

松原股份（300893.SZ）

产品放量叠加盈利提升，二季度利润同比增长 41%

优于大市

核心观点

产品放量叠加成本优化，松原二季度净利润同比增长 41%。25H1 松原安全实现营收 11.5 亿元，同比+42.9%，归母净利润 1.6 亿元，同比+30.9%，扣非净利润 1.5 亿元，同比+26.6%；单季度看，25Q2 松原安全实现营收 6.1 亿元，同比+40.8%，环比+14.3%，归母净利润 0.88 亿元，同比+41.0%，环比+19.5%，扣非利润 0.87 亿元，同比+43.6%，环比+38.1%；整体来看，得益于公司被动安全系统全方位的持续放量以及降本增效、规模效应的释放，公司实现业绩的持续兑现。

二季度毛利率环比提升。25Q2 松原毛利率 29.2%，环比+1.3pct，同比-1.5pct，预计主要系产品结构变化影响。分业务来看，25H1 松原安全带业务营收 6.8 亿元，同比+19.3%，方向盘业务营收 1.5 亿元，同比+283.3%，气囊业务营收 3.0 亿元，同比+120.8%；25H1 安全带业务毛利率 33.6%，同比持平，方向盘业务毛利率 16.3%，同比+9.6pct；气囊毛利率 19.4%，同比-1.4pct。展望后续：1) 产品爬坡上量带来规模效应；2) 随织带、气囊布、OPW 规模量产，气体发生器逐步自制；3) 精细化运营和降本增效战略的进一步推进，零部件智能化工厂的打造完毕，成本优势会进一步突显。

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。全球乘用车被动安全市场规模预计超 1000 亿元，行业为寡头市场，目前全球仅有 3-4 家汽车安全系统核心供应商，龙头奥托立夫约占全球 43%份额，松原股份约占全球 1%左右份额，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成长。

订单实现突破，客户种类拓展。公司安全气囊、方向盘业务于 2023 年下半年开始放量，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，向被动安全系统供应商升级。根据公告，公司持续开拓新品，推进遮阳板气囊（预计 26 年量产）和远端气囊开发（预计 2025 年下半年量产，公司安全带和方向盘业务也持续保持研发拓展。

盈利预测与估值：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司新产品逐步上量，客户持续拓展，维持盈利预测，预测 25-27 年归母净利润 3.9/5.2/7.0 亿元，EPS 为 1.22/1.64/2.20 元，维持“优于大市”评级。

风险提示：终端销量不及预期，行业竞争加剧的风险，政策风险等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,280	1,971	2,694	3,589	4,709
(+/-%)	29.1%	53.9%	36.7%	33.2%	31.2%
净利润(百万元)	198	260	387	521	697
(+/-%)	67.6%	31.7%	48.6%	34.5%	33.9%
每股收益(元)	0.88	1.15	1.22	1.64	2.20
EBIT Margin	19.1%	17.6%	18.0%	18.0%	18.1%
净资产收益率(ROE)	18.6%	19.4%	23.3%	24.8%	26.1%
市盈率(PE)	36.5	27.8	26.2	19.5	14.5
EV/EBITDA	26.7	21.1	21.3	16.7	13.4
市净率(PB)	6.78	5.39	6.09	4.84	3.79

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·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：孙树林

0755-81982598

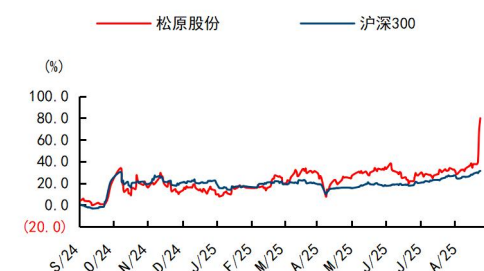
sunshulin@guosen.com.cn

S0980524070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	33.95 元
总市值/流通市值	10759/5377 百万元
52 周最高价/最低价	37.87/22.52 元
近 3 个月日均成交额	65.96 百万元

市场走势



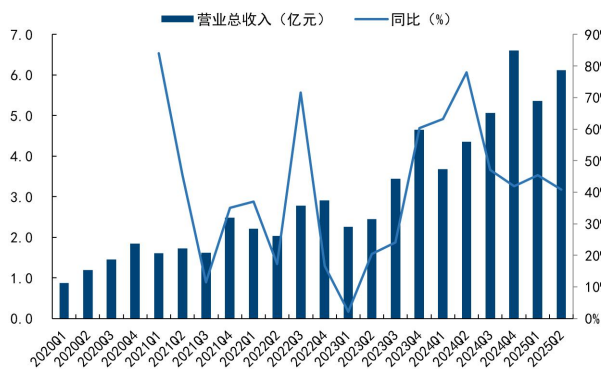
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《松原股份（300893.SZ）-产品线全面发力，一季度营收同比增长 45%》——2025-05-05
- 《松原股份（300893.SZ）-产品线持续放量，三季度营收同比增长 47%》——2024-11-02
- 《松原股份（300893.SZ）-2024 年一季报点评-新产品放量，品类拓展加速自主崛起》——2024-04-28
- 《松原股份（300893.SZ）-2023 年年报点评-新产品放量，品类拓展加速自主崛起》——2024-04-18
- 《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》——2023-12-12

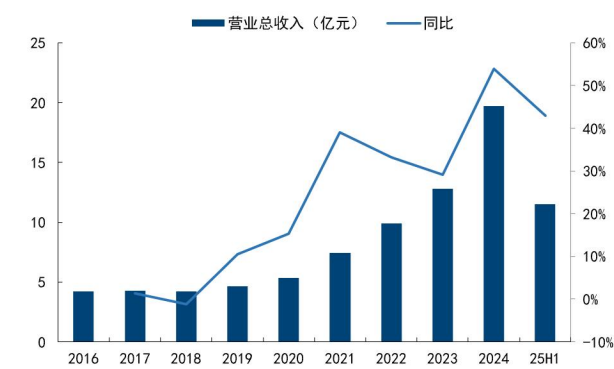
业绩概述：25H1 松原安全实现营收 11.5 亿元，同比+42.9%，归母净利润 1.6 亿元，同比+30.9%，扣非净利润 1.5 亿元，同比+26.6%；单季度看，25Q2 松原安全实现营收 6.1 亿元，同比+40.8%，环比+14.3%，归母净利润 0.88 亿元，同比+41.0%，环比+19.5%，扣非利润 0.87 亿元，同比+43.6%，环比+38.1%；整体来看，得益于公司被动安全系统全方位的持续放量以及降本增效、规模效应的释放，公司实现业绩的持续兑现。

图1：公司营业收入（亿元，%）



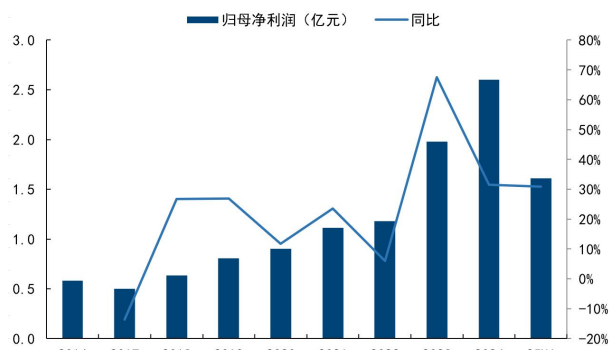
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司季度营业收入（亿元，%）



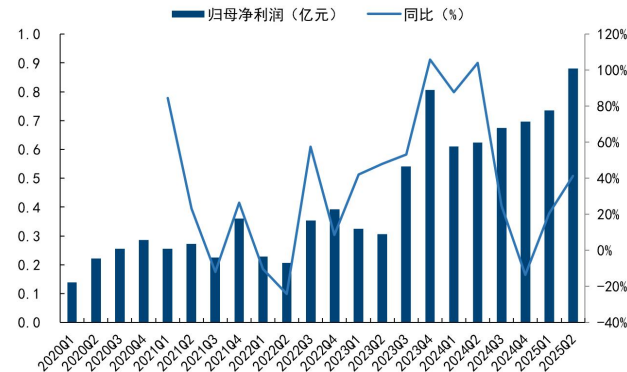
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

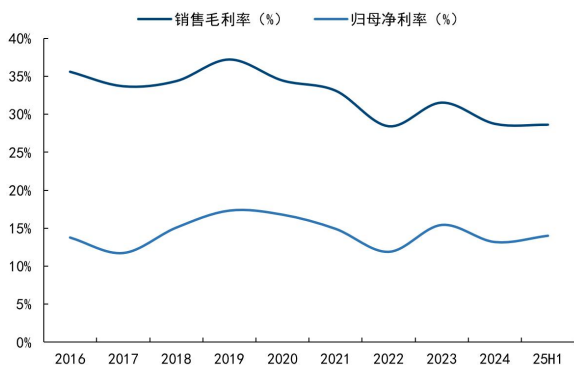
图4：公司季度归母净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

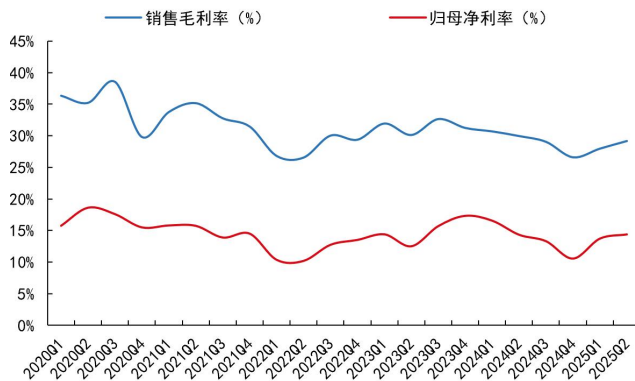
25Q2 松原毛利率 29.2%，环比+1.3pct，同比-1.5pct，预计主要系产品结构变化影响。分业务来看，25H1 松原安全带业务营收 6.8 亿元，同比+19.3%，方向盘业务营收 1.5 亿元，同比+283.3%，气囊业务营收 3.0 亿元，同比+120.8%；25H1 安全带业务毛利率 33.6%，同比持平，方向盘业务毛利率 16.3%，同比+9.6pct；气囊毛利率 19.4%，同比-1.4pct。展望后续：1）产品爬坡上量带来规模效应；2）随织带、气囊布、OPW 规模量产，气体发生器逐步自制；3）精细化运营和降本增效战略的进一步推进，零部件智能化工厂的打造完毕，成本优势会进一步突显。

图5：公司毛利率与净利率



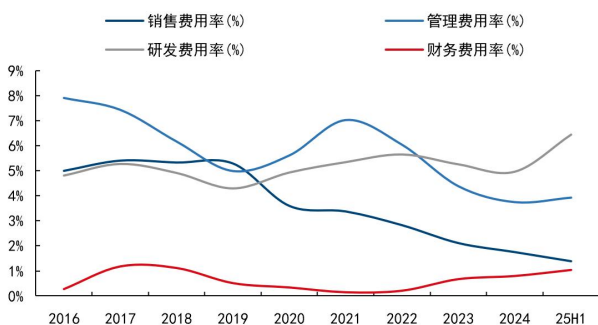
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司季度毛利率与净利率



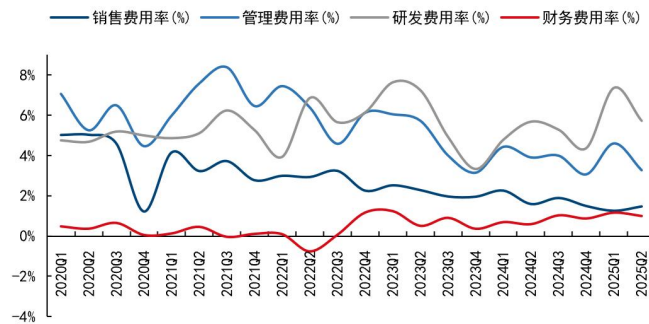
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司四费费率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司季度四费费率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

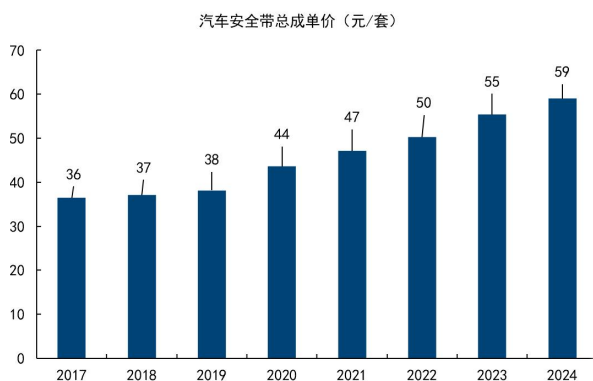
安全带价值量升级，新增安全气囊与方向盘业务带动公司单车价值量提升。

公司汽车安全带总成产品具有紧急锁止、单边和双边预张紧、单边和双边限力、噪声抑制、儿童锁、防反锁等功能。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2017-2024年安全带单价分别从36元提升至59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，提升单车价值量。公司已有能力生产DAB（主驾气囊）、PAB（副驾气囊），SAB（座椅气囊），CAB（侧气帘），KAB（膝部气囊）等产品。公司2018年成立安全气囊及方向盘事业部，新业务安全气囊、方向盘于2021年开始批量生产。

2024年公司气囊总成单价约为153元/套，方向盘单价为188元/套。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%，PU方向盘平均125元/套，缝皮方向盘平均267元/套），预计随着产品结构的变化，单车价值量将进一步提升。

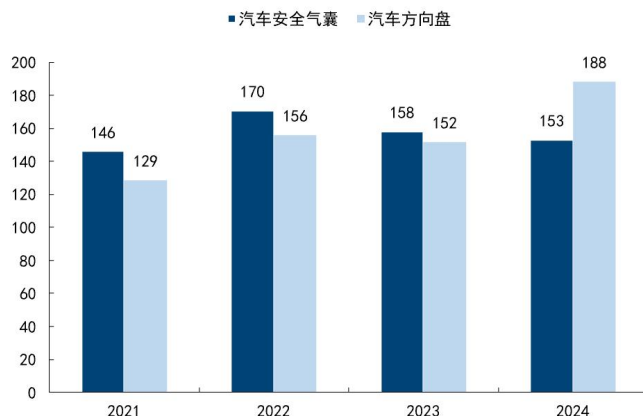
图9: 汽车安全带总成单价 (元/套)



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10: 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

客户种类方面, 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、奇瑞、上汽通用五菱等。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。

安全气囊方面, 公司已与吉利汽车、奇瑞汽车、上汽通用五菱、神龙汽车、合众汽车、北汽福田以及悠跑汽车等客户进行项目开发合作, 其中已为吉利第四代帝豪、吉利熊猫、五菱星驰、五菱缤果, 五菱 MINI、捷途旅行者, 捷途大圣, QQ 冰淇淋、奇瑞 iCAR、合众哪吒 V 车型配套。

盈利预测与投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。

考虑到公司新产品逐步上量, 客户持续拓展, 维持盈利预测, 预测 25-27 年归母净利润 3.9/5.2/7.0 亿元, EPS 为 1.22/1.64/2.20 元, 维持“优于大市”评级。

表1: 相对估值表 (202505)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600699.SH	均胜电子	优于大市	20.39	285	0.68	1.12	1.36	30	18	15
603179.SH	新泉股份	优于大市	48.34	236	2.00	2.80	3.58	24	17	14
603997.SH	继峰股份	优于大市	12.33	156	-0.45	0.52	0.82	-27	24	15
	平均							9	20	15
300893.SZ	松原股份	优于大市	31.98	101	1.15	1.22	1.64	28	26	19

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析预测

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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	109	240	252	264	278	营业收入	1280	1971	2694	3589	4709
应收款项	654	1016	1329	1770	2322	营业成本	877	1405	1873	2494	3272
存货净额	249	335	543	659	867	营业税金及附加	8	12	19	27	35
其他流动资产	83	143	196	260	342	销售费用	27	35	54	72	94
流动资产合计	1095	1734	2319	2954	3809	管理费用	56	74	114	148	191
固定资产	716	1085	1375	1640	1880	研发费用	67	98	151	201	264
无形资产及其他	95	236	224	212	200	财务费用	9	16	49	62	69
投资性房地产	76	83	83	83	83	投资收益	(3)	(4)	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	8	12	0	0	0
资产总计	1982	3137	4001	4889	5972	其他收入	(84)	(144)	(151)	(201)	(264)
短期借款及交易性金融负债	115	397	739	896	1026	营业利润	224	293	435	585	784
应付款项	370	610	790	1055	1388	营业外净收支	(2)	(1)	0	0	0
其他流动负债	39	69	84	112	148	利润总额	222	292	435	585	784
流动负债合计	524	1077	1613	2063	2561	所得税费用	24	32	48	64	86
长期借款及应付债券	353	682	682	682	682	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	40	36	42	48	54	归属于母公司净利润	198	260	387	521	697
长期负债合计	393	718	724	730	736	现金流量表（百万元）					
负债合计	917	1795	2338	2794	3298	净利润	198	260	387	521	697
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	12	34	20	20	19
股东权益	1065	1342	1663	2096	2674	折旧摊销	59	81	102	127	153
负债和股东权益总计	1982	3137	4001	4889	5972	公允价值变动损失	(8)	(12)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	9	16	49	62	69
每股收益	0.88	1.15	1.22	1.64	2.20	营运资本变动	(145)	(214)	(353)	(303)	(448)
每股红利	0.15	0.27	0.21	0.28	0.37	其它	(12)	(34)	(20)	(20)	(19)
每股净资产	4.72	5.93	5.25	6.61	8.44	经营活动现金流	105	116	136	344	402
ROIC	16%	15%	14%	16%	18%	资本开支	0	(491)	(400)	(400)	(400)
ROE	19%	19%	23%	25%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	32%	29%	31%	31%	31%	投资活动现金流	0	(491)	(400)	(400)	(400)
EBIT Margin	19%	18%	18%	18%	18%	权益性融资	(0)	8	0	0	0
EBITDA Margin	24%	22%	22%	22%	21%	负债净变化	251	(31)	0	0	0
收入增长	29%	54%	37%	33%	31%	支付股利、利息	(35)	(61)	(66)	(89)	(119)
净利润增长率	68%	32%	49%	35%	34%	其它融资现金流	(537)	682	342	157	129
资产负债率	46%	57%	58%	57%	55%	融资活动现金流	(104)	506	276	68	11
股息率	0.5%	0.8%	0.9%	1.2%	1.6%	现金净变动	0	131	12	13	13
P/E	36	28	26	19	15	货币资金的期初余额	108	109	240	252	264
P/B	6.8	5.4	6.1	4.8	3.8	货币资金的期末余额	109	240	252	264	278
EV/EBITDA	26.7	21.1	21.3	16.7	13.4	企业自由现金流	132	(314)	(221)	(1)	64
						权益自由现金流	(153)	337	78	103	134

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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

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中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