

上海沿浦(605128)

报告日期: 2025年01月09日

平台化转型持续增厚业绩，整椅方向具备较大增长潜力

——上海沿浦深度报告

投资要点

□ 核心逻辑

座椅骨架龙头具备进入整椅市场潜力，平台化转型将持续增厚业绩，预计 ASP 与市场份额提升驱动营收超预期。

□ 赛道 β：中国世界级汽零龙头数量将增长，整椅市场规模将不断提高

(1) **汽零**：中国汽零龙头数量较少，未来将持续整合、提高国际竞争力。国际经验表明，汽零龙头数量接近或大于整车龙头数量，目前中国汽零龙头数量仅为整车龙头 1/2，看好汽零龙头数量持续增多。

(2) **整椅**：整椅规模大、国产化率低，座椅舒适化需求助推行业规模持续扩大。汽车整椅子行业具备行业规模大（国内千亿）、高 ASP、低国产化率（国际龙头均为外资）的特征，诞生优秀的汽零龙头公司概率较高。

① 市场规模方面，预计 2026 年国内将达 1174 亿元，预计 2033 年国际将达 9711 亿元。② 竞争格局方面，国际龙头均为外资，国内曾为安道拓合资公司的延锋国际市占率最高、达 32%，其余均为外资，纯自主企业主要有继峰股份与天成自控，市占率较低，目前继峰借格拉默东风实现量价齐升，但规模仍较小。随着消费者对汽车座椅的要求提高与汽车外包专业化加强，未来行业规模与国产替代率有望持续提高。

□ 公司 α：平台化推动市占率持续提高，技术做支撑、有望复刻整椅龙头之路

(1) **公司深耕骨架 17 年，在时间与技术积累上与整椅世界龙头历史相似，有望复刻国际整椅龙头之路。**深度挖掘安道拓与李尔的历史，二者从进入汽车行业到整椅产品放量，均耗费约 20 年时间以整合技术与产业链，且其掌握的第一项核心技术均为座椅骨架，表明整椅门槛较高、且座椅系最重要的核心技术；此外，公司高铁座椅即将量产，参考佛吉亚发展历史，高铁座椅与乘用车座椅具有技术同源性，公司有望通过高铁座椅证明自身，叠加时间与技术上的积累，有望进入整椅市场、复刻国际座椅龙头之路。

(2) **公司通过深耕骨架，得到了整车厂的深度认可，通过直接对接整车厂的平台化转型、公司的骨架业务有望持续放量。**公司近期直接对接主机厂、获得 23 亿平台化骨架定点，表明公司产品得到主机厂的深度认可、已成功开启平台化转型，未来预期更多合作落地、持续增厚收益。

□ 预期差：市占率提高、ASP 提升、潜在整椅订单放量

① 公司深耕骨架技术，正实现骨架从后排到前排的 ASP 提升，结合公司正进行平台化转型，未来骨架销量的 ASP 与量增均有望驱动业绩超预期。② 公司若进入整椅市场，潜在的整椅订单有望超预期。

□ 催化剂：定点情况、能否进入整椅市场

骨架平台化新定点，高铁整椅产品订单情况及整椅产品进度。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 24-26 年的营业收入为 23、33、41 亿元，同增 51%、44%、23%，CAGR 为 39%；归母净利润为 1.4、2.5、3.5 亿元，同增 58%、71%、42%，CAGR 为 57%；对应 PE 为 32、19、13；以 PEG 0.5 为基准，给予其 25 年 29 倍 PE 估值，结合公司 25 年预期归母净利润 2.5 亿元，目标市值为 72.5 亿元；维持“买入”评级。

□ 风险提示

整椅进度不及预期、下游整车厂销量不及预期等。

投资评级：买入(维持)

分析师：周艺轩

执业证书号：S1230524060001

zhouyixuan@stocke.com.cn

研究助理：顾淳晖

guchunhui@stocke.com.cn

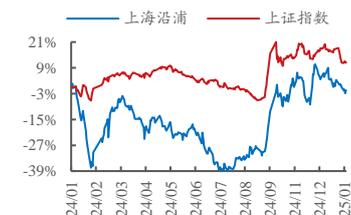
基本数据

收盘价 ¥ 35.97

总市值(百万元) 4,675.71

总股本(百万股) 129.99

股票走势图



相关报告

- 《定增顺利落地、主要募投座椅骨架，看好座椅业务持续放量》 2024.12.15
- 《座椅骨架平台化转型，未来成长进入快车道》 2024.10.27
- 《下游客户快速放量，产能利用率提升带动毛利率改善》 2024.10.22

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1518.60	2289.59	3286.80	4052.07
(+/-) (%)	35.38%	50.77%	43.55%	23.28%
归母净利润	91.18	144.37	246.98	350.09
(+/-) (%)	99.32%	58.34%	71.08%	41.75%
每股收益(元)	0.70	1.11	1.90	2.69
P/E	51.28	32.39	18.93	13.36
ROE	8%	9%	14%	17%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

正文目录

1 座椅骨架龙头、内部认可度高，所在行业规模大、国产化率低	5
1.1 股权集中，高管持股比例高、减持少	5
1.2 主营座椅骨架总成，上游主要为钢铁、下游为 Tier1 与整车厂	6
1.3 国际龙头均为外资，国内延锋市占第一，看好国产化率提升	8
1.3.1 他山之石：壁垒较高，龙头通过并购发展、量产整椅产品需二十载	9
1.3.2 延锋市占率第一，继峰正量价齐升，整体国产化率较低	10
2 中国汽零龙头缺位，整椅行业前景好、规模大、国产渗透率低	13
2.1 中国汽零龙头与整车龙头数量不匹配，看好世界级汽零龙头数量增加	13
2.2 整车座椅国内规模千亿，舒适性需求推动 ASP 持续提高	15
2.2.1 市场规模：国内千亿，预计 2 年 CAGR 达 10%	16
2.2.2 发展前景：汽车座椅专业与消费属性强，外包化、舒适性为两大趋势	17
3 平台化转型持续增厚业绩，高铁座椅或将成整椅入场券	20
3.1 骨架业务：技术储备丰富，正进行与主机厂直接对接的平台化转型	20
3.1.1 合作：与华为持续深度合作，平台化定点助推业绩增长	20
3.1.2 技术：研发实力强大	21
3.1.3 产能：属地配套客户产能，在手定点较多	22
3.2 其他增量业务：横向拓展铁路集装箱，纵向拓展高铁整椅、量产在即	23
4 预期差：产品价值量与市场规模将驱动业绩超预期	25
5 催化剂：骨架平台新定点、高铁座椅量产、整椅研发进度	25
6 盈利预测与估值	26
6.1 盈利预测	26
6.2 估值分析与投资建议	27
7 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司股权集中, 董事长持股比例约 35%, 高管认可度高, 合计持股比例高于 50%.....	5
图 2: 公司主营汽车座椅骨架总成, 其营收增速持续提高.....	7
图 3: 公司所处行业中游, 上游是钢材等原材料, 下游为 Tier1 与整车厂.....	7
图 4: 公司座椅骨架毛利率与钢材指数存在反向关系.....	8
图 5: 目前钢材指数处于较低水平, 近年毛利率将有所改善.....	8
图 6: 全球座椅龙头均为外资, CR5 达 78% (2022).....	8
图 7: 安道拓第一项座椅核心工艺为骨架, 自 1960 年起耗费了 25 年整合整椅三大技术, 随后仍持续收购座椅技术公司.....	9
图 8: 李尔第一项座椅工艺为骨架, 收购 AMP 后耗费 18 年才制成整椅产品, 并随后在瑞典、芬兰、北美等地持续收购座椅公司.....	10
图 9: 国内座椅龙头延锋市占率第一、达 32%, 其余龙头均为外资 (2022).....	10
图 10: 延锋国际现为华域汽车全资子公司, 前身为延锋与安道拓的合资公司.....	11
图 11: 继峰股份座椅产品量价齐升、但规模较小, 延锋国际价值量尚可、营收规模较大.....	11
图 12: 中国汽零龙头数量较少、仅为整车龙头 1/2, 汽零龙头数量应接近或大于整车厂龙头.....	15
图 13: 价量差图, 中国现有汽零龙头综合实力尚可, 但整车龙头议价能力较弱.....	15
图 14: 在国产化率-单车价值量坐标系中, 座椅整椅属于单车价值较高, 但国产化率较低的子领域.....	15
图 15: 预计 2024 国内乘用车整椅市场规模为 963 亿元, 2026 年将达 1174 亿.....	16
图 16: 2023 年全球整椅市场规模为 6611 亿人民币, 预计 2033 年将达约 9700 亿.....	17
图 17: 未来座舱将持续提升安全性.....	18
图 18: 新能源车减重需求推动座椅骨架持续轻量化.....	18
图 19: 蔚来持续进行座椅功能升级.....	18
图 20: 问界持续进行座椅功能升级.....	19
图 21: 公司系问界 M7 骨架独供, 23Q1-Q3 销量同比增加 223%.....	20
图 22: 公司近期与主机厂直接对接、斩获平台化定点.....	20
图 23: 公司研发投入维持在较高水平.....	21
图 24: 公司全自动冲压与焊接机器人产线.....	21
图 25: 公司横纵向拓展业务矩阵.....	24
图 26: 高铁座椅示意图.....	24
图 27: 铁路专用集装箱示意图.....	24
表 1: 公司高管有丰富产业经验, 合计持股数量达 54.8%.....	6
表 2: 公司董事长与总经理自上市以来从未减持, 其余高管减持数量也较少, 高管合计持股比例始终高于 50%.....	6
表 3: 全球市占率前四龙头均有座椅独立制造能力, 全面掌握座椅结构和发泡技术.....	9
表 4: 延锋定点客户多元、稳定增长, 继峰借格拉默斩获高端定点、后发优势较强.....	12
表 5: 中国汽零龙头数量较少、但实力尚可; 中国整车龙头数量较多, 但营收较低、议价能力较弱.....	14
表 6: 预计未来座椅舒适性配置的渗透率将持续提高.....	17
表 7: 公司掌握多项核心技术, 技术实力较强.....	21
表 8: 公司近年募资顺利, 持续扩充产能.....	22
表 9: 公司已公告骨架定点梳理, 预期约 45 亿元骨架营收正进入兑现期.....	23
表 10: 预计公司座椅骨架总成业务快速增长, 整椅业务未来值得期待.....	26
表 11: 公司 2024-2026 年估值略高于行业平均水平, 主要系预期未来增速较快所致.....	27
表附录: 三大报表预测值.....	28

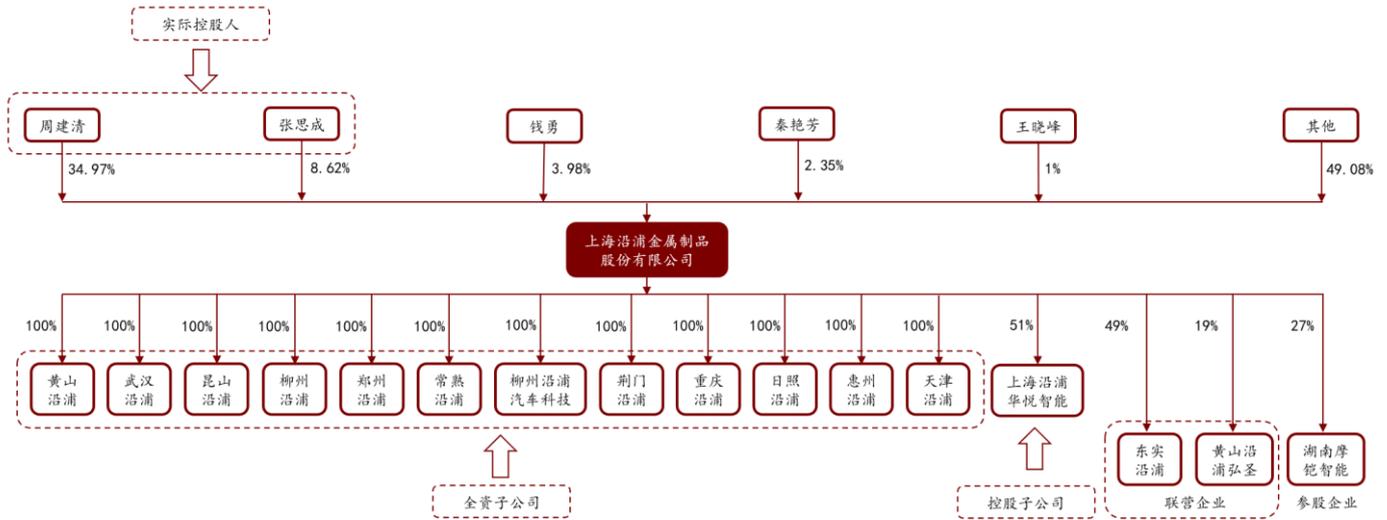
1 座椅骨架龙头、内部认可度高，所在行业规模大、国产化率低

- (1) 公司治理：公司是成立于上海的民营企业，董事长有丰富行业经验，持股比例高达 35%，且董事长与总经理上市至今均未有减持行为；管理层对公司认可度高，上市至今的总持股比例始终高于 50%。
- (2) 主营业务：公司是成立于上海的民营企业，深耕汽车零部件行业约 20 年，主营汽车座椅骨架总成与冲压件。
- (3) 商业模式：公司处于产业链中游，上游原材料主要为钢材，下游为 Tier1 供应商与主机厂。
- (4) 竞争格局：整车座椅的竞争格局较好，国际 CR5 达 78%、龙头均为外资；国内 CR5 达 70%，除曾为合资的延锋国际外，龙头均为外资。国内主要公司为延锋国际、继峰股份与天成自控，其中继峰收购格拉默后斩获高端定点、目前正处于量价齐升阶段；其中延锋国际继承了延锋安道拓所有人员与设备，客户结构较为多元。

1.1 股权集中，高管持股比例高、减持少

公司高管具备多年产业经验，且对公司认可度较高。公司高管大多从产业中来，且有两任曾为延锋座椅专家、技术实力较强；上市 4 年来董事长与总经理从未减持，且高管持股比例至今均高于 50%，彰显内部管理者的认可。

图1：公司股权集中，董事长持股比例约 35%，高管认可度高、合计持股比例高于 50%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

注：除黄山沿浦弘圣数据截止于 2023 年 12 月 31 日外，其余均截止于 2024 年 12 月 27 日

表1: 公司高管有丰富产业经验, 合计持股数量达 54.8%

姓名	职务	任职日期	年龄	最新薪酬	最新持股占比	简介
周建清	董事长, 董事	2017	58	83	4546 (38%)	1985-1992 年任上海县工业局东华高压均质机厂技术员助理。1992-1994 年任上海勤劳箱体制造有限公司技术厂长, 1999 年至今历任公司执行董事、董事长, 2017-2023 年任公司总经理
张思成	总经理	2023	31	42	1121 (9%)	2015-2022 年任公司的现场工程师, 2016 年至今任公司董事, 2022 年至今任公司商务项目副总, 2023 年 10 月起任公司总经理
顾铭杰	副总经理	2017	49	71	30 (0.2%)	1995 年 10 月至 1999 年 3 月任上海飞乐股份有限公司助理工程师, 1999 年 3 月至 2007 年 5 月任上海延锋江森座椅有限公司质量工程师, 2007 年至今历任公司董事, 副总经理
钱勇	副总经理	2017	54	101	518 (4%)	1993-2001 年任无锡明芳汽车部件有限公司设计课长, 2001-2008 年任上海延锋江森座椅有限公司高级专家。2011 年至今任公司董事, 2008-2017 年任公司总经理, 2017 年 8 月至今任公司副总经理
秦艳芳	财务总监, 董事会秘书	2017	52	64	305 (3%)	1993-2010 年先后在中国人民财产保险临汾支公司、中国银行无锡东降支行、住电粉末冶金(无锡)、日本住友电工上海代表处住友集团、任田村电子、上海利士包装、任丰亚投资、上海美迪西生物医药公司担任财务相关职务, 2011 年至今任公司财务总监, 现任董事会秘书兼财务总监
高管平均年龄: 43 岁(跨度 31-58 岁)						
高管统计	高管平均薪酬: 70 万元					
	高管总计持股: 6520 万股					

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 最新薪酬单位为万元, 最新持股数量为万股, 最新持股数与占比截止至 24Q3, 并未计算 24 年 12 月的定增数据

表2: 公司董事长与总经理自上市以来从未减持, 其余高管减持数量也较少, 高管合计持股比例始终高于 50%

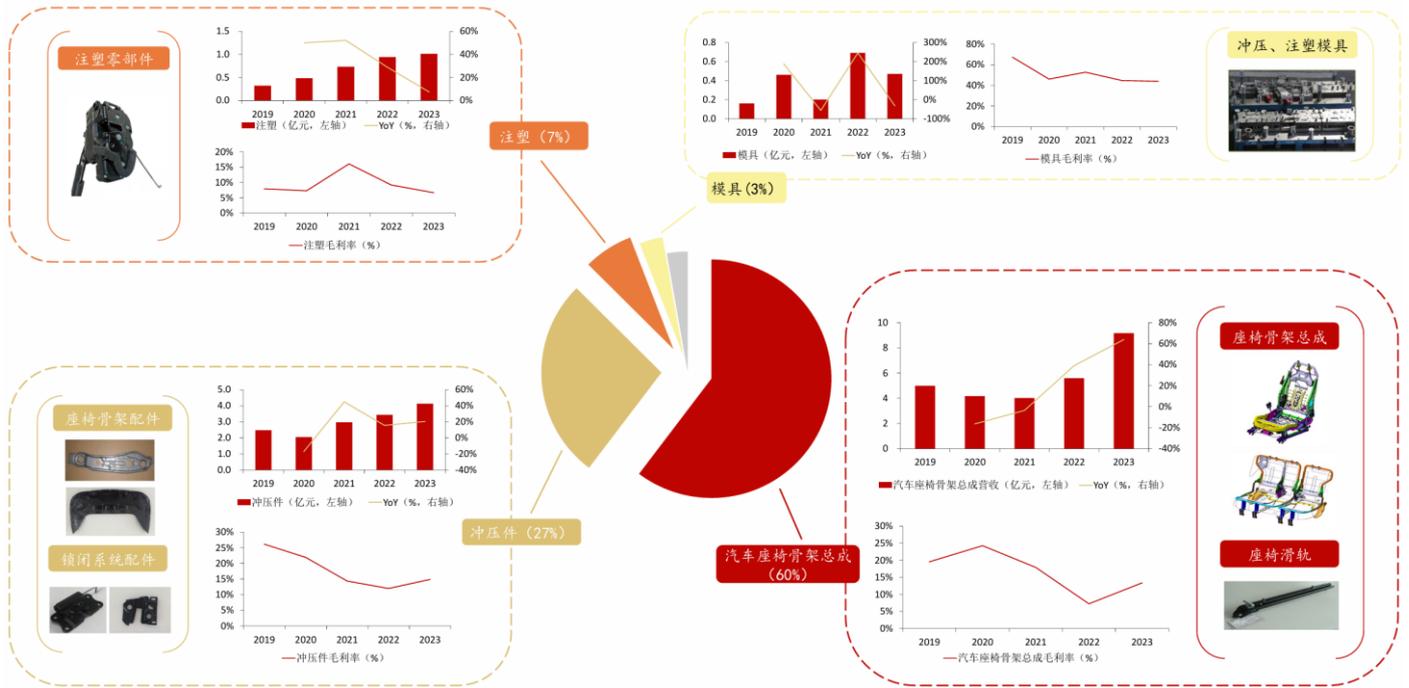
	2020	2021	2022	2023	24H1
周建清	3072	3072	3072	3072	4546
张思成	758	758	758	758	1121
钱勇	400	350	350	350	518
秦艳芳	275	206	206	206	305
合计占比	56.3%	54.8%	54.8%	54.8%	54.8%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2 主营座椅骨架总成, 上游主要为钢铁、下游为 Tier1 与整车厂

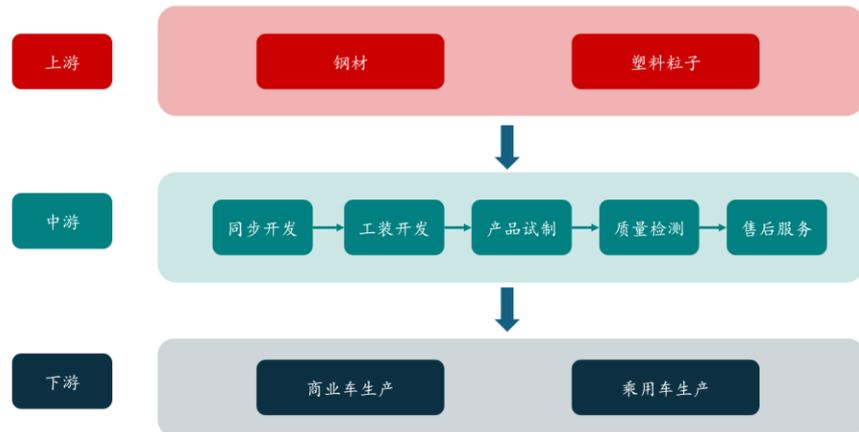
公司主营汽车座椅骨架总成、处于产业链中游, 2020 年至今业务增速持续提高。公司主营汽车座椅骨架总成、冲压件及注塑件, 2023 年公司座椅骨架总成(含滑轨)收入占比 60%, 4 年 CAGR 为 16%, 增速较快。公司处于产业链中游, 上游为钢材、塑料粒子等原材料, 下游为整车厂或 Tier1 供应商。

图2: 公司主营汽车座椅骨架总成, 其营收增速持续提高



资料来源: Wind, 招股说明书, 浙商证券研究所

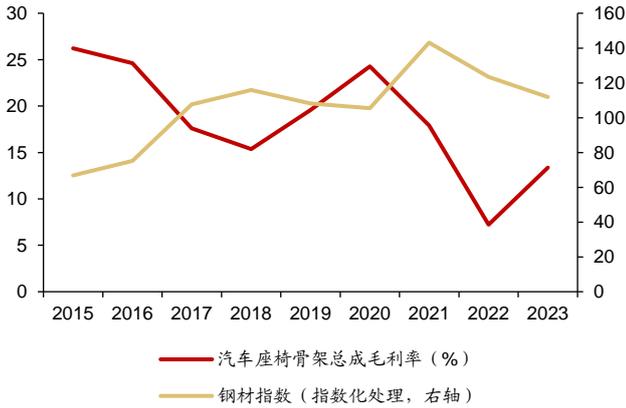
图3: 公司所处行业中游, 上游是钢材等原材料, 下游为 Tier1 与整车厂



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

座椅骨架原材料价格显著受到钢材价格影响, 其 2015 年起进入上升通道、2021 年开始出现下行趋势, 边际毛利率将好转。公司主营产品的原材料采购金额中占比较大的为钢板、冲压件, 其均显著受到钢材价格指数变动的的影响。2015 年起钢材指数上行, 公司座椅骨架毛利率从 2015 年的 26% 降至 2022 年的 7%; 边际方面, 钢材指数 2021 年已进入下行趋势, 公司座椅骨架 2023 年毛利率也已修复至 13%, 目前钢材指数较低, 看好公司毛利率持续修复。

图4: 公司座椅骨架毛利率与钢材指数存在反向关系



资料来源: Wind, 浙商证券研究所
注: 钢材指数原数据为周度, 进行了变频处理: 取年度的平均值

图5: 目前钢材指数处于较低水平, 近年毛利率将有所改善

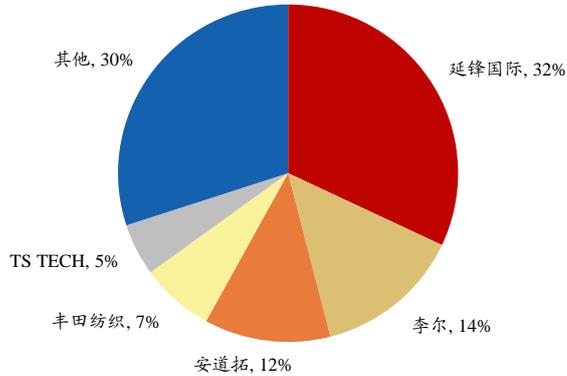


资料来源: Wind, 浙商证券研究所
注: 数据截止于 2024 年 12 月 20 日

1.3 国际龙头均为外资, 国内延锋市占第一, 看好国产化率提升

国际龙头均为外资, CR5 达 78%。李尔、安道拓、佛吉亚、麦格纳和丰田纺织是国际整椅五大巨头, 总市占率高达 78%。其中, 前四大龙头均有座椅独立制造能力, 全面掌握座椅结构和发泡技术。

图6: 全球座椅龙头均为外资, CR5 达 78% (2022)



资料来源: Markline, 浙商证券研究所

表3: 全球市占率前四龙头均有座椅独立制造能力, 全面掌握座椅结构和发泡技术

公司	座椅技术					舒适性			
	独立制造能力	结构	发泡	剪裁	面料	座椅软件	座椅加热	座椅通风	座椅按摩
李尔	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
安道拓	✓	✓	✓	✓					
佛吉亚	✓	✓	✓	> 50%		≈ 50%			✓
麦格纳	✓	✓	✓	✓		✓			
延锋国际	≈ 50%	≈ 50%	< 50%	≈ 50%	< 50%	< 50%			
捷温						≈ 50%	✓	✓	✓

资料来源: 李尔公告, 浙商证券研究所

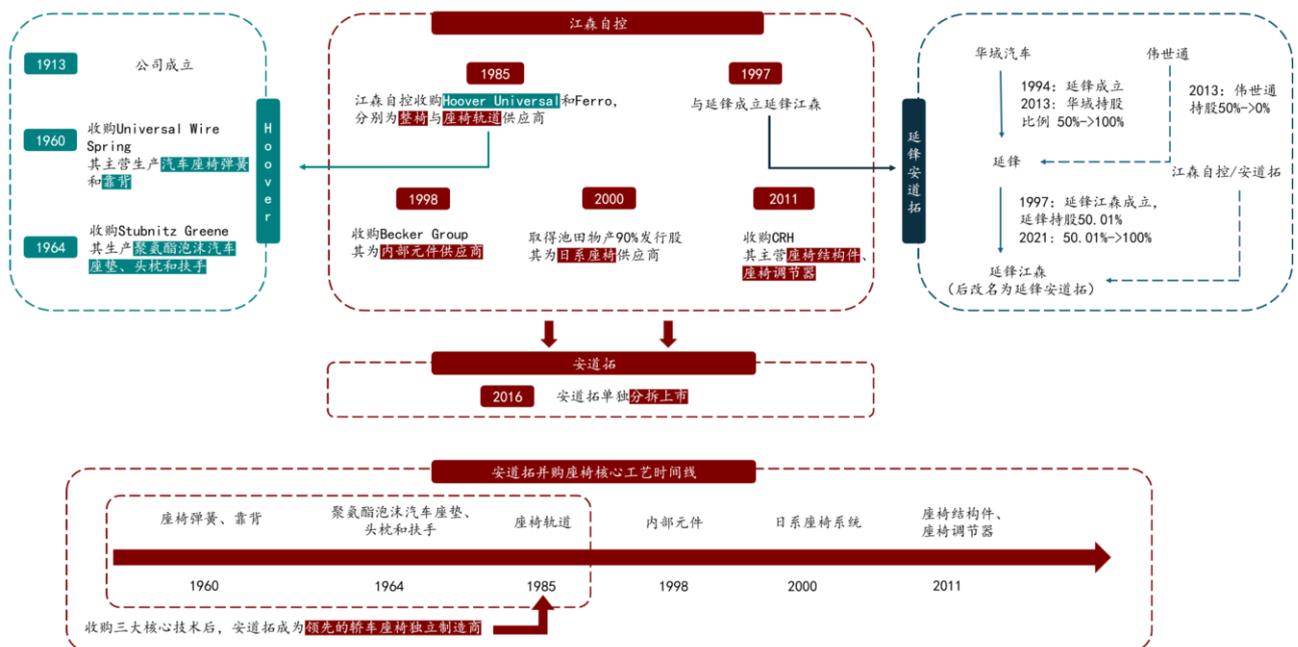
1.3.1 他山之石: 壁垒较高, 龙头通过并购发展、量产整椅产品需二十载

通过复盘全球市占率最高的两大龙头——安道拓和李尔, 我们得出以下观点:

(1) 其均通过并购掌握座椅技术、绑定大客户, 鲜有完全依靠内生增长。穿透来看, 安道拓掌握的三大座椅核心技术为收购 Universal Wire Spring (座椅骨架)、Stubnitz Greene (发泡) 和 Ferro (座椅轨道) 而来; 李尔通过收购大客户供应商实现客户绑定, 在收购了 Favesa (福特北美座椅套供应商) 后成为福特首选座椅制造商、大大扩展了北美业务, 在收购 SEPI (菲亚特整椅部门) 后成为欧洲领先的第三方汽车整椅供应商。

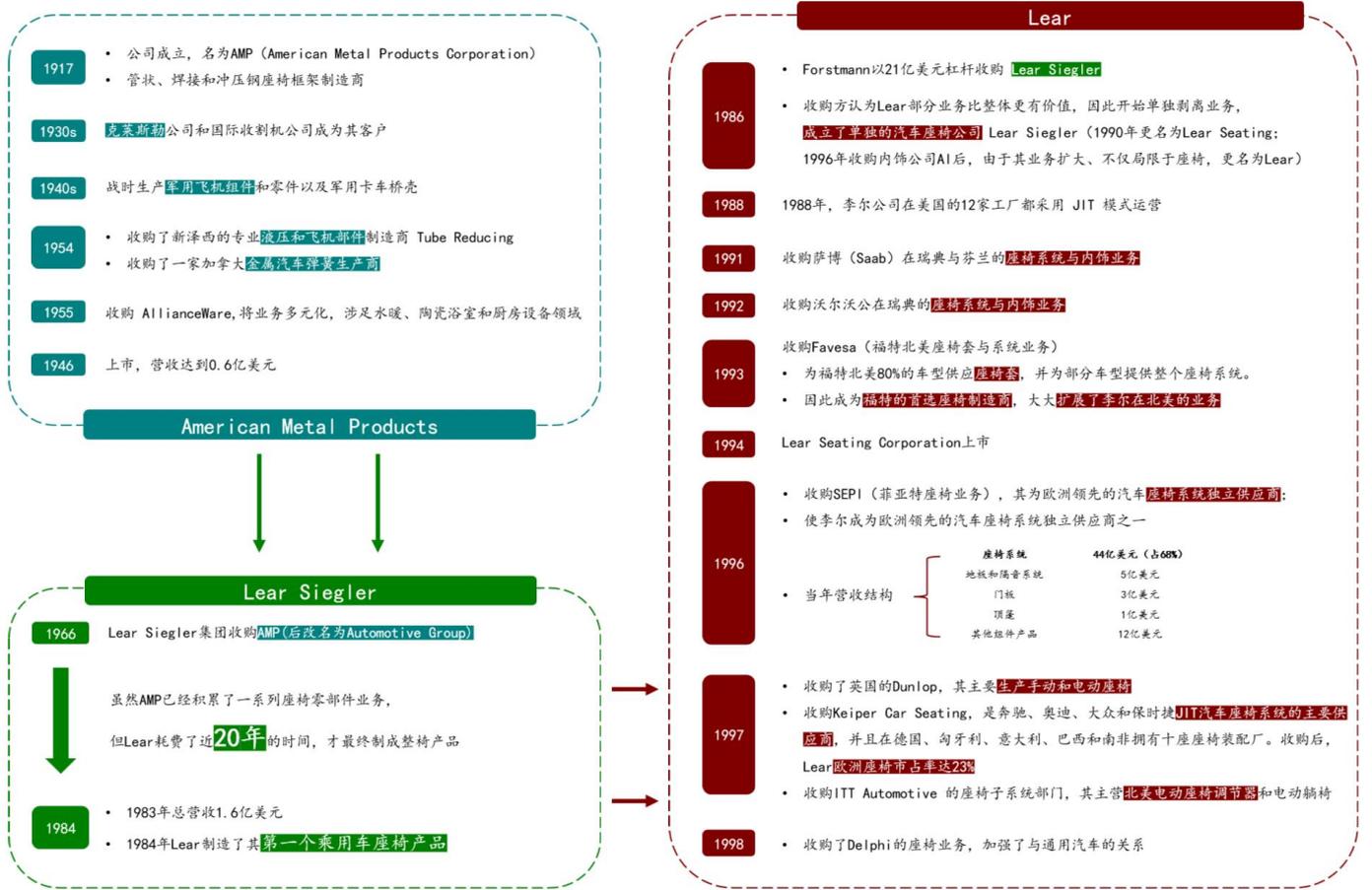
(2) 整椅壁垒高, 龙头整合从进入该行业到产品放量需 20 年时间。安道拓花费了 25 年收购并整合三大技术后成为领先的轿车座椅独立制造商; AMP 在被李尔收购前已经积累了一系列座椅零部件业务, 但李尔收购其后耗费了 18 年才最终制造出第一个乘用车座椅产品; 以史为鉴, 上海沿浦 2007 年进入汽车行业, 目前已深耕座椅行业近 20 年, 已具备实现质变的基础。

图7: 安道拓第一项座椅核心工艺为骨架, 自 1960 年起耗费了 25 年整合整椅三大技术, 随后仍持续收购座椅技术公司



资料来源: 江森自控官网, Markline, 汽车公社, Wiki, 新浪财经等, 浙商证券研究所

图8: 李尔第一项座椅工艺为骨架, 收购 AMP 后耗费 18 年才制成整椅产品, 并随后在瑞典、芬兰、北美等地持续收购座椅公司

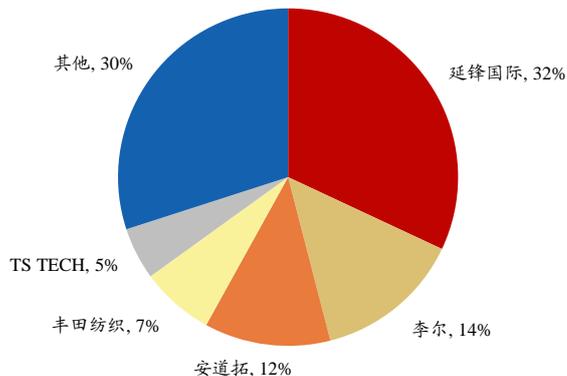


资料来源: Encyclopedia, Markline, 李尔公告, Mergr, 浙商证券研究所

1.3.2 延锋市占率第一, 继峰正量价齐升, 整体国产化率较低

国内整椅 CR5 达 70%, 其中曾为合资公司的延锋国际市占率最高、达 32%, 其余龙头均为外资, 国内公司还有继峰股份、天成自控等。

图9: 国内座椅龙头延锋市占率第一、达 32%, 其余龙头均为外资 (2022)



资料来源: Markline, 浙商证券研究所

延锋国际：曾为华域汽车与安道拓的合资公司，2021年华域将其购买为全资子公司。华域汽车1994年与伟世通合资成立延锋，延锋1997年与江森自控合资成立延锋江森（安道拓单独分拆上市后改名延锋安道拓）。随后，华域汽车分别于2013、2021年将延锋与延锋安道拓购买为全资子公司，并将后者改名为延锋国际，自此延锋国际成为华域汽车的全资公司，延锋国际继承了延锋安道拓所有员工、55个座椅制造基地和完整能力的技术中心。

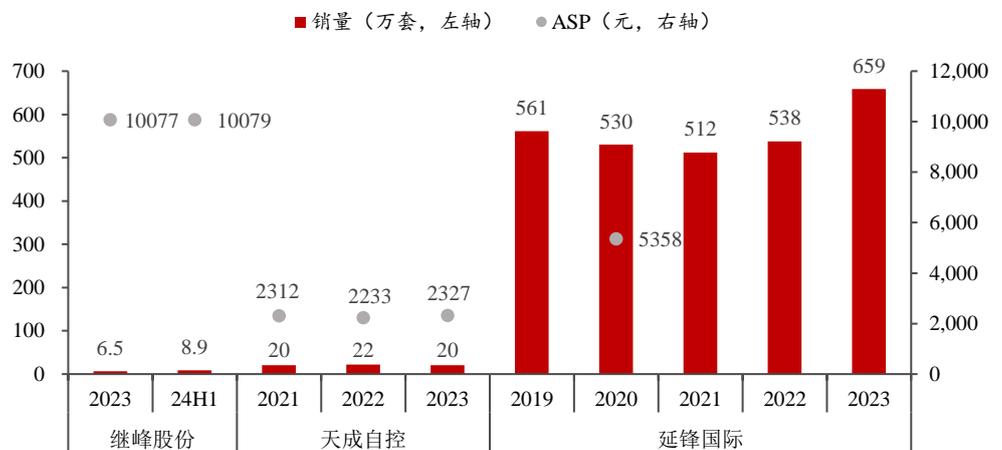
图10：延锋国际现为华域汽车全资子公司，前身为延锋与安道拓的合资公司



资料来源：汽车公社，公司公告，浙商证券研究所

继峰股份：继峰通过收购格拉默快速提升整椅实力、2025年斩获高端座椅定点，实现量价齐升。继峰2019年前主营乘用车座椅零部件，2019年收购商用车整椅制造商格拉默进入整椅赛道，2023年5月落地首个乘用车整椅业务。边际方面，24H1继峰整椅数据较佳，交付乘用车整椅8.9万套，营收8.97亿元，亏损大幅收窄至-0.23亿元，其通过格拉默获得2025年奥迪Q6L与A6的高端定点，未来有望继续高举高打、持续抢占外资份额。

图11：继峰股份座椅产品量价齐升、但规模较小，延锋国际价值量尚可、营收规模较大



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

定点：延锋座椅定点较继峰更多元。延锋的定点既有传统合资厂，如东风日产、福建奔驰、上汽等，也来自自主品牌与新势力整车厂，如比亚迪、吉利、小鹏和理想等。相比之下，继峰的定点多元化水平较弱，主要系继峰起步较晚，其远期客户多元化水平提升值得期待。

表4：延锋定点客户多元、稳定增长，继峰借格拉默斩获高端定点、后发优势较强

公司	介绍	时间	最新配套整车厂（乘用车）	车型
继峰股份	2019年前公司主营乘用车座椅零部件 2019年通过收购格拉默进入商用车整椅，实现乘用车全面布局	2025	一汽-大众	奥迪 Q6L e-tron（包括 Sportback）
			上汽-大众	奥迪 A6 e-tron
		2024	一汽-大众	大众 探岳
			吉利	极氪 MIX
			理想	L6
			蔚来	EC6、ES6
天成自控	基于工程机械、商用车和农用机械整椅拓展至乘用车	2024	上汽大通	大通 大家 7
			奇瑞	捷途 山海 L7 C-DM
			江淮	瑞风 RF8 PHEV
		2023	上汽乘用车	荣威 科莱威、荣威 i5
			极狐	考拉
延锋国际	前身为延锋与安道拓成立的延锋安道拓、主营整椅业务	2024	上汽	大众 威然、荣威 iMAX8（含EV）、五菱凯捷（含混动铂金版）
			东风日产	日产 轩逸（含 e-POWER）、启辰 启辰星
			吉利	极氪 001&007、极越 07
			奇瑞	智界 S7、瑞虎 8 Plus
			小鹏	小鹏 G6、P7(i)、X9
			岚图	岚图 FREE 增程版
			智己	智己 LS7
			极狐	阿尔法 T
			比亚迪	仰望 U8、腾势 D9 EV&DM-i
			特斯拉	Model 3
			理想	MEGA
			福建奔驰	梅赛德斯-奔驰 V 260（含 260L）、威霆
			长安马自达	马自达 3 昂克赛拉、CX-30、CX-5

资料来源：Markline，浙商证券研究所

注：继峰股份中，2025年奥迪 Q6L 与 A6、2024年大众探岳的定点系与格拉默签订

2 中国汽零龙头缺位，整椅行业前景好、规模大、国产渗透率低

- (1) 细分赛道发展阶段：目前传统燃油车整车座椅市场较为成熟，但新能源车整椅市场尚处于成长阶段。
- (2) 细分赛道景气变化：预计 2025 年继续延续座椅舒适化需求提升趋势。
- (3) 景气变化驱动逻辑：需求端，消费者对座椅舒适性需求持续提高；供给端，座椅舒适性功能作为卖点之一，渗透率将进一步提高。
- (4) 赛道β如何体现：① **中国汽零厂商龙头数量将会增长**。相比整车龙头，中国汽零龙头数量较少，看好有潜力的中国汽零优质企业跻身世界一流梯队。② **汽车整椅规模大、ASP 高、国产化率低，未来诞生世界龙头的可能较大；汽车整椅市场规模将持续提高**。子行业具备行业规模大（国内千亿）、高 ASP、低国产化率（国际龙头均为外资）的特征，可能会诞生优秀的汽零龙头公司。随着消费者对汽车座椅的要求提高与汽车外包专业化加强，未来行业规模与国产替代率有望持续提高。

2.1 中国汽零龙头与整车龙头数量不匹配，看好世界级汽零龙头数量增加

国际经验表明，汽零龙头数量接近或大于整车龙头数量，目前中国汽零龙头数量仅为整车龙头 1/2，看好汽零龙头数量持续增多；现有龙头方面，汽零现有龙头国际竞争力尚可，但整车龙头议价能力较弱，看好整车龙头议价能力提升。

- 1) **非龙头：相比整车厂，汽零厂非龙头企业占比较高、格局分散**。据表 5，汽零厂 TOP 20 榜单中，中国企业数量仅占 15%，而整车厂 TOP 20 榜单中，中国企业占比高达 30%。国际比较来看，汽零龙头的数量占比应该接近或大于整车厂龙头数量，如欧洲/日本汽零龙头数量占比高出整车厂 10/2pcts，表明目前我国汽零企业中非龙头较多、整体竞争格局分散。
- 2) **现有龙头：中国汽零现有龙头实力尚可，整车龙头整体议价能力较弱、主打销量市场**，情况与日本相似、与欧洲相反。据表 5，我们计算了 TOP 20 榜单的价量差（等于各国龙头企业的营收占比减其数量占比），其反映各国龙头整体的议价能力与综合实力。
 - (1) **欧洲龙头：汽零与整车龙头议价能力、综合实力均较强**。在 TOP 20 榜单中，欧洲汽零/整车厂营收占比为 35%/37%，但其龙头数量占比为 30%/20%，价量差为 5%/17%。欧洲汽车龙头实力较强，主要与悠久历史带来的品牌溢价与以质量著称的口碑溢价有关。
 - (2) **日本龙头：龙头以量换价、注重性价比，整体实力尚可**。在 TOP 20 榜单中，日本汽零/整车厂的价量差为-3%/-7%，结合日本汽零/整车的龙头数量占比为 25%/23%，反映日本上榜的龙头企业虽然较多，但整体的创收能力一般，其主要与日系车型主打燃油经济性与性价比，因此产品溢价较弱有关。

(3) **中国龙头：汽零龙头实力尚可，整车厂主打销量、议价能力较弱。** TOP 20 榜单中，中国汽零龙头数量占比 15%、营收占比 13%，两者较为匹配，表明已上榜的汽零龙头实力尚可；整车端，TOP 20 榜单中，中国整车数量占比为 30%，但营收占比仅为 15%，表明中国整车企以量换价明显、议价能力较弱。

表5：中国汽零龙头数量较少，但实力尚可；中国整车龙头数量较多，但营收较低、议价能力较弱

序号	汽零厂商名称	国家	汽车业务营收 (亿美元)	序号	整车厂商名称	国家	汽车销量 (百万台)	营业收入 (十亿人民币)
1	博世	德国	607	1	丰田	日本	8.05	2042
2	电装	日本	484	2	大众	德国	6.93	2466
3	采埃孚	德国	464	3	现代-起亚	韩国	5.51	829
4	现代摩比斯	韩国	454	4	Stellantis	欧洲&美国	4.58	1451
5	麦格纳国际	加拿大	428	5	雷诺-日产联盟	法国&日本	4.30	1001
6	宁德时代	中国	405	6	通用	美国	4.29	1251
7	爱信精机	日本	330	7	比亚迪	中国	3.43	602
8	佛吉亚	法国	295	8	福特	美国	3.40	1283
9	大陆	德国	287	9	本田	日本	3.12	926
10	康明斯	美国	236	10	吉利	中国	2.65	180
11	李尔	美国	235	11	铃木	日本	2.62	246
12	华域汽车	中国	227	12	奇瑞	中国	2.26	315
13	LG 能源	韩国	220	13	宝马	德国	1.82	1190
14	法雷奥	法国	202	14	奔驰	德国	1.76	1173
15	安波福	英国	201	15	长安	中国	1.68	151
16	住友电工	日本	180	16	特斯拉	美国	1.62	705
17	安道拓	美国	154	17	长城	中国	1.29	173
18	松下汽车系统	日本	145	18	上汽	中国	1.21	745
19	潍柴动力	中国	144	19	马自达	日本	1.00	217
20	矢崎	日本	142	20	塔塔集团	印度	0.99	356

资料来源：Markline, Bloomberg, Wind, Wise, 浙商证券研究所

注：汽车业务销售额数据为 2023 年；汽车销量数据为 2024 年 1 至 10 月累计；营业收入为 2023 自然年，对财务报表日为非 12 月 31 日的个别公司，假设了全年收入平均发生，使用了 2023 与 2024 两年的财务数据，并将其归结到 2023 自然年；汇率采用 2024 年 12 月 16 日数据

2.2.1 市场规模：国内千亿，预计2年CAGR达10%

乘用车座椅市场规模国内千亿，预计全球远期将达万亿：

(1) 国内：预计2024年国内市场规模963亿元，到2026年将达到1174亿元，2年CAGR达10%。

(2) 国际：2023年全球市场规模为6611亿元，预计2026年将达到7419亿元、2033年将达到9711亿元。

图15：预计2024国内乘用车整椅市场规模为963亿元，2026年将达到1174亿

销量		售价(元)						市场规模(亿)
24年乘用车销量(万辆)	乘用车价格区间占比(%)	新能源渗透率(%)		轿车	SUV	MPV	车型加权ASP	
2670	≥40万	新能源	42%	8000	8240	10400	8228	39
		ICE	58%	6500	6695	8450	6685	43
	30-40万	新能源	49%	6500	6695	8450	6685	93
		ICE	51%	5500	5665	7150	5657	82
	20-30万	新能源	62%	4500	4635	5850	4628	139
		ICE	38%	3500	3605	4550	3600	67
	15-20万	新能源	46%	3500	3605	4550	3600	78
		ICE	54%	3200	3296	4160	3291	84
	10-15万	新能源	44%	2800	2884	3640	2880	113
		ICE	56%	2500	2575	3250	2571	128
5-10万	新能源	50%	2500	2575	/	2538	45	
	ICE	50%	2000	2060	/	2030	36	
≤5万	新能源	83%	2300	2369	/	2335	14	
	ICE	17%	2000	2060	/	2030	3	
963								
销量		售价(元)						市场规模(亿)
25年乘用车销量(万辆)	乘用车价格区间占比(%)	新能源渗透率(%)		轿车	SUV	MPV	加权ASP	
2790	≥40万	新能源	50%	8500	8755	11050	8742	52
		ICE	50%	6500	6695	8450	6322	38
	30-40万	新能源	52%	6800	7004	8840	6994	109
		ICE	48%	5500	5665	7150	5822	83
	20-30万	新能源	65%	5000	5150	6500	5143	168
		ICE	35%	3500	3605	4550	3822	67
	15-20万	新能源	47%	3600	3708	4680	3703	87
		ICE	53%	3300	3399	4290	4822	128
	10-15万	新能源	46%	2900	2987	3770	2983	132
		ICE	54%	2600	2678	3380	2676	139
5-10万	新能源	50%	2600	2678	/	2639	44	
	ICE	50%	2000	2060	/	2150	36	
≤5万	新能源	85%	2400	2472	/	2436	14	
	ICE	15%	2000	2060	/	2150	2	
1101								
销量		售价(元)						市场规模(亿)
26年乘用车销量(万辆)	乘用车价格区间占比(%)	新能源渗透率(%)		轿车	SUV	MPV	加权ASP	
2916	≥40万	新能源	42%	8700	8961	11310	8948	49
		ICE	58%	6500	6695	8450	6322	47
	30-40万	新能源	49%	7000	7210	9100	7200	111
		ICE	51%	5500	5665	7150	5822	94
	20-30万	新能源	62%	5300	5459	6890	5451	178
		ICE	38%	3500	3605	4550	3822	78
	15-20万	新能源	46%	3700	3811	4810	3806	93
		ICE	54%	3400	3502	4420	4822	140
	10-15万	新能源	44%	3000	3090	3900	3086	137
		ICE	56%	2700	2781	3510	2676	151
5-10万	新能源	50%	2700	2781	/	2741	46	
	ICE	50%	2000	2060	/	2150	36	
≤5万	新能源	83%	2500	2575	/	2538	14	
	ICE	17%	2000	2060	/	2150	2	
1174								

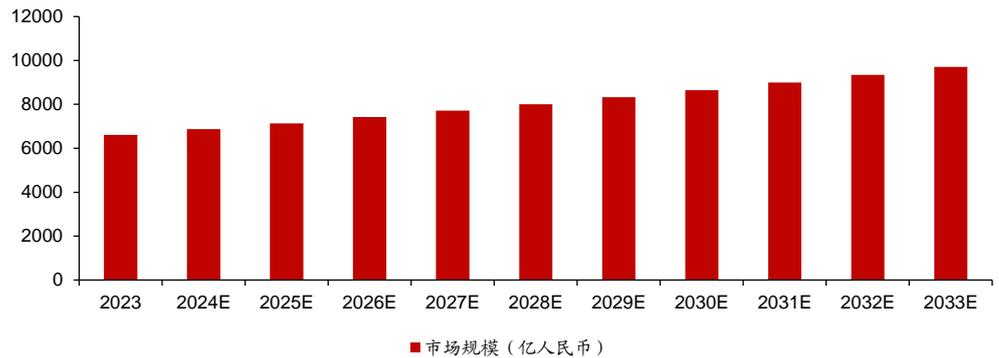
资料来源：崔东树公众号，汽车大公司，浙商证券研究所

注：2024年乘用车价格区间占比与新能源渗透率为截止于2024年9月之数据；2024年全年乘用车销量为2024年1-11月累计销量，并假设12月同比增长4.5%得来。

假设：

- (1) 价格占比：低端车型占比减少，10-15万及之上的销售占比提高。
- (2) 新能源渗透率：售价5万以上市场的持续提高，尤其是中高端市场，出现了一批以M9为代表的冲击高端市场的新能源车。
- (3) ASP：由于新能源车型电气化与消费者对高端座椅的需求交相辉映，ASP较燃油车持续提高；SUV有6/7座版本，假设6/7座销售占比10%，则SUV整体ASP高于轿车约3%；MPV普遍为7座版本，主要按座位数量考虑虚数，并考虑中排ASP低于前排，假设ASP高于轿车30%；内部权重采用2023年12月比例。

图16: 2023年全球整椅市场规模为6611亿人民币, 预计2033年将达约9700亿



资料来源: Precedence, 浙商证券研究所
注: 汇率采用2024年12月19日汇率

2.2.2 发展前景: 汽车座椅专业与消费属性强, 外包化、舒适性为两大趋势

整机厂将逐渐将整椅外包, 第三方整椅制造企业持续受益。

(1) 欧美汽车发展史中早已出现整椅外包趋势。回溯欧美汽车工业发展史, 1980起欧洲整椅便出现外包和整合趋势, 整机厂开始将整椅逐渐外包, 随后诞生了安道拓、李尔等座椅巨头。

(2) 外包整椅主要系分工专业化与降本原因。从李尔等提供全方位服务的独立供应商处购买座椅系统和其他内饰系统及部件, 使整机厂的客户获得了竞争优势, 其原因包括: (i) 劳动力成本降低, 因为像公司这样的供应商通常享有较低的直接劳动力和福利费率; (ii) 消除了与OEM生产内饰系统相关的营运资本和人员成本; (iii) 由于有充足的厂房空间可用于扩展其他OEM制造业务, 因此净间接费用和资本投资减少; (iv) 通过使用有限数量的成熟系统供应商而不是众多单个部件供应商来降低交易成本。

汽车座椅消费属性强, 近年来逐渐成为厂商的差异化卖点。座椅关系到驾乘人员的装饰和安全需求, 与驾乘人员保持长时间直接接触。消费者对座椅不同功能的需求增加。根据佐思汽研数据库数据, 消费者对于座椅的加热、通风、按摩、记忆等功能需求增加, 促使座椅升级。据佐思汽研数据库, 相比于2020年座椅加热、通风、按摩、记忆的装配率分别为5.50%、1%、0.30%、2.40%, 2025年预计装配率分别为10.10%、3.70%、1.50%、6.70%。

表6: 预计未来座椅舒适性配置的渗透率将持续提高

	2020	2021	2022	2025E
新增乘用车座椅 (万)	9598	10332	10435	10697
座椅加热	5.50%	6.60%	8.20%	10.10%
座椅通风	1%	1.90%	2.60%	3.70%
座椅按摩	0.30%	0.70%	1%	1.50%
座椅记忆	2.40%	3.30%	3.70%	6.70%

资料来源: 佐思汽研数据库, 浙商证券研究所

汽车座椅向舒适性、安全性、轻量化等方向发展。延锋的全新智能座舱场景下座椅靠背的大角度躺倒调节，如零重力、躺倒坐姿等，以及座椅移动轨迹，如旋转、长距离滑动等使得乘员可以不同坐姿，或躺倒、或转身在同一辆车内，提升舒适度。同时汇集了座椅随动机构（FUS）、座椅集成安全带（ABTS）、坐垫气囊（BAB），及头套式安全气囊（HAB），提高每个场景的安全保护。汽车座椅占整车重量的6%，通过模块化和骨架材料升级能有效减轻汽车座椅重量，提高能源利用效率，满足环保要求。

图17：未来座舱将持续提升安全性



资料来源：延锋官网，浙商证券研究所

图18：新能源车减重需求推动座椅骨架持续轻量化



资料来源：佐思汽车研究，浙商证券研究所

在自动驾驶的趋势下，座舱逐渐集移动办公空间、生活空间和娱乐空间为一体，座椅功能种类增加，个性化突出，成为车企的主要宣传方向。如蔚来首款车 ES8 看到用户需求，推出个性化“女王副驾”，随后推出的 EC6 座椅拥有 16 调节、座椅加热、通风、按摩及 Air Cushion 背部舒缓系统、三区全域加热；又如华为 M7 的零重力座椅，基于人体工学脊椎线设计，配合座椅电动通风、加热、按摩及可调节腰托，其中按摩部分分为 3 种部位、3 档频率可调，3 档座椅通风及加热，M9 副驾增加电动腿托和腰托，8 点按摩，二排零重力座椅具有双 121° 零压角，14 向电动调节，10 点按摩等智能化配置。

图19：蔚来持续进行座椅功能升级

NIO 蔚来

2017年ES8, 售价49.8万起




女王副驾：腾出空间做脚托，满足脚的放置需求

2019年EC6, 2023年新款 EC6, 售价35.8万起




前排主驾16向调节, 座椅加热、通风、按摩及Air Cushion背部舒缓系统

第二代女王副驾, 靠背、坐垫、腿托三区全域加热

2023年ET5T, 售价29.8万起




标配12向电动调节及加热功能, 可选座椅坐垫延长、通风、按摩, 旅途更加舒适; Air Cushion支持上腰部、中腰部、下腰部及循环4种舒缓模式

2023年ET9 售价80万起




行政四座布局, 创造专属开放的移动行政空间

行政桌案隐藏在中央扶手, 满足阅读、办公会议、对谈分享等需求

资料来源：蔚来官网，腾讯新闻等，浙商证券研究所

图20: 问界持续进行座椅功能升级



资料来源: 问界官网, 腾讯新闻等, 浙商证券研究所

3 平台化转型持续增厚业绩，高铁座椅或将成整椅入场券

- (1) 公司市场地位：公司是座椅骨架龙头，深耕座椅骨架已 17 年。
- (2) 核心竞争壁垒：公司掌握座椅骨架核心技术，在通过 Tier1 和整车厂合作的过程中得到整车厂深度认可。
- (3) 经营边际变化：公司通过直接对接主机厂，正实现平台化转型，骨架业务有望维持快速增长；高铁座椅量产在即，有望增厚业绩。
- (4) 公司 α 如何：① 公司深耕骨架 17 年，在时间与技术积累上与整椅世界龙头历史相似，有望复刻国际整椅龙头之路。 ② 公司通过深耕骨架，得到了整车厂的深度认可，通过直接对接整车厂的平台化转型、公司的骨架业务有望持续放量。

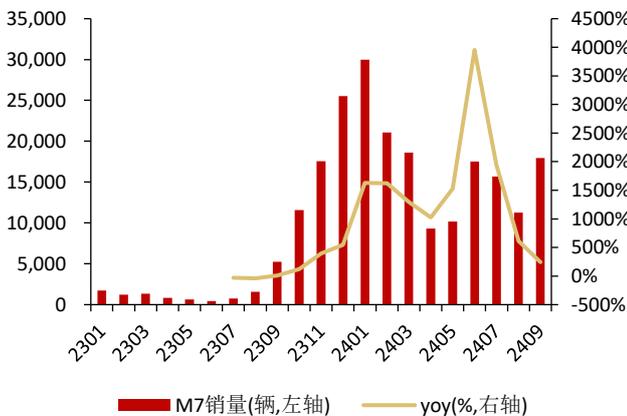
3.1 骨架业务：技术储备丰富，正进行与主机厂直接对接的平台化转型

3.1.1 合作：与华为持续深入合作，平台化定点助推业绩增长

独供华为问界 M7，合作空间广阔。公司独供华为问界 M7 车型骨架，24Q1-Q3 M7 销量达 15 万辆，同比增长接近 11 倍。问界可能于 2025 年推出 M8 车型，鉴于华为新势力车型迭代速度快，本土座椅厂商凭借更强的成本管控与高效协同能力。随着华为智选车型逐步落地，未来华为链合作空间广阔。

公司正加速推进平台化战略转型，订单落地节奏加快。2024 年 9 月，公司与头部新势力车企达成座椅骨架总成平台化产品定点，据公司公告，项目生命周期内预计贡献营业收入 23 亿元。该定点突破了公司传统和销售模式，实现了与主机厂的直接对接，并且同时覆盖多种车型，以平台化的策略更高效获取订单。凭借在座椅骨架领域多年深耕，公司已具备比肩外资的技术实力且更具成本优势，未来有望与更多车企复制该模式，拓展成长空间。

图21：公司系问界 M7 骨架独供，23Q1-Q3 销量同比增加 223%



资料来源：Markline，浙商证券研究所

图22：公司近期与主机厂直接对接，斩获平台化定点

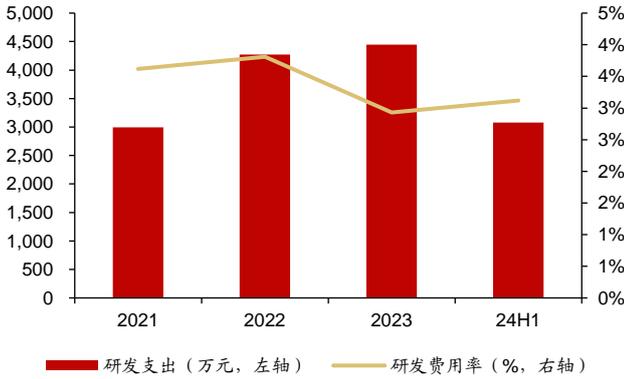


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1.2 技术：研发实力强大

技术储备充足，研发实力雄厚。（1）2021-2023 年，研发投入保持高水平，研发团队规模庞大。（2）通过技术积累，掌握多项核心技术，截止 24H1，公司拥有 96 项新型专利和 4 项发明专利，自动化赋能生产效率提升。（3）在上海、武汉、黄山等地设立研发中心，有效转化研发成果，增强市场响应能力。（4）引进全自动冲压及焊接机器人生产线，开发先进技术工艺。

图23： 公司研发投入维持在较高水平



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图24： 公司全自动冲压与焊接机器人产线



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表7： 公司掌握多项核心技术，技术实力较强

名称	描述
座椅纵向调节滑轨机构技术	一种适用于多种汽车座椅的滑轨核心件，上下轨选用了屈服强度 800MPa 以上的 1.6 毫米厚度超高强钢板。通常只需稍稍修改与座椅、车身连接的零件即可满足不同车型的座椅需求。大的节约了新车型滑轨的开发成本和开发周期。
后排电动靠背调节机构技术	一种适用于汽车后排座椅靠背电动调节的核心件。采用了调角器、电机均布置在后椅靠背侧上方的结构，通过推拉靠背来实现靠背前后调节功能。
座椅座垫降手/电动调节机构	一种用于汽车座椅手/电动调节的升降机构。采用了四连杆机构原理，由升高泵/电机来驱动后连杆，从而实现座椅上下升降的功能。该结构设计简单、可靠，通用性好。
腰部触发头枕的靠背	一种结构简单、触发时间早、能更好保护驾驶员头部颈的腰部触发头枕的靠背，解决了肩部和头部之间距离小，当肩部受到冲击时，再带动头枕向前迎合头部的时间过短，不能提前使头枕向前移动，起到保护作用不是很好的问题。
座靠联动调节机构	一种结构简单、座靠联动的调节机构，靠背向前倒下时，通过联动杆与座垫连接，使座垫同步下移，从而使座靠真正完全地折叠，这个结构占用空间小，外观也平整。
超高强度钢板模具冲压技术	通过对冲压件成型过程的 CAE 分析，开发了用于超高强度钢板(抗拉强度大于 980MPa)的冲压模具，满足客户等强度要求下产品的轻量化需求。
多工序单机模并道后传递冲压技术	将一个零件原多道工序模或单工序工作通过巧妙布置并在一副模具上进行加工。解决了中小型机床设备不足的瓶颈，同时提高了成品出件的效率，也解决了漏工序的问题。
多单机手动冲压设备连线自动冲压技术	将多台冲压设备和模具，通过固定位置排列，采用机械手自动搬运零件，实现多工序自动连线冲压。不仅大大提高了生产效率，在减少人员基础上，产品品质稳定性得到了很大提升

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1.3 产能：属地配套客户产能，在手定点较多

属地化布局生产基地提升响应效率。截止 24H1，公司在郑州、大连、昆山、柳州、黄山、襄阳、武汉、荆门、重庆、十堰、惠州、天津及上海总部等 13 个城市设立子公司或分公司，并参股东实沿浦、黄山沿浦泽汇和摩锐智能。多地生产基地实现属地化供应，覆盖主要客户，JIT 供货模式提升沟通效率，为长期发展奠定坚实基础。

募资扩产助力产能扩张。自 2020 年起，公司通过发行新股、可转债及定向增发等方式筹集资金扩产，主要用于汽车座椅骨架、核心件及安全系统核心零部件的技术改造。2024 年公司增发 3.8 亿元，38%将用于惠州沿浦高级新能源汽车座椅骨架生产，38%将用于郑州沿浦年产 30 万套座椅骨架总成制造项目，24%将用于天津沿浦年产 750 万件塑料零件项目，公司产能持续扩张。

表8：公司近年募资顺利，持续扩充产能

年份	种类	项目名称	计划投资额 (亿元)	已投入募集资金 (亿元)
2020 年	IPO	武汉浦江沿浦汽车零部件有限公司高级汽车座椅骨架产业化项目二期	1.76	1.25
		黄山沿浦金属制品有限公司汽车核心零部件及座椅骨架产业化扩建项目	1.55	1.13
		上海沿浦金属制品股份有限公司汽车座椅骨架及安全系统核心零部件技改项目	1.27	0.93
		黄山沿浦金属制品有限公司研发中心建设项目	0.5	0.35
		补充流动资金	0.65	0.6
2022 年	可转债发行	永久补充流动资金	0.38	/
		重庆沿浦汽车零部件有限公司金康新能源汽车座椅骨架,电池包外壳生产线项目	1.75	1.73
		荆门沿浦汽车零部件有限公司长城汽车座椅骨架项目	2.65	0.95
2024 年	定向增发	惠州沿浦高级新能源汽车座椅骨架生产项目	2.07	/
		郑州沿浦年产 30 万套汽车座椅骨架总成制造项目	2.03	/
		天津沿浦年产 750 万件塑料零件项目	1	/

资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司已公告的定点预期收入约 45 亿元正陆续进入兑现期。公司为东风李尔集团、麦格纳集团最重要战略供应商之一，通过其成为问界 M9 纯电版和 M7 座椅骨架的独家供应商，并供货比亚迪、小鹏、赛力斯等整车厂商。作为座椅骨架领域的自主龙头，多年积累的较好客户口碑有望推动椅业务。

表9: 公司已公告骨架定点梳理, 预期约 45 亿元骨架营收正进入兑现期

定点时间	量产时间	项目周期	直接客户	终端客户	供货方	产品	预期收入 (亿元)
2021/11/15	2022 年中	5 年 (2022-2027)		新能源汽车厂商	武汉沿浦	/	19.4-22.7
2021/11/19	2021 年末	5 年 (2021 年 10 月-2026 年 10 月)	荆门东风李尔	长城汽车	荆门沿浦	汽车座椅骨架	6.8-8.1
2022/5/12	2022 年 11 月	5 年 (2022 末-2027 末)	常州东风李尔	比亚迪	黄山沿浦	汽车座椅骨架	7.08
2022/5/24	2022 年 7 月	5 年 (2022-2027)	重庆李尔东风	重庆金康	重庆沿浦	汽车座椅骨架总成	6.14
2022/5/26	2022 年 8 月末	4 年 (2022-2026)	常州东风李尔	比亚迪	黄山沿浦	汽车座椅骨架	5.16
2022/5/30	2022 年 7 月	4 款: 5 年 1 款: 3 年	柳州东风李尔	3 款: 东风柳州 2 款: 上汽五菱 小鹏汽车	柳州沿浦	汽车座椅骨架	9.14-11.56
2022/6/14	2023 年 7 月	5-7 年	武汉东风李尔云鹤	东风汽车乘用车 东风汽车乘用车 东风汽车 h 事业部	武汉沿浦	汽车座椅骨架	14.87
	2022 年 5 月						
	2022 年 7 月						
	2022 年 12 月						
2022/11/4	2023 年 1 月	2 年 (2023-2024)	惠州东风李尔	比亚迪	惠州沿浦	汽车座椅骨架总成	5.08
2022/11/6	2023 年 2 月		济南东风李尔	某头部新能源车企	日照沿浦	汽车座椅骨架总成	10.05
2022/11/17	2023 年 5 月		常州东风李尔	某头部新能源车企	黄山沿浦	汽车座椅骨架总成	10.47
2023/6/19	2023 年 7 月	5 年	郑州某公司	某头部新能源车企	郑州沿浦	汽车座椅骨架总成	6.56
2023/8/19	2023 年 10 月	5 年		济南某头部新能源汽车主机厂 常州某头部新能源汽车主机厂	武汉沿浦	汽车座椅骨架	20.24
	2024 年 4 月						
2024/9/2	1 款: 2025 年 3 月 2 款: 2025 年 7 月	5 年 (2025-2029)	中国某头部新势力汽车制造公司		上海沿浦、黄山沿浦	汽车座椅骨架总成	22.69
2024/9/4	2025 年 10 月	5 年 (2025-2029)	中国某知名汽车制造公司		郑州沿浦	汽车座椅骨架总成	2.09
2024/9/9	2024 年 7 月	4 年	武汉某公司	某知名新势力汽车制造企业	黄山沿浦	汽车座椅骨架总成	12.83
	2024 年 11 月	5 年	惠州某公司	某头部新势力汽车制造企业	惠州沿浦	汽车座椅骨架总成	4.83
	2025 年 1 月	5 年	安徽某公司	某知名汽车制造企业	郑州沿浦	汽车座椅骨架总成	0.41
	2025 年 2 月	5 年	重庆某公司	某头部新势力汽车制造企业	重庆沿浦	汽车座椅骨架总成	2.63

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 其他增量业务: 横向拓展铁路集装箱, 纵向拓展高铁座椅、量产在即

横向拓展业务矩阵, 铁路专用集装箱放增量。公司横向拓展业务至汽车门模、安全系统、新能源汽车细分领域、铁路专用集装箱及高铁座椅等多个领域。2022 年, 公司中标金鹰重工铁路专用集装箱项目, 并于 2023 年 10 月实现量产, 预计 24H1 销量将进一步增长。此外, 公司已拓展北方创业、漳州中集等新客户并实现供货, 与大连中车大齐集装箱及中车眉山车辆的合作协议已达成, 计划于 2024 年下半年开始生产和交付, 多元化的业务结构将具备持续性。

纵向延伸至整椅业务，高铁整椅拓新窗。公司凭借卓越的精密冲压、精密注塑、焊接及产品集成能力以及高效的模具开发设计能力，成功获得高铁整椅产品系列供货资质，正式进入高铁整椅业务。目前，公司正进行研发和样品交付准备，预计24Q4完成样品装车、25年初达到量产前交付状态。鉴于高铁整椅与汽车座椅在技术上的同源性，此项目有望为公司切入乘用车整椅市场提供契机，实现座椅业务的纵向延展。

图25：公司横纵向拓展业务矩阵



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图26：高铁座椅示意图



资料来源：华铁股份公司官网，浙商证券研究所

图27：铁路专用集装箱示意图



资料来源：大连中车大齐公司官网，浙商证券研究所

4 预期差：产品价值量与市场规模将驱动业绩超预期

- (1) 市场认为：公司主业为座椅骨架，直接供应给东风李尔，后续增长受限于东风李尔的业务拓展，且如果公司向产业链上下游延伸，也会影响与东风李尔的合作，公司长期发展存在不确定性。
- (2) 我们认为：①公司深耕骨架技术，正实现骨架从后排到前排的 ASP 提升，结合公司正进行平台化转型，未来骨架销量的 ASP 与量增均有望驱动业绩超预期。②公司若进入整椅市场，潜在的整椅订单有望超预期。
- (3) 与众不同的认识：独供华为问界 M7，未来华为链有较大合作空间。公司独供 M7 骨架，随着华为各类智选新车型逐步落地，公司有望在其他新车型上继续开展合作。
- (4) 以前不同的认识：
 - a) 公司已经成功开启平台化转型，未来预期有更多合作落地。公司在近期公告中披露，已经与新势力头部车企骨架总成平台型产品定点，5 年生命周期内预计产生 22.69 亿元营业收入。该定点突破了公司传统和销售模式，实现了与主机厂的直接对接，并且同时覆盖多种车型，以平台化的策略更高效获取订单。我们预计公司在未来，有望与更多车企复制该模式，打开成长空间。
 - b) 汽车座椅市场广阔，国产替代空间巨大。国内汽车座椅市场 2026 年规模有望达到 1174 亿元，CR5>70%且均为外资或外资相关。上海沿浦基于座椅骨架平台化能力积累，有望向座椅整椅延伸，打开更大的成长空间。
 - c) 铁路专用集装箱/高铁座椅等增量业务有望加速释放。铁路集装箱业务方面，2024 年公司在金鹰重工的项目基础之上，陆续开发了一批新客户并实现了供货：包头北方创业、漳州中集、大连中车大齐等。高铁座椅方面，公司已获得了高铁整椅产品的一系列供货资质证书，目前正在研发实验及交样前的准备阶段，预计 2024 年末到 2025 年初公司的高铁整椅项目达到量产前交付状态。可以预判，25 年起，公司增量业务进入业绩释放阶段，助推公司营收持续增长。

5 催化剂：骨架平台新定点、高铁座椅量产、整椅研发进度

- (1) 预期差的跟踪检验指标：公司骨架定点、骨架业务毛利率、整椅进度
- (2) 驱动股价上涨的催化剂：公司骨架业务定点增加、骨架业务毛利率修复均能推动 EPS 改善，从而带动股价上涨；若公司能进入整椅行业，公司整体 PE 会得到抬升，从而带动股价上涨。

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年业绩做出如下核心预测:

汽车座椅骨架总成: 随着公司斩获平台化订单, 公司未来营收有望持续快速增长, 因此预计公司 24-26 年骨架总成营收为 14/20/25 亿元。

轨交业务 (铁路集装箱与高铁座椅业务): 包含铁路集装箱与高铁座椅项目, 随着公司获得铁路集装箱新订单、2025 年高铁座椅量产, 该块业务有望快速增长, 预计 24-26 年轨交业务营收为 2.2/4.9/6.6 亿元。

冲压件: 公司客户增多带来配套需求增加, 预计稳定增长, 预计 24-26 年营收 4.8/5.6/6.6 亿元。

整椅业务: 公司已具备整椅量产实力, 预计 2025 年或将有产品出现, 预计 25-26 年整椅业务营收为 0.5/0.7 亿。

表10: 预计公司座椅骨架总成业务快速增长, 整椅业务未来值得期待

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,519	2,290	3,287	4,052
yoy (%)	35.38%	50.77%	43.55%	23.28%
毛利率 (%)	16.12%	14.37%	14.89%	16.15%
汽车座椅骨架总成				
营业收入 (亿元)	9.16	14.44	20.27	24.99
yoy (%)	120%	58%	40%	23%
毛利率 (%)	13%	16%	17%	18%
轨交业务 (铁路集装箱与高铁座椅业务)				
营业收入 (亿元)		2.2	4.9	6.6
yoy (%)			127%	34%
毛利率 (%)		5%	7%	10%
冲压件				
营业收入 (亿元)	4.13	4.79	5.61	6.61
yoy (%)	20%	16%	17%	18%
毛利率 (%)	14.86%	16%	17%	18%
整椅业务				
营业收入 (亿元)			0.52	0.70
yoy (%)				35%
毛利率 (%)			8%	12%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6.2 估值分析与投资建议

我们选取继峰股份、华域汽车、天成自控进行比较分析，公司高铁整椅业务与潜在乘用车整椅尚未放量，预期公司未来业绩增长较快，维持“买入”评级。

表11：公司 2024-2026 年估值略高于行业平均水平，主要系预期未来增速较快所致

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603997	继峰股份	145	145	(2.5)	8.7	12.2	(0.2)	0.7	1.0	0.0	16.7
600741	华域汽车	533	514	66.6	73.0	79.5	2.1	2.3	2.5	7.7	7.0
603085	天成自控	38	38	0.6	1.7	2.4	0.1	0.4	0.6	66.7	22.4
	行业平均	239	232	21.5	27.8	31.4	0.7	1.1	1.4	24.8	15.4
605128	上海沿浦	47	1.4	2.5	3.5	1.1	1.9	2.7	32.4	19.0	13.4

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：数据截止于 2025 年 1 月 9 日；除上海沿浦外，其余公司的预测数据均为一致预期

7 风险提示

- (1) 整椅进度不及预期：公司增长系内生，可能仍需时间与技术积累方可进入整椅行业。若不及预期，公司的 PE 预期可能会有所降低。
- (2) 下游整车厂销量不及预期：由于座椅行业为以销定产，若下游整车厂销量不及预期，将会带动公司骨架业务低于预期，公司的 EPS 可能会降低。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,320	2,153	2,932	3,598
现金	58	395	405	528
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	880	1,313	1,913	2,324
其它应收款	4	6	10	11
预付账款	47	27	49	78
存货	218	358	501	604
其他	113	53	53	53
非流动资产	1,135	1,062	992	922
金融资产类	80	80	80	80
长期投资	39	39	39	39
固定资产	639	570	500	430
无形资产	47	47	47	47
在建工程	12	12	12	12
其他	317	314	314	314
资产总计	2,455	3,215	3,924	4,521
流动负债	889	1,195	1,730	2,088
短期借款	36	36	36	36
应付款项	752	1,022	1,533	1,880
预收账款	0	0	0	0
其他	101	137	161	172
非流动负债	361	374	387	398
长期借款	0	0	0	0
其他	361	374	387	398
负债合计	1,250	1,569	2,116	2,486
少数股东权益	2	0	(4)	(12)
归属母公司股东权	1,204	1,646	1,812	2,047
负债和股东权益	2,455	3,215	3,924	4,521

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	53	42	101	251
净利润	88	143	243	342
折旧摊销	172	70	70	70
财务费用	13	21	22	23
投资损失	(1)	0	0	0
营运资金变动	(232)	(187)	(234)	(185)
其它	13	(4)	1	2
投资活动现金流	(224)	8	(1)	(1)
资本支出	(303)	0	(1)	(2)
长期投资	79	0	0	0
其他	0	8	0	0
筹资活动现金流	3	288	(90)	(127)
短期借款	36	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(33)	288	(90)	(127)
现金净增加额	(167)	337	10	123

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,519	2,290	3,287	4,052
营业成本	1,274	1,961	2,797	3,398
营业税金及附加	7	12	17	20
营业费用	3	5	7	8
管理费用	72	96	135	162
研发费用	44	62	85	101
财务费用	11	20	15	15
资产减值损失	(9)	0	0	0
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
其他经营收益	5	16	22	23
营业利润	103	149	251	369
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	102	149	251	369
所得税	14	7	8	27
净利润	88	143	243	342
少数股东损益	(3)	(2)	(4)	(8)
归属母公司净利润	91	144	247	350
EBITDA	285	239	336	454
EPS (最新摊薄)	0.70	1.11	1.90	2.69

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	35.38%	50.77%	43.55%	23.28%
营业利润	145.54%	44.63%	68.10%	46.89%
归属母公司净利润	99.32%	58.34%	71.08%	41.75%
获利能力				
毛利率	16.12%	14.37%	14.89%	16.15%
净利率	6.00%	6.31%	7.51%	8.64%
ROE	7.57%	8.77%	13.63%	17.10%
ROIC	5.99%	7.81%	11.45%	14.35%
偿债能力				
资产负债率	50.89%	48.80%	53.93%	55.00%
净负债比率	29.36%	1.80%	1.82%	-3.87%
流动比率	1.49	1.80	1.70	1.72
速动比率	1.13	1.43	1.35	1.37
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.81	0.92	0.96
应收账款周转率	2.22	2.40	2.45	2.30
应付账款周转率	2.01	2.22	2.20	2.00
每股指标(元)				
每股收益	0.70	1.11	1.90	2.69
每股经营现金	0.41	0.32	0.78	1.93
每股净资产	9.26	12.67	13.94	15.75
估值比率				
P/E	51.28	32.39	18.93	13.36
P/B	3.88	2.84	2.58	2.28
EV/EBITDA	17.54	19.68	14.03	10.13

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>