

上海沿浦 (605128.SH)

自主品牌新能源车崛起，汽车座椅骨架国产龙头进入高速增长期

2022 年 07 月 14 日

投资评级：买入（首次）
——公司首次覆盖报告

日期	2022/7/13
当前股价(元)	42.07
一年最高最低(元)	50.67/19.93
总市值(亿元)	33.66
流通市值(亿元)	17.55
总股本(亿股)	0.80
流通股本(亿股)	0.42
近 3 个月换手率(%)	487.59

邓健全（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

● 汽车座椅骨架自主龙头，深度绑定东风李尔

公司是汽车座椅骨架自主龙头企业，产品包括汽车座椅骨架、滑轨、调角器、冲压件、模具、注塑件等。公司与东风李尔深度合作，2021 年来自东风李尔的营收占比达 42.34%。公司的终端配套主机厂商包括通用、奔驰、宝马、比亚迪、赛力斯、小鹏汽车、长城汽车、东风汽车等。我们预计 2022-2024 年公司营收为 13.61/22.73/28.92 亿元，归母净利润为 1.22/2.14/2.93 亿元，EPS 为 1.52/2.67/3.66 元/股，对应当前股价 PE 为 27.6/15.8/11.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 公司持续收获新定点，业绩有望高速增长

公司在汽车座椅骨架领域深耕多年，工艺技术成熟，且具备响应速度快及成本较低等优势。2021 年 11 月，公司分别获得为终端客户重庆金康新能源、长城汽车提供全套座椅骨架的项目定点，生命周期金额分别为 19.4-22.7 亿元、6.8-8.1 亿元。2022 年 5-6 月，公司接连获得东风李尔的多项新项目定点，生命周期内预计将产生 42.39-44.81 亿元收入。公司持续收获新定点，从过去主要配套后排座椅到提供全套座椅总成，产品结构改善，单车价值量提升明显，有望迎来业绩的高速增长。

● 公司通过 IPO 与发行可转债募资扩产，缓解产能瓶颈保障业绩增长

公司通过 IPO 扩建产能，新增武汉沿浦高级汽车座椅骨架产能 60 万套、黄山沿浦座椅骨架产能 30 万辆份、上海沿浦滑轨产能 80 万辆份，并新增插座组件、冲压件及预警装置等产能。2021 年 12 月，公司通过发行可转债募集 4.02 亿元，投资金康新能源以及长城汽车项目，主要用于新建厂房办公楼及购买机器设备。公司大幅扩建产能，就近为客户提供服务，有利于保障稳定供货、进一步拓展客户，并为实现业绩增长奠定基础。

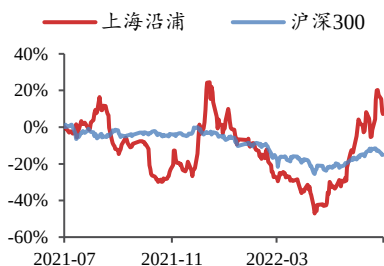
● **风险提示：**缺芯、疫情等影响汽车行业产销水平；新能源车渗透率增速不及预期；原材料价格大幅波动影响公司盈利水平等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	792	827	1,361	2,273	2,892
YOY(%)	-2.7	4.4	64.7	67.0	27.2
归母净利润(百万元)	81	70	122	214	293
YOY(%)	-8.1	-13.2	72.7	75.4	37.1
毛利率(%)	23.8	19.2	19.7	20.2	20.7
净利率(%)	10.3	8.5	8.9	9.4	10.1
ROE(%)	8.1	6.8	10.6	16.7	19.6
EPS(摊薄/元)	1.02	0.88	1.52	2.67	3.66
P/E(倍)	41.4	47.8	27.6	15.8	11.5
P/B(倍)	3.3	3.3	2.9	2.6	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、上海沿浦：深耕汽车座椅骨架领域多年，成长为自主龙头.....	4
1.1、公司是汽车座椅骨架领域自主龙头企业	4
1.2、公司营收基本稳定，利润端短期承压	5
2、行业研判：电动化趋势下自主品牌份额提升，国产零部件厂商受益.....	8
2.1、前排座椅价值量更高，轻量化、智能化是趋势.....	8
2.2、外资企业占据汽车座椅市场主要份额，国产替代空间大.....	10
3、公司看点：综合竞争力强，订单持续落地保障业绩增长.....	12
3.1、公司打造多维优势，综合竞争力较强	12
3.2、公司建立多处生产基地，客户拓展顺利	14
3.3、新订单持续落地，保障未来业绩高增长	16
4、盈利预测与投资建议	17
4.1、关键假设	17
4.2、估值与评级	17
5、风险提示	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1：公司在汽车座椅骨架领域深耕多年	4
图 2：截至 2022Q1，公司实控人合计持股比例为 47.86%	5
图 3：2021 年公司营收同比增长 4.38%.....	5
图 4：原材料价格上涨导致利润端承压	5
图 5：公司毛利率与净利率有所下滑	6
图 6：公司期间费用率整体呈缓慢下降趋势	6
图 7：汽车座椅骨架总成与冲压件业务为主要营收来源.....	6
图 8：2021 年座椅骨架总成与冲压件业务毛利率有所下滑.....	6
图 9：2021 年材料费用占主营业务成本比重为 79.33%	7
图 10：2020Q3 钢材价格开启新一轮上涨	7
图 11：骨架在汽车座椅中的成本占比达 15%.....	8
图 12：前排座椅配备滑轨、调角器等配件	8
图 13：骨架占座椅重量比重达 65%.....	9
图 14：麦格纳的可重构座椅适应多种应用场景	9
图 15：我国乘用车电动化率快速上行	9
图 16：2017-2021 年自主品牌新能源车份额持续提升	9
图 17：2021 年中国新能源车销量前十主要为自主厂商.....	10
图 18：2021 年中国新能源轿车销量前十主要为自主车型.....	10
图 19：中国汽车座椅市场主要由外资品牌占据	10
图 20：2019 年以来公司研发费用稳步上升	12
图 21：公司的研发人员数量逐渐增加	12
图 22：公司引进滑轨自动冲压线实现降本增效	13
图 23：公司引进焊接机器人提升生产能力	13
图 24：公司在多地建有生产基地	14

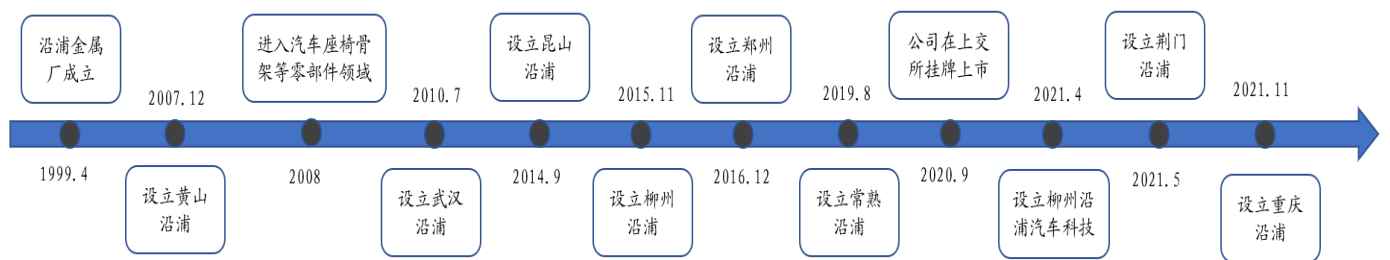
图 25： 第一大客户东风李尔系营收占比逐渐下降	15
表 1： 公司的产品矩阵渐趋丰富	4
表 2： 公司的竞争对手包括合资及自主企业	11
表 3： 公司技术储备充足	13
表 4： 公司的分厂、子公司对接的客户及主机厂较多	15
表 5： 公司通过 IPO 募资扩张座椅骨架、滑轨等产能	16
表 6： 公司发行可转债募资扩产	16
表 7： 公司营收拆分及预测	17
表 8： 公司估值分析	18

1、上海沿浦：深耕汽车座椅骨架领域多年，成长为自主龙头

1.1、公司是汽车座椅骨架领域自主龙头企业

公司进入汽车座椅骨架领域十余年，深度绑定东风李尔。公司成立于 1999 年，自 2008 年起从事汽车座椅骨架、滑轨等金属冲压件、汽车注塑零部件以及汽车冲压模具的生产和销售。公司与东风李尔、麦格纳、中国李尔、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合作关系，并设立黄山沿浦、武汉沿浦、昆山沿浦、柳州沿浦、郑州沿浦、常熟沿浦、柳州沿浦汽车科技、荆门沿浦、重庆沿浦等全资子公司就近为客户生产座椅骨架等产品并提供服务。

图1：公司在汽车座椅骨架领域深耕多年



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司的主要产品包括汽车座椅骨架总成与冲压件。公司产品包括汽车座椅骨架总成、精密冲压件、模具及注塑零部件，其中座椅骨架总成产品包括前排 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。公司产品供货整车品牌包括通用、福特、奔驰、宝马、大众、雷诺、标致雪铁龙、日产、本田、东风柳汽、长安马自达等。

表1：公司的产品矩阵渐趋丰富

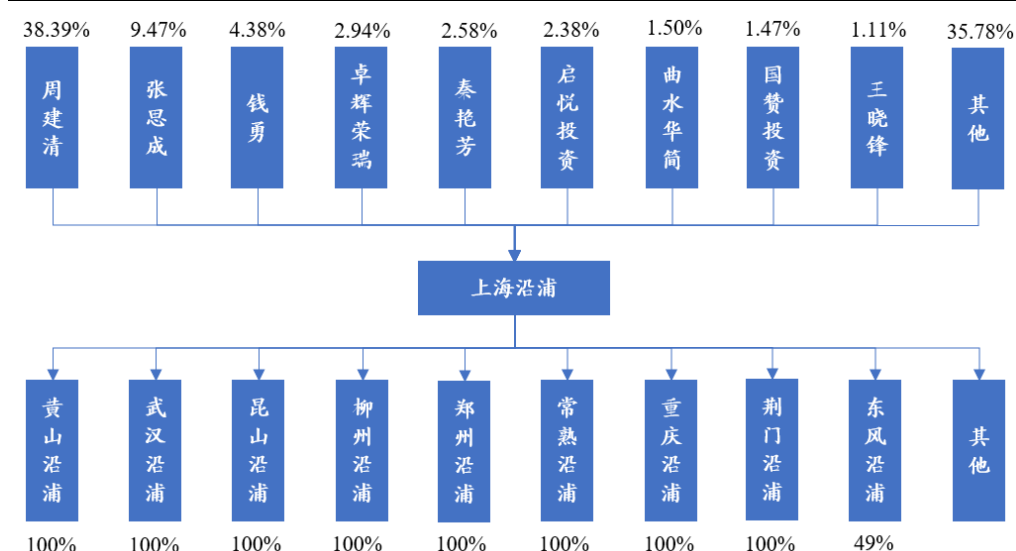
项目	产品	简介
座椅骨架总成	座椅骨架总成	座椅骨架总成是座椅系统的重要组成部分，作为汽车部件的一种安全件，主要起到保护驾乘员的作用
	座椅滑轨	滑轨主要由 2 个相对运动的金属型腔、锁止机构或调节机构、滚珠、柱组构成
冲压件	座椅骨架配件	包括座垫侧板、靠背侧板、座盆、后靠背板、座椅骨架底座
	锁闭系统配件	包括椅背锁和车门锁板
	安全系统零件	包括安全带 U 型架和预收紧安全带压力管
模具	冲压模具	在冷冲压加工中，将材料（金属或非金属）加工成零件（或半成品）的特殊工艺装备
	注塑模具	注塑模具是一种生产塑胶制品的工具
	检具	检具是工业生产企业用于控制产品各种尺寸的简捷工具
注塑件		公司生产的注塑零部件主要应用于汽车安全系统、汽车闭锁系统

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司实控人合计持股达 47.86%。截至 2022Q1，公司实际控制人周建清、张思

成分别持股 38.39%、9.47%，董事、副总经理钱勇持股 4.38%，董事会秘书、财务总监秦艳芳持股 2.58%。公司全资控股黄山沿浦、武汉沿浦、常熟沿浦等子公司，同时持有东风沿浦 49%的股权。

图2：截至 2022Q1，公司实控人合计持股比例为 47.86%

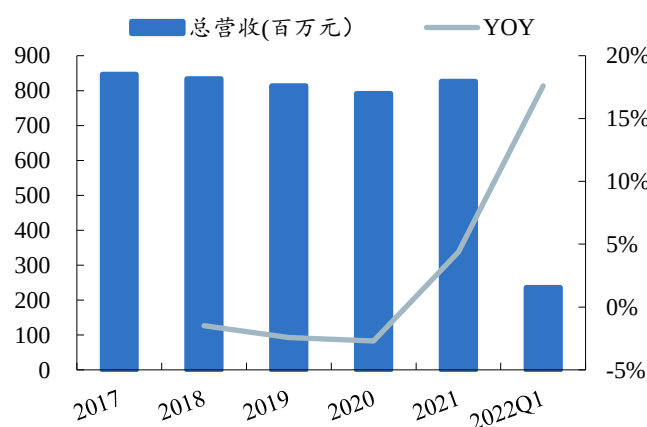


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司营收基本稳定，利润端短期承压

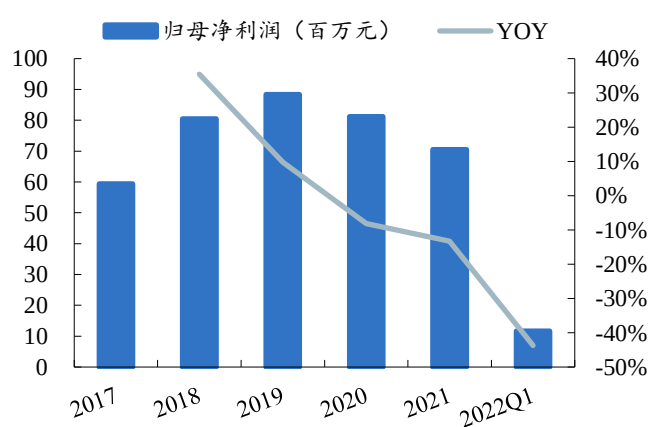
2021 年公司营收实现正增长，受原材料价格上涨影响利润端短期承压。2018-2020 年，受汽车行业产销下滑、2020 年疫情及公司自身产能限制影响，公司营收缓慢下滑。2021 年随着行业景气度回升，公司营收增长 4.38%。2022Q1 公司在手订单逐渐放量，营收实现 17.6%的同比增长。受主要原材料钢材价格上涨及疫情的影响，自 2020 年开始公司归母净利润出现连续下滑。随着全套座椅订单逐步量产及原材料价格回落，公司的盈利水平有望得到改善。

图3：2021 年公司营收同比增长 4.38%



数据来源：Wind、开源证券研究所

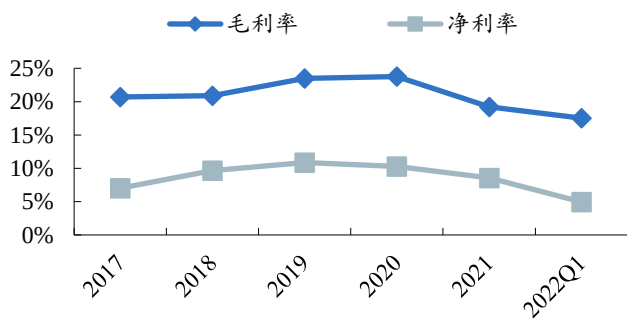
图4：原材料价格上涨导致利润端承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

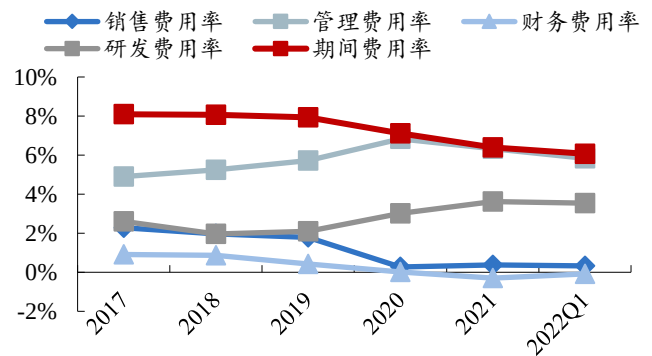
原材料价格上涨导致公司盈利水平有所下滑。2021 年公司毛利率与净利率分别为 19.22%、8.53%，同比分别下滑 4.54、1.73pct，22Q1 毛利率与净利率则分别同比下滑 4.22、5.39pct，主要系钢材价格上涨所致。费用方面，2021 年公司期间费用率为 6.40%，同比下降 0.71pct。受益于销售费用率与财务费用率的下降，2017-2022Q1 公司的期间费用率整体呈下行趋势。2021 年公司的研发费用率为 3.62%，同比增加 0.61pct。

图5：公司毛利率与净利率有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

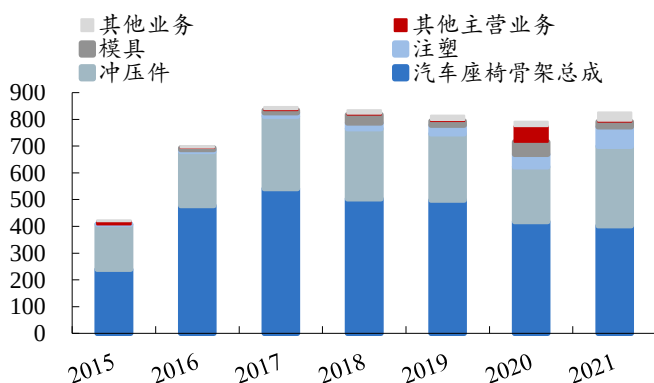
图6：公司期间费用率整体呈缓慢下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

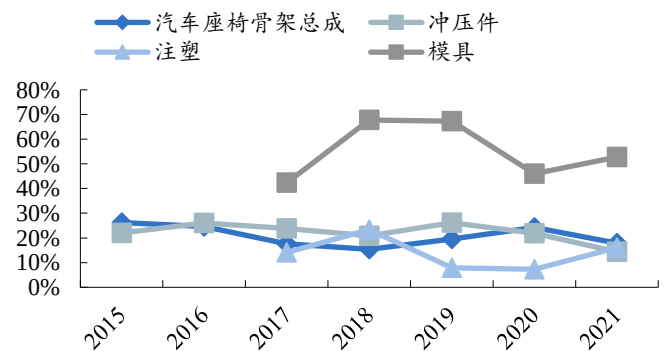
汽车座椅骨架总成与冲压件业务贡献公司主要营收，2021 年二者毛利率均出现下滑。2021 年，汽车座椅骨架总成与冲压件业务营收分别为 4.02、2.97 亿元，占收比分别为 48.6%、35.9%。2017-2021 年间，座椅骨架总成业务的营收占比缓慢下降，冲压件业务占收比稳中有升。受原材料价格上涨影响，2021 年汽车座椅骨架总成与冲压件业务的毛利率分别为 17.9%、14.4%，较上年同期分别下滑 6.4pct、7.6pct。

图7：汽车座椅骨架总成与冲压件业务为主要营收来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021 年座椅骨架总成与冲压件业务毛利率有所下滑

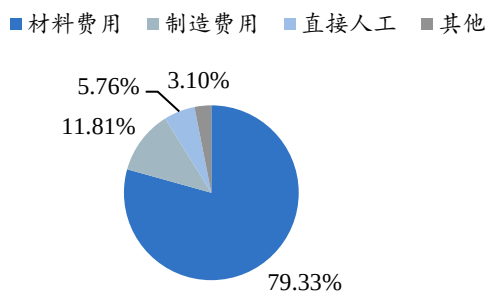


数据来源：Wind、开源证券研究所

材料费用成本占比高，钢材价格波动影响公司盈利水平。公司主营业务的原材料包括普通钢、高强钢等钢材及塑料粒子等，2021 年公司的材料费用占主营业务成本比重达 79.33%。自 2020Q2 开始，受供需关系影响，钢材价格波动较大，进而影

