

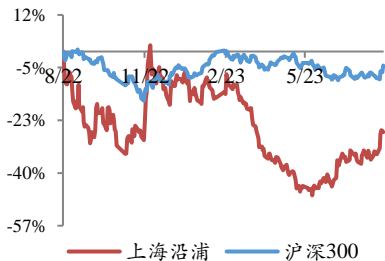
# 精密制造“小巨人”的二次成长

**投资评级: 买入 (首次)**

报告日期: 2023-07-30

收盘价 (元)	<b>46.84</b>
近 12 个月最高/最低 (元)	<b>65.08/33.50</b>
总股本 (百万股)	<b>80</b>
流通股本 (百万股)	<b>42</b>
流通股比例 (%)	<b>52.14</b>
总市值 (亿元)	<b>37</b>
流通市值 (亿元)	<b>20</b>

## 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师: 姜肖伟**

执业证书号: S0010523060002

电话: 18681505180

邮箱: jiangxiaowei@hazq.com

## 主要观点:

- **上海沿浦是拥有领先的精密制造能力的自主零部件供应商。**  
 公司 2008 年开始转型汽车零部件供应商, 主要作为 Tier2 向 Tier1 供应 汽车座椅骨架 (2022 年业务占比 50%)、精密冲压件 (占 31%)、注塑件 (占 8%) 等产品。目前, 公司与东风李尔、麦格纳、延锋智能、临港均胜、泰极爱思等国内外知名 Tier1 厂商合作密切, 产品已间接配套于比亚迪、赛力斯、小鹏汽车、长安汽车等主机厂。
- **公司核心竞争力在于精密冲压、精密注塑及产品集成技术, 成长围绕两大业务一是汽车座椅骨架、二是精密零部件:**
  - 1) **汽车座椅骨架 (兑现中):** 骨架是乘用车座椅中最核心的部件, 约占座椅成本的 15%, 但乘用车座椅行业外资主导, 其具备自行生产座椅骨架的能力。智能电动变革下, 主机厂车型迭代速度加快, 内资供应商的快速响应优势突出。上海沿浦作为具备更好技术实力、更快响应能力的国内自主座椅骨架供应商能够率先把握成长机遇。目前, 公司新接项目以全套骨架为主、ASP 有望从百元增至千元, 在手订单累计超百亿, 正逐步兑现。
  - 2) **精密零部件 (新增量):** 公司重点围绕国产替代机遇, 持续开拓包括汽车电子产品在内的新产品。目前, 公司已掌握成熟的门基板技术, 已获得比亚迪门锁项目、铁路专用集装箱项目定点, 新产品有望从明年起贡献明显增量, 成为公司新成长亮点。
- **投资建议: 公司发展既有可预见的高成长也有超预期的惊喜。** 2023 年起乘用车座椅骨架业务的核心客户订单开始量产、进入兑现期, 有望带来可持续的高增长。而从公司精密制造技术延伸出的精密零部件业务下游可应用领域丰富, 新产品开拓的二次成长有望不断带来超预期的惊喜。考虑到公司汽车座椅骨架自主龙头的地位、且正处于新成长阶段的起点, 后续有望开拓更多新产品、超预期的新增量将拉高业绩增速预期、进而催化估值, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 1.19 亿、2.04 亿、3.12 亿元, 增速+160.9%、+71.3%、+52.5%, 对应 2023 年 7 月 28 日 PE 31.4、18.3、12.0 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动、原材料涨价、新能源车企竞争加剧销量不及预期、新产品推进速度低于预期、新客户开拓不及预期风险。

## 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1122	1637	2560	3357
收入同比 (%)	35.7%	46.0%	56.4%	31.1%
归属母公司净利润	46	119	204	312
净利润同比 (%)	-35.1%	160.9%	71.3%	52.5%
毛利率 (%)	13.2%	17.7%	18.5%	20.0%
ROE (%)	4.1%	9.7%	14.2%	17.8%
每股收益 (元)	0.57	1.49	2.55	3.90
P/E	94.18	31.40	18.33	12.02
P/B	3.81	3.03	2.61	2.14
EV/EBITDA	31.16	18.76	12.36	8.64

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1	基本情况：本土优质的精密零部件供应商.....	4
2	兑现中：汽车座椅骨架龙头的加速成长.....	7
3	新增量：精密件供应商的品类持续开拓.....	10
4	盈利预测与投资建议：预计归母净利润 3 年 CAGR+90%.....	12
	风险提示.....	13
	财务报表与盈利预测.....	14

## 图表目录

图表 1 上海沿浦发展历史	4
图表 2 上海沿浦股权结构	4
图表 3 上海沿浦主要产品情况	5
图表 4 上海沿浦近年营业收入情况	6
图表 5 上海沿浦近年归母净利润情况	6
图表 6 上海沿浦近年期间费用率情况	6
图表 7 上海沿浦近年盈利能力情况	6
图表 8 上海沿浦近年资本开支情况 (亿元)	6
图表 9 上海沿浦近年折旧摊销情况 (亿元)	6
图表 10: 乘用车座椅成本占比情况	7
图表 11 国内乘用车座椅行业格局	7
图表 12 问界 M7 零重力座椅	8
图表 13 比亚迪汉 DM-i 冠军版座椅	8
图表 14 座椅骨架生产流程	8
图表 15 前排座椅骨架	9
图表 16 后排座椅骨架	9
图表 17 上海沿浦汽车座椅骨架已公告的定点情况	9
图表 18 上海沿浦部分管理层基本情况	10
图表 19 上海沿浦汽车除骨架其他产品已公告的定点情况	10
图表 20 上海沿浦 2023-2025 年盈利预测	12

## 1 基本情况：本土优质的精密零部件供应商

上海沿浦是拥有领先的精密制造能力的自主零部件供应商。公司成立于 1999 年，2008 年前公司主要从事家电配件的生产和销售；2008 年后公司开始向汽车零部件供应商转型，主要作为 Tier2 向 Tier1 供应汽车座椅骨架、精密冲压件、注塑件等产品。目前，公司与东风李尔、麦格纳、延锋智能、临港均胜、泰极爱思等国内外知名汽车零部件厂商建立了良好的合作关系，是东风李尔、麦格纳集团最重要的战略供应商之一，产品已间接配套于比亚迪、赛力斯、小鹏汽车、长安汽车等主机厂。

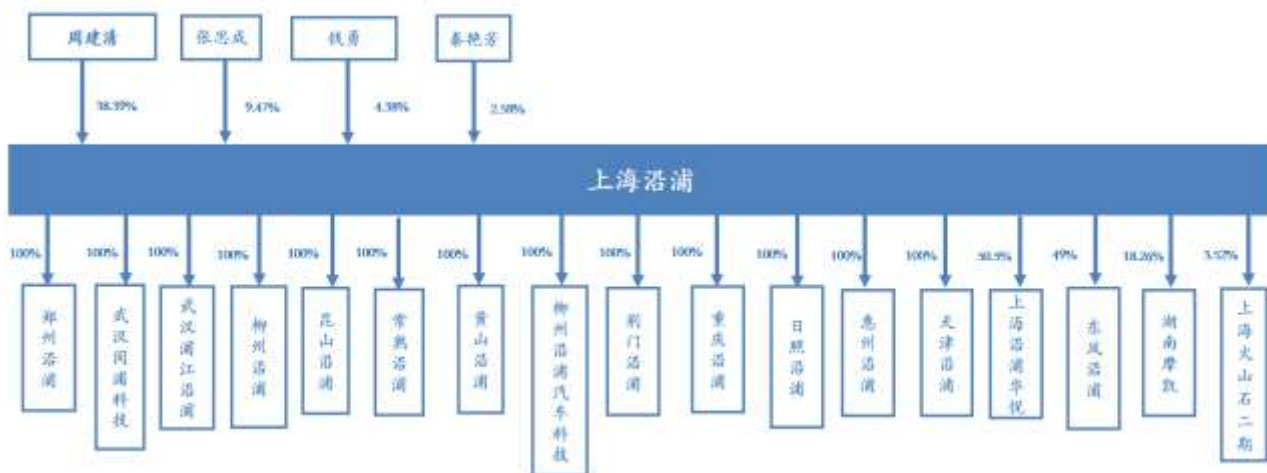
图表 1 上海沿浦发展历史



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司旗下多个生产基地便于对客户快速响应。目前，公司在郑州、大连、昆山、柳州、黄山、襄阳、武汉、荆门、重庆、十堰以及上海总部 11 个城市设立了子公司或分公司，遍布全国主要汽车生产基地，便于为下游客户提供就近配套。

图表 2 上海沿浦股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司有两类核心业务，一是汽车座椅骨架总成、二是精密零部件。具体：

- 1) **汽车座椅骨架总成(含座椅滑轨)**：包括前排8向电动/6向手动座椅骨架、中排带360度旋转/带滑轨前后滑动及折叠翻转座椅骨架、后排分体式折叠翻转/整体式固定座椅骨架，主要通过东风李尔在内的Tier1间接配套东风系、赛力斯、比亚迪等主机厂。2022年该业务实现收入5.6亿元、营收占比50%、毛利率7.2%。
- 2) **精密零部件**：按照生产工艺不同，分为精密冲压件、注塑件。其中，精密冲压件包括座椅骨架配件、滑轨构件、安全带锁扣、闭锁系统等汽车功能件，直接客户为延锋智能、麦格纳、均胜电子、广州泰李、恺博等，间接配套于长安、长城、吉利、江淮、奇瑞、上汽通用、上汽大众、上汽通用五菱、长安福特、东风日产、东风本田、北京奔驰、北京现代、华晨宝马等整车厂。2022年该业务实现收入3.4亿元、营收占比30.6%、毛利率12.0%。注塑零部件主要应用于汽车闭锁系统、座椅滑轨、管路系统和车门系统等，间接为比亚迪、通用汽车全球D2XX平台、奔驰、宝马、长安福特、长安汽车等整车品牌作配套。2022年该业务实现收入0.9亿元、营收占比8.4%、毛利率9.2%。
- 3) **模具(检具)**：包括注塑模具、冲压模具以及一些检具。2022年该业务实现收入0.7亿元、营收占比6.2%、毛利率44.7%。

**图表3 上海沿浦主要产品情况**

类型	主要产品	产品用途	直接配套客户	间接配套客户	2022年		
					营业收入(亿元)	营收占比(%)	毛利率(%)
汽车座椅骨架总成		座椅的核心部件之一，对座椅的安全性、舒适性有很大影响	东风李尔、江铃李尔、东风李尔泰祺爱思、郑州东风李尔泰新、东风李尔方盛、大连东风李尔泰祺爱思、仕驰汽配等	比亚迪、赛力斯、华人运通、小鹏汽车、长城汽车、上汽通用五菱、东风系等	5.59	49.8%	7.2%
精密零部件	冲压件	用于汽车座椅、安全带、闭锁系统、安全系统	嘉兴李尔、延锋智能、均胜电子、泰祺爱思、武汉李尔、麦格纳、摩帝玛提、玛汀瑞亚、埃维奥、和兴精冲、恺博等	比亚迪、长安、长城、吉利、江淮、奇瑞、上汽通用、上汽大众、上汽通用五菱、长安福特、东风日产、东风本田、北京奔驰、北京现代、华晨宝马等	3.43	30.6%	12.0%
	注塑件	门模组零部件等	比亚迪供应链管理有限公司及其关联公司、麦格纳、摩帝玛提、玛汀瑞亚、埃维奥、和兴精冲、恺博等		0.94	8.4%	9.2%
	模具	用于制作成型物品的工具，在外力作用下使坯料加工为特定形状			0.69	6.2%	44.7%
	其他				0.57	5.0%	88.5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**营收端**：公司规模2022年前受限于产能，目前已进入加速扩张的阶段。公司2017-2021年营业收入基本在8亿元左右，2020年后公司通过IPO、发行可转债、定向增发的方式增加资本开支扩建产能为后续配套项目铺垫，2022年起新产能陆续投放，规模扩张进入加速阶段，2022年公司实现营业收入11.2亿元、同比+36%。

**盈利端**：利润受到产能建设初期人工等固定成本影响，随着新订单量产，盈利弹性将释放。公司毛利率主要受原材料、新产能建设影响，2021年前公司毛利率基本稳定在20%以上，由于公司产品原材料以钢材为主、2021年起钢材价格上涨导致材料成本上升、毛利率承压；另外，新产能建设初期固定支出影响盈利，2022年毛利率13.2%、同比-6.1PP，归母净利0.46亿元、同比-35%、对应归母净利率4.1%、同比-4.5PP。预计23Q2起随着公司关键客户的项目投产、规模快速扩张摊薄成本费用，盈利能力有望向上。

图表 4 上海沿浦近年营业收入情况



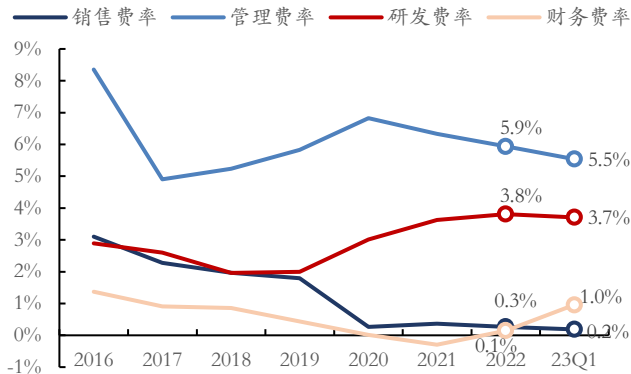
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 上海沿浦近年归母净利润情况



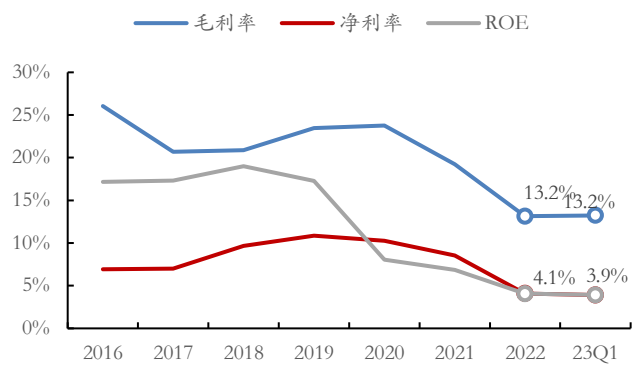
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 上海沿浦近年期间费用率情况



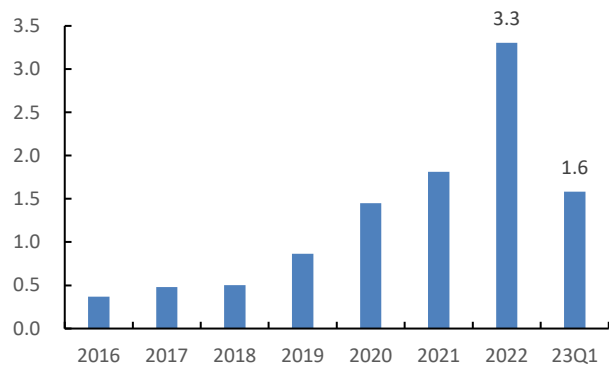
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 上海沿浦近年盈利能力情况



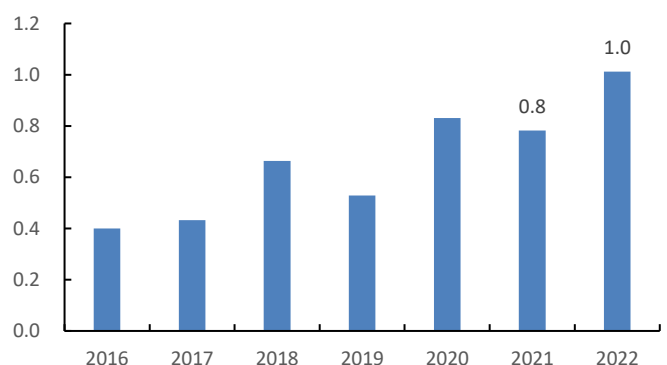
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 上海沿浦近年资本开支情况 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 上海沿浦近年折旧摊销情况 (亿元)



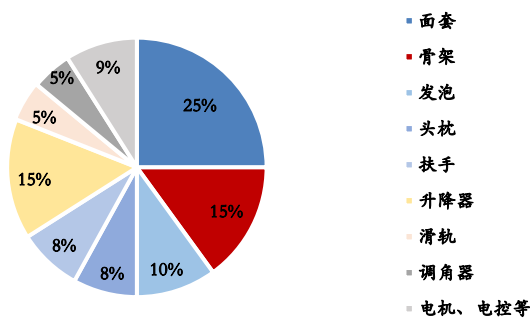
资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 兑现中：汽车座椅骨架龙头的加速成长

骨架是乘用车座椅中最核心的部件，约占座椅成本的 15%。乘用车座椅总成单车价值量约 3000-10000 元、是座舱内价值量最大的硬件，主要由骨架、滑轨、发泡体、面套及调节机构组成。座椅骨架是座椅其它机构的依附点，不仅发泡和面套都靠骨架来支撑，而且座椅的调节功能都通过骨架上的机构来实现，成本约占座椅总成的 15%，全套座椅骨架单车价值量一般在 800-1000 元。

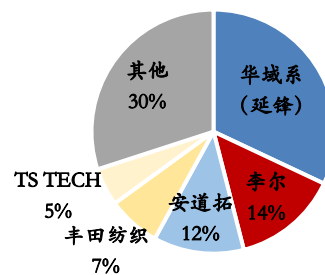
乘用车座椅行业外资主导，其具备自行生产座椅骨架的能力。由于乘用车座椅相比于其他座舱内硬件对安全性、舒适性、质量要求更高且单车价值量更大，国内市场参与者以外资龙头为主，其中安道拓（含延锋）、李尔、丰田纺织、TS 市场份额约占 70%。外资座椅供应商掌握的座椅生产制造技术全面，骨架、滑轨、调角器等座椅核心部件的生产一般由体系内公司自行完成。

图表 10：乘用车座椅成本占比情况



资料来源：华安证券研究所整理

图表 11 国内乘用车座椅行业格局



资料来源：Marklines，华安证券研究所整理

智能电动变革下，主机厂车型迭代速度加快，内资供应商的快速响应优势突出。过去，因为前排座椅相比于中/后排座椅的使用频率、舒适安全性的要求都更高、对供应商的质量稳定性要求更高，合资车企的前排骨架一般都由体系内骨架生产商供货，国内供应商基本只能参与后排骨架生产。但随着车企车型更新换代周期缩短，主机厂及 Tier1 开始偏好选择响应更快的内资供应商、提高国产化率的诉求越来越高。同时，骨架需完成更多智能化、轻量化功能升级，价值量有望进一步提升。乘用车座椅逐步成为车型的一大卖点，未来座椅除了需满足基本的安全性、舒适性，还需实现智能化、轻量化等功能升级，座椅功能增加需要骨架同步升级，因此座椅骨架的价值也将进一步提升。例如，问界 M7 的零重力座椅拥有独创的 3 轴动态调节，通过 6 电机驱动的双滑轨联动调整，并加入了智能悬浮抬升机构和四向腿托调节，可实现向后、向左移动、113°腰部零压角、108°腿部零压角

因此，在行业电动智能化变革下，上海沿浦作为具备更好技术实力、更快响应能力的国内自主座椅骨架供应商能够从配套价值量、新能源客户两个维度把握成长机遇。

图表 12 问界 M7 零重力座椅



资料来源：问界官网，华安证券研究所

图表 13 比亚迪汉 DM-i 冠军版座椅



资料来源：比亚迪官网，华安证券研究所

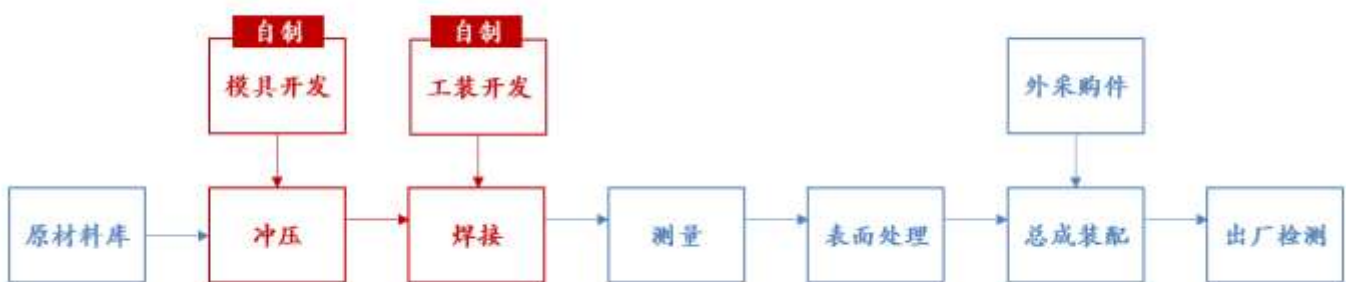
**成长点 1: 具备全套骨架生产能力, ASP 有望从百元增至千元**

座椅骨架在制造上的难点主要在于精度控制, 尤其是冲压、焊接环节: 1) 冲压: 需要同时具备先进的模具开发技术与冲压设备, 确保冲压件的质量与精度、以免材料开裂、回弹, 不仅直接影响冲压件的优良率质量, 对焊接质量也有一定影响; 2) 焊接: 直接影响到整车的舒适性和安全性, 另外汽车座椅骨架材料越来越多元, 对镀锌钢板、高强度钢板、铝合金、镁合金及复合材料等焊接技术、激光焊接设备、自动化焊接技术都提出了创新要求。

上海沿浦掌握高质量生产汽车座椅骨架的冲压、焊接工艺。公司引进了先进的全自动冲压生产线、焊接机器人生产线, 以保障高质量座椅骨架生产的工艺能力和大规模的生产能力: 1) 冲压工艺: 公司引进了先进的冲压自动化生产线和辊边工作站, 有效降低了生产成本、提升了生产效率和产品质量; 2) 焊接工艺: 公司通过引进、合作开发等方式, 将焊接自动化线、激光拼焊板技术等应用于冲压及焊接零部件生产中, 有效提升产品质量。

此外, 公司骨架项目生产自制程度高, 包含前期模具开发、检具开发、生产线开发、工艺方案的开发, 以及后续相关实验验证等。

图表 14 座椅骨架生产流程



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

公司具备供应全套座椅骨架的能力, 新项目 ASP 有望从百元增至千元。过去上海沿浦主要供货单车价值量较低的后排骨架, 但实际上公司具备前/中/后排全套座椅骨架的生产能力, 包括前排 8 向电动/6 向手动座椅骨架、中排带 360 度旋转/带滑轨前后



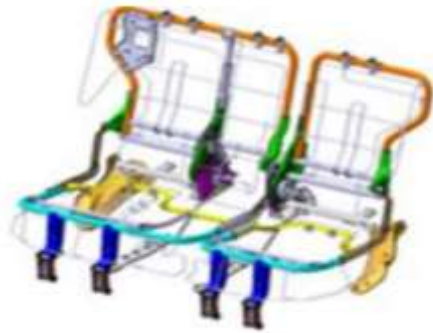
滑动及折叠翻转座椅骨架、后排分体式折叠翻转/整体式固定座椅骨架。2022年起,公司汽车座椅骨架总成订单基本都是打包供应该款车型的全套座椅骨架(前排+中排+后排、或者前排+后排模式),单车配套价值有望突破1000元。

图表 15 前排座椅骨架



资料来源:公司官网,华安证券研究所

图表 16 后排座椅骨架



资料来源:公司官网,华安证券研究所

**成长点 2: 在手订单以新能源客户为主, 累计超 100 亿元陆续兑现**

联手东风李尔, 获取更多新能源车项目。随着国内市场自主、新能源车的崛起, 包括东风李尔在内的外资龙头座椅供应商也开始锚准新能源项目展开竞争。2011年起东风李尔深度联合上海沿浦, 与佛吉亚、延锋安道拓等多采用外资骨架供应商的 Tier1 相比, 上海沿浦的民营企业特质给东风李尔在研发能力、生产服务端都带来了更好竞争力, 双方联手获取优质新能源项目:

- 1) 研发能力: 自主骨架厂商更快把握理解国内汽车座椅升级趋势、更快完成骨架设计开发, 同时具备不断升级创新技术的主观能动性;
- 2) 生产服务: 更高效的完成生产制造, 且在东风李尔生产基地周边都有产能布局, 实现就近配送、快速响应, 更好满足对终端新能源客户快速且高质量的供货。

在手座椅骨架定点累计超 100 亿 (约为 2022 年收入的 9 倍) 已进入兑现期。根据公司公告, 2021 年起公司座椅骨架相关定点直接客户基本为东风李尔分子公司、配套车企有比亚迪、赛力斯、小鹏汽车、长城汽车、长安汽车、上通五菱以及东风系客户, 22Q3 起订单逐步量产, 2023 年百亿订单均进入兑现期。

图表 17 上海沿浦汽车座椅骨架已公告的定点情况

公告定点时间	项目客户时间	项目周期	客户	供应地	产品	配套客户/车型	骨架订单金额收入 (亿元)
2023/6/20	2023年2月	5年	重要客户	柳州沿浦	整备汽车座椅骨架总成	东风柳新新能源车企	6.6
2022/11/18	2023年5月	-	东风李尔常州分公司	黄山沿浦	整备汽车座椅骨架总成	DFL-EK	10.5
2022/11/7	2023年2月	-	东风李尔沿浦	日照沿浦	整备汽车座椅骨架总成	纯电新物种DFL-EMJE	10.1
2022/11/4	2023年1月	3年 (2023年-2024年)	东风李尔吉利	泰州沿浦	整备汽车座椅骨架总成	比亚迪-汉	3.3
2022/6/14	2022年9月-12月 (东风系) 2023年7月 (小鹏)	3-7年	武汉东风李尔云鹏	武汉沿浦	汽车座椅骨架	小鹏汽车、东风汽车	34.9
2022/3/30	2022年2月	4款: 5年, 1款: 3年	柳州东风李尔方盛	柳州科胜	汽车座椅骨架	东风柳汽 (5款)、上通五菱 (2款)	614.11.56
2022/4/26	2022年8月 起	4年 (2022年-2026年)	东风李尔常州分公司	黄山沿浦	整备汽车座椅骨架	比亚迪	5.2
2022/5/24	2022年7月	5年 (2022年-2027年)	东风李尔重庆分公司	重庆沿浦	全套汽车座椅骨架总成	赛力斯	6.3
2022/4/12	2022年11月	5年 (2022年-2027年)	东风李尔常州分公司	黄山沿浦	整备汽车座椅骨架	比亚迪	7.3
2021/11/19	2021年10月	5年 (2021年10月-2026年10月)	东风李尔荆门分公司	荆门沿浦 (前期资产: 上海、武汉沿浦)	整备汽车座椅骨架	长城PIER II 炮	6.8.8.8
2021/11/15	2022年中	4年 (2022年-2027年)	重要客户	重庆沿浦	座椅骨架	-	19.4-22.7
合计							100.8-107.8

资料来源:公司公告,华安证券研究所

### 3 新增量：精密件供应商的品类持续开拓

公司董事长技术出身，不仅重视技术积累且在布局上有前瞻性。董事长周建清技术出身，此外公司大部分高管、技术研发高级人才曾任职于行业内知名的李尔、延锋江森等汽车零部件公司，奠定了公司业务的技术专业度及规划前瞻性。

图表 18 上海沿浦部分管理层基本情况

姓名	职务	年龄	履历
周建清	董事长、总经理	56	1985 年至 1992 年任上海县工业局东华高压均质机厂技术员助理、工程师； 1992 年至 1994 年任上海勤劳箱体制造有限公司技术厂长 1992 年至 1994 年任上海勤劳箱体制造有限公司技术厂长
钱勇	董事、副总经理	52	1993 年至 2001 年任无锡明芳汽车部件有限公司设计课长 2001 年至 2008 年任上海延锋江森座椅有限公司高级专家 2011 年 8 月至今任上海沿浦董事 2008 年 4 月至 2017 年 8 月任上海沿浦金属制品股份有限公司总经理 2017 年 8 月至今任上海沿浦金属制品股份有限公司副总经理
张思成	董事	29	2015 年 7 月至今任上海沿浦金属制品股份有限公司的工程师 2016 年 7 月至今任上海沿浦金属制品股份有限公司董事、现场工程师
顾铭杰	董事、副总经理	47	1995 年 10 月至 1999 年 3 月任上海飞乐股份有限公司助理工程师 1999 年 3 月至 2007 年 5 月任上海延锋江森座椅有限公司质量工程师 2007 年至今任上海沿浦金属制品股份有限公司董事、副总经理
孔文骏	副总经理	44	2003 年至 2007 年任延锋汽车饰件系统有限公司项目经理 2007 年至 2010 年任江森鹤华汽车零部件有限公司项目经理 2011 年 1 月至今历任上海沿浦金属制品股份有限公司项目经理、项目总监、工程技术总监，现任副总经理

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司核心竞争力在于精密冲压、精密注塑及产品集成技术。公司的生产工艺涵盖五金及塑胶模具设计、各类工装检具设计、模具模流、成型 CAE 分析、模具工装制造等各个方面，同时公司拥有一整套精密制造及测量专业设备，优质的专业模具材料供应商，从而具备从产品设计开发、生产制造到产品调试及量产的全产业链，在成本、周期、质量上均形成了强大的产品竞争优势。依托过去精密零部件、模具等产品的生产经验，公司加大技术开发和自主创新力度，积极从行业中的知名企业引进人才，具备拓宽产品线的技术能力。

公司重点围绕国产替代机遇，持续开拓包括汽车电子产品在内的新产品。公司选择具备较大国产替代空间的方向开拓新业务，具体包括汽车门模、安全系统及塑料电子模块、铜排、汽车天窗导轨、新能源电池包等新能源汽车细分业务。目前，公司已掌握成熟的门基板技术，已获得比亚迪门锁项目、铁路专用集装箱项目定点，新产品有望从明年起贡献明显增量，成为公司新成长亮点。

图表 19 上海沿浦汽车除骨架其他产品已公告的定点情况

公告完成时间	项目客户时间	项目周期	客户	投资方	产品	具体项目	投资客单价/年预期收入 (亿元)
2023/1/31	2023年9月 (中小型) 2023年10月 (中高端)	6年 (2023年-2029年)	深圳比亚迪供应链管理公司 (包括弗迪科技、比亚迪、惠州比亚迪电池、长沙比亚迪等)	常熟沿浦	汽车侧门铰链零件	比亚迪海豚等系列小型车的基础销 比亚迪中高端车型的自吸缸	511
2022/12/18	2023年6月达到交付状态		金鹰重型工程机械股份有限公司	上海沿浦	铁路专用集装箱箱角	RVWZ2022-290集装箱打包物料	587
<b>合计</b>							<b>10.98</b>

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议：预计归母净利 3 年 CAGR+90%

预计 2023-2025 年公司汽车座椅骨架的百亿定点陆续兑现、新产品品类开拓量产落地，实现归母净利 1.2 亿、2.0 亿、3.1 亿元，3 年 CAGR+90%。具体各项：

- 1) **营业收入**：预计 2023-2025 年营业收入 16.4 亿、25.6 亿、33.6 亿元，对应增速+46.0%、+56.4%、+31.1%；其中，2023-2025 年汽车座椅骨架业务关键客户（包括问界、比亚迪等）贡献收入 4.8 亿、7.6 亿、10.6 亿元，精密零部件业务关键项目贡献收入 1.6 亿、8.5 亿、14.0 亿元。
- 2) **毛利率**：由于公司 2022 年新建工厂供货问界、比亚迪等新项目，产能尚在爬坡导致新工厂人工成本、折旧摊销等固定成本费用并未摊薄、毛利率下行，2023 年起随着新工厂产能陆续投放，毛利率有望恢复，预计 2023-2025 年毛利率 17.7%、18.5%、20.0%。
- 3) **费用率**：公司获取新项目及后续投产会导致管理、研发费用增多，但收入扩增也带来了规模效益，预计 2023-2025 年期间费用率 8.9%、8.7%、8.8%。
- 4) **归母净利**：预计随着座椅骨架及新产品收入、毛利率双升，业绩有望步入加速兑现阶段，预计 2023-2025 年归母净利 1.19 亿、2.04 亿、3.12 亿元，对应增速+160.9%、+71.3%、+52.5%，归母净利率 7.3%、8.0%、9.3%。

图表 20 上海沿浦 2023-2025 年盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	Δ2023	Δ2024	Δ2025
营业收入 (亿元)	8.1	7.9	8.3	11.2	16.4	25.6	33.6	5.16	9.23	7.97
增速 (%)		-2.7%	4.4%	35.7%	46.0%	56.4%	31.1%			
汽车座椅骨架新项目 (问界、比亚迪等)				1.6	4.8	7.6	10.6	3.16	2.83	2.94
增速 (%)				-	193.0%	59.1%	38.6%			
关键客户1				1.5	2.0	2.4	2.7	0.50	0.40	0.30
关键客户2				0.1	2.6	4.5	7.0	2.46	1.91	2.50
精密零部件新项目					1.6	8.5	14.0	1.60	6.90	5.50
增速 (%)					-	431.3%	64.7%			
关键项目1					1.0	5.0	7.0	1.00	4.00	2.00
关键项目2					0.4	1.5	2.0	0.40	1.10	0.50
其他					0.2	2.0	5.0	0.20	1.80	3.00
其他传统客户及业务				9.6	10.0	9.5	9.0	0.40	-0.50	-0.47
增速 (%)				15.9%	-4.2%	-5.0%	-5.0%			
毛利率	23.5%	23.8%	19.2%	13.2%	17.7%	18.5%	20.0%	4.6%	0.8%	1.5%
销售费用率	1.8%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%
管理费用率	5.8%	6.8%	6.3%	5.9%	4.4%	3.9%	4.5%	-1.5%	-0.5%	0.6%
研发费用率	2.0%	3.0%	3.6%	3.8%	3.2%	3.8%	3.8%	-0.6%	0.6%	0.0%
财务费用率	0.4%	0.0%	-0.3%	0.1%	1.1%	0.8%	0.3%	0.9%	-0.3%	-0.5%
期间费用率	10.0%	10.1%	10.0%	10.2%	8.9%	8.7%	8.8%	-1.2%	-0.2%	0.1%
归母净利 (亿元)	0.88	0.81	0.70	0.46	1.19	2.04	3.12	0.74	0.85	1.07
归母YoY	0.0%	-8.1%	-13.2%	-35.1%	160.9%	71.3%	52.5%			
归母QoQ	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
归母净利率	10.9%	10.3%	8.5%	4.1%	7.3%	8.0%	9.3%	3.2%	0.7%	1.3%

资料来源：Wind，华安证券研究所预测

围绕汽车座椅骨架及精密零部件，公司发展既有可预见的高成长也有超预期的惊喜。2023年起乘用车座椅骨架业务的核心客户订单开始量产、进入兑现期，有望带来可持续的高增长。而从公司精密制造技术延伸出的精密零部件业务下游可应用领域丰富，新产品开拓的二次成长有望不断带来超预期的惊喜。考虑到公司汽车座椅骨架自主龙头的地位、且正处于新成长阶段的起点，后续有望开拓更多新产品、超预期的新增量将拉高业绩增速预期、进而催化估值，我们预计公司2023-2025年归母净利润1.19亿、2.04亿、3.12亿元，增速+160.9%、+71.3%、+52.5%，对应2023年7月28日PE 31.4、18.3、12.0倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

宏观经济波动、原材料涨价、新能源车企竞争加剧销量不及预期、新产品推进速度低于预期、新客户开拓不及预期风险。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1246	1423	1935	2322	<b>营业收入</b>	1122	1637	2560	3357
现金	229	145	215	231	营业成本	974	1347	2087	2686
应收账款	558	598	794	950	营业税金及附加	7	2	18	24
其他应收款	4	5	9	11	销售费用	3	4	6	7
预付账款	2	3	4	5	管理费用	67	72	100	150
存货	179	262	348	410	财务费用	2	18	20	10
其他流动资产	274	410	566	715	资产减值损失	-2	2	1	1
<b>非流动资产</b>	920	1196	1391	1568	公允价值变动收益	3	3	3	3
长期投资	38	38	38	38	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	325	391	441	485	<b>营业利润</b>	42	132	227	347
无形资产	49	51	53	55	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	508	716	859	990	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	2166	2619	3326	3890	<b>利润总额</b>	42	132	227	347
<b>流动负债</b>	664	1005	1509	1911	所得税	-4	13	23	35
短期借款	1	11	21	21	<b>净利润</b>	46	119	205	312
应付账款	517	748	1159	1492	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	146	246	329	399	<b>归属母公司净利润</b>	46	119	204	312
<b>非流动负债</b>	370	374	374	224	EBITDA	142	212	317	435
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.57	1.49	2.55	3.90
其他非流动负债	370	374	374	224					
<b>负债合计</b>	1033	1379	1883	2135					
少数股东权益	5	5	5	5	<b>主要财务比率</b>				
股本	80	80	80	80	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	543	543	543	543	<b>成长能力</b>				
留存收益	505	612	815	1126	营业收入	35.7%	46.0%	56.4%	31.1%
归属母公司股东权	1127	1235	1438	1749	营业利润	-45.7%	214.6%	71.7%	52.5%
<b>负债和股东权益</b>	2166	2619	3326	3890	归属于母公司净利	-35.1%	160.9%	71.3%	52.5%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	13.2%	17.7%	18.5%	20.0%
					净利率 (%)	4.1%	7.3%	8.0%	9.3%
					ROE (%)	4.1%	9.7%	14.2%	17.8%
					ROIC (%)	3.0%	8.3%	12.1%	16.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	47.7%	52.7%	56.6%	54.9%
					净负债比率 (%)	91.3%	111.3%	130.4%	121.7%
					流动比率	1.88	1.42	1.28	1.21
					速动比率	1.56	1.11	1.01	0.96
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.63	0.68	0.86	0.93
					应收账款周转率	2.50	2.83	3.68	3.85
					应付账款周转率	2.40	2.13	2.19	2.03
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.57	1.49	2.55	3.90
					每股经营现金流	0.63	3.97	4.92	6.06
					每股净资产	14.09	15.43	17.98	21.86
					<b>估值比率</b>				
					P/E	94.18	31.40	18.33	12.02
					P/B	3.81	3.03	2.61	2.14
					EV/EBITDA	31.16	18.76	12.36	8.64

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**姜肖伟，北京大学光华管理学院硕士，应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验，曾在深天马、瑞声科技任职，分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门，多年一级及二级市场投研经验，具备电子+汽车/产业+金融的多维度研究视角和深度洞察能力，汽车行业全覆盖。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。