

上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 密封条国资龙头，产销两旺价值稳健

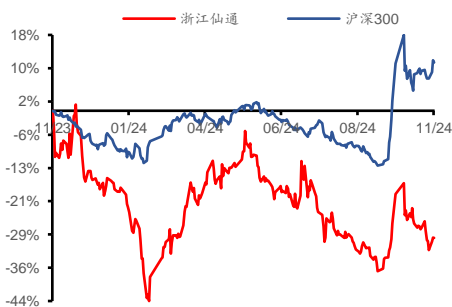
## 买入（首次）

行业：汽车  
日期：2024年11月07日分析师：仇百良  
E-mail: qiubailiang@shzq.com  
SAC 编号: S0870523100003  
分析师：李煦阳  
E-mail: lixuyang@shzq.com  
SAC 编号: S0870523100001  
分析师：刘昊楠  
Tel: 021-53686194  
E-mail: liuhaonan@shzq.com  
SAC 编号: S0870524090002

## 基本数据

最新收盘价 (元) 12.50  
12mth A 股价格区间 (元) 10.11-18.36  
总股本 (百万股) 270.72  
无限售 A 股/总股本 100.00%  
流通市值 (亿元) 33.84

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

## ■ 投资摘要

深耕汽车密封条领域三十年，成为内资龙头，股权结构稳定，助力稳步发展。公司成立于1994年，专注汽车密封条行业三十年，为中国本土汽车密封条行业龙头，公司产品细分种类丰富，配套客户有一汽大众、上汽大众、东风日产、吉利汽车、长安汽车等国内汽车厂商。2024年前三季度合计营收8.42亿元，同比+14.61%，归母净利润1.29亿元，同比+33.24%。公司现为台州市国资控股企业，根据协议约定，未来五年股权结构稳定，为高质量发展提供支撑。

技术优势显著，实现90%模具自制，成为首个量产无边框密封条的内资企业。公司具备较强的工装模具和专用设备开发能力、产品整体配套方案的设计能力和同步开发能力，拥有多项与核心技术有关的专利，实现90%生产模具自研，缩短新产品开发和制造周期。公司成为首个量产无边框密封条的内资企业。

盈利能力显著优于同业，成本管控能力突出。公司地处仙居，聚集众多密封条行业专业优秀人才，且人工工资低、员工结构稳定；公司公司工装模具自制率达到90%以上，产品良品率高于行业平均水平；管理效率高，成本端严格控制，2024H1公司销售毛利率为31.14%，销售净利率16.47%，同期申万汽车零部件板块销售毛利率为18.89%，销售净利率5.66%。

在手订单充沛，且多为新能源订单，有助于营收稳步增长。根据公司2024年中报显示，2024H1承接新项目总数超2023年全年20%，绝大部分为新能源汽车项目，同时公司预计2024年承接新定点项目同比翻倍，为未来快速发展奠定良好的基础。

## ■ 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.89/2.41/3.04亿元，同比分别+25.08%/+27.65%/+26.20%。2024年11月6日收盘价对应PE分别为17.91X/14.03X/11.12X。

## ■ 风险提示

汽车行业市场波动风险；固定资产规模大幅增加的经营风险；原材料供应和价格波动风险；产能利用率下降和毛利率波动的风险。

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1066	1226	1468	1759
年增长率	13.8%	15.0%	19.8%	19.8%
归母净利润	151	189	241	304
年增长率	19.7%	25.1%	27.7%	26.2%
每股收益 (元)	0.56	0.70	0.89	1.12
市盈率 (X)	22.41	17.91	14.03	11.12
市净率 (X)	3.15	2.93	2.69	2.44

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024年11月06日收盘价)

## 目 录

<b>1 本土汽车密封条行业龙头，自主研发能力强</b> .....	<b>3</b>
1.1 深耕密封条三十年，汽车密封条内资龙头.....	3
1.2 营收迈入新台阶，盈利能力迎拐点.....	4
1.3 国资背书，未来5年股权稳定，助力公司高质量发展.....	5
<b>2 国产替代加速，无边框引领新潮流</b> .....	<b>7</b>
2.1 密封条材料不断创新，向环保化、轻量化发展.....	7
2.2 外资占据主导地位，国产替代加速.....	9
2.3 无边框密封条有望引领新潮流.....	11
<b>3 公司聚焦密封条细分品类，利润空间业内领先</b> .....	<b>12</b>
3.1 研发能力卓越，技术优势突出.....	12
3.2 优质客户众多，预计24年获得定点数同比翻倍.....	13
3.3 成本端发展态势好，公司净利率业内领先.....	13
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>15</b>
4.1 盈利预测.....	15
4.2 投资建议.....	15
<b>5 风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图

图 1：公司发展历程.....	3
图 2：公司主营产品.....	4
图 3：公司营收及增速.....	5
图 4：公司归母净利润及增速.....	5
图 5：2024 年前三季度毛利率为 30.38%.....	5
图 6：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）.....	6
图 7：密封条分类（按安装部位&按材料）.....	7
图 8：不同密封条在汽车中的安装位置.....	7
图 9：汽车橡胶密封条工艺流程.....	8
图 10：汽车密封件产业链全景图.....	10
图 11：自主品牌乘用车销量占比稳步提升.....	10
图 12：自主品牌乘用车销量增速高于行业增速.....	10
图 13：2024Q1-Q3 研发费用同比+16.13%.....	12
图 14：公司与行业销售毛利率对比.....	14
图 15：公司与行业销售净利率对比.....	14

## 表

表 1：公司国企改革 2022 年、2023 年股权变动.....	6
表 2：汽车密封条不同材料优缺点对比.....	8
表 3：国内外汽车密封条行业主要企业.....	9
表 4：各种类密封条单价.....	11
表 5：公司重要在建工程项目变动情况（单位：万元）.....	12
表 6：公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元）.....	15
表 7：可比公司估值.....	16

# 1 本土汽车密封条行业龙头，自主研发能力强

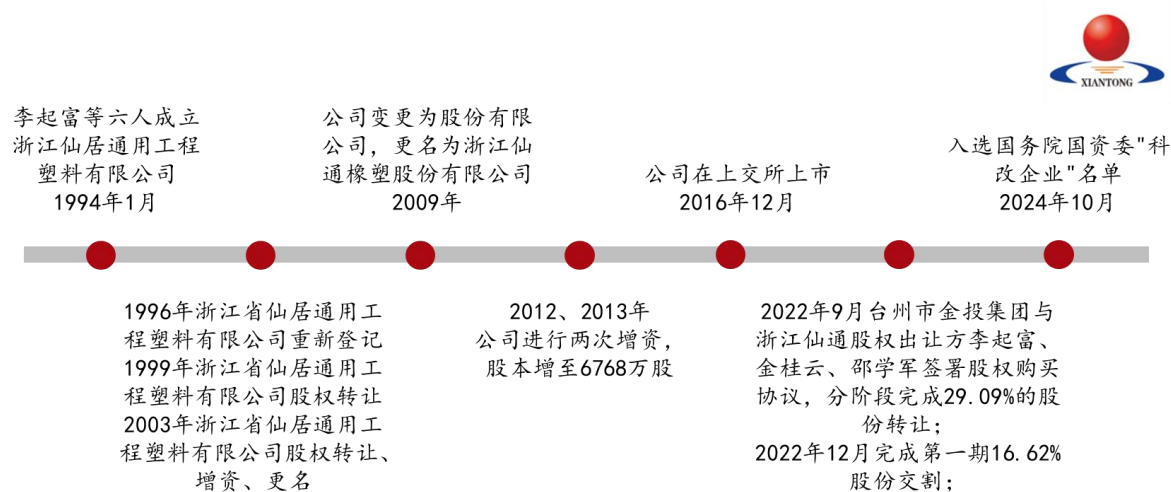
## 1.1 深耕密封条三十年，汽车密封条内资龙头

本土汽车密封条行业龙头，创新、研发能力卓越。浙江仙通成立于1994年，主要生产汽车密封条，2016年于上交所上市，现为台州国资控股企业。公司专注于汽车密封条生产三十年，已成为本土汽车密封条行业龙头，配套客户有一汽大众、上汽大众、上汽通用、东风日产、吉利汽车、长安汽车等国内汽车厂商。公司先后获评为国家高新技术企业、省级企业技术中心、省级高新技术企业研发中心等。2022年公司控股股东变更为台州五城产业发展有限公司（国资100%控股）。2024年公司成功入选国务院国资委“科改企业”企业名单。

凭借多年的研发投入，公司形成较强的技术优势，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；在橡胶硫化技术、三维成型技术、无缝接口技术、表面预涂技术等多个方面也较为领先。

通过深化与大众、伟巴斯特、通用等国内一流客户的合作，公司技术得到显著提升；完成高压变性能接角材料头道密封条、高亮黑亮条共挤外切水、高接口强度天窗密封条、表面防划伤复合外切水、高精度亮条翻边外切水条总成、高耐磨无边框车门门框密封条等多项技术的开发、革新和应用。

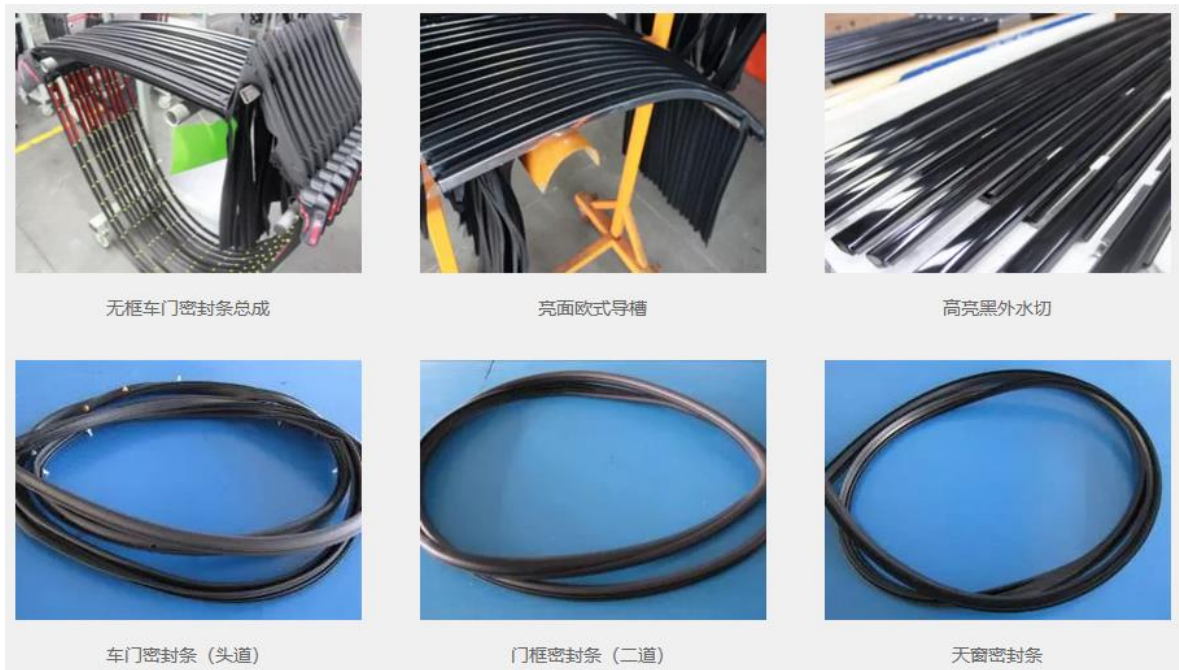
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，台州国资国企公众号，上海证券研究所

汽车密封条产品细分品类广泛，配套能力强。公司具备较强的工装模具和专用设备开发能力、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。主要产品有车门玻璃升降系统、车门密封系统、非车门密封条、装饰条及总成件等。

图 2：公司主营产品



资料来源：公司官网，上海证券研究所

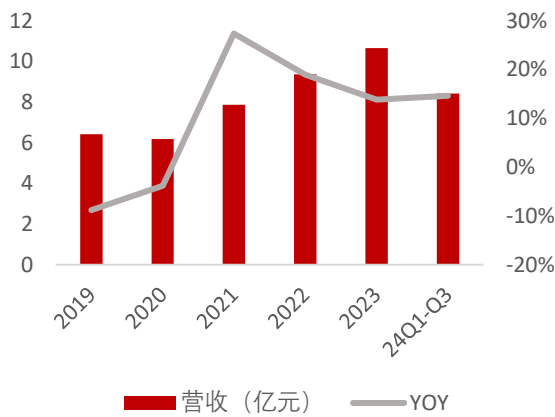
## 1.2 营收迈入新台阶，盈利能力迎拐点

2023 年公司营收同比+13.81%，首次突破 10 亿，归母净利润稳步攀升，达到 1.51 亿。2023 年受汽车行业产销波动，同时叠加原材料持续处于高位等因素影响，三季度随着新车型量产，毛利率和净利率明显改善，公司全年营收和毛利率呈现先抑后扬的趋势。公司 2023 年全年营收 10.66 亿元，同比+13.81%，实现归母净利润 1.51 亿元，同比+19.68%。

公司 2023 年紧跟核心客户的新能源汽车战略，获得智界 S7、S9、领克、极氪 001、通用、奥迪、北汽华为享界等 8 个无边框密封条定点，大众、上汽等多个畅销车型欧式导槽项目定点，以及长安启源 A07、阿维塔 E12、领克、北汽华为等多个侧围铝亮条项目将成为新的增长点。

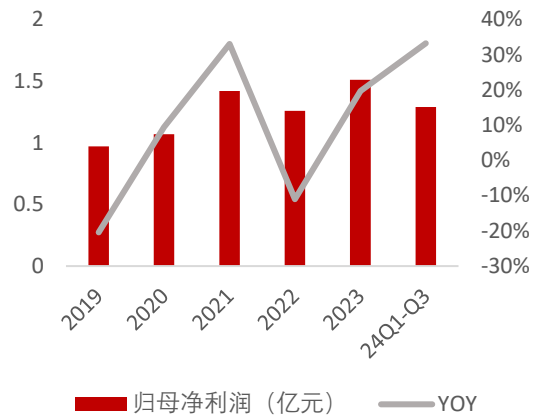
2024Q1-Q3 公司实现营收 8.42 亿元，同比+14.61%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比+33.24%。

图 3：公司营收及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

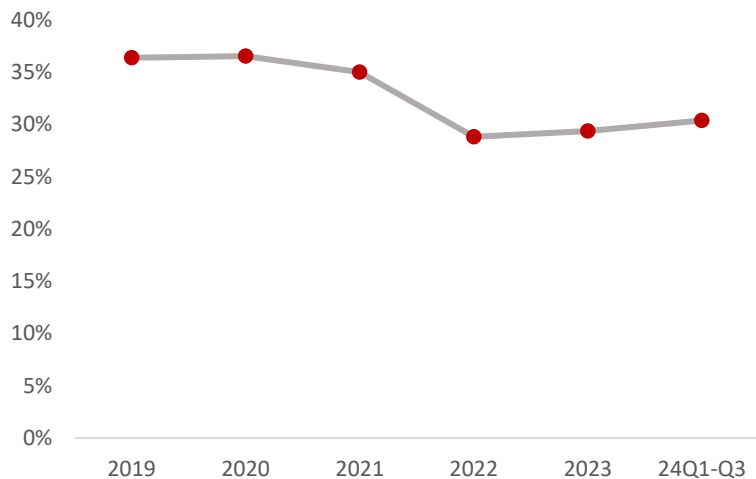
图 4：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

毛利率处于 30% 的较高水平，2024 年前三季度毛利率为 30.38%。公司毛利率长期处于 25% 以上，2022 年后呈现上升趋势，2023 年毛利率为 29.35%，2024 年前三季度毛利率稳步提升至 30.38%。

图 5：2024 年前三季度毛利率为 30.38%

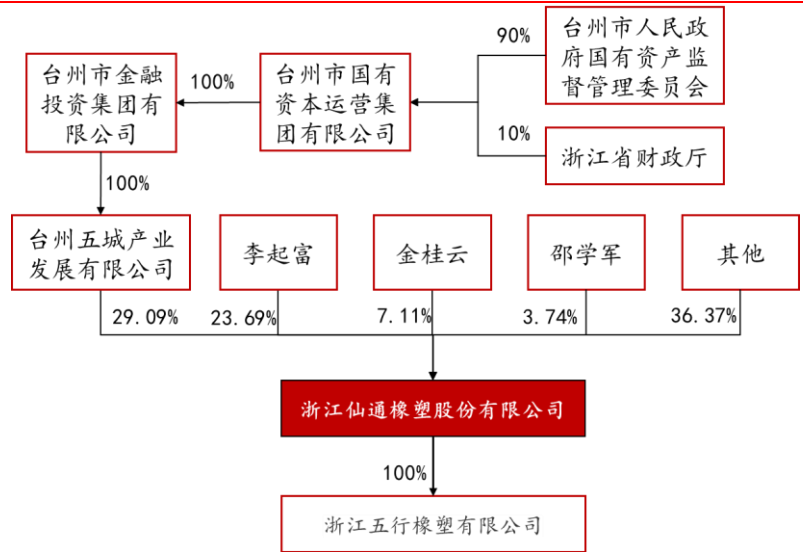


资料来源：Wind，上海证券研究所

### 1.3 国资背书，未来 5 年股权稳定，助力公司高质量发展

台州市国资控股，助力公司发展。2022、2023 年公司股东李起富、金桂云、邵学军先后两次向有国资背景的台州五城产业发展有限公司以 17.50 元/股和 18.00 元/股转让占上市公司股份比例为 16.62% 和 12.47% 的股份，至此台州五城产业发展有限公司持有公司 29.09% 的股份，成为公司第一大股东，完成公司控股股东和实际控制人变更。我们认为，随着国资控股，将持续加大改革创新力度，进一步完善企业治理和市场化机制，不断激发科技创新动能，更有利于推动公司高质量发展。

图 6：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，上海证券研究所

公司于 2022 年 7 月发布关于控股股东、实际控制人及 5% 以上股东签署《股份转让框架协议》的提示性公告，所有交易完成后，台州金投将持有上市公司股份比例为 29.09%，李起富将持有上市公司股份比例为 21.24%。

- 按照协议约定，先后在 2022 年 12 月、2023 年 2 月完成第一、第二次股权转让，至此李起富持股比例为 26.55%，且应在 2024 年 6 月 7 日前再完成减持 5.31%（达到约定的 21.24%）。
- 2024 年 6 月 6 日，公司公告，李起富股票减持期限延长至 2024 年 12 月 7 日。
- 2024 年 8 月 8 日，公司公告，李起富按照协议约定持股比例减持至 23.69%。

按照约定，李起富、金桂云、邵学军三人完成减持后，预计未来 5 年内公司股权稳定，为公司高质量发展奠定基础。

- 李起富承诺减持完成 5 年内不再以任何方式减持公司股票。
- 金桂云、邵学军承诺自第二次股份转让交易过户完成后 5 年内不以任何方式减持公司股票。

表 1：公司国企改制 2022 年、2023 年股权变动

股东名称	2022 年股权变动				股东名称	2023 年股权变动			
	本次变动前		本次变动后			本次变动前		本次变动后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例		持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
李起富	12780	47.21%	9585	35.41%	李起富	9585	35.41%	7188.75	26.55%
金桂云	3420	12.63%	2565	9.47%	金桂云	2565	9.47%	1923.75	7.11%
邵学军	1800	6.65%	1350	4.99%	邵学军	1350	4.99%	1012.5	3.74%
台州五城	0	0.00%	4500	16.62%	台州五城	4500	16.62%	7875	29.09%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

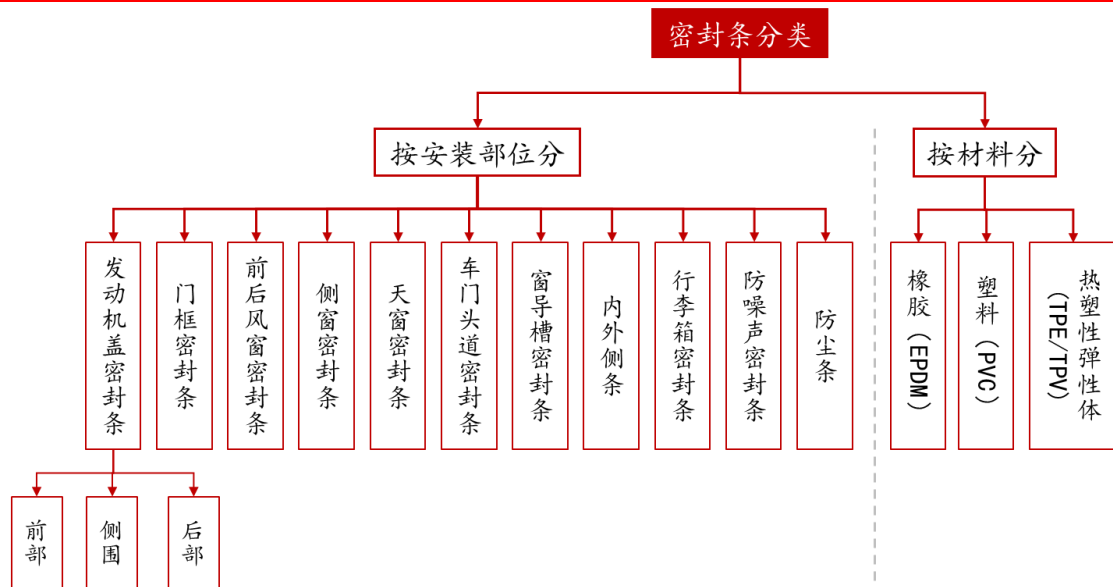
## 2 国产替代加速，无边框引领新潮流

### 2.1 密封条材料不断创新，向环保化、轻量化发展

汽车密封条是汽车的重要零部件之一，广泛用于车门、车窗、车身、天窗、发动机箱和后备（行李）箱等部位，具有隔音、防尘、防渗水和减震的功能，保持和维护车内小环境，从而起着对车内乘员、机电装置和附属物品的重要保护作用。

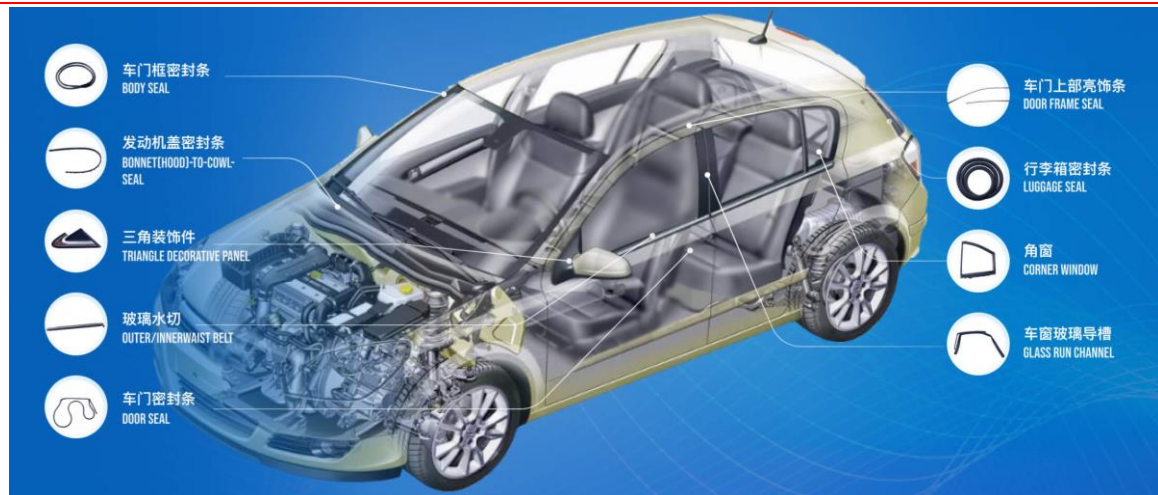
按密封件安装部位（部件）的名称分类包括：发动机盖密封条（又可分为前部、侧围和后部）、门框密封条、前/后风窗密封条、侧窗密封条、天窗密封条、车门头道密封条、窗导槽密封条、内外侧条（水切）、行李箱密封条、防噪声密封条、防尘条等。

图 7：密封条分类（按安装部位&按材料）



资料来源：橡胶技术网，上海证券研究所

图 8：不同密封条在汽车中的安装位置



资料来源：鹏钢股份官网，上海证券研究所

汽车密封条按材料品种分类，可分为橡胶（EPDM）密封条、塑料（PVC）密封条、热塑性弹性体（TPE/TPV）密封条。

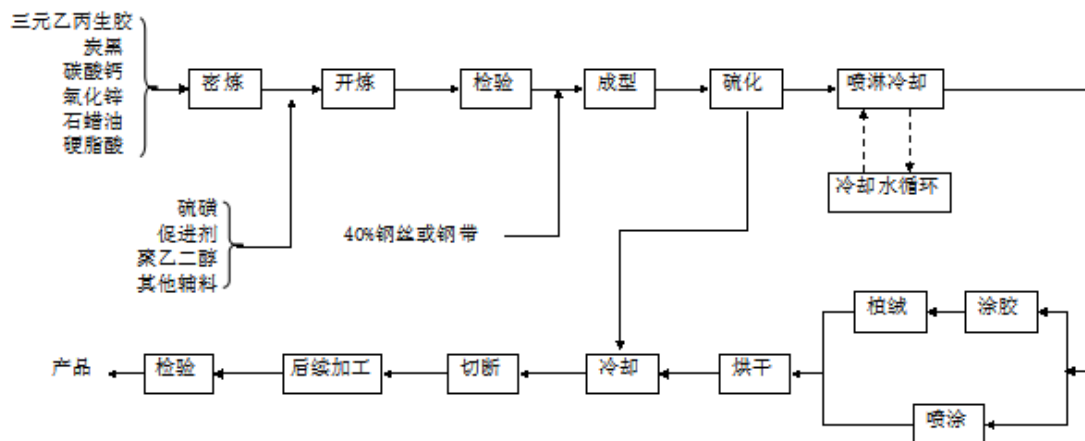
- 三元乙丙橡胶（EPDM）具有优良耐天候性、耐热性、耐臭氧、耐紫外线性及良好的加工性能和低压缩永久变形，汽车密封条材料绝大部分采用 EPDM 作为主要原料。
- 聚氯乙烯（PVC）是传统的通用塑料，通过改性其耐老化性能和橡胶感大为改善，但其弹性较差，在密封条上主要用作内外侧条和一些密封条的夹持部位材料。
- 热塑性弹性体材料（TPE/TPV）是近年来发展的材料，在一定程度上兼有了塑料和橡胶的特点，但其弹性较差，压缩永久变形较大，同时在海绵体的制造方面技术尚不够成熟，且价格较高，故其用量受到很大限制。目前，主要部分用于车窗侧条和窗导槽的制造。

表 2：汽车密封条不同材料优缺点对比

汽车密封条不同原材料优缺点对比			
	PVC	EPDM	TPE/TPV
优点	可以回收 容易加工、制造成本低 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，上海证券研究所

图 9：汽车橡胶密封条工艺流程



资料来源：浙江仙通招股说明书，上海证券研究所



## 2.2 外资占据主导地位，国产替代加速

密封条行业上中下游产业链完备，上游主要是钢材、橡胶、铝合金、塑料等各类原材料；中游为汽车密封条各级供应商；下游为整车厂。

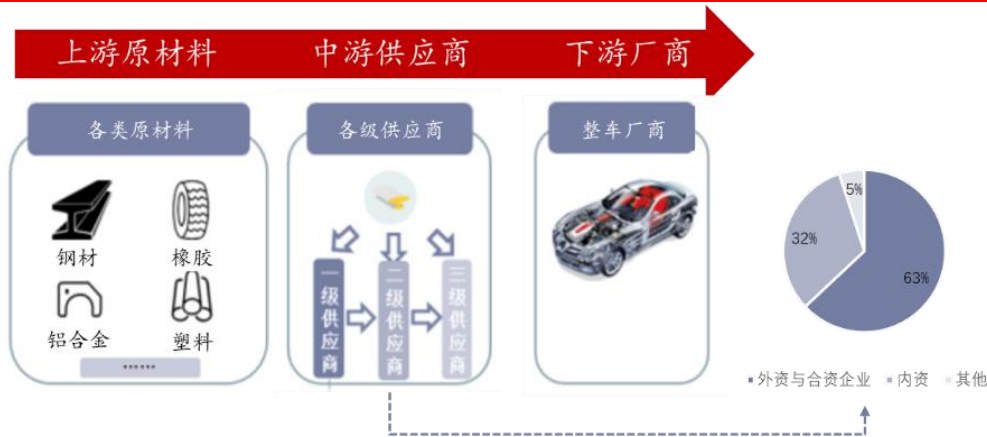
**外资占据汽车密封条市场主导地位，进口替代有望快速推进。**据华经情报网数据，国内汽车密封条市场中，外资或合资企业市场份额达到 63%，本土密封条生产企业份额约为 32%，市场较为分散。但近几年国内相关企业技术已经达到甚至超过外资企业，以产品合格率为标准，其中龙头企业浙江仙通已经达到 90%以上，而业内优质标准为 85%，日资龙头公司为 88%。我们认为，内资汽车密封条企业已具备较强技术和产品竞争力，已具备替代进口产能的能力。

**表 3：国内外汽车密封条行业主要企业**

企业类型	公司名称	简介	主要产品
外资或合资	上海申雅密封有限公司	成立于1995年，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-StandardIoldingINC.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、发动机盖密封条、行李箱密封条等
	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
	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，成立于2006年11月	车门密封条、玻璃导槽、车门头道、车窗侧条、挡风玻璃密封条等
	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年成立于上海	汽车的车窗、车门、车身的密封胶条
	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	机动车用、工业用橡胶、柠胶制品及相关的模具和设备
	和承汽车配件（太仓）有限公司	成立于2002年，由韩国和承集团投资	汽车用密封调及油压管
本土企业	浙江仙通橡塑股份有限公司	成立于1994年，专注密封条发展三十年，中国本土汽车密封条行业第一梯队成员	主要生产汽车密封条产品，还生产金属轮压件等其他汽车配件
	建新赵氏集团有限公司	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
	天津鹏翎集团股份有限公司	始建于1988年，2014年上市，国家高新技术企业，中国胶管十强企业，中国百家汽车零部件供应商	汽车流体管路、密封部件
	兴宇汽车零部件股份有限公司	成立于1998年，位于浙江省台州市仙居县，专业从事汽车零部件研发、制造与销售的股份制公司，浙江省汽车零部件行业重点企业	车用整车密封胶条系列、金属滚压件系列、新型密封产品系列、高档轿车亮饰条系列

资料来源：华经情报网，鹏翎股份官网，兴宇汽车官网，上海证券研究所

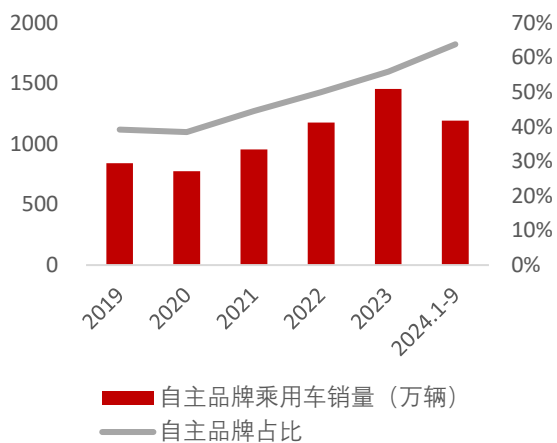
图 10：汽车密封件产业链全景图



资料来源：华经情报网，上海证券研究所

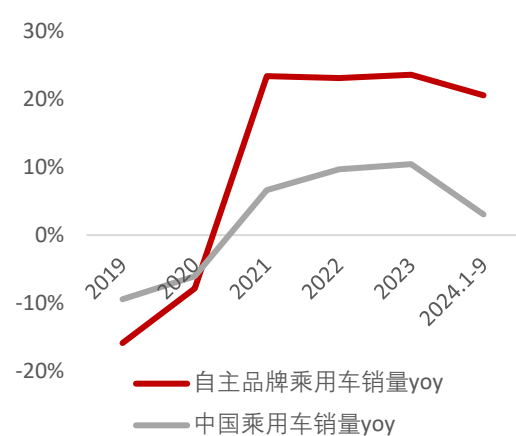
国内自主品牌发展助力密封条国产替代加速。本土主机厂的崛起为本土制造商提供发展环境，密封件产品特性决定了需要在下游主机厂持续进行批量化验证才能更好地进行需求匹配。随着工程机械整机厂设计能力的提升，龙头企业开展更多贴合中国市场的新规格机型创新，市场通用的进口标准密封件产品无法与其设备形成匹配，具有定制化需求。这种定制化需求使得主机厂和供应商从研发阶段开始协同合作，并提供持续的技术服务，一旦产品定型后，基于产品稳定性及一致性的考虑，主机厂亦不会轻易更换供应商产品，这种双向的持续性需求决定了合作的长期稳定性。国内密封件厂商有望因此乘中国工程机械崛起的东风实现国产替代的加速。

图 11：自主品牌乘用车销量占比稳步提升



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 12：自主品牌乘用车销量增速高于行业增速






资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.3 无边框密封条有望引领新潮流

目前国内汽车密封条市场规模约 200 亿，无边框车门兴起，单车价值量提升，密封条市场扩容。

汽车车门、车窗玻璃导槽密封条可分为日式导槽密封条和欧式导槽密封条。日式密封条用料少、生产工序少（约 10+道），单车价值量约 200-400 元。欧式导槽密封条早期主要应用于豪华车型，相比日韩式密封条，降噪效果更好、关门质感更强，但是生产难度较大，投入人工较大、生产工序多（约 20+道），因此单位成本较高，单车价值约 600-800 元。由于消费者越发注重品质消费，对整车外观档次感提出更高要求，汽车生产商为增强竞争力，更多车型逐步采用欧式密封条。

表 4：各种类密封条单价

密封条种类	图示	单价
日式		200~400 元
欧式		600~800 元
无边框		1000 元+

资料来源：立鼎产业研究院，上海证券研究所

**无边框密封条引领新潮流。**无边框密封条应用于无边框汽车门窗，最早用于跑车、高级轿车。随着消费者对汽车外观要求不断提高，各大车厂开始推出无边框门车型。由于设计构造的特殊性，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，并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。目前全球只有少数几家企业能够完成，能实现量产的供应商较少，单车价值超 1000 元。

随着特斯拉、极氪等品牌使用了无边框车门，预计国内新能源车企会逐步认可和使用无边框车门的设计来增强车辆的设计感，无边框密封条有望引领新的潮流。

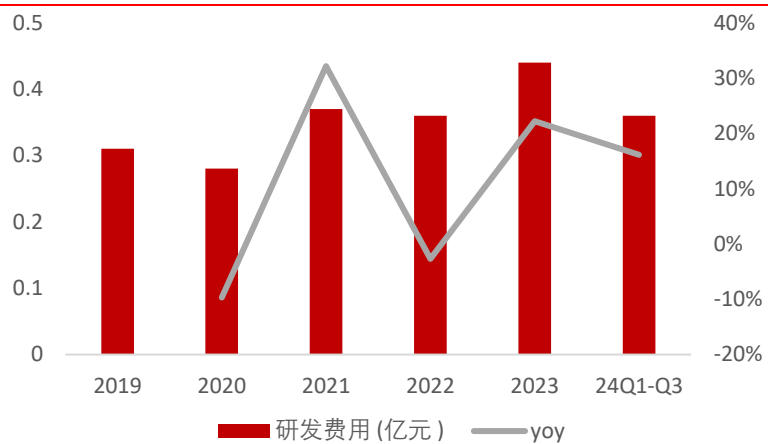
### 3 公司聚焦密封条细分品类，利润空间业内领先

#### 3.1 研发能力卓越，技术优势突出

拥有多项核心技术专利，持续加大产能投入。公司凭借多年研发投入，截止2023年底，拥有31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23项。在胶料配方领域，公司高硬度橡胶、低密度海绵生产技术已达到国内领先水平；在橡胶硫化技术、模块化开发技术、三维成型技术、无缝接口技术、表面预涂技术、表面植绒技术、橡胶混炼工艺技术、CAE分析同步开发技术、长度控制技术等方面的开发与应用方面，公司也较为领先，并已将该等技术应用于批量生产。

公司持续加大研发投入，2023年研发费用0.44亿元，同比+22.22%，2024Q1-Q3累计研发费用0.36亿元，同比+16.13%。

图 13：2024Q1-Q3 研发费用同比+16.13%



资料来源：Wind，上海证券研究所

推动产能建设，满足市场需求。公司大力推进橡胶密封件的产能建设，截止2024年中报，还有年产2.5万吨EPDM混炼胶零地技改项目、年产8000万米高端生产线及模具制作项目、年产6000万米橡胶密封件扩产项目等项目在进行中。

表 5：公司重要在建工程项目变动情况（单位：万元）

项目名称	2023年年报				2024年半年报			
	期初余额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	期末余额	期初余额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	期末余额
年产2.5万吨EPDM混炼胶零地技改项目	1021.40	2543.40	1848.56	1716.25	1716.25	676.34	141.58	2251.01
年产8000万米高端生产线及模具制作项目	1992.24	2664.30	3185.12	1471.43	1471.43	561.16	478.88	1553.71
年产6000万米橡胶密封件扩产项目	2450.84	1376.28	3488.96	338.16	338.16	453.44	49.70	741.90
合计	5464.48	6583.99	8522.64	3525.83	3525.83	1690.94	670.15	4546.62

资料来源：公司公告，上海证券研究所

### 3.2 优质客户众多，预计 24 年获得定点数同比翻倍

专注密封条发展三十年，优质客户众多。汽车整车厂商对合格供应商的考核非常严格，评审指标往往包括企业规模，质量体系，技术开发能力，质量能力，现场 5S，采购管理，流程管理，质量改进能力，人力资源培训等各个方面，周期通常长达 1-3 年。公司经过三十年的专注发展，成为中国本土汽车密封条行业龙头，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、长城汽车、伟巴斯特、上汽通用五菱等优秀客户。公司以赋能客户为目标，获得客户的广泛认可，品牌知名度不断提升，客户粘性不断增强。2023 年前五名客户销售额 8.7 亿元，占年度销售总额的 84.41%。

**2023 年获多个密封条项目定点，42 个在研新车型。**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，将成为新的增长点。

- **2023 年年底统计在研新项目车型 42 个。**
- **2024H1 接到项目总数超过 2023 年全年承接项目 20%，绝大部分为新能源汽车项目，公司竞争优势更加凸显，为未来快速发展奠定良好的基础。**
- **公司预计 2024 年承接新定点项目为 2023 年全年项目总数的 2 倍左右。**

### 3.3 成本端发展态势好，公司净利率业内领先

设备自研模具自制，盈利能力和成本控制优势突出。

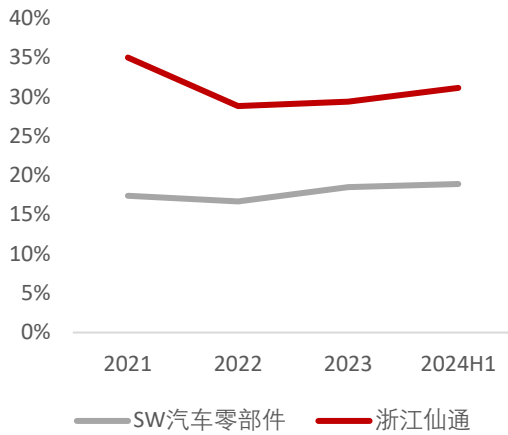
- 公司实现工装模具 90%自制，相比委外定制加工方式有效节省开支，极大控制制造费用，节省成本；
- 公司通过严格考核制度和激励机制，将一线员工的绩效薪酬与生产过程中的废品率挂钩，提高良品率，从而减少因废品而导致的浪费；
- 公司科学组织生产，推行岛区化生产模式及推式与拉式相结合的生产模式，提高生产制造效率，有效降低生产成本。

地处县城，员工工资水平低且结构稳定，毛利率、净利率处于业内领先水平。公司地处浙江省台州市仙居县，公司 95%的员工为仙居本地人，人工成本低、人员稳定。仙居作为中国本土汽车密封条行业的发源地之一，有着超 50 年的发展历史和独特的产

业集群优势，具备众多优秀的汽车密封条专业人才。公司充分利用位置和人才优势，严格控制成本，提高毛利率和净利率。公司汽车密封件产品毛利率、净利率和同业相比均处于较高水平。

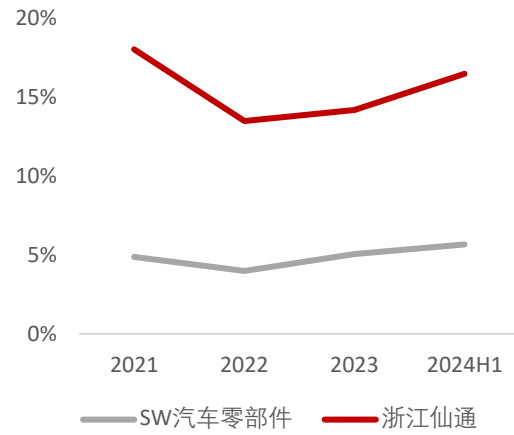
- 2023 年公司销售毛利率为 29.35%，销售净利率 14.17%；同期申万汽车零部件销售毛利率为 18.51%，销售净利率 5.06%。
- 2024H1 公司销售毛利率为 31.14%，销售净利率 16.47%；同期申万汽车零部件销售毛利率为 18.89%，销售净利率 5.66%。

图 14：公司与行业销售毛利率对比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 15：公司与行业销售净利率对比



资料来源：Wind，上海证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

将公司业绩构成按产品分为：汽车密封条和其他业务。我们根据披露的 2022 年、2023 年及 2024 年中报、2024 年三季报数据的增速及毛利率进行测算。基本假设如下：

(1) 汽车密封条：正文第 3.2 节介绍公司 2024 年新获取定点数量同比翻倍，预计会在 2025-2026 年销售收入中陆续体现，假设 2024 年-2026 年营收增速分别为 15.00%、20.00%、20.00%，毛利率分别为 29.80%、30.00%、30.00%。

(2) 其他业务：占比相对较小，对公司整体业绩影响不大。假设 2024 年-2026 年增速均为 15%，毛利率维持在 28%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 12.26/14.68/17.59 亿元，同比分别为+15.00%/+19.80%/19.81%；毛利率分别为 29.73%/29.92%/29.93%。

表 6：公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元）

日期	2022	2023	24H1	24Q1-Q3	2024E	2025E	2026E
营收合计	936.45	1065.76	554.82	841.51	1225.62	1468.33	1759.23
营收 yoy	18.96%	13.81%	21.70%	14.61%	15.00%	19.80%	19.81%
成本合计	666.69	752.94	382.02	585.82	861.25	1028.94	1232.73
毛利率	28.81%	29.35%	31.14%	30.38%	29.73%	29.92%	29.93%
汽车密封条营收	906.73	1023.84			1177.42	1412.90	1695.48
YOY	19.16%	12.92%			15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	27.80%	28.16%			29.80%	30.00%	30.00%
其他营收	29.71	41.91			48.20	55.43	63.74
YOY	13.05%	41.05%			15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	59.52%	27.96%			28.00%	28.00%	28.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

### 4.2 投资建议

公司深耕密封条领域三十年，是中国本土汽车密封条供应龙头企业。公司密封条产品细分种类多样，覆盖整车各部位，致力于设备自制和模具自研，成功实现 90% 模具自制，配套众多优秀主机厂客户。公司具备出色的管理能力，严格控制成本，拥有领先于同行业的毛利率和净利率。

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.89/2.41/3.04 亿元，同比分别+25.08%/+27.65%/+26.20%。2024 年 11 月 6 日收盘价对应 PE 分别为 17.91X/14.03X/11.12X。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 7：可比公司估值**

证券代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300547.SZ	川环科技	21.77	47.22	1.00	1.27	1.57	21.82	17.15	13.83
301459.SZ	丰茂股份	43.63	34.90	2.31	2.97	3.65	18.90	14.70	11.96
平均值				1.66	2.12	2.61	20.36	15.93	12.90
603239.SH	浙江仙通	12.50	33.84	0.70	0.89	1.12	17.91	14.03	11.12

备注：截至 2024 年 11 月 6 日收盘数据，可比公司 EPS 来自 wind 一致预期  
 资料来源：Wind，上海证券研究所



## 5 风险提示

**(1)、汽车行业市场波动风险。**公司主营业务为汽车密封条等汽车零部件的研发、设计、生产和销售，主要为汽车整车厂所生产的新车提供零部件配套服务，因此受汽车行业，特别是新车销售的市场状况影响较大。

**(2)、固定资产规模大幅增加的经营风险。**公司新增订单大幅度增加，产能持续扩张，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。

**(3)、原材料供应和价格波动风险。**公司主要原材料中 EPDM（包括混炼胶）、塑料粒子、钢材的用量最大，因此其价格变动将显著影响公司的生产经营。

**(4)、产能利用率下降和毛利率波动的风险。**由于受到市场供求关系的影响，公司可能存在订单不足的风险，从而使得产能利用率下降，此外公司的主要原材料采购价格不稳定，使得公司的毛利率可能存在波动较大的风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	106	143	138	120
应收票据及应收账款	393	465	557	668
存货	198	228	271	325
其他流动资产	203	155	196	243
流动资产合计	899	991	1162	1356
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	433	442	464	471
在建工程	56	64	61	63
无形资产	30	30	30	30
其他非流动资产	12	7	7	6
非流动资产合计	531	544	561	570
<b>资产总计</b>	<b>1430</b>	<b>1534</b>	<b>1723</b>	<b>1926</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	278	285	360	420
合同负债	4	5	5	7
其他流动负债	58	67	77	89
流动负债合计	339	356	442	516
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	18	22	21	21
非流动负债合计	18	22	21	21
<b>负债合计</b>	<b>357</b>	<b>378</b>	<b>463</b>	<b>537</b>
股本	271	271	271	271
资本公积	301	301	301	301
留存收益	499	579	682	812
归属母公司股东权益	1073	1157	1259	1389
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>1073</b>	<b>1157</b>	<b>1259</b>	<b>1389</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1430</b>	<b>1534</b>	<b>1723</b>	<b>1926</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>187</b>	<b>145</b>	<b>225</b>	<b>244</b>
净利润	151	189	241	304
折旧摊销	55	58	67	70
营运资金变动	-30	-103	-81	-128
其他	12	1	-2	-2
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-28</b>	<b>-1</b>	<b>-92</b>	<b>-87</b>
资本支出	-49	-74	-84	-79
投资变动	20	44	-10	-10
其他	1	28	2	2
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-87</b>	<b>-106</b>	<b>-138</b>	<b>-175</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-87	-105	-138	-175
<b>现金净流量</b>	<b>72</b>	<b>38</b>	<b>-6</b>	<b>-18</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1066</b>	<b>1226</b>	<b>1468</b>	<b>1759</b>
营业成本	753	861	1029	1233
营业税金及附加	9	10	11	13
销售费用	46	55	63	72
管理费用	49	51	56	62
研发费用	44	51	62	70
财务费用	2	0	0	0
资产减值损失	-6	1	0	0
投资收益	2	1	1	2
公允价值变动损益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>170</b>	<b>210</b>	<b>263</b>	<b>329</b>
营业外收支净额	0	1	0	0
<b>利润总额</b>	<b>170</b>	<b>211</b>	<b>264</b>	<b>329</b>
所得税	19	22	22	25
净利润	151	189	241	304
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>151</b>	<b>189</b>	<b>241</b>	<b>304</b>

## 主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	29.4%	29.7%	29.9%	29.9%
净利率	14.2%	15.4%	16.4%	17.3%
净资产收益率	14.1%	16.3%	19.1%	21.9%
资产回报率	10.6%	12.3%	14.0%	15.8%
投资回报率	14.1%	16.3%	19.1%	21.9%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	13.8%	15.0%	19.8%	19.8%
EBIT 增长率	19.7%	23.7%	24.9%	24.8%
归母净利润增长率	19.7%	25.1%	27.7%	26.2%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.56	0.70	0.89	1.12
每股净资产	3.96	4.27	4.65	5.13
每股经营现金流	0.69	0.53	0.83	0.90
每股股利	0.32	0.40	0.51	0.64
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.79	0.83	0.90	0.96
应收账款周转率	2.89	2.90	2.96	2.96
存货周转率	4.02	4.05	4.13	4.14
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	25.0%	24.6%	26.9%	27.9%
流动比率	2.65	2.78	2.63	2.63
速动比率	1.98	2.12	2.00	1.98
<b>估值指标</b>				
P/E	22.41	17.91	14.03	11.12
P/B	3.15	2.93	2.69	2.44
EV/EBITDA	17.84	12.04	9.83	8.17

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。