

松原股份 (300893)

证券研究报告

2024年07月31日

自主被动安全龙头，国产替代成长可期

自主被动安全龙头，国产替代成长可期

公司自成立以来就从事汽车被动安全业务，深耕汽车安全被动系统二十余载，主要产品包括安全带总成及零部件、特殊座椅安全装置等。随着产品矩阵的进一步完善，公司业务拓展至方向盘和气囊产品。

公司是汽车被动安全系统的一级供应商，2023Q1 吉利/奇瑞/长城/上汽通用五菱/中国一汽占公司收入比重为 25.61%/14.26%/9.94%/8.64%/4.11%，客户资源优质，2024 年 4 月和 7 月公司接连披露获得欧洲知名汽车制造商的定点通知书，为客户平台车型提供整车安全带和安全气囊产品，全球化进程加速。

公司营业收入保持稳定增长，从 2017 年的 4.26 亿元，持续提升至 2023 年的 12.8 亿元，6 年年复合增长率为 20%。公司近年来营业收入的持续增长主要系公司持续拓展新客户、提升原有客户配套比例以及拓展新产品。2023 年公司实现归母净利润 1.98 亿元，同比增长 68%， “气囊+方向盘”业务成长提速。

安全产品及自主客户持续放量，“气囊+方向盘”成长提速

受益于安全带总成产品的销量结构持续优化，公司安全带总成产品的 ASP 持续增长。安全带总成及零部件 ASP 由 2017 年的 38.61 元稳健增长至 55.41 元。

公司积极扩建产能，提升供给能力。公司拟发行可转换债券募资总额不超过 4.1 亿元。项目达产后，预计将新增方向盘总成产能 130 万套及气囊总成产能 400 万套。本项目建设地点位于安徽省巢湖市，公司现有客户如奇瑞汽车、江淮汽车、吉利汽车、长安汽车、上汽大通，以及潜在客户如蔚来、大众（安徽）、比亚迪，均在安徽省内及周边地区有所布局，结合合肥地区汽车产业的集聚优势，本项目建成后将能够形成快速响应、快速供货的产业链协同效益，减少物流成本及供应链风险。

气囊+方向盘产品的拓展进一步提高了公司的单车配套价值量水平。2023 年公司安全气囊产品单价达到了 157.85 元，而方向盘产品单价为 151.64 元，均达到了 2023 年公司安全带产品单价的 2 倍以上。安全产品及自主客户持续放量，“气囊+方向盘”成长提速。

投资建议：我们预计公司 24-26 年公司归母净利润为 2.86/3.52/4.70 亿元，对应 PE 为 23/19/14 倍，公司安全产品及自主客户持续放量，“气囊+方向盘”成长提速，给予 24 年 PE 估值 25-30x，对应目标价 31.75-38.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，行业竞争加剧的风险，原材料上涨的风险，财务风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	991.87	1,280.38	1,679.90	2,177.67	2,761.18
增长率(%)	33.12	29.09	31.20	29.63	26.80
EBITDA(百万元)	222.73	376.29	425.06	505.22	647.17
归属母公司净利润(百万元)	118.04	197.78	286.17	351.63	470.32
增长率(%)	6.09	67.56	44.69	22.88	33.75
EPS(元/股)	0.52	0.87	1.27	1.55	2.08
市盈率(P/E)	55.24	32.97	22.79	18.55	13.87
市净率(P/B)	7.47	6.12	5.06	4.17	3.38
市销率(P/S)	6.57	5.09	3.88	2.99	2.36
EV/EBITDA	27.89	18.28	15.13	12.07	9.35

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	28.83 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	226.19
流通 A 股股本(百万股)	112.98
A 股总市值(百万元)	6,521.02
流通 A 股市值(百万元)	3,257.17
每股净资产(元)	5.00
资产负债率(%)	45.86
一年内最高/最低(元)	32.33/19.44

作者

邵将	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523110005	
shaojiang@tfzq.com	
郭雨蒙	联系人
guoyumeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 自主被动安全龙头，国产替代成长可期.....	4
1.1. 深耕汽车安全被动系统二十余载，“气囊+方向盘”业务成长提速.....	4
1.2. 专注被动安全系统业务，客户以自主品牌为主.....	5
1.3. 营收规模稳步提升，费用率控制稳有降.....	6
2. 被动安全行业：行业壁垒较高，国产替代空间广阔.....	8
2.1. 安全带——汽车被动安全的核心组件.....	8
2.2. 安全气囊为驾乘人员提供有效的防撞保护.....	9
2.3. 被动安全行业市场格局稳定，行业壁垒高.....	9
2.4. 技术发展和法规介入，推动汽车安全行业发展.....	11
3. 安全产品及自主客户持续放量，“气囊+方向盘”成长提速.....	13
3.1. 安全带总成量价齐升.....	13
3.2. 拓展“气囊+方向盘”业务，开启第二成长曲线.....	14
3.3. 特殊座椅安全装置业务稳定，出口为主.....	16
3.4. 深耕被动安全，竞争优势突出.....	16
3.4.1. 新能源布局成效初显，迎来国产替代新契机.....	16
3.4.2. 客户资源优质，成长速度快.....	17
4. 投资建议.....	20
5. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：松原股份发展历程.....	4
图 2：公司股权结构图（截止 2024 年 7 月 16 日）.....	5
图 3：公司主要产品.....	5
图 4：公司 2017-2024Q1 年营业收入（亿元）及增速.....	6
图 5：公司各业务营收占比.....	6
图 6：公司归母净利润.....	7
图 7：公司毛利率和归母净利率.....	7
图 8：公司期间费用率.....	7
图 9：公司四费费用率.....	7
图 10：安全带总成相关零部件的安装位置.....	8
图 11：安全带总成主要零部件.....	8
图 12：安全气囊.....	9
图 13：安全气囊的工作原理.....	9
图 14：2021 年全球被动安全行业市场竞争格局.....	10
图 15：方向盘集成更多功能.....	12
图 16：捷豹未来方向盘.....	12

图 17: 未来新型气囊	12
图 18: 公司安全带总成 ASP (元)、毛利率	13
图 19: 公司安全带总成销量	13
图 20: 公司历年研发费用情况	14
图 21: 近五年公司研发人员数量情况	14
图 22: 公司方向盘及安全气囊业务收入情况	15
图 23: 公司产品毛利率 (%)	15
图 24: 方向盘及安全气囊产品单价更高	15
图 25: 公司特殊座椅安全装置业务收入情况	16
图 26: 公司特殊座椅安全装置业务毛利率 (%)	16
图 27: 中国新能源汽车产销情况 (万辆)	17
图 28: 新能源乘用车渗透率 (%) 快速增长	17
图 29: 2011-2024Q1 国内自主品牌乘用车市场份额	17
图 30: 商用车销量及同比变化情况	18
图 31: 宇通客车和北汽福田销量情况	18
图 32: 奇瑞汽车销量及同比变化情况	19
图 33: 吉利汽车销量及同比变化情况	19
图 34: 理想交付量及同比变化情况	19
图 35: 比亚迪销量及同比变化情况	19
图 36: 2023 年全球销量前十大整车厂市场份额	20
表 1: 公司管理层	4
表 2: 公司前五大客户占比	6
表 3: 汽车被动安全行业进入壁垒	10
表 4: 汽车被动安全行业部分主要企业梳理	11
表 5: 公司主要方向盘产品	11
表 6: 各地汽车安全相关法规和标准	13
表 7: 松原股份本次可转债募投项目拟建产能及合计产能 (截至 2023 年 12 月 31 日)	16
表 8: 营业收入及毛利率拆分	20
表 9: 可比公司 PE 数据对比	21

1. 自主被动安全龙头，国产替代成长可期

1.1. 深耕汽车安全被动系统二十余载，“气囊+方向盘”业务成长提速

公司深耕汽车安全被动系统二十余载，是国内领先的汽车被动安全系统一级供应商之一。2001年，公司前身余姚市博一汽车配件有限公司成立。2016年，公司整体变更为浙江松原汽车安全系统股份有限公司。2020年，公司成功上市。2021年，公司首次实现方向盘和安全气囊的批量生产。2023年，公司接触部分外资品牌主机厂，并已取得实质性进展，有望进入“Global 供应商”的梯队中。

图 1：松原股份发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

公司股权较为集中，公司实控人为胡铲明、沈燕燕和胡凯纳，行业经验丰富。截至 2024 年 3 月 31 日，公司实际控制人胡铲明、沈燕燕和胡凯纳合计持有公司 73.4% 的股权，持股比例较高。胡铲明、沈燕燕为夫妻关系，胡凯纳系胡铲明和沈燕燕之子。公司实控人行业经验丰富。胡铲明最初就职于余姚市保安器材厂，任厂长；2001 年至 2003，就职于博一汽车（公司前身），任总经理；2016 年至今，就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司，任董事长。

表 1：公司管理层

姓名	出生年份	现任职务	履历
胡铲明	1964	董事长	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	公司总经理	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；2015 年 12 月至今，兼任宁波奥维萨汽车部件有限公司经理；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，就职于江西合因教育科技有限公司，任董事长；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；2023 年 4 月至今，任公司总经理。
沈燕燕	1963	董事	2015 年 12 月至今，兼任宁波奥维萨汽车部件有限公司监事；2020 年 10 月至今，兼任亦善（浙江）数据科技有限公司，任监事。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，任董事。

李可雷	1979	副总经理、董事	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。
赵轰	1986	副总经理	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11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、监事；2021年10月至今，就职于上海松垣汽车科技有限公司，任总经理、执行董事；2021年11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。
郭小平	1980	财务总监	本科学历，中级会计师。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，任财务总监。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司股权结构图（截止 2024 年 7 月 16 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 专注被动安全系统业务，客户以自主品牌为主

安全带总成是公司核心产品。公司自成立以来一直从事汽车被动安全业务，主要产品包括安全带总成及零部件、特殊座椅安全装置等。随着产品矩阵的进一步完善，公司业务拓展至方向盘和气囊产品，完善被动安全领域布局。公司 2021 年实现气囊和方向盘产品的批量生产，进一步丰富了公司被动安全产品布局。

图 3：公司主要产品



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

公司当前客户以自主品牌为主，积极布局新势力，拓展合资、外资品牌。1) 自主品牌，主要客户包括吉利汽车、比亚迪、上汽通用五菱、长城汽车、奇瑞汽车和长安汽车等乘用车，以及宇通客车、北汽福田等商用车。2) 造车新势力。目前，已成功定点配套理想、蔚来、合众汽车、零跑汽车等一线新势力品牌车型。3) 合资、外资品牌，公司目前正在积极拓展。特殊座椅安全装置产品的主要客户包括 Q' straint (全球最早的车载轮椅安全解决方案提供商之一)、IMMI (行业领先的安全系统供应商) 等国际知名企业。

客户结构集中度较高。2023 年一季度前五大客户占比分别为 25.61%、14.26%、9.94%、8.64%、4.11%，合计占 2023 年一季度公司营收的 62.56%。公司向前五大客户销售金额占营业收入的比重超过 50%，主要系汽车零部件行业准入门槛较高，新整车厂客户的开发需要若干年的审核认证过程，因此整车厂客户不轻易更换供应商。2020-2022 年，公司前五大客户未发生变化。2023 年一季度，宇通客车退出前五大客户，中国第一汽车集团有限公司成为 2023 年一季度第五大客户，主要是系公司与其合作的项目在 2023 年开始量产，2023 年一季度销售金额增长较快，超过了公司 2023 年一季度对宇通客车的销售额。

表 2：公司前五大客户占比

	2020	2021	2022	2023Q1
吉利	21.92%	17.50%	16.39%	25.61%
奇瑞	6.97%	7.25%	18.35%	14.26%
长城	8.62%	15.81%	11.59%	9.94%
上汽通用五菱	14.66%	15.49%	18.57%	8.64%
宇通客车	6.51%	6.32%	2.88%	
中国一汽				4.11%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 营收规模稳步提升，费用率控制稳有降

公司营收规模整体保持稳定增长。整体来看，公司营业收入保持稳定增长，从 2017 年的 4.26 亿元，持续提升至 2023 年的 12.8 亿元，6 年年复合增长率为 20%。公司近年来营业收入的持续增长主要系公司持续拓展新客户、提升原有客户配套比例以及拓展新产品。

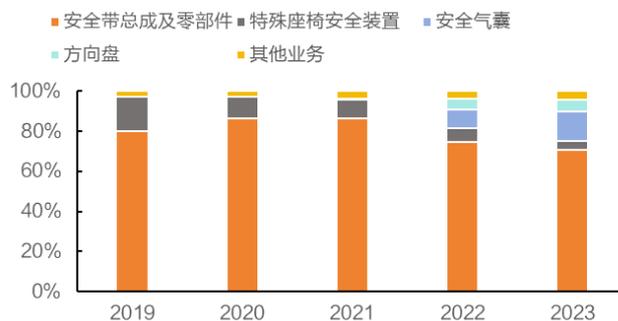
分产品看，安全带总成是公司核心产品，安全气囊和方向盘开始贡献收入。2023 年公司安全带总成及零部件收入 9.04 亿元，同比增长 22.16%，占公司总收入的 70.59%，是公司收入占比最大的产品。2023 年公司“方向盘+气囊”业务实现营业收入 2.66 亿元，占当期公司总收入的 20.71%，开始贡献较大收入。

图 4：公司 2017-2024Q1 年营业收入（亿元）及增速

图 5：公司各业务营收占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

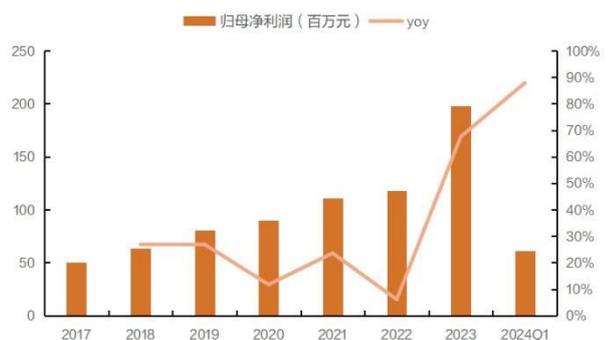


资料来源: Wind, 天风证券研究所

净利润端: 公司归母净利润近年来整体呈现稳定增长的趋势, 从 2017 年的 0.50 亿元增长至 2023 年的 1.98 亿元, 较 2022 年同比增长 68%。

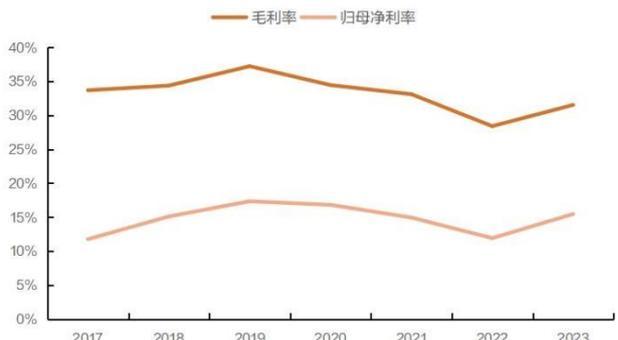
盈利能力: 公司毛利率在 2017 至 2023 年间保持相对稳定, 基本维持在 34% 上下的水平。2022 年公司毛利率出现一定幅度的下滑, 2022 年公司实现综合毛利率 28.39%, 同比下降 4.71 个百分点, 主要系气囊和方向盘产品处于量产初期盈利水平较低所致。公司归母净利润率水平的变化与毛利率基本一致, 2017 至 2023 年公司归母净利润率基本保持在 15% 上下, 2022 年受毛利率下滑的影响, 公司归母净利润率降至 11.90%, 2023 年有所回升。

图 6: 公司归母净利润



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 公司毛利率和归母净利润率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

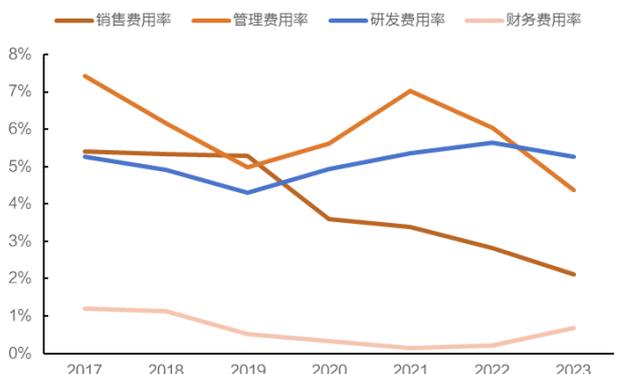
费用管控有效, 期间费用率稳中有降。 公司期间费用率整体呈下降的趋势, 在 2017 年至 2023 年间公司期间费用率从 19.29% 下降至 12.43%。其中, 公司财务费用率近四年整体保持低位的状态, 2023 年增长幅度较大, 主要系利息费用增加所致。公司研发费用率近年维持在较高位;

图 8: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 公司四费费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

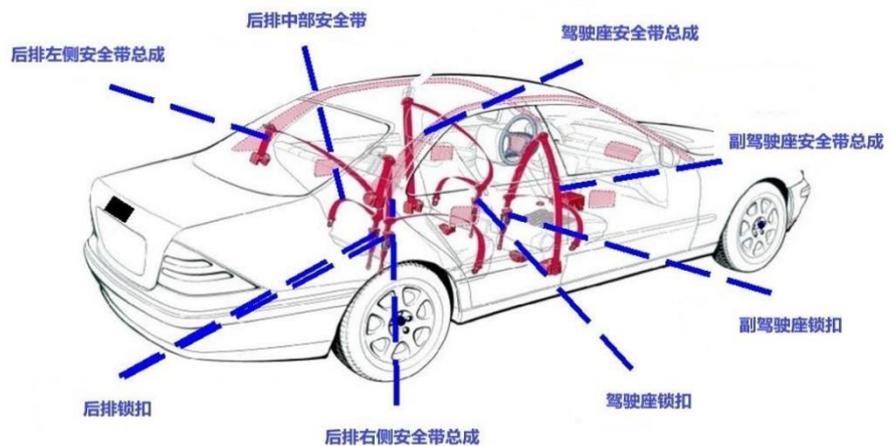
2. 被动安全行业：行业壁垒较高，国产替代空间广阔

根据事故发生前后干预的不同，汽车安全系统可以分为主动安全系统和被动安全系统。汽车在发生事故之前起安全作用的配置为主动安全配置；当汽车发生事故之后起到减轻事故伤害作用的即为被动安全。主动安全配置包括，LDW 车道偏离预警、自动紧急制动系统 AEB、FCW 前向/PCW 行人碰撞预警等；被动安全配置包括安全带、头枕、安全气囊等。**交通事故统计数据表明，安全气囊与安全带结合使用有明显减少事故伤害的作用。**从 NHTSA 的统计分析来看，安全气囊结合安全带使用可以有效保护驾驶员，死亡率风险可以降低为 50%；如果只使用安全带，死亡率风险可减少为 45%；而仅使用安全气囊，安全保护率只有 13%。

2.1. 安全带——汽车被动安全的核心组件

汽车安全带属于被动安全系统产品，在发生事故时，主要起到固定成员身体，避免发生碰撞的作用，能够降低用户在事故中的伤害，提升存活率。汽车安全带是公认的最有效的安全装置，中国、美国、日本及欧洲等国家和地区都强制使用安全带。

图 10：安全带总成相关零部件的安装位置



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

安全带以卷收器为核心部件，系统总成零件众多。汽车安全带总成主要由卷收器、带（锁）扣组件、高度调节器、织带（包括肩带及腰带）和其他部件等组成。

卷收器是汽车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、防反锁等各项汽车安全带总成主要功能均由卷收器提供；锁扣起到了固定和解除固定安全带的作用；高度调节器起到了调节安全带高度的作用；织带起到对乘员主要躯干进行约束的作用。

图 11：安全带总成主要零部件



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2.2. 安全气囊为驾乘人员提供有效的防撞保护

安全气囊是被动安全系统重要组件，配合安全带实现乘员保护。安全气囊是汽车的辅助约束系统，能够有效地配合主约束系统（安全带）发挥作用，在车辆发生高速碰撞时大大减轻乘员受到的伤害，其单独使用可以减少 18%的死亡率，而与安全带配合使用时可以减少 47%的死亡率。

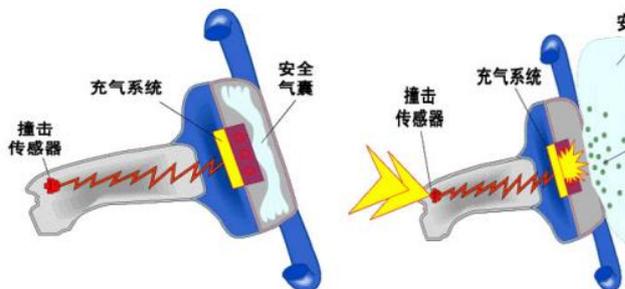
安全气囊结构复杂，技术要求高。安全气囊的组成结构：安全气囊通常由传感器、充气系统、气囊等部分组成。传感器感受汽车碰撞强度，并将感受到的信号传送到控制器，控制器接收传感器的信号并进行处理，当它判断有必要打开气囊时，立即发出点火信号以触发充气系统，充气系统接收到点火信号后，迅速点燃主炸药（主推进剂），产生大量氮气给气囊充气。

图 12：安全气囊



资料来源：华懋科技招股书，天风证券研究所

图 13：安全气囊的工作原理



资料来源：华懋科技招股书，天风证券研究所

2.3. 被动安全行业市场格局稳定，行业壁垒高

汽车被动安全系统是保障乘员安全的重要汽车组成部分，具有较高的行业进入壁垒，主要包括技术壁垒、体系认证壁垒、客户资源壁垒以及产能和资金壁垒。

表 3：汽车被动安全行业进入壁垒

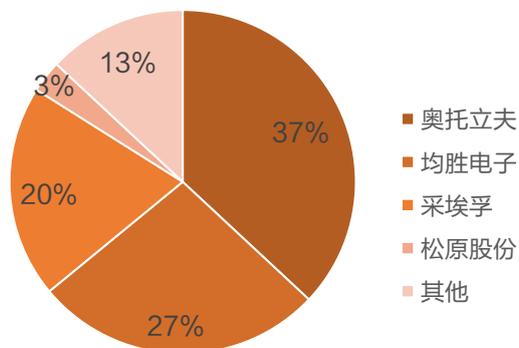
壁垒类型	难点	具体内容
技术壁垒	材料研发能力、结构设计能力、试验验证能力、工艺的改良创新和品质的检测评定等综合能力	安全带总成的性能和质量主要体现在疲劳性能、高低温性能、锁止性能、强度性能、动态性能等，同时还需要适应震动、粉尘、腐蚀、高热、寒冷等各种复杂条件的工作环境；为满足上述要求，就需要汽车安全带总成制造企业具备较高的关键零部件结构设计、工艺制造、检测能力等。
体系认证壁垒	汽车行业有着严格的质量体系标准，而且安全带属于安全件，准入门槛更高	IATF16949:2016 技术体系认证，该认证体系作为进入汽车行业的必备条件，对汽车零部件企业的设计研发、原材料管理、生产管理、产品质量控制等提出了较高的要求，资金实力较弱、技术能力较差的企业难以通过该认证从而无法进入汽车产业体系；而且汽车安全带属于安全件，准入门槛更高。
客户壁垒	整车厂商一般不愿意轻易变更供应商	整车厂商一旦通过对汽车零部件生产厂商的认证并与其建立起了长期稳定的合作关系，一般不愿意轻易变更供应商，因为对新的供应商进行认证会产生额外的时间成本和认证成本。由于汽车安全零部件的质量好坏直接决定了乘车人的出行安全，整车厂商在考虑更换供应商时更加慎重。
产能和资金壁垒	主机厂筛选供应商时对产能规模和资金实力均有严格要求	汽车零部件企业前期需要大规模的土地、生产厂房、机器设备等固定资产的投入，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，需要在其附近建立仓库，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。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

较高的行业进入壁垒使得汽车被动安全行业拥有较稳定的行业格局。

汽车被动安全市场处于外资企业垄断的格局。外资企业凭借着先发优势，叠加技术、规模等方面处于领先地位，在国际被动安全领域呈现出寡头垄断的局面。国内相关零部件企业由于起步较晚，市场份额当前不高。根据华经产业研究院数据，2021 年全球被动安全行业三家主要的企业为奥托立夫、均胜电子（先后收购 KSS 和高田）以及采埃孚（2015 年收购天合），2021 年三家的市场份额分别为 37%、27%和 20%，合计占到全行业 84%的市场份额。

图 14：2021 年全球被动安全行业市场竞争格局



资料来源：商用车公众号，天风证券研究所

汽车被动安全行业主要的参与者包括外资的行业龙头以及部分内资企业。从全球市场来看，主要的汽车被动安全企业包括奥托立夫、采埃孚（2015 年收购天合，整合成主被动安全事业部），以及国内的均胜电子（先后收购 KSS 和高田）、松原股份、重庆光大和沈阳金杯锦恒等企业。

表 4：汽车被动安全行业部分主要企业梳理

公司	简介
瑞典奥托立夫公司 (AUTOLIV)	成立于 1956 年，1997 年于美国纽约证券交易所上市，股票代码“ALV.N”。公司主要产品为汽车电子安全系统，座椅安全带系统以及电子控制单元，汽车方向盘系统等， 是全世界最大的汽车安全系统供应商。
宁波均胜电子股份有限公司	1993 年在上交所上市，专注于智能座舱/网联系统、智能驾驶、新能源管理系统和汽车安全系统的研发和制造。2016 年和 2018 年，均胜电子相继收购了美国 KSS 公司和日本高田公司资产，扩充汽车安全系统业务。
沈阳金杯锦恒汽车安全系统有限公司	由锦州锦恒汽车安全系统有限公司、金杯汽车股份有限公司和沈阳热电发展有限公司于 2003 年共同出资设立组建，公司主要经营范围为汽车安全气囊、安全带及相关零部件产品的设计、开发、制造、销售及产品的售后服务。
延锋百利得（上海）汽车安全系统有限公司	是由延锋汽车饰件系统有限公司和美国百利得安全系统公司（Key Safety Systems, Inc.）共同投资成立，主要从事汽车安全系统的设计、开发、测试、制造以及销售，产品包括方向盘、安全气囊模块和安全带以及整个汽车被动安全系统。
重庆光大产业有限公司	成立于 1998 年，是一家以汽车零部件为主的集设计、制造、销售、服务为一体的民营企业。主要产品包括汽车安全带总成、汽车发动机飞轮总成、驱动盘总成等十余个系列百余类产品。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 技术发展和法规介入，推动汽车安全行业发展

2.4.1. 安全气囊和方向盘产品升级，向智能化发展

方向盘是汽车操纵行驶方向的轮状装置，作为汽车上最重要的安全部件之一，是确保汽车沿正确路线行驶的关键。汽车方向盘由骨架、发泡、真皮、喇叭、安全气囊等构成，汽车通过转动方向盘，将扭矩传递给齿轮齿条机构，从而推动车轮实现转动，齿条推动距离越长，轮胎转动的角度就越大。除控制方向以外，方向盘还具有感知轮胎气压、危险预警、音响控制等功能，在车辆行驶中起到十分重要的作用。方向盘除了需要具有一定强度、硬度，并能承受一定扭转力及弯曲应力外，还需要具有一定的柔韧性，按表面材质可分为塑料、纯皮或仿皮质、木皮相配、真皮翻毛以及碳纤维等几种。

表 5：公司主要方向盘产品

产品名称	产品功能	产品图示
方向盘 (PU)	控制汽车转向，塑料材质	

方向盘（牛皮）

控制汽车转向，牛皮材质



资料来源：公司公告，天风证券研究所

随着智能驾驶技术普及，方向盘产品逐渐向自动化和多功能化趋势发展。通过集合马达震动、辅助预热等功能，自主根据汽车行驶状况，导致汽车方向盘技术含量和行业进入门槛更高，单车价值有望进一步提升。

图 15：方向盘集成更多功能



资料来源：懂车帝原创公众号，天风证券研究所

图 16：捷豹未来方向盘



资料来源：电动邦公众号，天风证券研究所

未来，随着智能座舱不断演进，变化较大的是原先与气囊融合的方向盘，它或将折叠、隐藏，这就需要气囊的设计升级。例如，当汽车进入自动驾驶状态，车辆为驾乘者提供更多的活动空间和灵活度，包括斜躺在座椅靠背，持笔记本工作，或旋转座椅与后排乘员交流等，驾乘者坐姿等将变得复杂。这时，安全带式气囊可以始终紧贴驾乘者，提供正常或非正常姿势下的及时保护；还能根据智能座舱变化与标准气囊协同作用，或者作为独立约束装置使用。

图 17：未来新型气囊



资料来源：均胜电子公众号，天风证券研究所

2.4.2. 强制法规入局可期，被动安全市场有望进一步提升

技术飞速发展，与汽车主被动安全相关的法律法规也在加速完善。在国内，随着 GB7258-2017 的正式生效，自 2022 年 1 月 1 日起，所有在产乘用车开始实施强制安装 EDR（事件数据记录系统）的要求。欧盟随着 R152 的生效，自 2022 年 7 月 6 日起，所有进入欧盟市场的 M1 和 N1 类新车型均需配备满足 R152 法规的 AEBS 功能。在 2023 年 5 月，美国国家公路交通安全管理局（NHTSA）宣布了一项新草案，拟要求所有乘用车和轻型卡车安装 AEB 系统。未来，随着政策逐步牵引推动以及相关评价体系的建设完善，汽车主被动安全市场有望持续扩容。

表 6：各地汽车安全相关法规和标准

政策出台国家及地区	相应法规或标准	具体内容
中国	GB 12676-2014	自 2016 年 7 月 1 日起，所有在产 N2 类车辆（3.5 吨以上轻卡）始实施强制安装 ABS 的要求
中国	GB 26149-2017	自 2020 年 1 月 1 日起，所有在产乘用车开始实施强制安装 TPMS（胎压监测系统）的要求
中国	GB 7258-2017	自 2022 年 1 月 1 日起，所有在产乘用车开始实施强制安装 EDR（事件数据记录系统）的要求
欧盟	R152	自 2022 年 7 月 6 日起，所有进入欧盟市场的 M1 和 N1 类新车型均需配备满足 R152 法规的 AEBS 功能，但是针对行人和自行车的自动紧急制动系统可在 2024 年 7 月 7 日起对新车型强制实施。
美国		2023 年 5 月，美国国家公路交通安全管理局（NHTSA）宣布了一项新草案，拟要求所有乘用车和轻型卡车安装 AEB 系统。

资料来源：科普中国公众号、汽车测试网、NHTSA，盖世汽车智能网联公众号等，天风证券研究所

3. 安全产品及自主客户持续放量，“气囊+方向盘”成长提速

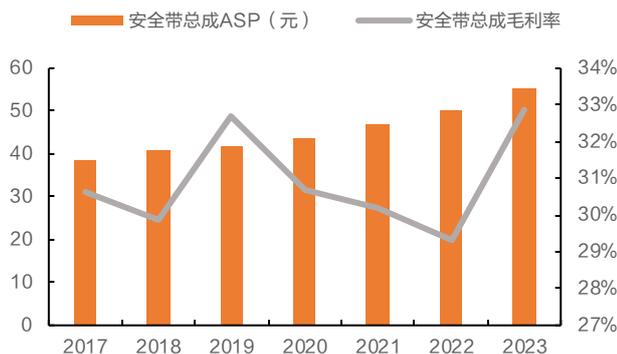
3.1. 安全带总成量价齐升

近年来，受益于安全带总成产品的销量结构持续优化，公司安全带总成产品的 ASP 持续增长。公司不断优化产品结构，公司安全带总成产品的平均售价持续提升，安全带总成及零部件 ASP 由 2017 年的 38.61 元稳健增长至 2023 年的 55.41 元，进一步充分表明公司产品的质量与市场认可度的提升。

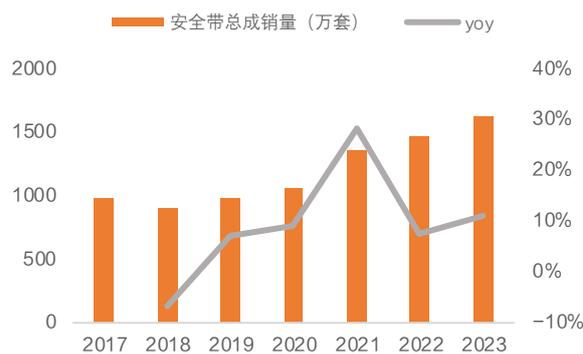
安全带产品持续升级，集成主被动可逆预紧式安全带总成等新品或将进一步推动公司安全带产品 ASP 持续提升。公司持续聚焦安全带产品的新技术研发，为适应未来的自动驾驶发展趋势，提供驾乘者更安全的体验，公司开发了自带安全逻辑计算的被动可逆预紧式安全带总成；为应对 CNCAP 2022 版评价标准升级，进一步提升乘员保护性能，公司正在开发大行程预紧式端片装置总成。随着多功能，高标准的产品逐渐投产，或将进一步提升公司的单车配套价值量。

图 18：公司安全带总成 ASP（元）、毛利率

图 19：公司安全带总成销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

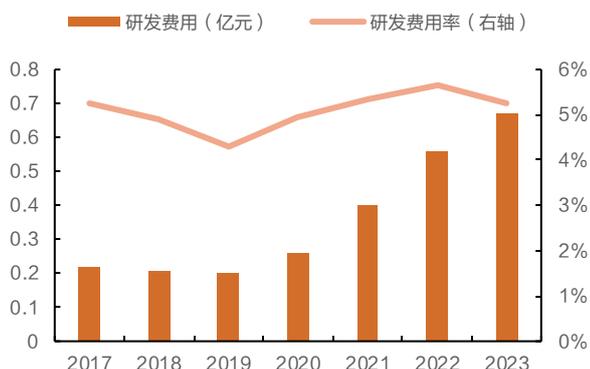


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司不断加大研发力度，研发费用和研发人员数量持续增长，研发费用持续提升。公司的研发费用从 2017 年的 0.22 亿元持续增长至 2023 年的 0.67 亿元，特别是 2019 年以来，公司研发费用的复合增速达到 35.3%，且研发费用占公司营业收入的比例也从 2019 年的 4.3% 持续提升至 2023 年的 5.3%。研发人员数量同步增长，公司研发人员的数量从 2019 年的 79 人持续提升至 2023 年 196 人，复合增速为 25.5%，对应的研发人员数量的占比也从 2019 年的 10.84% 提升至 2023 年的 19.8%。

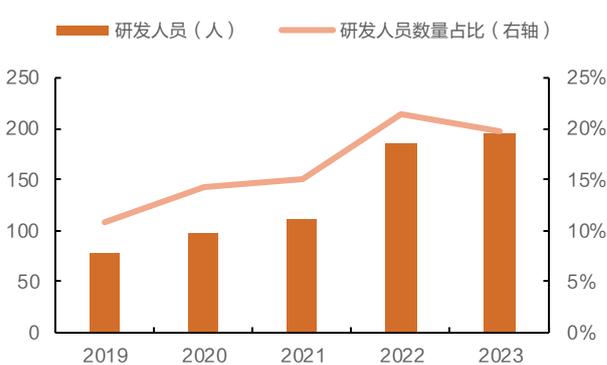
截至 2023 年末，公司拥有有效专利 98 项，并且公司试验室已通过了 CNAS 国家试验室认可。

图 20：公司历年研发费用情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：近五年公司研发人员数量情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

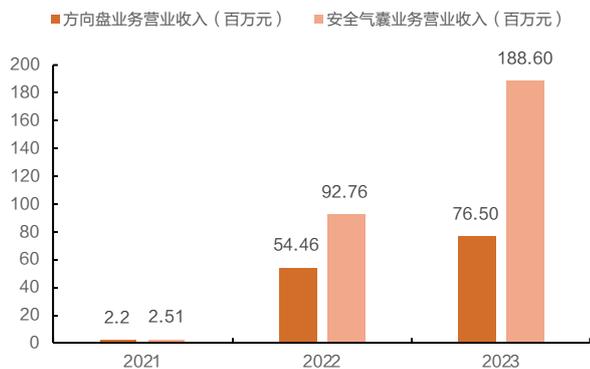
3.2. 拓展“气囊+方向盘”业务，开启第二成长曲线

拓展气囊及方向盘产品，公司转型汽车被动安全系统模块集成供应商。在稳步发展安全带总成业务的同时，公司加紧布局气囊和方向盘产品，2021 年实现了方向盘、安全气囊批量生产。公司依托自身在安全带市场的客户基础，目前开拓了吉利汽车、上汽通用五菱、奇瑞汽车、北汽福田等气囊和方向盘业务客户。

公司方向盘业务和安全气囊业务营收增长迅速。公司方向盘业务在三年内实现从 2021 年收入 220 万元到 2023 年的 7650 万元，复合增长 226.40%，安全气囊业务实现从 2021 年的收入 251 万元到 2023 年的 1.89 亿元，复合增长 321.98%。

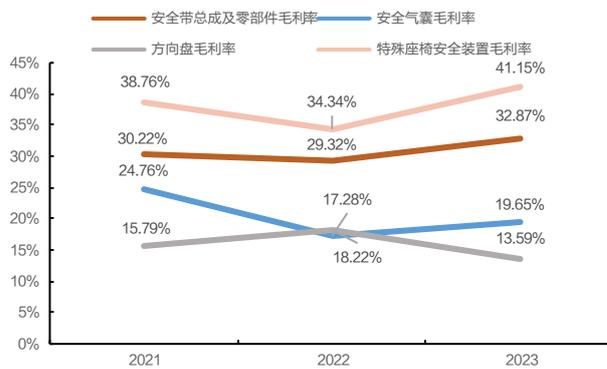
毛利率方面,方向盘及安全气囊业务当前处于业务拓展期,毛利率有一定波动。原因在于:第一,体量相对有限,对单一客户或项目存在一定的依赖性;第二,核心工艺工序的自制尚未完全成熟稳定;第三,前期固定资产投资带来的折旧摊销的影响。后续随着订单的逐渐爬坡放量及工艺控制的提升,毛利率水平将有望稳步提升。

图 22: 公司方向盘及安全气囊业务收入情况



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

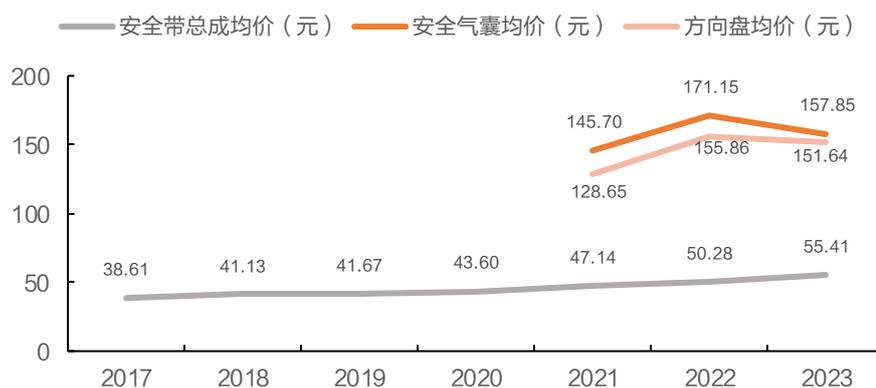
图 23: 公司产品毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

气囊+方向盘产品的拓展进一步提高了公司的单车配套价值量水平。从产品单价上看,安全气囊、方向盘产品因为制作工艺更为复杂,单价更高,2023年公司安全气囊产品单价达到了157.85元,而方向盘产品单价为151.64元,均达到了2023年公司安全带产品单价的2倍以上。

图 24: 方向盘及安全气囊产品单价更高



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

公司积极扩建产能,提升供给能力。公司拟发行可转换债券募资总额不超过4.1亿元,该募投项目拟建产能:方向盘130万套、安全气囊400万套。

截止2023年12月31日,IPO募投项目“年产1325万条汽车安全带总成生产项目”和“年产150万套安全气囊生产项目”已于2022年12月末达到预定可使用状态。截至2023年12月31日,公司所有的产能建设项目投产后,松原股份将具有年产550万套安全气囊和330万套方向盘的总产能。

表 7：松原股份本次可转债募投项目拟建产能及合计产能（截至 2023 年 12 月 31 日）

项目	安全气囊	方向盘
2022年产能（万套/年）	150	68.11
2022年产能利用率	41.11%	55.78%
本次募投项目拟建产能（万套/年）	400	130
其他已规划在建及拟建产能（万套/年）	-	131.89
合计产能（万套/年）	550	330
本次募投项目扩产比例	266.67%	190.87%

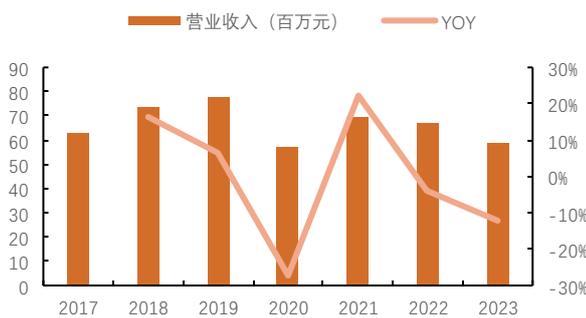
资料来源：公司公告，天风证券研究所

紧贴华东产业集群，扩大成本优势。本项目建设地点位于安徽省巢湖市，公司现有客户如奇瑞汽车、江淮汽车、吉利汽车、长安汽车、上汽大通，以及潜在客户如蔚来、大众（安徽）、比亚迪，均在安徽省内及周边地区有所布局，结合合肥地区汽车产业的集聚优势，本项目建成后将能够形成快速响应、快速供货的产业链协同效益，减少物流成本及供应链风险。同时，本项目也有利于公司开拓新的整车客户资源，建立稳定的销售渠道，加快转型升级及更好地服务安徽、江苏及其他华东地区主机厂。

3.3. 特殊座椅安全装置业务稳定，出口为主

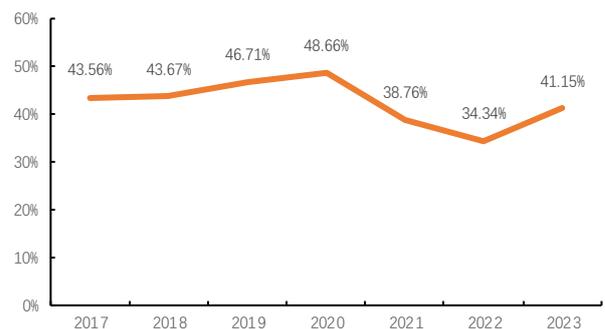
公司特殊座椅安全装置产品主要用于非整车厂客户，应用于不同特殊场景的座椅安全装置，由于特殊座椅应用场景的特殊性，通常对安全装置有个性化的设计和制造要求，如车载轮椅、儿童座椅、农用机械座椅等。公司此类产品主要以直销出口为主，业务收入相对稳定，毛利率较高。

图 25：公司特殊座椅安全装置业务收入情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 26：公司特殊座椅安全装置业务毛利率 (%)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.4. 深耕被动安全，竞争优势突出

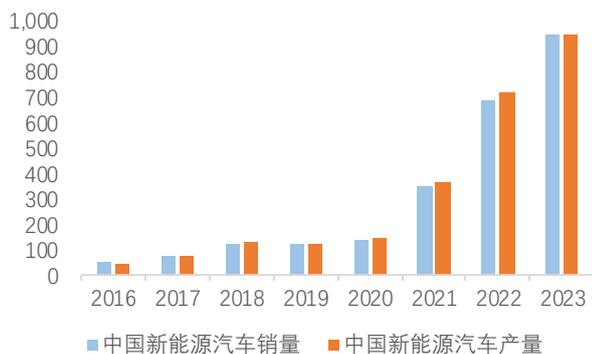
3.4.1. 新能源布局成效初显，迎来国产替代新契机

新势力，新增长曲线。2023 年中国新能源汽车行业持续高速增长，产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8%和 37.9%；2024 年 6 月新能源汽车的当月渗透率达到 48.5%，高于上年同期 13.37 个百分点，进一步说明了新能源汽车市场已经从政策驱动转向

市场拉动。

公司积极协同整车厂进行新能源汽车的被动安全系统开发，提前布局新能源汽车，并取得了一定的成果。目前，已成功定点配套上汽通用五菱新能源、长城新能源、吉利新能源、奇瑞新能源、理想汽车、合众汽车、零跑汽车、蔚来汽车及比亚迪汽车等新一线新势力品牌车型，为进一步提升在新能源汽车被动安全系统中的配套份额及新客户的开拓打下坚实的基础。

图 27：中国新能源汽车产销情况（万辆）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：新能源乘用车渗透率（%）快速增长



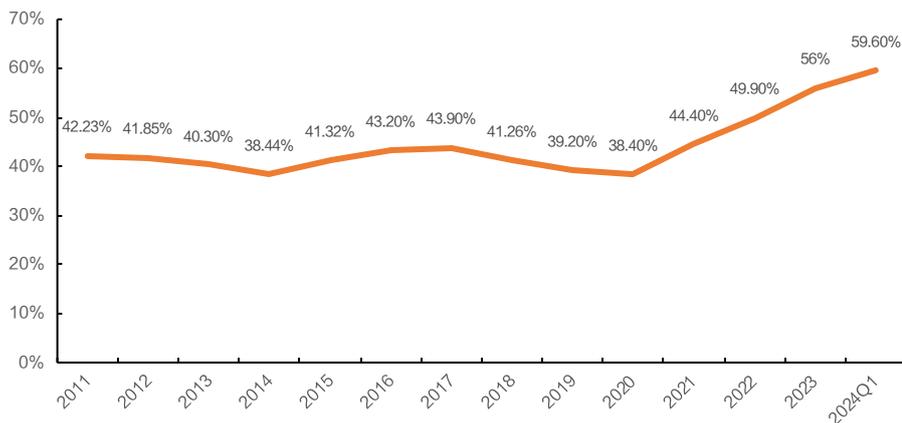
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4.2. 客户资源优质，成长速度快

公司客户以国内自主品牌为主。在汽车安全领域方面，国内企业主要包括松原股份、均胜电子、沈阳金杯、延锋百利得、重庆光大等，除均胜电子通过收购美国 KSS 公司和日本高田公司资产使得汽车安全系统主营业务发展迅速外，整体来看其他企业规模较小，客户主要为内资整车厂商。凭借覆盖全球的研发制造体系，均胜电子成为大众、奥迪、宝马、福特、丰田等全球各大主要汽车品牌的长期合作伙伴。松原股份则以国内自主品牌的大型汽车整车厂为主。

随着国内乘用车自主品牌市场份额持续扩大，公司未来将持续受益于自主品牌市占率的提升。2023 年国内自主品牌（乘用车）市场份额首次超过 50%，开始占据市场主导权。自主品牌市场竞争力不断增强，市场份额保持快速提升，2024 年一季度自主品牌市场占有率接近 60%。

图 29：2011-2024Q1 国内自主品牌乘用车市场份额



资料来源：新华网汽车公众号、盖世汽车每日速递公众号、中国汽车工业协会，天风证券研究所

作为自主品牌零部件供应商，公司经历了以自主品牌商用车→自主品牌乘用车→新势力、新品牌→合资外资→Globe 平台项目的各个阶段的跨越。公司与各层级的主机厂的合作面逐步扩大，第一梯队主机厂的项目合作体量逐渐增加。在本年度，除了各战略客户、成熟客户（如奇瑞、吉利）的合作面继续保持并深化，近年定点的如理想、BYD、福田等平台项目也正处于放量阶段。此外，公司在本年度实质性介入了 Globe 的平台项目，外资主机厂的平台项目定点，公司认为，这将为未来五年公司主营业务规模扩张提供坚实基础。

1) 公司自主品牌商用车客户销量快速增长。

公司最初的简易式安全带功能构成较为单一，主要应用在客车和商用车后排位置，因此，公司最初成长期的主要客户为客车和商用车整车厂商，包括宇通客车（全球最大客车生产企业之一）、北汽福田（中国最大商用车生产企业之一）等主流汽车品牌整车厂。

2023 年商用车市场需求触底反弹，2024 年前四个月继续保持恢复态势。根据中国汽车报微信公众号，随着经济和消费信心进一步修复，行业供需基本面支撑作用增强，加之结构性替代带来的更新需求增加，我国商用车市场将继续企稳向上，整体销量有望好于 2023 年。2024 年 1-4 月，商用车销量完成 1139 万辆，同比增长 8.1%。

