



汽车被动安全先行者，出海战略再下一城 ——首次覆盖深度报告

■ 核心观点

松原股份：国内领先的汽车被动安全系统一级供应商

公司专注被动安全业务，传统产品为安全带总成，安全气囊及方向盘为公司构建第二成长曲线。公司立足国内市场，并逐步走向海外。2023 年公司营收 12.8 亿元，同比+29.1%。

汽车安全行业：市场空间广阔，自主崛起有望受益

从市场空间上看，全球汽车主被动安全是增量赛道，2023、2031 年市场空间约为 379.5 亿元、767.1 亿元，2023~2031 年 CAGR 约 9.2%，主要发展驱动力有 1) 市场对汽车安全愈发重视及消费升级推动，各类汽车安全产品加速迭代，单车 ASP 显著提升。参考松原股份安全带产品单价，从 2017 年的 38.61 元提升至 2023 年的 55.41 元。2) 据奥托立夫 2021 年年报，发达市场汽车安全系统单车 ASP310 美元，而新兴市场仅约为 200 美元，仍具提升空间。

从市场格局上看，2021 年汽车安全行业集中度高，CR3 约 87%，奥托立夫、均胜电子、采埃孚分别占比 40%、30%、17%。随着近年来国内自主品牌乘用车的快速发展，自主份额从 2020 年的 36% 上升到 2023 年的 52%，2024Q2 自主份额已跃升至 58%。优质的自主品牌零部件厂商有望迎来国产替代机遇。

公司投资亮点：走向全球，转型汽车被动安全模块集成供应商

量：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”进行客户结构优化。2024 年 4 月，公司首次获得欧洲客户定点，后陆续收到多个海外定点，公司出海战略进一步深化。公司在马来西亚拟投资建设工厂，完善产业布局并匹配海外客户订单需求。价：公司安全带总成产品 2020~2023 年单价的均价约 49.11 元，2021 年~2023 年方向盘总成、气囊总成产品单价的均价分别约为 145.33 元、136.66 元。安全气囊、方向盘业务于 2022 年成功批量供货，有效地提升公司产品单车配套价值，公司实现了公司从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汽车被动安全系统模块集成供应商。此外，公司募投项目新增方向盘总成产能 130 万套和气囊总成产能 400 万套，项目位于安徽巢湖，紧贴汽车产业集群、扩大成本优势，从而更好地服务华东地区整车厂。

■ 投资建议

我们预计公司 2024~2026 年营收分别为 16.8、22.4 和 29.4 亿元，同比+32%、+33%和+31%；归母净利润分别为 2.7、3.7 和 4.9 亿元，同比+38%、+35%和+35%。截至 2024 年 10 月 14 日，股价对应 2024~2026 年 PE 分别为 25、19、14 倍。公司深耕汽车被动安全领域，覆盖多家知名自主车企，客户结构持续优化完善，陆续收到海外客户定点从而进一步深化公司出海战略，气囊及方向盘新产品领域开启新成长曲线。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

客户需求不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动，汇率波动。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元

	2023A	2024E	2025E	2026E
--	-------	-------	-------	-------

买入(首次)

行业：汽车

日期：2024年10月15日

分析师：王璉

E-mail: wangjin@yongxingsec.com

SAC 编号：S1760523080002

基本数据

10 月 14 日收盘价(元)	30.52
12mthA 股价格区间 (元)	19.44-37.00
总股本(百万股)	226.19
无限售 A 股/总股本	49.95%
流通市值(亿元)	34.48

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

营业收入	1,280	1,684	2,244	2,943
年增长率 (%)	29.1%	31.5%	33.2%	31.2%
归属于母公司的净利润	198	272	367	493
年增长率 (%)	67.6%	37.7%	34.6%	34.6%
每股收益 (元)	0.88	1.20	1.62	2.18
市盈率 (X)	33.22	25.35	18.83	13.99
净资产收益率 (%)	18.6%	20.2%	21.4%	22.3%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024 年 10 月 14 日收盘价)

正文目录

1. 松原股份：国内领先的汽车被动安全系统一级供应商	5
1.1. 公司简介：专注被动安全业务，逐步走向海外市场	5
1.2. 财务分析：气囊及方向盘构建第二成长曲线	7
2. 汽车安全行业：市场空间广阔，自主崛起有望受益	10
2.1. 市场格局：外资厂商占主导，国内厂商迎来自主替代机遇	10
2.2. 各类汽车安全新产品迭代，ASP 仍具提升潜力	11
2.3. 市场规模：2023~2031 年全球汽车主被动安全的市场空间年化增 速有望达到 9.2%	13
3. 公司投资亮点：走向全球，转型汽车被动安全模块集成供应商	14
3.1. 优化客户结构，加码出海战略布局	14
3.2. 进军方向盘、安全气囊赛道，转型汽车安全模块集成供应商	15
3.3. 布局国内外，补齐产能短板	16
4. 盈利预测与估值	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 估值	19
5. 风险提示	20

图目录

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司全球足迹	5
图 3: 公司股权结构	6
图 4: 安全带总成覆盖整车座椅	6
图 5: 安全带总成主要部件安装位置	6
图 6: 公司营收情况（亿元）	8
图 7: 公司分产品营收（亿元）	8
图 8: 公司分地区营收（亿元）	8
图 9: 公司分产品毛利率	9
图 10: 公司分地区毛利率	9
图 11: 公司盈利能力	9
图 12: 公司期间费用率	9
图 13: 公司归母净利润情况（亿元）	9
图 14: 2021 年全球被动安全市场格局	10
图 15: 国内乘用车市场份额变化	11
图 16: 国内乘用车新能源渗透率变化	11
图 17: 公司主要客户销量情况（万辆）	11
图 18: 汽车安全系统的单车价值量（美元）	12
图 19: 全球汽车被动安全市场规模（亿美元）	14
图 20: 全球汽车主动安全市场规模（亿美元）	14
图 21: 公司产品单价（元/套）	16
图 22: 公司安全气囊市占率情况	16
图 23: 公司方向盘市占率情况	16
图 24: 汽车安全带产能情况（万套）	17
图 25: 汽车安全气囊产能情况（万套）	17
图 26: 汽车方向盘产能情况（万套）	17

表目录

表 1: 公司主要产品	7
表 2: 公司客户情况	7

表 3: 安全带产品新增功能.....	12
表 4: 安全气囊配置情况 (个)	13
表 5: 公司前五大客户情况 (万元)	15
表 6: 公司收到欧洲 S 客户定点情况.....	15
表 7: 本次募投项目与前次募投项目情况.....	17
表 8: 公司对外投资情况.....	18
表 9: 公司盈利预测 (百万元)	19
表 10: 可比公司估值.....	20

1. 松原股份：国内领先的汽车被动安全系统一级供应商

1.1. 公司简介：专注被动安全业务，逐步走向海外市场

公司是国内领先的汽车被动安全系统一级供应商之一，于 2020 年成功上市。公司同时为国内外主流汽车整车厂及座椅厂提供汽车被动安全系统解决方案及特殊座椅安全装置。立足国内市场的同时，松原也逐步迈入了国际市场，取得了欧盟的 E-MARK 认证和美国的 FMVSS 认证，并且成功建立世界各地优秀的合作伙伴。

图1:公司历史沿革



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图2:公司全球足迹



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

公司股权结构清晰简单。公司实控人为胡铲明，沈燕燕与胡凯纳。截至 2024 年 7 月 30 日，三人直接和间接持有公司 73.41% 股份，处于绝对控股地位。南京明凯股权投资合伙企业为公司员工持股平台，无实际经营业务。

表1:公司主要产品

产品分类	产品名称	产品功能	产品图示
安全带	双边预张紧双极限力式安全带	双边预张紧、双边限力、双极限力、紧急锁止	
安全带	预张紧限力锁止式安全带	单边预张紧、单极限力、双极限力、紧急锁止	
安全带	预张紧限力锁止式安全带	单边预张紧、单极限力、紧急锁止	
安全带	紧急锁止限力式安全带	单极限力、紧急锁止	
安全带	普通紧急锁止式安全带	紧急锁止	
安全气囊	驾驶座气囊 (DAB)	安装在方向盘的中间位置, 保护驾驶员的头部和胸部	
安全气囊	乘员座气囊 (PAB)	安装在仪表盘上, 保护乘员的头部和胸部	
安全气囊	侧气囊 (SAB)	安装在座椅外侧, 减缓侧面撞击造成的伤害	
安全气囊	侧气帘 (CAB)	安装在汽车 B 柱上, 减缓侧面撞击造成的伤害	
方向盘	方向盘 (PU)	控制汽车转向, 塑料材质	
方向盘	方向盘 (牛皮)	控制汽车转向, 牛皮材质	
特殊座椅安全装置	车载轮椅及乘客安全固定装置	/	/
特殊座椅安全装置	专用车座椅和儿童座椅安全装置	/	/

资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

表2:公司客户情况

产品类别	通过报告期内前十大客户认证程序家数	通过供应商认证程序的主要客户
汽车安全带	14	上汽通用五菱、奇瑞汽车、吉利汽车、长城汽车、一汽轿车、宇通客车、北汽福田、AMF、IMMI、VALEDA、合众汽车、东南汽车、江铃汽车、富卓汽车内饰(安徽)有限公司
汽车安全气囊	9	上汽通用五菱、奇瑞汽车、吉利汽车、一汽轿车、合众汽车、北汽福田、宇通客车、东南汽车、富卓汽车内饰(安徽)有限公司
汽车方向盘	6	上汽通用五菱、奇瑞汽车、吉利汽车、一汽轿车、合众汽车、北汽福田

资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

注: 数据截至 2023 年 12 月 31 日。

1.2. 财务分析: 气囊及方向盘构建第二成长曲线

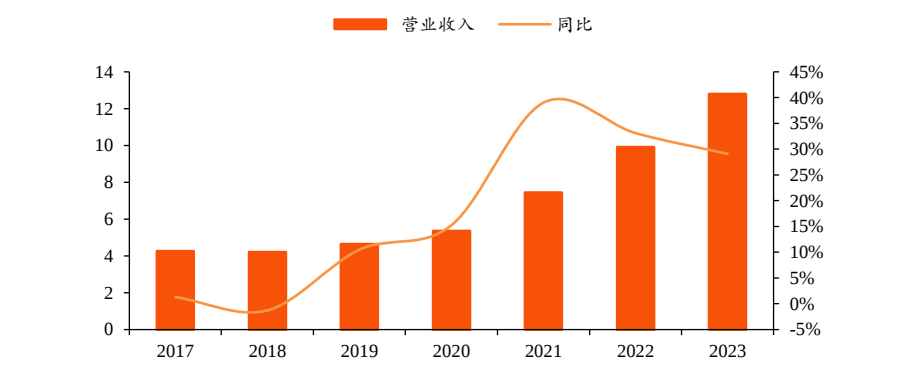
整体而言, 公司营收呈现稳健增长态势。从 2017 年的 4.26 亿元, 提升至 2023 年的 12.80 亿元, 2017~2023 年 CAGR 约为 20.12%。公司 2022 及 2023 年保持较快增长的原因主要系公司安全带总成业务保持持续增长, 以及新产品汽车安全气囊、汽车方向盘放量增长等因素影响。

分产品看, 传统产品稳健发力, 新产品迅速放量增长。安全带总成产

品 2017~2023 年营收占比始终保持在 70%以上。安全气囊及方向盘 2021 年营收占比分别为 0.34%、0.30%，2023 年快速跃升至 14.73%、5.98%。

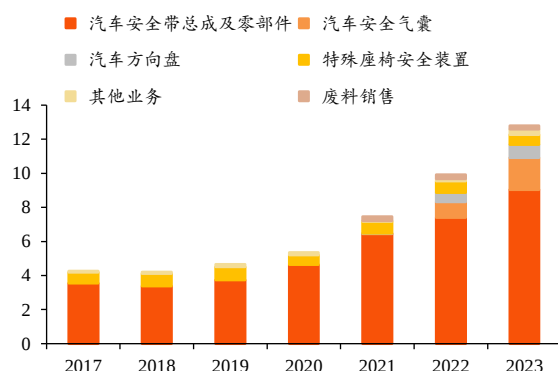
分地区看，国内市场营收占据主导，海外营收有所提升。2023 年海外营收达 1.11 亿元，已超过 2019 年水平。

图6:公司营收情况（亿元）



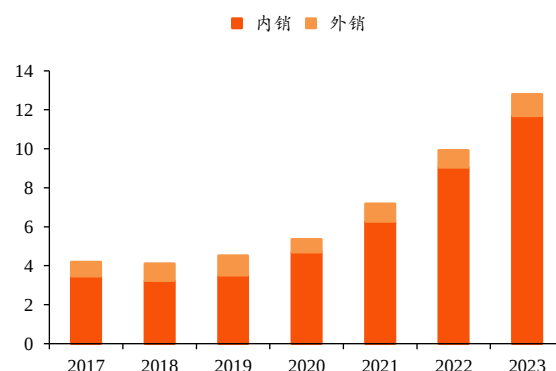
资料来源：iFind，甬兴证券研究所

图7:公司分产品营收（亿元）



资料来源：iFind，甬兴证券研究所

图8:公司分地区营收（亿元）



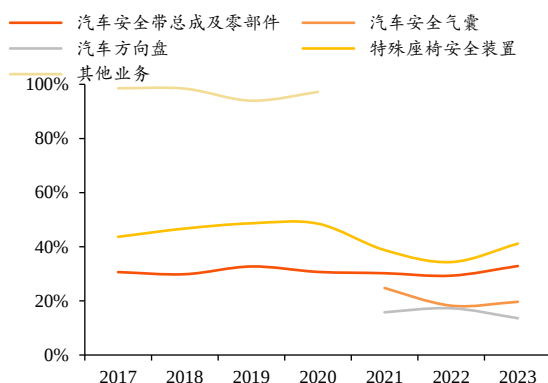
资料来源：iFind，甬兴证券研究所

公司毛利率基本维持在 28.39%~37.22% 区间。2022 年，公司主营业务毛利率较 2021 年下降 4.56 个百分点，主要原因系公司汽车安全气囊和汽车方向盘于 2021 年开始批量生产交货，产能利用率相对较低，导致产品毛利率较低。

其中，特殊座椅安全装置主要销售至欧美等国家，销售采用美元及欧元结算。2022 年该产品毛利率出现下降，主要系欧元兑人民币汇率继续下跌，受此影响导致该类产品以人民币计价的销售收入减少，相应收入增长慢于成本增长。此外，受原材料价格上涨影响，该类产品 2022 年的单位成本持续上涨。2023 年，该产品毛利率较 2022 年回升，主要系钢材等原材料价格下降以及美元和欧元兑人民币汇率上升以及产品结构变化所致。

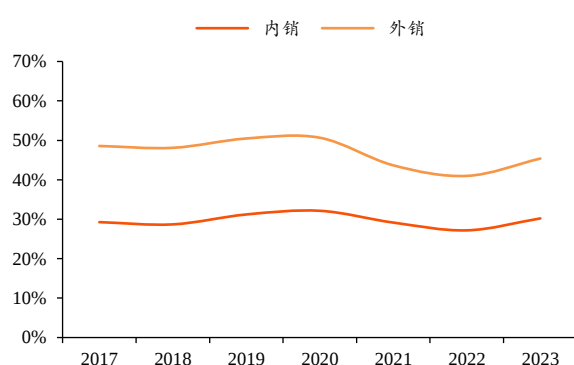
公司期间费用率稳中有降，从 2017 年的 19.29% 逐步优化至 12.43%，主要是因为公司在收入增长的情况下，加强费用管控。

图9:公司分产品毛利率



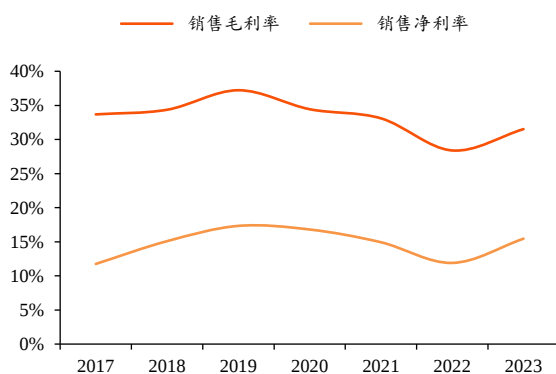
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图10:公司分地区毛利率



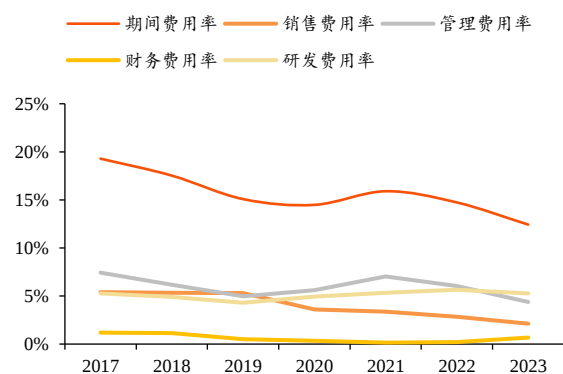
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图11:公司盈利能力



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

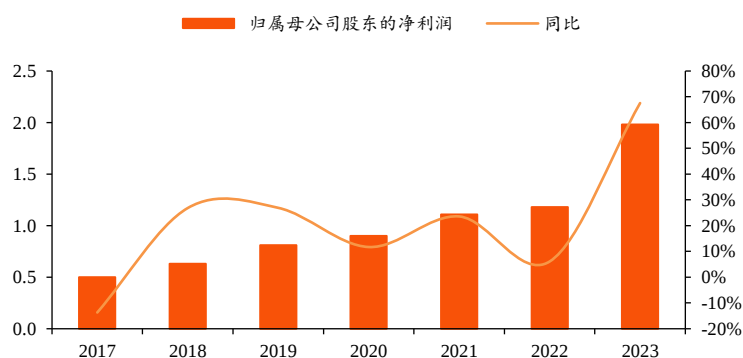
图12:公司期间费用率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

公司归母净利润整体保持稳定增长, 从 2017 年的 0.50 亿元增长至 2023 年的 1.98 亿元, 2017~2023 年 CAGR 约为 25.78%。

图13:公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

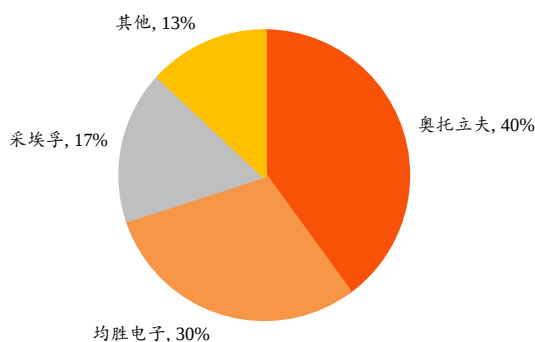
2. 汽车安全行业：市场空间广阔，自主崛起有望受益

2.1. 市场格局：外资厂商占主导，国内厂商迎来自主替代机遇

据华经产业研究院数据，2021 年奥托立夫市场占有率约 40%；均胜电子收购美国 KSS 公司和日本高田公司资产之后成为汽车安全领域第二大供应商，市场占有率约 30%；采埃孚市场占有率约 17%，前三大供应商合计占据 87%以上市场份额。

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。随着我国汽车产业的发展，国际主流整车厂和零部件企业纷纷在我国设立研发机构。国际汽车零部件产业逐步向中国转移，我国汽车零部件企业的生产规模和技术水平也在不断提高。

图14:2021 年全球被动安全市场格局



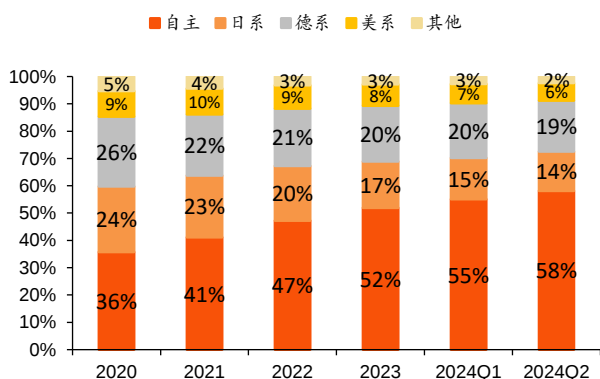
资料来源：华经产业研究院，公司公告，甬兴证券研究所

随着近年来国内自主品牌乘用车的快速发展，优质的自主品牌零部件厂商有望迎来国产替代机遇。

国产造车新势力由于产业链尚未完善，更青睐具有成本优势的国产自主品牌零部件供应商，有力推动了零部件行业自主品牌的发展。同时，众多整车厂降本压力增加，许多整车厂开始在国内寻找替代供应商，加大本土化采购力度。由于国产零部件供应商研发能力和产品性能持续提高，成本优势显著，以及提供服务和即时响应能力更强，优质的自主品牌零部件厂商迎来了国产替代的机遇。

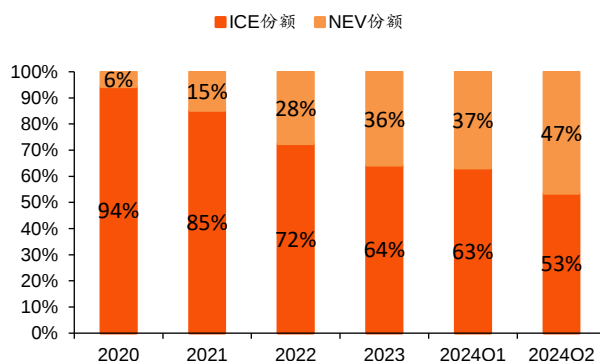
据乘联会数据，国内乘用车市场自主份额持续提升，从 2020 年的 36% 上升到 2023 年的 52%，2024Q2 自主份额已跃升至 58%。此外，国内乘用车市场新能源渗透率也在持续提升，2020 年仅约为 6%，2023 年已达约 36%，2024Q2 新能源渗透率已跃升至 47%。

图15:国内乘用车市场份额变化



资料来源：乘联会，甬兴证券研究所

图16:国内乘用车新能源渗透率变化

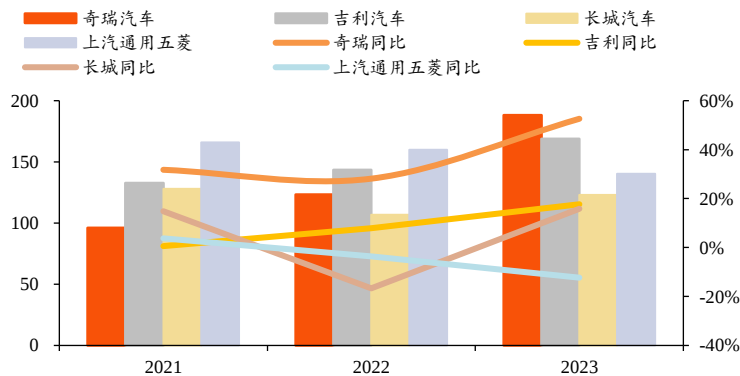


资料来源：乘联会，甬兴证券研究所

公司作为汽车被动安全系统装置一级供应商，公司不断拓展新能源汽车自主品牌乘用车客户，公司将受益于自主品牌新能源汽车零部件国产替代进程的加快，为新增产能消化提供有利保障。

公司主要客户为奇瑞汽车、吉利汽车、长城汽车和上汽通用五菱等国内自主品牌整车厂。2021年，公司主要下游客户销量情况良好，2021年均实现增长，其中奇瑞汽车及长城汽车分别实现31.77%和14.79%的增幅，呈现良好增长势头。2022年，奇瑞汽车、吉利汽车销量较2021年进一步增长。2023年，奇瑞汽车、吉利汽车均创下历史年度销量新高，长城汽车销量重回正增长。

图17:公司主要客户销量情况（万辆）



资料来源：公司公告，公司官网，甬兴证券研究所

2.2. 各类汽车安全新产品迭代，ASP 仍具提升潜力

安全带：安全带行业产品相对丰富，行业的趋势正在从传统机械构件向电控方向转变，从被动向主动发展。安全带产品功能也更加完善，技术含量逐渐提高，除了紧急锁止、预张紧、限力技术的应用之外，还新增双边预张紧限力、儿童锁等功能。因此，安全带产品单价也随着功能丰富和技术水平上升而提高。

表3:安全带产品新增功能

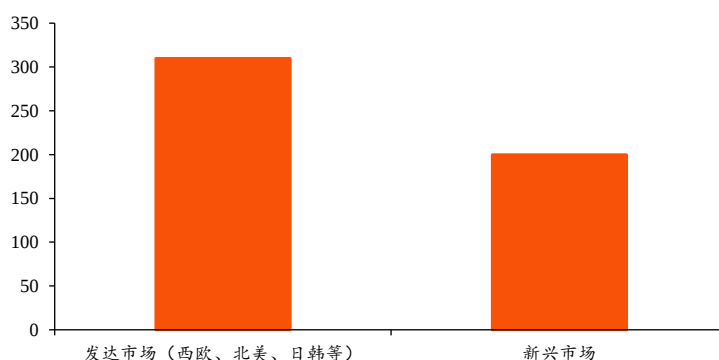
主要目的	具体功能
加强被动安全系统的保护能力	双边预张紧限力、腕部锁定等功能
加强安全带适用性	儿童锁、防反锁等功能
提高驾乘人员的安全带佩戴体验	噪音抑制、可调倾角、低敏触发等功能

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

此外，在被动安全系统的范畴之外，安全带行业中 ECU 芯片及电机部件的应用也逐渐普及，被动及主动安全系统融合发展，有利于进一步推升安全带单车价值量。因此安全带行业受益于汽车行业持续增长带来的数量增长和产品矩阵优化带来的单价提升，未来市场规模增长空间较大。

安全气囊：新兴市场安全气囊行业发展潜力较大。在发达市场，汽车安全系统的单车价值量约为 310 美元，其增长主要来自新的汽车安全配置，例如膝部安全气囊和前排中央安全气囊等。而在新兴市场，汽车安全系统的单车价值量约为 200 美元，我国汽车安全相关零部件的单车价值，尤其是安全气囊的单车价值提升潜力较大。

图18:汽车安全系统的单车价值量（美元）



资料来源：奥托立夫 2021 年年报，公司公告，甬兴证券研究所

随着市场对汽车安全愈发重视及消费升级推动，未来单车安全气囊个数将会逐步增加。

低端车型主要配置驾驶员气囊、副驾驶气囊，中端车型增加了侧气囊，高端车在中端车基础上，不但增配了侧气帘、安全带气囊、后排气囊、外部气囊等，还可以根据乘员特征进行智能识别、分析，动态改变安全气囊起爆条件参数，从而达到最优保护效果。

根据懂车帝 APP 的统计，销量排行前十的价格在 30 万元以上车型全部配置了至少 3 个安全气囊，其中奔驰、奥迪和理想部分车型配置了 4 个或 5 个安全气囊，价格越高的车型配置安全气囊数量也相对更多，安全气囊单车价值量更高。

表4:安全气囊配置情况 (个)

销量 排行	车型	气囊 数量	安全 气囊 数量	车型	气囊 数量	安全 气囊 数量
1	宋 PLUSDM-I2021 款 DM-i110KM 两驱旗舰 PLUS	3	1	ModelY2022 款改款长续航全轮驱动版	4	1
2	五菱宏光 MINIEV2022 款马卡龙时尚款磷酸铁锂	1	0	宝马 5 系 2023 款 530Li 行政型 M 运动套装	3	1
3	轩逸 2023 款超混电驱超豪华 Ultra	3	1	奔驰 C 级 2023 款 C260L 皓夜运动版	5	1
4	朗逸 2023 款 1.5L 自动得逸版	4	1	奔驰 GLC2022 款三次改款 GLC300L4MATIC 豪华型	5	1
5	ModelY2022 款改款后轮驱动版	4	1	汉 DM2022 款 DM-i121KM 尊享型	5	1
6	卡罗拉 2022 款双擎 1.8LE-CVT 先锋版	5	1	Model32022 款 Performance 高性能全轮驱动版	3	1
7	凯美瑞 2023 款双擎 2.5HGVP 领先版	6	1	汉 EV2023 款冠军版 610KM 四驱旗舰型	5	1
8	海豚 2023 款时尚版	3	1	宝马 3 系 2023 款 325LiM 运动套装	3	1
9	速腾 2023 款 280TSIDSG 超越版 Plus	3	1	奥迪 A4L2023 款 40TFSI 豪华动感型	4	1
10	长安 CS75PLUS2022 款第二代 2.0T 自动旗舰型	3	1	唐 DM2023 款 DM-i 冠军版 112KM 尊荣型	3	1

资料来源：懂车帝，公司公告，甬兴证券研究所

注：数据期间为 2022 年 3 月末至 2023 年 3 月末

方向盘：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，单车价值有望提升。因此量价齐升将打开方向盘行业未来业绩空间。

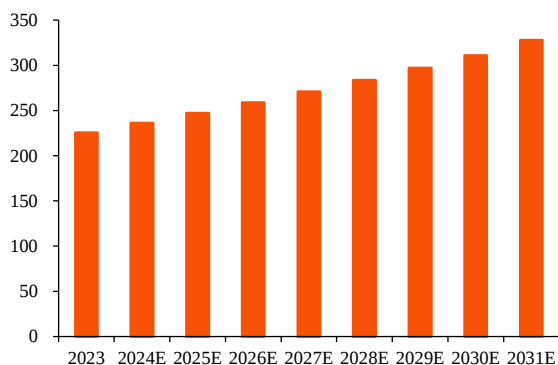
2.3. 市场规模：2023~2031 年全球汽车主被动安全的市场空间年化增速有望达到 9.2%

在汽车智能化发展趋势叠加日益严格的汽车安全政策的背景下，汽车主被动安全市场预计将进一步增长。据 The Insight Partners 及 IMARC Group 数据，并结合我们的预测，2023~2031 年全球汽车主被动安全的市场空间年化增速有望达到 9.2%。

2023 年全球汽车被动安全系统市场规模达到 225 亿美元，据 TheInsightPartners 预计到 2031 年将达到约 328 亿美元，2023 年~2031 年的 CAGR 为 4.7%。

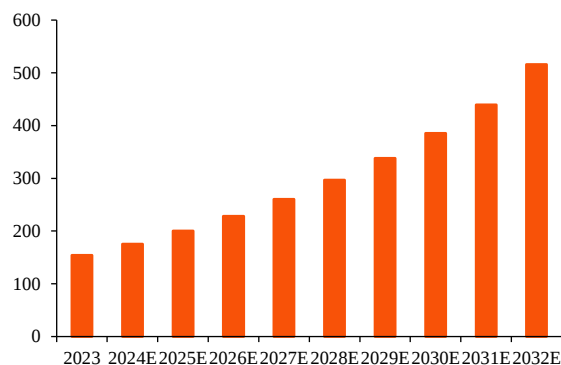
2023 年全球汽车主动安全系统市场规模达到 154 亿美元。展望未来，IMARCGroup 预计到 2032 年将达到 516 亿美元，2024 年~2032 年的 CAGR 为 14%。

图19:全球汽车被动安全市场规模（亿美元）



资料来源：TheInsightPartners，甬兴证券研究所

图20:全球汽车主动安全市场规模（亿美元）



资料来源：IMARCGroup，甬兴证券研究所

3. 公司投资亮点：走向全球，转型汽车被动安全模块集成供应商

3.1. 优化客户结构，加码出海战略布局

公司整体客户拓展规划：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”进行客户结构优化，加速开拓新客户，实现“国产替代，自主崛起”，成为具备相当规模和体量的被动安全件供应商，在全球行业内建立自身地位，并实现有一定实力与外资龙头供应商抗衡的民族品牌的创业初心。

安全带领域：加强现有客户合作，逐步提升产品配套量。在维护和巩固与奇瑞汽车、吉利汽车、上汽通用五菱、长城汽车、宇通客车等国内主流整车品牌合作关系的基础上，不断提升产品质量和研发技术水平，充分利用作为其汽车被动安全系统核心供应商的资格优势，直接参与安全系统产品竞标，扩大安全带产品在其现有车型及新增车型的配套数量。

安全气囊及方向盘领域：依托现有客户资源，逐步切入主要客户供应链。公司已与吉利汽车、上汽通用五菱、奇瑞汽车、北汽福田、合众汽车等客户开展项目开发合作及配套供货，如五菱宏光 MINI、奇瑞 QQ 冰淇淋、合众哪吒 V 车型。

新能源客户领域：积极开拓新客户，努力实现在新客户项目上的量产供货。公司已成功定点配套上汽通用五菱新能源、长城欧拉、吉利新能源、奇瑞新能源、合众汽车、零跑汽车及比亚迪等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。

表5:公司前五大客户情况 (万元)

2021			2022			2023		
客户	营业收入	营收占比	客户	营业收入	营收占比	客户	营业收入	营收占比
吉利汽车	13036.27	17.50%	上汽通用五菱	18420.09	18.57%	吉利汽车	31713.92	24.77%
长城汽车	11777.32	15.81%	奇瑞汽车	18199.86	18.35%	奇瑞汽车	24708.35	19.30%
上汽通用五菱	11544.13	15.49%	吉利汽车	16257.79	16.39%	上汽通用五菱	10778.97	8.42%
奇瑞汽车	5398.51	7.25%	长城汽车	11499.26	11.59%	长城汽车	9806.24	7.66%
宇通客车	4711.8	6.32%	宇通客车	2850.37	2.88%	宇通客车	6755.51	5.28%

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

公司陆续收到海外客户定点，进一步深化出海战略。欧洲知名汽车制造商 S 客户 2023 年度全球销量第四。公司已于 2024 年 4 月首次获得 S 客户项目定点，其项目平台为全球化平台，项目体量及行业影响力较国内平台明显提升，为公司长期发展带来积极影响。

表6:公司收到欧洲 S 客户定点情况

序号	日期	平台	产品	生命周期 (年)	产量 (万台)	销售额
1	2024/4/10	F 平台	整车安全带	6	55	4156 万欧元
2	2024/7/27	F 平台	前后排安全带	8	158	7.29 亿元
3	2024/7/27	S 平台	前后排安全带	8	595	36.27 亿元
4	2024/7/27	S 平台	气囊	8	595	9 亿元

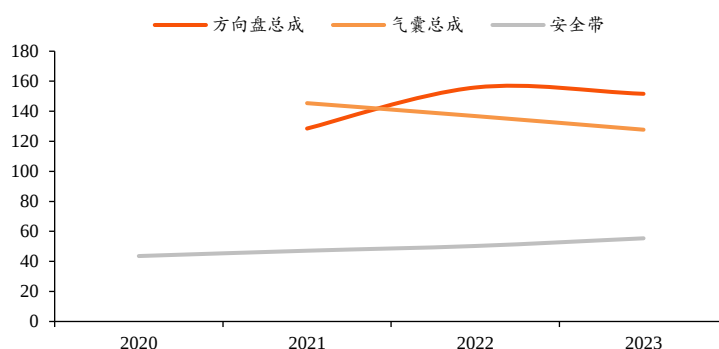
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

3.2. 进军方向盘、安全气囊赛道，转型汽车安全模块集成供应商

安全气囊、方向盘业务于 2022 年成功批量供货，有效地提升公司产品单车配套价值，该业务已成为公司第二增长极。2020 年~2023 年，公司安全带产品单价的平均值约 49.11 元，2021 年~2023 年，方向盘总成、气囊总成产品单价的平均值分别约为 145.33 元、136.66 元。方向盘总成、气囊总成产品均价约为安全带的 3 倍左右。

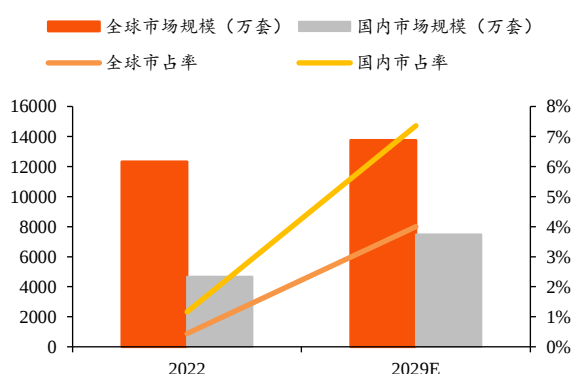
公司将在做好已配套客户项目产品的基础上，进一步扩大产品的生产能力，确保产品的质量和稳定性，加大新产品的研制和开发力度，丰富安全气囊、方向盘产品类型，如四气囊/多气囊、侧气囊/膝部气囊/头部气囊、方向盘的 HOD 功能、电加热功能、马达提醒功能，满足不同客户的需求。

公司已形成了以安全带、安全气囊、方向盘为一体的汽车被动安全产品矩阵，实现了公司从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汽车被动安全系统模块集成供应商。

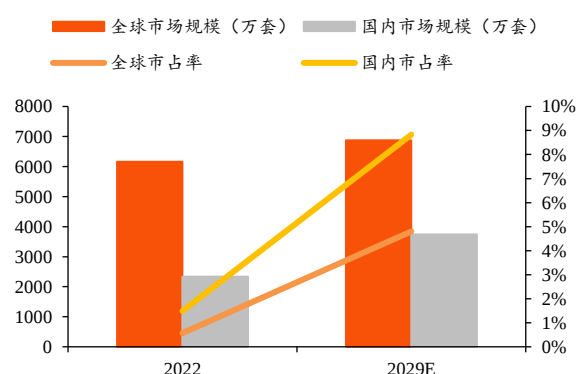
图21:公司产品单价（元/套）


资料来源: iFind, 公司公告, 甬兴证券研究所

新产品安全气囊和方向盘 2029 年国内市占率将分别达 7.36%、8.83%。公司作为汽车安全带总成行业中的先行者，凭借多年积累的综合竞争优势，公司已在国内主流品牌整车厂中确立了良好的品牌形象，公司 2022 年的市场占有率为 12.58%。公司安全气囊和方向盘产品作为公司 2021 年开始生产销售的产品，销量及市场占有率较低，2022 年市占率仅分别为 1.16%、1.49%，未来市场空间较大。

图22:公司安全气囊市占率情况


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图23:公司方向盘市占率情况


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

3.3. 布局国内外，补齐产能短板

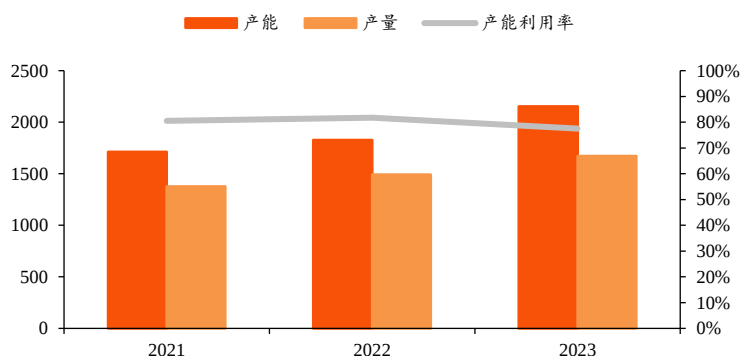
2021~2023 年安全带产品产能利用率稳定在 80%左右，2023 年安全气囊和方向盘产品产能利用率分别为 78.89%、32.98%，仍具提升空间。

公司 2024 年 7 月的募投项目年产 1,330 万套汽车安全系统及配套零部件项目（一期工程）与前次募投项目均围绕公司主营业务展开，该项目是前次募投项目年产 150 万套安全气囊生产项目的延伸，可以进一步提高公司产能，本次新增方向盘总成产能 130 万套和气囊总成产能 400 万套，有利于公司在国产零部件产业进入国产替代的新阶段积极抢占市场份额，完善公司以汽车安全气囊、方向盘和安全带为核心的安全系统产品布局。

公司扩大产能以匹配订单快速增长。公司 2024 年 7 月的募投项目新请务必阅读报告正文后各项声明

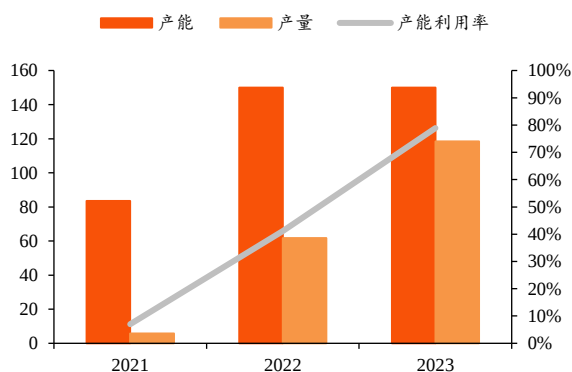
增安全气囊和方向盘产品产能的扩产比例（相较于 2022 年 12 月）分别为 266.67%和 190.87%，整体产能扩张幅度较大，主要系安全气囊和方向盘为公司 2021 年开始生产的新产品，现有产能规模较小。随着安全气囊和方向盘订单快速增长，预计未来产能瓶颈问题将逐步凸显，公司结合现有订单及市场情况，相应地扩大相关产品的生产能力，缓解公司产能压力。

图24:汽车安全带产能情况（万套）



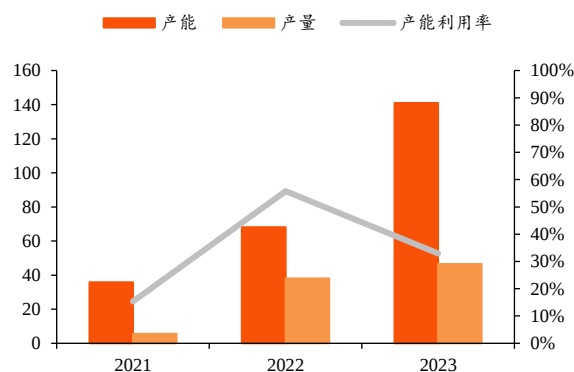
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图25:汽车安全气囊产能情况（万套）



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图26:汽车方向盘产能情况（万套）



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

表7:本次募投项目与前次募投项目情况

项目	首次公开发行股票募投项目			本次募投项目	
	年产 1,325 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 1,330 万套汽车安全系统及配套零部件项目（一期工程）	补充流动资金及偿还银行贷款
投资总额	27,975.30 万元	11,608.00 万元	7,932.00 万元	35,447.59 万元	12,300.00 万元
实施主体	松原股份			松原股份、安徽松原	松原股份
实施地点	浙江省余姚市牟山镇新东吴村公司厂区内			安徽省合肥市巢湖市安徽居巢经济开发区亚父园区港口大道与南外环交口西南侧	/
项目内容	新建厂房；购置设备。项目达产后，公司将新增汽车安全带总成年产 1,325 万条产能。	新建厂房；购置设备。项目达产后，公司将新增气囊产品年产 150 万套产能。	购置设备，提升公司内部检验检测能力。	购置土地；新建生产车间、行政楼及配套附属用房；购置设备；新增产线。项目达产后，公司将新增方向盘总成产能 130 万套和气囊总成产能 400 万套。	补充流动资金及偿还借款

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

布局国内市场：紧贴汽车产业集群、扩大成本优势，更好服务华东地区整车厂。公司 2024 年 7 月的募投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。

布局海外市场：公司出海设厂从而匹配海外客户订单需求。公司 2024 年 5 月拟设立境外全资子公司并投建生产基地。这次投资基于 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。公司在马来西亚投资建设工厂有助于公司完善产业布局，排除地缘因素，提升公司整体实力，帮助公司拓展海外市场，打造全球化交付能力，更好地满足国际客户的订单需求。同时，公司依托马来西亚在土地、人力和税收等方面的地域优势，优化公司生产成本，增强公司盈利能力和综合竞争力，保障公司持续健康发展。

表8:公司对外投资情况

实施主体	投资总额	资金来源	项目规划	建设期	用地规模
松原（马来西亚）子公司	不超过 5000 万	自有和自筹资金	一期安全系统总成 50 万套/年	2025 年下半年量产	20 亩~30 亩

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

关键假设：

1) 传统产品：安全带总成及零部件。公司将持续扩大安全带产品在其现有车型及新增车型的配套数量，同时公司客户结构持续优化，由自主厂商向新能源客户及海外客户拓展，由此我们预计 2024~2026 年收入同比增速保持 25%，毛利率维持在 33%。

2) 新产品：主要包括安全气囊及方向盘。随着市场对汽车安全愈发重视及消费升级推动，未来单车安全气囊个数将会逐步增加，方向盘产品功能更加丰富，单车 ASP 有所提升。公司新建产能投放后，产品放量有望驱动营收进一步提升。盈利能力端，伴随着规模提升，新产品毛利率有望小幅提升。

➤ **安全气囊：**预计 2024~2026 年收入同比增速分别为 73%、59%、48%，毛利率分别为 20%、21%、22%。

➤ **方向盘：**预计 2024~2026 年收入同比增速分别为 75%、60%、

43%，毛利率分别为 14%、15%、16%。

3) 出口产品：特殊座椅安全装置。该产品客户主要为非整车厂客户，以出口直销为主，销售至欧美等国家。营收占比较低，2023 年仅占比 4.79%，我们预计 2024~2026 年收入同比增速保持 5%，毛利率维持在 41%。

4) 其他业务：营收占比较小，2023 年仅占比 2.43%。预计 2024~2026 年收入同比增速保持 5%，毛利率维持在 66%。

由此，我们预计公司 2024~2026 年营收同比增速分别为+32%、+33%、+31%，毛利率分别为 30%、29%、29%。

表9:公司盈利预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司整体								
营业收入	465.00	535.93	745.08	991.87	1,280.38	1684.26	2244.23	2943.33
yoy		15.25%	39.03%	33.12%	29.09%	31.54%	33.25%	31.15%
营业成本	291.92	351.35	498.47	710.33	876.81	1180.60	1587.95	2095.08
毛利率	37.22%	34.44%	33.10%	28.39%	31.52%	29.90%	29.24%	28.82%
汽车安全带总成及零部件								
营业收入	372.94	464.18	644.01	739.57	903.83	1129.79	1412.23	1765.29
yoy		24.46%	38.74%	14.84%	22.21%	25%	25%	25%
营业成本	250.94	321.66	449.37	522.75	606.77	756.96	946.20	1182.75
毛利率	32.71%	30.70%	30.22%	29.32%	32.87%	33%	33%	33%
汽车安全气囊								
营业收入	--	--	2.51	92.76	188.57	326.22	518.70	767.67
yoy				3601.51%	103.28%	73%	59%	48%
营业成本	--	--	1.89	75.86	151.51	260.98	409.77	602.62
毛利率	--	--	24.76%	18.22%	19.65%	20%	21%	22%
汽车方向盘								
营业收入	--	--	2.20	54.46	76.50	133.88	214.21	306.32
yoy				2375.38%	40.49%	75%	60%	43%
营业成本	--	--	1.85	45.05	66.10	115.14	182.08	257.31
毛利率	--	--	15.79%	17.28%	13.59%	14%	15%	16%
特殊座椅安全装置								
营业收入	78.18	56.86	69.51	66.76	58.82	61.76	64.85	68.09
yoy		-27.27%	22.24%	-3.96%	-11.89%	5%	5%	5%
营业成本	40.14	29.27	42.57	43.83	34.62	36.44	38.26	40.18
毛利率	48.66%	48.52%	38.76%	34.34%	41.15%	41%	41%	41%
其他业务								
营业收入	13.88	14.88	3.75	14.75	31.05	32.60	34.24	35.95
yoy		7.23%	-74.82%	293.72%	110.52%	5%	5%	5%
营业成本	0.84	0.41	2.80	22.83	17.80	11.09	11.64	12.22
毛利率	93.96%	97.22%	89.57%	40.40%	66.19%	66%	66%	66%

