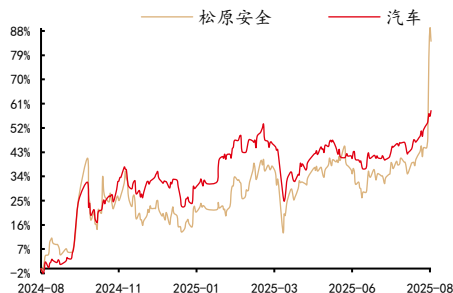


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	33.07
总股本/流通股本(亿股)	3.17 / 1.58
总市值/流通市值(亿元)	105 / 52
52周内最高/最低价	36.74 / 22.64
资产负债率(%)	57.2%
市盈率	28.76
第一大股东	胡铲明

研究所

分析师: 付秉正
SAC 登记编号: S1340524100004
Email: fubingzheng@cnpsec.com

松原安全(300893)

气囊方向盘启动新增长引擎，国内外产能投放进展顺利

● 事件

松原安全发布 2025 年半年报，25H1 公司实现营收 11.48 亿元，同比增长 42.9%，实现归母净利润 1.61 亿元，同比增长 30.9%，扣非归母净利润 1.50 亿元，同比增长 26.6%。

其中，第二季度实现营收 6.12 亿元，同比增长 40.8%，归母净利润 0.88 亿元，同比增长 41.0%，扣非归母净利润 0.87 亿元，同比增长 43.6%。

● 点评

一、核心客户销量回暖带动营收增长，第二增长极塑造成型。

公司上半年营收同比扩张，主要受益于下游核心自主车企客户的销量增长，其中奇瑞汽车 25H1 实现销量 126.0 万辆，同比增长 15%；吉利汽车实现销量 193.2 万辆，同比增长 30%；上汽通用五菱实现销量 76.5 万辆，同比增长 18%。分产品看，上半年安全带/安全气囊/方向盘分别实现营收 6.76/2.99/1.48 亿元，同比分别增长 27.8%/72.3%/283.3%，公司第二成长极——气囊、方向盘业务进入较快增长区间。

报告期内公司新获奇瑞、吉利、上通五、北汽福田等客户共 90 个新产品研发项目，其中安全带/气囊/方向盘项目分别为 42/30/18 个，新增研发项目及定点为公司未来保持快速增长提供重要支撑。

二、盈利能力仍具提升空间。

公司 25H1 毛利率为 28.6%，同比-1.6pct，其中安全带、安全气囊、方向盘业务毛利率分别为 33.6%、19.4%、16.3%，同比分别+0.7pct、+1.2pct、+9.5pct，公司整体毛利率略有下滑主要系毛利率较低的安全气囊、方向盘业务占比提升。上半年期间费用率为 12.8%，同比+1.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.4%/3.9%/6.4%/1.1%，同比-0.4pct/-0.2pct/+1.2pct/+0.5pct。

公司已建立了完备的安全带全产业链优势，核心竞争力在于成本占比较高的关键零部件的自制。报告期内，公司持续推进降本增效战略，气囊袋委外采购转自制生产缝纫，OPW 将于 25Q3 实现量产，并同步推进安全气囊气体发生器的自制，公司整体盈利能力有望伴随气囊全产业链优势的巩固而进一步提升。

三、国内及海外新建产能进展顺利，规模优势逐步建立。

报告期内，公司安徽巢湖一期基地各产线逐步投入使用；浙江临山基地完成智能化工厂规划，进入基建阶段；首个海外工厂马来西亚基地预计于年内第三季度达到量产状态，公司未来将进一步拓展欧洲

及北美市场。汽车被动安全系统是面向大规模市场生产的重要汽车零部件，公司有望借助新建产能落地后的规模优势，继续扩大被动安全零部件的自主替代市场份额。

● **投资策略：**

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.07/5.43/7.21 亿元，当前股价对应 PE 为 25.7/19.3/14.5 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示：**

核心客户销量不及预期；行业竞争加剧，年降压力超预期；新建产能投产进度不及预期等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1971	2731	3616	4890
增长率(%)	53.94	38.55	32.42	35.22
EBITDA（百万元）	411.90	607.96	783.21	1002.92
归属母公司净利润（百万元）	260.38	407.10	543.17	720.99
增长率(%)	31.65	56.35	33.42	32.74
EPS(元/股)	0.82	1.28	1.71	2.28
市盈率（P/E）	40.25	25.74	19.29	14.54
市净率（P/B）	7.81	6.27	4.94	3.86
EV/EBITDA	18.09	18.97	14.64	11.28

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1971	2731	3616	4890	营业收入	53.9%	38.5%	32.4%	35.2%
营业成本	1405	1948	2609	3534	营业利润	30.9%	56.9%	32.9%	32.8%
税金及附加	12	17	20	29	归属于母公司净利润	31.7%	56.3%	33.4%	32.7%
销售费用	35	61	71	97	获利能力				
管理费用	74	115	144	200	毛利率	28.7%	28.7%	27.8%	27.7%
研发费用	98	149	189	255	净利率	13.2%	14.9%	15.0%	14.7%
财务费用	16	4	4	5	ROE	19.4%	24.4%	25.6%	26.6%
资产减值损失	-12	0	0	0	ROIC	11.5%	14.5%	16.3%	18.3%
营业利润	293	460	611	812	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	57.2%	54.4%	52.3%	50.2%
营业外支出	1	2	1	1	流动比率	1.61	1.79	1.91	2.04
利润总额	292	458	610	810	营运能力				
所得税	32	51	67	89	应收账款周转率	2.37	2.28	2.33	2.47
净利润	260	407	543	721	存货周转率	4.82	4.67	4.39	4.28
归母净利润	260	407	543	721	总资产周转率	0.77	0.80	0.89	0.99
每股收益(元)	0.82	1.28	1.71	2.28	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.82	1.28	1.71	2.28
货币资金	240	112	248	420	每股净资产	4.23	5.27	6.69	8.57
交易性金融资产	0	0	1	1	估值比率				
应收票据及应收账款	1014	1377	1731	2225	PE	40.25	25.74	19.29	14.54
预付款项	19	25	35	55	PB	7.81	6.27	4.94	3.86
存货	335	500	690	963	现金流量表				
流动资产合计	1734	2182	2909	3912	净利润	260	407	543	721
固定资产	722	813	873	891	折旧和摊销	100	146	169	188
在建工程	362	326	280	232	营运资本变动	-285	-472	-328	-439
无形资产	236	273	308	340	其他	65	20	12	17
非流动资产合计	1403	1484	1537	1542	经营活动现金流净额	140	101	397	487
资产总计	3137	3667	4446	5455	资本开支	-619		-201	-174
短期借款	275	299	342	349	其他	0	-10	-30	-30
应付票据及应付账款	610	704	941	1268	投资活动现金流净额	-619	-234	-231	-204
其他流动负债	191	213	237	303	股权融资	8	0	0	0
流动负债合计	1077	1216	1520	1920	债务融资	654	81	69	20
其他	718	780	806	819	其他	-84	-76	-99	-132
非流动负债合计	718	780	806	819	筹资活动现金流净额	578	5	-30	-111
负债合计	1795	1995	2326	2739	现金及现金等价物净增加额	99	-128	137	172
股本	226	317	317	317					
资本公积金	306	216	216	216					
未分配利润	662	938	1305	1792					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	147	201	282	390					
所有者权益合计	1342	1671	2120	2716					
负债和所有者权益总计	3137	3667	4446	5455					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000