

# 浙江仙通 (603239.SH)

买入 (首次评级)

## 从本土“草根”到龙头企业，引领汽车密封条国产替代

### 投资要点:

#### ➤ 汽车密封条龙头企业，专精于产品，深耕于行业。

公司成立于1994年，从事汽车密封条行业近30年；2016年上交所上市；2023年台州金投成为公司最大股东，赋能公司发展。橡胶与塑胶密封条为核心产品，占比96.83%，2023年公司实现营收10.66亿元，同比+14%，实现归母净利润1.51亿元，同比+20%。

#### ➤ 国产替代趋势明确，竞争格局重塑，市场份额有望提升。

据证券时报网报道，2019年我国汽车密封条的市场空间在170-180亿左右。近年来整车厂降本需求旺盛，本土密封条制造商具有较强的成本优势，国产替代有望加速推进，竞争格局正在重塑。公司作为国内密封条行业龙头，先发优势显著，后续市场份额有望持续提升。

#### ➤ 成本控制优势显著，客户结构不断改善

公司在成本控制方面具有突出的优势，良品率在95%以上，远超行业平均水平，在当前整车厂价格战降本压力向零部件企业传导的背景下，利好具备成本优势的企业。汽车密封条业生态体系相对封闭，公司主动调整自身战略，持续改善客户结构，处于良性发展轨道。

#### ➤ 欧式导槽与无边框密封条两大拳头产品，助力盈利新增长。

1) **欧式导槽**：成功获得大众朗逸定点，打破外资垄断。欧式导槽质感好、密封性优、降噪能力强。随着自主品牌汽车平均售价提升，欧式导槽渗透率有望不断提升。公司为少数能生产欧式导槽的企业之一，竞争对手少，具有较强的成本优势，该业务有望持续增长。

2) **无边框密封条**：引领国产替代，已获多个项目定点。随着新能源汽车外观竞争加大，无边框密封条未来将成为中高端新能源汽车主流配置。公司是第一家能够提供无边框密封条的内资企业，具有显著的先发优势和技术优势。2023年公司获得智界S7、S9、领克、极氪001、极氪007、通用、奥迪、北汽华为享界S9等8个无边框密封条项目顶点。

#### ➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入分别为12.52、15.87、19.83亿元，归母净利润分别为2.20、2.86、3.65亿元，按照9月26日收盘市值，对应PE分别为15、12、9倍，参考可比公司估值，同时考虑到公司为细分行业龙头，业绩增长稳健，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ➤ 风险提示

汽车销量不及预期、拳头产品放量不及预期、原材料价格波动风险。

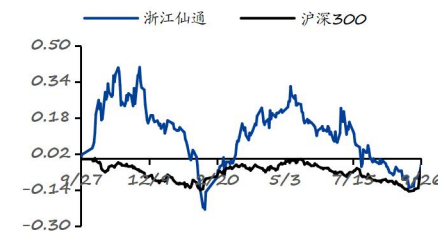
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	936	1,066	1,252	1,587	1,983
增长率	19%	14%	17%	27%	25%
净利润(百万元)	126	151	220	286	365
增长率	-11%	20%	46%	30%	28%
EPS(元/股)	0.47	0.56	0.81	1.06	1.35
市盈率(P/E)	31.4	27.4	15.3	11.8	9.2
市净率(P/B)	3.4	3.1	2.8	2.4	2.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2024-09-26
收盘价:	12.45元
总股本/流通股本(百万股)	270.72/270.72
流通A股市值(百万元)	3,370.46
每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	23.60
一年内最高/最低价(元)	19.00/9.64

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 卢宇峰(S0210524050001)  
lyf30531@hfzq.com.cn  
联系人: 徐丽华(S0210124050018)  
xlh30529@hfzq.com.cn

### 相关报告



## 投资要件

### 关键变量

**无边框密封条、欧式导槽等产品定点项目持续落地。**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。随着上述项目不断落地，我们预计 2024-2026 年塑胶密封条业务收入增速分别为 11%、12%、13%，毛利率分别为 41.0%、41.3%、41.5%；橡胶密封条业务收入增速分别为 18%、30%、27%，毛利率分别为 27.0%、27.3%、27.6%。

**侧围铝亮条项目不断落地。**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。随着上述项目不断落地，预计 2024-2026 年金属辊压件等其他配件业务收入增速分别为 25%、30%、34%，毛利率分别为 28.4%、28.5%、28.6%。

### 我们区别于市场的观点

市场的观点认为由于整车厂价格竞争激烈，汽车零部件企业面临年降的压力较大，浙江仙通等企业增长乏力。我们认为公司作为汽车密封条细分赛道的内资龙头企业，汽车密封条行业竞争格局不断重塑，公司凭借技术、成本、客户等优势，业绩有望超预期。

### 股价上涨的催化因素

无边框密封条/欧式导槽等产品定点逐步落地、后续能持续获得爆款车型的定点项目。

### 估值和目标价格

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 12.52、15.87、19.83 亿元，归母净利润分别为 2.20、2.86、3.65 亿元，按照 9 月 26 日收盘市值，对应 PE 分别为 15、12、9 倍。

我们选择海达股份、中鼎股份、新泉股份作为公司估值可比公司。截止 2024/9/26，可比公司 2024-2026 年 PE 预测值的平均值分别为 21X、16X、13X，高于浙江仙通的 PE 水平。考虑到浙江仙通预计在 2024-2026 年将保持持续增长，首次覆盖给予浙江仙通“买入”评级。

### 投资风险

汽车销量不及预期、拳头产品放量不及预期、原材料价格波动风险。

## 正文目录

1 质地如何—汽车密封条内资龙头企业，专精于产品，深耕于行业	5
1.1 公司发展历史、股权结构与主要产品介绍	5
1.2 自主研发能力突出，个性化定制服务于优质客户资源	9
1.3 营收与净利润大幅提升，核心产品毛利率处于行业较高水平	11
2 国内汽车密封条市场竞争分析	12
2.1 汽车密封条市场空间呈正增长	12
2.2 汽车密封条国产替代趋势明确，竞争格局正在重塑，公司积累多年率先受益	13
3 成本控制优势显著，客户结构不断改善，两大拳头产品助力盈利新增长	15
3.1 成本控制优势突出，良品率远超行业平均水平	15
3.2 客户结构持续改善	16
3.3 拳头产品一：欧式导槽	17
3.4 拳头产品二：无边框密封条	18
4 盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 估值与投资建议	21
5 风险提示	22

## 图表目录

图表 1: 浙江仙通股权结构，数据截至 24 年 8 月 5 日	5
图表 2: 股份转让二次交易前后相关细节变化	6
图表 3: 台州五城产业股权结构图	6
图表 4: 橡胶密封条的工艺流程图	7
图表 5: 塑胶密封条的工艺流程图	8
图表 6: 材料的特性、优缺点以及在汽车密封中所应用的部位	8
图表 7: 金属辊压件的工艺流程图	8
图表 8: 产品应用分类	9
图表 9: 公司主营业务收入与占比（单位：亿元）	9
图表 10: 多年研发费用超 3000 万元，除 2022 年以外研发费用率均在 4% 以上	10
图表 11: 公司核心技术人员密封条行业经验丰富	10
图表 12: 公司主要客户	11
图表 13: 2023 年公司实现营收 10.66 亿元，同比+13.81%	11
图表 14: 2023 年公司实现归母净利 1.5 亿元，同比+19.68%，未来向好	11
图表 15: 疫情后公司优化供应链管理，各项费用率下降显著（单位：%）	12
图表 16: 公司密封条毛利率与同行对比情况	12
图表 17: 2012-2019 年我国汽车密封条行业市场规模及增长情况	13
图表 18: 2012-2024 年 1-7 月中国汽车销量及增长情况	13
图表 19: 2023-2024 年月度新能源乘用车零售销量渗透率	13
图表 20: 我国自主品牌销量占市场一半以上	14
图表 21: 贵航股份密封条业务正逐步萎缩	14
图表 22: 库珀标准连年亏损严重	14
图表 23: 密封条业务营业收入对比（亿元）	14
图表 24: 公司与可比企业整体归母净利润对比（亿元）	14
图表 25: 2016-2017 年汽车密封条企业前十五名市占率	15
图表 26: 公司通过多种途径进行成本控制	16
图表 27: 汽车整车厂挑选供应商流程图	17
图表 28: 日式导槽和亮面欧式导槽示意图	18
图表 29: 欧式导槽在汽车上的应用	18
图表 30: 大众朗逸销量情况	18
图表 31: 无边框密封条产品示意图	18
图表 32: 无边框车门示意图	18



