

岱美股份 (603730)

遮阳板细分赛道全球龙头，品类扩张打开成长空间

买入（首次）

2022 年 08 月 05 日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘力宇

执业证书：S0600522050001

liuly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	4,209	4,975	6,401	7,810
同比	7%	18%	29%	22%
归属母公司净利润（百万元）	416	534	698	889
同比	6%	28%	31%	27%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.44	0.57	0.74	0.94
P/E（现价&最新股本摊薄）	33.25	25.91	19.81	15.56

投资要点

- **公司持续深耕主业，下游配套客户广泛。**公司主要从事乘用车内饰件产品的研发、生产和销售，是集设计、开发、生产、销售和服务为一体的专业汽车零部件制造商。公司主要产品包括遮阳板、头枕、顶棚、顶棚中央控制器和座椅扶手等汽车内饰件产品；主要配套的下游客客户包括通用、福特、克莱斯勒、大众、丰田、本田、日产、奔驰、宝马等海外主流整车厂商，一汽、东风、长城等自主车企，以及蔚来、理想、小鹏、Rivian 等造车新势力客户。
- **遮阳板赛道全球龙头，持续推进 Motus 整合增效。**公司遮阳板业务经过多年发展，市场份额位列全球第一。公司通过构造标准化的产品管理体系叠加极高的零部件自制比例，对遮阳板产品的成本形成了极致的把控。公司收购 Motus 遮阳板资产后，遮阳板业务全球市场份额进一步提升至 40% 左右。展望后续，Motus 整合+份额提升是公司遮阳板业务的重点发展方向：1、Motus 整合，一方面通过提升 Motus 零部件自制化率来提升 Motus 的盈利能力，另一方面，公司原有遮阳板业务与 Motus 在采购、客户、技术和生产方面将产生协同效应；2、全球份额进一步提升，一方面公司通过 Motus 进入了北美日系的供应链，后续有望进一步开拓国内日系合资客户以及日本本土市场客户；另一方面，公司还可以依托 Motus 法国进一步提升在欧洲市场的份额。
- **产品品类扩张打开公司长期成长空间。**公司在遮阳板业务的基础上进一步发力开拓头枕和顶棚业务。头枕产品单车价值量相比遮阳板更大，约为遮阳板两倍以上，因此拥有更大的市场空间。公司借助头枕与遮阳板工艺的同源性和遮阳板产品已有的客户基础，持续发展头枕业务。目前公司头枕业务主要客户为通用，后续有望进一步提升对克莱斯勒和福特的配套比例。顶棚产品的价值量则更高，且与遮阳板同属于车顶系统，在部分核心工艺上存在相通性。公司目前顶棚产品已经成功进入到北美造车新势力等客户的供应体系，后续顶棚产品有望成为公司成长的重要方向。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.34 亿、6.98 亿、8.89 亿，EPS 分别为 0.57 元、0.74 元、0.94 元，市盈率分别为 25.91 倍、19.81 倍、15.56 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**全球乘用车行业销量不及预期；公司新产品拓展不及预期；公司新客户开拓不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.69
一年最低/最高价	9.88/25.17
市净率(倍)	2.58
流通 A 股市值(百万元)	13,834.16
总市值(百万元)	13,834.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.70
资产负债率(% ,LF)	24.12
总股本(百万股)	941.74
流通 A 股(百万股)	941.74

相关研究

内容目录

1. 岱美股份——内饰件细分赛道全球龙头	5
1.1. 营业收入整体稳定，遮阳板为公司主要收入来源	7
1.2. 近年公司归母净利润和盈利能力短期承压	8
2. 遮阳板业务稳中有增，重点看 Motus 整合增效	10
2.1. 遮阳板全球市场空间稳定，主要玩家包括岱美、安通林和日系厂商	10
2.2. 公司为全球遮阳板市场龙头，绝对的竞争力来自于对成本的极致把控	12
2.2.1. 公司是全球遮阳板赛道龙头企业	12
2.2.2. 公司遮阳板业务的核心壁垒——对成本的极致把控	14
2.3. 遮阳板业务展望：Motus 整合+份额提升	15
2.3.1. Motus 整合（一）：自制率提升以提高盈利能力	16
2.3.2. Motus 整合（二）：采购、技术、客户及生产协同，全球份额进一步提升	16
3. 发力头枕+顶棚赛道，品类扩张打开成长空间	17
3.1. 头枕市场空间较遮阳板更大，行业的参与者众多	17
3.2. 公司头枕整体增长，近两年受客户影响略有下滑	19
3.3. 公司头枕业务有望复制遮阳板业务的成长路径	21
3.3.1. 头枕与遮阳板在工艺上有着高度的同源性	21
3.3.2. 头枕同样通过高自制率形成了对成本的极致把握	22
3.3.3. 头枕业务中期展望：收入规模有望实现 20 亿元+	23
3.4. 产品线向顶棚扩展，市场空间大幅提升	24
3.4.1. 顶棚全球竞争格局：安通林为当前顶棚全球龙头	24
3.4.2. 重点布局顶棚赛道，将成为公司成长新方向	25
4. 盈利预测与投资评级	26
5. 风险提示	28

图表目录

图 1: 岱美股份发展历程.....	5
图 2: 公司下游客户情况.....	6
图 3: 公司前五大客户收入占比.....	6
图 4: 公司股权结构（截至 2022 年 7 月）.....	7
图 5: 公司营业收入及 YOY.....	8
图 6: 公司分业务营业收入.....	8
图 7: 公司分地区营业收入占比.....	8
图 8: 公司分地区毛利占比.....	8
图 9: 公司归母净利润及 YOY.....	9
图 10: 公司毛利率和归母净利率情况.....	9
图 11: 公司期间费用率情况.....	10
图 12: 公司各项费用率变化情况.....	10
图 13: 2017 年全球乘用车遮阳板市场格局.....	11
图 14: 公司收购 Motus 后全球乘用车遮阳板市场格局.....	11
图 15: 公司历年遮阳板销量.....	12
图 16: 公司历年遮阳板业务收入.....	12
图 17: 公司遮阳板产品历年 ASP.....	13
图 18: 公司遮阳板业务毛利率变化情况.....	13
图 19: 公司遮阳板全球份额变化.....	13
图 20: 公司遮阳板生产工序流程.....	15
图 21: 公司遮阳板业务后续发展展望.....	16
图 22: 岱美本部与 Motus 在客户上有非常强的协同效应.....	17
图 23: 公司历年头枕销量.....	20
图 24: 公司历年头枕业务收入.....	20
图 25: 公司头枕产品历年 ASP.....	20
图 26: 公司头枕业务毛利率变化情况.....	20
图 27: 公司头枕全球份额变化.....	21
图 28: 遮阳板生产工艺流程.....	22
图 29: 头枕生产工艺流程.....	22
图 30: 汽车顶棚“湿法”工艺流程.....	25
图 31: 公司收入拆分及预测.....	27
图 32: 可比公司估值表（数据截至 2022/08/04）.....	27
表 1: 公司主要产品情况.....	5
表 2: 全球乘用车遮阳板市场空间测算.....	10
表 3: 公司各产品构造标准化情况.....	14
表 4: 公司与可比公司的成本结构对比.....	15
表 5: 全球乘用车头枕市场空间测算.....	18
表 6: 全球乘用车头枕相关企业梳理.....	19
表 7: 岱美和继峰的头枕业务对比.....	23
表 8: 公司头枕业务中期发展展望.....	23

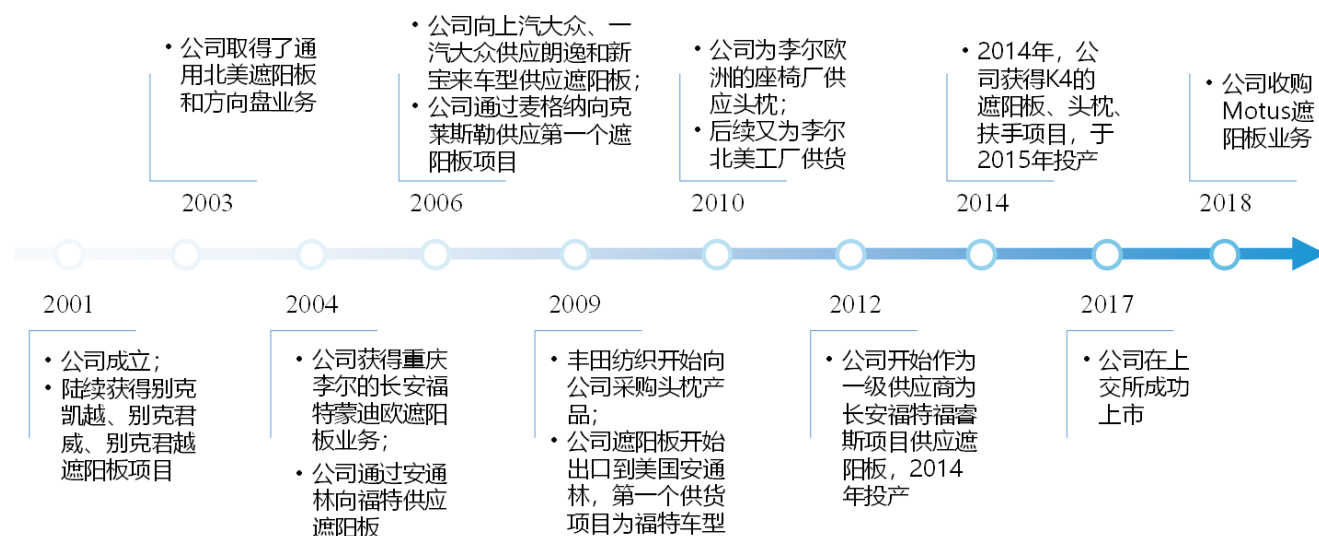
表 9：全球乘用车顶棚市场空间测算.....24

1. 岱美股份——内饰件细分赛道全球龙头

公司主营业务为乘用车内饰件业务。公司主要从事乘用车内饰件的研发、生产和销售，是集设计、开发、生产、销售和服务为一体的专业汽车零部件制造商。

公司已经成功实现与下游主机厂的同步技术开发，实现了配套产品的标准化和售后服务的一体化，经过 20 余年的发展已经成为了内饰件细分赛道（遮阳板）的全球龙头企业。

图1：岱美股份发展历程



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司主要产品为乘用车顶棚系统和座椅系统的内饰件。公司主要产品包括遮阳板、头枕、顶棚、顶棚中央控制器和扶手等汽车内饰件产品。

表 1：公司主要产品情况

产品	产品图示	产品功能
遮阳板		调整阳光对眼睛的照射度，避免阳光干扰驾驶判断从而减少交通事故发生，同时也能避免阳光直射汽车内部，具有较好的降温作用，并对仪表盘、真皮座椅起到保护作用
头枕		主要起到辅助保持乘客舒适性和安全性的作用。当车辆碰撞所产生的外部冲击力对脆弱的颈部造成挤压时，头枕可大大减少和降低由此对颈部造成的伤害，有助于保护乘客的颈部安全

顶棚



车顶内衬是覆盖车辆天花板的材料。顶篷提供隔热和隔音效果，还可以隐藏车辆金属骨架、电器元件、天线和其他配件的电线和硬件

顶棚中央控制器



除具备阅读照明等基本功能以外，根据车型和配置不同，还可选择性附加天窗遥控启动、接听免提电话、车库门遥控启动、防盗报警等功能

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

公司已与全球主要整车厂建立了产品开发和配套供应关系。公司的主要配套客户包括通用、福特、克莱斯勒、大众、丰田、本田、日产、奔驰、宝马等海外主流整车厂商，一汽、东风、长城等自主车企，以及蔚来、理想、小鹏、Rivian 等造车新势力客户。

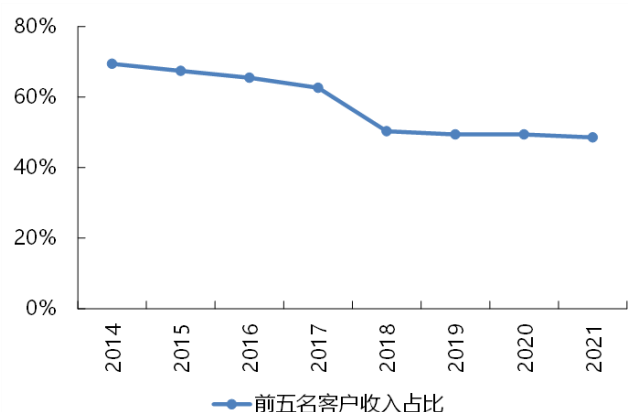
公司近年来客户集中度持续下降。2021 年公司前五大客户的收入占比在 48.51% 左右，主要是由于下游整车厂行业的集中度较高所致。如果从纵向变化趋势来看，公司的客户集中在持续下降，从 2014 年的 69.40% 持续下降至 2021 年的 48.51%。

图2：公司下游客户情况



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

图3：公司前五大客户收入占比



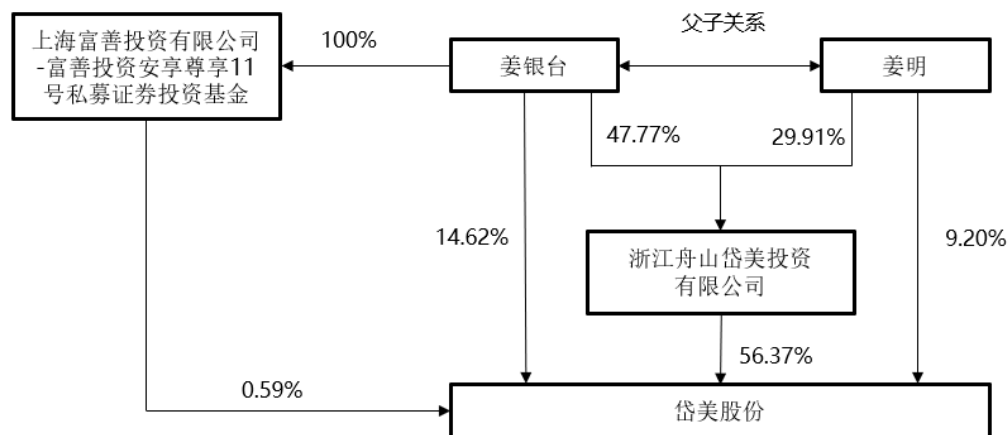
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权结构集中，实控人为姜银台和姜明父子。截至 2022 年 7 月，公司董事长姜银台先生直接和间接持有公司 42.14% 的股权，公司副董事长姜明先生直接和间接持有公司 26.06% 的股权，姜银台和姜明父子二人合计持有公司 68.20% 的股权，为公司的实际控制人。

管理层持股绑定利益，分享公司发展成果。公司管理层中副总裁叶春雷、财务总监肖传龙、监事会主席邱财波、监事陆备军等均持有公司股权，有利于绑定核心团队，共

享公司发展成果。

图4：公司股权结构（截至 2022 年 7 月）



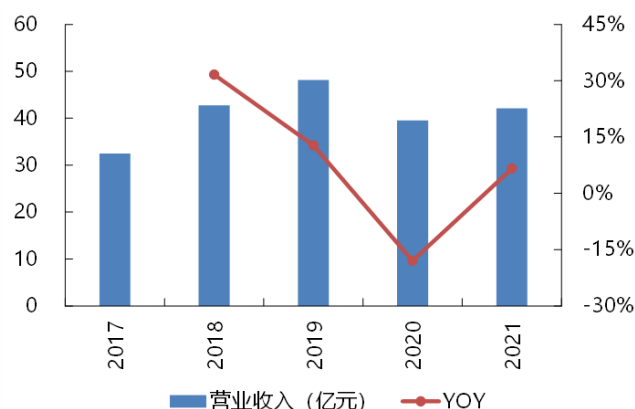
数据来源：公司公告，天眼查，东吴证券研究所

1.1. 营业收入整体稳定，遮阳板为公司主要收入来源

公司营业收入近年来保持整体稳定。公司近 4 年的营业收入整体保持在 40 亿元的规模，其中：2018 年公司收购 Motus 遮阳板业务并实现并表叠加相关新品订单落地，营业收入同比增长 31.61%；2020 年疫情爆发导致全球汽车行业减产叠加美元贬值导致折算人民币收入减少，致使公司 2020 年营收同比下降 18%；2021 年全球车市从疫情中恢复，但由于缺芯导致全球汽车行业减产，公司 2021 年营收同比实现微幅增长。

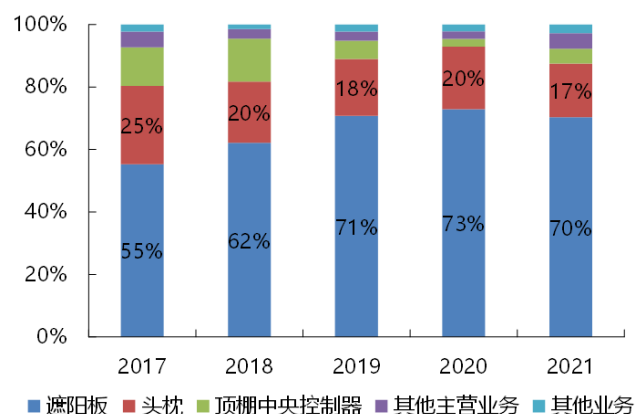
分业务来看：遮阳板业务收入是公司各业务收入中占比最大的，2021 年公司遮阳板业务收入在总收入中的占比为 70%；头枕业务是公司第二大业务，2021 年头枕业务的收入占比为 17%；顶棚中央控制器业务近年来出现萎缩，收入占比也从 2017 年的 12%下滑至 2021 年的 5%。

图5：公司营业收入及 YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：公司分业务营业收入

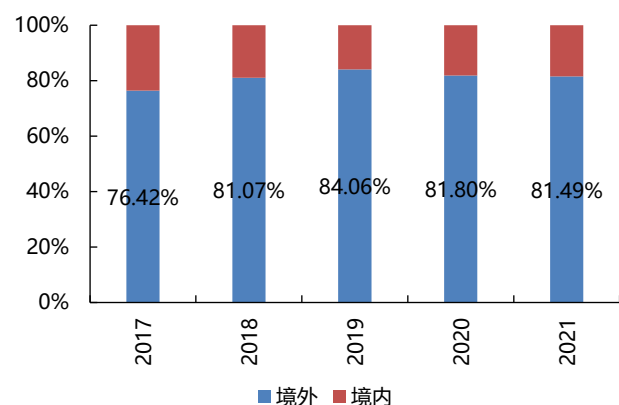


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

收入端：海外市场是公司业务的主要开展方向，海外收入在公司总收入中的占比一直较高，在 80%上下的水平。其中，2018 年公司并表 Motus 遮阳板业务，海外业务比重进一步提升，从 2017 年的 76%提升至 2018 年的 81%；此后公司的海外收入比重一直稳定在 81%-82%上下的水平。

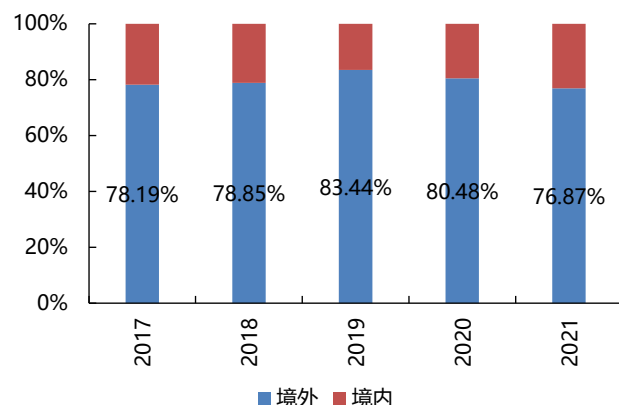
毛利端：并表 Motus 遮阳板业务前，公司境外业务毛利率高于境内，因此海外毛利占比高于海外收入占比；收购 Motus 遮阳板业务后，由于 Motus 毛利率较低，因此拉低了公司海外市场整毛利率水平，2021 年公司海外毛利占比为 77%，低于海外收入占比。

图7：公司分地区营业收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：公司分地区毛利占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 近年公司归母净利润和盈利能力短期承压

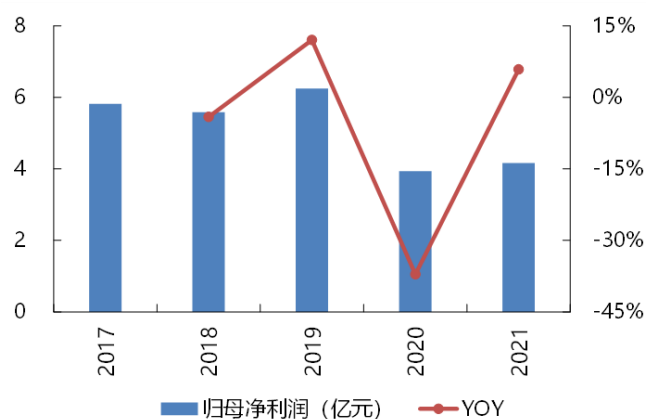
2020-2021 年公司归母净利润暂时承压。归母净利润方面，公司 2017-2019 年归母

净利润规模保持整体稳定，2020 年公司归母净利润出现较大幅度下滑，主要受商誉减值和支付供应商货款遭受损失的影响；2021 年由于海运费用上涨、原材料价格上涨、人工成本上涨叠加计提资产减值损失，公司 2021 年归母净利润同比 2020 年基本持平。

公司毛利率水平短期调整。2018 年公司毛利率相比上年同期下降了 8.33 个百分点，主要系收购的 Motus 遮阳板资产的毛利率低于公司本部，此外 2018 年公司顶棚中控业务收入占比提升但毛利率水平低于遮阳板业务，也拉低了公司整体毛利率水平。2020 年公司毛利率相比 2019 年下滑 4.63 个百分点，主要系会计准则调整，若还原会计准则影响公司 2020 年毛利率同比微降 0.63 个百分点。

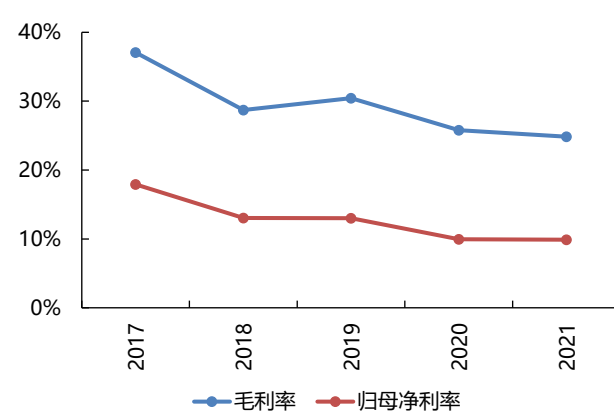
归母净利率变化趋势与毛利率整体相同。2018 年公司归母净利率下降 4.87 个百分点，降幅小于毛利率，主要系 2018 年产生汇兑收益以及所得税减少所致。2020 年公司归母净利率大幅下降主要系资产减值损失所致。

图9：公司归母净利润及 YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：公司毛利率和归母净利率情况

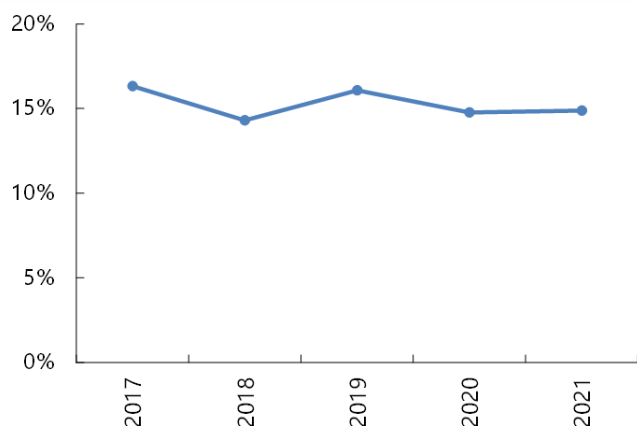


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司期间费用率整体保持稳定。公司近年来期间费用率整体保持稳定，其中 2020 年公司费用率下降 1.31 个百分点，主要是由于会计准则变化，部分销售费用重新划为营业成本导致销售费用率大幅下降，同时财务费用率同比增加 2.02 个百分点。

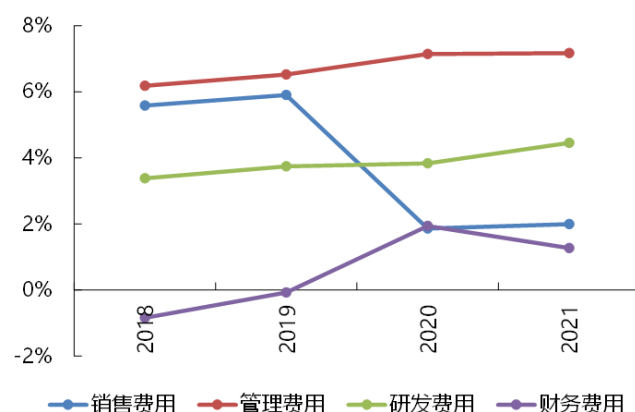
分项来看：公司管理费用率整体稳定略有增长，其中 2019 年管理费用率上升主要系并表 Motus 导致工资薪酬等费用增加。销售费用率整体也较为平稳，2020-2021 年下降主要系会计准则调整。研发费用率保持小幅稳定增长，2021 年研发费用为 4.45%，同比提升 0.62 个百分点。公司财务费用率则波动较大，主要系公司海外收入比重较大，汇率变动带来的汇兑损益影响公司财务费用。

图11：公司期间费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：公司各项费用率变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 遮阳板业务稳中有增，重点看 Motus 整合增效

2.1. 遮阳板全球市场空间稳定，主要玩家包括岱美、安通林和日系厂商

我们对全球乘用车遮阳板市场空间进行了测算，结果如下。

关键假设：1、全球乘用车产量到2025年维持稳定的低速增长，假设产量增速为3%；
2、根据公司2021年年报测算得到遮阳板平均单价为65元，并假设随着汽车消费升级，全球遮阳板平均单价以2%的增速增长；3、一辆车按两块遮阳板进行配备。

测算结果：1、2021年全球乘用车遮阳板的市场空间在74亿元左右；2、全球乘用车遮阳板市场规模增速较低，主要系全球乘用车产销量的增长较为缓慢，预计后续全球乘用车遮阳板市场规模在车市稳定的前提下将以5%左右的增速维持低速稳定增长。

表2：全球乘用车遮阳板市场空间测算

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
全球乘用车产量（万辆）	5705.43	5876.59	6052.89	6234.48	6421.51
yoy		3%	3%	3%	3%
遮阳板单价（元/件）	65	66.3	67.63	68.98	70.36
yoy		2%	2%	2%	2%
遮阳板需求量（万件）	11410.86	11753.18	12105.78	12468.95	12843.02
全球遮阳板市场空间（亿元）	74.17	77.92	81.87	86.01	90.36
yoy		5.06%	5.06%	5.06%	5.06%

数据来源：国际汽车制造商协会，公司公告，东吴证券研究所

全球遮阳板市场格局：从全球范围内来看，汽车遮阳板的主要供应商包括岱美股份、

Motus、安通林、日系体系内的供应商（如 Kyowa Sangyo Corp, 即共和产业株式会社）以及大量规模较小的各地本土供应商。

岱美：岱美是全球市场份额最大的汽车遮阳板供应商，在收购 Motus 遮阳板业务之前，2017 全球市占率约为 22%，主要配套客户以美系的通用、克莱斯勒、福特和德系大众为主。2018 年公司收购 Motus 遮阳板业务，全球市占率进一步提升至 37%。

Motus：Motus 是一家面向全球汽车市场的内饰件供应商，主要产品包括汽车顶棚系统、扶手及装饰件等内饰产品，在北美、欧洲和亚洲均设有工厂。2017 年 Motus 遮阳板业务占到全球 15%左右的份额，主要配套德系高端客户奔驰、宝马，德系的大众以及北美日系如丰田、本田等，Motus 遮阳板业务 2018 年被岱美收购。

安通林：安通林是一家全球性的汽车内饰企业，产品包括车顶系统和软内饰、车门系统和硬内饰、照明系统、座舱系统和内饰，安通林在车顶内饰领域排名世界第一。安通林遮阳板业务 2021 年全球市占率约在 10%左右，其遮阳板业务主要的优势市场在欧洲，2021 年在欧洲市场的份额约在 34%左右，位居欧洲市场第一。

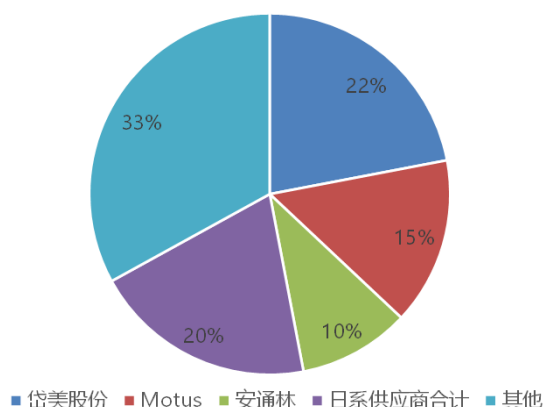
日系供应商：日系的汽车遮阳板供应商主要包括 Kyowa Sangyo（共和产业株式会社）、河西工业株式会社、Shigeru 以及 Delta Kogyo，其中共和产业株式会社、河西工业和 Shigeru 的市场份额较大。

共和产业株式会社（丰田持股）主要配套车企包括丰田、大发等，其遮阳板业务 2021 年在日本市场的市占率高达 67%。

河西工业主营产品包括车厢内饰件、行李箱内饰件以及隔音部件等，配套客户主要包括日产、本田、丰田和马自达等，其遮阳板业务 2021 年在日本市场的市占率约为 10%。

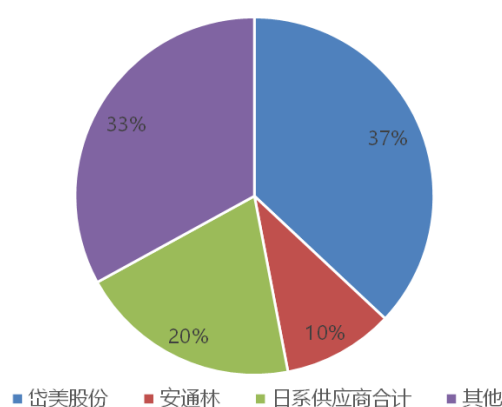
Shigeru 主营业务包括仪表板、车内饰板、遮阳板等，主要配套客户包括五十铃、斯巴鲁、大发和丰田等，其遮阳板业务 2021 年在日本市场的市占率约为 8%。

图13：2017 年全球乘用车遮阳板市场格局



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图14：公司收购 Motus 后全球乘用车遮阳板市场格局



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

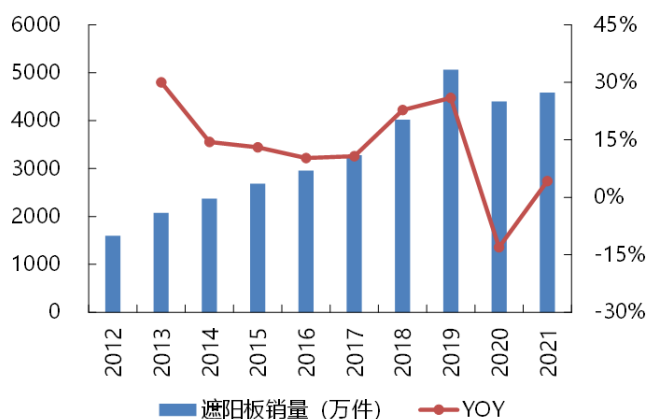
2.2. 公司为全球遮阳板市场龙头，绝对的竞争力来自于对成本的极致把控

2.2.1. 公司是全球遮阳板赛道龙头企业

销量端：公司遮阳板销量整体保持持续增长，从 2012 年的 1596 万件持续增长至 2021 年的 4588 万件，九年的复合增长率为 12.4%。其中公司 2020 年遮阳板销量出现下滑主要系疫情影响全球车市销量所致。

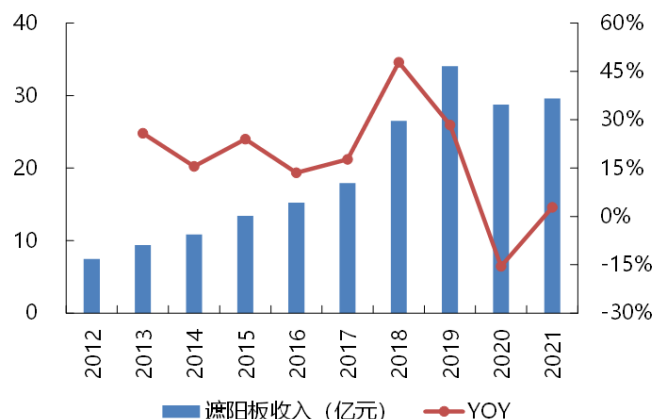
收入端：公司遮阳板销售收入的变化趋势与销量基本相同，公司遮阳板销售收入从 2012 年的 7.45 亿元提升至 2021 年的 29.59 亿元，九年复合增长率为 16.56%。

图15：公司历年遮阳板销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16：公司历年遮阳板业务收入

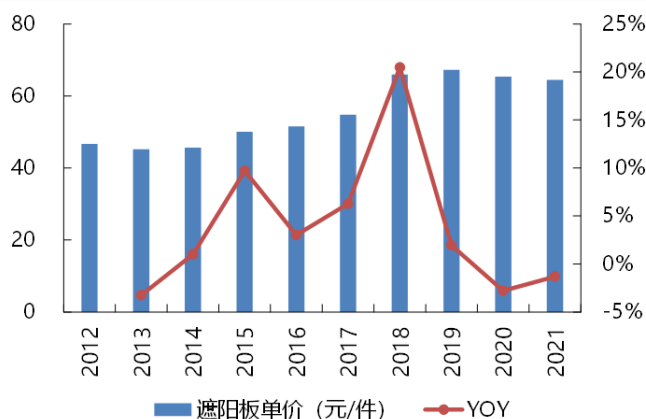


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

遮阳板 ASP：公司遮阳板 ASP 稳定提升，从 2012 年的 46.7 元/件提升至 2017 年的 54.8 元/件；2018 年公司收购 Motus 遮阳板业务，Motus 遮阳板客户包括高端品牌奔驰、宝马等，产品单价较高，因此并表 Motus 后公司遮阳板 ASP 在 2018 年大幅提升至 66.0 元/件，目前公司遮阳板单价稳定在 65 元/件的水平。

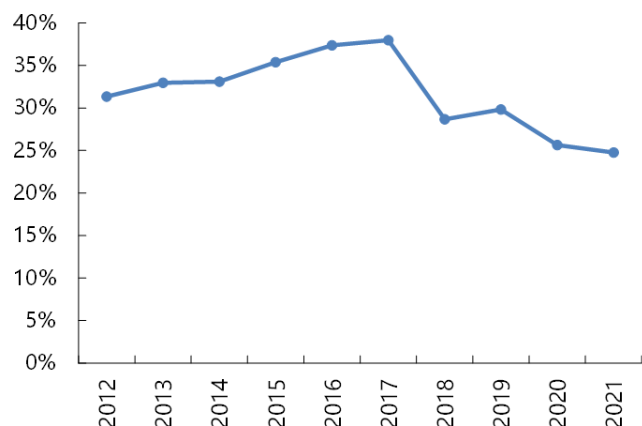
遮阳板业务毛利率：公司遮阳板毛利率从 2012 至 2017 年处于持续提升的阶段，从 2012 年的 31.34% 提升至 2017 年的 37.98%；2018 年公司并表 Motus 遮阳板业务，由于 Motus 遮阳板业务的毛利率较低，因此 2018-2019 年公司遮阳板毛利率水平降至 30% 左右；2020-2021 年由于会计准则调整，公司遮阳板毛利率水平降至 25% 左右。

图17：公司遮阳板产品历年 ASP



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：公司遮阳板业务毛利率变化情况

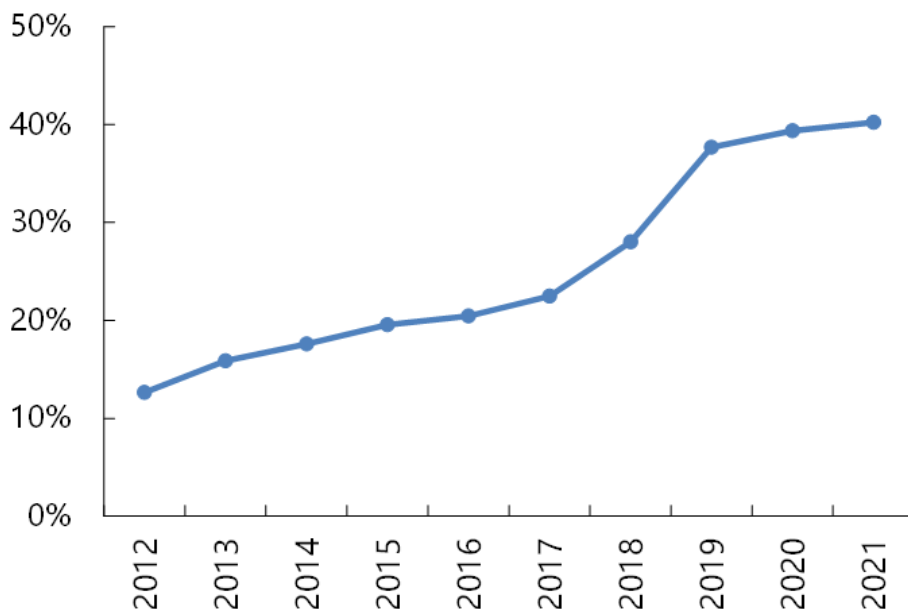


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司遮阳板配套客户非常广泛。公司遮阳板配套的客户主要包括美系的通用、福特和克莱斯勒，德系的大众、奔驰和宝马，以及北美市场的丰田、本田。

公司遮阳板全球市占率已经处于领先地位。纵向来看，公司遮阳板市占率从 2012 年以来持续提升，其中 2018-2019 年由于收购 Motus 遮阳板业务，公司遮阳板业务在全球市场中的份额大幅提升至 40%左右的水平，大幅领先行业其他竞争对手。

图19：公司遮阳板全球份额变化



数据来源：公司公告，国际汽车制造商协会，东吴证券研究所

2.2.2. 公司遮阳板业务的核心壁垒——对成本的极致把控

在遮阳板业务领域，公司通过构造**标准化的产品管理体系**叠加**极高的产品自制比例**，对遮阳板产品的成本形成了极致的把控。

标准化的产品管理体系实现了产品设计、产品制造和产品维护的可重复、高效率 and 低成本。公司构造的标准化产品管理体系包含了三个方面，分别为：产品构造标准化、材料标准化以及辅助工具标准化。

产品构造标准化：主要来自于各项目开发周期结束时的过程性总结与持续性改进，并根据产品类型、功能、构造等不同属性进行分类，所有的成果性文件交由公司自主开发的标准件、通用件三维数模管理软件统一管理。

材料标准化：公司从已有的研发成果出发，根据部件类型、材料性能、加工成本的不同对可供选择的材料实施分类管理，从而实现了生产材料的标准化。

辅助工具标准化：通过对辅助工具的设计方案、配合模架和底板尺寸等实施标准化，公司大大简化了辅助工具的重复设计，并借助计算机辅助制造工具实现了辅助工具加工的机械化、自动化。

表 3：公司各产品构造标准化情况

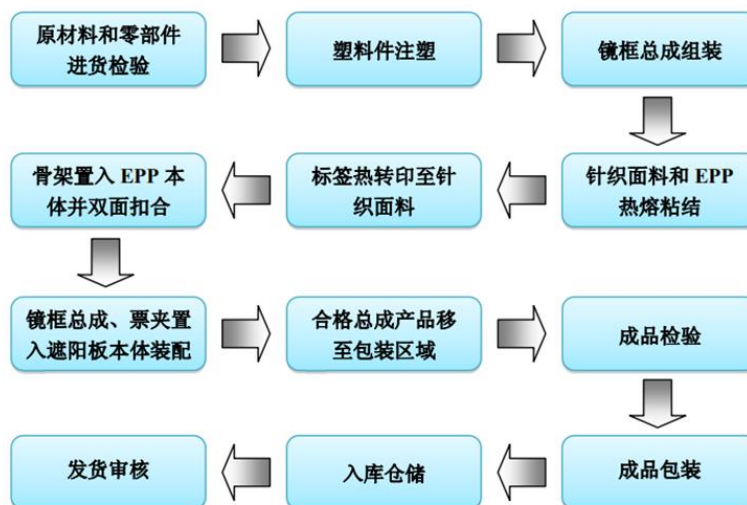
产品	数量	主要标准化模块
遮阳板	112 项	化妆镜总成、线束总成、灯开关控制总成、卡簧结构总成、微型开关、印刷电路板及 LED 集成线路板、化妆镜盖弹簧、骨架加强结构
头枕	26 项	杆槽口结构、按钮锁止控制结构、导套总成、按钮控制头枕折叠、拉线控制头枕折叠、四向头枕内核结构、电动头枕控制结构、两向头枕内核结构、吹塑芯子内核结构
顶棚中央控制器	17 项	线束总成、镜架开关控制总成、顶棚嵌置结构、电路功能模块、电路检测的测试模块、老化、程序烧录

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

零部件自制率的提升使公司具备很强的成本把控能力。公司遮阳板中除面料、镜子等零件是公司对外采购以外，遮阳板的**冲压件、注塑件、电镀、发泡**以及相应的**模具**等均为公司自制，公司通过对生产工序的垂直整合，降低外购件比例，进一步提升对产品正本的把控。

横向对比来看，公司直接原材料成本在总成本中的占比相较可比公司更低。由于公司遮阳板产品中的零部件自制比例较高，因此公司成本结构中直接原材料成本的占比将会更低，我们选择了汽车内饰件业务的可比公司对比了公司与可比公司的成本结构和毛利率，整体上可以发现更高的零部件自制率使得公司能更好地控制产品成本。

图20：公司遮阳板生产工序流程



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

表 4：公司与可比公司的成本结构对比

公司及可比公司	产品	直接原材料成本占比	毛利率
岱美股份	遮阳板	62.77%	37.35%
继峰股份	头枕	73.42%	15.17%
常熟汽饰	汽车饰件	72.70%	22.51%
宁波华翔	内饰件	68.60%	21.25%

注：岱美数据为 2016 年，其余可比公司数据为 2021 年。

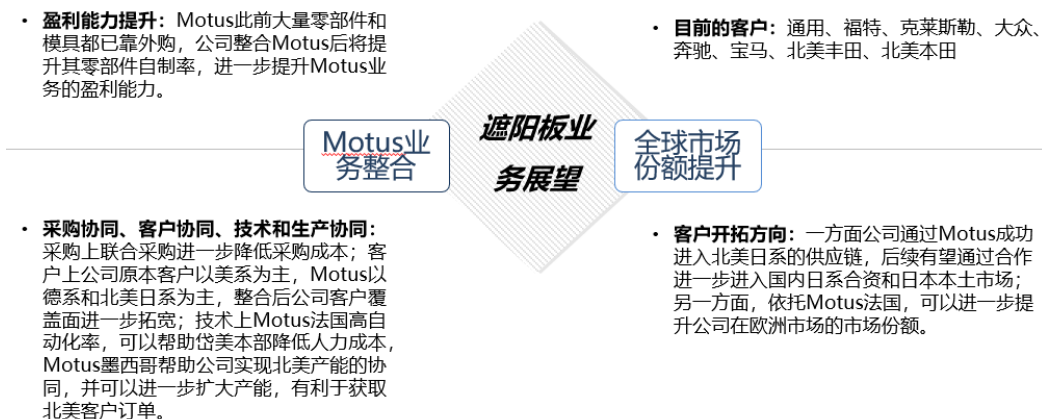
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

2.3. 遮阳板业务展望：Motus 整合+份额提升

整合 Motus：一方面将 Motus 原先大量的外购件和模具等逐步转为自制，高自制化率提升盈利能力；另一方面通过岱美和 Motus 在采购、客户、技术和生产方面的协同，进一步将双方业务整合。

全球份额提升：公司通过收购 Motus 进一步提升了在大众体系内的供应份额，并进入了奔驰、宝马等高端品牌的供应链，此外还完成了对北美日系的渗透，后续公司将进一步开拓欧洲、国内日系合资以及日本本土市场的配套，我们判断公司遮阳板全球市占率极限有望达到 **50%-55%**。

图21：公司遮阳板业务后续发展展望



数据来源：东吴证券研究所

2.3.1. Motus 整合（一）：自制率提升以提高盈利能力

Motus 有望通过外购件转移自制提升盈利能力。Motus 共拥有法国和墨西哥两个工厂，营业收入均在 1 亿美金的水平，此前由于存在大量的外购件，导致两个工厂的净利率水平均在 5% 左右的水平。通过我们的测算，公司可通过将外购件转为自制来提升 Motus 法国以及 Motus 墨西哥两个工厂的净利率水平，其中 Motus 法国净利率水平有望提升至 8.8%，Motus 墨西哥净利率水平则有望提升至 10% 以上。

2.3.2. Motus 整合（二）：采购、技术、客户及生产协同，全球份额进一步提升

采购协同：岱美本部和 Motus 原有采购渠道存在重合部分，通过对两者采购渠道的整合，能进一步降低采购成本。

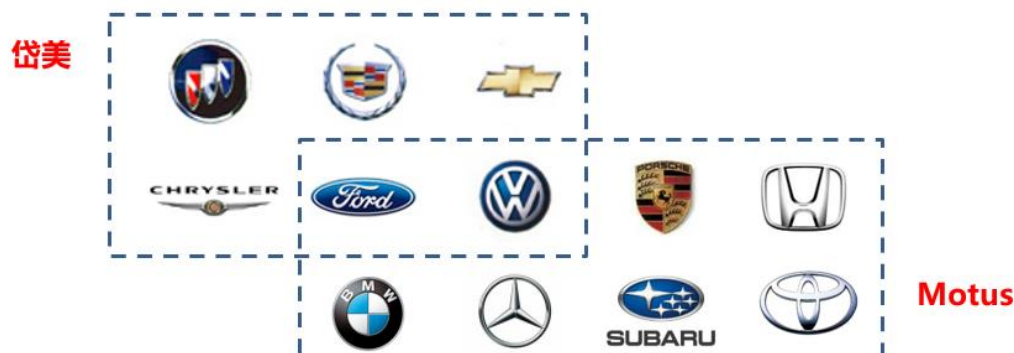
技术协同：Motus 法国的核心工艺自动化程度以及部分工艺的先进性要领先于岱美本部，通过学习吸收 Motus 的先进生产工艺和技术，提升原有产线的生产自动化率和工艺水平，可以有效降低岱美本部的人工成本。

客户协同：岱美此前客户以美系的通用、福特、克莱斯勒以及德系大众为主，而 Motus 客户以德系大众、保时捷、奔驰、宝马、北美丰田、本田、斯巴鲁为主，两者在客户上仅有欧洲市场的大众和北美市场福特存在重合，因此整合 Motus 能让公司快速切入北美日系、德系高端客户；此外也能让公司此前与 Motus 重叠部分客户的订单的盈利能力得到改善。

生产协同：Motus 在墨西哥和法国拥有工厂，其中墨西哥工厂一方面在此前中美贸易战时期能帮助公司产能转移到北美，另一方面对公司获得北美订单有重要帮助；法国

工厂则有利于公司后续继续开拓欧洲市场。

图22：岱美本部与 Motus 在客户上有非常强的协同效应



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司遮阳板业务全球市占率有望进一步提升。公司当前对日系配套仅在北美市场，公司有望通过 Motus 与日系的业务关系进一步拓展国内日系合资以及日本本土市场的配套，叠加其他客户的拓展，届时公司遮阳板全球市占率的顶峰有望达到 50%。

3. 发力头枕+顶棚赛道，品类扩张打开成长空间

3.1. 头枕市场空间较遮阳板更大，行业的参与者众多

我们对全球乘用车头枕市场空间进行了测算，结果如下。

关键假设：1、全球乘用车产量到 2025 年维持稳定的低速增长，假设产量增速为 3%；
2、根据公司公告测算得到公司 2021 年头枕平均单价为 70 元，并假设随着汽车消费升级，全球头枕平均单价以 2% 的增速增长；3、一辆车按 4.5 个头枕进行配备。

测算结果：1、2021 年全球乘用车头枕的市场空间在 180 亿元左右，市场规模是遮阳板的约 2.4 倍，主要系头枕单车价值更高；2、与遮阳板相同，全球乘用车头枕市场规模增速较低，主要系全球乘用车产销量的增长较为缓慢，此外头枕目前在产品迭代升级上也较慢，单车价值量的提升幅度有限，预计后续全球乘用车头枕市场规模在车市稳定的前提下将以 5% 左右的增速维持低速稳定增长。

表 5：全球乘用车头枕市场空间测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球乘用车产量（万辆）	5705.43	5876.59	6052.89	6234.48	6421.51
yoy		3%	3%	3%	3%
头枕单价（元/件）	70	71.4	72.83	74.28	75.77
yoy		2%	2%	2%	2%
头枕需求量（万件）	25674.43	26444.67	27238.01	28055.15	28896.8
全球头枕市场空间（亿元）	179.72	188.81	198.37	208.41	218.95
yoy		5.06%	5.06%	5.06%	5.06%

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

乘用车头枕属于乘用车座椅附件，近年来由于整车持续降本的需求，主机厂会选择将价值量大的零部件进行分拆发点采购。对于座椅系统来说，通用、福特、大众等主机厂通常会将头枕和扶手等附件直接向二级供应商单独发包，并由二级供应商向一级供应商供货，组装成完整座椅后向主机厂供应。因此，在这种大背景下，全球乘用车头枕市场的竞争参与者既有座椅企业也有独立的第三方头枕企业。整体来看，乘用车座椅头枕市场的企业较多，市场格局较为分散，**乘用车头枕厂商主要包括：**

延锋国际座椅系统有限公司：延锋国际座椅主营业务为乘用车座椅，同时自制座椅头枕，其主要配套客户包括上汽乘用车、上汽大众、上汽通用、威马汽车、小鹏汽车和特斯拉等。

继峰股份：继峰股份成立于 1996 年，继峰本部的主要产品包括乘用车座椅头枕和扶手。公司头枕主要配套客户包括一汽大众、一汽丰田、上汽通用五菱、华晨宝马和吉利等。继峰于 2019 年收购德国百年汽车内饰巨头格拉默，进一步实现了全球化布局。

格拉默（已被继峰收购）：格拉默为德国百年汽车零部件企业，主要业务包括乘用车内饰件（头枕、中控、扶手等内饰件）和商用车座椅（卡车、非公路车、客车和铁路车辆等的座椅）。公司头枕业务主要配套客户包括奔驰、宝马、大众、保时捷、一汽大众等。

岱美股份：公司主营业务为乘用车内饰件，主要产品包括遮阳板、头枕、顶棚和顶棚中控等。公司头枕业务主要配套美系的通用和克莱斯勒。

传统的汽车座椅厂商，如弗吉亚和安道拓等。

日韩系头枕供应商。日韩系的乘用车座椅头枕供应商主要包括：1、现代工业（主要客户包括现代、起亚）；2、Kwang Myung Industry（主要客户包括现代、起亚）；3、TS TECH（本田持股，主要为本田开发和生产座椅及相关附件）；4、泰极爱思（日系座椅厂商，丰田持股，主要客户包括丰田、本田、日产等）；5、日本发条（日系零部件企业，

主要产品包括悬架弹簧、汽车座椅、精密零部件和工业设备等；其中汽车座椅业务包括整椅和相关附件，主要客户包括日产、三菱、斯巴鲁和铃木等）。

表 6：全球乘用车头枕相关企业梳理

厂商	背景	业务和产品	头枕配套客户	头枕业务规模
岱美股份	第三方座椅头枕厂商	遮阳板、头枕、顶棚等	通用、克莱斯勒	21 年销量 1025 万件
继峰股份(本部)	第三方座椅头枕厂商	头枕、扶手、乘用车座椅	一汽大众、一汽丰田、华晨宝马、东风日产等	18 年销量 2620 万件
格拉默	第三方座椅头枕厂商	头枕、扶手、中控、商用车座椅	大众、戴姆勒、宝马、菲亚特克莱斯勒、通用	18 年 38.6 亿元收入
延锋国际座椅	乘用车座椅厂商	座椅总成、头枕等	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉、小鹏等	/
弗吉亚	乘用车座椅厂商	座椅、内饰、尾气处理部件、电子产品	戴姆勒、大众、理想、标致、福特	/
安道拓	乘用车座椅厂商	座椅、座椅附件	大众、通用、福特、特斯拉、戴姆勒等众多客户	/
现代工业	日韩系零部件企业	座椅坐垫、头枕、扶手等	现代、起亚等	/
KwangMyung Industry	日韩系零部件企业	头枕等座椅配件	现代、起亚等	/
TS TECH	本田持股	汽车座椅、门饰等	本田、广汽本田、东风本田	/
泰极爱思	乘用车座椅企业	座椅	本田、三菱、日产、丰田	/
日本发条	日韩系零部件企业	悬架弹簧、座椅、工业设备等	日产、三菱、斯巴鲁和铃木等	/

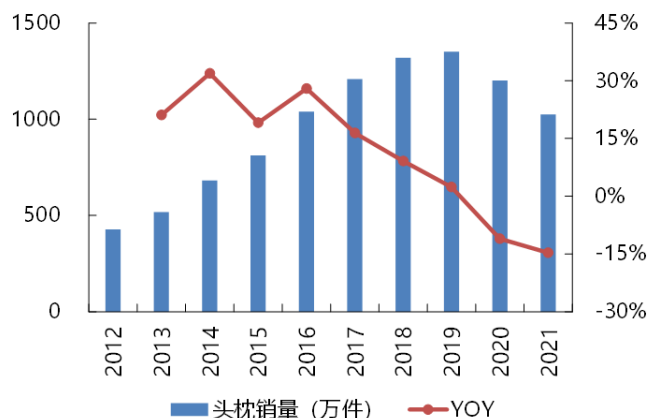
数据来源：公司公告，Marklines，公司官网，东吴证券研究所

3.2. 公司头枕整体增长，近两年受客户影响略有下滑

销量端：从销量上来看，公司头枕销量整体呈增长态势，从 2012 年的 427 万件提升至 2021 年的 1025 万件，复合增长率为 10% 左右。其中，2012 年至 2019 年公司头枕销量持续增长并在 2019 年达到最高，主要系公司对通用的渗透率持续提升所致；2020 年至 2021 年，公司头枕销量出现下滑，虽然同期公司头枕业务开发了新客户克莱斯勒，但主要系大客户通用近两年销量下滑所致。

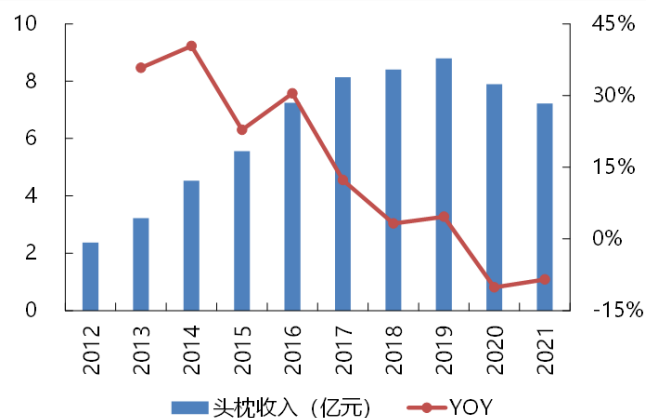
收入端：公司头枕收入的变化整体上与头枕销量的变化保持相同趋势，在 2012 年至 2019 年保持稳定增长，2020-2021 年由于头枕主要客户销量下滑的拖累，公司头枕业务收入在近两年出现下滑。

图23：公司历年头枕销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：公司历年头枕业务收入

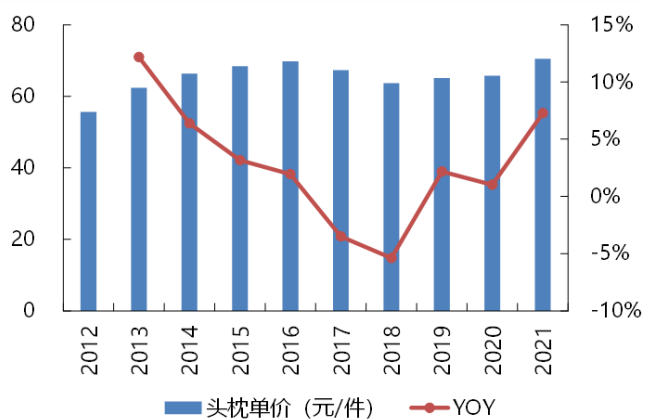


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

头枕 ASP：公司头枕产品的平均价格整体保持稳定的水平，在 65 元上下波动。影响公司头枕产品 ASP 的因素主要有两个，一方面是产品结构的变化，另一方面是美元汇率的变化，其中 2018 年由于美元贬值的影响，公司头枕业务主要面向通用，美元计价比例较高，因此美元贬值导致公司美元折算成人民币的收入下降，进而是公司头枕产品 ASP 出现降低。

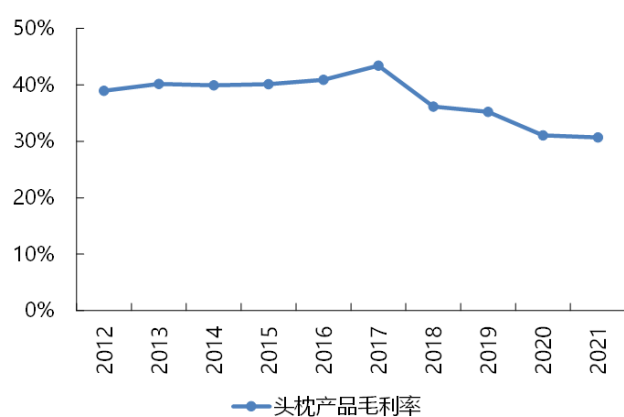
头枕毛利率：公司头枕毛利率在 2012-2017 年均保持相对稳定的水平，40%左右；2018 年一方面美元贬值，另一方面原材料价格上涨共同导致头枕毛利率出现较大下滑；2020-2021 年头枕毛利率进一步下降至 30%左右，主要系会计准则调整和原材料价格波动的共同影响。

图25：公司头枕产品历年 ASP



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：公司头枕业务毛利率变化情况

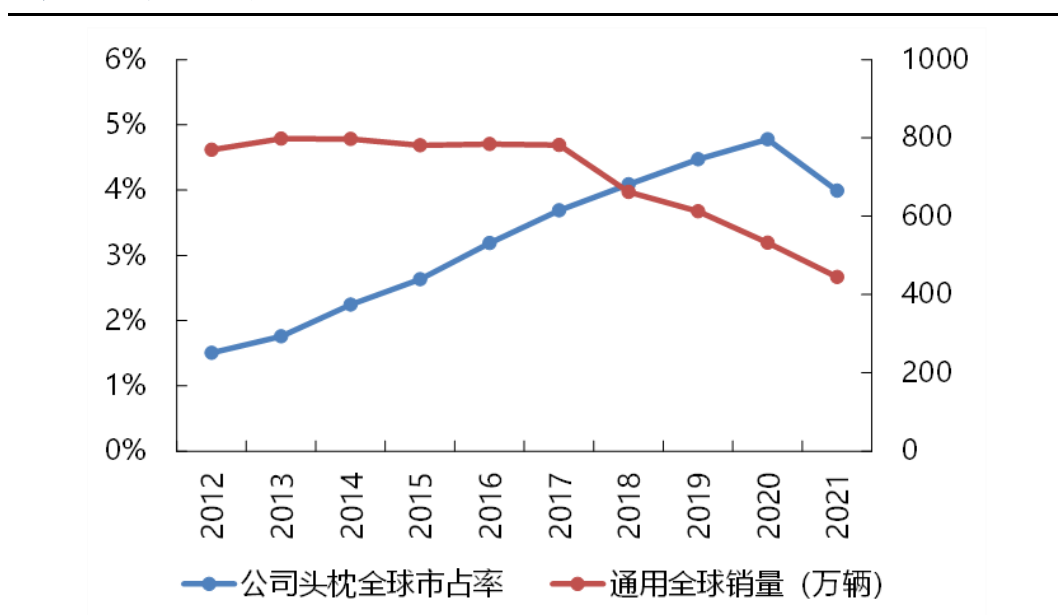


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司头枕业务主要配套通用集团，2020 年开始供应克莱斯勒，目前的客户结构仍然较为单一。依靠遮阳板业务建立的客户基础，公司头枕业务开始对通用实现配套，并且在 2012-2019 年在通用集团中的采购份额不断提升。公司于 2020 年开始为克莱斯勒供应头枕，根据在手订单预计在克莱斯勒的采购体系中的占比也将提升至 50%以上

从全球市占率来看，公司头枕市场份额还有广阔提升空间。纵向来看，公司头枕在全球市场份额保持稳定增长，主要系公司在通用体系中的渗透率不断提高并进一步开拓了克莱斯勒的头枕业务。2021 年公司头枕市占率出现下滑，预计主要系通用全球销量出现下滑，而克莱斯勒头枕业务仍未大规模放量所致。

图27：公司头枕全球份额变化



数据来源：公司公告，全球汽车制造商协会，Marklines，东吴证券研究所

3.3. 公司头枕业务有望复制遮阳板业务的成长路径

3.3.1. 头枕与遮阳板在工艺上有着高度的同源性

乘用车座椅头枕和乘用车遮阳板同属于内饰件赛道，在工艺流程上存在同源性。通过对比头枕和遮阳板的工艺流程，可以发现两者在核心工艺上存在同源性，主要包括：金属加工、电镀、注塑、发泡、组件装配等。

1、**金属加工**：将金属板材或管材加工成头枕支杆或遮阳板骨架；

2、**电镀**：将成型的支杆或骨架表面镀上一层合金和其他金属，起到防锈、耐磨等功能；

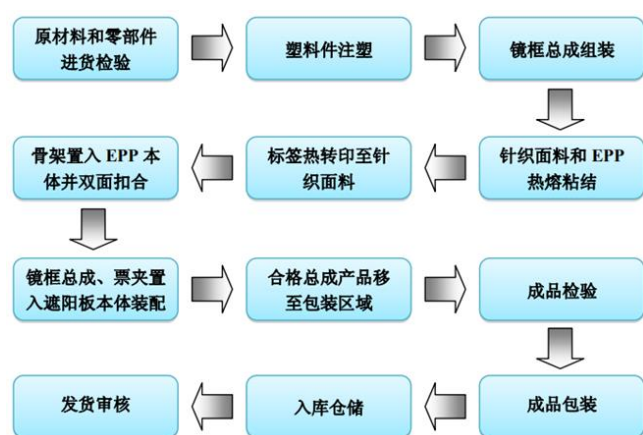
3、**注塑**：将购买的塑料粒子加工成塑料件；

4、**发泡**：将化工原料加工成泡沫，遮阳板为 EPP（发泡聚丙烯），头枕为 PU 发泡（聚氨酯）；

5、**组件装配**：通过装配将各原材料组装成头枕或遮阳板成品。

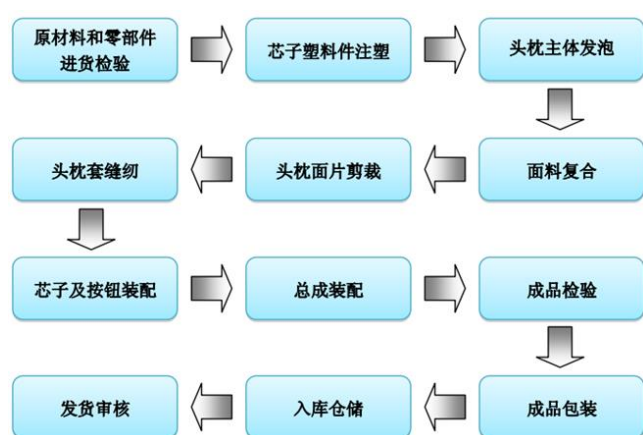
公司头枕业务与遮阳板业务在核心工艺上存在同源性，头枕业务有望复制遮阳板的发展路径，帮助公司走上品类扩张之路。

图28：遮阳板生产工艺流程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

图29：头枕生产工艺流程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

3.3.2. 头枕同样通过高自制率形成了对成本的极致把握

公司头枕产品同样拥有极高的自制率。以公司的四向头枕为例，产品由 13 个零件组成，其中除面套是由下游主机厂指定的采购（头枕面套材料需与座椅相同），其他的 12 个头枕零件如发泡、壳体、支杆和按钮等均为公司自制，由此可见公司头枕产品的自制率极高。

头枕成本结构对比，岱美 VS 继峰（岱美为 2016 年数据，继峰为 2018 年数据）：

岱美单个头枕的成本为 41.24 元/件，其中直接原材料成本为 25.38 元/件，人工和制造费用为 15.86 元/件，对应的直接原材料成本占比为 61.54%。

继峰单个头枕的成本为 24.96 元/件，其中直接原材料成本为 19.99 元/件，人工和制造费用为 4.97 元/件，对应的直接原材料成本占比为 80.08%。

岱美头枕的自制率更高，对应着更低的直接原材料成本占比。

表 7：岱美和继峰的头枕业务对比

	岱美股份	继峰股份
头枕销售收入（万元）	72521.85	99084.91
头枕销售成本（万元）	42852.44	65391.52
头枕销量（万件）	1039	2619.92
头枕单价（元/件）	69.8	37.82
头枕单个成本（元/件）	41.24	24.96
其中：直接原材料成本（元/件）	25.38	19.99
人工&制造费用（元/件）	15.86	4.97
头枕单个毛利（元/件）	28.56	12.86
头枕毛利率	40.91%	34.00%
直接原材料成本占比	61.54%	80.08%

注：由于数据可获得性的原因，岱美股份为 2016 年数据，继峰股份为 2018 年数据。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3.3. 头枕业务中期展望：收入规模有望实现 20 亿元+

公司头枕业务发展路线：公司头枕业务目前主要集中在北美市场，在通用体系配套时间较长，克莱斯勒配套数量正在放量，并且也已成功切入福特。由于头枕与遮阳板在工艺上存在同源性，且公司遮阳板产品在北美市场已经拥有非常好的客户基础，预计公司头枕业务也将在北美市场不断开拓，有望在北美三大客户福特、通用和克莱斯勒中取得较高的配套份额。

公司头枕业务收入规模中期展望：假设中期公司头枕业务在通用的配套份额进一步提升至 70%，在福特体系中的配套份额达到 50%（主要竞争对手为加拿大温莎机械），在克莱斯勒体系中的配套份额达到 60%（此前主要由加拿大温莎机械配套），则公司的头枕业务有望在中长期实现 20 亿元以上的收入规模。

表 8：公司头枕业务中期发展展望

客户	整车销量(万辆, 2021 年)	2021 年渗透率	中期预期渗透率
通用	444.91	约 50%	70%
福特	395.51	非常少	50%
克莱斯勒	240.08	较少, 还未放量	60%
头枕销量合计（万件）	/	1024.73	2940
头枕收入规模（亿元）	/	7.23	20.58

注：头枕单价按 70 元/件计算，单车头枕配备数量按 4.5 个计算。

数据来源：公司公告，Marklines，东吴证券研究所

3.4. 产品线向顶棚扩展，市场空间大幅提升

我们对全球乘用车顶棚市场空间进行了测算，结果如下。

关键假设：1、全球乘用车产量到 2025 年维持稳定的低速增长，假设产量增速为 3%；
2、假设 2021 年顶棚单车价值量约为 1000 元。

测算结果：全球乘用车顶棚市场 2022 年的市场空间约为 600 亿元，相比于公司此前主要产品遮阳板和头枕的市场空间有着大幅提升，主要系乘用车顶棚的单车价值量较高。从增速上来看，顶棚属于汽车内饰件赛道，同样行业增速较低，主要依靠公司顶棚业务后续的市场份额提升来实现收入的增长。

表 9：全球乘用车顶棚市场空间测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球乘用车产量（万辆）	5705.43	5876.59	6052.89	6234.48	6421.51
yoy		3%	3%	3%	3%
顶棚单价（元/件）	1000	1020	1040.4	1061.21	1082.43
yoy		2%	2%	2%	2%
顶棚需求量（万件）	5705.43	5876.59	6052.89	6234.48	6421.51
全球乘用车顶棚市场空间（亿元）	570.54	599.41	629.74	661.61	695.09
yoy		5.06%	5.06%	5.06%	5.06%

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

3.4.1. 顶棚全球竞争格局：安通林为当前顶棚全球龙头

全球范围内主要的乘用车顶棚厂商有：安通林、宁波华翔、Howa、丰田纺织以及河西工业等。

安通林：安通林集团(Grupo Antolin)是汽车内饰件及系统的设计、开发、制造方面的领先供应商，主要业务包含车顶系统、车门系统、座舱系统以及照明和电子系统。安通林是目前全球车顶系统的龙头企业，其车顶内衬产品 2021 年销售收入 15.21 亿欧元，全球市占率约为 25%，也是岱美开拓北美顶棚业务最主要的竞争对手。

宁波华翔：公司产品应用于汽车内外系统、汽车底盘系统、汽车电器及空调配件、汽车发动机系统，主要产品包括装饰条，主副仪表板、内外饰件、车身金属件、后视镜系统、电子控制单元、线路束保护系统、新能源电池包组件等。公司顶棚业务主要配套宝马、大众、奥迪、丰田、红旗等客户，在青岛、佛山、成都、天津、公主岭等地建有顶棚工厂。

HOWA：HOWA 为日系零部件企业，主要产品包括顶棚、仪表板、遮阳板、饰条、车门饰条、行李箱饰条等，2020 年公司实现营业收入 623 亿日元。HOWA 的主要配套

客户包括丰田、大发、铃木、本田、三菱和日产等日系车企。

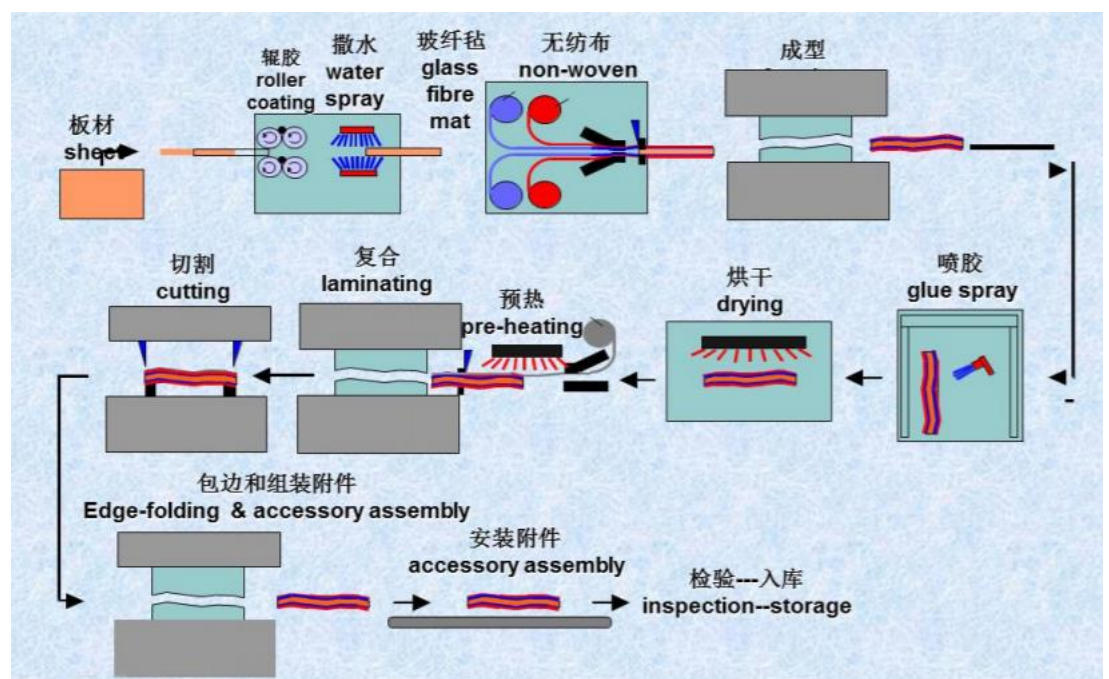
丰田纺织：丰田纺织是全球领先的汽车座椅及内饰系统供应商和滤清器制造商，也是丰田集团唯一一家纤维产品制造商。公司主要研发和制造汽车座椅及内饰零部件、滤清器和发动机周边零部件。

河西工业：同样为日系零部件企业，是一家汽车内饰件的综合制造商。全面进行门饰、包括车顶饰件在内的内饰系统零部件的规划、开发和生产。主要客户包括丰田、本田、日产、马自达、三菱、铃木等。

3.4.2. 重点布局顶棚赛道，将成为公司成长新方向

顶棚与遮阳板同属于乘用车车顶系统，在产品和技术上同样具备同源性。顶棚产品与公司遮阳板、头枕业务同属于内饰件业务，在原材料、核心工艺（发泡、注塑、组装等）、客户等方面都具有协同性。

图30：汽车顶棚“湿法”工艺流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司顶棚业务已经取得突破，将成为公司未来增长的重要方向。公司目前顶棚业务已经获得了海外某知名新能源整车企业等客户的订单。后续公司业务将从遮阳板向顶棚总成发展，大幅提升单车配套价值量，成为公司重要的成长新方向。

4. 盈利预测与投资评级

营业收入预测：

公司遮阳板产品凭借着强大的竞争优势有望实现全球份额的进一步提升，预计 2022-2024 年营业收入分别为 31.78 亿元、33.06 亿元和 34.40 亿元，同比分别增长 7.39%、4.04%和 4.04%；

头枕产品预计将持续提升对克莱斯勒的配套份额并切入福特的供应体系，2022-2024 年营业收入分别为 11.07 亿元、12.23 亿元和 13.81 亿元，同比分别增长 53.20%、10.41%和 12.95%；

顶棚产品后续有望持续获得客户订单，为公司贡献收入增量，预计 2022-2024 年营业收入分别为 2.00 亿元、13.47 亿元和 24.26 亿元，2023-2024 同比分别增长 573.31%和 80.12%。

综上，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 49.75 亿元、64.01 亿元和 78.10 亿元，同比分别增长 18.22%、28.66%和 22.01%。

毛利率预测：

随着公司对 Motus 整合持续推进以及遮阳板市场格局优化，预计公司遮阳板业务毛利率将逐步回升，2022-2024 年分别为 26.00%、27.00%和 28.00%；

头枕业务毛利率随着原材料价格回落以及规模增加，预计也将稳步提升，2022-2024 年分别为 31.00%、31.50%和 32.00%；

顶棚业务毛利率预计随着业务规模的快速增长，业务毛利率也将持续提升，2022-2024 年分别为 22.0%、23.00%和 24.00%。

综上，我们预计 2022-2024 年公司综合毛利率分别为 26.10%、26.24%和 26.73%。

图31：公司收入拆分及预测

		2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
遮阳板	销售收入 (百万元)	1793.61	2652.07	3404.71	2877.25	2959.12	3177.86	3306.24	3439.81
	YOY		47.86%	28.38%	-15.49%	2.85%	7.39%	4.04%	4.04%
	销售成本 (百万元)	1112.31	1891.35	2389.05	2139.76	2226.59	2351.61	2413.56	2476.67
	毛利率	37.98%	28.68%	29.83%	25.63%	24.75%	26.00%	27.00%	28.00%
头枕	销售收入 (百万元)	814.41	840.77	879.58	790.14	722.87	1107.43	1222.76	1381.12
	YOY		3.24%	4.62%	-10.17%	-8.51%	53.20%	10.41%	12.95%
	销售成本 (百万元)	461.08	536.76	569.77	544.89	501.08	764.13	837.59	939.16
	毛利率	43.38%	36.16%	35.22%	31.04%	30.68%	31.00%	31.50%	32.00%
顶棚	销售收入 (百万元)						200.00	1346.63	2425.53
	YOY							573.31%	80.12%
	销售成本 (百万元)						156.00	1036.90	1843.40
	毛利率						22.00%	23.00%	24.00%
顶棚中央控制器	销售收入 (百万元)	401.81	586.16	281.47	99.06	198.63	212.73	227.84	244.01
	YOY		45.88%	-51.98%	-64.81%	100.51%	7.10%	7.10%	7.10%
	销售成本 (百万元)	287.01	455.03	205.28	90.07	176.57	187.20	199.36	212.29
	毛利率	28.57%	22.37%	27.07%	9.08%	11.11%	12.00%	12.50%	13.00%
其他主营业务	销售收入 (百万元)	162.76	131.07	139.92	96.39	208.86	146.20	153.51	161.19
	YOY		-19.47%	6.75%	-31.11%	116.68%	-30.00%	5.00%	5.00%
	销售成本 (百万元)	129.30	106.63	104.79	83.91	169.69	118.42	124.34	130.56
	毛利率	20.56%	18.65%	25.11%	12.95%	18.75%	19.00%	19.00%	19.00%
其他业务	销售收入 (百万元)	74.38	63.31	112.20	87.27	119.24	131.16	144.28	158.71
	YOY		-14.88%	77.22%	-22.22%	36.63%	10.00%	10.00%	10.00%
	销售成本 (百万元)	54.19	56.36	83.01	72.50	89.87	99.68	109.65	120.62
	毛利率	27.14%	10.98%	26.02%	16.92%	24.63%	24.00%	24.00%	24.00%
合计	销售收入 (百万元)	3246.97	4273.38	4817.88	3950.11	4208.72	4975.38	6401.26	7810.37
	YOY		31.61%	12.74%	-18.01%	6.55%	18.22%	28.66%	22.01%
	销售成本 (百万元)	2043.89	3046.13	3351.90	2931.13	3163.80	3677.05	4721.40	5722.70
	毛利率	37.05%	28.72%	30.43%	25.80%	24.83%	26.10%	26.24%	26.73%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.34 亿、6.98 亿、8.89 亿，EPS 分别为 0.57 元、0.74 元、0.94 元，市盈率分别为 25.91 倍、19.81 倍、15.56 倍。我们从 A 股市场中选取与岱美同属汽车内饰件赛道的新泉股份、继峰股份和天成自控作为可比公司，可比公司 2023 年平均 PE 为 27.32 倍。考虑到岱美股份作为遮阳板行业全球龙头，并且正在积极开拓顶棚业务，单车价值量大幅提升，且已经获得优质客户定点，因此，我们对公司首次覆盖，给予“买入”评级。

图32：可比公司估值表（数据截至 2022/08/04）

公司简称	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
新泉股份	603179.SH	35.00	170.56	2.84	4.80	6.78	60.05	35.53	25.16
继峰股份	603997.SH	14.13	157.80	1.26	2.82	6.20	125.24	55.96	25.45
天成自控	603085.SH	11.61	46.10	0.28	0.57	1.47	164.65	80.88	31.36
平均值							116.65	57.46	27.32
岱美股份	603730.SH	14.69	138.34	4.16	5.34	6.98	33.25	25.91	19.81

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：岱美股份盈利预测来自东吴证券研究所，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预测

5. 风险提示

- 1、全球乘用车行业销量不及预期：**公司遮阳板业务为目前公司的主要收入来源，且遮阳板业务全球市占率水平已经较高，整体表现与全球乘用车销量紧密相关。若全球乘用车行业销量出现下滑，则将对公司营业收入和盈利水平产生不利影响。
- 2、公司新产品拓展不及预期：**公司未来主要增长来自于顶棚业务的拓展，若顶棚已配套车型销量不及预期或新客户开拓不及预期，则对公司营业收入增长将产生不利影响。
- 3、公司新客户开拓不及预期。**公司遮阳板、头枕和顶棚业务都在持续开拓新客户，若新客户的拓展不及预期，则对公司业绩增长将产生不利影响。

岱美股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,236	3,689	4,404	5,782	营业总收入	4,209	4,975	6,401	7,810
货币资金及交易性金融资产	831	835	423	1,579	营业成本(含金融类)	3,164	3,677	4,721	5,723
经营性应收款项	858	1,333	1,593	1,900	税金及附加	23	28	36	44
存货	1,451	1,426	2,287	2,202	销售费用	84	100	128	156
合同资产	0	0	0	0	管理费用	302	353	454	555
其他流动资产	96	95	101	101	研发费用	187	194	256	312
非流动资产	2,014	2,036	2,019	2,014	财务费用	53	45	60	79
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	27	27	35	43
固定资产及使用权资产	970	950	912	876	投资净收益	187	35	45	55
在建工程	130	166	202	238	公允价值变动	-111	-25	-25	-25
无形资产	312	288	261	235	减值损失	-40	-12	-13	-14
商誉	373	373	373	373	资产处置收益	-3	-2	-3	-4
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	455	601	784	996
其他非流动资产	229	259	271	292	营业外净收支	1	2	5	8
资产总计	5,250	5,725	6,424	7,797	利润总额	456	603	789	1,004
流动负债	1,024	1,315	1,302	1,772	减:所得税	40	69	91	116
短期借款及一年内到期的非流动负债	262	135	29	41	净利润	416	534	698	889
经营性应付款项	481	821	831	1,183	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	14	14	20	23	归属母公司净利润	416	534	698	889
其他流动负债	267	344	422	525	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.57	0.74	0.94
非流动负债	242	242	242	242	EBIT	436	653	843	1,066
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	591	801	986	1,218
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.83	26.10	26.24	26.73
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	9.89	10.73	10.91	11.38
其他非流动负债	238	238	238	238	收入增长率(%)	6.55	18.22	28.66	22.01
负债合计	1,266	1,557	1,544	2,015	归母净利润增长率(%)	5.83	28.34	30.81	27.27
归属母公司股东权益	3,984	4,168	4,879	5,782					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,984	4,168	4,879	5,782					
负债和股东权益	5,250	5,725	6,424	7,797					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	75	652	-201	1,258	每股净资产(元)	5.50	4.43	5.18	6.14
投资活动现金流	218	-135	-80	-89	最新发行在外股份 (百万股)	942	942	942	942
筹资活动现金流	-388	-488	-106	12	ROIC(%)	9.36	13.51	16.18	17.56
现金净增加额	-122	29	-386	1,181	ROE-摊薄(%)	10.44	12.81	14.32	15.37
折旧和摊销	155	148	143	153	资产负债率(%)	24.12	27.20	24.04	25.84
资本开支	-154	-135	-108	-118	P/E (现价&最新股本摊薄)	33.25	25.91	19.81	15.56
营运资本变动	-472	-33	-1,034	236	P/B (现价)	2.67	3.32	2.84	2.39

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>

