

松原股份 (300893.SZ) 被动安全系统集成供应商，加速推进国产替代

2022年12月02日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
邓健全（分析师）
赵悦媛（分析师）

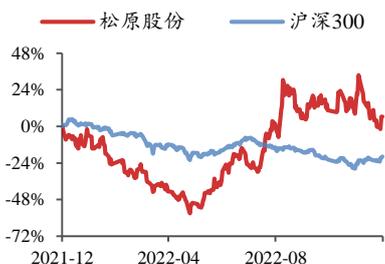
dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

证书编号：S0790522070005

| | |
|------------|-------------|
| 日期 | 2022/12/1 |
| 当前股价(元) | 28.61 |
| 一年最高最低(元) | 42.88/16.15 |
| 总市值(亿元) | 64.37 |
| 流通市值(亿元) | 16.09 |
| 总股本(亿股) | 2.25 |
| 流通股本(亿股) | 0.56 |
| 近3个月换手率(%) | 204.28 |

股价走势图


数据来源：聚源

● 汽车被动安全系统集成供应商，新客户与新业务助力业绩增长

目前全球汽车被动安全市场主要份额由奥托立夫、采埃孚、均胜安全占据，自主企业凭借技术及性价比优势加速国产替代。与外资企业相比，公司具备成本低、响应速度快、开发周期短等优势；与自主企业相比，公司具备技术、资金以及客户资源等优势。公司加快中高端产品研发进程，积极开拓新客户，开辟安全气囊与方向盘新业务，有望实现业绩快速增长。我们预计2022/2023/2024年营收分别为10.30/14.77/21.22亿元，归母净利润为1.38/2.40/3.58亿元，EPS为0.61/1.07/1.59元/股，对应当前股价PE为46.8/26.8/18.0倍，公司安全带业务客户开拓顺利，安全气囊与方向盘业务增长迅速将贡献业绩增量，首次覆盖给予“买入”评级。

● 安全带总成业务：客户开拓顺利+产品结构升级，迎量价齐升

公司在汽车安全带领域耕耘多年，具备良好的技术积累与客户资源。目前公司覆盖吉利、奇瑞、长城、长安、上汽通用五菱等知名自主品牌和宇通、福田等优质商用车品牌，进入一汽、广汽、威马、理想、比亚迪等主机厂的供应体系，并取得德国大众认可，有望进入外资品牌供应链。同时，公司从过去主要供应后排安全带延伸至全车，进一步提升配套量。在公司的出货结构中，预紧式安全带等中高端产品的比重稳步上升，进一步推动单车价值量的提升。公司在研的高端产品电机式安全带将搭载在奇瑞汽车，有望逐步打开中高端市场。

● 安全气囊与方向盘业务：客户有望迅速导入，盈利水平提升可期

公司开辟安全气囊与方向盘新业务，向被动安全系统集成供应商迈进。公司的安全气囊、方向盘于2021Q4开始量产，已为奇瑞、上汽通用五菱、哪吒等主机厂供货，并为吉利多款车型开发产品，未来预计将导入长安、长城、一汽、广汽等客户。公司通过IPO及发行可转债募资扩充安全气囊与方向盘产能，同时公司在手订单充足，新增产能有望得到顺利消化。公司安全气囊与方向盘的自制率较高，伴随产能利用率提升，公司两大新业务的盈利水平有望提高。

● 风险提示：疫情影响整车产销、原材料上涨、新业务客户开拓不及预期等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 536 | 745 | 1,030 | 1,477 | 2,122 |
| YOY(%) | 15.3 | 39.0 | 38.2 | 43.4 | 43.7 |
| 归母净利润(百万元) | 90 | 111 | 138 | 240 | 358 |
| YOY(%) | 11.7 | 23.6 | 23.7 | 74.2 | 49.3 |
| 毛利率(%) | 34.4 | 33.1 | 30.0 | 32.0 | 32.0 |
| 净利率(%) | 16.8 | 14.9 | 13.4 | 16.2 | 16.9 |
| ROE(%) | 12.7 | 14.4 | 15.6 | 26.8 | 34.8 |
| EPS(摊薄/元) | 0.40 | 0.49 | 0.61 | 1.07 | 1.59 |
| P/E(倍) | 71.5 | 57.9 | 46.8 | 26.8 | 18.0 |
| P/B(倍) | 9.1 | 8.3 | 7.3 | 7.2 | 6.3 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1、 汽车被动安全系统自主供应商，新客户与新业务共助业绩增长..... | 4 |
| 1.1、 汽车安全带供应商，切入安全气囊、方向盘领域..... | 4 |
| 1.2、 营收有望较快增长，盈利水平修复可期..... | 5 |
| 2、 客户开拓与产品升级共助安全带总成业务快速增长..... | 8 |
| 2.1、 被动安全系统市场规模大，国产替代可期..... | 8 |
| 2.2、 客户开拓顺利叠加产品升级，安全带业务有望迎量价齐升..... | 10 |
| 3、 开辟安全气囊、方向盘新业务，打造被动安全系统集成供应商..... | 13 |
| 3.1、 外资占据主导地位，国产替代空间大..... | 13 |
| 3.2、 开辟安全气囊、方向盘业务，打造第二增长曲线..... | 14 |
| 4、 盈利预测..... | 16 |
| 4.1、 关键假设..... | 16 |
| 4.2、 估值与评级..... | 16 |
| 5、 风险提示..... | 17 |
| 附： 财务预测摘要..... | 18 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 公司在汽车被动安全领域深耕多年..... | 4 |
| 图 2： 截止 2022Q3 公司实控人合计持股比例为 73.39%..... | 4 |
| 图 3： 2022Q1-Q3 公司营收同比增长 41.36%..... | 5 |
| 图 4： 2022Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 4.84%..... | 5 |
| 图 5： 2022Q1-Q3 公司盈利水平有所下滑..... | 5 |
| 图 6： 2022Q1-Q3 公司期间费用率下降..... | 5 |
| 图 7： 安全带总成业务贡献公司主要营收..... | 6 |
| 图 8： 安全气囊、方向盘业务毛利率相对较低..... | 6 |
| 图 9： 直接材料占主营业务成本比重达 69.18%..... | 6 |
| 图 10： 钢材占直接材料成本比重达 22.41%..... | 6 |
| 图 11： 2022 年初以来冷、热轧卷板的价格有所回落..... | 7 |
| 图 12： 2022Q2 以来聚甲醛 POM 的价格有所下降..... | 7 |
| 图 13： 安全气囊与安全带合计占汽车被动安全市场规模逾七成..... | 8 |
| 图 14： 全球汽车被动系统行业 CR3 达 84%..... | 8 |
| 图 15： 全球汽车被动安全市场规模有望持续增长..... | 10 |
| 图 16： 汽车安全带总成覆盖整车座椅..... | 10 |
| 图 17： 安全带总成包含卷收器、高调器、锁扣等零部件..... | 10 |
| 图 18： 2021 年安全带总成业务营收同比增长 38.79%..... | 11 |
| 图 19： 2022H1 安全带业务毛利率下滑..... | 11 |
| 图 20： 公司安全带总成市占率稳步提升..... | 12 |
| 图 21： 公司安全带业务客户群丰富..... | 12 |
| 图 22： 公司芯轴自制率逐步提升..... | 12 |
| 图 23： 安全气囊配置数量有上升趋势..... | 13 |
| 图 24： 依功能需求不同方向盘有多种设计..... | 13 |
| 图 25： 奥托立夫等外资占据全球安全气囊市场主要份额..... | 14 |
| 图 26： 2021 年安全气囊、方向盘业务实现量产..... | 14 |

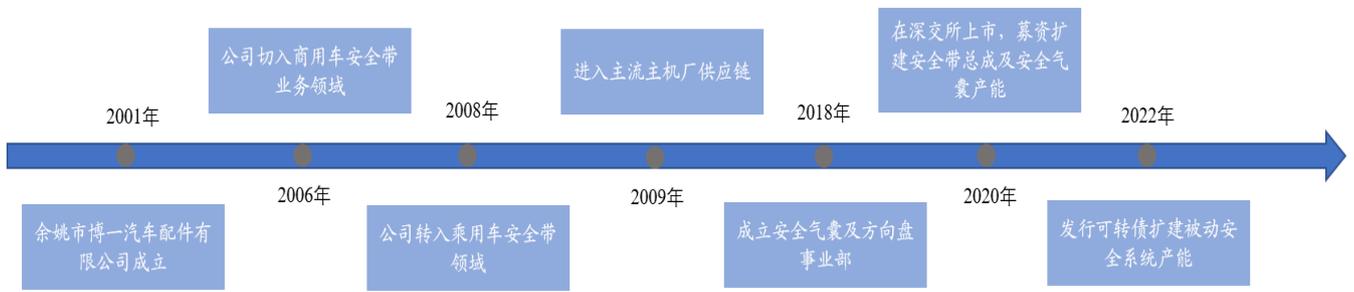
| | |
|----------------------------------|----|
| 图 27: 安全气囊、方向盘业务主机厂客户渐趋丰富..... | 14 |
| 表 1: 公司各项目进展顺利..... | 9 |
| 表 2: 公司的安全带总成产品主要包含三类..... | 11 |
| 表 3: 通过 IPO 及发行可转债募资扩张安全带产能..... | 12 |
| 表 4: 公司通过 IPO、发行可转债募资扩产..... | 15 |
| 表 5: 公司营收拆分及预测..... | 16 |
| 表 6: 公司估值分析..... | 17 |

1、汽车被动安全系统自主供应商，新客户与新业务共助业绩增长

1.1、汽车安全带供应商，切入安全气囊、方向盘领域

公司在汽车被动安全领域耕耘多年，向被动安全系统集成供应商迈进。公司前身余姚博一汽车配件有限公司成立于2001年，并于2006年进入商用车安全带总成领域，2008年切入乘用车安全带市场。公司传统业务包括汽车安全带总成与特殊座椅安全装置，客户覆盖奇瑞、上汽通用五菱、吉利、长城、长安、一汽、广汽等主机厂。2018年公司成立安全气囊及方向盘事业部，向汽车被动安全系统集成供应商迈进。

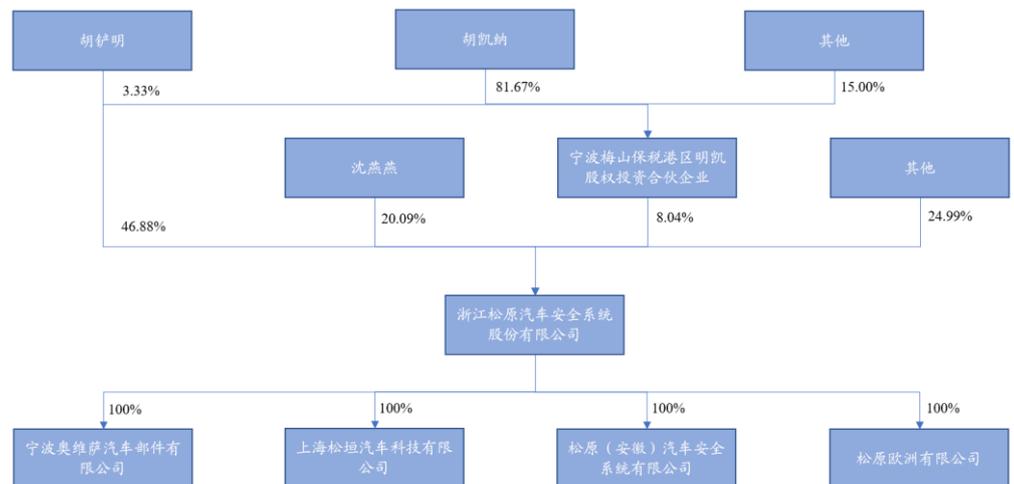
图1：公司在汽车被动安全领域深耕多年



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司实控人持股比例高，利于高效决策。公司实际控制人为胡铲明先生、沈燕燕女士与胡凯纳先生，其中胡铲明先生持股47.15%，沈燕燕女士持股20.09%，胡凯纳先生持股6.57%，三人一致行动人，合计持股比例达73.39%。

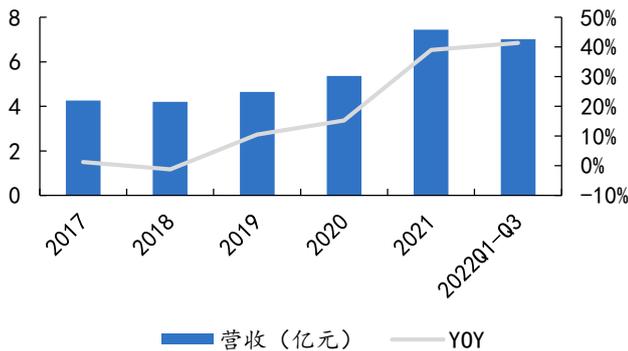
图2：截止2022Q3公司实控人合计持股比例为73.39%



1.2、营收有望较快增长，盈利水平修复可期

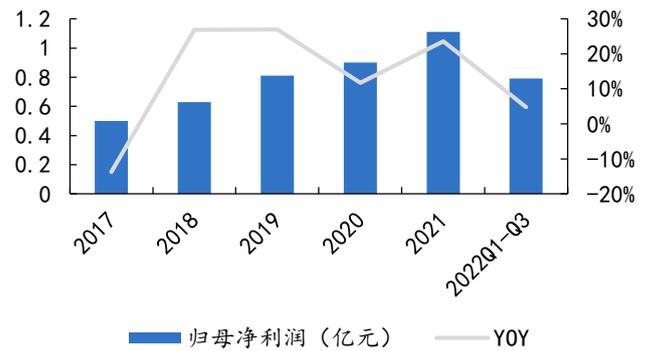
新客户与新业务驱动营收增长。2021年公司实现营收7.45亿元，同比增长39.03%，实现归母净利润1.11亿元，同比增长23.58%；2022Q1-Q3公司实现营收7.01亿元，同比增长41.36%，实现归母净利润0.79亿元，同比增长4.84%。得益于持续的客户开拓与新业务的增量贡献，2022Q1-Q3在疫情等因素扰动下公司营收依然实现较高增速，同时受产能利用率较低、原材料价格波动等影响，公司利润增速放缓，预计随着产能利用率回升、原材料价格下行等驱动公司利润增速环比上升。

图3：2022Q1-Q3 公司营收同比增长 41.36%



数据来源：Wind、开源证券研究所

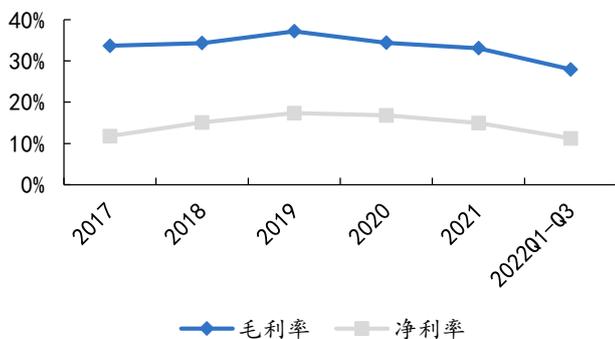
图4：2022Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 4.84%



数据来源：Wind、开源证券研究所

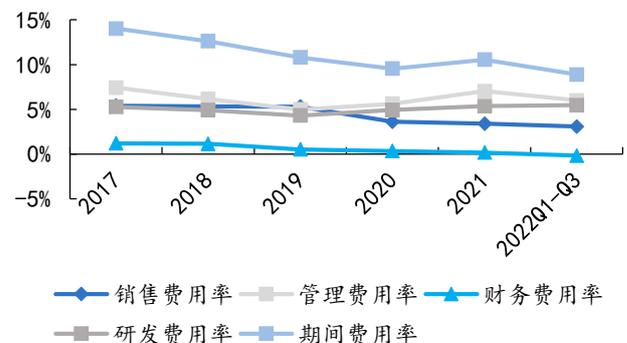
公司盈利水平环比改善。受疫情影响下产能利用率较低、原材料波动等因素影响，2022Q1-Q3公司毛利率、净利率分别为27.98%、11.24%，同比2021Q1-Q3有所下降，其中2022Q3毛利率、净利率分别为30.01%、12.73%，同比分别增加3.49、2.56pct。费用方面，2022Q1-Q3尽管公司管理费用因职工薪酬、认证费、业务招待费增长有所增加，营收的增长带动管理费用率同比下降，财务费用率下降系汇兑收益所致。伴随原材料价格的下行以及安全气囊与方向盘业务产能利用率的提升，公司盈利水平有望持续改善。

图5：2022Q1-Q3 公司盈利水平有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022Q1-Q3 公司期间费用率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

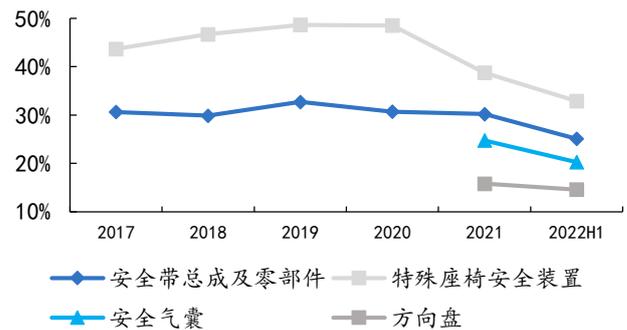
安全带总成是公司营收主要来源，安全气囊、方向盘业务贡献增量。2016-2021年，安全带总成及零部件业务营收占比均在80%以上，是主要营收来源；2022H1受新业务影响占比下滑至68.4%。2021年开始量产的安全气囊与方向盘业务合计占收比为0.63%，2022H1二者合计占收比已升至14.9%。毛利率方面，安全气囊、方向盘业务毛利率相对较低，主要系量产初期产能利用率较低，预计随着产能利用率及自制率提升而提升。

图7：安全带总成业务贡献公司主要营收



数据来源：Wind、开源证券研究所

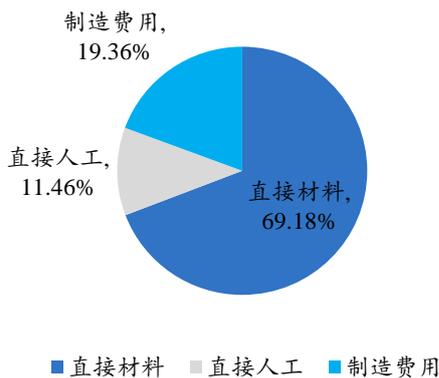
图8：安全气囊、方向盘业务毛利率相对较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

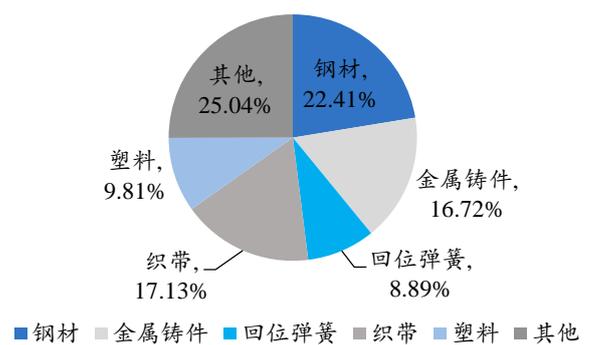
直接材料成本占比高，价格下行有利盈利水平修复。在公司的主营业务成本中，直接材料占比达69.18%，是影响成本的主要因素。在直接材料中，钢材、织带、金属铸件占比分别为22.41%、17.13%、16.72%。随着钢材、聚甲醛等原材料的价格回落，公司盈利水平有望修复。

图9：直接材料占主营业务成本比重达69.18%



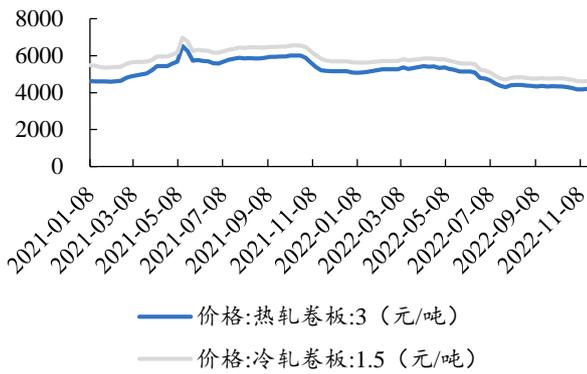
数据来源：公司年报、开源证券研究所

图10：钢材占直接材料成本比重达22.41%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图11: 2022年初以来冷、热轧卷板的价格有所回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2022Q2以来聚甲醛POM的价格有所下降



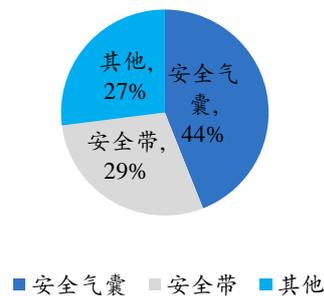
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、客户开拓与产品升级共助安全带总成业务快速增长

2.1、被动安全系统市场规模大，国产替代可期

安全带与安全气囊占据汽车被动安全市场主要份额。汽车被动安全系统包含安全带、安全气囊、方向盘等，其中安全带可在车辆产生碰撞时对驾乘人员进行约束以降低其受到伤害的程度。在汽车被动安全市场规模结构中，安全气囊、安全带分别占据 44%、29% 的份额，二者合计占比达 73%。

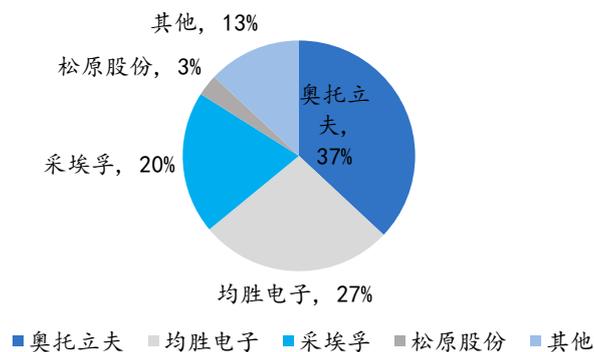
图13：安全气囊与安全带合计占汽车被动安全市场规模逾七成



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

行业集中度高，外资占据主导地位。汽车被动安全行业进入门槛较高，主要存在技术壁垒、认证壁垒、资金壁垒等。2021 年全球被动安全市场集中度高，奥托立夫作为行业龙头占据 37% 的份额，收购日本高田及 KSS 的均胜电子、收购天合的采埃孚市占率分别为 27%、20%，三者合计占据 84% 的市场份额。自主品牌被动安全厂商起步相对较晚，处于追赶状态。

图14：全球汽车被动系统行业 CR3 达 84%



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

客户持续开拓，中高端产品研发顺利，公司未来有望迎量价齐升。在技术端，公司的集成主被动可逆预紧式安全带总成产品适应 L3 以上智能驾驶场景，目前已完成中试，首款产品将搭载在奇瑞相关车型；预紧限力停止式安全带总成已在德国大众总部完成认证，有望进入德国大众及国内高端车型供应链。客户端，公司的被动

安全产品已实现为上汽通用五菱、奇瑞、吉利、一汽、东风、长城、长安、宇通等主机厂实现量产，同时为吉利、一汽、哪吒、福田等主机厂相关车型开发新产品。

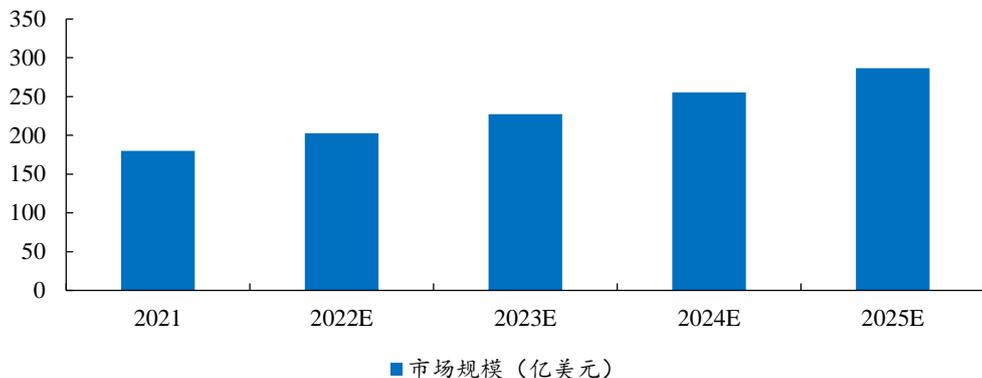
表1：公司各项目进展顺利

| 主要研发项目名称 | 项目进展 | 拟达到的目标 | 预计对公司未来发展的影响 |
|-------------------|--|-------------------|--|
| 集成主被动可逆预紧式安全带总成 | 已经完成中试，首款产品预计未来将搭载在奇瑞T22/T26 项目中 | 实现国内市场主动安全带的国产替代化 | 国产替代外资，抢先布局L3 以上智能驾驶市场 |
| 预紧限力停止式安全带总成 | 已经完成德国主流客户的资质认可 | 进入国内高端客户市场 | 可参与大众集团项目报价，向合资、外资品牌拓展 |
| 易于拆装的连接结构的气囊方向盘总成 | 厂房新建完成，发泡线自动喷涂机器人正在调试，方向盘烘房建设完成 | 350 万套气囊方向盘产能 | 提升气囊方向盘国内市场份额 |
| 人民的代步车项目 | 1、五菱 MINIEV 方向盘+气囊+安全带完成量产 2、新宝骏 KIWI 安全带量产 3、五菱 Nano 安全带量产 4、五菱 Air+E10 项目安全带开发中 5、奇瑞 QQ 冰淇淋方向盘+气囊+安全带完成量产 6、奇瑞小蚂蚁新款安全带完成量产 7、吉利新能源 PA2A 方向盘+气囊+安全带开发中 8、一汽 D711 安全带开发中 9、哪吒 V 方向盘+气囊开发中 | 占领国内主流微车50%以上份额 | 被动安全模块整车项目，提升公司系统集成能力，从原来的单一安全带总成产品供应商转型为气囊、方向盘、安全带总成为一体的系统集成供应商 |
| 家庭轿车项目 | 1、吉利帝豪全系安全带量产和部分方向盘+气囊开发 2、吉利星瑞安全带项目量产 3、吉利缤瑞 COOL 安全带项目量产 4、广汽传祺影豹安全带项目开发完成 5、奇瑞艾瑞泽新款（M1E）安全带项目开发中 6、一汽奔腾 B70 安全带项目量产 7、东风奕炫 MAX 安全带项目量产 8、长城欧拉好猫运动版安全带项目量产 9、吉利新能源 NX21 项目气囊+方向盘项目开发中 | 持续提升市场占有率 | 进一步巩固、扩大和提升公司在汽车被动安全系统行业的知名度及行业地位，实现国产替代 |
| SUV 项目 | 1、新款哈弗 H6/H6S 安全带项目完成量产 2、坦克 T300/赤兔/神兽安全带项目完成量产 3、一汽奔腾 T55 安全带项目量产 4、瑞虎 8 安全带项目量产 5、福特领睿安全带项目量产 6、长安科赛或欧尚系列安全带项目量产 7、奇瑞 JX65 整车安全带+气囊+方向盘开发中 8、奇瑞瑞虎换代 T22/T26 安全带项目开发中 9、吉利博越换代项目开发中 10、极氪 EF1E 安全带项目开发中 | | |
| 客车、商用车以及特种安全项目 | 1、宇通客车、小宇和 T7 等项目的安全带项目量产 2、福田轻、中、重卡安全带+方向盘+气囊项目开发 3、春风动力、德国凯尔、荷兰奥科凯姆、苏州泰姆勒、土耳其赛吉、德国 AMF 等特种安全带项目开发 | | 深度打造在商用车以及特种安全产品的市场布局，满足未来公司全球化业务的战略 |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

预计 2025 年全球被动安全系统市场规模近 290 亿美元。据奥托立夫年报数据，2021 年被动安全单车价值量约 225 美元，市场规模约 180 亿美元。伴随汽车产量的增加与单车价值量的提升，我们预计 2025 年全球被动安全系统市场规模近 290 亿美元。

图15：全球汽车被动安全市场规模有望持续增长

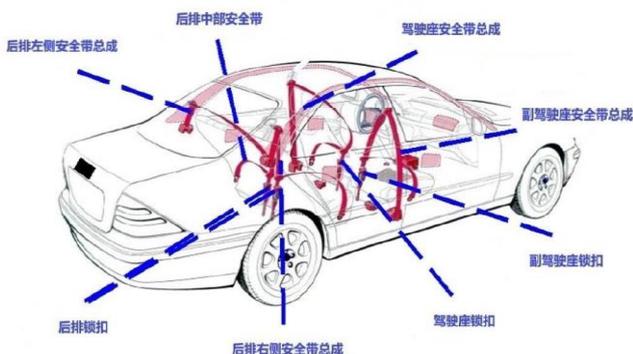


数据来源：奥托立夫年报、开源证券研究所

2.2、客户开拓顺利叠加产品升级，安全带业务有望迎量价齐升

公司安全带总成产品种类丰富，顺应市场发展趋势。汽车安全带总成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。公司的安全带产品包括简易式、普通紧急锁止式、紧急锁止限力式、单边预张紧限力式、双边预张紧限力式等，公司在研的电机式安全带有望在汽车智能化浪潮中快速提升渗透率。

图16：汽车安全带总成覆盖整车座椅



资料来源：公司招股说明书

图17：安全带总成包含卷收器、高调器、锁扣等零部件

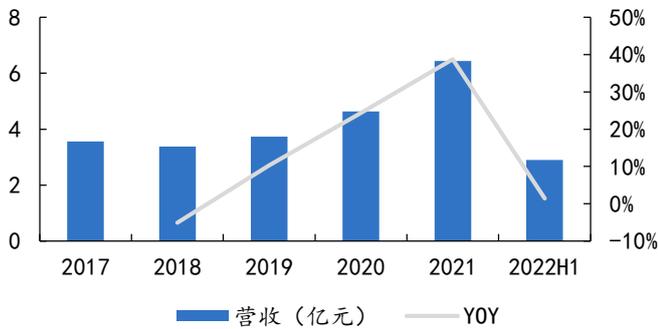


资料来源：公司招股说明书

2022H1 安全带总成业务保持正增长，毛利率出现下滑。2021 年安全带总成业务营收 6.44 亿元，同比增长 38.97%，毛利率为 30.22%；2022H1 实现营收 2.90 亿元，同比增长 1.40%；2022H1 安全带业务毛利率为 25.07%，主要系公司产能利用率较低

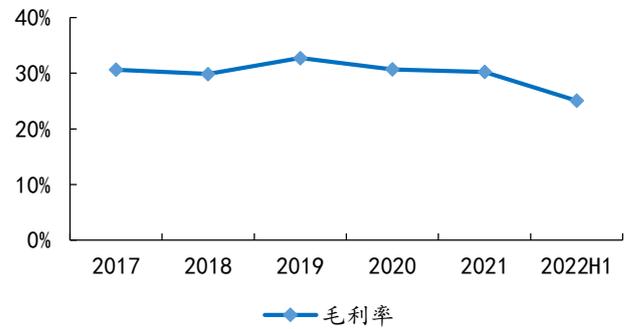
及原材料价格波动。

图18: 2021年安全带总成业务营收同比增长38.79%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2022H1 安全带业务毛利率下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司开发高性能安全带总成产品，满足中高端车型需求、优化产品结构。汽车安全带主要分为简易式安全带、普通紧急锁止安全带与高性能安全带等，其中高性能安全带具备预张紧、限力等功能，且可搭载声学警报功能。在C-NCAP评分体系的行业监管推动下，整车厂对被动安全系统可靠性和舒适性要求逐渐提高，对高性能安全带的需求进一步加强，高性能安全带替代普通紧急锁止安全带已成未来发展趋势。

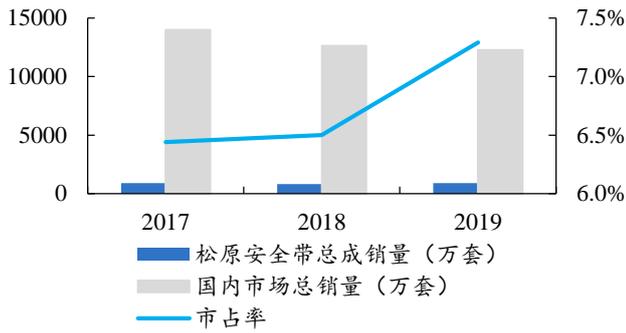
表2: 公司的安全带总成产品主要包含三类

| 项目 | 锁止功能 | 卷收功能 | 是否可选择搭载声学警报功能 | 舒适性 | 其他功能 |
|-----------|------|------|---------------|-----|---------|
| 简易式安全带 | √ | 无 | 不可选 | 较差 | 无 |
| 普通紧急锁止安全带 | √ | √ | 可选 | 一般 | 无 |
| 高性能安全带总成 | √ | √ | 可选 | 较好 | 预张紧、限力等 |

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

公司持续开拓新客户，安全带业务市占率稳步提升。公司安全带业务的配套客户包括上汽通用五菱、奇瑞汽车、吉利汽车、长城汽车、哪吒汽车、威马汽车、一汽、广汽、东风汽车、宇通汽车等主机厂车型，在电动化大潮下，公司积极开发适配新能源车的安全带产品，加速开拓新能源车客户。公司安全带市占率从2017年的6.44%提升至2019年的7.29%。

图20：公司安全带总成市占率稳步提升



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图21：公司安全带业务客户群丰富



资料来源：公司公告

积极扩张安全带产能，满足下游需求。在公司原有安全带产能的基础上，2020年公司通过 IPO 募资建设年产 1325 万条安全带总成生产项目；2022 年，公司通过发行可转债进一步扩张安全带产能 800 万套。

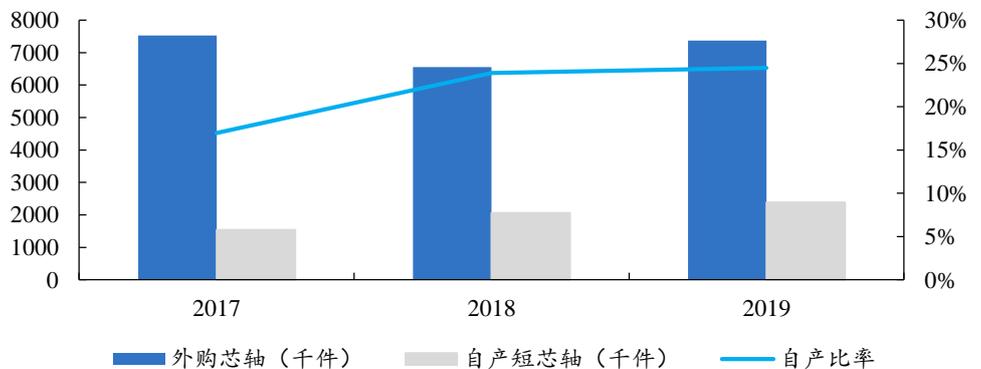
表3：通过 IPO 及发行可转债募资扩张安全带产能

| 募资方式 | 项目 | 预计达可使用状态时间 |
|-------|-----------------------|-------------|
| IPO | 年产 1325 万条汽车安全带总成生产项目 | 2022 年 11 月 |
| 发行可转债 | 年产安全带总成 800 万套项目 | 2025 年 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

松原股份的竞争优势明显：(1) 响应速度快，服务及时。公司为主要客户专门设立驻厂服务人员岗位，以便与客户及时进行沟通。公司生产及研发中使用的模具均为自主设计制造，因此具备较快的样品试制速度，为客户更快完成设计变更及样品提交提供保障。(2) 公司产品自制比例高，具有成本优势。公司产品中的多数零部件为自制件，且主要原材料供应商在公司周边，运输等成本较低。

图22：公司芯轴自制率逐步提升



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、开辟安全气囊、方向盘新业务，打造被动安全系统集成供应商

3.1、外资占据主导地位，国产替代空间大

安全气囊、方向盘是汽车被动安全系统的重要组成部分。安全气囊作为机动车上的被动安全装置，为乘员提供有效的防撞保护。按保护对象不同可分为前方气囊、乘客气囊、侧边气囊、后座侧边气囊、侧边气帘、膝部气囊等几类。在政策驱动及汽车安全日渐受到更高重视的情况下，安全气囊的配置数量有上升趋势。方向盘是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。公司将凭借产品成本优势、先发优势及整体配套优势，沿着“自主品牌低端-自主品牌高端-合资品牌-外资品牌”战略方向，开拓新客户、提升在汽车被动安全系统行业地位。

图23：安全气囊配置数量有上升趋势



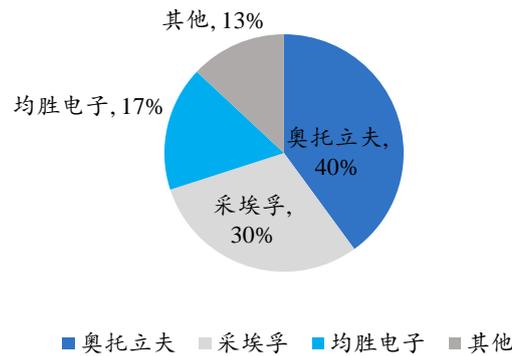
资料来源：公司官网

图24：依功能需求不同方向盘有多种设计



资料来源：材料新知公众号

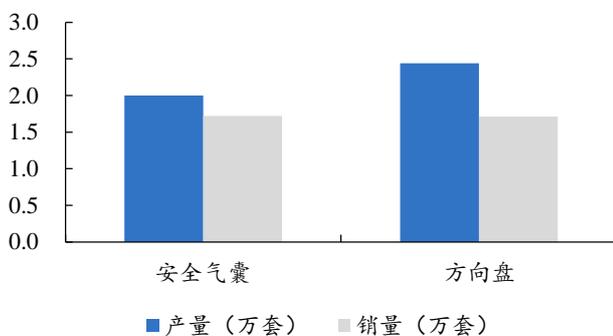
外资及合资企业占据主要份额，国产替代空间大。全球安全气囊市场主要由奥托立夫、采埃孚以及收购日本高田的均胜电子等企业占据，2021年三者合计市场份额高达87%，内资企业主要包括松原股份、锦州锦恒、十堰冠达等。内资企业凭借技术突破与成本优势有望实现国产替代。

图25：奥托立夫等外资占据全球安全气囊市场主要份额


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

3.2、开辟安全气囊、方向盘业务，打造第二增长曲线

开辟安全气囊方向盘新业务，打造第二增长极。公司新业务汽车安全气囊、方向盘已于2021Q4开始批量供货，2021年分别实现营收0.03、0.02亿元；2022H1安全气囊、方向盘业务营收实现快速增长，分别为0.39、0.24亿元，预计随着在手订单进一步放量及新客户的开拓，安全气囊、方向盘业务将持续快速增长。目前公司已与吉利汽车、上汽通用五菱、奇瑞汽车、北汽福田、合众汽车以及威马汽车等客户进行项目开发合作，其中已为五菱宏光MINI、奇瑞QQ冰淇淋车型配套供货。

图26：2021年安全气囊、方向盘业务实现量产


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：安全气囊、方向盘业务主机厂客户渐趋丰富


资料来源：公司公告

募资扩产为业务的持续发展提供保障。通过IPO及发行可转债募资，公司规划安全气囊、方向盘的产能分别为550、130万套，其中年产150万套安全气囊生产项目预计2022年11月即可达到预定可使用状态。

表4: 公司通过 IPO、发行可转债募资扩产

| 业务 | 产能扩张项目 | 项目达到预定可使用状态时间 |
|--------|-------------------|---------------|
| 安全气囊业务 | 年产 150 万套安全气囊生产项目 | 2022 年 11 月 |
| | 年产 400 万套气囊总成项目 | 2025 年 |
| 方向盘业务 | 年产 130 万套方向盘总成项目 | 2025 年 |

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测

4.1、关键假设

安全带总成业务：在现有客户群的基础上，公司把握汽车电动化机会，积极开拓新能源车客户，叠加产品结构改善带来单车价值量的提升，安全带总成业务有望迎来快速增长，我们预计该业务 2022-2024 年营收分别为 7.14/9.42/12.53 亿元，毛利率为 29.0%/32.0%/33.0%。

特殊座椅安全装置业务：该业务主要面向海外市场，发展较为稳定，我们预计 2022-2024 年该业务营收为 1.05/1.25/1.42 亿元，毛利率为 37.8%/40.8%/42.8%。

安全气囊业务：伴随新能源车安全气囊配置数量增加，叠加公司新产品推出带来客户群的丰富，该业务有望快速增长，我们预计 2022-2024 年营收分别为 1.20/2.47/4.29 亿元，毛利率为 25.8%/27.8%/29.8%。

方向盘业务：公司方向盘业务客户拓展顺利，自制率提升有望带来盈利水平提升，我们预计 2022-2024 年营收分别为 0.56/1.18/2.38 亿元，毛利率为 16.8%/20.8%/22.8%。

表5：公司营收拆分及预测

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|-------|---------|--------|--------|
| 安全带总成业务营收（亿元） | 4.64 | 6.44 | 7.14 | 9.42 | 12.53 |
| YOY | 24.4% | 38.8% | 10.8% | 32.0% | 33.0% |
| 毛利率 | 30.7% | 30.2% | 29.0% | 32.0% | 33.0% |
| 特殊座椅安全装置业务营收（亿元） | 0.57 | 0.70 | 1.05 | 1.25 | 1.42 |
| YOY | -26.9% | 22.8% | 49.6% | 19.2% | 13.9% |
| 毛利率 | 48.5% | 38.8% | 37.8% | 40.8% | 42.8% |
| 安全气囊业务营收（亿元） | | 0.03 | 1.20 | 2.47 | 4.29 |
| YOY | | | 3909.4% | 105.2% | 74.0% |
| 毛利率 | | 24.8% | 25.8% | 27.8% | 29.8% |
| 方向盘业务营收（亿元） | | 0.02 | 0.56 | 1.18 | 2.38 |
| YOY | | | 2705.1% | 110.3% | 102.0% |
| 毛利率 | | 15.8% | 16.8% | 20.8% | 22.8% |
| 其他业务营收（亿元） | 0.15 | 0.27 | 0.35 | 0.46 | 0.59 |
| YOY | 7.1% | 80.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 毛利率 | 97.2% | 89.6% | 60.0% | 80.0% | 80.0% |
| 营收合计（亿元） | 5.36 | 7.45 | 10.30 | 14.77 | 21.22 |
| YOY | 15.3% | 39.0% | 38.2% | 43.5% | 43.7% |
| 毛利率 | 34.4% | 33.1% | 29.9% | 32.6% | 33.2% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值与评级

综上，我们预计 2022-2024 年公司营收为 10.30、14.77、21.22 亿元，归母净利润

润为 1.38、2.40、3.58 亿元，EPS 为 0.61、1.07、1.59 元/股，对应当前股价 PE 为 43.8、25.1、16.8 倍，行业 3 家可比公司 PE 均值分别为 62.5、27.0、18.9 倍。公司安全带总成业务客户开拓顺利、产品结构持续改善，安全气囊与方向盘业务在定点落地与盈利逐渐改善情况下业绩可期，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：公司估值分析

| 证券代码 | 股票简称 | 评级 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元/股) | PE | | | EPS | | | PEG (2024E) |
|-----------|------|----|-------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| | | | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 600699.SH | 均胜电子 | 买入 | 198.22 | 14.49 | 42.6 | 19.6 | 14.1 | 0.34 | 0.74 | 1.03 | 0.36 |
| 688533.SH | 上声电子 | 买入 | 91.38 | 57.11 | 84.0 | 41.1 | 30.1 | 0.68 | 1.39 | 1.90 | 0.82 |
| 605128.SH | 上海沿浦 | 买入 | 43.80 | 54.75 | 60.8 | 20.3 | 12.7 | 0.90 | 2.70 | 4.31 | 0.21 |
| | | | | | 62.5 | 27.0 | 18.9 | | | | |
| 300893.SZ | 松原股份 | 买入 | 60.30 | 26.80 | 43.8 | 25.1 | 16.8 | 0.61 | 1.07 | 1.59 | 0.35 |

资料来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期 2022/12/1，松原股份、均胜电子、上声电子、上海沿浦的盈利预测采用开源研究所预测数据）

5、风险提示

疫情影响整车产销、原材料上涨、新业务客户开拓不及预期等。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 632 | 671 | 1165 | 1534 | 2324 |
| 现金 | 124 | 105 | 379 | 541 | 772 |
| 应收票据及应收账款 | 231 | 278 | 451 | 576 | 912 |
| 其他应收款 | 11 | 2 | 11 | 14 | 19 |
| 预付账款 | 13 | 24 | 22 | 48 | 51 |
| 存货 | 97 | 148 | 264 | 310 | 515 |
| 其他流动资产 | 156 | 115 | 38 | 46 | 55 |
| 非流动资产 | 253 | 415 | 466 | 581 | 736 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 151 | 212 | 273 | 360 | 479 |
| 无形资产 | 39 | 68 | 80 | 96 | 112 |
| 其他非流动资产 | 63 | 135 | 113 | 125 | 145 |
| 资产总计 | 885 | 1086 | 1632 | 2115 | 3060 |
| 流动负债 | 163 | 297 | 961 | 1428 | 2240 |
| 短期借款 | 0 | 102 | 315 | 919 | 1097 |
| 应付票据及应付账款 | 123 | 160 | 611 | 475 | 1102 |
| 其他流动负债 | 40 | 34 | 35 | 34 | 40 |
| 非流动负债 | 11 | 17 | 18 | 19 | 20 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 11 | 17 | 18 | 19 | 20 |
| 负债合计 | 174 | 314 | 979 | 1447 | 2260 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 100 | 150 | 225 | 225 | 225 |
| 资本公积 | 389 | 339 | 264 | 264 | 264 |
| 留存收益 | 222 | 283 | 421 | 661 | 1019 |
| 归属母公司股东权益 | 711 | 772 | 653 | 668 | 801 |
| 负债和股东权益 | 885 | 1086 | 1632 | 2115 | 3060 |

| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 56 | 105 | 369 | -24 | 541 |
| 净利润 | 90 | 111 | 138 | 240 | 358 |
| 折旧摊销 | 22 | 28 | 57 | 58 | 71 |
| 财务费用 | 2 | 1 | 6 | 21 | 37 |
| 投资损失 | 1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -67 | -44 | 172 | -345 | 75 |
| 其他经营现金流 | 8 | 10 | -4 | 1 | 1 |
| 投资活动现金流 | -161 | -177 | -48 | -172 | -226 |
| 资本支出 | 72 | 212 | 66 | 112 | 153 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -89 | 35 | 19 | -61 | -73 |
| 筹资活动现金流 | 206 | 44 | -80 | -247 | -263 |
| 短期借款 | -51 | 102 | -49 | -0 | -1 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 25 | 50 | 75 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 256 | -50 | -75 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -24 | -58 | -32 | -247 | -262 |
| 现金净增加额 | 100 | -28 | 14 | -443 | 52 |

| 利润表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 536 | 745 | 1030 | 1477 | 2122 |
| 营业成本 | 351 | 498 | 721 | 1004 | 1443 |
| 营业税金及附加 | 3 | 3 | 8 | 9 | 16 |
| 营业费用 | 19 | 25 | 41 | 64 | 86 |
| 管理费用 | 30 | 52 | 67 | 77 | 107 |
| 研发费用 | 26 | 40 | 41 | 40 | 42 |
| 财务费用 | 2 | 1 | 6 | 21 | 37 |
| 资产减值损失 | -1 | -3 | -4 | -4 | -7 |
| 其他收益 | 7 | 5 | 7 | 5 | 6 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -1 | 1 | -0 | -0 | -0 |
| 资产处置收益 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 营业利润 | 103 | 126 | 156 | 271 | 403 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 103 | 124 | 156 | 271 | 403 |
| 所得税 | 13 | 13 | 18 | 31 | 45 |
| 净利润 | 90 | 111 | 138 | 240 | 358 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 90 | 111 | 138 | 240 | 358 |
| EBITDA | 121 | 154 | 214 | 342 | 498 |
| EPS(元) | 0.40 | 0.49 | 0.61 | 1.07 | 1.59 |

| 主要财务比率 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 15.3 | 39.0 | 38.2 | 43.4 | 43.7 |
| 营业利润(%) | 11.3 | 22.5 | 23.1 | 74.2 | 48.7 |
| 归属于母公司净利润(%) | 11.7 | 23.6 | 23.7 | 74.2 | 49.3 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 34.4 | 33.1 | 30.0 | 32.0 | 32.0 |
| 净利率(%) | 16.8 | 14.9 | 13.4 | 16.2 | 16.9 |
| ROE(%) | 12.7 | 14.4 | 15.6 | 26.8 | 34.8 |
| ROIC(%) | 12.2 | 12.8 | 11.6 | 13.8 | 17.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 19.6 | 28.9 | 60.0 | 68.4 | 73.8 |
| 净负债比率(%) | -17.2 | -0.2 | -7.2 | 42.4 | 31.7 |
| 流动比率 | 3.9 | 2.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 速动比率 | 2.7 | 1.5 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 2.7 | 2.9 | 2.8 | 2.9 | 2.9 |
| 应付账款周转率 | 3.1 | 3.5 | 1.9 | 1.9 | 1.8 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.40 | 0.49 | 0.61 | 1.07 | 1.59 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.25 | 0.47 | 1.64 | -0.11 | 2.41 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.16 | 3.43 | 3.91 | 3.98 | 4.57 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 71.5 | 57.9 | 46.8 | 26.8 | 18.0 |
| P/B | 9.1 | 8.3 | 7.3 | 7.2 | 6.3 |
| EV/EBITDA | 51.7 | 41.5 | 29.8 | 19.9 | 13.6 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn