

2022年07月17日

松原股份 (300893.SZ)

## 新客户+新产品，被安全全国产替代加速

■ **转型系统集成供应商，新业务打造第二增长曲线。** 公司是国内领先的汽车被动安全系统一级供应商，深耕汽车被动安全行业十余年，目前的主要产品包括汽车安全带总成、安全气囊和方向盘等，实现了从单一安全带总成供应商转型为气囊、方向盘、安全带总成为一体的系统集成供应商。**安全带总成**是公司的核心主业，客户覆盖国内主流主机厂，未来主要增量来自产品结构从简单安全带到预紧限力式安全带的升级，以及客户结构从A00级车型到B级车的升级。**安全气囊和方向盘**是公司的新业务，2021年首次进入量产，目前已经为五菱宏光MINI EV、奇瑞冰淇淋批量供货，未来随着威马、吉利、奇瑞等客户进入量产，新产品有望实现加速放量，打造公司的第二增长曲线。

■ **安全带国产替代加速，市占率+单车价值量双升。** 汽车安全带总成在车辆发生碰撞事故时，避免乘员与方向盘及仪表板等发生碰撞或避免碰撞时甩出车外，是起到保护驾乘人员作用的必要安全装置，我们估算到2024年国内安全带的市场规模在271亿左右，21年到25年的CAGR约为24%。汽车被动行业行业壁垒较高，主要由外资垄断，2021年前三大供应商为奥托立夫、采埃孚和均胜电子，合计市场份额超过80%；国内供应商如松原股份、重庆光大、金杯锦恒等份额较低，有望通过技术的追赶以及成本优势实现市场份额的提升。

■ **产品拓展顺利，客户结构升级。** 公司的集成主被动可逆预紧式安全带总成与预紧限力停止式安全带总成开发顺利，随着产品的升级，公司逐步进入广汽、一汽、东风、福特等主机厂的中高端车型，实现了配套车型从A00级和A0级车到A级车和B级车的跨越。公司产能快速扩张，“年产1,325万条汽车安全带总成生产项目”预计于2022年底建设完成，届时安全带产能可达约3000万条。随着新产能和新客户的逐步落地，安全带有望快速放量，我们预测到2024有望实现营收超过12.5亿元。

■ **气囊和方向盘开始放量，有望实现快速放量。** 安全气囊主要是为了防止汽车碰撞时车内乘员和车内部件间发生碰撞而造成的伤害；方向盘是汽车操纵行驶方向的轮状装置，是确保汽车沿正确路线行驶的关键；我们预测到2024年安全气囊市场空间达到180亿左右。目前国内汽车安全气囊和方向盘主要供应商仍是汽车被动安全巨头奥托立夫、采埃孚和均胜电子，内资供应商如松原股份、华懋科技、锦州锦恒等份额较低，但持续上升。

■ **客户拓展顺利，产能快速扩张。** 目前公司气囊和方向盘业务已与吉利、上汽通用五菱、奇瑞、北汽福田、合众以及威马等客户进行项目开发合作，其中已为五菱宏光MINI、奇瑞QQ冰淇淋车型配套供货。根据公司公告，150万套安全气囊产能将于2022年底投产，气囊方向盘产能可达约300万套。随着新产能和新客户的逐步落地，气囊和方向盘有望快速放量，方向盘和气囊业务的收入占比有望逐步提升。

■ **投资建议：** 我们预计2022-2024年公司实现营业收入10.5/14.9/20.7亿元，实现净利润1.6/2.3/3.0亿元，当前股价对应PE为28/20/15倍。首次覆盖，给予“买入-A”评级，6个月目标价25.56元/股。

■ **风险提示：** 汽车行业市场不及预期风险，公司规模迅速扩张管理风险、技术风险、产品质量风险、客户集中度高风险、假设条件不及预期风险。

## 公司深度分析

证券研究报告

汽车零部件

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价：**25.56元**  
股价(2022-07-15) **19.67元**

### 交易数据

总市值(百万元)	4,425.75
流通市值(百万元)	1,106.44
总股本(百万股)	225.00
流通股本(百万股)	56.25
12个月价格区间	16.56/40.68元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.18	25.1	50.15
绝对收益	-10.59	34.57	36.67

**徐慧雄**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002  
xuhx@essence.com.cn

**徐昊**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120001  
xuhao2@essence.com.cn

### 相关报告

单位 (亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5.4	7.5	10.5	14.9	20.7
净利润	0.9	1.1	1.6	2.3	3.0
每股收益(元)	0.40	0.49	0.71	1.00	1.32
每股净资产(元)	3.16	3.43	4.28	4.92	5.84
<b>盈利和估值</b>					
市盈率(倍)	49.1	39.7	27.6	19.6	14.9
市净率(倍)	6.2	5.7	4.6	4.0	3.4
净利润率	16.8%	14.9%	15.2%	15.1%	14.3%
净资产收益率	12.7%	14.4%	16.6%	20.4%	22.6%
股息收益率	1.1%	0.7%	1.0%	1.9%	2.0%
ROIC	24.3%	23.8%	23.9%	25.0%	26.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 转型系统集成供应商，新业务打造第二增长曲线</b> .....	<b>5</b>
1.1. 深耕被动安全系统，公司股权集中度高.....	5
1.2. 营收高速增长，盈利能力有望改善.....	7
1.3. 客户结构逐步优化，公司产能迅速扩张.....	9
<b>2. 安全带国产替代加速，市占率+单车价值量双升高</b> .....	<b>12</b>
2.1. 行业规模提升，高端化驱动单车价值量提升.....	12
2.2. 外资占比较高，国产替代加速进行.....	14
<b>3. 气囊方向盘业务量产，有望实现快速放量</b> .....	<b>18</b>
3.1. 行业技术壁垒高，国产替代逐步加速.....	18
3.2. 导入安全带现有客户，增量确定性较高.....	20
<b>4. 盈利预测与估值简析</b> .....	<b>23</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司近五年营业收入（单位：亿元）.....	8
图 4: 公司近五年归母净利润（单位：亿元）.....	8
图 5: 公司近五年费用（单位：亿元）.....	8
图 6: 公司近五年费用占比总营收.....	8
图 7: 公司近五年毛利率和净利率.....	9
图 8: 公司业务成本构成.....	9
图 9: 公司近五年前五大客户占比.....	11
图 10: 2021 年公司前五大客户占比.....	11
图 11: 国内汽车销量预测（单位：万辆）.....	12
图 12: 国内安全带市场规模（单位：亿元）.....	12
图 13: 汽车被动安全系统构成.....	12
图 14: 汽车被动安全系统工作原理.....	12
图 15: 各安全带总成安装位置.....	13
图 16: 安全带总成结构图.....	13
图 17: 2021 年汽车被动安全市场竞争格局.....	14
图 18: 安全带营收预测（单位：亿元）.....	17
图 19: 安全气囊的组成.....	18
图 20: 安全气囊分类.....	18
图 21: 汽车方向盘.....	19
图 22: 方向盘制造工艺流程.....	19
图 23: 安全气囊制造工艺流程.....	19
图 24: 目前气囊方向盘客户结构.....	20
图 25: 未来公司气囊方向盘客户拓展客户.....	20
图 26: 安全气囊市场竞争格局.....	20
图 27: 气囊业务营收预测（单位：亿元）.....	22

## 图 28: 方向盘业务营收预测 (单位: 亿元) ..... 22

表 1: 公司主要产品.....	5
表 2: 公司部分高管介绍.....	6
表 3: 2022 公司激励计划授予限制性股票分配情况.....	7
表 4: 2022 激励计划考核目标.....	7
表 5: 公司利润分配及转增股分配情况.....	7
表 6: 公司主要项目量产进度.....	10
表 7: 2021 年公司产销量.....	11
表 8: 公司产能扩张项目.....	11
表 9: 紧急锁止、预张紧、限力三大主要保护功能.....	13
表 10: 公司安全带产品种类.....	13
表 11: 安全带业务市场规模预测.....	14
表 12: 汽车被动安全行业壁垒.....	14
表 13: 汽车被动安全市场部分竞争对手.....	15
表 14: 公司优势.....	15
表 15: 2021 年公司安全带主要项目量产进度.....	16
表 16: 新势力和传统自主品牌 2022 年陆续推出高端车型.....	16
表 17: 安全带业务部分量产/定点客户.....	17
表 18: 气囊和方向盘业务市场规模预测.....	20
表 19: 气囊和方向盘主要竞争对手情况.....	21
表 20: 内资供应商切入安全气囊和方向盘.....	21
表 21: 公司安全气囊和方向盘项目进度.....	21
表 22: 松原股份各类业务贡献收入拆分预测.....	23
表 23: 松原股份可比公司估值对比表.....	23

## 1. 转型系统集成供应商，新业务打造第二增长曲线

### 1.1. 深耕被动安全系统，公司股权集中度高

公司是国内领先的汽车被动安全系统一级供应商之一，公司的传统业务包括汽车安全带总成和特殊座椅安全装置，其中汽车安全带总成属于汽车被动安全系统重要组件之一，由卷收器、带（锁）扣、高度调节器、织带、导向环、预张紧器和锁紧装置等组成，可对乘员进行约束，是起到保护乘员作用的必要安全装置，主要客户覆盖吉利、奇瑞、长安、长城、一汽、北汽等主流主机厂；特殊座椅安全装置主要应用于特殊座椅的行驶安全，包括车载轮椅、儿童座椅、农用机械座椅等，主要客户为 IMMI 和 Q' straint。

公司新业务包括安全气囊和方向盘，其中安全气囊能够在车辆发生事故时迅速充气的被动安全设施，用于保护乘员安全；方向盘是汽车操纵行驶方向的轮状装置，其功能是将驾驶员作用到转向盘边缘上的力转变为转矩后传递给转向轴。目前公司已与吉利、上汽通用五菱、奇瑞、北汽福田、合众以及威马等客户进行项目开发合作，并且于 2021 年实现量产，目前已经为五菱宏光 MINI、奇瑞 QQ 冰淇淋车型配套供货。公司围绕安全带产品，实现产品升级，从普通安全带拓展到预警限力安全带，以及之后待拓展的电动安全带，单车价值量实现明显提升，并积极拓展安全气囊和方向盘等新产品，进一步提升公司可配套产品的单车价值量。

表 1：公司主要产品

	业务类型	具体产品
传统业务	汽车安全带总成	简易式安全带、普通紧急锁止式安全带、紧急锁止限力式安全带、单边预张紧限力式安全带、双边预张紧限力式安全带
	特殊座椅安全装置	车载轮椅、儿童座椅、农用机械座椅等
新业务	安全气囊	驾驶座气囊、乘员座气囊、侧气囊、侧气囊帘、腰部气囊等
	方向盘	方向盘

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2001 年，公司前身余姚市博一汽车配件有限公司成立；2006 年，公司切入商用车安全带总成，并于 2008 转入乘用车市场，次年进入国内的主流主机厂；2013 年，公司开始研发双边预紧安全带，安全带总成产品得到拓展；2018 年，公司成立安全气囊及方向盘事业部，汽车被动安全系统产品得到丰富，公司正式开始转向生产被动安全产品系统集成；2020 年公司上市，成为国内唯一一家汽车被动安全领域自主品牌的上市公司；2021 年，公司突破了同属被动安全领域的方向盘和安全气囊的技术壁垒，实现了气囊、方向盘批量生产。

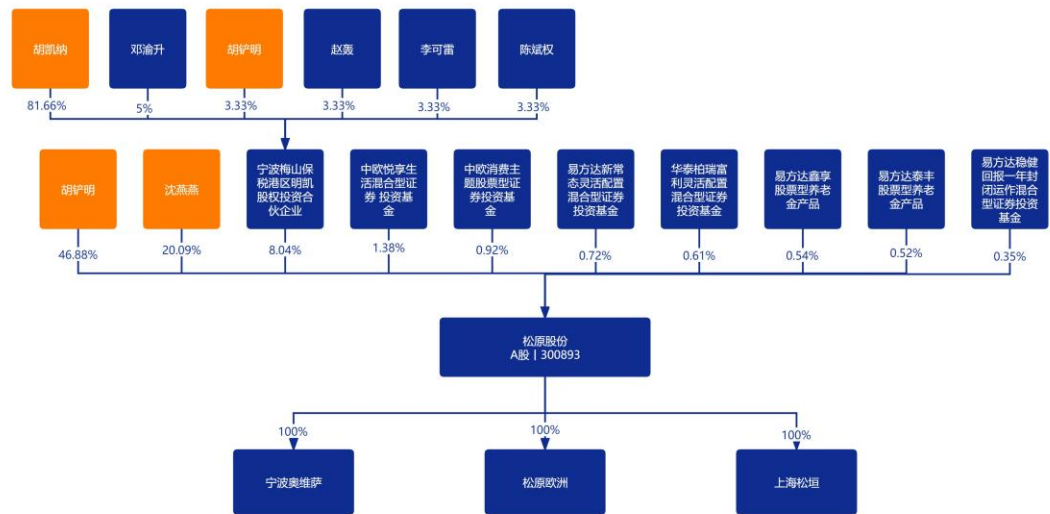
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司控股股东为胡铲明先生，实际控制人为胡铲明先生、沈燕燕女士和胡凯纳先生，且为一致行动人。其中胡铲明先生为公司董事长，共持股 47.15%；沈燕燕女士为胡凯明先生的妻子，持股 20.09%；胡凯纳先生为公司总经理、董事，是胡凯明先生的儿子，持股 6.57%，三名实际控制人合计持股 73.79%，股权集中度高，有利于提高公司的决策效率。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：公司部分高管介绍

姓名	背景介绍
胡铲明	男，1964 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2003 年 4 月至 2015 年 4 月，就职于余姚市松原汽车安全装置有限公司，任总经理；2015 年 4 月至 2016 年 12 月，就职于浙江松原汽车安全系统有限公司，任总经理；2015 年 12 月至今，兼任宁波奥维萨汽车部件有限公司执行董事；2016 年 12 月至今，就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司，任董事长。
胡凯纳	男，1988 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2013 年 10 月至 2015 年 4 月，就职于余姚市松原汽车安全装置有限公司，任外贸经理；2015 年 4 月至 2016 年 12 月，就职于浙江松原汽车安全系统有限公司，任外贸总监；2015 年 12 月至今，兼任宁波奥维萨汽车部件有限公司经理；2016 年 12 月至今，就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司，任总经理、董事。
邓渝生	男，1962 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1984 年 9 月至 2000 年 10 月，就职于兵器工业部五九研究所，任助理工程师、工程师；2004 年 1 月至 2015 年 4 月，就职于余姚市松原汽车安全装置有限公司，任副总经理；2015 年 4 月至 2016 年 12 月，就职于浙江松原汽车安全系统有限公司，任副总经理；2016 年 12 月至今，就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司，任副总经理、董事。
李可雷	男，1979 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，国家高级生产运作管理师。2003 年 2 月至 2005 年 5 月，就职于台州市百达电器有限公司，任生产调度员；2005 年 5 月至 2010 年 10 月，就职于浙江爱信宏达汽车零部件有限公司，任制造课长；2010 年 10 月至 2012 年 8 月，就职于宁波东浩铸业有限公司，任副总经理；2012 年 8 月至 2014 年 9 月，就职于余姚市振兴工贸有限公司，任副总经理；2014 年 9 月至 2015 年 4 月，就职于余姚市松原汽车安全装置有限公司，任副总经理；2015 年 4 月至 2016 年 12 月，就职于浙江松原汽车安全系统有限公司，任副总经理；2016 年 12 月至今，就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司，任副总经理、董事。
朱西产	男，1962 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，教授、博士生导师。曾担任中国汽车工业协会专家委员会专家，中国汽车维修行业协会事故车维修工作委员会副主任，中国汽车工程学会汽车安全委员会副主任，国家强制性产品认证汽车及部件技术专家组被动安全性专业组组长；1996 年至 2005 年，就职于中国汽车技术研究中心，任国家轿车质量监督检验中心副总工程师。2005 年 11 月至今，就职于同济大学，任汽车学院教授、博士生导师、汽车安全技术研究所所长、同济汽车设计研究院副总经理。2017 年 6 月至今，任浙江松原汽车安全系统股份有限公司独立董事。
何大安	男，1957 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历。1998 年 6 月至今，就职于浙江工商大学，历任教师、教授、博士生导师、国务院政府特殊津贴获得者；2016 年 4 月至今，任浙富控股集团股份有限公司独立董事；2017 年 1 月至今，任浙江亚太药业股份有限公司独立董事；2017 年 6 月至今，就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司，任独立董事。
涂必胜	男，1964 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学历，副教授。1986 年至今，历任浙江工商大学助教、讲师、副教授；2019 年 12 月至今，任公司独立董事。
赵焱	男，1986 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2008 年 2 月至 2015 年 4 月，就职于余姚市松原汽车安全装置有限公司，任技术经理；2015 年 4 月至 2016 年 12 月，就职于浙江松原汽车安全系统有限公司，任技术经理；2016 年 12 月至今，就职于浙江松原汽车安全系统股份有限公司，现任技术中心总监、副总经理。

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

为激励公司董事、高级管理人员和核心骨干人员，公司在 2022 年向 97 名激励对象定向发行公司 A 股普通股票，约占激励计划草案公告时公司股本总额 1.5 亿股的 1.98%。其中，首次授予限制性股票 272.05 万股，约占激励计划草案公告时公司总股本的 1.81%，占本次授予权益总额的 91.58%；预留 25 万股，约占本激励计划草案公告时公司总股本 0.17%，占本次授予权益总额的 8.42%。行权价格 17.33 元，业绩考核年度是 2022-2025 年，考核目标是营业收入或者净利润。

**表 3：2022 公司激励计划授予限制性股票分配情况**

序号	姓名	国籍	职务	获授限制性股票数量(万股)	占本激励计划授出权益数量比例	占本激励计划公告时公司股本总额比例
1	李可雷	中国	董事、副总经理	16	5.39%	0.11%
2	赵轰	中国	副总经理	16	5.39%	0.11%
3	薛财文	中国	副总经理	16	5.39%	0.11%
4	叶醒	中国	董事会秘书	10	3.37%	0.07%
5	李未君	中国	财务总监	10	3.37%	0.07%
核心管理人员、核心（技术）业务人员（92人）				204.05	68.69%	1.36%
首次授予部分合计（95人）				272.05	91.58%	1.81%
预留部分				25.00	8.42%	0.17%
<b>合计</b>				<b>297.05</b>	<b>100%</b>	<b>1.98%</b>

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**表 4：2022 激励计划考核目标**

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	2022 年营业收入不低于 85,000 万元或净利润不低于 14,000 万元；
第二个归属期	2023 年营业收入不低于 109,600 万元或净利润不低于 17,250 万元；
第三个归属期	2024 年营业收入不低于 148,000 万元或净利润不低于 23,310 万元；
第四个归属期	2025 年营业收入不低于 200,000 万元或净利润不低于 32,200 万元。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

基于公司稳健经营及未来良好预期，积极回报投资者。2020 年年末公司以总股本 1 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元（含税），合计派发现金股利 5000 万元（含税），同时向全体股东每 10 股转增 5 股，合计转增股本 5000 万股。在 2021 年年末，公司拟以 2021 年年末总股本 1.5 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税），合计派发现金股利 3000 万元（含税），同时向全体股东每 10 股转增 5 股，合计转增股本 7500 万股。

**表 5：公司利润分配及转增股分配情况**

年份	2020	2021
红利分配	每 10 股派发现金红利 5 元（含税），合计派发现金股利 5000 万元（含税）	每 10 股派发现金红利 2 元（含税），合计派发现金股利 3000 万元（含税）
转增股情况	每 10 股转增 5 股，合计转增股本 5000 万股	每 10 股转增 5 股，合计转增股本 7500 万股。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

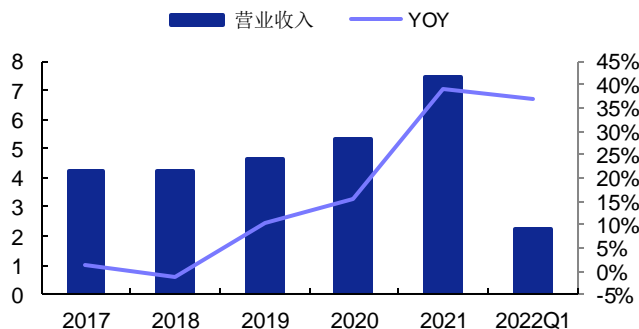
## 1.2. 营收高速增长，盈利能力有望改善

2021 年，公司实现营收 7.5 亿元左右，同比增长约 39%，实现归母净利润 1.1 亿元左右，同比增长约 24%；2022 年 Q1 公司实现营收 2.2 亿元左右，同比增长约 37%，实现归母净利润 0.23 亿元，同比下滑约 10%。2022 年 Q1 盈利能力略有下滑的原因是：1) 上游原材料价格上涨，价格传导的滞后性导致公司营业成本增加；2) 公司股权激励计划，人才引进以及高层管理培训费用扩张导致管理费用增加。

我们认为，未来公司营收有望持续高增长，盈利能力有望得到修复，主要原因包括：1) 根

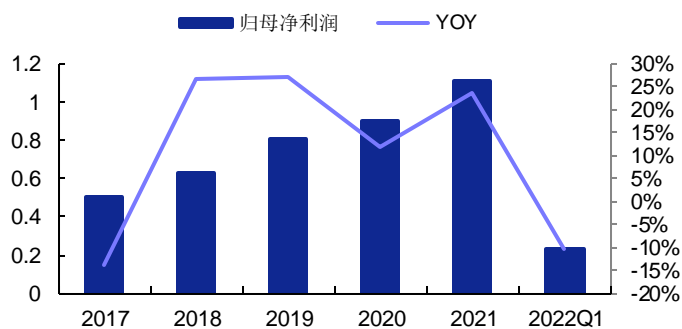
据公司公告，公司新一代安全带总成，即应用于智能驾驶、集成主被动的可逆预紧式安全带总成，已经研发成功，预计 2022 年可以实现小批量量产，单车价值量有望提高；2) 公司成功拓展气囊和方向盘业务，从原来的单一安全带总成产品供应商转型为气囊、方向盘、安全带总成为一体的系统集成供应商，有望实现单车价值量的上升；3) 公司预紧卷收器产品得到德国大众认可，有望加速拓展新客户，逐步切入合资、外资整车厂；4) 新产能的逐步落地。

图 3：公司近五年营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

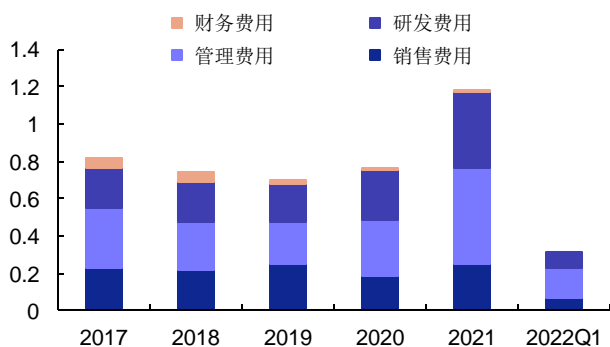
图 4：公司近五年归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

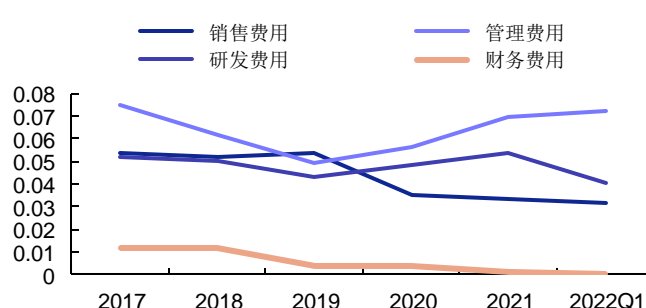
2021 年公司财务、管理、销售和研发费用合计约 1.2 亿元，同比增长约 53%，2022 年 Q1 四费合计约 0.3 亿元，同比增长约 28%，费用率上升主要是因为新产品研发费用，以及股权激励和人才引进费用的增加。我们认为未来公司费用率有望实现稳步下降，主要原因包括：1) 新产品逐步放量、定点项目逐步进入量产，公司营收大幅增加，费用摊薄效应明显；2) 股权激励摊销费用会在下半年以及明年降低。

图 5：公司近五年费用（单位：亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：公司近五年费用占比总营收



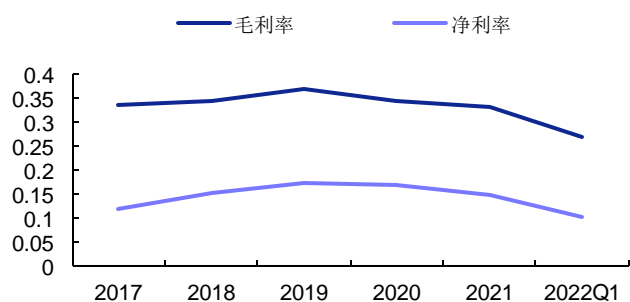
资料来源：wind，安信证券研究中心

2021 年公司实现毛利率约 33.1%，同比下滑约 1.3 个百分点，实现净利率约 14.9%，同比下滑约 1.9 个百分点；2022 年 Q1 公司实现毛利率约 26.8%，同比下滑约 6.3 个百分点，实现净利率约 10.3%，同比下滑 4.6 个百分点。公司毛利率在行业行业中处于较高水平，同行竞争者如奥立托夫毛利率水平在 20%，均胜电子汽车安全系统业务毛利水平在 10-15%，公司拥有完整产业链，产品零件自制率高，专注于安全系统细分领域，产品控本能力强，盈利水平明显优于其他竞争者。

公司毛利率和净利率虽然受原材料价格短期因素等有所下滑，但是从长期来看，我们认为公司毛利率和净利率有望逐步改善，驱动因素包括：1) 公司将进一步延伸布局上游产业链，提高自制率、降低生产成本；2) 新产品拓展顺利；3) 客户结构优化，逐步进入高端车型；4) 定点项目逐步进入量产，规模效应逐步体现。

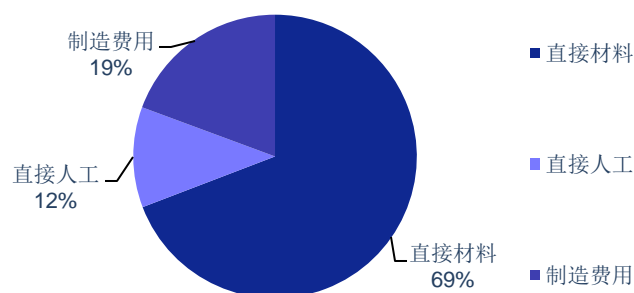


图 7：公司近五年毛利率和净利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：公司业务成本构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 客户结构逐步优化，公司产能迅速扩张

公司客户目前覆盖奇瑞、吉利、长城、长安、通用五菱等主流自主品牌，哪吒、威马等新势力，以及福特和日产等合资品牌，安全带配套车型包括五菱 MINIEV、Nano，奇瑞 QQ 冰淇淋、小蚂蚁，吉利星瑞、缤瑞 COOL，一汽奔腾 B70，长城欧拉好猫，新款哈弗 H6/H6S 等，即将量产的车型包括五菱 Air+E10、一汽 D711、广汽传祺影豹、极氪 EF1E 等；安全气囊和方向盘已经量产的有五菱 MINIEV 和奇瑞 QQ 冰淇淋，即将量产的车型包括哪吒 V，吉利帝豪、新能源 NX21、PA2A 等。我们可以看到公司产品的配套车型逐步实现升级，从 A00 级车进入 A 级车甚至 B 级车。

2021 年公司在拓展外资客户方面取得重大突破，公司预紧卷收器产品获得德国大众认可，有望进入大众汽车全球供应商体系，逐步进入合资、外资整车厂，实现国产替代。我们认为公司在未来，一方面有望通过成本优势在微车市场持续提升市场占有率，另一方面有望通过预紧限力停止式安全带总成等高端产品逐步进入国内自主以及合资外资整车厂的中高端车型，实现产品的量价双升。

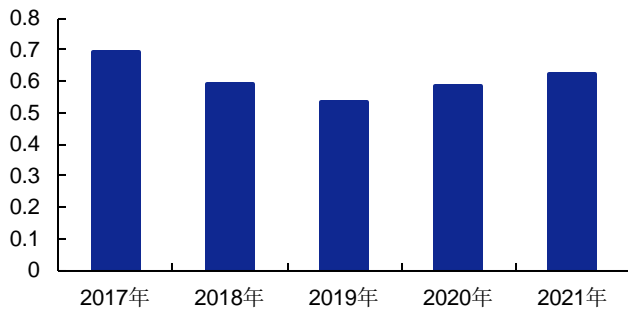
**表 6：公司主要项目量产进度**

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
集成主被动可逆预紧式安全带总成	为适应自动驾驶发展趋势，提供驾乘者更安全的体验，开发自带安全逻辑计算的被动可逆预紧式安全带总成	已经完成中试，首款产品预计未来将搭载在奇瑞 T22/T26 项目中	实现国内市场主动安全带的国产替代化	国产替代外资，抢先布局 L3 以上智能驾驶市场
预紧限力停止式安全带总成	为满足国内高端客户开发需求和未来国际化业务发展的战略规划	已经完成德国主流客户的资质认可	进入国内高端客户市场	可以参与大众集团项目报价，优化客户结构，使公司业务从自主品牌向合资、外资品牌拓展
易于拆装的连接结构的气囊方向盘总成	因发展的需要，缩短开发周期，给客户提价美质优的产品，提升安全气囊和方向盘的产量	厂房新建完成，发泡线自动喷涂机器人正在调试，方向盘烘房建设完成，缝制设备产线、皮革裁切产线建设完成及相关产业链的延伸	350 万套气囊方向盘产能	提升气囊方向盘国内市场份额
轿车项目	为占领国内整车细分市场，保障代步微车稳定的安全性，增强公司产品力为占领国内整车细分市场，提升公司国内被动安全系统产品的市场占有率，为家庭提供安全的交通工具	1、五菱 MINIEV 方向盘+气囊+安全带完成量产 2、新宝骏 KIVI 安全带量产 3、五菱 Nano 安全带量产 4、五菱 Air+E10 项目安全带开发中 5、奇瑞 QQ 冰淇淋方向盘+气囊+安全带完成量产 6、奇瑞小蚂蚁新款安全带完成量产 7、吉利新能源 PA2A 方向盘+气囊+安全带开发中 8、一汽 D711 安全带开发中 9、哪吒 V 方向盘+气囊开发中	占领国内主流微车 50% 以上份额持续提升市场占有率	被动安全模块整车项目，提升公司系统集成能力，从原来的单一安全带总成产品供应商转型为气囊、方向盘、安全带总成为一体的系统集成供应商进一步巩固、扩大和提升公司在汽车被动安全系统行业的知名度及行业地位，实现国产替代。
SUV 项目	为占领国内整车细分市场，提升公司国内被动安全系统产品的市场占有率，为家庭提供安全的交通工具	1、吉利帝豪系列全系安全带量产和部分方向盘+气囊开发中 2、吉利星瑞安全带项目量产 3、吉利缤瑞 COOL 安全带项目量产 4、广汽传祺影豹安全带项目开发完成 5、奇瑞艾瑞泽新款 (M1E) 安全带项目开发中 6、一汽奔腾 B70 安全带项目量产 7、东风奕炫 MAX 安全带项目量产 8、长城欧拉好猫运动版安全带项目量产 9、吉利新能源 NX21 项目气囊+方向盘项目开发中	持续提升市场占有率	进一步巩固、扩大和提升公司在汽车被动安全系统行业的知名度及行业地位，实现国产替代。
客车、商用车以及特种安全项目	为占领国内整车细分市场，给客户提供商用和特种安全产品	1、新款哈弗 H6/H6S 安全带项目完成量产 2、坦克 T300/赤兔/神兽安全带项目完成量产 3、一汽奔腾 T55 安全带项目量产 4、瑞虎 8 安全带项目量产 5、福特领睿安全带项目量产 6、长安科赛或欧尚系列安全带项目量产 7、奇瑞 JX65 整车安全带+气囊+方向盘项目开发中 8、奇瑞瑞虎换代 T22/T26 安全带项目开发中 9、吉利博越换代项目开发中 10、极氪 EF1E 安全带项目开发中	持续提升市场占有率	深度打造在商用车以及特种安全产品的市场布局，满足未来公司全球化业务的战略。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