图表 33: 极氪 001 上市以来月均销量超 6600 辆 .....	19
图表 34: 公司在建项目情况 .....	19
图表 35: 浙江仙通业务拆分及收入、毛利预测 .....	20
图表 36: 基本面及估值同业比较 (截至 9 月 26 日收盘) .....	21
图表 37: 财务预测摘要 .....	23



# 1 质地如何—汽车密封条内资龙头企业，专精于产品，深耕于行业

## 1.1 公司发展历史、股权结构与主要产品介绍

专精于汽车密封条产品，深耕行业三十年，生产和销售规模处于行业前列。浙江仙通设立于1994年，其董事长李起富与仙居县完成改制的机械厂合作开发出了一套密封条模具，进而拿下第一个汽车厂客户，公司开始进入密封条行业。2009年12月整体改制为股份公司，并于2016年12月30日在上海证券交易所上市，连续六年为仙居工业企业税收第二名。浙江仙通成长于仙居县经济开发区，由于仙居县以山地为主且地理位置隐蔽，在上世纪60年代曾为国家工业与国防项目的建设地，这为后来仙居县的汽车、摩托车零部件产业发展打下了基础，由此仙居县成为了我国本土汽车密封条行业的发源地之一。

图表 1: 浙江仙通股权结构, 数据截至 24 年 8 月 5 日



资料来源: 同花顺, 华福证券研究所

台州金投获得公司控制权以布局汽车产业链，当前持股比例为 29.09% 股份。台州市金融投资集团有限公司是台州市人民政府批准设立的市属国有企业，成立于 2014 年 7 月，注册资本 60 亿元，是一家台州市地方性金融和产业领域的投资运营综合性公司，同时负责纾解台州本地上市公司和优质企业流动性紧张等相关工作。2023 年 1 月 5 日，浙江仙通主要股东李起富、金桂云以及邵学军先生与台州五城产业发展有限公司（台州市金融投资集团有限公司的全资子公司）签署了《第二次股份转让协议》，以协议转让及表决权放弃等方式，转让公司控制权。两次交易完成后，台州金投将持有 29.09% 的股权，为公司最大股东，而公司原实际控制人李起富先生第二次交易过户完成后最终持股比例为 26.55%，公司实际控制人变更为台州金投。



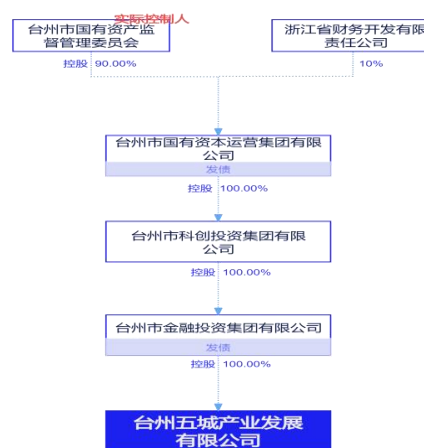
图表 2: 股份转让二次交易前后相关细节变化

股东名称	交易前				一次股份转让+表决权放弃持股数转让比量(万例股)				第二次股份转让+表决权放弃					
	首次转让 持股比数 量(万股)	持股数量 (万 股)	首次转让 数量(万 股)	转让比例	持股数量 (万例股)	持股比例	放弃表决 权	剩余表决 权	第二次转 让数量(万 股)	转让比例	持股数量 (万例股)	持股比例	放弃表决 权	剩余表决 权
李起富	12780.00	47.21%	3195.00	11.80%	9585.00	35.41%	25.00%	10.41%	2396.25	8.85%	7188.75	26.55%	25.00%	1.55%
金桂云	3420.00	12.63%	855.00	3.16%	2565.00	9.47%	0.00%	9.47%	641.25	2.37%	1923.75	7.11%	0.00%	7.11%
邵学军	1800.00	6.65%	450.00	1.66%	1350.00	4.99%	0.00%	4.99%	337.50	1.25%	1012.50	3.74%	0.00%	3.74%
三位转让 股东合计	18000.00	66.49%	4500.00	16.62%	13500.00	49.87%	25.00%	24.87%	3375.00	12.47%	10125.00	37.40%	25.00%	12.40%
上市公司 其他股东	9072.00	33.51%	-	0.00%	9072.00	33.51%	0.00%	33.51%	-	0.00%	9072.00	33.51%	0.00%	33.51%
台州金投	-				4500.00	16.62%	0.00%	16.62%			7875.00	29.09%	0.00%	29.09%
合计	27072.00	100.00%			27072.00	100.00%	25.00%	75.00%			27072.00	100.00%	25.00%	75.00%

资料来源: 公司公告, 华福证券研究所

台州金投赋能谋共赢, 进一步提升公司的行业地位和核心竞争力。民企具有运营灵活、决策效率高、市场应变能力强的优点, 国企具有资源丰富、调动整合资源能力强、信用水平高的优点, 成功的“混改”能使双方合作共赢。汽车产业是台州经济的支柱性产业, 台州市人民政府在发展规划中提出了“未来汽车城”的规划与设想。台州金投收购浙江仙通是结合自身功能定位、积极响应台州市“五城十链”建设规划的重大项目。

图表 3: 台州五城产业股权结构图



资料来源: 公司公告, 同花顺, 华福证券研究所

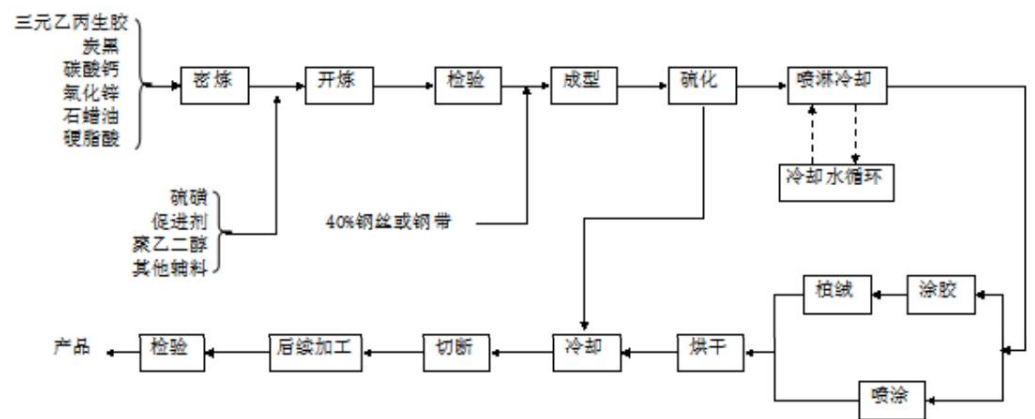
公司一直从事汽车密封条等汽车零部件的研发、设计、生产和销售, 主要业务包括橡胶密封条、塑胶密封条、金属辊压件等其他零部件三大块:

- 1) 橡胶密封条为公司的主打产品, 是近年业绩主要增长点。

公司橡胶密封条的原材料主要是三元乙丙橡胶（EPDM）、混炼胶、钢带、炭黑、石蜡油等，其中三元乙丙橡胶、混炼胶占橡胶密封条产品的比重约为 50%。混炼胶为半成品胶，其主要原材料为三元乙丙橡胶。EPDM 密封条料优点有：①低温性能好，可以达到-60℃并保持弹性；耐高温，连续工作温度可达 110℃以上；②耐化学介质，可以抵抗刹车液、水、冷却剂、洗涤剂、强碱等化学介质；③优异的耐老化性、耐臭氧性，耐候性，可达 10 年以上的使用寿命。

橡胶密封条主要应用于汽车车身主密封，多用于车门门扇门框、侧面车窗、前后挡风玻璃、发动机盖和行李箱盖上，起到防水、防尘、隔音、隔温、减震、装饰的作用。

图表 4：橡胶密封条的工艺流程图



资料来源：公司招股说明书、华福证券研究所

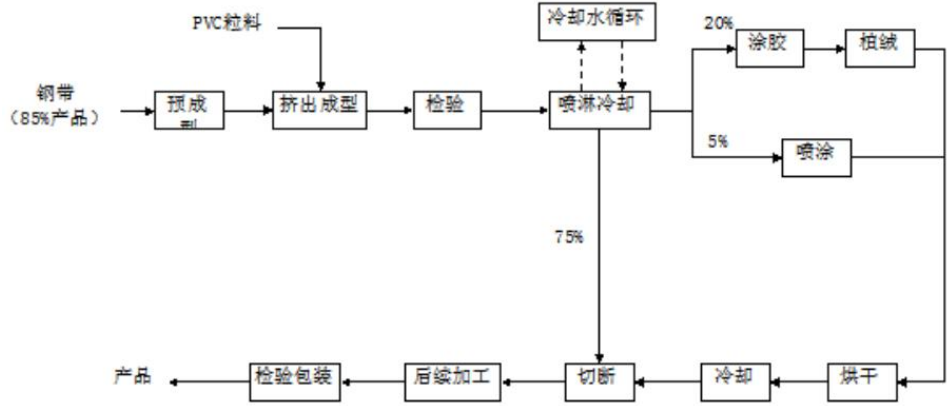
通过近二十年的专注发展，公司已成为中国本土汽车密封条行业第一梯队的成员。2003 年，公司首次进入橡胶密封条的生产销售领域，并逐步加大对该产品的研发和设计投入。2013 年公司陆续投入新厂区与新生产线，逐步提高市场占有率，增厚经营业绩。一方面，公司与一汽、吉利、奇瑞、长安等本土优秀汽车主机厂继续维持长期稳定的合作关系；另一方面，公司成功开拓主要由外资密封条厂占据的合资汽车客户，成为了上海通用的一级供应商，以及丰田、本田、日产、奔驰等品牌的二级供应商。

## 2) 塑胶密封条为公司传统优势产品，业务稳步增长。

公司塑胶密封条以 PVC 粒子和钢带为主要原料，占塑胶密封条原材料成本的比重超过 70%。PVC 密封条料优点有：①容重轻，伸缩强度大，不吸水；制造成本低；具有耐腐蚀性、绝缘性、不易燃性和高强度；②PVC 对氧化剂、还原剂和强酸都有很强的抵抗力。其缺点有：①流动特性差，工艺范围窄；②PVC 内一些有毒添加剂和增塑剂，可能渗出或气化，且焚烧或掩埋后，会造成对土壤和水源的污染，环境压力大。

塑胶密封条主要用于车门玻璃内外密封、后车门角窗玻璃密封等一些硬度要求比较高或需要模压成型的密封条，以及静态密封部位，如水切、前挡装饰条、三角窗、车顶饰条等。

图表 5: 塑胶密封条的工艺流程图



资料来源：公司招股说明书、华福证券研究所

公司的塑胶密封条已成为公司领先于其他企业的具有竞争力的优势产品。公司从塑胶密封条的生产销售开始进入汽车密封条行业，经过近 20 年持续不断地研发和创新，公司已经在该产品领域拥有专业的研发技术团队，形成了深厚的技术积淀，并拥有完整、一体化的汽车密封条产品生产能力。凭借优异的产品性能和完善的售后服务在该业务上树立了良好的口碑，和上海通用、上汽通用五菱、一汽、吉利、奇瑞、长安等优秀汽车主机厂形成了长期稳定的合作关系。

图表 6: 材料的特性、优缺点以及在汽车密封中所应用的部位

	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
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

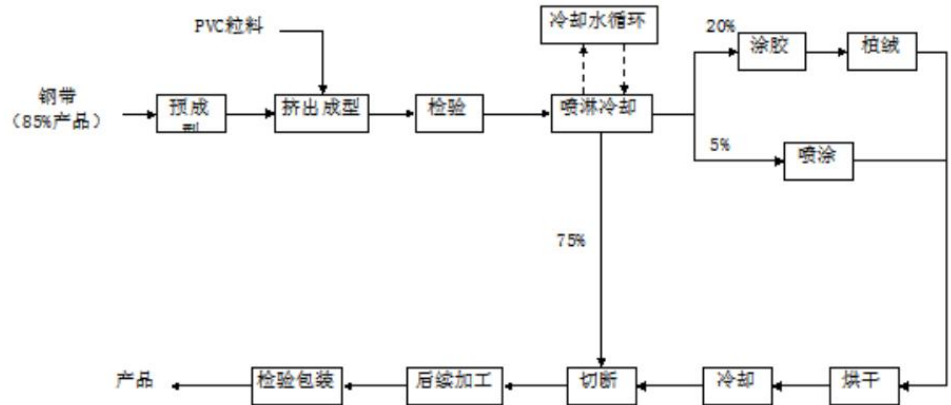
资料来源：公司招股说明书、华福证券研究所

### 3) 金属辊压件等其他零部件。

公司金属辊压件业务开拓侧围铝亮条新产品。公司金属辊压件等其他配件包含门下导轨、中门导轨和行李架垫片等配件，该类产品的销量较少，客户集中度较高，且受制于人力、研发、管理等方面资源的限制，过去公司将主要精力投入到汽车密封条的研发和生产，对金属辊压件投入的资源较少。此后公司又开拓了侧围铝亮条这一新产品，2023 年长安启源 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，是公司后续发展的重点项目之一，将公司成为新的增长点。

图表 7: 金属辊压件的工艺流程图





资料来源：公司招股说明书、华福证券研究所

图表 8：产品应用分类

产品类别	具体产品
汽车密封条	车门框密封条、门上密封条、车门内外水切、风挡外饰胶条、三角窗玻璃密封条、行李箱密封条、车门玻璃导槽、天窗密封条、车顶饰条、装饰条等
金属辊压件等其他零部件	车门玻璃导轨、拉门滑轨、行李架垫片等

资料来源：公司招股说明书、华福证券研究所

图表 9：公司主营业务收入与占比（单位：亿元）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年		2021年		2022年		2023年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
汽车密封条	7.11	97.18%	6.76	96.00%	6.25	97.35%	5.93	96.03%	7.61	96.66%	9.10	96.83%	10.23	95.96%
塑胶密封条	1.81	24.73%	1.76	25.00%	1.75	27.17%	1.68	27.12%	1.77	22.15%	1.85	19.77%	2.08	19.51%
橡胶密封条	5.30	72.44%	5.00	71.01%	4.51	70.18%	4.26	68.90%	5.84	74.15%	7.22	77.06%	8.15	76.45%
金属辊压件等其他零部件	0.08	1.07%	0.08	1.15%	0.06	0.94%	0.06	0.95%	0.05	0.58%	0.03	0.36%	0.06	0.56%

数据来源：公司公告，同花顺，华福证券研究所

## 1.2 自主研发能力突出，个性化定制服务于优质客户资源

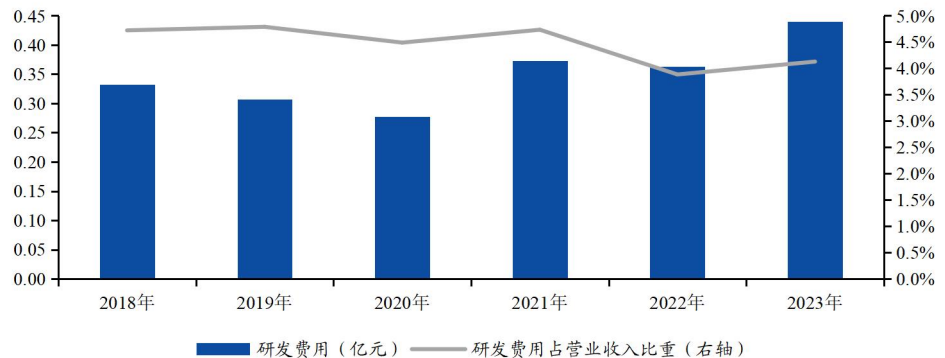
公司 90%以上的生产模具为自行研发、制造，自制混凝胶以降低橡胶密封条生产成本，研发能力突出。汽车厂每一款新车型的开发都需要单独配备对应的密封条，而密封条从样件开发到试模生产、批量生产的各个环节都涉及到模具的应用，模具的质量与科学的设计直接决定了生产效率和最终产品的质量。公司在自主研发工装模具方面积累了丰富的丰富经验，自制率水平较高，助力公司产品提高毛利率。此外，由于三元乙丙胶原材料价格较高，公司投产炼胶生产线，自主研发多种自制混凝胶胶料配方，有效降低生产成本。

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，保障技术优势。2022 年，公司人才结构统计结果显示，生产人员 66%，技术人员 13%，行政人员 19%。此外，公司不断扩大研发投入以保障技术优势，2021 年公司研发费用创其历史新高达到 3726 万元，2022 年研发费用保持高水准为 3637 万元，除了 2022 年因营业收入剧增导致研发费用率下降以外，近五年公司的研发费用率均在 4%以上。



公司坚持研发与创新，公司密切关注行业变化趋势，努力提升研发水平和研发力量，积极开拓新的优质客户、持续开发新产品。

图表 10: 多年研发费用超 3000 万元，除 2022 年以外研发费用率均在 4% 以上



资料来源：公司公告，同花顺，华福证券研究所

高管团队密封条行业经验丰富，核心技术人员具有 20 年以上的本行业工作经验，均在公司任职多年。公司共有 5 名核心技术人员，均已在公司任职 20 年左右，且均多次主持汽车厂新车型配套密封条的开发工作。其中，公司副总经理邵学军先生承担多个专利的主设计；总工程师鲍卫平先生以及副总工程师叶太平独立或主持完成大量新产品开发项目，同时开发了多项生产技术；副总工程师郑利明先生负责多项机械及模具设计制造，并开发了多种生产技术与新产品。

图表 11: 公司核心技术人员密封条行业经验丰富

姓名	职务	履历
邵学军	副总经理	2000 年至 2003 年任仙居通用工程塑料有限公司总工程师，2003 年至 2009 年任浙江省仙居通用橡塑有限公司常务副总经理，2009 年至 2022 年 12 月任浙江仙通橡塑股份有限公司董事、副总经理，现公司副总经理。曾主持多款车型的密封条研发和设备研发自制项目，获得承担主设计的专利项目 18 项，参与设计的专利项目 3 项。
鲍卫平	总工程师	2003 年至今一直在公司就职，现任公司总工程师。曾独立完成南汽优尼科、英格尔两款第一代自主品牌轿车密封条产品的开发，独立完成了北斗星、CH2、五菱 SPARK 等车型密封条的开发。曾主持完成奇瑞第一款轿车、昌河爱迪尔、南京长安 CM7、上海汇众重卡密封条的开发；曾主持完成上海通用新赛欧、上汽荣威 350、荣威 360、奇瑞 A3、艾瑞泽 5 等轿车产品密封条的同步设计与开发。曾开发了呢槽喷涂，TPE 抽真空定型、彩色硅胶挤出等生产技术。
叶太平	副总工程师	2003 年至今一直就职于公司，曾独立完成哈飞、昌河等多款微型车密封条的设计；曾独立完成吉利豪情、吉利自由舰、吉利帝豪、重庆长安 CX20、江淮和悦、奇瑞风云等多款新车密封条的设计开发工作。
郑利明	副总工程师、研发中心开发二科科长	2001 年开始就职于公司，曾先后负责吉利、奇瑞、江淮、上海通用、上汽等多款车型的机械及模具设计制造。曾参与公司车外装饰不锈钢亮条、不锈钢中轨总成、塑钢复合窗框、纳米双色橡胶、塑料和橡胶与玻璃复合技术等多项新技术、新产品的开发。
项军川	研发中心开发三科科长	2004 年开始一直就职于公司，曾独立完成南京依维柯都灵 V 密封条、奇瑞 QQ 全车密封条等产品的开发，曾开发呢槽、内外水切连体的生产技术；曾独立完成上汽名爵 MG5、上汽荣威 950、上海通用新赛欧等密封条的同步设计与开发，曾主持完成长安致尚 XT、欧力威、上汽通用五菱宏光、宝骏 560 等多款车型密封条的同步设计与开发。

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

良好的终端客户同步开发能力，提供个性化定制服务。公司从 2000 年即开始为上汽通用五菱同步开发五菱之光车型的密封条产品，成为国内最早形成同步开发能力的供应商之一。在长期发展的过程中，公司与主机厂的紧密合作，不断同步开发出适应新车型的新产品。公司为每个客户的每款车型提供个性化定制服务，目前公



公司已形成汽车橡胶密封条、塑胶密封条、金属辊压件等三大系列 1,000 多种规格的汽车密封条产品，具有提供整车密封条解决方案的能力。

图表 12: 公司主要客户



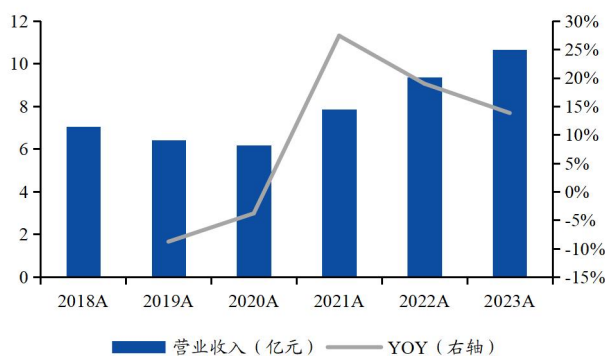
资料来源: 公司官网, 华福证券研究所

客户涵盖大众、通用等合资企业，以及吉利、长安等自主品牌，与头部新能源汽车企业积极合作。通过近三十年的专注发展，公司已成功打入合资企业供应链，实现国产替代，并为大量自主品牌服务，跟随客户的规模扩张而共同成长，拥有一汽大众、上汽大众、上汽通用、吉利汽车、长安汽车、上汽、广汽、一汽、奇瑞、长安马自达、长城汽车、伟巴斯特、上汽通用五菱等优秀的客户。公司 2021 年成立新能源汽车事业部，与吉利、上汽、北汽新能源等车企就多款新能源汽车项目进行同步开发，2022 年主动对接蔚来、理想、小鹏、小米、合众、零跑、智己、合创等国内新能源汽车造车新势力，高度关注新能源车企，深度拥抱新能源汽车时代的到来。

### 1.3 营收与净利润大幅提升，核心产品毛利率处于行业较高水平

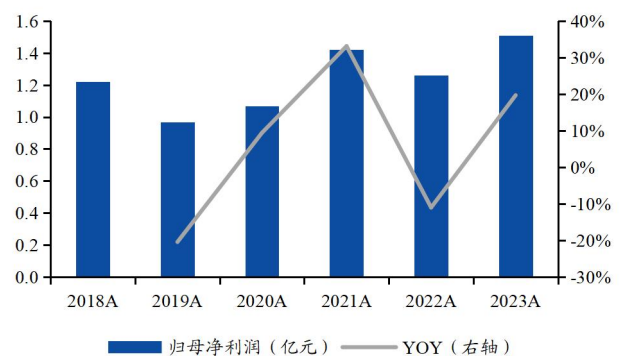
2023 年公司实现营收 10.66 亿元，同比+13.81%，未来业绩有望稳步提升。密封条行业与下游汽车行业密切相关，2022 年上半年，我国汽车行业面临供给冲击、需求收缩、预期转弱三重压力，且上海等地疫情多点暴发，对汽车产业造成严重冲击，密封条行业受到波及。在下游行业不景气的背景下，公司 2022 年的营收增至 9.36 亿元，同比增长 18.96%，可见公司具有良好的承压能力，随着 2023 年疫情放开，汽车行业产销波动，公司全年营收呈现先抑后扬的走势，实现营收 10.6 亿元，同比+13.81%，未来营收业绩有望稳步提升。

图表 13: 2023 年公司实现营收 10.66 亿元，同比+13.81%



资料来源: 公司公告, 同花顺, 华福证券研究所

图表 14: 2023 年公司实现归母净利润 1.5 亿元，同比+19.68%，未来向好



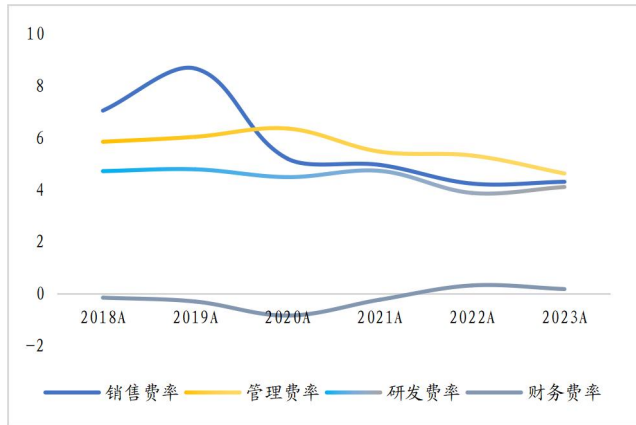
资料来源: 公司公告, 同花顺, 华福证券研究所

2023 年公司实现归母净利润 1.51 亿元，同比+19.68%，未来向好。2019 年受项



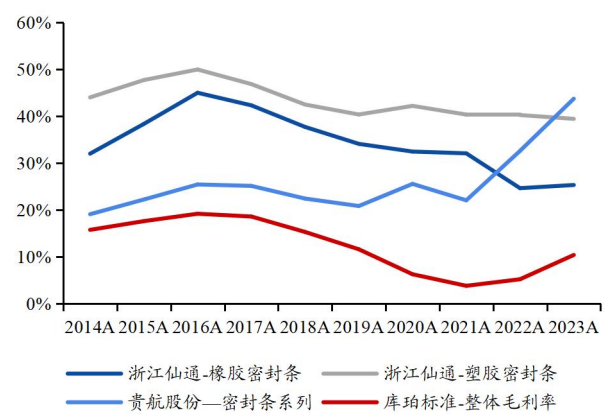
目坏账以及部分车企付款能力不足的影响，归母净利润下滑，2020年疫情下各行各业发展放缓，但是相比2019年归母净利润仍同比+9%左右。2021年公司优化客户资源，有效提高归母净利润，达到1.4亿元。2022年上半年，俄乌冲突等不确定性因素上升，国际原油价格处于高位，使合成橡胶、炭黑、石蜡油等原材料价格同比大幅上涨，影响了公司产品的毛利率，导致净利润下滑。2023年，随着原油价格上涨趋势有所缓解，新开发车型项目不断量产，公司面临的压力逐步释放。同时，公司积极推动与上汽、大众等的合作，获得产品定点，也进一步提升了产品的价值量和净利率，盈利能力迎来拐点，预计未来会进一步增强自身的盈利水平。

图表 15: 疫情后公司优化供应链管理, 各项费用率下降显著 (单位: %)



数据来源: 各公司公告, 同花顺, 华福证券研究所

图表 16: 公司密封条毛利率与同行对比情况



数据来源: 各公司公告, 同花顺, 华福证券研究所

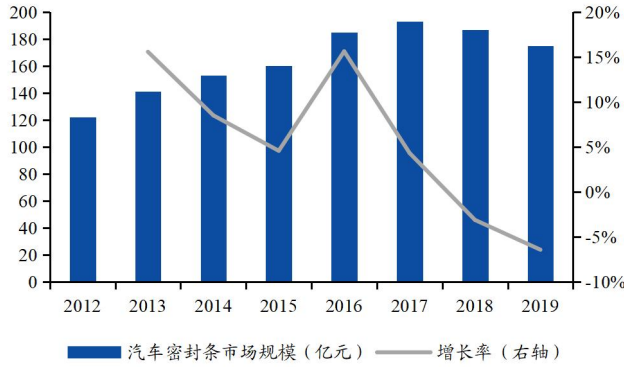
**公司密封条毛利率 2022 年短暂承压, 2023 年实现毛利率回升。**近年由于公司引入新客户, 而新产品开发投入比较大、开发周期较长, 毛利率略微有所下滑, 叠加汽车行业不景气及原油价格上升, 导致毛利率承压。公司具有较强的规模优势和生产优势 (良品率达 95% 以上), 若后续汽车市场向好, 汽车厂持续放量, 配套车型能够畅销, 毛利率将随之提升。即使在毛利率下降的情况下, 与多数同行上市企业相比, 公司毛利率依然处于较高的水平, 尤其是公司的传统优势产品塑胶密封条, 2021 年及 2022 年毛利率分别达到 40.34%、40.24%, 远高于同行水平。2023 年受到产品持续放量, 获得多家新能源汽车无边框密封条项目定点以及多个畅销车型欧式导槽项目定点等多重因素影响, 2023 年毛利率实现回升。

## 2 国内汽车密封条市场竞争分析

### 2.1 汽车密封条市场空间呈正增长

**汽车市场逐步向好, 带动密封条产业市场空间上升。**通过将汽车密封条行业的市场规模与下游汽车行业的销量进行对比可以发现, 2012 年至 2019 年两者增长率的变动基本一致, 说明密封条市场空间与汽车销量相关度极高。近三年, 中国汽车销量整体呈现稳步增长态势, 尽管 2022 年受疫情散发频发、芯片结构性短缺、动力电池原材料价格高位运行、局部地缘政治冲突等诸多不利因素冲击, 中国汽车市场在逆境下整体复苏向好, 实现正增长。2024 年 1-7 月汽车销量 1631 万台, 同比+4.4%, 在 2023 年相对高基数的基础上, 依旧实现正增长。

图表 17: 2012-2019 年我国汽车密封条行业市场规模及增长情况



资料来源: 研观天下, 华福证券研究所

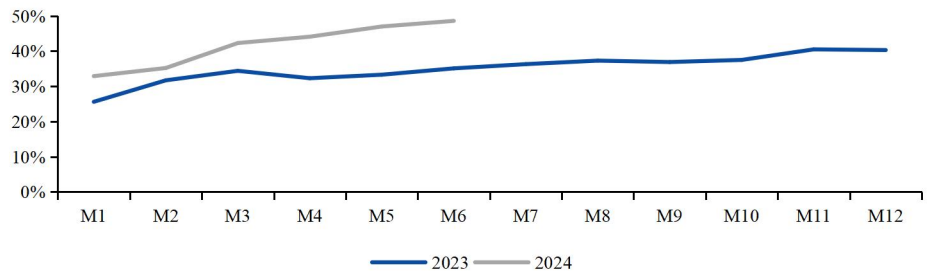
图表 18: 2012-2024 年 1-7 月中国汽车销量及增长情况



资料来源: 中汽协会数据, 华福证券研究所

**新能源汽车进入加速发展新阶段, 助力密封条市场新增长。**随着中国汽车产业链不断完善, 产业配套进一步优化, 在政策和市场的双重作用下, 新能源乘用车销量持续增长, 2024 年 6 月新能源乘用车零售销量渗透率达 48.6%, 创历史新高。2022 年来, 仙通锁定新能源汽车战略, 高度关注头部新能源车企, 获得多款畅销新车型定点, 多个项目已进入量产, 未来将持续扩大新能源业务布局, 提高公司市占率。

图表 19: 2023-2024 年月度新能源乘用车零售销量渗透率



资料来源: 乘联分会, 华福证券研究所

## 2.2 汽车密封条国产替代趋势明确, 竞争格局正在重塑, 公司积累多年率先受益

据证券时报网报道, 2019 年我国汽车密封条行业市场规模 170-180 亿左右, 外资与合资企业市占率较高, 国内市场竞争格局较为分散。

**外资与合资企业市占率较高:** 外资品牌引入国内生产时就有成熟的供应体系进行配套, 因此国内生产的外资车型大部分市场份额仍被外资密封条供应商占领。

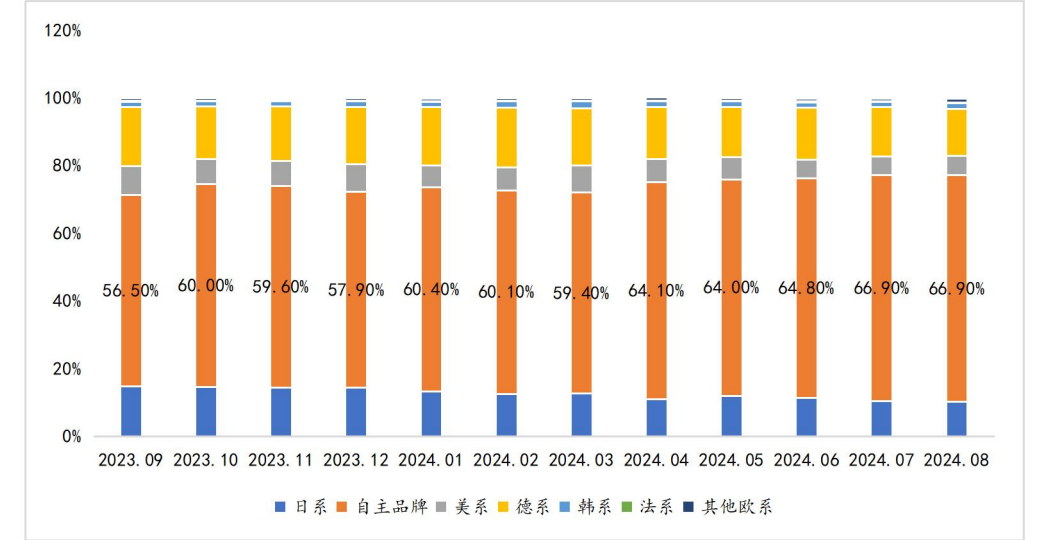
**国内汽车密封条参与者较多, 市场竞争格局分散:** 2019 年国内纳入行业协会统计数据的汽车密封条企业超 300 家, 其中**营收超 5000 万元的有 30 多家。**

**汽车密封条国产替代趋势明确, 自主品牌带动本土汽车密封条企业快速发展。**本土汽车密封条企业的配套车型以自主品牌和小排量车型为主, 而大部分合资品牌、



高端车型密封条的首选配套生产企业仍然为大型跨国汽车零部件企业。密封件产品同质化高，受客户成本控制的影响相对较大，而自主品牌以小排量乘用车为主，该类车型往往针对中低端消费群体，车辆总价低，客户的价格敏感性相对较强，本土密封条制造商具有较强的成本优势。根据乘联会数据显示，2023年9-12月份及其2024年1-8月份的汽车分国别销售比例中，自主品牌汽车的销占50%以上，市场空间广阔。随着近几年国内自主品牌的崛起，外资品牌车厂在采购成本上已感觉到压力，当前整车厂价格竞争激烈，降本需求旺盛，汽车密封条国产替代将有望加速推进。

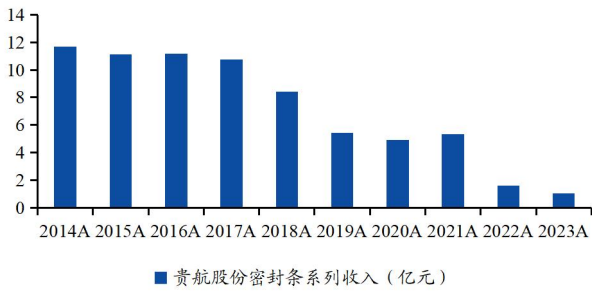
图表 20: 我国自主品牌销量占市场一半以上



资料来源: 乘联会, 华福证券研究所

密封条市场竞争格局正在重塑，部分外资企业未来或将调整产品与业务结构，小型密封条企业将逐步退出市场。外资/合资企业中，头部外资企业库珀标准2020年以来净利润严重亏损，2021年亏损甚至超过20亿元，未来或将调整产品与业务结构。内资企业中，龙头企业之一的贵航股份于2018年以后逐步减少了密封条业务，该项业务收入下降过半。当前，人才成本走高、汽车厂压价力度较大、密封条行业门槛升高导致小型密封条企业的生存空间受到挤压，很多企业或将退出市场，市场竞争格局正在重塑。

图表 21: 贵航股份密封条业务正逐步萎缩



数据来源: 贵航股份公司公告, 同花顺, 华福证券研究所

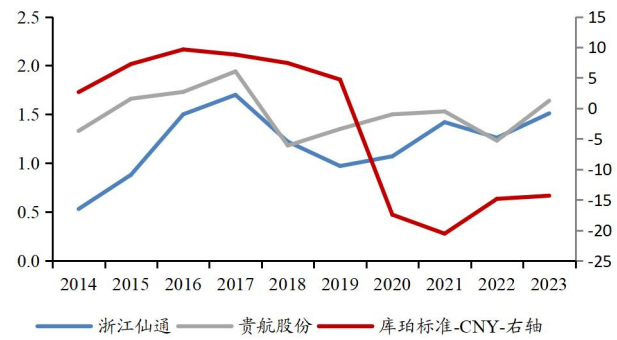
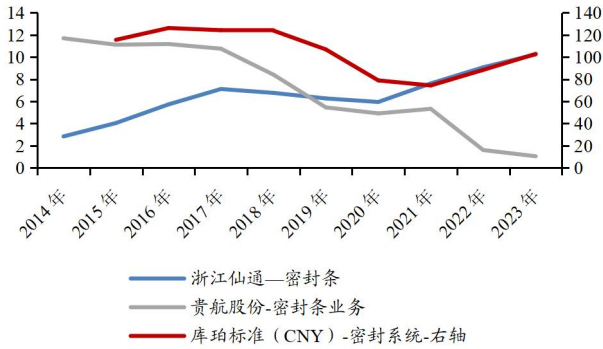
图表 22: 库珀标准连年亏损严重



数据来源: 库珀标准公司公告, 同花顺, 华福证券研究所

图表 23: 密封条业务营业收入对比 (亿元)

图表 24: 公司与可比企业整体归母净利润对比 (亿元)



数据来源: 各公司公告, 同花顺, 华福证券研究所

数据来源: 各公司公告, 同花顺, 华福证券研究所

仙通已成为国内密封条行业龙头企业, 后续市场份额有望提升。公司从新老客户不断取得新项目的同步开发, 并加大开拓汽车天窗密封条, 2019年以6.4亿元的营业收入, 成为国内汽车密封条企业第6名, 而前5名中有4家为外资供应商。在当前库珀、贵航股份等头部企业密封条业务收缩、密封条市场国产替代持续推进、小型密封条企业成本和技术压力下退出的市场形势下, 公司市占率提升可能性较大。

图表 25: 2016-2017 年汽车密封条企业前五名市占率

序号	公司名称	2017 年市占率	2016 年市占率
1	申雅密封件有限公司	12.06%	12.14%
2	建新赵氏集团有限公司	8.60%	8.63%
3	瀚德(中国)汽车密封系统有限公司	6.71%	6.53%
4	广州鬼怒川橡塑有限公司	4.91%	3.75%
5	浙江仙通橡塑股份有限公司	4.42%	3.68%
6	浙江兴宇汽车零部件有限公司	4.03%	2.25%
7	上海西川密封件有限公司	3.69%	3.68%
8	贵航汽车零部件股份有限公司	3.60%	4.17%
9	和承汽车配件(太仓)有限公司	3.05%	3.13%
10	青岛东一胶带有限公司	2.97%	2.89%
11	丰田合成星光(天津)汽车部品有限公司	2.95%	3.89%
12	福州福光橡塑有限公司	2.76%	2.86%
13	河北新华欧亚汽配集团有限公司	2.75%	2.64%
14	哈金森(武汉)汽车橡胶制品有限公司	2.64%	2.67%
15	诺博橡胶制品	2.63%	2.08%
合计		67.77%	64.99%

数据来源: 鹏翎股份公告, 华福证券研究所

### 3 成本控制优势显著, 客户结构不断改善, 两大拳头产品助力盈利新增长

#### 3.1 成本控制优势突出, 良品率远超行业平均水平



与发动机、变速箱、转向系统、制动系统等关键零部件相比，汽车密封产品的同质化程度较高、密封条在整个零部件采购额中占比很小、受客户成本控制的影响相对较大。因此，对汽车密封条供应商来说，有效的成本控制能力是重要的优势。**公司在成本控制方面具有较为突出的优势，主因：**

**1) 自制工装模具节省开支：**汽车中 90%的零部件都需要依靠模具成型，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。自制模具大幅度缩短了模具的设计制造周期，据公司测算，委外订制加工模具的周期为自制模具的 2-3 倍左右。同时自制模具有助于发现并解决模具问题，保证生产连续性，提高生产效率。

**2) 严格的考核制度和激励机制保证良品率：**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，减少因废品而产生浪费，公司良品率在 95%以上，远超行业水平。公司 95%的员工是仙居本地人，具有人工成本低、人员稳定的优势。

**3) 科学组织生产提高效率：**公司推行岛区化生产模式，平衡各工序的节拍，实现线性小单位流转；采取推式与拉式相结合的生产模式，生产计划灵活机动，有一定的弹性，既可满足顾客需求，又可避免过量生产造成的浪费，降低了成本。

**4) 改进胶料配方降低原材料成本：**公司通过自主改良胶料配方等方式，整合原材料品种，在减少原材料规格数量的同时保证性能，有效降低原材料成本。

**5) 精细化采购模式降低采购成本：**公司发挥采购的规模化效应，增强谈判能力，并根据性能指标对每种原材料的重要性程度区别赋权，通过综合计算选择最具性价比的供应商进行采购。

当前，整车厂价格战降本压力显著，压力会逐渐向零部件企业进行传导，利好于仙通这类具备成本优势的零部件企业。2023 年起燃油车购置税优惠取消，新能源汽车购置补贴政策停止，国六 B 排放标准于 2023 年 7 月实施，各车企纷纷开展降价补贴策略。2023 年，自 1 月特斯拉 Model 3 和 Model Y 价格下调，2 月比亚迪等新能源汽车企随即降价，3 月东风汽车打响了合资车企价格战并蔓延至自主车企，上汽大众、北京现代等超 40 家车企跟进降价。价格战将使全产业链毛利率下降，小规模、产品弱的企业将被迫出清，利润会重新分配市场达到新的平衡。在这样的背景下，浙江仙通的强成本优势将有利于抢占更多的市场份额。

图表 26：公司通过多种途径进行成本控制



资料来源：公司公告，华福证券研究所

### 3.2 客户结构持续改善





汽车密封条业生态体系相对封闭，公司拥有优质客户资源，处于良性循环的发展轨道。密封条产品是个性化订制产品，不同车型适用的密封条差异较大，但同款车型的密封条在该车型的生命周期内一般改动较小，因此新客户开发周期较长、较容易形成长期稳定的合作关系是行业特征，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。自2016年以来仙通客户结构优化，逐渐从自主品牌客户拓展到合资品牌；上市之初，上汽通用五菱为公司主要客户，配套五菱宏光、宝骏等车型，此后不断拓展新客户。至2022年已打入吉利、奇瑞、长安、上汽等客户供应链。

图表 27: 汽车整车厂挑选供应商流程图

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：公司招股说明书，华福证券研究所

具体来说:

1) 公司目前站在新一轮快速发展的起点。公司在头部合资车企上有新的突破，目前有多款车型的密封条新项目在设计开发中，公司未来在合资车企的比重或将大幅提升。公司与国资合作顺利推进；在大众、通用等合资客户充分打开局面；与头部新能源车企合作进展顺利；以无边框密封条为代表，获得大量的新能源汽车项目。

2) 公司拓宽赛道，在新能源汽车产业链布局收获颇丰。2021年11月份成立新能源汽车事业部，以无边框密封条为突破口，纵向深耕老客户，横向拓展新客户。自2022年，公司与国内头部传统车企的新能源汽车板块合作加速，获得多款无边框密封条及其他项目的开发定点，同时与头部新能源车企开展合作，拿到无边框密封条等重要项目进行开发。根据公司23年年报，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。2024年上半年公司新能源汽车占营收比例约15.3%，相比去年提升5个多点。

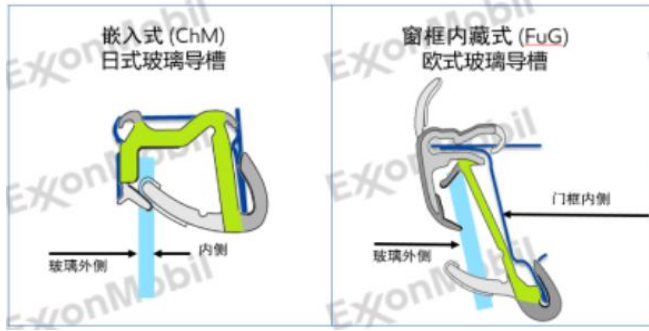
3.3 拳头产品一：欧式导槽

欧式导槽相比日式导槽质感好、密封性优、降噪能力强。

汽车车窗密封条的玻璃导槽分为欧式与日式两种，不同于日式导槽使用钣金件，欧式导槽直接用胶条进行替代，接角数相对较少，因此生产技术难度高，所需用料多，对模具、设备的要求更高。欧式导槽密封条可用于车门顶条增加金属亮条，也

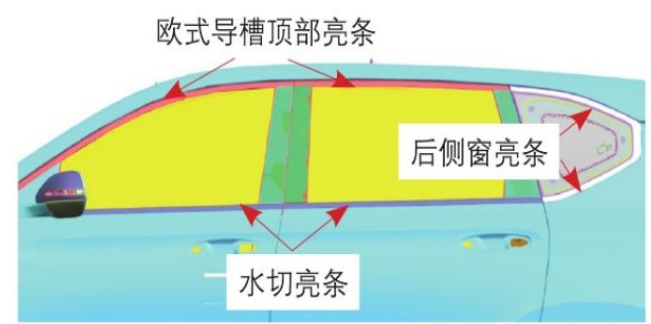
可用于车身侧围，与水切、后侧窗等匹配，形成一圈高亮黑或者铝哑光的装饰效果，提高整车档次，或是与车门匹配增加半道密封，可提高整车 NVH（噪声、振动、声振粗糙度）。

图表 28: 日式导槽和亮面欧式导槽示意图



数据来源: 艾邦弹性体网, 华福证券研究所

图表 29: 欧式导槽在汽车上的应用



数据来源: 《欧式导槽密封条定位方式平台化研究》(柯娟, 黄市), 《时代汽车》, 华福证券研究所

公司为少数能生产欧式导槽的企业之一，2016 年量产，2020 年获得上汽大众新朗逸欧式导槽项目，打破外资垄断。

2020 年 11 月，公司顺利拿到上汽大众新朗逸欧式导槽项目。合资汽车厂商的欧式导槽项目原先基本上被外资密封条企业所垄断，标志着上汽大众对仙通性价比优势的充分认可。

图表 30: 大众朗逸销量情况



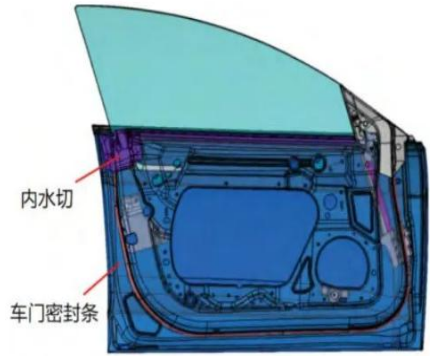
数据来源: 汽车之家, 华福证券研究所

### 3.4 拳头产品二: 无边框密封条

无边框密封条生产工序多，技术难度大。相较于其他密封条，无边框密封条技术难度较大：1) 由于车门没有门框，玻璃卡在两层胶条中间容易晃动，因此无边框密封条需要使得玻璃与车身门框紧密贴合，达到防水、隔音等效果。2) 无边框密封条截切面的偏差会导致卡槽空隙增加，密封条工艺不足容易导致车窗剥离干碎，技术难度较大。3) 无边框密封条的生产工序多，提升良品率的难度较大。

图表 31: 无边框密封条产品示意图

图表 32: 无边框车门示意图

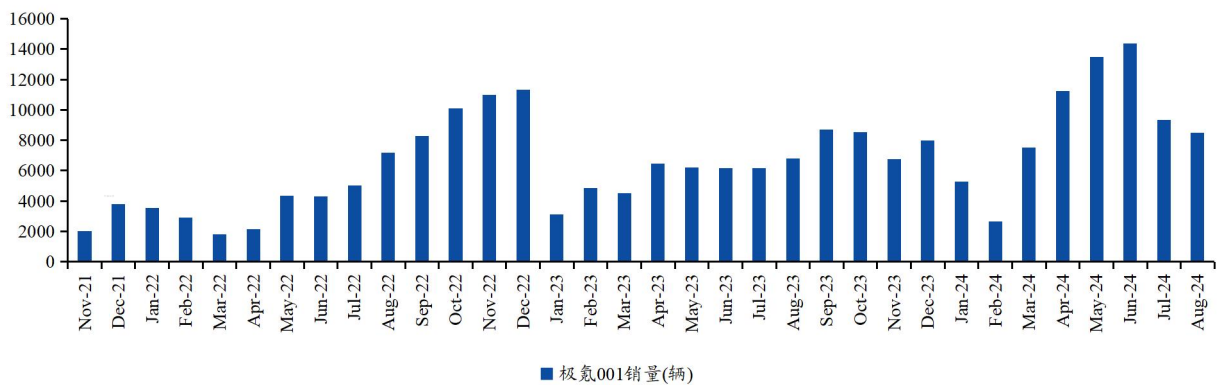


数据来源：公司官网，华福证券研究所

数据来源：起点研究院微信公众号，华福证券研究所

无边框密封条领域竞争对手较少，公司是第一家能够提供无边框密封条的内资企业，先发优势显著。2021 年公司为吉利极氪 001 开发配套的无边框密封条进入量产，2022 年以来与国内头部传统车企的新能源汽车板块合作加速，获得多款无边框密封条及其他项目的开发定点；2023 年获得智界 S7、S9、领克、极氪 001、极氪 007、通用、奥迪、北汽华为享界 S9 等 8 个无边框密封条项目的定点。

图表 33: 极氪 001 上市以来月均销量超 6600 辆



数据来源：车之家，华福证券研究所

图表 34: 公司在建项目情况

在建项目	截至 2023A 完工进度	资金来源
年产 6000 万米橡胶密封件扩产项目	尚未完工	自有资金
年产 8000 万米高端生产线及模具制作	尚未完工	自有资金
2.5 万吨 EPDM 混炼胶零地技改项目	尚未完工	自有资金

数据来源：公司公告，华福证券研究所

随着新能源汽车在外观上的竞争加大，未来无边框密封条将成为中高端新能源汽车主流配置，市场空间有望提升。无边框车门一般用于跑车、运动车型和敞篷车等高档车，现已引入部分中低端车型和新能源汽车设计，使得车辆外观时尚、具有高级感，车身线条更加流畅。例如大众集团将无边框车门下放到了奥迪 A5、大众 CC、大众凌渡 L 这类二三十万级别的中低端车型，新能源车型如极氪 001、特斯拉 Model 3/Model Y、蔚来 ET7/ET5 等均加入无框车门设计。



无边框密封条领域竞争对手较少，公司是少数能够提供无边框密封条的内资企业，具有强大的竞争优势。公司的竞争优势主要体现在：

1) **先布局无边框密封条业务，先发优势显著。**2021年上半年，公司为吉利领克首款高端新能源汽车领克 ZERO Concept 开发的无边框密封条系统目前已经开始小批量生产，这标志着浙江仙通成为首家成功开发无边框密封条系统的内资密封条企业。该密封条系统技术含量高，难度大，在国际上，原先只有少数外资密封条企业能够完成。

2) **持续加大开发投入，积极拓展无边框密封条产能。**2022年公司完成200多台设备的采购配置与升级改造，包含七条橡胶挤出整线、四个压机岛区以及伺服控制三维成型岛区和数控铣削机岛区等关键生产岛区/生产线的采购或布置；积极采用新型机器人自动化设备，通过悬挂流水线形式连接各个流转工位，提升自动化水平，大大提升效率，降低成本；新投入无边框汽车密封条自动化喷涂流水线四条，选用先进的双面喷涂和机械手操作，使得工作效率翻倍；新采购德国产高端炼胶生产线一条，产能1.5万吨，大幅提升公司高端汽车密封条的炼胶产能。

3) **坚持核心技术自主创新，致力于为新能源汽车提供高性价比、服务最优的解决方案。**在无边框密封条逐渐成为新能源汽车主流设计的趋势下，公司研发中心增设两个开发部，挑选精兵强将、增强开发力量，主要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；公司新配置一台整车环境试验舱以及金相切割机、金相试样磨抛机、自动镶嵌机等大量的新设备仪器，提升公司研发能力和试验能力。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

1) **汽车密封条产品：**打造欧式导槽+无边框密封条两大拳头产品，技术/成本优势显著。欧式导槽2020年成功获得大众朗逸订单，打破外资垄断局面。无边框密封条单车价值高，行业竞争对手少，定点项目丰富。随着两大拳头产品不断放量，公司汽车密封条业务有望迎来较快增长，同时随着无边框密封条、欧式导槽、高黑亮条等新项目不断落地，产品结构持续优化，密封条毛利率有望持续提升。预计2024-2026年塑胶密封条业务收入增速分别为11%、12%、13%，毛利率分别为41.0%、41.3%、41.5%；橡胶密封条业务收入增速分别为18%、30%、27%，毛利率分别为27.0%、27.3%、27.6%。

2) **金属辊压件等其他配件：**主要为车门玻璃导轨、拉门滑轨、行李架垫片等，随着公司侧围铝亮条业务逐步放量。预计2024-2026年该业务收入增速分别为25%、30%、34%，毛利率分别为28.4%、28.5%、28.6%。

3) **其他业务收入：**主要为销售废料收入，随着公司汽车密封条收入规模扩张，该业务也随之增长，预计2024-2026年该业务收入增速分别为34%、32%、30%，毛利率分别为65.0%、65.0%、65.0%。

图表 35：浙江仙通业务拆分及收入、毛利预测



	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>936.44</b>	<b>1,065.76</b>	1,252.15	1,586.69	1,982.82
同比增速 (%)	18.96	13.81	17.49	26.72	24.97
毛利率 (%)	28.81	29.35	30.48	30.71	30.64
<b>1) 塑胶密封条</b>					
收入 (百万元)	185.12	208.42	232.29	260.63	293.64
同比增速 (%)	4.48	12.58	11.46	12.20	12.67
毛利率 (%)	40.24	39.42	41.00	41.30	41.50
<b>2) 橡胶密封条</b>					
收入 (百万元)	721.61	815.43	964.24	1,252.84	1,593.61
同比增速 (%)	23.62	13.00	18.25	29.93	27.20
毛利率 (%)	24.61	25.28	27.00	27.30	27.60
<b>3) 金属辊压件等其他配件</b>					
收入 (百万元)	3.40	6.37	7.98	10.35	13.84
同比增速 (%)	-25.26	87.30	25.35	29.60	33.75
毛利率 (%)	24.40	27.96	28.40	28.50	28.60
<b>4) 其他业务</b>					
收入 (百万元)	26.31	35.54	47.63	62.87	81.73
同比增速 (%)	21.08	35.10	34.00	32.00	30.00
毛利率 (%)	64.07	63.87	65.00	65.00	65.00

数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

## 4.2 估值与投资建议

我们选取与浙江仙通主要业务相近的公司海达股份、中鼎股份以及同为汽车零部件细分行业龙头的新泉股份作为可比公司：

1) **海达股份**：公司汽车密封产品主要为天窗密封条，并以天窗密封带动整车密封，逐步进入上汽荣威、上汽大通、一汽轿车、长城汽车、理想等整车密封供应体系。

2) **中鼎股份**：KACO 为代表的密封系统旗下企业积极推进新能源布局，已经开发配套成功高性能新能源电机密封。同时，公司目前已经开发批产新能源电池模组密封系统和电桥总成等产品，为沃尔沃、蔚来、上汽、广汽等新能源汽车平台配套。

3) **新泉股份**：公司是汽车饰件整体解决方案提供商，主要产品包括仪表盘总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等，并已实现产品在商用车及乘用车应用领域的全覆盖，跻身国内第一梯队饰件供应商行列。

预计公司 2024-2026 年归母净利润 2.20、2.86、3.65 亿元，按照 9 月 26 日收盘市值计算，对应 PE 为 15、12、9 倍，参考可比公司估值，同时考虑到公司为细分行业龙头，业绩增长稳健，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 36：基本面及估值同业比较（截至 9 月 26 日收盘）



代码	公司简称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300320.SZ	海达股份	50	1.35	1.61	2.06	2.52	34.57	30.99	24.23	19.80
000887.SZ	中鼎股份	164	11.31	14.34	17.30	20.29	14.39	11.41	9.46	8.06
603179.SH	新泉股份	207	8.06	10.59	14.08	17.87	30.68	19.55	14.70	11.58
平均值							26.55	20.65	16.13	13.15
603239.SH	浙江仙通	33	1.51	2.20	2.86	3.65	27.37	15.32	11.80	9.24

数据来源：各公司公告，Wind，华福证券研究所

注：可比公司为wind一致盈利预测，浙江仙通为华福研究所测算

## 5 风险提示

**1) 汽车销量不及预期:** 公司作为汽车零部件企业，其生产和销售规模受整个汽车行业发展速度的影响较大，若汽车整体销量不及预期，公司订单也将受到影响。

**2) 拳头产品放量不及预期:** 无边框密封条和欧式导槽是公司两大拳头产品，在手订单饱满，若产品订单放量不及预期，将对公司业绩造成影响。

**3) 原材料价格波动风险:** 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、碳黑等，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。

图表 37: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	106	166	177	286	营业收入	1,066	1,252	1,587	1,983
应收票据及账款	393	452	552	692	营业成本	753	863	1,093	1,364
预付账款	4	13	16	20	税金及附加	9	10	13	16
存货	198	249	358	391	销售费用	46	44	52	59
合同资产	0	0	0	0	管理费用	49	53	60	69
其他流动资产	199	170	212	262	研发费用	44	53	68	87
流动资产合计	899	1,050	1,316	1,652	财务费用	2	-3	-4	-4
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-2	1	1	1
固定资产	433	422	422	433	资产减值损失	-6	-6	-6	-6
在建工程	56	89	97	95	公允价值变动收益	1	1	1	1
无形资产	30	29	27	26	投资收益	2	2	2	2
商誉	0	0	0	0	其他收益	13	16	17	19
其他非流动资产	12	15	18	20	营业利润	170	246	319	408
非流动资产合计	531	554	565	574	营业外收入	0	1	1	1
资产合计	1,430	1,604	1,881	2,225	营业外支出	0	1	1	2
短期借款	0	0	0	0	利润总额	170	246	319	408
应付票据及账款	278	316	394	473	所得税	19	26	34	43
预收款项	0	0	0	0	净利润	151	220	286	365
合同负债	4	4	5	6	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	1	1	1	1	归属母公司净利润	151	220	286	365
其他流动负债	57	60	66	74	EPS (按最新股本摊薄)	0.56	0.81	1.06	1.35
流动负债合计	339	380	466	554					
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	18	18	18	18	成长能力				
非流动负债合计	18	18	18	18	营业收入增长率	13.8%	17.5%	26.7%	25.0%
负债合计	357	398	484	572	EBIT 增长率	19.0%	41.0%	29.9%	28.0%
归属母公司所有者权益	1,073	1,206	1,397	1,654	归母公司净利润增长率	19.7%	45.7%	29.8%	27.7%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
所有者权益合计	1,073	1,206	1,397	1,654	毛利率	29.4%	31.1%	31.1%	31.2%
负债和股东权益	1,430	1,604	1,881	2,225	净利率	14.2%	17.6%	18.0%	18.4%
					ROE	14.1%	18.2%	20.4%	22.1%
					ROIC	17.0%	20.2%	22.6%	24.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	25.0%	24.8%	25.7%	25.7%
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	流动比率	2.6	2.8	2.8	3.0
经营活动现金流	187	165	165	274	速动比率	2.1	2.1	2.1	2.3
现金收益	208	274	338	417	营运能力				
存货影响	-20	-51	-109	-33	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
经营性应收影响	-30	-63	-98	-138	应收账款周转天数	125	121	114	113
经营性应付影响	83	38	78	79	存货周转天数	90	93	100	99
其他影响	-53	-32	-44	-51	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-28	-22	-63	-62	每股收益	0.56	0.81	1.06	1.35
资本支出	-100	-77	-63	-63	每股经营现金流	0.69	0.61	0.61	1.01
股权投资	0	0	0	0	每股净资产	3.96	4.46	5.16	6.11
其他长期资产变化	72	55	0	2	估值比率				
融资活动现金流	-87	-84	-91	-104	P/E	27	15	12	9
借款增加	0	0	0	0	P/B	3	3	2	2
股利及利息支付	-87	-95	-108	-135	EV/EBITDA	83	63	51	41
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-1	11	17	31					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn