

明阳科技（837663）

国内汽车座椅核心零部件供应商，智能化浪潮与产品结构优化增长可期

买入（维持）

2025 年 08 月 02 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	257.81	304.32	380.45	478.76	603.32
同比	24.31	18.04	25.02	25.84	26.02
归母净利润（百万元）	66.53	79.13	100.56	127.34	157.94
同比	30.59	18.93	27.09	26.63	24.03
EPS-最新摊薄（元/股）	0.50	0.59	0.75	0.95	1.18
P/E（现价&最新摊薄）	48.27	40.58	31.93	25.22	20.33

投资要点

■ **深耕汽车座椅零部件二十余年，专注核心功能部件个性化定制。**明阳科技成立于 2000 年，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。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，以及座椅机构总成件产品，在上海大众、一汽大众、上海通用、华晨宝马、东风日产、长城汽车、比亚迪、吉利汽车、广汽丰田、广汽本田、长安福特等汽车上实现国产化配套供货，部分产品已进入跨国公司全球采购平台。2020-2024 年，公司实现营业收入 1.30/1.62 /2.07 /2.58/3.04 亿元，年均复合增速达 23.84%；实现归母净利润 0.36 /0.38 /0.51 /0.67/0.79 亿元，年均复合增速达 22.16%。2025Q1 公司实现营业收入 0.85 亿元，同比增长 43.27%；实现归母净利润 0.20 亿元，同比增长 18.53%。

■ **新能源智能化浪潮驱动，汽车座椅产业链迎来新周期。**1) **价值增量：**座椅成本占整车比例达到 5%，随着轻量化和电动智能化发展，电动座椅记忆、座椅加热、按摩、通风等功能渗透率提升，加之轻量化材料的运用，汽车座椅单车价值量有望由 3000-5000 元的普通座椅基础上提升约 50%。2) **市场规模：**2024 年全球汽车座椅市场规模达 620.2 亿美元，预计 2029 年将增至 792.2 亿美元，CAGR 为 5.02%。3) **竞争格局：**汽车座椅行业竞争格局较为集中，由安道拓、李尔、佛吉亚、丰田纺织等企业主导，中国本土汽车座椅企业更多活跃于二级或三级配套市场，小部分国产企业凭借良好的技术水平、同步研发能力、产品质量和供货能力进入了知名一级配套供应商的供应链。

■ **卡位座椅高价值组成部件的核心零件环节，构筑总成件第二增长曲线。**1) **国内市场：**公司绑定本土座椅龙头华域汽车，通过定制化开发深度匹配客户需求，特定类别产品覆盖度保持较高水平。2021 年，公司自润滑轴承和传力杆的销量分别为 9107 和 1419 万件，在全国乘用车座椅调节系统零部件行业的市场份额分别为 29.18%和 27.28%。2) **阻尼产品与总成件及其他：**公司横向拓展新型调节机构产品，纵向布局座椅调节系统总成与扶手总成赛道，同时积极拓展汽车非座椅与非汽车领域产品，进入多家生产企业如福耀玻璃、温州力邦合信、希恩、宝时得、浙江新华等。3) **技术优势：**公司掌握自润滑板材薄壁粘接技术与自润滑复合材料高温复合技术等核心技术工艺，二层复合自润滑轴承对法国圣戈班公司相应产品形成国产替代，在国内属于领先地位。

■ **盈利预测与投资评级：**国内汽车座椅调节系统核心零部件龙头，产品结构持续优化，业绩增长可期。维持公司 2025~2027 年归母净利润预测值分别为 1.01/1.27/1.58 亿元，对应最新 PE 为 31.93/25.22/20.33 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济运行风险；市场空间及发展前景风险；年降风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.64
一年最低/最高价	8.84/38.00
市净率(倍)	5.87
流通 A 股市值(百万元)	1,432.27
总市值(百万元)	3,030.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.85
资产负债率(% ,LF)	19.46
总股本(百万股)	133.86
流通 A 股(百万股)	63.26

相关研究

《明阳科技(837663): 2024 年报点评: 汽车座椅需求增长叠加费控成效显著，总成件业务打造第二成长曲线》

2025-04-19

《明阳科技(837663): 2024 年三季度报点评: 业绩环比高速增长，盈利能力

显著提升》

2024-10-30

内容目录

1. 明阳科技：国内汽车座椅调节系统核心零部件龙头	5
1.1. 深耕汽车座椅零部件二十余年，专注核心功能部件个性化定制	5
1.2. 座椅核心零部件市占率国内领先，横纵双向延申优化产品布局	7
1.3. 业绩体量持续增长，新能源车座椅订单占比高	8
2. 新能源智能化浪潮驱动，汽车座椅产业链迎来新周期	10
2.1. 汽车座椅：成本占整车比例达到 5%，价值量区间有望持续提升	10
2.2. 汽车销量增长与座椅升级共驱，座椅市场规模有望持续提升	12
2.3. 汽车供应链格局重塑背景下，本土厂商迎进口替代机遇	14
3. 卡位座椅高价值组成部件核心零件环节，构筑总成件第二增长曲线	16
3.1. 产品刚性与订单黏性共筑盈利韧性，深度受益自主品牌国产化与智能化红利	16
3.2. 横向拓展新型调节机构阻尼产品，纵向延申总成件打开第二增长曲线	18
4. 盈利预测与投资建议	20
5. 风险提示	22

图表目录

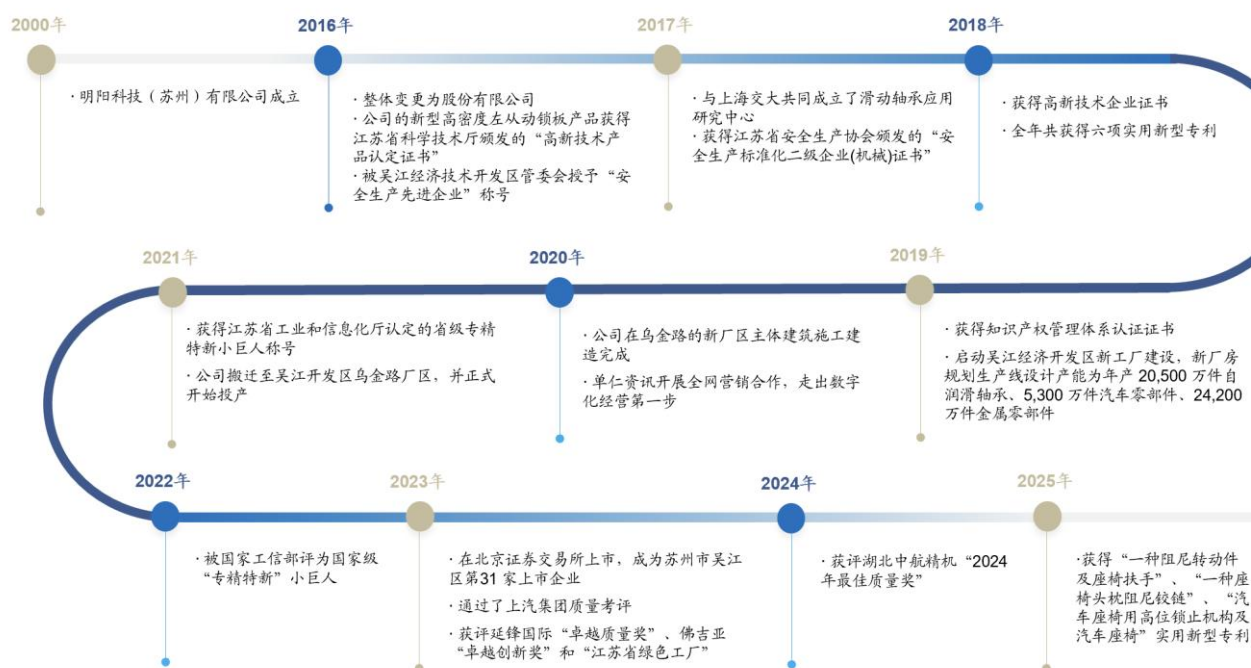
图 1:	明阳科技发展历程.....	5
图 2:	明阳科技股权结构图（截至 2025Q1）.....	6
图 3:	公司业务布局及用途简介.....	8
图 4:	2020-2024 年公司营业收入及增速.....	8
图 5:	2020-2024 年公司归母净利润及同比增速.....	8
图 6:	2020-2024 年公司各类业务营收百分比结构.....	9
图 7:	2020-2024 年公司各项业务毛利率.....	9
图 8:	2020-2024 年公司毛利及毛利率情况.....	9
图 9:	2020-2024 年公司期间费用率情况.....	9
图 10:	乘用车座椅零部件结构图.....	10
图 11:	汽车座椅核心部件简介.....	11
图 12:	2023 年我国汽车饰件市场规模占比.....	12
图 13:	2023 年我国汽车内饰件组成与价值量占比.....	12
图 14:	典型汽车座椅零部件成本构成.....	12
图 15:	单个汽车座椅中调节系统核心零部件平均需求（单位：个）.....	12
图 16:	2015-2024 年中国汽车销量及增长率.....	13
图 17:	2015-2024 年中国新能源汽车销量及增长率.....	13
图 18:	汽车座椅及其零部件行业发展趋势.....	14
图 19:	不同价位汽车座椅智能化功能推进情况.....	14
图 20:	全球汽车座椅市场规模预测.....	14
图 21:	全球汽车座椅行业格局（2020 年）.....	15
图 22:	国内汽车座椅行业格局（2022 年）.....	15
图 23:	2018-2024 年乘用车各国别车系销量占有率变化情况/%.....	15
图 24:	应用于汽车座椅调节系统的公司产品示意图.....	16
图 25:	明阳科技与华域汽车进行的部分定制开发项目情况.....	17
图 26:	明阳科技产品在重要客户汽车座椅系统零部件中的覆盖情况.....	17
图 27:	明阳科技粉末冶金件阻尼铰链产品图示.....	19
图 28:	分业务盈利预测.....	21
图 29:	可比公司估值表（截至 2025 年 7 月 31 日）.....	22
表 1:	明阳科技管理层简介.....	7
表 2:	调节机构介绍.....	18

1. 明阳科技：国内汽车座椅调节系统核心零部件龙头

1.1. 深耕汽车座椅零部件二十余年，专注核心功能部件个性化定制

明阳科技（证券代码：837663.BJ）成立于2000年，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、复杂零部件的个性化定制服务。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，以及座椅机构总成件产品。公司产品主要应用于汽车零部件行业，已在上海大众、一汽大众、上海通用、华晨宝马、东风日产、长城汽车、比亚迪、吉利汽车、广汽丰田、广汽本田、长安福特等汽车上实现国产化配套供货，部分产品已进入跨国公司全球采购平台，并可以广泛应用于机械电子工业。2020年，公司智能化新工厂建设完成，全面提升“智造”水平。2021年，公司被评为江苏省“专精特新”小巨人，2022年，公司被评为国家级“专精特新”小巨人。2023年3月15日，公司正式登陆北交所。

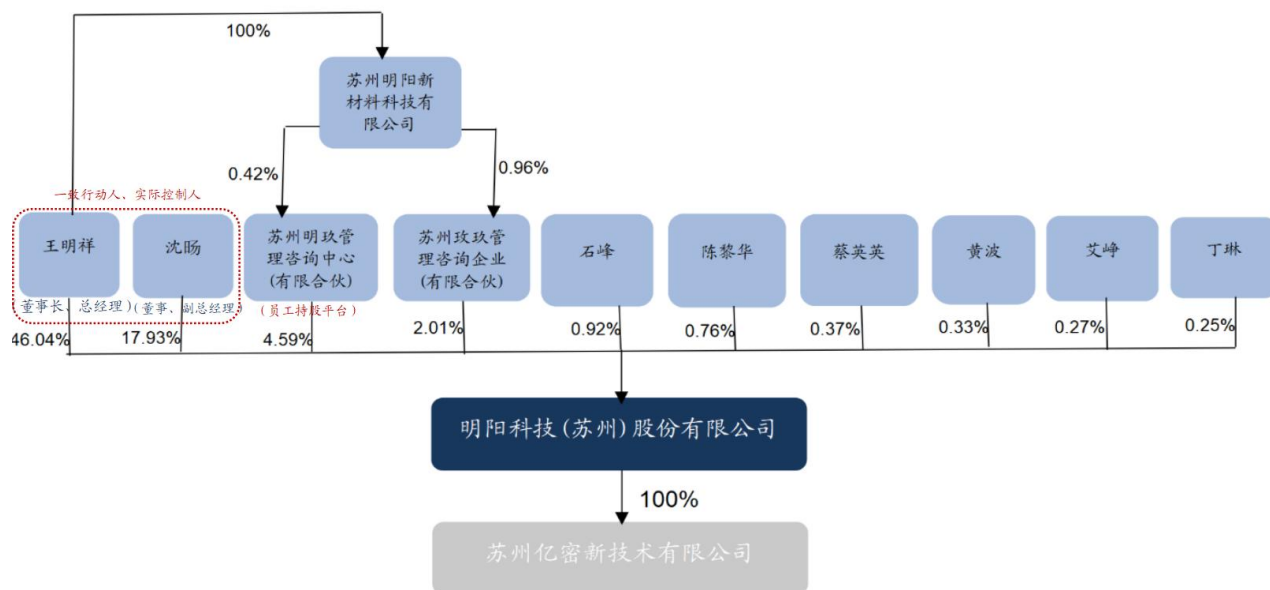
图1：明阳科技发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为集中，2025Q1 王明祥与沈晞合计控制公司 70.56%的股权。截至2025年一季度末，公司董事长王明祥先生直接持有公司 46.04%的股份，通过苏州明玖（员工持股平台）和苏州玖玖分别控制公司 4.59%和 2.01%的股份，为公司控股股东。公司副总经理沈晞先生持有公司 17.93%的股份，且与王明祥为父子关系，两人签订了《一致行动人协议》，二者均为公司实际控制人。子公司方面，明阳科技 100%控股苏州亿密新技术有限公司，该公司成立于2018年，主要为明阳科技采购高分子材料、板材等原材料，不对外销售。

图2：明阳科技股权结构图（截至 2025Q1）



数据来源：天眼查，东吴证券研究所

管理层行业经验丰富，技术研发实力雄厚。公司董事长王明祥先生拥有近三十年从业经历，具备充足的实践经验与长远的行业眼光，公司其他高管亦从业多年，行业经验较为丰富。公司始终高度重视研发工作，形成了基于自润滑板材薄壁粘接技术、自润滑复合材料高温复合技术、高精度小直径异形空心管的冷拔成型技术、专用工艺装备的设计制造技术、金属粉末注射成形零件快速脱脂喂料成分设计和高密度、高强度粉末冶金零件材料成分设计等技术的核心技术体系。研发核心成员具有丰富的从业经验和研发经验，为公司持续提升核心竞争力提供重要保障。公司是国家标准《塑料-钢背二层粘接复合自润滑板材技术条件第 1 部分：带改性聚四氟乙烯（PTFE）减摩层的板材（国家标准 GB/T 39142.1-2020）》和行业标准《汽车座椅调节机构用粉末冶金滑块技术规范（行业标准 JB/T14396-2022）》的牵头起草人。截至 2024 年底，公司已取得 235 项专利，其中发明专利 37 项，实用新型专利 81 项。

表1: 明阳科技管理层简介

姓名	职务	主要经历
王明祥	董事长、总经理	大专学历，企业管理专业背景。曾任吴江新城复合材料厂任厂长、吴江同里供销社任副主任。2000年2月-2016年1月，在明阳有限任总经理、执行董事；2016年1月至今，任股份公司董事长；2018年5月至今任股份公司总经理。
沈旻	董事、副总经理	本科学历，法律专业背景。2010年9月-2016年1月，在有限公司任副总经理；2016年1月至今在股份公司任董事、副总经理。
赵虎	副总经理	大专学历，机电一体化专业背景。2009年1月-2010年10月，任苏州威锐机械有限公司机械工程师；2010年10月-2016年1月，任明阳有限项目管理经理、工程技术经理；2016年1月至今，任明阳科技（苏州）股份有限公司副总经理。
郑红张	副总经理	大专学历，机械制造与自动化专业背景。2004年8月-2008年3月，任上海温莎精密机械元件制造有限公司技术部工艺工程师；2009年11月-2016年1月，历任明阳有限工程技术经理、项目管理经理、传力杆事业部负责人；2016年1月至今，任明阳科技（苏州）股份有限公司副总经理。
姬祖春	副总经理	硕士学历，材料工程专业背景。2007年7月-2009年7月，任明阳有限工程师；2009年10月-2014年7月，任宝得粉末注射成形（常熟）有限公司工程师；2014年8月-2016年1月，任明阳有限工程师；2016年1月至今，任明阳科技副总经理。

数据来源：公司招股书，iFinD，东吴证券研究所

1.2. 座椅核心零部件市占率国内领先，横纵双向延申优化产品布局

座椅核心零部件市占率国内领先，横向拓展阻尼铰链，纵向延申总成产品，并持续开拓非乘用车市场。

1) 现有优势产品：公司成熟产品包括自润滑轴承（DU）、传力杆（LG）、粉末冶金零件（PM）和金属粉末注射成形零件（MIM）四大类产品，根据招股书数据，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的市场份额分别为 29.18%和 27.28%。

2) 横向拓展：随着汽车舒适化的发展趋势，可调节扶手、头枕、腿托等新式调节机构将得到更广的普及和应用，公司积极研发阻尼铰链在新式调节机构（除调角器、调高器等之外）中的应用市场，包括扶手铰链、头枕铰链、腿托电动铰链等，实现产品的横向拓展。

3) 纵向延申：开发座椅调节系统总成和座椅扶手总成等新产品，实现从核心零部件到总成件的纵向拓展，延伸产业链。

4) 新市场开拓：除乘用车市场外，公司正积极围绕核心技术产品进一步将市场外延拓展到商用车市场、智能家居市场、工程机械市场、电动工具市场等领域。

图3：公司业务布局及用途简介

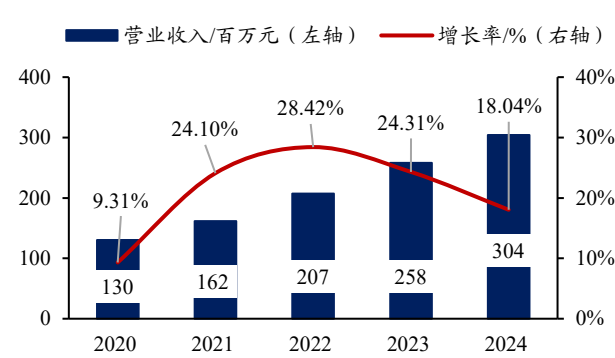
产品名称	产品功能	应用领域
自润滑轴承（DU）	自润滑轴承是由自润滑复合材料冲压成型，主要包括轴套、衬套、垫片、导轨、滑板和关节轴承等机械零件。	目前，自润滑轴承已经被广泛应用于汽车、工程机械、通用机械及航空航天机械等领域。
粉末冶金零件（PM）	粉末冶金是以金属粉末或金属粉末与非金属粉末的混合物为原料，通过适当的加工等方式得到所需的零部件。	可用于调节马达、刹车油泵等转动机构及其他各种零件。
金属粉末注射成形零件（MIM）	金属粉末注射成形零件是将金属粉末与有机粘结剂在一定温度条件下采用适当的方法混合成均匀的喂料，经烧结形成致密的金属零件。	金属粉末注射成形零件具有精度高、组织均匀、性能优异、生产成本低等优点。
传力杆（LG）	传力杆又称同步杆、连接杆、星形杆等，用于汽车座椅的角度调节机构，连接座椅两侧的调角器及驱动电机（电动型）或手轮（手动型）。	汽车座椅的角度调节零件。
调节机构总成件	由若干零件有机组成，如扶手阻尼铰链、同心电动铰链等。	可应用于各种车辆座椅、高端轮椅等两侧扶手的角度调节，汽车座椅电动腿托、汽车座椅电动中央扶手、座椅肩部电动调节等场景。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 业绩体量持续增长，新能源车座椅订单占比高

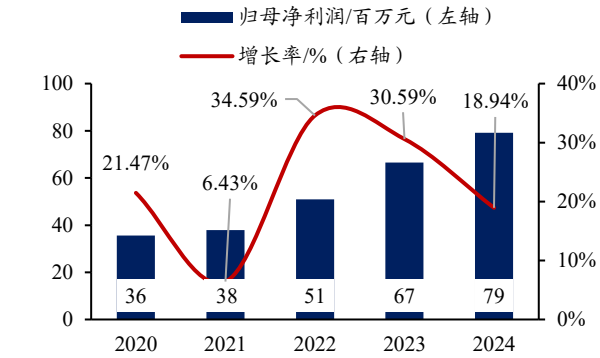
营收与归母净利润持续增长，势头良好。2020-2024 年，公司实现营业收入 1.30/1.62 /2.07 /2.58/3.04 亿元，年均复合增速达 23.84%；实现归母净利润 0.36 /0.38 /0.51 /0.67/0.79 亿元，年均复合增速达 22.16%。2024 年公司实现营业收入 3.04 亿元，同比增长 18.04%；实现归母净利润 0.79 亿元，同比增长 18.94%。公司归母净利润和营收体量持续扩大，业绩实现高速增长主要系客户产品需求增加，公司产销量持续提升所致。

图4：2020-2024 年公司营业收入及增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

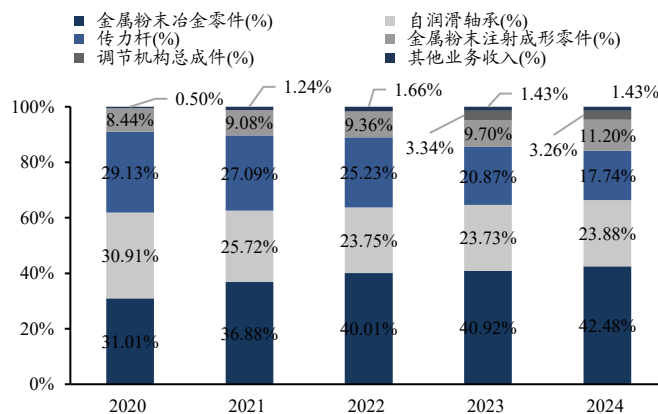
图5：2020-2024 年公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

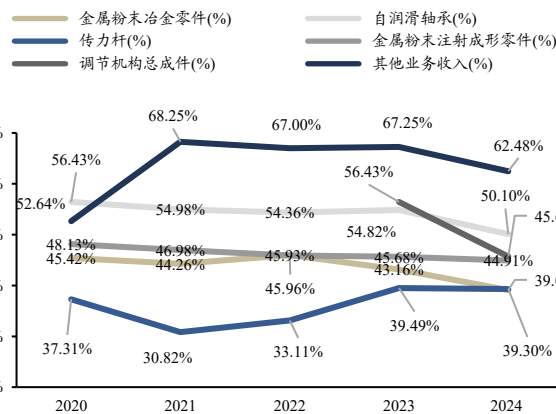
核心零件产品基础地位维稳，总成件业务成为营收重要增长点。2024 年，公司汽车座椅调节机构核心零件四大产品金属粉末冶金零件、自润滑轴承、传力杆、金属粉末注射成形零件实现收入较上年同期分别增长 22.55%、18.78%、0.37%、36.27%，客户产品需求增加，公司产销量继续提升。2024 年座椅调节机构总成件产品实现收入同比增长 14.88%，业务规模逐步扩大，是公司今后营收的重要增长点。

图6：2020-2024 年公司各类业务营收百分比结构



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

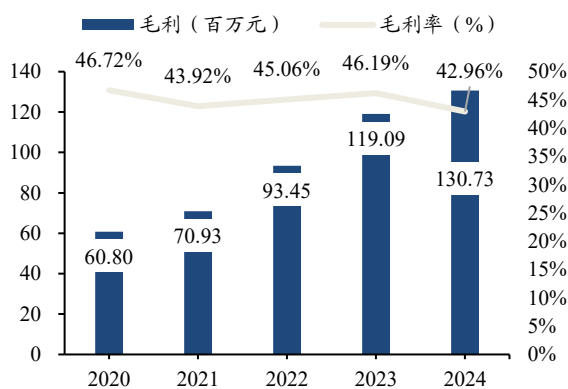
图7：2020-2024 年公司各项业务毛利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

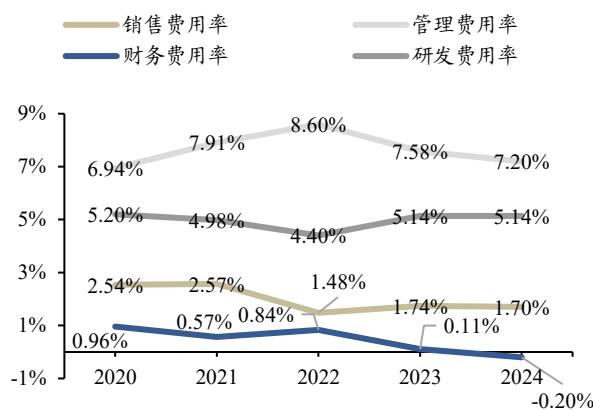
期间费用率持续优化，研发投入夯实技术壁垒。2024 年，公司毛利率水平为 42.96%，同比-3.23pct。公司销售费率由 2023 年的 1.74%下降为 2024 年的 1.70%；2024 年的管理费率为 7.20%，较 2023 年的 7.58%亦有所下降。同时，公司始终高度重视技术创新，2024 年研发费用占营收比重与上年持平，为 5.14%。

图8：2020-2024 年公司毛利及毛利率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图9：2020-2024 年公司期间费用率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2. 新能源智能化浪潮驱动，汽车座椅产业链迎来新周期

2.1. 汽车座椅：成本占整车比例达到 5%，价值量区间有望持续提升

汽车座椅为汽车内饰关键组成部分，兼具安全保障与舒适体验的双重功能。汽车座椅是集人体工程学、机械驱动和控制工程等为一体的系统工程产品，关系汽车驾乘舒适性和安全性，是汽车基本配置及汽车被动安全的重要产品之一。汽车座椅主要由座椅骨架、滑轨、头枕、调角器、座椅驱动器等核心零部件组成。其中，骨架是其结构的基础，支撑座椅重量、承担驾乘人员在行驶过程施加的压力；发泡提供良好的支撑和缓冲效果；面套提供外观和舒适的触感，同时可保护座椅内部的发泡材料并延长其使用寿命；座椅电机为电动座椅的调节机构提供动力；滑轨、调角器、调节器和锁止机构等机械部件负责调节座椅前后或上下位置及调节靠背仰角等作用。

图10：乘用车座椅零部件结构图



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

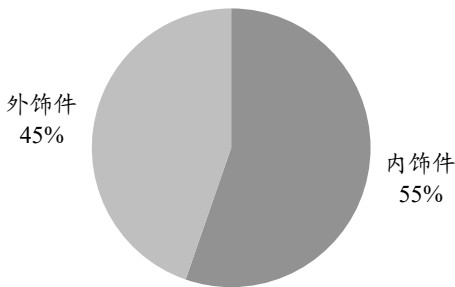
图11：汽车座椅核心部件简介

核心部件	介绍	示意图	原材料
骨架	通过骨架结构的设计和材料的选择使座椅能够承受一定的载荷，给驾驶员和乘客提供安全、有效的支撑。		钢、铝、镁、玻纤/碳纤维等
发泡	坐垫和靠背内使用的泡沫使驾乘人员对座椅产生直接触觉反馈，直接感知座椅的乘坐舒适性。		MDI, TDI等
面套	包裹在座椅总成表面的材料，直接与驾乘人员的身体接触,对座椅泡沫有保护作用,且能直接体现出设计者的设计意图。		皮料、化料等
头托	舒适性和安全性的辅助装置,在汽车受到冲撞时,保护驾乘人员的头、颈椎部位不受损伤，头枕的强度须满足骨架强检法规的要求。		钢材、塑料粒子、化工原料、面料等
扶手	可以搭配存储、充电表面和集成触摸屏等来控制车内其他功能。		钢材、塑料粒子、化工原料、面料等
电机	为电动座椅的调节机构提供动力，多采用双向电机。		钢材、招铰、漆包线、塑料等
机械部位	固定座椅的关键部件，包括滑轨、调角器、调节器和锁止机构，起到调节座椅前后我上下位置及调节靠背仰角等作用，可将座树调节至最适合个人使用的高度、倾斜度等位置。		钢、铝等

数据来源：华源科技审核问询回复，东吴证券研究所

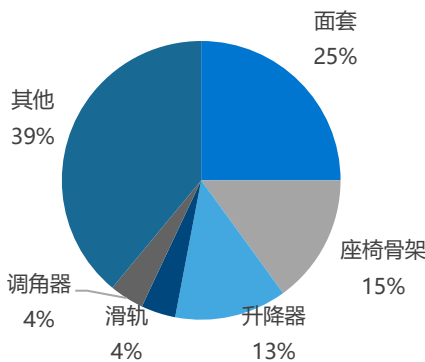
座椅成本占整车比例达到 5%，价值量区间有望持续提升。根据公司招股书数据，通常轿车全部座椅的平均价格在 850-1050 美元左右，座椅的成本占整车成本比例达到 5%，成为除发动机、变速箱之外成本最高的汽车零部件之一。根据中研普华产业研究院数据，随着轻量化和电动智能化发展，消费者对于安全性和舒适性的要求提升，电动座椅记忆、座椅加热、按摩、通风等功能渗透率提升，加之轻量化材料的运用，汽车座椅单车价值量有望由 3000-5000 元的普通座椅基础上提升约 50%，这意味着智能化座椅的价值量可达 4500-7500 元，部分高端豪华车型的智能化座椅价值量甚至突破万元大关。

图12：2023 年我国汽车饰件市场规模占比



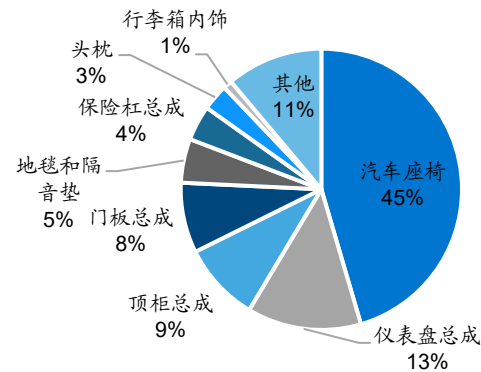
数据来源：观研天下，东吴证券研究所

图14：典型汽车座椅零部件成本构成



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图13：2023 年我国汽车内饰件组成与价值量占比



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

图15：单个汽车座椅中调节系统核心零部件平均需求（单位：个）

汽车座椅调节系统	核心零部件	数量	产品类别
调角器	衬套	2	自润滑轴承
	传力杆	1	传力杆
	楔形块	4	粉末冶金
	凸轮环	2	粉末冶金
	齿轮	4	粉末冶金
调高器	衬套	2	自润滑轴承
	齿轮轴	1	粉末冶金
	凸轮组件	1	粉末冶金+塑料
	锁紧靴	4	粉末冶金
	锁卡	1	金属粉末注射成形
滑轨	定位销	2	金属粉末注射成形
	挡块	2	金属粉末注射成形

数据来源：明阳科技明阳科技及东吴证券关于第一轮问询的回复，东吴证券研究所

2.2. 汽车销量增长与座椅升级共驱，座椅市场规模有望持续提升

2024 年中国汽车产销量突破 3100 万辆，连续 16 年保持全球第一。根据中国汽车工业协会报告，受益于各地补贴政策的有效落实、企业促销活动热度不减，多措并举共同激发车市终端消费活力，我国汽车市场稳中向好，2024 年中国汽车产销分别完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比增长 3.7%和 4.5%，连续 16 年位居全球首位。其中，乘用车市场持续增长,稳定了汽车消费的基本盘,国内销量 2260.8 万辆,同比增长 3.1%;出口 495.5 万辆，同比增长 19.7%。

2024 年我国新能源汽车销量首次超过 1000 万辆，连续 10 年位居全球第一，插混汽车增长迅速。2024 年，在政策利好、供给丰富、价格降低和基础设施持续改善等多重

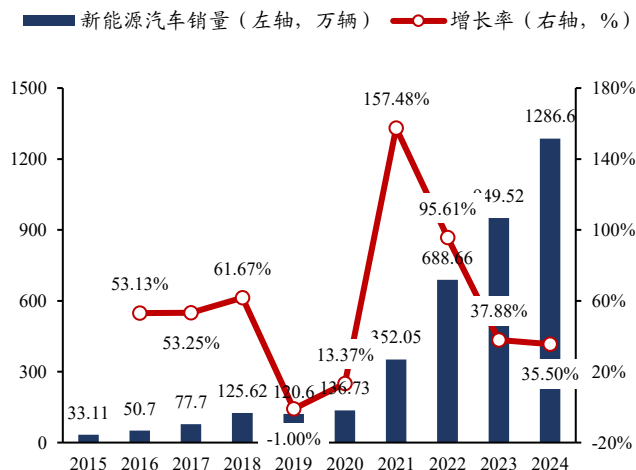
因素共同作用下，新能源汽车持续增长，产销分别完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4%和 35.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%，较 2023 年提高 9.3 个百分点。其中，纯电动汽车销量占新能源汽车比例为 60%，较 2023 年下降 10.4 个百分点；插混汽车销量占新能源汽车比例为 40%，较 2023 年提高 10.4 个百分点，插混汽车的增长迅速，成为带动新能源汽车增长的新动能。

图16：2015-2024 年中国汽车销量及增长率



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

图17：2015-2024 年中国新能源汽车销量及增长率



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

汽车座椅及其零部件呈现平台化与智能化趋势，消费升级驱动座椅舒适性要求提升。

新能源汽车时代下，座椅开发全面向平台化和智能化发展，模块化的设计能够有效降低座椅生产成本，为座椅供应商带来毛利提升的契机；智能座椅不仅能为乘客提供舒适的体验，还能通过 AI 学习“读懂”乘客意图，无需主动操作就能实现自动调节控制。例如，李尔的智能座椅可通过姿态的主动监测以及传感器反应的相关信息来主动调整座椅的姿态。同时，为了更好地适应未来的各种汽车使用场景，座椅的灵活性将大幅提升，如位置调整幅度更大的长滑轨座椅、可自由旋转的座椅布置。在安全性方面，座椅安全功能逐渐从被动防护向主动干预的方向发展，特别是在即将到来的无人驾驶时代，交通环境更加复杂多变，座椅的安全功能能否有效适应实时道路状况显得尤为关键。

图18：汽车座椅及其零部件行业发展趋势

趋势	应用场景
平台化、模块化	新能源汽车时代，座椅开发走向平台化，各大车企纷纷推进。平台化与模块化协同，核心是通用化，如智能座椅多元功能在骨架开发阶段需匹配模块化系统，能降低成本、提升毛利。
安全性	座椅安全功能从被动防护向主动干预转变。在无人驾驶时代，复杂交通环境下，座椅安全功能能否适应实时路况成为关键课题。
舒适性	消费升级促使座椅舒适性要求提升，未来乘用车座椅调节自由度更高，布置和调整灵活性增强，能适应多种汽车使用场景。
智能化	汽车行业变革下，座椅制造商通过合作、自研等加码智能化布局。未来智能座椅可“读懂”乘客意图自动调节，控制方式从传统按键向APP、手势、意图感知等发展。
轻量化	座椅重量占整车6%，成本居整车第二。在节能减排及汽车电动化需求推动下，座椅轻量化成为汽车轻量化重要途径，通过座椅骨架和整椅轻量化实现。

数据来源：普华有策，东吴证券研究所

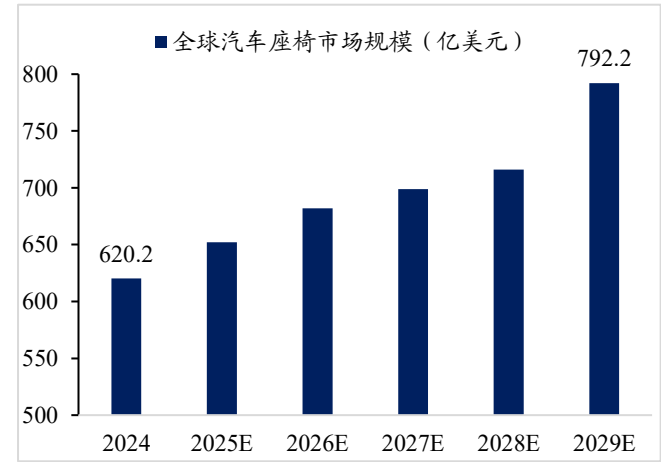
综上，汽车座椅作为汽车标配主要通过新车销量增长以及产品优化升级实现行业规模增长。伴随座椅功能的日渐丰富，特别是由汽车智能化带来的座椅单车价值量的提升与消费需求升级所带来的中高端车型渗透率上涨，汽车座椅市场空间有望持续提升，根据贝哲斯咨询的调研数据，2024 年全球汽车座椅市场规模达 620.2 亿美元，预计 2029 年将增至 792.2 亿美元，CAGR 为 5.02%。

图19：不同价位汽车座椅智能化功能推进情况

价位	功能列举
20万以下	座椅记忆、座椅加热、6-8向调节
20-30万	座椅通风、运动座椅、12-14向调节
30-50万	按摩、零重力、高级人体工学设计
50万以上	肩部调节、行政中岛布局、智能随动

数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

图20：全球汽车座椅市场规模预测



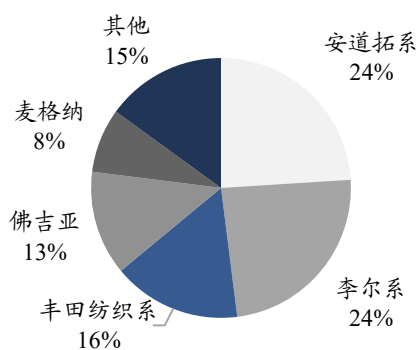
数据来源：贝哲斯咨询，东吴证券研究所

2.3. 汽车供应链格局重塑背景下，本土厂商迎进口替代机遇

作为汽车重要组成部分，汽车座椅设计与制造难度较大，进入壁垒较高。汽车座椅行业竞争格局较为集中，全球汽车座椅市场主要由安道拓、李尔、佛吉亚，丰田纺织等企业主导，2020 年行业 CR5 约为 80%。根据华经产业研究院数据，2022 年本土汽零供应商华域汽车在中国汽车座椅行业中市占率第一，占比约达 28%。而国外汽车座椅龙头企业通过在华设立独资或合资企业，依托技术、主机厂客户资源及先发优势，在国内

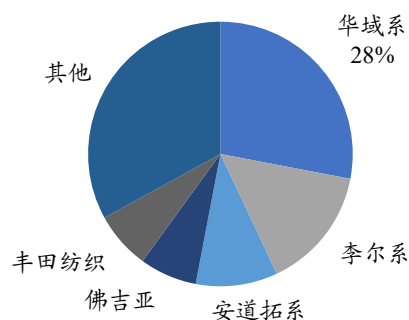
汽车座椅市场中亦占据较高份额。此外，由于座椅总成本身复杂性及专业化生产要求，形成了从零件到部件再到系统总成的金字塔式的多层次分工体系与供应关系。在该行业背景下，中国本土汽车座椅企业更多活跃于二级或三级配套市场，小部分国产企业凭借良好的技术水平、同步研发能力、产品质量和供货能力进入了知名一级配套供应商的供应链。

图21: 全球汽车座椅行业格局（2020 年）



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

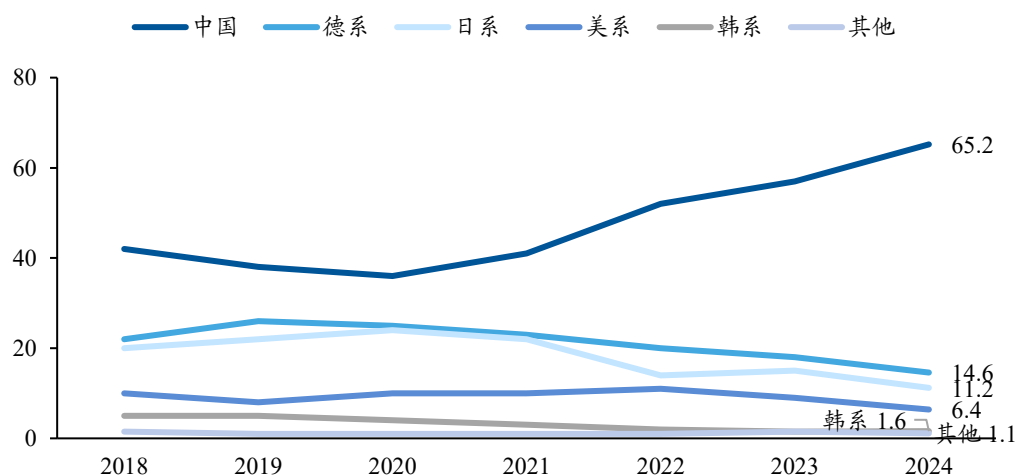
图22: 国内汽车座椅行业格局（2022 年）



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

在汽车产业核心技术快速演进和供应链格局重塑背景下，国产汽车座椅零部件厂商迎来发展良机。从我国自主品牌的发展趋势来看，2024 年中国品牌乘用车总销量达到 1797 万辆，同比增长 23.1%，占据乘用车市场的 65.2%，市场份额比 2023 年提升了 9.2 个百分点。其中，2024 年 10 月中国品牌乘用车市场份额首次突破 70%，标志着中国品牌在竞争激烈的市场中占据绝对主导地位。随着下游整车市场格局的变化，新势力和头部自主厂商不断崛起，叠加主机厂的降本需求，座椅行业有望迎来国产替代的大趋势。

图23: 2018-2024 年乘用车各国别车系销量占有率变化情况/%



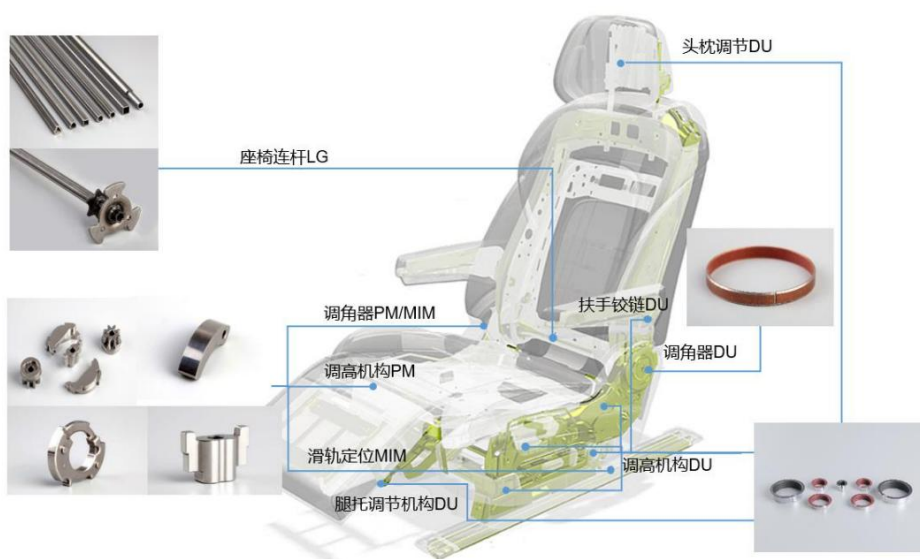
数据来源: 中国汽车工业协会, 东吴证券研究所

3. 卡位座椅高价值组成部件核心零件环节，构筑总成件第二增长曲线

3.1. 产品刚性与订单黏性共筑盈利韧性，深度受益自主品牌国产化与智能化红利

调节系统直接影响座椅机械性能和舒适性，为汽车座椅的高价值量环节。据华经产业研究院数据，汽车座椅调节系统中，调角器、调高器（升降器）和滑轨占汽车座椅总成本的占比之和为 21%，总体较高。公司深耕汽车座椅调节系统赛道，产品在汽车座椅组成部件中属于核心技术零件，直接决定座椅安全性、耐久性及舒适性体验，且集成至汽车座椅调节系统后，如发生损坏无法维修，只能整体替换。因此，公司产品对客户产品的质量与可靠性具有重要作用。其中，衬套的自润滑作用影响调角器的转动，传力杆实现同一汽车座椅中两侧调角器的同步转动，楔形块和凸轮环影响调角器的锁止功能，齿轮用于调角器中力的传递，锁紧靴和锁卡影响调高器的锁止功能，定位销和挡块影响滑轨的锁止功能。

图24：应用于汽车座椅调节系统的公司产品示意图



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

绑定本土座椅龙头华域汽车，持续受益自主品牌国产替代趋势。公司作为国内座椅调节系统零部件领先企业，积极利用产品性能与服务优势，把握国产替代机遇。2006 年，公司进入华域汽车供应链体系，并逐步凭借在生产规模、技术能力、过程管理、运营能力和应急管理等方面的综合优势，成为华域汽车在汽车座椅领域的重要供应商。2019-2021 年，公司产品在恺博系的同类调节系统零部件（自润滑轴承、传力杆、粉末冶金零件、金属粉末注射成形零件）中的采购占比达 80%-90%，在延锋系的同类调节系统零部件（自润滑轴承、传力杆）中的采购占比达 70%-90%，总体占比较高。自 2014

年以来，公司与华域汽车交易金额由 2014 年 1435 万元逐年增长至 2021 年 8211 万元，年均复合增长率达 28.30%，合作粘性较强，形成了较为稳固的供应关系。

定制化开发深度匹配客户需求，特定类别产品覆盖度保持较高水平。汽车座椅零部件需与整车架构、座椅平台高度适配，定制化开发涉及模具、工艺、验证全链条投入。单款车型零部件开发周期通常需 3-6 个月，且切换供应商需重新匹配产线并承担大量直接成本与隐性成本。因此，对于同一种产品，只要供应商未出现产品质量等重大问题，汽车座椅企业通常倾向于从一家主要供应商采购。明阳科技汽车座椅产品主要为定制化产品，涵盖多类调节系统核心零部件，形成数百个规格型号的产品，在重要客户的特定类别产品覆盖度保持较高水平。特别是在新品开发的合作模式下，公司在主要客户新品研发项目的调研阶段即开始介入，产品参数与客户需求深度绑定，形成天然替换壁垒。

图25：明阳科技与华域汽车进行的部分定制开发项目情况

产品类别	定制开发项目	发行人负责的开发环节
自润滑轴承	Metal PBU轴套项目前期开发项目	根据华域汽车提供的产品需求，从量产角度提出产品参数的修改意见、提出合适的材料选择，与华域汽车评估产品参数修改的影响，确定技术要求和图纸标准，制定产品验证试验大纲，生产工装样件并进行样品测试，并按照华域汽车的要求聘请福特认可的第三方实验室进行产品试验
传力杆	长滑轨电动传力杆量产开发项目	根据华域汽车提供的产品需求，评估量产工艺的可行性，通过原材料和加工工艺选择，制作长滑轨电动传力杆样品，进行产品性能测试
	GTR同步杆量产开发项目	根据华域汽车提供的产品需求，评估量产工艺的可行性，通过原材料和加工工艺选择，制作GTR同步杆样品，进行破坏扭力、耐久试验产品性能测试
粉末冶金零件	桌板阻尼产品开发项目	根据华域汽车提供的桌板阻尼产品的规格尺寸、产品性能指标，从量产角度提出产品数据修改意见并评估量产工艺的可行性；根据产品需求设计桌板阻尼替代方案，制作二维和三维产品图纸，通过客户确认后进行开模、试生产
金属粉末注射成形零件	特斯拉快慢充项目	配合华域汽车特斯拉快慢充项目，设计、研发、测试金属轴、齿轮、马达端子、输出齿等项目所需零部件。根据华域汽车提供的产品图纸，从量产角度提出技术参数修改意见，以改进产品设计方案。经过技术沟通后确定产品图纸，进行相关零部件试生产和产品测试。

数据来源：明阳科技及东吴证券关于第一轮问询的回复文件，东吴证券研究所

图26：明阳科技产品在重要客户汽车座椅系统零部件中的覆盖情况

客户名称		产品类型	特定类别产品覆盖度		
			2019年度	2020年度	2021年度
华域汽车系统股份有限公司	悦博系	自润滑轴承	90%左右		
		传力杆			
		粉末冶金零件			
	延锋系	金属粉末注射成形零件	80%以上		
		自润滑轴承	70%以上		
		传力杆	90%以上		
	粉末冶金零件	采购量较少			
	金属粉末注射成形零件				
湖北中航精机科技有限公司		自润滑轴承	100%	95%	
		传力杆		100%	100%
		粉末冶金零件			98%
		金属粉末注射成形零件			100%
佛吉亚集团		自润滑轴承	50%左右		
		传力杆			
		粉末冶金零件			
		金属粉末注射成形零件			
上海中驰实业股份有限公司		自润滑轴承	100%		
		传力杆			
上海日哈精密机械股份有限公司		粉末冶金零件	100%		
		自润滑轴承			
吉林省华奥汽车零部件有限公司		自润滑轴承	60%	70%	
		粉末冶金零件	100%		
德尔奇汽车系统（沈阳）有限公司		传力杆	100%		
		自润滑轴承	100%		
上海驭江汽车配件有限公司		传力杆	100%		
		自润滑轴承			
浙江龙生汽车零部件科技有限公司		传力杆	100%		
		粉末冶金零件			
		金属粉末注射成形零件			

数据来源：明阳科技及东吴证券关于第一轮问询的回复文件，东吴证券研究所

历史市占率的验证：根据中国汽车工业协会和乘用车市场信息联席会的数据，2021年中国乘用车产量为 2141 万辆，根据公司招股书结合不同车型的数据估算，乘用车使用的可调节座椅数量为 5201 万个。2021 年，公司自润滑轴承和传力杆的销量分别为 9107 和 1419 万件。以每个乘用车可调节座椅需要 6 个自润滑轴承和 1 根传力杆测算，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的市场份额分别为 29.18% 和 27.28%。

3.2. 横向拓展新型调节机构阻尼产品，纵向延伸总成件打开第二增长曲线

横向拓展新型调节机构产品，适应汽车智能化与舒适性发展趋势。随着汽车自动化驾驶的普及、智能座舱的流行，座椅舒适化的趋势日益明显，汽车座椅新型零部件如头枕铰链、扶手铰链、腿托铰链和长滑轨等新型零部件的需求正快速增长。公司积极开展汽车座椅舒适性调节部件、电动传动关节模块、座椅电动控制模块、轻量化骨架、阻尼铰链技术等关键部件和核心技术的研发工作，拓展阻尼铰链在新式调节机构（除调角器、调高器等之外）中的应用市场，包括扶手铰链、头枕铰链、腿托电动铰链等。

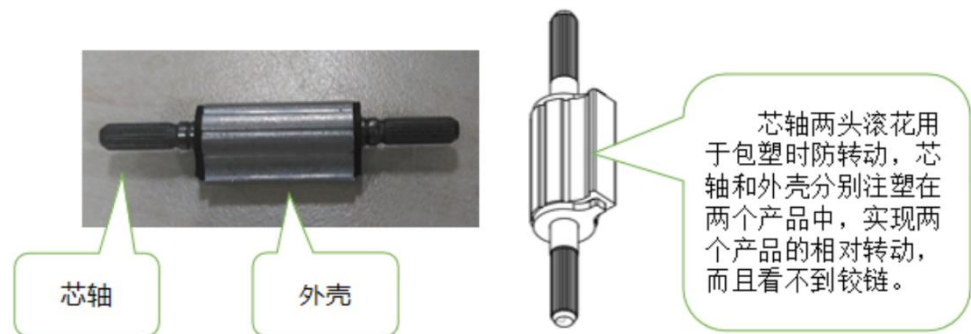
阻尼铰链可以实现不同角度的固定，由外壳、芯轴、弹簧和堵头组成，安装时通过包塑实现固定，外壳包塑在一个产品中，转轴的两端包塑在另一个产品中，实现两个产品的相对转动。铰链的扭矩值在 0.7-3.5Nm 之间可调，可以根据使用要求选择；产品可用于颈托、头枕、桌板等需要转动而且需要在特定位置固定的部位。

表2：调节机构介绍

调节机构	作用	可使用的公司产品
调角器	实现座椅靠背角度调节，按调角的连续性可分为有级调节和无级调节。	自润滑轴承、粉末冶金零件、金属粉末注射成型零件
调高器	安装于座椅上，搭配座椅骨架的四连杆一起实现座椅高低调节的机构。	自润滑轴承、粉末冶金零件
滑轨	座椅前后位置调节，是连接车身与座椅、支撑人体重量、调节座椅位置的重要部件。	粉末冶金零件
头枕	保护乘客头部安全，保证乘客头部的舒适，可分为 2 向、4 向、6 向调节等类型。	阻尼铰链
扶手	提供手臂支撑等功能。	阻尼铰链
腿托	提供腿部支撑，让乘客实现更舒适的姿态。	自润滑轴承
腰托	4 向调节靠背形状，提高腰部支撑以提高舒适性。	自润滑轴承、粉末冶金零件

数据来源：明阳科技及东吴证券关于第一轮问询的回复，东吴证券研究所

图27：明阳科技粉末冶金件阻尼铰链产品图示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

纵向布局座椅调节系统总成与扶手总成赛道，驱动单车价值量跃升与产业链地位强化。公司逐步开发和新增座椅调节系统总成和座椅扶手总成等新产品，通过集成现有的自润滑轴承、传力杆、粉末冶金零件和金属粉末注射成形零件，整合滑轨、调角器、阻尼铰链等模块，通过提供完整的座椅调节系统总成产品，提供更高附加值的产品，促进公司产品单车价值量的提升，实现从核心零部件到总成件的产业链纵向延伸，成长天花板显著抬升。同时，公司依托协同开发模式，使得研发周期缩短，并进一步增强产品客户粘性。

此外，公司亦积极拓展汽车非座椅与非汽车领域产品。汽车非座椅领域指除汽车座椅调节系统外的汽车零部件，主要产品有雨感器支架、底座，客户包括福耀玻璃工业集团股份有限公司、温州力邦合信汽车部件有限公司等。非汽车领域包括电动工具、工程机械，主要产品有吊钩、衬套、离合器圈等，客户包括希恩、宝时得科技（中国）有限公司、浙江新华机械制造有限公司等。

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为汽车座椅调节机构核心零件、汽车座椅调节机构总成件产品及其他业务。

1、汽车座椅调节机构核心零件：是公司的基础核心业务，包含四大产品系列：自润滑轴承(DU)、粉末冶金零件(PM)、金属注射成型零件(MIM)、传力杆(LG)。其中：
1) 自润滑轴承是由自润滑复合材料冲压成型，主要包括轴套、衬套、垫片、导轨、滑板和关节轴承等机械零件；**2) 粉末冶金零件**是以金属粉末或金属粉末与非金属粉末的混合物为原料，采用压力填入模具内制成具有一定强度的成形坯，再经过高温烧结使合金元素进行合金化，最后通过适当的后加工等方式得到所需的零部件。**3) 金属粉末注射成型零件**是将金属粉末与有机粘结剂在一定温度条件下采用适当的方法混合成均匀的喂料，将粉末状态的喂料加工成一定形状和大小的粒状物后，在加热塑化状态下用注射成形机注入模具型腔内获得成形坯，再经过化学或溶剂脱脂，最后经烧结形成致密的金属零件。**4) 传力杆**又称同步杆、连接杆、星形杆等，用于汽车座椅的角度调节机构，连接座椅两侧的调角器及驱动电机(电动型)或手轮(手动型)。公司供应的产品大部分应用在新能源车品牌上，如比亚迪、T公司、理想、极氪、小米等，与华域汽车、湖北中航、佛吉亚等知名大客户都保持着长期稳定的合作关系。公司粉末冶金、自润滑衬套等品类产品，除了在汽车座椅上应用，在其他领域应用也比较丰富，例如：电动工具、办公座椅、智能家居、非汽车智能座舱、医疗器械、光电等。

2、座椅机构总成件：座椅机构总成件区别于上述四类基础核心零件，每个总成件由若干零件有机组成，如扶手阻尼铰链，适用于各种车辆座椅、高端轮椅等两侧扶手的角度调节；同心电动铰链，可应用于汽车座椅电动腿托、汽车座椅电动中央扶手、座椅肩部电动调节、高档沙发电动腿托、医疗多功能床电动调节等场景。近年来该产品业务规模逐步扩大，是公司未来营收的重要增长点。

基于以上收入拆分，我们预计公司 2025~2027 年分别实现营业收入 3.80/4.79/6.03 亿元，同比增速为 25.02%/25.84%/26.02%；实现归母净利润 1.01/1.27/1.58 亿元，同比增速为 27.09%/26.63%/24.03%；毛利率水平分别为 42.71%/43.18%/43.33%。

图28: 分业务盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	207.40	257.81	304.32	380.45	478.76	603.32
营收增速/%	28.42%	24.31%	18.04%	25.02%	25.84%	26.02%
毛利率/%	45.06%	46.19%	42.96%	42.71%	43.18%	43.33%
其中: 粉末冶金零件 (PM)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	82.98	105.50	129.29	155.98	196.29	247.36
营收增速/%	39.32%	27.14%	22.55%	47.86%	25.84%	26.02%
毛利率/%	45.96%	43.16%	39.09%	38.50%	39.00%	39.00%
其中: 自润滑轴承 (DU)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	49.26	61.19	72.68	85.22	101.50	123.08
营收增速/%	18.60%	24.21%	18.78%	39.28%	19.10%	21.26%
毛利率/%	54.36%	54.82%	50.10%	50.00%	50.00%	50.00%
其中: 传力杆 (LG)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	52.32	53.80	54.00	68.48	79.00	90.50
营收增速/%	19.59%	2.84%	0.37%	27.28%	15.35%	14.56%
毛利率/%	33.11%	39.49%	39.30%	39.00%	39.00%	39.00%
其中: 金属粉末注射成形零件 (MIM)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	19.41	25.01	34.09	41.85	52.66	66.37
营收增速/%	124.71%	28.88%	36.27%	67.30%	25.84%	26.02%
毛利率/%	45.93%	45.68%	44.91%	44.80%	44.90%	44.80%
其中: 座椅机构总成件						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元		8.62	9.91	24.73	38.30	60.33
营收增速/%			14.88%	186.78%	54.88%	57.52%
毛利率/%		56.43%	45.69%	48.00%	48.00%	48.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

可比公司: 选取长盛轴承、东睦股份作为可比公司。其中, 1) 长盛轴承从事自润滑轴承及高性能聚合物的研产销, 主要产品为金属塑料聚合物自润滑卷制轴承、双金属边界润滑卷制轴承、金属基自润滑轴承、非金属自润滑轴承、铜基边界润滑卷制轴承、工程机械精密部件、其他、铜粉等金属材料。2) 东睦股份是国内以粉末冶金机械零件生产为主业的企业, 连续多年在国内粉末冶金行业中处于市场领先地位, 产品广泛应用于汽车、家电、摩托车、工程机械等产业。其中: 粉末冶金汽车零件主要用于发动机、变速箱、底盘等主要部件中; 粉末冶金家电零件则主要用于空调压缩机和冰箱压缩机; 粉末冶金摩托车零件主要用于摩托车发动机、离合器等部件。

上述公司中, 长盛轴承在汽车座椅调节系统中, 主要从事自润滑轴承业务; 东睦股份在汽车座椅调节系统中, 主要从事粉末冶金零件和金属粉末注射成形零件业务, 与明阳科技主营业务具有可比性。

盈利预测与投资建议: 公司为小而美的座椅核心零部件供应商，产品结构持续优化，业绩增长可期。我们预计公司 2025~2027 年实现归母净利润分别为 1.01/1.27/1.58 亿元，对应 2025 年 7 月 31 日最新 PE 为 31.93/25.22/20.33 倍，参考 2025 年可比公司平均估值为 62x，明阳科技估值水平相对较低，维持“买入”评级。

图29：可比公司估值表（截至 2025 年 7 月 31 日）

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率 (P/E)		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300718.SZ	长盛轴承	88.30	2.99	263.82	2.68	3.15	3.69	98.41	83.70	71.41
600114.SH	东睦股份	23.99	6.16	147.87	5.77	7.15	8.17	25.61	20.68	18.09
平均值								62.01	52.19	44.75
837663.BJ	明阳科技	23.99	1.34	32.11	1.01	1.27	1.58	31.93	25.22	20.33

数据来源：Wind，东吴证券研究所（其中，明阳科技盈利预测来自东吴证券研究所，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

5. 风险提示

- 1) **宏观经济运行的风险。** 汽车属于耐用消费品，汽车生产和销售受宏观经济影响较大，整个汽车产业与宏观经济波动的相关性明显。受到整个汽车行业周期性的影响，公司产品市场需求直接受下游行业的景气度和发展规模的影响。如果未来全球经济发生较大波动，我国经济增长放缓，则汽车生产和销售受到不利影响，公司的经营业绩可能随之出现下滑的风险。
- 2) **市场空间及发展前景风险。** 公司产品主要应用于乘用车、商用车、电动工具、工程机械等领域，公司不断开发新产品，拓展产品的应用领域，开拓新的市场发展空间，但收入仍主要来自于乘用车市场，细分市场空间受限可能对公司未来的市场发展空间产生一定影响。
- 3) **产品价格年降风险。** 价格年降对公司的收入和利润水平带来一定的影响，虽然产品价格年降属于汽车行业惯例，但是公司如未能扩大营收规模、优化产品结构和工艺流程以提高生产效率、提升产品附加值或降低生产成本，公司将面临业绩下滑的风险。

明阳科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	320	399	531	723	营业总收入	304	380	479	603
货币资金及交易性金融资产	133	149	215	324	营业成本(含金融类)	174	218	272	342
经营性应收款项	158	209	259	333	税金及附加	3	4	5	6
存货	29	40	56	65	销售费用	5	5	6	8
合同资产	0	0	0	0	管理费用	22	26	31	39
其他流动资产	0	1	1	2	研发费用	16	19	23	29
非流动资产	154	194	210	197	财务费用	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	9	9	7	4
固定资产及使用权资产	112	138	150	137	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	17	30	35	36	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	10	10	10	10	减值损失	(3)	(2)	(3)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	4	3	2	营业利润	92	115	146	181
其他非流动资产	12	12	12	12	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	474	593	741	919	利润总额	91	115	146	181
流动负债	100	118	139	159	减:所得税	12	14	18	23
短期借款及一年内到期的非流动负债	8	9	10	11	净利润	79	101	127	158
经营性应付款项	49	63	80	97	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	0	1	1	归属母公司净利润	79	101	127	158
其他流动负债	42	46	48	51	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.59	0.75	0.95	1.18
非流动负债	2	2	2	2	EBIT	91	115	146	181
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	108	131	165	200
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.96	42.71	43.18	43.33
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	26.00	26.43	26.60	26.18
其他非流动负债	2	2	2	2	收入增长率(%)	18.04	25.02	25.84	26.02
负债合计	101	120	140	160	归母净利润增长率(%)	18.93	27.09	26.63	24.03
归属母公司股东权益	373	474	601	759					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	373	474	601	759					
负债和股东权益	474	593	741	919					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	102	71	99	113	每股净资产(元)	3.61	3.54	4.49	5.67
投资活动现金流	(52)	(68)	(44)	(11)	最新发行在外股份(百万股)	134	134	134	134
筹资活动现金流	(72)	1	1	1	ROIC(%)	20.42	23.31	23.31	22.90
现金净增加额	(22)	4	56	103	ROE-摊薄(%)	21.21	21.23	21.19	20.81
折旧和摊销	17	16	19	18	资产负债率(%)	21.31	20.16	18.90	17.46
资本开支	(33)	(56)	(35)	(6)	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.58	31.93	25.22	20.33
营运资本变动	3	(48)	(50)	(65)	P/B(现价)	6.64	6.78	5.34	4.23

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>