

原材料价格影响毛利，H2有望企稳回升

投资要点

- **事件：**公司发布2023年半年报，23H1实现营收4.56亿元，同比+15.6%；归母净利润0.54亿元，同比-6.7%，毛利率27.8%，同比-2.9pp，净利率11.8%，同比-2.8pp。其中23Q2实现营收2.32亿元，同比+34.5%，环比+3.7%；归母净利润0.23亿元，同比+9%，环比-22.9%。
- **原材料价格高位影响利润，新能源占比有望提升。**受原油价格和人民币汇率影响，公司橡胶密封条主要原材料三元乙丙胶、炭黑、石蜡油等原材料价格维持高位运行，影响了公司的毛利率，23Q2毛利率25.7%，同比-2.5pp，环比-4.2pp；净利率10.1%，同比-2.3pp，环比-3.5pp。随着公司在原材料价格较高位置报价获取的新项目不断量产，在原材料综合成本下降的通道下，预计毛利率将会有明显的改善。23H1新能源汽车密封条营收约5500万元，占比仅12%，公司开发的多个新能源汽车项目在2024年开始量产，新能源汽车营收占比将大幅增长。
- **密封条行业升级，公司盈利优势明显。**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。公司通过90%以上模具自制、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23H2价格有望进一步回归常态，成本压力将有所缓解。随着公司各新定点项目的落地或放量，公司收入有望实现持续稳健的增长。
- **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。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年EPS为0.62/0.87/1.25元，对应PE为22/16/11倍，3年归母净利润年复合增速39.1%。给予24年25倍PE，目标价21.75元，维持“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	1127.27	1425.96	1865.47
增长率	18.96%	20.38%	26.50%	30.82%
归属母公司净利润(百万元)	126.20	167.91	236.54	339.30
增长率	-11.02%	33.06%	40.87%	43.44%
每股收益EPS(元)	0.47	0.62	0.87	1.25
净资产收益率ROE	12.55%	14.62%	7.50%	20.64%
PE	30	22	16	11
PB	3.73	3.26	2.77	2.28

数据来源：Wind，西南证券

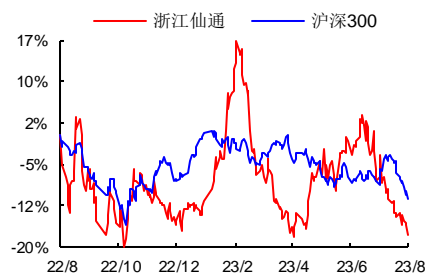
西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zslans@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)	13.47-19.64
总市值(亿元)	36.68
总资产(亿元)	12.14
每股净资产(元)	3.59

相关研究

1. 浙江仙通(603239)：汽车密封条行业升级，高毛利构建核心竞争力(2023-05-23)

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 12177/15039/19197 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；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 30%/32%/34%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
汽车密封条	收入	906.73	1097.56	1396.24	1835.75
	增速	19.17%	21.05%	27.21%	31.48%
	毛利率	27.80%	30.00%	32.00%	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%	0	0	0
	毛利率	24.41%	26.00%	28.00%	28.00%
其他	收入	26.31	26.31	26.31	26.31
	增速	21.08%	0	0	0
	毛利率	64.08%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	收入	936.44	1127.27	1425.95	1865.46
	增速	18.96%	20.38%	26.50%	30.82%
	毛利率	28.81%	30.92%	32.69%	34.50%

数据来源：Wind, 西南证券

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个公司鹏翎股份、海达股份、标榜股份，2023 年三个公司的平均 PE 为 33 倍，2024 年平均 PE 为 25 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 23-25 年归母净利润年复合增速 39.1%，给予 24 年 25 倍 PE，目标价 21.75 元，对应市值 59 亿元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2023.8.22 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
300375.SZ	鹏翎股份	4.19	0.11	0.09	0.13	0.16	37.61	45.20	32.63	26.82
300320.SZ	海达股份	7.21	0.17	0.23	0.30	0.38	41.59	31.19	23.82	19.09
301181.SZ	标榜股份	31.27	1.40	1.35	1.56	1.79	31.75	23.16	20.03	17.42
平均值							36.99	33.18	25.49	21.11

数据来源：Wind, 西南证券整理

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	1127.27	1425.96	1865.47	净利润	126.20	167.91	236.54	339.30
营业成本	666.69	778.70	959.79	1221.94	折旧与摊销	52.08	35.54	35.54	35.54
营业税金及附加	7.17	8.63	10.91	14.28	财务费用	3.00	2.23	2.32	2.89
销售费用	39.71	46.22	57.04	74.62	资产减值损失	-4.68	0.00	0.00	0.00
管理费用	49.79	103.71	131.19	171.62	经营营运资本变动	51.82	73.52	-108.92	-161.76
财务费用	3.00	2.23	2.32	2.89	其他	-160.36	18.35	6.58	13.86
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	297.55	172.06	229.82
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	189.26	266.37	381.82	短期借款	-121.03	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	141.79	188.66	265.77	381.22	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	15.59	20.75	29.23	41.92	支付股利	-135.36	-25.24	-33.58	-47.31
净利润	126.20	167.91	236.54	339.30	其他	123.82	-5.25	-5.15	-5.73
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	-30.49	-38.74	-53.03
归属母公司股东净利润	126.20	167.91	236.54	339.30	现金流量净额	-123.38	244.40	115.85	164.36
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	265.43	381.29	545.64	成长能力				
应收和预付款项	360.33	425.10	536.34	704.46	销售收入增长率	18.96%	20.38%	26.50%	30.82%
存货	177.34	227.28	284.84	365.11	营业利润增长率	-12.46%	32.92%	40.75%	43.34%
其他流动资产	177.61	66.80	67.90	68.85	净利润增长率	-11.02%	33.06%	40.87%	43.44%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-5.64%	14.97%	34.01%	38.14%
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%	30.92%	32.69%	34.50%
无形资产和开发支出	30.53	26.92	23.31	19.71	三费率	9.88%	13.50%	13.36%	13.36%
其他非流动资产	46.74	50.17	53.61	57.04	净利率	13.48%	14.90%	16.59%	18.19%
资产总计	1257.15	1494.04	1763.39	2155.67	ROE	12.55%	14.62%	17.50%	20.64%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.04%	11.24%	13.41%	15.74%
应付和预收款项	236.97	334.99	404.25	507.22	ROIC	13.24%	18.28%	25.28%	31.51%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.09%	20.14%	21.33%	22.53%
其他负债	14.26	10.46	7.59	4.91	营运能力				
负债合计	251.22	345.44	411.83	512.13	总资产周转率	0.70	0.82	0.88	0.95
股本	270.72	270.72	270.72	270.72	固定资产周转率	2.47	3.15	4.37	6.32
资本公积	301.10	301.10	301.10	301.10	应收账款周转率	2.77	2.75	2.81	2.86
留存收益	434.11	576.78	779.74	1071.73	存货周转率	3.63	3.66	3.60	3.64
归属母公司股东权益	1005.92	1148.60	1351.56	1643.54	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	1148.60	1351.56	1643.54	资产负债率	19.98%	23.12%	23.35%	23.76%
负债和股东权益合计	1257.15	1494.04	1763.39	2155.67	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.09	2.93	3.14	3.32
					速动比率	2.34	2.26	2.44	2.60
					股利支付率	107.26%	15.03%	14.20%	13.94%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	197.46	227.02	304.23	420.24	每股收益	0.47	0.62	0.87	1.25
PE	29.71	22.33	15.85	11.05	每股净资产	3.72	4.24	4.99	6.07
PB	3.73	3.26	2.77	2.28	每股经营现金	0.25	1.10	0.64	0.85
PS	4.00	3.33	2.63	2.01	每股股利	0.50	0.09	0.12	0.17
EV/EBITDA	18.36	14.87	10.70	7.35					
股息率	3.61%	0.67%	0.90%	1.26%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	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

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	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
广深	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
