

松原安全 (300893.SZ) 本土汽车被动安全新星，业绩高增迈向全球

2026年02月23日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

邓健全（分析师）

赵悦媛（分析师）

赵旭杨（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

zhaoxuyang@kysec.cn

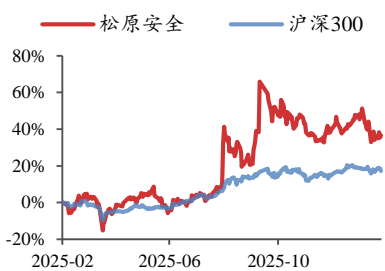
证书编号：S0790525090003

证书编号：S0790525100003

证书编号：S0790523090002

日期	2026/2/13
当前股价(元)	23.44
一年最高最低(元)	41.16/22.45
总市值(亿元)	110.87
流通市值(亿元)	58.80
总股本(亿股)	4.73
流通股本(亿股)	2.51
近3个月换手率(%)	94.41

股价走势图



数据来源：聚源

● 本土被动安全新星，优异底层竞争力构筑高成长动能

公司为本土被动安全领先玩家，以安全带起家，切入安全气囊、方向盘业务；通过垂直整合强化关键零部件自研，打造优异的产品竞争力和成本优势；客户端从自主逐步拓展到合资和外资，目前覆盖吉利、奇瑞、理想、零跑、斯特兰迪斯等。全球被动安全市场空间广阔，公司有望通过自身竞争力形成具有全球竞争力的汽车安全巨头，看好公司未来发展。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 27.34/35.91/48.61 亿元，实现归母净利润 4.02/5.37/7.58 亿元，EPS 分别为 0.85/1.14/1.60 元/股，当前股价 PE 分别为 27.6/20.6/14.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 被动安全市场空间广阔，外资巨头份额高企本土玩家大有可为

被动安全市场空间广阔，2024 年全球方向盘、安全气囊、安全带的市场规模分别达 277/810/515 亿元；国内三大方向市场规模分别为 69/155/121 亿元；其中方向盘产品伴随智能化发展带来单价提升、安全气囊随着乘客安全要求的升级，单车搭载数量亦显著增加，安全带则从普通到预张紧限力、再到电动式安全带亦不断升级；弗诺斯特沙利文预计国内 25-29 年方向盘、安全气囊、安全带复合增速分别为 4.7%、10.5%、5.8%，成长空间广。奥托立夫、均胜电子、采埃孚在全球和国内的合计市占率分别达 91.9%、84.5%；国内玩家未来大有可为。

● 产品+客户拓展打开成长空间，垂直整合带来利润高成长

产品端：公司从单一安全带产品拓展至安全气囊、方向盘，单车产品配套价值量显著提升，打开新成长空间。**客户端：**公司从自主拓展至新势力、合资客户，2024 年拿下斯特兰迪斯大单，并依靠合资客户持续拓展外资全球客户定点，成长空间充足。**垂直整合：**公司积极自制上游高价值量产品，构筑强大的供应能力同时带来显著的成本优势，目前公司已具备方向盘织带、安全气囊囊布等核心上游产品量产能力，同时推进气体发生器自制，竞争力有望进一步强化。**产能扩展：**公司积极布局新产能，新建安徽巢湖、余姚临山、西安基地，有望支撑公司订单获取和交付。未来公司有望成长成为全球领先的汽车被动安全玩家。

风险提示：产品研发进度不及预期、市场需求不及预期、原材料价格大幅上涨。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,280	1,971	2,734	3,591	4,861
YOY(%)	29.1	53.9	38.7	31.4	35.4
归母净利润(百万元)	198	260	402	537	758
YOY(%)	67.6	31.7	54.5	33.5	41.1
毛利率(%)	31.3	28.7	29.4	29.6	30.0
净利率(%)	15.4	13.2	14.7	15.0	15.6
ROE(%)	18.6	19.4	23.7	24.6	26.3
EPS(摊薄/元)	0.42	0.55	0.85	1.14	1.60
P/E(倍)	56.1	42.6	27.6	20.6	14.6
P/B(倍)	10.4	8.6	6.7	5.2	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、深耕被动安全数十年，业绩持续高成长.....	4
1.1、股权集中，高管团队经验丰富.....	4
1.2、公司实现被动安全产品全覆盖，近年安全气囊和方向盘成长显著.....	4
1.3、公司的财务情况，收入利润，盈利能力优异，规模效应凸显.....	5
2、被动安全市场广阔，行业仍为巨头主导.....	6
2.1、安全带/安全气囊/方向盘构成被动安全三大产品品类.....	6
2.1.1、安全带固定成员身体，性能迭代产品持续升级.....	6
2.1.2、安全气囊是汽车碰撞时成员和汽车内部的“缓冲器”.....	7
2.1.3、方向盘伴随智驾等技术升级亦持续迭代.....	9
2.2、被动安全市场空间广阔，产品技术升级带来价值量持续提升.....	9
2.3、主要玩家被海外和国内巨头垄断，新型玩家成长空间大.....	11
3、业绩维持高增长，垂直整合构筑深厚壁垒.....	12
3.1、产品品类持续扩展，客户不断开拓.....	12
3.1.1、从安全带拓展到安全气囊和方向盘，打开新成长空间.....	12
3.1.2、客户不断扩充，从自主到合资外资.....	13
3.2、垂直整合，利润率高企，形成强大内生竞争力.....	14
3.2.1、践行零部件自制，毛利率在行业中展现较高水准.....	14
3.2.2、盈利能力在行业中表现优异并有望持续向上，构筑长期竞争壁垒.....	15
3.3、新产能即将落地，有力支撑公司业务全球扩展.....	15
2、盈利预测与投资建议.....	16
3、风险提示.....	16
附：财务预测摘要.....	17

图表目录

图 1：公司股权结构集中.....	4
图 2：公司实现被动安全产品全覆盖.....	5
图 3：公司安全气囊和安全带业务占比逐步提升.....	5
图 4：安全带和安全气囊业务 25H1 实现 4.47 亿元收入.....	5
图 5：公司收入近年实现卓越成长性.....	6
图 6：净利润持续增长在近年加速.....	6
图 7：公司毛利率和净利率水平维持优异表现.....	6
图 8：公司费用管控能力优秀，研发投入强度高.....	6
图 9：汽车内包含多样化安全带产品.....	7
图 10：安全带包含卷收器、织带、高度调节器等.....	7
图 11：安全带在碰撞瞬间弹出，可有效保护成员安全.....	8
图 12：未来汽车的乘坐方式将伴随自动驾驶出现变化.....	9
图 13：均胜安全开发出环抱式安全气囊.....	9
图 14：全球被动安全市场稳步提升（亿元）.....	10
图 15：国内被动安全市场规模亦将稳步成长（亿元）.....	10
图 16：安全带和安全气囊的市场成长性较优.....	10
图 17：2024 年被动安全市场中安全气囊市场规模最大.....	10
图 18：国内被动安全市场中三大方向同步成长.....	11

图 19: 国内被动安全市场中安全气囊亦占较大份额.....	11
图 20: 2024 年全球被动安全市场份额集中.....	12
图 21: 2024 年国内被动安全市场集中度弱于全球.....	12
图 22: 2024 年被动安全品类产品全球市场被三大巨头占据.....	12
图 23: 安全气囊和方向盘单价显著高于安全带.....	13
图 24: 近年两大新兴业务快速成长.....	13
图 25: 奥托立夫产品 2024 年单车均价在 260 美元左右.....	13
图 26: 奥托立夫 2024 年收入中安全带只占约三分之一.....	13
图 27: 松原安全客户遍及传统自主、合资厂商、新势力, 以及外资玩家.....	14
图 28: 2019 年公司成本中原材料占比高.....	14
图 29: 安全气囊产品中气体发生器和囊布构成主体成本.....	14
图 30: 气体发生器是安全气囊的关键零部件.....	15
图 31: 安全气囊织物具有较高要求.....	15
图 32: 公司安全业务毛利率远高于行业玩家.....	15
图 33: 公司安全带业务毛利率甚至高于 35%.....	15
表 1: 高管团队经验丰富.....	4
表 2: 不同类型安全带可实现不同功能, 产品持续升级价值量显著提升.....	7
表 3: 安全带产品类别日益丰富, 可为成员提供多维度防护.....	8
表 4: 汽车安全气囊数量持续升级.....	9
表 5: 被动安全玩家包含外资和本土参与者, 海外巨头实力强劲全球布局.....	11
表 6: 公司产能布局全面, 有望为远期成长带来新动能.....	15
表 7: 可比公司估值.....	16

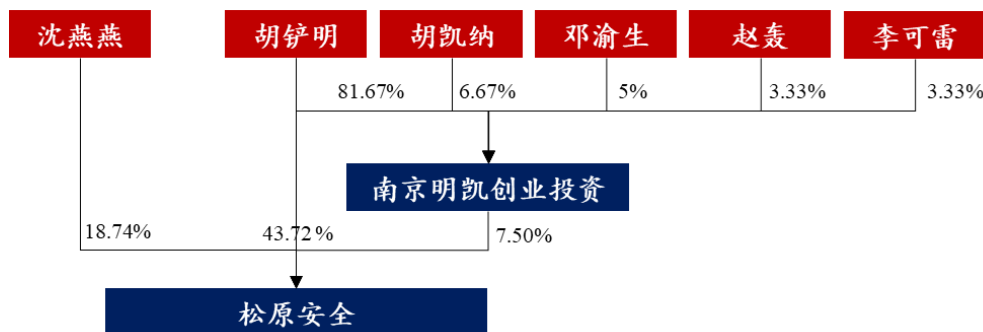
1、深耕被动安全数十年，业绩持续高成长

公司成立于2001年，深耕汽车安全业务多年，2020年登录深交所创业板。近年客户端持续突破，产品线不断扩充，业绩实现持续高速增长。历经20多年，公司已经形成业务涵盖安全带总成、智能方向盘系统、多模组安全气囊、电子控制单元和高可靠线束的全场景安全产品生态，成为国内领军被动安全企业。

1.1、股权集中，高管团队经验丰富

董事长胡铲明先生和董事沈燕燕女士为夫妻，和董事长之子胡凯纳共同持有公司约69%股权，整体股权结构较为集中稳健。董事长深耕汽车安全行业二十余年，具有丰富的产业和管理经验；胡凯纳历任公司外贸经理、总监、公司总经理，新产品研发和客户获取上具有显著优势；副总经理/营销总经理李可雷、副总经理/研发经理赵轰、财务总监郭小平，以及董秘张毕峰，均在所在领域拥有深厚积累及丰富经验。管理团队目前兵强马壮，同期持续引入新鲜血液。

图1：公司股权结构集中



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表1：高管团队经验丰富

姓名	职务	出生年月	履历
胡铲明	董事长,董事	1964	历任余姚市松原汽车安全装置有限公司总经理、松原汽车安全总经理、董事长
胡凯纳	副董事长,董事	1988	2013年加入公司,任外贸经理、外贸总监、总经理、董事
沈燕燕	董事	1963	历任公司财务部经理、董事;2020年10月至今任亦善数据科技有限公司监事
李可雷	副总经理,营销总经理	1979	2014年加入公司,任副总经理、营销总经理、董事
赵轰	副总经理,研发总经理	1986	2008年加入公司,任技术经理、技术总监、副总经理
郭小平	财务总监	1980	历任苏州双林塑胶电子等公司财务经理;2023年6月任公司财务总监
张毕峰	董事会秘书	1998	历任华熙生物证券事务经理兼董秘助理;2025年5月至今任公司董事会秘书

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、公司实现被动安全产品全覆盖，近年安全气囊和方向盘成长卓著

公司业务实现被动安全品类全覆盖，国内外客户持续突破。公司产品涵盖安全带、安全气囊、方向盘及其他汽车安全配件等。创业之初2006年公司从零部件切入商用车乘用车安全带总成，后持续拓展客户；2018年开始布局安全气囊和方向盘，2021年安全气囊等新业务量产，目前已经形成全面的汽车安全产品谱系。客户端持续突破，从自主拓展到新势力、合资车企、外资车企等，目前国内外主流车企如理想、奇瑞、吉利、斯特兰迪斯、一汽、宇通、东风、长安等。

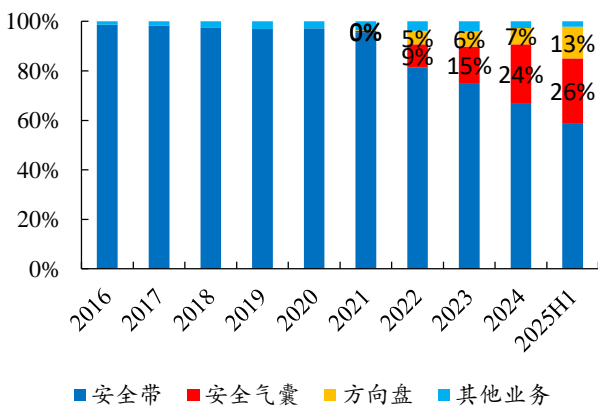
图2：公司实现被动安全产品全覆盖



资料来源：公司官网、开源证券研究所

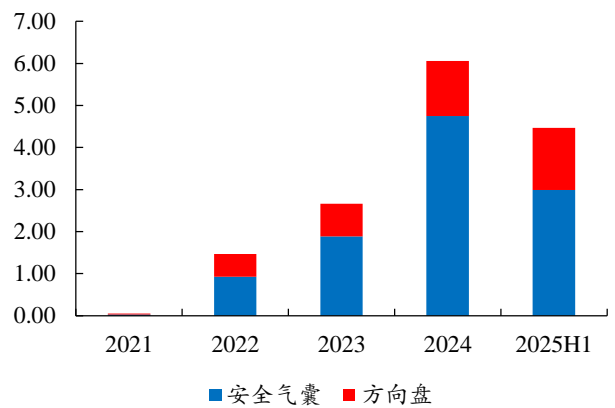
安全带业务为主，安全气囊、方向盘收入持续提升。公司主业专注安全产品，安全带业务作为基本盘快速成长，自2021年安全气囊和方向盘产品开始逐步放量，收入占比持续攀升，2025年上半年两者合计4.47亿元，占比已达29%，成为公司强劲新成长动能。

图3：公司安全气囊和安全带业务占比逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：安全带和安全气囊业务25H1实现4.47亿元收入



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、公司的财务情况，收入利润，盈利能力优异，规模效应凸显

公司业绩表现优异，近年呈现出优异成长性。收入端公司收入从2018年的4.21亿元迅速成长到2024年的19.71亿元，增速高企，2025H1继续实现11.48亿元收入，同比增长42.9%，具有优异的成长性。利润端随着规模效应的释放亦实现持续高增长。

图5：公司收入近年实现卓越成长性

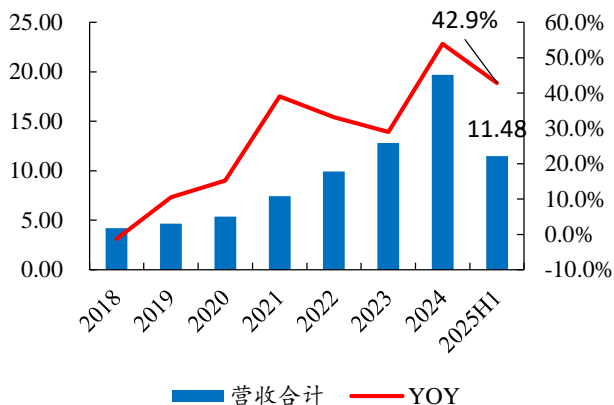
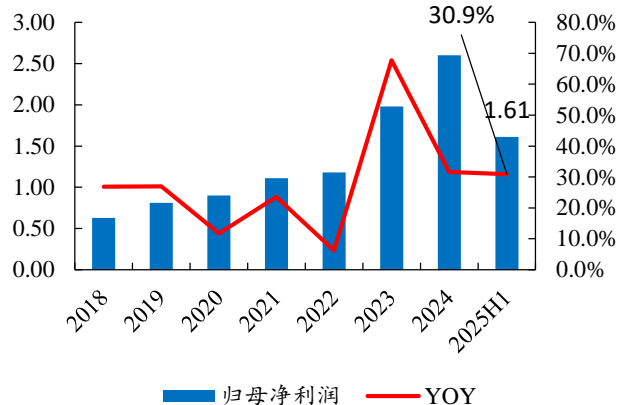


图6：净利润持续增长在近年加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司盈利能力表现优异，费用管控能力强。利润端来看，公司的毛利率多年维持在28%以上，净利率则稳定在10%以上，2024年和2025年上半年分别实现净利率13.2%和14.0%，在整个汽车零部件行业中表现亮眼。费用端公司持续提升精益管理能力，近年伴随规模效应的显现，销售费用率、管理费用率实现快速下降；研发费用率则保持稳健甚至2025年上半年还出现上涨态势，公司对研发的重视也是公司快速推出新产品快速成长的原动力之一。

图7：公司毛利率和净利率水平维持优异表现

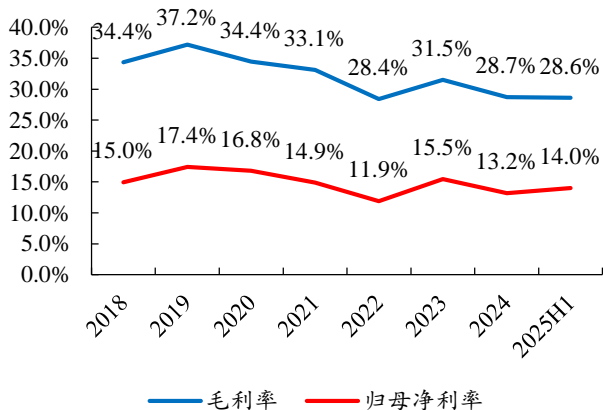
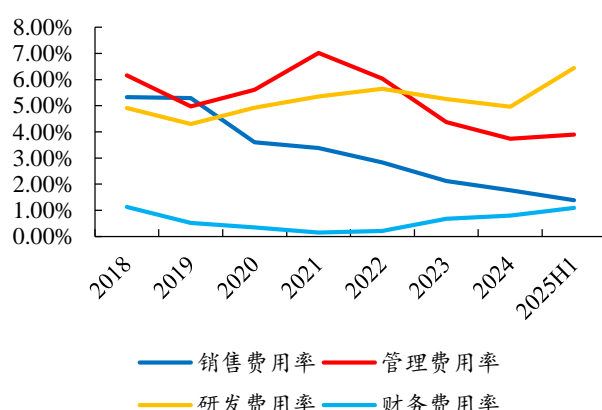


图8：公司费用管控能力优秀，研发投入强度高



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、被动安全市场广阔，行业仍为巨头主导

2.1、安全带/安全气囊/方向盘构成被动安全三大产品品类

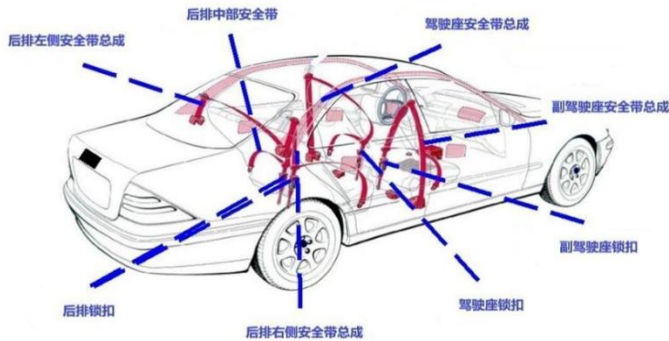
汽车被动安全是汽车安全最后的防线。被动安全产品通常包含汽车安全带、安全气囊、和方向盘、侧门防撞杆等。仅安全带即可减少45%的乘客死亡，仅安全气囊则可减少14%的乘客死亡，两项设备配合可减少51%乘客死亡。

2.1.1、安全带固定成员身体，性能迭代产品持续升级

汽车安全带起到固定成员身体，避免发生碰撞的作用。产品主要由卷收器、锁扣组件、高度调节器、织带和其他部件组成。卷收器是汽车安全带总成的核心部件，承担紧急锁止、预张紧、限力、噪音抑制、儿童锁、防反锁等功能的实现；锁扣起

到固定作用；高度调节器起到调节安全带高度的作用；织带起到对成员躯干约束的作用。

图9：汽车内包含多样化安全带产品



资料来源：公司可转债募集说明书

图10：安全带包含卷收器、织带、高度调节器等



资料来源：公司可转债募集说明书

汽车安全带随着市场需求的发展功能持续升级。安全带从最基础的普通锁止安全带逐步升级到限力安全带、预紧安全带，不仅能够发生碰撞时锁止，同时能够有效限制对成员的压力以保护乘客面受伤害。而新一代的带预紧及预紧安全带更能与智驾系统结合，提前感知危险收紧，同时配合辅助驾驶系统，通过收放织带以实现驾驶员和乘客的提示。产品单价从几十元提升至数百元一套，升级过程中单车价值量也持续提升。

表2：不同类型安全带可实现不同功能，产品持续升级价值量显著提升

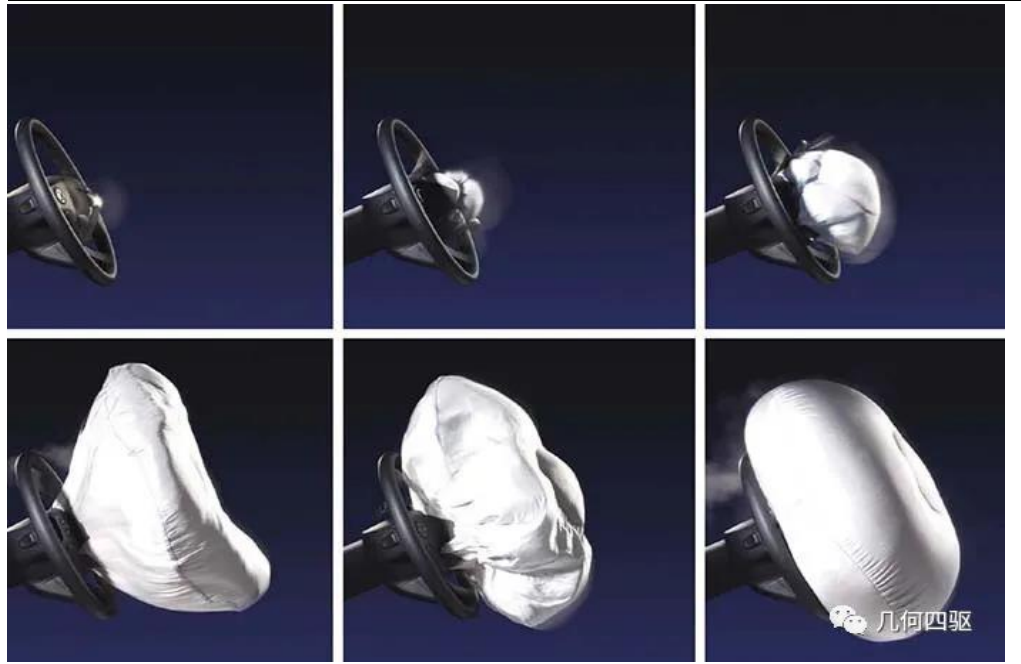
主要壁垒	图示	作用	价格
电机预紧式安全带		具有电机“预紧结构”，可配合主动安全系统在发生碰撞时提前预紧约束成员坐姿，检测到紧急制动、高速过弯等场景预紧，自动驾驶收放织带以提醒乘客等。	非常高
预紧自适应限力安全带		发生碰撞时 ECU 会出发紧急预紧装置引爆实现预紧；面对不同身高，体重的乘客，安全带会自行判断二阶限力的切换时间，是的乘客胸腰部压力得到有效控制。	高
预紧限力安全带		车辆发生碰撞，ECU 会出发预紧安全带点爆，进而织带回卷实现成员拉向座椅靠背拉回（预紧），外载力过大织带被拉出，以保护成员的胸腰部不受到伤害。	较高
限力安全带		发生碰撞时卷收器在车感、带感的作用下进行锁止，随着织带的拉出力的作用逐渐进入恒定状态，有效约束乘客防止受伤	中
普通锁止安全带		发生碰撞时安全带锁止，保护成员安全	低

资料来源：公司官网、开源证券研究所

2.1.2、安全气囊是汽车碰撞时成员和汽车内部的“缓冲器”

安全气囊主要为了防止或减轻碰撞时车内成员和车内部件之间发生碰撞造成的伤害。通常正面碰撞速度达到 30km/h 以上会触发。安全气囊通常包含，主驾气囊、副驾气囊、侧气囊、侧气帘、后排气囊、前中央安全气囊、外部气囊等，不同气囊具备不同作用，为减小成员事故损失带来帮助。

图11: 安全带在碰撞瞬间弹出, 可有效保护成员安全



资料来源: 几何四驱公众号

表3: 安全带产品类别日益丰富, 可为成员提供多维度防护

驾驶座气囊		安装在方向盘内部, 在正面碰撞时保护驾驶员头部区域。
成员安全气囊		安装在仪表板内部, 保护成员的头部和胸部。
膝部安全气囊		安装在仪表板内部, 在正面碰撞时保护乘员下半身。
帘式安全气囊		安装在车身上, 在侧面碰撞时保护乘员头部区域。
侧气囊		安装在乘员和车门饰板之间的座椅系统中, 以在侧面碰撞时保护乘员从肩部到骨盆区域。
中央安全气囊		安装在驾驶员和乘客之间的座椅系统中, 以避免侧面碰撞时驾驶员和乘客的相互作用造成伤害。

资料来源: 松原安全官网、开源证券研究所

安全气囊搭载数量持续提升, 单车价值量显著增加。目前汽车上的安全气囊数量持续提升, 中低端车型有望从2个提升至6个, 高端车型气囊或将增加到10个甚至以上; 侧气帘、安全带气囊、后排气囊、外部气囊等产品的升级一方面可显著提升成员和外部行人安全性, 另一方面整车厂和消费者均将气囊数量视为整车安全性

的标志，气囊提升亦符合大众对汽车产品升级的认知。2026 年新款 SU7 气囊数量将从升级到 9 个，红旗 H5、特斯拉 Model3 2025 新款等在气囊数量上均有不同程度升级。

表4：汽车安全气囊数量持续升级

旧款车型	气囊配置	新款车型	气囊配置
本田雅阁十代	6 个（主/副驾+前排侧+头部气帘）	本田雅阁 11 代	10 个（新增前排膝部+后排侧气囊）
丰田凯美瑞七代	7 个（无后排侧+主驾膝部气囊）	丰田凯美瑞八代	10 个（新增主/副驾膝部+后排侧气囊）
小米 SU7	7 个（无后排侧气囊）	小米 SU7 新款	9 个（新增 2 个后排侧气囊）
红旗 H5 2022 款	中高配 4 个（仅主/副驾+前排侧）	红旗 H5 2025 款	中高配 8 个（新增膝+后排侧+前后头部气帘）
Model 3 2021 款	6 个（无中央/远端气囊）	Model3 2025 新款	8 个（新增前排中央气囊+远端安全气囊）
纳米 01（高端款）24 款	2 个（仅主/副驾气囊）	纳米 01（高端款）25 款	6 个（新增前排侧+前后头部气帘）

资料来源：懂车帝官网等、开源证券研究所

技术迭代以及智能化背景下安全气囊的复杂度和单价也持续增长。气囊产品本身持续迭代，伴随自动驾驶的发展，部分气囊也可根据成员特征及外部环境智能识别、分析动态改变气囊起爆条件参数，同时汽车内饰、成员乘坐方式的变迁也带来气囊升级的需求。

图12：未来汽车的乘坐方式将伴随自动驾驶出现变化


资料来源：均胜安全官网

图13：均胜安全开发出环抱式安全气囊


资料来源：均胜安全官方公众号

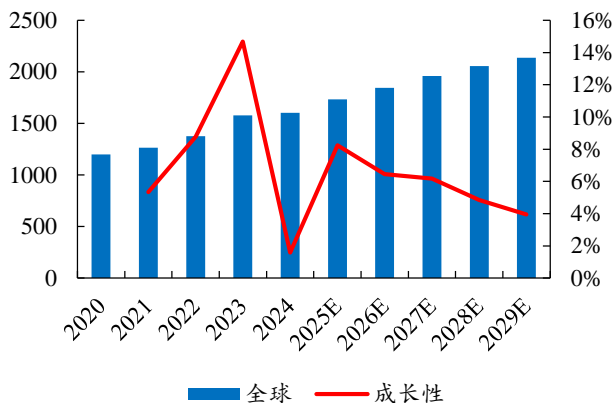
2.1.3、方向盘伴随智驾等技术升级亦持续迭代

方向盘是汽车操纵方向的轮状装置，随技术进步升级。方向盘逐步向自动化和多功能化方向发展。通过集合马达震动，辅助预热等功能，带来更好的驾驶体验；伴随智能化发展，方向盘在多功能界面中还会集成多媒体控制、语音辨别、及智能驾驶功能等；在辅助驾驶时代方向盘还通常会集成离手检测功能，配合 DMS 来观察驾驶员状态；在自动驾驶时代，方向盘还将具备可伸缩功能，未来价值量有望持续上升。

2.2、被动安全市场空间广阔，产品技术升级带来价值量持续提升

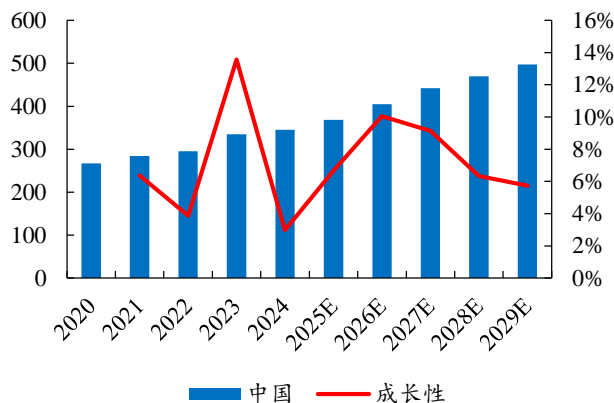
目前全球被动安全市场规模庞大，据弗若斯特沙利文统计，全球被动安全市场规模从 2020 年的 1200 亿元提升至 2024 年的 1602 亿元，到 2029 年有望达到 2136 亿元，5 年复合增速 5.4%；中国地区被动安全市场规模从 2020 年 267 亿元增长到 2024 年 345 亿元，到 2029 年有望达到 497 亿元，未来 5 年复合增速 7.8%；中国区无疑拥有显著优于全球的成长性。

图14: 全球被动安全市场稳步提升 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

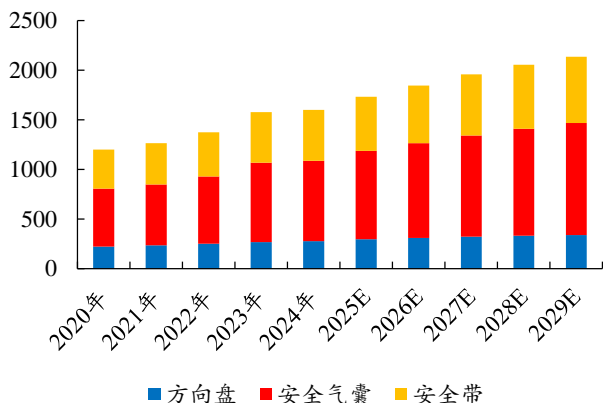
图15: 国内被动安全市场规模亦将稳步成长 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

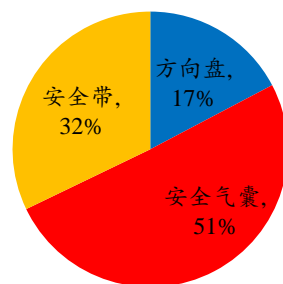
全球被动安全市场中安全气囊占据主要市场份额。从结构来看, 据弗若斯特沙利文数据, 2024 年全球方向盘、安全气囊、安全带的市场规模分别为 69 亿元、810 亿元、515 亿元; 占整个被动安全市场的比例分别为 32%、17%、51%; 预计 2029 年三项收入将分别将达到 337 亿元、1130 亿元、669 亿元; 未来 5 年方向盘、安全气囊、安全带的市场规模复合增速分别为 3.2%、6.1%、5.2%。

图16: 安全带和安全气囊的市场成长性较优



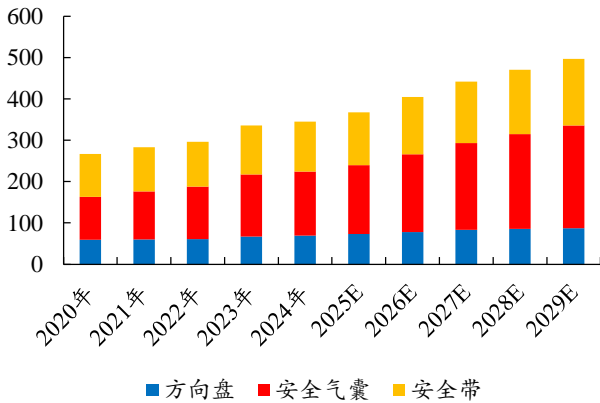
资料来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图17: 2024 年被动安全市场中安全气囊市场规模最大

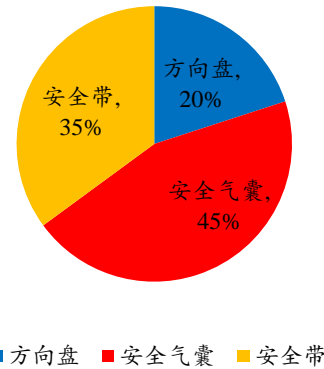


资料来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

中国被动安全市场中, 安全气囊占比相比全球略低, 但仍占据重要地位。据弗若斯特沙利文统计, 2024 年中国市场方向盘、安全气囊、安全带的市场规模分别为 69 亿元、155 亿元和 121 亿元, 市场份额分别为 20%、35%、45%; 2029 年三者市场规模将达到 87 亿元、249 亿元和 161 亿元, 未来 5 年复合增速将分别为 4.7%、10.5%、5.8%, 安全气囊市场规模增速将高于其他。

图18：国内被动安全市场中三大方向同步成长


资料来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图19：国内被动安全市场中安全气囊亦占较大份额


资料来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

2.3、主要玩家被海外和国内巨头垄断，新型玩家成长空间大

被动安全产品是汽车安全的最后底线，壁垒高，行业形成寡头格局。技术端：产品疲劳性能、高低温性能、动态性能等要求高，同时要适应震动、粉尘、腐蚀等环境，因此需要多年的积累和实践，构成技术壁垒；资质端：车厂对被动安全产品厂商的研发能力、生产能力、质量管控等要求高，资质准入门槛更高，审核程序严格；客户端：整车厂通常与被动安全供应商建立长期稳定的关系，一般不轻易变更，供应商审核谨慎；最后在人力资源和资金方面依然有较强壁垒。因此行业多年以来形成了寡头垄断的格局，奥托立夫、均胜电子、采埃孚占据了全球主要的市场份额。

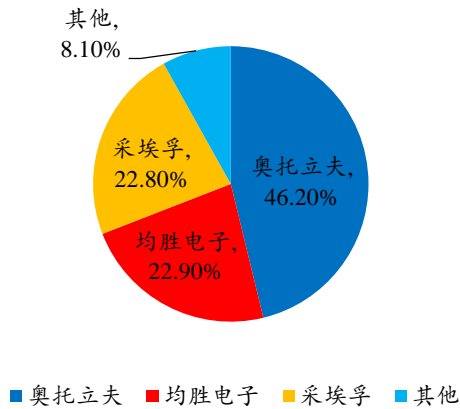
表5：被动安全玩家包含外资和本土参与者，海外巨头实力强劲全球布局

主要玩家	简介	主要客户
奥托立夫	瑞典奥托立夫1956年成立，1997年于纽交所上市，为全球最大汽车安全系统供应商，老牌龙头公司	大众、丰田、斯特兰迪斯、本田、福特、通用、尼桑、梅赛德斯、吉利、现代等
均胜电子	1993年上交所上市，并购美国KSS和日本高田跻身全球顶级汽车安全供应商	大众、戴姆勒、特斯拉、通用汽车、福特汽车、丰田集团、吉利、长城等
松原安全	2001年成立，本土成长起来的优质汽车安全公司，近年业绩实现高速增长	奇瑞、吉利、长城、宇通、比亚迪、一汽、上汽、广汽、东风、长安、理想、江淮、蔚来等
沈阳金杯锦恒等	2003年成立，主要负责安全气囊、安全带及相关零部件产品开发制造	长城、吉利、奇瑞、广汽、一汽、东风、北汽、神龙、铃木、福特
延锋百利得	延锋内饰和百利得汽车安全合资成立，主要产品含方向盘、安全气囊和安全带等	通用、大众、一汽大众、长安福特、南京菲亚特、韩国现代等
重庆光大产业等	1998年成立，主要业务含安全带总成、发动机飞轮总成、驱动盘总成	一汽集团、上汽集团、长安汽车、长安福特、东风日产、北汽集团、广汽集团等

