

汽车座椅核心零部件小巨人，乘风轻量化未来可期

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司是国内汽车座椅调节系统核心零部件的龙头企业，盈利能力强劲，2022年毛利率约为45.6%，显著高于同行平均水平27.8%。2) 行业快速增长，2025年预计中国乘用车座椅单车价值量升至4148元，市场空间可达到1055亿元。3) 募投项目预计2026年投产，项目建成后将形成年产5亿件汽车座椅关键零部件产品，扩产近100%，有望带动业绩维持高速增长。
- 大客户稳定供货，部分产品进入跨国公司全球采购体系。** 公司第一大客户华域汽车为国内座椅龙头企业，2022年销售占比约49.6%，稳定合作十余年；目前公司产品已实现在上海大众、上海通用、一汽大众、华晨宝马、北京奔驰、日本丰田等汽车上的国产化配套供货，部分产品已进入跨国公司全球采购体系。
- 汽车座椅行业高速增长，2025年市场规模将突破千亿元。** 新能源车行业的快速发展，带动乘用车产销量的恢复，为上游零部件行业带来新的市场空间。根据国家统计局及中汽协数据，2016-2022年，我国新能源汽车产、销量CAGR分别达到58.5%、54.5%。据中商产业研究院预测，2025年中国乘用车座椅单车价值量升至4148元，市场空间可达到1055亿。
- 募投扩产解决产能瓶颈，推动业绩高速增长。** 根据公司募投项目规划，达产后，预计自润滑轴承产能增长至约2亿件，传力杆产能增长至5300万件，金属粉末注射成形零件产能增长至3700万件，粉末冶金零件产能增长至约2.1亿件，产能提升近100%，助力业绩高速增长。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.7/0.8/1.0亿元，CAGR为24.0%，对应PE为10倍/8倍/7倍。考虑到2023年沪深同行业平均估值为22倍，北交所同行估值为14倍，公司作为汽车座椅零部件领先企业，叠加成本优势，募投扩产后业绩有望持续高速增长，同时考虑到北交所与主板有一定的流动性差异。综上，我们给予公司2023年16倍PE，对应目标价为20.48元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济运行的风险、产业政策风险、市场空间及发展前景风险、原材料价格波动的风险、主要客户相对集中的风险、委外加工风险、潜在诉讼风险、募投项目实施后产能不及时消化的风险。

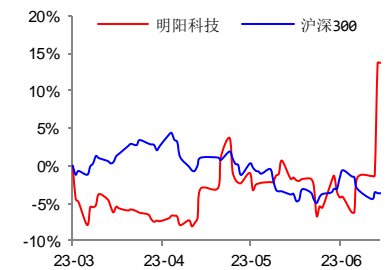
| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 207.40 | 259.24 | 325.27 | 409.66 |
| 增长率 | 28.42% | 24.99% | 25.47% | 25.94% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 50.95 | 65.85 | 82.83 | 97.06 |
| 增长率 | 34.59% | 29.26% | 25.78% | 17.18% |
| 每股收益EPS(元) | 0.99 | 1.28 | 1.61 | 1.88 |
| 净资产收益率ROE | 26.85% | 16.53% | 17.70% | 17.69% |
| PE | 13 | 10 | 8 | 7 |
| PB | 3.60 | 1.72 | 1.46 | 1.25 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: iFind

基础数据

| | |
|----------|------|
| 总股本(万股) | 5160 |
| 流通A股(万股) | 1297 |
| 总市值(亿元) | 6.84 |
| 总资产(亿元) | 4.66 |
| 每股净资产(元) | 6.40 |

相关研究

目 录

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 1 国家专精特新“小巨人”，汽车座椅核心零部件引领者 | 1 |
| 1.1 公司股权结构稳定，重视自主研发实力 | 1 |
| 1.2 产品技术较为成熟，矩阵丰富而有梯度 | 3 |
| 1.3 业绩保持稳健增长，盈利能力持续增强 | 5 |
| 2 新能源车行业蓬勃发展，拉动汽车座椅行业高速增长 | 7 |
| 2.1 国家产业政策助力扶持，汽车座椅行业快速发展 | 7 |
| 2.2 下游乘用车产销恢复，2025 年我国汽车座椅市场将破千亿元 | 9 |
| 2.3 竞争格局较为集中，世界汽车产业转移促进国产替代逻辑演绎 | 10 |
| 3 产品矩阵丰富性能优越，募投扩产助力业绩高增 | 11 |
| 3.1 产品性能优势显著，盈利能力强劲 | 11 |
| 3.2 深度绑定华域汽车、产品应用于多家知名车企 | 12 |
| 3.3 核心技术壁垒高筑，募投项目持续加码产能提升 | 13 |
| 4 盈利预测与估值 | 15 |
| 4.1 盈利预测 | 15 |
| 4.2 相对估值 | 16 |
| 5 风险提示 | 16 |

图 目 录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司历史沿革..... | 1 |
| 图 2: 公司股权结构 (截止 2023 年 6 月 29 日) | 2 |
| 图 3: 2019 年-2023 年 Q1 可比公司研发费用率比较情况..... | 2 |
| 图 4: 公司专利获得情况 (截至 2022 年 12 月 31 日) | 2 |
| 图 5: 营业总收入及增速 | 5 |
| 图 6: 归母净利润及增速 | 5 |
| 图 7: 公司主营业务收入按销售产品类型构成情况..... | 6 |
| 图 8: 公司按产品分主营业务收入增速 | 6 |
| 图 9: 公司毛利率与净利率 | 6 |
| 图 10: 公司分产品毛利率情况..... | 6 |
| 图 11: 公司销售费用率同行对比 | 7 |
| 图 12: 公司财务费用率同行对比 | 7 |
| 图 13: 公司期间费用率同行对比 | 7 |
| 图 14: 公司管理费用率同行对比 | 7 |
| 图 15: 汽车座椅结构图 | 8 |
| 图 16: 我国新能源汽车产量 (万辆) | 9 |
| 图 17: 我国新能源汽车销量 (万辆) | 9 |
| 图 18: 我国汽车乘用车产量 (万辆) | 10 |
| 图 19: 2016-2022 年我国乘用车座椅市场规模情况 (亿元) | 10 |
| 图 20: 全球汽车座椅总成行业格局 (2020 年) | 10 |
| 图 21: 国内汽车座椅总成行业格局 (2020 年) | 10 |
| 图 22: 汽车座椅调节系统..... | 11 |
| 图 23: 2019-2022 年可比公司毛利率对比 | 12 |

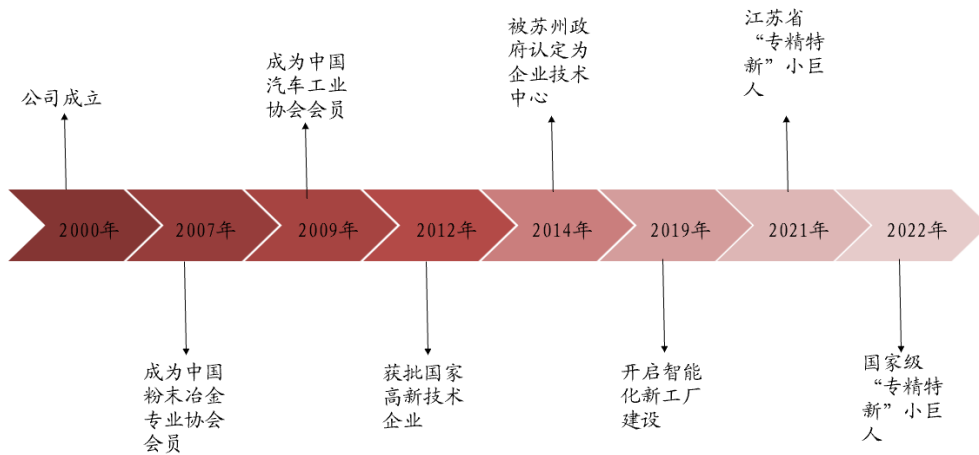
表 目 录

| | |
|-------------------------|----|
| 表 1: 公司主要产品介绍 | 3 |
| 表 2: 公司核心技术情况 | 5 |
| 表 3: 车身系统结构..... | 8 |
| 表 4: 2022 年前五大客户情况..... | 12 |
| 表 5: 核心技术的先进性说明 | 13 |
| 表 6: 核心技术的先进性说明 | 14 |
| 表 7: 募投项目情况 (万元) | 14 |
| 表 8: 分业务收入及毛利率 | 15 |
| 表 9: 可比公司估值..... | 16 |
| 附表: 财务预测与估值 | 18 |

1 国家专精特新“小巨人”，汽车座椅核心零部件引领者

公司深耕汽车座椅调节系统核心零部件 20 余年。公司成立于 2000 年，一直专注从事汽车座椅调节系统核心零部件的研发、生产和销售，专业提供高性能、高强度、高精度、复杂零部件的专业化定制服务。公司拥有自润滑轴承(DU)、传力杆(LG)、粉末冶金零件(PM)和金属粉末注射成形零件(MIM)四大系列产品，目前主要应用于汽车座椅的调节系统，并可以广泛应用于工程机械、电动工具等领域。公司 2020 年 12 月获得江苏省级企业技术中心认证，2021 年被江苏省工业和信息化厅评为江苏省“专精特新”小巨人，2022 年被国家工信部评为国家级“专精特新”小巨人。

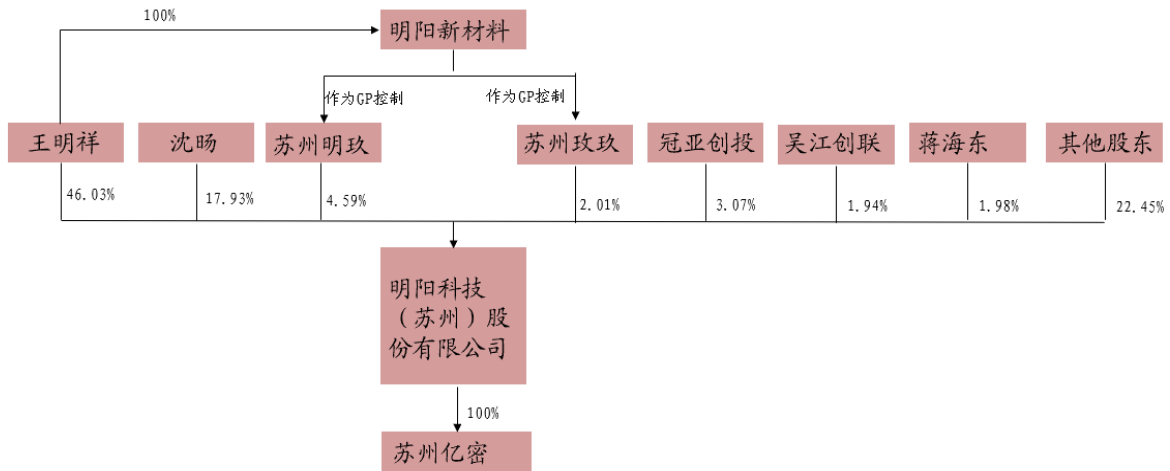
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

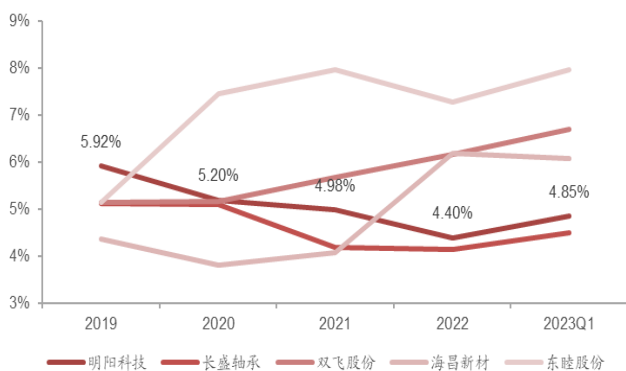
1.1 公司股权结构稳定，重视自主研发实力

股权结构集中，董事长王明祥及家人为实际控制人。公司控股股东为王明祥；实际控制人为王明祥、沈培玉、沈昶，其中王明祥与沈培玉系夫妻关系，沈昶为王明祥与沈培玉之子。截至 2023 年 6 月 29 日，王明祥直接持有 46.0% 的股份，通过控制苏州明致和苏州玫玫间接控制公司 6.6% 股权；沈昶直接持有公司 17.9% 股权；沈培玉未直接持有公司股权，通过苏州明致、苏州玫玫间接持有公司股权；三人合计控制公司 70.6% 股权。

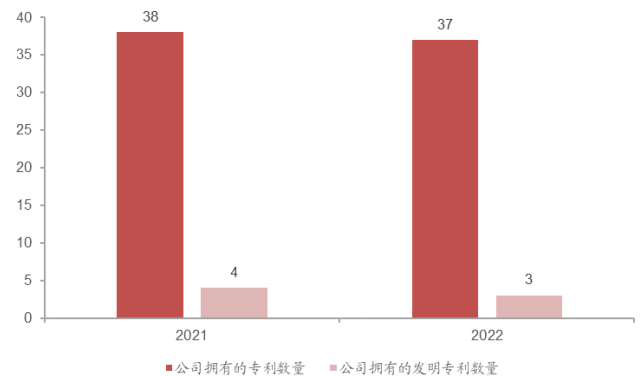
图 2：公司股权结构（截止 2023 年 6 月 29 日）


数据来源：企查查，公司公告，西南证券整理

研发实力偏强，自主研发与产学研结合。公司与四川大学建立产学研合作，公司 2020 年 12 月获得江苏省企业技术中心认证，2021 年被江苏省工业和信息化厅评为江苏省“专精特新”小巨人，2022 年被国家工信部评为国家级“专精特新”小巨人。截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有国家技术专利 38 项，并于 2012 年取得国家高新技术企业称号，享受国家高新技术企业税收优惠。同时，公司历来重视产品的质量，通过了 IATF16949 汽车产品质量体系认证，公司所生产的产品质量受到了客户的广泛认可。截至 2022 年，公司拥有研发人员 22 人，占员工总数比例为 11.3%。公司研发费用率处于行业中等水平。2019-2023 年一季度公司研发费用率为 5.9%、5.2%、5.0%、4.4%和 4.9%，维持在 5%左右的水平。截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有专利 37 项，拥有发明专利 3 项。

图 3：2019 年-2023 年 Q1 可比公司研发费用率比较情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司专利获得情况（截至 2022 年 12 月 31 日）


数据来源：公司公告，西南证券整理

参与多项行业标准制定。公司自成立以来，始终重视技术的研发。公司部分产品取得江苏省科学技术厅颁发的《高新技术产品认定证书》。由公司作为第一起草单位申报的《塑料-钢背二层粘接复合自润滑板材技术条件第 1 部分：带改性聚四氟乙烯（PTFE）减摩层的板材（国家标准 GB/T39142.1-2020）》国家标准已实施。公司也是行业标准《汽车座椅调节机构用粉末冶金滑块技术规范（行业标准 JB/T14396-2022）》的牵头起草人。

1.2 产品技术较为成熟，矩阵丰富而有梯度

公司产品矩阵丰富，覆盖自润滑轴承（DU）、传力杆（LG）、粉末冶金零件（PM）和金属粉末注射成形零件（MIM）四大系列产品。目前主要应用于汽车座椅的调节系统，并可以广泛应用于工程机械、电动工具等领域。

表 1：公司主要产品介绍

| 系列 | 产品名称 | 产品描述 | 图例 |
|------------|--------------|---|---|
| 自润滑轴承（DU） | 金属背衬粘接自润滑轴承 | 材质：钢板/铝合金板/青铜板+改性 PTFE 材料 性能：厚涂层、消间隙、无噪 |  |
| | 金属背衬烧结自润滑轴承 | 材质：金属板+青铜粉/青铜网+改性 PTFE、PVDF、POM、PA 材料 性能：高承载、低摩擦系数 |  |
| | 金属网背衬烧结自润滑轴承 | 材质：青铜网/不锈钢+改性 PTFE 材料 性能：高弹性、减震 |  |
| | 改性工程塑料自润滑轴承 | 材质：改性 PVDF、POM、PA 材料 性能：易装配、耐磨 |  |
| 传力杆（LG） | 空芯传力杆 | 使用碳素结构钢，具有不同截面，极限破坏强度较高 |  |
| | 实芯传力杆 | 使用冷锻钢、优质碳素钢、冷锻结构钢、高碳铬轴承钢等材质，具有不同截面，抗拉强度较高 |  |
| | 传力杆焊接总成 | 使用碳素结构钢，在传力杆一端焊接挡片及金属手柄 |  |
| | 六棱空芯杆 | 端部一体成形，节省装配空间，端部拉脱力 $\geq 7\text{KN}$ |  |
| 粉末冶金零件（PM） | 滑块 | 粗糙度 Ra0.4 以内，轮廓精度 0.02mm 以内 |  |
| | 凸轮 | HRC40 以上，凸台强度 160Nm 以上，整体强度 200Nm 以上，轮廓精度 0.04mm 以内 |  |

| 系列 | 产品名称 | 产品描述 | 图例 |
|-------------------------|------------|---|---|
| | 偏心轮 | 具有多台阶、多轮廓结构，轮廓精度 0.04mm 以内 |  |
| | 底座 | 采用铁基粉末冶金材料和不锈钢材质，侧向成形和挤压成形，耐潮湿 48 小时以上 |  |
| | 含油烧结轴承 | 采用铜基粉末冶金材料，具有高强度、低摩擦特点，用于调节马达、刹车油泵等转动机构 |  |
| | 调节机构零件 | 莫氏硬度 35 以上，整体强度 120Nm 以上 |  |
| | 齿轮组件 | 采用铁基粉末冶金材料或铁塑复合材料，用于行星式和针摆式减速等各种传动机构 |  |
| | 二级行星减速机构零件 | 采用铁基粉末冶金材料，具有齿形精度高、噪音低、寿命长和传动稳定 |  |
| 金属粉末 注射成形零件 (MIM) | 驱动轮 | 产品扭矩大于 35Nm，用于汽车座椅调角器 |  |
| | 铰链产品 | 采用超低碳不锈钢及金属粉末注射成形材料，用于汽车车门、机舱盖、后备箱盖等 |  |
| | 操纵杆 | 采用粉末冶金材料，产品莫氏硬度达到 32-38，用于汽车换挡总成 |  |
| | 马达底座 | 采用超低碳不锈钢及金属粉末注射成形材料，具有无磁、高承压的特性，底面承受 280KG 重力 |  |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司核心科技成果转化成功，有良好的经济效益。发行人积累的核心技术均大量应用到自润滑轴承（DU）、传力杆（LG）、粉末冶金零件（PM）和金属粉末注射成形零件（MIM）四大系列产品中。2019 年至 2022 年上半年，发行人四个系列产品收入总值保持 100%，实现了科技成果转化，产生良好的经济效益。

表 2：公司核心技术情况

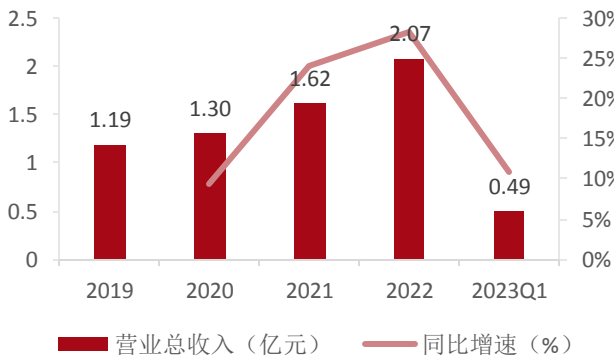
| 序号 | 核心技术 | 所处阶段 | 技术来源 | 涉及主营产品 | 涉及专利情况 |
|----|----------------------|------|---------|-----------------------------|-------------------------------------|
| 1 | 自润滑板材薄壁粘接技术 | 批量生产 | 自研、原始创新 | 自润滑轴承 | 一种薄壁粘接自润滑板材 2019104590621 |
| 2 | 自润滑复合材料高温复合技术 | 批量生产 | 自研、原始创新 | 自润滑轴承 | 一种高温自润滑复合材料的制造设备 2016210613656 |
| 3 | 高精度小直径异形空心管的冷拔成型技术 | 批量生产 | 自研、原始创新 | 传力杆 | 一种冷挤压定制花键传动杆自动夹持装置 2019209669245 |
| 4 | 专用工艺装备设计制造技术 | 批量生产 | 自研、原始创新 | 自润滑轴承、传力杆、粉末冶金零件、金属粉末注射成形零件 | 一种传力杆专用自动焊接装置 2019209668613 |
| 5 | 金属粉末注射成形零件快速脱脂喂料成分设计 | 批量生产 | 自研、原始创新 | 金属粉末注射成形零件 | - |
| 6 | 高密度、高强度粉末冶金零件材料成分设计 | 批量生产 | 自研、原始创新 | 粉末冶金零件 | - |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

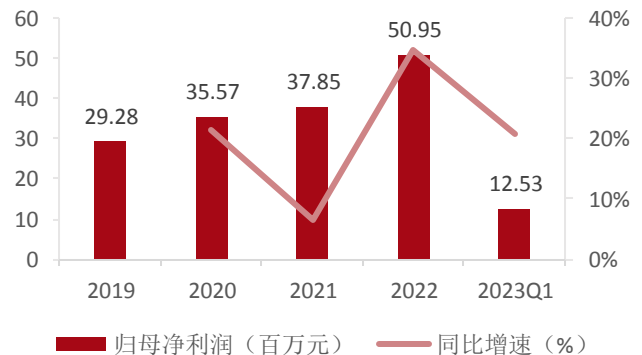
1.3 业绩保持稳健增长，盈利能力持续增强

营业收入高速增长，未来增长确定性强。公司的营业收入由 2019 年的 1.2 亿元增长到 2022 年的 2.1 亿元，CAGR 为 20.3%。2022 年收入同比增长 28.4%，收入持续稳定增长。公司产品可根据应用领域，分为汽车座椅、汽车非座椅和非汽车三大领域。2019 年至 2022 年上半年汽车座椅领域应用产品占营业收入的 92.6%、92.7%、93.7%和 89.8%。

净利润稳健增长，盈利能力持续增强。2019 年至 2023 年一季度，公司的归母净利润为 0.3 亿、0.4 亿元、0.4 亿元、0.5 亿元和 0.1 亿元。2019 年至 2022 年的 CAGR 高达 20.3%。2022、2023Q1 年归母净利润分别同比增长 34.6%、20.95%。

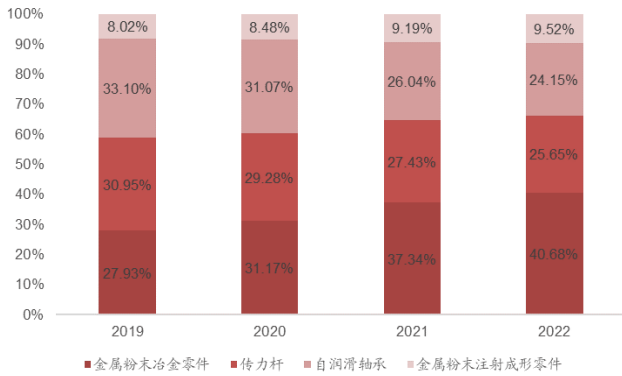
图 5：营业总收入及增速


数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

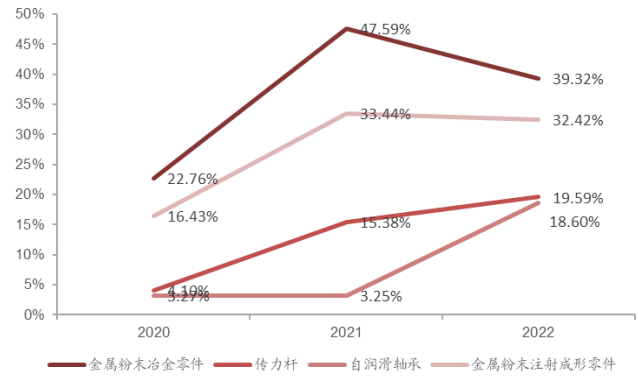
图 6：归母净利润及增速


数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

分产品看，金属粉末冶金零件产品占主营业务收入比例逐年上升。2019-2022 年金属粉末冶金零件产品收入分别为 3287.3 万元，4035.5 万元，5956.1 万元和 8297.9 万元，2022 年同比增速率达 39.3%。

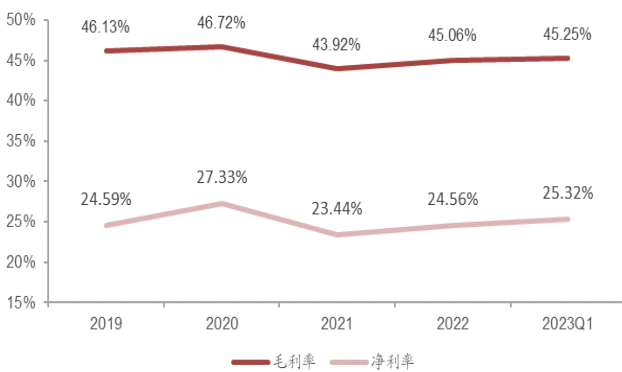
图 7：公司主营业务收入按销售产品类型构成情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

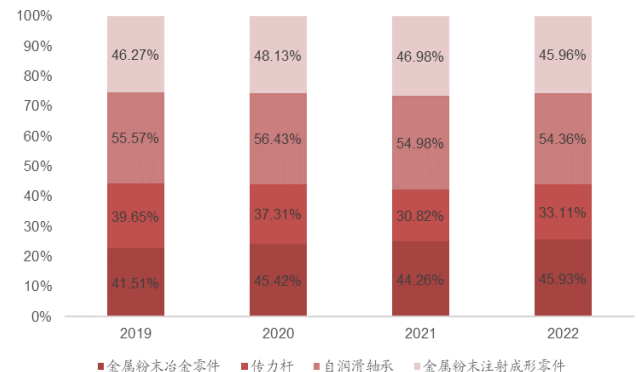
图 8：公司按产品分主营业务收入增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

遵循汽车零部件行业惯例，公司年降客户比例大，但毛利率未受明显影响。乘用车市场竞争激烈，随着汽车生命周期的推进与汽车零部件产业链研发成本的收回，整车厂商为保持产品竞争力，会降低汽车售价，同时为保证自身利润水平，会要求上游汽车零部件供应商同步降价以减轻成本压力。一级供应商在受到整车厂商年降压力后，同样为维持利润水平，控制成本，会将降价压力继续向产业链上游传导，最终形成行业年降惯例。公司作为乘用车行业的二级、三级供应商，属于汽车零部件行业的一环，同样受到年降的影响。2019-2022 年上半年公司年降客户的主营业务收入占比分别为 82.6%、81.9%、81.6%和 80.3%。但公司毛利率仍保持高位，2019-2023Q1 分别为 46.1%、46.7%、43.9%、45.1%和 45.3%。分产品来看，金属粉末冶金零件、自润滑轴承与金属粉末注射成形零件毛利率 2019 年至 2022 年一直保持在 40% 以上水平。公司净利率在 2019-2023 年一季度均保持在 20% 以上，分别为 24.6%、27.3%、23.4%、24.6%和 25.3%。

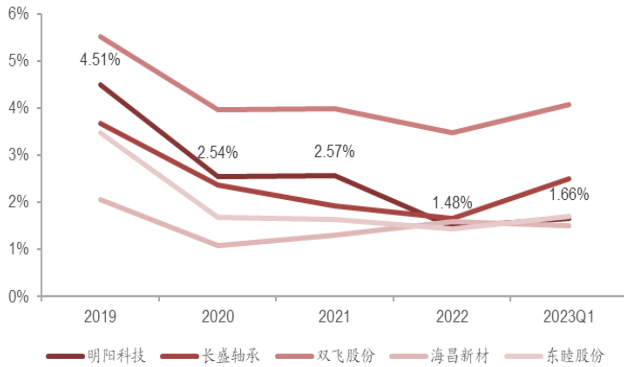
图 9：公司毛利率与净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

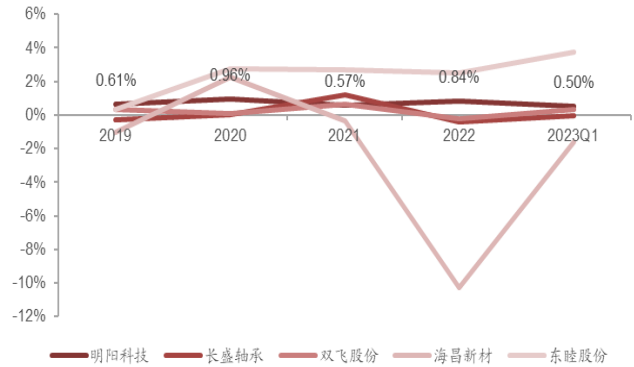
图 10：公司分产品毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

销售费用率和财务费用率稳中有降。2019-2022 年公司销售费用率分别为 4.5%、2.5%、2.6%和 1.5%，处于行业平均水平。2019-2022 年公司财务费用率分别为 0.6%、1.0%、0.6%和 0.8%，也处于行业平均水平。

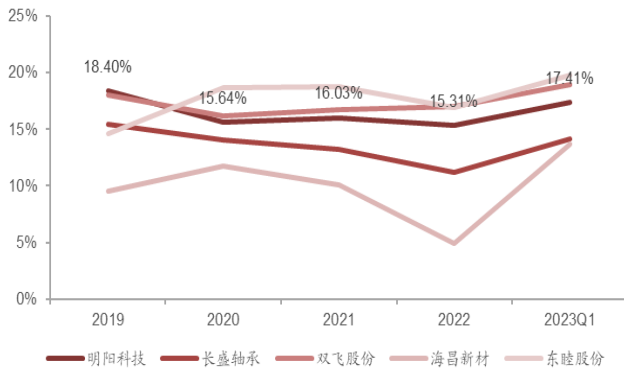
图 11：公司销售费用率同行对比


数据来源：各公司公告，西南证券整理

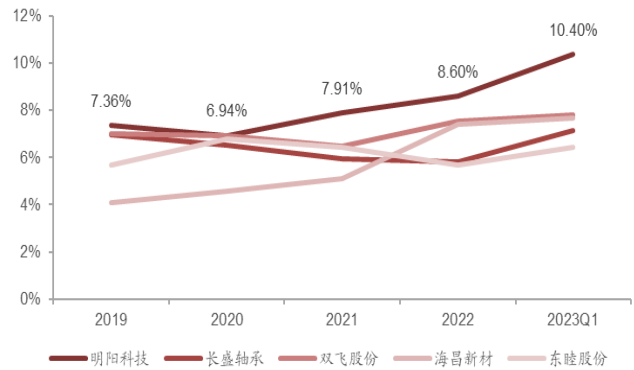
图 12：公司财务费用率同行对比


数据来源：各公司公告，西南证券整理

整体期间费用率逐年提升，管理费用率仍有优化空间。2019-2022 年公司期间费用率分别为 18.4%、15.6%、16.0% 和 15.3%，略高于行业平均水平。2019-2022 年公司管理费用率小幅提升，分别为 7.4%、6.9%、7.9% 和 8.6%。

图 13：公司期间费用率同行对比


数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 14：公司管理费用率同行对比


数据来源：各公司公告，西南证券整理

2 新能源车行业蓬勃发展，拉动汽车座椅行业高速增长

2.1 国家产业政策助力扶持，汽车座椅行业快速发展

汽车零部件是指组成汽车各个部分的基本单元，是汽车行业的重要组成部分，也是支撑汽车工业持续健康发展的必要因素。一辆汽车通常由上万个零部件组装而成，主要包括发动机、底盘、车身和电气设备四大部分。其中，车身安装在底盘的车架上，用以驾驶员、乘客乘坐或装载货物。车身系统包括车身壳体（白车身）、车门、外饰件、内饰件、车身附件、座椅等。

表 3：车身系统结构

| 车身构成 | 构成简介 |
|------|--|
| 车身壳体 | 是全体车身部件的安装基础，通常是指主要承力元件（纵、横梁和支架等）以及与其相连的部件共同组成的刚性空间结构。 |
| 车门 | 主要包括门外板、门内护板、窗框等部件。 |
| 外饰件 | 主要包括保险杠、灯具和后视镜等附件，以及装饰条、标识等装饰件。 |
| 内饰件 | 主要包括仪表盘、顶棚、地毯等表面覆饰物。 |
| 车身附件 | 主要包括门锁、门铰链、车窗刮水器、内视镜等。 |
| 座椅 | 车身内重要装置之一，由座椅骨架、坐垫、靠背、滑轨、调节机构组成。 |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

汽车座椅是集人体工程学、机械驱动和控制工程等为一体的系统工程产品，关系到汽车的驾乘舒适性和安全性，是汽车基本配置及汽车被动安全的重要产品之一。汽车座椅主要由座椅骨架、滑轨、头枕、调角器、座椅驱动器等核心零部件组成，这些核心零部件的生产是由汽车座椅行业上游领域中的厂商负责。座椅滑轨是调节座椅前后的装置，是汽车座椅中重要的零部件，具有高技术含量，是重要的安全件。座椅调高器主要用于改变座盆四连杆的角度，根据乘客的需求调整座椅坐垫高度。座椅调角器是实现汽车座椅靠背仰卧和折叠运动的装置，是汽车上二十项核心技术之一，其核心技术被国际企业掌握，华域汽车、安道拓、麦格纳、佛吉亚等企业拥有行业内领先的技术水平。

图 15：汽车座椅结构图


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

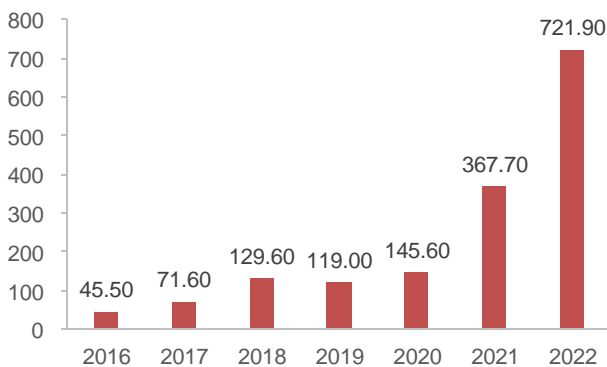
国家政策支持和鼓励汽车零部件产业快速发展。公司主要从事汽车座椅调节系统核心零部件的研发、生产和销售，属于汽车零部件行业，为国家鼓励类行业。近年来，我国颁布了一系列政策与法律法规来支持本行业的发展。2020 年 10 月，《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》提出建立健全龙头企业、国家重点实验室、国家制造业创新中心联合研发攻关机制，聚焦核心工艺、专用材料、关键零部件、制造装备等短板弱项，从不同技术路径积极探索，提高关键共性技术供给能力；2021 年 6 月，《“十四五”汽车产业发展建议》提出主动参与国际竞争，一批具有比较优势的零部件企业规模不断扩大，并进入全球配套体系，为全球化发展奠定基础；2021 年 12 月，《产业结构调整指导目录》将汽车轻量化材料包括粉末冶金列为鼓励类产业。

2.2 下游乘用车产销恢复，2025 年我国汽车座椅市场将破千亿元

自主品牌整车厂的崛起为国内上游零部件行业带来新的市场空间。近年来，国内自主品牌汽车，如长城、长安、奇瑞、吉利等企业发展迅速，在乘用车市场份额逐渐增大。同时在快速发展的新能源车领域，国内自主品牌比亚迪、蔚来、理想、小鹏等快速崛起壮大，在世界范围内的新能源车市场已经占据了一定领先优势。自主品牌整车制造企业因地缘和成本的因素，倾向于向内资汽车零部件厂商采购零部件，这为内资汽车零部件厂商提供了产品订单。自主品牌整车制造企业的发展壮大将会带动内资汽车零部件行业的发展，为内资汽车零部件企业提供市场空间。

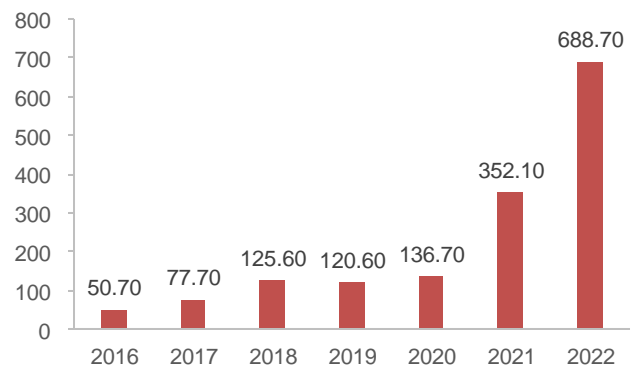
国内新能源汽车行业的快速发展有助于培育国内优质零部件供应商。新能源汽车作为我国战略性新兴产业之一，近年来取得了迅猛的发展，根据国家统计局数据，我国新能源汽车产量由 2016 年的 45.5 万辆上升至 2022 年的 721.9 万辆，年复合增长率达到 58.5%；根据中国汽车工业协会数据，我国新能源汽车销量由 2016 年的 50.7 万辆上升至 2022 年的 688.7 万辆，年复合增长率达到 54.5%。根据中汽协数据，2022 年，国内新能源汽车市场占有率已达到 25.6%。在政策支持下，未来新能源汽车仍有较大的发展空间。国内新能源汽车行业的快速发展，将有助于打破原有被国际座椅厂商主导的竞争格局，有助于培育国内自主的供应链体系，为国内优秀座椅核心零部件厂商的发展创造了有利环境。

图 16：我国新能源汽车产量（万辆）



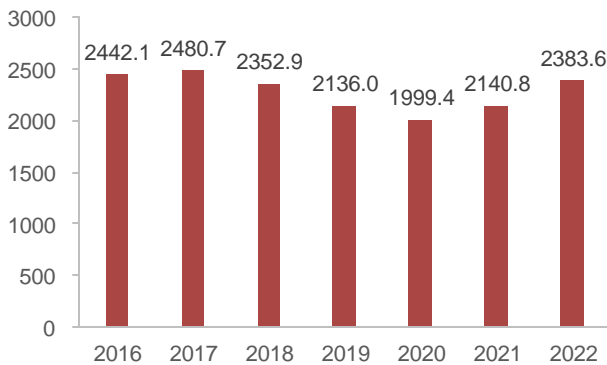
数据来源：国家统计局，iFinD，西南证券整理

图 17：我国新能源汽车销量（万辆）

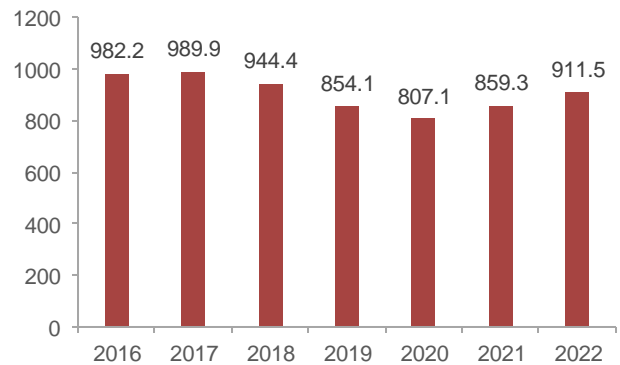


数据来源：中国汽车工业协会，iFinD，西南证券整理

随着乘用车产销量的恢复，我国乘用车座椅市场规模也逐步扩大。根据中国汽车工业协会数据，2016 年我国乘用车座椅市场规模为 982.2 亿元，2017 年增长至 989.9 亿元。2018 年-2020 年，乘用车产销量有所下滑，乘用车座椅市场规模也出现下滑。2021 年，随着乘用车市场的恢复，乘用车汽车座椅市场规模回升至 859.3 亿元，2022 年进一步恢复至 911.5 亿元。未来随着汽车工业的深入发展，乘用车产销量逐年恢复，乘用车汽车座椅的市场将恢复增长。

图 18：我国汽车乘用车产量（万辆）


数据来源：中国汽车工业协会，iFinD，西南证券整理

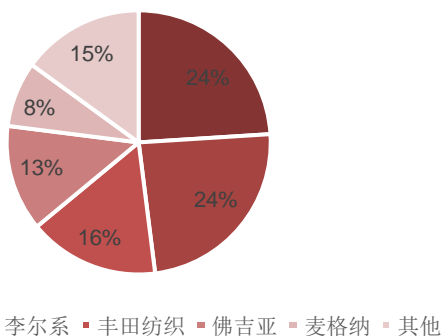
图 19：2016-2022 年我国乘用车座椅市场规模情况（亿元）


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

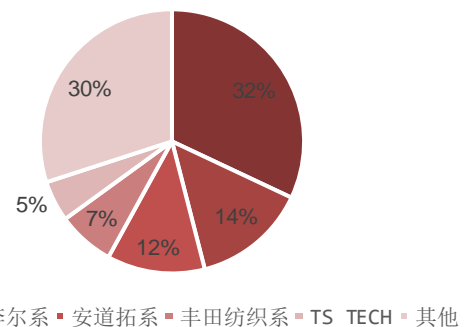
汽车座椅市场空间广阔，2025 年可达到千亿元。根据公司招股说明书数据，一般轿车全部座椅的平均价格在 850-1050 美元左右，中档轿车在 1400-1600 美元左右，高档甚至超过 2000 美元，很多轿车座椅的成本占整车成本比例达到 5%，成为除发动机、变速箱之外成本最高的汽车零部件之一。根据产业信息网，2020 年国内汽车座椅平均单车价值 3064 元，属于零部件中单车价值量高的细分赛道。据中商产业研究院预测，随着轻量化和电动智能化发展，消费者对于安全性和舒适性的要求提升，电动座椅记忆、座椅加热等功能渗透率提升，加之轻量化材料的运用，2025 年中国乘用车座椅单车价值量升至 4148 元，市场空间可达到 1055 亿。

2.3 竞争格局较为集中，世界汽车产业转移促进国产替代逻辑演绎

外国企业占据全球市场大部分份额，国内市场华域汽车为座椅总成龙头。全球市场来看，根据 Marklines 数据库，2020 年全球汽车座椅行业中，美国安道拓和美国李尔分别占据 24% 的市场份额，日本丰田纺织占据 16% 的市场份额，佛吉亚占据 13% 的市场份额，麦格纳占据 8% 的市场份额，行业 CR5 达到 85%，竞争格局较为集中。国内市场来看，座椅总成市场主要被华域汽车、李尔、安道拓等占据等，其中内资企业华域汽车于 2021 年 3 月通过其全资子公司延锋汽车饰件系统有限公司收购安道拓持有的 49.99% 延锋安道拓座椅有限公司股权后，进一步加强其在汽车座椅总成及调角器等零部件业务领域的布局，成为国内座椅总成行业领域龙头企业。

图 20：全球汽车座椅总成行业格局（2020 年）


数据来源：Marklines 数据库，公司招股说明书，西南证券整理

图 21：国内汽车座椅总成行业格局（2020 年）


数据来源：Marklines 数据库，公司招股说明书，西南证券整理

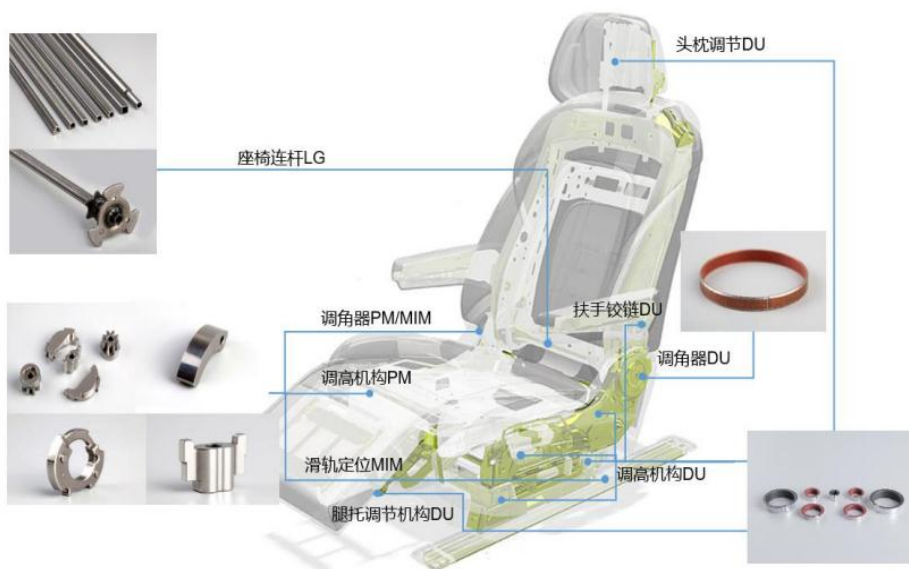
世界汽车产业转移为国内汽车零部件厂商提供了新机遇，国产替代逻辑演绎。近年来，国外汽车整车制造企业为了提高竞争力，纷纷采用零部件全球采购方式以降低整车生产成本和优化供应结构。鉴于发展中国家的巨大市场及相对低廉的人力资源成本，世界各大汽车制造商正加速向发展中国家转移生产基地，我国因高速增长的汽车消费势头和巨大的消费市场潜力而成为首选目的国。在未来相当长的一段时期内，我国的汽车零部件仍将会有较高的需求，世界汽车产业转移为我国汽车零部件企业的发展壮大提供了新机遇。

3 产品矩阵丰富性能优越，募投扩产助力业绩高增

3.1 产品性能优势显著，盈利能力强劲

公司是国内自润滑轴承、传力杆、粉末冶金领域最具竞争力的企业之一，目前公司拥有自润滑轴承（DU）、传力杆（LG）、粉末冶金零件（PM）和金属粉末注射成形零件（MIM）四大系列产品，主要应用于汽车座椅的调节系统以及其他工程机械、电动工具等领域。其中，1) 自润滑复合材料分为无油润滑和边际润滑两种复合材料类型，按表面自润滑层复合形式，又分为粘接自润滑复合材料和烧结自润滑复合材料，具备**摩擦系数低、降噪、减少振动等优势**；2) 粉末冶金是以金属粉末或金属粉末与非金属粉末的混合物为原料，采用压力填入模具内制成具有一定强度的成形坯，再经过高温烧结使合金元素进行合金化，最后通过适当的后加工等方式得到所需的零部件，尤其是公司生产的**齿轮组件**（铁基粉末冶金材料或铁塑复合材料），可用于行星式和针摆式减速等各种传动机构、**二级行星减速机构零件**（铁基粉末冶金材料），具有具有**齿形精度高、噪音低、寿命长和传动稳定的特性**，用于汽车及工业减速传动机构；3) 金属粉末注射成形零件具有**精度高、组织均匀、性能优异、生产成本低**等优点。

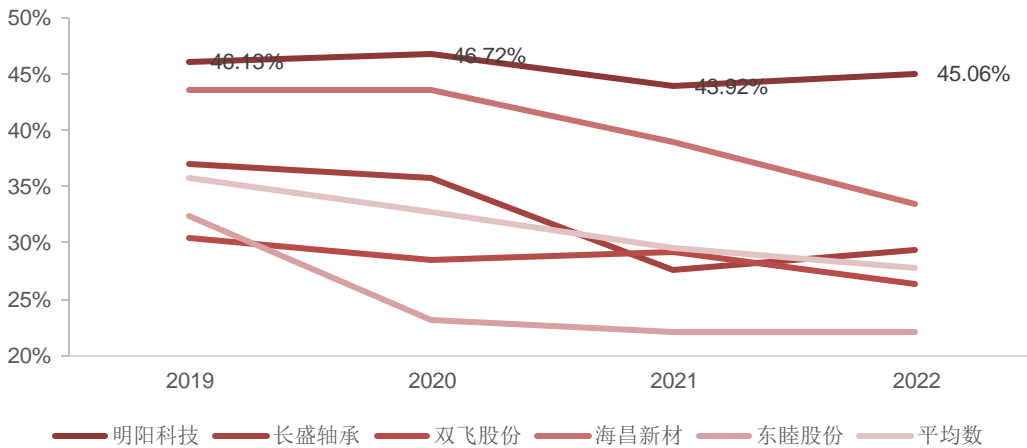
图 22：汽车座椅调节系统



数据来源：公司官网，招股说明书，西南证券整理

成本管理能力强，毛利率显著高于同行。公司多年来致力于生产线技改优化，不断完善生产工艺，在公司范围内推行精益生产，不断优化生产制造流程和生产布局，提升生产效率。在同等性能条件下，公司的产品相较于市场同类产品具备一定成本优势，主要得益于公司优越的产线制造工艺，2019年以来，公司毛利率显著高于同行，公司2022年毛利率约为45.6%，显著高于同行平均水平27.8%。

图 23：2019-2022 年可比公司毛利率对比



数据来源：各公司官网，西南证券整理

3.2 深度绑定华域汽车、产品应用于多家知名车企

客户粘性高，与华域合作 10 余年。公司的主要客户多为汽车座椅龙头企业，如华域汽车、航嘉麦格纳、佛吉亚、安道拓、李尔等。全五大客户销售额占比较为集中，销售金额占比约 66.5%，其中，公司第一大客户华域汽车占比约 49.6%。包含子公司司恺博（常熟）座椅机械部件有限公司、延锋（仪征）座椅有限公司、延锋（沈阳）座椅有限公司、延锋安道拓（上海嘉定）座椅有限公司等 16 家。公司与华域汽车自 2006 年起即开展业务合作，在十多年的业务合作过程中已经形成了稳定、可靠的合作关系。

表 4：2022 年前五大客户情况

| 序号 | 客户 | 销售金额：万元 | 占比 |
|----|----------------|---------|--------|
| 1 | 华域汽车系统股份有限公司 | 10292 | 49.64% |
| 2 | 湖北中航精机科技有限公司 | 1465.3 | 7.07% |
| 3 | 佛吉亚集团 | 747.1 | 3.6% |
| 4 | 浙江龙生汽车部件科技有限公司 | 654.51 | 3.16% |
| 5 | 福耀玻璃工业集团股份有限公司 | 636.69 | 3.07% |
| 合计 | | 137.96 | 66.52% |

数据来源：公司年报，西南证券整理

国产化配套供货，产品应用于多家知名车企。汽车座椅行业的集中度较高，据 Marklines 数据库统计，2020 年全球前 5 大座椅厂商占据了全球 90% 的市场份额，公司已进入其中 4 家的供应链体系；国内前 3 大座椅厂商占据了国内 58% 的市场份额，公司已全部进入其供应

链体系。公司是同时进入下游全球核心座椅厂商合格供应商体系的国产厂家。目前公司的汽车座椅零部件产品已实现在上海大众、上海通用、一汽大众、长安福特、东风雪铁龙、华晨宝马、北京奔驰、日本丰田等汽车上的国产化配套供货，部分产品已进入跨国公司全球采购体系。

3.3 核心技术壁垒高筑，募投项目持续加码产能提升

批量出货产品均为自有核心专利，具备“三高”优势（高寿命、高强度、高稳定性）。公司成立以来高度重视技术研发实力，重视研发团队建设，2021年被江苏省工业和信息化厅评为江苏省“专精特新”小巨人，2022年被国家工信部评为国家级“专精特新”小巨人。同时，公司部分产品取得江苏省科学技术厅颁发的《高新技术产品认定证书》。公司目前批量生产产品均为自有核心专利，具备新进核心技术如自润滑板材薄壁粘接技术、自润滑复合材料高温复合技术、高精度小直径异形空心管的冷拔成型技术、金属粉末注射成形零件快速脱脂喂料成分设计、高密度、高强度粉末冶金零件材料成分设计等，具有降低零件震动、损耗、延长零件寿命、提升强度、稳定性等优势。

表 5：核心技术的先进性说明

| 序号 | 核心技术名称 | 先进性说明 |
|----|----------------------|--|
| 1 | 自润滑板材薄壁粘接技术 | 利用聚四氟乙烯、超高分子量聚乙烯、玻璃纤维粉等自润滑材料，按一定比例复合形成的多组分表面自润滑层，在降低自润滑层厚度和重量的同时能够降低零件振动，延长零部件使用寿命。 |
| 2 | 自润滑复合材料高温复合技术 | 通过改进自润滑复合材料高温复合设备，将聚四氟乙烯带与钢带进行连续高温粘接，可以替代现有的三层结构自润滑复合材料，能够减少资源消耗、缩短工艺流程、提高连续化生产效率。 |
| 3 | 高精度小直径异形空心管的冷拔成型技术 | 通过拔制量、成型角度的计算，设计非常规的模具内腔造型，确保在空心管直径小于 13 毫米且无内衬支撑的情况下，焊管材料贴合模具型腔成型，解决材料内陷的技术难题。 |
| 4 | 专用工艺装备设计制造技术 | 针对自润滑轴承，公司研发了高温粘接连续复合设备。针对传力杆产品，根据杆类工件圆周焊接的特点，自主研发设计出传力杆专用焊接设备，凭借无空程的特点，生产效率较焊接机器人更高；凭借真圆焊弧轨迹特点，焊接质量较采用多条线段拼接技术的焊接机器人更高。此外，公司专用焊接设备成本低于焊接机器人，在兼具质量优势的情况下，可实现成本优势。针对粉末冶金零件和金属粉末注射成形零件，公司研发了环保型脱脂设备和快速连续烧结设备。公司自主研发的工艺装备最终实现高效、节能、环保的目的。 |
| 5 | 金属粉末注射成形零件快速脱脂喂料成分设计 | 根据金属零件性能要求选择不同比例的金属粉末，并配合选择粘结剂，从而实现快速、高效、低成本、低能耗地脱脂，确保金属零件成形性能稳定。 |
| 6 | 高密度、高强度粉末冶金零件材料成分设计 | 通过优化金属粉末、非金属粉末与粉末润滑剂的配比，使得成形的金属零件在常温压制下可达到高于 7.3 克每立方厘米的高密度，且零件强度更高，能够满足座椅调节系统对零部件的性能要求。 |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

在研项目丰富，“横纵”双向拓展持续提升产品力。公司高度重视研发体系，目前公司技术研发中心被苏州市科学技术局认定为苏州市金属粉末注射成形技术工程技术研究中心并获得江苏省企业技术中心认证。除公司自主研发外，公司与四川大学签署了《聚四氟乙烯混纺织物表面粘接处理剂合作协议》，开展产学研合作。同时，公司是国家标准《塑料-钢背二层粘接复合自润滑板材技术条件第 1 部分：带改性聚四氟乙烯（PTFE）减摩层的板材（国家标准 GB/T39142.1-2020）》的牵头起草人，与长盛轴承、双飞股份共同参与该国家标准的制定。公司也是行业标准《汽车座椅调节机构用粉末冶金滑块技术规范（行业标准 JB/T14396-2022）》的牵头起草人。

目前公司在研项目共有 7 项，包括开发密度大于 7.3g/cm³，强度大于 1000MPa 的汽车座椅用高精度粉末配方、厚度大于 12mm 的大尺寸座椅金属注射零件等；同时，公司也在积极拓展新产品研发，如汽车座椅扶手铰链机构、高强度汽车座椅同步杆、汽车座椅减轴套等等，持续提升公司产品核心竞争力。

表 6：核心技术的先进性说明

| 序号 | 项目名称 | 拟达目标 | 项目进展 |
|----|--------------------------|--|------|
| 1 | 汽车座椅用高密度、高强度粉末冶金材料成分设计开发 | 开发出密度大于 7.3g/cm ³ ，强度大于 1000MPa 的粉末配方 | 项目总结 |
| 2 | 汽车座椅大尺寸金属注射零件工艺开发 | 开发出厚度大于 12mm 的金属注射成形工艺 | 批量试剂 |
| 3 | 汽车座椅金属注射件快速烧结工艺开发 | 开发出烧结时长小于 10h 的工艺 | 批量试剂 |
| 4 | 汽车座椅扶手铰链机构的开发 | 设计并验证汽车座椅扶手铰链机构，满足性能试验要求 | 项目总结 |
| 5 | 高强度汽车座椅同步杆的开发 | 开发符合调角器高扭矩性能的同步杆，并达到量产水平 | 批量试剂 |
| 6 | 汽车座椅调角器用高耐磨衬套开发 | 开发符合调角器高耐磨要求的衬套，并批量生产 | 批量试剂 |
| 7 | 汽车座椅减震轴套开发 | 开发符合座椅新减震要求的复合材料，并批量生产 | 批量试剂 |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

募集大幅扩产+持续加码研发投入。公司本次公开发行募集资金约 1.5 亿元，主要用于投资：

1) **年产共计 5 亿件汽车座椅关键零部件产品项目**，该项目包括厂区搬迁及投入新增产能，建设期 3 年。项目完成后，预计自润滑轴承产能由当前的约 1 亿件增长至约 2 亿件，传力杆产能由当前 1800 万件增长至 5300 万件，金属粉末注射成形零件产能由当前的 1000 万件增长至 3700 万件，粉末冶金零件产能由当前的 1.2 亿件增长至约 2.1 亿件，产能有望大幅提升，助力公司业绩高速增长。

2) **新功能座椅及关键部件研发中心项目**，包含对新功能座椅、关键部件、粉末冶金结构件、自润滑轴承、调节传力感四个主要方面，通过对座椅功能、强度及舒适性的系统性研究，利用公司现有核心技术、核心资源开发新的产品类型；通过粉末冶金结构件、自润滑轴承和调节传力杆产品结构、基体材料、模具设计、核心加工工艺、质量控制等方面的研究，进一步提升公司主营产品核心竞争力。

表 7：募投项目情况 (万元)

| 序号 | 项目名称 | 项目投资金额 | 拟投入募集资金金额 |
|----|--|--------|-----------|
| 1 | 年产 20500 万件自润滑轴承、5300 万件汽车零部件、24200 万件金属零部件项目。 | 20500 | 11304 |
| 2 | 新功能座椅及关键部件研发中心 | 4281 | 4281 |
| 合计 | | 24781 | 15585.6 |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: 公司在汽车座椅关键零部件领域居国内领先地位, 未来有望继续巩固自身优势, 深入挖掘下游市场的需求, 顺应新能源汽车快速发展趋势。2022 年, 公司产能利用率、产销率均超 90%。考虑到募投项目于 2023 年开始陆续投产, 随新能源汽车行业快速发展, 下游应用领域又不断拓宽, 我们预计 2023-2025 年销量和产销率将会提升, 公司粉末冶金零件销量约为 1.1/1.5/2.1 亿件; 假设粉末冶金零件毛利率为 46%/45%/42%。

假设 2: 伴随着新能源汽车行业快速发展, 公司产品销量有望稳步提升。我们预计 2023-2025 年, 公司传力杆产品销量为 1700/1800/1900 万件; 假设传力杆产品毛利率为 33%/32%/30%。

假设 3: 伴随着新能源汽车行业快速发展, 叠加下游应用领域拓宽, 公司产品销量有望稳步提升。我们预计 2023-2025 年, 公司自润滑轴承产品销量为 1.2/1.5/1.7 亿件; 假设自润滑轴承产品毛利率为 54%/53%/51%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表:

表 8: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 粉末冶金零件 | 收入 | 83.0 | 116.2 | 160.4 | 218.1 |
| | 增速 | 39.3% | 40.0% | 38.0% | 36.0% |
| | 成本 | 44.8 | 62.7 | 88.2 | 126.5 |
| | 毛利率 | 46.0% | 46.0% | 45.0% | 42.0% |
| 传力杆 | 收入 | 52.3 | 54.9 | 58.2 | 63.4 |
| | 增速 | 19.7% | 5.0% | 6.0% | 9.0% |
| | 成本 | 35.0 | 36.8 | 39.6 | 44.4 |
| | 毛利率 | 33.1% | 33.0% | 32.0% | 30.0% |
| 自润滑轴承 | 收入 | 49.3 | 59.2 | 69.8 | 81.0 |
| | 增速 | 18.8% | 20.0% | 18.0% | 16.0% |
| | 成本 | 22.5 | 27.2 | 32.8 | 39.7 |
| | 毛利率 | 54.4% | 54.0% | 53.0% | 51.0% |
| 金属粉末注射成形零件 | 收入 | 19.4 | 25.2 | 32.8 | 42.6 |
| | 增速 | 32.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| | 成本 | 10.5 | 13.9 | 18.4 | 24.7 |
| | 毛利率 | 45.9% | 45.0% | 44.0% | 42.0% |
| 其他 | 收入 | 3.4 | 3.7 | 4.1 | 4.5 |
| | 增速 | 70.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 成本 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.6 |
| | 毛利率 | 67.6% | 65.0% | 65.0% | 65.0% |

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 合计 | 收入 | 207.4 | 259.2 | 325.3 | 409.7 |
| | 增速 | 28.4% | 25.0% | 25.5% | 25.9% |
| | 成本 | 113.9 | 141.9 | 180.4 | 236.9 |
| | 毛利率 | 45.1% | 45.2% | 44.5% | 42.2% |

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我国汽车产业快速发展，形成了种类齐全、配套完整的产业体系。结合主营业务、财务状况等，我们选取了汽车零部件领域的 2 家沪深上市公司以及 1 家北交所上市公司作为可比公司。从 PE 的角度看，23-25 年，沪深的两家公司平均估值为 22/16/13 倍，北交所的可比公司估值为 14/10/7 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 2.6 亿元/3.3 亿元/4.1 亿元，yoy 为 25.0%/25.5%/25.9%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.7/0.8/1.0 亿元，CAGR 为 24.0%，对应 PE 为 10 倍/8 倍/7 倍。考虑到 2023 年沪深同行业平均估值为 22 倍，北交所同行估值为 14 倍，公司作为汽车座椅零部件领先企业，叠加成本优势，募投扩产后业绩有望持续高速增长，同时考虑到北交所与主板有一定的流动性差异。综上，我们给予公司 2023 年 16 倍 PE，对应目标价为 20.48 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 总市值 (亿元) | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|-------------|-----------|---------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 600114.SH | 东睦股份 | 44.93 | 7.29 | 0.25 | 0.42 | 0.6 | 0.68 | 33.64 | 17.33 | 12.15 | 10.7 |
| 300718.SZ | 长盛轴承 | 62.16 | 20.86 | 0.34 | 0.8 | 1.02 | 1.33 | 66.66 | 26.07 | 20.4 | 15.66 |
| 833533.BJ | 骏创科技 | 13.62 | 13.71 | 1.1 | 0.95 | 1.32 | 1.84 | 14.95 | 14.49 | 10.4 | 7.44 |
| 平均值 (沪深) | | | | | | | | 50.15 | 21.70 | 16.28 | 13.18 |
| 837663.BJ | 明阳科技 | 6.84 | 13.25 | 0.99 | 1.28 | 1.61 | 1.88 | 13 | 10 | 8 | 7 |

数据来源：Wind, 西南证券整理 (数据截止日期 2023.6.28)

5 风险提示

宏观经济运行的风险。如果未来全球经济发生较大波动，我国经济增长放缓，则汽车生产和销售受到不利影响，公司的经营业绩可能随之出现下滑的风险。

产业政策风险。本公司受益于国家关于汽车及零部件产业的鼓励发展政策，但如果上述鼓励发展政策发生调整，整个汽车行业可能受到不利影响，进而对公司业务带来一定的风险。

市场空间及发展前景风险。公司自润滑轴承、传力杆在全国乘用车座椅调节系统零部件行业的市场份额较高，因而细分市场空间受限可能对公司未来的市场发展空间产生一定影响。

原材料价格波动的风险。公司主要原材料在生产成本中占有较大的比重，如果公司主要原材料未来价格持续大幅波动，将直接影响公司主要产品的生产成本，对公司经营带来一定的风险。

主要客户相对集中的风险。公司近几年不断加大市场拓展力度，如果华域汽车等主要客户需求下降、转向其他供应商采购相关产品或出现经营困难等情况，将给公司的生产经营带来一定负面影响。

委外加工风险。公司存在因外协加工品质、交货期等问题，导致最终产品品质降低、交货延误的风险。

潜在诉讼风险。公司存在潜在诉讼发生并败诉的风险，可能对公司经营和财务状况造成不利影响。

募投项目实施后产能不及时消化的风险。若下游汽车行业需求受到国际、国内经济环境、重大突发事件及各种因素的综合影响，造成汽车行业低迷或发生重大变化，或公司市场开拓不利，无法满足下游客户需求，研发能力无法及时跟上汽车行业产业链的发展，产品质量无法持续得到保证，则公司将面临产能不能及时消化的风险。

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 | 207.40 | 259.24 | 325.27 | 409.66 | 净利润 | 50.95 | 65.85 | 82.83 | 97.06 |
| 营业成本 | 113.94 | 141.93 | 180.39 | 236.89 | 折旧与摊销 | 12.74 | 10.89 | 11.31 | 11.31 |
| 营业税金及附加 | 2.62 | 2.86 | 3.74 | 2.83 | 财务费用 | 1.74 | -0.44 | -0.35 | -0.52 |
| 销售费用 | 3.06 | 4.77 | 5.59 | 7.20 | 资产减值损失 | -0.93 | -1.00 | -0.50 | 0.00 |
| 管理费用 | 17.83 | 33.70 | 39.03 | 49.16 | 经营营运资本变动 | -56.67 | 19.30 | -14.97 | -18.36 |
| 财务费用 | 1.74 | -0.44 | -0.35 | -0.52 | 其他 | 4.74 | 0.69 | 2.21 | -1.29 |
| 资产减值损失 | -0.93 | -1.00 | -0.50 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 12.58 | 95.29 | 80.52 | 88.18 |
| 投资收益 | 0.22 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 资本支出 | -6.51 | -6.40 | -4.00 | -2.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -3.74 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -10.25 | -6.10 | -3.70 | -1.70 |
| 营业利润 | 58.53 | 77.71 | 97.67 | 114.41 | 短期借款 | 5.99 | -5.99 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -0.15 | -0.23 | -0.23 | -0.22 | 长期借款 | -15.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 58.38 | 77.47 | 97.44 | 114.19 | 股权融资 | 0.74 | 153.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 7.43 | 11.62 | 14.62 | 17.13 | 支付股利 | -25.00 | -10.19 | -13.17 | -16.57 |
| 净利润 | 50.95 | 65.85 | 82.83 | 97.06 | 其他 | -3.16 | -15.46 | 0.35 | 0.52 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -37.33 | 121.35 | -12.82 | -16.04 |
| 归属母公司股东净利润 | 50.95 | 65.85 | 82.83 | 97.06 | 现金流量净额 | -35.01 | 210.55 | 64.00 | 70.44 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 17.16 | 227.71 | 291.71 | 362.15 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 108.51 | 128.09 | 160.85 | 204.81 | 销售收入增长率 | 28.42% | 24.99% | 25.47% | 25.94% |
| 存货 | 29.20 | 36.37 | 44.23 | 59.70 | 营业利润增长率 | 33.90% | 32.77% | 25.69% | 17.13% |
| 其他流动资产 | 36.43 | 6.26 | 7.86 | 9.89 | 净利润增长率 | 34.59% | 29.26% | 25.78% | 17.18% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 36.05% | 20.74% | 23.22% | 15.24% |
| 投资性房地产 | 9.23 | 9.23 | 9.23 | 9.23 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 103.95 | 100.87 | 94.96 | 87.06 | 毛利率 | 45.06% | 45.25% | 44.54% | 42.17% |
| 无形资产和开发支出 | 10.74 | 9.55 | 8.36 | 7.18 | 三费率 | 10.91% | 14.67% | 13.61% | 13.63% |
| 其他非流动资产 | 5.83 | 5.61 | 5.40 | 5.19 | 净利率 | 24.56% | 25.40% | 25.46% | 23.69% |
| 资产总计 | 321.06 | 523.70 | 622.61 | 745.22 | ROE | 26.85% | 16.53% | 17.70% | 17.69% |
| 短期借款 | 5.99 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 15.87% | 12.57% | 13.30% | 13.02% |
| 应付和预收款项 | 82.73 | 97.21 | 124.19 | 162.98 | ROIC | 28.21% | 31.27% | 39.94% | 43.47% |
| 长期借款 | 16.97 | 16.97 | 16.97 | 16.97 | EBITDA/销售收入 | 35.21% | 34.01% | 33.40% | 30.56% |
| 其他负债 | 25.63 | 11.11 | 13.38 | 16.71 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 131.32 | 125.30 | 154.55 | 196.67 | 总资产周转率 | 0.70 | 0.61 | 0.57 | 0.60 |
| 股本 | 38.70 | 51.60 | 51.60 | 51.60 | 固定资产周转率 | 2.17 | 2.62 | 3.39 | 4.76 |
| 资本公积 | 14.87 | 154.97 | 154.97 | 154.97 | 应收账款周转率 | 2.90 | 2.72 | 2.82 | 2.80 |
| 留存收益 | 136.17 | 191.83 | 261.49 | 341.98 | 存货周转率 | 4.64 | 4.33 | 4.37 | 4.43 |
| 归属母公司股东权益 | 189.74 | 398.40 | 468.06 | 548.55 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 61.89% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 189.74 | 398.40 | 468.06 | 548.55 | 资产负债率 | 40.90% | 23.93% | 24.82% | 26.39% |
| 负债和股东权益合计 | 321.06 | 523.70 | 622.61 | 745.22 | 带息债务/总负债 | 17.49% | 13.55% | 10.98% | 8.63% |
| | | | | | 流动比率 | 1.71 | 3.77 | 3.74 | 3.60 |
| | | | | | 速动比率 | 1.45 | 3.43 | 3.41 | 3.26 |
| | | | | | 股利支付率 | 49.07% | 15.47% | 15.90% | 17.07% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 73.02 | 88.16 | 108.63 | 125.19 | 每股收益 | 0.99 | 1.28 | 1.61 | 1.88 |
| PE | 13.42 | 10.38 | 8.25 | 7.04 | 每股净资产 | 3.68 | 7.72 | 9.07 | 10.63 |
| PB | 3.60 | 1.72 | 1.46 | 1.25 | 每股经营现金 | 0.24 | 1.85 | 1.56 | 1.71 |
| PS | 3.30 | 2.64 | 2.10 | 1.67 | 每股股利 | 0.48 | 0.20 | 0.26 | 0.32 |
| EV/EBITDA | 6.89 | 5.01 | 3.48 | 2.45 | | | | | |
| 股息率 | 3.66% | 1.49% | 1.93% | 2.42% | | | | | |

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 |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 刘中一 | 销售经理 | 19821158911 | 19821158911 | lzhongy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@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 |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 徐铭婉 | 销售经理 | 15204539291 | 15204539291 | xumw@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| 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 |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |