

2025 年 03 月 06 日

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 05 日

收盘价（元）	29.60
一年内最高/最低（元）	38.00/8.50
总市值（百万元）	3,054.72
流通市值（百万元）	1,441.83
总股本（百万股）	103.20
资产负债率（%）	16.94
每股净资产（元/股）	3.41

资料来源：聚源数据

明阳科技 (837663. BJ)

——汽车座椅业务受益汽车电动化智能化趋势，总成件业务放量可期

投资要点：

- **汽车座椅零部件国家级专精特新“小巨人”，2024 年预计归母净利润增长 18.66%。**公司主要从事汽车座椅调节系统核心零部件的研发、生产和销售，专业提供高性能、高强度、高精度、高难度零部件的定制化定制服务。公司拥有自润滑轴承（DU）、传力杆（LG）、粉末冶金零件（PM）和金属粉末注射成形零件（MIM）四大系列产品，以及调节机构总成件产品，主要应用于汽车座椅的调节系统，并可以广泛应用于机械电子工业。公司汽车领域客户以大中型汽车座椅企业为主，包括业内头部的华域汽车、中航精机、申驰实业、佛吉亚、日喀精密、李尔等，还在工程机械等领域内向希恩等知名客户供应粉末冶金零件和金属粉末注射成形零件产品。公司预计 2024 年实现营业收入 3.04 亿元（yoy+17.99%）、归母净利润 7,894.85 万元（yoy+18.66%）、扣非归母净利润 7,296.14 万元（yoy+10.59%），基本每股收益预计 0.76 元（yoy+2.79%）。归母净利润增长的主要原因为：1）客户产品需求增加，公司产销量持续提升；2）公司持续自动化改造，成本管控合理，使得净利润稳定增长。
- **汽车“新四化”趋势下座椅单车价值有望抬升，新能源汽车市场前景广阔。**根据中国汽车工业协会的数据,2024 年我国汽车产销量分别达 3128.2 万辆和 3143.6 万辆,同比分别增长 3.7% 和 4.5%,乘用车产销分别完成 2747.7 万辆和 2756.3 万辆,同比分别增长 5.2%和 5.8%;**新能源汽车产销量分别达 1288.8 万辆和 1286.6 万辆,同比分别增长 34.4%和 35.5%,达到汽车新车总销量的 40.9%,较 2023 年提高 9.3 个百分点。**据智研咨询统计,2023 年我国汽车座椅产量为 15976.8 万席,需求量为 15308.7 万席,市场规模为 1117.5 亿元。在汽车座椅轻量化和电动智能化趋势下,汽车座椅单车价值量预期持续提升。
- **总成件业务有望成为营收重要增长点，业务领域横纵拓展可期。**汽车座椅调节机构核心零件四大产品系列是公司的基础核心业务。第二成长曲线可从四个维度关注：**（1）新产品的横向拓展：**电动铰链、扶手铰链等已在销售，电动转盘，电动脚托产品已经成熟，正在市场开拓中；**（2）新产品的纵向拓展：**总成件是公司全新的产品品类，目前已基本拥有相对完备的产品体系，产品方向包括座椅调节系统总成和座椅扶手总成等，2024H1 总成件营收已达到 345 万元，总成件产品相较于核心零件单价较高，市场前景比较广阔，是今后营收的重要增长点；**（3）新市场的开发：**智能家居、智能办公座椅、风电等领域；**（4）募投项目：**“年产 20,500 万件自润滑轴承、5,300 万件汽车零部件、24,200 万件金属零部件项目”和“新功能座椅及关键部件研发中心项目”按计划在稳步进行中，截至 2024H1 投入进度分别为 45%和 7%。
- **2020 年至 2024 年前三季度持续维持 45%左右的高毛利率水平，核心产品市占率近 30%。****高毛利率佐证赛道优势及技术壁垒：**明阳科技毛利率水平在 2020 年至 2024 年前三季度间持续维持 45%左右水平，高于双飞集团、海昌新材、长盛轴承、东睦股份 4 家可比公司。其中，二层复合自润滑轴承为公司核心产品，实现了国产替代，带动自润滑轴承类业务整体毛利率，形成竞争壁垒。**核心产品市占率近 30%：**根据中汽协和乘联会数据测算得知，2021 年公司自润滑轴承、传力杆在全国乘用车座椅调节系统零部件行业市场份额分别为 29.18%和 27.28%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 0.79/0.98/1.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.77/0.95/1.17 元/股，对应当前股价 PE 分别为 38.6/31.1/25.3 倍，我们选取新

泉股份、长盛轴承和东睦股份为可比公司，可比公司 2025 年平均估值为 49 倍。公司深度配套华域汽车并持续通过工艺流程改造降本增效，综合实现较高的毛利率壁垒。2023 年公司上市募资用于扩产项目，未来新式调节机构的阻尼铰链以及座椅调节系统总成等新品的预计将顺利拓展，有望为新增产能提供消化潜力，贡献第二增长曲线，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ **风险提示：**产品价格下降风险、行业周期性波动风险、税收优惠风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	207	258	304	365	434
同比增长率（%）	28.42%	24.31%	17.99%	20.02%	18.82%
归母净利润（百万元）	51	67	79	98	121
同比增长率（%）	34.59%	30.59%	18.90%	24.00%	23.18%
每股收益（元/股）	0.49	0.64	0.77	0.95	1.17
ROE（%）	26.85%	18.76%	19.66%	21.25%	22.61%
市盈率（P/E）	59.96	45.91	38.62	31.14	25.28

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	121	140	166	217
应收票据及账款	160	171	190	208
预付账款	0	0	1	1
其他应收款	1	1	1	1
存货	29	35	38	42
其他流动资产	15	6	7	9
流动资产总计	326	352	403	477
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	107	104	109	122
在建工程	3	22	31	30
无形资产	11	13	16	20
长期待摊费用	4	4	6	6
其他非流动资产	13	18	18	15
非流动资产合计	138	162	180	194
资产总计	464	514	583	671
短期借款	18	3	0	0
应付票据及账款	37	45	50	56
其他流动负债	49	62	69	78
流动负债合计	103	110	119	134
长期借款	4	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	6	2	2	2
负债合计	109	112	122	136
股本	103	103	103	103
资本公积	79	79	79	79
留存收益	173	220	280	352
归属母公司权益	355	402	462	534
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	355	402	462	534
负债和股东权益合计	464	514	583	671

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	67	69	96	118
折旧与摊销	15	18	21	26
财务费用	0	0	0	-1
投资损失	0	0	0	-1
营运资金变动	-37	-2	-12	-8
其他经营现金流	6	11	3	3
经营性现金净流量	50	96	107	137
投资性现金净流量	-45	-28	-40	-39
筹资性现金净流量	98	-50	-41	-47
现金流量净额	103	18	26	51

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	258	304	365	434
营业成本	139	170	200	236
税金及附加	3	3	4	5
销售费用	4	6	5	7
管理费用	20	25	26	28
研发费用	13	17	16	18
财务费用	0	0	0	-1
资产减值损失	-4	-3	-4	-4
信用减值损失	-1	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	2	11	3	2
营业利润	76	91	112	139
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	76	91	112	139
所得税	10	12	14	18
净利润	67	79	98	121
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	67	79	98	121
EPS(元)	0.64	0.77	0.95	1.17

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	24.31%	17.99%	20.02%	18.82%
营业利润增长率	30.54%	19.40%	23.32%	23.18%
归母净利润增长率	30.59%	18.90%	24.00%	23.18%
经营现金流增长率	301.23%	90.48%	11.32%	28.35%
盈利能力				
毛利率	46.19%	44.10%	45.11%	45.58%
净利率	25.81%	26.00%	26.87%	27.85%
ROE	18.76%	19.66%	21.25%	22.61%
ROA	14.34%	15.38%	16.82%	18.01%
估值倍数				
P/E	45.91	38.62	31.14	25.28
P/S	11.85	10.04	8.37	7.04
P/B	8.61	7.59	6.62	5.72
股息率	1.31%	1.03%	1.27%	1.57%
EV/EBITDA	15	27	22	18

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。