

被动安全国产替代新星，新品拓展开启放量

松原股份 (300893)

事件

公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报，2021 年实现营业收入 7.45 亿元，同比+39%，归母净利润 1.11 亿元，同比+23.6%；2022Q1 实现营业收入 2.21 亿元，同比+37%，归母净利润 0.23 亿元，同比-10.3%。

简评

21 年收入与业绩亮眼，22Q1 收入保持高增长

2021 年实现营业收入 7.45 亿元，同比+39%，归母净利润 1.11 亿元，同比+23.6%，毛利率 33.1%，同比-1.34pct；1) 营收增长：21 年公司主营产品安全带总成出货量 1366 万套，同比+28.3%，是主要营收增量，公司产品结构调整成果初显，安全气囊、方向盘等新产品的首次批量生产，占营收比重 0.64%；2) 毛利率下降：主要原材料钢材、织带等涨价，导致营业成本提升。3) 期间费用率提升：21 年公司期间费用率 15.9%，同比+1.4pct，其中管理费用率 7.0%，同比+1.4pct；研发费用率 5.3%，同比+0.4pct。4) 业绩同比增长：虽然毛利率和期间费用率提升，得益于收入规模增长，21 年归母净利润同比+23.6%。

2022Q1 实现营业收入 2.21 亿元，同比+37%，归母净利润 0.23 亿元，同比-10.3%，毛利率 26.78%，同比-6.32pct。得益于对安全带总成业务的深耕以及对气囊、方向盘市场的持续发力，Q1 营收保持稳健增长。Q1 业绩同比下滑：1) 原材料上涨导致毛利率下滑；2) 加大人才引进和资源投入、咨询费增加、股权激励费用摊销，使 Q1 管理费用增加。

低竞争格局下国产替代提速，客户拓展路线清晰，新产品有望放量

汽车被动安全系统行业壁垒高，全球份额较为集中，目前全球仅有 3-4 家汽车安全系统核心供应商，行业呈现外资寡头垄断的市场结构，导致自主品牌供应商市占率低，然而伴随着整车企业降本压力的增加、国内汽车零部件企业综合实力的提升，整个汽车被动安全系统行业，迎来了市场红利的时代。公司积极开拓新客户、新车型，完成国内重点整车厂的业务布局，目前已向吉利、五菱、长城、奇瑞、长安、宇通、福田等整车厂供货被动安全部件，后续将沿着“自主品牌低端-自主品牌高端-合资品牌-外资品牌”战略方向，加速开拓新客户。公司产品结构多元化发展，21 年方向盘和安全气囊产品首度上量，有望打开第二成长空间。

投资建议：客户拓展提速，新产品放量在即，给予“买入”评级

2022 年公司方向盘、安全气囊等新业务有望放量，预计原材料价格将趋于稳定，公司出货量及盈利能力均有望提升。汽车零部件国产化进程加快，公司凭借扎实的客户积累，有望进一步向高附加值品牌渗透，业绩有望持续增长。预计公司 22E-24E 归母净利润为 1.8/2.6/3.5 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：汽车销量低于预期；客户拓展不及预期；国产替代不及预期。

首次评级

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440520070001

SFC 中央编号：BQR089

何俊艺

hejunyi@csc.com.cn

15121172110

SAC 执证编号：S1440521010002

杨耀先

yangyaoxian@csc.com.cn

15216716535

SAC 执证编号：S1440521070001

陈怀山

chenhuaishan@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440521110006

发布日期：2022 年 05 月 04 日

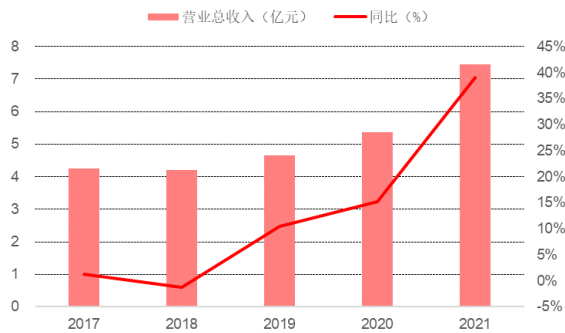
当前股价：20.25 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

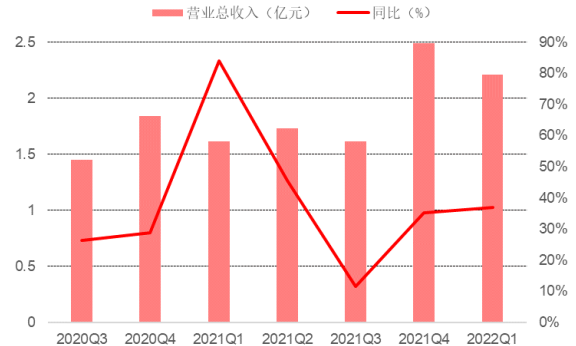
1 个月	3 个月	12 个月
-17.35/-12.46	-34.02/-22.02	-5.78/15.83
12 月最高/最低价 (元)		42.88/16.88
总股本 (万股)		15,000.0
流通 A 股 (万股)		3,750.0
总市值 (亿元)		30.38
流通市值 (亿元)		7.59
近 3 月日均成交量 (万股)		196.83
主要股东		
胡铲明		46.88%

图表1：营收及同比增速



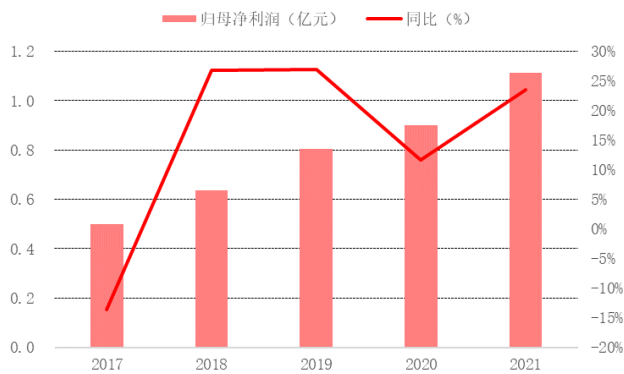
资料来源：WIND，中信建投

图表2：营收及同比增速（季度）



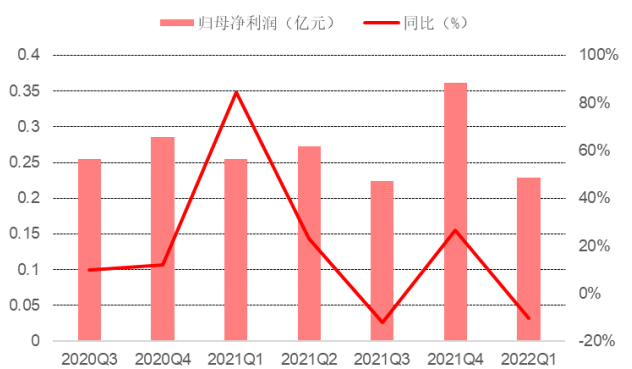
资料来源：WIND，中信建投

图表3：归母净利润及同比增速



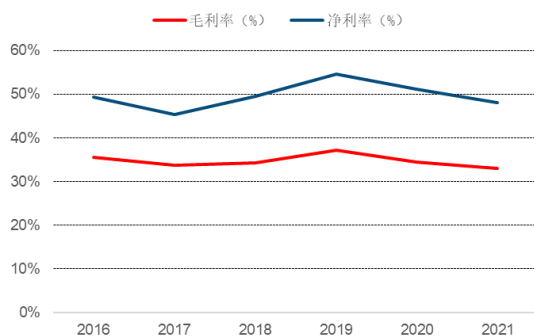
资料来源：WIND，中信建投

图表4：归母净利润及同比增速（季度）



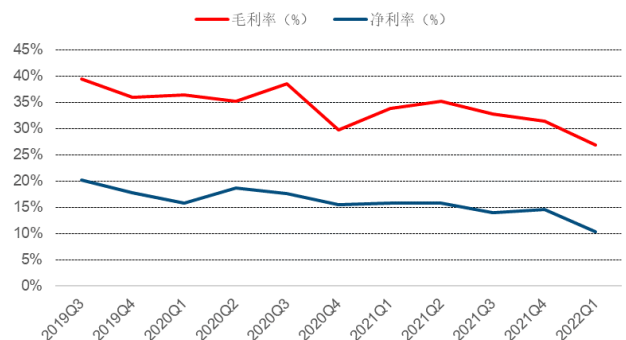
资料来源：WIND，中信建投

图表5：毛利率及净利率



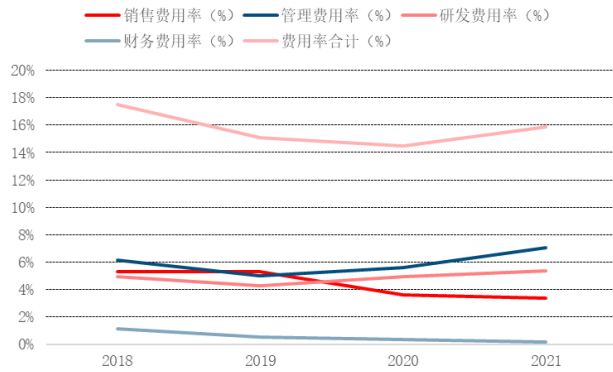
资料来源：WIND，中信建投

图表6：毛利率及净利率（季度）



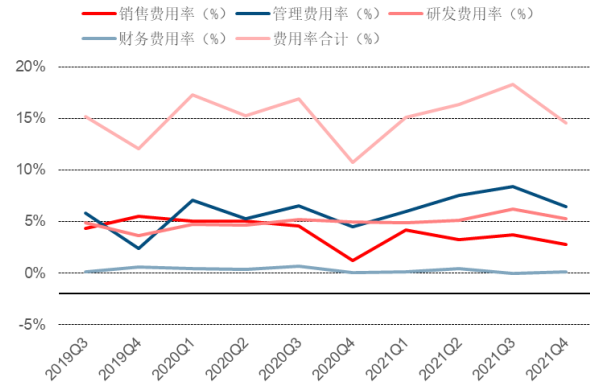
资料来源：WIND，中信建投

图表7： 期间费用率



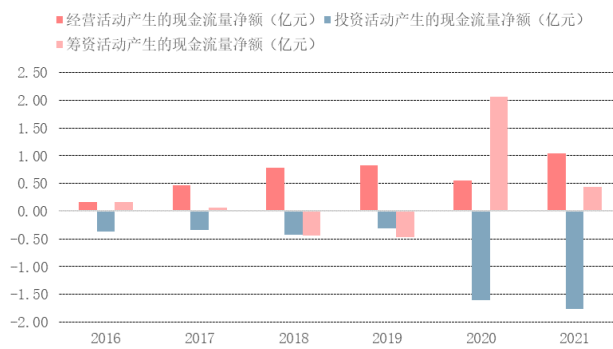
资料来源：WIND，中信建投

图表8： 期间费用率（季度）



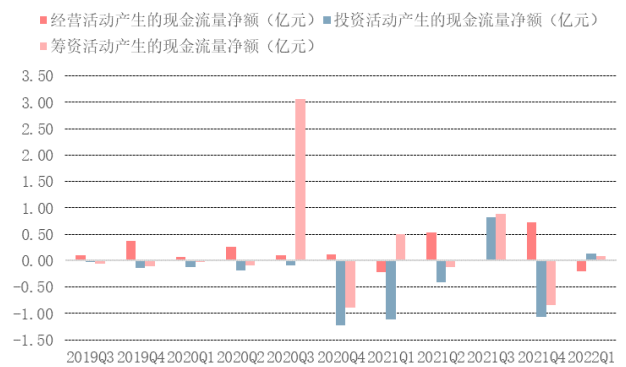
资料来源：WIND，中信建投

图表9： 现金流量



资料来源：WIND，中信建投

图表10： 现金流量（季度）



资料来源：WIND，中信建投

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	632	671	1208	1505	1903
现金	124	105	382	532	688
应收票据及应收账款合计	231	278	388	453	536
其他应收款	11	2	17	9	25
预付账款	13	24	29	44	50
存货	97	148	200	280	337
其他流动资产	156	115	192	187	266
非流动资产	253	415	503	620	733
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	151	212	307	419	521
无形资产	39	68	73	78	83
其他非流动资产	63	135	123	124	128
资产总计	885	1086	1711	2125	2636
流动负债	163	297	682	881	992
短期借款	0	102	442	594	674
应付票据及应付账款合计	123	160	205	253	284
其他流动负债	40	34	34	34	35
非流动负债	11	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	17	17	17	17
负债合计	174	314	699	898	1009
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	100	150	150	150	150
资本公积	389	339	339	339	339
留存收益	222	283	426	619	857
归属母公司股东权益	711	772	1012	1227	1626
负债和股东权益	885	1086	1711	2125	2636

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	56	105	100	199	295
净利润	90	111	180	260	352
折旧摊销	22	28	33	40	54
财务费用	2	1	9	18	20
投资损失	1	-1	0	0	0
经营性应收项目的减少	-92	-47	-116	-80	-89
经营性应付项目的增加	32	56	46	47	31
其他经营现金流	33	12	-6	-39	-41
投资活动现金流	-161	-177	-123	-157	-166
资本支出	72	212	429	269	193
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-89	35	307	111	26
筹资活动现金流	206	44	-30	-33	-41
短期借款	-51	102	10	11	12
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	25	50	0	0	0
资本公积增加	256	-50	0	0	0
其他筹资现金流	-24	-58	-40	-44	-53
现金净增加额	100	-28	-52	9	88

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	536	745	1072	1491	1928
营业成本	351	498	708	976	1257
营业税金及附加	3	3	5	7	9
销售费用	19	25	33	46	60
管理费用	30	52	70	92	114
研发费用	26	40	54	70	94
财务费用	2	1	9	18	20
资产减值损失	-1	-3	-1	-3	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	7	5	7	5	6
投资净收益	-1	1	-0	-0	-0
营业利润	103	126	205	296	399
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	103	124	204	295	398
所得税	13	13	24	35	46
净利润	90	111	180	260	352
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	90	111	180	260	352
EBITDA	121	155	246	353	472
EPS (元)	0.90	0.74	1.20	1.74	2.34

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.3	39.0	43.9	39.0	29.3
营业利润(%)	11.3	22.5	62.0	44.6	34.7
归属于母公司净利润(%)	11.7	23.6	61.4	45.0	35.1
获利能力					
毛利率(%)	34.4	33.1	34.0	34.5	34.8
净利率(%)	16.8	14.9	16.7	17.5	18.2
ROE(%)	12.7	14.4	19.5	22.5	23.8
ROIC(%)	17.7	16.5	20.9	24.3	26.8
偿债能力					
资产负债率(%)	19.6	28.9	40.9	42.3	38.3
净负债比率(%)	-17.4	-0.2	6.5	5.4	-0.9
流动比率	3.9	2.3	1.8	1.7	1.9
速动比率	3.3	1.8	1.5	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.7	2.9	3.2	3.5	3.9
应付账款周转率	4.1	4.3	4.7	5.2	5.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.74	1.20	1.74	2.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.66	0.67	1.33	1.97
每股净资产(最新摊薄)	7.11	5.15	6.15	7.71	9.83
估值比率					
P/E	22.5	27.3	16.9	11.7	8.6
P/B	2.8	3.9	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	23.5	19.2	12.3	8.6	6.3

分析师介绍

程似骐：汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士。2021 年新财富第四，2020 年新浪财经新锐分析师第一名，2020 年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名，2017 年新财富第二团队核心成员。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮。

何俊艺：汽车行业联席首席分析师，上海交通大学硕士，师从上海交通大学校长，汽车工程学院林忠钦院士。曾任职于国信证券，四年汽车行业研究经历，获得 2019/2020 年度新财富最佳分析师（第四），2017-2020 年水晶球最佳分析师等荣誉，深度跟踪汽车零部件，整车板块。

杨耀先：上海交通大学机械工程学士、硕士。曾就职于上汽集团前瞻技术研究部，两年汽车研发经历。此后加入券商研究所，两年汽车行业研究经历。2021 年加入中信建投，对整车、零部件、新能源车、智能化均有研究。

陈怀山：上海交通大学机械工程硕士。曾任职于长江证券研究所，四年证券行业研究经验，2017、2019 年新财富第一团队成员。2021 年加入中信建投证券，对新能源车、零部件及整车等均有研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk