

高端产品线放量，成本端壁垒显著

——浙江仙通(603239)首次覆盖报告

报告要点:

● 公司是国内领先的汽车密封条专业供应商，下游客户资源优质

公司成立于1994年，经过近三十年的持续专注和发展，公司已经在技术、成本控制和协同服务等多个方面建立了竞争优势，目前已与吉利汽车、长安汽车、奇瑞汽车、一汽大众、上汽大众、上汽通用、比亚迪等众多头部自主与合资整车制造商建立了深度合作关系，充分受益于优质客户的高速增长。

● 公司紧握新能源化转型机遇，成功打破无边框车门外资企业垄断。

无边框车门早期只应用于跑车及高档轿车，新能源变革下无边框车门实现配置快速下探，目前已大量应用于售价20万元以下车型。公司依托研发端优势，于2020年成功研发并量产无边框密封条产品，成功打破少数外资企业的垄断，成为国内首家能够提供无边框密封条的内资企业，目前公司已陆续获得极氪、通用、奇瑞、大众、北汽等多款无边框密封条定点。伴随公司无边框车型定点的陆续量产，无边框车门营收占比有望持续提升，有望成为公司未来重要增量部分。

● 公司盈利水平显著高于竞争对手，成本端壁垒显著。

汽车密封条产品的同质化程度相对较高，导致整车厂商对价格更加敏感。因此，本土汽车零部件企业要保持竞争力，就必须在保证产品质量的前提下，尽可能地控制成本。公司在成本控制方面相比较于合资与国资领先供应商均具有较为突出的优势，产品毛利率与净利率均处于第一梯队。展望未来，公司有望依托成本优势，加速实现对于合资供应商的替代与市场份额的提升。

● 投资建议与盈利预测

新能源汽车渗透率的快速提升带动欧式导槽与无边框车门密封条需求迅速增长，同时公司新工厂产能已逐步开始放量。预计2023-2025年，公司归属母公司股东净利润分别为：1.49、2.05和3.14亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：0.55、0.76和1.16元/股，按照最新股价测算，对应PE估值分别为27.51、19.89和13.02倍。考虑到公司在汽车密封条行业中的技术壁垒与成本端优势。同时公司未来有望在汽车密封条国产替代趋势及汽车密封条产业高端化的进程中充分受益，看好公司中长期成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

我国汽车产销不及预期风险，固定资产规模大幅增加的经营风险，原材料价格波动且依赖进口的风险，无边框车门渗透率不达预期风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	787.19	936.44	1065.99	1333.95	1805.00
收入同比(%)	27.40	18.96	13.83	25.14	35.31
归母净利润(百万元)	141.83	126.20	148.50	205.44	313.70
归母净利润同比(%)	33.10	-11.02	17.67	38.35	52.70
ROE(%)	13.97	12.55	13.91	17.46	23.12
每股收益(元)	0.52	0.47	0.55	0.76	1.16
市盈率(P/E)	28.80	32.37	27.51	19.89	13.02

资料来源：Wind, 国元证券研究所

增持 | 首次推荐

当前价/目标价：15.09元/17.65元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：18.36 / 10.11

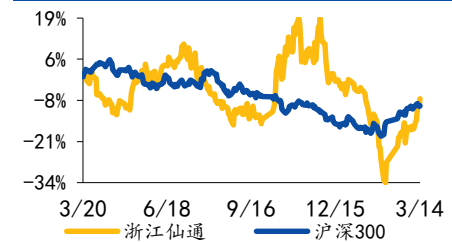
A股流通股(百万股)：270.72

A股总股本(百万股)：270.72

流通市值(百万元)：4085.16

总市值(百万元)：4085.16

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敦

执业证书编号 S0020521060001

电话 021-5109-7188

邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

联系人 刘乐

电话 021-51097188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

目录

1. 聚焦细分零部件品类，盈利能力拐点已至	4
1.1 聚焦汽车密封条的“隐形冠军企业”	4
1.2 穿越行业波动周期，盈利能力稳步增强	8
2. 公司是我国汽车密封条高端化的行业领导者	12
2.1 新能源浪潮带动汽车密封条高端化，国产替代趋势显著	12
2.2 公司密封条产品有望保持量价齐升趋势，三年内总产值可达 25 亿元	17
3. 公司核心竞争力：成本端与高端产品研发优势显著	19
4. 投资建议	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司主要产品展示	5
图 3：公司主要产品展示	5
图 4：公司客户资源优势显著	6
图 5：公司前五大客户销售占比快速下降	6
图 6：公司股权结构图(截至 2023 年 10 月 24 日)	7
图 7：公司 2014 至 2023 年前三季度营业收入及增速(单位：百万元)	8
图 8：公司 2018 至 2023 年前三季度净利润及增速(单位：百万元)	8
图 9：公司主营业成本构成情况(单位：百万元)	9
图 10：公司主营业务毛利率与净利率情况	9
图 11：公司招股书披露主营业务成本构成情况	9
图 12：公司招股书披露直接材料成本占比	9
图 13：三元乙丙价格和橡胶密封条毛利率变化关系	10
图 14：PVC 价格和塑胶密封条毛利率变化关系	10
图 15：公司 2014 至 2023 年前三季度三费占营收比重	11
图 16：公司 2018 至 2023 年前三季度现金净利润比率与现金销售比率情况	11
图 17：汽车密封条行业分类及上游情况	12
图 18：常见的汽车密封条图示	12
图 19：2012 至 2019 年我国汽车密封条行业市场规模(单位：亿元)	14
图 20：零跑 C11 无框车门造型	16
图 21：名爵 MG7 无框车门造型	16
图 22：各公司 2018 至 2022 年度相关业务毛利率情况	20
图 23：各公司 2018 至 2023 年前三季度销售净利率情况	21
表 1：前实控人与台州五城两次股权变动细节梳理	7
表 2：三类车门密封条单车价值量及优点	13
表 3：我国 2023 年至 2026 年车用密封条市场规模预测	14

表 4: 我国汽车密封条行业主要供应商梳理.....	15
表 5: 我国 20 万以下应用无边框车门车型部分梳理.....	16
表 6: 公司 2016 至 2022 年橡胶密封条产销量及单价情况梳理	18
表 7: 公司 IPO 募集资金投资项目基本情况.....	19
表 8: 公司截至 2023 年 6 月 30 日重要自建工程项目情况.....	19
表 9: 公司截至 2023 年 6 月 30 日无边框车门密封条定点项目梳理	21
表 10: 公司营收拆分及预测	22
表 11: 公司盈利预测	23
表 12: 可比公司估值(单位:百万元)	23

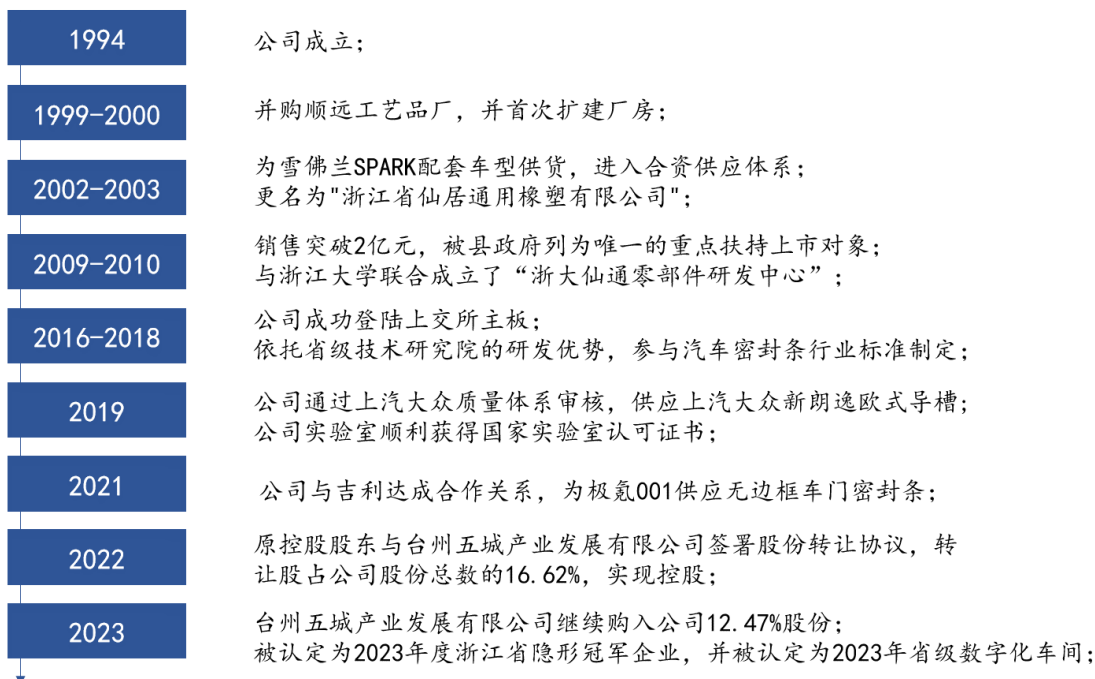
1. 聚焦细分零部件品类，盈利能力拐点已至

1.1 聚焦汽车密封条的“隐形冠军企业”

公司成立于1994年，目前已发展成为国内领先的车身密封条供应商。公司前身为浙江省仙居通用工程塑料有限公司，由前实控人李起富成立。自1999年11月收购顺远工艺品厂起，公司便步入了持续发展的轨道。2000年9月，公司进行了厂房扩建和技术改造，并于同年为雪佛兰SPARK车型提供配套服务，产品正式进入合资整车厂供应体系。

2009年12月18日，公司完成了股份制改造，正式更名为浙江仙通橡塑股份有限公司。2010年，公司与浙江大学共建“浙大仙通零部件研发中心”，核心技术开发和研发能力逐步提升，并且于2013年获得国家级高新技术企业评级。2016年，公司成功登陆上交所主板。上市后，公司引进德国先进的一段式炼胶设备，助力当年营收突破7亿元。2019年，公司成功通过上汽大众质量体系审核，并于2020年11月成功中标上汽大众新朗逸欧式导槽项目，并从此奠定了与大众长期稳定合作的基础。同年，公司成功研发无边框密封条产品，率先打破少数外资企业的垄断，成为国内首家能够提供无边框密封条的内资企业。目前公司已陆续获得极氪、通用、奇瑞、大众、北汽等多款无边框密封条定点。2022年，台州五城产业发展有限公司（台州国资委间接持有90%股权）取得公司控制权，公司成功完成混改，进一步实现资源的更优化配置，并有效提升企业的竞争力与经营效率。

图 1：公司发展历程



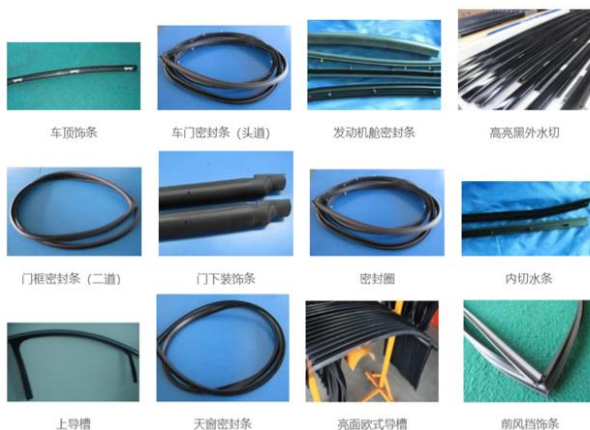
资料来源：公司公告，国元证券研究所绘制

公司专注主营业务，持续提升产品核心竞争力。自成立以来，公司便专注于汽车密封条产品的研发、设计、生产及销售环节。目前公司已形成橡胶密封条、塑胶密封条、辊压件等三大系列，1000多种规格的汽车密封条产品，覆盖车身各个部位，具备整车全套车身密封条的配备供应能力，完全能够满足整车生产厂商整体配备的需求，具有明显的产品线优势。

按照使用部位：可分为车门框密封条、门上密封条、窗框密封条、车门内外水切条、导槽密封条、发动机盖密封条、行李箱盖密封条、三角窗玻璃密封条、天窗密封条、前后挡风玻璃密封条等；**按照构成原料：**可分为塑胶密封条（以PVC粒子为主要原料）、橡胶密封条（以EPDM混炼胶为主要原料）、热塑性弹性体（如TPE、TPV等）密封条等；**按照密封条结构**可分为纯胶密封条、密实胶与海绵胶复合密封条、密实胶-骨架材料-海绵胶复合密封条、多复合密封条；**按照表面处理状态：**可分为植绒类密封条、表面涂层密封条、有织物密封条等。除此之外，公司还生产车门玻璃导轨、拉门滑轨等金属辊压件以及行李架垫片等其他配件。

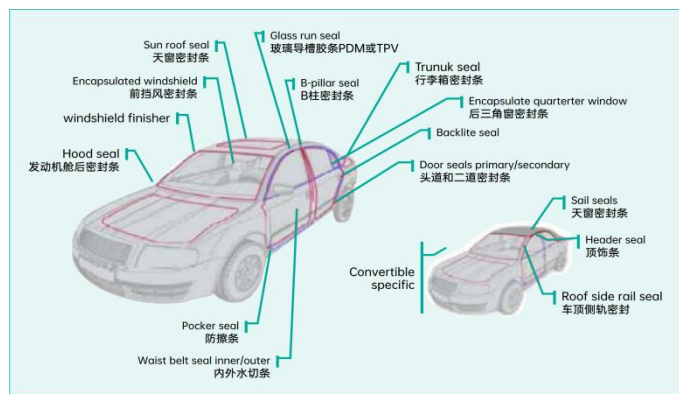
2019至2022年期间，公司的主营业务收入在其总营业收入中的比例稳定维持在96%至97%区间。公司通过持续聚焦主营业务汽车密封条，有效提升资源配置效率，强化竞争力和品牌影响，提升运营效率及盈利能力，同时增强创新力，助力持续发展，赢得市场和客户的广泛认可，并且逐步发展成为行业领导者。

图2：公司主要产品展示



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图3：公司主要产品展示



资料来源：公司公告，国元证券研究所

客户资源持续强化，前五大客户销售占比逐年下降。随着汽车制造业竞争的日趋激烈，整车制造商对供应商的综合能力和行业经验提出了更高的要求，使得为主流整车厂提供配套服务的经验成为越来越多客户在选择供应商时考虑的关键因素。由此，汽车制造业正逐步演变为一个较为封闭的生态系统，只有那些拥有高质量客户资源的汽车零部件供应商能够进入一个良性的发展循环。同时，随着国内自主品牌近年来的快速崛起，外资品牌供应商开始感受到采购成本的压力，一些合资整车厂也正在逐渐将其供应链上游转移到国内供应商，形成了明显的国产替代趋势。

经过近三十年的持续专注和发展，公司已经在技术、成本控制和协同服务等多个方面建立了竞争优势，目前已与一汽大众、上汽大众、上汽通用、东风日产、吉利汽车、

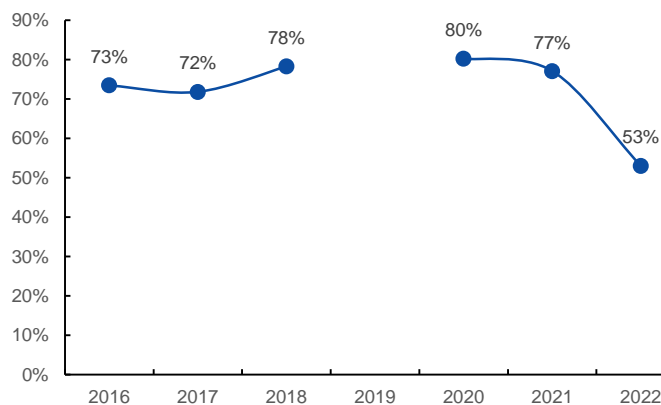
长安汽车、上汽集团、广汽集团、一汽集团、奇瑞汽车、长安马自达、比亚迪、长城汽车、上汽通用五菱等众多知名整车制造商建立了合作关系，并且充分受益于优质客户的高速增长。此外，公司客户结构呈现多元化、分散化、全覆盖的特点，2020至2022年期间，公司前五大客户销售占比分别为80%、77%及53%，公司前五大客户销售占比呈现显著下降趋势。

图4：公司客户资源优势显著



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图5：公司前五大客户销售占比快速下降



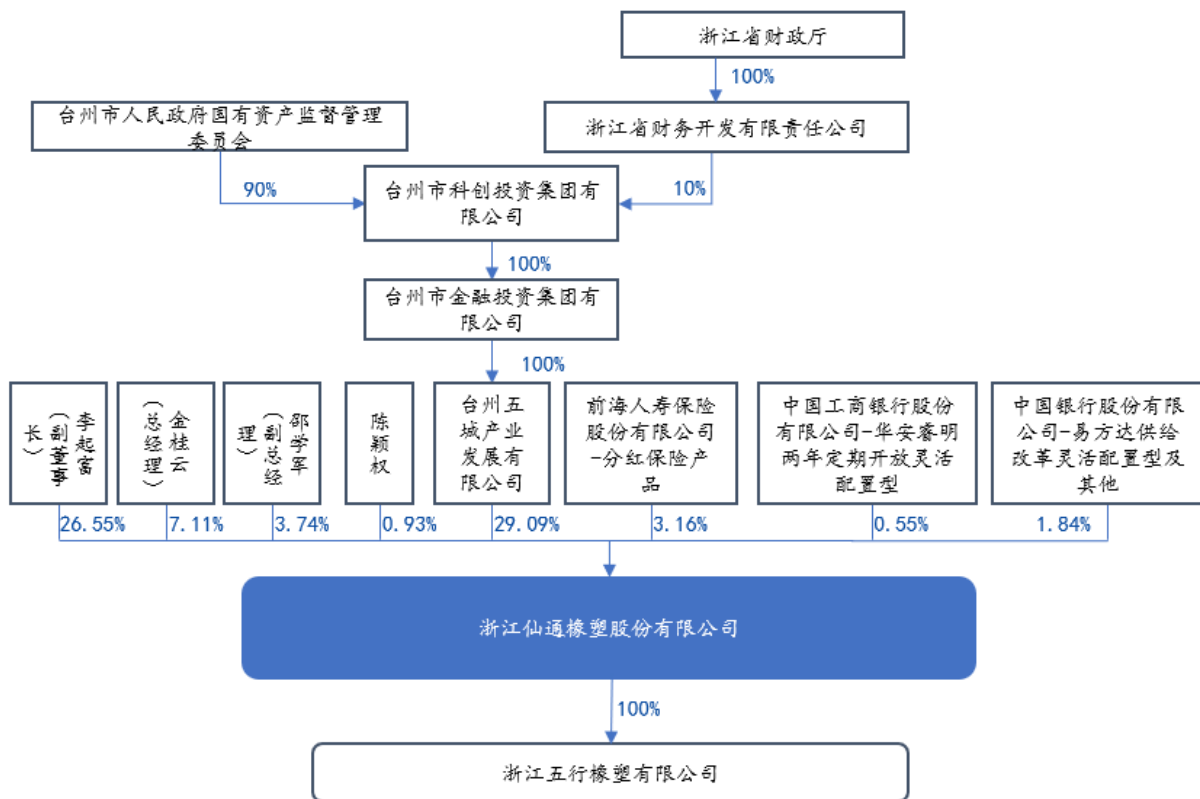
资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司股权结构集中稳定，国资入主助力公司中长期发展。截至2022年9月前，浙江仙通的前三大股东分别为李起富、金桂云和邵学军，其持股比例依次为47.21%、12.63%、6.65%，合计持股达到66.5%。金桂云和邵学军均担任公司的董事职务，分别任总经理与副总经理。李起富作为公司的控股股东及实际控制人，同时担任董事长一职。2022年7月24日，李起富、金桂云、邵学军三人与台州五城产业发展有限公司签署《股份转让协议》，计划将通过国资收购、自愿减持的方式将公司实际控制权转让给台州五城产业发展有限公司，股权转让交易分两次进行，两次股权转让交易完成后，台州五城将实际支配浙江仙通78,750,000股股份的表决权，并且占有浙江仙通有表决权股份总数的29.09%。混改成功完成后，公司将继续保持民营企业日常的经营机制，同时台州金投也将充分借助台州市丰富的产业资源和政策优势，扮演对台州地区产业投资的引导者、结构调整的促进者以及服务提供者的角色，为公司业务发展提供全方位支持，助力公司在新能源汽车产业等领域的布局，进一步提升公司的行业地位和核心竞争力。

表 1：前实控人与台州五城两次股权变动细节梳理

名称	变动前			2022年9月第一次股权变动			2023年1月第二次股权变动		
	持股数量(股)	持股比例	表决权比例	持股数量(股)	持股比例	表决权比例	持股数量(股)	持股比例	表决权比例
台州五城	/	/	/	45,000,000	16.62%	16.62%	78,750,000	29.09%	29.09%
李起富	127,800,000	47.21%	47.21%	95,850,000	35.41%	10.41%	71,887,500	26.55%	1.55%
金桂云	34,200,000	12.63%	12.63%	25,650,000	9.47%	9.47%	19,237,500	7.11%	7.11%
邵学军	18,000,000	6.65%	6.65%	13,500,000	4.99%	4.99%	10,125,000	3.74%	3.74%
上市公司 其他股东	90,720,000	33.51%	33.51%	90,720,000	33.51%	33.51%	90,720,000	33.51%	33.51%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 6：公司股权结构图(截至 2023 年 10 月 24 日)


资料来源：天眼查，公司公告，同花顺 ifind，国元证券研究所绘制

1.2 穿越行业波动周期，盈利能力稳步增强

营收端：公司从 2014 至 2022 年期间共经历两轮业绩上行周期以及一轮业绩下行周期，期间营收规模从 2.97 亿元大幅增长至 9.36 亿元：

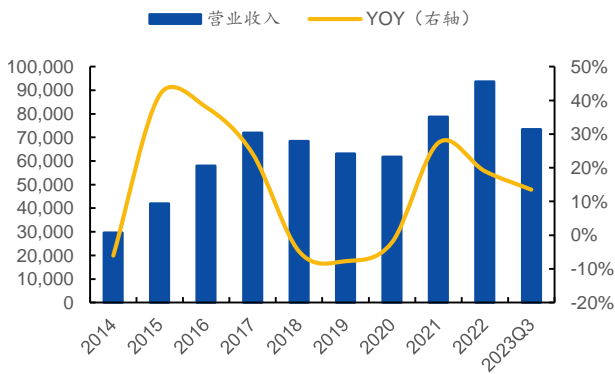
第一轮上行周期(2014-2017 年)：期间我国汽车总销量快速增长，带动上游汽车密封条行业跟随增长。同时，公司在客户拓展方面取得显著成就，成功开拓合资汽车整车市场，有效提升客户资源的质量与广度。三年间公司营业收入从 2.97 亿元迅速攀升至 7.19 亿元，三年 CAGR 达 34.4%；

第一轮下行周期(2018-2020 年)：期间由于我国汽车销量连续三年出现下滑，分别录得-2.8%、-8.2%和-1.8%的同比增速，公司橡胶密封件产销量表现遭到拖累；因此，三年间公司营业收入呈现轻微下行趋势；

第二轮上行周期(2021-2023 年)：期间我国新能源汽车迎来爆发式增长，推动汽车总销量持续向上。同时公司抓住新能源化机遇，成功研发出无边框车门密封条等高价值产品，并完成智能化生产转型。此外，公司积极拓展头部自主车企，逐步成为吉利、奇瑞、长安等头部自主企业核心供应商，充分享受头部自主近年销量高速增长带来的业绩红利。至 2022 年，公司营收已达 9.36 亿元，同比增长 19.0%。

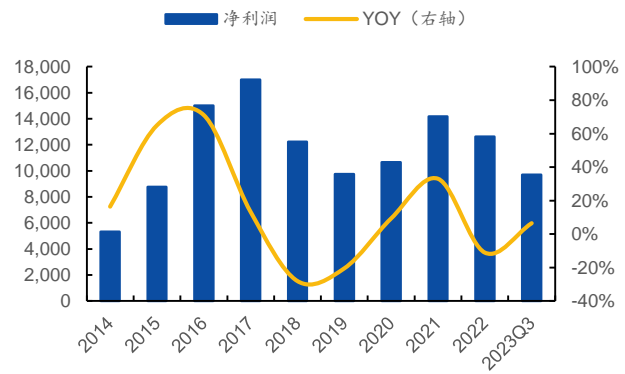
利润端：公司成本控制优势突出，在行业内一直处于较高的毛利率水平。整体而言公司 2021 年及之前时间段的净利润跟随营业收入变动而稳步波动，从 2021 年下半年以来，受原材料、能源价格上涨影响，公司毛利率显著下降；伴随原材料价格的逐步企稳，公司盈利水平有望实现探底回升。

图 7：公司 2014 至 2023 年前三季度营业收入及增速（单位：百万元）



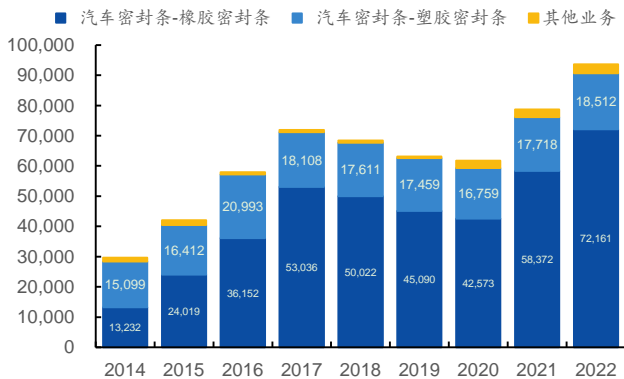
资料来源：同花顺 I find, 国元证券研究所

图 8：公司 2018 至 2023 年前三季度净利润及增速（单位：百万元）



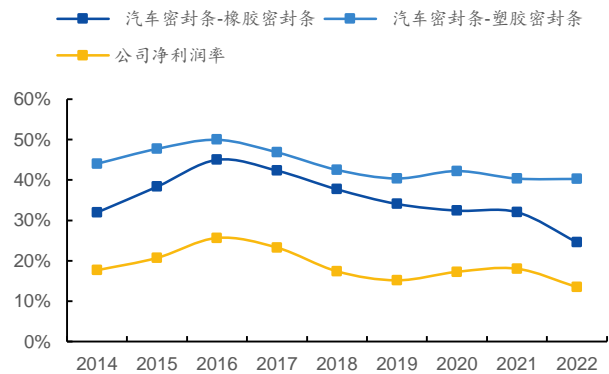
资料来源：同花顺 I find, 国元证券研究所

图 9：公司主营业成本构成情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

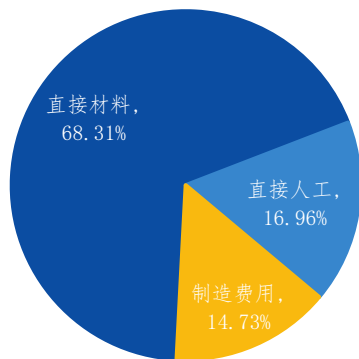
图 10：公司主营业务毛利率与净利率情况



资料来源：同花顺 I find，国家统计局，国元证券研究所

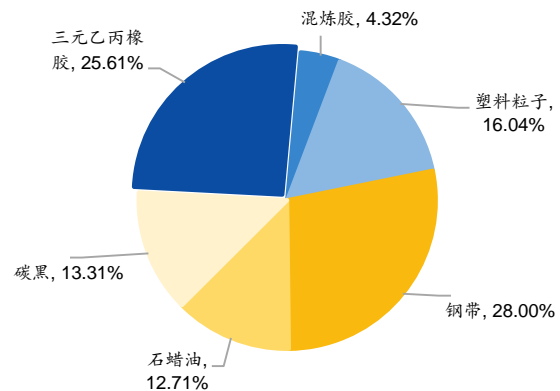
公司近年来毛利率下滑主要受到原材料价格影响。公司主营业务成本构成中，以直接材料费为主，占将近七成比例。直接材料中，三元乙丙橡胶、塑料粒子等原材料占比较大。尽管公司通过考核降低损耗、材料的配比优化、期货采购等综合手段进行调整，实现部分淡化原材料成本上涨的影响，但由于原材料在 2020 至 2021 年期间出现了剧烈上涨，使得公司成本传导机制难以及时跟上原材料价格的变化，而公司于 2020、2021 上半年原油、原材料高位获得的订单只能于 2022 量产年进行交付，因此毛利出现显著下降。目前原材料价格均已从高位回落，我们预计随着原材料价格下行周期到来，同时伴随公司更多高毛利产品的放量，公司毛利率有望在未来几年实现持续改善。

图 11：公司招股书披露主营业务成本构成情况



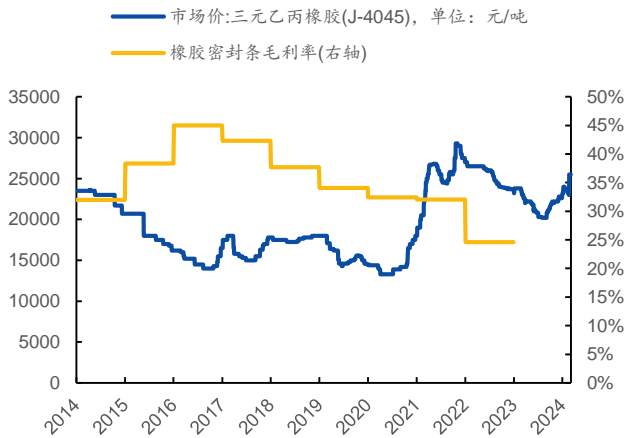
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 12：公司招股书披露直接材料成本占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 13: 三元乙丙价格和橡胶密封条毛利率变化关系



资料来源: 同花顺 Ifind, 公司公告, 国元证券研究所

图 14: PVC 价格和塑胶密封条毛利率变化关系



资料来源: 同花顺 Ifind, 公司公告, 国元证券研究所

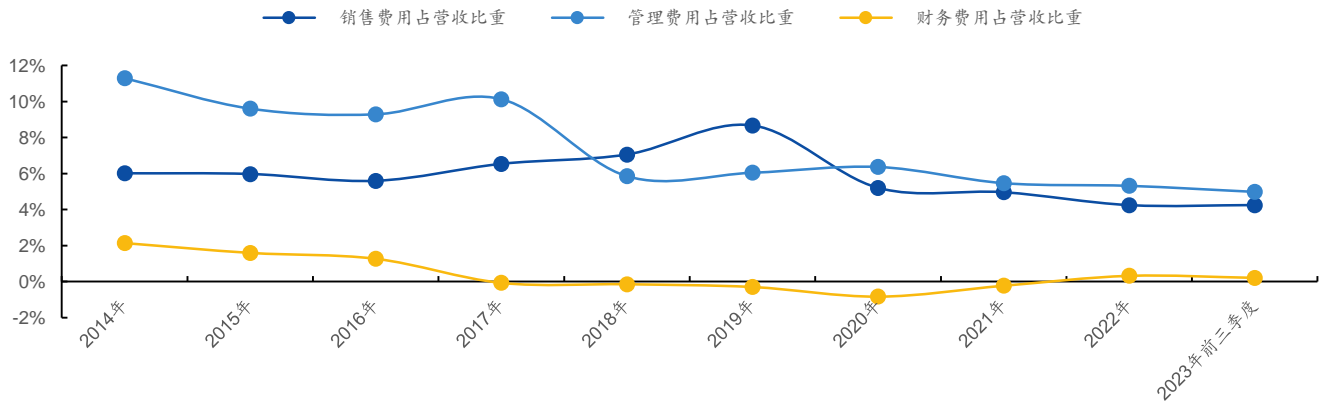
公司三费占营收比重整体呈逐步下降趋势:

销售费用端: 2017 至 2019 年, 公司销售费用占比略有上升, 主要是因为营业总收入的下降。在新准则实施前, 由于公司产品销往全国多个省份和地区, 且全部从浙江省仙居县发出, 主要依赖汽车运输, 运输成本较高, 其中运输费用占销售费用的比例超过 50%。从 2020 年开始, 运费被重新分类至主营业务成本, 使得公司当年销售费用同比减少 42%, 同时在 2020 年后, 随着公司营业收入的快速增长, 规模效应逐步显现, 销售费用呈现持续下降趋势;

管理费用端: 公司前期管理费用占比相对高于行业平均水平, 主要有四方面原因: 1、公司前期营业收入金额较低, 规模效应尚未完全体现; 2、公司高度重视研发投入, 管理费用科目中研发费用占比较高; 3、2014 年后, 公司新厂区投产后, 管理人员的数量增长, 且增长速率先行于销售端; 4、公司在上市进程中支付给券商、律师、会计师、评估师、环评机构等中介机构的支出较大。2017 年后, 伴随公司主营业务收入增加, 规模效应逐步体现, 管理费用占营业收入的比例呈现逐年下降态势;

财务费用端: 公司财务费用主要包括利息支出和贴现支出, 与公司借款和应收票据贴现直接相关。得益于公司良好的现金流状况, 借款数量一直较少, 财务费用占比也相应较低。

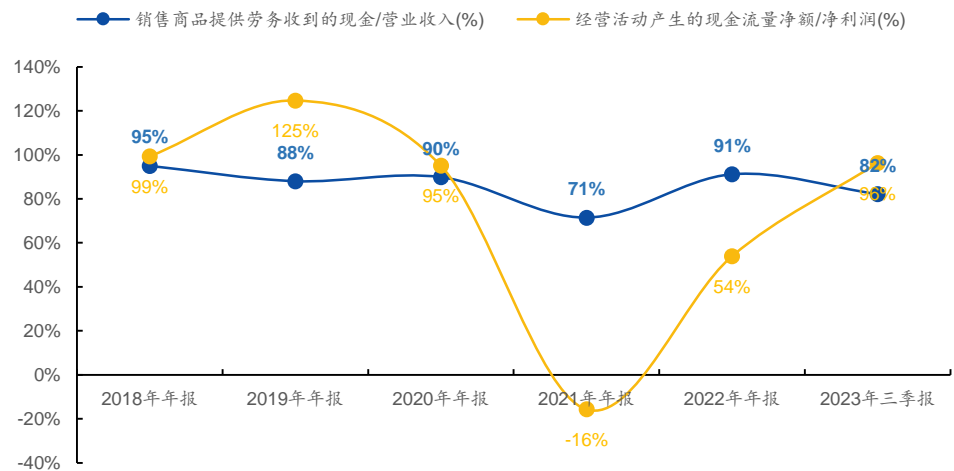
图 15: 公司 2014 至 2023 年前三季度三费占营收比重



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所绘制

公司现金流状况稳健, 盈利质量优异。在过去的五年中, 公司营业收入端现金流占比相对稳健, 现金销售比率基本保持在 90%左右水平。净利润端, 公司现金净利润比率除 2021 年与 2022 年外基本保持在 100%左右水平, 盈利质量优异。2021 年现金净利润比率显著降低的原因系公司于 2021 年进行了大量票据贴现, 导致应列示在“销售商品、提供劳务收到的现金”的期末前到期应收票据, 在“取得借款收到的现金”列示所致。整体来看, 公司常年具备稳健的现金流和优秀的经营能力, 不仅表明公司在供应链中具有相对较强话语权和竞争力, 也意味着公司能够通过其稳健的现金流, 有效维持公司的经营活动和资本开支, 稳步提升其在汽车密封条领域的竞争力。

图 16: 公司 2018 至 2023 年前三季度现金净利润比率与现金销售比率情况



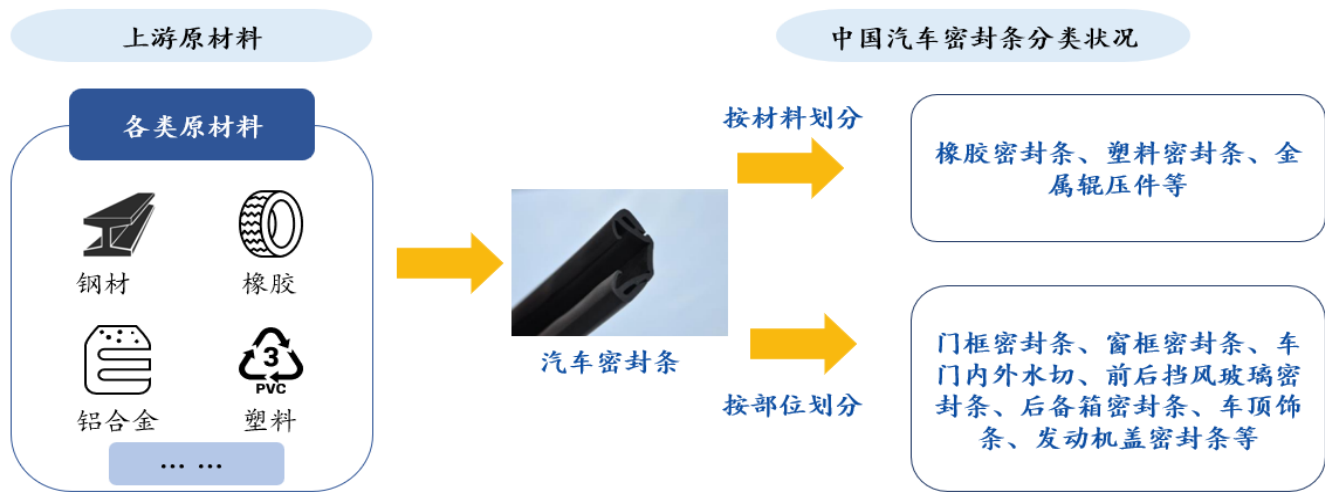
资料来源: 同花顺 IFind, 国元证券研究所绘制

2. 公司是我国汽车密封条高端化的行业领导者

2.1 新能源浪潮带动汽车密封条高端化，国产替代趋势显著

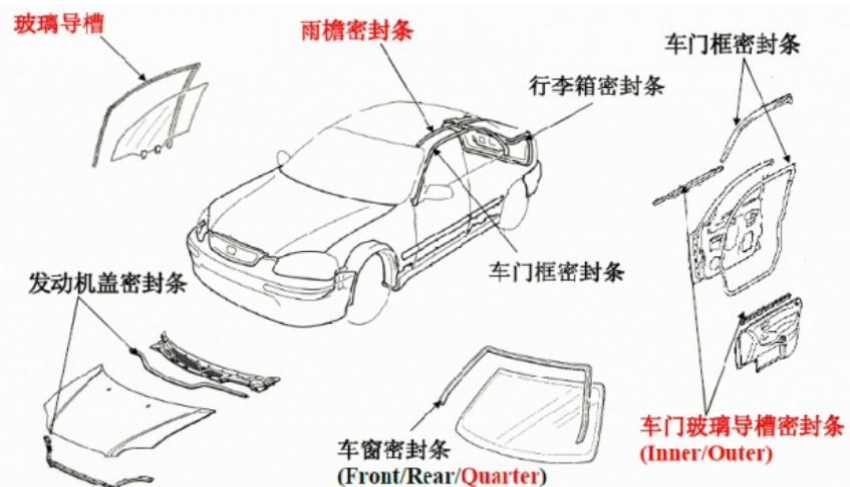
汽车密封条是汽车的重要零部件之一，具备车身密封、隔音、防尘、装饰等多种功能。汽车密封条是密封系统的重要组成部分，也是衡量汽车整车质量的关键因素。密封条主要用于车门、车窗、天窗、发动机箱和后备厢等部位，具有密封、隔音、防尘、防水、减震和装饰等多种功能，能够有效提升车内的舒适性和安全性，保护车体和车内部件。随着汽车工业的发展，密封条的美观性、环保性和舒适性日益受到重视。汽车密封条的种类繁多，按照使用部位可分为车门框、窗框、导槽、发动机盖等不同类型，按照材料可分为橡胶（EPDM）、塑胶（PVC）和金属等不同类别。

图 17：汽车密封条行业分类及上游情况



资料来源：华经产业研究院，浙江仙通公告，国元证券研究所绘制

图 18：常见的汽车密封条图示






资料来源：东晟密封官方网站，国元证券研究所绘制

车门导槽密封条主要分为日式导槽密封条、欧式导槽密封条以及无边框车门密封条：

- 1) 日式导槽密封条以用料省、工序少（约 10+道）为特点，单车价值约 200-400 元；
- 2) 欧式导槽密封条原先则主要用于豪华车，相比日韩式密封条，具有更好的降噪效果和关门质感，但是生产难度大，人工投入多、工序多（约 20+道），因此成本高，单车价值约 600-800 元。随着消费者对品质和外观的要求提高，汽车厂商为增强竞争力，逐步将欧式密封条应用于更多车型。目前欧式导槽从豪华车扩展到 10 万元普通车市场，渗透率呈上升趋势。据搜狐汽车不完全统计，国内大部分厂商的欧式密封条渗透率超过 50%；
- 3) 无边框车门密封条最早一般用于跑车和高级轿车。由于消费者对汽车外观更加挑剔，各大车厂纷纷推出无边框门车型。无边框车门的设计要求密封条能够将玻璃直接嵌入其中，不能依赖边框支撑，而且截切面的偏差会导致卡槽空隙增加，容易出现漏雨噪音问题。因此无边框密封条需要更高的技术水平，对截切面有严格的标准，以保证密封性、隔音性和防水性，开发和制造难度都较高。单车价值一般超过 1000 元。

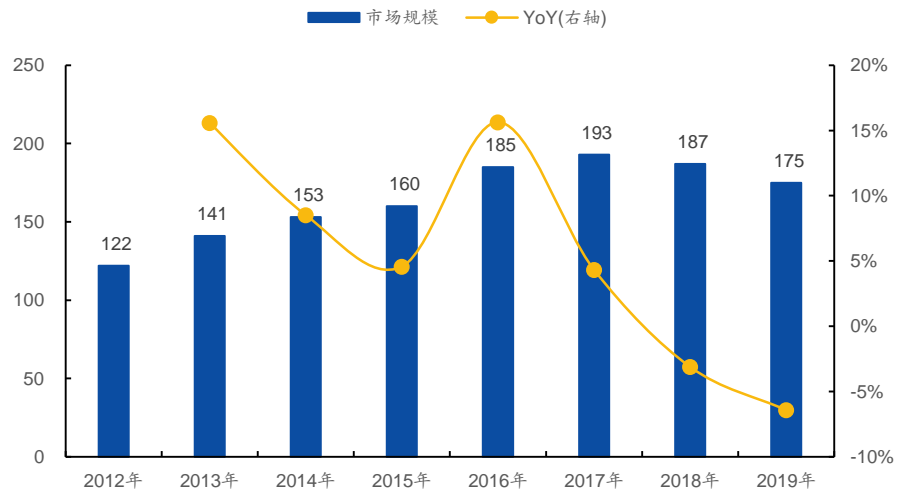
表 2：三类车门密封条单车价值量及优点

车门密封条分类	日式导槽密封条	欧式导槽密封条	无边框密封条
单车价值量	200-400 元	600-800 元	超 1000 元
优点	用料少、生产工序少	降噪效果更好、关门质感更强	造型设计感强，降低风阻，早期一般应用于跑车及高级轿车
图示			

资料来源：公司官网，立鼎产业研究网，国元证券研究所

我们预计至 2025 年国内乘用车密封条市场规模约 188.3 亿元，23-26 年 CAGR 为 4.5%。市场规模方面，根据华经产业研究院数据，我国汽车密封条行业市场规模从 2012 年的 122 亿元人民币上升至 2019 年的 175 亿元。至 2022 年，根据浙江仙通披露数据，我国密封系统全行业销售额约为 166-170 亿元。展望 2023 年至 2026 年，我们作出以下假设：（1）2024-2026 年国内乘用车销量分别为 2723.3/2805.0/2889.1 万辆，（2）根据统计，2020-2022 年日式、欧式、无边框密封条占比分别为 40%/37%/35%、48%/49%/49%、12%/14%/16%，预计 2023-2026 年占比分别为 30%/25%/20%/15%、52%/55%/57%/58%、18%/20%/23%/27%，（2）日式导槽密封条单车价值每年下降 2%，由于处于扩张期，欧式导槽密封条单车价值每年下降 3%，无边框车门密封条单车价值每年下降 4%。测算得预计至 2025 年国内乘用车密封条市场规模约 188.3 亿元，23-26 年 CAGR 为 4.5%。

图 19: 2012 至 2019 年我国汽车密封条行业市场规模(单位: 亿元)



资料来源: 华经情报网, 国元证券研究所绘制

表 3: 我国 2023 年至 2026 年车用密封条市场规模预测

	2023E	2024E	2025E	2026E
国内乘用车销量(万辆)	2606.0	2723.3	2805.0	2889.1
日式导槽密封条占比	30%	25%	20%	15%
日式导槽密封条 ASP(元)	300.0	294.0	288.1	282.4
欧式导槽密封条占比	52%	55%	57%	58%
欧式导槽密封条 ASP(元)	700.0	679.0	658.6	638.9
无边框车门密封条占比	18%	20%	23%	27%
无边框车门密封条 ASP(元)	1000.0	960.0	921.6	884.7
车用密封条市场规模(亿元)	165.2	174.0	180.9	188.3

资料来源: 乘联会, 中汽协, 立鼎产业研究网, 国元证券研究所测算

目前我国密封系统行业竞争格局相对分散, 中资供应商替代合资成确定趋势。根据浙江仙通披露数据, 2022 年, 汽车密封条市场由 31 家公司占据 95% 的份额, 其中外资和合资企业 13 家, 中资企业 18 家, 市场集中度较低。汽车密封条具有定制化属性, 每款新车型都需单独开发模具。外资车型引入国内时, 一般沿用原有的供应链, 导致外资密封条企业占据大部分市场份额。近年来, 国内自主品牌崛起, 外资车厂面临成本压力, 中资密封条企业在成本控制方面具有优势, 叠加中资企业在响应速度与服务方面等多方面优势, 密封系统行业国产替代空间广阔, 部分合资车厂也开始采购中资密封条, 逐步打破了行业早期的客户认证壁垒及供求双方集中度相对较高形成的准入壁垒。

表 4：我国汽车密封条行业主要供应商梳理

企业类型	公司名称	简介	主要产品	主要客户
外资或 合资企 业	上海申雅密封有限公司	公司于 1995 年 1 月成立，全球最大的汽车车身密封系统制造商 Cooper-Standard holding INC. 持有该公司 47.5% 股权	车门门框密封条、车门头道密封条、车窗导槽密封条、行李箱密封条等	上海汽车、上海大众、上海通用、广汽本田、长安福特等
	北京万源瀚德汽车密封系统有限公司	成立于 1996 年，国际著名汽车密封条和减震器生产企业 Henniges Automotive 投资 60% 股权，中国运载火箭技术研究院投资 40% 股权，下设 7 家生产工厂及 13 个研究所	汽车密封条和减震器	一汽大众奥迪、捷达、宝来、一汽红旗、上海通用别克、上海大众的波罗、东风神龙富康、雷弗兰开拓者、北京吉普切诺基、南汽依维柯等
	鬼怒川橡塑（广州）有限公司	日本鬼怒川橡胶株式会社设立的外商投资企业，于 2006 年 11 月成立，注册资金为 556 万美元	车门密封条、玻璃导槽、车门头道、车窗侧条、挡风玻璃密封条、发动机胶垫等	日资汽车制造商
	上海西川密封件有限公司	西川橡胶工业株式会社（日本车用密封条领域市场占有率第一）100% 控股的子公司，2002 年 12 月成立于上海，总投资 2100 万美元，工厂面积 4 万平方	汽车的车窗、车门、车身的密封胶条	丰田、本田、日产、马自达等
	天津星光橡塑有限公司	TOWOTACOSEI 公司设立的独资企业，成立于 1994 年 1 月，投资总额为 911 万美元	主要生产机动车用、工业用橡胶、橡胶制品及相关的模具和设备	一汽夏利、一汽丰田、广州本田、郑州日产、北京福田、沈阳华晨等
	和承汽车配件（太仓）有限公司	公司成立于 2002 年 1 月，由韩国和承集团投资，投资总额为 4000 万美元，占地面积 3 万平方米	汽车用密封条及油压管	现代、悦达起亚及通用等汽车公司
	本土企 业	浙江仙通橡塑股份有限公司	浙江仙通成立于 1994 年，经过二十余年专注发展，公司已成功成为中国本土汽车密封条行业第一梯队的成员	主要生产汽车密封条产品，除此以外，公司还生产金属轮压件等其他汽车配件
重庆嘉轩汽车密封件有限公司		年总设计生产各类汽车密封条 3500 万米。拥有从德国、意大利等国家和地区引进的先进汽车密封条生产线以及生产技术，具备与整车厂同步研发密封条产品的能力	汽车密封件及相关橡塑制品	
建新赵氏集团有限公司		公司的前身为宁海县建新橡胶厂，创建于 1984 年，1999 年改制为有限责任公司，2004 年被评为国家重点高新技术企业	汽车橡胶减震与密封系列产品，其中轿车整体车窗密封条项目列入第二批国家重点技术改造“双高一优”	一汽大众、上海大众、上海通用、神龙富康、上海奇瑞、哈飞等，产品出口美国

资料来源：各公司公告，观研天下，国元证券研究所

无框车门早期只应用于跑车及高档轿车，新能源变革下无框车门配置快速向 20 万元以下车型普及。无边框车门造型设计感强，但其橡胶密封件需承担窗户和车门的双重密封责任。要达到同等的密封效果，无边框车门对于制造工艺水平要求较高，涉及铰链精度、门板模具精度、车门刚度、密封件的柔韧性和抗压缩性、橡胶加工精度、抗老化耐久性、玻璃厚度、尺寸公差、边缘加工质量、升降器精度和功率、水切精度等多个方面。相应地，无边框车门的造价也较高，早期一般只用于跑车和高档轿车。目前，新能源汽车行业竞争激烈，倒逼车企加速研发并下放高端技术和配置，同时伴随着消费者对汽车外观要求的提高，无边框车门迅速向 20 万以下车型渗透。此外，除设计感强这一优点以外，无框车门还能有效降低风阻系数，提升续航，同时减少驾驶视野遮挡。

图 20：零跑 C11 无框车门造型



资料来源：爱卡汽车网, 国元证券研究所

图 21：名爵 MG7 无框车门造型



资料来源：汽车之家, 国元证券研究所

表 5：我国 20 万以下应用无边框车门车型部分梳理

主要车企	无边框型号	价格区间(单位: 万元)	上市时间
上汽大众	凌渡 L	14.39-19.09	2023.9
上汽集团	MG7	11.98-16.98	2023.3
smart	smart 精灵#1	17.90-28.49	2024.1
上汽通用五菱	宏光 MINI 敞篷版	9.99	2022.9
零跑	C01	14.58-20.88	2023.3
	C11	14.98-20.98	2023.9
	S01	13.09-15.09	2021.2
极氪	极氪 X	18.98-22.98	2024.1
	深蓝 SL03	14.59-69.99	2023.8
长安	深蓝 S7	14.99-21.79	2023.6
	启源 A07	15.59-17.99	2023.9
长城	欧拉闪电猫	18.98-27.28	2023.1
合众	哪吒 GT	17.88-22.68	2023.4
	哪吒 S	15.98-22.98	2024.1

主要车企	无边框型号	价格区间(单位: 万元)	上市时间
北京越野	北京 BJ40	15.98-27.29	2023.11
MINI	MINI	19.98-37.88	2022.6
星途	星纪元 ES	19.88-33.98	2023.1
东风	纳米 01	7.48-10.48	2024.1
吉利	银河 E8	17.58-22.88	2024.1
飞凡	飞凡 R7	18.99-38.99	2023.11
	飞凡 F7	18.99-30.99	2023.11
比亚迪	宋 L	18.98-24.98	2023.12

资料来源：汽车之家，国元证券研究所

注：价格区间查询时间为 2024 年 3 月 1 日

2.2 公司密封条产品有望保持量价齐升趋势，三年内总产值可达 25 亿元

公司橡胶密封条业务板块从 2014 至 2022 年期间共经历两轮业绩上行周期以及一轮业绩下行周期，期间橡胶密封条营收规模从 1.32 亿元大幅增长至 7.22 亿元：

第一轮上行周期(2014-2017 年)：我国汽车总销量快速增长+公司积极开拓合资客户+欧式导槽突破：

行业端：我国汽车总销量从 2014 年的 2349 万辆迅速上升至 2017 年的 2888 万辆，达到短周期峰值，并且带动上游汽车密封条行业跟随增长；**客户拓展方面：**公司在期间成功开拓合资汽车整车市场，并且成为了上海通用、上汽通用五菱的一级供应商，以及丰田、本田、日产、奔驰、现代起亚等品牌的二级供应商，有效提升客户资源的质量与广度；**价格端：**公司在期间实现了欧式导槽的技术开发和量产，成功突破原先由外资密封条生产企业控制的技术壁垒，并有效提升产品工艺水平与性价比。欧式导槽密封条逐渐成为公司的拳头产品，带动销售单价提升至 7.6 元/米；

第一轮下行周期(2018-2020 年)：受到我国汽车行业总量连续下滑影响+价格端主机厂传导降本：

行业端：我国汽车销量在 2018-2020 年期间连续下降，2018 至 2020 年总销量分别为 2808/2577/2531 万辆，YoY-2.8%/-8.2%/-1.8%。由于汽车总量连续下降，公司橡胶密封件产销量表现遭到拖累；**价格端：**受汽车行业总体下滑影响，行业竞争加剧，主机厂将降本压力向上游汽车零部件企业传递，公司销售单价承压；

第二轮上行周期(2021-2023 年)：新能源爆发带来总量回暖+公司深度合作领先自主+无边框车门密封条突破：

行业端：期间我国新能源汽车迎来爆发式增长，带动汽车总销量持续向上，根据中汽协数据，我国汽车总销量于 2023 年正式超越 3000 万辆，2020 至 2023 年 CAGR 达 5.94%；**客户拓展方面：**公司抓住新能源化机遇，积极拓展头部自主车企，至 2023 年末已成为吉利、奇瑞、长安等头部自主企业核心供应商，充分享受了头部自主近年销量高速增长带来的业绩红利；**价格端：**公司以新能源汽车配置高端化为突破口，期间

获得无边框密封条、欧式导槽等多个重要项目定点，销售单价逐年快速提升，2022年，公司橡胶密封单价已达8.3元/米，较2021年同比提升7.3%。

表 6：公司 2016 至 2022 年橡胶密封条产销量及单价情况梳理

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
橡胶密封条产量(单位: 万米)	5,205.1	7,125.3	6,729.3	6,452.3	5,680.4	8,006.7	8,700.5
产量同比变化	29.8%	36.9%	-5.6%	-4.1%	-12.0%	41.0%	8.7%
橡胶密封条销量(单位: 万米)	4,872.4	6,934.4	7,001.7	6,174.0	5,732.3	7,594.2	8,749.2
销量同比变化	34.2%	42.3%	1.0%	-11.8%	-7.2%	32.5%	15.2%
橡胶密封条销售单价(元/米)	7.4	7.6	7.1	7.3	7.4	7.7	8.3
单价同比变化	12.4%	2.9%	-6.6%	2.3%	7%	3.5%	7.3%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司持续加大产能投入，三年内公司总产能可达25亿元水平。公司自2011年成立后，陆续建成了“年产2500万米汽车密封条生产线建设项目”和“年产2000万米PVC汽车密封条产品结构调整升级技改项目”，并逐步制定了完善的规章制度和治理结构，引进了相关管理、技术和生产等人员，为公司的成功上市奠定了坚实的基础。

公司于2017年成功上市后，高效运用IPO募集资金，仅投资1.00亿元实现“年产2300万米橡胶汽车密封件扩产项目”的顺利建成。根据公司的测算，若将募投项目运营期以10年计算，项目在10年内能够实现24.67亿元的产值和3.99亿元的利润总额，投资回收期仅为2.5年，投资收益率高达29.9%。该项目已于2018年10月达到预定可使用状态，为公司的业绩增长提供了强劲的动力。同时，公司通过加强费用控制，优化原设计方案，有效节约项目建设费用，并将剩余资金8038.62万元补充流动资金，用于生产经营，提高了公司的资金利用效率。

目前，公司利用自有资金，继续推进橡胶密封件产能建设，截至2023年6月30日，根据公司披露报告，公司目前在建项目包括了“年产6000万米橡胶密封件扩产项目”“年产8000万米高端生产线及模具制作项目”及“2.5万吨EPDM混炼胶零地技改项目”等。上述项目建成后将进一步提升公司的产品质量、生产效率和市场占有率，增强公司的核心竞争力。根据公司披露数据，截至2023年11月3日，公司目前现有产能已达到18亿米，预计三年内公司产能可达到25亿米。此外，公司正向当地政府申请公司现生产基地北面约88亩的土地，并将建设包括“物流中心”、“模具中心扩容建设”，以及“年产超100万台的无边框密封条产能”等项目。

表 7：公司 IPO 募集资金投资项目基本情况

项目名称	募集资金承诺投资总额(单位：百万元)	调整后投资总额(单位：百万元)	项目达到预定可使用状态日期	是否达到预计效益	备注
年产 2300 万米橡胶汽车密封件扩产项目	175.01	100.33	2018 年 10 月	是	公司加强费用控制，优化原设计方案，节约项目建设费用，因此公司将剩余资金 8038.62 万元永久补充流动资金，用于生产经营；
年产 1300 万米汽车塑胶密封件扩产项目	70.28	17.07	2017 年 3 月	是	由于在全车密封条中，塑胶类产品占比有减少的趋势，因此公司将剩余资金 5320.8 万元永久补充流动资金，用于生产经营；
汽车密封条研发中心建设项目	22.91	14.17	2019 年 12 月	是	/
补充流动资金	178.19	323.20	/	/	
合计	446.39	454.77			总投资额差异来自于募集资金利息收入及投资收益

资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 8：公司截至 2023 年 6 月 30 日重要自建工程项目情况

	2023 年期初余额(单位：百万元)	2023 年半年度期末余额	资金来源
年产 6000 万米橡胶密封件扩产项目	24.51	21.92	自有资金
年产 8000 万米高端生产线及模具制作	19.92	25.59	自有资金
2.5 万吨 EPDM 混炼胶零地技改项目	10.21	13.17	自有资金

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3. 公司核心竞争力：成本端与高端产品研发优势显著

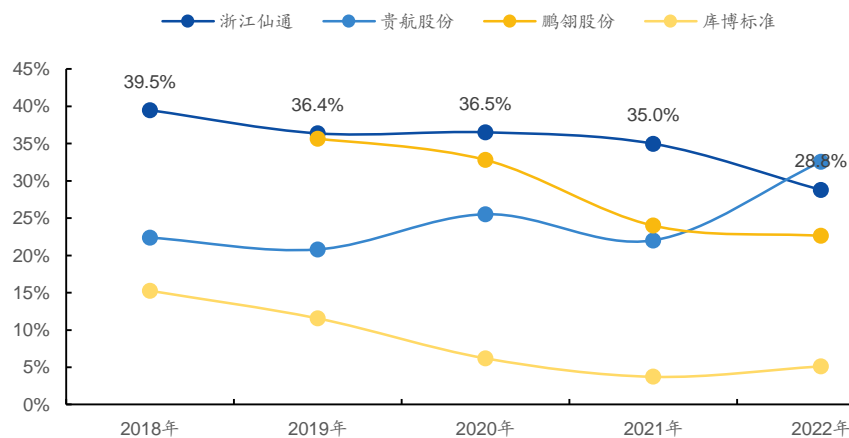
五箭齐发构筑成本端核心优势。汽车整车厂商在采购零部件时，价格是重要的考量因素。在汽车行业竞争激烈的背景下，控制零部件采购成本是整车厂商提升竞争力的关键手段之一。与其他关键零部件相比，汽车密封条产品的同质化程度较高，导致整车厂商对价格更加敏感。因此，本土汽车零部件企业要保持竞争力，就必须在保证产品质量的前提下，尽可能地控制成本。公司在成本控制方面相比较于库博标准、瀚德中国、鹏翎股份、贵航股份等合资与国内领先供应商均具有较为突出的优势，产品毛利率与净利率均处于较高的水平，主要原因为：

1、**人工成本较低：**公司主要工厂位于浙江省台州市仙居县，人工成本较低。而主要

竞争对手的工厂大多位于贵阳、上海、天津、宁波等经济发达地区或省会城市，与公司相比所需支出的各项人工成本费用均较高；

- 2、**一体化垂直整合上游产业链：**公司的工装模具的自制率达到90%以上，与委外订制加工方式相比，自制工装模具有效地节省了设备开支，从而控制制造费用，节省成本；
- 3、**科学组织生产，提高效率：**公司推行岛区化生产模式，并科学配置设备、工装及辅助性工位器具，平衡各工序的节拍，实现线性小单位流转，减少物流和等待的浪费、过程积压的浪费，并有效控制不良品的批量产生。同时，公司采取推式与拉式相结合的弹性生产模式，生产计划灵活机动，有效提升生产效率；
- 4、**优化采购流程，降低采购成本：**公司通过改进配方等方式，对原材料品种进行整合，减少了原材料的规格数量。在供应商选择方面，公司降低了每种原材料的供应商家数，以两家供应商为主，发挥采购的规模化效应，增强谈判能力。另外，公司根据性能指标对每种原材料的重要性程度区别赋权，通过综合计算的方式，选择最具性价比的供应商进行采购，有效降低公司的综合采购成本；
- 5、**考核机制绑定产品质量：**通过严格的考核制度和激励机制，将一线员工的绩效薪酬与生产过程中的废品率挂钩，从而提高合格率，减少因废品而导致的浪费；

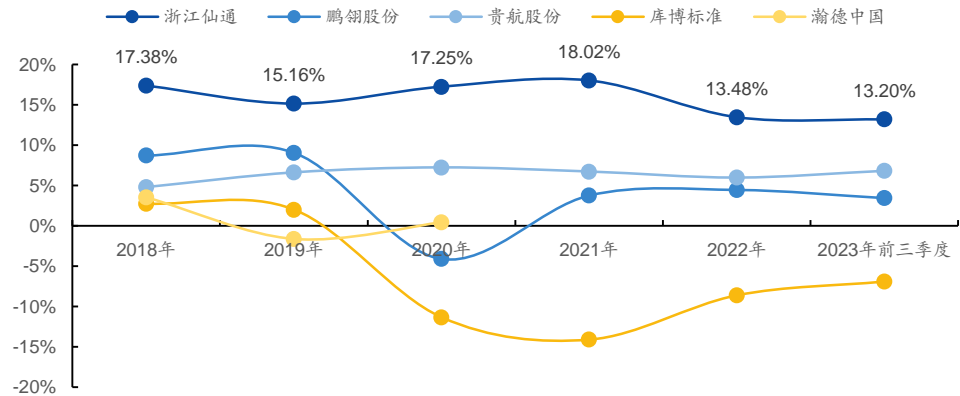
图 22：各公司 2018 至 2022 年度相关业务毛利率情况



资料来源：同花顺 IFIND, 各公司公告, 国元证券研究所

注：贵航股份选取汽车密封条业务，鹏翎股份选取 EPDM 及汽车密封部件及总成业务，库博标准为全球各分布及各业务条线合并数据

图 23：各公司 2018 至 2023 年前三季度销售净利率情况



资料来源：同花顺 IFIND, 各公司公告, 国元证券研究所

注：库博标准为全球各分布及各业务条线合并数据

公司重视研发投入，无边框车门密封条打破合资供应商垄断。公司凭借多年的研发投入，形成了较强的技术优势，目前已拥有 30 项与核心技术相关的专利权，其中发明专利 8 项，实用新型专利 22 项。在胶料配方领域，公司的高硬度橡胶、低密度海绵生产技术已达到国内领先水平；在高端产品开发方面，公司连续成功开发欧式导槽密封条、汽车天窗密封条、无边框汽车密封条等高端产品，其中，公司的无边框密封条产品自 2020 年实现成功研发后，成功打破少数外资企业的垄断，成为国内首家能够提供无边框密封条的内资企业，目前公司已陆续获得极氪、通用、奇瑞、大众、北汽等多款无边框密封条定点。伴随公司无边框车型定点的陆续量产，无边框车门营收占比有望持续提升，有望成为公司未来重要增量部分。

表 9：公司截至 2023 年 6 月 30 日无边框车门密封条定点项目梳理

车型	进度
吉利极氪 001	已量产
吉利极氪 007	已量产
奇瑞智界 S7	已量产
奇瑞智界 EHY	开发中
北汽华为车型	开发中
上汽通用 NDSC	开发中
大众	开发中

资料来源：上证路演中心, 公司公告, 国元证券研究所

4. 投资建议

结合未来几年新能源汽车快速发展态势，同时我们预计伴随公司在建产能的逐步落地，公司市场占有率持续提升，预计公司 2023-2025 年收入分别为 10.65/13.34/18.05 亿元，同比增长 13.8%/25.1%/35.3%，其中：

(1) 橡胶密封条业务：销售量端：公司抓住新能源化机遇，积极拓展头部自主车企，至 2023 年末已成为吉利、奇瑞、长安等头部自主企业核心供应商，充分享受了头部自主近年销量高速增长带来的业绩红利，预计公司 2023-2025 年橡胶密封条业务销量达 9,711.6/11,848.2/15,047.2 万米，对应增速分别为 11.0%/22.0%/27.0%；**销售单价端：**公司橡胶密封单价已达 8.3 元/米，较 2021 年同比提升 7.3%。伴随公司无边框密封条、欧式导槽等多个重要定点项目的逐步量产，高价值产品占比持续提升，我们预计公司 2023-2025 年橡胶密封条业务销量单价将上升至 8.5/8.9/9.9 元/米。因此对应公司 2023-2025 年橡胶密封条业务合计营收分别为 8.26/10.57/14.91 亿元，对应增速分别为 14.3%/28.1%/41.0%；

(2) 塑胶密封条业务：与橡胶密封条相比，塑胶产品由于在耐低温，及耐老化性能方面处于劣势，目前部分欧美系车型的门窗胶条已不再采用塑胶胶条而是全部采用橡胶胶条。因此在全车密封条中，塑胶类产品占比有减少的趋势。但同时考虑到受国产替代大趋势影响，公司有望继续实现市占率的持续提升，因此我们预计公司塑胶密封条业务销售量以 10%速度保持温和增长。营业收入端，公司 2023-2025 年塑胶密封条业务合计营收分别为 2.10/2.44/2.81 亿元，对应增速分别为 13.3%/16.5%/14.9%；

毛利率端：目前原材料价格均已从高位回落，我们预计随着原材料价格下行周期到来，同时伴随公司更多高毛利产品的放量，公司毛利率有望在未来几年实现持续改善，公司 2023-2025 年预计毛利率为 29.5%/31.0%/33.0%；

综合考虑公司发展情况，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.49/2.05/3.14 亿元，同比增长 17.67%/38.35%/52.70%，对应 PE27.51x/19.89x/13.02x。

表 10：公司营收拆分及预测

		2022	2023E	2024E	2025E
橡胶密封条	销售量(万米)	8,749.2	9,711.6	11,848.2	15,047.2
	yoy	15.2%	11.0%	22.0%	27.0%
	销售单价(元/米)	8.3	8.5	8.9	9.9
	yoy	7.3%	3.0%	5.0%	11.0%
	营业收入(百万元)	722.0	825.5	1,057.4	1,490.7
	yoy	23.6%	14.3%	28.1%	41.0%
塑胶密封条	销售量(万米)	1612	1,773.3	1,950.6	2,145.6
	yoy	-1.24%	10%	10%	10%
	销售单价(元/米)	11.48	11.8	12.5	13.1
	yoy	5.8%	3.0%	5.9%	4.4%
	营业收入(百万元)	185.12	209.7	244.3	280.7
	yoy	5.6%	13.3%	16.5%	14.9%
其他	营业收入(百万元)	29.71	31.2	32.8	34.4
	yoy	13.1%	5.0%	5.0%	5.0%
合计营收		937	1,066	1,334	1,806
yoy		19.0%	13.8%	25.1%	35.3%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 11：公司盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	787.19	936.44	1065.99	1333.95	1805.00
收入同比(%)	27.40	18.96	13.83	25.14	35.31
归母净利润(百万元)	141.83	126.20	148.50	205.44	313.70
归母净利润同比(%)	33.10	-11.02	17.67	38.35	52.70
ROE(%)	13.97	12.55	13.91	17.46	23.12
每股收益(元)	0.52	0.47	0.55	0.76	1.16
市盈率(P/E)	28.80	32.37	27.51	19.89	13.02

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

公司属于新能源车饰件细分领域领先企业，受益行业规模的快速放量，呈现成长属性，除具备行业特征外，也具有工艺技术与研发能力领先、盈利水平优异及产品结构完整性等诸多优势。我们使用可比公司法对公司进行估值。

考虑到公司目前在汽车内饰件中的细分行业具备行业领先地位，我们分别选取新能源车内饰件中细分行业领先公司拓普集团、新泉股份、岱美股份作为可比公司，三家公司 2024 年一致性预期 PE 平均值 20.23x。同时考虑到上述三家公司再融资导致潜在的股本稀释影响，我们认为公司相比三家可比上市公司 2024 年一致性预期 PE 平均值应享受 15%估值溢价，对应市值 47.79 亿元，较当前市值增幅空间 17.0%。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 12：可比公司估值(单位：百万元)

代码	名称	市值	归母净利润				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
601689.SH	拓普集团	72859.54	1700.13	2199.12	3030.76	4090.20	42.86	33.13	24.04	17.81
603179.SH	新泉股份	22040.67	470.58	792.08	1101.22	1445.22	46.84	27.83	20.01	15.25
603730.SH	岱美股份	16120.71	569.81	772.83	969.00	1185.80	28.29	20.86	16.64	13.59
平均值							39.33	27.27	20.23	15.55

资料来源：wind，国元证券研究所，市值数据为 2023 年 3 月 18 日收盘值，净利润预测为 wind 一致性预期

5. 风险提示

我国汽车产销不及预期风险

我们对公司业务发展的预期，基于公司当前客户结构及在手订单情况。通常而言，公司订单可实现性较强。但若经济恢复不及预期，消费者消费能力下降，可能导致国内汽车销量下滑，从而拖累公司订单落地不达预期的可能性，使得相关盈利判断不达预期。

固定资产规模大幅增加的经营风险

根据公司披露数据，截至 2023 年 11 月 3 日，公司目前现有产能已达到 18 亿米，预计三年内公司产能可达到 25 亿米。此外，公司正向当地政府申请公司北面约 88 亩的土地，并将建设包括物流中心、“模具中心扩容建设”，以及“年产超 100 万台的无边框密封条产能”等项目。虽然公司凭借产品质量、技术水平、供货能力等优势，形成了较强的品牌影响力和市场地位，同时新厂区建成后公司的生产环境、设备先进性、整体制造能力有了较大的提升，新增订单大幅度增加。但由于产能扩张规模较大，固定资产增速较快，一旦市场发生重大不利变化，公司销售能力不能完全消化新增产能，受固定资产折旧金额较大的影响，公司将面临利润水平下降的风险。

原材料价格波动且依赖进口的风险

公司主要原材料为 EPDM（包括混炼胶）、塑料粒子（PVC 粒子）、钢带、石蜡油、炭黑等，其中 EPDM（包括混炼胶）、塑料粒子（PVC 粒子）、钢带的用量最大，因此其价格变动将显著影响公司的生产经营。EPDM 与 PVC 均为石化产品，受原油价格及自身供求关系的影响较大。目前国内仅有少量厂家生产 EPDM，公司所需 EPDM 基本依靠进口。虽然目前 EPDM 的全球产能充足，总体来说处于供大于求的局面，但公司依然面临原材料供应依赖进口的风险。

无边框车门渗透率不达预期风险

目前，新能源汽车行业竞争激烈，倒逼车企加速研发并下放高端技术和配置，同时伴随着消费者对汽车外观要求的提高，无边框车门迅速向 20 万以下车型渗透。但由于无边框车门工艺相对复杂，整体价值量较高。因此，在车企价格战的压力下，中低端车型的无边框车门渗透率有不及预期风险，从而导致公司面临高价值产品占比提升不及预期风险。

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	909.14	736.31	861.36	1009.07	1290.30	
现金	149.54	21.03	53.30	93.38	162.45	
应收账款	266.61	344.77	375.60	448.85	598.65	
其他应收款	1.01	0.51	1.42	1.40	1.76	
预付账款	4.98	5.13	7.61	9.85	14.29	
存货	168.94	177.34	187.73	224.16	282.92	
其他流动资产	318.05	187.52	235.72	231.42	230.23	
非流动资产	499.68	520.84	553.12	582.15	608.62	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	385.27	373.33	423.60	463.37	498.08	
无形资产	29.70	30.53	30.22	29.84	29.39	
其他非流动资产	84.71	116.98	99.31	88.94	81.14	
资产总计	1408.82	1257.15	1414.48	1591.22	1898.92	
流动负债	378.05	238.44	332.00	397.61	522.61	
短期借款	121.03	0.00	34.39	27.65	33.75	
应付账款	157.70	158.60	172.85	220.90	302.34	
其他流动负债	99.32	79.85	124.76	149.06	186.51	
非流动负债	15.68	12.78	14.70	16.90	19.44	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	15.68	12.78	14.70	16.90	19.44	
负债合计	393.73	251.22	346.69	414.51	542.04	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	270.72	270.72	270.72	270.72	270.72	
资本公积	301.10	301.10	301.10	301.10	301.10	
留存收益	443.27	434.11	495.98	604.89	785.06	
归属母公司股东权益	1015.09	1005.92	1067.79	1176.71	1356.87	
负债和股东权益	1408.82	1257.15	1414.48	1591.22	1898.92	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-22.20	68.06	184.58	196.22	249.39	
净利润	141.83	126.20	148.50	205.44	313.70	
折旧摊销	48.42	52.08	24.27	27.09	30.09	
财务费用	-1.81	3.00	0.20	0.26	-0.57	
投资损失	-1.39	-1.11	-1.02	-1.11	-1.08	
营运资金变动	-220.34	-120.73	4.72	-52.25	-104.46	
其他经营现金流	11.07	8.63	7.90	16.80	11.70	
投资活动现金流	-137.24	-58.87	-40.70	-59.55	-59.83	
资本支出	68.92	49.03	55.00	55.00	55.00	
长期投资	70.00	10.31	0.60	0.00	0.00	
其他投资现金流	1.68	0.47	14.89	-4.55	-4.83	
筹资活动现金流	143.31	-132.57	-111.60	-96.60	-120.49	
短期借款	121.03	-121.03	34.39	-6.74	6.11	
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款						
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	22.28	-11.54	-145.99	-89.86	-126.59	
现金净增加额	-16.13	-123.38	32.27	40.08	69.07	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	787.19	936.44	1065.99	1333.95	1805.00	
营业成本	511.80	666.69	751.52	920.42	1209.35	
营业税金及附加	6.01	7.17	8.99	10.55	14.44	
营业费用	39.02	39.71	44.77	54.69	72.20	
管理费用	43.03	49.79	52.23	63.36	83.93	
研发费用	37.26	36.37	44.77	56.03	75.81	
财务费用	-1.81	3.00	0.20	0.26	-0.57	
资产减值损失	-3.07	-4.68	-3.18	-4.38	-4.17	
公允价值变动收益	1.01	2.27	0.66	0.79	0.95	
投资净收益	1.39	1.11	1.02	1.11	1.08	
营业利润	162.65	142.39	170.94	234.98	357.26	
营业外收入	0.82	0.19	0.52	0.46	0.44	
营业外支出	1.99	0.79	2.08	1.62	1.50	
利润总额	161.47	141.79	169.38	233.82	356.20	
所得税	19.64	15.59	20.88	28.38	42.50	
净利润	141.83	126.20	148.50	205.44	313.70	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	141.83	126.20	148.50	205.44	313.70	
EBITDA	209.27	197.46	195.41	262.32	386.78	
EPS (元)	0.52	0.47	0.55	0.76	1.16	

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
成长能力						
营业收入(%)	27.40	18.96	13.83	25.14	35.31	
营业利润(%)	31.52	-12.46	20.05	37.46	52.04	
归属母公司净利润(%)	33.10	-11.02	17.67	38.35	52.70	
获利能力						
毛利率(%)	34.98	28.81	29.50	31.00	33.00	
净利率(%)	18.02	13.48	13.93	15.40	17.38	
ROE(%)	13.97	12.55	13.91	17.46	23.12	
ROIC(%)	20.99	16.42	18.48	23.54	31.49	
偿债能力						
资产负债率(%)	27.95	19.98	24.51	26.05	28.54	
净负债比率(%)	30.84	0.08	9.92	6.67	6.23	
流动比率	2.40	3.09	2.59	2.54	2.47	
速动比率	1.96	2.34	2.03	1.97	1.93	
营运能力						
总资产周转率	0.61	0.70	0.80	0.89	1.03	
应收账款周转率	2.78	2.77	2.74	2.97	3.16	
应付账款周转率	3.75	4.22	4.53	4.68	4.62	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.47	0.55	0.76	1.16	
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	0.25	0.68	0.72	0.92	
每股净资产(最新摊薄)	3.75	3.72	3.94	4.35	5.01	
估值比率						
P/E	28.80	32.37	27.51	19.89	13.02	
P/B	4.02	4.06	3.83	3.47	3.01	
EV/EBITDA	18.93	20.06	20.28	15.10	10.24	

资料来源: 同花顺 IFinD, 国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188