资料来源：iFind，甬兴证券研究所

4.2. 估值

公司主营业务涉及汽车安全带总成、安全气囊、方向盘等汽车被动安全系统产品及特殊座椅安全装置。由此选取同属于汽车被动安全领域的均胜电子、华懋科技，以及汽车内饰件领域的岱美股份、天成自控作为可比公司。公司深耕汽车被动安全领域，覆盖多家知名自主车企，客户结构持续优化完善，陆续收到海外客户定点从而进一步深化公司出海战略，气囊及方向盘新产品领域开启新成长曲线。2024-2026 年归母净利润 CAGR 约 35%，对应 2024 年 PEG 约 0.7。综合考虑，首次覆盖给予“买入”评级。

表10:可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价, 元	市值, 亿元	归母净利润, 亿元				PE				2023~2026 CAGR
		2024/10/14		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024 E	2025 E	2026 E	
600699.SH	均胜电子(*)	16.6	233.6	10.8	14.6	19.0	23.0	21.6	16.0	12.3	10.2	29%
603730.SH	岱美股份(*)	10.1	167.6	6.5	8.9	10.6	12.7	25.6	18.9	15.8	13.2	25%
603085.SH	天成自控(*)	8.8	35.0	0.1	0.7	1.8	2.5	246.9	50.0	19.0	13.8	162%
603306.SH	华懋科技(*)	21.8	71.3	2.4	3.4	4.0	4.8	29.5	20.9	17.6	14.9	25%
	平均							80.9	26.5	16.2	13.0	
300893.SZ	松原股份	30.5	69.0	2.0	2.7	3.7	4.9	33.3	25.3	18.8	14.0	36%

资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

5. 风险提示

客户需求不及预期: 汽车行业正处于变革期, 整车厂竞争加剧, 公司配套车型存在销量不及预期的风险。

行业竞争加剧: 座椅行业参与者众多, 若公司不能保持技术、成本和质量等方面的领先, 将对公司业绩产生不利影响。

原材料价格波动: 若上游原材料价格出现波动, 可能对公司盈利能力产生不利影响。

汇率波动风险: 由于公司部分产品直销欧美国家, 因此汇率波动或将影响公司营收以及盈利能力。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	880	1,095	1,786	2,259	2,923	经营活动现金流	61	163	213	229	263
货币资金	108	109	481	480	516	净利润	118	198	272	367	493
应收及预付	418	685	912	1,260	1,727	折旧摊销	39	71	77	86	95
存货	238	249	336	446	584	营运资金变动	-128	-146	-180	-274	-373
其他流动资产	117	52	57	73	95	其它	32	41	44	50	48
非流动资产	666	887	1,040	1,090	1,133	投资活动现金流	-224	-300	-228	-133	-135
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-286	-290	-181	-133	-135
固定资产	431	595	715	763	795	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	115	121	82	59	45	其他	62	-10	-47	-1	0
无形资产	75	95	113	131	149	筹资活动现金流	115	107	387	-96	-93
其他长期资产	45	76	130	138	145	银行借款	210	115	-70	-70	-70
资产总计	1,546	1,982	2,826	3,349	4,056	股权融资	0	7	11	0	0
流动负债	537	524	724	929	1,191	其他	-95	-15	445	-26	-23
短期借款	210	74	54	34	14	现金净增加额	-49	-29	372	0	36
应付及预收	299	370	518	728	989	期初现金余额	92	43	13	386	385
其他流动负债	28	80	152	167	187	期末现金余额	43	13	386	385	421
非流动负债	136	393	753	705	657						
长期借款	102	353	303	253	203						
应付债券	0	0	410	410	410						
其他非流动负债	33	40	40	42	44						
负债合计	673	917	1,478	1,634	1,848						
股本	225	226	226	226	226						
资本公积	277	293	303	303	303						
留存收益	371	546	819	1,185	1,679						
归属母公司股东权益	873	1,065	1,348	1,715	2,208						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	1,546	1,982	2,826	3,349	4,056						

利润表						主要财务比率					
单位：百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	992	1,280	1,684	2,244	2,943	成长能力					
营业成本	710	877	1,181	1,588	2,095	营业收入增长	33.1%	29.1%	31.5%	33.2%	31.2%
营业税金及附加	4	8	10	16	24	营业利润增长	-3.5%	83.6%	29.3%	34.6%	34.6%
销售费用	28	27	30	38	47	归母净利润增长	6.1%	67.6%	37.7%	34.6%	34.6%
管理费用	60	56	67	85	106	获利能力					
研发费用	56	67	81	105	135	毛利率	28.4%	31.5%	29.9%	29.2%	28.8%
财务费用	2	9	25	26	23	净利率	11.9%	15.4%	16.2%	16.3%	16.8%
资产减值损失	-3	-8	-8	-9	-10	ROE	13.5%	18.6%	20.2%	21.4%	22.3%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	10.4%	13.6%	13.3%	15.5%	17.5%
投资净收益	-2	-3	2	2	3	偿债能力					
营业利润	122	224	289	390	525	资产负债率	43.5%	46.3%	52.3%	48.8%	45.6%
营业外收支	-1	-2	0	0	0	净负债比率	23.4%	34.2%	29.1%	18.9%	10.0%
利润总额	121	222	290	390	525	流动比率	1.64	2.09	2.47	2.43	2.45
所得税	3	24	17	23	31	速动比率	1.14	1.53	1.95	1.91	1.92
净利润	118	198	272	367	493	营运能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.75	0.73	0.70	0.73	0.79
归属母公司净利润	118	198	272	367	493	应收账款周转率	2.88	2.41	2.21	2.15	2.04
EBITDA	166	306	392	502	642	存货周转率	3.68	3.60	4.04	4.06	4.07
EPS (元)	0.52	0.88	1.20	1.62	2.18	每股指标 (元)					
						每股收益	0.52	0.88	1.20	1.62	2.18
						每股经营现金流	0.27	0.72	0.94	1.01	1.16
						每股净资产	3.88	4.72	5.96	7.58	9.76
						估值比率					
						P/E	51.73	33.22	25.35	18.83	13.99
						P/B	6.93	6.19	5.12	4.03	3.13
						EV/EBITDA	37.79	22.73	18.63	14.40	11.09

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20%以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5%之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5%以上

行业投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。