

明阳科技（837663）

小而美座椅核心零部件供应商，高盈利性业绩快速释放

买入（首次）

2023 年 09 月 28 日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	207	273	350	445
同比	28%	32%	28%	27%
归属母公司净利润（百万元）	51	70	94	121
同比	35%	37%	35%	28%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.99	1.35	1.83	2.34
P/E（现价&最新股本摊薄）	15.35	11.21	8.30	6.48

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **小而美的国产汽车座椅核心零部件公司。**公司主要从事自润滑轴承、传力杆、粉末冶金零件及金属粉末注塑成形零件四大类产品的研发、生产和销售，产品主要应用于汽车座椅调节系统。公司股权结构集中，王明祥、沈培玉、沈旻三人为实控人，合计控制公司 93.15%的股权；成立员工持股平台，实施股权激励计划。公司主要客户为华域汽车延锋系、中航精机、等座椅 Tier 1，客户集中度较高。近年来公司营收及净利润保持稳定增长，2022 年营收 2.07 亿元，同比+28%；归母净利润 0.51 亿元，同比+35%，公司毛利率和净利率均保持稳定。公司期间费用率稳中有降，近年来稳定在 15%-16%区间。

■ **乘用车座椅行业：市场空间广阔，国产替代逐步推进。**座椅是乘用车核心零部件，涉及到安全性、美观性和舒适性，我们预计 2027 年国内乘用车座椅市场规模将达 1129 亿元，市场空间广阔。当前全球座椅市场仍被安道拓、李尔等外资巨头垄断，随着华域汽车延锋系成为国内第一大座椅龙头，自主品牌有望通过国产替代提升市场份额：1）下游整车格局由合资垄断转为自主崛起；2）国内企业通过多年积累，掌握了乘用车座椅产品的技术和 KNOW HOW；3）乘用车行业竞争加剧催生主机厂降本需求；4）自主座椅企业在成本控制、服务响应等方面相比外资企业有着较大优势。

■ **高毛利构筑核心护城河，客户放量+产能扩展贡献未来增量。**公司最核心的竞争优势在于其显著高于同业的高毛利率，除了产品种类、客户结构等固有差异外，公司高毛利率的来源主要有：1）先进的技术研发实力提升公司产品附加值；2）强大的成本控制能力使公司无惧年降压力，从而能够保持稳定的盈利能力。公司未来的业绩增量主要有：1）深度绑定延锋座椅，进入安道拓、李尔等全球知名座椅 Tier 1 的供应链，有望乘座椅行业空间增长之东风，促进自身业绩成长。2）利用 IPO 募投项目扩充产能，项目建成后将形成 5 亿件汽车座椅关键零部件产品的生产能力，以匹配公司不断增长的订单需求。

■ **盈利预测与投资评级：**公司为小而美的座椅核心零部件供应商，客户结构较优、产品结构升级，我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 2.73/3.50/4.45 亿元，归属母公司净利润为 0.70/0.94/1.21 亿元，分别同比+37%/+35%/+28%，对应 EPS 为 1.4/1.8/2.3 元，对应 PE 为 11/8/6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**下游乘用车销量不及预期，潜在诉讼风险，客户集中风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.16
一年最低/最高价	10.42/20.16
市净率(倍)	2.49
流通 A 股市值(百万元)	230.31
总市值(百万元)	782.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.08
资产负债率(%，LF)	23.53
总股本(百万股)	51.60
流通 A 股(百万股)	15.19

相关研究

内容目录

1. 明阳科技：座椅调节系统供应链优质标的	4
1.1. 汽车座椅调节系统核心零部件自主龙头	4
1.2. 公司股权结构集中，股权激励留住核心人才	4
2. 乘用车座椅：市场空间广阔，国产替代逐步推进	9
2.1. 座椅是乘用车的核心零部件，市场空间广阔	9
2.2. 座椅格局：市场集中度较高，自主品牌有望打破外资垄断	11
2.3. 为什么我们看好乘用车座椅行业的国产替代	11
3. 高毛利构筑核心护城河，客户放量+产能扩展贡献业绩增量	12
3.1. 公司核心竞争优势——高毛利率	12
3.1.1. 高毛利率来源之一——高研发强工艺提高公司产品附加值	13
3.1.2. 高毛利率来源之二——强大的成本控制能力使公司无惧年降压力	15
3.2. 深度绑定延锋座椅，进入全球主要汽车座椅厂商供应链	16
3.3. 产能扩张助力公司业绩持续增长	16
4. 盈利预测及投资建议	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构（截至 2023 年中报）.....	5
图 3: 2022H1 五大客户构成.....	6
图 4: 客户集中度同业比较（前五大客户收入占比维度）.....	6
图 5: 近年来公司营业收入及 YOY.....	7
图 6: 近年来公司营收结构.....	7
图 7: 近年来公司归母净利润及 YOY.....	8
图 8: 近年来公司毛利率和净利率.....	8
图 9: 近年来公司期间费用率.....	8
图 10: 近年来公司各项费用率情况.....	8
图 11: 公司管理费用率拆分.....	8
图 12: 乘用车座椅组成.....	10
图 13: 公司产品应用部位.....	10
图 14: 2020 年全球汽车座椅市场竞争格局.....	11
图 15: 2020 年中国汽车座椅市场竞争格局.....	11
图 16: 乘用车座椅行业国产替代的内外部因素分析.....	12
图 17: 毛利率同业比较.....	13
图 18: 自润滑轴承业务毛利率同业比较.....	13
图 19: 粉末冶金/注塑成形业务毛利率同业比较.....	13
图 20: 延锋座椅占据公司营收半壁江山.....	16
图 21: 延锋座椅营业收入及 YOY.....	16
图 22: 近年来公司各产品产能利用率.....	17
表 1: 公司主要产品.....	5
表 2: 中国乘用车座椅市场空间测算.....	10
表 3: 公司核心技术介绍.....	14
表 4: 公司研发项目介绍.....	15
表 5: 年降&非年降客户主营业务收入占比.....	15
表 6: 公司主营产品产能.....	17
表 7: 公司营收拆分.....	18
表 8: 可比公司估值表（2023 年 9 月 27 日）.....	19

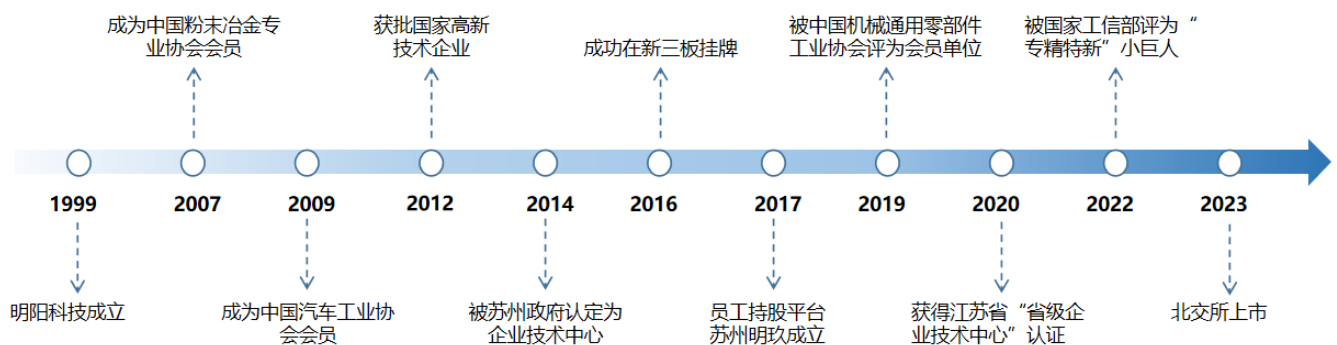
1. 明阳科技：座椅调节系统供应链优质标的

1.1. 汽车座椅调节系统核心零部件自主龙头

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。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。

公司是国内汽车座椅调节系统核心零部件龙头企业。据公司招股书披露，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分别为 29.18%和 27.28%，是该领域的自主龙头。

图1：公司发展历程

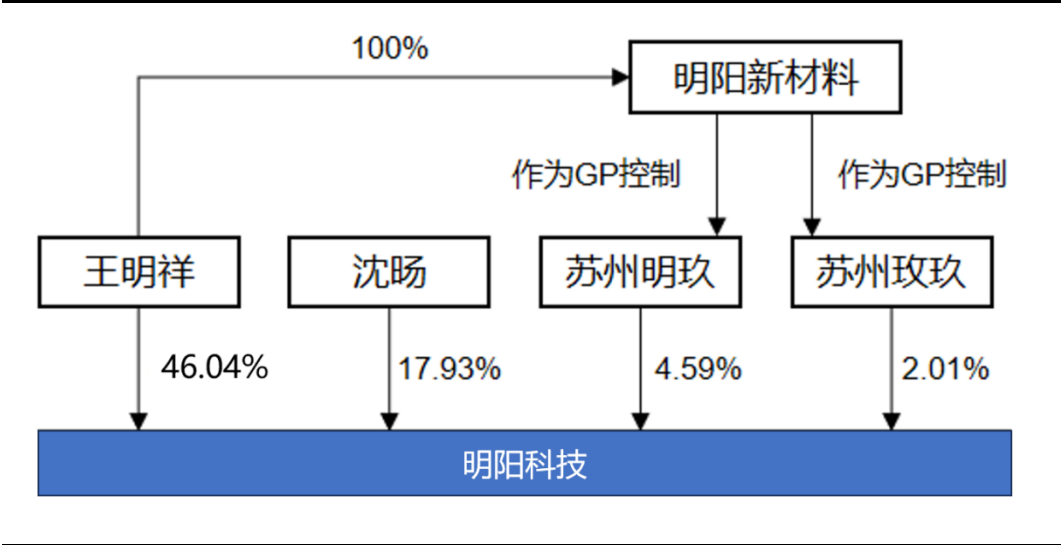


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构集中，股权激励留住核心人才

公司股权结构集中，王明祥、沈培玉、沈旸三人为实控人。截至 2023 年中报，公司控股股东为王明祥；实际控制人为王明祥、沈培玉、沈旸，其中王明祥与沈培玉系夫妻关系，沈旸为王明祥与沈培玉之子。王明祥直接持有公司 46.04% 股权，通过控制苏州明玖和苏州玖玖间接控制公司 6.60% 股权；沈旸直接持有公司 17.93% 股权；沈培玉未直接持有公司股权，通过苏州明玖、苏州玖玖间接持有公司股权；三人合计控制公司 69.87% 股权。

图2：公司股权结构（截至 2023 年中报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品应用于汽车座椅调节系统，总成件产品放量迅速。公司产品为自润滑轴承（DU）、传力杆（LG）、粉末冶金零件（PM）和金属粉末注射成形零件（MIM）以及调节机构总成件产品，主要应用于汽车座椅调节系统，并可以广泛应用于机械电子工业。2023 年上半年公司调节机构总成件产品快速放量，收入实现 412 万元，体现了公司配套产品单车价值量提升的趋势。

表1：公司主要产品

应用系列	产品系列描述	产品名称	产品描述
自润滑轴承 (DU)	功能：消除噪声、减少振动 应用：汽车、工程机械、通用机械、航天航空机械	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、无噪音
		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；性能：易装配、耐磨
传力杆 (LG)	用于汽车座椅的角度调节机构，连接座椅两侧的调角器及驱动电机（电动型）或手轮（手动型）	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
粉末冶金 零件 (PM)	以金属粉末或金属粉末与非金属粉末的混合物为	六棱空芯杆	端部一体成形，节省装配空间，端部拉 脱力≥7KN
		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

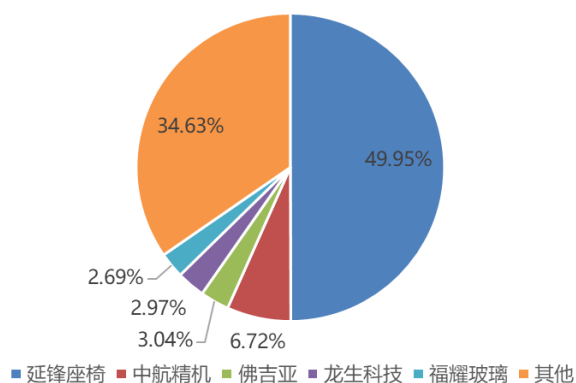
金属粉末注射成形零件 (MIM)	原料, 采用压力填入模具内制成具有一定强度的成形坯, 再经过高温烧结使合金元素进行合金化, 最后通过适当的后加工等方式得到所需的零部件	偏心轮	具有多台阶、多轮廓结构, 轮廓精度 0.04mm 以内
		底座	采用铁基粉末冶金材料和不锈钢材质, 侧向成形和挤压成形, 耐潮湿 48 小时以上
		含油烧结轴承	采用铜基粉末冶金材料, 具有高强度、低摩擦特点, 用于调节马达、刹车油泵等转动机构
		调节机构零件	莫氏硬度 35 以上, 整体强度 120Nm 以上
		齿轮组件	采用铁基粉末冶金材料或铁塑复合材料, 用于行星式和针摆式减速等各种传动机构
		二级行星减速机构零件	采用铁基粉末冶金材料, 具有齿形精度高、噪音低、寿命长和传动稳定的特性, 用于汽车及工业减速传动机构
		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 280KG 重力
	精度高、组织均匀、性能优异、生产成本低		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司汽车领域客户以大中型汽车座椅企业为主, 包括业内头部的华域汽车延锋系、中航精机、申驰实业、佛吉亚、日晗精密、李尔等, 主要提供座椅调节系统、扶手、头枕的核心零部件等; 公司还在工程机械等领域内供应粉末冶金零件和金属粉末注射成形零件产品, 积累了希恩等一批知名客户。

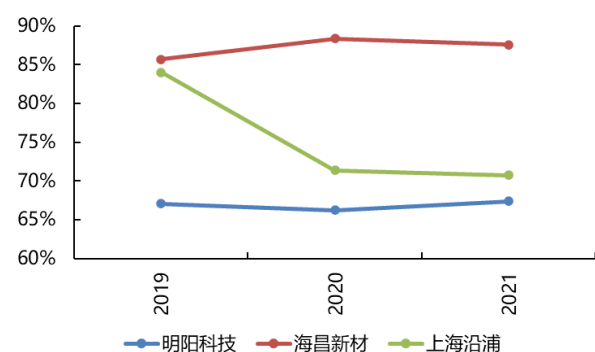
从前五大客户收入占比维度看, 公司客户集中度较高。2019-2021 年, 公司前五大客户营收占比均在 60%以上, 客户集中度较高, 主要系下游整椅行业竞争格局集中所致。参考主营业务为粉末冶金零部件的海昌新材及主要从事汽车座椅骨架业务的上海沿浦, 公司客户集中度高具备一定的合理性。

图3: 2022H1 五大客户构成



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 客户集中度同业比较 (前五大客户收入占比维度)

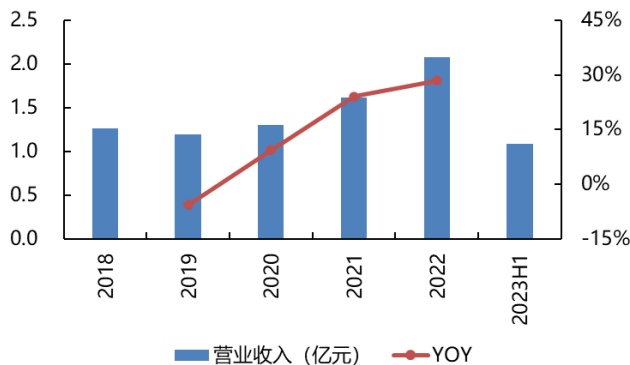


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司营业收入稳步提升。除 2019 年外，各年度公司营业收入均保持增长，2019-2022 年间收入 CAGR 达 13.22%。其中，2019 年公司营收同比-5.36%，主要系金属粉末注射成型零件业务收入大幅下滑所致（同比-48.32%）。2020 年来，随着金属粉末冶金零件业务收入的迅速增长，叠加金属粉末注射成型零件业务的逐渐恢复及其他业务订单的稳步增长，公司营收重返上升通道。2023 年上半年公司实现收入 1.1 亿元，同比增长 30%。

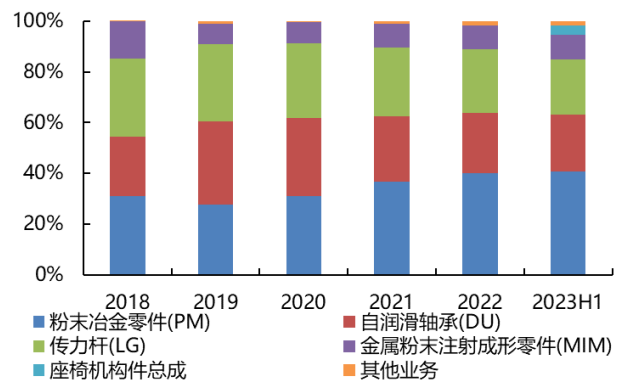
金属粉末冶金零件营收贡献不断上升，新拓总成业务。近年来，公司传力杆业务营收占比略有下滑，自润滑轴承及金属粉末注射成型零件业务营收占比总体稳定，金属粉末冶金零件业务占比不断上升，现已成为公司第一大收入来源，2023 年上半年公司新拓展座椅机构件总成业务，已实现 4%的收入占比。

图5：近年来公司营业收入及 YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：近年来公司营收结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

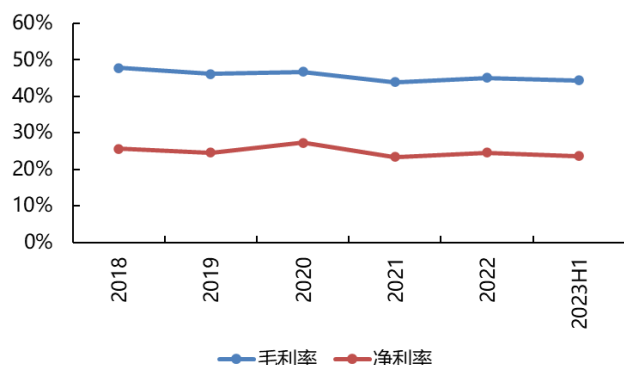
归母净利润持续稳定增长，公司盈利能力整体稳定。历年来公司毛利率及净利率均处于较高水平且总体保持稳定，除 2019 年因营收下降导致利润端有所下滑外，各年度公司归母净利润均随着营收上升而持续增长。2023 年上半年净利润实现 0.26 亿元，同比+48%，毛利率和净利率维持稳定。

图7：近年来公司归母净利润及 YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：近年来公司毛利率和净利率

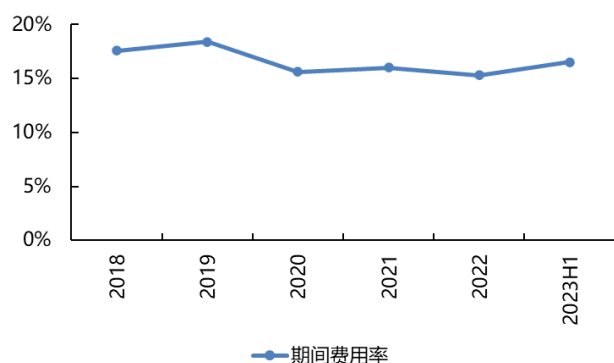


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司期间费用率稳中有降。2020 年期间费用率下降 2.76pct，主要系销售费用率下降所致；近年来公司期间费用率总体稳定在 15%-16% 区间。2023 年上半年公司期间费用率为 16.54%，同比 2022 年上半年-0.95pct。

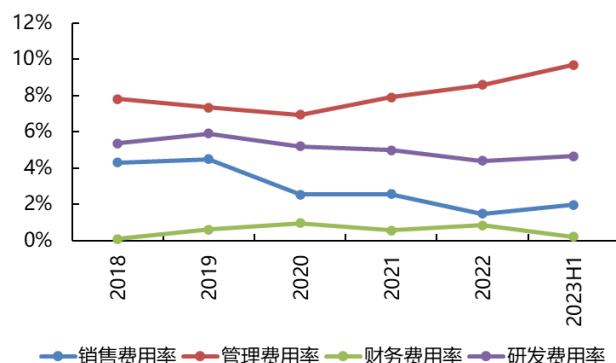
分项来看：公司研发费用率和财务费用率总体保持稳定，销售费用率 2020 年出现明显下滑，主要系会计政策变更，仓储运输费重分类至营业成本所致；2021 年管理费用率上升 0.96pct，主要系 2021 年 6 月新厂房投入使用转入固定资产，折旧及摊销金额增加，叠加当期发生企业精细化综合管理咨询项目费导致中介服务费增加所致。2022 年公司管理费用率上升 0.69pct，主要系 2021 年 6 月新转入固定资产带来的折旧及摊销金额增加所致。2023 年上半年公司各期间费用率维持稳定，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比 2022 年上半年+0.21pct/-0.49pct/+0.11pct/-0.78pct。

图9：近年来公司期间费用率



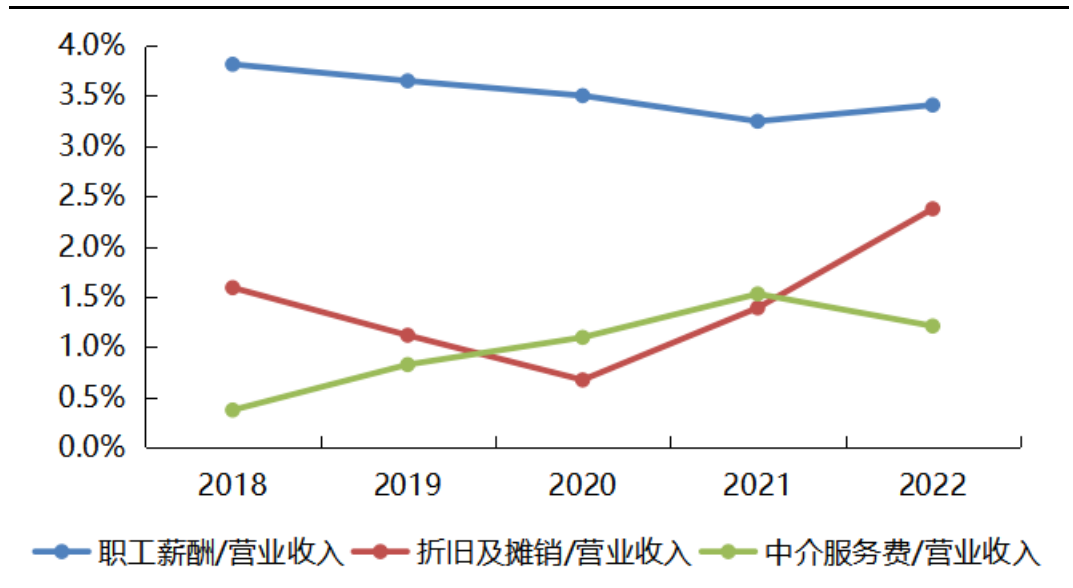
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：近年来公司各项费用率情况



数据来源：东吴证券研究所

图11：公司管理费用率拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

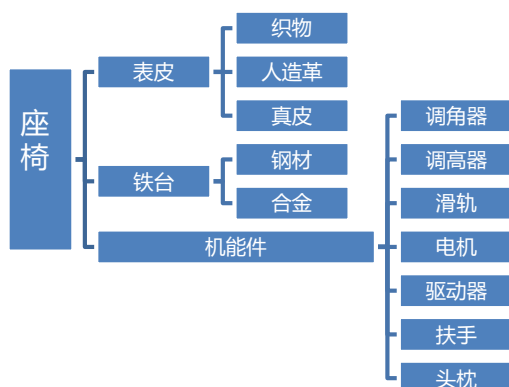
2. 乘用车座椅：市场空间广阔，国产替代逐步推进

2.1. 座椅是乘用车的核心零部件，市场空间广阔

座椅是乘用车核心零部件，涉及到舒适性、美观度和安全性等多方面因素。座椅大致可以划分为基础骨架、坐垫材料、面罩材料。基础骨架可以进一步细分为座椅靠背、座椅坐垫、头枕、调角器、调节器、座椅滑轨等零部件。

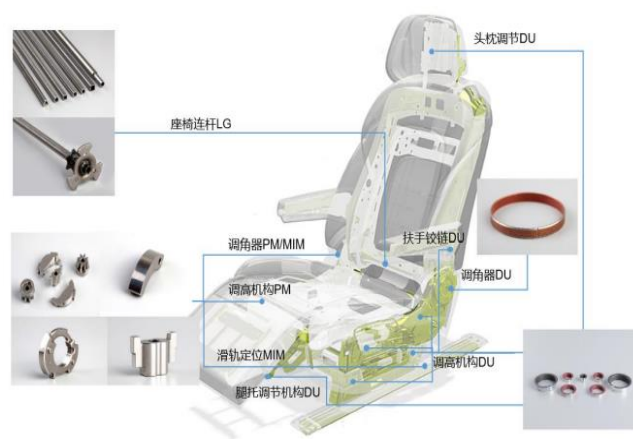
公司产品主要应用于头枕、调角器等座椅骨架功能件。其中，自润滑轴承（DU）主要应用于座椅的头枕、调角器、调高机构、腿托调节机构、扶手铰链等部位，用于支撑相应机械机构的旋转运动，并降低摩擦系数，减小噪音。传力杆（LG）用于汽车座椅的角度调节机构，连接座椅两侧的调角器及驱动电机来实现座椅角度的调节。金属粉末冶金零件（PM）及金属粉末注塑成形零件（MIM）则主要应用于座椅滑轨、调角器及调高机构等部位。

图12: 乘用车座椅组成



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图13: 公司产品应用部位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们对国内乘用车座椅的市场空间进行了测算，核心假设如下：

(1) 国内狭义乘用车销量保持稳定的低速增长, 假设 2023 年至 2027 年复合增长率为 2%, 至 2027 年国内狭义乘用车销量增长至约 2555 万辆;

(2) 当前乘用车座椅平均单车价值量为 4000 元，随着汽车消费升级的持续推进，座椅的舒适性功能渗透率持续提升，带来乘用车座椅单车价值量后续将持续提升；

测算结果：国内乘用车座椅市场空间目前约为 926 亿元，随着乘用车销量的低速增长叠加座椅单车价值量的提升，乘用车座椅市场空间也将以 4%左右的增速增长，预计将在 2027 年达到 1129 亿元。

表2: 中国乘用车座椅市场空间测算

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
国内乘用车销量 (万辆)	2314.46	2360.75	2407.96	2456.12	2505.25	2555.35
YoY		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
乘用车座椅单车价值量 (元)	4000.00	4080.00	4161.60	4244.83	4329.73	4416.32
YoY		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
国内乘用车座椅市场空间 (亿元)	925.78	963.19	1002.10	977.21	1042.58	1128.53
YoY		4.04%	4.04%	4.04%	4.04%	4.04%

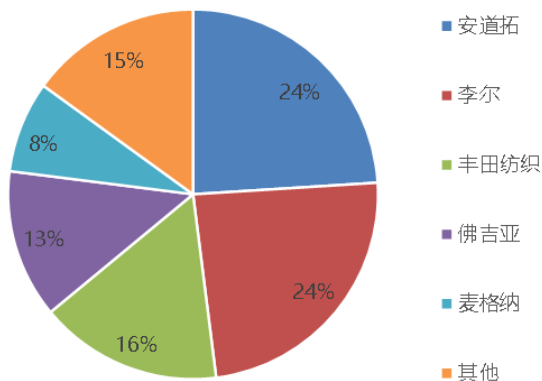
数据来源：乘联会，公司公告，东吴证券研究所

2.2. 座椅格局：市场集中度较高，自主品牌有望打破外资垄断

全球市场：从全球范围来看，安道拓、李尔、丰田纺织、佛吉亚和麦格纳是全球乘用车座椅行业的头部企业，市场份额分别为 24%、24%、16%、13%和 8%。从集中度上来看，2020 年全球乘用车座椅市场 CR3 为 64%，CR5 为 85%，市场集中度非常高。

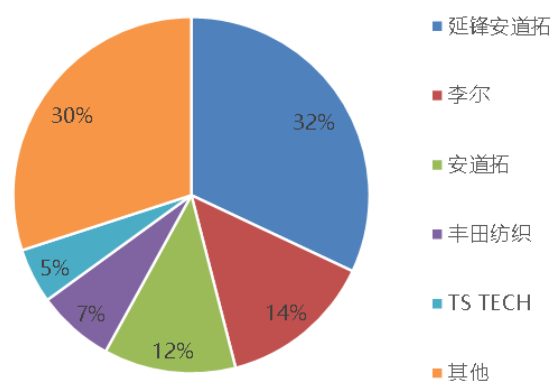
国内市场：国内市场方面，2020 年原延锋安道拓以 32%的市占率位居行业第一，李尔、安道拓、丰田纺织和 TS TECH 以 14%、12%、7%和 5%分列行业的第二位至第五位。集中度方面，国内乘用车座椅市场 CR3 为 58%，CR5 为 70%，同样拥有较高的行业集中度。2021 年，华域汽车收购延锋安道拓 49.99%的股权，国内座椅市占率第一的延锋安道拓成为华域汽车全资子公司，自主品牌成功占据国内座椅市场头把交椅。未来随着座椅国产替代的逐步推进，自主品牌有望打破外资垄断，进一步提高市场份额。

图14：2020 年全球汽车座椅市场竞争格局



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图15：2020 年中国汽车座椅市场竞争格局

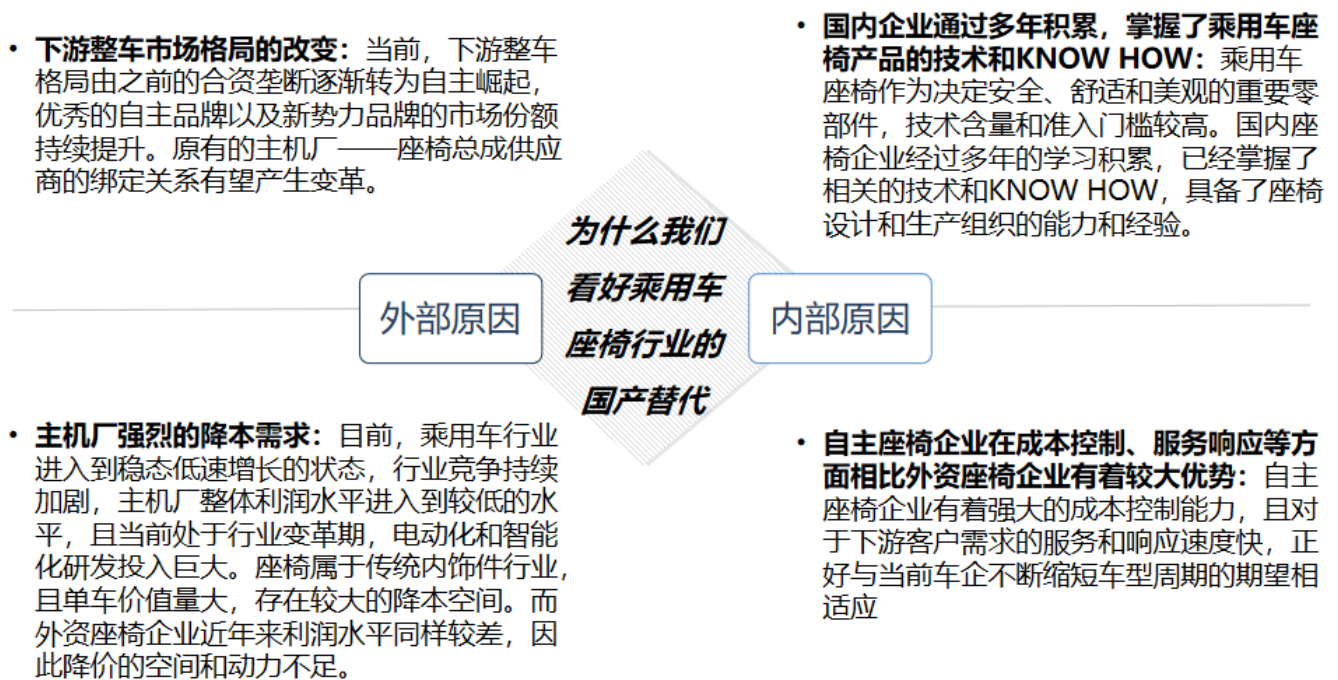


数据来源：Marklines，东吴证券研究所

2.3. 为什么我们看好乘用车座椅行业的国产替代

基于以下四个方面的因素，我们强烈看好乘用车座椅行业的国产替代：1）下游整车格局由合资垄断转为自主崛起；2）国内企业通过多年积累，掌握了乘用车座椅产品的技术和 KNOWHOW；3）乘用车行业竞争加剧催生主机厂降本需求；4）自主座椅企业在成本控制、服务响应等方面相比外资企业有着较大优势。

图16：乘用车座椅行业国产替代的内外部因素分析



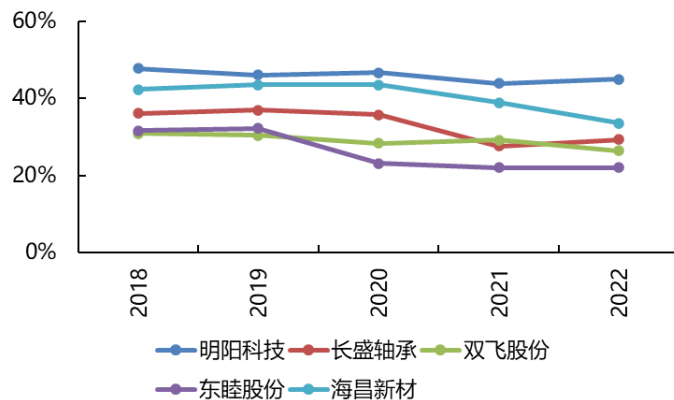
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 高毛利构筑核心护城河，客户放量+产能扩展贡献业绩增量

3.1. 公司核心竞争优势——高毛利率

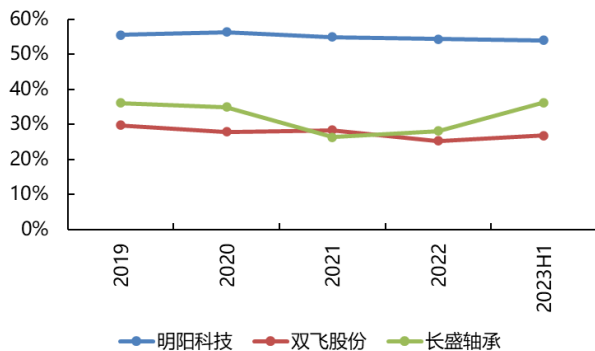
公司毛利率显著高于同业。受益出色的成本控制和技术优化，公司毛利率显著高于同业公司，选取主营业务同为自润滑轴承/金属粉末冶金、注塑成形零件的可比上市公司长盛轴承、双飞股份、东睦股份及海昌新材与公司进行同业比较，可以看到公司的毛利率显著高于可比公司，处于行业领先水平。

图17: 毛利率同业比较



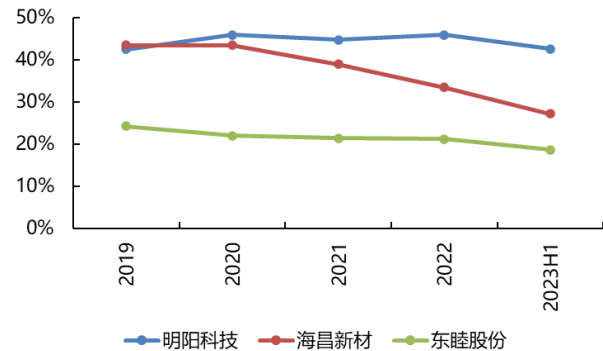
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图18: 自润滑轴承业务毛利率同业比较



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图19: 粉末冶金/注塑成形业务毛利率同业比较



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

3.1.1. 高毛利率来源之一——高研发强工艺提高公司产品附加值

核心技术全栈自研, 先进性突出。公司深耕汽车座椅核心零部件领域二十多年, 主要拥有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、专用工艺装备设计制造技术、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六大核心技术, 所有核心技术均为自主研发且比较成熟。且公司仍一直在优化与改进产品工艺, 实现从源头降本, 实现产品的高竞争力和保持高毛利水平

表3: 公司核心技术介绍

技术名称	所处阶段	涉及主营产品	技术先进性说明
自润滑板材薄壁粘接技术	批量生产	自润滑轴承	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 。
自润滑复合材料高温复合技术	批量生产	自润滑轴承	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 。
高精度小直径异形空心管的冷拔成型技术	批量生产	传力杆	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 。
专用工艺装备设计制造技术	批量生产	自润滑轴承、传力杆、粉末冶金零件、金属粉末注射成形零件	公司根据四大产品的特点，自主研发工艺装备。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。
金属粉末注射成形零件快速脱脂喂料成分设计	批量生产	金属粉末注射成形零件	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 。
高密度、高强度粉末冶金零件材料成分设计	批量生产	粉末冶金零件	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：公司公告，东吴证券研究所

参与多项国家标准的起草与制定。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/T 39142.1-2020）》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。

在研项目丰富，助力新产品拓展。公司现有在研项目 6 项，其中 2 项旨在改进金属粉末冶金/注塑成形工艺，其余 4 项分别用于开发电动铰链、桌板铰链、导电薄膜、电

动转盘等新产品，进行产品品类横向拓展，助力公司业绩进一步提升。

表4：公司研发项目介绍

项目名称	拟达目标	进展情况	预计经费投入
汽车电机软磁电芯工艺开发	开发出软磁电芯粉末冶金生产工艺	项目启动	400 万元
汽车用金属注射成型微传感器高强度高精度零件开发	开发出强度要求达到要求的金属注射工艺	技术调研	200 万元
汽车用无间隙同心电动铰链的开发	开发出无间隙的电动铰链并完成批量生产模具开发	项目启动	250 万元
汽车座椅用小桌板铰链的开发	开发出桌板铰链并达到批量生产水平	项目启动	200 万元
汽车用 PTFE 导电薄膜开发	开发出导电率 < 1000Ω.M 的 PTFE 薄膜	项目启动	250 万元
汽车座椅电动转盘开发	开发出满足汽车座椅的电动转盘并完成批量模具开发	技术调研	180 万元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.2. 高毛利率来源之二——强大的成本控制能力使公司无惧年降压力

年降是影响乘用车零部件供应商盈利能力的重要因素。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，会要求下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。由于年降的存在，乘用车零部件供应商的毛利率往往出现逐年下滑的趋势。

年降影响下，公司盈利能力依旧保持稳定。各年度公司年降客户营收占主营业务收入比重均超过 80%，降价年限一般可达 3-5 年，降价比例一般为 1%-5%。据公司招股书披露，2019-2022H1 年降影响金额占当期净利润的比例分别为 6.53%、5.41%、7.48%及 7.68%，对公司的盈利能力及利润水平带来一定影响。然而，依托强大的成本控制能力，公司成功消化年降对公司盈利能力造成的冲击，使公司的毛利率得以长期维持在 45%-50%的高水平。

表5：年降&非年降客户主营业务收入占比

类别	2019		2020		2021		2022H1	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
年降客户	9715.59	82.56%	10610.26	81.94%	13012.27	81.58%	6589.16	80.29%
非年降客户	2052.58	17.44%	2337.84	18.06%	2937.60	18.42%	1617.10	19.71%
合计	11768.17	100%	12948.10	100%	15949.87	100%	8206.26	100%

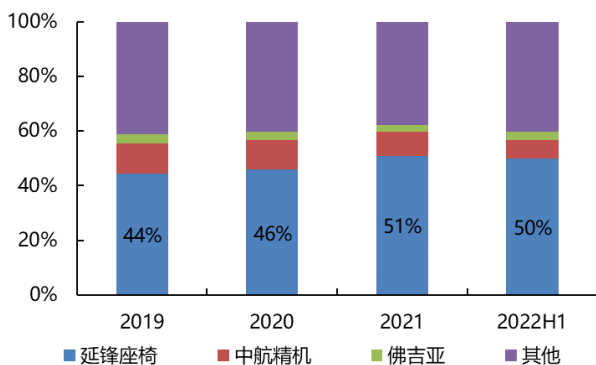
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 深度绑定延锋座椅，进入全球主要汽车座椅厂商供应链

深度绑定延锋座椅。公司与延锋座椅自 2006 年起即开展业务合作，经过十多年的发展，延锋座椅已成为公司第一大客户，贡献公司收入的半壁江山。

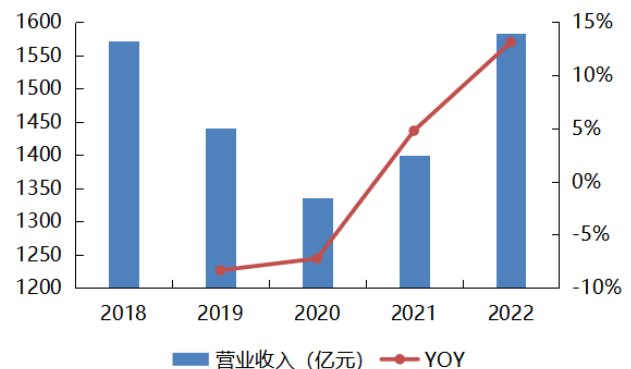
进入全球主要汽车座椅厂商的供应链体系，具备持续的创新成果转化能力。根据 Marklines 数据，2020 年全球汽车座椅行业中，美国安道拓和美国李尔分别占据 24% 的市场份额，日本丰田纺织占 16%，佛吉亚占 13%，麦格纳占 8%。公司的座椅调节系统核心零部件已进入了前述除丰田纺织外的企业供应链体系。

图20：延锋座椅占据公司营收半壁江山



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：延锋座椅营业收入及 YOY

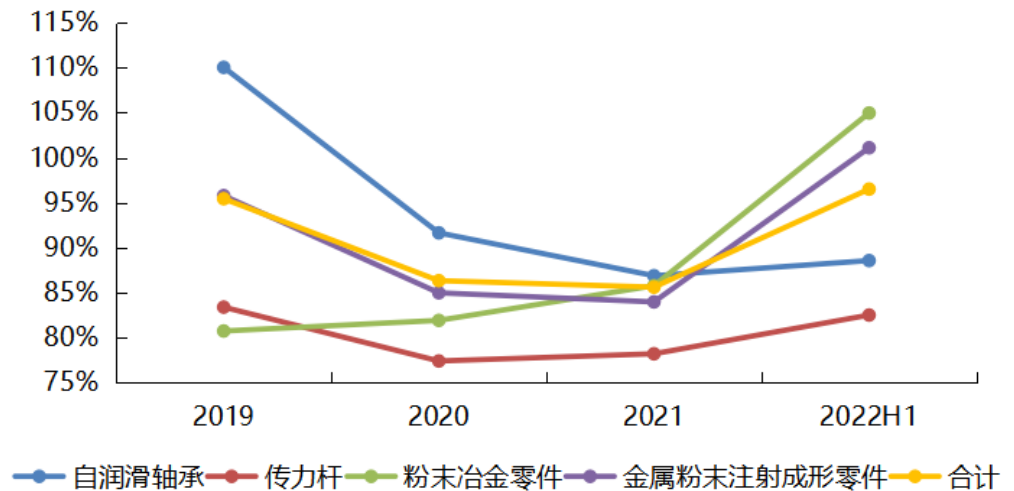


数据来源：东吴证券研究所

3.3. 产能扩张助力公司业绩持续增长

公司产能利用率较高。近年来公司整体产能利用率均超过 85%，产能利用率较高，特别是粉末冶金零件产能利用率随着其营收占比上升而不断增长。2022H1 粉末冶金零件及金属粉末注射成形零件产能利用率迅速攀升，超过 100%，现有产能明显吃紧，公司亟需新增产能以满足持续增长的订单需求。

图22: 近年来公司各产品产能利用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

积极扩充产能, 建成后将形成 5 亿件汽车座椅关键零部件产品的生产能力。公司通过 IPO 募投项目“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”扩充四大类主营产品产能, 项目总投资 20500 万元, 建设期拟定 3 年, 建成后将形成 5 亿件汽车座椅关键零部件产品的生产能力。

表6: 公司主营产品产能

产品名称	原有年产能 (万件)	募投新增年产能 (万件)	建成后年产能 (万件)
自润滑轴承 (DU)	10332	10168	20500
传力杆 (LG)	1800	3500	5300
金属粉末注射成形零件 (MIM)	1000	2700	3700
粉末冶金零件 (PM)	11600	8900	20500
合计	24732	25268	50000

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

核心假设:

1) 公司下游客户优质, 新拓客户如期放量, 各细分业务天花板较高, 预计未来收入端稳健发展;

2) 2023 年上半年公司调节机构总成件业务快速放量, 收入实现 412 万元, 公司配

套零部件呈现较强的大型化、总成化趋势，我们认为总成件业务将会成为公司下一阶段重要的收入支撑，有望快速放量驱动公司收入高增；

3) 公司通过成本控制和工艺优化有效对冲年降，证明了高盈利业务的持续性，预计未来盈利中枢维持稳定；

4) 其他业务毛利率下降较多，主要是因为 2022 年之前调节机构总成件业务尚未放量，其他业务收入占比较小。调节机构总成件业务工艺上与公司原有产品类似，单车价值更高，理论上具备更优的盈利能力，但考虑到产能爬坡需要时间，保守预计 2023-2025 年毛利率为 40% 左右。

表7: 公司营收拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)					
粉末冶金零件(PM)	59.56	82.98	112.02	145.63	189.32
YOY	48%	39%	35%	30%	30%
金属粉末注射成形零件(MIM)	14.66	19.41	24.84	31.05	38.82
YOY	33%	32%	28%	25%	25%
自润滑轴承(DU)	41.53	49.26	59.11	67.98	78.17
YOY	3%	19%	20%	15%	15%
传力杆(LG)	43.75	52.32	60.16	69.19	79.57
YOY	15%	20%	15%	15%	15%
其他业务(调节机构总成件等)	2.00	3.43	16.59	36.61	59.20
YOY	205%	71%	1000%	966%	257%
毛利率					
粉末冶金零件(PM)	44.26%	45.96%	45.00%	45.00%	45.00%
金属粉末注射成形零件(MIM)	46.98%	45.93%	45.00%	45.00%	45.00%
自润滑轴承(DU)	54.98%	54.36%	55.00%	55.00%	55.00%
传力杆(LG)	30.82%	33.11%	33.00%	33.00%	33.00%
其他业务(调节机构总成件等)	68.25%	67.00%	44.67%	39.54%	40.40%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 2.73/3.50/4.45 亿元，归属母公司净利润为 0.70/0.94/1.21 亿元，分别同比+37%/+35%/+28%，对应 EPS 为 1.4/1.8/2.3 元，对应 PE 为 11/8/6 倍，选取汽车内外饰赛道公司新泉股份、岱美股份、华域汽车作为可比公司，可比公司估值中枢为 22/17/14 倍，鉴于公司业务稳定、盈利能力较强，公司应该具备更高估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：可比公司估值表（2023 年 9 月 27 日）

证券代码	公司简称	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE/倍		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603179.SH	新泉股份*	238.73	8.20	11.22	13.90	29.11	21.28	17.17
603730.SH	岱美股份*	215.75	7.36	9.44	11.27	29.31	22.85	19.14
600741.SH	华域汽车*	588.93	76.20	86.44	94.31	7.73	6.81	6.24
可比公司算术平均 PE						22.05	16.98	14.19
837663.BJ	明阳科技*	7.82	0.70	0.94	1.21	11.21	8.30	6.48

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：所有公司盈利预测均为东吴预测）

5. 风险提示

下游乘用车销量不及预期。下游乘用车需求及销量复苏不及预期，导致公司营收不及预期，影响公司最终业绩。

潜在诉讼风险。公司与法国圣戈班的诉讼案件存在败诉风险，可能对公司的日常经营及财务业绩造成不利影响。

客户集中风险。公司客户延锋座椅的收入占比较高，如果延锋座椅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。

明阳科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	191	453	646	873	营业总收入	207	273	350	445
货币资金及交易性金融资产	17	250	379	531	营业成本(含金融类)	114	151	196	249
经营性应收款项	140	154	197	251	税金及附加	3	3	4	4
存货	29	34	44	55	销售费用	3	5	7	9
合同资产	0	0	0	0	管理费用	18	22	28	36
其他流动资产	5	16	26	36	研发费用	9	12	16	18
非流动资产	130	158	186	212	财务费用	2	2	-3	-5
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	2	2	3
固定资产及使用权资产	97	110	124	138	投资净收益	0	1	2	2
在建工程	7	21	33	43	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	11	11	12	12	减值损失	-2	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	59	80	107	139
其他非流动资产	13	14	16	18	营业外净收支	0	0	1	0
资产总计	321	611	833	1,086	利润总额	58	80	108	139
流动负债	112	194	281	373	减:所得税	7	10	14	18
短期借款及一年内到期的非流动负债	22	72	122	172	净利润	51	70	94	121
经营性应付款项	58	75	97	124	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	22	28	36	归属母公司净利润	51	70	94	121
其他流动负债	31	25	34	42	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.99	1.35	1.83	2.34
非流动负债	20	60	100	140	EBIT	60	82	105	134
长期借款	17	47	77	107	EBITDA	73	95	120	151
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	45.06	44.50	44.00	44.00
租赁负债	0	10	20	30	归母净利率(%)	24.56	25.58	26.88	27.14
其他非流动负债	3	3	3	3	收入增长率(%)	28.42	31.50	28.50	27.00
负债合计	131	254	381	513	归母净利润增长率(%)	34.59	36.92	35.03	28.26
归属母公司股东权益	190	358	452	573					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	190	358	452	573					
负债和股东权益	321	611	833	1,086					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	13	88	86	113	每股净资产(元)	4.90	6.93	8.75	11.10
投资活动现金流	-10	-40	-40	-41	最新发行在外股份(百万股)	52	52	52	52
筹资活动现金流	-37	185	83	79	ROIC(%)	23.97	20.03	15.79	15.06
现金净增加额	-35	232	129	152	ROE-摊薄(%)	26.85	19.51	20.85	21.10
折旧和摊销	13	13	15	17	资产负债率(%)	40.90	41.51	45.75	47.26
资本开支	-10	-41	-40	-41	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.35	11.21	8.30	6.48
营运资本变动	-54	4	-27	-33	P/B(现价)	3.09	2.19	1.73	1.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>