

松原股份 (300893.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

业绩符合预期，拓品打开未来发展空间

业绩简评

2023年8月28日，公司披露2023年半年报：1H23，公司实现营业收入4.7亿元，yoy+11%；归母净利润0.6亿元，yoy+45%，扣非归母净利润0.6亿元，yoy+34%。

经营分析

业绩符合预期。2Q23，公司实现营业收入2.5亿元，yoy+21%，qoq+8%；归母净利润0.3亿元，yoy+48%，qoq-3%；扣非归母净利润0.3亿元，yoy+44%，qoq-7%；主要系公司下游主要为A00级车，销量有压力，从而使得公司产品需求受到一定影响。具体看：

1) 安全带：23H1，公司安全带营收3.8亿元，yoy+13%，毛利率32%，同比+6pct，主要系原材料等价格下降，导致毛利率上升；

2) 气囊+方向盘：23H1，气囊收入0.4亿元，yoy+10%，毛利率17%，同比-3pct；方向盘收入0.2亿元，yoy+1%，毛利率8.5%，同比-6pct；气囊+方向盘毛利率下降主要系实现气囊+方向盘零部件自制过程中损耗较多。

3) 计提减值：公司Q2计提减值约400万（信用减值200w+资产减值200w），主要系遵守谨慎原则，计提库存、应收账款等减值。

安全带业务成本优势明显，价格战背景下加速推进国产替代。公司安全带业务净利率远高于竞争对手。在终端竞争加剧的背景下，公司有望凭借成本优势不断实现国产替代。目前，公司已成功定点配套上汽通用五菱新能源、长城欧拉、吉利新能源、奇瑞新能源、合众汽车、零跑汽车及比亚迪等一线新势力品牌车型，未来公司将凭借产品成本优势、先发优势及整体配套优势，沿“自主品牌低端-自主品牌高端-合资品牌-外资品牌”优化客户结构，不断推进“国产替代”。

拓展气囊和方向盘业务，提升单车ASP，打开发展空间。公司通过前期与主机厂定点开发合作，部分气囊+方向盘项目已陆续进入批量生产状态，目前已实现安全带总成、安全气囊、方向盘三个被动安全系统模块的批量生产。拓展气囊及方向盘，公司单车可配套价值量持续增长，打开未来发展空间。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年业绩分别为1.8/2.4/3.4亿元，同比分别为+56%/+33%/+41%，2023-2025年PE为27/21/15倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期；行业竞争加剧；新业务推进进度不及预期。

新能源汽车组

分析师：陈传红 (执业S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

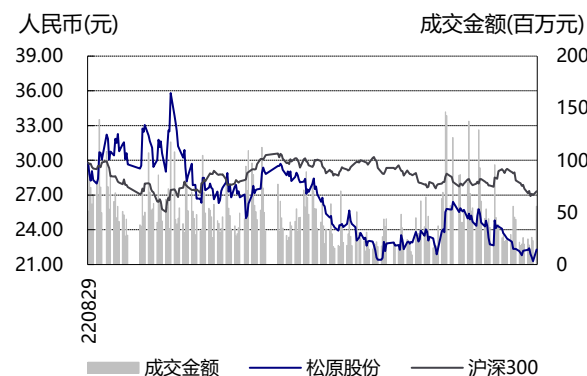
联系人：江莹

jiangying2@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：22.30元

相关报告：

- 《22Q3业绩符合预期，销售毛利率回升-《2022-10-25...》》，2022.10.26
- 《业绩好于预期，持续推进产能扩张-《2022-08-29公司点...》》，2022.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	745	992	1,292	1,818	2,635
营业收入增长率	39.03%	33.12%	30.27%	40.68%	44.94%
归母净利润(百万元)	111	118	184	244	343
归母净利润增长率	23.58%	6.09%	55.75%	32.68%	40.78%
摊薄每股收益(元)	0.742	0.525	0.815	1.081	1.522
每股经营性现金流净额	0.70	0.27	0.94	0.68	0.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.41%	13.51%	18.68%	21.57%	25.69%
P/E	51.70	51.27	27.36	20.62	14.65
P/B	7.45	6.93	5.11	4.45	3.76

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	536	745	992	1,292	1,818	2,635
增长率		39.0%	33.1%	30.3%	40.7%	44.9%
主营业务成本	-351	-498	-710	-894	-1,270	-1,838
%销售收入	65.6%	66.9%	71.6%	69.2%	69.8%	69.8%
毛利	185	247	282	398	548	797
%销售收入	34.4%	33.1%	28.4%	30.8%	30.2%	30.2%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-6	-8	-12
%销售收入	0.7%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-19	-25	-28	-37	-54	-79
%销售收入	3.6%	3.4%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%
管理费用	-30	-52	-60	-78	-111	-163
%销售收入	5.6%	7.0%	6.0%	6.0%	6.1%	6.2%
研发费用	-26	-40	-56	-74	-104	-150
%销售收入	4.9%	5.3%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	105	126	134	204	272	392
%销售收入	19.7%	16.9%	13.5%	15.8%	15.0%	14.9%
财务费用	-2	-1	-2	-4	-8	-22
%销售收入	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%
资产减值损失	-6	-5	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	1	-2	3	5	7
%税前利润	n.a	0.9%	n.a	1.5%	1.8%	1.8%
营业利润	103	126	122	203	269	378
营业利润率	19.3%	17.0%	12.3%	15.7%	14.8%	14.3%
营业外收支	-1	-2	-1	2	4	6
税前利润	103	124	121	205	273	384
利润率	19.1%	16.7%	12.2%	15.9%	15.0%	14.6%
所得税	-13	-13	-3	-22	-29	-40
所得税率	12.3%	10.5%	2.5%	10.5%	10.5%	10.5%
净利润	90	111	118	184	244	343
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	90	111	118	184	244	343
净利率	16.8%	14.9%	11.9%	14.2%	13.4%	13.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	90	111	118	184	244	343
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	28	34	49	64	78	90
非经营收益	4	4	22	-7	24	32
营运资金变动	-67	-44	-128	-30	-193	-273
经营活动现金净流	56	105	61	211	153	192
资本开支	-72	-211	-286	-200	-225	-222
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-90	34	62	3	5	7
投资活动现金净流	-161	-177	-224	-197	-220	-215
股权募资	304	0	0	1	0	0
债权募资	-51	102	211	79	212	152
其他	-47	-58	-96	-97	-131	-182
筹资活动现金净流	206	44	115	-18	82	-30
现金净流量	100	-28	-49	-4	15	-54

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	124	105	108	105	120	66
应收款项	316	333	503	538	757	1,071
存货	97	148	238	233	330	478
其他流动资产	95	85	31	23	32	47
流动资产	632	671	880	899	1,240	1,662
%总资产	71.4%	61.8%	56.9%	52.9%	56.6%	60.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	186	310	546	687	815	932
%总资产	21.0%	28.6%	35.3%	40.5%	37.2%	33.9%
无形资产	47	79	94	112	135	156
非流动资产	253	415	666	799	950	1,088
%总资产	28.6%	38.2%	43.1%	47.1%	43.4%	39.6%
资产总计	885	1,086	1,546	1,698	2,190	2,750
短期借款	0	103	210	289	502	653
应付款项	124	161	302	269	382	553
其他流动负债	39	33	25	49	68	97
流动负债	163	297	537	607	951	1,303
长期贷款	0	0	102	102	102	102
其他长期负债	11	17	33	4	5	8
负债	174	314	673	713	1,059	1,413
普通股股东权益	711	772	873	984	1,131	1,337
其中：股本	100	150	225	226	226	226
未分配利润	192	242	318	428	575	781
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	885	1,086	1,546	1,698	2,190	2,750

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.900	0.742	0.525	0.815	1.081	1.522
每股净资产	7.110	5.149	3.882	4.363	5.012	5.925
每股经营现金净流	0.555	0.698	0.272	0.936	0.677	0.849
每股股利	0.000	0.500	0.200	0.326	0.432	0.609
回报率						
净资产收益率	12.66%	14.41%	13.51%	18.68%	21.57%	25.69%
总资产收益率	10.18%	10.24%	7.63%	10.83%	11.14%	12.49%
投入资本收益率	12.85%	12.68%	10.70%	13.29%	14.02%	16.78%
增长率						
主营业务收入增长率	15.25%	39.03%	33.12%	30.27%	40.68%	44.94%
EBIT 增长率	3.68%	19.57%	6.00%	52.94%	33.09%	44.34%
净利润增长率	11.71%	23.58%	6.09%	55.75%	32.68%	40.78%
总资产增长率	60.03%	22.79%	42.35%	9.77%	28.98%	25.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	133.8	124.6	126.7	125.0	125.0	125.0
存货周转天数	97.5	89.7	99.2	95.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	88.0	84.7	98.2	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	102.9	103.9	158.6	139.0	104.4	71.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.63%	-8.17%	23.29%	29.04%	42.73%	51.54%
EBIT 利息保障倍数	57.3	112.8	63.3	54.1	33.0	18.2
资产负债率	19.63%	28.91%	43.52%	42.01%	48.36%	51.39%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-01	买入	27.85	31.00~31.00
2	2022-08-31	买入	28.88	N/A
3	2022-10-26	买入	31.90	N/A

来源：国金证券研究所

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088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
紫竹国际大厦7楼		18楼1806