

浙江仙通 (603239.SH) 二十年磨一剑成就密封件龙头, 优势凸显打开成长天花板

2024年08月05日

投资评级: 买入 (首次)

——公司首次覆盖报告

日期	2024/8/5
当前股价(元)	12.60
一年最高最低(元)	19.00/9.64
总市值(亿元)	34.11
流通市值(亿元)	34.11
总股本(亿股)	2.71
流通股本(亿股)	2.71
近3个月换手率(%)	70.07

任浪 (分析师)	张越 (联系人)
renlang@kysec.cn	zhangyue1@kysec.cn
证书编号: S0790519100001	证书编号: S0790123090001

● 公司汽车密封件领域笃行二十余年, 市场份额有望持续提升

浙江仙通是国内汽车密封件龙头, 能够为整车厂提供的车型数据进行全车密封条的同步开发。公司相对合资厂商及其他国内厂商竞争优势显著, 源于公司二十多年专注于密封件的研发生产, 积累的成熟生产经验和技術, 重点体现在对下游需求更快的响应能力、更强的成本管控能力以及领先的品控质量。目前公司已成为头部整车厂吉利和奇瑞的核心供应商, 长期增长确定性高, 凭借竞争优势有望在上汽大众、上汽通用等客户方面不断开拓配套份额。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.17/3.01/3.70 亿元, 对应 EPS 分别为 0.80/1.11/1.37 元/股, 当前股价对应 2024-2026 年的 PE 分别为 15.7/11.3/9.2 倍, 基于公司具有相对同行显著的竞争优势, 客户结构优质, 成长确定性高, 给予“买入”评级。

● 无边框产品渗透率提升助力毛利率优化

随着消费者对汽车外观要求的不断提高, 无边框车门渗透率开始提升。传统欧式导槽密封条单车价值量约为 600-800 元, 无边框密封条需要具备更高的技术要求, 单车价值有望超 1000 元。公司于 2020 年开始小批量供货无边框密封条产品, 并于 2021 年实现量产, 成为国内第一家可以提供无边框密封条业务总成的企业。随着无边框收入占比的不断提升, 有望进一步提升综合毛利率。

● 公司具备领先的迅速响应需求以及成本管控能力, 市占率有望持续提升

新能源改变了传统燃油车的商业模式, 新款车型加速迭代, 对上游零部件厂商定制化能力以及迅速响应需求的能力提出了新的要求。公司 90% 以上的生产模具为自行研发制造, 缩短了新产品的开发和制造周期, 并有效降低成本。随着国内整车厂的竞争加剧, 密封条企业盈利空间被压缩, 部分外资密封条企业在国内市场表现不佳, 预计未来几年份额将持续下降, 为公司抢占市场提供了良好的机遇。

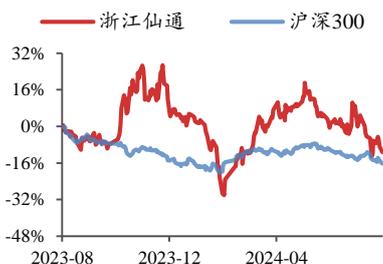
● 风险提示: 原材料价格波动; 下游客户降价压力; 宏观经济波动的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	936	1,066	1,250	1,661	2,018
YOY(%)	19.0	13.8	17.3	32.9	21.5
归母净利润(百万元)	126	151	217	301	370
YOY(%)	-11.0	19.7	43.5	39.0	22.8
毛利率(%)	28.8	29.4	32.3	32.9	32.8
净利率(%)	13.5	14.2	17.3	18.1	18.3
ROE(%)	12.5	14.1	18.0	21.5	22.2
EPS(摊薄/元)	0.47	0.56	0.80	1.11	1.37
P/E(倍)	27.0	22.6	15.7	11.3	9.2
P/B(倍)	3.4	3.2	2.8	2.4	2.0

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、 汽车密封条龙头企业，模具自研生产模式开拓者.....	4
1.1、 专注于汽车零部件二十余年，国内汽车密第一龙头.....	4
1.2、 国资进入助力公司长期发展，稳定高管团队延续仙通发展战略.....	6
1.3、 营收跟随整车厂销量，模具自制叠加原材料价格回暖盈利能力改善.....	8
2、 无边框密封条产品+优质客户战略，助力公司业务发展.....	10
2.1、 无边框密封条引领潮流，国产替代空间广阔.....	10
2.1.1、 新能源趋势带动汽车密封条高端化，无边框密封条引领潮流.....	10
2.1.2、 汽车密封条产业格局分散，国产替代趋势显著.....	13
2.2、 深度绑定优质客户，业绩确定性与营收规模双升.....	15
2.2.1、 绑定吉利大客户，受益新产品拓展+全球发展战略.....	15
2.2.2、 紧盯头部整车厂，优质客户矩阵有望持续扩充.....	20
3、 盈利能力叠加产能优势，仙通或将持续进入上升通道.....	22
3.1、 首创工装模具自制生产模式，成本优势远超同行.....	22
3.2、 竞争格局重塑，市场份额将进一步提升.....	23
3.3、 推动智能制造进程，不断扩大生产能力.....	24
4、 盈利预测与投资建议.....	24
5、 风险提示.....	26
附：财务预测摘要.....	27

图表目录

图 1： 专注于汽车零部件二十余年，国内汽车密封条龙头.....	5
图 2： 浙江仙通通过业务结构调整形成了包含众多优质整车厂的客户结构.....	5
图 3： 浙江仙通主要为国内外汽车整车生产企业供应密封条产品.....	6
图 4： 浙江仙通股权结构较为稳定，国资注入助力公司长期发展.....	7
图 5： 2024 年 Q1 浙江仙通营收同比+20.44%.....	8
图 6： 2024 年 Q1 浙江仙通归母净利润同比+71.03%.....	8
图 7： 2021 年吉利汽车销量出现转折点.....	8
图 8： 2021 年奇瑞集团汽车销量出现拐点.....	8
图 9： 2023 年浙江仙通销售毛利率为 29.35%.....	9
图 10： 浙江仙通各业务毛利率相对平稳.....	9
图 11： 公司招股书中披露直接材料成本占比近 70%.....	9
图 12： 浙江仙通费用维持相对稳定的状态.....	10
图 13： 浙江仙通期间费用率呈现下降趋势.....	10
图 14： 截至 2023 年底公司研发人员数量高达 255 人.....	10
图 15： 公司研发费用率长期维持在 4%的水平.....	10
图 16： 不同应用部位的汽车密封条在形态和特性上有所不同.....	11
图 17： 日式导槽密封条用料较少、生产工序较少.....	12
图 18： 欧式导槽密封条生产难度较大、生产工序多.....	12
图 19： 无边框车门取消了车门窗台以上的钣金.....	12
图 20： 极氪 001 采用无边框门设计.....	12
图 21： 无边框车门设计主要应用于跑车及轿车之中.....	13
图 22： 无边框车门车型主要集中在新能源汽车品牌.....	13

图 23: 2024 年 H1 吉利汽车累计销量 95.6 万辆, 同比增长约 41%.....	16
图 24: 2024 年 H1 吉利新能源汽车累计销量为 32 万辆, 同比增长约 117%.....	16
图 25: 2023 年 9 月 8 日领克推出领克 08 PHEV	18
图 26: 2024 年 5 月 17 日领克 07 PHEV 上市	18
图 27: 2024 年 2 月 27 日极氪推出全新极氪 001.....	18
图 28: 2023 年 12 月 27 日极氪推出极氪 007.....	18
图 29: 极氪品牌产品矩阵持续完善	19
图 30: 全球纯电动车 (BEV) 销量自 2019 年以来呈现强劲增长, 年复合增长率达 63.1%, 预计将在 2028 年达到 3530 万辆 (单位: 万辆)	19
图 31: 奇瑞集团持续向上探索发展空间	20
图 32: 奇瑞集团持续向上探索发展空间	20
图 33: 随着交付问题的解决, 智界销量得到修复.....	21
图 34: 2023 年 11 月 28 日智界首款产品智界 S7 上市.....	21
图 35: 享界 S9 轴距 3050mm, 行政级尺寸.....	21
图 36: 享界 S9 首发搭载华为 ADS 3.0	21
图 37: 浙江仙通密封产品毛利率高于同业.....	22
图 38: 浙江仙通整体毛利率高于同业	22
图 39: 原油价格影响原材料成本进而影响公司毛利率水平.....	23
图 40: 汽车整车厂商对汽车密封条供应商的选择非常谨慎, 需要经过一系列严格的考核流程.....	23
表 1: 浙江仙通具有稳定的高管团队	7
表 2: 三元乙丙橡胶 (EPDM) 具有优良特性, 已成为生产汽车密封条的首选材料	11
表 3: 无边框车门配置快速向 20 万元以下车型普及.....	13
表 4: 国内密封条市场主要以上海申雅为首的合资及外资企业和以浙江仙通为首的内资企业构成	14
表 5: 吉利汽车在全球共有 36 家整车制造工厂, 产能配套趋于完善.....	16
表 6: 浙江仙通盈利预测 (亿元)	25
表 7: 浙江仙通估值水平低于可比公司平均 (截至 2024/8/5)	26

1、汽车密封条龙头企业，模具自研生产模式开拓者

1.1、专注于汽车零部件二十余年，国内汽车密封第一龙头

浙江仙通为我国汽车密封条龙头企业。历经二十余载，公司已经形成了强大的模具、工装独立设计开发能力，能够根据汽车厂商提供的车型数据进行全车密封条的同步开发，并进行性能模拟分析和预测。公司发展历经四个阶段，呈现出以下特点：多客户战略向优质客户战略，传统产线向智能化、自动化协同产线。

初创期（1996年-2015年）：业务开展方面，在这一阶段公司奠定了在汽车密封条等零部件领域的研发、设计、生产和销售基础，形成了橡胶密封条、塑胶密封条、金属辊压件等三大系列上千种规格产品；技术研发方面，凭借多年的研发投入，公司的高硬度橡胶、低密度海绵生产技术在胶料配方领域已达到国内领先水平；客户拓展方面，公司与上海汽车、南京汽车、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并成功开拓了主要由外资厂商占据的合资汽车整车市场，成为了上海通用、上汽通用五菱的供货商。在此阶段，公司已成为中国本土汽车密封条行业第一梯队的成员。

拓展期（2016年-2018年）：业务开展方面，公司为帝豪、博越、传祺GS4、宝骏510、五菱宏光、宝骏730、长安欧尚等畅销车型提供部分或者全车密封条，产品逐步向市场上明星车型和主流车企汇聚，获得多款客户重要新车型的产品开发定点，多个在研项目正在紧密地与汽车厂的研发部门同步开发，与客户的配合协作更加紧密；技术研发方面，2016年公司在欧式导槽的技术开发和量产实现重大突破，攻克原先基本上由外资密封条生产企业控制的行业和技术壁垒，产品性价比优势突出，逐渐成为公司的拳头产品；客户拓展方面，公司通过了一汽大众、一汽轿车、东风日产三家目标客户的质量体系审核，市场拓展成效显著。

转型期（2019年-2021年）：业务开展方面，公司积极应对行业下滑带来的不利因素，高度关注行业一流车企，进行战略性业务结构调整，主动放弃了所有非主流车企客户。2021年Q4，公司为吉利汽车开发配套的极氪001无边框密封条进入量产，标志着公司打破少数外资密封条企业垄断，成功开拓全新的无边框系列产品；技术研发方面，2020年，公司通过深化与大众、伟巴斯特、通用等国内一流客户的合作，可制造性设计（DFM）、模具型面设计辅助技术、CAE辅助分析技术、三维模具结构设计制造等技术得到显著提升；客户拓展方面，公司集中资源对接主流车企，先后通过一汽大众、上汽大众、东风日产、长安马自达、比亚迪、长城汽车的质量体系审核，客户结构发生脱胎换骨的变化。

成长期（2022年-至今）：业务开展方面，2022年公司以新能源汽车无边框密封条为突破口，获得极氪、通用、奇瑞、大众等多款无边框密封条定点。2023年公司紧跟核心客户的新能源汽车战略，智界S7、S9、领克、极氪001、极氪007、通用、奥迪、北汽华为享界S9等8个无边框密封条获得定点，新能源汽车项目将持续放量；大众、上汽等多个畅销车型欧式导槽项目获得定点；长安启源A07、阿维塔E12、领克、北汽华为等多个侧围铝亮条项目开发顺利，或将成为新的增长点；技术研发方面，2022年为顺应新能源汽车无边框密封条趋势，公司研发中心新设两个开发部，就新能源汽车无边框密封条进行开发，满足客户和市场发展需求。

图1：专注于汽车零部件二十余年，国内汽车密封条龙头



资料来源：公司公告、开源证券研究所

（一）优质客户战略：绑定优质客户，控制业务占比

优质客户资源是汽车零部件供应商良性发展的前提，公司通过业务结构调整形成了包含众多优质整车厂的客户结构。随着汽车制造业竞争的日趋激烈，汽车整车厂对供应商综合实力和行业经验的要求也越来越高，为主流汽车整车厂提供配套服务的经历已成为越来越多客户选择供应商的重要标准。因此，拥有优质客户资源的汽车零部件供应商才能步入良性循环的发展轨道。通过近三十年的专注发展，公司进入了一汽大众、上汽大众、上汽通用、吉利汽车、长安汽车、上汽、广汽、一汽、奇瑞、长城汽车、伟巴斯特、上汽通用五菱、北汽、滋荣等优秀的客户的供应链，形成了优质的客户结构，为公司进一步发展奠定了良好基础。

图2：浙江仙通通过业务结构调整形成了包含众多优质整车厂的客户结构



资料来源：公司官网、开源证券研究所

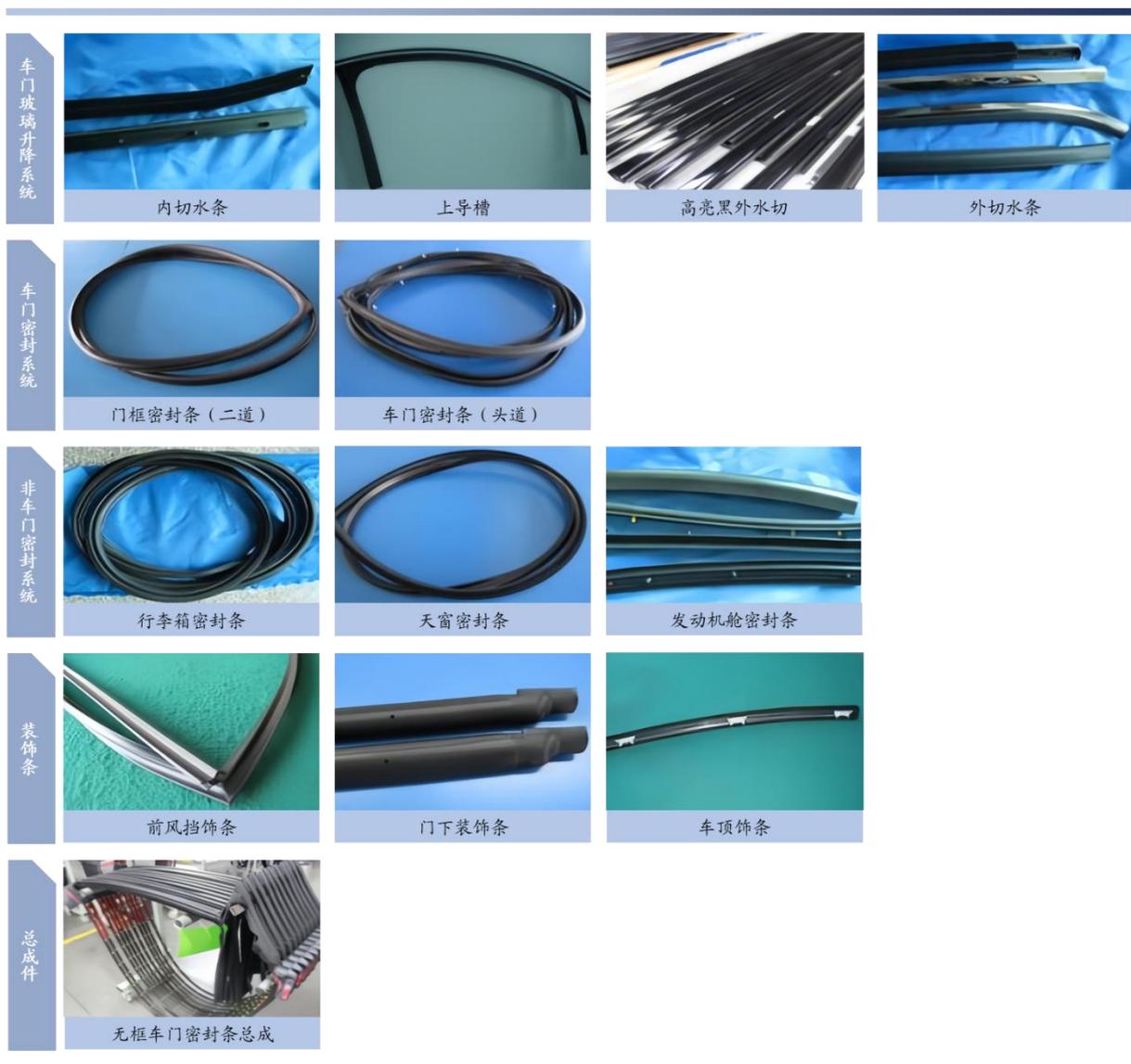
（二）全系列密封条产品矩阵：工装模具自研设计+产品整体配套方案开发

公司在工装模具的设计和制造方面具有明显的优势，95%以上的生产模具为自行研发、自行制造。公司以“来图加工”模式为起点进入汽车密封条行业，按产品类型分类，设立产品项目科，并将工装模具的设计与开发作为研发工作的重要内容，同时设立单独的工模设备加工科，专门负责自制工装模具的机加工工作。公司对模

具的开发制造投入了大量的资源和精力，拥有先进的加工制造设备并且掌握了先进的模具设计开发技术和手段，其中包括（1）可制造性设计（DFM）；（2）模具型面设计辅助技术；（3）CAE 辅助分析技术；（4）三维模具结构设计；（5）CAM、CAPP、CAT 模具制造技术等。

公司具备较强的产品整体配套方案的设计能力和同步开发能力，主要为国内外汽车整车生产企业供应密封条产品，并提供配套研发和后续服务。公司自设立以来，一直从事汽车密封条等汽车零部件的研发、设计、生产和销售，主要产品为汽车密封条，主要包括前车门框密封条、门上密封条、背门框密封条、车门外水切、风挡外饰胶条、三角窗玻璃密封条、行李箱密封条、天窗密封条、车顶饰条、车门玻璃导槽等。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。

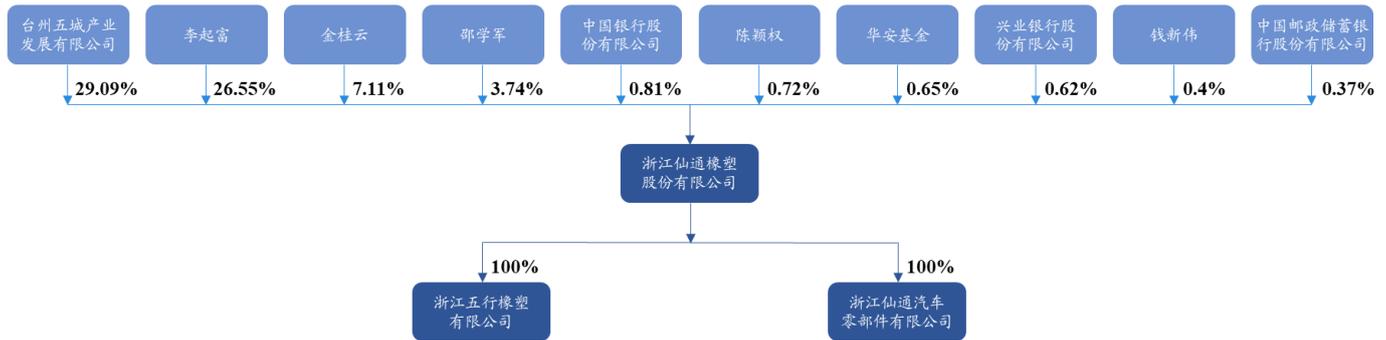
图3：浙江仙通主要为国内外汽车整车生产企业供应密封条产品



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、 国资进入助力公司长期发展， 稳定高管团队延续仙通发展战略

公司股权结构较为稳定，国资注入助力公司长期发展。截至 2022 年 3 月，浙江仙通前三大股东为台州五城产业发展有限公司、李起富、金桂云，持股比例分别为 29.09%、26.55%、7.11%，总计持股为 62.75%。2022 年 7 月 24 日，李起富、金桂云、邵学君与台州金投签署了《股份转让框架协议》，合计将其所持有的上市公司 29.09% 的股份以协议转让及表决权放弃等方式，分两次转让公司控制权。公司通过与台州金投进行混改和董事会改选，完善了企业快速发展所需的要素支撑，提升了产品保供与资本运作能力，为公司的长期发展奠定良好基础。

图4：浙江仙通股权结构较为稳定，国资注入助力公司长期发展


资料来源：爱企查官网、开源证券研究所

浙江仙通拥有稳定的高管团队，不断延续公司发展战略。管理层展现出对市场变化的快速响应能力，通过不断的产品创新和技术升级，满足了汽车行业对高性能密封系统的需求。管理层在战略规划和执行方面表现出色，不仅在传统汽车领域保持了稳定的增长，还积极拓展至新能源汽车市场，通过与多个知名汽车品牌的合作，增强了公司的市场影响力。

表1：浙江仙通具有稳定的高管团队

姓名	职位	任职经历
叶未亮	董事长	曾任三门县委老干部局老干部活动中心主任，台州市财政地税局副局长科员，台州市财政局行政审批处副处长，台州市金融投资有限责任公司（台州市金融投资集团有限公司）董事、办公室主任、工会主席、总经理助理、党委委员、副总经理。曾兼任台州市金控基金管理有限公司董事长、总经理，台金融资租赁（天津）有限责任公司董事长，台金商业保理（天津）有限公司执行董事，天道金科股份有限公司监事长。2023 年 12 月担任台州市科创投资集团有限公司党委委员、副总经理。2022 年 12 月开始担任公司董事长职务。
李起富	副董事长	1994 年至 2009 年历任浙江省仙居通用工程塑料有限公司、浙江省仙居通用橡塑有限公司总经理，2009 年至 2013 年 9 月任公司董事长、总经理，2013 年 10 月至 2022 年 12 月担任公司董事长，现公司副董事长。
金桂云	董事、总经理	2000 年至 2003 年任浙江省仙居通用工程塑料有限公司副总经理，2003 年至 2009 年任浙江省仙居通用橡塑有限公司副总经理，2009 年至 2013 年 9 月任浙江仙通橡塑股份有限公司董事、副总经理，2013 年 10 月至 2017 年 3 月任浙江仙通橡塑股份有限公司董事、总经理兼财务总监。2017 年 4 月至今任浙江仙通橡塑股份有限公司董事、总经理。
蔡伟强	董事	2007 年 9 月任北京市乾坤律师事务所律师，2012 年 7 月任北京市中银律师事务所律师，2015 年 1 月历任台州市金融投资集团有限公司风控法务部副总经理、金融投资部副总经理，现任台州市金融投资集团有限公司战略规划部、产业投资部经理。2022 年 12 月开始担任公司董事。
许长松	董事	1994 年 8 月至 2016 年 3 月在中国银行工作，历任温岭支行公司部总经理，个人金融部总经理，国际

