

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	26.20
总股本/流通股本(亿股)	2.26 / 1.13
总市值/流通市值(亿元)	59 / 29
52 周内最高/最低价	35.96 / 21.29
资产负债率(%)	43.5%
市盈率	50.38
第一大股东	胡铲明

研究所

分析师: 白宇
SAC 登记编号: S1340523040001
Email: baiyu@cnpsec.com

松原股份(300893)

23Q3 营收、利润双提速，盈利能力修复明显

● 投资要点

事件：公司发布 2023 年第三季度报告。23 年前三季度实现营收 8.15 亿元，同比+16.17%，扣非后归母净利润 1.10 亿元，同比+40.98%。其中，Q3 单季度实现营收 3.45 亿元，同比+24.15%，扣非后归母净利润 0.54 亿元，同比+53.02%，单季度营收、利润均实现快速增长。

一、下游客户销量稳中有升+多产品线加载，23Q3 营收规模同环比扩大。23 年 Q1/Q2/Q3 分别实现营收 2.26/2.45/3.45 亿元，同比分别+2.16%/+20.50%/+24.15%，Q3 环比+40.82%，增速逐季提升明显。进入下半年以来，奇瑞、吉利等公司主要下游客户汽车销量表现亮眼，从而推动公司产品配套量快速增加；此外，公司已实现安全带总成、安全气囊、方向盘三个汽车被动安全系统模块的批量生产及配套，多产品线同步加载提升了单车配套价值量；对比同行业，公司产品有较为显著的成本优势，行业降本压力环境下，作为唯一一个自主突围的汽车被动安全上市企业，公司产品品牌竞争力及市占率将持续提升。

二、毛利率同环比提升，盈利能力向好势头有望延续。23Q3 单季度毛利率 32.64%，同比+2.63pct，环比+2.53pct；23Q3 单季度净利率 15.69%，同比+2.96pct，环比+3.19pct。23Q3 公司总费用率为 11.77%，同比-1.74pct，环比-3.96pct。伴随公司气囊方向盘产品持续放量，规模效应将逐步凸显，盈利能力有望进一步得到改善。

● 投资策略：

公司是国内领先的汽车被动安全产品一级供应商，所处赛道竞争格局清晰、壁垒较高。经过多年发展，公司已拥有行业领先的技术储备，且在持续拓展下游优质客户方面具有较大潜力和优势。

预计公司 23/24/25 年实现营收 12.73/17.56/23.59 亿元，归母净利润 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 32/24/17 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示：

新车销量不及预期；行业竞争加剧；新客户拓展不及预期；原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	992	1273	1756	2359
增长率(%)	33.12	28.34	37.92	34.33
EBITDA（百万元）	165.59	254.46	330.60	466.35
归属母公司净利润（百万元）	118.04	185.78	243.79	349.56
增长率(%)	6.09	57.39	31.22	43.39
EPS(元/股)	0.52	0.82	1.08	1.55
市盈率（P/E）	50.07	31.82	24.25	16.91
市净率（P/B）	6.77	5.64	4.57	3.60
EV/EBITDA	37.79	24.36	19.00	13.58

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	992	1273	1756	2359	营业收入	33.1%	28.3%	37.9%	34.3%
营业成本	710	878	1218	1615	营业利润	-3.5%	67.2%	31.5%	43.6%
税金及附加	4	6	8	11	归属于母公司净利润	6.1%	57.4%	31.2%	43.4%
销售费用	28	42	59	77	获利能力				
管理费用	60	79	115	149	毛利率	28.4%	31.0%	30.6%	31.5%
研发费用	56	72	97	133	净利率	11.9%	14.6%	13.9%	14.8%
财务费用	2	0	0	0	ROE	13.5%	17.7%	18.9%	21.3%
资产减值损失	-3	0	0	0	ROIC	10.4%	13.7%	15.2%	17.9%
营业利润	122	204	268	385	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	43.5%	41.4%	40.5%	39.5%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	1.64	1.68	1.70	1.79
利润总额	121	203	267	384	营运能力				
所得税	3	17	23	34	应收账款周转率	2.88	2.74	2.89	2.85
净利润	118	186	244	350	存货周转率	5.14	5.06	5.44	5.30
归母净利润	118	186	244	350	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	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.52	0.82	1.08	1.55
货币资金	108	25	-58	-109	每股净资产	3.87	4.65	5.73	7.28
交易性金融资产	1	1	1	1	估值比率				
应收票据及应收账款	411	517	698	957	PE	50.07	31.82	24.25	16.91
预付款项	7	28	36	38	PB	6.77	5.64	4.57	3.60
存货	238	266	379	511	现金流量表				
流动资产合计	880	998	1241	1653	净利润	118	186	244	350
固定资产	431	497	580	669	折旧和摊销	39	52	64	83
在建工程	115	149	187	217	营运资本变动	-128	-145	-189	-270
无形资产	75	88	104	117	其他	32	13	3	4
非流动资产合计	666	792	930	1060	经营活动现金流净额	61	106	122	166
资产总计	1546	1790	2172	2713	资本开支	-286	-166	-204	-215
短期借款	210	210	210	210	其他	62	-13	-1	-2
应付票据及应付账款	299	320	449	621	投资活动现金流净额	-224	-179	-204	-217
其他流动负债	28	63	72	92	股权融资	0	11	0	0
流动负债合计	537	593	731	923	债务融资	211	0	0	0
其他	136	148	148	148	其他	-96	-22	0	0
非流动负债合计	136	148	148	148	筹资活动现金流净额	115	-11	0	0
负债合计	673	741	879	1072	现金及现金等价物净增加额	-49	-83	-83	-51
股本	225	226	226	226					
资本公积金	277	288	288	288					
未分配利润	318	453	661	958					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	53	81	118	170					
所有者权益合计	873	1048	1292	1642					
负债和所有者权益总计	1546	1790	2172	2713					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

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

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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。

中邮证券研究所

北京

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

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

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