

松原股份（300893.SZ）

汽车安全带国产领军企业，品类拓展加速自主崛起

买入

核心观点

汽车安全带优质国产企业，盈利能力强。松原股份主营业务包含安全带总成及零部件、汽车安全气囊、方向盘、特殊座椅安全装置等产品，2023 上半年四大产品收入占总营收比重分别为 77%、9%、5%、5%。公司 2001 年成立至今专注于汽车被动安全领域，胡氏父子管理的宁波民企，经营架构简单高效，致力于汽车被动安全自主品牌的发展，2022 年公司营收 9.9 亿元，按销量统计在国内乘用车安全带市场占有率约为 12.6%。得益于安全带总成成为平台件，公司的高自制率，以及较强的成本管控能力，公司盈利能力较强，2023 年前三季度毛利率 31.7%，销售净利率达 14.4%，优于同业。

被动安全行业国内乘用车市场规模约 400 亿元，呈现提升趋势。被动安全行业（安全气囊、方向盘、安全带的统称）在车企竞争加剧、电动智能化升级、6-7 座中大型汽车占比提升的背景下，单车用量和价值量有望持续提升，国内乘用车被动安全行业市场空间 2023 年预计约 400 亿元（22-25 年 CAGR 约为 10%）。公司原有业务以低价值量的安全带为主，2018 年成立安全气囊及方向盘事业部，受益于被动安全系统配置升级与客户结构拓展，**单车价值量从 200 元左右，部分车型提升至 500-800 元，进一步向单车 1000-1500 元提升**，公司安全气囊和方向盘业务开始放量，向被动安全系统供应商升级。

自主崛起大势所趋，被动安全国产供应商跟随中国品牌车企发展。2022 年全球乘用车被动安全市场规模超 1000 亿元，被动安全行业为寡头市场，龙头奥托立夫约占全球 43% 份额，松原股份约占全球不到 1% 份额，规模尚小。受益于自主品牌车企崛起和全球化，成本优势显著、响应服务速度快的国产零部件厂商有望跟随国产车企崛起。松原股份已配套吉利、奇瑞、五菱等，拓展比亚迪、华为智选、新势力、合资外资等新客户，可转债申请已获证监会同意注册批复，扩充安全气囊、方向盘等产能，随产能投放与订单放量，预计将持续扩大公司的市场占有率。

盈利预测与估值：首次覆盖，给予“买入”评级。公司随着新增产能释放与客户导入，业绩将进入快速增长期，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润 1.85/2.52/3.43 亿元，同比分别为 56%/36%/36%。给予公司一年期（2024 年）目标估值区间 32-36 元，对应 2024 年 PE 为 29-32 倍，相较于当前股价还有 11%-25% 的溢价空间，给予买入评级。

风险提示：汽车行业销量不及预期风险、客户拓展不及预期风险、原材料价格上涨风险、限售股份解禁减持风险、技术风险等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	745	992	1,249	1,724	2,328
(+/-%)	39.0%	33.1%	25.9%	38.1%	35.0%
净利润(百万元)	111	118	185	252	343
(+/-%)	23.6%	6.1%	56.3%	36.3%	36.2%
每股收益(元)	0.74	0.52	0.82	1.12	1.52
EBIT Margin	16.9%	13.5%	17.7%	17.7%	17.7%
净资产收益率 (ROE)	14.4%	13.5%	18.4%	21.3%	24.2%
市盈率 (PE)	38.7	54.8	35.1	25.8	18.9
EV/EBITDA	30.9	42.9	26.7	20.6	16.2
市净率 (PB)	5.58	7.40	6.47	5.50	4.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人：王少南

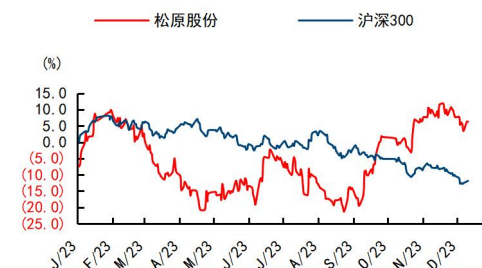
021-60375446

wangshaonan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	32.00 - 36.00 元
收盘价	28.74 元
总市值/流通市值	6484/3233 百万元
52 周最高价/最低价	30.70/20.93 元
近 3 个月日均成交额	51.55 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

松原股份：优质的国产被动安全供应商	5
专注于汽车被动安全业务	5
安全带价值量升级，新增安全气囊与方向盘业务带动公司单车价值量提升	11
产业链流程较长，高自制率保障盈利能力	13
被动安全寡头市场，自主崛起迎来国产替代契机	16
被动安全全球千亿市场，全球 CR3 占 90%左右市场份额	17
自主崛起，核心供应商受益于国产替代浪潮	22
财务分析	25
盈利预测	27
假设前提	27
未来 3 年业绩预测	28
估值与投资建议	29
绝对估值	29
相对估值	30
投资建议	30
风险提示	31
附表：财务预测与估值	33
免责声明	34

图表目录

图 1: 松原股份产品系列规划	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年三季报)	6
图 3: 公司营业结构	7
图 4: 公司安全带总成产品	7
图 5: 公司营业收入及增速	7
图 6: 公司归母净利润及增速	7
图 7: 汽车安全带总成单价 (元/套)	11
图 8: 安全气囊、方向盘单价 (元/套)	11
图 9: 公司毛利率及净利率	14
图 10: 公司主要产品毛利率	14
图 11: 公司直接材料占营业成本比重	14
图 12: 主要原材料采购金额占比	14
图 13: 安全带总成	16
图 14: 安全气囊系统工作原理	16
图 15: 被动安全系统构成	18
图 16: 被动安全配置与人均 GDP 正相关	18
图 17: 乘用车分品类销量占比	19
图 18: 不同级别车型大类增速、销量 (2023 年 1-10 月)	19
图 19: 理想 L7 安全气囊配置	19
图 20: 理想销量变化	19
图 21: 被动安全单车价值 (分区域)	20
图 22: 2022 年被动安全市占率	20
图 23: 自主乘用车占比提升	22
图 24: 分品牌乘用车批发销量市占率变化	23
图 25: 乘联会全国乘用车价格指数监测: 均价 (元)	23
图 26: 乘联会全国乘用车价格指数监测: 优惠额度 (元)	23
表 1: 公司管理层	6
表 2: 各公司客户结构	8
表 3: 公司现有客户以及潜在客户情况	8
表 4: 公司主要研发投入: 产品研发	9
表 5: 公司主要研发投入: 客户拓展	10
表 6: 股权激励计划	10
表 7: 公司募投资金产能布局	12
表 8: 公司安全气囊、方向盘产能规划 (截至 2022 年 12 月 31 日)	12
表 9: 公司安全带组件设计专利 (部分)	13
表 10: 原材料总成本波动对毛利率、净利润的敏感性分析 (以 2022 年度为例)	15

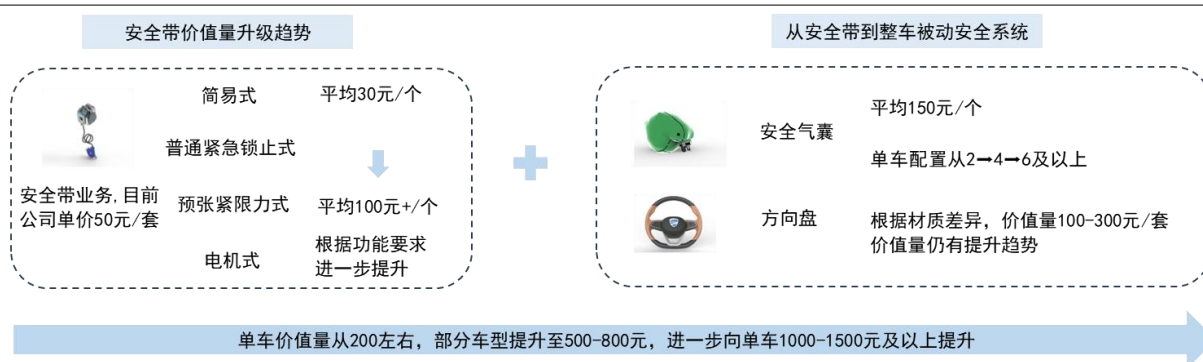
表 11: 部分车型安全气囊配置情况	17
表 12: 被动安全系统单车配套价值量情况	18
表 13: 被动安全市场价值量 (亿元)	21
表 14: 公司已认证并量产的汽车安全气囊和方向盘客户与对应项目数量	24
表 15: 已通过客户认证并进入定点开发阶段尚未量产的安全气囊和方向盘预估销售情况 (部分)	24
表 16: 主要可比公司收入对比 (亿元)	25
表 17: 主要可比公司销售毛利率对比	25
表 18: 主要可比公司销售净利率对比	25
表 19: 主要可比公司固定资产周转率对比	26
表 20: 主要可比公司存货周转率对比	26
表 21: 主要可比公司应收账款周转率对比	26
表 22: 主要可比公司资产负债率对比	26
表 23: 公司营收及毛利率拆分 (亿元, %)	28
表 24: 未来三年盈利预测表 (百万元)	28
表 25: 公司盈利预测假设条件 (%)	29
表 26: 资本成本假设	29
表 27: FCFF 估值表	29
表 28: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	30
表 29: 相对估值表 (20231212)	30

松原股份：优质的国产被动安全供应商

专注于汽车被动安全业务

松原股份前身为余姚市博一汽车配件有限公司，成立于 2001 年，后更名为余姚市松原汽车安全装置有限公司。2016 年 7 月更名为浙江松原汽车安全系统有限公司。公司早期聚焦于安全带业务，公司的安全带产品具备紧急锁止、单边和双边预张紧、限力、噪音抑制、防反锁等功能，并于 2018 年成立安全气囊及方向盘事业部，完善被动安全产品布局，开始向被动安全系统供应商转型，2022 年公司营收达到 9.92 亿元，2016-2022 年 CAGR=15%，公司 2022 年归母净利润 1.18 亿元，2016-2022 年 CAGR=13%，2022 年毛利率 28.39%。

图 1：松原股份产品系列规划



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理及预测

公司股权结构集中，胡钊明、沈燕燕和胡凯纳为实际控制人（实控人合计持股比例 73.6%）。胡钊明、沈燕燕为夫妻关系，胡凯纳系胡钊明与沈燕燕之子，胡钊明任公司董事长，胡凯纳担任公司总经理。公司实控人系基层出身，胡钊明曾就职于余姚市保安器材厂任厂长，2001 年至 2003 年就职于博一汽车（公司前身）任总经理；2016 年 12 月至今，就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司，任董事长。公司前身博一汽车配件有限公司系沈燕燕出资设立，沈燕燕曾任余姚市空压机配件厂仓库主管，牟山汽车附件厂财务主管，余姚市博一汽车配件有限公司执行董事，余姚市松原汽车安全装置有限公司财务经理，现任宁波奥维萨汽车部件有限公司监事。

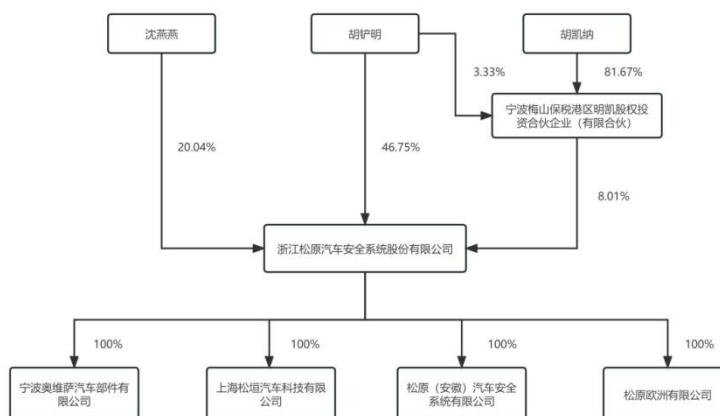
表 1: 公司管理层

姓名	出生年份	职位	履历
胡钊明	1964	董事长、董事	2003 年 4 月至 2015 年 4 月, 就职于余姚市松原汽车安全装置有限公司, 任总经理; 2015 年 4 月至 2016 年 12 月, 就职于浙江松原汽车安全系统有限公司, 任总经理; 2015 年 12 月至今, 兼任宁波奥维萨汽车部件有限公司执行董事; 2016 年 12 月至今, 就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司, 任董事长。
胡凯纳	1988	副董事长、董事、总经理	本科学历。2013 年 10 月至 2015 年 4 月, 就职于余姚市松原汽车安全装置有限公司, 任外贸经理; 2015 年 4 月至 2016 年 12 月, 就职于浙江松原汽车安全系统有限公司, 任外贸总监; 2016 年 12 月至 2022 年 12 月, 就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司, 任总经理、董事; 2022 年 12 月至今就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司, 任副董事长。
李可雷	1979	董事、副总经理、营销总经理	本科学历, 国家高级生产运作管理师。2014 年 9 月至 2015 年 4 月, 就职于余姚市松原汽车安全装置有限公司, 任副总经理; 2015 年 4 月至 2016 年 12 月, 就职于浙江松原汽车安全系统有限公司, 任副总经理; 2016 年 12 月至今, 就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司, 任副总经理、董事。
沈燕燕	1963	董事	2003 年 4 月至 2015 年 4 月, 就职于余姚市松原汽车安全装置有限公司, 任财务部经理; 2015 年 4 月至 2016 年 12 月, 就职于浙江松原汽车安全系统有限公司, 任总经理办工作人员; 2016 年 12 月至 2019 年 4 月, 就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司, 任总经理办工作人员; 2015 年 12 月至今, 就职于宁波奥维萨汽车部件有限公司, 任监事; 2020 年 10 月至今, 就职于亦善(浙江)数据科技有限公司, 任监事。
郭小平	1980	财务总监	本科学历, 中级会计师。工作经历: 2003 年 7 月至 2012 年 7 月, 任双林集团苏州双林塑胶电子有限公司财务部经理; 2012 年 7 月至 2022 年 7 月, 任敏实集团金属饰条产品线财务部高级经理; 2022 年 7 月至 2023 年 5 月, 任苏州迅镭激光科技有限公司财务总监; 2023 年 6 月至今, 就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司。
赵轰	1986	副总经理、技术总监	本科学历, 2008 年 2 月至 2015 年 4 月, 就职于余姚市松原汽车安全装置有限公司, 任技术经理; 2015 年 4 月至 2016 年 12 月, 就职于浙江松原汽车安全系统有限公司, 任技术经理; 2016 年 12 月至 2021 年 10 月, 就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司, 任技术总监。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司子公司包括宁波奥维萨汽车部件有限公司（持股比例 100%）、上海松垣汽车科技有限公司（持股比例 100%）、松原(安徽)汽车安全系统有限公司（持股比例 100%）和松原欧洲股份有限公司（持股比例 100%）。

图 2: 公司股权结构（截至 2023 年三季报）

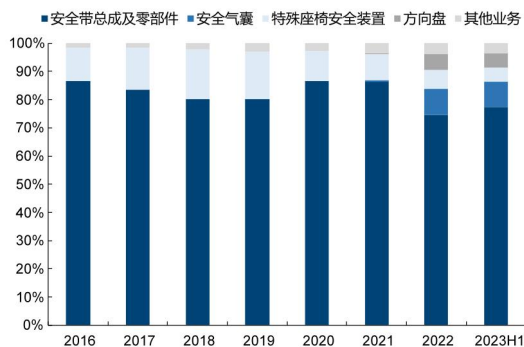


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司目前主要产品包含安全带总成及零部件、汽车安全气囊、汽车方向盘、特殊座椅安全装置等, 2023 上半年实现营收 4.70 亿元, 同比增长 11%, 四大产品占营收比重分别为 77%、9%、5%、5%。

公司安全带产品包括单边/双边预张紧限力式安全带、紧急锁止限力式安全带、普通紧急锁止式安全带、简易式安全带。汽车安全带总成产品由织带（包括肩带及腰带）、卷收器、带（锁）扣组件、高度调节器以及其他部件组成。其中卷收器提供了紧急锁止、预张紧、限力等功能，对应不同的产品级别。特殊座椅安全装置主要用于车载轮椅、儿童座椅、农用机械座椅等。

图3：公司营业结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司安全带总成产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司2018年成立安全气囊及方向盘事业部，2021年安全气囊、方向盘业务开始放量。2021年公司的安全气囊、方向盘业务已与吉利汽车、上汽通用五菱、奇瑞汽车、北汽福田、合众汽车等进行合作开发，2021年当年安全气囊收入251万元、方向盘收入220万元，客户相对单一，主要为五菱宏光MINI、奇瑞QQ冰淇淋车型配套供货。

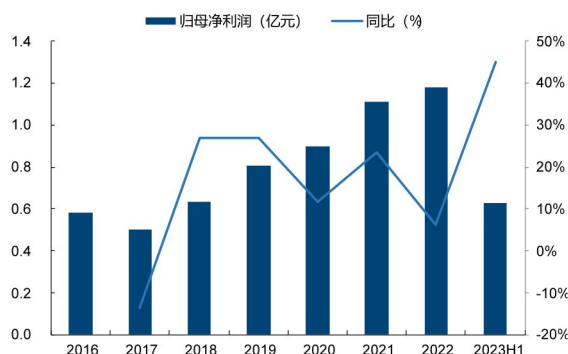
2022年安全气囊收入9276万元、方向盘收入5446万元，2022年公司已为第四代帝豪、五菱星驰、五菱MINI、奇瑞QQ冰淇淋、合众哪吒V等车型配套供货。从销量角度，2022年度公司安全气囊和方向盘主要供应车型为五菱MINI EV，公司安全气囊对该车型的销售量占该业务的36.50%，方向盘对该车型的销售量占该业务的54.13%，因此产销受到该车型销量影响较大，2023年上半年受到上汽通用五菱产销下行影响，营收增速有所下行。

图5：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

客户结构方面，公司客户主要为吉利汽车、奇瑞控股、长城汽车、上汽通用五菱、宇通客车、一汽集团等，2023年上半年上汽通用五菱产销下滑较多，对应2023Q1上汽通用五菱营收占比从2022年的18.57%（第一大）下降至8.64%。吉利汽车、

奇瑞控股收入占比提升得益于新项目的导入。2023 年一季度，中国第一汽车集团有限公司成为第五大客户，公司对其销售收入主要来自于一汽奔腾轿车有限公司和长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司。

表2: 各公司客户结构

2020			2021			2022			2023Q1		
客户	销售收入	占比	客户	销售收入	占比	客户	销售收入	占比	客户	销售收入	占比
吉利汽车	1.17	21.92%	吉利汽车	1.30	17.50%	上汽通用五菱	1.84	18.57%	吉利汽车	0.58	25.61%
上汽通用五菱	0.79	14.66%	长城汽车	1.18	15.81%	奇瑞控股	1.82	18.35%	奇瑞控股	0.32	14.26%
长城汽车	0.46	8.62%	上汽通用五菱	1.15	15.49%	吉利汽车	1.63	16.39%	长城汽车	0.22	9.94%
奇瑞控股	0.37	6.97%	奇瑞控股	0.54	7.25%	长城汽车	1.15	11.59%	上汽通用五菱	0.20	8.64%
宇通客车	0.35	6.51%	宇通客车	0.47	6.32%	宇通客车	0.29	2.88%	一汽集团	0.09	4.11%
合计	3.14	58.68%	合计	4.65	62.37%	合计	6.72	67.78%	合计	1.41	62.56%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新项目与新客户持续拓展：1) **自主品牌方面**，公司安全气囊、方向盘业务的客户拓展目前主要是覆盖过去安全带业务的合作伙伴，包括吉利汽车、奇瑞汽车、上汽通用五菱等。自主新客户增加比亚迪汉、元等车型项目，公司于 2023 年年初即有项目定点，目前正处于开发及认可阶段。2) **新势力方面**，新进入新势力合众汽车，配套哪吒 V 车型，配套安全带+安全气囊+方向盘的整车被动安全系统产品。同时，公司进入到奇瑞华为多款智能电动车型规划中，在 EH3、EHY 的智界车型中已有项目布点。3) **合资、外资方面**，公司也一直在开拓合资品牌、外资品牌客户，如德国大众、上汽奥迪等，进一步增加公司的目标客户范围。

表3: 公司现有客户以及潜在客户情况

主要客户	销售产品
吉利汽车	安全带、安全气囊、方向盘
上汽通用五菱	安全带、安全气囊、方向盘
奇瑞汽车	安全带、安全气囊、方向盘
合众汽车	安全带、安全气囊、方向盘
华为-奇瑞合作车型 EH3、EY3 车型	已有项目布点
比亚迪	汉、元等车型项目，公司于 2023 年年初即有项目定点
大众	实现了核心产品的认证
一汽轿车	通过供应商认证程序，包括安全带、安全气囊、方向盘
江淮	已有项目配套
其他安全带项目：长城汽车、宇通客车、北汽福田、长安汽车、东风乘用车、AMF、IMMI、VALEDA 等	

资料来源：Wind，公司公告，公司披露的投资者调研纪要，国信证券经济研究所整理

加强研发投入，提升公司的产品竞争优势，持续提升细分市场占有率。我们总结公司主要研发投入为三大板块：1、产品战略升级，2、客户扩展，抢占细分市场份额，3、设备与产线升级。

1、产品研发

公司集成主被动可逆预紧式安全带总成产品开发已经完成，并在奇瑞的平台上使用，实现国内市场主动安全带的国产替代化。公司气囊控制器和集成主被动可逆预紧式安全带控制器产品已经通过某主机厂验证。**随着更高附加值、单车价值量产品的导入，公司产品结构更加丰富，且自制率提升，综合竞争力提升。**

表4：公司主要研发投入：产品研发

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
产品研发战略				
集成主被动可逆预紧式安全带总成	自带安全逻辑计算的被动可逆预紧式安全带总成	产品开发完成，设备产线完成，产品验证结束，低附路面和高附路面标定结束，并在奇瑞的T/E两个平台上使用，2023年全面量产	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
大行程预紧式端片装置总成	应对CNCAP2022版评价标准升级，进一步提升乘员保护性能	完成产品的结构设计，开模和部分试验验证，预计在2023年取得欧洲客户的许可	取得欧洲客户技术认可，进入合资市场	参与欧洲客户项目的报价，优化客户结构；提升安全带业务规模
自适应大角度调节车感安全带总成	满足国内高端客户开发需求	完成了产品的结构设计和开发	抢占MPV市场，大型SUV市场，特别是高端MPV市场	参与一些中高端市场的竞争，提升安全带在中高端的市场份额
发光式锁扣总成	为了满足国内高端汽车和智能驾舱新项目车型，开发发光式锁扣	完成了产品的结构设计，模具开发，性能试验测试等工作	满足高端车型和智能驾舱车型的开发	参与一些国内中高端车型和新能源车型的项目开发
防异物式锁扣	应对客车环境人员比较多的问题	已完成了产品的开发，22年已在宇通客车批量导入	满足一些车内环境复杂、车内人员变化较多的车型，如客车、出租车	改变现有行业的诟病，推动项目开发需求
气囊控制器和集成主被动可逆预紧式安全带控制器	扩展新业务市场，实现产品的多元化	目前产品已通过某主机厂试验验证，2023年投入量产	控制器类产品软件和硬件自主设计，核心产品的算法自主管控	扩展新业务，降低产品的总成本，提高松原产品的竞争优势

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、客户拓展

公司客户拓展围绕着代步车（微车）、家庭轿车、SUV、客车展开。微车是公司过去的主体客户，以安全带为主，并基于安全带的良好客户关系新增安全气囊+方向盘产品，公司目标是占领国内主流微车市场50%以上份额。家庭轿车、SUV为公司重点切入的市场，公司战略是持续提升市占率，目前已经开发吉利、广汽、奇瑞、长城、福特、长安、宇通客车等多款项目。

表5：公司主要研发投入：客户拓展

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
细分市场战略（资料来自于 2021 年年报，部分项目已经量产）				
人民的代步车项目	为占领国内整车细分市场	五菱 MINI EV 方向盘+气囊+安全带完成量产；新宝骏 KIWI 安全带量产；五菱 Nano 安全带量产；五菱 Air+E10 项目安全带开发中；奇瑞 QQ 冰淇淋方向盘+气囊+安全带完成量产；奇瑞小蚂蚁新款安全带完成量产；吉利新能源 PA2A 方向盘+气囊+安全带开发中；哪吒 V 方向盘+气囊开发中。	占领国内主流微型车 50%以上份额	被动安全模块整车项目，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	为占领国内整车细分市场	吉利帝豪系列全系安全带量产和部分方向盘+气囊开发中；吉利星瑞安全带项目量产；吉利缤瑞 COOL 安全带项目量产；吉利新能源 NX21 项目气囊+方向盘项目开发中。广汽传祺影豹安全带项目开发完成；奇瑞艾瑞泽新款安全带项目开发中；一汽奔腾 B70 安全带项目量产；东风奕炫 MAX 安全带项目量产；长城欧拉好猫运动版安全带项目量产。	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	为占领国内整车细分市场	新款哈弗 H6/H6S 安全带项目完成量产；坦克 T300/赤兔/神兽安全带项目完成量产；一汽奔腾 T55 安全带项目量产；福特领睿安全带项目量产；长安科赛或欧尚系列安全带项目量产；奇瑞 JX65 整车安全带+气囊+方向盘项目开发中；奇瑞瑞虎换代 T22/T26 安全带项目开发中；瑞虎 8 安全带项目量产；吉利博越换代项目开发中；极氪 EF1E 安全带项目开发中。	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。
客车、商用车以及特种安全项目	为占领国内整车细分市场	宇通客车、小宇和 T7 等项目的安全带项目量产；福田轻卡、中卡、重卡等系列安全带+方向盘+气囊项目开发；其他客户春风动力、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。	持续提升市场占有率	增加在商用车以及特种安全产品市场布局；满足未来公司全球化业务的战略。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3、设备与产线升级

设备与产线投入方面，公司建立了 SMT 产线，引入多层气袋面料激光自动裁剪设备、自动气袋缝纫设备、方向盘皮段自动裁剪设备、气囊和方向盘自动化装配线等，以提升产线自动化水平和公司的制造能力。

公司市场战略明确，为了能够充分调动核心团队的积极性，公司 2023 年发布股权激励计划。股权激励计划设置考核目标为 2023-2025 年营业收入分别不低于 10.96/14.80/20 亿元，扣非归母净利润 1.725/2.331/3.220 亿元。

表6：股权激励计划

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	2023 年营业收入不低于 10.96 亿元或净利润不低于 17250 万元
第二个归属期	2024 年营业收入不低于 14.80 亿元或净利润不低于 23310 万元
第三个归属期	2025 年营业收入不低于 20 亿元或净利润不低于 32200 万元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：净利润指归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润，且剔除公司及子公司有效期内所有股权激励计划及员工持股计划股份支付费用的数据作为计算依据。

安全带价值量升级，新增安全气囊与方向盘业务带动公司单车价值量提升

汽车安全带总成从“紧急锁止式-预紧限力式-电机式安全带”演变升级。目前公司主要安全带总成产品包括普通紧急锁止式安全带、紧急锁止限力式安全带、单边/双边预张紧限力式安全带。除了紧急锁止、预张紧、限力技术外，公司还开发了腕部锁定、儿童锁、防反锁、噪音抑制、可调倾角、低敏触发等附加功能。

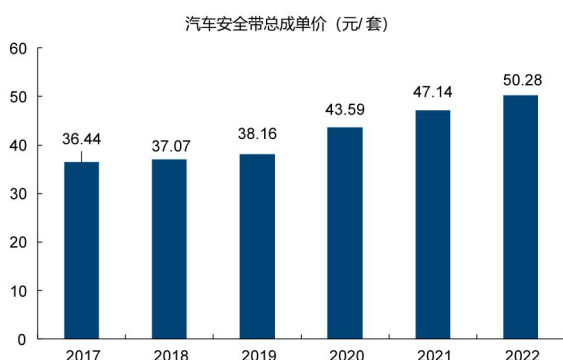
公司目前正在研发高价值量电机式安全带总成产品。简易安全带功能单一，仅包含锁止功能且无法提供搭载声学报警模块，一般用于商用车。普通紧急锁止式安全带包括了锁止、卷收等功能，且可以搭载声学报警功能。高性能安全带总成除了包括锁止、卷收、声学报警功能外，还可以具备预张紧、限力等功能，更加安全且更具有舒适性。公司正在布局电机式预紧限力式安全带总成，目前该产品已确定搭载车型，处于测试阶段，该产品通过控制器对车辆传感器上的信号进行计算，控制电机辅助回收安全带，达到辅助回收、主动提醒、碰撞收紧的作用，开发被动及主动安全系统的融合发展，完成“碰撞前提前预张紧”、“提前矫正坐姿”、“周期曲线限力”等技术的开发。

随着汽车安全带总成功能升级演变，公司的产品单价也随之提升，公司 2017-2022 年安全带单价分别从 36.44 元提升至 50.28 元，预计随着高性能安全带占比提升，将持续提升公司单车价值量。（注：公司安全带业务收入或包含部分零部件出售，因此计算出来的单价或有低估。）

安全气囊、方向盘拓宽产品矩阵，进一步提升单车价值量。公司 2018 年成立安全气囊及方向盘事业部，2021 年安全气囊、方向盘业务开始放量，通过补齐两大业务条线，公司实现了从安全带总成向被动安全系统供应商转变。

根据公司披露信息，2022 年方向盘单价约为 156 元/套（PU 方向盘平均 125 元/套，缝皮方向盘平均 267 元/套），气囊总成约为 137 元/套。2021-2023Q1 公司方向盘产品以 PU 方向盘为主，但 PU 方向盘占比逐年下降，2021-2023Q1 中 PU 方向盘占比分别为 100%、70%、60%+，同时，公司可转债拟投入的产品以单价较高的缝皮方向盘为主（缝皮方向盘产能占比为 70%，PU 方向盘产能占比为 30%），因此随着缝皮方向盘的占比提升，单车价值量将进一步提升。

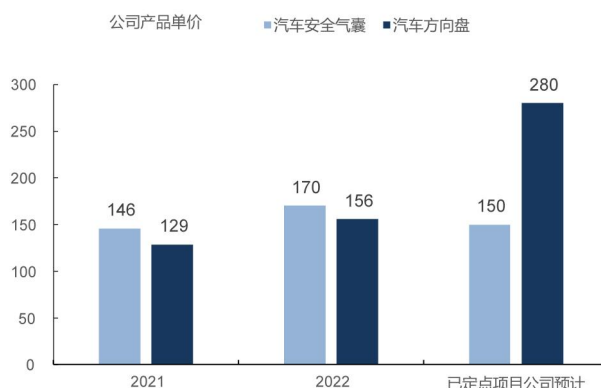
图7：汽车安全带总成单价（元/套）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：公司安全带业务收入或包含部分零部件出售，因此计算出来的单价或有低估。

图8：安全气囊、方向盘单价（元/套）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 2019 年安全带总成及零配件产能为 1160 万条左右，现有规划新增 1325 万条汽车安全带总成产能，以及规划产能安全气囊 550 万套，方向盘 330 万套。

1、上市募集资金用于①年产 1325 万条汽车安全带总成生产项目，拟投资金额 3.66 亿元，预计达产后年收入 8.21 亿元，净利润 1.30 亿元。②年产安全气囊产品 150 万套，预计达产后年收入 3.03 亿元，净利润 0.48 亿元。该募集项目已于 2022 年 12 月达到预定可使用状态，现在处于产能爬坡阶段。

2、发行可转换债券拟募集资金不超过 4.1 亿元，用于年产 1330 万套汽车安全系统及配套零部件项目，一期工厂新增包括年产方向盘总成 130 万套和安全气囊总成产能 400 万套产能。本次产能规划在巢湖基地，巢湖项目新征工业用地 130 亩，是公司未来五年的战略项目，年产值规模 20 亿元以上。

公司于 2023 年 11 月 22 日发布公告，拟与巢湖市人民政府签订《投资合作协议》，拟在巢湖市当地投资建设“年产 1200 万套安全系统核心部件项目”，项目总投资约为 3.2 亿元，用地面积约为 100 亩。

综上，公司在安全带总成基础上，维持现有微型车订单（主驾气囊+方向盘配置）情况下，逐步向一车配多气囊（主驾气囊+副驾气囊+侧气囊+侧帘气囊等）方向升级，单车价值量从 200 元左右，部分车型提升至 500-800 元，以及向单车 1000-1500 元及以上提升。

表 7：公司募投资金产能布局

项目	首次公开发行股票募投项目			可转债募投项目	
	年产 1325 万条汽车安全带总成生产项目	年产 150 万套安全气囊生产项目	测试中心扩建项目	年产 1330 万套汽车安全系统及配套系统零部件项目（一期工程）	补充流动资金及偿还银行贷款
投资总额	27975.3 万元	11608 万元	7932 万元	35447.59 万元	11000 万元
实施主体	松原股份			安徽松原巢湖市	松原股份
项目内容	达产后新增汽车安全带总成年产能 1325 万条	达产后新增气囊产品年产能 150 万套	购置设备，提升内部检验检测能力。	达产后新增方向盘总成产能 130 万套和安全气囊总成产能 400 万套。	补充流动资金及偿还借款

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 8：公司安全气囊、方向盘产能规划（截至 2022 年 12 月 31 日）

项目（单位：万套）	安全气囊	方向盘
现有产能	150	68
发行可转债拟建产能（一期）	400	130
其他已规划在建及拟建产能		131.89
合计产能	550	330

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产业链流程较长，高自制率保障盈利能力

公司安全带毛利率较高，主要得益于：

1、公司安全带总成为平台件，且零部件众多，安全带总成厂商在上下游环节中话语权相对较强，受原材料价格波动、年降等因素影响较小。

2、公司安全带产品自制率高，多数零部件为自制件，安全带总成由卷收器、带（锁）扣组件、高度调节器、织带等部件组成。卷收器是安全带总成的核心部件，紧急锁止、预张紧、限力、噪音抑制、儿童锁、防反锁等功能均由卷收器提供。以普通紧急锁止安全带为例，通常包括 30-50 款组件，主要组件包括芯轴组件、卷簧组件、锁止块等，公司均具备自主研发能力。

3、公司外协比例低，公司生产流程从冲压、注塑工艺开始，公司的外协加工金额较低（主要为表处理、热处理及开条等工艺流程），各期外协采购金额占主营业务成本比例在 6%左右。

4、运输成本较低，除鞍钢外，公司主要原材料供应均在公司周边。

表9：公司安全带组件设计专利（部分）

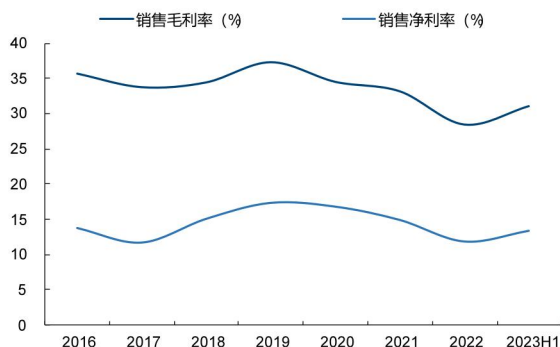
公司不同安全带产品组件设计与专利情况（部分）			
普通紧急锁止安全带	限力功能的专用组件	预张紧限力功能的专用组件设计	安全带配套锁扣
消音机构及带感组件	外形罩盖组件	压缩簧部件	锁扣开关
上下连板及支架组件	车感组件	限力芯轴组件	栓机轴部件
芯轴组件及卷收器	接连件组件	弯管部件	栓机轴部件
芯轴组件	导向环组件	卷收器外形	按钮部件
卷簧组件及卷收器	导套部件	驱动球部件	平衡快组件
儿童锁组件及卷收器	锁止式锁舌	弯管组件、预紧底座	上下盖部件
防护垫	接连件组件	弯管组件、预紧底座	按钮部件
摆动车感及卷收器	接连件组件	车感组件、机械版	上下盖及锁扣
消音机构及卷收器		芯轴组件、框架组件	按钮及锁扣
车感组件及卷收器		车感组件	锁舌部件
卷簧组件		芯轴组件	弹簧座组件
芯轴组件、罩盖			罩盖部件
锁止盖、框架			罩盖部件
带感组件、锁止块			
锁止块、框架			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

当前安全气囊和方向盘毛利率低主要因为产能利用率尚低。2021-2023H1 公司汽车安全气囊产能利用率为 7.01%、41.11%、30.62%，汽车方向盘产能利用率为 15.34%、55.78%、20.05%。我们预计随着公司产能利用率的提升，安全气囊、方向盘业务毛利率预计将有所提升。

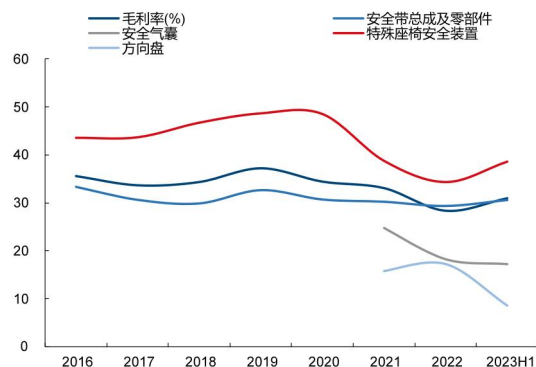
同时，汽车安全气囊业务刚刚开始起量，还不具备规模优势，在上下游话语权不如安全带业务，同时自制率尚低，受到原材料波动影响也较大。

图9：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

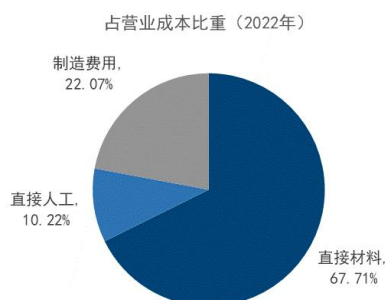
图10：公司主要产品毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

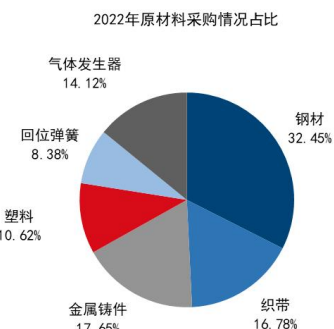
公司直接材料占比高，产业链流程长，提升自制率是盈利能力提升的关键。公司直接材料占营业成本比重达 68%，主要原材料包括钢材、织带、金属铸件、塑料、回位弹簧、气体发生器等。金属铸件以钢材、铝合金为基础原材料，织带以涤纶、丙纶等纺织原料为基础原材料，安全气囊布主要原材料是锦纶原丝和涤纶原丝，钢材、塑料、织带、安全气囊布等原材料容易受到铁矿石、石油、橡胶等资源类大宗商品的影响，对国内零部件行业生产经营稳定性有所影响。

图11：公司直接材料占营业成本比重



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：主要原材料采购金额占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

原材料价格波动对业绩影响较大。以 2022 年为例，公司毛利率 28.39%，净利润为 1.18 亿元，在假设销售价格不变的情况下，原材料价格上升 1%，毛利率下降 0.48%，净利润下降 3.42%。公司 2022 年盈亏平衡的单位材料成本变动率为 29.23%，此时盈亏平衡的毛利率为 14.21%。

提升精益化生产管理，提升自制率，保障盈利能力。1、公司通过对现有产线升级，通过智能化、自动化改造，引进智能立体高位仓系统，提升生产效率；2、实现看板拉动式生产，缩短生产时间，减少在线库存量，减少生产损耗；3、加大场地、设备投入，进一步延伸至上游产业链，提升自制率，打通配套流程。

表10：原材料总成本波动对毛利率、净利润的敏感性分析（以 2022 年度为例）

原材料成本变动率	营业成本变动率	毛利率	毛利率变动	净利润（万元）	净利润变动率
-15%	-10.16%	35.66%	7.27%	17861	51.31%
-10%	-6.77%	32.23%	4.85%	15842	34.21%
-5%	-3.39%	30.81%	2.42%	13823	17.10%
0%	0.00%	28.39%	0.00%	11804	0.00%
5%	3.39%	25.96%	-2.42%	9785	-17.10%
10%	6.77%	23.54%	0.00%	7766	0.00%
15%	10.16%	21.11%	2.42%	5747	17.10%
盈亏平衡（29.23%）	19.79%	14.21%	-14.18%	0	-100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

被动安全寡头市场，自主崛起迎来国产替代契机

被动安全系统产品包括整车安全气囊、安全带、方向盘等。其中安全气囊根据配置差异，可以分为主副驾驶安全气囊、侧安全气囊、膝部安全气囊等，安全带产品根据功能差异分为简易式、紧急锁止式、预张紧限力式等，整体被动安全系统根据车型不同配置差异较大。

安全气囊系统一般由安全气囊袋、传感器、气囊盖、气体发生器等组成，工作方式传感器采集汽车碰撞的加速度值，将碰撞信号传递至控制器，控制器控制点火信号触发充气系统，后者燃烧产生大量气体为安全气囊充气及时保护人体，再通过气囊上的小孔消散，气囊收缩，以缓冲乘员受到的冲击力。

因安全气囊在局部空间发挥作用，且需要瞬间做出反应，因此对于控制精度、稳定性、可靠性要求较高。安全气囊发生作用的过程所需要的精度以及时间根据不同车型、不同法规而不同，因此每款车型都需要进行碰撞测试，以及数据测算。根据 C-NCAP2021 年版管理规则，汽车安全性能测试中被动安全测试包括：乘员保护测试，包括碰撞测试、儿童保护静态评价、低速后碰撞颈部保护试验；行人保护测试，包括头部试验、腿部试验等。

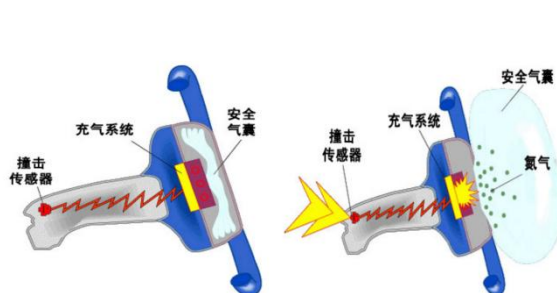
汽车安全带配合安全气囊，可以有效增强行车安全。安全带卷收器提供包括紧急锁止、预张紧、限力三大保护功能：锁止功能可在车辆发生紧急情况时，将乘员固定在座椅上；限力功能则是通过将人体束缚的肩带力瞬间控制在一定范围内，缓解乘员在车辆发生碰撞时安全带对胸腔、肩部的压力；预张紧功能通过 ECU 监测车辆发生不正常加速度变化后，引爆气体发生器提前拉紧安全带，保证乘员安全的同时防止安全气囊瞬间冲出伤人。据华懋科技公告，安全气囊单独使用可以减少 18% 的死亡率，而与安全带配合使用则可以减少 47% 的死亡率，可有效增强行车安全。

图 13：安全带总成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14：安全气囊系统工作原理



资料来源：华懋科技公司公告，国信证券经济研究所整理

被动安全全球千亿市场，全球 CR3 占 90%左右市场份额

气囊种类较多，根据位置差异，整体配置数量可达数十个。安全气囊根据气囊数量可分为单气囊系统（驾驶员侧），双安全气囊系统（正副驾各有一个），多安全气囊系统（前排、后排、侧面等），而根据保护位置与大小不同，可分为头部、膝部、安全带气囊、正面大型气囊、外侧行人安全气囊等。安全气囊配置数目决定了安全气囊价值量。目前国内中低端车型主要配置 2 个前排气囊，中端除了主副驾驶安全气囊外，还会配置侧气囊和侧气帘，一般单车配备 4 个安全气囊；高端车型一般会配置 6 个及以上数目的气囊，包括主副驾驶气囊、侧气囊（安装在座椅外侧，减缓侧面撞击造成的伤害）、侧气帘（安装在汽车 B 柱上，减缓侧面撞击造成的伤害）、膝部气囊、座椅位置气囊、安全带气囊等。

整体情况，根据华懋科技 2022 年年报披露，2020 年特斯拉及国内的新势力品牌主流车型安全气囊配置数量约为 6 个，而销量前 100 名传统能源车系约为 4.8 个，销量前 30 名新能源车系约为 4.3 个（主要是小车型拉低了数据）。

主副驾正面气囊标配，前后排侧面/头部/膝部气囊配置率有较大提升空间。统计国内车型安全气囊配置情况，价格较低的吉利帝豪、长安欧尚 X5 配置 2-4 个安全气囊，广汽传祺 GS4 根据配置不同，其安全气囊配置也对应 2-6 个，即标配前排正面主驾气囊、前排正面副驾气囊。新势力方面，虽然价格带分布有所差异，但普遍采用 6 大安全气囊，除主副驾驶气囊外，还包括前排侧气囊、前后排头部气囊。而后排侧气囊和膝部气囊仅在少量车型中配置，被动行人保护同样配置较少，安全气囊整体配置情况仍有较大提升空间。

表 11：部分车型安全气囊配置情况

车型	年代款	价格区间	前排正面主驾气囊	前排正面副驾气囊	前排侧气囊	后排侧气囊	前排头部气囊	后排头部气囊	膝部气囊	合计	被动行人保护	安全带未系提醒
吉利帝豪	2022	6.99-12.98	√	√						2		主驾驶位
长安欧尚 X5	2021	10.09-10.99	√	√						2		主驾驶位
长安欧尚 X5	2022	10.09-10.99	√	√	√					4		主驾驶位
广汽传祺 GS4	2022	8.98	√	√						2		主驾驶位
广汽传祺 GS4	2022	10.38-11.98	√	√	√					4		前排
广汽传祺 GS4	2022	12.68-13.18	√	√	√		√	√		6		全车
吉利星越 L	2022	17.17-18.37	√	√	√		√	√		6		全车
比亚迪汉	2022	21.58-32.98	√	√	√	√	√	√	√	10	√	全车
小鹏 P7	2022	23.99-42.99	√	√	√		√	√		6		全车
沃尔沃 XC40	2022	26.48-35.48	√	√	√		√	√	√	9		前排
宝马 3	2022	29.39-40.99	√	√	√		√	√		6	√	前排
Model Y	2022	31.69-41.79	√	√	√		√	√		6		全车
奔驰 C	2022	32.52-37.04	√	√	√		√	√		6	√	全车
奥迪 A4L	2022	32.18-39.68	√	√	√	选配	√	√		6		前排
理想 ONE	2021	34.98	√	√	√		√	√	√	7		前排、第二排
理想 L9	2022	45.98	√	√	√	√	√	√		12(侧边各有 3 个)		全车
蔚来 ET7	2022	45.80-53.60	√	√	√		√	√		6		全车

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

总结而言，根据车型配置差异，被动安全单车价值量差异较大。单车价值量方面，根据均胜电子、松原股份、华懋科技等主要供应商的公司公告，被动安全业务中安全气囊总成单个价值量 100-200 元左右（包括安全气袋、气体发生器、气囊盖

等），单车价值量根据不同车型预计为 300-1500 元。安全带总成（包括卷收器、锁扣组件、高度调节器等部件）根据功能差异单个价值 30-150 元，对应单车价值量约 150-700 元左右。方向盘单车价值量 100-300 元左右（PU 和缝皮区别）。

表 12：被动安全系统单车配套价值量情况

被动安全产品	平均单价	单车配置量	单车价值量
安全气囊	100-200 元左右	差异较大，根据车型差异配置 2-12 个	300-1500 元
安全带	差异较大，50-150 元均有，前排也有差异	一般单车 5 个	200-700 元
方向盘	差异较大，100-300 元均有	单车 1 个	100-300 元
总计			500-2500 元

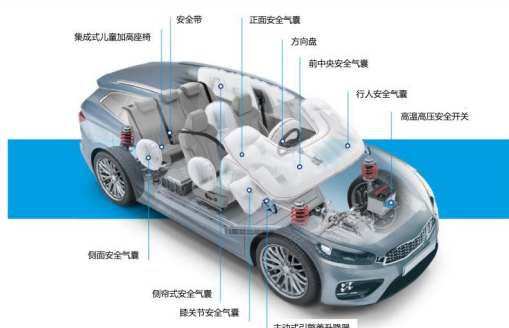
资料来源：Autoliv 公告，松原股份公告，国信证券经济研究所整理及预测

展望后市，我们认为被动安全系统价值量将持续提升，主要有以下三点原因：

1) 车企竞争加剧背景下，被动安全行业单车用量有望增加。今年以来，市场竞争进入耐力赛阶段，绝大部分细分空白市场都已被挖掘，各赛道的竞争激烈程度都有所提升，行业格局仍存变数。车企充分挖掘市场需求，座舱内与消费者感知高相关的光学（氛围灯、光场屏、HUD）、声学（扬声器）、驾乘体验（座椅、底盘）等配置均有所增加，被动安全虽然不能被消费者感知（低频场景），但直接关系到消费者的行车安全，打造智能、舒适、安全的乘车环境我们认为同等重要，预计被动安全系统将随着车企竞争加剧、以及消费者对安全的重视提升下有所增加。

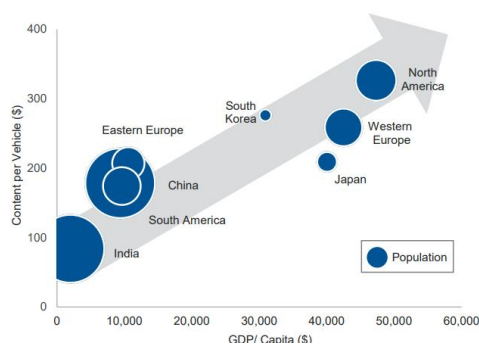
2) 电动智能化时代增强安全系统需求。结合公司与奥托立夫年报，预计 2022 年被动安全行业（包括安全带总成、安全气囊总成、方向盘、行人安全等）中国市场单车价值约为 220 美元，全球单车价值约为 255 美元，即单车价值量约为 1500-1800 元左右。据奥托立夫统计，被动安全系统单车价值量与人均 GDP 正相关，人均 GDP 更高的国家与地区对于汽车被动安全系统配置要求越高，目前我国被动安全系统单车价值量尚低，预计随着智能驾驶时代对安全性、智能化要求的提高，安全产品升级，被动系统单车价值量随之提升。

图 15：被动安全系统构成



资料来源：Autoliv 公告，国信证券经济研究所整理

图 16：被动安全配置与人均 GDP 正相关

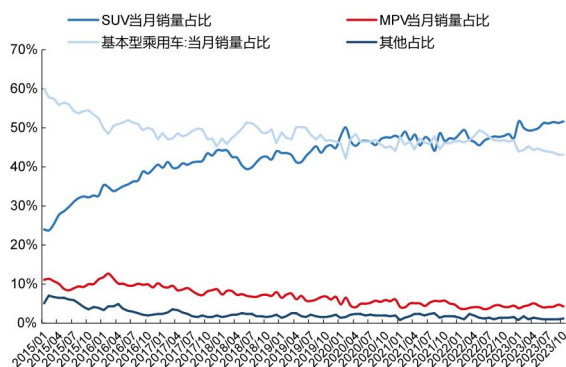


资料来源：Autoliv 公告，国信证券经济研究所整理

3) 人口结构变化，满足二胎和老人出行的中大型汽车占比提升，增加安全系统用量。目前汽车细分品类中，SUV 占比持续提升，同时中型车、中大型车的占比

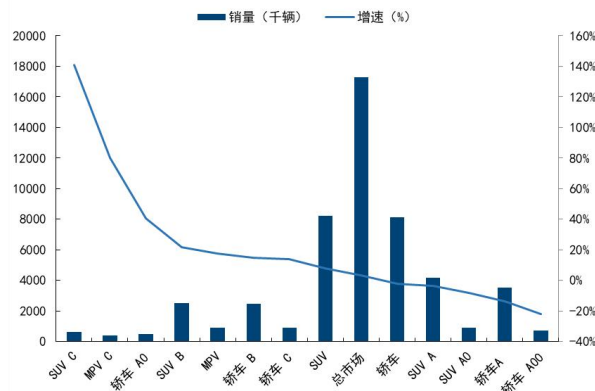
也有所提升。根据乘联会数据，23年1-10月份C级SUV、C级MPV、B级SUV、MPV等增速分别为104.1%、55.2%、21.8%、17.6%，为增速最快的细分品类。从份额上，2023年1-10月C级SUV、C级MPV、B级SUV、MPV的份额分别为3.6%、2.4%、14.5%、5.2%（2022年为4.6%），有所提升。

图17：乘用车分品类销量占比



资料来源：中汽协，Wind，国信证券经济研究所整理

图18：不同级别车型大类增速、销量（2023年1-10月）



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

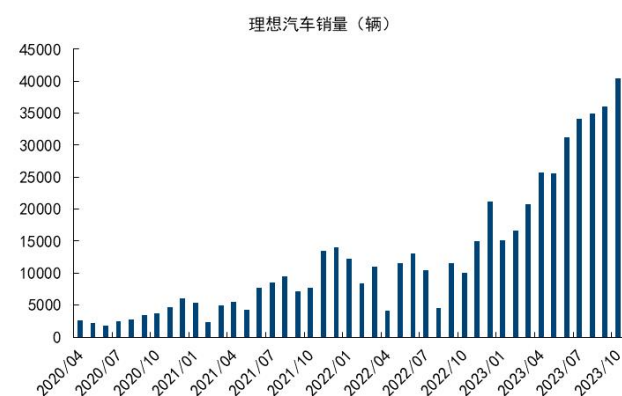
家庭用车需求的挖掘，带来中大型车、MPV的份额提升，对应车型较大、价格带较高，带动被动安全的需求提升。在放开二胎政策下，根据国家卫生健康委发布的《2022年我国卫生健康事业发展统计公报》，2022年出生人口956万人，其中二孩占比为38.9%，三孩及以上占比为15%。家庭用车在空间、安全、舒适性上要求较高，以理想汽车为例，定义产品“创造移动的家，创造幸福的家”，挖掘家庭用车需求，针对家庭设计，被动安全方面L7全车标配8个气囊，气囊和侧帘覆盖全车10个位置，标配后排座椅侧气囊，因优秀的产品定义与产品设计，理想ONE成为爆款，包括后续的L7/8/9，带动理想汽车整体销量在2023年10月达到4万辆以上。

图19：理想L7安全气囊配置



资料来源：理想汽车官网，国信证券经济研究所整理

图20：理想销量变化



资料来源：理想汽车公司公告，国信证券经济研究所整理

被动安全全球千亿市场，CR3 占 90%左右市场份额。我们将被动安全市场规模的讨论分为以下几点：

1、分市场规模测算

全球汽车被动安全市场份额主要集中在外资品牌，行业集中度高。奥托立夫每年的年报会披露轻型车（乘用车+车全重 6t 及以下轻型商用车）被动安全市场的单价和自身在其中的市占率，根据奥托立夫年报，2022 年全球轻型车被动安全市场平均单价为 250 美元，中国 220 美元，即单车价值量为 1500-1800 元，我们测算全球轻型车被动安全市场规模约为 1438 亿元。奥托立夫 2022 年被动安全业务收入 88.4 亿美元（安全气囊 58.1 亿美元、安全带 30.3 亿美元），约占全球 43%，为全球龙头，均胜电子 2022 年安全业务营收 344 亿元，约占全球 24%份额，采埃孚 2022 年被动安全业务收入 45.4 亿欧元，约占全球 23%份额，松原股份 2022 年收入 9.92 亿元，约占全球 0.7%份额。

如果只考虑乘用车，我们测算 2022 年全球乘用车被动安全市场规模约为 1021 亿元，中国乘用车市场规模约为 361 亿元，2023 年预计提升至 409 亿元。（注：美元兑换人民币取 6.9646，欧元兑换人民币取 7.4229。）

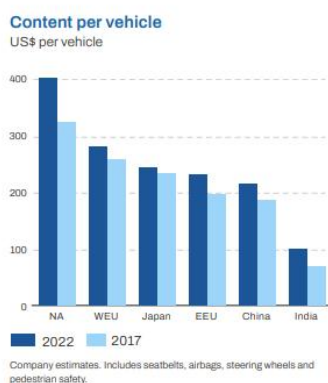
2、竞争格局

除以上的全球三家龙头外，在日本、巴西、韩国、中国还有一些本土供应商，通常与本土汽车品牌合作较为紧密，包括日本的丰田合成、富拉司特和芦森工业、韩国的摩比斯和 Samsung、中国的延锋和锦恒等。

行业强竞争格局来源，被动安全系统涉及汽车核心安全，开发和验证周期长，对供应商的技术与量产经验要求高。公司的项目开发分为两种，一是配合整车厂对新车型进行协同开发，开发周期通常为 58 周，二是针对整车厂既有车型进行开发，开发周期通常为 36 周。具体开发流程为：项目可行性内部评审、制作技术开发方案、正式报价、技术谈判、商务洽谈、定点通知、签订商务合同、概念开发、手工样件、工装样件、小批量、量产，整体开发周期较长。

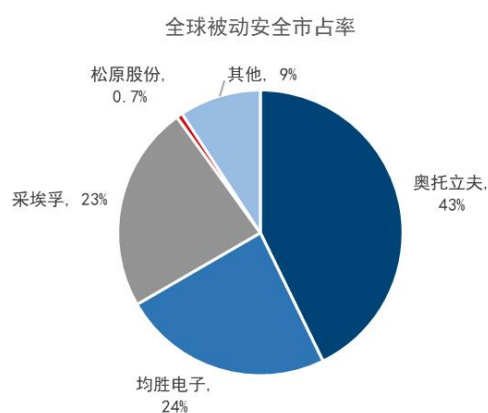
汽车被动安全产品直接关系乘客的生命安全，对材料、产品设计、制造工艺、质量检测等环节都有一定要求，存在较强的技术壁垒。

图21：被动安全单车价值（分区域）



资料来源：Autoliv 公告，国信证券经济研究所整理

图22：2022 年被动安全市占率



资料来源：Autoliv 公告，各公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

表 13: 被动安全市场价值量（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球轻型车销量（万辆）	9029	7766	8143	8098	8260	8425	8593
yoy		-14%	5%	-1%	2%	2%	2%
全球乘用车销量（万辆）	6403	5392	5644	5749	5921	6039	6160
yoy		-16%	5%	2%	3%	2%	2%
中国乘用车销量（万辆）	2144	2018	2148	2356	2545	2621	2700
yoy		-6%	6%	10%	8%	3%	3%
全球单车价值量（元）	1534	1611	1691	1776	1811	1848	1885
中国单车价值量（元）	1324	1390	1459	1532	1609	1689	1774
全球轻型车市场规模（亿元）	1385	1251	1377	1438	1496	1557	1620
全球乘用车市场规模（亿元）	982	869	955	1021	1073	1116	1161
中国乘用车市场规模（亿元）	284	280	313	361	409	443	479

资料来源：LMC，OICA，中汽协，国信证券经济研究所整理和预测

注：轻型车数据为乘用车+车全重 6t 及以下轻型商用车

自主崛起，核心供应商受益于国产替代浪潮

整体上，我们认为公司受益于两大行业现状：一方面国内自主品牌崛起，自主品牌乘用车占比从 2020 的 36% 提升至 2023 年 1-9 月份的 51%；另一方面，2023 年行业价格战反映了行业竞争在加剧，在此过程中国产厂商凭借着更快的响应速度、更低的成本，可以替代反应较慢的企业，实现国产化替代。

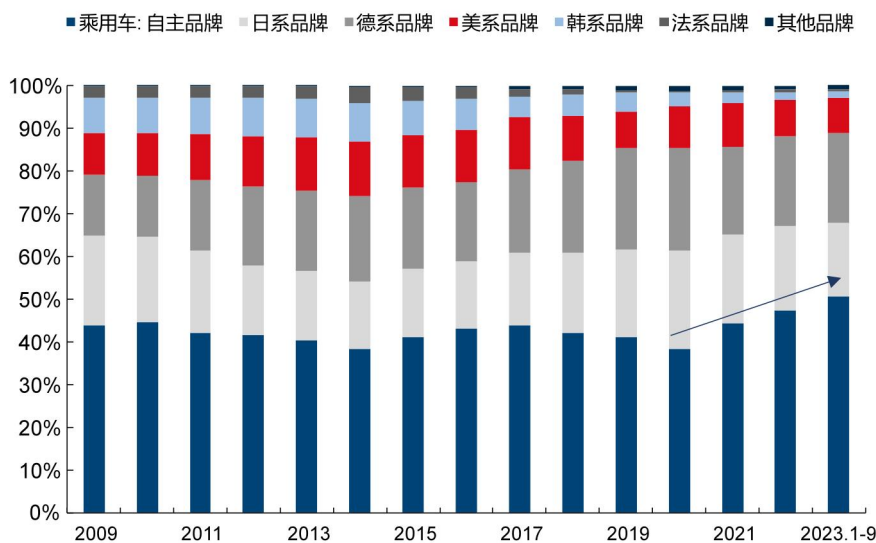
1、自主崛起，自主零部件供应商跟随国产品牌成长

随着自主品牌产品力和渗透率的提升，国产头部零部件厂商有望迎来国产替代新机遇。相较于外资品牌，国内厂商具有低成本和快速响应的优势，能作为外资的优质替代供应商。

2018-2020 年是自主品牌向下的过程，自主品牌乘用车占比从 2017 年 12 月的 49% 降低至 2020 年 6 月的 33%，合资产品线下沉是自主市占率退坡主因。2014-2017 年受益于购置税减半（自主品牌消费者对购置税政策更为敏感）、SUV 红利期中自主品牌市占率节节攀升，2017 年之后，在购置税政策退出、SUV 渗透率接近饱和、叠加车市销售低迷，部分合资松口逐渐降价的背景下，自主品牌市占率出现下滑，合资相对表现强势（尤其是日系和德系）。

2020 年至今是自主品牌向上的过程，自主品牌乘用车占比从 2020 的 35.7% 提升至 2023 年前三季度的 50.7%。背后对应的是车型周期的竞争力，本轮新能源转型主要由自主品牌领导，国内新能源车企开启新一轮车型周期。

图 23：自主乘用车占比提升



资料来源：中汽协，乘联会，国信证券经济研究所整理

分车企维度，乘用车方面，合资品牌的占比从 2018-2022 年有所下降，体现为一汽大众份额从 8.8% 降低到 7.8%，上汽大众份额从 8.9% 降低至 5.7%，上汽通用份额从 8.5% 降低至 5.1%，对应的比亚迪份额 2022 年提升至 8%，长安汽车份额提升至 6%。

公司大客户方面，奇瑞汽车份额提升至 5%，并且奇瑞汽车在 2023 年 1-9 月份实现批发销量 117.88 万辆，同比增长 41.4%，对应市场份额提升至 6.6%，吉利汽车维持约 6% 的市场份额。

图24：分品牌乘用车批发销量市占率变化

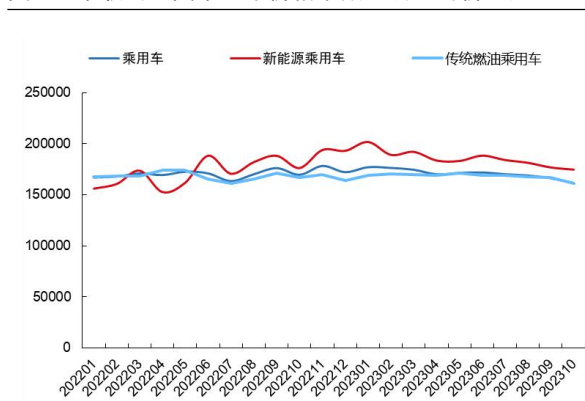
2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年1-9月
上汽大众	上汽大众	上汽大众	上汽大众	一汽大众	一汽大众	一汽大众	比亚迪汽车	比亚迪汽车
上汽通用	上汽通用	上汽通用	一汽大众	上汽大众	上汽大众	上汽通用	一汽大众	一汽大众
一汽大众	一汽大众	一汽大众	上汽通用	上汽通用	上汽通用	吉利汽车	吉利汽车	奇瑞汽车
上汽通用五菱	上汽通用五菱	上汽通用五菱	吉利汽车	吉利汽车	吉利汽车	上汽大众	长安汽车	长安汽车
北京现代	长安汽车	东风日产	上汽通用五菱	东风日产	东风日产	长安汽车	上汽大众	吉利汽车
东风日产	北京现代	吉利汽车	东风日产	上汽通用五菱	长安汽车	东风日产	上汽通用	上汽大众
长安汽车	东风日产	长城汽车	长城汽车	长城汽车	长城汽车	长城汽车	奇瑞汽车	上汽通用
长安福特	长城汽车	长城汽车	长安汽车	长安汽车	东风本田	上汽通用五菱	上汽通用五菱	长城汽车
长城汽车	长安福特	长安福特	北京现代	东风本田	上汽通用五菱	奇瑞汽车	广汽丰田	特斯拉中国
神龙汽车	吉利汽车	北京现代	广汽本田	广汽本田	广汽本田	一汽丰田	东风日产	广汽丰田
东悦起亚	东悦起亚	东风本田	上汽乘用车	一汽丰田	一汽丰田	广汽丰田	长城汽车	
一汽丰田	一汽丰田	广汽本田	东风本田	上汽乘用车	广汽丰田	上汽乘用车	一汽丰田	
广汽本田	广汽本田	一汽丰田	一汽丰田	北京现代	上汽乘用车	广汽本田	上汽乘用车	
吉利汽车	神龙汽车	奇瑞汽车	广汽丰田	广汽丰田	奇瑞汽车	东风本田	广汽本田	
东风本田	奇瑞汽车	上汽乘用车	奇瑞汽车	奇瑞汽车	北京奔驰	比亚迪汽车	特斯拉中国	

资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

2、行业竞争加剧，企业降本诉求提升

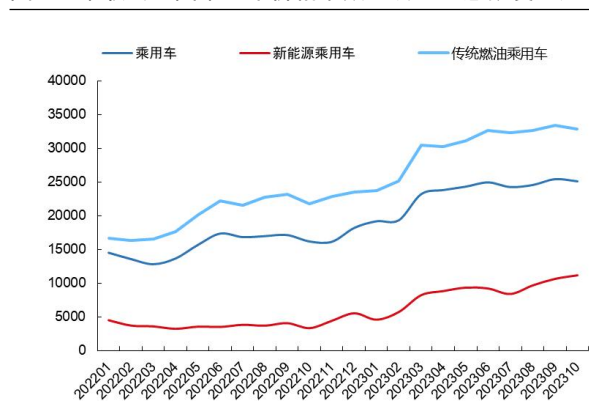
2022 年底至今的降价周期首先由特斯拉于 2022 年 10 月 24 日开启，Model 3/Y 降幅达 1.4 万-3.7 万元，2023 年 1 月 6 日，特斯拉中国进一步下调 Model 3/Y 的价格，调价幅度达到 2 万-4.8 万元，Model 3 标准续航版价格降低至历史低位（22.99 万元，上市价格为 32.8 万元）。继特斯拉降价后，多家车企进行降价优惠，同时车企新车价格也体现出价格优势，2023 年 3 月份东风系大幅降价开启燃油车加入降价行列，其中东风雪铁龙 C6 在政府加企业综合补贴后降低 9 万元。基于乘联会的价格指数监测数据，行业端价格优惠逐步提升，截至 2023 年 10 月，其中乘用车优惠额度提升至约 2.5 万元，新能源优惠额度提升至约 1.2 元。

图25：乘联会全国乘用车价格指数监测：均价（元）



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

图26：乘联会全国乘用车价格指数监测：优惠额度（元）



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

3、公司是稀缺的国产被动安全上市公司

国内被动安全企业主要包括松原股份、均胜电子、华懋科技、锦州锦恒汽车安全系统股份有限公司、重庆光大产业有限公司等。其中均胜电子安全业务为收购的日本高田的资产以及 KSS（百利得）整合而来，整体而言来源于外资品牌，华懋科技以安全气囊业务为主，公司是较为稀缺的安全带生产商，且产品线正在向被动安全商完善。

公司屡获客户奖项，包括奇瑞商用车“2018 年度最佳合作奖”、吉利汽车 2018 年供应商提升项目成果奖，2019 年供应商提升项目精进奖等。公司凭借产品成本控制、响应速度等优势，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，持续扩大公司的市场占有率。

具体的：1) **自主品牌方面**，公司安全气囊、方向盘业务的客户拓展目前主要是覆盖过去安全带业务的合作伙伴，包括吉利汽车、奇瑞汽车、上汽通用五菱等。自主新客户增加比亚迪汉、元等车型项目，公司于 2023 年年初即有项目定点，目前正处于开发及认可阶段。 2) **新势力方面**，新进入新势力合众汽车，配套哪吒 V 车型，配套安全带+安全气囊+方向盘的整车被动安全系统产品。同时，公司进入到奇瑞华为多款智能电动车型规划中，在 EH3、EHY 的智界车型中已有项目布点。 3) **合资、外资方面**，公司也一直在开拓合资品牌、外资品牌客户，如德国大众、上汽奥迪等，进一步增加公司的目标客户范围。

表 14：公司已认证并量产的汽车安全气囊和方向盘客户与对应项目数量

公司已认证并量产的汽车安全气囊和方向盘客户与对应项目数量	
客户	项目数量（个）
上汽通用五菱	7
奇瑞汽车	2
吉利汽车	2
合众汽车	1
合计	12

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司已通过客户认证并进入定点开发阶段的安全气囊和方向盘业务仍有车型尚未量产，根据生命周期订单情况，以及产品价格预计量产后，安全气囊可以贡献年度收入 5.53 亿元，方向盘可以贡献年度收入 2.32 亿元。（公司按照气囊单价 150 元/件，方向盘单价 280 元/件预估）

表 15：已通过客户认证并进入定点开发阶段尚未量产的安全气囊和方向盘预估销售情况（部分）

客户	项目数量（个）	预计量产后年度销量（万件）		预计量产后年度收入（万元）	
		安全气囊	方向盘	安全气囊	方向盘
吉利汽车	3	125.4	7.8	18810	2184
北汽福田	11	58.4	17.4	8760	4872
上汽通用五菱	4	32.8	29.4	4920	8232
奇瑞汽车	4	89.6	17.6	13440	4928
合众汽车	1	48		7200	
悠跑汽车	1	4	2	600	560
神龙汽车	1		5		1400
江铃汽车	1	7		1050	
国金汽车	2	3.6	3.6	540	1009
合计	28	368.8	82.8	55320	23185

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：此为截至 2023 年 6 月 25 日的统计结果，随着客户新增项目增加，与实际结果或有差别。

财务分析

我们选取国内的被动安全龙头均胜电子、安全气囊公司华懋科技，以及全球龙头奥托立夫作为可比公司。考虑到被动安全上市公司较少，另外选取座椅头枕及内饰件供应商岱美股份、继峰股份作为可比公司。

公司收入体量尚小，毛利率、净利率处于同业较高水平，远远好于外资，且盈利能力更加稳定，主要得益于公司较强的成本管控能力。

表 16: 主要可比公司收入对比（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
均胜电子（安全业务）	72.7	137.95	428.8	470.71	331.32	323.06	344	187.61
华懋科技（被动安全系统部件）	8.51	9.56	9.32	9.21	8.81	11.04	15.66	8.36
松原股份（安全带+气囊+方向盘）	3.64	3.56	3.38	3.73	4.64	6.49	8.87	4.29
奥托立夫	698.81	678.42	595.6	596.3	485.94	524.72	615.81	370.47
岱美股份	27.43	32.47	42.73	48.18	39.50	42.09	51.46	28.79
继峰股份	14.66	19.02	21.51	180.01	157.33	168.32	179.67	104.36

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

表 17: 主要可比公司销售毛利率对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
均胜电子（安全业务）	15.07	13.65	15.70	15.28	11.24	8.49	9.14	10.64
华懋科技（被动安全系统部件）	47.08	42.68	40.39	35.70	35.15	33.40	31.91	28.15
松原股份	35.60	33.68	34.36	37.22	34.44	33.10	28.39	30.99
奥托立夫	20.42	20.70	19.72	18.54	16.74	18.36	15.79	16.11
岱美股份	35.43	37.05	28.72	30.43	25.80	24.83	23.05	27.85
继峰股份	35.61	33.00	33.16	15.58	13.57	14.14	13.09	14.20

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

注：华懋科技 2023H1 为整体毛利率，并非仅为被动安全系统毛利率

表 18: 主要可比公司销售净利率对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
均胜电子	3.64	2.79	3.79	2.35	0.43	-9.93	0.47	1.84
华懋科技	29.51	28.1	28.11	24.02	21.17	14.53	11.94	7.91
松原股份	13.79	11.75	15.09	17.33	16.8	14.93	11.9	13.4
奥托立夫	5.58	2.92	2.21	5.41	2.53	5.31	4.81	2.5
岱美股份	16.2	17.93	13.05	13.01	9.95	9.89	11.07	11.77
继峰股份	17.12	15.7	14.68	2.01	-2.16	0.75	-8.14	0.83

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

公司固定资产周转率、存货周转率、应收账款周转率低于同行业公司，公司整体运营能力有提升空间。

表 19: 主要可比公司固定资产周转率对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
均胜电子	4.62	4.49	5.88	4.79	3.92	4.08	4.51
华懋科技	2.59	2.31	2.01	1.66	1.46	1.92	2.54
松原股份	3.80	3.76	3.32	3.36	3.69	4.10	3.08
奥托立夫		5.72	4.74	4.88	4.04	4.42	4.64
岱美股份	5.30	5.86	5.75	5.09	3.98	4.27	5.05
继峰股份	3.39	4.35	4.64	9.35	4.39	4.58	5.10

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 20: 主要可比公司存货周转率对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
均胜电子	7.22	6.55	8.21	6.98	6.10	6.04	5.64
华懋科技	6.04	5.99	5.24	5.39	4.96	5.17	5.15
松原股份	4.65	4.28	3.57	3.40	3.74	4.07	3.68
奥托立夫	11.07	10.09	8.62	9.29	8.06	8.53	8.53
岱美股份	2.95	2.69	3.27	3.04	2.58	2.53	2.42
继峰股份	3.64	3.70	3.75	11.01	6.29	6.99	7.07

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 21: 主要可比公司应收账款周转率对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
均胜电子	6.73	6.07	7.78	6.72	6.34	6.68	6.89
华懋科技	3.44	3.19	3.46	3.33	2.83	3.65	3.87
松原股份	3.56	3.63	3.20	3.02	2.73	2.93	2.88
奥托立夫	5.38	5.04	4.56	5.22	4.33	4.68	4.90
岱美股份	4.86	4.67	5.43	5.74	4.55	5.06	5.80
继峰股份	3.80	3.84	4.13	13.50	7.03	7.24	7.26

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司资产负债率较低, 22、23 年有所上升主要是公司经营规模扩大, 公司增加银行借款以满足经营需求, 2020-2023Q1 公司银行借款余额分别为 0、1.02 亿元、3.12 亿元、3.46 亿元, 在公司发行可转债后, 在不考虑转股等因素的影响下, 公司资产负债率预计将进一步提升至 52%左右。

表 22: 主要可比公司资产负债率对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
均胜电子	62.82	61.24	69.35	69.95	65.40	67.16	67.28	66.92
华懋科技	17.30	10.98	10.32	10.12	10.67	11.57	11.85	10.87
松原股份	45.35	41.41	35.28	34.03	19.63	28.91	43.52	40.18
奥托立夫	52.32	51.23	71.78	68.66	70.29	64.85	65.98	67.86
岱美股份	41.21	18.81	35.36	29.03	28.93	24.12	26.76	36.10
继峰股份	20.11	19.69	24.57	72.00	73.64	69.16	75.57	75.02

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

收入和毛利率方面：

➤ 结合公司的产能布局情况，以及分类产品销售的预测，我们预计公司营收 2023-2025 年分别为 12.49/17.24/23.28 亿元，同比增长 26%/38%/35%，预计毛利率 2023-2025 年为 31.7%/31.2%/31.3%。

➤ 安全带总成及零部件：公司的安全带总成和零件业务随着新老客户拓展保持较高的增速，2023 年上半年安全带总成及零部件产品收入 3.63 亿元，同比+30.6%。公司 1325 万条安全带已投产开始爬坡，预计随着产能释放保持较快增长，2023-2025 年安全带总成及零部件业务收入 9.03/11.21/13.80 亿元，同比增长 22%/24%/23%。毛利率方面，公司安全带总成自制率高，毛利率较为稳健，预计毛利率分别为 31.7%/32.3%/32.5%。

➤ 特殊座椅安全装置：特殊座椅安全装置是应用于不同特殊场景的座椅安全装置，如车载轮椅、儿童座椅、农用机械座椅等。公司 2023 年上半年特殊座椅安全装置收入下滑 54%，预计 2023-2025 年特殊座椅安全装置业务收入 0.40/0.48/0.58 亿元，同比-40%/20%/20%。由于高度定制化且主要为外销，产品毛利率保持在较高水平，预计未来毛利率保持为 39%。

➤ 安全气囊：公司安全气囊产品于 2021 年开始量产，随着规划产能的逐步投产和产能利用率的持续上升，结合现有订单，预计 2023-2025 年安全气囊业务收入 1.73/3.33/5.50 亿元，同比增长 87%/92%/65%。毛利率方面，安全气囊中的气囊布、气体发生器公司目前不具备自制能力，但随着产能利用率提升，预计毛利率有提升空间，预计 2023-2025 年分别为 20%/22%/24%。

➤ 方向盘：公司方向盘产品于 2021 年开始量产，随着规划产能的逐步投产和产能利用率的持续上升，结合现有订单，预计 2023-2025 年方向盘业务收入 0.87/1.67/2.75 亿元，同比增长 59%/92%/65%，毛利率方面，我们预计随着产能投放以及自制率提升，毛利率会有所提升，预计 2023-2025 年分别为 18%/20%/22%。

➤ 其他业务：我们预计主要来自于项目的开发费以及原材料废料出售等业务，因此毛利率较高，根据中报情况（毛利率为 95.62%），结合过去该项目的毛利率，我们 2023-2025 年分别为 95%/90%/90%。

费用率方面：

➤ 公司 2023 前三季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.21%、5.08%、6.37%、0.86%，费用的绝对值分别为 0.18 亿、0.41 亿、0.52 亿、0.07 亿元。公司维持较高的研发费用率，且 2019 年以来持续提升，主要是安全气囊和方向盘等新项目研发投入增加，预计随着收入规模提升，费用率将有所下降。

资本开支方面：

公司后续的成长性来自于已投产能的逐步爬坡，以及新增的产能投放，2019-2023 年前三季度构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 0.32、0.72、2.12、2.87、1.58 亿元，公司于 2021 年开始加大资本开支，我们预计公司将保持较高的资本开支，预计 2023-2025 年分别为 1.70、1.50、1.50 亿元。

表 23: 公司营收及毛利率拆分 (亿元, %)

