

2024年08月30日
松原股份(300893.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

汽车零部件III

2024年H1业绩优异，未来有望量利齐升

■ **事件：**8月29日，公司发布2024年半年报，实现营收8.03亿元，同比+70.85%；实现归母净利润1.23亿元，同比+95.65%。

■ **自主客户项目逐步量产，公司营收高速增长：**

气囊&方向盘新项目逐步放量，公司收入保持高速增长。公司2024年Q2实现收入4.35亿元，同比+77.9%，环比+18.0%，保持高速增长，主要由于：1) 核心客户奇瑞、吉利销量增长带动安全带业务增长，2024年Q2奇瑞、吉利的销量为53.69、45.95万台，分别同比+38.77%、27.74%，公司2024年H1安全带业务实现收入5.29亿元，同比+45.53%；2) 气囊&方向盘的新项目逐步进入量产爬坡阶段，配套车型包括五菱MINI EV/缤果/星驰、吉利帝豪/熊猫、捷途大圣/旅行者、奇瑞iCAR 03/QQ冰淇淋、理想L6、哪吒L，公司2024年H1气囊及方向盘业务实现收入2.12亿元，同比+221.44%；3) 去年同期基数较低。

方向盘与气囊&方向盘率均有所改善，产品结构变化导致公司2024年Q2毛利率下滑。公司2024年Q2的综合毛利率为29.94%，同比-0.17pct，环比-0.74pct，同环比均有所下滑，主要由于低毛利率气囊&方向盘业务占比的提升，公司2024年H1安全带、气囊与方向盘业务的毛利率分别为32.96%、16.13%，分别同比+2.37pct、2.06pct，同环比均有所提升，主要由于规模效应，以及气囊&方向盘业务的工艺改善、自制率提升。

费用控制能力优秀。公司2024年Q2的期间费用率为11.75%，同比-3.98pct，环比-0.4pct，同环比均有所改善，主要由于收入规模增长带来的费用摊薄，其中财务费用增加较多主要由于贷款增加利息支出增加和汇兑收益减少。公司2024年Q2实现归母净利润0.62亿元，同比+103.91%，环比+2.1%。

■ **量价利三重共振，公司未来有望持续高增长：**

1) **量：**积极拓展并深化与自主、海外客户的合作。公司不断深化与奇瑞吉利、五菱、长城等核心客户的合作，并持续拓展新能源客户，目前已成功拓展比亚迪、蔚来、理想、合众、零跑等自主客户，并且首次突破外资客户，获得欧洲S客户的F平台全球整车安全带项目定点，并正在为S客户研发副驾气囊，以及为欧洲某客户研发大行程预紧式端片装置总成。

2) **价：**产品结构持续优化，单车价值量逐步提升。公司高性能安全带销售占比逐步提高，2023年安全带总成产品的平均售价达55.41元/条，同比+10.20%；公司拓展新产品气囊、方向盘，转型被动安全集成式供货，相较于单一安全带，产品单车价值量更高。

3) **利：**持续推动零部件自制，毛利率有望持续提升。公司拟在安徽巢湖新建1.2万平米织带和200万件囊袋产能；此外，公司还组建成立了电子电气事业部，加大投入研发气囊控制器(ACU)等电控类产品。

■ **投资建议：**维持“买入-A”评级。我们预计公司2024年-2026年的归母净利润分别为2.8/3.7/5.2亿元，对应当前市值，PE为21.1/15.6/11.3倍。我们给予公司2024年25倍PE，对应6个月目标价为30.5元/股。

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

30.5元

股价(2024-08-29)

25.83元

交易数据

总市值(百万元)	5,842.45
流通市值(百万元)	2,918.23
总股本(百万股)	226.19
流通股本(百万股)	112.98
12个月价格区间	21.77/31.93元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.1	-4.7	24.9
绝对收益	-3.4	-14.0	11.3

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

宋金治

联系人

SAC 执业证书编号：S1450123100002

songjz@essence.com.cn

相关报告

松原股份：2024Q1 业绩超预期，未来有望量利齐升	2024-04-25
松原股份：2023 年业绩亮眼，新产品+全球化驱动未来高成长	2024-04-16
2023 年业绩亮眼，未来量、价、利有望共振	2024-01-19
三季度业绩亮眼，未来有望持续高速增长	2023-10-24

目 风险提示：规模扩张导致的管理风险；产品质量控制风险。

23H1 营收稳健增长，毛利率 2023-08-30
明显修复

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	9.9	12.8	18.0	25.1	34.8
净利润	1.2	2.0	2.8	3.7	5.2
每股收益(元)	0.52	0.87	1.22	1.65	2.29
每股净资产(元)	3.86	4.71	6.52	8.44	10.60
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	49.5	29.5	21.1	15.6	11.3
市净率(倍)	6.7	5.5	4.0	3.1	2.4
净利润率	11.9%	15.4%	15.4%	14.9%	14.8%
净资产收益率	13.5%	18.6%	18.8%	19.6%	21.6%
股息收益率	0.4%	0.8%	1.1%	1.5%	2.0%
ROIC	18.0%	20.1%	21.3%	26.5%	26.6%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9.9	12.8	18.0	25.1	34.8	成长性					
减:营业成本	7.1	8.8	12.6	17.6	24.4	营业收入增长率	33.1%	29.1%	40.4%	39.7%	38.8%
营业税费	-	0.1	0.1	0.2	0.2	营业利润增长率	-3.5%	83.6%	39.3%	36.4%	36.6%
销售费用	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	净利润增长率	6.1%	67.6%	39.6%	35.1%	38.2%
管理费用	0.6	0.6	0.8	1.1	1.5	EBITDA 增长率	8.3%	85.4%	32.1%	40.1%	37.7%
研发费用	0.6	0.7	0.9	1.3	1.8	EBIT 增长率	2.7%	86.4%	29.1%	39.1%	38.7%
财务费用	-	0.1	0.1	0.2	0.4	NOPLAT 增长率	5.9%	71.3%	38.4%	37.6%	40.3%
资产减值损失	-	-0.1	-	-0.1	-0.1	投资资本增长率	53.5%	30.6%	10.6%	39.6%	29.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	13.1%	21.9%	38.1%	29.6%	25.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	1.2	2.2	3.1	4.3	5.8	利润率					
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	28.4%	31.5%	30.0%	30.0%	30.0%
利润总额	1.2	2.2	3.1	4.2	5.8	营业利润率	12.3%	17.5%	17.4%	16.9%	16.7%
减:所得税	-	0.2	0.3	0.5	0.6	净利润率	11.9%	15.4%	15.4%	14.9%	14.8%
净利润	1.2	2.0	2.8	3.7	5.2	EBITDA/营业收入	16.8%	24.1%	22.7%	22.8%	22.6%
						EBIT/营业收入	13.5%	19.5%	17.9%	17.9%	17.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	117	144	142	134	119
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动运营资本周转天数	137	144	128	124	124
货币资金	1.1	1.1	1.5	2.1	3.0	流动资产周转天数	282	278	299	315	301
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	126	150	150	150	150
应收帐款	4.2	6.5	8.5	12.5	16.6	存货周转天数	70	68	70	70	70
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	478	496	552	572	520
预付帐款	0.1	0.3	0.2	0.6	0.6	投资资本周转天数	309	335	284	256	246
存货	2.4	2.5	4.5	5.3	8.3						
其他流动资产	1.1	0.5	4.2	4.5	5.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.5%	18.6%	18.8%	19.6%	21.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	10.0%	7.8%	8.4%	9.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	18.0%	20.1%	21.3%	26.5%	26.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	4.3	6.0	8.3	10.4	12.6	销售费用率	2.8%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
在建工程	1.1	1.2	1.4	1.9	2.3	管理费用率	6.0%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
无形资产	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	研发费用率	5.7%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
其他非流动资产	0.4	0.8	5.6	6.0	6.5	财务费用率	0.2%	0.7%	0.6%	0.9%	1.2%
资产总额	15.5	19.8	35.3	44.5	56.2	四费/营业收入	14.7%	12.4%	12.2%	12.5%	12.8%
短期债务	2.1	0.7	2.3	4.4	6.3	偿债能力					
应付帐款	2.5	2.6	4.8	5.5	8.7	资产负债率	43.5%	46.3%	58.3%	57.2%	57.4%
应付票据	0.5	1.1	1.2	2.0	2.4	负债权益比	77.0%	86.1%	140.0%	133.5%	134.8%
其他流动负债	0.3	0.8	6.0	7.0	8.0	流动比率	1.64	2.09	1.33	1.32	1.31
长期借款	1.0	3.5	3.5	3.5	3.5	速动比率	1.20	1.61	1.01	1.04	0.98
其他非流动负债	0.3	0.4	2.8	3.0	3.2	利息保障倍数	63.48	28.78	31.27	19.49	15.18
负债总额	6.7	9.2	20.6	25.4	32.2	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.10	0.20	0.28	0.38	0.52
股本	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	分红比率	19.1%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%
留存收益	6.5	8.4	12.4	16.8	21.7	股息收益率	0.4%	0.8%	1.1%	1.5%	2.0%
股东权益	8.7	10.6	14.7	19.0	23.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.52	0.87	1.22	1.65	2.29
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	3.86	4.71	6.52	8.44	10.60
净利润	1.2	2.0	2.8	3.7	5.2	PE(X)	49.5	29.5	21.1	15.6	11.3
加:折旧和摊销	0.4	0.7	0.9	1.2	1.7	PB(X)	6.7	5.5	4.0	3.1	2.4
资产减值准备	0.1	0.2	-	-	-	P/FCF	-179.9	154.6	14.6	153.3	36.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	5.9	4.6	3.2	2.3	1.7
财务费用	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	EV/EBITDA	37.3	22.3	14.3	10.5	7.8
投资收益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	46.7%	37.6%	35.4%	46.7%	37.6%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	1.1	0.8	0.6	0.3	0.3
营运资金的变动	-1.9	-1.0	-3.6	-3.5	-3.8	ROIC/WACC	1.9	2.1	2.2	2.7	2.8
经营活动产生现金流量	0.6	1.6	0.1	1.7	3.4	REP	3.2	2.4	1.8	1.1	0.8
投资活动产生现金流量	-2.2	-3.0	-3.5	-4.1	-4.4						
融资活动产生现金流量	1.1	1.1	3.8	2.9	1.8						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034