

业绩短期承压 盈利改善可期

上海沿浦(605128) 系列报告十

事件概述

公司发布 2023 一季报：2023Q1 实现营收 2.8 亿元，同比+18.5%，环比-25.9%；归母净利润 0.1 亿元，同比-4.4%，环比+13.1%；扣非归母净利润 0.1 亿元，同比+4.7%，环比+312.0%。

分析判断：

► 收入稳健增长 毛利率环比提升

收入端：公司 2023Q1 营收 2.8 亿元，同比+18.5%，环比-25.9%，我们判断收入同比增长主要受益于汽车座椅骨架总成新项目量产贡献增量。随着汽车座椅骨架总成在手充沛订单的逐步量产以及公司近期中标的铁路专用集装箱物料订单和比亚迪零部件订单，我们判断公司收入有望持续增长。

毛利率：公司 2023Q1 毛利率为 13.2%，同比-4.3pct，环比+6.3pct，我们判断毛利率同比下滑主要受客户结构的变化，环比回升呈现改善趋势，预计随着产能利用率提升叠加材料价格维持稳定，毛利率有望改善。

费用端：公司 2023Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.2%、5.5%、3.7%、1.0%，分别同比-0.1pct、-0.6pct、+0.2pct、+1.0pct，分别环比+0.1pct、-0.7pct、+0.4pct、+0.5pct，我们判断管理费用率同比下降主要受益于规模效应，财务费用率同比大幅度增加则主要由于可转债发行，研发费用率同比增加主要受新项目增加致公司研发人员不断扩充的影响。

利润端：公司 2023Q1 扣非归母净利 0.1 亿元，同比-4.4%，环比+12.5%，业绩短期承压，我们认为公司当前正处于投入上升期，收入端明显加速彰显业务的顺利拓展，随着更多在手订单的逐步量产，公司利润端业绩有望显著改善。

► 可转债募资扩产 汽车座椅骨架高增可期

根据公司 2022 年 9 月 14 日公告，公司获批发行可转债 3.84 亿元，主要用于重庆工厂和荆门工厂的建设，助力产能扩张，保障重庆金康和荆门长城两个项目定点的落地，同时有利于拓展其他客户。荆门长城项目产值 6.8 亿-8.1 亿元（2021.10-2026.10），重庆金康项目产值 19.4 亿-22.7 亿元（2022-2027），我们预计 22-24 年合计贡献营收分别为 2 亿、7 亿、10 亿，对应营收占比分别为 14%、27%、28%，综合竞争优势凸显。公司系汽车座椅骨架自主龙头，国内市占率 6+%，战略绑

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	35.11
股票代码：	605128
52 周最高价/最低价：	66.47/19.93
总市值(亿)	28.09
自由流通市值(亿)	14.64
自由流通股数(百万)	41.71



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006
联系电话：

分析师：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522120001
联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】上海沿浦（605128）系列报告九：业绩短期承压 座椅骨架加速从 1 到 N
2023.04.21
- 【华西汽车】上海沿浦（605128）系列报告八：再获比亚迪定点 拓品类增厚业绩
2023.01.31
- 【华西汽车】上海沿浦（605128）系列报告七：中标铁路集装箱 拓品类增厚业绩
2022.12.15

定李尔系。2021 年以来公司座椅骨架总成先后突破赛力斯、比亚迪等新能源客户，我们判断前后座椅全面配套，预计单车配套价值突破千元（过去以后排座椅为主，单车配套价值仅为 300-500 元），汽车座椅骨架高增可期。

► 双维拓展 打开中长期成长空间

客户积极开拓，从李尔系到全面覆盖主流 Tier 1。公司最早于 2007 年与东风李尔建立业务联系，合作至今已有 10 余年，2021 年贡献收入大概 4.3 亿元，占比 51%；与泰极爱思系、麦格纳系、延锋系合作超过 8 年，近两三年加速客户拓展，进入马夸特、佛吉亚、CVG（商用汽车集团）、未势新能源、蜂巢能源科技、伟巴斯特、本特勒、天纳克、曼德电子、蜂巢传动科技等体系。

业务横向拓展，从座椅骨架到汽车门模、安全系统、新能源细分。通过自身客户及业务技术方面的优势，横向拓展汽车门模、安全系统等，积极布局塑料电子模块、铜排、汽车天窗导轨等新能源细分领域，我们预计单车配套价值有望由平均 300-400 元提至过千元。

中标铁路集装箱，拓品类增厚业绩。根据公司 2022 年 12 月 16 日公告，公司以打包方式（即整箱采购方式）通过了金鹰重工公司（实际控制人是中国国家铁路集团有限公司）的铁路专用集装箱物料项目的招标审核，中标金额为 5.87 亿元，预计 2023 年达到交付状态，基于汽车业务积累的成熟稳定的冲压、焊接和装配技术，首次成功突破国铁集团的供应商认证，有望增厚公司未来的业绩。

投资建议

公司作为汽车座椅骨架龙头，在电动智能重塑整零关系的大趋势下，有望凭借性价比和快速响应能力加速抢占份额；同时公司积极拓展新客户和新品类，有望迎来量价齐升，打开中长期成长空间。考虑到下游车企竞争加剧，维持盈利预测：预计公司 2023-25 营收为 21.86/35.91/47.08 亿元，归母净利润为 1.53/3.07/4.29 亿元，EPS 为 1.91/3.83/5.36 元，对应 2023 年 4 月 27 日收盘价 35.11 元，PE 分别为 18/9/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

汽车销量不及预期、座椅骨架市占率提升不及预期、竞争加剧、原材料价格波动风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	827	1,122	2,186	3,591	4,708
YoY (%)	4.4%	35.7%	94.9%	64.3%	31.1%
归母净利润(百万元)	70	46	153	307	429
YoY (%)	-13.2%	-35.1%	233.5%	101.1%	39.8%
毛利率 (%)	19.2%	13.2%	15.0%	15.9%	15.7%
每股收益 (元)	0.88	0.57	1.91	3.83	5.36
ROE	6.9%	4.1%	11.9%	19.3%	21.3%
市盈率	39.90	61.60	18.41	9.16	6.55

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,122	2,186	3,591	4,708	净利润	46	153	307	429
YoY (%)	35.7%	94.9%	64.3%	31.1%	折旧和摊销	101	67	99	117
营业成本	974	1,858	3,020	3,969	营运资金变动	-87	-280	-427	-307
营业税金及附加	7	13	22	28	经营活动现金流	50	-53	4	277
销售费用	3	6	11	12	资本开支	-330	-173	-398	-316
管理费用	67	114	180	217	投资	-109	-7	-4	-5
财务费用	2	0	1	-2	投资活动现金流	-439	-181	-404	-324
研发费用	43	74	108	132	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	374	310	457	126
投资收益	-1	-1	-2	-2	筹资活动现金流	346	303	434	90
营业利润	42	141	283	396	现金净流量	-43	69	34	43
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	42	141	283	396	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	-4	-12	-24	-34	成长能力 (%)				
净利润	46	153	307	429	营业收入增长率	35.7%	94.9%	64.3%	31.1%
归属于母公司净利润	46	153	307	429	净利润增长率	-35.1%	233.5%	101.1%	39.8%
YoY (%)	-35.1%	233.5%	101.1%	39.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.57	1.91	3.83	5.36	毛利率	13.2%	15.0%	15.9%	15.7%
					净利率	4.1%	7.0%	8.5%	9.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	2.1%	5.0%	6.8%	7.7%
货币资金	229	298	332	375	净资产收益率 ROE	4.1%	11.9%	19.3%	21.3%
预付款项	2	4	6	8	偿债能力 (%)				
存货	179	347	561	739	流动比率	1.88	1.44	1.25	1.27
其他流动资产	836	1,396	2,268	2,906	速动比率	1.61	1.19	1.02	1.03
流动资产合计	1,246	2,046	3,168	4,029	现金比率	0.35	0.21	0.13	0.12
长期股权投资	38	45	49	55	资产负债率	47.7%	58.3%	64.6%	63.7%
固定资产	325	417	701	887	经营效率 (%)				
无形资产	49	51	53	55	总资产周转率	0.52	0.71	0.80	0.85
非流动资产合计	920	1,033	1,336	1,540	每股指标 (元)				
资产合计	2,166	3,078	4,503	5,569	每股收益	0.57	1.91	3.83	5.36
短期借款	1	310	768	893	每股净资产	14.09	16.00	19.83	25.20
应付账款及票据	518	933	1,547	2,019	每股经营现金流	0.63	-0.66	0.05	3.46
其他流动负债	145	181	227	265	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	664	1,424	2,542	3,178	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	61.60	18.41	9.16	6.55
其他长期负债	370	370	370	370	PB	3.81	2.19	1.77	1.39
非流动负债合计	370	370	370	370					
负债合计	1,033	1,793	2,911	3,547					
股本	80	80	80	80					
少数股东权益	5	5	5	6					
股东权益合计	1,132	1,285	1,592	2,021					
负债和股东权益合计	2,166	3,078	4,503	5,569					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。