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
整体	营业总收入	4.65	5.36	7.45	9.92	12.49	17.24	23.28
	yoy		15.3%	39.0%	33.1%	25.9%	38.1%	35.0%
	营业成本	2.92	3.51	4.98	7.10	8.53	11.87	16.05
	毛利率	37.2%	34.4%	33.1%	28.4%	31.7%	31.2%	31.1%
汽车安全带总成	营业总收入	3.73	4.64	6.44	7.40	9.03	11.21	13.80
	yoy		24.5%	38.7%	14.8%	22.0%	24.2%	23.1%
	营业成本	2.51	3.22	4.49	5.23	6.16	7.59	9.32
	毛利率	32.7%	30.7%	30.2%	29.3%	31.7%	32.3%	32.5%
特殊座椅安全装置	营业总收入	0.78	0.57	0.70	0.67	0.40	0.48	0.58
	yoy		-27.3%	22.2%	20.0%	-40.1%	20.0%	20.0%
	营业成本	0.40	0.29	0.43	0.44	0.24	0.29	0.35
	毛利率	48.7%	48.5%	38.8%	34.3%	39.0%	39.0%	39.0%
安全气囊	营业总收入			0.03	0.93	1.73	3.33	5.50
	yoy					86.9%	92.3%	64.9%
	营业成本			0.02	0.76	1.39	2.60	4.18
	毛利率			24.8%	18.2%	20.0%	22.0%	24.0%
方向盘	营业总收入			0.02	0.54	0.87	1.67	2.75
	yoy					59.1%	92.3%	64.9%
	营业成本			0.02	0.45	0.71	1.33	2.14
	毛利率			15.8%	17.3%	18.0%	20.0%	22.0%
其他	营业总收入	0.14	0.15	0.27	0.38	0.46	0.55	0.66
	yoy		7.2%	80.4%	42.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	营业成本	0.01	0.00	0.03	0.23	0.02	0.06	0.07
	毛利率	94.0%	97.2%	89.6%	40.4%	95.0%	90.0%	90.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年营业总收入分别为 12.49/17.24/23.28 亿元, 同比增长 26%/38%/35%。预测公司 2023-2025 年归母净利润 1.85/2.52/3.43 亿元, 同比分别为 56%/36%/36%。

表 24: 未来三年盈利预测表 (百万元)

利润表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	745.08	991.87	1248.55	1724.17	2328.23
营业成本	498.47	710.33	852.89	1187.04	1605.29
营业税金及附加	3.35	4.07	5.12	7.07	9.55
销售费用	25.16	28.06	27.59	36.21	48.89
管理费用	52.32	59.84	63.45	83.08	110.86
研发费用	39.83	56.07	78.66	106.04	142.02
营业利润	126.44	121.95	210.90	287.50	391.59
归属于母公司净利润	111	118	185	252	343
每股收益	0.74	0.52	0.82	1.12	1.52
ROE	14%	14%	18%	21%	24%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 25：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	15.3%	39.0%	33.1%	25.9%	38.1%	35.0%	27.0%	20.0%
营业成本/营业收入	65.6%	66.9%	71.6%	68.3%	68.8%	68.9%	68.8%	68.8%
管理费用/营业收入	5.61%	7.02%	6.03%	5.08%	4.82%	4.76%	4.63%	4.51%
研发费用/营业收入	4.9%	5.3%	5.7%	6.3%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%
销售费用/销售收入	3.6%	3.4%	2.8%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%
营业税及附加/营业收入	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
所得税税率	12.3%	10.5%	2.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表 26：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.00	T	12.50%
无风险利率	2.80%	Ka	9.30%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.05
公司股价（元）	28.74	Ke	9.65%
发行在外股数（百万）	226	E/(D+E)	94.22%
股票市值（E，百万元）	6484	D/(D+E)	5.78%
债务总额（D，百万元）	398	WACC	9.32%
Kd	4.50%	永续增长率（10 年后）	2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到估值区间为 32.1-36.2。

表 27：FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	221	305	412	534	652	809	946	1105	1241	1372	
所得税税率	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	
EBIT*(1-所得税税率)	193	267	360	467	571	708	827	967	1086	1200	
折旧与摊销	53	62	72	81	90	97	105	112	118	125	
营运资金的净变动	(85)	(148)	(212)	(239)	(95)	(245)	(220)	(254)	(194)	(214)	
资本性投资	(170)	(150)	(150)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	
FCFF	(9)	31	70	210	466	461	612	725	910	1012	14104
PV(FCFF)	(9)	26	54	147	298	270	328	355	408	415	5786
核心企业价值	8078.6										
减：净债务	397.0										
股票价值	7681.6										
每股价值	34.05										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表28：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.1%	9.2%	9.3%	9.4%	9.5%
永续 增长 率变 化	2.2%	36.23	35.51	34.82	34.15	33.50
	2.1%	35.80	35.11	34.43	33.77	33.13
	2.0%	35.40	34.71	34.05	33.41	32.78
	1.9%	35.00	34.33	33.68	33.05	32.43
	1.8%	34.61	33.96	33.32	32.70	32.10

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

选取均胜电子、华懋科技、继峰股份作为估值的可比公司。

均胜电子：均胜电子主营汽车被动安全和汽车电子业务，其中 2022 年安全业务收入 344 亿元，为全球龙二，公司估值相对较低，主要系公司在收购后进行了长期的整合，相应安全业务盈利能力较弱。

华懋科技：公司主营被动安全系统部件，包括安全气囊袋、安全气囊布、安全带等，为安全系统 Tier1 的上游供应商，客户包括奥托立夫、采埃孚、延锋、均胜电子、锦恒等，其中 2023 年 1-6 月份上海奥托立夫汽车安全系统有限公司及其关联公司销售收入占公司总收入比重达 32%。

继峰股份：公司主营商用车座椅、汽车内饰、头枕、扶手等业务，并开始获得乘用车座椅相关订单，座椅业务同样为安全件，在行业竞争格局（格局同样较为集中，且以外资为主），以及车企挑选供应商所看重的因素上具有一定相似性。

截至 2023 年 12 月 12 日收盘价，可比公司对应 24 年平均 PE 为 21X，考虑公司的稀缺性以及业绩的成长性，给予一年期（2024 年）目标估值 31.2-35.7 元，对应 2024 年 PE 为 28-32 倍。

表29：相对估值表（20231212）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 （元）	总市值 （亿元）	2022A	EPS 2023E	2024E	2022A	PE 2023E	2024E
600699.SH	均胜电子	买入	19.03	268	0.29	0.77	1.00	66	25	19
603306.SH	华懋科技	未评级	30.40	99	0.62	0.88	1.51	49	35	20
603997.SH	继峰股份	增持	13.38	154	-1.27	0.23	0.53		58	25
	平均					0.63	1.01	57	39	21
300893.SZ	松原股份	买入	28.74	65	0.52	0.82	1.12	55	35	26

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司一年期（2024 年）合理估值区间在 32-36 元之间，对应 2024 年 PE 为 29-32 倍，相较于当前股价还有 11%-25%的溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.8%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

我们选取了可比公司平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的稀缺性，在行业平均动态 PE 的基础上给予溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

收入方面可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观，进而高估未来 3 年业绩的风险。毛利率方面，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

毛利率下降风险

汽车零部件年降：汽车行业产品一般随着量的提升，价格也会有所下降，在公司大批量供货后，客户可能要求降低产品价格以降低其采购成本，导致公司毛利率下滑。

原材料价格上涨的风险：公司原材料占成本比重高，如果原材料价格大幅上涨，而公司产品售价调整不及时，将可能导致公司成本上升，影响毛利率水平。

客户集中度较高风险

公司前五大客户营收占比 2022 年达 68%，占比较高，因此对大客户依赖度较高，如果主要客户经营情况发生重大变动或主要客户流失，将会对公司主营业务造成不利影响。

技术风险

在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

政策风险

新能源行业政策变动的风险：公司所处新能源车行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

出口退税政策变动的风险：公司产品主要用于出口，出口退税政策对公司经营影响较大，未来由于贸易摩擦、中国出口退税政策可能发生改变，进而导致公司经营存在不确定的风险。

税收优惠政策发生不利变化的风险：公司目前享受的税收优惠政策主要是高新技术企业的所得税优惠，如果公司不能被持续认定为高新技术企业，或者高新技术企业的税收优惠政策发生重大变化，将影响公司的业绩。

限售股份解禁减持风险

公司于 2023 年 9 月 25 日上市三年，2023 年 9 月 21 日发布公告，本次上市流通的限售股均为公司首次公开发行前已发行股份，限售期自公司股票上市之日起 36 个月。本次申请解除限售股份的股东共 3 名，包括胡铲明、沈燕燕、宁波梅山保税港区明凯股权投资合伙企业（有限合伙），所持有限售股份总数为 168750000 股，占公司总股本的 74.80%，将于 2023 年 9 月 25 日起上市流通。本次股份解除限售后，直接或间接持有公司股份的股东将自觉遵守其关于股份减持的相关承诺。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。实际控制人及一致行动人对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	105	108	120	138	152	营业收入	745	992	1249	1724	2328
应收款项	280	416	513	661	893	营业成本	498	710	853	1187	1605
存货净额	148	238	266	373	487	营业税金及附加	3	4	5	7	10
其他流动资产	77	118	148	205	276	销售费用	25	28	28	36	49
流动资产合计	671	880	1048	1378	1809	管理费用	52	60	63	83	111
固定资产	310	546	665	754	834	研发费用	40	56	79	106	142
无形资产及其他	68	75	72	68	64	财务费用	1	2	10	17	20
投资性房地产	37	45	45	45	45	投资收益	1	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	2	0	0	0
资产总计	1086	1546	1829	2245	2752	其他收入	(43)	(66)	(79)	(106)	(142)
短期借款及交易性金融负债	103	210	296	373	437	营业利润	126	122	211	288	392
应付款项	160	299	355	498	678	营业外净收支	(2)	(1)	0	0	0
其他流动负债	33	28	36	50	68	利润总额	124	121	211	288	392
流动负债合计	297	537	686	921	1183	所得税费用	13	3	26	36	49
长期借款及应付债券	0	102	102	102	102	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	33	38	43	48	归属于母公司净利润	111	118	185	252	343
长期负债合计	17	136	141	146	151	现金流量表（百万元）					
负债合计	314	673	827	1066	1334	净利润	111	118	185	252	343
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	5	2	2	2
股东权益	772	873	1003	1179	1419	折旧摊销	24	33	53	62	72
负债和股东权益总计	1086	1546	1829	2245	2752	公允价值变动损失	(3)	(2)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1	2	10	17	20
每股收益	0.74	0.52	0.82	1.12	1.52	营运资本变动	(49)	(120)	(85)	(148)	(212)
每股红利	0.38	0.16	0.25	0.33	0.46	其它	1	(5)	(2)	(2)	(2)
每股净资产	5.15	3.88	4.44	5.23	6.29	经营活动现金流	82	29	152	166	202
ROIC	16%	13%	14%	17%	19%	资本开支	0	(274)	(170)	(150)	(150)
ROE	14%	14%	18%	21%	24%	其它投资现金流	18	61	0	0	0
毛利率	33%	28%	32%	31%	31%	投资活动现金流	18	(213)	(170)	(150)	(150)
EBIT Margin	17%	13%	18%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	17%	22%	21%	21%	负债净变化	0	102	0	0	0
收入增长	39%	33%	26%	38%	35%	支付股利、利息	(57)	(36)	(55)	(75)	(103)
净利润增长率	24%	6%	56%	36%	36%	其它融资现金流	(6)	55	85	77	64
资产负债率	29%	44%	45%	47%	48%	融资活动现金流	(120)	187	30	2	(39)
股息率	0.9%	0.6%	0.9%	1.2%	1.6%	现金净变动	(19)	3	12	18	14
P/E	39	55	35	26	19	货币资金的期初余额	124	105	108	120	138
P/B	5.6	7.4	6.5	5.5	4.6	货币资金的期末余额	105	108	120	138	152
EV/EBITDA	30.9	42.9	26.7	20.6	16.2	企业自由现金流	87	(230)	(9)	31	70
						权益自由现金流	81	(73)	64	93	117

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032