

## 松原股份深度报告

# 汽车被动安全实力新秀，零部件国产替代优选标的

股票投资评级：买入|首次覆盖

首席分析师：白宇 SAC编号：S1340523040001

中邮证券

2023年9月6日

## 一、汽车被动安全赛道竞争格局清晰集中，公司深耕二十余年，国产替代正在进行时

公司是国内领先的汽车被动安全一级供应商之一，自2001年成立以来专业从事汽车安全带总成及零部件等汽车被动安全系统产品、特殊座椅安全装置等业务。被动安全零部件作为汽车核心零部件，产业壁垒较高，奥托立夫、采埃孚、均胜电子合计全球市场占比约80%。当前，在产业核心技术快速演进、保证本土供应链安全的背景下，外资主导局面正在逐渐被打破，松原股份有望凭借质量、成本和整体配套优势，沿着“自主低端-自主高端-合资品牌-外资品牌”路径实现客户结构优化，提升市场占有率。

## 二、安全带盈利基本盘稳固，气囊+方向盘注入成长新动能

安全带总成业务是公司核心主营业务，受益于原材料自制率高，毛利率保持在30%左右的较高水平，成本优势明显；2022年是公司批量生产汽车安全气囊、方向盘的首个完整年度，当年实现营收1.47亿元，占公司营收比重为14.8%。目前已为上汽通用五菱、奇瑞、吉利、合众部分车型配套供货，未来随着业务拓展及规模效应的体现，气囊+方向盘业务有望成为公司新的业绩增长支撑。

## 三、智能化+法规测评体系推动被动安全零部件单车价值量提升

汽车智能化进程快速推进，更加严格的汽车安全法规和测评体系推动被动安全零部件产品形态升级、单车配置数量增加。2022年中国单车安全价值量约220美元，对比北美（约400美元）及全球平均水平（约255美元），具备显著增长潜力。

## 四、盈利预测及投资建议

预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.86/2.44/3.50 亿元，EPS为0.82/1.08/1.55元/股，当前股价对应PE为27/21/14倍。首次覆盖，给予松原股份“买入”评级。

■ **风险提示：**汽车销量不及预期、行业竞争加剧、新客户拓展不及预期、原材料价格波动风险

# 目录

- 一 | **专注汽车被动安全系统，深厚底蕴崭露自主龙头本色**
- 二 | **被动安全行业：长坡厚雪赛道，迈入新成长阶段**
- 三 | **公司业务：安全带筑牢基本盘，气囊+方向盘进入收获期**
- 四 | **盈利预测及投资建议**
- 五 | **风险提示**

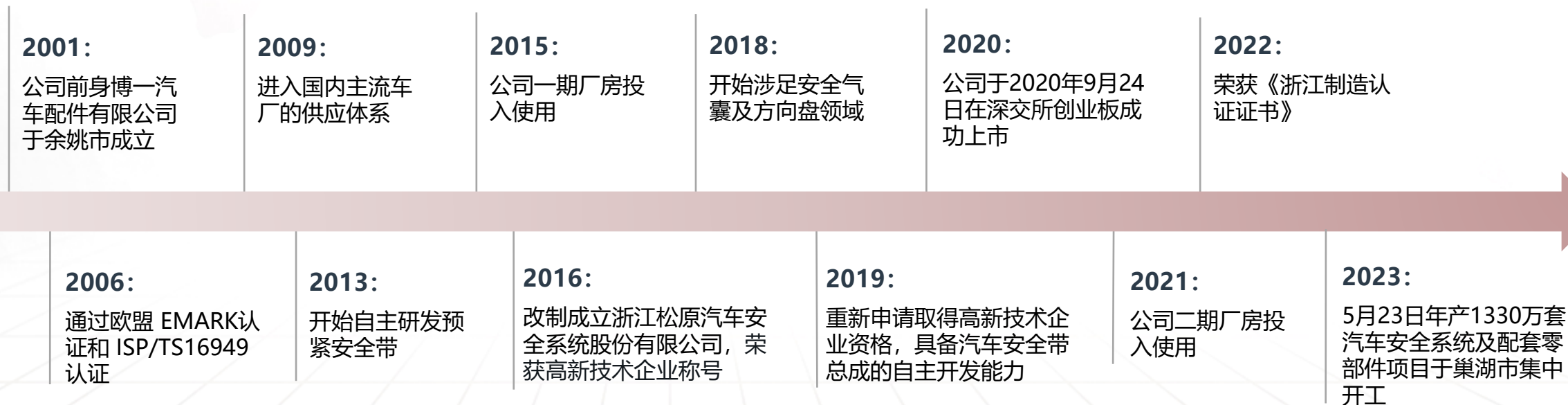
—

专注汽车被动安全系统，深厚底蕴崭露自主龙头本色

# 汽车被动安全系统自主核心供应商

- **汽车被动安全系统自主核心供应商。**浙江松原汽车安全系统股份有限公司成立于2001年，专业从事汽车安全带总成、安全气囊、方向盘等汽车被动安全系统产品及特殊座椅安全装置的研发、设计、生产、销售及服务。
- **汽车安全带总成行业中的先行者。**公司2016年荣获高新技术企业称号，并在2019年重新申请取得高新技术企业资格，具备汽车安全带总成的自主开发能力，多项核心技术已取得国家发明专利，于2020年成功上市。公司较早地突破了预张紧安全带技术，并且搭载多种车型在C-NCAP测试中取得5星安全评价。

图表1：松原股份业务发展历程



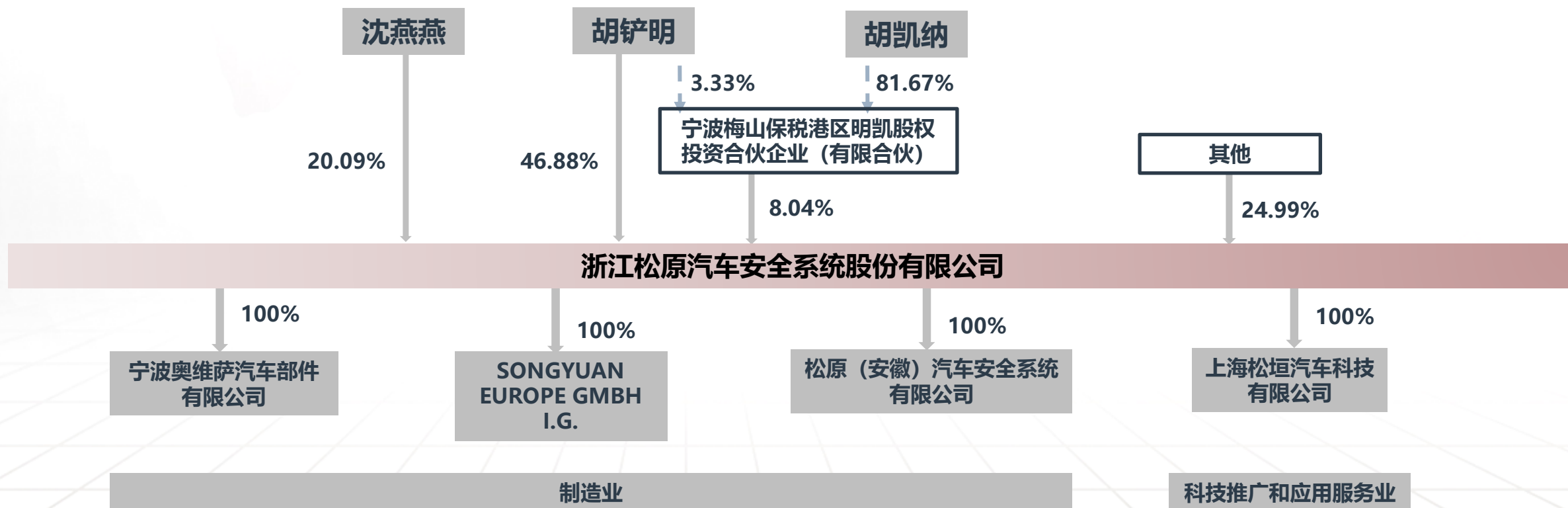
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 股权结构清晰，实控人持股比例高

- **股权结构清晰，决策体系较为灵活。**公司属于典型的民营企业，股权结构简单稳定，实际控制人为胡铲明、沈燕燕和胡凯纳，截止2022年年末，胡铲明和沈燕燕分别持股46.88%、20.09%。其中，胡铲明、沈燕燕为夫妻关系，胡凯纳系胡铲明及沈燕燕之子。公司有四家全资子公司，主要从事生产制造和科技推广与应用服务。

图表2：松原股份股权结构



# 安全带起家，安全气囊、方向盘谋划新成长曲线

■ **立足安全带总成业务，发力气囊、方向盘市场。**公司成立以来深耕汽车被动安全系统领域，从安全带总成起家，2021年开拓安全气囊和方向盘新业务，现已实现安全带总成、安全气囊、方向盘三个被动安全系统模块的批量生产，对比同行业有较显著的成本优势、先发优势及整体配套优势，未来将进一步抢占“国产替代”高地，提升客户服务体验，增强品牌竞争力。

图表3：被动安全零部件整车布局、安全带总成主要部件及安装位置



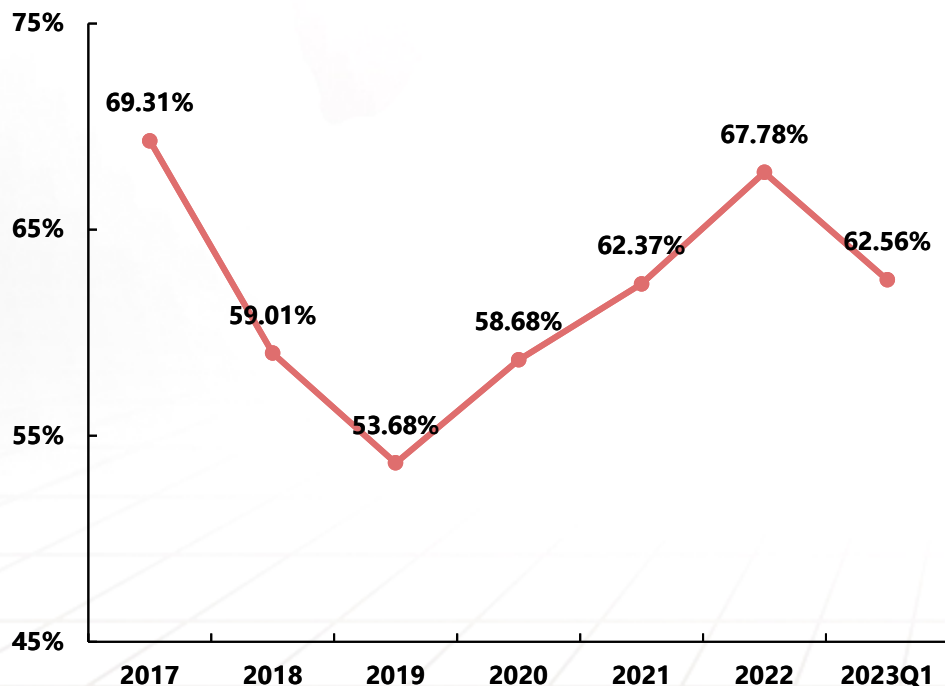
资料来源：奥托立夫年报，公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 客户集中度高，自主品牌为主

- **公司的客户集中度高，合作历史时间长。**公司汽车被动安全系统产品的主要客户包括上汽通用五菱、吉利汽车、长城汽车、奇瑞汽车、宇通客车、北汽福田等主流汽车品牌整车厂，与多家车厂合作时间超过十年，其中已为第四代帝豪、五菱星驰、五菱MINI、奇瑞QQ冰淇淋、合众哪吒V车型配套供货。近两年公司前五大客户合计销售收入占总营收的比重高于62%。

图表4：松原股份前五大客户营收占比趋势



资料来源：公司公告，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表5：松原股份客户覆盖情况

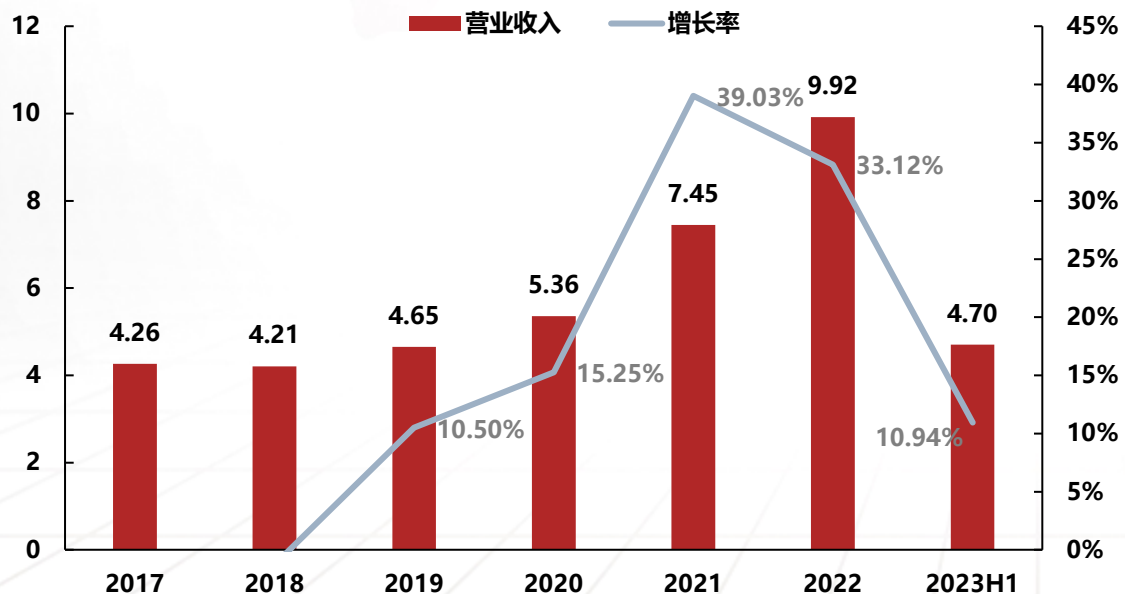


资料来源：可转债募集说明书，中邮证券研究所

# 营收、利润稳中有升，凸显产品力优势

- **生产经营规模扩大，带动营收逐年增加。**得益于车厂客户销量增长和外销需求回暖，2022年安全带总成、安全气囊和方向盘开始批量生产，推动营收+33.12%。2023H1公司积极开拓新客户、新车型，完成重点整车厂布局，实现营收4.70亿，同比+10.94%。
- **归母净利润增长稳健。**2022年净利润同比+6.09%，不及营收增长水平，原因在于2022年1月公司开展实施限制性股票激励计划导致股份支付费用增加，同时安全气囊和方向盘仍处爬坡阶段，该品类毛利率较低，整体利润被摊薄。2023H1实现归母净利润0.63亿，同比+44.94%，恢复较快增长势头。

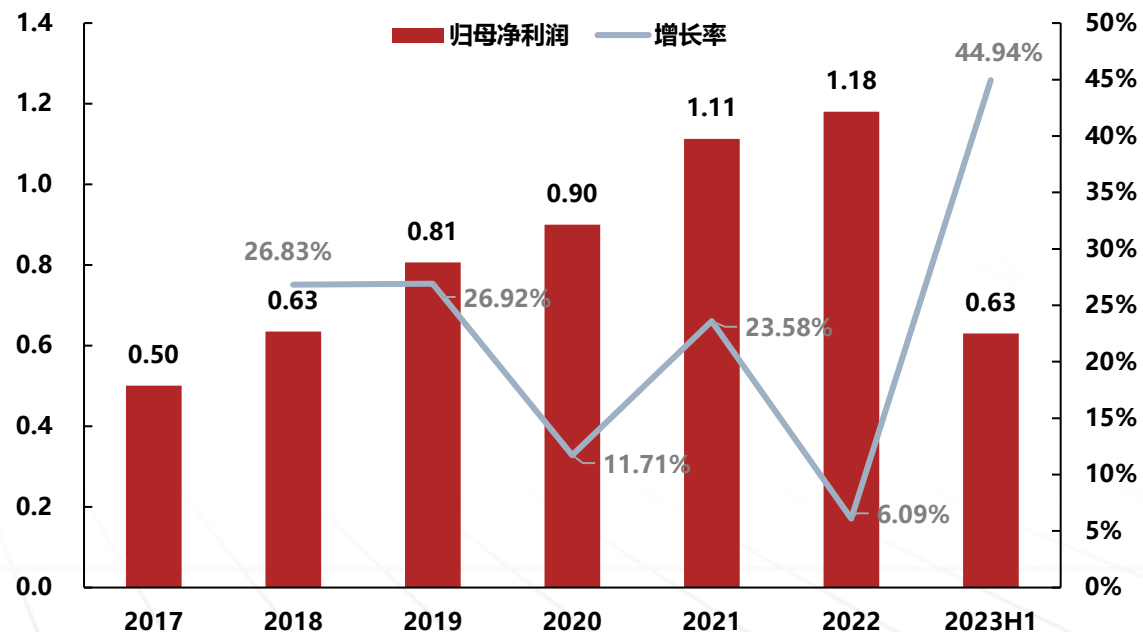
图表6：松原股份2017-2023H1营业收入（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表7：松原股份2017-2023H1归母净利润（亿元）

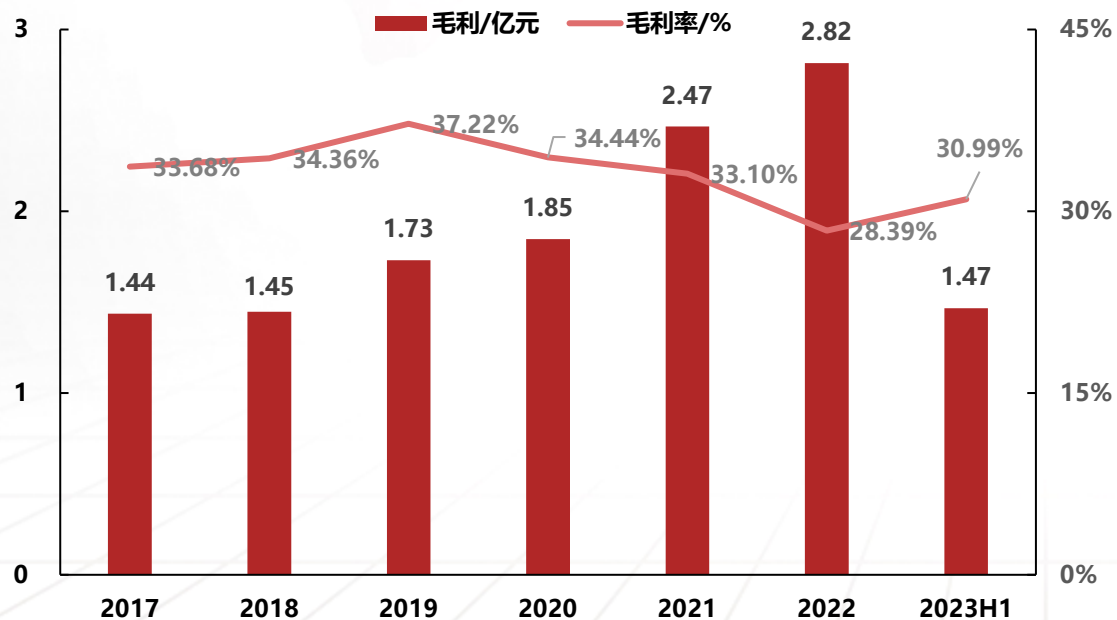


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

# 毛利率维持较高水平，期间费用管控合理

- **毛利率长期维持30%上下。**2017-2021年，公司销售毛利率一直维持在30%以上，其中2019年达37.22%。2022年，受钢材等原材料价格上涨，生产成本增加，销售毛利率下降至28.39%。2023H1，气囊、安全带新业务逐步放量，上游原材料价格企稳回落，毛利率水平回升至30.99%。
- **期间费用管控合理。**2019-2023H1公司期间费用率分别为15.09%、14.48%、15.90%、14.72%、17.41%，整体保持稳定。

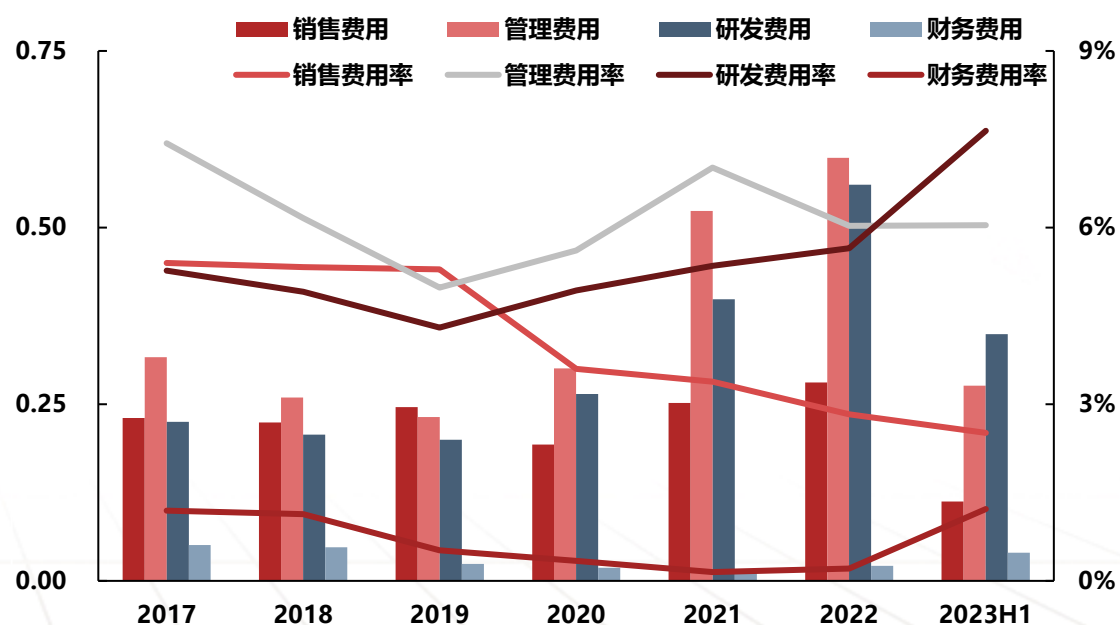
图表8：松原股份2017-2023H1年毛利（亿元）及毛利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表9：松原股份2017-2023H1年期间费用（亿元）

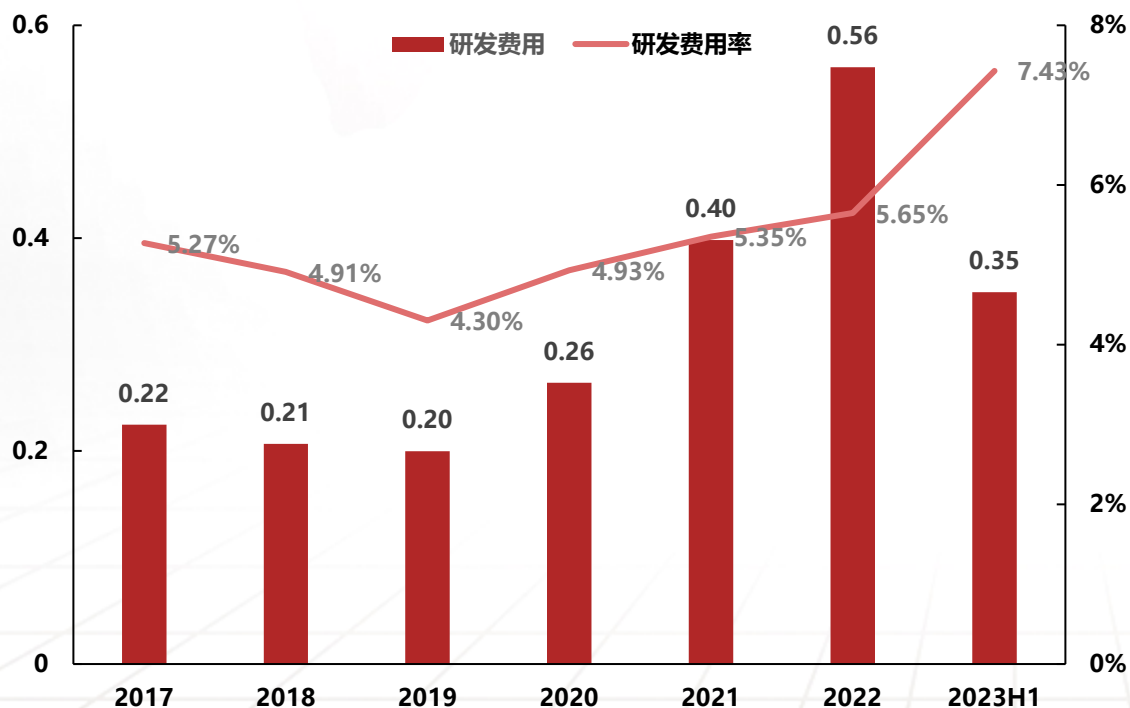


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

# 持续研发投入，创新驱动发展

- 公司长期保持较高强度的研发投入，掌握行业主流核心技术。公司研发费用金额从2019年的0.20亿元增加至2020年的0.56亿元，研发费用率从2019年的4.30%增长至2023H1的7.43%，主要系公司重视创新，持续加大研发投入、新车型项目增加所致。在多年研发进程中，公司掌握多种核心技术，截至2023H1，共拥有12项发明专利、84项实用新型专利及3项外观设计专利。

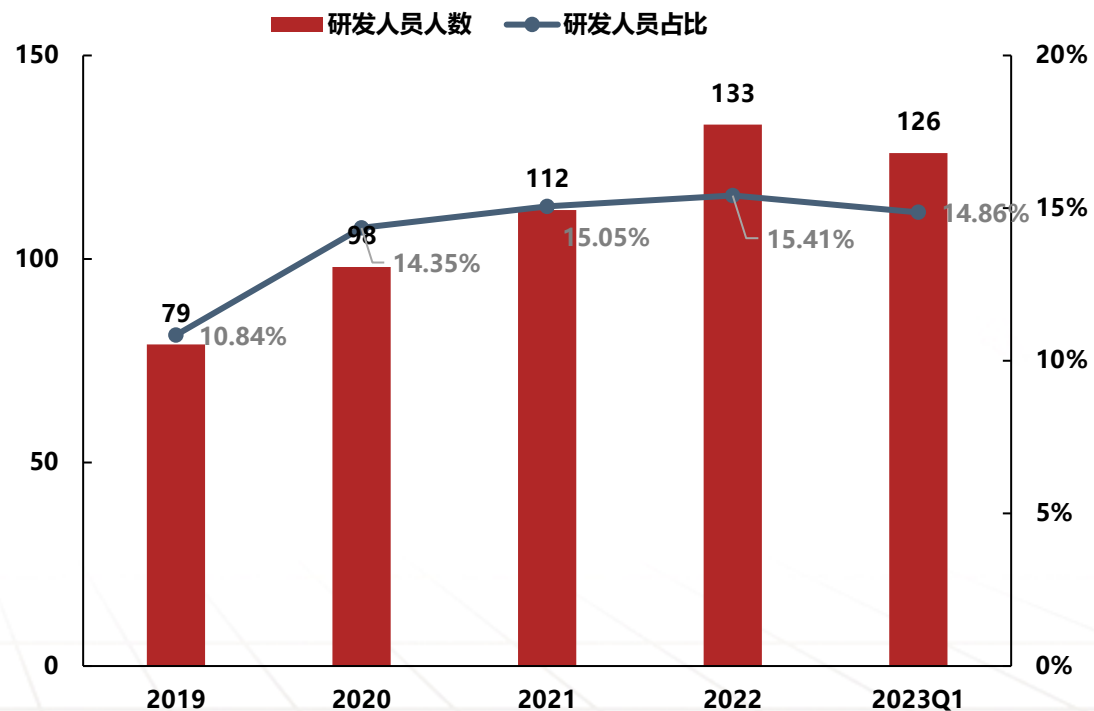
图表10：松原股份2017-2023H1年研发费用（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表11：松原股份2019-2023Q1年研发人员情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 新建巢湖基地，深度布局长三角腹地

- **推进扩张，外延布局。**2023年8月20日，公司向不特定对象发行可转债申请获批，募投对象为安徽省巢湖市投资年产1330万套汽车安全系统及配套零部件项目（一期工程）。项目达产后，公司将新增方向盘总成产能130万套和气囊总成产能400万套。该项目有利于改善产品交付周期，形成快速研发、快速供货的产业链协同效益，减少物流成本及供应链风险。
- **新项目建成有望进一步提升运营效率及客户粘性。**合肥及周边地区是新能源汽车赛道崛起最为迅猛的地区，现有客户奇瑞、江淮、吉利、长安及潜在客户蔚来、大众（安徽）均落户在安徽及附近省市，落地后有利于形成快速开发、供货的产业链协同效应。

图表12：年产1330万套汽车安全系统及配套零部件项目总平面图和鸟瞰图



二

# 被动安全行业：长坡厚雪赛道，迈入新成长阶段

# 被动安全系统是汽车安全最后防线

- **汽车被动安全系统是汽车安全最后防线。**汽车被动安全系统通常包含汽车车身结构、汽车安全带总成、安全气囊、转向柱能量吸收装置、安全玻璃等，是保障乘员安全的重要汽车组成部分。
- **汽车被动安全系统市场持续稳步增长，潜力巨大。**2022年，全球汽车被动安全系统市场规模达约201.45亿美元，预计2025年将增至282亿美元，复合年均增长率CAGR=11.86%，是一条长坡厚雪的明星赛道。

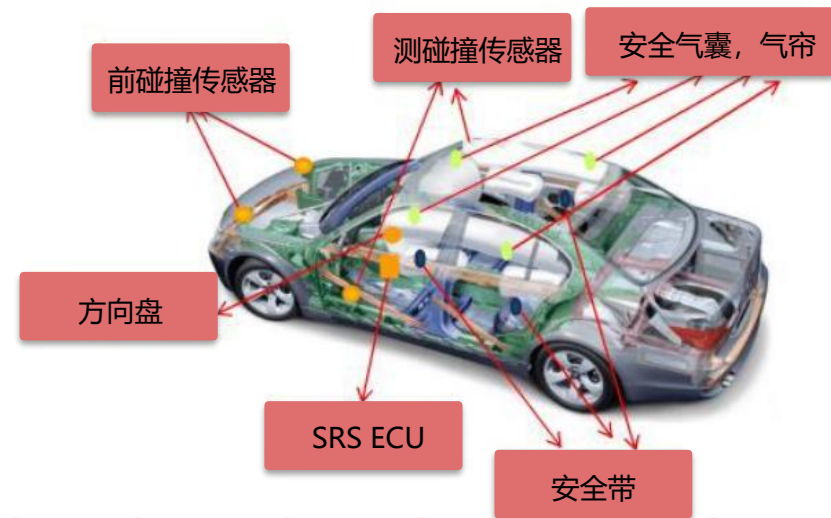
图表13：汽车主被动安全功能与配置对比

	被动安全系统	主动安全系统
功能	交通事故发生后尽量减少人身损伤的安全装置，不能防止或避免事故的发生	监测事故发生或车辆失控的可能性，使用介入手段避免事故发生
配置	安全带 安全气囊 安全座椅等	ABS(制动防抱死系统) ASR(驱动防滑系统) EBD(电子制动力分配)等

资料来源：东方财富网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表14：被动安全关键零部件及技术

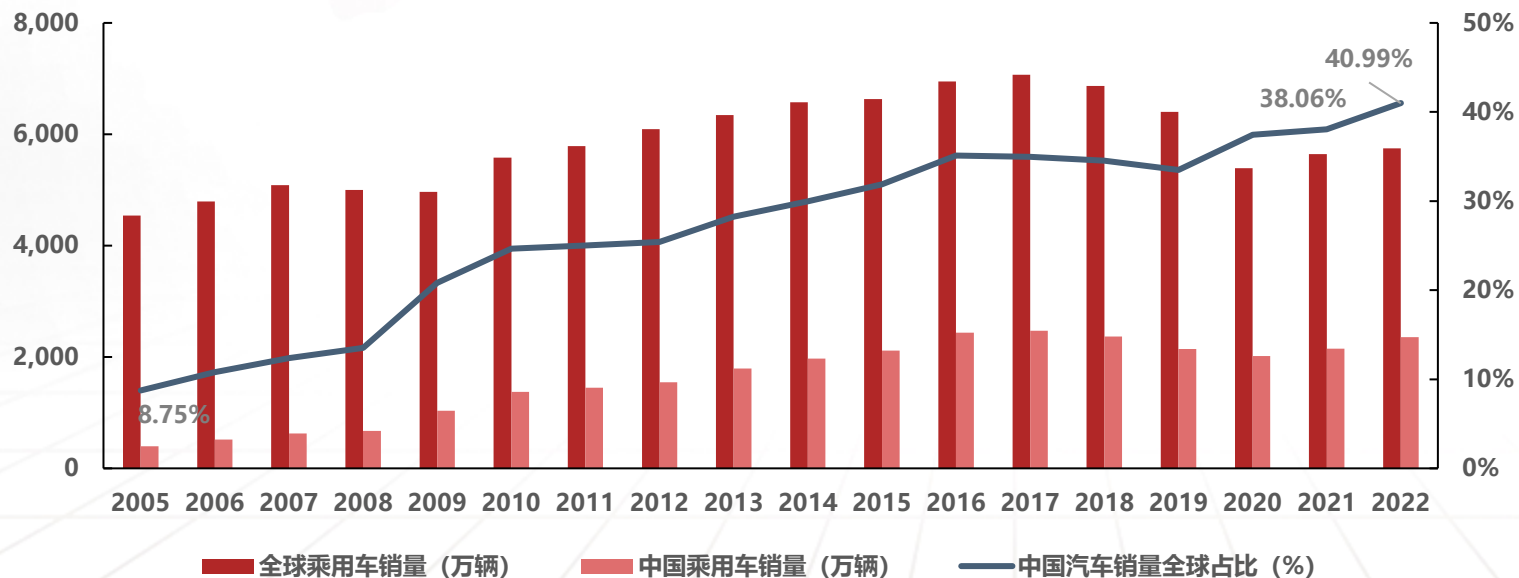


资料来源：搜狐网，中邮证券研究所

# 单车价值量稳步攀升，新兴市场大有可为

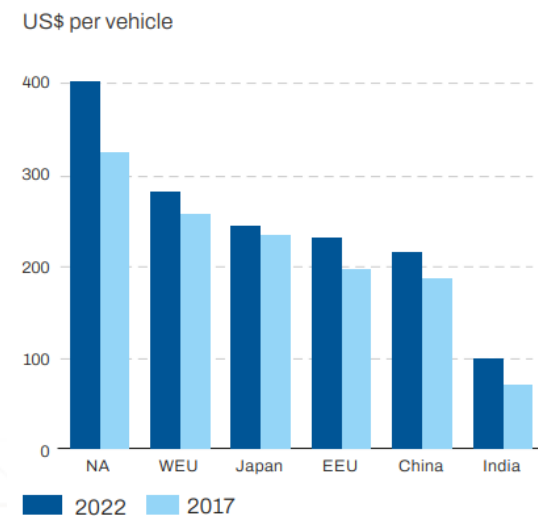
- **轻型汽车销量 (LVP)** 和**单车安全价值量 (CPV)** 是影响被动安全市场规模的两个决定性因素。
- **LPV:** 2022年世界及中国乘用车销量分别为5748.54、2356.30万辆，同比分别+1.86%、+9.69%，行业进入疫后复苏阶段。中国乘用车占全球销量的比重从2005年的不足9%增长至2022年的近41%，为有统计以来的最高值。
- **CPV:** 据奥托立夫年报数据，2022年高附加值产品的迭代推升全球汽车平均CPV越过255美元关口，同比+6%。2022年中国市场CPV约220美元，不但落后于北美（约400美元）、欧洲、日本等为成熟市场，还低于全球平均水平，增长潜力不可估量。

图表15: 2005-2022年全球、中国乘用车销量 (万辆) 及中国销量占比 (%)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表16: 单车安全价值量

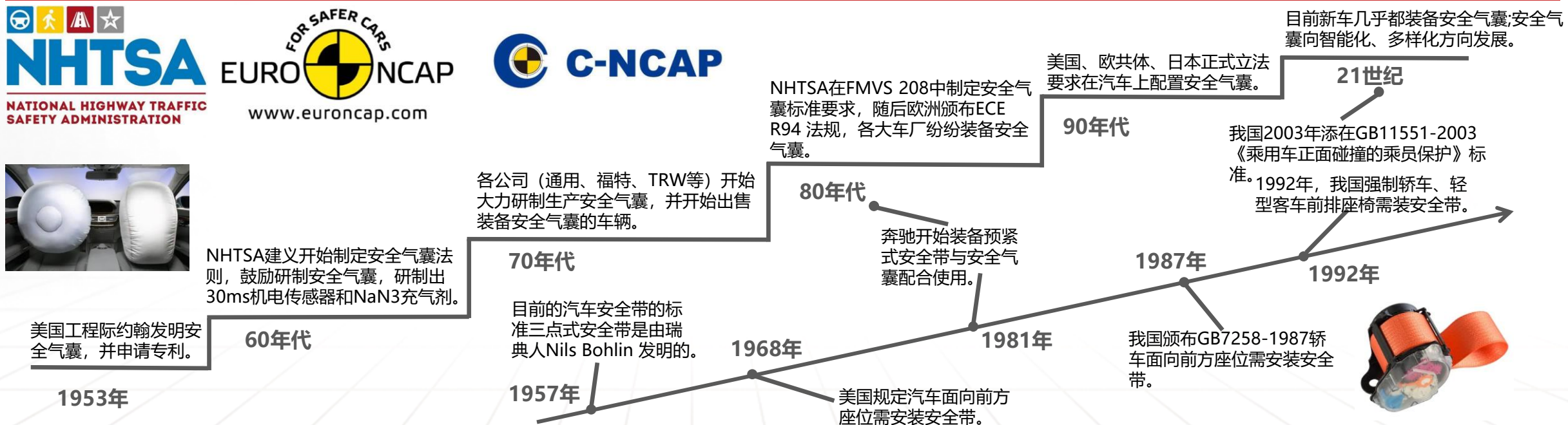


资料来源: 奥托立夫年报, 中邮证券研究所

# 标准法规加持护航，推动配置升级

- 各国推出的**新车评价规程 (NCAP)** 和**强制性法规**刺激汽车厂商加大安全研发投入，推动被动安全技术日益精细化。
- **新车测评日益完善**。NCAP测评源于1978年美国发起的NHTSA-NCAP，随后欧洲E-NCAP，中国C-NCAP及日本J-NCAP的陆续建立，将单一正碰扩展至偏置碰、侧碰、追尾、行人保护等多类型试验。全球NCAP对乘用车安全考核项目要求趋严。
- **强制法规有的放矢**。上世纪60年代起，发达国家陆续通过立法，以强制性的方式推广安全带和气囊的使用；我国在90年代起就强制轿车和轻型客车安装安全带。

图表17：被动安全发展历程



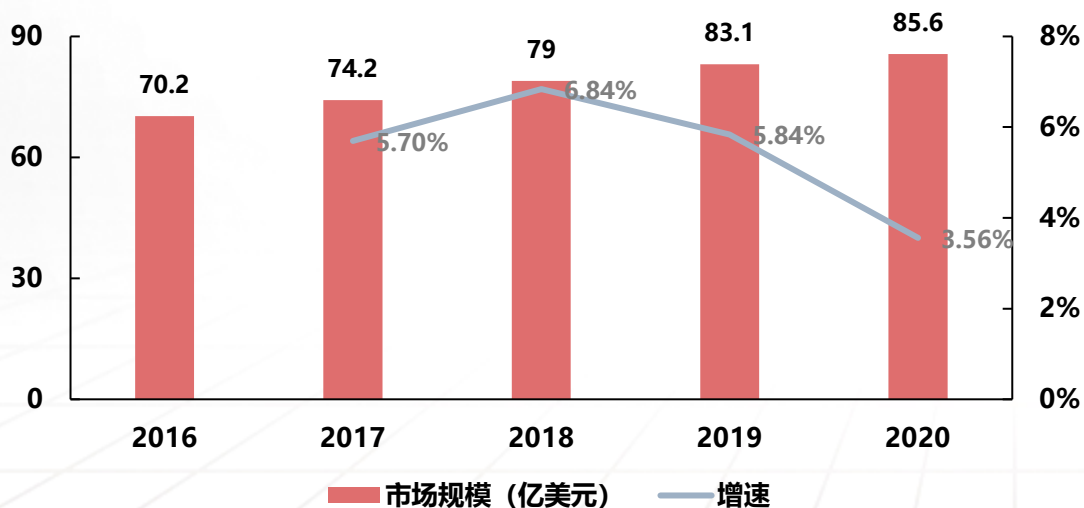
资料来源：搜狐网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 安全带：预紧限力安全带渐成主流

- **安全带属于传统安全零部件**，是公认的最廉价也是最有效的安全装置，是每辆汽车上的标配部件。
- **全球市场**来看，行业规模逐年扩张趋势。2020年全球汽车安全带市场规模约为85.6亿美元，同比+3.56%。同年全球汽车安全带销量约为40215万套，同比+3.22%。
- 根据产品功能的不同，安全带可以分为**简易式安全带**、**紧急锁止式安全带**、**紧急锁止限力式安全带**、**预张紧限力式安全带**（单边和双边）、**电动安全带**。C-NCAP管理规则（2021版）将安全带是否具有**预张紧功能**作为重要的评分参考；**电动安全带**在传动安全带基础上集成ECU、电机等，可根据行驶状态判断危险发生可能性并及时收紧，危险解除则重回舒适性模式，市场前景广阔。

图表18：2016-2020年全球汽车安全带市场规模及增速



资料来源：Technavio Analysis，华经产业研究院，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表19：安全带分类

产品名称	产品功能
电动安全带	主动式电机预张紧
双边预张紧限力式安全带	双边预张紧、双边限力、紧急锁止
单边预张紧限力式安全带	单边预张紧、单边限力、紧急锁止
紧急锁止限力式安全带	单边限力、紧急锁止
普通紧急锁止式安全带	紧急锁止
简易式安全带	腰部固定

资料来源：公司招股书，立鼎产业研究网，中邮证券研究所

# 安全气囊：法规驱动产品形态多样化

- **安全气囊**是涉及机械、电子、纺织等多个领域的综合性产品，和安全带配合使用可以减少50%的死亡率，是事故后防护重要一环。
- **美国、印度强制法规对中欧汽车市场具有示范效应。**美国法律规定，自1998年起，其境内销售的汽车必须装配安全气囊。自2023年10月1日起，印度监管机构将强制所有新款车型加装侧气囊和气帘，此举将使单车气囊配置数量从2个提升至6个，在中国、欧洲市场引起的示范效应不可小觑。
- C-NCAP新规则（2021版）将被测样车是否配备侧面气帘作为重要评分项目。同时，新产品形态（膝部气囊、车顶帘式气囊、前中央气囊、行人保护气囊和外侧气囊等）的不断涌现将给安全气囊行业带来更多机会。

图表20：安全气囊效用评估

安全手段	死亡风险减少率
安全气囊+安全带	50%
仅安全气囊	13%

图表21：安全气囊布局设计



主/副驾气囊



膝部气囊



车顶帘式气囊



前中央气囊

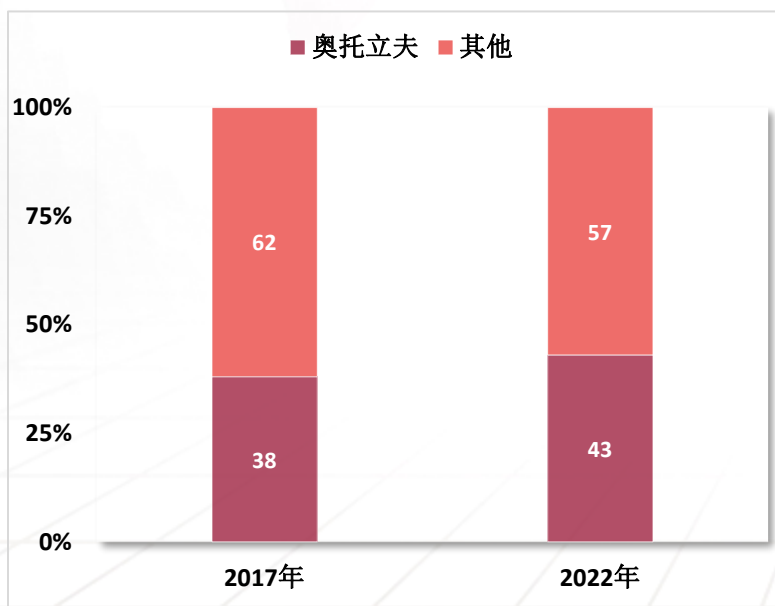


外侧气囊

# 市场参与主体相对集中，国内供应商方兴未艾

- **被动安全市场具有集中度高的特点**，全球前三大供应商奥托立夫、均胜电子、采埃孚合计占据全球约80%的市场份额。
- **总部位于瑞典的奥托利夫**是汽车安全领域无可争议的领导者，2022年全球市场份额高达43%，相较于2017年+5pct。
- **国内被动安全供应商方兴未艾**。目前国内被动安全厂商和外资厂商在产品性能上逐步靠拢，同时在成本上更显优势，本土主要厂商包括均胜电子，松原股份，重庆光大，金杯锦恒等。其中均胜电子通过收购美国KSS公司和日本高田公司资产进入汽车主被动安全业务领域，主要资产位于海外，2022年海外业务占比超过75%。

图表22：奥托立夫全球市场份额变化



资料来源：奥托立夫年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表23：国内主要被动安全供应商优势与客户情况

公司	主要产品	竞争优势	主要客户
松原股份	汽车安全带总成、安全气囊、方向盘等	客户关系牢固，前五客户对其收入贡献比58%。松原股份客户向外拓展合资、外资客户是实现国产替代的一大关键	吉利汽车、奇瑞汽车、长城汽车、上汽通用五菱、宇通客车等
均胜电子	汽车安全系统、汽车电子系统	市场份额高，品牌影响力大，被动安全技术垄断优势，抢占主动安全先机	奥迪、宝马、大众、福特日产、路虎、阿斯顿马丁、奔驰、丰田、马自达等
重庆光大	汽车安全带总成、汽车发动机飞轮总成、驱动盘总成等	入行时间长，具有品牌优势和地域优势	一汽、上汽、长安、东风日产、北汽、广汽、吉利、长城、奇瑞、比亚迪等
金杯锦恒	安全气囊、安全带及相关零部件产品	拥有外资资本和外资管理经验市场等	华晨金杯、奇瑞、一汽等

资料来源：东方财富网，公司官网，公司公告，中邮证券研究所

# 汽车被动安全行业具有高壁垒特征

- **被动安全系统产业行业壁垒较高**，主要体现在以下五个方面：技术方面能力要求高且研究周期长；资金方面固定资产投入大，运输速度要求高；认证方面准入门槛高且准入周期长；产品方面同步开发能力要求高，零部件供应商也需参加开发；先后关系方面先入者易于形成长期稳定客商关系。

图表24：被动安全零部件行业产业壁垒较高

<b>技术壁垒</b>	被动安全行业是集多种能力为一体的行业， <b>需要有多年积累和实践的专业人员进行研究、设计、仿真分析、验证才能开发成功</b> ，因此形成了较强的技术壁垒。
<b>资金壁垒</b>	一方面，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 <b>固定资产的投入</b> ；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， <b>需要在其附近建立仓库</b> ，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。
<b>认证壁垒</b>	汽车产业高度专业化，整车厂为提高竞争力、降低成本，对零部件实施精益化生产和管理，建立严格的供应商认证标准。零部件企业需满足质量要求，通过严格审核， <b>周期长且准入门槛高</b> ，形成长期稳定的合作关系，对新进入者构成高市场准入门槛。
<b>产品同步开发能力壁垒</b>	随着市场竞争激烈，汽车消费市场趋向节能环保和安全性能发展， <b>整车厂要求零部件供应商参与同步开发</b> ，对新进入者形成高开发能力壁垒。
<b>先发优势壁垒</b>	汽车零部件企业与整车厂建立稳定合作关系， <b>形成长期稳定供应</b> 。先进企业凭借合作优势，形成竞争力，新进入者难以威胁现有供应商，构成先发优势壁垒。

资料来源：首次公开发行股票招股说明书，中邮证券研究所

# 国内乘用车安全带市场价值量测算

- **前提设定：**对国内乘用车安全带市场价值量测算的假设：a) 前排电动安全带装配率不断提升，单价逐步下探；b) 后排预紧式安全带装配占比不断提升；c) 家庭用车需求旺盛，六座+七座乘用车占比不断提升。
- **市场价值量测算结果：**2023/2024/2025年国内乘用车安全带市场价值量分别为120.90/126.30/132.03亿元，2023-2025年CAGR=4.50%。

图表25：国内乘用车安全带市场价值量测算

	2022A	2023E	2024E	2025E
中国乘用车销量 (万辆)	2356.3	2474.12	2548.34	2624.79
五座乘用车占比, %	90.5%	90.0%	89.5%	89.0%
六座乘用车占比, %	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
七座乘用车占比, %	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
前排-电动安全带渗透率, %	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
前排-预紧限力式安全带渗透率, %	96.0%	95.0%	94.0%	93.0%
后排-预紧限力式安全带渗透率, %	56.0%	60.0%	64.0%	70.0%
后排-限力式安全带渗透率, %	44.0%	40.0%	36.0%	30.0%
电动安全带单价, 元/根	400	390	385	380
预紧限力式安全带单价, 元/根	100	100	100	100
限力式安全单价, 元/根	55	55	55	55
五座乘用车安全带市场价值量测算, 亿元	98.86	104.66	108.70	113.00
六座乘用车安全带市场价值量测算, 亿元	5.88	7.78	9.70	11.74
七座乘用车安全带市场价值量测算, 亿元	8.80	8.46	7.90	7.29
<b>国内乘用车安全带市场价值量测算, 亿元</b>	<b>113.54</b>	<b>120.90</b>	<b>126.30</b>	<b>132.03</b>

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 国内乘用车安全气囊市场价值量测算

- **前提设定：**对国内乘用车安全气囊市场价值量测算的假设：a) 前部正向主驾、副驾气囊装配率为100%；b) 侧气囊、侧气帘、膝部气囊、中央气囊、行人保护气囊的装配率不断提升；3) 各种类气囊单价不变。
- **市场价值量测算结果：**2023/2024/2025年国内乘用车安全气囊市场价值量分别为131.30/139.60/148.27亿元，2023-2025年CAGR=6.27%。

图表26：国内乘用车安全气囊市场价值量测算

	2022A	2023E	2024E	2025E
中国乘用车销量 (万辆)	2356.3	2474.12	2548.34	2624.79
前部正向主驾+副驾气囊渗透率, %	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
侧气囊渗透率, %	48.0%	50.0%	52.0%	54.0%
侧气帘渗透率, %	28.0%	30.0%	32.0%	34.0%
膝部气囊渗透率, %	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
中央气囊渗透率, %	5.0%	7.0%	9.0%	11.0%
行人保护气囊渗透率, %	0.5%	0.5%	1.0%	1.5%
前部正向气囊单价, 元/个	140	140	140	140
侧气囊单价, 元/个	110	110	110	110
侧气帘单价, 元/个	200	200	200	200
膝部气囊单价, 元/个	100	100	100	100
中央气囊单价, 元/个	120	120	120	120
行人保护气囊单价, 元/个	260	260	260	260
<b>国内乘用车安全气囊市场价值量测算, 亿元</b>	<b>121.33</b>	<b>131.30</b>	<b>139.60</b>	<b>148.27</b>

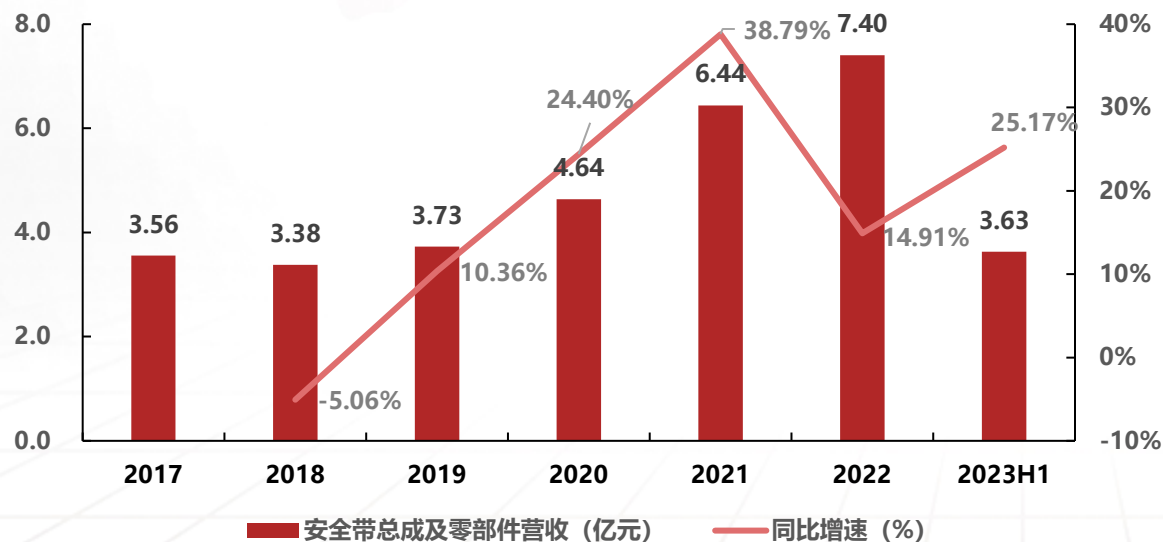
三

公司业务：安全带筑牢基本盘，气囊+方向盘  
进入收获期

# 成本优势+高端化，安全带业务稳中有升

- **安全带总成业务营收规模稳健向上。**公司安全带总成业务营收规模从2016年的3.56亿元提升至2022年的7.40亿元，CAGR=15.76%，呈稳定增长趋势。2023H1安全带总成业务实现营收3.63亿元，同比+25.17%，恢复较快增速。
- **零件自制化率高，安全带总成产品具备成本优势。**公司设有注塑事业部和冲压与压铸事业部，实现部分安全带零部件的自制生产，2023H1安全带总成业务毛利率为30.59%，2017-2022年毛利率均远超行业可比公司奥托立夫、均胜电子汽车安全系统板块，成本优势明显。

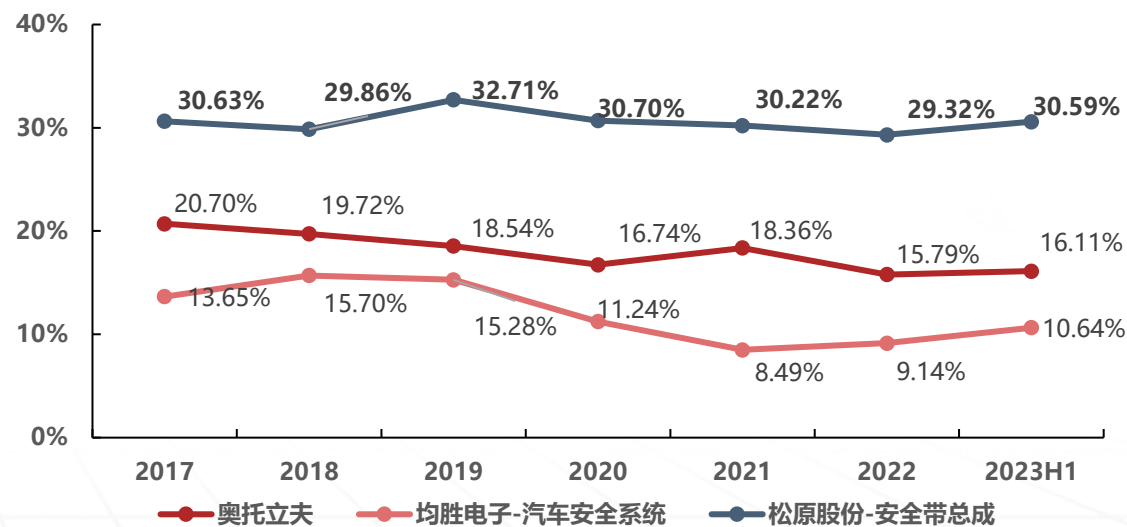
图表27：松原股份2017-2022年安全带总成营收及同比增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表28：松原股份安全带总成业务毛利率高于可比公司

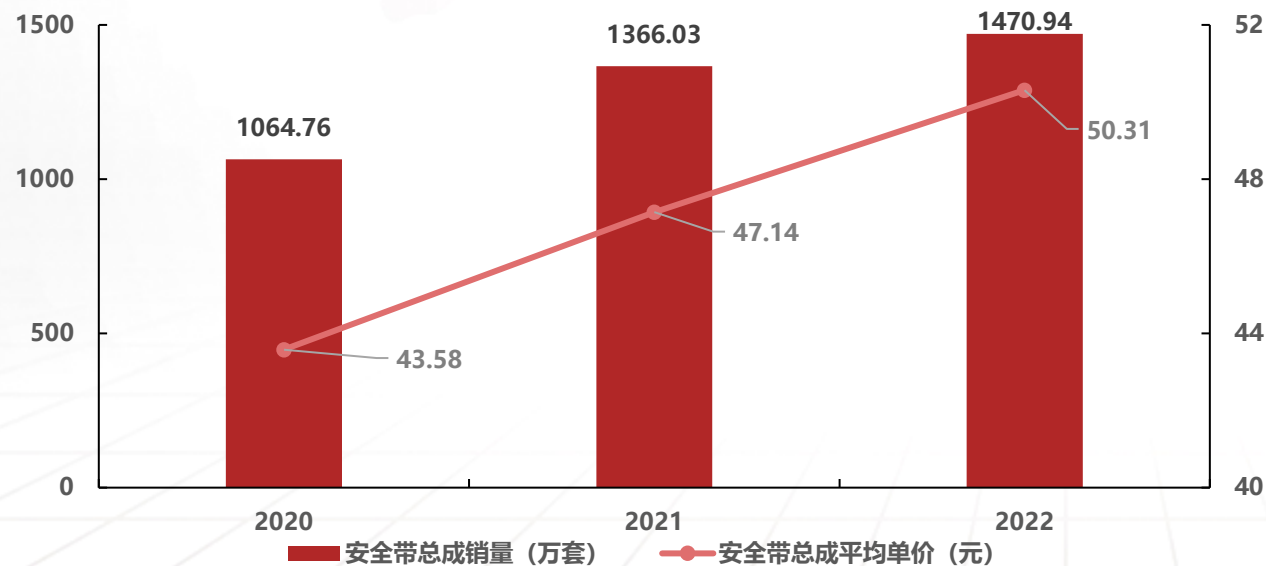


资料来源：公司公告，iFinD，中邮证券研究所

# 成本优势+高端化，安全带业务稳中有升

- **安全带总成产品量价齐升。** 公司安全带总成销量2020年的1064.76万套提升至2022年的1470.94万套，同期受益于高性能安全带销量占比提升，安全带总成平均单价由43.58元/套提升至50.31元/套。
- 公司在积极与客户同步开发项目的同时，重视新技术及更高价值量产品研发。当前正处于研发阶段的项目有：**1) 电机式预紧限力式安全带总成**，主要用于智能驾驶和新能源车，以及中高端车型，目标客户包括奇瑞汽车、东风乘用车、吉利汽车、理想等；**2) 下端片大预紧腰部约束装置总成**，可以有效防止碰撞过程中乘员下潜现象，提升保护性能，目标客户包括一汽大众、上汽大众等。

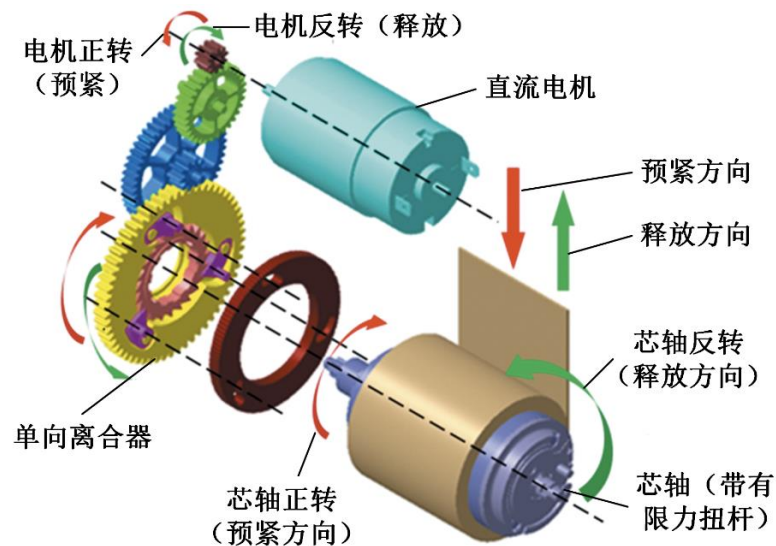
图表29：松原股份2020-2022年安全带总成销量及平均单价



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表30：带有电机的预紧安全带结构构成



资料来源：《集成主被动式安全带的性能评估及优化分析》宋志强等，中邮证券研究所

# 拓客顺利+产能提升，气囊方向盘开始贡献稳定营收

- 公司依托在安全带领域与长期客户形成的良好合作关系，切入客户在安全气囊、方向盘等领域供应链，实现**安全带+安全气囊+方向盘配套供应**。目前已为上汽通用五菱、奇瑞、吉利、合众部分车型供货，预计2023年7-12月实现安全气囊及方向盘新增订单分别为149.43万套、31.11万套，对应金额分别为1.66亿元、0.63亿元。
- 公司在做好已配套客户项目产品的基础上，进一步加大新产品的研制和开发力度，**丰富安全气囊、方向盘产品类型**，如四气囊/多气囊、侧气囊/膝部气囊/头部气囊、方向盘的HOD功能、电加热功能、马达提醒功能，满足不同客户的需求。

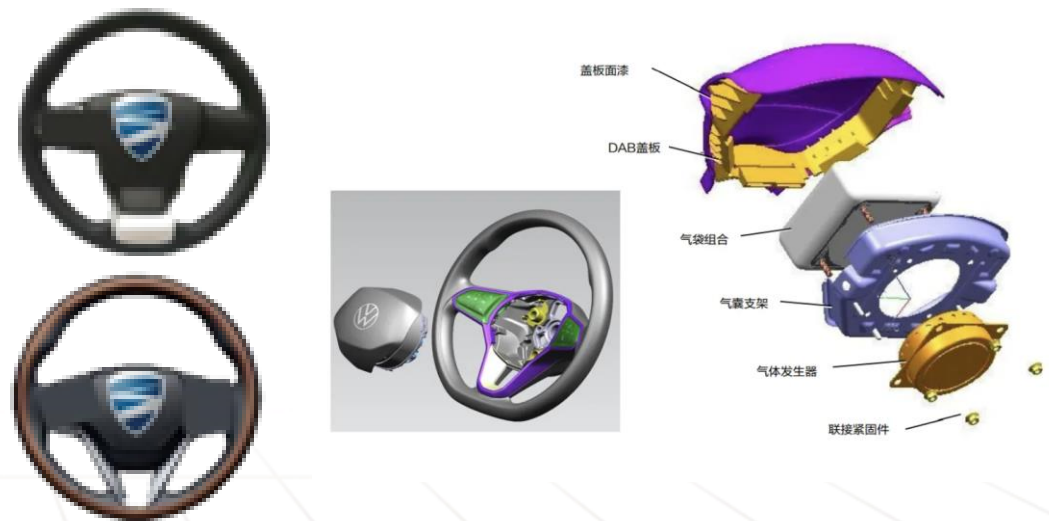
图表31：气囊+方向盘配套下游客户及车型

配套客户	具体车型
上汽通用五菱	五菱宏光MINI、五菱星驰
奇瑞	奇瑞QQ冰淇淋
吉利	第四代帝豪
合众	合众哪吒V

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表32：PU方向盘(左上) 牛皮方向盘(左下) 气囊方向盘(中+右)

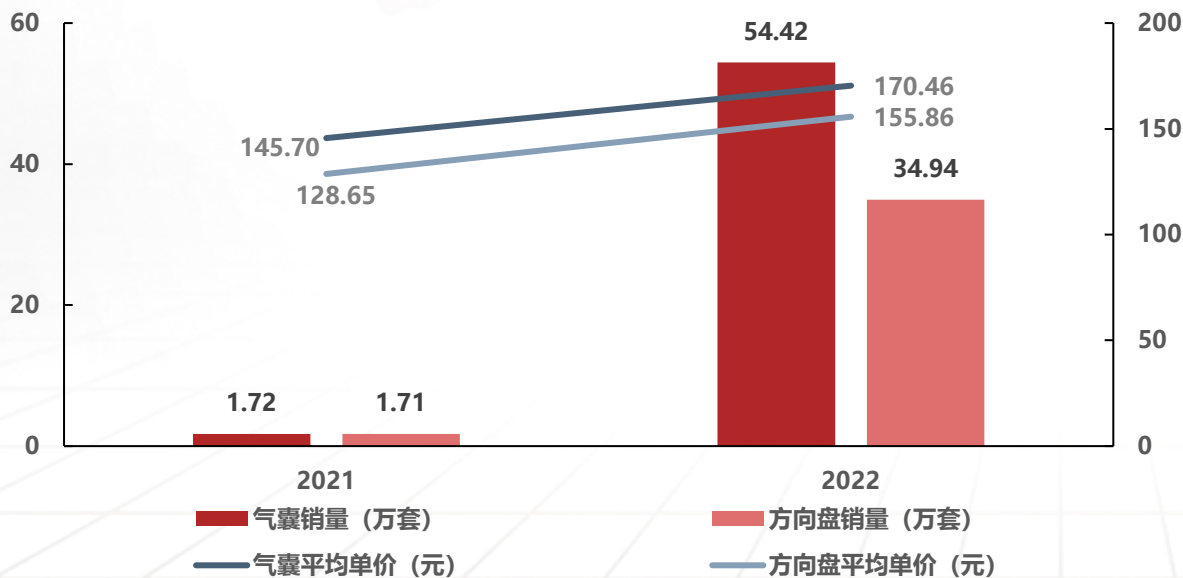


资料来源：公司公告，一汽大众知乎账号，中邮证券研究所

# 拓客顺利+产能提升，气囊方向盘开始贡献稳定营收

- 2022年是公司批量生产汽车安全气囊、方向盘的首个完整年度，该新业务占报告期内公司营业收入比重约为14.84%。2022年气囊、方向盘平均销售单价为170元/套、156元/套，比2021年小批量供货期有所提升。
- 气囊方向盘业务正处于爬坡阶段，单位成本压力较大，短期内不会对业绩产生明显影响。2022年，公司已形成安全气囊、方向盘产能150万套/年、68万套/年。未来，随着业务拓展及规模效应的体现，盈利能力也将得到边际改善。

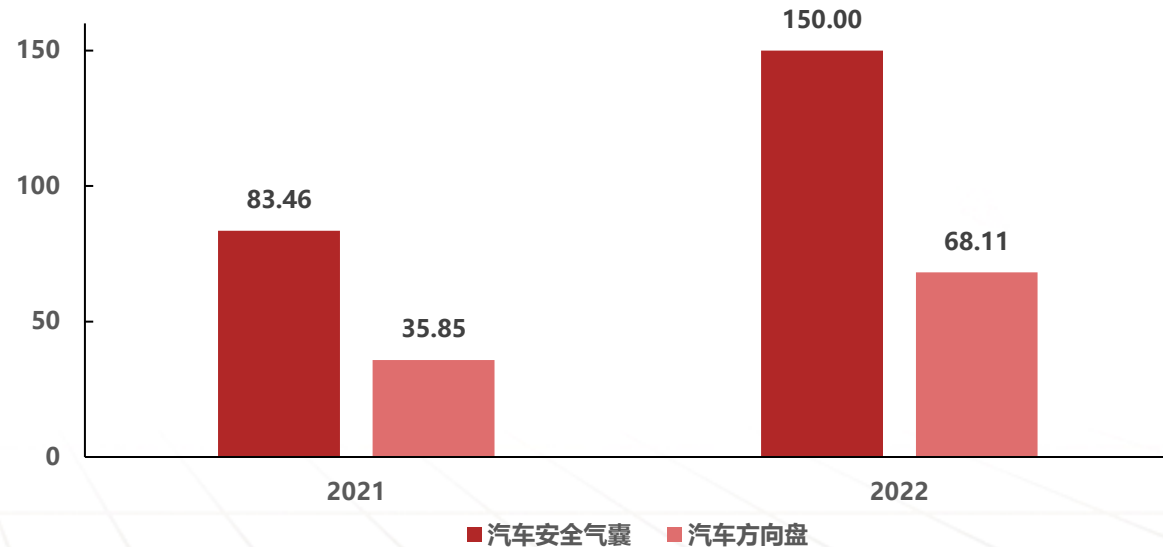
图表33：松原股份2021-2022年气囊、方向盘销量及平均单价



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表34：松原股份2021-2022年气囊、方向盘产能（万套/年）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 四

## 盈利预测及投资建议

## ■ 安全带总成及零部件业务：

公司安全带业务大客户营收规模稳定，受益于汽车安全标准、汽车第三方测评体系要求不断提高，安全带产品向高端化演进，终端需求有望持续保持旺盛，公司正积极开展中高端车型安全带配套布局，提升市占率。

预计2023-2025年公司安全带总成及零部件业务收入9.25/13.03/16.91亿元，同比+25%/+41%/+30%；预计2023-2025年安全带总成及零部件毛利率保持稳定，分别为31%、31%、33%。

## ■ 汽车安全气囊+方向盘业务：

汽车安全气囊、方向盘是公司新拓展业务板块，目前已与吉利汽车、上汽通用五菱、奇瑞汽车、神龙汽车、北汽福田、合众汽车等客户进行项目开发合作，已为第四代帝豪、五菱星驰、五菱MINI、奇瑞QQ冰激淋、合众哪吒V等车型配套供货。

预计2023-2025年安全气囊+方向盘业务收入2.40/3.41/5.50亿元，同比+63%/+42%/+61%；预计2023-2025年安全气囊毛利率分别为20%、21%、23%，方向盘毛利率分别为18%、17%、19%。

## ■ 其他业务：

公司其他业务主要包括特殊座椅安全装置、废料销售等，预计随着公司业务规模不断扩大，本业务板块也将实现增长。

预计2023-2025年其他业务收入1.08/1.12/1.18亿元，毛利率分别为58%、57%、59%。

图表35：松原股份各业务业绩预测（单位：百万元）

安全带总成及零部件	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	464.18	644.01	739.57	925.11	1303.08	1691.05
yoy	24.46%	38.74%	14.84%	25.09%	40.86%	29.77%
营业成本	321.66	449.37	522.75	639.62	895.48	1133.17
毛利率	30.70%	30.22%	29.32%	30.86%	31.28%	32.99%
<b>安全气囊</b>						
营业收入		2.51	92.76	160.34	206.92	303.83
yoy			3601.50%	72.84%	29.05%	46.83%
营业成本		1.89	75.86	127.77	163.27	234.13
毛利率		24.76%	18.22%	20.31%	21.10%	22.94%
<b>方向盘</b>						
营业收入		2.20	54.46	79.37	134.28	245.86
yoy			2375.39%	45.75%	69.19%	83.09%
营业成本		1.85	45.05	65.19	111.48	199.47
毛利率		15.79%	17.28%	17.87%	16.98%	18.87%
<b>其他业务</b>						
营业收入	71.74	96.36	105.08	108.20	111.50	117.80
yoy	-22.07%	34.32%	9.04%	2.97%	3.05%	5.65%
营业成本	29.69	42.57	43.83	45.90	47.69	48.69
毛利率	58.62%	55.83%	58.29%	57.58%	57.23%	58.67%
<b>营业总收入</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入	535.92	745.08	991.87	1273.01	1755.77	2358.53
yoy	15.00%	39.00%	33.12%	28.34%	37.92%	34.33%
营业成本	351.34	498.48	687.49	878.48	1217.91	1615.45
毛利率	34.44%	33.10%	30.69%	30.99%	30.63%	31.51%

- 松原股份自成立以来深耕汽车被动安全零部件领域，目前已经积累了深厚的客户基础，未来有望凭借整体配套优势、服务响应优势以及成本优势，在国产替代市场展现强势竞争力，我们长期看好松原股份成长空间与前景。
- **预计公司2023-2025年归母净利润分别是1.86/2.44/3.50 亿元，EPS为0.82/1.08/1.55元/股，当前股价对应PE为27/21/14倍。** 选取均胜电子、星宇股份、新泉股份、上声电子为可比公司，参考可比公司2023年平均估值水平33倍PE，首次覆盖，给予松原股份“买入”评级。

图表36：可比公司估值比较

公司代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600699.SH	均胜电子	18.74	0.68	0.94	1.28	27.56	19.94	14.64
601799.SH	星宇股份	149.01	4.14	5.52	7.00	35.99	26.99	21.29
603179.SH	新泉股份	51.77	1.62	2.24	2.91	31.96	23.11	17.79
688533.SH	上声电子	40.28	1.10	1.70	2.38	36.62	23.69	16.92
平均值						33.03	23.43	17.66
300893.SZ	松原股份	22.39	0.82	1.08	1.55	27.19	20.72	14.45

资料来源：iFinD，中邮证券研究所（备注：股价截至2023/09/05，可比公司盈利预测选取自iFind一致预期。）

五

风险提示

# 风险提示

- 汽车销量不及预期
- 行业竞争加剧
- 新客户拓展不及预期
- 原材料价格波动风险

# 附录：松原股份财务报表和主要财务比率

财务报表和主要财务比率					主要财务比率				
财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	991.87	1,273.01	1,755.77	2,358.53	营业收入	33.12%	28.34%	37.92%	34.33%
营业成本	710.33	878.48	1,217.91	1,615.45	营业利润	-3.55%	67.19%	31.48%	43.59%
税金及附加	4.07	6.41	7.98	10.76	归属于母公司净利润	6.09%	57.39%	31.22%	43.39%
销售费用	28.06	41.60	59.17	76.65	<b>获利能力</b>				
管理费用	59.84	79.19	114.83	148.82	毛利率	28.39%	30.99%	30.63%	31.51%
研发费用	56.07	72.05	97.50	132.59	净利率	11.90%	14.59%	13.89%	14.82%
财务费用	2.11	0.00	0.00	0.00	ROE	13.51%	17.75%	18.89%	21.31%
资产减值损失	-2.72	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.43%	13.67%	15.21%	17.90%
营业利润	121.95	203.90	268.09	384.93	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	43.52%	41.27%	40.37%	39.39%
营业外支出	0.85	1.19	1.39	1.14	流动比率	1.64	1.70	1.71	1.80
利润总额	121.11	202.71	266.70	383.79	<b>营运能力</b>				
所得税	3.07	16.93	22.91	34.23	应收账款周转率	2.88	2.74	2.89	2.85
净利润	118.04	185.78	243.79	349.56	存货周转率	5.14	5.06	5.44	5.30
归母净利润	118.04	185.78	243.79	349.56	总资产周转率	0.75	0.76	0.89	0.97
每股收益(元)	0.52	0.82	1.08	1.55	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.52	0.82	1.08	1.55
货币资金	108.11	33.94	-48.83	-99.83	每股净资产	3.87	4.64	5.72	7.27
交易性金融资产	0.73	0.73	0.73	0.73	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	410.81	516.90	698.15	957.44	PE	42.79	27.19	20.72	14.45
预付款项	7.09	27.58	36.02	38.20	PB	5.78	4.83	3.91	3.08
存货	237.88	265.71	379.38	510.95	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	880.49	1,006.89	1,250.77	1,662.27	净利润	118.04	185.78	243.79	349.56
固定资产	431.06	496.54	580.02	668.90	折旧和摊销	38.71	51.75	63.90	82.56
在建工程	114.66	149.25	187.37	217.09	营运资本变动	-127.86	-144.93	-188.54	-270.21
无形资产	75.31	88.06	104.49	116.67	其他	32.41	8.71	2.57	4.26
非流动资产合计	665.98	775.15	913.17	1,043.52	经营活动现金流净额	61.30	101.31	121.73	166.17
资产总计	1,546.47	1,782.04	2,163.94	2,705.79	资本开支	-286.22	-166.03	-203.79	-214.77
短期借款	210.21	210.21	210.21	210.21	其他	62.14	3.13	-0.71	-2.40
应付票据及应付账款	298.95	319.87	449.04	621.24	投资活动现金流净额	-224.08	-162.90	-204.49	-217.17
其他流动负债	28.28	62.99	71.94	92.03	股权融资	0.00	9.76	0.00	0.00
流动负债合计	537.44	593.08	731.19	923.48	债务融资	210.76	0.00	0.00	0.00
其他	135.54	142.31	142.31	142.31	其他	-95.89	-22.45	0.00	0.00
非流动负债合计	135.54	142.31	142.31	142.31	筹资活动现金流净额	114.87	-12.70	0.00	0.00
负债合计	672.98	735.39	873.50	1,065.79	现金及现金等价物净增加额	-48.66	-74.17	-82.77	-51.00
股本	225.00	225.60	225.60	225.60					
资本公积金	277.28	286.44	286.44	286.44					
未分配利润	317.95	453.48	660.70	957.83					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	53.27	81.13	117.70	170.13					
所有者权益合计	873.50	1,046.65	1,290.44	1,640.00					
负债和所有者权益总计	1,546.47	1,782.04	2,163.94	2,705.79					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

白宇 (首席分析师)

SAC编号: S1340523040001

邮箱: baiyu@cnpsec.com

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中邮证券**

CHINA POST SECURITIES