

2023 年 04 月 25 日
 松原股份 (300893.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

汽车零部件 III

一季度业绩稳健增长，新业务加速放量

■ 事件：4 月 25 日，公司发布 2023 年一季报，实现营收 2.36 亿元，同比增长 2.16%；实现归母净利润 0.32 亿元，同比增长 42.12%。

■ 营收持续增长，盈利能力逐步恢复

新客户+新业务，公司营收持续增长。公司主要客户上汽通用五菱/吉利/奇瑞/长城在 2023Q1 的销量分别同比-48%/ -3%/ +47%/ -29%，公司营收在行业销量整体下滑的背景下仍然保持稳健增长，我们预计主要是：1) 新客户的拓展，公司在 2022 年新增了比亚迪、零跑等新客户（资料来源：公司年报），有助于公司营收增长；2) 新业务气囊和方向盘的快速放量，2022H1 公司已实现五菱宏光 MINI、奇瑞 QQ 冰淇淋车型、合众哪吒 V 车型的配套供货（资料来源：公司 2022 半年报），2022H2 第四代帝豪、五菱星驰等项目也进入了量产（资料来源：公司 2022 年报）。公司新业务目前正和吉利、上汽通用五菱、奇瑞、北汽福田、合众、悠跑以及智米等客户进行项目开发合作，随着这部分项目陆续进入量产与爬坡阶段，公司营收有望持续高增长。

原材料价格下行，盈利能力逐步恢复。2023Q1 公司实现综合毛利率 31.93%，同比提升 5.15 pct；实现净利率 14.39%，同比提升 4.05 pct。我们预计主要是：1) 原材料价格的下行，截止 2023 年 4 月，公司主要原材料钢铁和塑料和 2021 年高点相比均已下滑约 20%（资料来源：wind），有助于公司盈利能力提升；2) 规模效应的逐步体现，随着气囊和方向盘业务的快速放量，单位产品的制造费用有望逐步降低。

研发投入持续增加。公司 2023Q1 的销售/管理/研发/财务费用率为 2.51%/6.04%/ 7.64%/ 1.22%，分别同比-0.48/ -1.4/ +3.71/ +1.14 pct。公司重视自主研发与创新，持续增加研发费用，目前在宁波、上海均设有研发中心，引进专业研发和设计人才，持续提升公司的研发创新能力。公司目前已实现从普通安全带，向高性能安全带（预紧限力、双预紧），以及气囊和方向盘业务的拓展，并且逐步进入主动安全领域（主动安全带），单车价值量有望逐步提高。

■ 逐步转型被动安全系统集成供应商，公司未来有望保持高速增长

我们认为，三大核心因素将驱动公司未来业绩高增长：1) **安全带总成产品客户结构与产品结构的双优化**：公司客户结构沿“自主品牌低端-自主品牌高端-合资品牌-外资品牌”持续优化，根据公司年报，公司近期成功拓展的客户包括比亚迪（2022 年新增）、蔚来（2022 年新增）等，拓展中的客户包括南北大众和理想等（研发阶段）。公司高性能安全带销售占比逐步提升，2022 年安全带总成产品的平均售价已达 50.28 元/条，同比增加 6.65%；主动安全带（约 300-400 元/条）已和奇瑞、东风乘用车、吉利、理想等主机厂进行研发，其中奇瑞主动安全带的研发项目已经完成产品验证，首款产品搭载在奇瑞的 T/E 两个平台上，预计于 2023 年进入全面量产。

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

30 元

股价 (2023-04-25)

21.66 元

交易数据

总市值(百万元)	4,873.50
流通市值(百万元)	1,218.38
总股本(百万股)	225.00
流通股本(百万股)	56.25
12 个月价格区间	16.56/35.96 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-9.4	-19.9	15.1
绝对收益	-11.0	-25.2	19.0

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

相关报告

年报业绩符合预期，成功转型被动安全集成供应商	2023-04-18
新客户+新产品，被动安全国产替代加速	2022-07-17

2) **安全气囊和方向盘业务的快速放量**，公司新业务快速导入安全带客户，2022 年全年新增了 26 个定点项目（资料来源：公司公告），在研项目包括吉利、上汽通用五菱、奇瑞、神龙、北汽福田、合众等主机厂的多款车型。公司从安全带总成拓展至安全气囊和方向盘，逐步转型被动安全系统集成供应商，单车价值量大幅提高，以售价 10 万左右的主流车型为例，前排双预紧+后排三普通安全带单车价值约 300 元，单车 4/6 气囊价格分别约 500/860 元。

3) **自制率的持续提高**，公司拟在安徽巢湖新建 1.2 万米织带和 200 万件气囊袋产能，此外公司还组建成立了电子电气事业部，目前已实现多功能方向盘部分开关的批量生产装配，并且加大投入研发气囊控制器（ACU）等电控类产品。随着自制率的逐步提升，公司盈利能力有望持续提升。

目 **投资建议**：我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 1.7、2.6 和 3.8 亿元（下调主要是因为行业竞争激烈，销量同比下滑），对应当前市值，PE 分别为 29.3、18.4、12.7 倍，维持“买入-A”评级，给予 2023 年 40.5 倍 PE，6 个月目标价 30 元/股。

目 **风险提示**：专利诉讼风险；乘用车行业销量大幅下滑；规模扩张导致的管理风险。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	7.5	9.9	13.0	18.8	25.1
净利润	1.1	1.2	1.7	2.6	3.8
每股收益(元)	0.49	0.52	0.74	1.18	1.70
每股净资产(元)	3.43	3.88	5.62	7.56	9.61

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	43.8	41.3	29.3	18.4	12.7
市净率(倍)	6.3	5.6	3.9	2.9	2.3
净利润率	14.9%	11.9%	12.8%	14.1%	15.3%
净资产收益率	14.4%	13.5%	13.2%	15.6%	17.7%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.9%	1.0%	1.2%
ROIC	23.8%	18.0%	16.8%	19.4%	21.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7.5	9.9	13.0	18.8	25.1	成长性					
减:营业成本	5.0	7.1	9.2	13.2	17.3	营业收入增长率	39.0%	33.1%	31.0%	45.0%	33.0%
营业税费	-	-	0.1	0.1	0.1	营业利润增长率	22.5%	-3.5%	48.7%	59.3%	44.6%
销售费用	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	净利润增长率	23.6%	6.1%	40.9%	59.3%	44.6%
管理费用	0.5	0.6	0.8	1.1	1.4	EBITDA 增长率	25.3%	8.3%	40.6%	58.2%	43.9%
研发费用	0.4	0.6	0.7	1.0	1.3	EBIT 增长率	24.2%	2.7%	41.3%	57.3%	43.6%
财务费用	-	-	0.1	0.1	0.1	NOPLAT 增长率	23.9%	5.9%	43.5%	57.3%	43.6%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	40.3%	53.5%	36.2%	31.9%	25.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	8.6%	13.1%	44.7%	34.7%	27.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	1.3	1.2	1.8	2.9	4.2	利润率					
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	33.1%	28.4%	29.0%	30.0%	31.0%
利润总额	1.2	1.2	1.8	2.9	4.2	营业利润率	17.0%	12.3%	14.0%	15.3%	16.7%
减:所得税	0.1	-	0.2	0.2	0.3	净利润率	14.9%	11.9%	12.8%	14.1%	15.3%
净利润	1.1	1.2	1.7	2.6	3.8	EBITDA/营业收入	20.7%	16.8%	18.0%	19.7%	21.3%
						EBIT/营业收入	17.5%	13.5%	14.6%	15.8%	17.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	88	117	146	139	137
(亿元)						流动营业资本周转天数	139	137	143	132	130
货币资金	1.0	1.1	1.4	2.1	2.7	流动资产周转天数	315	282	272	257	252
交易性金融资产	0.6	-	0.5	0.4	0.3	应收帐款周转天数	126	126	129	127	128
应收帐款	2.8	4.2	5.2	8.1	9.6	存货周转天数	59	70	67	65	66
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	476	478	485	447	429
预付帐款	0.2	0.1	0.5	0.3	0.7	投资资本周转天数	278	309	338	311	300
存货	1.5	2.4	2.4	4.4	4.7						
其他流动资产	0.5	1.1	0.8	0.8	0.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.4%	13.5%	13.2%	15.6%	17.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.2%	7.6%	8.5%	9.8%	11.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	23.8%	18.0%	16.8%	19.4%	21.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2.1	4.3	6.2	8.4	10.7	销售费用率	3.4%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%
在建工程	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6	管理费用率	7.0%	6.0%	5.8%	5.7%	5.6%
无形资产	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	研发费用率	5.3%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%
其他非流动资产	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	财务费用率	0.1%	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%
资产总额	10.9	15.5	19.6	27.2	32.6	四费/营业收入	15.9%	14.7%	14.8%	14.3%	13.9%
短期债务	1.0	2.1	2.6	3.2	3.9	偿债能力					
应付帐款	1.3	2.5	2.1	4.6	4.3	资产负债率	28.9%	43.5%	35.4%	37.4%	33.7%
应付票据	0.3	0.5	0.7	0.8	1.2	负债权益比	40.7%	77.0%	54.9%	59.6%	50.7%
其他流动负债	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	流动比率	2.26	1.64	1.90	1.81	1.96
长期借款	-	1.0	1.0	1.0	1.0	速动比率	1.76	1.20	1.47	1.31	1.47
其他非流动负债	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	利息保障倍数	116.74	63.48	24.09	34.31	45.31
负债总额	3.1	6.7	6.9	10.1	11.0	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.13	-	0.20	0.21	0.26
股本	1.5	2.3	2.3	2.3	2.3	分红比率	27.0%	0.0%	27.5%	18.2%	15.2%
留存收益	6.2	6.5	10.4	14.8	19.4	股息收益率	0.6%	0.0%	0.9%	1.0%	1.2%
股东权益	7.7	8.7	12.6	17.0	21.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.49	0.52	0.74	1.18	1.70
(亿元)						BVPS(元)	3.43	3.88	5.62	7.56	9.61
净利润	1.1	1.2	1.7	2.6	3.8	PE(X)	43.8	41.3	29.3	18.4	12.7
加:折旧和摊销	0.3	0.4	0.5	0.7	1.1	PB(X)	6.3	5.6	3.9	2.9	2.3
资产减值准备	0.1	0.1	-	-	-	P/FCF	230.1	-150.1	-31.8	-38.5	-218.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	6.5	4.9	3.8	2.6	1.9
财务费用	-	0.1	0.1	0.1	0.1	EV/EBITDA	36.7	37.3	21.4	13.6	9.4
投资收益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	33.5%	48.1%	22.7%	33.5%	48.1%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	1.3	0.9	1.3	0.5	0.3
营运资金的变动	-0.3	-1.9	-1.5	-2.0	-2.1	ROIC/WACC	2.4	1.8	1.7	2.0	2.1
经营活动产生现金流量	1.0	0.6	0.7	1.5	2.9	REP	3.5	3.3	2.1	1.4	1.0
投资活动产生现金流量	-1.8	-2.2	-3.1	-3.1	-3.5						
融资活动产生现金流量	0.4	1.1	2.7	2.2	1.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034