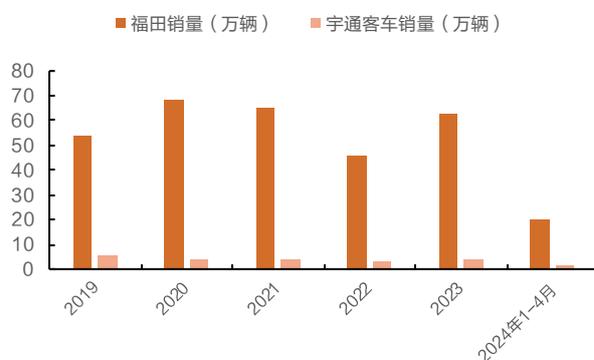
宇通客车销量继续保持高增长。宇通客车 24 年初销量强劲增长，2024 年 1-4 月宇通客车销量为 12329 辆，同比增长 69.47%。

图 30：商用车销量及同比变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：宇通客车和北汽福田销量情况



资料来源：wind，天风证券研究所

2) 公司自主品牌乘用车客户持续放量。

公司第一大客户奇瑞集团，汽车销量持续实现突破，月度销量再创新高。2024 年 4 月，奇瑞控股集团销售汽车 18.2 万辆，同比+43.7%。1-4 月份，奇瑞累计销售汽车 71.2

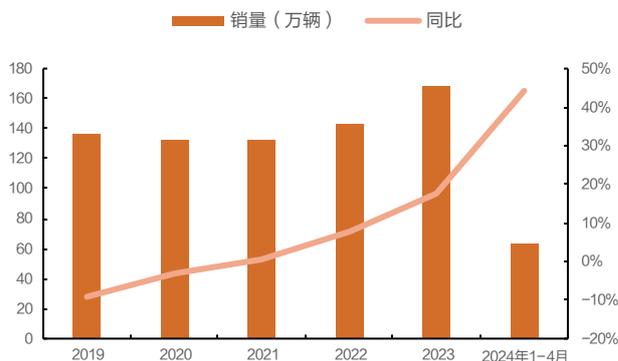
万辆，同比+55.7%。公司第二大客户吉利汽车也呈现良好增长势头，2023 年销量为 168.7 万辆，同比增长 17.7%；2024 年 1-4 月累计销量 50.0 万辆，同比增长 41.4%。

图 32：奇瑞汽车销量及同比变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：吉利汽车销量及同比变化情况

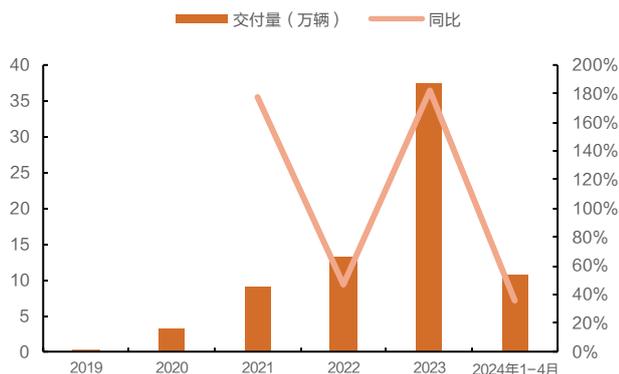


资料来源：wind，天风证券研究所

3) 公司配套新势力、新能源汽车增长势头强劲。

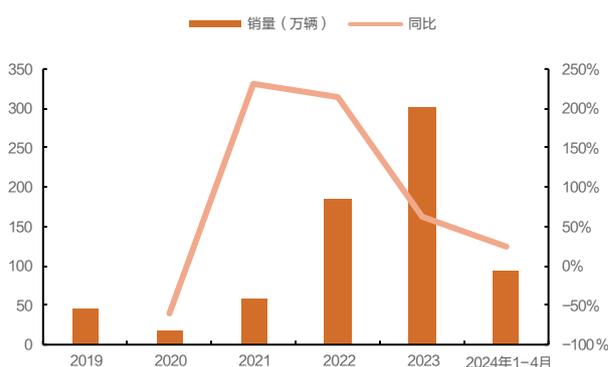
公司积极拓展新能源整车厂业务，公司 2023 年初获得比亚迪汉、元定点项目通知书；奇瑞华为多款智能电动车型规划中，EH3、EHY “智界” 车型，公司已有项目布点。

图 34：理想交付量及同比变化情况



资料来源：理想汽车公众号，天风证券研究所

图 35：比亚迪销量及同比变化情况



资料来源：电动汽车观察家公众号、盖世汽车新能源公众号等，天风证券研究所

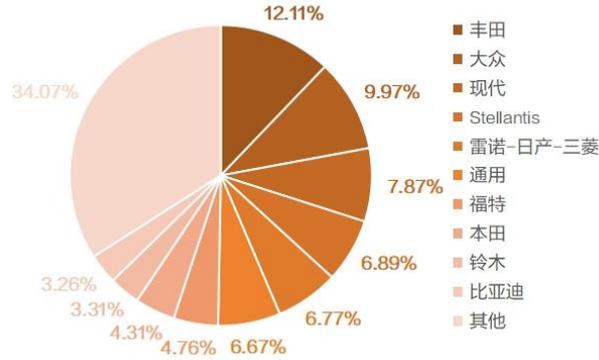
4) 全球化取得新进展。

根据中国汽车报数据，2023 年全球销量前十大整车厂商为丰田、大众集团、现代汽车、Stellantis、雷诺-日产-三菱、通用汽车、福特、本田、铃木、比亚迪。

目前，公司主要客户均为国产自主品牌整车厂商，参与外资品牌及全球化大市场是公司发展的必经之路，后排卷收器产品已经德国大众总部试验认可，公司正与相关客户进行（前期）项目开发合作中。总体来看，公司可拓展的外资品牌、合资品牌整车厂商销售规模巨大，未来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，加速开拓潜在新客户。

2023 年公司已接触个别外资品牌主机厂，并已取得实质性进展，如 S 客户的 F 平台项目定点，这将是公司进入全球化市场的良好开端。此外，包括 VW 等合资主机厂，公司也有若干项目定点。随着公司新客户及新车型的不断拓展，或将为公司提供充足的产能消化支持。

图 36：2023 年全球销量前十大整车厂市场份额



资料来源：中国汽车报公众号、懂车帝，天风证券研究所

4. 投资建议

1) 安全带总成及零部件业务：安全带总成是公司第一增长点。在近年来以新能源车为代表的自主品牌崛起，公司高附加值产品增加。考虑到安全带向智能化、电动化等中高端产品升级将带来单价提升。我们认为公司该部分业务营收将保持稳定增长，预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 23%/22%/20%；随着织带自制、精益生产的推进，毛利率水平有望保持在较高位，预计 2024-2026 年毛利率分别为 33%/33%/33%。

2) 安全气囊业务：2023 年公司安全气囊业务营收同比+103.3%。随着未来安全气囊配置增加和产品形态的丰富，以及公司安全气囊新产能达产后释放产量，营收有望继续较快增长。预计公司安全气囊业务 2024-2026 年营收增速分别为 60%/52%/43%；伴随规模效应的进一步发挥，公司安全气囊业务毛利率有望逐步提升，预计安全气囊业务 2024-2026 年毛利率分别为 22%/23%/23%

3) 方向盘业务：2023 年公司方向盘业务营收同比+40.5%。随着方向盘功能复杂化，预计方向盘业务 2024-2026 年营收增速分别为 88%/60%/50%；进一步地，伴随产能利用率逐步提升，方向盘毛利率有望稳步提升，预计该业务 2024-2026 年毛利率分别为 17%/20%/23%。

4) 特殊座椅安全装置业务：该业务主要用于非整车厂商客户，且主要以直销出口为主，营收占比相对较少。2023 年公司该业务营收同比-11.9%，预计 2024-2026 年该业务营收为 0.7/0.8/0.8 亿元，预计该业务 2024-2026 年毛利率分别为 41%/41%/41%。

5) 其他业务：营收占比较小。2023 年公司其他业务营收同比持平，预计 2024-2026 年该业务保持平稳，营收持平；其他业务毛利率较为平稳，预计该业务 2024-2026 年毛利率分别为 66%/66%/66%。

表 8：营业收入及毛利率拆分

项目/年度单位：亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
安全带总成及零部件				
收入	9.04	11.12	13.56	16.28
YOY	22.2%	23.0%	22.0%	20.0%
毛利率	33%	33%	33%	33%
安全气囊				
收入	1.89	3.02	4.59	6.56
YOY	103.3%	60.0%	52.0%	43.0%

毛利率	20%	22%	23%	23%
方向盘				
收入	0.77	1.44	2.30	3.45
YOY	40.5%	88.0%	60.0%	50.0%
毛利率	14%	17%	20%	23%
特殊座椅安全装置				
收入	0.59	0.7	0.8	0.8
YOY	-11.9%	19.0%	14.3%	10.0%
毛利率	41%	41%	41%	41%
其他业务				
收入	0.53	0.53	0.53	0.53
毛利率	66%	66%	66%	66%
合计				
收入	12.80	16.80	21.78	27.61
YOY	29%	31%	30%	27%
毛利率	32%	31%	30%	30%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

综上, 我们预计公司 2024-2026 年实现营收 16.80/21.78/27.61 亿元, 实现归母净利润 2.86 /3.52/4.70 亿元, 当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 23/19/14 倍。我们参考行业内的内饰供应商岱美股份、继峰股份, 天成自控作为可比公司, 24 年可比公司 PE 均值 27x, 由于公司是国内自主被动安全龙头企业, 考虑到公司新产能投产后业绩动能较强以及在被动安全系统领域的稀缺性, 给予 24 年 25-30 PE, 对应目标价 31.75-38.1 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 9: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603730.SH	岱美股份	8.75	0.51	0.54	0.64	0.77	28	16	14	11
603085.SH	天成自控	8.09	0.04	0.24	0.53	0.72	286	34	15	11
603997.SH	继峰股份	10.91	0.18	0.35	0.76	1.01	76	31	14	11
	可比公司均值						130	27	14	11
300893.SZ	松原股份	28.55	0.87	1.27	1.55	2.08	33	23	18	14

资料来源: Wind, 天风证券研究所 (注: 可比公司盈利预测数据采用 Wind 一致预期; 收盘价数据截至 2024 年 7 月 30 日)

5. 风险提示

- 1) **新能源汽车销量不及预期：**如果新能源汽车以及其他自主品牌汽车销量下滑，将对公司业务增长、产品销售或生产成本产生不利影响，可能导致公司经营业绩出现下滑。
- 2) **行业竞争加剧的风险：**国内汽车安全带总成及零部件生产企业在中低端整车市场竞争激烈，公司可能面临越来越大的市场竞争风险。
- 3) **原材料上涨的风险：**如果主要原材料价格未来大幅上涨，公司材料成本将显著增加，若公司产品售价调整不及时，将对公司业绩产生不利影响；
- 4) **财务风险：**应收账款发生坏账的风险、存货跌价风险、毛利率下跌风险、税收风险、汇率波动；

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	108.11	108.52	463.47	819.90	869.12
应收票据及应收账款	410.81	652.73	373.88	279.42	564.27
预付账款	7.09	32.53	19.91	48.48	38.61
存货	237.88	248.69	395.36	444.55	625.09
其他	116.60	52.11	99.76	88.99	86.31
流动资产合计	880.49	1,094.58	1,352.38	1,681.33	2,183.41
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	431.06	595.47	685.34	757.55	812.18
在建工程	114.66	120.54	116.59	113.03	109.82
无形资产	75.31	94.83	110.74	125.65	139.56
其他	44.96	76.13	47.32	40.44	44.47
非流动资产合计	665.98	886.97	959.98	1,036.67	1,106.04
资产总计	1,546.47	1,981.55	2,312.35	2,718.00	3,289.45
短期借款	210.21	74.05	74.05	74.05	74.05
应付票据及应付账款	298.95	369.63	515.34	638.75	831.01
其他	26.81	79.15	51.20	54.92	66.95
流动负债合计	535.98	522.84	640.59	767.72	972.01
长期借款	102.10	352.96	352.96	352.96	352.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.43	39.57	30.14	34.38	34.70
非流动负债合计	135.54	392.53	383.10	387.34	387.66
负债合计	672.98	916.69	1,023.70	1,155.07	1,359.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	225.00	225.60	226.19	226.19	226.19
资本公积	277.28	292.75	292.75	292.75	292.75
留存收益	371.21	546.49	769.70	1,043.97	1,410.82
其他	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
股东权益合计	873.50	1,064.86	1,288.66	1,562.93	1,929.78
负债和股东权益总计	1,546.47	1,981.55	2,312.35	2,718.00	3,289.45

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	118.04	197.78	286.17	351.63	470.32
折旧摊销	38.71	70.23	87.18	105.43	123.65
财务费用	6.02	11.48	5.83	(3.42)	(8.70)
投资损失	(0.21)	0.00	1.00	1.00	1.00
营运资金变动	(188.47)	(101.37)	280.51	147.79	(256.17)
其它	87.21	(14.73)	20.47	(13.53)	2.20
经营活动现金流	61.30	163.40	681.15	588.90	332.30
资本支出	259.70	243.15	198.43	184.76	188.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(483.78)	(542.87)	(429.28)	(347.67)	(383.12)
投资活动现金流	(224.08)	(299.72)	(230.85)	(162.91)	(194.44)
债权融资	207.09	147.23	(32.98)	7.79	14.84
股权融资	(9.34)	(29.04)	(62.37)	(77.36)	(103.47)
其他	(82.87)	(11.32)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	114.87	106.87	(95.35)	(69.56)	(88.63)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(47.91)	(29.45)	354.95	356.43	49.22

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	991.87	1,280.38	1,679.90	2,177.67	2,761.18
营业成本	710.33	876.81	1,160.59	1,513.52	1,927.51
营业税金及附加	4.07	8.41	11.04	14.31	18.14
销售费用	28.06	27.10	36.96	43.55	55.22
管理费用	59.84	56.02	72.24	91.46	115.97
研发费用	56.07	67.33	85.68	105.51	127.01
财务费用	2.11	8.67	5.83	(3.42)	(8.70)
资产/信用减值损失	(10.23)	(22.43)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
公允价值变动收益	(0.50)	(0.22)	20.47	(13.53)	2.20
投资净收益	(1.88)	(2.87)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
其他	22.05	37.66	0.00	0.00	0.00
营业利润	121.95	223.89	312.05	383.21	512.22
营业外收入	0.00	0.34	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.85	2.18	1.00	1.00	1.00
利润总额	121.11	222.05	311.05	382.21	511.22
所得税	3.07	24.26	24.88	30.58	40.90
净利润	118.04	197.78	286.17	351.63	470.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	118.04	197.78	286.17	351.63	470.32
每股收益(元)	0.52	0.87	1.27	1.55	2.08

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	33.12%	29.09%	31.20%	29.63%	26.80%
营业利润	-3.55%	83.58%	39.38%	22.80%	33.67%
归属于母公司净利润	6.09%	67.56%	44.69%	22.88%	33.75%
获利能力					
毛利率	28.39%	31.52%	30.91%	30.50%	30.19%
净利率	11.90%	15.45%	17.03%	16.15%	17.03%
ROE	13.51%	18.57%	22.21%	22.50%	24.37%
ROIC	17.99%	20.07%	21.70%	29.17%	40.61%
偿债能力					
资产负债率	43.52%	46.26%	44.27%	42.50%	41.33%
净负债率	23.38%	33.78%	-1.74%	-23.96%	-21.64%
流动比率	1.64	2.09	2.11	2.19	2.25
速动比率	1.20	1.61	1.49	1.61	1.60
营运能力					
应收账款周转率	2.88	2.41	3.27	6.67	6.55
存货周转率	5.14	5.26	5.22	5.19	5.16
总资产周转率	0.75	0.73	0.78	0.87	0.92
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.87	1.27	1.55	2.08
每股经营现金流	0.27	0.72	3.01	2.60	1.47
每股净资产	3.86	4.71	5.70	6.91	8.53
估值比率					
市盈率	55.24	32.97	22.79	18.55	13.87
市净率	7.47	6.12	5.06	4.17	3.38
EV/EBITDA	27.89	18.28	15.13	12.07	9.35
EV/EBIT	32.70	21.71	19.03	15.26	11.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com