



买入(维持)

所属行业: 汽车/汽车零部件
当前价格(元): 29.35

证券分析师

邓健全

资格编号: S0120523100001

邮箱: dengjq@tebon.com.cn

赵悦媛

资格编号: S0120523100002

邮箱: zhaoyy5@tebon.com.cn

赵启政

资格编号: S0120523120002

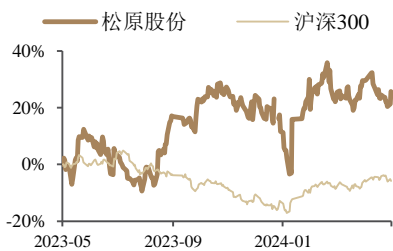
邮箱: zhaoqz@tebon.com.cn

研究助理

秦梓月

邮箱: qinzy@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -2.90 | 3.02 | -3.29 |
| 相对涨幅(%) | -3.60 | -0.02 | -6.56 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《松原股份(300893.SZ): 国内被动安全龙头, 国产替代下产品放量可期》, 2023.10.24

松原股份(300893.SZ): 建设海外产能, 加速实施出海战略

投资要点

- 事件:** 2024年5月27日, 公司发布公告, 因业务发展和增加海外生产基地布局的需要, 提升公司的国际竞争力和服务能力, 完善公司业务布局和中长期战略发展规划, 拟设立马来西亚全资子公司并投资建设生产基地。
- 建设 50 万套/年海外安全系统总成产能, 打造全球化交付能力。** 根据公司公告, 公司拟通过搭建新加坡子公司(或海南自贸港设立子公司)通道, 全资设立马来西亚子公司进行项目建设。马来西亚工厂拟设立在马来西亚汽车高科技产业谷或其他待选区域, 利用公司自有资金和自筹资金, 第一期项目投资总额不超过 5000 万元人民币, 后续视需求追加投资。第一期拟征地约 20-30 亩, 或租用同等条件工业厂房, 投资按安全系统总成 50 万套/年规划, 拟在 2025 年下半年达到量产状态, 后期视增量进行追加投资, 包括引入上游零部件工艺和产线、提升装配产能。我们认为本次海外产能的建设, 将助力公司打造全球化交付能力。
- 海外客户持续开拓, 公司积极推进出海战略。** 当前随着全球供应链格局变化, 各大国际车厂积极寻求头部的自主品牌供应商, 逐步打破了安全系统领域固有的寡头垄断的格局。公司积极拓展全球客户, 目前海外客户处于快速开拓阶段, 此前公司收到欧洲知名汽车制造商 S 客户的定点通知书, 公司获得该客户 F 平台的项目定点, 将为该平台车型提供整车安全带产品, 该平台车型生命周期内产量总计约 55 万台, 销售额约 4,156 万欧元。本次投资是公司基于 G 客户、S 客户项目定点的海外产能布局需求, 以及公司第二个五年规划的整体战略考虑而实施的对外投资行为, 是公司“出海战略”实施的第一步。通过在马来西亚投资建设工厂, 借助其地域优势以及成本优势, 公司有望加速推进出海战略。
- 持续拓展客户+产品升级, 安全带总成业务有望迎来量价齐升。** 我们认为安全带总成业务作为公司传统主业, 有望迎来量价齐升。在量方面, 汽车安全产品市场当前处于国产替代阶段, 公司以自主品牌客户为基础, 并陆续拓展新能源、新势力等多个主流客户, 完成国内主流整车厂的业务布局, 随着自主品牌车企的增量和新老项目的逐步放量, 公司销售量有望快速增长; 在价方面, 安全带行业正在从传统机械构件向电控方向转变, 从被动向主动发展, 且安全带行业中 ECU 芯片及电机部件的应用也逐渐普及, 安全带单车价值量处于不断上升阶段, 公司安全带相关产品有望受益于产品矩阵优化带来的单价提升。
- 气囊总成+方向盘总成作为第二增长曲线陆续放量, 公司有望实现加速成长。** 公司汽车安全气囊和汽车方向盘产品为新开发业务, 于 2021 年度实现批量生产, 成为公司第二增长曲线。公司利用自身的优势, 在原有客户基础上实现了安全气囊和方向盘产品的突破, 同时考虑到安全气囊和方向盘与安全带均为汽车被动安全系统产品, 而且各类产品在开发试验中有着相互关联的作用, 后续公司有望进一步突破现有客户。据公司 2023 年年报, 当前公司的气囊以及方向盘定点项目陆续量产, 有望加速提升成长能力。
- 盈利预测与投资建议:** 考虑到公司安全带业务有望迎来量价齐升, 第二增长曲线陆续放量, 且公司积极出海拓展自身成长能力, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.74、3.86、5.08 亿元, 根据 2024 年 5 月 28 日收盘价 29.35 元计算, 对应 PE 估值分别为 24.17、17.16、13.04 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 产能建设进度不及预期、新业务发展不及预期、定点落地不及预期。

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|-------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总股本(百万股): | 225.60 | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流通 A 股(百万股): | 112.51 | 营业收入(百万元) | 992 | 1,280 | 1,760 | 2,406 | 3,045 |
| 52 周内股价区间(元): | 21.14-31.71 | (+/-)YOY(%) | 33.1% | 29.1% | 37.5% | 36.7% | 26.6% |
| 总市值(百万元): | 6,621.36 | 净利润(百万元) | 118 | 198 | 274 | 386 | 508 |
| 总资产(百万元): | 2,084.60 | (+/-)YOY(%) | 6.1% | 67.6% | 38.5% | 40.9% | 31.6% |
| 每股净资产(元): | 5.00 | 全面摊薄 EPS(元) | 0.52 | 0.88 | 1.21 | 1.71 | 2.25 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 28.4% | 31.5% | 31.6% | 31.9% | 32.5% |
| | | 净资产收益率(%) | 13.5% | 18.6% | 23.6% | 31.8% | 36.4% |

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.88 | 1.21 | 1.71 | 2.25 |
| 每股净资产 | 4.72 | 5.15 | 5.37 | 6.18 |
| 每股经营现金流 | 0.72 | 1.86 | 2.72 | 2.76 |
| 每股股利 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 33.22 | 24.17 | 17.16 | 13.04 |
| P/B | 6.19 | 5.70 | 5.46 | 4.75 |
| P/S | 5.17 | 3.76 | 2.75 | 2.17 |
| EV/EBITDA | 22.73 | 17.00 | 12.61 | 9.85 |
| 股息率% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 31.5% | 31.6% | 31.9% | 32.5% |
| 净利润率 | 15.4% | 15.6% | 16.0% | 16.7% |
| 净资产收益率 | 18.6% | 23.6% | 31.8% | 36.4% |
| 资产回报率 | 10.0% | 12.3% | 15.8% | 18.3% |
| 投资回报率 | 13.6% | 16.4% | 21.5% | 24.8% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 29.1% | 37.5% | 36.7% | 26.6% |
| EBIT 增长率 | 85.7% | 35.9% | 39.7% | 31.1% |
| 净利润增长率 | 67.6% | 38.5% | 40.9% | 31.6% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 46.3% | 47.7% | 50.5% | 49.6% |
| 流动比率 | 2.1 | 1.8 | 1.6 | 1.6 |
| 速动比率 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 1.1 |
| 现金比率 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 149.2 | 129.3 | 92.2 | 76.1 |
| 存货周转天数 | 99.9 | 81.4 | 65.7 | 58.7 |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |
| 固定资产周转率 | 2.5 | 2.6 | 3.0 | 3.2 |

| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 198 | 274 | 386 | 508 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 93 | 122 | 160 | 196 |
| 非经营收益 | 19 | 17 | 21 | 25 |
| 营运资金变动 | -146 | 6 | 47 | -107 |
| 经营活动现金流 | 163 | 420 | 614 | 622 |
| 资产 | -290 | -298 | -318 | -318 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -10 | -22 | -8 | -8 |
| 投资活动现金流 | -300 | -320 | -326 | -326 |
| 债权募资 | 155 | 100 | 70 | 70 |
| 股权募资 | 7 | 3 | 0 | 0 |
| 其他 | -55 | -57 | -60 | -62 |
| 融资活动现金流 | 107 | 46 | 10 | 8 |
| 现金净流量 | -29 | 145 | 299 | 304 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1,280 | 1,760 | 2,406 | 3,045 |
| 营业成本 | 877 | 1,205 | 1,637 | 2,056 |
| 毛利率% | 31.5% | 31.6% | 31.9% | 32.5% |
| 营业税金及附加 | 8 | 12 | 16 | 20 |
| 营业税金率% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 营业费用 | 27 | 35 | 46 | 55 |
| 营业费用率% | 2.1% | 2.0% | 1.9% | 1.8% |
| 管理费用 | 56 | 76 | 101 | 125 |
| 管理费用率% | 4.4% | 4.3% | 4.2% | 4.1% |
| 研发费用 | 67 | 90 | 120 | 149 |
| 研发费用率% | 5.3% | 5.1% | 5.0% | 4.9% |
| EBIT | 236 | 320 | 448 | 587 |
| 财务费用 | 9 | 12 | 14 | 16 |
| 财务费用率% | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.5% |
| 资产减值损失 | -8 | -5 | -12 | -14 |
| 投资收益 | -3 | -4 | -5 | -6 |
| 营业利润 | 224 | 309 | 435 | 572 |
| 营业外收支 | -2 | -1 | -1 | -2 |
| 利润总额 | 222 | 308 | 434 | 571 |
| EBITDA | 306 | 416 | 566 | 729 |
| 所得税 | 24 | 34 | 48 | 63 |
| 有效所得税率% | 10.9% | 11.0% | 11.0% | 11.0% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司所有者净利润 | 198 | 274 | 386 | 508 |

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 109 | 119 | 127 | 152 |
| 应收账款及应收票据 | 653 | 617 | 620 | 673 |
| 存货 | 249 | 296 | 302 | 369 |
| 其它流动资产 | 85 | 83 | 91 | 94 |
| 流动资产合计 | 1,095 | 1,114 | 1,140 | 1,288 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 595 | 743 | 880 | 1,002 |
| 在建工程 | 121 | 160 | 208 | 247 |
| 无形资产 | 95 | 102 | 109 | 116 |
| 非流动资产合计 | 887 | 1,106 | 1,307 | 1,482 |
| 资产总计 | 1,982 | 2,221 | 2,447 | 2,770 |
| 短期借款 | 74 | 84 | 94 | 104 |
| 应付票据及应付账款 | 370 | 402 | 500 | 571 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 80 | 121 | 127 | 127 |
| 流动负债合计 | 524 | 606 | 721 | 802 |
| 长期借款 | 353 | 413 | 473 | 533 |
| 其它长期负债 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 非流动负债合计 | 393 | 453 | 513 | 573 |
| 负债总计 | 917 | 1,059 | 1,234 | 1,375 |
| 实收资本 | 226 | 226 | 226 | 226 |
| 普通股股东权益 | 1,065 | 1,161 | 1,212 | 1,395 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和所有者权益合计 | 1,982 | 2,221 | 2,447 | 2,770 |

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。 | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。