

汽车密封条行业升级，高毛利构建核心竞争力

投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 公司是国内汽车密封条龙头企业，成本控制及盈利能力优势明显，随着产能稳步扩张，有助于提升市占率，国产替代空间大。(2) 消费升级趋势下，欧式导槽和无边框密封条渗透率逐渐提升，单车价值较传统日式导槽增长2-4倍，预计到2025年国内乘用车密封条市场规模约154亿元。(3) 以自主品牌车企起家，客户不断开拓，当前站在新一轮快速发展的起点，陆续获得大众、极氪等多个重要项目定点。
- 密封条行业升级，公司盈利优势明显。** (1) 随着消费升级，整车外观档次要求逐渐提高，越来越多车型逐步采用欧式导槽和无边框密封条，单车价值较传统日式密封条增长2-4倍，车用密封条产品升级，市场规模不断提升，预计到2025年国内乘用车密封条市场规模约154亿元，22-25年CAGR为4.5%。(2) 公司通过模具自制、科学生产等方式实现在成本控制上较为突出的优势，盈利能力优势明显，公司主要原材料为石化下游产品，预计23年价格有望进一步回归常态，成本压力短期内将有所缓解。
- 客户不断开拓，国产替代进行时。** 新产品持续放量，密封条销量不断增长，产品单价持续提升，22年共销售密封条10361万米，同比+12.3%，单价8.75元/米，同比+6.1%。客户不断开拓，一方面公司与上汽、广汽、吉利、奇瑞、长安等本土优秀汽车整车厂继续维持长期稳定的合作关系，另一方面，还成功开拓了主要由外资厂商占据的合资汽车整车市场，22年前五大客户销售占比53%，同比-24pp，客户结构明显改善。近年来陆续获得大众、极氪等多个重要项目定点，当前站在新一轮快速发展的起点。
- 加快设备改造，持续扩张产能。** 公司以技术为先导，凭借近三十年的积累，在汽车密封条领域凭借自身的配方工艺和技术融合等优势构建行业壁垒。22年完成200多台设备的采购配置与升级改造，截至22年9月底厂房产值达到25亿元，截止22年底在建工程包括年产6000万米橡胶密封件扩产项目、年产8000万米高端生产线及模具制作项目、年产2.5万吨EPDM混炼胶零地技改项目。21年起，公司折旧与摊销/营收比例大幅提升，高于竞争对手，产能扩张加速。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司23-25年归母净利润复合增速为44.8%，给予公司2023年30倍PE，对应目标价21元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。** 原材料价格波动风险，行业不景气风险，市场竞争加剧风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	936.44	1151.32	1627.12	2047.32
增长率	18.96%	22.95%	41.33%	25.82%
归属母公司净利润(百万元)	126.20	190.58	288.06	382.85
增长率	-11.02%	51.02%	51.15%	32.90%
每股收益EPS(元)	0.47	0.70	1.06	1.41
净资产收益率ROE	12.55%	16.27%	20.27%	21.92%
PE	32	21	14	11
PB	4.07	3.49	2.88	2.34

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn
联系人: 白臻哲
电话: 010-57758530
邮箱: bzzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.71
流通A股(亿股)	2.71
52周内股价区间(元)	11.52-19.64
总市值(亿元)	42.12
总资产(亿元)	14.55
每股净资产(元)	3.88

相关研究

目 录

1 公司概况：国内汽车密封条龙头企业	1
2 行业分析	3
2.1 车用密封条产品升级，市场规模不断提升	3
2.2 行业壁垒较高，国产化进程加速	6
3 公司分析	9
3.1 盈利优势明显，短期成本压力缓解	9
3.2 客户不断开拓，新产品持续放量	11
3.3 加快技术创新，产能持续扩张	12
4 财务分析	14
4.1 公司营收持续增长，利润有所改善	14
4.2 盈利能力行业领先，偿债能力减弱	15
4.3 销售、管理费用率维持稳定，财务费用增加	17
5 盈利预测与估值	18
5.1 盈利预测	18
5.2 相对估值	18
6 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	2
图 2: 公司主营业务收入 (单位: 百万元)	3
图 3: 归母净利润 (单位: 百万元)	3
图 4: 公司主营业务收入占比 (分产品)	3
图 5: 公司毛利率 (% , 分产品)	3
图 6: 汽车密封条分类	4
图 7: 日式导槽.....	4
图 8: 欧式导槽.....	4
图 9: 无边框密封条总成.....	5
图 10: 无边框车门.....	5
图 11: 橡胶密封条生产工艺.....	7
图 12: 汽车窗导槽密封条全球市场份额	8
图 13: 汽车窗导槽密封条国内市场份额	8
图 14: 模具自制的优势.....	9
图 15: 可比公司毛利率.....	10
图 16: 可比公司净利率.....	10
图 17: 公司成本结构	10
图 18: 公司直接材料成本占比.....	10
图 19: 天然橡胶价格走势 (元/吨)	10
图 20: PVC 价格走势 (元/吨)	10
图 21: 公司汽车密封条销量.....	11
图 22: 公司汽车密封条单价.....	11
图 23: 各国别品牌乘用车市占率	11
图 24: 自主品牌乘用车市占率.....	11
图 25: 公司前五大客户营收占比	12
图 26: 极氪 001.....	12
图 27: 上汽大众朗逸销量 (辆)	12
图 28: 极氪 001 销量 (辆)	12
图 29: 公司研发费用 (百万元) 及研发费用率 (%)	13
图 30: 公司与竞争对手研发费用率对比	13
图 31: 公司资本开支与在建工程 (百万元)	14
图 32: 可比公司折旧与摊销/营收.....	14
图 33: 公司营业收入 (亿元) 及增长率.....	14
图 34: 公司分季度营收 (亿元) 及同比增长率 (%)	14
图 35: 公司归母净利润 (亿元) 及增长率	15
图 36: 公司分季度归母利润 (亿元) 及同比增长率 (%)	15
图 37: 公司盈利能力	15
图 38: 分产品毛利率.....	15
图 39: 可比公司毛利率比较.....	16

图 40: 可比公司净利率比较.....	16
图 41: 可比公司 ROE 比较.....	16
图 42: 可比公司总资产周转率比较.....	16
图 43: 可比公司资产负债率比较.....	16
图 44: 可比公司流动比率比较.....	16
图 45: 公司销售费用 (万元) 及销售费用率 (%)	17
图 46: 公司管理费用 (万元) 及管理费用率 (%)	17
图 47: 公司研发费用 (万元) 及研发费用率 (%)	17
图 48: 公司财务费用 (万元) 及财务费用率 (%)	17

表 目 录

表 1: 公司产品示意图.....	1
表 2: 公司前十大股东 (截至 2023.3.31)	2
表 3: 使用无边框车门的品牌及车型.....	5
表 4: 车用密封条市场规模预测.....	6
表 5: 汽车密封条行业壁垒.....	7
表 6: 汽车密封条主要参与企业基本情况.....	8
表 7: 公司重要在建工程 (截至 2022 年底)	13
表 8: 分业务收入及毛利率.....	18
表 9: 可比公司估值 (截止 2023.5.19 收盘)	19
附表: 财务预测与估值.....	20

1 公司概况：国内汽车密封条龙头企业

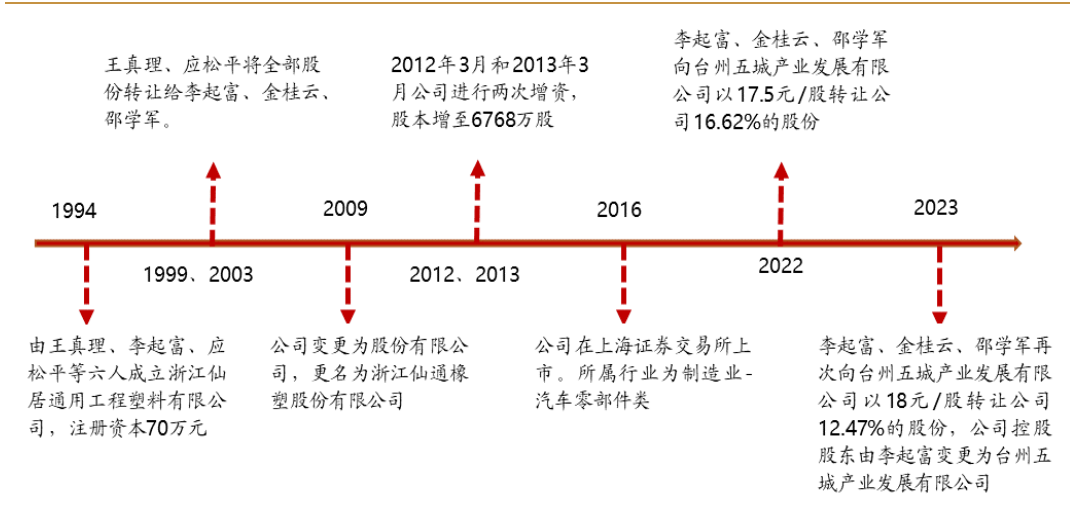
国内汽车密封条行业龙头。浙江仙通橡塑股份有限公司创建于 1994 年，位于浙江省台州市仙居县经济开发区，2016 年 12 月 30 日在上海证券交易所上市。公司的主要产品为汽车密封条，包括前车门框密封条、门上密封条、背门框密封条、车门外水切、风挡外饰胶条、三角窗玻璃密封条、行李箱密封条、天窗密封条、车顶饰条、车门玻璃导槽等。除此之外，公司还生产车门玻璃导轨、拉门滑轨等金属辊压件以及行李架垫片等其他配件，具备较强的工装模具和专用设备开发能力、产品整体配套方案的设计能力和同步开发能力，当前拥有一汽大众、上汽大众、上汽通用、东风日产、吉利汽车、长安汽车、上汽通用五菱、上汽、广汽、一汽、奇瑞、伟巴斯特等优质客户。

表 1：公司产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司前身为 1994 年成立的浙江仙居通用工程塑料有限公司，1994-2003 年间经过多次股权转让、增资后，更名为浙江仙居通用橡塑有限公司，经营范围变更为车辆密封件、车辆装饰件制造销售。2009 年公司整体变更设立为股份有限公司，更名为浙江仙通橡塑股份有限公司。2012-2013 年，公司引入外部投资商，规模进一步扩大。2016 年成功在上海证券交易所上市，主营业务为汽车密封条。2022 年 9 月 25 日，公司股东李起富先生、金桂云先生以及邵学军先生与台州五城产业发展有限公司签署《股份转让协议》，2023 年 1 月 5 日李起富先生、金桂云先生以及邵学军先生与台州五城产业发展有限公司签署《第二次股份转让协议》，两次股份转让交易完成后，台州市国资委成为公司实际控制人。

图 1：公司发展历程


数据来源：公司官网，西南证券整理

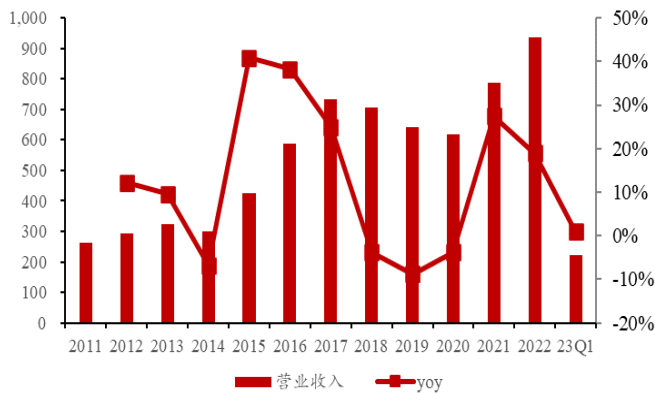
股权结构分散。截至 23Q1，公司控股股东为台州五城产业发展有限公司（系台州市金融投资集团有限公司全资子公司），实际控制人为台州人民政府国有资产监督管理委员会（持有台州市金融投资集团有限公司 90% 股份）。目前前十大股东持有公司 70.26% 的股份，其中，台州五城产业发展有限公司持股比例最高，为 29.09%，李起富先生、金桂云先生以及邵学军先生分别持有 26.55%、7.11% 和 3.74% 的股份。

表 2：公司前十大股东（截至 2023.3.31）

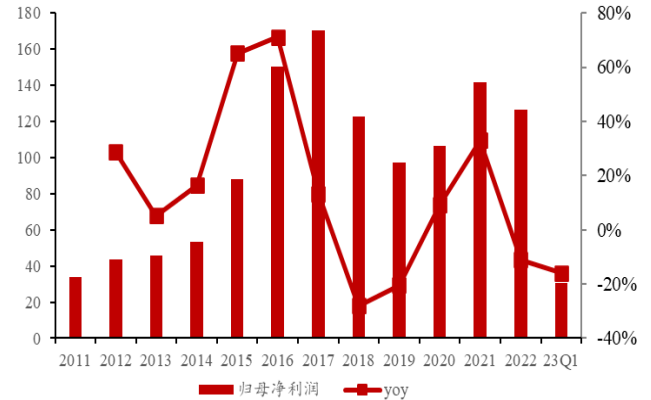
股东名称	持股数量(股)	持股比例	股本性质
台州五城产业发展有限公司	78750000	29.09%	流通 A 股
李起富	71887500	26.55%	流通 A 股
金桂云	19237500	7.11%	流通 A 股
邵学军	10125000	3.74%	流通 A 股
兴业银行股份有限公司-华安兴安优选一年持有期混合型证券投资基金	2826900	1.04%	流通 A 股
前海人寿保险股份有限公司-分红保险产品	1910000	0.71%	流通 A 股
陈颖权	1485300	0.55%	流通 A 股
中国工商银行股份有限公司-华安睿明两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金	1473900	0.54%	流通 A 股
中国工商银行-华安中小盘成长混合型证券投资基金	1455900	0.54%	流通 A 股
中国工商银行股份有限公司-融通中国风 1 号灵活配置混合型证券投资基金	1047998	0.39%	流通 A 股

数据来源：公司公告，西南证券整理

营收持续上涨，盈利能力有望改善。近年来，公司经营持续向好，14-17 年营收 CAGR 为 34.5%；17-20 年受汽车行业总体下滑、公司主动放弃非主流客户等影响，营收由 7.3 亿元降至 6.4 亿元，净利润由 1.7 亿元降至 0.97 亿元；20 年受新冠疫情冲击、行业竞争加剧影响，营收同比-3.8%，但公司成本控制能力优秀，净利润同比+9.4%；21 年新能源汽车行业爆发式增长，公司开设新能源汽车事业部，积极扩大市场版图，寻找优质客户，营收和净利润大幅增加，同比+27.4%/+33.1%；22 年营收持续上升态势，同比+19%，但由于主要原材料合成橡胶、炭黑、石蜡油等石化产品受原油价格大幅上涨影响，净利润同比-11%；23Q1 营收保持基本稳定，利润有所下滑，随着原材料价格下降，公司盈利能力有望得到改善。

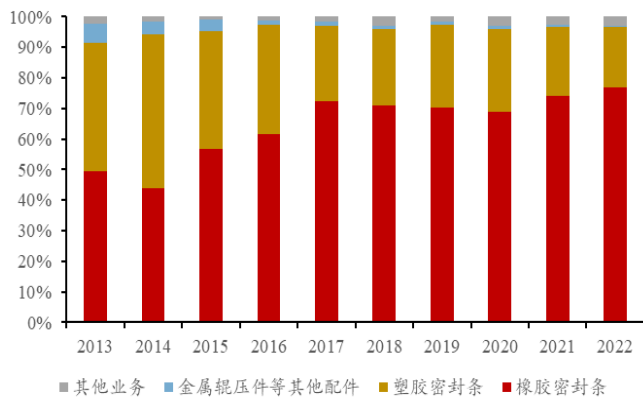
图 2：公司主营业务收入（单位：百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

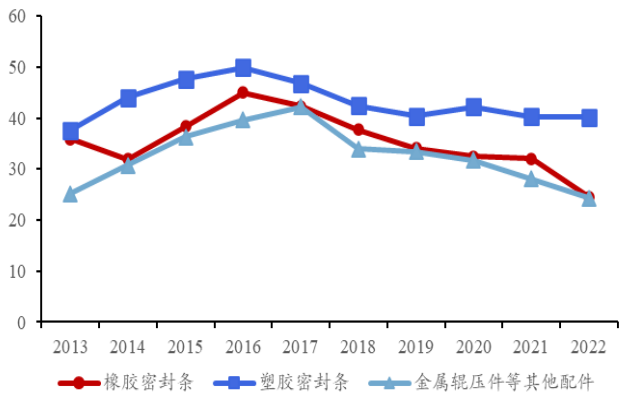
图 3：归母净利润（单位：百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

从产品来看，公司产品专一，以汽车密封条为主，其中橡胶密封条营收占比逐年提升，22年达历史新高 77%；塑胶密封条主要用于商用车，营收占比逐年下降，22年达历史新低 20%。从毛利率来看，塑胶密封条毛利率最高，相对也比较稳定，近年来均在 40% 以上；橡胶密封条 16、17 年毛利较高，分别为 45% 和 42%，之后逐年下降，20、21 年基本稳定在 32%+，22 年受原材料价格上涨影响下降至 24.6%。

图 4：公司主营业务收入占比（分产品）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司毛利率（%，分产品）


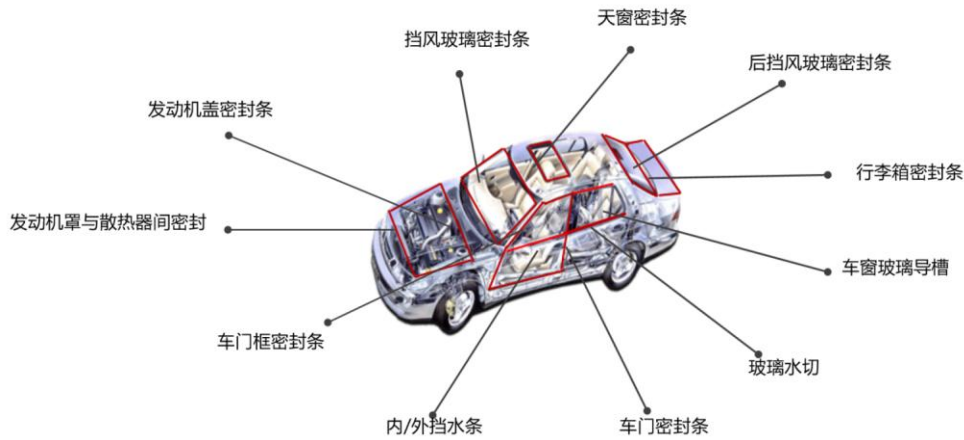
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析

2.1 车用密封条产品升级，市场规模不断提升

汽车密封条是汽车的重要零部件之一，广泛用于车门、车窗、天窗、发动机箱和后备（行李）箱等部位，具有车身密封、隔音、防尘、防水、减震、装饰等功能，对于提高车内驾驶乘坐的舒适性和安全性、保护车体和车内部件有着重要的作用。随着汽车工业的发展，密封条的美观、环保、舒适功能的重要性日益凸显。

图 6：汽车密封条分类



数据来源：鹏翎股份公司官网，西南证券整理

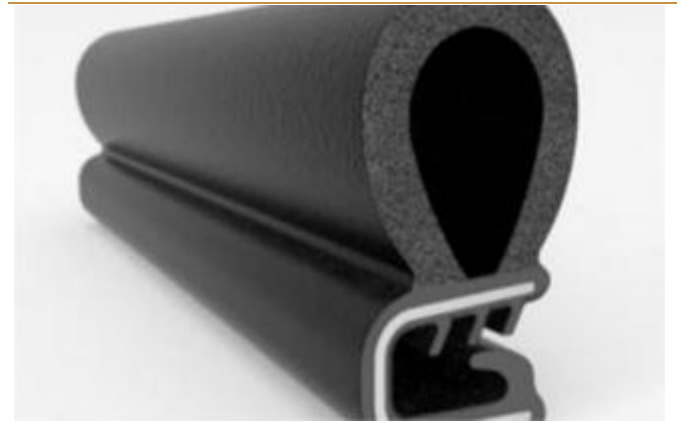
欧式导槽密封条渗透率逐步提升。汽车车门、车窗玻璃导槽密封条可分为日式导槽密封条和欧式导槽密封条。日式密封条用料少、生产工序少（约 10+道），单车价值量约 200-400 元。欧式导槽密封条早期主要应用于豪华车型，相比日韩式密封条，降噪效果更好、关门质感更强，但是生产难度较大，投入人工较大、生产工序多（约 20+道），因此单位成本较高，单车价值约 600-800 元。由于消费者越发注重品质消费，对整车外观档次感提出更高要求，汽车生产商为增强竞争力，更多车型逐步采用欧式密封条。目前欧式导槽应用范围从豪华车逐渐转向 10 万元普通车市场，欧式密封条渗透率逐步提升趋势。根据搜狐汽车统计，目前欧式密封条渗透率超过 50%。

图 7：日式导槽



数据来源：库博标准官网，西南证券整理

图 8：欧式导槽



数据来源：库博标准官网，西南证券整理

无边框密封条引领新潮流。无边框密封条应用于无边框汽车门窗，最早用于跑车、高级轿车。随着消费者对汽车外观要求不断提高，各大车厂开始推出无边框车型。由于设计构造的特殊性，要求密封条能够将玻璃直接嵌入其中，而无法依靠边框的支撑，并且截切面的偏差会导致卡槽空隙增加，容易出现漏雨噪音问题，因此无边框密封条需要具备更高的技术要求，对截切面有着严格的标准以维持良好的密封性、隔音性和防水性能，开发难度和制造难度较高。目前全球只有少数几家企业能够完成，能实现量产的供应商较少，单车价值超 1000

元。随着特斯拉、极氪等品牌使用了无边框车门，预计国内新能源车企会逐步认可和使用无边框车门的设计来增强车辆的设计感，无边框密封条有望引领新的潮流。

图 9：无边框密封条总成


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 10：无边框车门


数据来源：汽车之家，西南证券整理

表 3：使用无边框车门的品牌及车型

品牌	车型	价格 (万元)	上市时间	级别	动力类型
极氪	ZEEKR X	18.98-22.98	2023.04	A 级 SUV	EV
	ZEEKR 001	30.00-40.30	2021.10	C 级 SUV	EV
哪吒	哪吒 GT	17.88-22.68	2023.04	S 级轿车	EV
	哪吒 S	20.28-34.18	2022.07	C 级轿车	EV
零跑	C11	14.98-23.98	2023.03	B 级 SUV	EV
	C01	14.98-28.68	2022.09	C 级 SUV	EV
上汽智己	LS7	30.98-45.98	2023.02	C 级 SUV	EV
	L7	33.88-57.88	2022.03	C 级轿车	EV
小鹏	G9	30.99-46.99	2022.09	C 级 SUV	EV
	P7	20.99-33.99	2021.03	B 级轿车	EV
长城欧拉	闪电猫	18.98-26.98	2022.10	B 级轿车	EV
长安深蓝	SL03	17.19-69.99	2022.07	B 级轿车	EV
上汽通用五菱	宏光 MINIEV (敞篷版)	9.99	2022.03	A00 级轿车	EV
特斯拉	Model Y	26.19-36.19	2022.08	B 级 SUV	EV
	Model 3	22.99-32.99	2021.11	B 级轿车	EV
	Model S	78.99-100.99	2013.08	C 级轿车	EV
	Model X	87.99-103.99	2015.09	C 级 SUV	EV
蔚来	ET5	32.80-38.60	2021.12	B 级 SUV	EV
	ET7	45.80-53.60	2021.01	C 级轿车	EV
Smart	精灵	17.90-27.90	2022.06	A0 级 SUV	EV
宝马	4 系	37.39-57.69	2023.04	B 级轿车	燃油车
	2 系	26.98-41.98	2021.01	A 级轿车	燃油车
奔驰	CLA	29.98-38.98	2022.04	A 级轿车	燃油车

品牌	车型	价格 (万元)	上市时间	级别	动力类型
	CLS	57.68-78.40	2022.01	C级轿车	燃油车
	C级-AMG	57.38-116.08	2021.04	B级轿车	燃油车
	AMG-GT	98.68-229.88	2019.06	S级跑车	燃油车
奥迪	A5	37.98-55.98	2022.09	B级轿车	燃油车
	A7L	41.87-71.77	2022.07	C级轿车	燃油车
	A7	58.58-78.48	2021.09	C级轿车	燃油车
	Q8	78.28-114.68	2021.09	C级 SUV	燃油车
保时捷	Taycan	89.80-183.80	2022.04	C级轿车	EV
	911	129.80-250.00	2022.06	S级跑车	燃油车
	718	56.50-157.80	2022.04	S级跑车	燃油车
福特	Mustang	36.98-40.18	2021.06	S级跑车	燃油车
上汽集团	MG7	11.98-16.98	2023.03	B级轿车	燃油车
	凌渡	15.09-19.09	2022.03	A级轿车	燃油车
一汽大众	CC	24.99-29.99	2022.09	B级轿车	燃油车

数据来源：汽车之家，西南证券整理

车用密封条市场规模不断增长。假设：(1) 23-25 年国内乘用车销量年增长 3%，(2) 根据华经产业研究院统计，20-22 年日式、欧式、无边框密封条占比分别为 40%/37%/35%、48%/49%/49%、12%/14%/16%，预计 23-25 年占比分别为 30%/25%/20%、52%/55%/55%、18%/20%/25%，单车价值每年下降 3%。预计到 2025 年国内乘用车密封条市场规模约 154 亿元，22-25 年 CAGR 为 4.5%。

表 4：车用密封条市场规模预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内乘用车销量 (万辆)	2017.77	2148.15	2356.30	2426.99	2499.80	2574.79
日式密封条占比	40%	37%	35%	30%	25%	20%
日式密封条单车价值量 (元)	300	291	282.27	273.80	265.59	257.62
欧式密封条占比	48%	49%	49%	52%	55%	55%
欧式密封条单车价值量 (元)	700	679	658.63	638.87	619.70	601.11
无边框密封条占比	12%	14%	16%	18%	20%	25%
无边框密封条单车价值量 (元)	1000	970	940.9	912.673	885.29	858.73
车用密封条市场规模 (亿元)	116.22	123.77	134.80	140.43	146.06	153.67

数据来源：华经产业研究院，乘联会，西南证券

2.2 行业壁垒较高，国产化进程加速

汽车密封条行业壁垒较高，主要包括技术开发和生产制造壁垒、客户认证壁垒、成本控制壁垒、供求双方集中度相对较高形成的准入壁垒等，行业外企业进入该市场难度较大，短期内难以形成足够的竞争力。

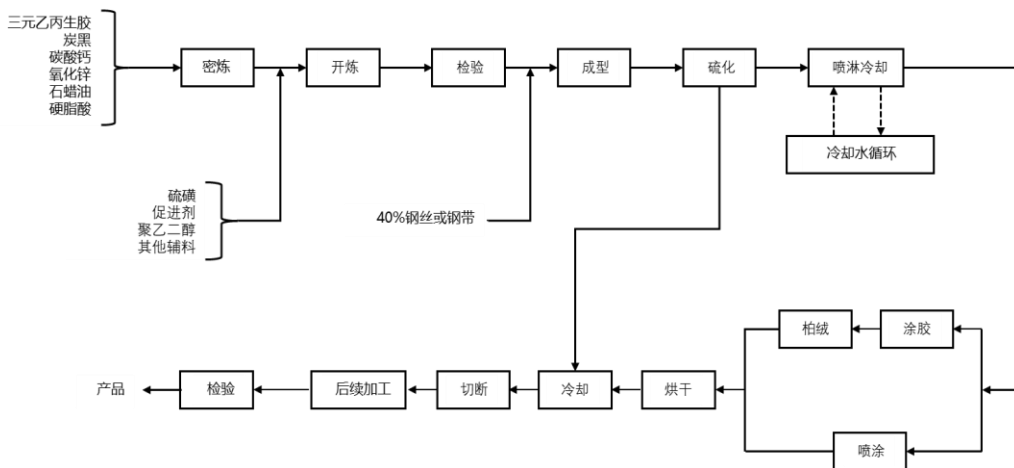
表 5：汽车密封条行业壁垒

四大壁垒	详细情况
技术开发和生产制造壁垒	汽车密封条的设计开发和生产制造需要经过复杂的设计、试验、修正过程，对供应商的材料选型、数模设计能力、模具开发水平、生产工艺等方面能力均有很高要求
客户认证壁垒	汽车整车厂商对汽车密封条供应商的选择非常谨慎，需要经过一系列严格的考核流程
成本控制壁垒	成本控制的关键在于降低废品率，提高自制模具和工装设备的比率，提高材料配方工艺水平等。缺乏行业经验的新进入者在短期内难以具备有效控制成本的能力
供求双方集中度相对较高形成的准入壁垒	供求双方的市场集中度均相对较高，且汽车整车厂商越来越看重潜在供应商是否为大型汽车集团提供过配套服务，并将其列为供应商考核的关键指标

数据来源：招股说明书，西南证券整理

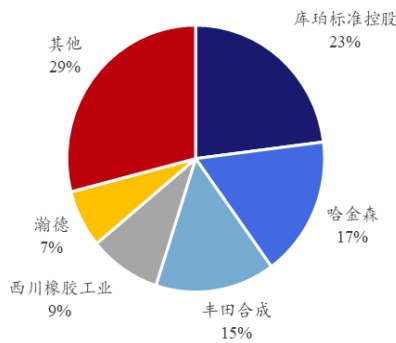
汽车橡胶密封条生产工艺复杂。具体来看，橡胶密封条生产流程可以概括为混炼胶、挤出、硫化、后处理加工等几个部分，尤其欧式及无边框导槽工艺在 20 道以上，需要科学的流程设计和丰富的管理经验。例如混炼胶的配方是核心工艺之一，用量的多少需要同时兼顾软硬度和载荷力；橡胶硫化关系到产品断面形状的成型，并且是橡胶行业表面“喷霜”共性难题产生因素之一，直接影响到产品质量和生产成本。这也是汽车构成密封条生产商的主要竞争优势。

图 11：橡胶密封条生产工艺

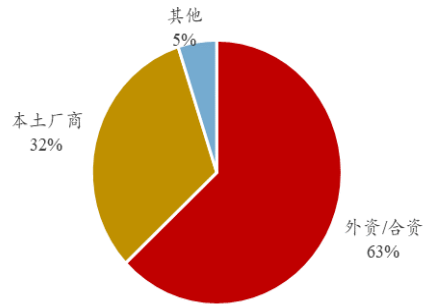


数据来源：招股说明书，西南证券整理

外资市场份额高，国产替代加速。从全球来看，汽车密封条行业主要被外资厂商占领，根据 Marklines 统计，库博标准、哈金森、丰田合成、西川、瀚德 5 家公司占据 70% 市场份额。由于外资品牌车型引入国内生产时就有成熟的供应体系同时引进国内进行配套，因此外资车型大部份份额仍被外资密封条供应商占领，根据公司招股说明书披露，国内前 33 家企业占据 95% 的市场份额，其中外资/合资企业占据 63%。汽车密封条行业有很强的定制化属性，每款新车型的开发都要单独开发模具。随着国内密封条厂商成本优势不断凸显，技术持续升级，已接近甚至超过外资企业，国内企业竞争优势不断增强，部分合资车企也在加大对国内自主密封条企业的采购，国产替代有望加速。预计未来密封条行业将进一步向规模化、配套能力强、开发能力出众的优质大型企业集中，中小供应商由于成本和技术的劣势地位，将加速淘汰出局。

图 12: 汽车窗导槽密封条全球市场份额


数据来源: Marklines, 西南证券整理

图 13: 汽车窗导槽密封条国内市场份额


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

表 6: 汽车密封条主要参与企业基本情况

企业类型	公司名称	简介	主要客户
外资或 合资企业	上海申雅密封有限公司	成立于 1995 年, 是中国国内投资规模最大、市场占有率最高的乘用车密封条制造公司, 全球最大的汽车车身密封系统制造商 Cooper-StandardoldingalINC. (库博标准) 持有 47.5% 股权	上海汽车、上海大众、上海通用、广汽本田、长安福特等
	北京万源瀚德汽车密封系统有限公司	成立于 1996 年, 国际著名汽车密封条和减震器生产企业 Henniges Automotive (瀚德) 投资 60% 股权, 中国运载火箭技术研究院投资 40% 股权, 下设 7 家生产工厂及 13 个研究所	一汽大众奥迪、捷达、宝来、一汽红旗、上海通用别克、上海大众波罗、东风神龙富康、毕加索、金杯通用、雪佛兰开拓者、北京吉普切诺基、南汽依维柯等
	鬼怒川橡塑 (广州) 有限公司	日本鬼怒川橡胶株式会社设立的外商投资企业, 于 2006 年 11 月成立, 注册资金为 556 万美元	东风日产、广汽本田、本田汽车 (中国) 等
	上海西川密封件有限公司	西川橡胶工业株式会社 (日本车用密封条领域市场占有率第一) 100% 控股子公司, 2002 年成立于上海, 总投资 2100 万美元, 工厂面积 4 万平方	丰田、本田、日产、马自达等
	天津星光橡塑有限公司	成立于 1994 年, TOWOTACOSEI (丰田合成) 公司设立的独资企业, 投资总额为 911 万美元	一汽夏利、一汽丰田、广州本田、郑州日产、北京福田、沈阳华晨等
	和承汽车配件 (太仓) 有限公司	成立于 2002 年, 由韩国和承集团投资, 占地面积 3 万平方	现代、悦达起亚、通用等
本土企业	建新赵氏集团有限公司	前身为宁海县建新橡胶厂, 创建于 1984 年, 1999 年改制为有限责任公司, 2004 年被评为国家重点高新技术企业	一汽大众、上海大众、上海通用、神龙富康、上海奇瑞、哈飞等, 并且产品出口美国
	浙江仙通橡塑股份有限公司	成立于 1994 年, 经过二十余年专注发展, 已成功成为中国本土汽车密封条行业第一梯队成员	浙江远景、上汽通用五菱、上汽通用汽车、奇瑞汽车、广州汽车集团
	天津鹏翎集团股份有限公司	成立于 1988 年, 深耕汽车零部件配套领域 30 余年, 主要致力于汽车流体管路和密封部件的研发及制造, 国家高新技术企业、中国胶管十强单位、深交所创业板上市公司	长安等
	江阴海达橡塑股份有限公司	成立于 1987 年, 致力于关键橡塑部件的研发、生产和销售, 为全球客户提供密封、减振系统解决方案, 被认定为江苏省高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业	中国一汽、长城、东风柳汽、广汽三菱等

数据来源: 观研天下, 西南证券整理

3 公司分析

3.1 盈利优势明显，短期成本压力缓解

成本控制能力强，盈利优势明显。公司在成本控制方面具有较为突出的优势，毛利率常年高于竞争对手 5-10pp，净利率高于竞争对手 8-9pp，盈利能力优势明显。主要原因包括：

(1) 模具自制率高。对汽车密封条来说，从样件开发到试生产、批量生产的各个环节都涉及到模具的应用。公司通过多年的研发和生产，积累了丰富的经验，在工装模具的设计和制造方面具有明显的优势，90%以上的生产模具为自行研发、制造，自制率水平较高。与委外订制加工方式相比，有效地节省了设备开支，从而控制制造费用，节省成本。

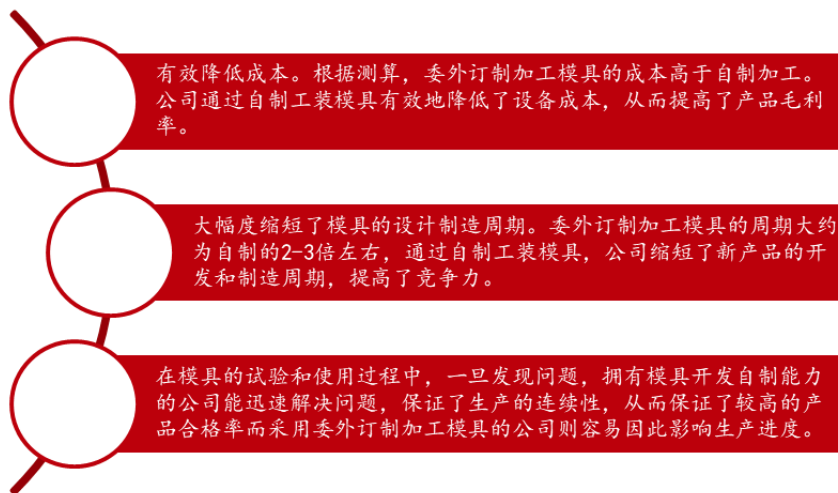
(2) 通过严格的考核制度和激励机制，将一线员工的绩效薪酬与生产过程中的废品率挂钩，从而提高合格率，减少因废品而导致的浪费。

(3) 科学组织生产，提高效率。公司推行岛区化生产模式，即将一种或一类结构及生产过程相近的产品集中在一个区域内生产，并科学配置设备、工装及一些辅助性工位器具，平衡各工序的节拍，实现线性小单位流转，减少物流和等待的浪费、过程积压的浪费，并有效控制不良品的批量产生。

(4) 优化采购流程，降低采购成本。通过改进配方等方式，公司对原材料品种进行整合，减少了原材料的规格数量。在供应商选择方面，公司降低了每种原材料的供应商家数，以 2 家供应商为主，从而发挥采购的规模化效应，增强谈判能力。

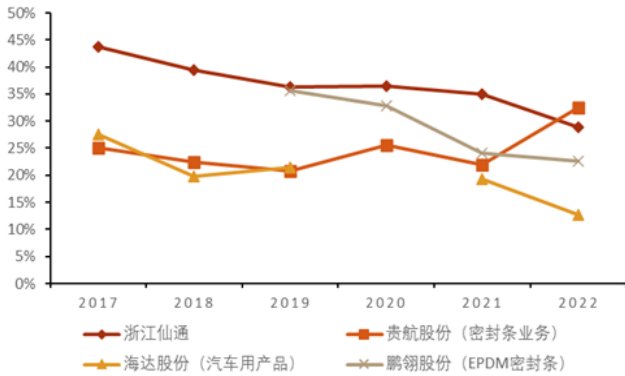
(5) 公司位于浙江省台州市仙居县，人工成本较低，主要竞争对手大多位于贵阳、上海、天津、宁波等经济较为发达地区或省会城市，与公司相比各项人工成本费用较高。

图 14：模具自制的优势



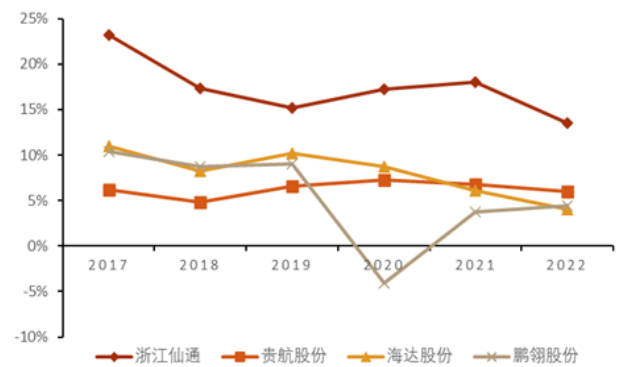
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15: 可比公司毛利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

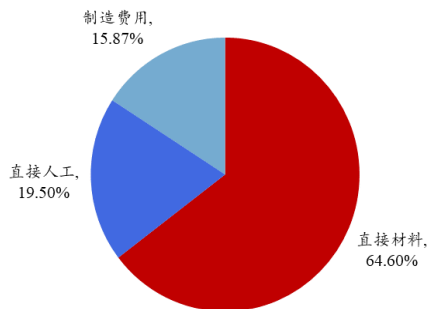
图 16: 可比公司净利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

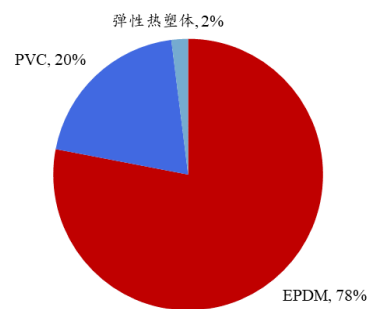
原材料价格下滑, 23 年成本压力有望缓解。公司主营业务成本结构中以直接材料为主, 占比在 60%+, 材料价格变动对总成本影响显著, 主要原材料为 EPDM (包括混炼胶)、塑料粒子 (PVC 粒子)、钢带、石蜡油、碳黑等, 均采用外购模式, 其中 EPDM 占比最高, 接近 80%。2021 年起, 受石油价格上涨影响, 公司主要原材料大部分为石化下游产品, 价格上涨, 公司成本压力大幅增长, 盈利能力承压, 22Q2 起各项成本价格有所下降, 预计 23 年有望进一步回归常态, 公司成本压力短期内将有所缓解。

图 17: 公司成本结构



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 18: 公司直接材料成本占比



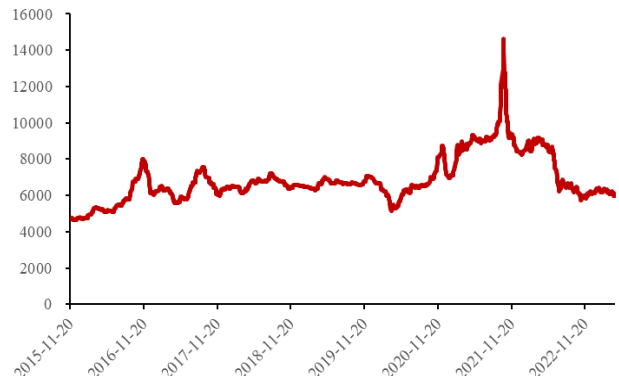
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 19: 天然橡胶价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 20: PVC 价格走势 (元/吨)

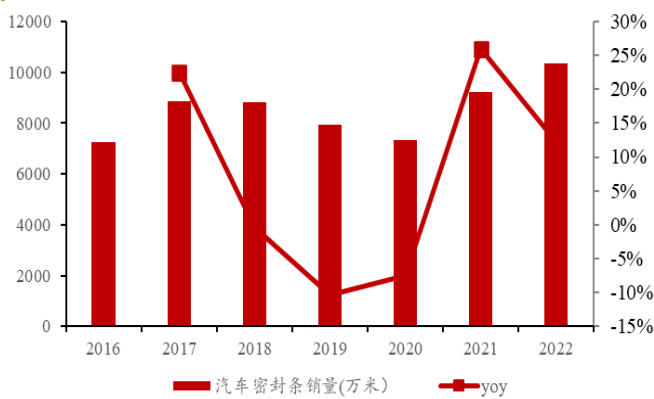


数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 客户不断开拓，新产品持续放量

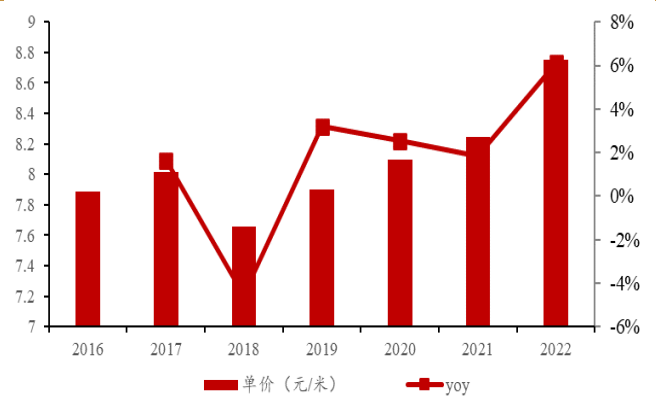
销售持续增长，单价不断提升。通过近三十年的专注发展，公司已成长为中国本土汽车密封条行业龙头，汽车密封条销量不断增长，22年共销售10361万米，同比+12.3%，产品结构持续改善，单价持续提升，22年销售单价8.75元/米，同比+6.1%。客户不断开拓，一方面，公司与上汽、广汽、吉利、奇瑞、长安等本土优秀汽车整车厂继续维持长期稳定的合作关系，近年来在电动智能化趋势带动下，国内自主品牌乘用车市占率持续提升，2022年市占率达49.9%，同比+5.4pp，连续两年保持正增长，其中公司主要客户如吉利、奇瑞、长安等市占率保持稳健或不断提升，22年分别占比6.2%/5%/6%，同比分别0/+0.9/+0.3pp，竞争力不断增强，预计随着主要客户销量增长，公司业务有望持续受益。

图 21：公司汽车密封条销量



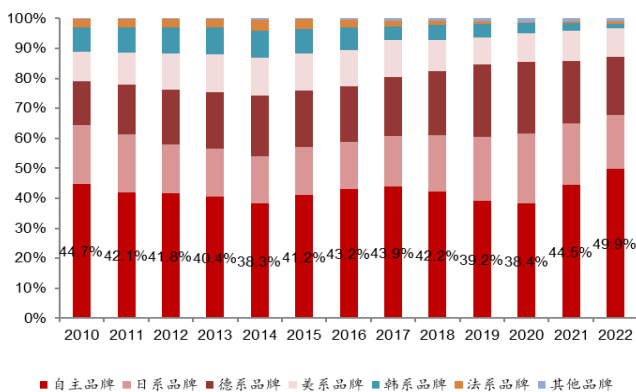
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：公司汽车密封条单价



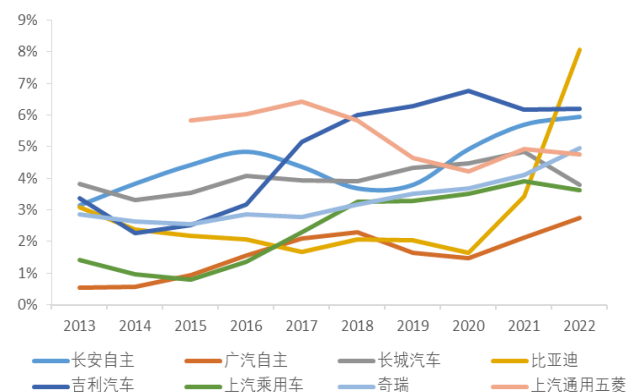
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：各国别品牌乘用车市占率



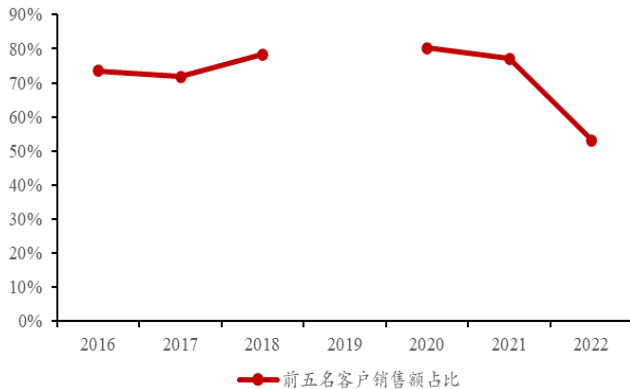
数据来源：乘联会，西南证券整理

图 24：自主品牌乘用车市占率

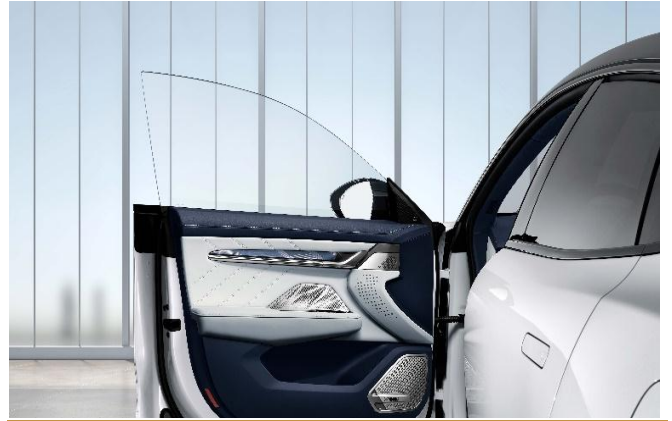


数据来源：乘联会，西南证券整理

另一方面，公司还成功开拓了主要由外资厂商占据的合资汽车整车市场，成为了上海通用、上汽通用五菱的一级供应商，以及丰田、本田、日产、奔驰、现代起亚等品牌的二级供应商。公司客户持续开拓，22年前五大客户销售占比53%，同比-24pp，客户结构明显改善。

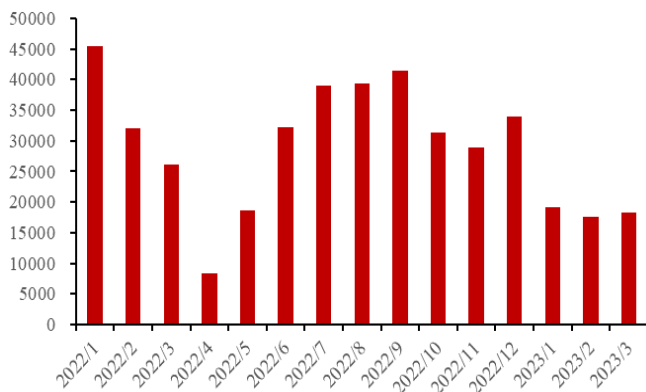
图 25：公司前五大客户营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

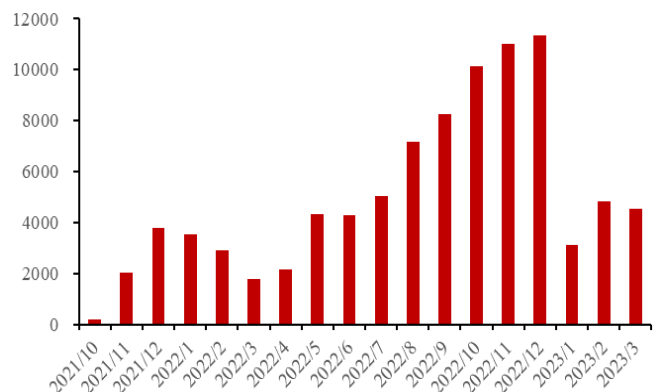
图 26：极氪 001


数据来源：极氪官网，西南证券整理

陆续获得多个重要定点，新能源占比有望持续提升。近年来，公司陆续获得多个重要项目定点，构成公司新一轮快速发展的里程碑。20 年 11 月，公司顺利拿到上汽大众新朗逸欧式导槽项目，合资汽车厂商的欧式导槽项目原先基本上被外资密封条企业所垄断，这标志着上汽大众对公司性价比优势的充分认可，为公司打开巨大的成长空间；21Q4 公司为吉利开发配套的极氪 001 无边框密封条进入量产，标志着公司打破少数外资密封条企业垄断，成功开拓全新的产品系列，与长安、吉利、上汽、奇瑞、上汽通用五菱、北汽同步开发新能源汽车密封条，项目进展顺利，多款车实现量产；22 年公司紧盯头部合资车企与新能源汽车大客户，业务拓展实现重大突破，无边框密封条、欧式导槽等多个重要项目获得定点，以新能源汽车无边框密封条为突破口，获得极氪、通用、奇瑞、大众等多款无边框密封条定点，新能源占比有望持续提升。根据公司公告，截止 22 年 8 月底，公司无边框密封条在手项目包含外资、合资、自主品牌车企共 6 款车型。目前公司已经与外资品牌密封条企业同台竞争，并显示出强大的竞争优势，市占率有望不断提升。

图 27：上汽大众朗逸销量（辆）


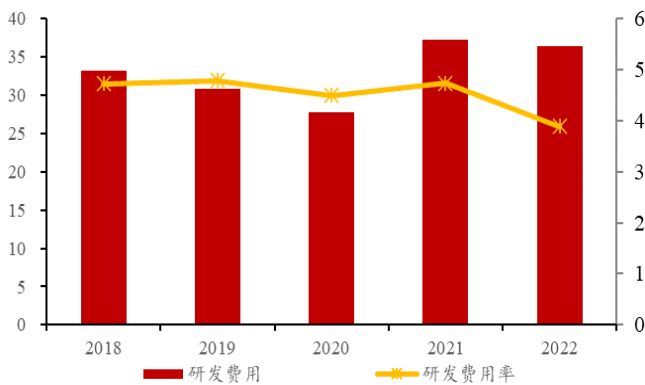
数据来源：乘联会，西南证券整理

图 28：极氪 001 销量（辆）


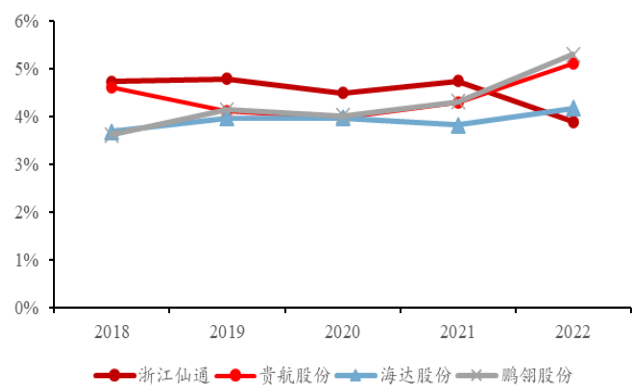
数据来源：乘联会，西南证券整理

3.3 加快技术创新，产能持续扩张

加快技术创新，研发费用保持高位。公司以技术为先导，凭借近三十年的积累，在汽车密封条凭借自身的配方工艺优势和技术融合优势等，注重研发和生产具有耐久性、耐候性、耐介质、耐极端环境、阻燃、节能、环保功能等特性的汽车密封产品，以高端密封条替代进口为市场切入点渐次进入各高端配套细分领域。目前拥有 28 项与核心技术相关的专利权，其中发明专利 8 项，实用新型专利 20 项，形成了较强的技术优势。在胶料配方领域，公司的高硬度橡胶、低密度海绵生产技术已达到国内领先水平；在橡胶硫化技术、模块化开发技术、三维成型技术、无缝接口技术、表面预涂技术、表面植绒技术、橡胶混炼工艺技术、CAE 分析同步开发技术、长度控制技术等方面的开发与应用方面，公司也较为领先，并将该等技术应用于批量生产，研发费用保持较高水平。

图 29：公司研发费用（百万元）及研发费用率（%）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 30：公司与竞争对手研发费用率对比


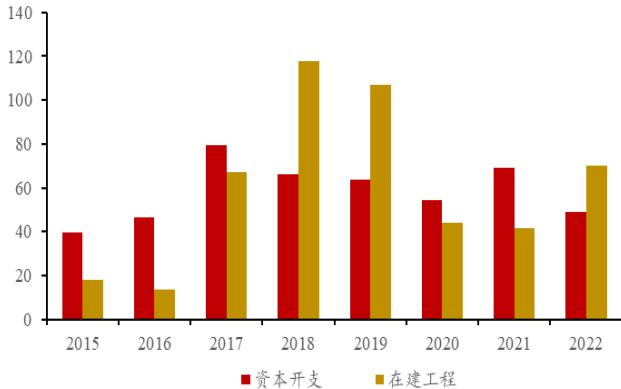
数据来源：Wind，西南证券整理

加快设备升级，持续拓展产能。2022 年公司完成 200 多台设备的采购配置与升级改造，包含七条橡胶挤出整线、四个压机岛区以及伺服控制三维成型岛区和数控铣削机岛区等关键生产岛区/生产线的采购或布置；积极采用新型机器人自动化设备，通过悬挂链流水线形式连接各个流转工位，提升自动化水平，大大提升效率，降低成本；新投入无边框汽车密封条自动化喷涂流水线四条，选用先进的双面喷涂和机械手操作，使得工作效率翻倍；新采购德国产高端炼胶生产线一条，产能 1.5 万吨，大幅提升公司高端汽车密封条的炼胶产能；引进 360 智能段面检测仪、在线涂层测厚仪、热敏胶带机等智能化设备，进一步保障高端产品的品质稳定性；MES 系统向自制模具、设备制造方面推广，提高人力、设备、材料、设计标准资源的利用率，设计、工艺、制造、检验、物流等各环节之间实现信息互联互通与数据共享，智能制造水平显著提升。截止 22 年底，公司在建工程包括年产 6000 万米橡胶密封件扩产项目、年产 8000 万米高端生产线及模具制作项目、年产 2.5 万吨 EPDM 混炼胶零地技改项目，均处于建设过程中。根据公司公告，截至 2022 年 9 月底，公司现有厂房产值能达到 25 亿元。21 年起，公司折旧与摊销/营收比例大幅提升，高于竞争对手，产能扩张加速。

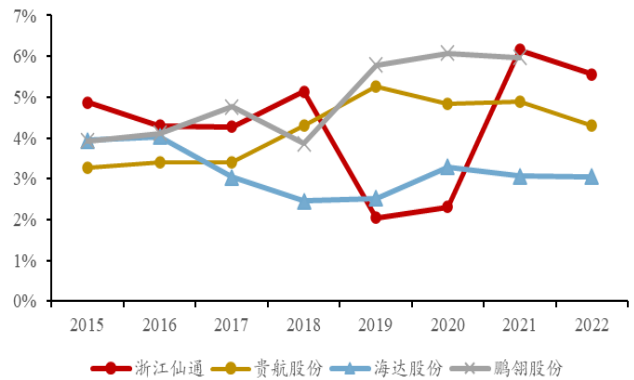
表 7：公司重要在建工程（截至 2022 年底）

项目名称	期末余额 (元)	期初余额 (元)
年产 6000 万米橡胶密封件扩产项目	24,508,354.56	21,528,595.05
年产 8000 万米高端生产线及模具制作项目	19,922,427.51	5,736,335.74
年产 2.5 万吨 EPDM 混炼胶零地技改项目	10,214,045.06	4,562,256.16
总计	54,644,827.13	31,827,186.95

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31: 公司资本开支与在建工程 (百万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

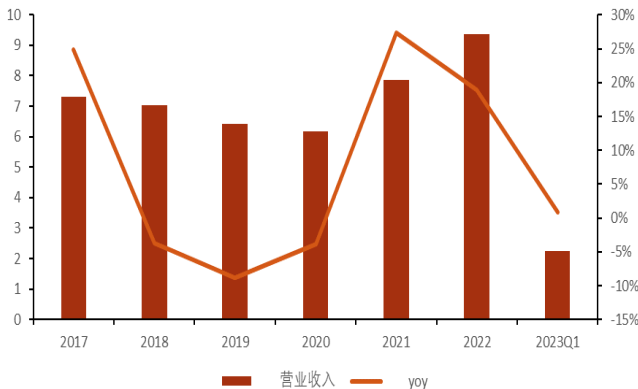
图 32: 可比公司折旧与摊销/营收


数据来源: Wind, 西南证券整理

4 财务分析

4.1 公司营收持续增长, 利润有所改善

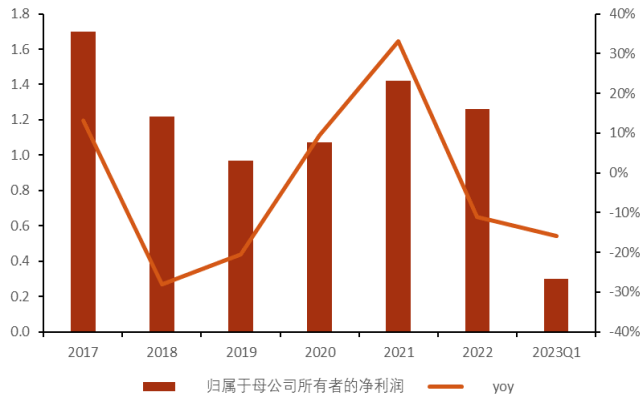
公司营收持续增长, 利润受原材料涨价影响较大。营收方面, 17-20 年公司营收逐年下滑, 主要由于汽车产销量逐年下滑, 整车厂面临降本压力, 且公司为转型升级主动淘汰风险高、潜力低的客户。2021 年随着汽车行业回暖, 我国汽车产销量同比分别增长 3.4% 和 3.8%, 整车产销量的提升传导至零部件产业, 公司营收从 6.18 亿元增加到 7.87 亿元, 同比+27.4%。2022H1 汽车生产供给受到了芯片短缺、动力电池原材料价格上涨、疫情多点爆发等影响, 6 月各地出台了促进汽车消费的政策, 行业企业也加大了市场推广和营销力度, 全年营收同比+19%, 归母净利润为 1.26 亿元, 同比-11.02%, 主要系上游原材料价格上涨。23Q1 受行业销量下滑影响, 公司营收及利润不及预期。

图 33: 公司营业收入 (亿元) 及增长率


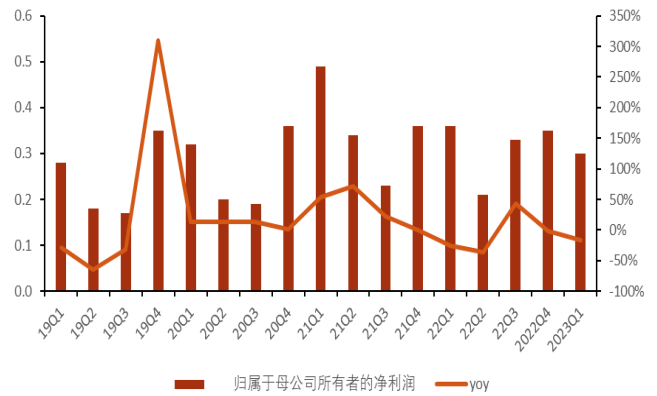
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 34: 公司分季度营收 (亿元) 及同比增长率 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 35: 公司归母净利润 (亿元) 及增长率


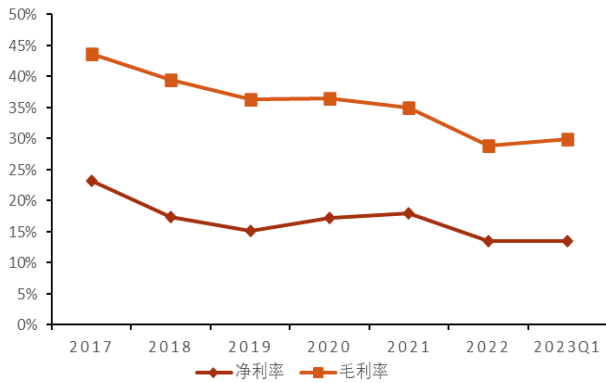
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 36: 公司分季度归母利润 (亿元) 及同比增长率 (%)


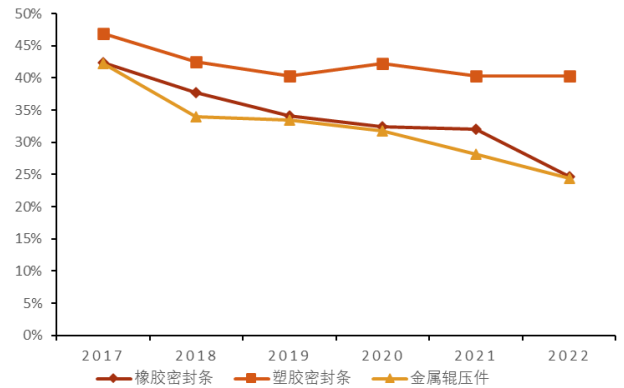
数据来源: Wind, 西南证券整理

4.2 盈利能力行业领先, 偿债能力减弱

盈利能力较为稳定。2018-2021 年, 公司毛利率稳定在 30% 以上, 净利率稳定在 15% 以上, 好于行业水平。2022 年受俄乌冲突等不确定性因素上升, 国际原油价格处于高位, 使合成橡胶、炭黑、石蜡油等原材料价格同比大幅上涨, 导致 2022 年毛利率下降至 28.81%, 净利率下降至 13.48%。

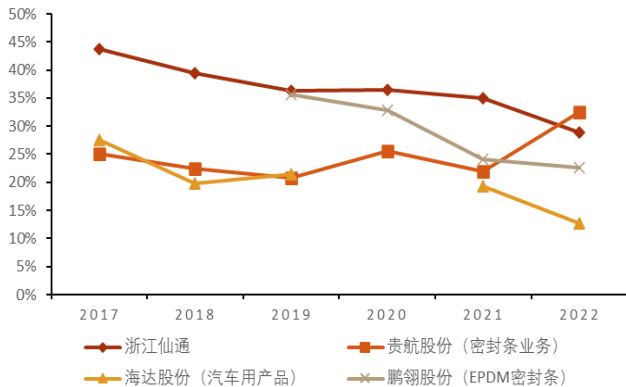
图 37: 公司盈利能力


数据来源: Wind, 西南证券整理

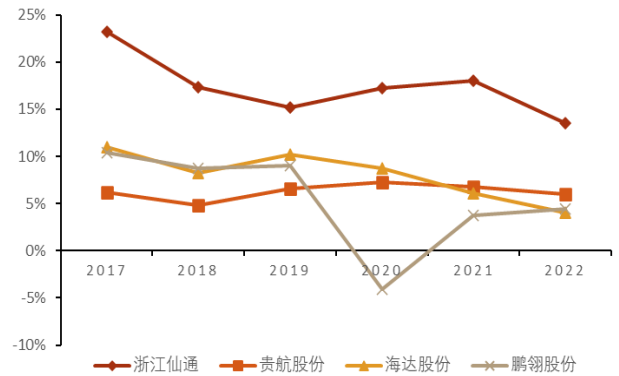
图 38: 分产品毛利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

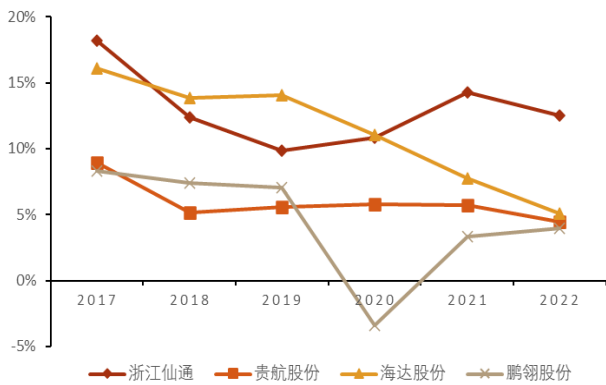
公司毛利率和净利率处于行业领先地位, 盈利能力和成本控制能力优秀。2017 年以来汽车行业整体下滑, 收入利润受较大影响, 导致 ROE 持续下滑, 2020 年后随着利润上涨 ROE 大幅上涨, 2022 年达到 12.49%, 为三家可比公司最高。公司 2017-2022 年总资产周转率平均为 0.6 (次/年), 近年来有明显上升趋势。

图 39: 可比公司毛利率比较


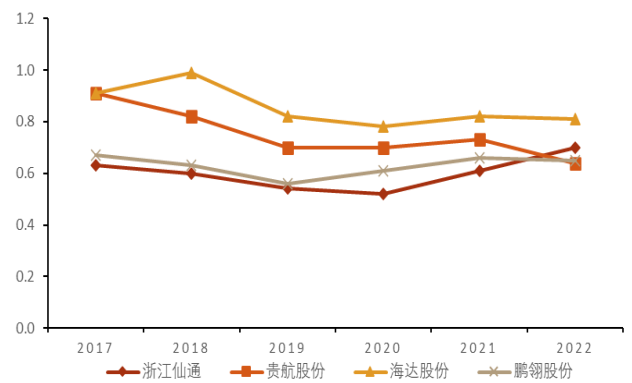
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 40: 可比公司净利率比较


数据来源: Wind, 西南证券整理

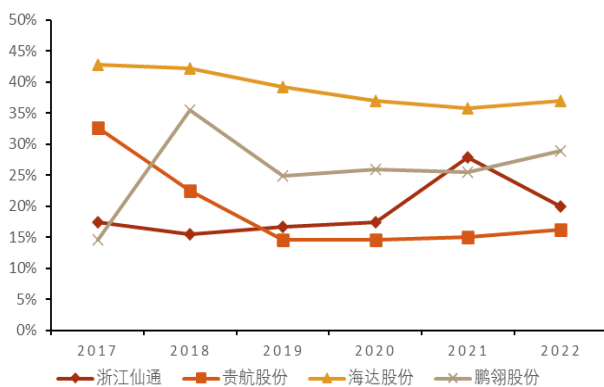
图 41: 可比公司 ROE 比较


数据来源: Wind, 西南证券整理

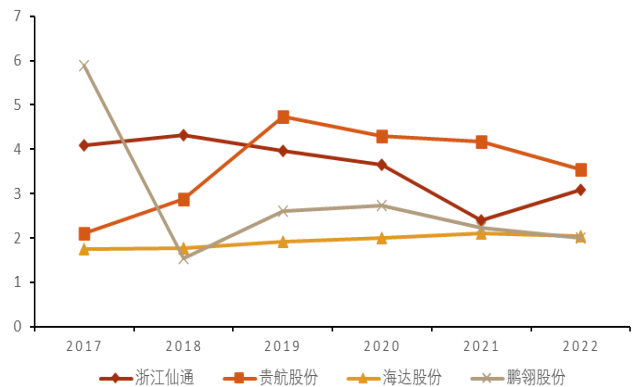
图 42: 可比公司总资产周转率比较


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司资产负债率和流动比率 2017-2020 年均处于行业领先水平, 2021 年公司资产负债率提升至 27.95%, 流动比率年下降至 2.4, 长期偿债能力和短期偿债能力均有所减弱, 主要由于报告期内材料采购增加, 导致应付账款增加。22 年长期和短期偿债能力均有所恢复, 主要系短期借款减少所致。

图 43: 可比公司资产负债率比较


数据来源: Wind, 西南证券整理

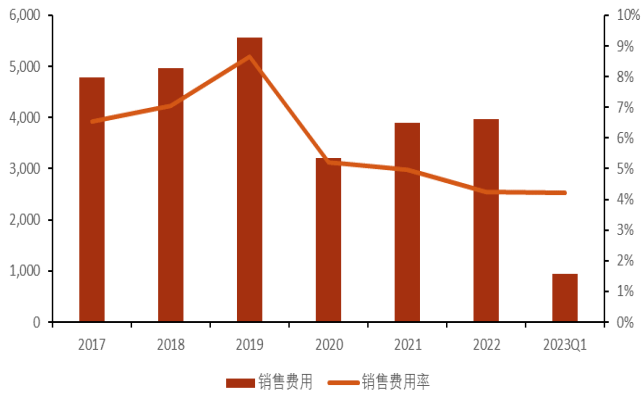
图 44: 可比公司流动比率比较


数据来源: Wind, 西南证券整理

4.3 销售、管理费用率维持稳定，财务费用增加

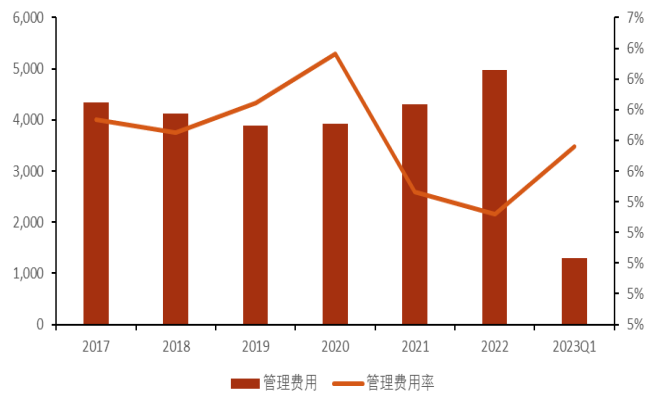
2022年公司销售/管理(不含研发)/研发/财务费用率分别为4.24%/5.32%/3.88%/0.32%，2023Q1分别变动至4.22%/5.76%/4.57%/0.27%，其中销售及管理费用近年来维持稳定。由于研发项目加大投入力度，研发费用近年来呈现增长趋势。财务费用17-22年由负转正主要由于票据贴现利息增加和汇兑损益增加。

图 45：公司销售费用（万元）及销售费用率（%）



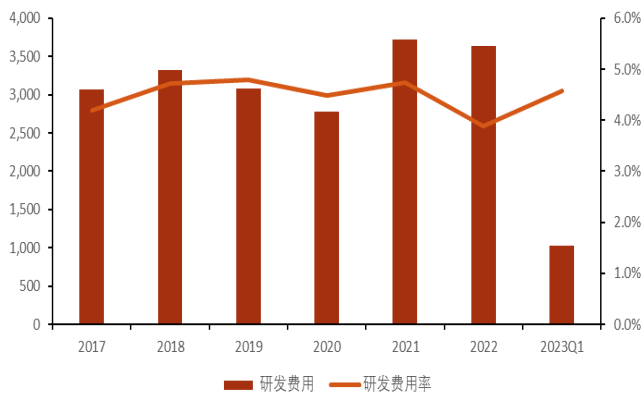
数据来源：Wind，西南证券整理

图 46：公司管理费用（万元）及管理费用率（%）



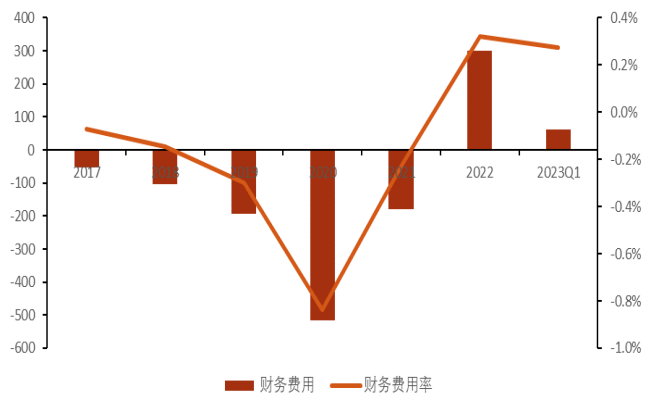
数据来源：Wind，西南证券整理

图 47：公司研发费用（万元）及研发费用率（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 48：公司财务费用（万元）及财务费用率（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着产能提升及客户开拓，密封条出货量持续增长，预计 23-25 年分别出货 12443/17205/21099 万米；

假设 2：随着欧式及无边框占比提升，带动密封条单价持续增长，预计 23-25 年单价分别为 9.01/9.28/9.56 元/米；

假设 3：随着原材料价格回落，盈利能力逐渐改善，预计 23-25 年密封条毛利率分别为 32%/33%/34%。

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022	2023E	2024E	2025E
汽车密封条	收入	906.73	1121.60	1597.40	2017.60
	增速	19.17%	23.70%	42.42%	26.31%
	毛利率	27.80%	32.00%	33.00%	34.00%
金属辊压件等其他配件	收入	3.40	3.40	3.40	3.40
	增速	-25.27%			
	毛利率	24.41%	26.00%	28.00%	30.00%
其他	收入	26.31	26.31	26.31	26.31
	增速	21.08%			
	毛利率	64.08%	66.00%	70.00%	75.00%
合计	收入	936.44	1151.31	1627.11	2047.31
	增速	18.96%	22.95%	41.33%	25.82%
	毛利率	28.81%	32.76%	33.59%	34.52%

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取了行业中与浙江仙通业务较为相近的三家公司海达股份、标榜股份、继峰股份，2022 年三家公司的平均 PE 为 20 倍，2023 年平均 PE 为 31 倍。浙江仙通未来最大的看点有三个：1) 掌握核心工艺，盈利优势明显，国产替代进行时；2) 产能持续扩张，市占率有较大提升空间；3) 产品升级，行业扩容，实控人变化后业务空间较大。结合对标公司的估值和目前浙江仙通的业务布局和投产节奏，公司未来 3 年净利润复合增速为 44.8%，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 21 元，对应市值 56.7 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值（截止 2023.5.19 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300320.SZ	海达股份	13.22	-1.27	0.34	0.65	1.03	-12.04	39.03	20.30	13.22
301181.SZ	标榜股份	8.27	0.17	0.26	0.41	0.55	41.59	31.83	19.95	8.27
603997.SH	继峰股份	28.63	1.40	1.34	1.61	1.61	31.75	21.40	17.82	28.63
平均值							20.44	30.76	19.36	15.26

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

（1）原材料价格波动风险。公司主营业务成本中直接材料占比较高，受国际国内经济形势、国家宏观调控政策及市场供求变动等因素的影响，如果上游原材料短期内出现大幅上涨，公司产品价格未能及时调整，可能对公司经营业绩产生不利影响。

（2）行业不景气风险。公司的产品主要应用于汽车行业，若未来全球经济形势恶化，或者国家产业政策发生不利变化，则可能导致汽车行业产销量持续下滑，从而对公司生产经营和盈利能力造成不利影响。

（3）市场竞争加剧风险。随着密封条行业不断发展，客户对产品技术水平和质量提出了更高要求，未来如果公司不能继续保持技术创新并及时响应市场和客户对先进技术和创新产品的需求，将对公司持续盈利能力和财务状况产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	936.44	1151.32	1627.12	2047.32	净利润	126.20	190.58	288.06	382.85
营业成本	666.69	774.15	1080.60	1340.58	折旧与摊销	52.08	35.54	35.54	35.54
营业税金及附加	7.17	8.81	12.45	15.67	财务费用	3.00	2.78	0.00	0.00
销售费用	39.71	48.82	65.08	77.80	资产减值损失	-4.68	0.00	0.00	0.00
管理费用	49.79	103.62	146.44	184.26	经营营运资本变动	51.82	63.62	-168.74	-155.23
财务费用	3.00	2.78	0.00	0.00	其他	-160.36	19.33	13.31	12.99
资产减值损失	-4.68	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	68.06	311.85	168.17	276.14
投资收益	1.11	0.00	0.00	0.00	资本支出	-18.21	-20.00	-15.00	-10.00
公允价值变动损益	2.27	1.47	1.66	1.70	其他	-40.65	-2.66	-2.47	-2.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-58.87	-22.66	-17.47	-12.43
营业利润	142.39	214.61	324.20	430.71	短期借款	-121.03	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.60	-0.48	-0.54	-0.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	141.79	214.13	323.66	430.15	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	15.59	23.55	35.59	47.30	支付股利	-135.36	-25.24	-38.12	-57.61
净利润	126.20	190.58	288.06	382.85	其他	123.82	-5.80	-2.83	-2.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-132.57	-31.04	-40.95	-60.45
归属母公司股东净利润	126.20	190.58	288.06	382.85	现金流量净额	-123.38	258.15	109.76	203.27
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	21.03	279.18	388.94	592.20	成长能力				
应收和预付款项	360.33	433.94	611.86	773.12	销售收入增长率	18.96%	22.95%	41.33%	25.82%
存货	177.34	225.89	322.04	401.59	营业利润增长率	-12.46%	50.72%	51.07%	32.86%
其他流动资产	177.61	66.87	68.51	69.36	净利润增长率	-11.02%	51.02%	51.15%	32.90%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-5.64%	28.09%	42.23%	29.61%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	443.56	432.33	416.10	394.87	毛利率	28.81%	32.76%	33.59%	34.52%
无形资产和开发支出	30.53	26.92	23.31	19.71	三费率	9.88%	13.48%	13.00%	12.80%
其他非流动资产	46.74	50.17	53.61	57.04	净利率	13.48%	16.55%	17.70%	18.70%
资产总计	1257.15	1515.31	1884.37	2307.90	ROE	12.55%	16.27%	20.27%	21.92%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.04%	12.58%	15.29%	16.59%
应付和预收款项	236.97	333.59	455.51	556.48	ROIC	13.24%	20.63%	29.07%	32.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.09%	21.97%	22.11%	22.77%
其他负债	14.26	10.46	7.65	4.97	营运能力				
负债合计	251.22	344.05	463.16	561.45	总资产周转率	0.70	0.83	0.96	0.98
股本	270.72	270.72	270.72	270.72	固定资产周转率	2.47	3.22	4.98	6.93
资本公积	301.10	301.10	301.10	301.10	应收账款周转率	2.77	2.77	2.95	2.81
留存收益	434.11	599.45	849.40	1174.63	存货周转率	3.63	3.65	3.79	3.60
归属母公司股东权益	1005.92	1171.27	1421.21	1746.45	销售商品提供劳务收到现金营业收入	91.20%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1005.92	1171.27	1421.21	1746.45	资产负债率	19.98%	22.70%	24.58%	24.33%
负债和股东权益合计	1257.15	1515.31	1884.37	2307.90	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.09	3.01	3.05	3.30
					速动比率	2.34	2.33	2.34	2.57
					股利支付率	107.26%	13.24%	13.23%	15.05%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	197.46	252.92	359.73	466.25	每股收益	0.47	0.70	1.06	1.41
PE	32.44	21.48	14.21	10.69	每股净资产	3.72	4.33	5.25	6.45
PB	4.07	3.49	2.88	2.34	每股经营现金	0.25	1.15	0.62	1.02
PS	4.37	3.56	2.52	2.00	每股股利	0.50	0.09	0.14	0.21
EV/EBITDA	20.10	14.66	9.99	7.26					
股息率	3.31%	0.62%	0.93%	1.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyr@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zym@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfy@swsc.com.cn