资料来源：公司公告、奥托立夫年报等、开源证券研究所

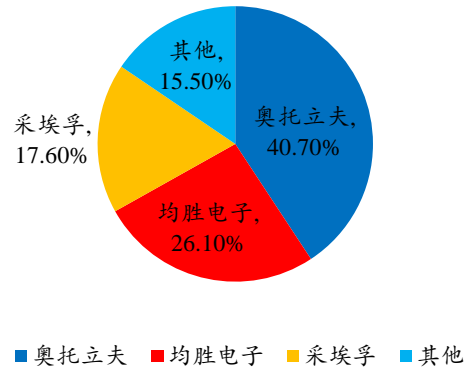
被动安全市场被巨头主导，行业格局集中，海外集中度大于国内。同样据弗若斯特沙利文统计，全球被动安全市场中，奥托立夫、均胜电子、采埃孚市场份额分别达到46.2%、22.9%、22.8%，其余玩家占据8.1%市场；在中国三大玩家分别占据40.7%、26.1%、17.6%市场份额，其他玩家占比略高达到15.5%。分产品来看，2024年全球市场中，仍然呈现巨头垄断的状态，三大巨头之外的玩家在方向盘、安全带、安全气囊市场占比分别为1%、10%、9%。

图20：2024 年全球被动安全市场份额集中



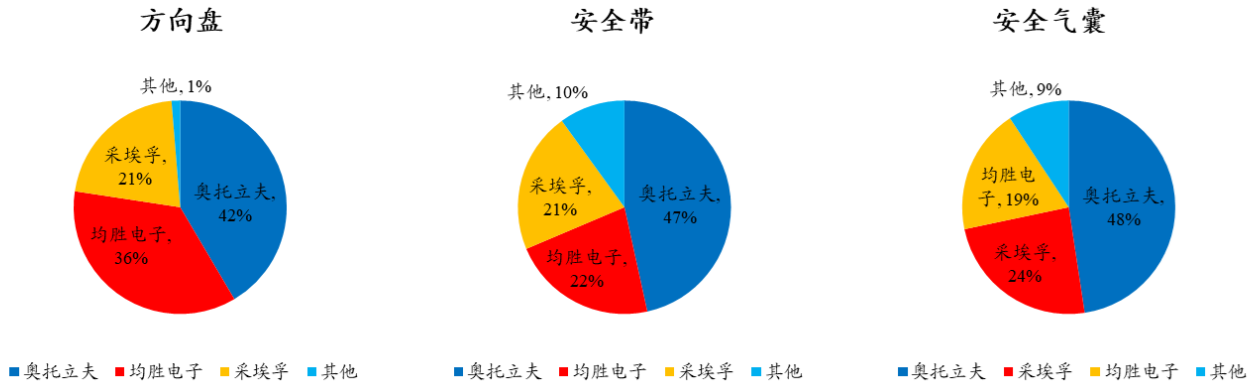
资料来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图21：2024 年国内被动安全市场集中度弱于全球



资料来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图22：2024 年被动安全品类产品全球市场被三大巨头占据



资料来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

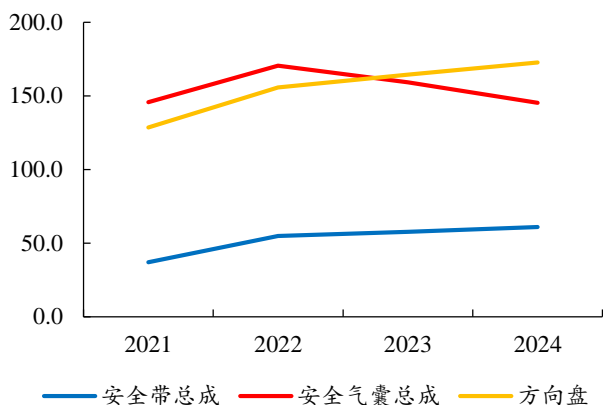
3、业绩维持高增长，垂直整合构筑深厚壁垒

3.1、产品品类持续扩展，客户不断开拓

3.1.1、从安全带拓展到安全气囊和方向盘，打开新成长空间

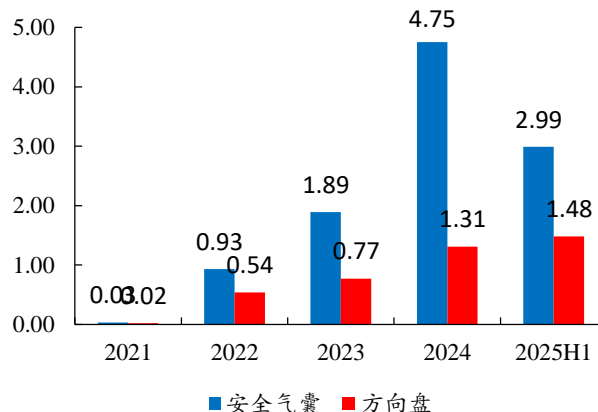
公司的产品品类持续扩张，近年实现安全气囊和安全带的业务突破。公司早年以安全带业务立身，2018 年成立安全气囊和方向盘事业部，2021 年新业务逐步量产形成收入。自此公司从单一产品供应商逐步成为具有完整产品线的被动安全解决方案提供商。据公司公告，公司安全带单价持续提升但均价维持在百元以下，而安全气囊和方向盘单车价值量维持在 150 元左右甚至更高，前述行业部分我们也可以看出，安全气囊和方向盘具有广阔的市场空间，切入方向盘和安全气囊业务实质上大幅扩展了公司的展业空间，让公司产品单车价值量实现跃迁。

图23：安全气囊和方向盘单价显著高于安全带



数据来源：Wind、开源证券研究所

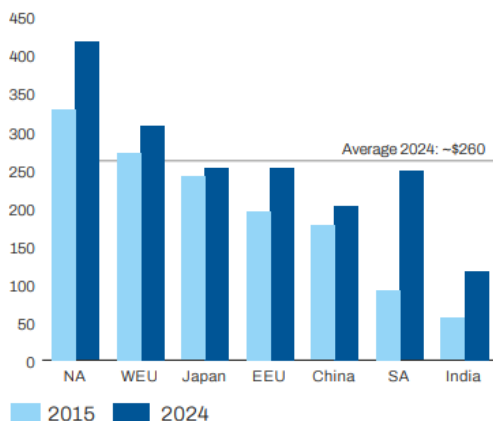
图24：近年两大新兴业务快速成长



数据来源：Wind、开源证券研究所

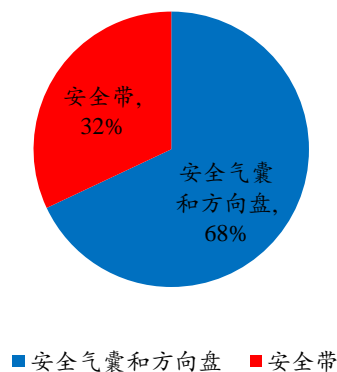
对标全球巨头，安全气囊和方向盘收入远高于安全带，松原仍有海量成长空间。观察全球巨头奥托立夫我们可以看到，其产品单车价值量 2024 年在 260 美元左右，松原安全仍有海量的提升空间，同期在奥托立夫内部其安全带收入亦只占收入的三分之一，更大收入体量贡献的板块来自于安全带和安全气囊。因此对松原安全来说，新切入安全气囊和方向盘打开了新的更具想想空间的业务领域。

图25：奥托立夫产品 2024 年单车均价在 260 美元左右



资料来源：奥托立夫年报、开源证券研究所

图26：奥托立夫 2024 年收入中安全带只占约三分之一



资料来源：奥托立夫年报、开源证券研究所

3.1.2、客户不断扩充，从自主到合资外资

公司已经覆盖大部分国内玩家，并且从自主客户为主，逐步拓展到外资和合资客户。2024 年 4 月和 7 月，公司分别取得 Stellantis 合作及扩大合作定点，F/S 平台全生命周期合作预期超 50 亿元，正式进入外资供应体系，同时公司具备上汽大众等合资车企的合作基础，亦有望持续突破外资客户供应体系。同样以奥托立夫为例，其 2024 年收入遍布各大洲，全球市场切入是成为巨头的重要基础。

图27：松原安全客户遍及传统自主、合资厂商、新势力，以及外资玩家

公司名称	部件	传统自主					合资			新势力					外资	
		吉利	比亚迪	奇瑞	上汽通用五菱	上汽	广汽	奥迪	东风日产	大众	理想	小鹏	蔚来	零跑		极氪
松原安全	安全带	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	安全气囊	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	方向盘	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■

资料来源：松原安全向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告

3.2、垂直整合，利润率高企，形成强大内生竞争力

3.2.1、践行零部件自制，毛利率在行业中展现较高水准

公司践行垂直整合的理念，将上游大部分材料进行自研，形成优异的成本管控能力。

安全带：根据公司招股说明书，2019年公司业务以安全带为主，原材料成本约占总成本约70%，其中金属铸件、钢材、织带等占比较高；公司持续推进上游零部件自制，2024年已经具备500万米/月安全带织带生产能力。

安全气囊：气体发生器和囊布合计占据约八成的成本。其中囊布需要具有保压性和耐热性，通常分为涂层和非涂层产品。公司2024年完成无涂层/有涂层气囊布以及OPW（一体成型气囊）的开发；2025年上半年已经实现气囊布和OPW量产，目前气囊布产能每年500万米，OPW产能每年96万米。

气体发生器：安全气囊的核心环节，触发时壳体内气体发生剂被点燃，产生气体充满气囊。气体发生器结构复杂，其安全可靠直接决定气囊的是否能够正常工作，以及性能情况。一方面可显著降低气囊成本，另一方面也会助力部分预张紧安全带降本。

其他：碰撞传感器、侧碰门压传感器实现国产替代，并已投入市场。搭载国产芯片的气囊控制器亦在多个客户端得到研发应用并投入市场。

图28：2019年公司成本中原材料占比高

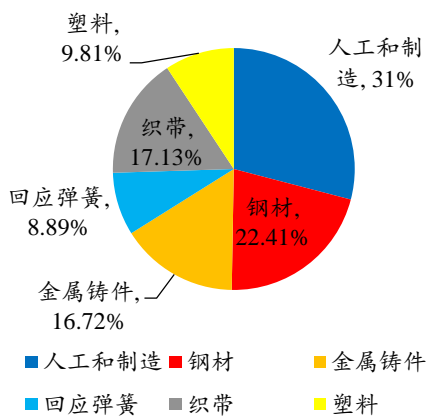
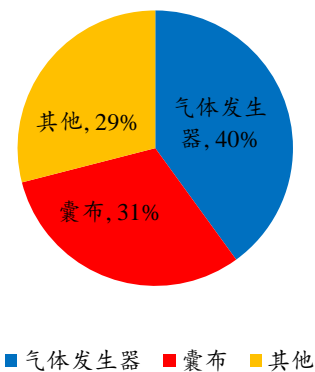


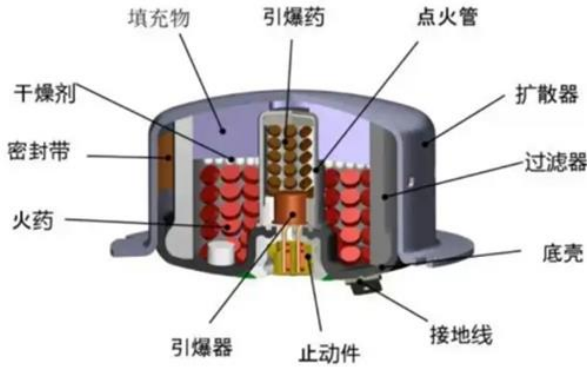
图29：安全气囊产品中气体发生器和囊布构成主体成本



资料来源：公司公告、开源证券研究所

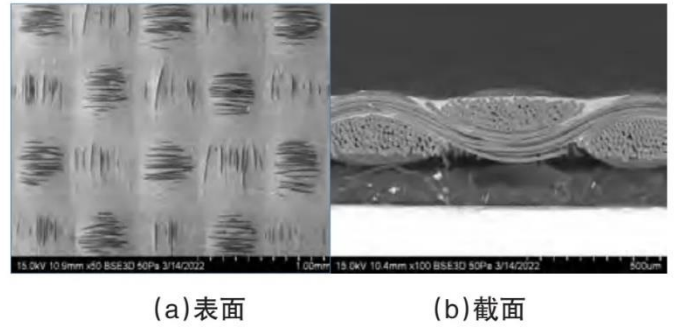
资料来源：观研天下、开源证券研究所

图30：气体发生器是安全气囊的关键零部件



资料来源：均胜安全官网、开源证券研究所

图31：安全气囊织物具有较高要求

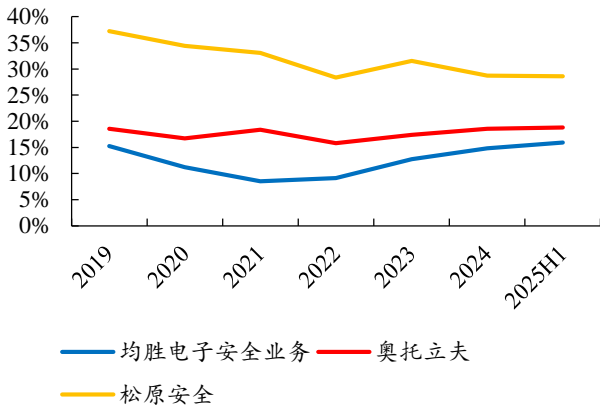


资料来源：懂车帝、开源证券研究所

3.2.2、盈利能力在行业中表现优异并有望持续向上，构筑长期竞争壁垒

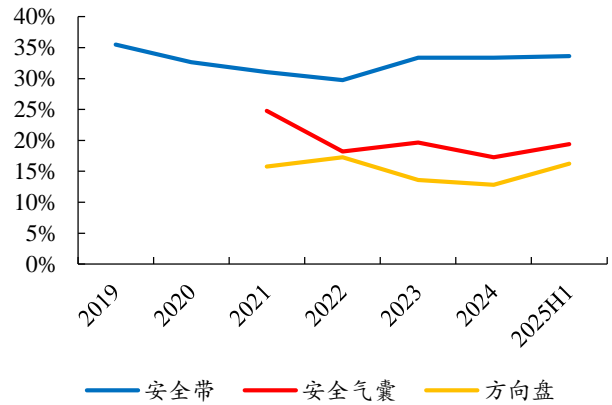
得益于公司的精益管理和垂直整合能力，公司的整体毛利率水平显著优于竞争对手。且也可以看到公司多年布局且有较高自制率的安全带产品具有较优毛利率水平，未来随着安全气囊、方向盘等产品上游零部件自制率的提升，公司毛利率仍有较大向上提升空间。公司依靠优异的零部件制造基因和垂直整合能力，保障供应链稳定性和交付及时性，具有更高的风险抵抗能力，构筑起公司长期发展壁垒。

图32：公司安全业务毛利率远高于行业玩家



资料来源：Wind、开源证券研究所

图33：公司安全带业务毛利率甚至高于35%



资料来源：Wind、开源证券研究所

3.3、新产能即将落地，有力支撑公司业务全球扩展

产能持续布局，未来成长可期。目前公司已形成横跨浙江、上海、安徽、陕西、马来西亚及德国的协同发展格局。未来浙江星盾将作为安全带和核心零部件生产基地；松原安全总部作为主要的研发基地、安全带生产基地和外销订单生产基地；安徽松原和合肥松原作为主要的方向盘和安全气囊及核心零部件生产基地；松垣西安作为部分客户的方向盘和安全气囊生产基地，马来西亚作为海外生产基地，未来随着各产能逐步建成，将进一步强化公司的供应能力和产业链壁垒。

表6：公司产能布局全面，有望为远期成长带来新动能

基地名称	主要产品	建成年份
松原安全总部 (余姚牟山)	安全带、方向盘、安全气囊、安全带、全路程安全带等	2001年/2016年/2022年
安徽松原 (安徽巢湖)	方向盘、安全气囊及核心零部件	2025年

基地名称	主要产品	建成年份
合肥松辰 (安徽巢湖)	方向盘、安全气囊及核心零部件	预计 2027 年
浙江星盾 (余姚临山)	主要产品为安全带及核心零部件, 同时为安全方向盘配套	预计 2027 年
马来西亚松原 (雪兰莪州)	安全带、方向盘、安全气囊、安全、方向盘为安全气囊	2025 年
松垣 (西安)	方向盘、安全气囊	预计 2026 年

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2、盈利预测与投资建议

关键假设:

(1) 随着公司后续不断切入国内新势力、自主以及海外车厂, 安全带业务有望维持较高成长速度。

(2) 安全气囊以及方向盘业务伴随已有客户导入和新客户拓展, 有望实现高速增长。盈利能力方面, 伴随公司新产能的落地, 零部件自制率有望进一步提升, 以及海外客户的持续拓展公司有望维持较高水平。

公司业绩成长优异, 客户/产品持续拓展, 零部件自研构筑强大核心竞争力, 有望推动公司成长成为全球汽车安全玩家, 看好公司未来发展。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 27.34/35.91/48.61 亿元, 实现归母净利润 4.02/5.37/7.58 亿元, EPS 分别为 0.85/1.14/1.60 元/股, 当前股价 PE 分别为 27.6/20.6/14.6 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

表7: 可比公司估值

股票代码	公司简称	最新收盘价	总市值 (亿元)	EPS			P/E		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600699.SH	均胜电子	27.98	488.80	1.00	1.26	1.49	27.98	22.21	18.78
603306.SH	华懋科技	77.79	210.68	1.18	1.74	2.35	65.92	44.71	33.10
603730.SH	岱美股份	10.19	183.92	0.4	0.48	0.54	25.48	21.23	18.87
	平均			-	-	-	39.79	29.38	23.58
300893.SZ	松原安全	24.74	115.37	0.85	1.14	1.60	29.09	21.78	15.44

数据来源: 开源证券研究所 (均胜电子盈利预测来源于开源证券研究所, 其余公司盈利预测来源于 Wind 一致预期, 截至 2026 年 2 月 13 日)

3、风险提示

市场需求不及预期: 如果下游整车市场需求大幅不及预期, 公司作为零部件供应商将不可避免的受到波及进而影响业绩;

大宗商品原材料价格剧烈波动: 大宗原材料价格如果大幅上涨, 将显著影响公司利润情况, 进而影响公司盈利能力;

市场竞争激烈: 被动安全行业拥有诸多玩家, 如果市场竞争激烈, 将显著影响公司业务开展情况;

公司产品研发进展不及预期: 公司的新产品会迭代显著影响订单获取能力和盈利能力, 如果研发进展不及预期将显著影响公司上述经营情况。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1095	1734	1092	1191	1636
现金	109	240	446	437	591
应收票据及应收账款	653	1014	0	0	0
其他应收款	2	2	3	4	6
预付账款	33	19	53	42	86
存货	249	335	467	584	829
其他流动资产	51	124	124	124	124
非流动资产	887	1403	1741	2116	2697
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	595	722	1021	1342	1818
无形资产	95	236	268	307	349
其他非流动资产	197	445	451	467	530
资产总计	1982	3137	2833	3307	4334
流动负债	524	1077	495	563	914
短期借款	74	275	275	322	637
应付票据及应付账款	370	610	0	0	0
其他流动负债	80	191	220	241	277
非流动负债	393	718	638	563	534
长期借款	353	682	602	527	497
其他非流动负债	40	36	36	36	36
负债合计	917	1795	1134	1126	1448
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	226	226	317	317	317
资本公积	293	306	216	216	216
留存收益	546	762	1077	1506	2109
归属母公司股东权益	1065	1342	1699	2181	2886
负债和股东权益	1982	3137	2833	3307	4334

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	163	140	782	612	694
净利润	198	260	402	537	758
折旧摊销	70	98	98	135	168
财务费用	9	16	42	42	55
投资损失	3	4	2	3	3
营运资金变动	-153	-292	208	-146	-352
其他经营现金流	37	53	30	40	62
投资活动现金流	-300	-619	-438	-513	-752
资本支出	291	621	436	511	749
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-9	2	-2	-3	-3
筹资活动现金流	107	578	-139	-154	-103
短期借款	-136	201	0	47	315
长期借款	251	329	-80	-75	-29
普通股增加	1	1	91	0	0
资本公积增加	15	14	-91	0	0
其他筹资现金流	-24	34	-59	-125	-389
现金净增加额	-29	99	206	-56	-160

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1280	1971	2734	3591	4861
营业成本	879	1405	1930	2530	3403
营业税金及附加	8	12	15	20	29
营业费用	24	35	52	65	88
管理费用	56	74	115	147	199
研发费用	67	98	137	176	238
财务费用	9	16	42	42	55
资产减值损失	-8	-12	0	0	0
其他收益	13	21	30	18	56
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-3	-4	-2	-3	-3
资产处置收益	0	0	-0	-0	0
营业利润	224	293	442	587	841
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	222	292	441	586	839
所得税	24	32	38	48	81
净利润	198	260	402	537	758
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	198	260	402	537	758
EBITDA	317	445	567	745	1038
EPS(元)	0.42	0.55	0.85	1.14	1.60

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	29.1	53.9	38.7	31.4	35.4
营业利润(%)	83.6	30.9	50.8	32.7	43.3
归属于母公司净利润(%)		31.7	54.5	33.5	41.1
获利能力					
毛利率(%)	31.3	28.7	29.4	29.6	30.0
净利率(%)	15.4	13.2	14.7	15.0	15.6
ROE(%)	18.6	19.4	23.7	24.6	26.3
ROIC(%)	14.3	12.7	15.6	17.4	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	46.3	57.2	40.0	34.1	33.4
净负债比率(%)	33.8	63.2	34.7	27.0	26.2
流动比率	2.1	1.6	2.2	2.1	1.8
速动比率	1.5	1.2	1.0	0.9	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.2	1.3
应收账款周转率	2.4	2.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.5	4.3	9.8	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.55	0.85	1.14	1.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.29	1.65	1.29	1.47
每股净资产(最新摊薄)	2.25	2.74	3.49	4.51	6.00
估值比率					
P/E	56.1	42.6	27.6	20.6	14.6
P/B	10.4	8.6	6.7	5.2	3.9
EV/EBITDA	24.6	18.6	14.1	10.8	7.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn