

明阳科技 837663.BJ

汽车行业

分析师：张诗瑶

执业证书编号：S1410524040001

联系人：王金帅

执业证书编号：S1410123090009

投资评级： 持有（首次）

当前价格： 16.54元

市场数据

总股本(百万股)	103.20
A 股股本(百万股)	103.20
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	49.45
12 个月最高/最低(元)	23.91/6.72
第一大股东	王明祥
第一大股东持股比例(%)	46.04
上证综指/沪深 300	3386.33/3911.84

数据来源：聚源 注：2024 年 12 月 16 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	3.25	-26.63	10.76
绝对收益	-9.17	67.41	27.48

数据来源：聚源 注：相对收益与北证 50 相比

相关研究报告

座椅电动调节解决方案提供商，深度绑定座椅核心客户

投资要点：

◆座椅电动调节一站式解决方案提供商，专精特新“小巨人”企业。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。目前主要应用于汽车座椅的调节系统。截止到 2024 年上半年，分产品来看，金属粉末冶金零部件占比最高，金属粉末注射成形零件收入同比增速较快；分地区来看，公司收入以内销为主。分客户来看，2023 年公司前五大客户占比合计为 65.90%，客户结构较为集中。实控人合计控制公司 64.94% 股权，股权结构较为稳定。

◆汽车座椅价值量占比高，产业链分工明细且格局集中。乘用车座椅作为汽车价值量最大的零部件之一，在整车成本中占比大约 5%。随着国内乘用车市场份额的持续上升和国内新能源汽车品牌厂商的发展，乘用车产销量有望加速增长，预计 2025 年国内乘用车座椅市场规模有望达 1,500 亿元。乘用车座椅行业分工明细，头部供应商市场份额集中。根据 Marklines 统计，华域汽车旗下全资子公司延锋国际占据 32% 的国内市场份额，位居第一，其次为李尔、安道拓，三家的市场份额合计高达 58%。

◆公司深度绑定座椅核心客户，募投产能+推出新品增厚业绩。汽车座椅行业的集中度较高，国内前 3 大座椅厂商占据了国内 58% 的市场份额，公司已全部进入其供应链体系。凭借品牌及客户资源优势，盈利能力位居同行前列，在 4 家可比公司中，公司毛利率和净利率均位列第 1。大客户营收占比逐渐降低，募投产能增厚公司业绩。现有产品单车价值 30-40 元，公司目前一直在开发新产品和调节机构总成件产品，从而来提升单车产品占比和价值。

◆估值和投资建议：我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3.15/3.75/4.40 亿元，同比增速分别为 22.71%、18.83%、17.51%，归母净利润分别为 0.80/0.94/1.11 亿元，同比增速分别为 20.38%、17.88%、17.65%，对应的 EPS 分别为 0.78/0.91/1.08 元，对应当前股价（2024 年 12 月 16 日）的 PE 分别为 22.12X/18.77X/15.95X。结合对标公司的估值以及我们对明阳科技的分析，首次覆盖给予“持有”评级。

◆风险提示：主要客户相对集中的风险；宏观经济运行中的不确定性因素；产业政策调整的不确定性；产品价格年降风险。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	207.40	257.81	315.21	374.57	440.14
增长率（%）	28.42	24.31	22.27	18.83	17.51
归母净利润（百万元）	50.95	66.53	80.09	94.41	111.07
增长率（%）	34.59	30.59	20.38	17.88	17.65
ROE（%）	26.85	18.76	20.29	21.03	21.36
EPS 最新摊薄（元/股）	0.49	0.64	0.78	0.91	1.08
P/E（倍）	34.78	26.63	22.12	18.77	15.95
P/B（倍）	9.34	5.00	4.49	3.95	3.41

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司介绍：为客户提供座椅电动调节一站式解决方案	1
1.1 发展历程：专注高性能高强度零部件定制，专精特新“小巨人”企业	1
1.2 产品介绍：座椅调节系统核心零部件，深度绑定国内头部客户	2
1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定	8
1.4 财务分析：收入规模快速增长，盈利能力稳中有升	8
2 汽车零部件行业发展概况	10
2.1 全球汽车零部件行业发展概况	10
2.2 中国汽车零部件行业发展概况	12
2.3 汽车座椅零部件行业发展概况	13
2.3.1 汽车座椅价值量占比高，未来市场规模超千亿	13
2.3.2 乘用车座椅行业分工明细，头部供应商市场份额集中	15
3 深度绑定座椅核心客户，募投产能+推出新品增厚业绩	16
3.1 汽车座椅行业集中度高，公司稳居供应商体系	16
3.2 凭借品牌及客户资源优势，盈利能力位居同行前列	18
3.3 大客户营收占比逐渐降低，募投产能增厚公司业绩	19
4 盈利预测及估值	21
4.1 公司收入利润增长的主要逻辑	21
4.2 估值及建议	23
5 风险提示	23

图表目录

图 1、公司发展历程	1
图 2、公司主要产品	2
图 3、公司各产品营业收入结构（亿元）	7
图 4、公司各产品营业收入占比（%）	7
图 5、公司国内外各地区收入占比（%）	7
图 6、2023 年公司前五大客户收入占比（%）	8
图 7、公司股权结构	8
图 8、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）	9
图 9、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）	9
图 10、公司历年毛/净利率情况（%）	9
图 11、公司历年各业务毛利率情况（%）	9
图 12、公司历年期间费用率情况（%）	10
图 13、公司历年经营性现金流量净额情况（亿元，%）	10
图 14、汽车零部件行业配套体系	11
图 15、2023 年全球汽车零部件供应商百强榜（前十名）	11
图 16、2023-2028 年中国汽车零部件行业市场规模预测（万亿元）	12
图 17、2022-2023 年分业务板块营收及盈利分析	13
图 18、汽车座椅结构图	14
图 19、2021-2025 年中国乘用车座椅市场空间情况（亿元，%）	15
图 20、2021 年国内乘用车座椅市场竞争格局	16

图 21 、 公司为延锋安道拓研发 MYB308 垫片和自润滑轴承.....	17
图 22 、 公司及可比公司历年营业收入（亿元，%）	19
图 23 、 公司及可比公司历年净利润（亿元，%）	19
图 24 、 公司及可比公司历年毛利率（%）	19
图 25 、 公司及可比公司历年净利率（%）	19
图 26 、 2023 年公司前五大客户收入占比（%）	20
图 27 、 2021 年公司前五大客户收入占比（%）	20
图 28 、 自润滑衬套在医疗器械领域应用方案	21
表 1 、 自润滑轴承主要产品	3
表 2 、 传力杆主要产品	3
表 3 、 粉末冶金零部件主要产品	4
表 4 、 金属粉末注射成形零件主要产品	6
表 5 、 车身系统构成	10
表 6 、 国内汽车座椅行业主要公司的客户情况	16
表 7 、 同行业可比公司	18
表 8 、 公司 IPO 前后产能对比	20
表 9 、 销售收入结构预测	22
表 10 、 可比公司估值	23

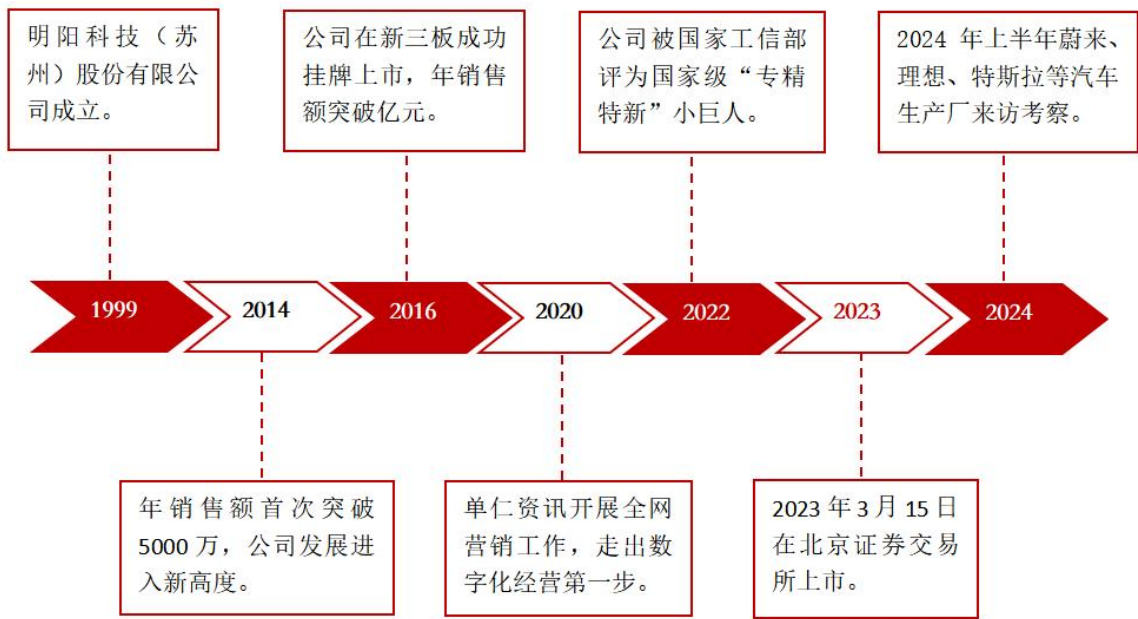
1 公司介绍：为客户提供座椅电动调节一站式解决方案

公司主要从事高性能、高强度、高精度、高难度复杂零部件的研发、生产和销售，拥有自润滑轴承、金属注射成形、粉末冶金及汽车座椅传力杆四大系列产品，产品广泛应用于汽车行业、健身器材、功能家具、医疗器械、办公设备、电动工具等领域，擅长于汽车零部件方面的应用开发，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。

1.1 发展历程：专注高性能高强度零部件定制，专精特新“小巨人”企业

1999 年，明阳科技（苏州）股份有限公司成立；2014 年，公司年销售额首次突破 5000 万元，公司发展进入新高度；2016 年，公司在新三板成功挂牌上市，年销售额突破亿元；2020 年，单仁资讯开展全网营销工作，公司走出数字化经营第一步；2022 年，公司被国家工信部评为国家级“专精特新”小巨人；2023 年 3 月 15 日在北京证券交易所上市，股票简称：明阳科技，股票代码：837663；2024 年，蔚来、理想、特斯拉等汽车生产厂来访考察。

图 1、公司发展历程

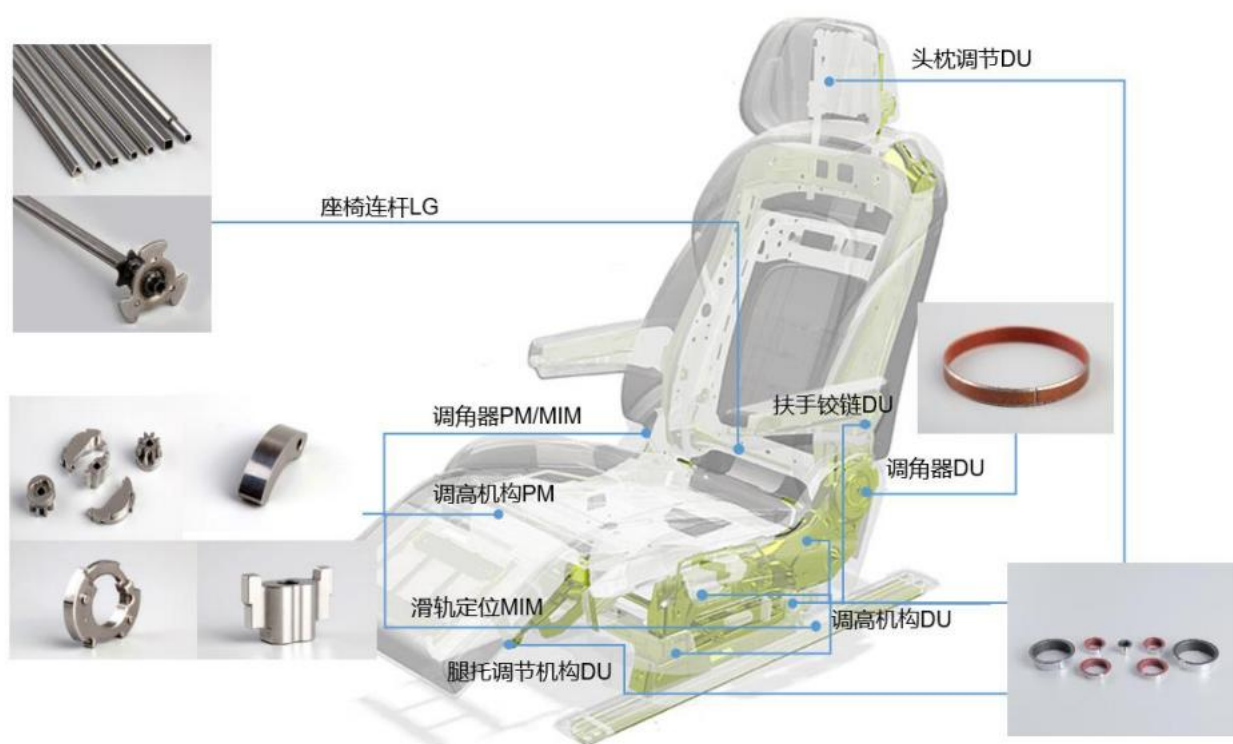


资料来源：公司官网，公司公告，江海证券研究发展部

1.2 产品介绍：座椅调节系统核心零部件，深度绑定国内头部客户

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、高难度零部件的专业化定制服务。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。目前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。

图 2、公司主要产品



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

（1）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。自润滑复合材料分为无油润滑和边界润滑两种复合材料类型，按表面自润滑层复合形式，又分为粘接自润滑复合材料和烧结自润滑复合材料，自润滑材料摩擦系数低，能达到消除噪声、减少振动的目的。目前，自润滑轴承已经被广泛应用于汽车、工程机械、通用机械及航天航空机械等领域。

表 1、自润滑轴承主要产品

产品名称	产品描述	图例
金属基粘接自润滑轴承	产品材质：由 PTFE、导电的混合物和钢背紧密粘合而成； 产品特点：具有低摩擦系数、良好的耐磨性和自润滑性能，涂层厚、消除噪音、无间隙； 应用场景：广泛应用于铰链、座椅转动部件、滑轨、传动链、办公机械、食品医疗器械等场合。	
金属基烧结自润滑轴承	产品材质：以钢板为基体，中间烧结球形青铜粉或者青铜网，表面压制以高性能改性工程塑料； 产品特点：具有高承载、低摩擦性； 应用场景：广泛应用于各种机械的滑动部位。	
金属网烧结自润滑轴承	产品材料：由 PTFE、碳、石墨、玻璃纤维、高分子有机物等组成的混合物和钢背紧密粘合而成； 产品特点：弹性好、减震性能好； 应用场景：广泛应用于化工工业、食品工业、纺织工业和汽车铰链中。	
改性工程塑料自润滑轴承	产品材料：该类产品通过对工程塑料进行增强及润滑改性； 产品特点：装配方便、自润滑耐磨、成本低； 应用场景：广泛应用于铰链、座椅转动部件、滑轨、传动链、办公机械、食品医疗器械等场合。	

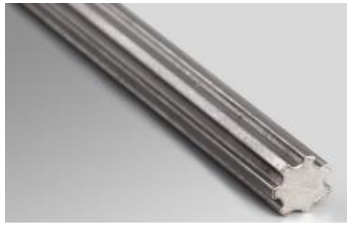
资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

(2) 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）。

表 2、传力杆主要产品

产品名称	产品描述	图例
折弯同步杆	产品介绍：是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）； 产品特点：采用避空设计，可以解决特殊情况的装配干涉问题。	

同步杆焊接总成	产品介绍：是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）； 产品特点：焊接挡片及金属手柄。	
七棱实芯杆	产品介绍：是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）； 产品特点：较小的截面积，适用于紧凑型设计，配偶件相对收小。	
空芯传力杆	产品介绍：是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）； 产品特点：空芯传力杆顺应了汽车轻量化发展的潮流；冷拔时产生表面硬化，能一定程度的提高工件扭矩强度。	
六棱空芯杆	产品介绍：是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）； 产品特点：头部成型，代替传统的焊接挡片，节省了装配空间。	

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

（3）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，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。

表 3、粉末冶金零部件主要产品

产品名称	产品描述	图例
偏心轮	产品材料：是一种把用金属粉末（或者金属粉末与非金属粉末的混合物）作为原料，采用压力将填入模具型腔内合金混合粉末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，再通过适当的后加工等手段得到所需零部件的加工工艺过程； 产品用途：汽车座椅。	

凸轮环、滑块	产品材料：是一种把用金属粉末（或者金属粉末与非金属粉末的混合物）作为原料，采用压力将填入模具型腔内合金混合粉末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，再通过适当的后加工等手段得到所需零部件的加工工艺过程； 产品用途：MQB 平台汽车座椅。	
齿轮轴	产品材料：是一种把用金属粉末（或者金属粉末与非金属粉末的混合物）作为原料，采用压力将填入模具型腔内合金混合粉末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，再通过适当的后加工等手段得到所需零部件的加工工艺过程； 产品用途：汽车座椅。	
凸轮	产品材料：是一种把用金属粉末（或者金属粉末与非金属粉末的混合物）作为原料，采用压力将填入模具型腔内合金混合粉末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，再通过适当的后加工等手段得到所需零部件的加工工艺过程； 产品用途：座椅调高器。	
锁紧靴	产品材料：是一种把用金属粉末（或者金属粉末与非金属粉末的混合物）作为原料，采用压力将填入模具型腔内合金混合粉末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，再通过适当的后加工等手段得到所需零部件的加工工艺过程； 产品用途：座椅调高器。	

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

(4) 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，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。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。

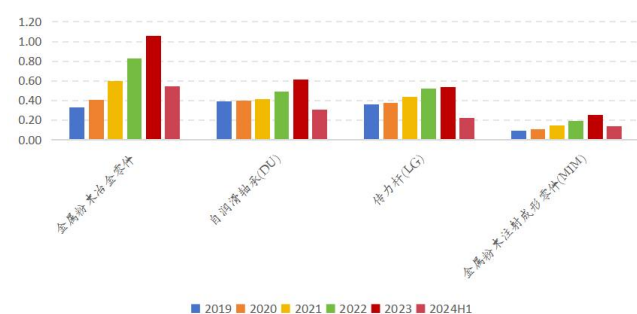
表 4、金属粉末注射成形零件主要产品

产品名称	产品描述	图例
驱动齿组件(记忆盒)	产品材料：是将选取符合 MIM 要求的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,然后经制粒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化的金属零件; 产品用途：汽车座椅。	
定位销	产品材料：是将选取符合 MIM 要求的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,然后经制粒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化的金属零件; 产品用途：汽车座椅。	
雨感器固定座	产品材料：是将选取符合 MIM 要求的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,然后经制粒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化的金属零件; 产品用途：汽车前挡玻璃后视镜。	
左从动锁板	产品材料：是将选取符合 MIM 要求的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,然后经制粒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化的金属零件; 产品用途：座椅滑轨锁。	
楔形转动轮	产品材料：是将选取符合 MIM 要求的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,然后经制粒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化的金属零件; 产品用途：座椅调角器。	

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

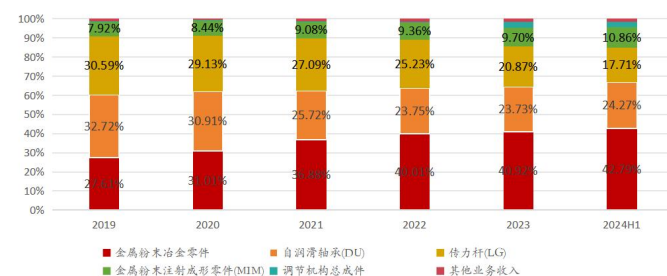
分产品来看，截止到 2024 年上半年，金属粉末冶金零部件占比最高，金属粉末注射成形零件收入同比增速较快。2024 年上半年，金属粉末冶金零部件实现收入 0.55 亿元，同比增长 22.10%，占主营业务收入的比重为 42.79%；自润滑轴承实现收入 0.31 亿元，同比增长 28.17%，占主营业务收入的比重为 24.27%；金属粉末注射成形零件实现收入 0.14 亿元，同比增长 30.28%，占主营业务收入的比重为 10.86%。金属粉末冶金零件、自润滑轴承、金属粉末注射成形零件实现收入正增长，主要系客户产品需求增加，公司产销量持续提升。传力杆、调节机构总成件产品同比下降 4.72%、16.32%，主要系客户订单量减少。

图 3、公司各产品营业收入结构（亿元）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

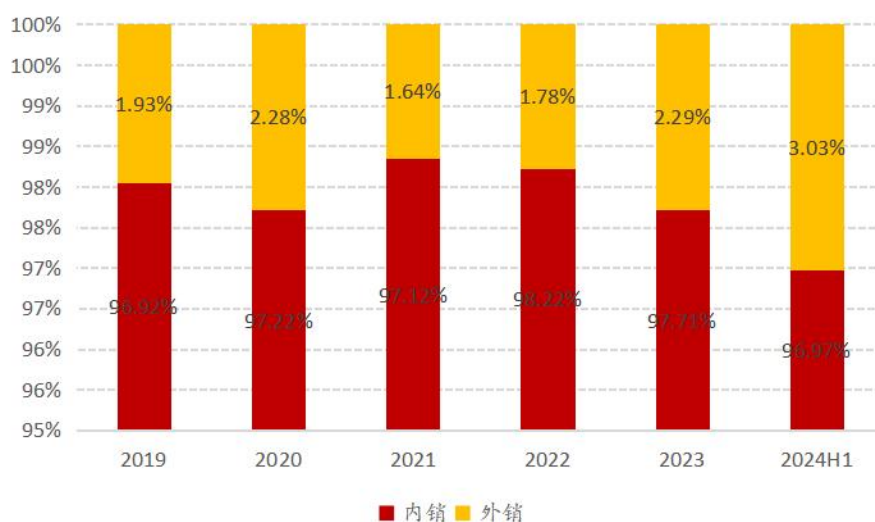
图 4、公司各产品营业收入占比（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

分地区来看，截止到 2024 年上半年，公司收入以内销为主。2024 年上半年，内销实现营业收入为 1.24 亿元，同比增长 16.79%，占营业收入的比重为 96.97%；外销实现营业收入为 0.04 亿元，同比增长 16.67%，占营业收入的比重为 3.03%。

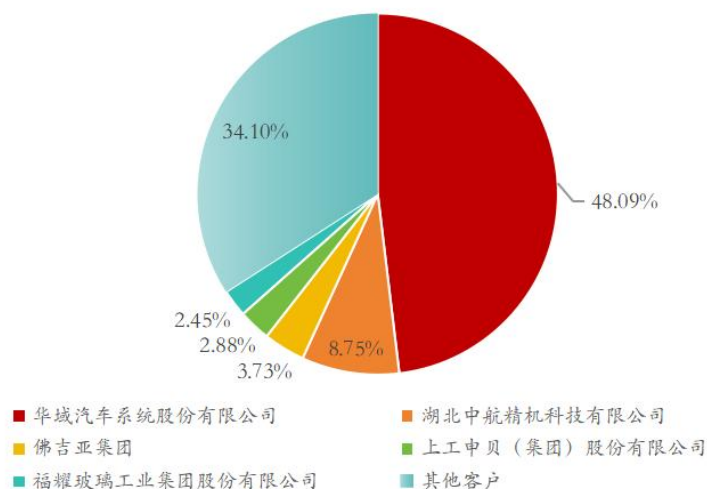
图 5、公司国内外各地区收入占比（%）



资料来源：公司公告，iFind，江海证券研究发展部

分客户来看，2023 年公司前五大客户占比合计为 65.90%，第一大客户占比高达 48.09%。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、日晗精密、李尔等，主要提供座椅调节系统、扶手、头枕的核心零部件等；公司还在工程机械等领域内供应粉末冶金零件和金属粉末注射成形零件产品，积累了希恩等一批知名客户。公司客户一般都有严格的供应商质量管理体系和评价标准，通常要求供应商具有汽车产品质量体系认证等证书。

图 6、2023 年公司前五大客户收入占比（%）



资料来源：公司公告，iFind，江海证券研究发展部

1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定

截至 2024 年 9 月 30 日，公司控股股东为王明祥；实际控制人为王明祥、沈培玉、沈旻，其中王明祥与沈培玉系夫妻关系，沈旻为王明祥与沈培玉之子。王明祥直接持有公司 46.04% 股权，通过控制苏州明玖和苏州玖玖间接控制公司 6.60% 股权；沈旻直接持有公司 17.93% 股权；沈培玉未直接持有公司股权，通过苏州明玖、苏州玖玖分别间接持有公司 4.59% 股权和 2.01% 股权；三人合计控制公司 70.56% 股权。

图 7、公司股权结构



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

1.4 财务分析：收入规模快速增长，盈利能力稳中有升

公司 2019-2024 年前三季度收入保持快速增长态势。2019-2023 年，公司营业收入由 1.19 亿元增长至 2.58 亿元，年化复合增长率为 21.34%；归母净利润由 0.29 亿元增长至 0.67 亿元，年化复合增长率为 23.29%。2024 年

前三季度公司实现营业收入 2.09 亿元，同比增长 17.18%；实现归母净利润 0.60 亿元，同比增长 34.01%。

图 8、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 9、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

毛利率方面，2019-2024 年前三季度毛利率略有下降，净利率稳中有升。2024 年前三季度销售毛利率为 44.54%，同比下降 1.01pct；销售净利率为 28.46%，同比提升 3.57pct，主要系期间费用率下降，其中管理费用率、研发费用率、财务费用率和销售费用率分别下降 1.01pct、0.50pct、0.39pct 和 0.25pct。

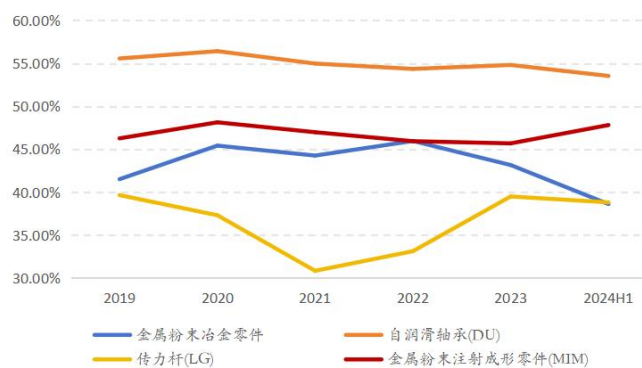
现金流方面，2024 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 0.92 亿元，同比增长 146.76%，主要系客户产品需求增加，公司产销量持续提升，回款较好、现金流入增加。

图 10、公司历年毛/净利率情况（%）



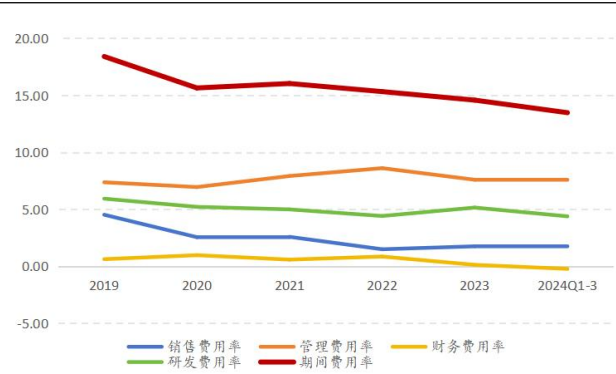
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 11、公司历年各业务毛利率情况（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 12、公司历年期间费用率情况（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 13、公司历年经营性现金流量净额情况（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

2 汽车零部件行业发展概况

2.1 全球汽车零部件行业发展概况

汽车零部件是指组成汽车各个部分的基本单元，是汽车行业的重要组成部分，也是支撑汽车工业持续健康发展的必要因素。一辆汽车通常由上万个零部件组装而成，主要包括发动机、底盘、车身和电气设备四大部分。其中，车身安装在底盘的车架上，用以驾驶员、乘客乘坐或装载货物。车身系统包括车身壳体（白车身）、车门、外饰件、内饰件、车身附件、座椅等。

表 5、车身系统构成

分类	构成简介
车身壳体	是全体车身部件的安装基础，通常是指主要承力元件（纵、横梁和支架等）以及与其相连的部件共同组成的刚性空间结构。
车门	主要包括门外板、门内护板、窗框等部件。
外饰件	主要包括保险杠、灯具和后视镜等附件，以及装饰条、标识等装饰件。
内饰件	主要包括仪表板、顶棚、地毯等表面覆饰物。
车身附件	主要包括门锁、门铰链、风窗刮水器、内视镜等。
座椅	车身内重要装置之一，由座椅骨架、坐垫、靠背、滑轨、调节机构组成。

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

整车制造企业的零部件配套体系是由“零件→组件→部件→系统→系统总成”形成的金字塔式配套体系。在全球经济一体化分工明确的汽车产业链体系下，整车制造企业主要进行车型开发设计、整车组装和终端品牌经营，零部件企业负责零部件的模块化、系统化开发设计和制造。零部件供应商通常划分为一级、二级、三级供应商，其中一级零部件供应商直接配套整车厂，主要供应系统或系统总成，二、三级供应商主要为一级供应商配套产品，二级供应商一般供应组件或部件，三级供应商一般供应零件或小组件。

图 14、汽车零部件行业配套体系



资料来源：公司公告，Wind，江海证券研究发展部

《美国汽车新闻》（Automotive News）发布了 2023 年全球汽车零部件供应商百强榜。根据最新榜单，前 4 名仍旧是博世、电装、采埃孚和麦格纳国际；宁德时代位列第 5 名，是前 10 中唯一的一家中国企业；现代摩比斯保持第 6 的排名不变；爱信精机的排名从第 5 名滑落至第 7 名；佛瑞亚的排名滑落 1 名至第 8 名；大陆集团名次下滑 1 名至第 9 名；李尔则保持第 10 的排名不变。

就中国企业来看，2023 年共有 13 家企业上榜，较 2022 年的榜单多 4 家。新上榜的中国企业分别为宁德时代、均胜电子、宁波华翔电子和精诚工科汽车系统有限公司。2022 年上榜的 9 家中国企业延锋、北京海纳川、中信戴卡、德昌电机、敏实集团、诺博汽车系统、德赛西威、宁波拓普集团和安徽中鼎密封件股份有限公司 2023 年继续上榜。

图 15、2023 年全球汽车零部件供应商百强榜（前十名）

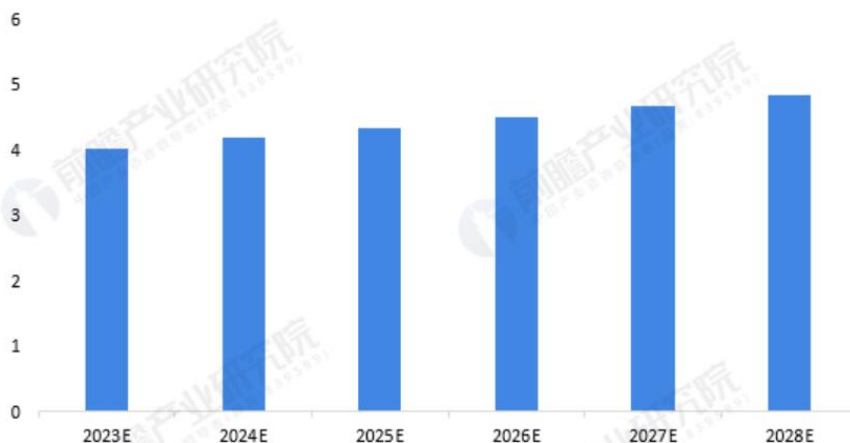
2023 年全球汽车零部件供应商百强榜（盖世汽车整理）							
2023 年排名	公司	公司名称（英）	总部所在地	2022 年营收（亿美元）	2021 年营收（亿美元）	2022 年排名	排名变化
1	罗伯特·博世	Bosch Group	德国	504.56	491.44 (f)	1	0
2	电装	Denso Corp.	日本	479	435.69 (fe)	2	0
3	采埃孚	ZF Friedrichshafen	德国	421.06 (f)	393 (f)	3	0
4	麦格纳国际	Magna International Inc	加拿大	378.4 (f)	362.42 (t)	4	0
5	宁德时代	CATL	中国	335 (fe)	150.75 (fe)	/	/
6	现代摩比斯	Hyundai Mobis	韩国	321.92	290.73	6	0
7	爱信精机	Aisin Corp.	日本	312.28	334.76	5	-2
8	佛瑞亚	FORVIA	法国	268.35 (f)	272.73 (f)	7	-1
9	大陆	Continental	德国	254.01 (f)	241.97 (f)	8	-1
10	李尔	Lear Corp.	美国	208.92 (f)	192.63 (f)	10	0

资料来源：盖世汽车，江海证券研究发展部

2.2 中国汽车零部件行业发展概况

受益于国内外整车行业发展和消费市场扩大，国内汽车零部件行业呈现出良好的发展态势。随着技术创新，我国国内零部件配套体系逐步与世界接轨，中国的汽车零部件产业仍将保持良好的发展趋势。根据前瞻产业研究院预测，到 2028 年我国汽车零部件行业主营业务收入将突破 4.8 万亿元。

图 16、2023-2028 年中国汽车零部件行业市场规模预测（万亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

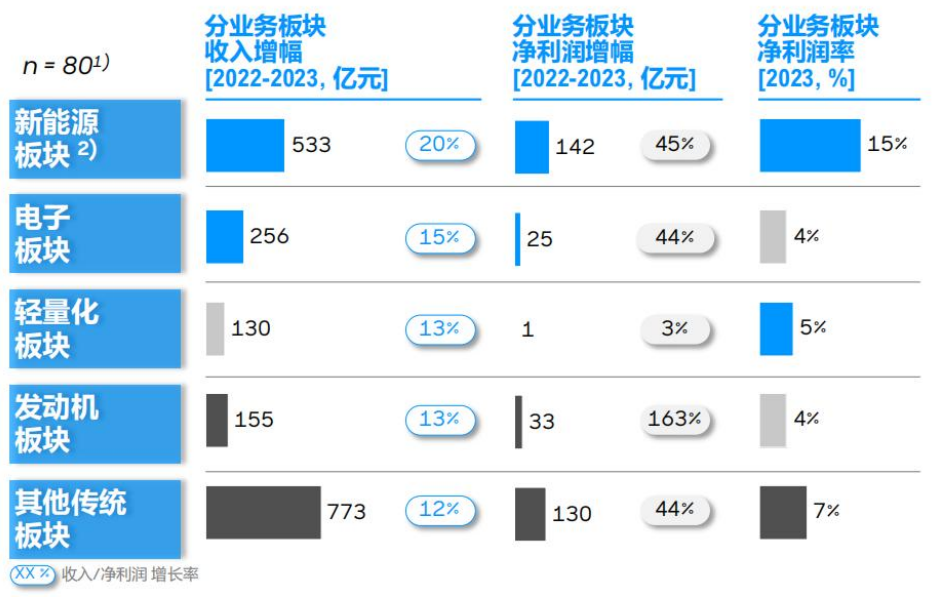
随着市场规模的扩大、全球化采购的增长、技术创新的推进以及产业专业分工的明确，中国汽车零部件产业在六大汽车产业集群中逐渐形成了具有区域特色的集群。这些集群在地理上相对集中，拥有完善的产业链和配套体系，为企业提供了便捷的生产和配套服务。

其中，长三角汽车产业集群作为国内最强大的汽车产业集群，拥有主机厂、关键零部件企业、资本和人才的密集优势，汽车产业链条完整，代表整车制造企业包括特斯拉、蔚来、零跑、吉利、上汽等；大湾区汽车产业集群以强大的创新能力著称，汽车电子产业尤为发达，代表整车制造企业有广汽、埃安、比亚迪、小鹏等；西三角汽车产业集群优势在于资源丰富，重工业基础坚实，传统汽车制造体系完备，代表整车制造企业包括长安、吉利、比亚迪、赛力斯、福特、沃尔沃等；华北汽车产业集群集中了众多研发机构和总部机构，北京在技术、人才和市场方面具有优势，天津在新能源汽车集群方面表现突出，而河北则以制造基地为特色，代表整车制造企业有北汽、理想、长城、小米、奔驰等；中部地区汽车产业集群以湖北作为核心，拥有东风汽车等关键企业，形成了以“中国车谷”为中心，“武襄十随”汽车走廊产业带为支撑，宜昌等地多点发力的格局；东北汽车产业集群拥有一批历史悠久、实力雄厚的汽车及配套企业。中国重要汽车产业基地之一——长春拥有一汽

集团等大型企业，商用车和乘用车制造领域基础深厚。

新能源汽车持续渗透，电动化与智能化已明确成为汽车核心差异化竞争力，零部件企业继续加速布局。在 2024 中国百强榜的 11 家新上榜企业中，多达 8 家企业从事新能源或电子板块。从细分板块中的供应商业表现看，2023 年新能源和电子板块维持了较其他板块更高的增长。其中，新能源板块增幅达到 20%，轻量化板块收入和利润水平继续稳步增长，发动机板块受益于头部企业表现，下滑趋势有所收敛。

图 17、2022-2023 年分业务板块营收及盈利分析



资料来源：《2024 全球汽车供应链核心企业竞争力白皮书》，江海证券研究发展部

2.3 汽车座椅零部件行业发展概况

2.3.1 汽车座椅价值量占比高，未来市场规模超千亿

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，关系到汽车的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面套、骨架、滑轨、头枕、调角器、座椅驱动器等核心零部件组成，这些核心零部件的生产是由汽车座椅行业上游领域中的厂商负责。按照价值量占比拆分，面套价值量最高，占比约为 25%；座椅骨架价值占比约 15%；座椅的机械部件包括升降器、滑轨、调角器等用于辅助座椅的功能运行部件，分别占比约 12%、4%、4%，共 20%；其他内饰包括头枕、扶手、发泡等占比约 40%。

座椅滑轨是调节座椅前后的装置，是汽车座椅中重要的零部件，具有高技术含量，是重要的安全件。座椅调高器主要用于改变座盆四连杆的角度，根据乘客的需求调整座椅坐垫高度。座椅调角器是实现汽车座椅靠背仰卧和折叠运动的装置，是汽车上二十项核心技术之一，其核心技术被国际企业掌握，华域汽车、安道拓、麦格纳、佛吉亚等企业拥有行业内领先的技术水平。

图 18、汽车座椅结构图

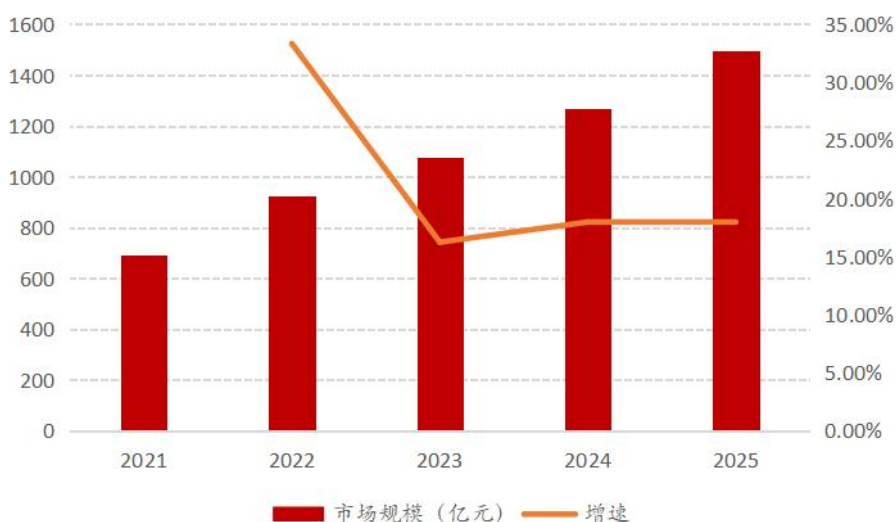


资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

乘用车座椅是新能源汽车价值量最大的零部件之一，作为强消费者体验度的内饰件乘用车座椅逐步成为主机厂竞争的焦点，正从功能件迈向消费升级核心系统。乘用车座椅作为用户在车内直接接触的座舱内饰件，对于用户的驾乘体验发挥着至关重要的作用。新势力车企纷纷实现驾乘体验的突破，重新定义乘用车座椅，具有示范效应。此外，座椅是智能座舱的重要感知器与执行器，座椅的功能拓展是智能座舱升级进步的必由之路。预计未来乘用车座椅配置持续升级，高端车型座椅功能将逐步下探，消费属性不断增强，单车价值量进一步提高。根据公司公告，一般轿车全部座椅的平均价格在 850-1,050 美元左右，中档轿车在 1,400-1,600 美元左右，高档甚至超过 2,000 美元，很多轿车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。

随着乘用车的快速发展，我国乘用车座椅市场规模也逐步扩大。未来，随着国内乘用车市场份额的持续上升和国内新能源汽车品牌厂商的发展，乘用车产销量有望加速增长，预计 2025 年国内乘用车座椅市场规模有望达 1,500 亿元，未来发展前景广阔。

图 19、2021-2025 年中国乘用车座椅市场空间情况（亿元，%）



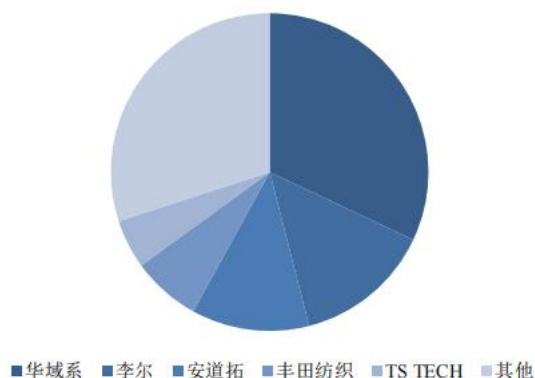
资料来源：上海沿浦 2023 年定增募集说明书，江海证券研究发展部

2.3.2 乘用车座椅行业分工明细，头部供应商市场份额集中

我国汽车座椅供应链大致分为三级：一级供应商为座椅总成厂商，主要采购关键部件，制造成品座椅，并提供给汽车整车厂商。目前国内座椅总成市场主要被华域汽车、李尔、安道拓等占据，其中内资企业华域汽车，于 2021 年 3 月通过其全资子公司延锋汽车饰件系统有限公司收购安道拓持有的 49.99% 延锋安道拓座椅有限公司股权后，进一步加强其在汽车座椅总成及调角器等零部件业务领域的布局，成为国内座椅总成行业领域龙头企业；二级供应商负责座椅系统关键部件的生产制造，如座椅骨架、调节机构、座椅头枕、座椅扶手等配套部件；三级供应商则主要负责为二级供应商提供生产部件所必须的零部件或部分工序的加工。

乘用车座椅行业格局集中，头部三家供应商份额高达 58%。乘用车座椅结构复杂，对公司设计、组装和供应链管理的要求较高，因此行业壁垒也高。根据 Marklines 统计，华域汽车旗下全资子公司延锋国际占据 32% 的国内市场份额，位居第一，其次为李尔、安道拓，三家的市场份额合计高达 58%。

图 20、2021 年国内乘用车座椅市场竞争格局



资料来源：继峰股份 2023 年定增募集说明书，江海证券研究发展部

表 6、国内汽车座椅行业主要公司的客户情况

座椅公司	整车厂
华域系	上汽、上汽大众、上汽通用五菱、上汽大通、长安、长安福特、长安马自达、长安标致、长安标致雪铁龙、吉利、东风日产、东风雪铁龙、东风悦达起亚、长城、宝马、北京汽车、北京奔驰、特斯拉、捷豹路虎、沃尔沃、江淮汽车、众泰汽车、启辰、南京依维柯、福田汽车等
李尔系	北京现代、东风汽车、东风日产、江铃福特、长安福特、长安马自达、重庆长安、长安铃木、江铃-五十铃、一汽、一汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、华晨宝马、吉利、东风悦达起亚、北汽股份、观致、神龙汽车等
安道拓系	上海通用、上海大众、上汽通用五菱、长城汽车、长安福特马自达、长安铃木、东风汽车、江淮汽车等
丰田纺织	广汽丰田、天津一汽丰田、四川一汽丰田、SFTM 长春丰越、上汽通用、华晨宝马、长安福特、长安马自达等
麦格纳	吉利、长安福特、重庆长安、沃尔沃、一汽集团、上汽大众、上汽通用、福建奔驰等

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

3 深度绑定座椅核心客户，募投产能+推出新品增厚业绩

3.1 汽车座椅行业集中度高，公司稳居供应商体系

汽车座椅行业的集中度较高，全球前 5 大座椅厂商占据了全球 85% 的市场份额，公司已进入其中 4 家的供应链体系；国内前 3 大座椅厂商占据了国内 58% 的市场份额，公司已全部进入其供应链体系。

从行业特性看，汽车行业通常不轻易更换供应商，主要原因系：（1）由于汽车作为交通工具面临安全性问题，零部件的产品质量对汽车整体性能具有重要影响，因此汽车行业对零部件性能稳定性要求高，双方一旦就某种零

部件供应达成一致后，通常会持续开展合作，不会随意更换供应商；（2）不同的汽车座椅平台，通常具有不同的座椅结构和性能指标要求，对调节机构及其核心零部件的结构、性能指标要求也不同，因此通常需要进行定制化设计与开发，供应商之间较难相互替代；（3）供应商认证周期较长，通常要经历初始认证、产品测试、多轮试样、定期认证等环节；（4）汽车行业更换供应商成本高，汽车产业链金字塔形的配套关系形成了整车厂商与汽车零部件企业之间较为固定的相互依赖关系，合作关系较为牢固。

公司与下游主要客户的合作历史较为悠久，其中与华域汽车自 2006 年起即开展业务合作，在十多年的业务合作过程中已经形成了稳定、可靠的合作关系。在合作过程中，公司通过定期拜访、召开会议、参加行业研讨会等方式与华域汽车保持密切沟通，能及时了解其对产品新的工艺及性能要求，并在部分产品上协同开发，进一步加强双方合作的紧密程度，增强产品粘性，获得了客户的充分信任。2014 年，延锋安道拓需要国产化一款汽车座椅调高机构，在被动塑料齿轮两端需要新型自润滑材料。公司通过对使用工况的分析，成功的开发出新的复合材料 MYB308，具有下列优点：（1）机械强度高于 PTFE，具有优良的抗压性能和耐蠕变性；长期连续使用温度范围-70~+150℃；（2）耐辐射性能优于 PTFE,可以长期户外使用；（3）摩擦系数小于改性 POM 金属背衬自润滑复合板，耐磨性优于改性 POM 金属背衬自润滑复合板，同时满足了表面硬度和较低的干摩擦系数的要求。该材料的成功开发，使客户国产化顺利进行，大大降低了采购成本，提高了客户对公司的认可。

图 21、公司为延锋安道拓研发 MYB308 垫片和自润滑轴承



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

3.2 凭借品牌及客户资源优势，盈利能力位居同行前列

公司是我国自润滑轴承、传力杆、粉末冶金领域最具竞争力的企业之一，拥有自润滑板材薄壁粘接技术、自润滑复合材料高温烧结技术、高精度小直径异形空心管的冷拔成型技术、传力杆专用焊接设备的设计制造技术、金属粉末注射成型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成分设计等多项核心技术，是汽车座椅调节系统核心零部件供应商。

在同行业公司中，我们选取长盛轴承、双飞集团、东睦股份和海昌新材等 4 家企业作为公司的可比公司。公司已在汽车零部件行业深耕多年，对汽车零部件行业的整体生态环境有着较为充分的认识。汽车零部件行业供应链具有准入门槛高、认证时间长、稳定性强的特点，一旦成为汽车座椅厂商的合格供应商并实现批量供货，双方就会形成较为稳固的长期合作关系，客户资源不易流失。

公司与华域汽车、航嘉麦格纳、佛吉亚、安道拓、李尔等知名客户合作多年，已进入其供应商体系。公司生产的自润滑轴承、汽车座椅传力杆、金属粉末注射成型零件和粉末冶金零件四大系列产品已运用于上海大众、上海通用、一汽大众、长安福特、东风雪铁龙、华晨宝马、北京奔驰、日本丰田等多家知名汽车制造商的多种平台体系，部分产品进入跨国公司全球采购平台，具有较高的品牌认可度。品牌及客户资源优势决定了公司取得远高于同行业可比公司的盈利能力。截止到 2024 年前三季度，在可比公司中，公司营业收入排名第 5，净利润排名第 3，毛利率和净利率均位列第 1。

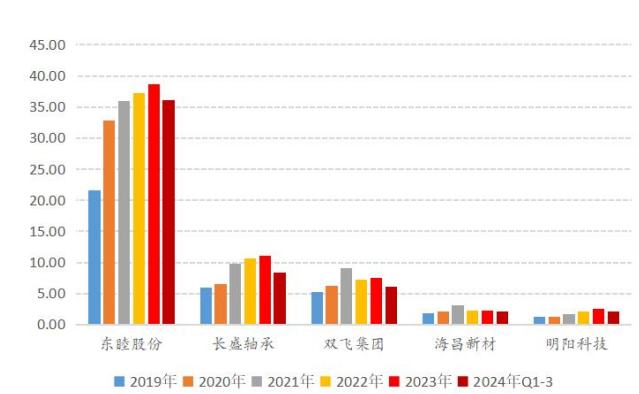
表 7、同行业可比公司

公司名称	主要产品	应用领域	主要客户
长盛轴承	自润滑轴承，包括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、铜基边界润滑卷制轴承、非金属自润滑轴承及其他轴承	汽车、工程机械、港口机械、塑料机械、农业机械等	卡特彼勒、利勃海尔、普茨迈斯特、沃尔沃、杰西博、日立建机、小松、神钢、现代、塔塔汽车
双飞集团	自润滑轴承，包括 SF 系列、JF 系列、JDB 系列、FU 系列，以及其他系列轴承及复合材料	汽车、工程机械、液压系统、模具、工业自动化等	浙减汽车、浙川汽车、巨跃齿轮、三一集团、徐工集团、FI 美国、米思米、MEUSBURGER 等
东睦股份	粉末冶金压制成形零件、金属注射成形零件、软磁复合材料	智能手机、可穿戴设备、计算机、现代通信、医疗器械、传统能源汽车、新能源汽车、高效节能家电、摩托车、工具、锁具	苹果、华为、三菱、克莱斯勒、奥迪、福特、比亚迪、宝马、日产、丰田、大众、特斯拉、格力、西门子等

海昌新材	齿轮、轴承、齿轮箱、结构件等	电动工具、汽车、设备、家电等	史丹利百得、博世集团、创科实业、牧田、京西重工、宜宾天工、上海拓绅等
明阳科技	自润滑轴承、传力杆、粉末冶金零件、金属注射成形零件	汽车座椅、工程机械、电动工具	华域汽车、航嘉麦格纳、佛吉亚、安道拓、李尔等

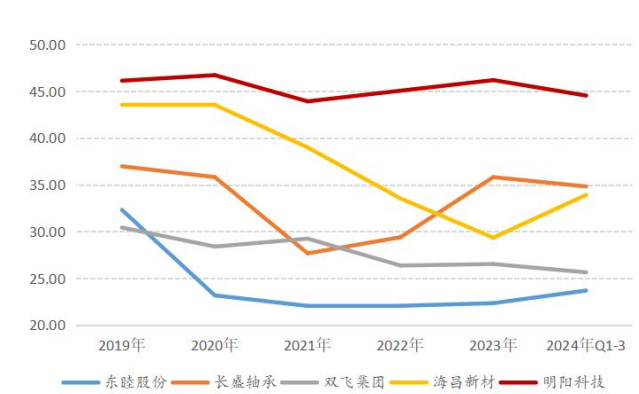
资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 22、公司及可比公司历年营业收入（亿元，%）



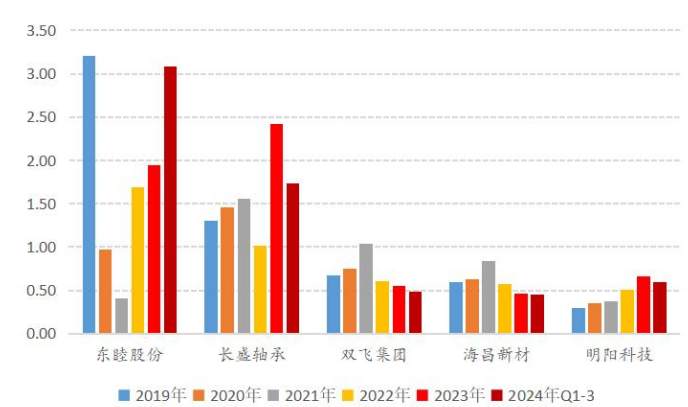
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 24、公司及可比公司历年毛利率（%）



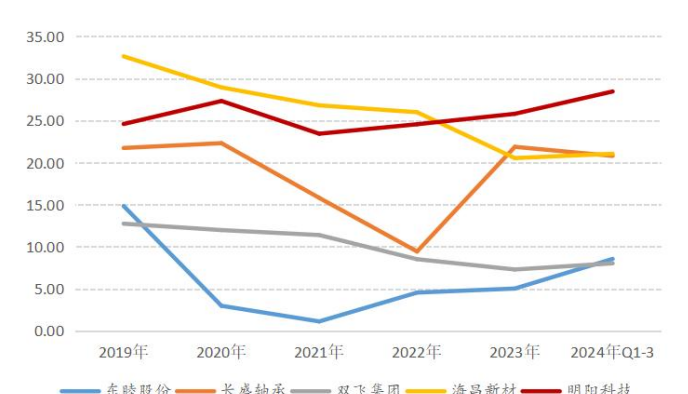
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 23、公司及可比公司历年净利润（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 25、公司及可比公司历年净利率（%）

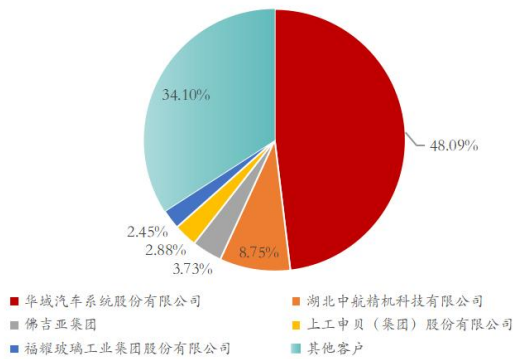


资料来源：iFind，江海证券研究发展部

3.3 大客户营收占比逐渐降低，募投产能增厚公司业绩

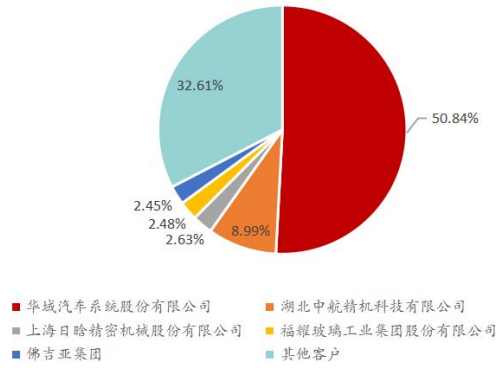
公司专注于国内汽车座椅行业优质企业，不断拓展与现有客户的业务合作范围，加快汽车座椅调节系统零部件的国产化替代，并与主要客户开展新产品合作，通过收入规模的扩大和其他客户的开拓来逐步降低华域汽车在公司收入中的占比。公司第一大客户华域汽车在营业收入中的占比从 2021 年的 50.84% 稳步下降到 2023 年的 48.09%。

图 26、2023 年公司前五大客户收入占比 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 27、2021 年公司前五大客户收入占比 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

公司通过 IPO 募集资金实现年产 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，合计形成年产 5 亿件汽车座椅关键零部件产品的产能。

表 8、公司 IPO 前后产能对比

产品名称	IPO 前公司产能（万件）	IPO 满产产能（万件）
自润滑轴承（DU）	10332	20500
传力杆（LG）	1800	5300
金属粉末注射成形零件（MIM）	1000	3700
粉末冶金零件（PM）	11600	20500

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

公司 2024 年的发展规划：

（1）深耕汽车座椅领域。从公司目前为华域配套的座椅零件统计来看，现有产品单车价值 30-40 元。公司目前一直在开发新产品和调节机构总成件产品，比如：电动铰链、电动转盘、扶手铰链，电动腿托等新座椅调节部件，从而来提升单车产品占比和价值。2023 年调节机构总成件实现营业收入 863.32 万元，同比增长 267.40%，毛利率为 56.43%。

（2）横向拓展新应用市场。利用现有成熟的产品系列、工艺技术和装备、供应链等制造优势，比如粉末冶金技术、金属注射技术、复合烧结技术和冷拉成形技术等，开发非汽车座椅领域应用市场。明阳科技专注从事自润滑材料研发及生产，开发出多种自润滑材料，适合应用在医疗机械设备关节及滑动部位。采用自润滑材料的部件结构简单，可靠性好，同时，自润滑材料的特性可以实现无油润滑，降低设备的维护难度，可以实现免维护，提高使用场所的清洁度。公司开发的自润滑材料符合生物安全特性，如 PTFE 是典型的人造器官材料。

图 28、自润滑衬套在医疗器械领域应用方案



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

4 盈利预测及估值

4.1 公司收入利润增长的主要逻辑

(1) 金属粉末冶金零件：根据 2024 年中报披露，客户产品需求增加，公司金属粉末冶金零件产销量持续提升，我们预计该业务 2024-2026 年的营业收入分别为 131.87、158.24、189.89 百万元；我们预计公司未来毛利率有望维持 2024 年中报水平，2024-2026 年的毛利率分别为 38.60%、38.60%、38.60%。

(2) 自润滑轴承：根据 2024 年中报披露，客户产品需求增加，公司自润滑轴承产销量持续提升，我们预计该业务 2024-2026 年的营业收入分别为 79.54、99.43、119.31 百万元；我们预计公司未来毛利率有望维持 2024 年中报水平，2024-2026 年的毛利率分别为 53.50%、53.50%、53.50%。

(3) 传力杆：根据 2024 年中报披露，2024 年上半年客户订单量减少导致传力杆收入负增长，由于汽车销售存在季节性，一般上半年为销售淡季，下半年为销售旺季，我们预计该业务 2024-2026 年的营业收入分别为 56.49、59.32、62.28 百万元；该业务 2024 年中报毛利率同比提升 5pct，我们预计 2024-2026 年的毛利率分别为 44.50%、44.50%、44.50%。

(4) 金属粉末注射成形零件：根据 2024 年中报披露，客户产品需求增加，公司金属粉末注射成形零件产销量持续提升，我们预计 2024-2026 年的营业收入分别为 33.77、42.21、50.65 百万元；该业务 2024 年中报毛利率同

比提升 3.5pct，我们预计 2024-2026 年的毛利率分别为 49.18%、49.18%、49.18%。

(5) 调节机构总成件：根据 2024 年中报披露，2024 年上半年客户订单量减少导致调节机构总成件收入负增长，由于汽车销售存在季节性，一般上半年为销售淡季，下半年为销售旺季，我们预计调节机构总成件业务 2024-2026 年的营业收入分别为 9.49、10.91、13.09 百万元；我们预计公司未来毛利率有望维持 2024 年中报水平，2024-2026 年的毛利率分别为 52.00%、52.00%、52.00%。

(6) 其他：考虑到公司积极横向拓展新应用市场，参考 2024 年中报，我们预计 2024-2026 年的营业收入分别为 4.06、4.46、4.91 百万元；我们预计公司未来毛利率有望维持 2024 年中报水平，2024-2026 年的毛利率分别为 75.00%、75.00%、75.00%。

表 9、销售收入结构预测

业务	项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总计	营业收入（百万元）	207.40	257.81	315.21	374.57	440.14
	YOY	28.42%	24.31%	22.27%	18.83%	17.51%
	营业成本（百万元）	113.94	138.72	172.04	204.12	239.89
	毛利率（%）	45.06%	46.19%	45.42%	45.51%	45.50%
金属粉末冶金零件	营业收入（百万元）	82.98	105.50	131.87	158.24	189.89
	YOY	39.32%	27.14%	25.00%	20.00%	20.00%
	营业成本（百万元）	44.84	59.97	80.97	97.16	116.59
	毛利率（%）	45.96%	43.16%	38.60%	38.60%	38.60%
自润滑轴承	营业收入（百万元）	49.26	61.19	79.54	99.43	119.31
	YOY	18.60%	24.21%	30.00%	25.00%	20.00%
	营业成本（百万元）	22.48	27.65	36.99	46.23	55.48
	毛利率（%）	54.36%	54.82%	53.50%	53.50%	53.50%
传力杆	营业收入（百万元）	52.32	53.80	56.49	59.32	62.28
	YOY	19.59%	2.84%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本（百万元）	34.99	32.56	31.35	32.92	34.57
	毛利率（%）	33.11%	39.49%	44.50%	44.50%	44.50%
金属粉末注射成形零件	营业收入（百万元）	19.41	25.01	33.77	42.21	50.65
	YOY	32.42%	28.88%	35.00%	25.00%	20.00%
	营业成本（百万元）	10.49	13.59	17.16	21.45	25.74
	毛利率（%）	45.93%	45.68%	49.18%	49.18%	49.18%
调节机构总成件	营业收入（百万元）		8.62	9.49	10.91	13.09
	YOY			10.00%	15.00%	20.00%
	营业成本（百万元）		3.76	4.55	5.24	6.28
	毛利率（%）		56.43%	52.00%	52.00%	52.00%
其他	营业收入（百万元）	3.43	3.69	4.06	4.46	4.91
	YOY	15.49%	7.50%	10.00%	10.00%	10.00%

	营业成本（百万元）	1.13	1.21	1.01	1.12	1.23
	毛利率（%）	67.06%	67.25%	75.00%	75.00%	75.00%

资料来源：聚源，江海证券研究发展部

4.2 估值及建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3.15/3.75/4.40 亿元，同比增速分别为 22.71%、18.83%、17.51%，归母净利润分别为 0.80/0.94/1.11 亿元，同比增速分别为 20.38%、17.88%、17.65%，对应的 EPS 分别为 0.78/0.91/1.08 元，对应当前股价（2024 年 12 月 16 日）的 PE 分别为 22.12X/18.77X/15.95X。结合对标公司的估值以及我们对明阳科技的分析，首次覆盖给予“持有”评级。

表 10、可比公司估值

证券代码	证券名称	EPS（元）				PE（倍）			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600114.SH	东睦股份	0.32	0.68	0.90	1.13	52.85	24.85	18.88	14.98
300718.SZ	长盛轴承	0.81	0.90	1.10	1.35	24.88	22.36	18.26	14.98
836221.BJ	易实精密	0.53	0.72	0.92	1.16	34.37	25.46	19.91	15.81
873690.BJ	捷众科技	0.60	0.83	1.09	1.37	34.77	25.22	19.22	15.30
算数平均值						36.72	24.48	19.07	15.27
837663.BJ	明阳科技	0.64	0.78	0.91	1.08	26.63	22.12	18.77	15.95

资料来源：iFind，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于 iFind 一致预期）

5 风险提示

主要客户相对集中的风险。公司下游主要客户包括华域汽车等全球知名汽车座椅厂商，2023 年前五大客户的销售收入占公司营业收入的比重为 65.90%，主要客户相对集中。公司近几年不断加大市场拓展力度，如果华域汽车等主要客户需求下降、转向其他供应商采购相关产品或出现经营困难等情况，将给公司的生产经营带来一定负面影响。

宏观经济运行中的不确定性因素。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。当宏观经济处于上升阶段时，汽车产业发展速度较快，公司生产的汽车座椅零部件需求增长；当宏观经济处于下降阶段时，汽车产业发展速度放缓，公司业务收入发展受到不利影响。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不确定性风险。

产业政策调整的不确定性。我国产业政策鼓励汽车生产企业提高研发能力和技术创新能力，积极开发具有自主知识产权的产品；对能为多个独立的汽车整车生产企业配套和进入国际汽车零部件采购体系的零部件生产企业，国家在技术引进、技术改造、融资以及兼并重组等方面予以优先扶持。本公司受益于国家关于汽车及零部件产业的鼓励发展政策，但如果上述鼓励发展政策发生调整，整个汽车行业可能受到不利影响，进而对公司业务带来一定影响。

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。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	191	326	398	450	533
现金	17	121	148	176	207
应收票据及应收账款	107	130	159	185	219
其他应收款	0	1	1	1	1
预付账款	2	0	2	1	3
存货	29	29	43	43	59
其他流动资产	36	45	45	45	45
非流动资产	130	138	149	159	168
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	97	107	119	129	138
无形资产	11	11	10	10	10
其他非流动资产	22	20	20	20	20
资产总计	321	464	547	609	701
流动负债	112	103	147	155	176
短期借款	6	18	32	61	36
应付票据及应付账款	57	37	80	59	105
其他流动负债	48	49	35	36	36
非流动负债	20	6	6	5	4
长期借款	17	4	3	3	2
其他非流动负债	3	2	2	2	2
负债合计	131	109	153	160	181
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	39	103	103	103	103
资本公积	15	79	79	79	79
留存收益	136	173	205	242	286
归属母公司股东权益	190	355	395	449	520
负债和股东权益	321	464	547	609	701

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13	50	92	65	124
净利润	51	67	80	94	111
折旧摊销	13	15	14	18	21
财务费用	2	0	-2	-1	-2
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-55	-37	-6	-52	-13
其他经营现金流	3	6	5	7	8
投资活动现金流	-10	-45	-26	-27	-30
资本支出	11	31	26	27	30
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	-15	0	0	0
筹资活动现金流	-37	98	-53	-39	-39
短期借款	6	12	14	29	-25
长期借款	-16	-13	-0	-1	-1
普通股增加	0	65	0	0	0
资本公积增加	1	64	0	0	0
其他筹资现金流	-28	-29	-66	-68	-13
现金净增加额	-35	103	13	-1	56

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	207	258	315	375	440
营业成本	114	139	173	205	241
营业税金及附加	3	3	3	4	5
销售费用	3	4	5	7	8
管理费用	18	20	24	28	33
研发费用	9	13	16	19	23
财务费用	2	0	-2	-1	-2
资产和信用减值损失	-2	-5	-6	-7	-8
其他收益	1	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	59	76	92	108	128
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	58	76	92	108	128
所得税	7	10	12	14	16
净利润	51	67	80	94	111
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	51	67	80	94	111
EBITDA	73	91	105	125	146
EPS (元)	0.49	0.64	0.78	0.91	1.08

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	28.4	24.3	22.3	18.8	17.5
营业利润(%)	33.9	30.5	20.4	17.9	17.6
归属于母公司净利润(%)	34.6	30.6	20.4	17.9	17.6
获利能力					
毛利率(%)	45.1	46.2	45.3	45.3	45.3
净利率(%)	24.6	25.8	25.4	25.2	25.2
ROE(%)	26.9	18.8	20.3	21.0	21.4
ROIC(%)	22.7	17.0	18.2	18.1	19.5
偿债能力					
资产负债率(%)	40.9	23.6	27.9	26.3	25.8
净负债比率(%)	12.9	-23.3	-27.9	-24.4	-31.9
流动比率	1.7	3.2	2.7	2.9	3.0
速动比率	1.4	2.9	2.4	2.6	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2.9	2.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	4.3	10.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.64	0.78	0.91	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.49	0.89	0.63	1.20
每股净资产(最新摊薄)	1.84	3.44	3.82	4.35	5.04
估值比率					
P/E	34.8	26.6	22.1	18.8	16.0
P/B	9.3	5.0	4.5	3.9	3.4
EV/EBITDA	24.7	18.3	15.7	13.2	10.9

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 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。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张诗瑶

从业经历：本科毕业于英国谢菲尔德大学，硕士毕业于英国伦敦大学皇家霍洛威学院；拥有近 5 年的证券从业经历，曾先后就职于光大证券和广发证券，对宏观经济政策以及机械行业具有丰富的研究经验。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（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。本研究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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。