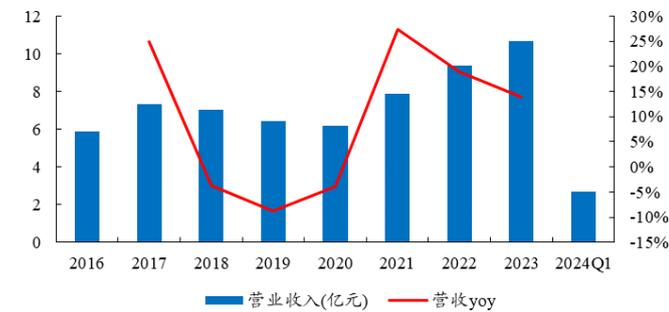
姓名	职位	任职经历
		业务部总经理,牧屿支行行长,泽国支行行长,松门支行行长。2016年3月至2017年5月任台州市金控租赁有限公司业务一部负责人。2017年5月至2018年10月任台金租赁(天津)有限责任公司总经理。2018年11月至今任台州市金融投资集团有限公司金融投资部经理。2022年9月至今兼任浙商证券董事。2022年12月开始担任公司董事。
颜文标	董事、副总经理	2001年05月至2016年5月在浙江燎原药业股份有限公司担任财务科长、财务部长、财务总监、董秘、副总经理,2016至2022年12月,先后在上海岭商投资控股集团有限公司、浙江司太立股份有限公司、浙江巨东股份有限公司、浙江志强涂料有限公司、八环科技集团股份有限公司担任董事会秘书、财务总监等职务。2022年12月开始担任公司董事兼任分管财务的副总经理职务。

资料来源:公司公告、开源证券研究所

1.3、营收跟随整车厂销量，模具自制叠加原材料价格回暖盈利能力改善

2020-2023年营收CAGR为19.94%，公司实现客户转型后营收呈现稳步增长态势。公司2023年实现营收10.66亿元，同比增长13.84%，2024年Q1实现营收2.70亿元，同比增长20.44%，2016-2023年CAGR为8.92%；2023年实现归母净利润1.51亿元，同比增长19.65%，2024年Q1实现归母净利润0.52亿元，同比增长71.03%。公司营收规模紧跟主要整车厂客户销量，并且经过2019-2021年三年客户转型后公司包括吉利、奇瑞在内的优质整车厂大客户业务占比进一步提升。在吉利、奇瑞出现销量转折的2021年，公司的营收也迎来了快速上升期。

图5：2024年Q1浙江仙通营收同比+20.44%



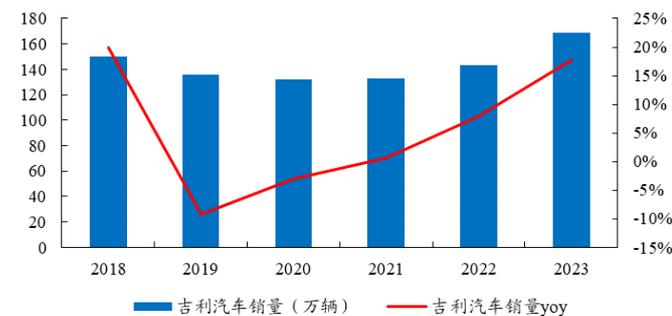
数据来源:公司公告、开源证券研究所

图6：2024年Q1浙江仙通归母净利润同比+71.03%



数据来源:公司公告、开源证券研究所

图7：2021年吉利汽车销量出现转折点



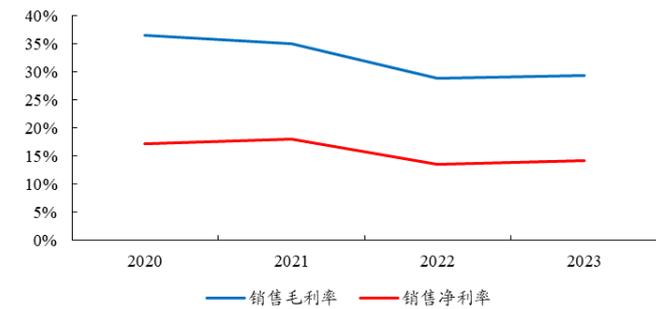
数据来源:吉利汽车公告、开源证券研究所

图8：2021年奇瑞集团汽车销量出现拐点

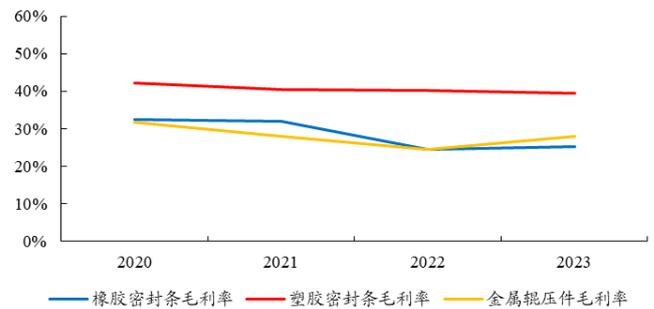


数据来源:奇瑞汽车公众号、开源证券研究所

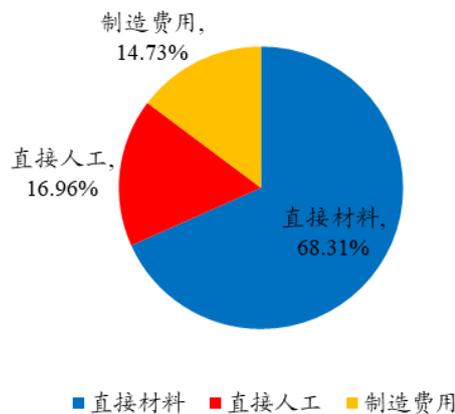
受原材料价格高企和行业竞争加剧等因素影响，公司毛利率呈现小幅度下滑趋势。浙江仙通 2021/2022/2023 年销售毛利率分别为 34.98%/28.81%/29.35%，销售净利率分别为 18.02%/13.48%/14.17%，呈现下滑趋势。公司招股说明书披露了主营业务成本占比，其中直接材料为主要的成本支出，占比近 70%。由于原材料价格在 2020-2021 年间出现了剧烈上涨，主营业务成本快速增加，造成了毛利率下滑。随着公司高毛利订单的增加、工装模具自制优点进一步显现及原材料价格的回落，未来毛利率将有所改善。

图9：2023 年浙江仙通销售毛利率为 29.35%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

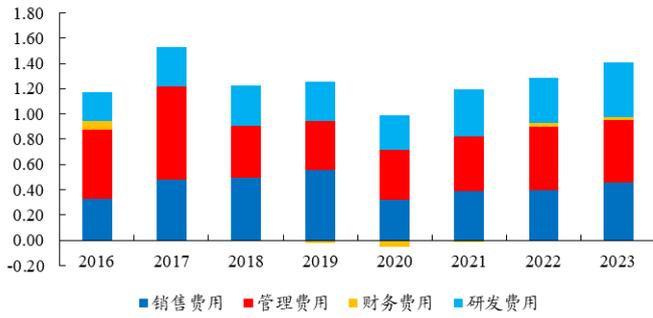
图10：浙江仙通各业务毛利率相对平稳


数据来源：公司公告、开源证券研究所

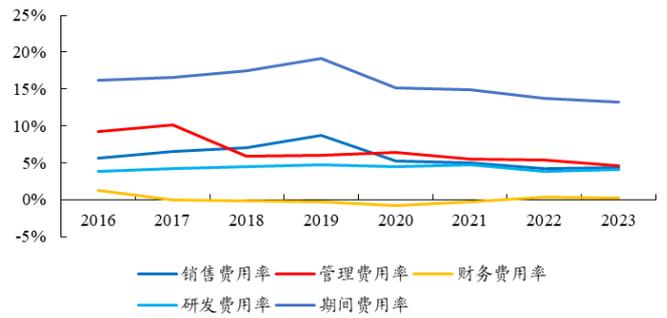
图11：公司招股书中披露直接材料成本占比近 70%


资料来源：公司公告、开源证券研究所

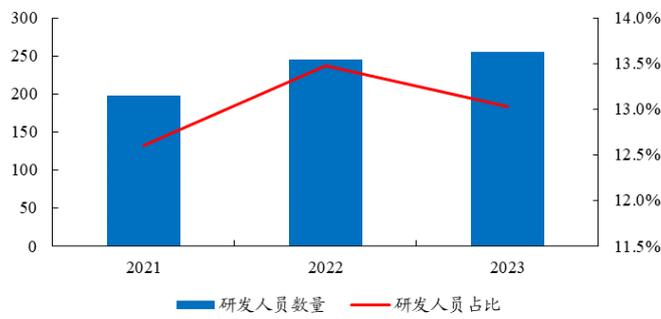
期间费用率呈现下降趋势，费用管控能力强。公司 2023 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.31%/4.62%/0.18%/4.11%，同比+0.07pct/-0.69pct/-0.14pct/+0.22pct。公司始终重视研发的投入，不断引进人才，加强团队培育，截至 2023 年底公司研发人员数量高达 255 人，占比 13.03%，研发费用率长期维持在 4% 的水平，2023 年研发费用为 0.44 亿元，同比增加 20.38%。

图12：浙江仙通费用维持相对稳定的状态


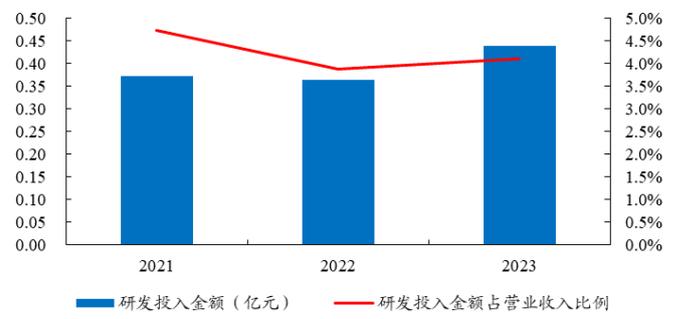
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：浙江仙通期间费用率呈现下降趋势


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：截至2023年底公司研发人员数量高达255人


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：公司研发费用率长期维持在4%的水平


数据来源：公司公告、开源证券研究所

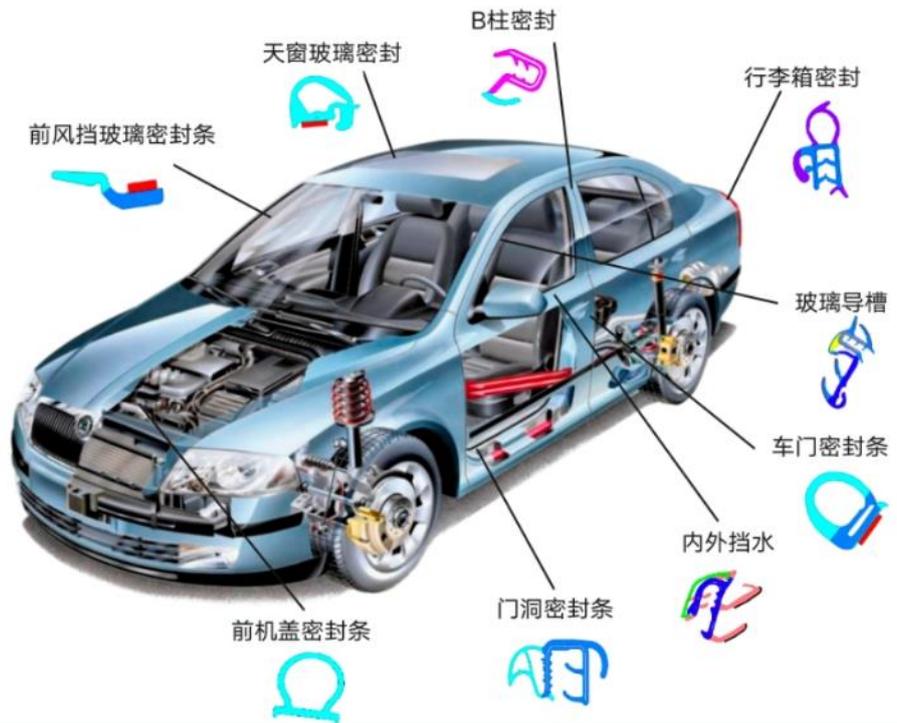
2、无边框密封条产品+优质客户战略，助力公司业务发展

2.1、无边框密封条引领潮流，国产替代空间广阔

2.1.1、新能源趋势带动汽车密封条高端化，无边框密封条引领潮流

汽车密封条是车身上重要的密封件，具有防水、密封、隔音、防尘、防冻、减震、保暖及节能的重要作用。汽车密封条是汽车除轮胎外使用橡胶量最大的一类配件，主要应用在车门门框、车窗、发动机盖和行李箱盖上，能够有效防止雨水、灰尘和噪音等外界物质进入车内，是提高车辆的密封性和舒适性的重要部件。随着技术的发展和汽车性能要求的提高，汽车密封条的设计和材料也在不断进步。现代密封条在满足基本功能的同时，也越来越注重环保性、舒适性、安全性和美观性。汽车密封条根据在车上的不同部位可以分为发仓密封条、风挡密封条、侧门密封条、行李箱密封条以及天窗密封条，不同应用部位的汽车密封条在形态和特性上也有所不同。

图16: 不同应用部位的汽车密封条在形态和特性上有所不同



资料来源: AutoNewTech 公众号

按照原材料不同, 密封条可以分为橡胶密封条、塑料密封条、热塑性弹性体密封条, 其中橡胶密封条占据汽车密封条主流。早期汽车用密封条材料以天然橡胶、氯丁橡胶、软质 PVC 为主, 随着汽车工业的快速发展, 传统材料已经很难满足汽车密封条对使用寿命、耐气候性能等方面的要求。三元乙丙橡胶(EPDM)是由乙烯、丙烯单体加入少量非共轭二烯烃聚合而成的弹性体材料, 其具有优良的耐气候性、耐热性、耐臭氧性、耐紫外线性以及良好的加工性能和低压缩永久变形性, 已成为生产汽车密封条的首选材料。随着汽车工业及材料工业的发展, 越来越多的新型材料被应用于汽车密封条的加工生产中。热塑性弹性体(TPE)材料就是最突出的一类新型环保材料, 其与玻璃的摩擦系数小、耐磨性能好, 可作为汽车玻璃导槽、车门玻璃内外密封条及部分辅助密封条用料。据统计, 目前汽车密封条所使用的材料中, 78%左右为 EPDM (三元乙丙橡胶), 20%左右为 PVC (聚氯乙烯), 2%左右为弹性热塑体。

表2: 三元乙丙橡胶(EPDM) 具有优良特性, 已成为生产汽车密封条的首选材料

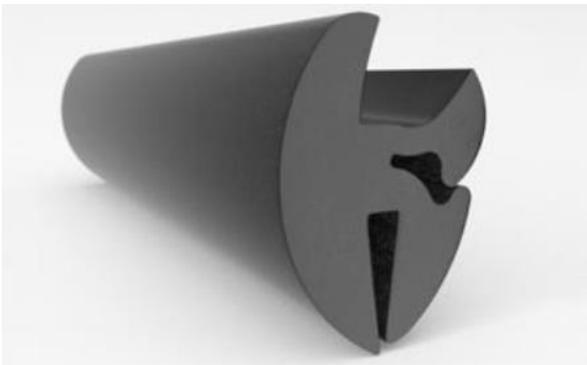
	PVC	EPDM	TPE/TPV
优点	可以回收 容易加工, 制造成本较低 颜色多样	机械性能好 低温性能好 耐气候性能好 使用寿命长 (可达 30 年) 回弹性好	密度较小 可以回收 容易加工, 较 EPDM 加工成本低 耐低温性能中等 颜色多样 材料环保
缺点	机械性能低 除改性 PVC 外, 耐气候性能较差 含有卤素, 环保型差	不能回收 不能熔接 颜色单一 密度较 TPE/TPV 大	回弹性一般 机械性能中等 与 EPDM、PVC 等材料相比价格偏高

	PVC	EPDM	TPE/TPV
主要应用	主要应用在静态密封部位，如水切、前挡装饰条、三角窗、车顶饰条等	主要应用在门窗外侧以及经常开关的部位，如发动机舱盖、行李箱等	主要应用在静态密封部位以及对回弹性要求不高的部位，如车顶饰条、导槽等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

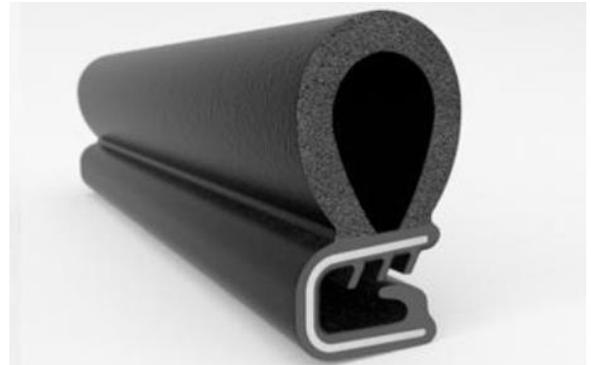
汽车车窗玻璃导槽密封条可分为日式导槽密封条、欧式导槽密封条，其中欧式导槽密封条渗透率正逐步提高。日式导槽密封条用料较少、生产工序较少（约为 10+道），单车价值量约为 200-400 元；欧式导槽密封条生产难度和投入人工较大、生产工序多（约为 20+道），单位成本较高，单车价值量约为 600-800 元，相较于日式密封条降噪效果更好、关门质感更强，因此早期主要应用于豪华车型。由于消费者逐渐注重品质消费，对整车外观和质感提出更高要求，汽车生产商为增强竞争力开始在更多车型上采用欧式密封条。目前欧式密封条应用范围从豪华车逐渐转向 10 万元普通车市场，渗透率超过 50%。

图17：日式导槽密封条用料较少、生产工序较少



资料来源：库博标准官网

图18：欧式导槽密封条生产难度较大、生产工序多



资料来源：库博标准官网

随着消费者对汽车外观要求的不断提高，无边框车门开始引领新能源汽车潮流。无边框车门取消了车门窗台以上的钣金，由于没有传统的导槽，使得对玻璃的刚度以及内外水切对玻璃的夹紧力要求更高，并且设计构造的特殊性要求密封条能够将玻璃直接嵌入其中，而无法依靠边框的支撑。密封条和玻璃截切面的偏差会导致卡槽空隙增加，容易出现漏雨噪音等问题，因此无边框密封条需要具备更高的技术要求，对截切面有着严格的标准以维持良好的密封性、隔音性和防水性能，开发难度和制造难度较高，单车价值超 1000 元。目前全球只有少数几家供应商可以实现量产，例如库博标准、瀚德、施坦达等外资或合资公司。浙江仙通于 2020 年开始小批量供货无边框密封条产品，并于 2021 年实现量产，成为国内第一家可以提供无边框密封条业务总成的企业。

图19：无边框车门取消了车门窗台以上的钣金

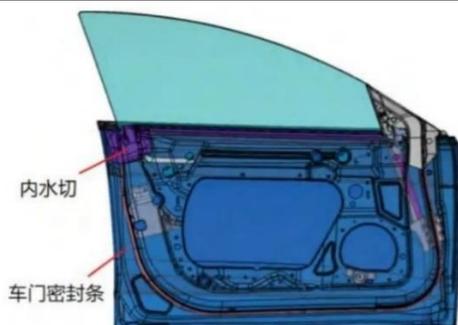


图20：极氪 001 采用无边框门设计



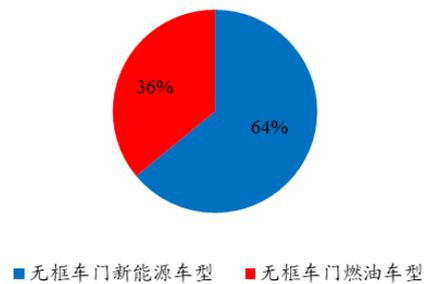
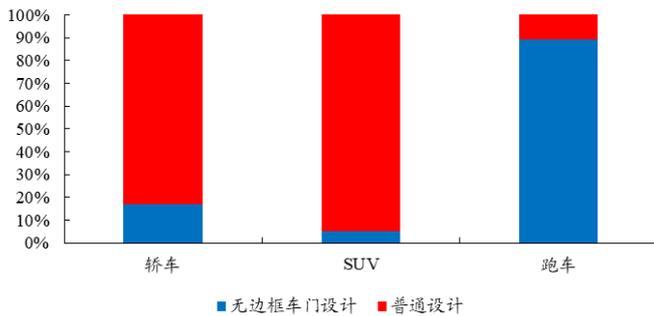
资料来源：起点研究院公众号

资料来源：极氪官网

无边框车门顺应新能源车发展趋势，无边框密封条车型渗透率快速提升。无框车门早期只应用于跑车及高档轿车，随着汽车消费升级、消费者对汽车外观要求的提升以及新能源汽车轻量化趋势，无边框车门配置快速向 20 万元以下车型普及。新能源汽车由于使用电机代替了发动机，汽车前端设计空间增加，使得无边框车门的采用增加。目前无边框车门车型主要集中在新能源汽车品牌，如 model 3、model Y、小鹏 P7、小米 SU7、极氪 001、极氪 007 等车型均采用无边框车门。据汽车之家数据统计，采用无边框车门设计的车型中，新能源车型占到 64%。受益于新能源汽车快速发展，无边框汽车密封条需求有望持续增长。

图21：无边框车门设计主要应用于跑车及轿车之中

图22：无边框车门车型主要集中在新能源汽车品牌



数据来源：汽车之家、开源证券研究所

数据来源：汽车之家、开源证券研究所

表3：无边框车门配置快速向 20 万元以下车型普及

车企	车型	售价区间 (万元)	能源	级别
smart	smart 精灵#1	15.49-28.49	纯电	小型 SUV
北京越野	北京 BJ40	17.98-22.78	汽油/柴油	紧凑型 SUV
比亚迪	宋 L	18.98-24.98	纯电/插混	中型 SUV
东风汽车	纳米 01	7.48-13.98	纯电	小型车
飞凡汽车	飞凡 R7	18.99-22.99	纯电	中大型 SUV
飞凡汽车	飞凡 F7	18.99-30.99	纯电	中大型车
合众汽车	哪吒 GT	18.88-22.68	纯电	跑车
合众汽车	哪吒 S	15.48-22.48	纯电/增程	中大型车
吉利汽车	银河 E8	16.58-22.88	纯电	中大型车
零跑汽车	零跑 C01	13.68-19.98	纯电/增程	中大型车
零跑汽车	零跑 C11	14.88-20.98	纯电/增程	中型 SUV
上汽大众	凌渡 L	14.39-19.09	汽油	紧凑型车
上汽集团	MG7	11.98-16.98	汽油	中型车
深蓝汽车	深蓝 SL03	13.99-20.99	纯电/增程	中型车
深蓝汽车	深蓝 S7	14.99-21.79	纯电/增程	中型 SUV
星途	星纪元 ES	19.88-33.98	纯电	中大型车
长安启源	长安启源 A07	13.59-17.69	纯电/增程	中大型车
长城汽车	欧拉闪电猫	18.98-27.28	纯电	中型车

资料来源：汽车之家、开源证券研究所

2.1.2、汽车密封条产业格局分散，国产替代趋势显著

汽车密封条市场份额较为分散，外资企业占据汽车密封条市场主导。根据中国汽车工业协会汽车相关工业分会的统计，2015年，我国汽车密封条行业市场规模约为160亿元人民币，其中33家主要生产企业的销售集中度在95%左右，市场份额较为分散，其中外资与合资企业市场份额约为63%，本土密封条生产企业的市场份额约为32%。国内外资和合资企业主要有库博标准、上海申雅、瀚德汽车、鬼怒川、上海西川、天津星光、丰田合成等；国内本土企业主要有浙江仙通、重庆嘉轩、建新赵氏、海达股份、浙江兴宇等。外资品牌车型由于引入国内生产时就有成熟的供应体系同时引进国内进行配套，因此国内生产的外资车型大部分市场份额被外资密封条供应商占领。

表4：国内密封条市场主要以上海申雅为首的合资及外资企业和以浙江仙通为首的内资企业构成

企业性质	企业名称	备注	主要客户情况
合资及外资汽车密封条生产企业	上海申雅密封件有限公司	该公司于1995年11月10日成立，是中国国内投资规模最大，市场占有率最高的乘用车密封条制造公司，全球最大的汽车车身密封系统制造商。Cooper-Standard Holdings INC.持有该公司47.5%股权。本田、长安福特等。	主要客户为上海汽车、上海大众、上海通用、广汽
	北京万源瀚德汽车密封系统有限公司	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。	主要客户为一汽大众、上海通用、上海大众、东风神龙等
	鬼怒川橡塑（广州）有限公司	鬼怒川橡塑（广州）有限公司（Kinugawa Rubber and Plastic Guangzhou Co.,Ltd.）是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，主要业务为汽车零部件车体密封件的制造和销售。	主要客户为东风日产、广州本田等日系合资企业。
	上海西川密封件有限公司	上海西川密封件有限公司是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月成立于上海松江，总投资2,100万美元。	主要客户为丰田、本田、日产、马自达等，上海西川的经营目标定位于向中国国内著名的日系汽车整车厂家供货。
本土汽车密封条生产企业	天津星光橡塑有限公司	天津星光橡塑有限公司系日本TOYOTA GOSEI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。	主要客户为一汽夏利、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	和承汽车配件（太仓）有限公司成立于2002年1月，由韩国和承集团投资，投资总额为4,000万美元，占地面积3万平方米，主要生产和销售汽车用密封条及油压管。	主要客户为现代、悦达起亚及通用等汽车公司。
	贵州贵航汽车零部件股份有限公司红阳密封件公司	该公司为上市公司贵航股份（SH：600523）的子公司，前身为1966年设立的红阳机械厂，主要开发与生产橡胶、塑料、热塑弹性体、带金属骨架、静电植绒、表面喷涂密封条及汽车各部位用密封条。	主要客户为上海大众、一汽集团、东风集团、奇瑞汽车、江淮汽车、上汽通用五菱等。
	建新赵氏集团有限公司	该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	主要客户为一汽大众、上海大众、上海通用、神龙

企业性质	企业名称	备注	主要客户情况
		点高新技术企业。该公司主要从事汽车橡胶减震与密封系列产品的开发与生产,其中轿车整体窗密封条项目列入第二批国家重点技术改造“双高一优”项目及国家重点火炬计划项目。	富康、上海奇瑞、哈飞等,并且产品出口美国、德国等汽车生产厂家。
	重庆嘉轩汽车密封件有限公司	该公司是一家专业设计、制造、销售和进出口汽车密封件及相关橡塑制品的企业。拥有从德国、意大利、台湾等国家和地区引进的先进汽车密封条生产线及生产技术,2004年取得了ISO/TS16949质保体系认证书,拥有市级技术研发中心,具备与整车厂同步研发各类密封条产品的能力	海通用、上海汽车、长安集团、长安铃木、上海通用五菱、等。
	浙江仙通橡塑股份有限公司	该公司为国内主要的汽车密封条生产企业之一,汽车密封条的生产和销售规模处于行业前列。公司拥有高新技术企业、省级企业技术中心、省级高新技术企业研究开发中心、浙江省科技型中小企业等荣誉。	主要客户为吉利、奇瑞、长安、上海汽车、上海通用、上汽通用五菱等。
	江阴海达橡塑股份有限公司	该公司是一家致力于研发和生产高端装备配套用橡胶零配件产品的高新技术企业。公司盾构隧道止水密封产品、轨道交通密封系列产品、汽车天窗密封部件等继续保持行业领先地位,在行业内享有较高知名度。	主要客户为北汽、华泰、广汽三菱等。
	安徽中鼎密封件股份有限公司	该公司以机械基础件和汽车零部件为主导的跨国民营企业集团。连续十年销售收入、出口创汇、利润总额以及主导产品市场占有率等各项指标位居国内同行业首位,并连续多年入选“全球非轮胎橡胶制品50强排行榜”。	主要客户为通用、福特、大众、奔驰、丰田、现代、克莱斯勒等。

资料来源：公司公告、观研报告网官网、开源证券研究所

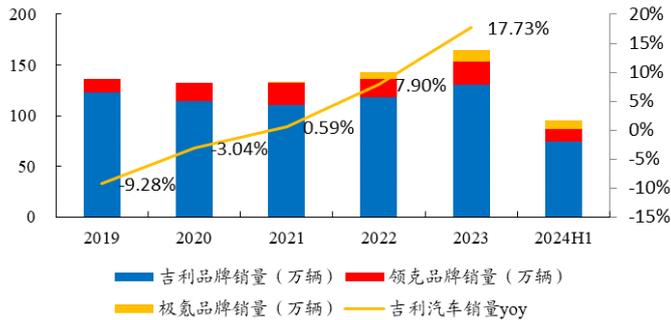
整车厂竞争愈演愈烈，国产替代成未来确定趋势。随着近年来国内自主新能源汽车品牌的崛起，汽车市场竞争加剧，外资品牌车厂在采购成本上已感觉到压力。并且中资企业在响应市场的速度、客户服务以及其他多个方面表现出较强的综合实力。在此背景下，部分合资公司在加大对国内自主汽车密封条企业的采购，汽车密封条行业呈现出国产替代趋势。

2.2、深度绑定优质客户，业绩确定性与营收规模双升

2.2.1、绑定吉利大客户，受益新产品拓展+全球发展战略

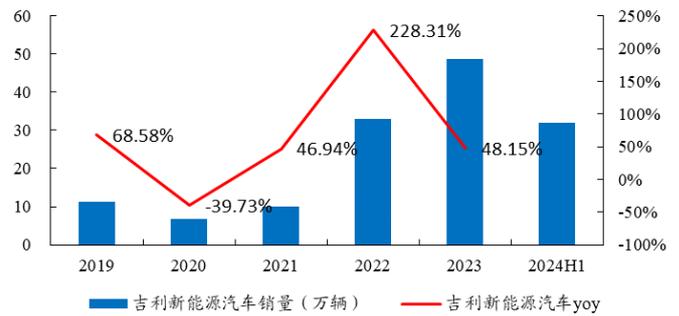
浙江仙通是吉利核心供应商，密封条产品覆盖吉利全部主要车型。公司是吉利密封条的核心供应商，相关营收紧跟吉利汽车销量。吉利汽车2023年总销量为168.7万辆，超额完成销售目标并创下总销量历史新高，其中新能源汽车销量为48.7万辆，同比增长48.3%，出口销量为27.4万辆，同比增长38.3%；2024年H1累计销量95.6万辆，同比增长约41%，其中新能源汽车累计销量为32.0万辆，同比增长约117%。吉利汽车立足全球市场并且拥有相对稳健的增长模式，虽然在新能源汽车上布局较晚，但凭借战略转变下资源聚焦带来的产品结构优化和具备爆款潜质的新车型推出，预计未来三年将迎来快速发展期，销量或将快速提升。

图23：2024年H1吉利汽车累计销量95.6万辆，同比增长约41%



数据来源：吉利汽车公告、开源证券研究所

图24：2024年H1吉利新能源汽车累计销量为32万辆，同比增长约117%



数据来源：吉利汽车公告、开源证券研究所

吉利汽车在全球共有 36 家整车制造工厂，产能配套趋于完善。吉利汽车拥有 30 家国内整车工厂和 6 家海外整车工厂，2023 年初产能达到 478.88 万辆，2024 年初产能为 423.07 万辆，同比下降 11.7%，全国排名第二。2024 年初吉利汽车产能利用率为 45.0%，同比增加 9.9%。总体来看，吉利汽车国内产能充足，产能配套完善，海外工厂布局持续深化。

表5：吉利汽车在全球共有 36 家整车制造工厂，产能配套趋于完善

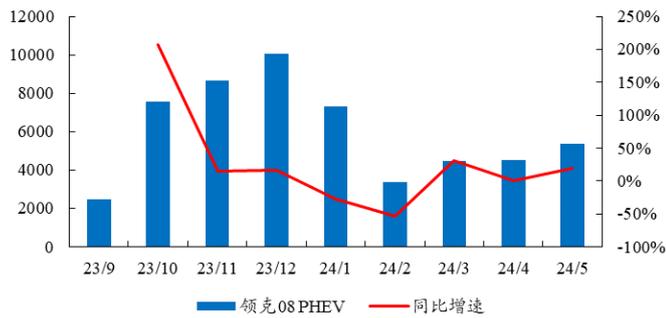
工厂地点	工厂名称	生产车型	产能
国内整车工厂	吉利西安工厂（黑灯工厂）	星越 L	36 万套/年
	吉利宝鸡工厂	博越、银河	整车 20 万辆/年 发动机 36 万台/年
	吉利汽车钱塘制造基地（浙江杭州）	睿蓝 60S、几何 E、ICON 巧克力等	10 万辆/年
	吉利杭州湾第二制造基地（宁波慈溪）	星瑞、星越、星越 PHEV	30 万辆/年
	吉利春晓工厂（宁波北仑）	吉利博瑞、博瑞 GE PHEV、博越	20 万辆/年
	吉利领克余姚工厂（宁波余姚）	领克 05，领克 01	30 万辆/年
	吉利临海工厂（台州临海）	帝豪 GL、帝豪 GL PHEV、帝豪 GS 等	30 万辆/年
	吉利湘潭工厂	-	15 万辆/年
	吉利成都工厂（成都龙泉驿）	枫叶 60s、全球鹰 GX7、英伦 SX7	10 万辆/年
	吉利晋中工厂（山西晋中）	几何 Apro 纯电动汽车、几何 C 纯电动汽车、几何功夫牛、帝豪 EVpro 等	20 万辆/年
	领克张家口工厂	基于 CMA 模块化架构的各种车型，其中包括沃尔沃的 4 款车型	20 万辆/年
	吉利贵阳工厂	吉利首款 MPV 嘉际、首款插混 MPV 嘉际 PHEV、帝豪甲醇车等	30 万辆/年
	吉利湖州长兴工厂（湖州长兴）	-	一期 15 万辆/年
	领克梅山工厂（宁波北仑）	领克 09	40 万辆/年
	吉利济南工厂（山东济南）	-	10 万辆/年
	吉利高端新能源整车（重庆）生产基地	Polestar 极星	3 万辆/年
	领克成都工厂（成都龙泉驿）	领克 06	一期 30 万辆/年
	极星成都工厂（成都双流）	极星 Polestar 1	500 辆/年
	睿蓝汽车重庆工厂（重庆北碚）	枫叶 60s	15 万辆/年
沃尔沃成都工厂	沃尔沃 XC60	-	

工厂地点	工厂名称	生产车型	产能
	沃尔沃大庆工厂	沃尔沃 S90、沃尔沃 S60	-
	沃尔沃路桥工厂（台州路桥滨海）	沃尔沃 XC40、XC40 Recharge 纯电动汽车等	15 万辆/年
	吉利南充工厂	-	一期：10 万辆/年
	吉利上饶工厂（江西上饶）	-	-
	吉利商用车淄博基地（山东淄博）	-	10 万辆/年
	汉马科技新能源重卡马鞍山基地（安徽马鞍山）	吉利新能源商用车的轻量化工程车产品和 G2 平台产品	-
	吉利商用车湖州工厂（湖州南太湖）	-	-
	英伦电动汽车整车工厂（中国义乌）	-	10 万辆/年
	路特斯集团整车工厂（中国武汉）	-	15 万辆/年
	极氪智能科技整车工厂（杭州湾）	极氪 001	30 万辆/年
	沃尔沃瑞典哥德堡整车工厂（瑞典）	-	30 万辆/年
	沃尔沃比利时根特工厂（比利时）	-	13.5 万辆/年
	沃尔沃美国南卡罗莱纳整车工厂（美国）	-	15 万辆/年
海外整车工厂	英伦电动汽车考文垂整车工厂（英国）	新伦敦出租车电动版 TX5	3 万辆/年
	路特斯英国海瑟尔跑车工厂（英国）	-	-
	吉利汽车白俄罗斯工厂（白俄罗斯鲍里索夫）	GX7 SUV、海景 SC7、SC5 和熊猫 CROSS 等	12 万辆/年

资料来源：SMM 汽车风云公众号、开源证券研究所

吉利拥有出色的爆款车型打造能力，各个赛道都有爆款。在高端纯电领域，2024 年 H1 极氪累计交付 87870 辆，同比增长 106%，其中极氪 001 销量为 14383 辆，连续三个月实现交付破万，持续蝉联 25 万以上纯电车型销量冠军；在中高端新能源领域，吉利银河系列和领克新能源系列持续发力，其中吉利银河 2024 年 H1 累计销量突破 8.1 万，同比增长 742%；在微型纯电领域，吉利熊猫 2024 年 6 月销量 9164 辆，环比增长超 10%，稳居微型纯电市场销量前三；在传统燃油车板块，吉利品牌 2024 年 H1 累计销量 74.12 万辆，同比增长超 34%。其中，中国星高端系列 6 月销量 33065 辆，同比增长超 30%。

领克品牌国内市场主攻中高端新能源市场，车型矩阵进一步完善助推销量提升。2023 年 9 月 8 日领克推出领克 08 PHEV，该车首搭 LYNK Flyme Auto 系统和 EM-P 超级增程电动方案，销量表现超越市场预期。除 5 月推出的领克 07 PHEV 外，2024 年领克还将推出基于 SEA 架构开发的一款中大型纯电动旗舰轿车以及一款紧凑型纯电动 SUV，领克车型矩阵的进一步完善有望实现销量的增长。

图25：2023年9月8日领克推出领克08 PHEV


数据来源：车主之家官网、开源证券研究所

图26：2024年5月17日领克07 PHEV上市

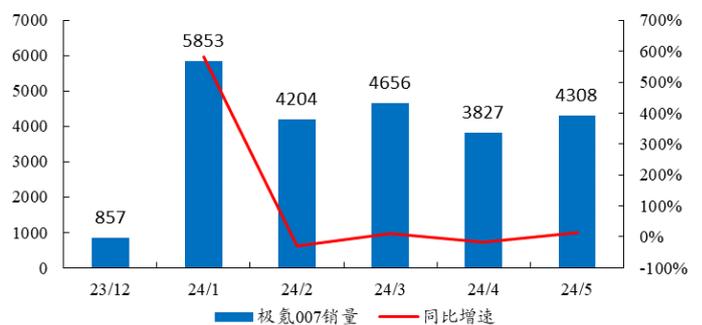

资料来源：领克汽车 LYNKCO 公众号

领克欧洲市场战略调整为聚焦零售，进一步开拓国际市场。2024年1月3日长期服务于沃尔沃的高管 Nicolas Lopez Appelgren 接替 Alain Visser 成为吉利旗下领克品牌的新国际负责人。Appelgren 自 1995 年起在沃尔沃任职，担任过沃尔沃全球营销负责人和零售业务负责人等职务。接下来领克将利用控股集团的欧洲资源强化营销渠道并持续推出新产品在包括德国在内的七个欧洲国家销售，进一步开拓国际市场。

极氪品牌定位高端智能电动车，2024年新车型持续上市推动销量上升。极氪是吉利控股集团旗下的高端智能电动品牌，主要在售车型有极氪001、极氪007、极氪009、极氪X以及极氪001 FR。极氪全部在售车型中除极氪009外均采用无边框车门设计并由浙江仙通供货无边框密封条。目前浙江仙通为极氪001提供的无边框密封条已成功实现量产。作为极氪系列爆款车型的极氪001在历经上市三年的时间后，仍然保持着较高销量，2024年2月27日极氪推出极氪001改款车型，更是再一次将其销量提升至月销万辆的水平。极氪007对标特斯拉Model 3与小米Su7等车型，搭载2颗Orin X芯片，并拥有800V电气架构，于2023年12月27日上市，目前月销稳定于4000辆，竞争力强劲。2024年极氪将继续加大产品布局，现已推出基于SEA架构开发的顶级奢华纯电动MPV极氪009光辉，预计还将推出极氪MIX等两款车型。随着极氪品牌产品矩阵持续完善，销量有望实现进一步上涨。

图27：2024年2月27日极氪推出全新极氪001


数据来源：车主之家官网、极氪 ZEEKR 公众号、开源证券研究所

图28：2023年12月27日极氪推出极氪007


数据来源：车主之家官网、开源证券研究所

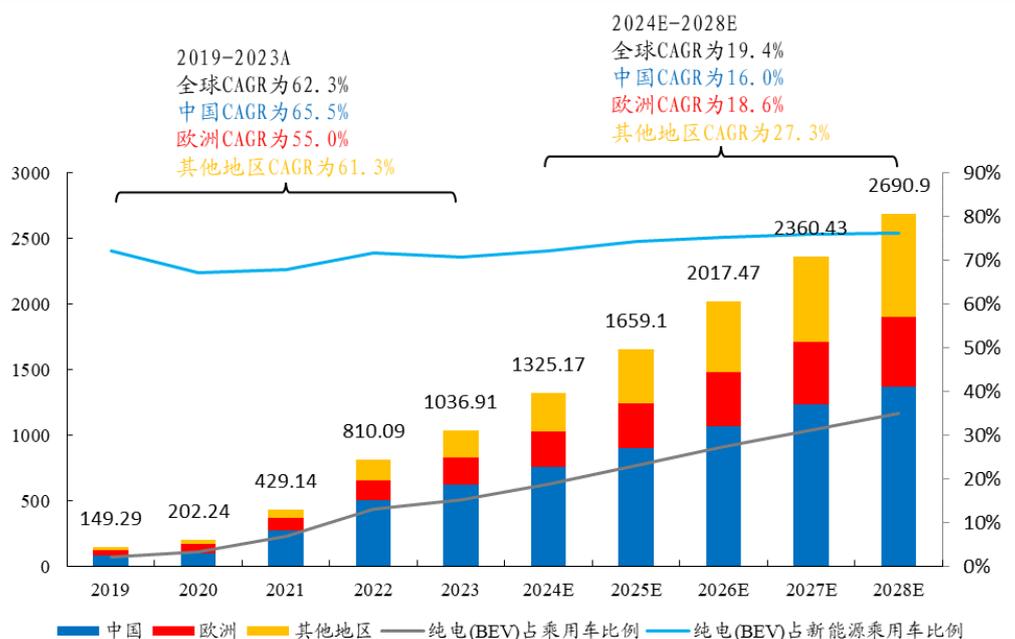
图29：极氪品牌产品矩阵持续完善



资料来源：极氪 ZEEKR 公众号、吉利汽车公告、开源证券研究所

极氪品牌已成功拓展至欧洲、中东等众多国家和地区，全球市场开拓进程提速。全球纯电(BEV)新能源汽车的销量从2019年的约210万辆增加到2023年的约1470万辆，年复合增长率为63.1%，预计到2028年将达到3530万辆。极氪汽车在欧洲等地的布局已初具成效，出口持续增长，尤其在德国、瑞典等国家，极氪车型的接受度超出预期。2024年5月10日极氪于纽交所上市，募集资金4.41亿美元，进一步深化拓展全球市场，提升品牌国际影响力。依靠着全球积淀，全球赋能和全球标准，极氪全球化的步伐将不断提速。

图30：全球纯电动车（BEV）销量自2019年以来呈现强劲增长，年复合增长率达63.1%，预计将在2028年达到3530万辆（单位：万辆）



数据来源：极氪公告、开源证券研究所

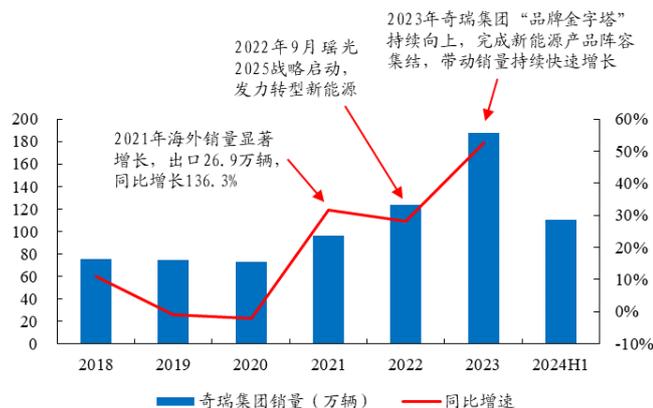
2.2.2、紧盯头部整车厂，优质客户矩阵有望持续扩充

浙江仙通注重客户质量，紧跟核心客户新能源汽车战略。无边框密封条获得智界 S7/S9、享界 S9、奥迪 A5L 等 8 个项目定点；大众、上汽等多个畅销车型欧式导槽项目获得定点；长安启源 A07、阿维塔 E12、领克、北汽华为等多个侧围铝亮条项目开发顺利，将成为新的增长点。截止 2023 年底公司统计在研新项目车型共 42 个，为未来可持续、快速发展提供强有力的支撑，具备较强的业绩确定性。

未来增量一：奇瑞+华为的强竞争力车型

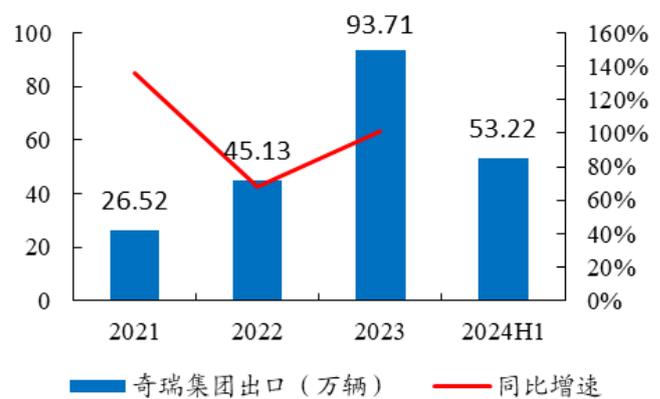
浙江仙通与奇瑞长期稳定合作，是奇瑞密封条的核心供应商。奇瑞包括瑞虎系列、智界系列、星途、欧萌达、探索 06 等在内的主力车型的密封条均主要由浙江仙通供应。奇瑞汽车发端国企，持续向上探索发展空间，成为中国汽车出海标志性企业。2023 年奇瑞集团出口汽车 93.71 万辆，同比增长 101.1%，连续 21 年位列中国品牌乘用车出口第一。2022 年奇瑞正式启动“瑶光 2025”战略，加速向全球科技公司转型，发展新能源车型。2023 年奇瑞坚持多品牌战略，成功构建奇瑞、星途、捷途、iCAR 四大乘用车品牌矩阵，聚焦不同赛道进行品类创新，拓展出奇瑞风云、星途星纪元、捷途山海新能源序列，形成“新能源+燃油”的全布局态势。奇瑞集团国内市场销量稳定增长，海外市场表现进入显著成长期，浙江仙通有望凭借与奇瑞的深度合作持续上量。

图31：奇瑞集团持续向上探索发展空间



数据来源：奇瑞汽车公众号、开源证券研究所

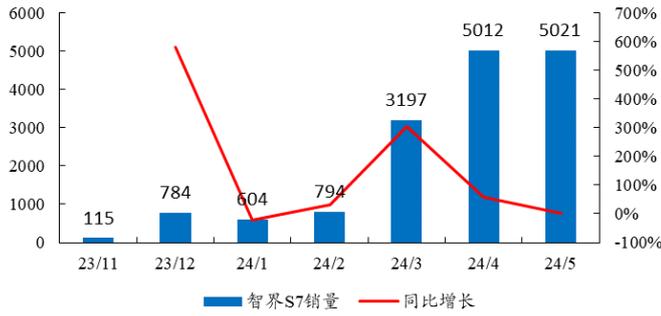
图32：奇瑞集团持续向上探索发展空间



数据来源：奇瑞汽车公众号、开源证券研究所

华为模式深度赋能，智界再出发。智界是华为与奇瑞联手打造的智能汽车品牌，2023 年 11 月 28 日智界旗下首款产品智界 S7 上市，搭载 ADS 2.0、鸿蒙座舱 4.0、800V 高压电池平台，首发途灵底盘，具备较强竞争力。但是由于芯片缺货和工厂搬迁，智界 S7 耽误了量产和上市，错过上量的最佳时期。2024 年 4 月 11 日在华为春季沟通会上，智界 S7 焕新上市，首发搭载华为视觉智驾方案可实现全国高速城快轻松开，智能泊车轻松停。随着交付问题的解决，智界销量得到一定程度修复。2024 年智界还将推出首款 SUV 车型智界 S9，或将提升品牌知名度，打开销量上升空间。

图33：随着交付问题的解决，智界销量得到修复



数据来源：车主之家、开源证券研究所

图34：2023年11月28日智界首款产品智界S7上市



资料来源：智界汽车公众号

未来增量二：鸿蒙智行赋能享界S9，替代空间广阔

无边框密封条最高毛利车型，享界S9有望实现高端豪华轿车国产替代。享界S9定位“全景智慧旗舰轿车”，是由北汽蓝谷和华为联合打造的鸿蒙智行首款行政级旗舰轿车，现已开启预购，正式发布会预计8月上旬在北京举行。享界S9将首发搭载华为ADS 3.0，采用全新升级的全向防碰撞系统CAS 3.0，并实现了ESA（紧急转向辅助）再增强。享界S9依托华为优势，有望在价格、配置、智能化、渠道、品牌力层面实现对奔驰E级、宝马5系、奥迪A6的正面冲击，或将进一步实现对56E燃油车空间的替代。享界S9配套无边框密封条由浙江仙通供应，毛利率高达45%左右，是公司无边框密封条最高毛利单品，后续随着享界S9上市有望实现盈利水平的再提升。

图35：享界S9轴距3050mm，行政级尺寸



资料来源：鸿蒙智行公众号

图36：享界S9首发搭载华为ADS 3.0



资料来源：鸿蒙智行公众号

未来增量三：库博逐渐退出大众供应链，仙通份额有望进一步提升

与大众合作项目订单逐渐增加，或将成为业绩重要增量。大众是欧洲最大的汽车制造商，产品线覆盖从经济型轿车到豪华车、SUV、MPV等各个细分市场，并拥有多个汽车品牌，包括大众乘用车、奥迪、斯柯达、西雅特等。2024年大众将推出众多车型，包括朗逸、途观L、途岳、ID.6、微蓝、新凌渡、新途昂等。公司早在2019年就进入了大众供应链，从小额订单做起，后凭借优秀的产品品质以及成本管控能力逐渐获得更多项目订单。

未来增量四：新客户开拓顺利，部分头部客户静待佳音

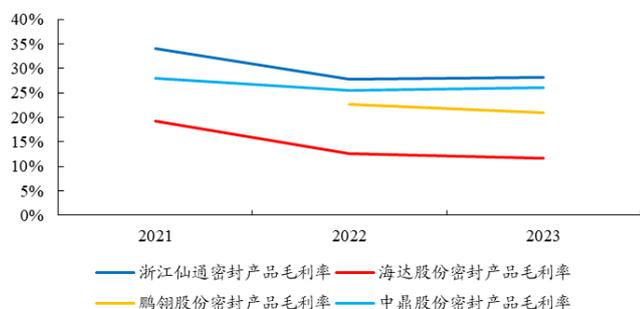
浙江仙通持续锁定头部客户，加快头部客户破局进程。公司坚持优质客户战略，在新势力客户的选择上较为保守，着重聚焦头部客户。2024 年公司主要拓展方向为小米汽车等。

3、盈利能力叠加产能优势，仙通或将持续进入上升通道

3.1、首创工装模具自制生产模式，成本优势远超同行

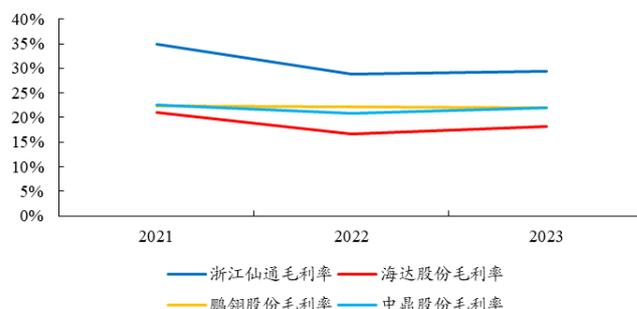
本土汽车零部件企业由于在生产规模、资金实力等方面相对于汽车整车厂处于劣势地位，因此汽车整车厂在产品定价、供货要求、支付条件等方面处于强势地位，部分汽车整车厂甚至对供应商提出每年强制降低采购价格的要求。因此，在保证产品质量的前提下，如何尽可能地控制成本，成为本土汽车零部件企业保持竞争力的关键。公司在成本控制方面具有较为突出的优势，产品毛利率高于同业，如海达股份、鹏翎股份等，在市场竞争压力较高的情况下仍然保持着可观的盈利能力。

图37：浙江仙通密封产品毛利率高于同业



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图38：浙江仙通整体毛利率高于同业



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

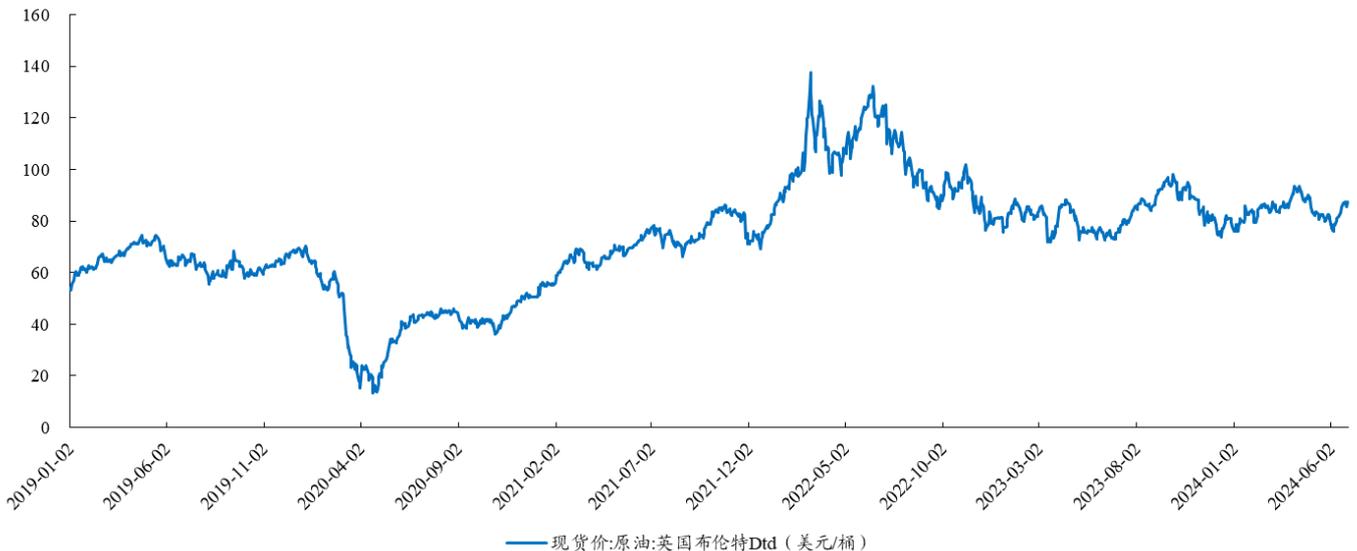
浙江仙通成本控制优势的建立主要在于：(1) 公司的工装模具的自制率高，与委外订制加工方式相比，自制工装模具有效地节省了设备开支，从而控制制造费用，节省成本；(2) 通过严格的考核制度和激励机制，将一线员工的绩效薪酬与生产过程中的废品率挂钩，从而提高合格率，减少因废品而导致的浪费，并且公司员工大部分是本地人，长期工作于仙通，因此熟练度较高，产品良率也相对提升，并且相比于其他公司人力成本更低；(3) 公司引进丰田精细化管理模式并且推行岛区化生产模式，实现线性小单位流转，减少物流和等待的浪费、过程积压的浪费，并有效控制不良品的批量产生；(4) 通过改进配方等方式，公司对原材料品种进行整合，减少了原材料的规格数量。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，从而发挥采购的规模化效应，增强谈判能力。

浙江仙通是业内第一家自制工装模具用于生产的密封条企业，极大程度提高了成本控制能力和快速响应能力。在工装模具的设计和制造方面，公司通过多年的研发和生产，积累了丰富的经验，90%以上的生产模具为自行研发、制造，自制率水平较高。通过模具的设计自制所形成的优势，主要体现在以下几个方面：(1) 首先，有效降低成本。根据测算，委外订制加工模具的成本高于自制加工。公司通过自制工装模具有效地降低了设备成本，从而提高了产品毛利率；并且拥有模具开发自制能力的公司能迅速解决模具试验和使用过程中出现的问题，保证生产连续性、提高产品良率；(2) 其次，增强快速响应能力。模具自研自制大幅度缩短了模具的设计制造周期，缩短了新产品的开发和制造周期，可以根据下游客户需求进行快速更换、修正、迭代。模具自制优势顺应新能源潮流下汽车迭代速度加快的趋势，提高了公

司的产品竞争力。

密封条易受原材料价格影响，原材料价格下调毛利有望持续修复。密封条行业上游主要是钢材、橡胶、铝合金、塑料等各类原材料，其中 PVC 是重要原材料之一，其产量对塑胶密封条的影响较大。PVC 的生产需要使用化学原料，其中最主要的原材料就是乙烯。因此原油对密封条价格有着直接的影响。密封条开发周期通常为 18-24 月，在第三年进入爬坡阶段，并于第四年进入量产阶段。因此原油价格会影响公司的毛利率水平。

图39：原油价格影响原材料成本进而影响公司毛利率水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、竞争格局重塑，市场份额将进一步提升

汽车零部件行业呈现出相对封闭的特点，准入门槛较高，主要有以下几点壁垒：

(1) 技术开发和生产制造壁垒：汽车密封条的设计开发和生产制造需要经过密封条数模设计、密封条截面方案设计等复杂的过程，对供应商的材料选型、数模设计能力、模具开发水平、生产工艺等方面能力均有很高要求，行业外企业在短期内难以在上述领域形成足够的竞争力。尤其是无边框密封条的生产与制造，对技术和员工熟练度的要求极高。

(2) 客户认证壁垒：与其他汽车零部件类似，汽车整车厂商对汽车密封条供应商的选择非常谨慎，需要经过一系列严格的考核流程。在各方面条件基本满足要求的前提下，一家汽车密封条生产企业从与整车厂的初步接触到成为合格供应商，一般来说需要 1-3 年。而正式参与项目的设计开发、小批量试生产，到最后的批量生产，又需要 1-2 年的周期。因此，客户严格的认证和项目评审体系对行业外企业来说构成了较大的壁垒。

图40：汽车整车厂商对汽车密封条供应商的选择非常谨慎，需要经过一系列严格的考核流程

认证周期(月)	可行性分析			产品设计和开发				产品和过程确认									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	---	17	18	
客户意向选择	→																
初审配套规模		→															
新品评估及报价			→														
全厂体系审核				→													
新品设计和开发送样					→												
功能测试和形式试验								→									
测试合格进入小批量												→					
小批量制作及交付													→				
进入路试阶段														→			
路试合格后批量供货															→		
进行持续性改进																→	

资料来源：公司公告

(3) 成本控制壁垒：对于本土密封条企业来说，目前服务的车型以自主品牌的小排量乘用车为主，该类车型往往针对中低端消费群体，客户的价格敏感性相对较强，因此供应商对成本控制的压力也相对更大。并且对于缺乏行业经验的新进入者来说，在短期内难以具备有效控制成本的能力。

海外密封条龙头难以适应新能源车型的快速迭代，迅速响应服务的能力相对较弱，国内龙头市场份额有望进一步扩大。早期汽车密封条行业市场份额主要集中在外资或合资企业，但是通过多年的经验积累及不断的技术创新，包括仙通在内的部分本土汽车密封条领先企业逐渐打破了跨国汽车零部件制造商对于合资整车厂和高端车型的供应垄断，逐渐进入了合资汽车制造商的采购体系。如今随着中国整车厂的竞争加剧，汽车密封条企业盈利空间被压缩，包括库伯标准在内的外资密封条企业在中国市场表现不佳，叠加新能源主机厂对快速响应服务的能力较高，预计未来几年海外厂商的市场份额将持续下降。

3.3、推动智能制造进程，不断扩大生产能力

推进智能化制造,拓展先进产能。2024年公司德国产高端炼胶生产线投入使用,产能 1.5 万吨,新增德国 UTH 离线滤胶机,大幅提升公司高端汽车密封条的炼胶产能;新增两条高端多复合挤出生产线,生产能力稳步提升;通过 APS 系统的深入应用使企业的生产能力不断适应销售订单,综合生产节拍、产能、模具、工艺、原材料等要素,提高生产效率,智能制造水平显著提升;后工序车间导区配置加速,全年完成配置 43 个接角对接岛区、35 个喷涂链后岛区和 15 个亮条岛区,大量购置橡胶注射机、机械手自动化喷涂流水线、全自动卡扣机、全伺服三维成型机等先进生产设备。**份额提升确定性较高,仙通将持续扩大生产能力。**公司持续推进年产 6000 万米橡胶密封件扩产项目。

4、盈利预测与投资建议

公司是全球汽车密封件龙头,与吉利建立了长期的合作关系,是吉利、奇瑞等整车厂的核心供应商,同时也与长安、上汽、北汽等建立业务关系,在相关车型的零部件上取得定点供应资格。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为

12.50/16.61/20.18 亿元；总营收增长率分别为 17.3%/32.9%/21.5%，综合毛利率分别为 32.3%/32.9%/32.8%。

(1) 无边框密封条

无边框密封条相对有边框具有更高的技术壁垒，毛利率相对更高。公司无边框的主要项目定点为吉利旗下的极氪 001、极氪 007，奇瑞与华为的合作车型智界 S7、R7 以及北汽与华为的合作车型享界 S9。根据对几种车型销量的判断，预计 2024E/2025E/2026E 无边框密封条业务营业收入分别为 1.76/3.54/4.25 亿元。毛利率方面，我们预期 2024E/2025E/2026E 无边框密封条毛利率分别为 40%/39%/38%。

(2) 有边框密封条

公司有边框密封条的客户主要为吉利、奇瑞、长安、上汽、上汽大众和上汽通用，根据对整车厂销量的判断，我们预计 2024E/2025E/2026E 该业务营业收入分别为 10.74/13.08/15.94 亿元。毛利率方面，随着低价产品占库存的比重逐步下滑，原油高价时签订的订单比重逐步提升，预计未来三年毛利率维持较高的水平，2024E/2025E/2026E 毛利率分别为 31%/31.2%/31.4%。

表6：浙江仙通盈利预测（亿元）

	2024E	2025E	2026E
营业收入	1250	1661	2018
同比	17.3%	32.9%	21.5%
毛利率	32.3%	32.9%	32.8%
无边框密封条	1.76	3.54	4.25
毛利率	40%	39%	38%
有边框密封条	10.74	13.08	15.94
毛利率	31%	31.2%	31.4%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

我们选取海达股份、鹏翎股份、中鼎股份作为浙江仙通的可比公司。理由如下：

(1) 海达股份以橡塑材料改性研发为核心，围绕橡胶制品密封、减振两大基本功能，以密封带动减振，致力于高端装备配套用橡塑部件产品的研发、生产和销售，为全球客户提供密封、减振系统解决方案；(2) 鹏翎股份主营业务为汽车流体管路和汽车密封部件的研发生产，也是国内较早从事汽车管路产品和汽车密封部件产品研发和制造的供应商；(3) 中鼎股份从事液压气动密封件、汽车非轮胎橡胶制品的研发、生产和销售。主要业务有智能底盘系统业务-空气悬挂系统、智能底盘系统业务-轻量化底盘系统、流体管路系统以及密封系统。公司估值水平较低于可比公司的平均值，主要源于公司较高的护城河以及绑定下游重点客户带来的高成长性，估值水平存在进一步向上提升的空间。

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.17/3.01/3.70 亿元，对应 EPS 分别为 0.80/1.11/1.37 元/股，当前股价对应 2024-2026 年的 PE 分别为 15.7/11.3/9.2 倍，基于公司具有相对同行显著的竞争优势，客户结构优质，成长确定性高，给予“买入”评级。

表7：浙江仙通估值水平低于可比公司平均（截至 2024/8/5）

证券代码	证券简称	收盘价	EPS（元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300320.SZ	海达股份	7.30	0.31	0.39	0.46	23.47	18.84	15.79
300375.SZ	鹏翎股份	3.99	0.13	0.16		31.07	25.54	
000887.SZ	中鼎股份	11.17	1.07	1.28	1.49	10.41	8.75	7.52
	平均					21.65	17.71	11.65
603239.SH	浙江仙通	12.60	0.80	1.11	1.37	15.75	11.35	9.20

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：海达股份、鹏翎股份、中鼎股份盈利预测来自于 Wind 一致预期，浙江仙通盈利预测来自于开源证券研究所）

5、风险提示

原材料价格波动的风险。公司原材料主要是橡胶，受原油价格影响，如果上游原材料价格发生波动，对公司盈利能力将产生一定的影响。

下游客户传导降价压力的风险。下游整车厂在降价的压力下，会倒逼上游供应商降价，从而影响毛利率水平。

宏观经济波动的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	736	899	1061	1315	1571
现金	21	106	129	166	271
应收票据及应收账款	355	393	469	638	707
其他应收款	1	0	1	1	2
预付账款	5	4	6	6	7
存货	177	198	248	283	348
其他流动资产	178	199	207	221	237
非流动资产	521	531	564	642	698
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	373	433	465	546	599
无形资产	31	30	29	28	28
其他非流动资产	117	68	70	67	71
资产总计	1257	1430	1625	1957	2268
流动负债	238	339	407	538	581
短期借款	0	0	0	66	0
应付票据及应付账款	195	278	337	392	495
其他流动负债	43	62	70	80	86
非流动负债	13	18	15	15	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	18	15	15	16
负债合计	251	357	422	554	597
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	271	271	271	271	271
资本公积	301	301	301	301	301
留存收益	434	499	547	623	736
归属母公司股东权益	1006	1073	1203	1404	1671
负债和股东权益	1257	1430	1625	1957	2268

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	68	187	183	200	388
净利润	126	151	217	301	370
折旧摊销	52	55	50	56	68
财务费用	3	2	-3	-3	-5
投资损失	-1	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-121	-33	-79	-155	-46
其他经营现金流	9	14	0	2	3
投资活动现金流	-59	-28	-76	-131	-120
资本支出	49	49	75	139	120
长期投资	-10	20	0	0	0
其他投资现金流	0	1	-1	9	-0
筹资活动现金流	-133	-87	-84	-98	-97
短期借款	-121	0	0	66	-66
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-12	-87	-84	-164	-32
现金净增加额	-123	72	24	-29	170

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	936	1066	1250	1661	2018
营业成本	667	753	846	1115	1356
营业税金及附加	7	9	11	14	17
营业费用	40	46	49	61	71
管理费用	50	49	54	68	79
研发费用	36	44	49	63	77
财务费用	3	2	-3	-3	-5
资产减值损失	-5	-6	-9	-13	-18
其他收益	12	13	11	12	12
公允价值变动收益	2	1	1	1	1
投资净收益	1	2	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	142	170	246	341	418
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	1	0	2	1	1
利润总额	142	170	244	340	417
所得税	16	19	28	38	47
净利润	126	151	217	301	370
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	126	151	217	301	370
EBITDA	193	222	292	393	480
EPS(元)	0.47	0.56	0.80	1.11	1.37

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	19.0	13.8	17.3	32.9	21.5
营业利润(%)	-12.5	19.7	44.0	38.7	22.8
归属于母公司净利润(%)	-11.0	19.7	43.5	39.0	22.8
获利能力					
毛利率(%)	28.8	29.4	32.3	32.9	32.8
净利率(%)	13.5	14.2	17.3	18.1	18.3
ROE(%)	12.5	14.1	18.0	21.5	22.2
ROIC(%)	12.5	13.8	17.8	20.3	21.9
偿债能力					
资产负债率(%)	20.0	25.0	26.0	28.3	26.3
净负债比率(%)	-1.9	-9.6	-10.6	-7.0	-16.1
流动比率	3.1	2.6	2.6	2.4	2.7
速动比率	2.3	2.0	1.9	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	3.1	2.9	2.9	3.0	3.0
应付账款周转率	4.2	4.1	3.8	4.0	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.56	0.80	1.11	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.69	0.68	0.74	1.43
每股净资产(最新摊薄)	3.72	3.96	4.44	5.18	6.17
估值比率					
P/E	27.0	22.6	15.7	11.3	9.2
P/B	3.4	3.2	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	17.2	14.7	11.1	8.3	6.5

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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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3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9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