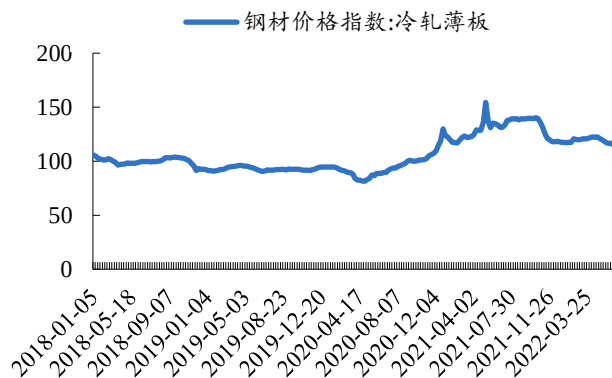
响公司的盈利水平。

图9：2021 年材料费用占主营业务成本比重为 79.33%



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图10：2020Q3 钢材价格开启新一轮上涨



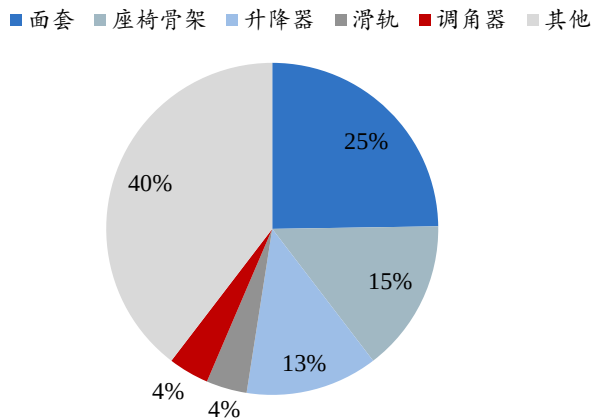
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业研判：电动化趋势下自主品牌份额提升，国产零部件厂商受益

2.1、前排座椅价值量更高，轻量化、智能化是趋势

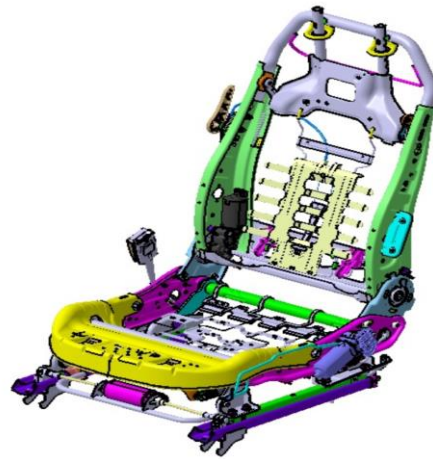
汽车座椅骨架是座椅的重要组成部分，前排座椅技术要求更高。汽车座椅由座椅骨架、滑轨、调角器、升降器及面套等构成，据华经产业研究院数据，座椅骨架、滑轨、调角器的成本占比分别为 15%、4%、4%。从功能上来看，前排座椅对于安全性的要求更高，且具备多项调节功能；从配置上来看，前排座椅除骨架之外，需配置滑轨、调角器等部件。因此，前排座椅的技术要求与价值量更高。

图11：骨架在汽车座椅中的成本占比达 15%



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

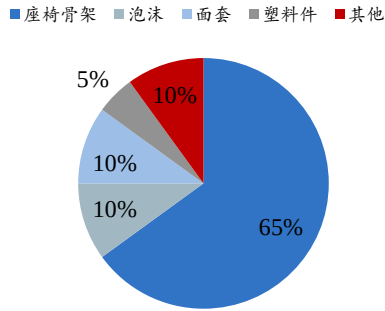
图12：前排座椅配备滑轨、调角器等配件



资料来源：公司官网

轻量化、智能化是汽车座椅发展的重要趋势。在电动化趋势下，汽车轻量化是实现节能减排、增加续航里程的重要途径。骨架约占座椅总重的 65%，减轻座椅骨架重量可有效实现座椅轻量化。汽车座椅骨架的轻量化主要通过材料和结构的轻量化来实现，包括使用高强度钢、低密度的铝合金及镁合金等材料，以及采用拓扑优化、尺寸优化、形态优化及工艺优化等方案。针对汽车市场的智能化趋势，汽车座椅企业提出更适合新能源汽车、智能汽车的座椅解决方案，如为座椅增加“侧转”、自动抬起腿撑和脚托等功能，通过 AI 学习“读懂”乘客意图。通过传感器与座椅的融合，座椅控制方式将发展为 APP 控制、手势控制、意图感知控制等。李尔的智能座椅可通过姿态的主动监测以及传感器反映的相关信息来主动调整座椅的姿态。麦格纳的可重构座椅集成电动长滑轨、旋转座椅和剧院座椅三项技术，用户可以通过智能手机应用程序重构座椅，适应多种应用场景。

图13: 骨架占座椅重量比重达 65%



数据来源: 焉知座椅、开源证券研究所

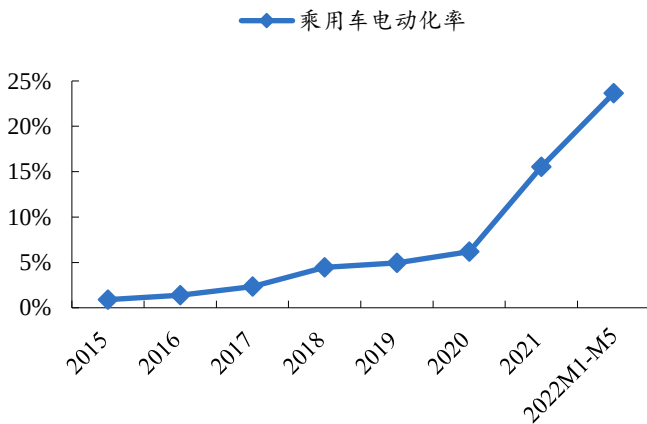
图14: 麦格纳的可重构座椅适应多种应用场景



资料来源: 盖世汽车

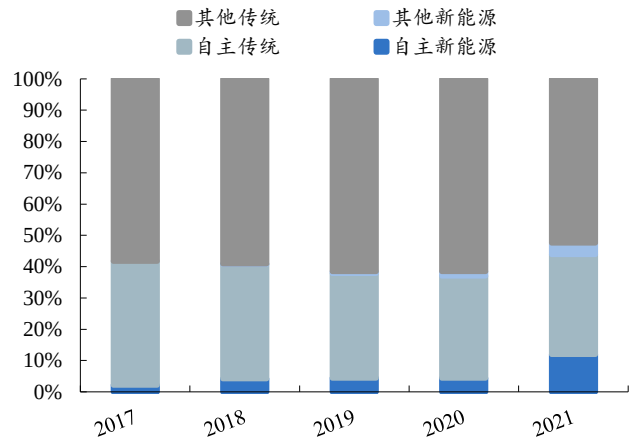
汽车电动化趋势加速, 自主新能源车品牌份额提升, 国产零部件厂商受益。在汽车电动化趋势下, 自主品牌新能源车渗透率持续攀升, 带动上游零部件供应关系及市场格局的变化, 叠加自主汽车零部件企业技术实力与服务能力的提升, 汽车供应链国产化有望加速。

图15: 我国乘用车电动化率快速上行

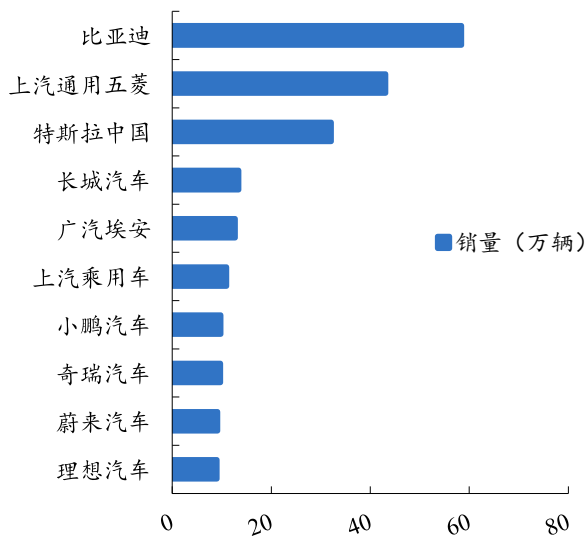


数据来源: 中汽协、开源证券研究所

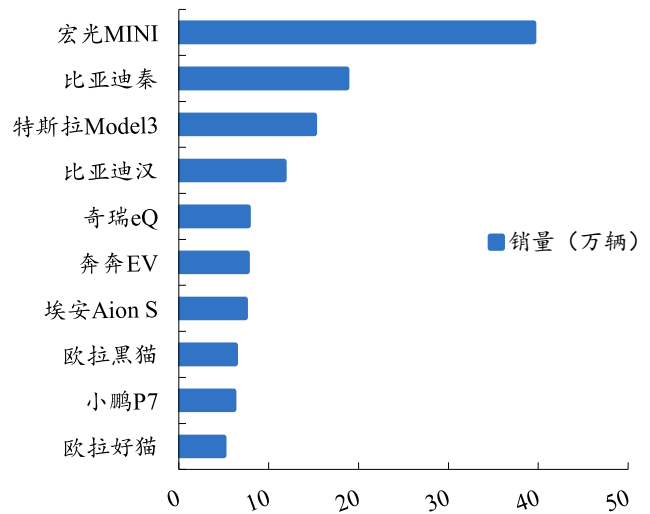
图16: 2017-2021 年自主品牌新能源车份额持续提升



数据来源: 乘联会、开源证券研究所

图17：2021 年中国新能源车销量前十主要为自主厂商


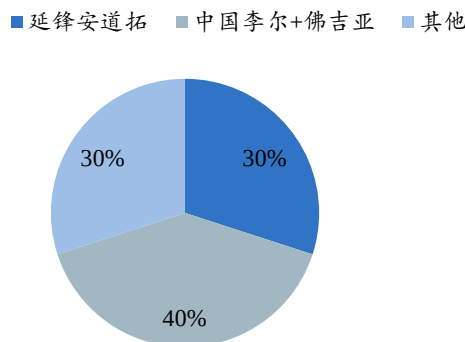
数据来源：乘联会、开源证券研究所

图18：2021 年中国新能源轿车销量前十主要为自主车型


数据来源：乘联会、开源证券研究所

2.2、外资企业占据汽车座椅市场主要份额，国产替代空间大

汽车座椅市场由外资品牌占据主要份额，行业集中度较高。据智研咨询数据，2020 年延锋安道拓占据中国汽车座椅市场 30% 的份额，中国李尔与佛吉亚市场份额合计为 40%，三者合计份额达 70%，中国汽车座椅市场主要由外资品牌占据，且市场集中度较高。

图19：中国汽车座椅市场主要由外资品牌占据


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

公司的竞争对手包括合资及自主企业。公司的主要竞争对手包括天成自控、光启技术、中航精机、上海明芳、西德科东昌、重庆宏立至信、天津丰爱等。其中天成自控的产品包括工程机械座椅、商用车座椅、航空座椅以及乘用车座椅等；光启技术的汽车零部件业务营收占比较低；中航精机产品则主要用于出口；上海明芳、西德科东昌、重庆宏立至信、天津丰爱均为合资企业，客户主要为外资及合资主机厂。

表2：公司的竞争对手包括合资及自主企业

	天成自控	光启技术	中航精机	上海明芳	西德科东昌	重庆宏立至信	天津丰爱
成立时间	1992 年	2021 年	2013 年	1992 年	2004 年	2005 年	2005 年
主营业务	乘用车座椅、航空座椅、工程机械与商用车座椅、儿童安全座椅的研发设计、生产和销售	公司主要生产汽车座椅功能件、安全件及其关键零部件	汽车座椅精密调节装置、汽车座椅骨架、动力传动系统零部件等各类精冲制品及冲压模具	主要产品为座椅滑轨	核心业务是为乘用车配套座椅总成、座椅骨架和其他零部件	设计、开发、制造、销售汽车座椅及汽车零部件	汽车座椅骨架、座椅调角器、滑轨以及汽车冲压件、焊接件、涂装件的开发、生产、销售
主要客户	日本久保田、日本洋马和英国 JCB 等	上海通用、上汽、江淮、奇瑞、江铃、吉利等	产品出口至澳大利亚、伊朗、马来西亚、泰国等	主要供出口，在国内销售较少	上海大众、一汽大众等	长安汽车、长安福特、吉利汽车、众泰汽车等	一汽丰田等

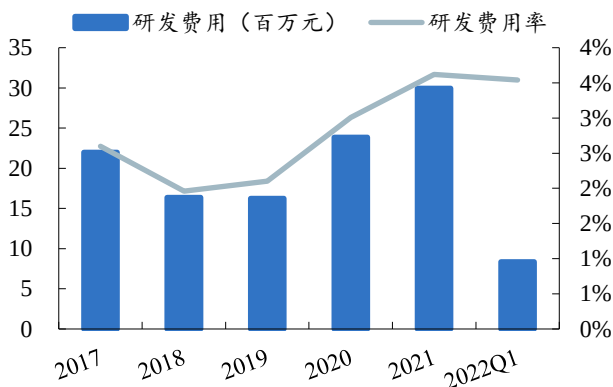
资料来源：公司招股说明书、天下汽配网、开源证券研究所

3、公司看点：综合竞争力强，订单持续落地保障业绩增长

3.1、公司打造多维优势，综合竞争力较强

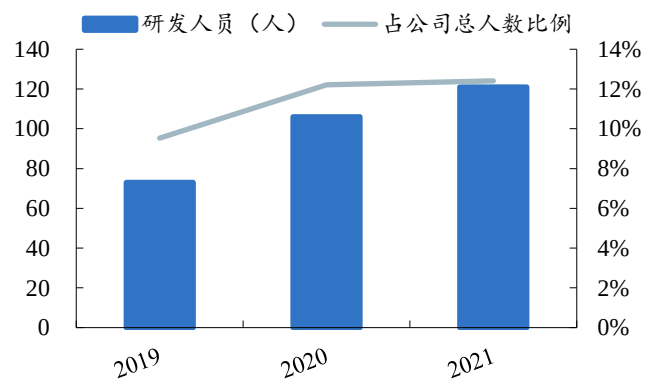
公司持续加大研发投入，技术优势构成核心竞争力。在汽车座椅轻量化、智能化趋势下，公司持续加大在座椅骨架总成、冲压件等方面的研发投入。2021 年公司的研发费用达 2,995 万元，同比增长 25.6%，研发费用率为 3.62%。公司的研发人员数量从 2019 年的 73 人增至 2021 年的 121 人，2021 年研发人员数量占公司总人数比重为 12.41%。持续的研发投入推动公司专利数量的上升，截至 2021 年底公司拥有 77 项实用新型专利，助力公司成为国内具有较强产品工业化能力的汽车座椅骨架总成方案提供商。

图20：2019 年以来公司研发费用稳步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：公司的研发人员数量逐渐增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司技术储备充足，构筑产品核心竞争力。公司自主研发的座椅纵向调节滑轨机构技术、后排电动靠背调节机构技术、座椅座垫升降手/电动调节机构、超高强度钢板模具冲压技术、多工序单机模并道后传递冲压技术、多单机手动冲压设备连线自动冲压技术在提高公司产品适用范围、质量稳定性、生产效率以及降低成本、满足轻量化生产要求等方面具有明显的支撑作用。此外，公司计划研发电动腿托座椅、小型高强度调角器、适用于多种座椅的锁止滑轨，在座椅骨架及零部件轻量化、小型化、自动化方面提升产品竞争力。

表3：公司技术储备充足

技术名称	技术描述
座椅纵向调节滑轨机构技术	适用于多种汽车座椅的滑轨核心件，上下轨选用屈服强度 800MPa 以上的 1.6 毫米厚度超高强钢板，显著节约新车型滑轨的开发成本和开发周期
后排电动靠背调节机构技术	适用于汽车后排座椅靠背电动调节的核心件，采用调角器、电机均布置在后椅靠背侧上方的结构，通过推拉靠背来实现靠背前后调节功能
座椅座垫升降手/电动调节机构	适用于汽车座椅手/电动调节的升降机构，采用四连杆机构原理，由升高泵/电机来驱动后连杆，实现座椅上下升降的功能
腰部触发头枕的靠背	一种结构简单、触发时间早、能更好保护驾驶员头部颈的腰部触发头枕的靠背，解决肩部和头部之间距离小、保护作用不佳的问题
座靠联动调节机构	一种结构简单、座靠联动的调节机构，靠背向前倒下时，通过联动杆与座垫连接，使座垫同步下移，从而使座靠真正完全地折叠，该结构占用空间小，外观平整
超高强度钢板模具冲压技术	通过对冲压件成型过程的 CAE 分析，开发出用于超高强度钢板（抗拉强度大于 980MPa）的冲压模具，满足客户等强度要求下产品的轻量化需求
多工序单机模并道后传递冲压技术	解决中小型机床设备不足的瓶颈，同时提高成品出件的效率，解决漏工序问题
多单机手动冲压设备连线自动冲压技术	将多台冲压设备和模具，通过固定位置排列，采用机械手自动搬运零件，实现多工序自动连线冲压，提高生产效率，提升产品品质稳定性

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司通过引进先进生产线、开发高水平技术工艺，实现降本增效。为保持汽车冲压及焊接零部件高质量的工艺技术水平和大规模的生产能力，公司引进全自动冲压生产线、焊接机器人生产线。冲压工艺方面，公司引进冲压自动化生产线和辊边工作站，有效降低生产成本、提升生产效率和产品质量。焊接工艺方面，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。

图22：公司引进滑轨自动冲压线实现降本增效



资料来源：公司官网

图23：公司引进焊接机器人提升生产能力



资料来源：公司官网

公司在汽车座椅骨架的技术储备、响应速度、产品性价比方面均具备优势。

(1) **技术实力强。**公司具备汽车前、中、后排座椅骨架的研发、供货能力，近年来开发完成高级汽车电动座椅骨架、全自动门锁系统精密件、汽车座椅前后排调节机构等高新技术产品，截至 2021 年底共获得 77 项实用新型专利，持续的研发投入保证公司的技术储备充足。

(2) **响应速度快。**随着我国汽车产业链逐渐完善及车型迭代速度的加快，座椅总成厂商与零部件配套厂同步开发已成为行业主流趋势，公司选择在客户所在区域就近建厂，提升与客户合作效率。公司一体化布局完善，能够完成整套座椅骨架的研发、设计、焊接与组装，无需外购及外协加工，缩短产品开发周期，显著提升响应速度与服务能力。

(3) **性价比优势突出。**公司业务涵盖模具、冲压件、座椅总成，具备一体化优势，更易把控产品质量、提升性能水平，同时通过引进冲压自动化生产线降低成本，公司产品的性价比优势突出。

3.2、公司建立多处生产基地，客户拓展顺利

公司在多地建立生产基地，就近为客户提供产品与服务，增强客户黏性。鉴于汽车座椅骨架的体积与重量，长距离运输并不具备经济性，同时考虑到公司与客户同步研发时需要对客户要求快速响应，公司以汽车产业集中区为基础，结合现有客户所在区域，在郑州、昆山、柳州、黄山、襄阳、武汉、荆门、重庆以及上海等城市设立子公司或分公司，并建立生产制造基地，实现对客户 JIT 供货、与客户同步开发，显著提升服务能力与响应速度，增强客户黏性。

图24：公司在多地建有生产基地



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司的直接客户包含李尔系、麦格纳系等，终端客户覆盖主要整车品牌。公司的下游直接客户主要有东风李尔系、泰极爱思系、李尔系、元通系、延锋系、麦格纳系等全球知名汽车零部件总成生产厂商，产品供货的车型覆盖主要整车品牌，包括通用、福特、奔驰、宝马、大众、东风柳汽、长安马自达、长城汽车等。此外，公司开拓比亚迪、赛力斯、小鹏等新能源车企客户，为公司贡献业绩增量。

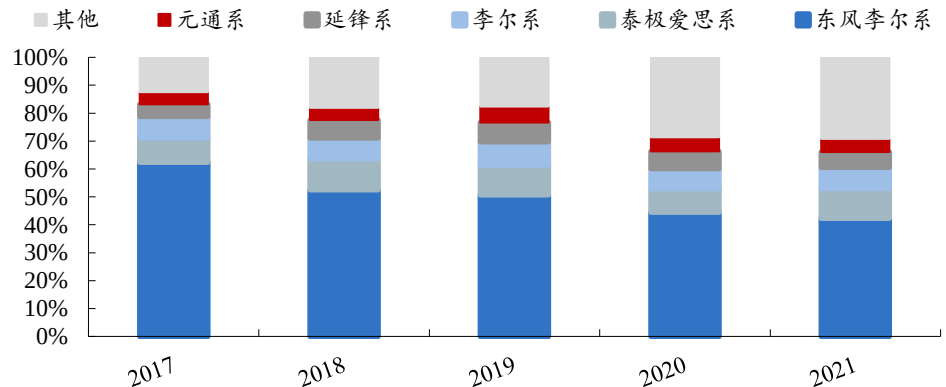
表4：公司的分厂、子公司对接的客户及主机厂较多

工厂	直接客户	配套主机厂	供应产品
上海	嘉兴李尔	马自达	座椅冲压件
	延锋智能、均胜电子	上汽通用、上汽大众、长安福特、长安汽车、 江淮汽车、上汽通用五菱	冲压件
	泰极爱思		
	飞适动力		
黄山	江铃李尔	江铃股份	座椅骨架
	仕驰汽配	Commercial Vehicle Group, Inc	座椅骨架
武汉	东风李尔（武汉）	东风标致雪铁龙、东风风神、东风本田	座椅骨架
	武汉李尔	广汽菲克、上汽通用、长安福特、东风本田	座椅冲压件
昆山/常熟	麦格纳、摩帝玛提、玛汀瑞亚、埃维奥、和兴精冲；恺博（常熟）	长安汽车、通用汽车、东风日产、北京奔驰、 北京现代、华晨宝马、长城汽车	门锁、玻璃升降器、门模组的 注塑件和冲压件/滑轨总成
襄阳	东风李尔（襄阳）	东风汽车	座椅骨架
	东风李尔泰极爱思	东风日产	座椅骨架
郑州	郑州东风李尔泰斯	东风日产、郑州日产	座椅骨架、滑轨
柳州	东风李尔方盛	东风柳汽	座椅骨架
大连	大连东风李尔泰极爱思	东风日产	座椅骨架

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司核心客户为李尔系，持续开拓客户助推客户多元化。公司近年来接连开拓新客户，客户结构持续多元化，头部客户的营收占比逐渐降低。2021 年来自第一大客户东风李尔的营收占比为 42%，较 2017 年下降 20pct，前五大客户的营收占比则由 2017 年的 87%下降至 2021 年的 71%。

图25：第一大客户东风李尔系营收占比逐渐下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司通过 IPO 扩张产能，为业绩增长提供保障。2017-2019 年公司核心业务汽车座椅骨架的产能利用率约 71%，考虑到销售旺季产能利用率较高及客户要求供应商在产能规划时须具备 20% 的富余产能，公司通过 IPO 募资新增武汉浦江高级座椅骨架产能 60 万套、黄山沿浦座椅骨架产能 30 万辆份、上海沿浦滑轨产能 80 万辆份，同时新增滑轨、冲压件、插锁组件等产能，为进一步拓展客户、实现业绩增长奠定基础。

表5：公司通过 IPO 募资扩张座椅骨架、滑轨等产能

项目名称	新增产能情况
武汉浦江沿浦汽车零部件有限公司高级汽车座椅骨架产业化项目二期	新增高级汽车座椅骨架产能 60 万套
黄山沿浦金属制品有限公司核心零部件架及汽车座椅骨架产业化扩建项目	新增座椅骨架产能 30 万辆份，插锁组件 45 万个，精冲件与普通冲压件各新增产值 5000 万元
上海沿浦金属制品股份有限公司汽车座椅骨架及安全系统核心零部件技改项目	新增滑轨产能 80 万辆份，预紧装置 150 万个

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.3、新订单持续落地，保障未来业绩高增长

公司获得重庆金康、长城汽车、比亚迪等定点，业绩有望实现快速增长。2021 年 11 月，公司分别公告获得为终端客户重庆金康新能源、长城汽车提供全套座椅骨架的项目定点，项目的生命周期总金额分别为 19.4-22.7 亿元、6.8-8.1 亿元。其中公司为金康新能源汽车生产的汽车全套座椅骨架总成产品将用于预计年产 15 万辆的高端智能网联 6 座 SUV 车型系列。2022 年 5-6 月，公司接连获得东风李尔的多项新项目定点，配套的终端主机厂分别为比亚迪、上汽通用五菱、东风柳州、重庆金康新能源、小鹏等，订单总金额达 42.39-44.81 亿元，进一步保障公司业绩的高增长。

公司通过发行可转债募资再度扩产。2021 年 12 月，公司拟发行可转债募资不超过 4.02 亿元，投资金康新能源、长城汽车等项目，主要用于建立汽车座椅骨架与电池包外壳产线，预计将新增 75 万辆份的汽车座椅骨架年产量。

表6：公司发行可转债募资扩产

项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）	年产量
重庆沿浦汽车零部件有限公司金康新能源汽车座椅骨架、电池包外壳生产线项目	17525.00	17525.00	预计年产汽车座椅骨架 15 万辆份
荆门沿浦汽车零部件有限公司长城汽车座椅骨架项目	26465.00	22675.00	预计年产汽车座椅骨架 60 万辆份

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

座椅骨架总成业务：2021 年 11 月以来，公司接连获得多项汽车座椅骨架项目定点，生命周期总金额达 68.6-75.6 亿元，终端客户包括金康新能源、长城汽车、比亚迪、东风汽车、上汽通用五菱、小鹏汽车等，预计该业务 2022-2024 年营收分别为 8.12/15.56/20.00 亿元，毛利率为 18.9%/19.9%/20.9%。

冲压件业务：公司冲压件业务新增电池包外壳项目定点，贡献业绩增量，预计 2022-2024 年该业务营收为 3.76/4.88/5.88 亿元，毛利率为 16.4%/18.4%/20.4%。

注塑业务：公司注塑件业务客户优质，下游需求旺盛，营收增速较快，预计 2022-2024 年营收分别为 1.10/1.59/2.22 亿元，毛利率维持在 16.1%。

模具业务：公司主要通过向客户收取模具费用产生收入，预计 2022-2024 年营收分别为 0.24/0.29/0.35 亿元，毛利率分别为 53.8%/54.8%/55.8%。

表7：公司营收拆分及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
座椅骨架总成业务（亿元）	4.17	4.02	8.12	15.56	20.00
YOY	-16.3%	-3.7%	102.0%	91.5%	28.6%
毛利率	52.4%	17.9%	18.9%	19.9%	20.9%
冲压件业务（亿元）	2.05	2.97	3.76	4.88	5.88
YOY	-17.3%	45.1%	26.7%	29.6%	20.6%
毛利率	21.9%	14.4%	16.4%	18.4%	20.4%
注塑业务（亿元）	0.48	0.73	1.10	1.59	2.22
YOY	50.0%	52.1%	50.0%	45.0%	40.0%
毛利率	7.3%	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%
模具业务（亿元）	0.46	0.20	0.24	0.29	0.35
YOY	187.5%	-56.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	46.1%	52.8%	53.8%	54.8%	55.8%
其他（亿元）	0.76	0.35	0.39	0.42	0.47
YOY	280.0%	-53.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	22.4%	62.9%	65.0%	65.0%	65.0%
营收合计（亿元）	7.92	8.27	13.61	22.73	28.92
YOY		4.4%	64.6%	67.1%	27.2%
毛利率	23.8%	19.2%	19.5%	20.0%	20.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值与评级

综上，我们预计 2022-2024 年公司营收为 13.61、22.73、28.92 亿元，归母净利润为 1.22、2.14、2.93 亿元，EPS 为 1.52、2.67、3.66 元/股，对应当前股价 PE 为 27.59、15.76、11.49 倍，行业 3 家可比公司 PE 均值分别为 40.11、20.19、14.40 倍，

公司 2022-2024 年估值水平低于可比公司 PE 均值。汽车电动化趋势下自主新能源车品牌加速崛起，公司座椅骨架总成业务接连获得定点，确保业绩的持续增长，公司为金康新能源等主机厂的明星车型供应座椅骨架具有明显的标杆效应，有利于进一步开拓客户、增厚业绩，首次覆盖给予“买入”评级。

表8：公司估值分析

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	PE			EPS			PEG (2024E)
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
605068.SH	明新旭腾	买入	37.65	22.60	20.73	14.21	10.71	1.09	1.59	2.11	0.33
603997.SH	继峰股份	增持	124.19	11.12	69.50	21.80	12.09	0.16	0.51	0.92	0.15
002013.SZ	中航机电	买入	467.73	12.04	30.10	24.57	20.41	0.40	0.49	0.59	1.00
					40.11	20.19	14.40				
605128.SH	上海沿浦	买入	33.66	42.07	27.59	15.76	11.49	1.52	2.67	3.66	0.31

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期 2022/7/13，中航机电的盈利预测采用 Wind 一致预期，继峰股份、明新旭腾的盈利预测采用开源研究所预测数据）

5、风险提示

缺芯、疫情等影响汽车行业产销水平；新能源车渗透率增速不及预期；原材料价格大幅波动影响公司盈利水平等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	951	822	1606	2148	2632
现金	224	278	291	400	525
应收票据及应收账款	357	359	776	1156	1279
其他应收款	3	2	5	8	9
预付账款	2	2	5	6	8
存货	69	129	495	541	769
其他流动资产	295	53	33	37	42
非流动资产	415	599	578	819	967
长期投资	17	39	46	54	64
固定资产	225	240	342	515	614
无形资产	42	48	61	78	94
其他非流动资产	132	273	129	171	195
资产总计	1366	1421	2184	2966	3599
流动负债	353	359	974	1620	2037
短期借款	26	14	68	492	582
应付票据及应付账款	291	295	874	1087	1419
其他流动负债	36	50	32	41	36
非流动负债	6	29	22	25	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	29	22	25	28
负债合计	359	388	996	1645	2065
少数股东权益	0	5	5	5	5
股本	80	80	80	80	80
资本公积	543	543	543	543	543
留存收益	384	405	527	740	1033
归属母公司股东权益	1007	1028	1183	1317	1529
负债和股东权益	1366	1421	2184	2966	3599

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	121	100	63	84	370
净利润	81	70	122	214	293
折旧摊销	83	72	137	68	84
财务费用	0	-2	2	15	28
投资损失	-2	-0	0	-1	-1
营运资金变动	-49	-35	-204	-210	-33
其他经营现金流	7	-4	6	-1	-2
投资活动现金流	-392	6	-122	-306	-230
资本支出	145	181	45	229	133
长期投资	-250	181	-8	-10	-9
其他投资现金流	-497	368	-84	-88	-107
筹资活动现金流	380	-63	31	-106	-114
短期借款	-40	-12	54	-14	-9
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	20	0	0	0	0
资本公积增加	394	0	0	0	0
其他筹资现金流	6	-51	-23	-93	-105
现金净增加额	110	43	14	-329	26

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	792	827	1361	2273	2892
营业成本	604	668	1093	1814	2293
营业税金及附加	5	5	9	14	17
营业费用	2	3	4	7	9
管理费用	54	52	83	124	147
研发费用	24	30	41	66	78
财务费用	0	-2	2	15	28
资产减值损失	-0	1	-2	0	0
其他收益	4	6	7	7	6
公允价值变动收益	1	6	0	1	2
投资净收益	2	0	-0	1	1
资产处置收益	-1	0	-0	-0	-0
营业利润	102	78	138	241	327
营业外收入	1	0	2	2	2
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	101	77	138	241	327
所得税	19	6	16	28	34
净利润	81	70	122	214	293
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	81	70	122	214	293
EBITDA	178	141	268	311	421
EPS(元)	1.02	0.88	1.52	2.67	3.66

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-2.7	4.4	64.7	67.0	27.2
营业利润(%)	-6.5	-24.0	77.5	75.4	35.5
归属于母公司净利润(%)	-8.1	-13.2	72.7	75.4	37.1
获利能力					
毛利率(%)	23.8	19.2	19.7	20.2	20.7
净利率(%)	10.3	8.5	8.9	9.4	10.1
ROE(%)	8.1	6.8	10.6	16.7	19.6
ROIC(%)	7.4	5.9	9.5	12.1	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	26.3	27.3	45.6	55.4	57.4
净负债比率(%)	-19.0	-22.1	-18.3	8.4	5.1
流动比率	2.7	2.3	1.6	1.3	1.3
速动比率	2.4	1.8	1.1	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	2.5	2.3	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	2.2	2.3	1.9	1.9	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	0.88	1.52	2.67	3.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.25	0.79	1.05	4.62
每股净资产(最新摊薄)	12.59	12.85	14.27	15.94	18.60
估值比率					
P/E	41.4	47.8	27.6	15.8	11.5
P/B	3.3	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	16.4	22.3	11.8	11.2	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn