



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (首次)

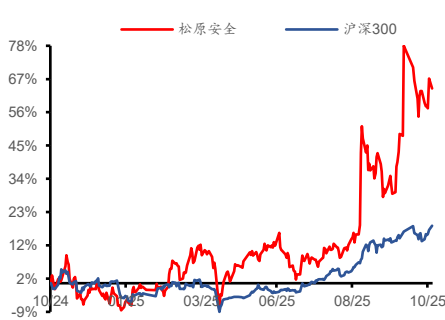
行业: 汽车
日期: 2025年10月28日

分析师: 仇百良
E-mail: qiubailiang@shzq.com
SAC 编号: S0870523100003

基本数据

最新收盘价 (元)	26.25
12mth A 股价格区间 (元)	22.64-39.90
总股本 (百万股)	472.78
无限售 A 股/总股本	53.02%
流通市值 (亿元)	65.80

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

被动安全第二曲线发力，海外业务订单助力营收稳步增长

■ 投资摘要

松原安全是中国汽车被动安全领域的领军企业。公司成立于2001年，2020年登陆深交所创业板，经过二十余年发展，产品涵盖安全带总成、智能方向盘系统、多模组安全气囊、电子控制单元及高可靠线束的全场景安全产品生态，客户包括吉利汽车、长城汽车、奇瑞汽车、长安汽车、STL等主流整车厂。2025年前三季度公司实现营业收入18.34亿元，同比+39.98%，归母净利润2.63亿元，同比+37.93%。

汽车被动安全行业市场空间大，国产替代潜力大。根据华经产业研究院预测：2024-2028年，汽车被动安全行业全球市场规模预计由1645亿元增长至1845亿元；国内市场预计由356亿元增长至430亿元，复合年增长率4.8%。全球市场中，奥托立夫、采埃孚-天合、均胜电子三家企业合计市场份额超过80%。在国内市场，自主品牌汽车市场占有率持续提升将带来产业链国产化机会，海外市场将成为国内车企新的增长点，也为自主品牌零部件带来新的发展机会。

在手订单充沛，有助于营收稳步增长。根据公司公告显示，公司近两年获得多个车企项目大订单，特别是2024年先后获得欧洲S客户两大订单（分别4156万欧元、52.56亿元），均从2027年开始供货，有力的保障公司未来营收稳定增长。

安全气囊+方向盘量产，构建第二增长曲线。公司于2018年成立安全气囊及方向盘事业部，并于2021年实现批量生产。两大产品营收贡献和盈利能力快速提升，25H1安全气囊、方向盘分别贡献营收达到2.99亿元、1.48亿元，同比分别增长1.21倍、2.83倍。盈利能力上，25H1安全气囊、方向盘毛利率提升到19.38%和16.25%。随着产能逐步释放，营收贡献和盈利能力有望进一步提升。

■ 投资建议

预首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.94/5.15/7.01 亿元，同比分别+51.13%/+30.87%/+36.17%。2025 年 10 月 27 日收盘价对应 PE 分别为 31.54x/24.10x/17.70x。

■ 风险提示

行业与市场风险；技术风险；规模扩张导致的管理风险；产品质量控制风险；客户集中度较高的风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1971	2696	3434	4441
年增长率	53.9%	36.8%	27.4%	29.3%
归母净利润	260	394	515	701
年增长率	31.7%	51.1%	30.9%	36.2%
每股收益 (元)	0.55	0.83	1.09	1.48
市盈率 (X)	47.66	31.54	24.10	17.70
市净率 (X)	9.25	7.40	5.80	4.49

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2025 年 10 月 27 日收盘价)

目 录

1 自主被动安全领域领军企业，自主研发能力强	4
1.1 中国汽车被动安全领域的领军企业	4
1.2 产品结构升级显效，营收利润双增长	6
1.3 技术赋能客户拓展，优质订单保障未来增长	8
2 安全带行业前景持续向好，研发实力保障增量	9
2.1 技术更替驱动市场扩大，新型产品加速行业渗透	9
2.2 行业壁垒保障业务稳定，单价&销量提升驱动营收增长	10
3 安全气囊+方向盘，构建第二增长曲线	12
3.1 气囊、方向盘市场扩容加速，国产替代正当时	12
3.2 气囊、方向盘业务实现放量，盈利能力持续优化	13
3.3 智能制造、研发协同并进，国产替代加速落地	14
4 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议	17
5 风险提示	18

图

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司主要产品示例	5
图 3：公司股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日）	6
图 4：2025H1 营业收入+42.87%	6
图 5：25H1 归母净利润+30.85%	6
图 6：公司安全气囊、方向盘业务占比不断提升	7
图 7：安全气囊、方向盘营收及增速（亿元）	7
图 8：公司毛利率远高于汽零板块毛利率（%）	7
图 9：分业务毛利率（%）	7
图 10：公司安全带总成产品销量和均价（左轴万套，右轴元/套）	11
图 11：2020-2025E 安全气囊供给市场规模（万个）	12
图 12：安全气囊、方向盘业务持续增长（亿元）	13
图 13：安全气囊、方向盘业务占比情况	13
图 14：安全气囊、方向盘产品均价变化情况（元/套）	14
图 15：安全气囊、方向盘产品毛利率	14

表

表 1：公司主要基地布局	4
表 2：公司主要公告订单情况（截至 2025 年 7 月 9 日）	8
表 3：被动安全市场主要企业	9
表 4：被动安全市场竞争壁垒	10
表 5：政府支持汽车展业发展相关政策	12
表 6：公司三大主业产能、产能利用率情况	14
表 7：公司重点安全气囊、方向盘在研项目进展	15

表 8：公司分业务增速与毛利率预测（单位：百万元）	17
表 9：可比公司估值	17

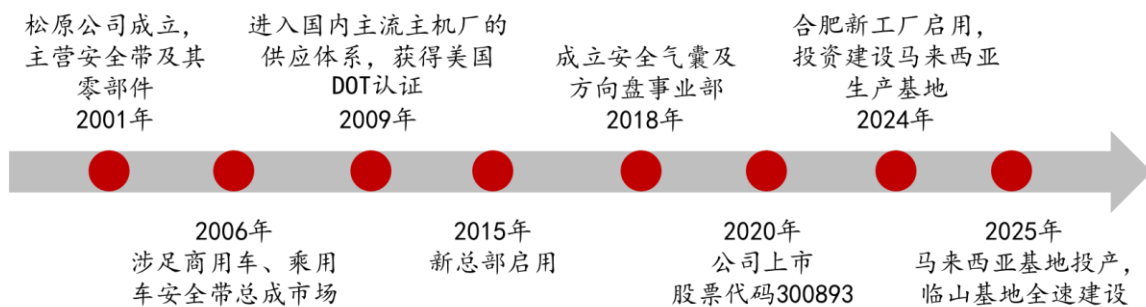
1 自主被动安全领域领军企业，自主研发能力强

1.1 中国汽车被动安全领域的领军企业

松原安全是中国汽车被动安全领域的领军企业。浙江松原汽车安全系统股份有限公司成立于2001年，2020年成功登陆深交所创业板，开创国内汽车安全系统供应商上市先河。通过二十余载深耕产业积淀，构建起覆盖被动安全系统全产业链的正向研发体系与智能制造集群。公司聚焦汽车主被动安全融合趋势，构建涵盖安全带总成、智能方向盘系统、多模组安全气囊、电子控制单元及高可靠线束的全场景安全产品生态，为全球数十家主流整车厂商提供符合国际标准的全生命周期解决方案。

三国五地全球化战略布局。公司在长三角经济区、东南亚及欧洲等汽车产业核心区域，打造了集研发创新中心与智能生产基地于一体的产业矩阵，形成横跨浙江、上海、安徽、马来西亚及德国的亚欧协同发展格局。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，上海证券研究所

表 1：公司主要基地布局

基地	基地规模	主营	其他介绍
松原安全总部 (余姚牟山)	基建总投资3.4亿元 占地面积9.3万平方米	安全带、方向盘、安全气囊、安全电子、全链路零部件	松原安全总部共分为三个区域，分别位于余姚牟山镇金牛中路(老厂区)、运河沿路新建厂区、运河沿路冲压厂区，均已投产。
安徽松原 (安徽巢湖)	总投资8.0亿元 占地面积8.6万平方米	方向盘、安全气囊及核心零部件	建成年份2024年8月。
合肥松原科技 (安徽巢湖)	总投资11.0亿元 占地面积13.3万平方米	方向盘、安全气囊及核心零部件	奠基年份2025年7月，建成年份2026年10月
浙江星盾 (余姚临山)	总投资11.3亿元 占地面积17.3万平方米	安全带及零部件研发生产销售	奠基年份2024年12月，建成年份2027年12月
马来西亚松原 (雪兰莪州)	基建总投资1600万元 占地面积6700平方米	安全带、方向盘、安全气囊	建成年份2024年12月

资料来源：公司官网，上海证券研究所

公司主要产品包括：安全带产品系列、安全气囊产品系列、方向盘产品系列、安全电子产品系列、测试服务。

公司打造全球研发中心，分别在美国(底特律)、德国(斯图加特)、马来西亚(雪兰莪州)、中国(上海)、中国(宁波)、中国(合肥)，衔接国内外的 OME 厂的产品技术及项目交流，新产品的技术研发，标准要求的对标解读。

- ✓ 安全带：自适应预紧限力，主动式预紧限力安全带，零重力电控式安全带，发光锁扣，防异物锁扣等。
- ✓ 方向盘：震动提醒功能，电加热功能，心率监测功能，折叠方向盘，人机交互方向盘等。
- ✓ 安全气囊：自适应主副驾气囊，顶置式气囊，坐垫气囊，远端气囊等。

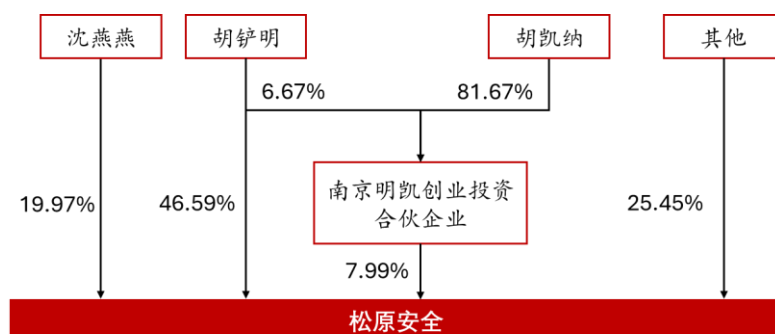
图 2：公司主要产品示例

安全带	公司安全带总成具有紧急锁止、单边和双边预紧、单边和双边限力、噪音抑制、儿童锁、防反锁等多重先进功能，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。				
安全气囊	公司安全气囊总成具有驾驶员安全气囊、乘员安全气囊、膝部安全气囊、帘式安全气囊、前中央安全气囊、侧面安全气囊等，碰撞中提供支撑和接触的缓冲作用，保护驾乘人员的安全。				
	驾驶员安全气囊	膝部安全气囊	帘式安全气囊	侧面安全气囊	
					
方向盘	公司方向盘产品包含离手检测方向盘、折叠方向盘、心率监测方向盘、多功能方向盘（音量控制、巡航控制系统、行车电脑信息显示、电话和多媒体控制等）、加热方向盘等多种功能。				
安全电子	公司研发的融合智能座舱系统、智能化安全辅助约束系统的安全域控制器，以被动安全保护作为核心功能，引入舱内乘员驾乘姿态，感知乘员身心特征，结合车辆运行状态，车载辅助功能，提供最优驾驶体验和车辆安全。				

资料来源：公司官网，上海证券研究所

公司股权集中稳定。胡铲明为公司第一大股东，持股比例46.59%；胡铲明、沈燕燕、南京明凯创业投资合伙企业三者形成关联方，共计持股比例74.55%。

图3：公司股权结构（截至2025年6月30日）



说明：

胡铲明，担任公司董事长、董事，与沈燕燕为夫妻关系。

沈燕燕，担任公司董事。

胡凯纳，胡铲明和沈燕燕之子，担任公司副董事长、董事、总经理。

资料来源：Wind，公司年报，上海证券研究所

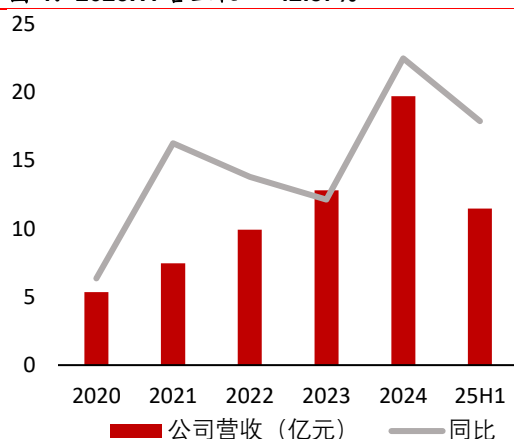
1.2 产品结构升级显效，营收利润双增长

公司近五年，营收保持稳步增长。公司营业收入从2021年的7.45亿元发展到2024年的19.71亿元，2021-2024年营业收入复合增速为38.31%。

2024年，公司实现营业收入19.71亿元，同比+53.94%。归母净利润2.60亿元，同比+31.65%。公司营收保持快速增长态势，主要得益于及时抓住市场机遇，以及国产替代的大好形势积极开拓市场，进一步巩固并提升了市场份额，募投项目、气囊总成、方向盘总成多个项目的陆续量产。

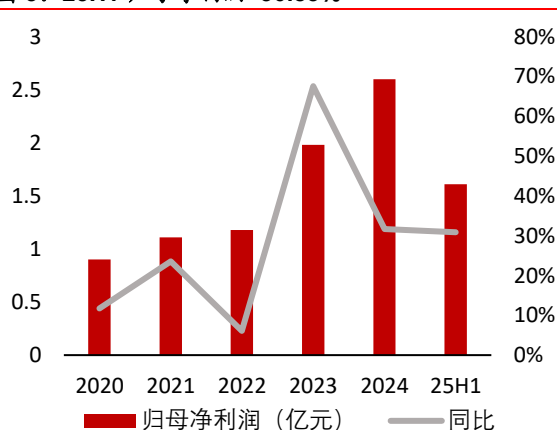
2025H1公司延续增长势头，实现营业收入11.48亿元，同比+42.87%，归母净利润1.61亿元，同比+30.85%。

图4：2025H1 营业收入+42.87%



资料来源：Wind，上海证券研究所

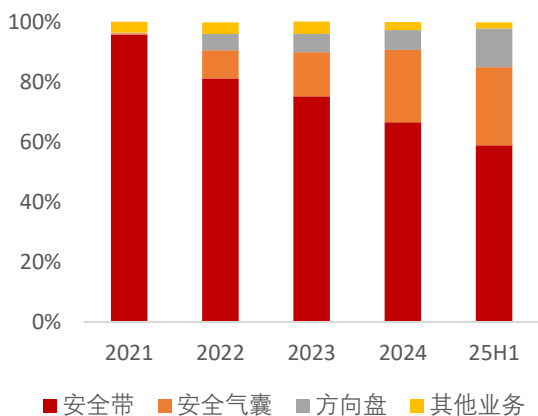
图5：25H1 归母净利润+30.85%



资料来源：Wind，上海证券研究所

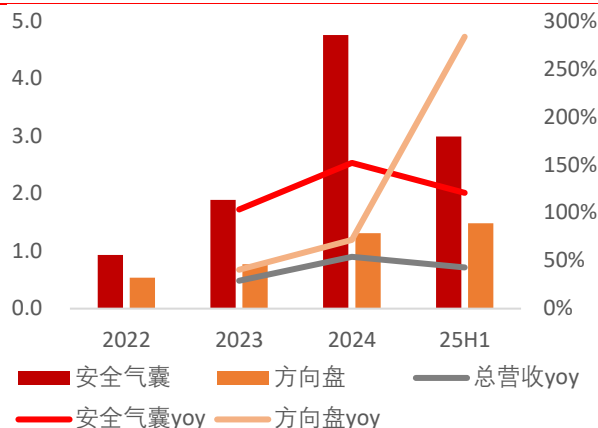
安全气囊、方向盘成为驱动成长的“新引擎”。根据余姚新闻网，公司于 2018 年成立安全气囊及方向盘事业部，并于 2021 年实现两大产品的批量生产。安全气囊与方向盘业务在四年时间占比公司销售额 30%，2025 年预计可贡献营收超过 10 亿元，成为驱动增长的“新引擎”。

图 6：公司安全气囊、方向盘业务占比不断提升



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：安全气囊、方向盘营收及增速（亿元）

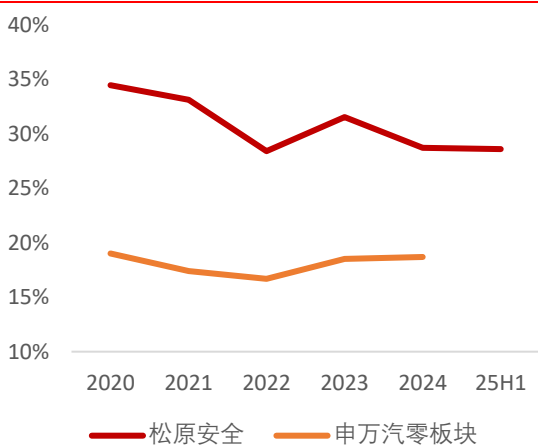


资料来源：Wind，上海证券研究所

公司产品维持较高毛利率，高于汽车零部件行业。2024 年，公司整体毛利率为 28.71%，同比小幅下降 2.81 个百分点，但仍高于汽零板块毛利率。主要是受价格年降、产品结构变化、新建产能在爬坡及客户订单差异等因素影响，公司综合毛利率同比有所下降。其中安全带业务毛利率 33.35%，安全气囊业务毛利率 17.25%，方向盘业务毛利率为 12.81%。

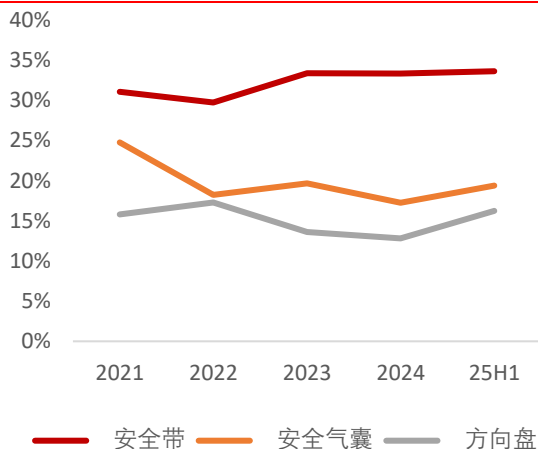
2025H1 公司整体毛利率为 28.59%，其中安全带业务毛利率 33.62%，安全气囊业务毛利率 19.38%，方向盘业务毛利率为 16.25%。随着气囊、方向盘项目量产产能的释放，公司毛利率有望持续提升。

图 8：公司毛利率远高于汽零板块毛利率 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：分业务毛利率 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 技术赋能客户拓展，优质订单保障未来增长

公司依靠自身技术、产品和服务等优势，经过多年的培育和深耕，与主流汽车品牌整车厂建立了良好长期的合作关系。公司的技术研发团队具备与客户同步开发的能力，已为众多中高端汽车主机厂配套研发产品。通过与国内外主流整车厂开展技术和业务合作，公司从中积累了丰富的汽车安全带总成研发和生产经验。

公司产品广泛应用于乘用车、商用车、新能源汽车及特种车辆领域。目前，公司汽车被动安全系统产品的主要客户包括吉利汽车、上汽通用五菱、长城汽车、奇瑞汽车、长安汽车、宇通客车、STL 等主流汽车整车厂。

2024 年 7 月，公司公告与某欧洲知名汽车制造商 S 客户签署《供货合同》。获得该客户 S 平台及相关项目定点，预计将于 2027 年开始批量供货，订单累计金额折合人民币约 52.56 亿元。2025 年 5 月，公司公告收到国内知名汽车制造商 X 客户的定点通知书，将为 X 客户 D 平台部分车型提供安全带产品，此次定点总计约 190-200 万台，销售额折合人民币约 4.4 亿元。此外，公司已通过小米汽车安全带、安全气囊的供应商体系认证审核，具备参与小米汽车项目的资质。

表 2：公司主要公告订单情况（截至 2025 年 7 月 9 日）

时间	客户	持续时间	金额	主要内容
2024年4月10日	欧洲知名汽车制造商S客户	于2027年开始，生命周期6年	4156万欧元	F平台车型提供整车安全带产品
2024年7月27日	欧洲知名汽车制造商S客户	于2027年开始，生命周期8年	52.56亿元	F平台某项目供货前后排安全带，S平台某项目供货前后排安全带，S平台某项目供货产品为气囊。
2025年2月19日	国内知名汽车制造商X客户	持续周期5年	3600万元	为部分车型提供整车安全带产品
2025年4月3日	国内知名汽车制造商B客户	--	第一期 4000万元	为部分车型提供钢丝绳等安全件零部件产品
2025年5月19日	国内知名汽车制造商X客户	生命周期5年	4.4亿人民币	D平台部分车型提供安全带产品
2025年6月10日	国内知名汽车制造商B客户	--	4500万元	为部分车型提供安全件零部件产品

资料来源：公司公告，上海证券研究所

2 安全带行业前景持续向好，研发实力保障增量

2.1 技术更替驱动市场扩大，新型产品加速行业渗透

汽车安全带总成由卷收器、锁扣组件、高度调节器、织带等部分构成。其中，卷收器是核心部件，包含框架、织带、角度感应器、加速度感应器、锁止机构等，它为安全带提供了紧急锁止、预张紧、限力、噪音抑制、儿童锁、防反锁等关键功能。锁扣用于固定和解除固定安全带，高度调节器则用于调节安全带高度，织带包括肩带及腰带，起到约束乘员主要躯干的作用。

安全带产品单价随着技术水平的提升而不断提高。为了满足整车厂与乘员最大程度降低交通事故损害的需求，汽车安全带总成技术与安全保障功能不断升级。从普通式安全带，到增加限力杆的限力式安全带，再到增加预锁紧装置的预锁紧式安全带，以及在此基础上增加预卷电机系统形成的预卷自适应限力式安全带，安全带行业正逐渐跨越被动安全系统的范畴，与主动安全系统实现融合。这种发展趋势不仅提升了安全带的保护性能，也进一步提高了其单车价值量，为市场规模的持续扩大提供了有力支撑。

目前，汽车被动安全市场竞争以外资企业为主。外资企业凭借着先发、技术、规模优势，在国际被动安全领域处于优势地位。由于起步较晚，国内企业除均胜电子外市场份额较低。根据观研天下数据，2021 年全球被动安全行业三家头部企业为奥托立夫、均胜电子以及采埃孚，市场份额分别为 37%、27%和 20%，合计占据全行业 84%的市场份额。

随着国内汽车零部件企业综合实力的提升以及整车厂降本压力的增加，国内汽车被动安全系统自主品牌将会迎来市场红利。

表 3：被动安全市场主要企业

企业名称	介绍
奥托里夫	瑞典奥托里夫公司（AUTOLIV）是在瑞典设立的一家国际跨国公司，成立于1956年，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“汽车乘员保护系统”生产商。
均胜电子	均胜电子成立于2004年，汽车功能件起家。2011年至今，公司先后收购了德国PREH、德国QUIN、美国KSS以及日本高田资产（PSAN业务除外）等，实现全球化和转型升级的战略目标。公司业务架构分为智能汽车科技研究院、新能源研究院、汽车电子事业部与汽车安全事业部，并在全球设有19个研发中心和超过50个生产基地，覆盖亚洲、欧洲和北美等主要汽车市场。
采埃孚	采埃孚是一家活跃于全球的技术集团。该公司为乘用车、商用车和工业技术的移动性提供高度开发的产品和系统。凭借全面的产品系列，采埃孚主要为汽车制造商、交通供应商和运输和交通领域的新兴公司提供服务。采埃孚能为各种车型提供电驱动解决方案。凭借其产品组合，采埃孚始终致力于推动节能减排、环境保护以及出行的安全性。除了乘用车和商用车领域以外，采埃孚还服务于建筑和农业机械、风力发电、运输、铁路技术和测试系统等细分市场。

资料来源：公司招股说明书，均胜电子官网，采埃孚官网，上海证券研究所

2.2 行业壁垒保障业务稳定，单价&销量提升驱动营

收增长

汽车被动安全具有较高的行业进入壁垒，客户源相对稳定。公司的主要客户为知名整车厂商，此类客户在选择零部件供应商时，一般需要经过长期、严格的认证，从产品的供货能力、供货质量、生产管理等方面进行考核。被动安全系统产品是整车的一个必备部件，整车厂对被动安全产品生产企业的供货能力和供货质量都要求较高，因此，只有具备较大生产规模和较强质量保证的供应商，且经过整车厂 1-3 年的背景调查、试样和小批量供货等审核环节后，才能成为整车厂的合格供应商。

表 4：被动安全市场竞争壁垒

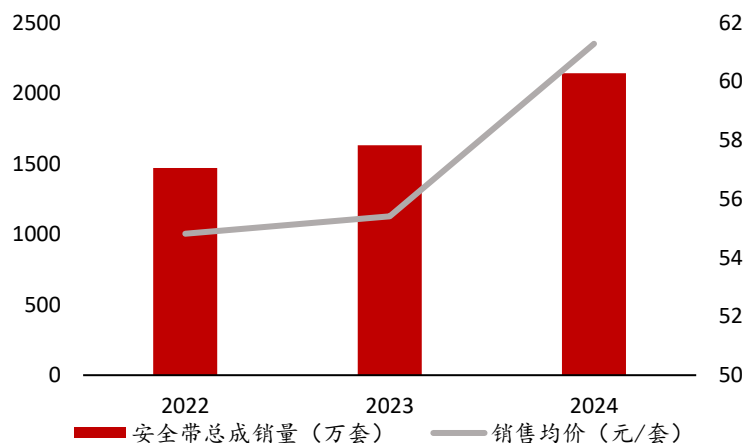
壁垒类型	难点	具体内容
技术壁垒	材料研发能力、结构设计能力、试验验证能力、工艺的改良创新和品质的检测评定等综合能力	安全带总成产品的性能和质量主要体现在疲劳性能、高低温性能、锁止性能、强度性能、动态性能等，同时还需要适应震动、粉尘、腐蚀、耐热、寒冷等各种复杂条件的工作环境。为满足上述要求，就需要汽车安全带总成制造企业具备较高的关键零部件结构设计、工艺制造、检测能力等。
体系认证壁垒	汽车行业有着严格的质量体系标准，而且安全带属于安全件，准入门槛更高	IATF 16949:2016 技术体系认证，该认证体系作为进入汽车行业的必备条件，对汽车零部件企业的设计研发、原材料管理、生产管理、产品质量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投入，另一方面，目前整车厂均采用库存管理模式，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：观研天下，上海证券研究所

公司依靠自身技术、产品和服务等优势，经过多年的培育和深耕，已与主流汽车品牌整车厂建立了良好的、长期的合作关系，销售规模已逐步体现。

公司安全带总成持续放量,单价稳步提升。2024 年公司安全带总成产能达到 2600 万套，同比+20.69%。产能利用率上升至 83.04%，同比提升 5.51 个百分点。同时产品从简单安全带向预紧限力式安全带的升级以及配置车型的丰富，公司汽车安全带总成销售均价有所提升，产品均价从 2023 年的 55.41 元/套提升到 2024 年的 61.29 元/套。

图 10：公司安全带总成产品销量和均价（左轴万套，右轴元/套）



资料来源：公司 2024 年和 2025 年跟踪评级报告，上海证券研究所

公司现已突破预张紧安全带技术，并持续增强与客户同步开发及自主创新的研发能力。针对安全带总成产品，公司在 2024 年通过配置高精度硬件设备、全工况测试系统及智能化软件平台，重点突破主被动安全结合技术，加速推进智能驾驶场景下的集成主被动可逆预紧式安全带总成研发，现阶段已完成核心模块的验证与迭代。截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有有效专利 113 项，并且公司试验室已通过了 CNAS 国家试验室认可。

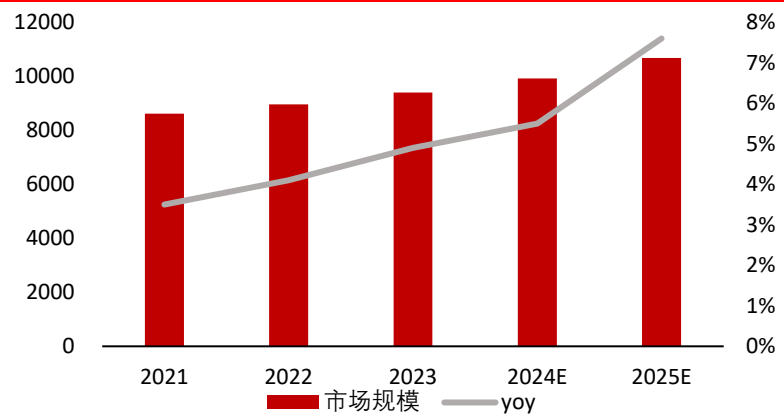
3 安全气囊+方向盘，构建第二增长曲线

3.1 气囊、方向盘市场扩容加速，国产替代正当时

安全气囊是被动安全系统的重要组成部分，主要分为传感器、气囊电脑、气体发生装置和气袋四部分。根据证券市场周刊，安全气囊平均单车价值量在 150-400 元，市场规模预计在 35.72-95.25 亿元。

2023 年安全气囊供给市场规模整体为 9404.6 万个，同比增长 4.9%，随着我国汽车保有量的迅速提高、司乘人员的安全意识提升，安全气囊需求不断增长，外资汽车厂商及安全气囊总成厂商在国内投资设厂，带动国内安全气囊行业快速发展，根据 Wintelligence 预测，2025 年安全气囊市场规模将达到 1.07 亿个。

图 11：2020-2025E 安全气囊供给市场规模（万个）



资料来源：Wintelligence，上海证券研究所

根据 QYResearch 调研，2022 年全球汽车方向盘市场规模大约为 393 亿元，预计 2029 年将达到 540 亿元。根据证券市场周刊号，汽车方向盘的单车价值在 80-200 元，按此测算国内汽车方向盘市场规模为 19.05-47.63 亿元。

政府出台一系列支持新能源汽车和智能化技术的政策，推动了方向盘转向系统的电动化、智能化发展。例如，国家在智能汽车创新发展战略中明确提出，到 2025 年要实现自动驾驶技术的规模化生产。相关政策为汽车转向系统的技术革新提供了政策保障。

表 5：政府支持汽车展业发展相关政策

智能汽车战略	碳达峰方案	新能源补贴
政府出台智能汽车发展战略，推动自动驾驶技术创新及应用，为建设转向系统等关键零部件提供了广阔的市场空间。	碳达峰目标促使汽车企业加大新能源汽车的研发和生产，电动助力转向系统作为新能源汽车的核心部件，市场需求随之增长	新能源补贴政策降低了新能源车的购置成本，刺激了市场需求，间接推动了电动助力转向系统的市场渗透率。

资料来源：普华有策，上海证券研究所

智能座舱崛起叠加电动化转型，拓展新蓝海。安全气囊不仅是新车标配，还是新能源汽车安全升级的营销亮点。我们认为，为了提升安全气囊的附加值，安全气囊还需要更加智能化，能够与事故预防的主动安全技术紧密结合，更多地与电动安全带、智能驾驶系统和智能座舱系统等联动。同时新能源车的崛起、汽车消费市场品牌国产化趋势以及我国汽车出海产业化发展将为安全气囊带来结构性的增长机会。

方向盘方面，随着新能源汽车和自动驾驶技术的兴起，传统的转向系统向电控和线控转向系统的转型成为必然趋势。国内自主品牌逐渐成为汽车市场的主力军，尤其在新能源汽车的研发和市场推广方面，本土企业的优势逐渐凸显。此外，随着消费者对车辆智能化要求的提升，智能电控转向系统将成为市场关注的重点。

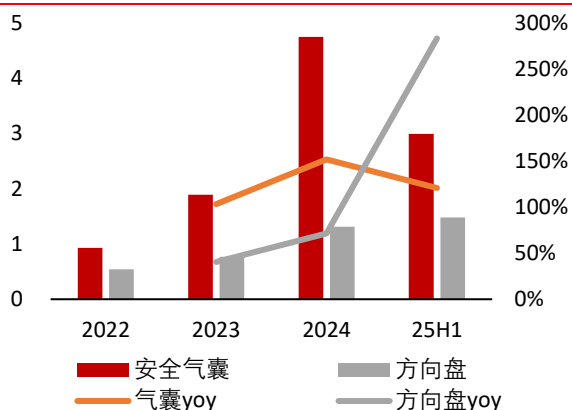
国内汽车转向系统市场依赖于进口的局面正在逐步改变。随着国内企业在技术研发上的突破，特别是在电动助力转向和线控转向技术方面的不断进步，国产品牌有望通过进口替代进一步拓展市场份额，尤其在新能源汽车领域，本土转向系统企业有望通过技术创新和成本优势快速提升市场份额。

3.2 气囊、方向盘业务实现放量，盈利能力持续优化

公司于 2018 年成立安全气囊及方向盘事业部，并于 2021 年实现两大产品的批量生产。公司安全气囊、方向盘营收分别从 2022 年的 0.93 亿元和 0.54 亿元增长到 2024 年的 4.75 亿元和 1.31 亿元。

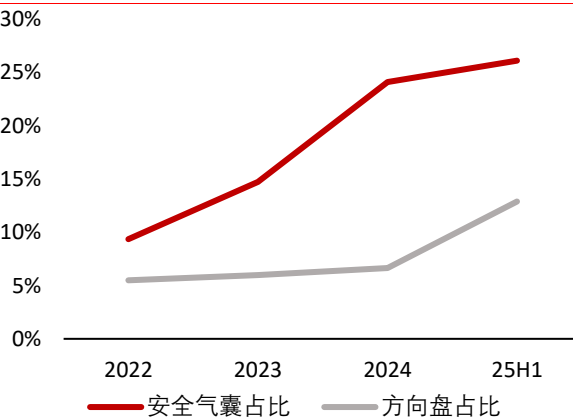
2025 年上半年，安全气囊、方向盘营收分别达到 2.99 亿元、1.48 亿元，同比分别增长 1.21 倍、2.83 倍，合计占比公司总营收达到 38.97%。

图 12：安全气囊、方向盘业务持续增长（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 13：安全气囊、方向盘业务占比情况

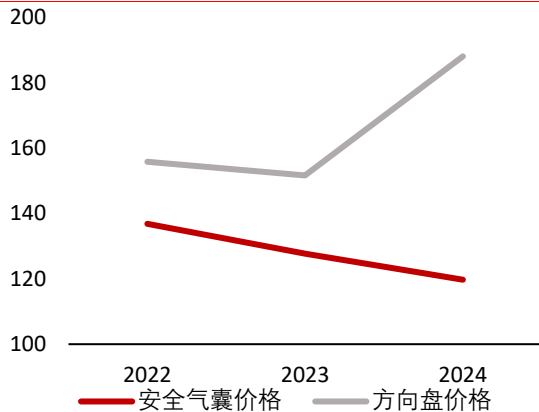


资料来源：Wind，上海证券研究所

方向盘产品均价有较大提升。2024 年，公司安全气囊产品销售均价为 119.73 元/套，同比-6.26%。方向盘为 188.08 元/套，同比+24.03%。

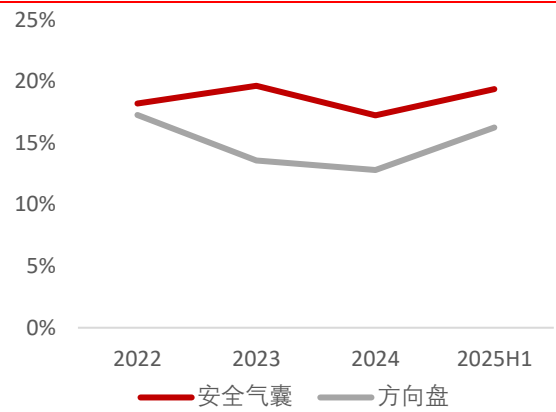
2025 年上半年安全气囊、方向盘在毛利率分别达到 19.38%、16.25%。2024 年安全气囊、方向盘毛利率分别为 17.25%和 12.81%。同比下滑 2.40 和 0.78 个百分点，主要系公司产品结构变化和市场竞争以价换量导致。随着公司安全气囊、方向盘项目量产的产能释放，毛利率将会进一步提升。

图 14：安全气囊、方向盘产品均价变化情况（元/套）



资料来源：公司 2024 年和 2025 年跟踪评级报告，上海证券研究所

图 15：安全气囊、方向盘产品毛利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

公司三大业务产能提升，为未来收入增长提供保障。2024 年公司安全带总成、安全气囊、方向盘三大业务产能均有提升，其中安全带总成产能提升 20.69%，安全气囊产能提升 2.33 倍，方向盘产能提升 77.29%。

表 6：公司三大主业产能、产能利用率情况

项目	指标	2022年	2023年	2024年	2024yoy
汽车安全带总成	产能（万套）	1826.04	2154.32	2600	+20.69%
	产能利用率（%）	81.76	77.53	83.04	
	产销率（%）	98.53	97.66	99.21	
汽车安全气囊	产能（万套）	150	150	500	+233.33%
	产能利用率（%）	41.11	78.89	65.32	
	产销率（%）	90.93	100.95	95.08	
汽车方向盘	产能（万套）	68.11	141.01	250	+77.29%
	产能利用率（%）	55.78	32.98	30.38	
	产销率（%）	93.37	108.49	91.82	

资料来源：公司 2024 年和 2025 年跟踪评级报告，上海证券研究所

3.3 智能制造、研发协同并进，国产替代加速落地

公司积极参与新能源汽车行业的发展。在安全气囊与方向盘研发板块，公司组建了由行业权威专家领衔的技术团队，构建了涵盖产品设计开发、CAE 仿真验证及系统集成的全流程研发体系。

通过引进发泡线自动喷涂机器人、方向盘恒温烘房、智能缝制设备及皮革数控裁切系统等先进装备，强化上游供应链垂直整合能力，实现关键工序自制率提升与研发生产成本优化。

2024 年，公司多个安全气囊与方向盘研发项目进入了应用阶段。其中，公司为应对新能源汽车方面对方向盘的新需求所研发的阻尼减震方向盘已经有两种解决方案在吉利和奇瑞客户端进行研发和应用，并得到了市场的检验。

表 7：公司重点安全气囊、方向盘在研项目进展

项目名称	项目进度	项目预期
气囊布以及OPW气袋自主研发和制造	已经完成了无涂层气囊布，有涂层气囊布以及OPW的产品开发，并且在部分客户端进行了应用	提升项目开发效率，增效降本。同时通过提升响应速度，提升客户满意度，支持更多业务获取。
遮阳板气囊	已经和L客户完成了产品设计，并完成了相关DV试验	方便与后续的L客户和S客户等的体系导入已经产品应用，丰富松原安全产品序列，便于客户端更多的解决方案，实现相关专利布局
阻尼减震方向盘	目前已经有两种解决方案在吉利和奇瑞客户端进行研发和应用，并得到了市场的检验	丰富松原安全的产品序列，积累更多的新能源汽车相关系统的解决方案
HOD方向盘（三合一控制器）	已经完成了原型机的设计，并在G客户的某个项目上进行了适应性开发，等待上车进行验证	此方案可以为市场端提供更优价值的产品，为智能驾驶提供更加安全的配置，同时也可以提高松原的品牌能力和业务范围
主动泄气孔气囊	已经和S客户完成了相关产品的研发，计划在海外市场先投产，等待国内后续法规需求，并进行大面积退关。实现海外市场研发，反哺国内市场需求。	丰富松原安全的产品序列（实现国产供应商的首次产品发布），便于客户端更多的解决方案，实现相关专利布局。首次实现海外市场研发，反哺国内市场需求。展示了松原研发的能力，提升松原的品牌力

资料来源：公司年报，上海证券研究所

公司积极布局国产替代。在当前汽车核心零部件进口替代进程加速及 C-NCAP（中国新车评价规程）评价体系强监管的双重驱动下，整车制造商对被动安全系统可靠性与舒适性需求持续升级。作为国内自主品牌汽车被动安全系统供应商，公司正加速战略布局以把握市场机遇，通过规模化生产巩固其在安全带、气囊、方向盘总成等领域的市场份额，加速建设安徽巢湖（二期）项目和宁波余姚临山项目。依托安徽巢湖产业基地与宁波总部基地的联动布局，通过向上游产业链延伸实现产能协同，构建具备高品质交付、高效率响应、低成本运营优势的供应链体系，强化与国际竞争者的对标能力。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司业务构成按产品分为：安全带、安全气囊、方向盘和其他业务。我们根据披露的 2024 年年报、2025 年半年报业务营收增速及毛利率进行测算。基本假设如下：

（1）安全带业务：结合 2024 年及 2025 年上半年收入增速，以及参考公司公告的已获得订单，假设 2025-2027 年营收增速分别为 22.00%/20.00%/22.00%，安全带业务毛利率已经维持稳定范围，假设未来三年毛利率均为 33.70%。

（2）安全气囊业务：新增业务，逐步释放产能，毛利率稳步提升。预计会在 2025-2027 年销售收入中陆续体现，假设 2025 -2027 年营收增速分别为 50.00%/40.00%/40.00%，毛利率分别为 20.00%/22.00%/25.00%。

（3）方向盘业务：同安全气囊业务相似，营收基数小，营收增速高，在公司营收中占比逐步提升，盈利能力随着产能释放预计也快速提升。假设 2025-2027 年营收增速分别为 150.00%/40.00%/40.00%，毛利率分别为 19.00%/21.00%/23.00%。

（4）其他业务：占比相对较小，对公司整体业绩影响不大。假设 2025 年-2027 年增速均为 3%，毛利率维持在 58%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年总营收分别为 26.96/34.34/44.41 亿元，同比分别为+36.77%/+27.38%/+29.33%；毛利率分别为 28.77%/28.99%/29.73%。

表 8：公司分业务增速与毛利率预测（单位：百万元）

	2024	25H1	2025E	2026E	2027E
营收合计	1970.97	1147.71	2695.62	3433.74	4440.87
yoy	53.94%	42.87%	36.77%	27.38%	29.33%
成本	1405.13	813.17	1920.03	2438.20	3120.78
毛利率	28.71%	29%	28.77%	28.99%	29.73%
安全带	1313.04	676.03	1601.91	1922.29	2345.19
yoy	36.40%	19.29%	22.00%	20.00%	22.00%
成本	875	449	1062	1274	1555
毛利率	33.4%	33.6%	33.70%	33.70%	33.70%
占比	66.6%	58.9%	59.43%	55.98%	52.81%
安全气囊	474.93	299.45	712.40	997.35	1396.29
yoy	151.86%	72.26%	50.00%	40.00%	40.00%
成本	393.01	241.41	569.92	777.94	1047.22
毛利率	17.2%	19.4%	20.00%	22.00%	25.00%
占比	24.1%	26.1%	26.43%	29.05%	31.44%
方向盘	131.17	147.88	327.93	459.10	642.73
yoy	71.5%	283.3%	150.00%	40.00%	40.00%
成本	114.36	123.85	265.62	362.69	494.90
毛利率	12.8%	16.2%	19.00%	21.00%	23.00%
占比	6.7%	12.9%	12.17%	13.37%	14.47%
其他业务	51.84	24.35	53.40	55.00	56.65
yoy	-1.56%	0.70%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	22.62	5.64	22.43	23.10	23.79
毛利率	56.4%	76.8%	58.00%	58.00%	58.00%
占比	2.6%	2.1%	1.98%	1.60%	1.28%

资料来源：Wind，上海证券研究所

4.2 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.94/5.15/7.01 亿元，同比分别 +51.13%/+30.87%/+36.17%。2025 年 10 月 27 日收盘价对应 PE 分别为 31.54x/24.10x/17.70x。

表 9：可比公司估值

证券代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600699. SH	均胜电子	31.98	446.34	1.10	1.33	1.56	29.16	23.97	20.48
603306. SH	华懋科技	51.41	169.39	1.54	2.08	2.62	33.36	24.71	19.66
平均值				1.32	1.71	2.09	31.26	24.34	20.07
300893. SZ	松原安全	26.25	124.10	0.83	1.09	1.48	31.54	24.10	17.70

备注：截至 2025 年 10 月 27 日收盘数据，可比公司 EPS 来自 wind 一致预期

资料来源：Wind，上海证券研究所

5 风险提示

(1)、行业与市场风险。下游整车制造商对供应链体系的技术迭代与质量稳定性要求持续提升，若全球经济下行或国内产业政策发生重大调整，可能导致汽车市场销售规模收缩，进而对公司订单获取与盈利稳定性形成冲击。美国政府关税政策稳定性较差。若未来北美业务占比持续提升，也将可能导致企业出口成本增加，影响公司收益。

(2)、技术风险。公司在产品结构设计、工艺技术创新等领域形成的自主知识产权体系，高度依赖专业研发人才的持续投入。行业技术快速迭代背景下，核心技术人员流失可能造成研发进程受阻与技术泄密双重风险，直接削弱企业的市场竞争优势。

(3)、规模扩张导致的管理风险。产能扩张与多基地运营模式对管理效能提出更高要求。随着募投项目产能释放，企业在供应链协同、质量管控体系、跨区域人力资源配置等领域的复杂度显著增加。若组织架构调整滞后于业务扩张速度，可能导致运营成本上升与客户响应效率下降，影响经营效益的持续提升。

(4)、产品质量控制风险。汽车行业拥有严苛的质量管理体系和产品认证体系，一旦公司在未来生产经营中出现重大产品质量问题，导致安全事故的发生，可能触发整车制造商的产品召回机制，不仅造成直接经济损失，更将损害企业品牌声誉与客户认证资质，对市场拓展形成长期制约。

(5)、客户集中度较高的风险。头部客户战略合作关系在保障订单规模的同时形成路径依赖。国内自主品牌整车厂商主导的采购体系具有多品种、小批量、快速迭代特征，对供应商的同步研发与柔性生产能力形成持续性考验。若未能有效拓展新客户群体或提升产品技术附加值，将制约企业应对市场波动的风险抵御能力。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	240	178	321	496
应收票据及应收账款	1014	1385	1766	2283
存货	335	486	605	780
其他流动资产	146	201	234	284
流动资产合计	1734	2250	2926	3843
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	722	948	1139	1309
在建工程	362	268	210	180
无形资产	236	262	289	317
其他非流动资产	83	133	202	281
非流动资产合计	1403	1611	1839	2086
资产总计	3137	3861	4765	5930
短期借款	275	409	570	755
应付票据及应付账款	610	825	1052	1344
合同负债	6	6	9	11
其他流动负债	185	184	200	220
流动负债合计	1077	1424	1830	2330
长期借款	322	355	392	432
应付债券	360	363	363	363
其他非流动负债	36	41	41	41
非流动负债合计	718	759	796	836
负债合计	1795	2184	2626	3166
股本	226	473	473	473
资本公积	306	85	85	85
留存收益	762	1118	1581	2205
归属母公司股东权益	1342	1677	2139	2763
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1342	1677	2139	2763
负债和股东权益合计	3137	3861	4765	5930

现金流量表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	140	256	493	595
净利润	260	394	515	701
折旧摊销	100	144	180	218
营运资金变动	-285	-355	-289	-427
其他	65	74	86	102
投资活动现金流量	-619	-355	-413	-471
资本支出	-619	-300	-339	-385
投资变动	0	0	0	0
其他	0	-55	-74	-86
筹资活动现金流量	578	37	63	51
债权融资	654	158	197	225
股权融资	8	25	0	0
其他	-84	-147	-134	-174
现金净流量	99	-62	143	175

利润表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1971	2696	3434	4441
营业成本	1405	1920	2438	3121
营业税金及附加	12	16	21	27
销售费用	35	40	48	62
管理费用	74	92	120	155
研发费用	98	148	179	231
财务费用	16	34	42	47
资产减值损失	-12	-15	-18	-22
投资收益	-4	-3	-3	-4
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	293	439	573	780
营业外收支净额	-1	-1	-1	-1
利润总额	292	437	572	779
所得税	32	44	57	78
净利润	260	394	515	701
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	260	394	515	701

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	28.7%	28.8%	29.0%	29.7%
净利率	13.2%	14.6%	15.0%	15.8%
净资产收益率	19.4%	23.5%	24.1%	25.4%
资产回报率	10.2%	11.2%	11.9%	13.1%
投资回报率	11.5%	14.5%	15.4%	16.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	53.9%	36.8%	27.4%	29.3%
EBIT 增长率	32.6%	50.9%	30.3%	34.5%
归母净利润增长率	31.7%	51.1%	30.9%	36.2%
每股指标（元）				
每股收益	0.55	0.83	1.09	1.48
每股净资产	2.84	3.55	4.53	5.85
每股经营现金流	0.30	0.54	1.04	1.26
每股股利	0.20	0.14	0.19	0.26
营运能力指标				
总资产周转率	0.77	0.77	0.80	0.83
应收账款周转率	2.37	2.25	2.19	2.20
存货周转率	4.82	4.68	4.47	4.51
偿债能力指标				
资产负债率	57.2%	56.6%	55.1%	53.4%
流动比率	1.61	1.58	1.60	1.65
速动比率	1.23	1.16	1.21	1.26
估值指标				
P/E	47.66	31.54	24.10	17.70
P/B	9.25	7.40	5.80	4.49
EV/EBITDA	18.09	21.91	17.04	13.01

资料来源：Wind，上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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

本公司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	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
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；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

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。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，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多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。