、方向盘等	特斯拉、本田、日产、小鹏、马自达、三菱、广汽埃安、吉利、奇瑞等	2021 年汽车安全系统收入 323.06 亿元
松原股份	国内领先的汽车被动安全系统供应商，2020 年上市，位于中国余姚	安全带、安全气囊、特殊座椅安全装置	吉利、奇瑞、长城、上汽通用五菱等	2021 年公司营业收入 7.45 亿元
重庆光大	成立于 1998 年，位于中国重庆，主要产品包括安全带、发动机飞轮总成、驱动盘总成、倒车雷达、全车门铰链等。	安全带	一汽红旗、东风乘用车、比亚迪、东风日产、威马、东风小康等	/
锦州锦恒	成立于 1997 年，位于辽宁锦州，主要从事汽车主被动安全技术和产品的研发、设计和制造	安全带、安全气囊	一汽红旗、江铃汽车、东风乘用车、广汽乘用车、吉利汽车、威马、奇瑞汽车、广汽埃安等	2017 年营业收入 16.80 亿元

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

3. 成长驱动：安全带业务量价齐升，气囊方向盘为第二增长曲线

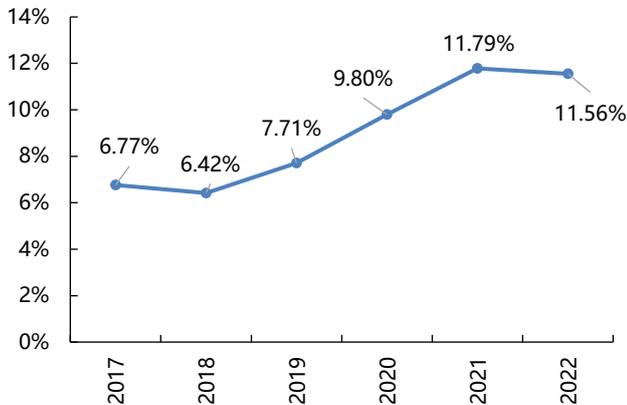
3.1. 份额提升+产品升级，安全带总成业务量价齐升

近年来公司安全带总成产品市场份额持续提升。受益于公司不断开拓新客户叠加在传统客户中的配套比例上升，公司安全带总成产品的市场份额持续提升，从 2018 年的 6.42% 持续提升至 2022 年的 11.56%。

主要配套客户和车型：公司主要配套的车型包括上汽通用五菱的宝骏 510、宝骏 530、五菱宏光、五菱宏光 MINIEV、五菱 AIR；奇瑞汽车的捷途 X70、奇瑞小蚂蚁、瑞虎 8、QQ 冰激凌；吉利汽车的帝豪系列、缤越、缤瑞、星瑞以及长城汽车的哈弗 H6/H6S、欧

拉好猫、坦克 300、赤兔、神兽等。

图29：公司安全带总成产品市占率变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：公司安全带总成产品市占率=公司安全带总成销量/（国内乘用车销量*单车安全带配备数量），单车安全带配备数量按照 5.5 根计算

图30：公司安全带主要配套客户及车型情况

配套客户	具体配套车型
上汽通用五菱	宝骏510、宝骏530、五菱宏光、五菱宏光MINI EV、五菱AIR等
奇瑞汽车	捷途X70、奇瑞小蚂蚁、瑞虎8、QQ冰激凌等
吉利汽车	帝豪EC7、缤越、缤瑞、星瑞等
长城汽车	哈弗H6、欧拉好猫、坦克300、赤兔、神兽等
广汽传祺	影豹
一汽自主	T77、T99、B70
东风自主	奕炫MAX

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司安全带总成产品的主要竞争优势：技术研发+成本控制。

技术研发：公司一直注重安全带产品的技术研发投入，致力于不断提高安全带产品的安全性和舒适度。公司较早地突破了预张紧安全带技术；公司安全带配套车型在 C-NCAP 测试中取得 5 星安全评价。

成本控制：公司在采购、生产等环节均采用精益化管理，在提高生产效率的同时进一步降低生产中的损耗。此外，公司安全带产品在零部件自制化率上处于行业领先水平，高的零部件自制化率有助于公司控制成本，提高盈利能力。

图31：公司安全带总成产品的核心竞争优势

• 公司一直注重安全带产品的技术研发投入，致力于不断提高安全带产品的安全性和舒适度。公司较早地突破了预张紧安全带技术；公司安全带配套车型在C-NCAP 测试中取得 5 星安全评价。

技术

公司安全带
总成产品的
竞争优势

成本

• 公司在采购、生产等环节均采用精益化管理，在提高生产效率的同时进一步降低生产中的损耗。此外，公司安全带产品在零部件自制化率上处于行业领先水平，高的零部件自制化率有助于公司控制成本，提高盈利能力。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

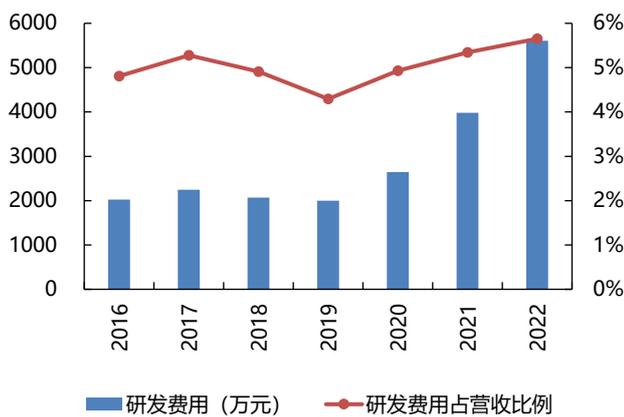
公司不断加大研发力度，研发费用和研发人员数量持续增长。

研发费用及占营收比例持续提升。公司的研发费用从2016年的2024万元持续增长至2022年的5607万元。特别是2020年以来，公司研发费用的复合增速为41%，且研发费用占公司营业收入的比例也从2019年的4.30%持续提升至2022年的5.65%。

研发人员数量实现同步增长。公司研发人员的数量从2019年的79人持续提升至2022年185人，复合增速为33%，对应的研发人员数量的占比也从2019年的10.84%提升至2022年的21.44%。

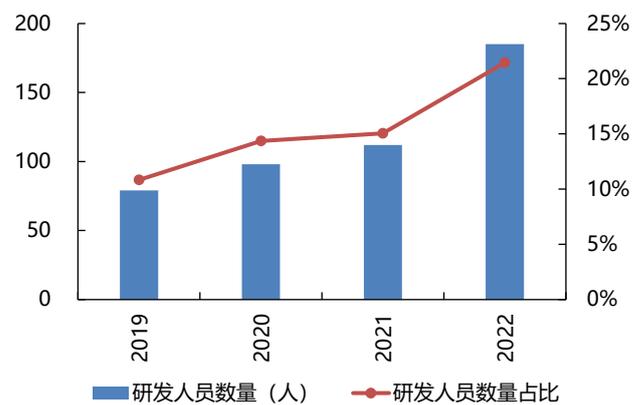
截至2022年末，公司拥有有效专利85项，并且公司试验室已通过了CNAS国家试验室认可。

图32：公司历年研发费用情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：公司研发人员数量情况

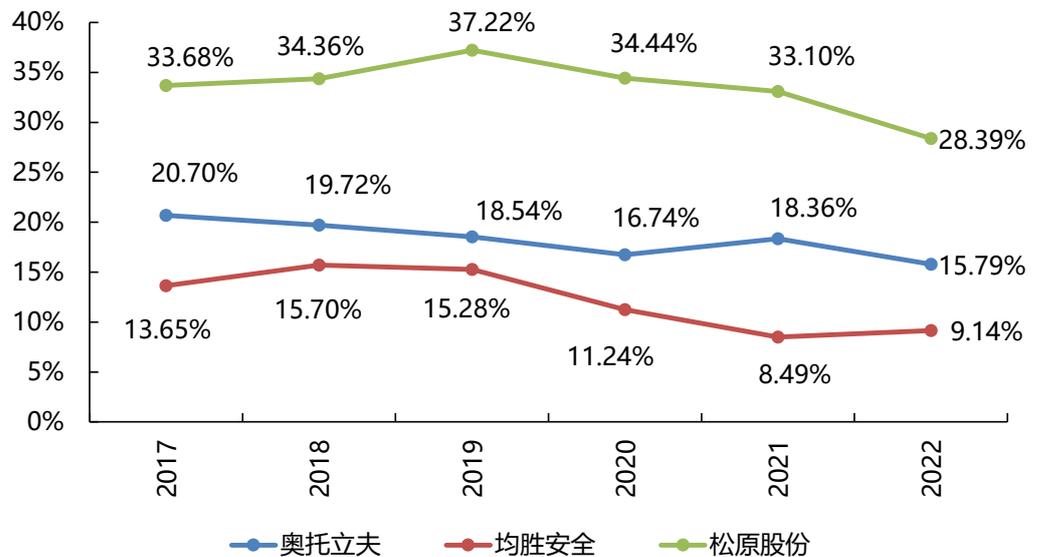


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司成本控制优势明显，产品相比外资更具性价比。与外资被动安全系统企业相比，公司安全带总成产品在更具性价比的情况下，拥有更高的盈利能力，说明公司在成本端的控制能力更强。

竞对情况：奥托立夫近年来毛利率稳定在18%上下的水平，其中2020年受疫情冲击的影响毛利率水平下降至16.74%；2022年奥托立夫毛利率下降至15.79%。均胜安全业务2018-2019年毛利率稳定在15%上下；2020年由于疫情冲击带来的停工损失以及运费重新分类，当期毛利率下滑至11.24%；2021年由于原材料价格的上涨推高营业成本，使得当期毛利率进一步下降至8.49%。

图34：公司与竞争对手毛利率对比

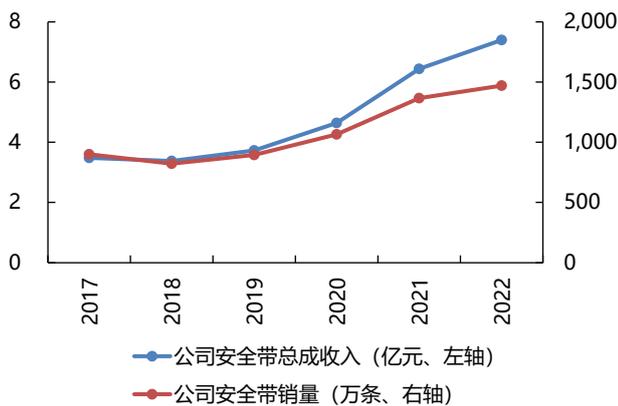


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

近年来，受益于安全带总成产品的销量结构持续优化，公司安全带总成产品的 ASP 持续增长。高性能安全的功能复杂，具有预紧、限力和紧急锁止等功能，相比简易式安全带和普通紧急锁止式安全带的安全性更好，技术更复杂，对应的售价更高。受益于公司近年来高性能安全带的销量占比提升，公司安全带总成产品的平均售价持续提升，从 2017 年的 38.64 元/条持续提升至 2022 年的 50.31 元/条。

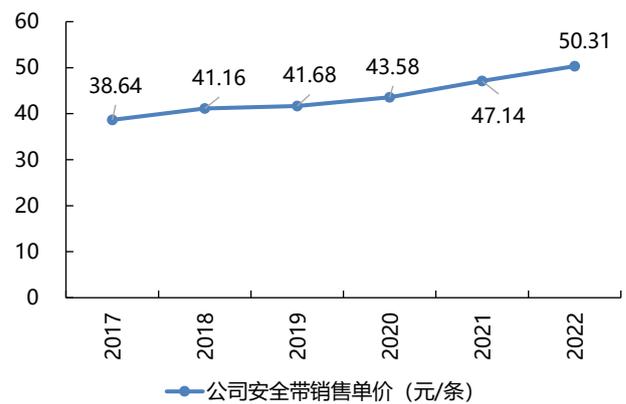
安全带产品持续升级，集成主被动可逆预紧式安全带（电机安全带）将进一步推动公司安全带产品 ASP 持续提升。公司持续聚焦安全带产品的新技术研发，为适应未来的自动驾驶环境，公司开发了自带安全逻辑计算的集成主被动可逆预紧式安全带总成，首款产品预计将搭载在奇瑞 T22/T26 项目中。电机安全带价值量为预紧限力安全带的四倍左右，将进一步提升公司的单车配套价值量。

图35: 公司安全带总成产品收入及销量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 公司安全带总成产品销售单价



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 拓展“气囊+方向盘”产品, 成为公司第二成长曲线

拓展气囊及方向盘产品, 公司转型被动安全系统集成供应商。在稳步发展安全带总成业务的同时, 公司加紧布局气囊和方向盘产品, 2021年实现了气囊和方向盘产品的量产, 并依托自身在安全带市场的客户基础, 开拓了吉利、上汽通用五菱、奇瑞、北汽福田、合众以及威马等气囊和方向盘客户。

气囊+方向盘产品的拓展进一步提高了公司的单车配套价值量水平。方向盘+6气囊配置的单车价值量突破千元水平, 叠加公司原有的安全带产品的持续升级, 公司整个被动安全系统的单车配套价值量最高可达近2000元的水平。

表3: 公司气囊+方向盘产品主要配套客户及车型情况

配套客户	具体配套车型
上汽通用五菱	五菱宏光 MINI EV
奇瑞	奇瑞 QQ 冰激凌、奇瑞 JX65
吉利	吉利新能源 PA2A、帝豪、吉利新能源 NX21
合众	哪吒 V
北汽福田	福田轻卡、中卡、重卡

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

营业收入预测: 安全带业务, 受益于公司持续开拓新客户及新配套车型, 叠加产品结构持续升级, 公司安全带业务后续将保持稳定增长, 预计2023年-2025年营业收入分别为9.08亿元、11.59亿元和14.53亿元; 气囊+方向盘业务为公司新拓展业务, 预计气

囊业务 2023 年-2025 年营业收入分别为 2.30 亿元、3.96 亿元和 6.23 亿元，预计方向盘业务 2023 年-2025 年营业收入分别为 1.09 亿元、1.78 亿元和 2.53 亿元；特殊座椅安全装置业务预计保持相对稳定，预计 2023 年-2025 年营业收入分别为 0.68 亿元、0.69 亿元和 0.71 亿元。

毛利率预测：安全带业务毛利率预计随着原材料价格回落将有所回升并保持相对稳定，2023 年-2025 年毛利率预计分别为 30%、31%和 31%；气囊和方向盘业务的毛利率预计随着产销量增长带来的规模效应将持续提升，气囊业务预计 2023 年-2025 年毛利率分别为 24%、25%和 26%，方向盘业务预计 2023 年-2025 年毛利率分别为 19%、23%和 25%；特殊座椅安全装置业务毛利率则保持相对稳定，预计 2023 年-2025 年毛利率分别为 40%、40%和 40%。

图37：公司收入拆分及预测

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
安全带总成及零部件	销售收入 (百万元)	464.18	644.01	739.57	907.61	1159.00	1452.75
	YOY	24.47%	38.74%	14.84%	22.72%	27.70%	25.34%
	销售成本 (百万元)	321.66	449.37	522.75	635.33	799.71	1002.39
	毛利率	30.70%	30.22%	29.32%	30.00%	31.00%	31.00%
安全气囊	销售收入 (百万元)		2.51	92.76	230.25	396.25	623.25
	YOY			3595.62%	148.22%	72.10%	57.29%
	销售成本 (百万元)		1.89	75.86	174.99	297.19	461.21
	毛利率		24.70%	18.22%	24.00%	25.00%	26.00%
方向盘	销售收入 (百万元)		2.20	54.46	108.73	178.18	253.18
	YOY			2375.45%	99.64%	63.88%	42.09%
	销售成本 (百万元)		1.85	45.05	88.07	137.19	189.88
	毛利率		15.91%	17.28%	19.00%	23.00%	25.00%
特殊座椅安全装置	销售收入 (百万元)	56.86	69.51	66.76	68.10	69.46	70.85
	YOY	-27.27%	22.25%	-3.96%	2.00%	2.00%	2.00%
	销售成本 (百万元)	29.27	42.57	43.83	40.86	41.67	42.51
	毛利率	48.52%	38.76%	34.35%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	销售收入 (百万元)	14.88	26.85	38.32	39.09	39.87	40.67
	YOY	7.20%	80.44%	42.72%	2.00%	2.00%	2.00%
	销售成本 (百万元)	0.41	2.80	22.83	3.91	3.99	4.07
	毛利率	97.24%	89.57%	40.42%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	销售收入 (百万元)	535.92	745.08	991.87	1353.77	1842.75	2440.68
	YOY	15.25%	39.03%	33.12%	36.49%	36.12%	32.45%
	销售成本 (百万元)	351.34	498.48	710.32	943.15	1279.75	1700.05
	毛利率	34.44%	33.10%	28.39%	30.33%	30.55%	30.35%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.91 亿、2.64 亿、3.64 亿，EPS 分别为 0.85 元、1.17 元、1.62 元，市盈率分别为 27.21 倍、19.68 倍、14.26 倍。基于公司业务性质，我们选取汽车零部件行业产品相同的公司均胜电子；以及产品同属于车身系统内外饰范畴，且同样具有较大国产替代空间的公司继峰股份和新泉股份作为可比公司。可

比公司 2023 年平均 PE 为 30.26 倍，考虑到松原股份作为汽车被动安全系统自主龙头，国产替代空间广阔，理应享受一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图38：可比公司估值表（数据截至 2023/05/24）

公司简称	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
均胜电子	600699.SH	15.34	209.86	3.94	8.98	12.57	53.27	23.37	16.70
继峰股份	603997.SH	13.56	152.72	-14.17	3.52	7.32	-	43.39	20.86
新泉股份	603179.SH	39.52	192.58	4.71	8.02	11.22	40.89	24.01	17.16
平均值							47.08	30.26	18.24
松原股份	300893.SZ	23.09	51.95	1.18	1.91	2.64	44.01	27.21	19.68

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：继峰股份和新泉股份的盈利预测来自东吴证券研究所，均胜电子的盈利预测来自 wind 一致预测

5. 风险提示

1、乘用车行业销量不及预期。公司营业收入直接与下游配套整车客户的销量挂钩，若下游乘用车行业销量不及预期，则将对公司营收增长造成不利影响。

2、新客户及新产品开拓不及预期。公司成长主要依靠安全带业务持续开拓新客户以及扩展气囊+方向盘新业务，若公司在客户拓展或产品开拓上不及预期，则将对公司成长造成不利影响。

3、原材料价格波动导致盈利不及预期。零部件行业成本较为刚性，若出现上游原材料价格大幅上涨的情况，则将对公司盈利能力造成不利影响。

松原股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	880	1,094	1,468	1,970	营业总收入	992	1,354	1,843	2,441
货币资金及交易性金融资产	109	113	134	235	营业成本(含金融类)	710	943	1,280	1,700
经营性应收款项	505	654	886	1,156	税金及附加	4	5	6	9
存货	238	298	417	545	销售费用	28	38	50	63
合同资产	0	0	0	0	管理费用	60	84	114	142
其他流动资产	29	29	32	34	研发费用	56	68	92	112
非流动资产	666	829	995	1,137	财务费用	2	1	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	6	7	8
固定资产及使用权资产	431	536	661	754	投资净收益	-2	-2	-2	-3
在建工程	115	155	183	217	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	75	94	106	122	减值损失	-10	-2	-3	-4
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	19	19	19	19	营业利润	122	217	301	413
其他非流动资产	26	26	26	26	营业外净收支	-1	-3	-4	-4
资产总计	1,546	1,923	2,463	3,107	利润总额	121	214	297	409
流动负债	537	715	988	1,264	减:所得税	3	24	33	45
短期借款及一年内到期的非流动负债	210	315	422	528	净利润	118	191	264	364
经营性应付款项	299	350	507	652	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	2	3	4	归属母公司净利润	118	191	264	364
其他流动负债	27	48	56	80	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.52	0.85	1.17	1.62
非流动负债	136	139	139	139	EBIT	127	216	298	412
长期借款	102	102	102	102	EBITDA	166	273	380	503
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.39	30.33	30.55	30.35
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	11.90	14.10	14.32	14.93
其他非流动负债	33	37	37	37	收入增长率(%)	33.12	36.49	36.12	32.45
负债合计	673	854	1,127	1,402	归母净利润增长率(%)	6.09	61.73	38.26	38.03
归属母公司股东权益	873	1,069	1,336	1,705					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	873	1,069	1,336	1,705					
负债和股东权益	1,546	1,923	2,463	3,107					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	61	122	168	236	每股净资产(元)	3.88	4.75	5.94	7.58
投资活动现金流	-224	-226	-254	-241	最新发行在外股份(百万股)	225	225	225	225
筹资活动现金流	115	108	107	106	ROIC(%)	12.00	14.38	15.87	17.47
现金净增加额	-49	4	21	101	ROE-摊薄(%)	13.51	17.85	19.75	21.37
折旧和摊销	39	58	82	92	资产负债率(%)	43.52	44.40	45.74	45.14
资本开支	-286	-224	-252	-238	P/E(现价&最新股本摊薄)	44.01	27.21	19.68	14.26
营运资本变动	-128	-137	-187	-231	P/B(现价)	5.95	4.86	3.89	3.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>