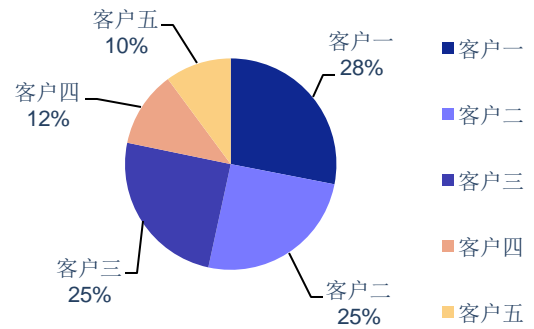
近三年公司前五大客户占比呈上升趋势，2020 年公司前五大客户收入占比达 58.68%，同比上升约 5 个百分点，2021 年达到 62.37%，同比上升约 3.7 个百分点。我们认为未来随着新产品逐步进入量产，公司逐步进入合资和外资整车厂，公司有望实现客户结构的优化、客户集中度的下降，以及抗风险能力的提升。

图 9：公司近五年前五大客户占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：2021 年公司前五大客户占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

定点项目逐步进入量产，公司产能迅速扩张。“年产 1,325 万条汽车安全带总成生产项目”预计于 2022 年 11 月达到预定可使用状态，“年产 150 万套安全气囊生产项目”预计于 2022 年 11 月达到预定可使用状态，2022 年底安全带产能预计可达 3000 万条左右，气囊方向盘产能预计可达 300 万套左右，随着定点项目逐步进入量产，公司产能利用率有望得到保证，营收有望保持高速增长。

表 7：2021 年公司产销量

	产量	销量
汽车安全带	1411.98 万套	1366.03 万套
气囊	2.00 万套	1.72 万套
方向盘	2.44 万套	1.71 万套

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 8：公司产能扩张项目

产能扩增项目	项目达到预定可使用状态日期
年产 1,325 万条汽车安全带总成生产项目	2022 年 11 月
年产 150 万套安全气囊生产项目	2022 年 11 月
测试中心扩建项目	2022 年 09 月

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司增长确定性强，主要原因包括：1) 新产品逐步进入量产，包括适用于智能驾驶的集成主被动的可逆预紧式安全带总成，以及气囊和方向盘产品；2) 逐步进入中高端车型，从五菱 MINIEV、奇瑞小蚂蚁等 A00 车型逐步进入坦克 T300/赤兔/神兽、极氪 EF1E 等 A 级车甚至 B 级车，公司单车价值量得到提升；3) 新客户的逐步落地，公司预紧卷收器产品获得德国大众认可，有望进入大众汽车全球供应商体系，逐步进入合资、外资整车厂；4) 2022 年 H2 “年产 1,325 万条汽车安全带总成生产项目”和“年产 150 万套安全气囊生产项目”预计可达到预定可使用状态，新产能逐步落地。

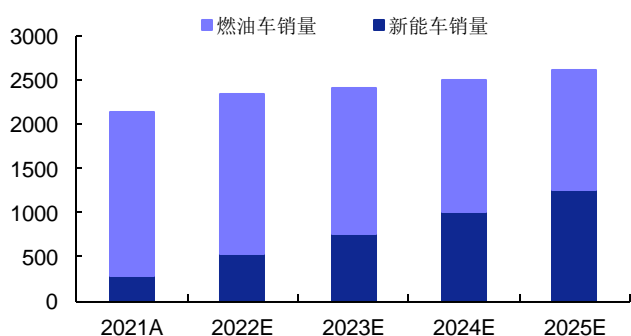
## 2. 安全带国产替代加速，市占率+单车价值量双升高

### 2.1. 行业规模提升，高端化驱动单车价值量提升

汽车安全带总成是汽车生产过程中强制装备组件，一般乘用车前排主副驾驶会配备预紧限力安全带，后排根据车座搭配相应数量的紧急锁止限力安全带或普通紧急锁止安全带，安全带平均单车价值在 350~400 元。随着智能驾驶普及和政策对整车安全性要求更高，主被动可逆预紧式安全带总成渗透率有望逐步提升，根据公司官网价格显示，安全带的单车价值量有望从 400 元左右提升到 1500 元左右。

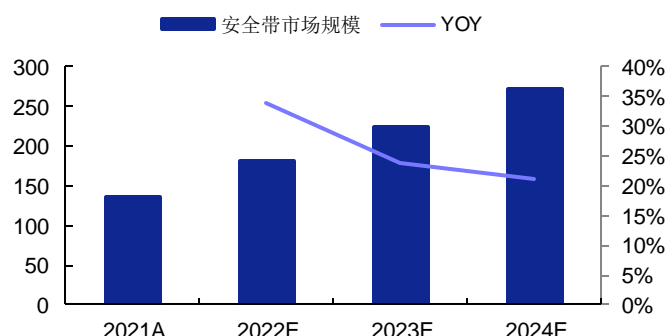
根据我们年度策略报告中预测数据，2025 年国内汽车销量约为 2600 万辆，小型及以下/紧凑型/中型及以上车型的比例为 10%/50%/40%，根据不同车型对应的安全带单车价值量以及技术迭代后的价值量变化，我们估算 2024 年国内安全带的市场规模在 271 亿左右。

图 11：国内汽车销量预测（单位：万辆）



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

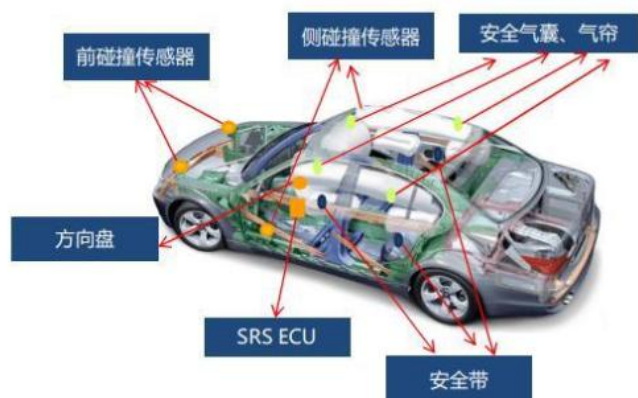
图 12：国内安全带市场规模（单位：亿元）



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

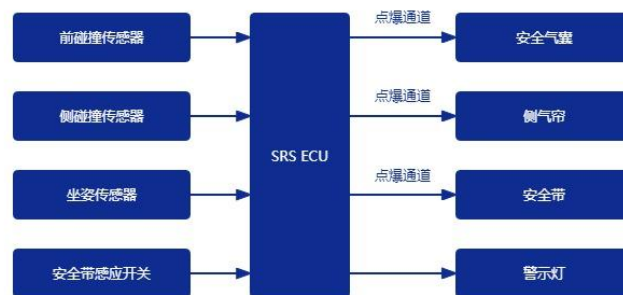
汽车被动安全系统是指汽车发生交通事故后，对乘员进行保护的装备措施，以避免伤害或将伤害降到最低程度，由汽车车身结构、汽车安全带总成、安全气囊、转向柱能量吸收装置、安全玻璃、方向盘等组成等。当汽车发生碰撞，碰撞传感器将碰撞强度信号给到安全气囊控制单元 (SRS ECU)，如果信号值达到设定值，控制单元发送点火信号触发气体发生器点爆，安全气囊迅速充气，并收紧安全带，以保护乘员安全。

图 13：汽车被动安全系统构成



资料来源：盖世汽车，安信证券研究中心

图 14：汽车被动安全系统工作原理



资料来源：盖世汽车，安信证券研究中心

汽车安全带总成属于汽车被动安全系统重要组成部分，在车辆发生碰撞事故时，可对乘员进行约束，避免碰撞时乘员在车厢内移动与方向盘及仪表板等发生碰撞或避免碰撞时甩出车外，是起到保护驾乘人员作用的必要安全装置。安全带总成主要由卷收器、带锁扣组件、高度调节器、织带（包括肩带及腰带）等其他部件组成，卷收器作为汽车安全带总成的核心部件，紧急锁止、预张紧、限力、噪音抑制、儿童锁、防反锁等各项汽车安全带总成主要功能均由卷收器提供；锁扣起到了固定和解除固定安全带的作用；高度调节器起到了调节安全带高度

的作用；织带起到对乘员主要躯干进行约束的作用。

图 15：各安全带总成安装位置

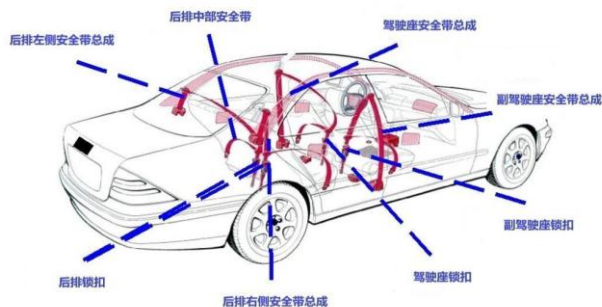


图 16：安全带总成结构图



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

汽车安全带总成提供包括紧急锁止、预张紧、限力三大主要保护功能，按照功能进行区分，公司汽车安全带总成可分为简易式安全带、普通紧急锁止式安全带、紧急锁止限力式安全带、单边预张紧限力式安全带和双边预张紧限力式安全带。

公司积极布局高端安全带产品，公司目前正在研发电机式安全带，主要运用于中高端车型和部分新势力车型，电机式安全带技术壁垒在于利用 ADAS 收集危险信号、横摆角信号、车速信号等数据，建立碰撞模型，判断电机是否需要做功、需要输出多大扭力，控制电机驱动电路。


表 9：紧急锁止、预张紧、限力三大主要保护功能

功能	工作原理	效果
紧急锁止	卷收器锁止原理是当安全带织带瞬间拉出速度达到危险设定值时，通过卷轴内部离心式离合器的作用，利用卷轴本身的旋转提供动力，直接锁死卷轴的旋转，同时锁止安全带。	可在车辆发生紧急情况时，安全带产生锁止效果，将驾乘人员固定于座椅上，保证车内人员的安全。
预张紧	卷收器预张紧原理是通过由电子控制单元（ECU）检测到车辆加速度的不正常变化后，发出预张紧点火信号，引爆气体产生卷曲动力，提前拉紧安全带。	可在车辆发生碰撞时，最快时间内消除安全带与人体之间的间隙，减少人体胸部向前的位移量，拉开与前方安全气囊的距离。
限力	卷收器限力原理是当安全带产生锁止效果时，轴头锁止不动，轴芯由于安全带带动继续转动，带动扭力杆转动，产生变形，达到限力作用。	可在车辆发生碰撞时，将人体束缚的肩带力瞬间控制在一定力量范围内，缓解对驾乘者胸部带来的冲击力。

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

表 10：公司安全带产品种类

产品名称	图示	产品简介	价值量/元
双边预张紧限力式安全带		主要应用于商务乘用车，双边预张紧使芯轴承受更大预张紧力量，提高安全性能。两级递减限力更好吸能，平衡安全带和安全气囊对胸部的载荷。	90-100
单边预张紧限力式安全带		主要应用于商务乘用车，具有预张紧和限力功能。	80-90
紧急锁止限力式安全带		主要运用于商务乘用车，具有紧急锁止和限力功能。	50-60
普通紧急锁止式安全带		主要运用于商务乘用车，具有紧急锁止功能。	30-40
简易式安全带		主要运用于商用车，具有腰部固定的作用。	30

电机式安全带		主要运用于高端乘用车型，在传统被动安全带基础上，可主动根据车辆行驶状态，智能判断危险发生的可能性并及时提醒，纠正驾驶员非正常坐姿。 300~400
--------	---	---

资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

汽车安全带总成分为低端安全带、中断安全带、高端安全带以及目前各大头部安全带生产商正在研发的电机式安全带。低端安全带、中端安全带、高端安全带以及电机式安全带单个价值量分别为 30/30~40/90~100/400 元。

公司安全带业务市场空间庞大，2020-2021 年公司安全带业务营收增长主要来自于后座安全带，单套安全带平均价格在 43~47 元，处于中低端水平，未来随着安全带产品性能升级，高端安全带及电机式安全带市场进一步渗透，安全带单个价值量有望进一步提升，安全带业务增长趋势明显。

表 11：安全带业务市场规模预测

车型	单个价值量/元	单车价值量/元
低端安全带	30	150
中端安全带	50~60	250~300
高端安全带	90~100	450~500
电机式安全带	300~400	1500~2000

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.2. 外资占比较高，国产替代加速进行

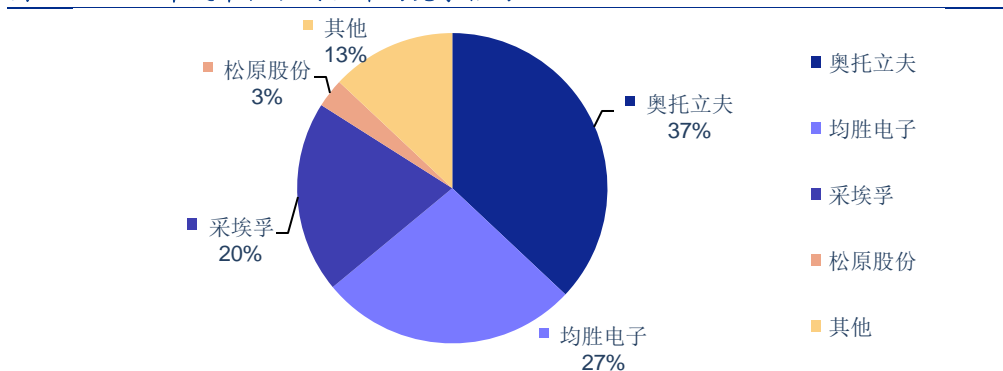
进入汽车被动安全行业壁垒有**技术壁垒**、**认证壁垒**和**产能规模和资金壁垒**，对新进入行业的企业门槛高。外资凭借在汽车被动行业具有先进技术、较大的规模和资金实力以及在管理上的优势，行业呈现外资寡头垄断的市场结构。而本土企业由于起步较晚，企业规模和制造技术落后，在行业竞争中处于被动地位。2021 年市场前三大汽车被动安全系统供应商为奥托立夫、采埃孚-天合和均胜电子，合计市场份额超过 80%。

表 12：汽车被动安全行业壁垒

行业壁垒	
技术壁垒	汽车被动安全行业对供应商产品同步开发要求高，需要同时具备材料研发能力、结构设计能力、实验验证能力、工艺改良创新和品质检测评定等综合能力，要求供应商有多年实践专业人员研究、设计、仿真分析、验证积累，形成较强的技术壁垒。
认证壁垒	被动安全零部件是汽车行业 A 类零部件，需要接受整车厂开发、采购、生产、物流、智控、环保等各方面更为严格的审核，认证周期长，资源投入大，因而供应商通过认证往往会形成稳定的合作关系，对行业新进入者而言准入门槛高
产能规模和资金壁垒	汽车被动安全是规模效益型行业，前期需要大规模土地、生产厂房、机器设备的投入，达到一定产能规模后才能使得规模效益显现，同时整车厂零库存模式需要零部件企业在附件建立仓库及时供货，对企业流动资金提出较高要求。

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 17：2021 年汽车被动安全市场竞争格局



资料来源：中汽协，国际汽车制造商协会，安信证券研究中心

但随着 2021 年整车企业降本压力增加、国外进口零部件停供以及国内汽车本土企业自主研

发和配套能力的持续增强，许多整车厂在国内寻找替代供应商，加大本土化采购力度，优质的汽车零部件企业迎来了“国产替代”机遇。国内供应商的具体优势表现在：1) 技术逐步追赶外资 Tier 1，产品性能逐步接近；2) 成本管控能力更强，成本优势显著；3) 服务能力更强，开发周期更短、响应速度更快。

**表 13：汽车被动安全市场部分竞争对手**

公司名称	竞争优势	竞争劣势	主要客户
奥托立夫	市场份额高，品牌影响力大，被动安全技术垄断优势，盈利能力强，中国市场渗透率高	项目研发周期长，公司规模较大，控本压力大	本田、别克、三菱、日产、福特、大众、宝马等
采埃孚	产品和服务全面，包含安全系统、自动驾驶以及电驱动	业务主要重心在自动驾驶和电驱动	上汽大众、上汽通用、长安福特、东风雪铁龙、吉利汽车、华人运通等
均胜电子	市场份额高，品牌影响力大，被动安全技术垄断优势，抢占主动安全先机	被动安全系统业务主要是收购方式展开，自制率低	奥迪、宝马、大众、福特、日产、路虎、阿斯顿马丁、奔驰、丰田、马自达等
重庆光大	入行时间长，具有品牌优势和地域优势	资金规模有限，安全带业务技术更新迭代速度慢	一汽、上汽、长安、东风日产、北汽、广汽、吉利、长城、奇瑞、比亚迪等
金杯锦恒	拥有外资资本和外资管理经验、市场等	资金规模受限，公司产品以气囊为主	华晨金杯、奇瑞、一汽等

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

**公司优势显著，市场份额有望加速提升**，具体优势包括：1) **先发优势**，公司是国内少数上市的本土汽车安全制造企业，已经定点国内主要自主品牌车企；2) **技术优势**，公司不断突破预张紧限力安全带和主动安全带技术，已经接近外资企业水平；3) **成本优势**，零部件自制率高，成本优势明显；4) **开发周期优势**，开发周期短，满足主机厂跟新迭代需求。

**表 14：公司优势**

优势	优势所在
资金优势	公司是国内少数上市的本土汽车安全制造企业，已经定点国内主要自主品牌车企
技术优势	松原不断突破预张紧限力安全带和主动安全带技术，已经达到国外寡头公司水平
成本优势	松原安全带总成零部件自制率高，成本优势明显
供应链优势	贸易战和疫情期间等特殊期间供应链保障安全，国内物流运输相较国外周期短
开发周期优势	开发周期短，满足主机厂跟新迭代需求

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**公司中高端产品拓展较为顺利**：1) **集成主被动可逆预紧式安全带总成**已完成中试，首款产品预计未来将搭载在奇瑞 T22/T26 项目，该产品主要应用于智能驾驶，可以充分利用雷达、摄像头以及 ESC 的信息，在 ECU 判断可能发生危险时，提前收紧安全带；另外如果司机避免了交通危险，系统会释放部分安全带。2) **预紧限力停止式安全带总成**已经获得德国大众的认可，有望进入大众汽车全球供应商体系，使公司业务从自主品牌向合资、外资品牌拓展，逐步进入国内和合资、外资车企的中高端车型。3) **SUV 项目**已完成量产包括新款哈弗 H6/H6S、坦克 T300/赤兔/神兽、一汽奔腾 T55 等车型，目前正在开发奇瑞 JX65、奇瑞瑞虎换代 T22/T26、吉利博越换代等车型。

**表 15：2021 年公司安全带主要项目量产进度**

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
集成主被动可逆预紧式安全带总成	为适应自动驾驶发展趋势，开发自带安全逻辑计算的被动可逆预紧式安全带总成。	已经完成中试，首款产品预计未来将搭载在奇瑞 T22/T26 项目中
预紧限力停止式安全带总成	为满足国内高端客户开发需求和未来国际化业务发展的战略规划。	已经完成德国主流客户的资质认可
轿车项目	为占领国内整车细分市场，提升公司国内被动安全系统产品的市场占有率，为家庭提供安全的交通工具。	<b>完成量产项目：</b> 五菱 MINIEV、新宝骏 KIWI、五菱 Nano、奇瑞冰淇淋、吉利帝豪系列全系、吉利星瑞、吉利缤瑞 COOL、一汽奔腾 B70、东风奕炫 MAX、长城欧拉好猫运动版 <b>正在开发项目：</b> 五菱 Air+E10、吉利新能源、一汽 D711、广汽传祺影豹、奇瑞艾瑞泽新款
SUV 项目	为占领国内整车细分市场，提升公司国内被动安全系统产品的市场占有率，为家庭提供安全的交通工具	<b>完成量产项目：</b> 新款哈弗 H6/H6S、坦克 T300/赤兔/神兽、一汽奔腾 T55、瑞虎 8、福特领睿、长安科赛。 <b>正在开发项目：</b> 奇瑞 JX65、奇瑞瑞虎换代 T22/T26、吉利博越、极氪 EF1E
客车、商用车以及特种安全项目	为占领国内整车细分市场，给客户提供商用和特种安全产品	<b>完成量产项目：</b> 宇通客车、小宇和 T7 等、福田卡车等系列安全带 <b>正在开发项目：</b> 春风动力、德国凯尔、荷兰奥科凯姆、苏州泰姆勒、土耳其赛吉、德国 AMF 等特种安全带

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

我们梳理了 2022 年即将上市的传统自主和新势力车企的中高端车型，蔚来将推出 ES7、ET7 和 ET5；理想将推出 L9 和 L7，以及未来其他新车型；小鹏将在 Q3 推出 G9 旗舰 SUV 车型，高合和威马也有新车型陆续推出；比亚迪、长城和吉利等自主品牌也将陆续推出 B 级车和 C 级车的新能源车型，国内车企的高端化趋势明确。

随着智能驾驶需求升级，以及自主品牌和新势力中高端车型的陆续推出，匹配公司集成主被动可逆预紧式安全带总成、预紧限力停止式安全带总成等中高端安全带有序拓展，我们认为未来三五年内公司有望在目前存量客户中逐步延伸中高端安全带项目，实现稳定放量。从长期看，公司凭借国内中高端安全带项目研发先发优势，以及品牌积累效应，有望进一步拓展蔚来、理想、小鹏等新势力更多 B 级车、C 级车型，客户结构进一步优化升级。

**表 16：新势力和传统自主品牌 2022 年陆续推出高端车型**

车企类型	品牌	型号	类型	级别	上市/交付时间	
新势力	蔚来	ET5	轿车	B	2022 年 9 月交付	
		ET7	轿车	C	2022 年 3 月 28 日交付	
		ES7	SUV	C	2022 年 4 月中旬上市	
	理想	L9	SUV	D	2022 年 4 月 16 日发布	
	小鹏	G9	SUV	C	2022 年内	
	威马	M7	轿车	C	2022 年内	
	高合	HiPhi Z	轿车	C	2022 年内	
	自主	比亚迪	海豹	轿车	B	2022 年 Q1 上市
			海狮	SUV	B	2022 年 Q3 上市
			驱逐舰 07	轿车	B	2022 年 Q4 上市
广汽埃安		巡洋舰 07	SUV	B	2022 年 Q4 上市	
		登陆舰 07	MPV	B	2022 年 Q3 上市	
		AION LX PLUS	SUV	B	2022 年 1 月 5 日上市	
		吉利	极氪 EF1E	MPV	C	2022 年下半年发布
红旗	LS7	SUV	D	2022 年内		
长安	阿维塔 E11	SUV	C	2022 年 Q1 上市		
智己	L7	轿车	C	2022 年 3 月 29 日		
北汽	极狐阿尔法 SHI 版	轿车	C	2022 年 6 月份		
长城	沙铁机甲龙	轿车	B	2022 年内		
东风	岚图梦想家	MPV	C	2022 年内		

资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

公司的安全带业务定点客户覆盖通用五菱、吉利、奇瑞、长安、长城、一汽、广汽等国内主流主机厂，以及福特等合资车企，客户资源优质。公司以往的配置车型主要以五菱和奇瑞等



主机厂的 A00 级和 A0 车型为主，单车价值量较低，随着公司产品力的不断提升，公司逐步进入广汽传祺影豹、一汽奔腾 T55 等 A 级车，以及一汽奔腾 B70、极氪 EF1E、福特领睿、东风奕炫 MAX 等 B 级车，公司安全带产品的配套车型实现了从 A00 级和 A0 级车到 A 级车和 B 级车的跨越，单车价值量和新客户拓展有望驱动公司持续高增长。

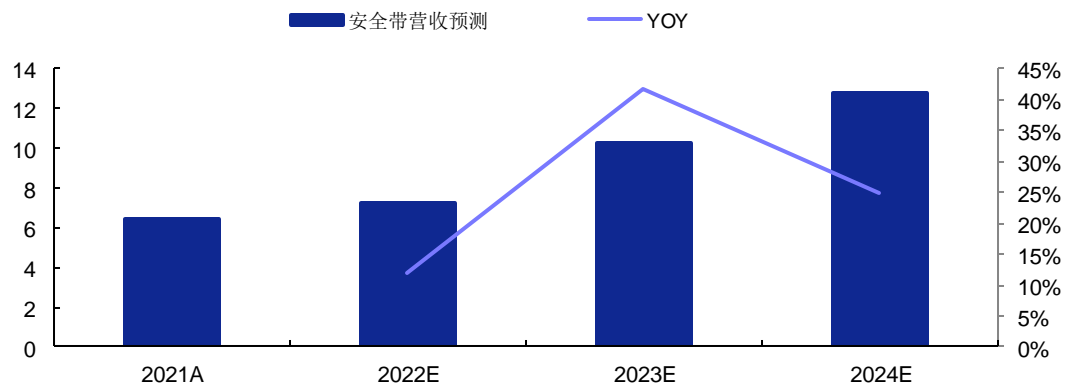
**表 17：安全带业务部分量产/定点客户**

主要客户	主要应用车型	包含车型
吉利汽车	新能源 PA2A、吉利帝豪系列全系、吉利星瑞、吉利缤瑞 COOL、极氪 EF1E 等	A 级轿车、B 级 MPV
上汽通用五菱	五菱 MINIEV、五菱 Nano、五菱 Air+E10、新宝骏 KWI、宝骏 730、宝骏 560、宝骏 310、宝骏 510、宝骏 530 等	A00 级、A0 级、A 级车、微卡、
一汽汽车	一汽 D711、一汽奔腾 B70、一汽奔腾 T55 等	A 级 SUV、B 级轿车、MPV
广汽汽车	广汽传祺影豹等	A 级轿车
东风汽车	东风奕炫 MAX 等	B 级轿车
长城汽车	新款哈弗 H6/H6S、长城欧拉好猫运动版、坦克 T300/赤兔/神兽等	A0 级轿车、A 级 SUV、
长安汽车	长安科赛或欧尚系列等	A 级、B 级 SUV
奇瑞汽车	瑞虎 8、瑞虎换代 T22/T26、吉利博越换代、旗云、QQ、eQ1、奇瑞艾瑞泽新款 (M1E)、奇瑞 JX65 等	A00、A0、A 级车、B 级 SUV
宇通客车	T7、全系客车等	客车
福特汽车	福特领睿等	B 级 SUV
北汽福田	M3、M6、S5 等	SUV、A 级车

资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

根据公司公告，目前公司安全带产品已定点客户包括吉利汽车、上汽通用五菱、长城汽车、奇瑞汽车、长安汽车、宇通客车、北汽福田等主流汽车品牌整车厂以及合众、威马等新势力品牌。基于以上安全带业务拓展趋势分析，我们根据对应车企的 2022~2024 年销量预测，预计公司 2024 安全带营业收入将达到 12.8 亿，其中营收主要来自奇瑞、吉利、上汽通用五菱等自主品牌。

**图 18：安全带营收预测（单位：亿元）**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司安全带业务有望实现高速增长，具体因素包括：1) 新产品开发顺利，集成主被动可逆预紧式安全带总成和预紧限力停止式安全带总成有望实现产品单车价值量的上升；2) 产品结构优化，配套车型从 A00 级和 A0 级车，并有望逐步进入 A 级车和 B 级车；3) 客户结构优化，中长期，公司有望切入合资和外资主机厂；4) 新产能的逐步落地，“年产 1,325 万条车安全带总成生产项目”有序推进。

### 3. 气囊方向盘业务量产，有望实现快速放量

#### 3.1. 行业技术壁垒高，国产替代逐步加速

安全气囊主要是为了防止汽车碰撞时车内乘员和车内部件间发生碰撞而造成的伤害，它通常是作为安全带的辅助安全装置出现，二者共同作用。**安全气囊的保护原理是：**当汽车遭受一定碰撞力量以后，气囊系统发生化学反应瞬间充气弹出，避免乘员的身体与车内零部件直接碰撞，最终达到减轻乘员伤害的效果。按安全气囊的硬件构成，可以将安全气囊分为传感器、气囊电脑、气体发生装置和气袋。按保护位置可分为主驾气囊、副驾气囊、前后座侧气囊，头部气囊、膝部气囊和安全带气囊等。

**安全气囊技术壁垒较高**，主要难点在于：1) 安全气囊在碰撞可以及时打开；2) 安全气囊在没有发生碰撞时不会误爆；3) 安全气囊在发生碰撞后打开，且不会导致驾乘人员发生二次伤害。

图 19：安全气囊的组成



资料来源：盖世汽车，安信证券研究中心

图 20：安全气囊分类



资料来源：盖世汽车，安信证券研究中心

**方向盘**是汽车操纵行驶方向的轮状装置，其功能是将驾驶员作用到转向盘边缘上的力转变为转矩后传递给转向轴。方向盘作为汽车上最重要的安全部件之一，是确保汽车沿正确路线行驶的关键。除需要具有一定强度、硬度，并能承受一定扭转力及弯曲应力外，还需要具有一定的柔韧性，按表面材质可分为塑料、纯皮或仿皮质、木皮相配、真皮翻毛以及碳纤维等几种。

随着智能驾驶技术普及，方向盘产品逐渐向自动化和多功能化趋势发展。通过集合马达震动、辅助预热等功能，自主根据汽车行驶状况，及时应对动态事故，提高汽车行驶安全性。智能方向盘的**技术壁垒**在于：1) 感知层壁垒，摄像头、激光雷达等接受周边环境精准性判断以及在不同天气条件下信号接受稳定性；2) 判断层壁垒，芯片计算能力；3) 执行层壁垒，取消方向盘与转向轮之间的机械连接，由传感器信号与电机实现转向。

图 21：汽车方向盘



资料来源：盖世汽车，安信证券研究中心

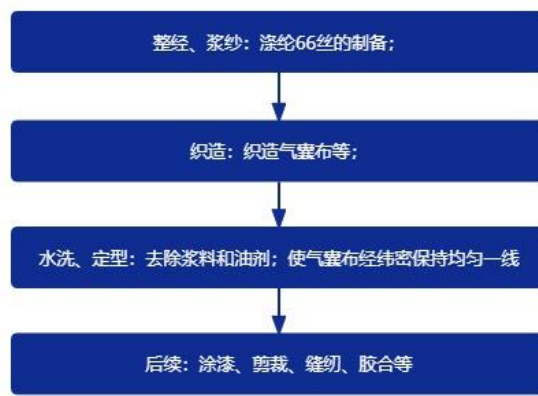
公司气囊和方向盘产品的优势包括：1) 公司设有产品设计开发部门、CAE 仿真和系统集成以确保产品开发能够满足客户需求，缩短研发周期，降低研发成本；2) 公司引进发泡线自动喷涂机器人、方向盘烘房、缝制设备、皮革裁切等国内外先进设备，延伸上游供应链，提高自制率，降低生产成本。

图 22：方向盘制造工艺流程



资料来源：盖世汽车，安信证券研究中心

图 23：安全气囊制造工艺流程



资料来源：盖世汽车，安信证券研究中心

目前国内主要乘用车配备 1~2 个安全气囊，平均单车价值量在 150~400 元，随着 C-NCAP 对汽车安全性能要求提高，以及消费者对汽车安全愈发重视，未来乘用车安全气囊个数将会达到 4~6 个，预计 2024 年安全气囊市场空间达到 180 亿以上，市场空间增长趋势明显。方向盘目前平均价格在 80 元~200 元，未来随着方向盘增加马达震动、辅助预热等功能，方向盘的价值量有望提升至 1000 元，预计 2024 年方向盘市场规模达到 240 亿元。

表 18: 气囊和方向盘业务市场规模预测

		单车用量	单车价值量	汽车销量 (2025) / 万辆	市场价值/亿元
气囊	目前车辆配备情况	1-2 个前排安全气囊	150-400	2600	39-104
	未来汽车配备情况	4-6 个安全气囊和气囊	800-900	2600	208-234
方向盘	目前汽车配备情况	普通方向盘	80-200	2600	20.8-52
	未来汽车配备情况	智能方向盘	1000	2600	260

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 3.2. 导入安全带现有客户, 增量确定性较高

深耕汽车被动安全系统行业十余年, 公司安全带产品客户覆盖主流主机厂, 气囊和安全带客户有望逐步导入现有客户, 目前公司气囊和方向盘业务客户包括吉利、上汽通用五菱、北汽福田、奇瑞、合众以及威马等。我们认为, 随着公司气囊和方向盘产品力的不断提升, 同时叠加价格、产品配套等优势, 气囊和方向盘产品有望实现覆盖安全带业务客户、快速放量, 打造公司的第二增长曲线。

图 24: 目前气囊方向盘客户结构



图 25: 未来公司气囊方向盘客户拓展客户

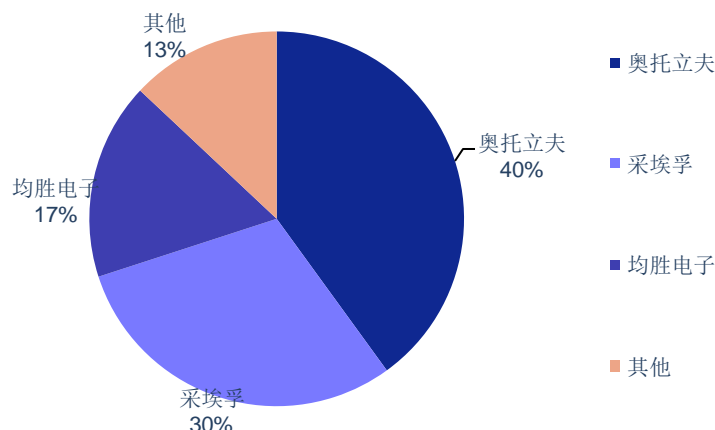


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

由于存在技术、销售渠道、资金规模等方面的壁垒, 全球安全气囊市场集中度高, 主要由外资或合资企业占领。全球市场上知名的安全气囊生产厂家有奥托立夫、收购延锋百利得和高田的均胜电子和收购天合的采埃孚三家外资, 2021 年合计市场占有率达到 80% 以上。奥托立夫是全球最大的安全气囊生产厂家, 尤其是收购德尔福安全气囊业务后, 更确立了其霸主地位, 整个行业呈现外资垄断的市场结构。

图 26: 安全气囊市场竞争格局



资料来源: 盖世汽车, 安信证券研究中心

**表 19: 气囊和方向盘主要竞争对手情况**

公司名称	主要客户
奥托立夫	本田、别克、三菱、日产、福特、大众、宝马、现代、雷诺等
采埃孚	上汽大众、上汽通用、长安福特、东风雪铁龙、吉利汽车、华人运通、上海汽车、广州汽车等
均胜电子	奥迪、宝马、大众、福特、三菱、日产、法拉利、宾利、捷豹、路虎、斯柯达、阿斯顿马丁、奔驰、雪铁龙、欧宝、丰田、马自达等
丰田合成	一汽丰田、重庆长安铃木等
锦州锦恒	上汽大众、一汽、东风、华晨金杯、神龙、奇瑞等

资料来源：盖世汽车，安信证券研究中心

随着国内厂商技术水平的逐渐追赶，目前国内厂商和外资厂商在产品性能上已经较为接近，同时在成本上更具优势，国内厂商在气囊、方向盘等市场中的市占率不断提高、陆续切入各大主流主机厂，其中安全气囊的内资供应商有松原股份、华懋科技、锦州锦恒、东方久乐等，方向盘的内资供应商有松原股份、锦州锦恒、衡水神通、深圳冀深等。

**表 20: 内资供应商切入安全气囊和方向盘**

产品	外资/合资供应商	内资供应商
安全气囊	奥托立夫、采埃孚、均胜安全等	松原股份、华懋科技、锦州锦恒、东方久乐、常州昌瑞、太航常青等
方向盘	奥托立夫、延锋百利得、采埃孚、均胜安全、杭州梵隆、大连中荣等	松原股份、锦州锦恒、衡水神通、深圳冀深、十堰冠达、深圳华通、深圳东胜、鄞州甬城、河北鸿泰等

资料来源：盖世汽车，安信证券研究中心

公司项目订单充足，目前新业务已与吉利汽车、上汽通用五菱、奇瑞汽车、北汽福田、合众汽车以及威马汽车等客户进行项目开发合作，其中已为五菱宏光 MINI、奇瑞 QQ 冰淇淋车型配套供货，分拆客户结构后，我们预估 2022 年公司方向盘和气囊的收入有望超过 2 亿元。

**表 21: 公司安全气囊和方向盘项目进度**

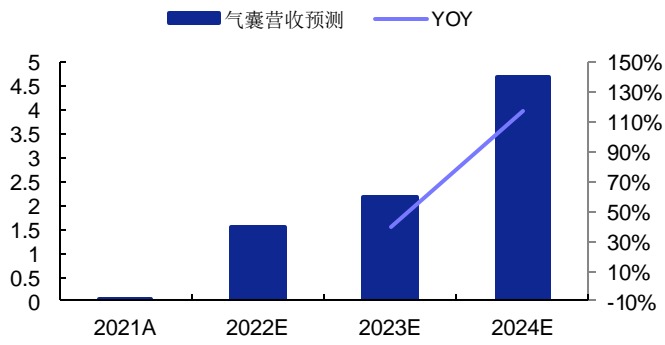
产品	车企	车型	级别	状态
安全气囊	五菱	五菱 MINIEV、	A00 级	已量产
	奇瑞	奇瑞 QQ 冰淇淋、奇瑞 JX65	A00 级、A 级	其中冰淇淋已量产
	吉利	吉利新能源 PA2A、吉利新能源 NX21、部分帝豪系列	A 级	开发中
	哪吒	哪吒 V	A0 级	开发中
方向盘	五菱	五菱 MINIEV、	A00 级	已量产
	奇瑞	奇瑞 QQ 冰淇淋	A00 级、A 级	其中冰淇淋已量产
	吉利	吉利新能源 PA2A、吉利新能源 NX21、部分帝豪系列	A 级	开发中
	哪吒	哪吒 V	A0 级	开发中

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司气囊和方向盘业务增长确定性强，驱动因素包括：1) 气囊单车配套量上升趋势明确，从最开始的单车只安装一个主驾安全气囊，到开始为副驾配置安全气囊，再到目前中高级车型标配六个、甚至八个安全气囊，市场空间较大；2) 智能方向盘中添加辅助预热、离手感应等功能，单车价值量有望上升；3) 有望逐步导入更多安全带客户；4) 产能逐步落地，预计今年年底气囊方向盘产能持续拓展。

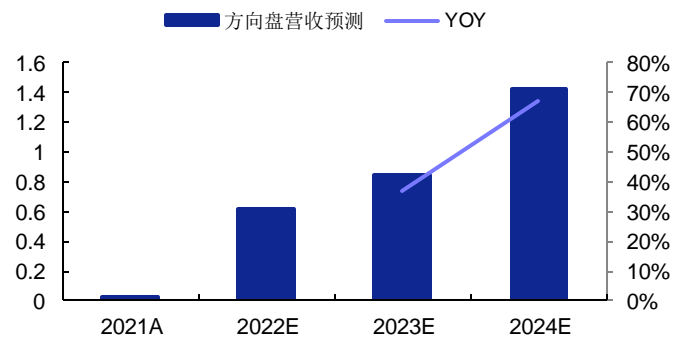
根据公司公告，目前公司气囊和方向盘已为五菱 MINI EV、奇瑞冰淇淋、小蚂蚁实现量产，我们根据 2022-2024 年车型销量预测，结合汽车配备安全气囊和方向盘情况，预计 2022 年公司气囊业务有望实现高增长，根据我们测算，预计 2024 年公司气囊营收达到 6.4 亿元，方向盘营收规模将达到 1.4 亿元。

图 27: 气囊业务营收预测 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 28: 方向盘业务营收预测 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4. 盈利预测与估值简析

公司的安全带业务定点客户覆盖通用五菱、吉利、奇瑞等国内自主，以及福特等合资车企，配置车型主要以五菱和奇瑞等主机厂的 A00 级和 A0 车型为主，单车价值量较低。公司中高端产品开发顺利，目前集成主被动可逆预紧式安全带总成已完成中试，预紧限力停止式安全带总成已经通过德国大众的认可试验，公司业务有望从自主汽车品牌向合资、外资品牌拓展，逐步进入国内和合资、外资车企的中高端车型。目前公司已经进入广汽传祺影豹、一汽奔腾 T55 等 A 级车，以及一汽奔腾 B70、极氪 EF1E、福特领睿、东风奕炫 MAX 等 B 级车，公司安全带产品的配套车型实现了从 A00 级和 A0 级车到 A 级车和 B 级车的跨越，单车价值量和新客户拓展有望驱动公司持续高增长。

公司气囊和方向盘业务客户拓展顺利，目前已与吉利、上汽通用五菱、奇瑞、北汽福田、合众以及威马等客户进行项目开发合作，其中已为五菱宏光 MINI、奇瑞 QQ 冰淇淋车型配套供货，未来随着威马、吉利、奇瑞等客户进入量产，新产品有望实现加速放量，打造公司的第二增长曲线。我们根据公司现有定点客户，以及未来随着产品迭代升级而可拓展客户情况，对公司未来几年分拆收入结构和预测。随着公司产品的快速放量、规模优势逐步体现，以及产品结构和客户结构的升级，我们预计公司盈利能力会持续改善。

**表 22：松原股份各类业务贡献收入拆分预测**

		2022E	2023E	2024E
安全带	营业收入	7.1	10.2	12.8
	YOY	11%	44%	25%
	毛利率	31%	32%	32%
	净利率	15%	16%	16%
气囊	营业收入	1.5	2.2	4.7
	YOY	5060%	39%	117%
	毛利率	26%	27%	28%
	净利率	10%	12%	12%
方向盘	营业收入	0.6	0.8	1.4
	YOY	3010%	37%	67%
	毛利率	16%	17%	18%
	净利率	3%	5%	6%
特殊座椅安全装置	营业收入	1.2	1.5	1.8
	YOY	71%	25%	20%
	毛利率	42%	42%	42%
	净利率	24%	25%	25%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 10.5/14.9/20.7 亿元，实现归母净利润 1.6/2.3/3.0 亿元，对应当前股价对应 PE 为 28/20/15 倍，结合可比公司的估值情况，综合考虑目前公司已定点车型给公司带来的增量，被动安全汽车零部件行业国产替代的空间，以及公司在行业中的龙头地位，给予 2023 年 25 倍估值，对应合理估值为 57.5 亿元，首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 25.56 元/股。

**表 23：松原股份可比公司估值对比表**

代码	简称	股价 (单位/元)	EPS (单位/元)			PE		
		7 月 12 日	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600699.SH	均胜电子	14.91	0.44	0.76	0.98	33.61	19.63	15.16
601689.SH	拓普集团	74.08	1.46	1.99	2.59	50.76	37.22	28.56
603197.SH	保隆科技	50.40	1.44	1.95	2.61	34.94	25.79	19.33
603596.SH	伯特利	76.65	1.63	2.21	2.87	47.03	34.69	26.66
	平均数					41.59	29.33	22.43

资料来源：wind 一致性预测，安信证券研究中心

## 5. 风险提示

- 1) 行业与市场风险：汽车行业受宏观经济和国家产业政策影响大，存在全球经济和国内宏观经济形势恶化或者国家产业政策发生不利变风险，汽车销量可能会下滑。
- 2) 规模扩张管理风险：公司生产规模和销售规模不断扩大，可能在生产管理、质量控制、人力资源以及客户服务等方面的管理风险。
- 3) 技术风险：公司已经形成一支专业素质高、创新能力强的研发团队，可能会面临研发人员流失导致公司研发进程受到影响以及技术泄密风险。
- 4) 产品质量风险：汽车整车制造对汽车安全零部件产品质量安全要求高，公司经营若出现重大产品质量问题，导致下游整车厂大规模召回造成损失以及对公司产品认证带来负面影响。
- 5) 客户集中度高风险：公司主要客户营收占比较高，可能面临主要客户流失或客户经营状况发生变动，对公司主营业务造成不利影响。
- 6) 假设条件不及预期风险：本报中的一些判断是基于一些假设条件所得出的结论，存在假设条件不及预期风险。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
单位(亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位(亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	5.4	7.5	10.5	14.9	20.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3.5	5.0	7.2	10.3	14.5	营业收入增长率	15.3%	39.0%	41.0%	42.0%	39.0%
营业税费	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	营业利润增长率	11.3%	22.5%	42.2%	40.9%	31.6%
销售费用	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6	净利润增长率	11.7%	23.6%	43.9%	41.0%	31.6%
管理费用	0.3	0.5	0.6	0.9	1.2	EBITDA 增长率	2.7%	25.3%	37.6%	39.0%	29.4%
研发费用	0.3	0.4	0.5	0.7	1.0	EBIT 增长率	1.4%	24.2%	38.0%	40.9%	31.6%
财务费用	0.0	0.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	11.1%	23.9%	41.0%	40.9%	31.6%
资产减值损失	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	投资资本增长率	26.4%	40.3%	34.9%	22.9%	19.7%
加:公允价值变动收益	-	0.0	0.1	0.0	-0.0	净资产增长率	95.0%	8.6%	24.7%	14.8%	18.7%
投资和汇兑收益	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0						
<b>营业利润</b>	1.0	1.3	1.8	2.5	3.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	毛利率	34.4%	33.1%	31.0%	31.0%	30.0%
<b>利润总额</b>	1.0	1.2	1.8	2.5	3.3	营业利润率	19.3%	17.0%	17.1%	17.0%	16.1%
减:所得税	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	净利润率	16.8%	14.9%	15.2%	15.1%	14.3%
<b>净利润</b>	0.9	1.1	1.6	2.3	3.0	EBITDA/营业收入	22.9%	20.7%	20.2%	19.7%	18.4%
						EBIT/营业收入	19.6%	17.5%	17.1%	17.0%	16.1%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	98	88	84	71	55
						流动资产资本周转天数	156	139	139	144	141
						流动资产周转天数	331	315	292	290	280
货币资金	1.2	1.0	1.6	2.2	3.1	应收帐款周转天数	136	126	126	129	127
交易性金融资产	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7	存货周转天数	63	59	64	64	64
应收帐款	2.4	2.8	4.6	6.2	8.5	总资产周转天数	483	476	440	401	360
应收票据	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	288	278	271	244	213
预付帐款	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6						
存货	1.0	1.5	2.2	3.0	4.3	<b>投资回报率</b>					
其他流动资产	0.8	0.5	1.0	1.1	1.3	ROE	12.7%	14.4%	16.6%	20.4%	22.6%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	10.2%	10.2%	10.8%	12.3%	12.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	24.3%	23.8%	23.9%	25.0%	26.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-						
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	1.5	2.1	2.8	3.1	3.2	销售费用率	3.6%	3.4%	3.2%	3.1%	3.1%
在建工程	0.3	1.0	0.8	0.7	0.5	管理费用率	5.6%	7.0%	5.9%	5.7%	5.6%
无形资产	0.4	0.7	0.7	0.6	0.6	研发费用率	4.9%	5.3%	4.9%	4.7%	4.6%
其他非流动资产	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	财务费用率	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	8.8	10.9	14.8	18.4	23.0	四费/营业收入	14.5%	15.9%	13.9%	13.5%	13.3%
短期债务	-	1.0	1.3	2.2	3.1	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1.0	1.3	2.0	2.8	3.9	资产负债率	19.6%	28.9%	34.6%	39.6%	42.6%
应付票据	0.2	0.3	0.7	0.7	1.1	负权益比	24.4%	40.7%	53.0%	65.5%	74.2%
其他流动负债	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	流动比率	3.88	2.26	2.35	2.28	2.18
长期借款	-	-	0.6	1.1	1.1	速动比率	3.29	1.76	1.84	1.78	1.67
其他非流动负债	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	利息保障倍数	57.07	116.74			
<b>负债总额</b>	1.7	3.1	5.1	7.2	9.7	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.22	0.13	0.20	0.37	0.40
股本	1.0	1.5	2.3	2.3	2.3	分红比率	55.5%	27.0%	27.5%	36.7%	30.4%
留存收益	6.1	6.2	7.4	8.8	10.9	股息收益率	1.1%	0.7%	1.0%	1.9%	2.0%
<b>股东权益</b>	7.1	7.7	9.6	11.1	13.1						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.40	0.49	0.71	1.00	1.32
净利润	0.9	1.1	1.6	2.3	3.0	BVPS(元)	3.16	3.43	4.28	4.92	5.84
加:折旧和摊销	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	PE(X)	49.1	39.7	27.6	19.6	14.9
资产减值准备	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	PB(X)	6.2	5.7	4.6	4.0	3.4
公允价值变动损失	-	-0.0	0.1	0.0	-0.0	P/FCF	-72.8	208.7	411.0	30.9	26.3
财务费用	0.0	0.0	-	-	-	P/S	8.2	5.9	4.2	3.0	2.1
投资损失	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	29.9	36.7	20.6	15.0	11.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	35.9%	38.7%	25.7%	35.9%	38.7%
营运资金的变动	-0.8	-0.3	-1.8	-1.9	-2.3	PEG	1.4	1.0	1.1	0.5	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	0.6	1.0	0.3	0.8	1.2	ROIC/WACC	2.4	2.3	2.3	2.4	2.6
投资活动产生现金流量	-1.6	-1.8	-1.0	-0.6	-0.3	REP	3.2	3.6	2.1	1.6	1.3
融资活动产生现金流量	2.1	0.4	1.2	0.5	0.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 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。

## ■ 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。

## ■ 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： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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