

岱美股份 (603730.SH)

买入(首次评级)

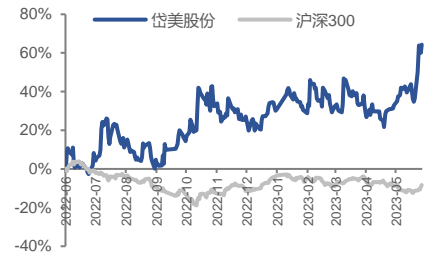
当前价格: 15.78 元
 目标价格: 19.80 元

遮阳板全球龙头，二次成长曲线拉开帷幕

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1271/1271
总市值/流通市值 (百万元)	20062/20062
每股净资产 (元)	3.09
资产负债率 (%)	26.65
一年内最高/最低 (元)	15.98/9.13

一年内股价相对走势



➤ **遮阳板全球龙头地位稳固，持续推动业务发展。**公司遮阳板和顶棚中央控制器等产品业务蓬勃发展，开拓了进一步的增长空间：1) 公司营收体量稳步增长，归母净利润快速提升；2) 主营业务毛利率有所下滑，但是净利率下降趋势有所好转，盈利能力逐步改善；3) 经营规模持续扩大，期间费用率有所下降，展现出稳健的业务经营和优良的盈利能力。

➤ **汽车内饰单车ASP快速增长，产品延展性高。**①内饰行业持续升级，提供良好的发展机遇。预计至2026年，全球乘用车内饰市场规模有望提升至9651亿元。②**内饰产品核心工艺互通，公司核心技术具有同源性**，可为业务品类拓展提供技术保障。③**公司将拓展顶棚产品线，单车价值量大幅上升**，配套产品ASP与市场容量大幅提升。

➤ **海外布局具备先发优势，海外工厂已经实现盈利。**①公司海外布局早，海外业务占比超80%。②**整合Motus协同效应明显，全球份额进一步提升**，公司海外营业收入连年攀升，并具有先发优势。③海外工厂投产时间长，工艺及供应链管理充分磨合，均已实现盈利，具备先发优势。

➤ **由单一零部件横向拓展总成件，打开二次成长曲线。**公司在保持主营产品产销比表现亮眼的同时，**积极拓展产品品类，加速实现新能源汽车内饰配套，实现业务整合和增长**：①**顶棚系统产品市占率稳步上升**有助于集成业务发展；②**扩建顶棚及顶棚总成类产品项目**已获客户定点，预计达产后营收及净利润稳步增长，利好公司效益提升。

➤ **盈利预测及估值：**我们预计2023-2025年公司收入分别为62.43/73.65/81.56亿元，归母净利润分别为8.12/9.33/11.18亿元，对应EPS分别为0.64/0.73/0.88元，2023年6月21日收盘价对应PE为24.7/21.5/17.9倍。公司产品由单体向集成产品拓展，单车价值量显著提升，同时积极进行全球布局，海外业务持续发展，产能落地在即，未来收入和盈利迎来大幅增长的确性强，给予2023年31倍PE，对应目标价19.80元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**燃油车销量下滑、原材料价格波动、汇率波动、新业务拓展不及预期等。

团队成员

分析师: 樊夏沛
 执业证书编号: S0210522120001
 邮箱: fxp3989@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,209	5,146	6,243	7,365	8,156
增长率	7%	22%	21%	18%	11%
净利润 (百万元)	416	570	812	933	1,118
增长率	6%	37%	42%	15%	20%
EPS (元/股)	0.33	0.45	0.64	0.73	0.88
市盈率 (P/E)	48.2	35.2	24.7	21.5	17.9
市净率 (P/B)	5.0	4.7	4.4	4.0	3.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量

变量 1：遮阳板业务稳中有升， 公司是全球汽车遮阳板细分领域龙头企业，22 年产能利用率已达 98%，限制公司遮阳板业务收入进一步上升，未来随公司舟山环评项目扩产，我们认为 23/24/25 年公司遮阳板业务有望维持 10/9/8%的增速；公司技术积累深厚，随新扩建产能快速投产，规模效应愈发显著，23-25 年毛利率将上行至 26、27、27%；

变量 2：头枕市占率尚处低位，有望通过客户开拓快速增长， 公司 20-22 年头枕全球市占率分别为 5%、4%、4%，市场份额尚处低位，目前公司头枕业务核心客户为通用系，工艺能力得到充分验证，有望实现客户的导入及收入快速增长，我们认为 23/24/25 年公司头枕业务有望维持 12/11/8%的增速；产量扩大带来的规模效应推动头枕毛利率不断上升，23-25 年毛利率将上行至 32、34、34%；

变量 3：顶棚产品量价齐升，迎来高速增长， 公司拟建设的墨西哥岱美新增汽车顶棚系统集成产品 30 万套和汽车顶棚产品 60 万套，随公司投产节奏，24/25 年将维持 106/27%的增速。新项目配套新能源车型，毛利率较传统车型更高，我们认为公司 23、24、25 毛利率将逐步由 20%爬坡至 28%。

我们区别于市场的观点：

1) 遮阳板及头枕是公司传统主业，市场普遍认为新业务顶棚产品为未来核心增长点，我们认为随公司舟山工厂环评扩建完成，将释放更多产能，贡献巨大收入增量，同时规模效应下毛利率也将有所回升。

2) 顶棚类产品为公司新业务，市场普遍认为 23、24 年投产节奏较慢，我们认为公司原先便已具备顶棚相关技术，且拥有先进的海外投资、生产、管理经验，且海外工厂基本实现正盈利，本次可转债募投的墨西哥工厂项目将更快速的进入稳定盈利阶段，投产节奏也将加速。

股价上涨的催化因素：

新客户拓展超预期；全球汽车整体销量超预期；原材料成本下降。

估值和目标价格：

我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 62.43/73.65/81.56 亿元，归母净利润分别为 8.12/9.33/11.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.64/0.73/0.88 元，2023 年 6 月 21 日收盘价对应 PE 为 24.7/21.5/17.9 倍。公司产品由单体向集成产品拓展，单车价值量显著提升，同时积极进行全球布局，海外业务持续发展，产能落地在即，未来收入和盈利迎来大幅增长的确定性高，给予 2023 年 31 倍 PE，对应目标价 19.80 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

燃油车销量下滑、原材料价格波动、汇率波动、新业务拓展不及预期等。

正文目录

1.	遮阳板全球龙头地位稳固，持续推动业务发展	5
1.1	遮阳板居全球龙头地位，业务经营稳健	5
1.2	营收稳健增长，盈利快速提升	8
2.	汽车内饰单车价值量大，产品延展性高	10
2.1	汽车内饰种类繁多，地位日益显著	10
2.2	内饰升级趋势下，全球市场空间稳健增长	11
2.3	核心工艺互通，内饰业务具有高度拓展可能	12
2.4	发力顶棚总成产品，单车 ASP 大幅提升	13
3.	海外布局具备先发优势，多个海外工厂已经实现盈利	14
3.1	海外销量增长，零部件企业推进本土建厂	14
3.2	海外布局深远，工厂均实现稳定盈利	15
4.	由单一零部件横向拓展总成件，打开二次成长曲线	18
4.1	现有产品均为单体产品，全球份额已行至高位	18
4.2	现有产能达到瓶颈，拓展新业务迎来二次增长	19
4.3	进军顶棚总成类产品，打开成长空间	20
5.	盈利预测	23
6.	风险提示	25

图表目录

图表 1:	公司发展历程	5
图表 2:	公司主营产品矩阵	5
图表 3:	公司 2020-2022 年前五大客户收入及占比	6
图表 4:	公司全球业务网络	6
图表 5:	公司股权结构	7
图表 6:	公司营收及增速 (百万元)	8
图表 7:	公司归母净利润及增速 (百万元)	8
图表 8:	公司业务结构	8
图表 9:	公司整体及分业务毛利率	8
图表 10:	公司近年归母净利率	9
图表 11:	公司近年期间费用率	9
图表 12:	汽车内饰产品示意图	10
图表 13:	2023“沃德十佳”内饰——宝马 i7	10
图表 14:	2023“沃德十佳”内饰——GMC Hummer	10
图表 15:	汽车内饰价值量构成	11
图表 16:	内饰市场容量测算	12
图表 17:	公司遮阳板生产工艺流程	12
图表 18:	公司头枕生产工艺流程	12
图表 19:	公司互通核心技术	12
图表 20:	公司主营产品 ASP (元)	13
图表 21:	北美新能源相关政策	14
图表 22:	部分车企布局欧洲计划	14
图表 23:	公司主营业务收入地区分布	15
图表 24:	公司海外布局情况	15
图表 25:	主要海外公司营业收入 (百万元)	16
图表 26:	主要海外公司收入占总营收比例	16

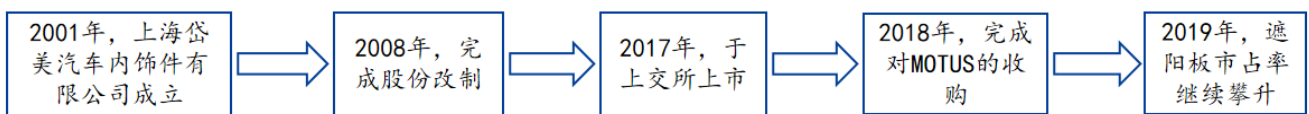
图表 27: 主要海外公司净利润 (百万元)	16
图表 28: 主要海外公司净利率	16
图表 29: 公司分业务营收 (百万元)	18
图表 30: 公司主营产品单车价值量 (元)	18
图表 31: 公司现有产品毛利率	18
图表 32: 公司主营产品市占率	18
图表 33: 公司主营产品产能 (万件/年) 及产能利用率	19
图表 34: 公司主营产品历年产销比	20
图表 35: 公司最新一期可转债募投项目	20
图表 36: 公司募投项目预计营收 (百万元)	21
图表 37: 公司募投项目预计净利润 (百万元)	21
图表 38: 公司募投项目预计毛利率	21
图表 39: 公司募投项目预计净利率	21
图表 40: 公司分业务收入预测 (百万元)	23
图表 41: 可比公司估值对比	24
图表 42: 财务预测摘要	26

1. 遮阳板全球龙头地位稳固，持续推动业务发展

1.1 遮阳板居全球龙头地位，业务经营稳健

上海岱美汽车内饰件股份有限公司主要从事乘用车零部件的研发、生产和销售。上海岱美汽车内饰件股份有限公司成立于2001年，前身为浙江舟山泡沫总厂，公司于2008年完成股份改制，2017年在上交所上市，是全球汽车内饰件领域的知名制造商。其中，公司核心产品汽车遮阳板领域长期占据了全球乘用车市场3成以上的份额，在该细分市场的市场地位居全球第一，具有丰富的汽车内饰件生产经验、客户资源和客户口碑。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，WIND，华福证券研究所

公司专注于汽车内饰件的研发、生产和销售，长期为客户提供优质的一体化解决方案。公司生产的汽车零部件产品主要包括遮阳板、方向盘、座椅头枕、顶棚中央控制器和内饰灯等。其中，遮阳板系列包括：多功能豪华遮阳板、带化妆灯遮阳板、普通遮阳板、高级重卡遮阳板；方向盘系列包括：豪华带木饰方向盘、高级包皮方向盘、普通聚氨酯方向盘；头枕系列包括：前头枕、后头枕、头枕部件。此外，还有顶棚中央控制器总成和座椅总成等。

图表 2：公司主营产品矩阵

主要产品	产品视图	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
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，华福证券研究所

客户资源优质，进入特斯拉供应链进一步打开增长空间。公司与全球主要整车厂商建立了产品开发和配套供应关系，客户包括奔驰，宝马，奥迪，通用、福特、克莱斯勒、大众、PSA、丰田，本田，日产等国外主流整车厂商，以及上汽、一汽、东风、长城等国

内汽车企业。截至 2020 年、2021 年和 2022 年 12 月 31 日，前五大客户带来的总收入分别为 19.52 亿元、20.41 亿元、22.30 亿元，占公司总收入的 49.40%、48.51%和 43.34%。紧随新能源汽车的发展趋势，公司客户结构也持续优化，在原有客户体系的基础之上，进入了特斯拉、Rivian、理想、蔚来、小鹏等国内外具有高成长潜力的新势力车企的供应商体系，并获得一级供货资格。2022 年，特斯拉对汽车内饰产品的需求大幅增加，成为公司第五大客户。

图表 3：公司 2020-2022 年前五大客户收入及占比

年份	主要客户	营业收入（万元）	占企业营业收入比例
2022 年度	通用系	54,351.15	10.56%
	李尔系	48,549.97	9.43%
	福特系	44,960.03	8.74%
	Stellantis 系	40,363.10	7.84%
	特斯拉	34,796.54	6.76%
	合计	223,020.79	43.34%
2021 年度	李尔系	53,974.52	12.82%
	菲亚特克莱斯勒系	44,651.37	10.61%
	通用系	42,010.64	9.98%
	福特系	37,558.13	8.92%
	大众系	25,953.30	6.17%
	合计	204,147.96	48.51%
2020 年度	通用系	51,338.82	13.00%
	李尔系	44,369.32	11.23%
	福特系	38,312.12	9.70%
	菲亚特克莱斯勒系	31,619.81	8.00%
	大众系	29,510.08	7.47%
	合计	195,150.15	49.40%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司工厂布局海内外，业务网络遍布全球。公司在上海、浙江、美国、法国、墨西哥等地均建有生产基地和研发中心。其中，上海浦东设有公司总部，主要生产汽车遮阳板总成，方向盘总成，座椅头枕总成和顶棚阅读灯控制盒总成。浙江舟山生产基地主要生产整车座椅和遮阳板，方向盘，座椅头枕的零部件。天津生产基地主要生产整车座椅。公司在美国底特律，德国汉堡，韩国仁川等地区设有海外分公司，专门为该区域的客户提供技术，项目开发，质量和物流的支持和服务。公司逐步构建起覆盖近 20 个国家的全球性营销服务网络，除中国外，在美国、日本、韩国、德国、英国、西班牙、捷克、墨西哥等多个国家均设立有境外销售和服务网络，全球化交付能力有利于更好拓展全球范围内的客户与订单。

图表 4：公司全球业务网络



生产基地

上海浦东：公司总部，主要生产汽车遮阳板总成，方向盘总成，座椅头枕总成和顶棚阅读灯控制盒总成。

浙江舟山：主要生产整车座椅和遮阳板，方向盘，座椅头枕的零部件。

天津：主要生产整车座椅。

墨西哥、法国生产基地

海外分公司

美国底特律，德国汉堡，韩国仁川，为该区域的客户提供技术，项目开发，质量和物流的支持和服务。

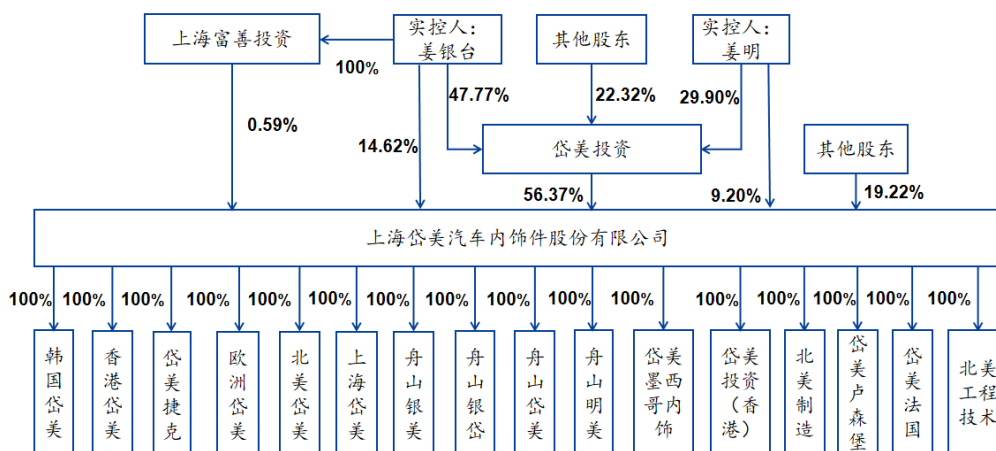
业务网络

北美：美国，加拿大，墨西哥
欧洲：德国，英国，西班牙，法国，瑞典，波兰，土耳其，俄罗斯，乌兹别克斯坦，捷克
亚洲：中国，日本，韩国，印度，泰国
南美洲：巴西
大洋洲：澳大利亚

数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

公司股权结构高度集中，多位核心人员持股经营。姜银台先生与姜明先生父子二人直接、间接控制公司股权的比例合计为 80.78%，为公司的实际控制人。公司于 2019 年修订股权激励计划，授予 62 位员工 131 万份股份，占当期股本 0.32%。通过原始持股、股权激励等方式，公司将自身发展前景与员工深度绑定。目前公司主要控股参股企业达 20 多家，遍布全球各地，涵盖汽车零部件、商贸及研发等业务。

图表 5：公司股权结构

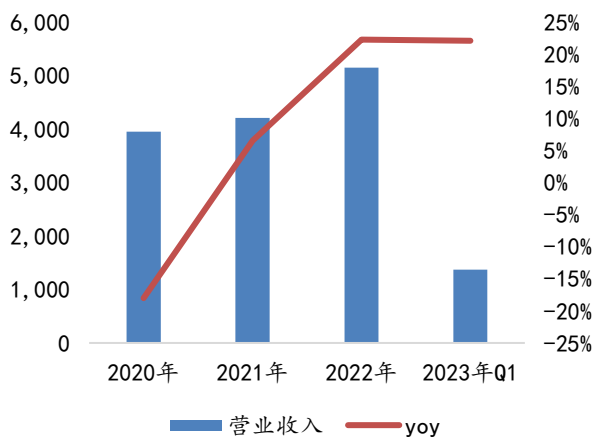


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 营收稳健增长，盈利快速提升

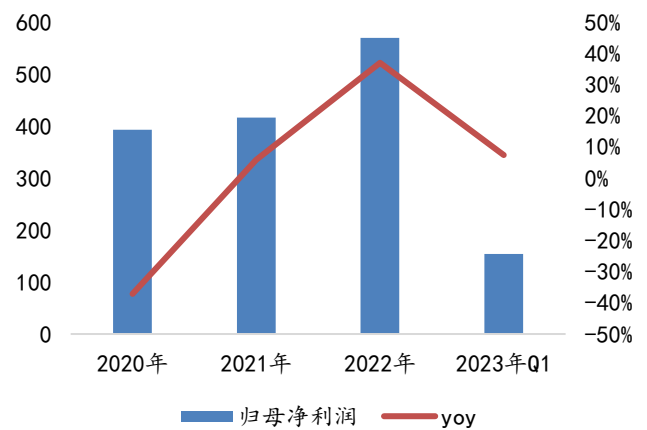
公司营收体量稳步增长，净利润快速提升。随着公司业务规模的扩大，全球性业务网络的逐步建成，2020-2022年，公司业绩稳步增长，营业收入由39.50亿元增长至51.45亿元，归母净利润由3.93亿元增长至5.70亿元。2020年度公司营收同比减少18.01%，主要系受新冠肺炎疫情的影响，国内外整车厂商在部分时间出现停工停产，使得提货量减少，同时在2020年计划量产的新项目推迟量产时间。2022年获得的国外新能源车企顶棚系统集成订单及头枕新增客户订单于2023年第一季度逐步量产，23年Q1公司实现营收13.72亿元，同比增加22.07%。

图表 6：公司营收及增速（百万元）



数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 7：公司归母净利润及增速（百万元）



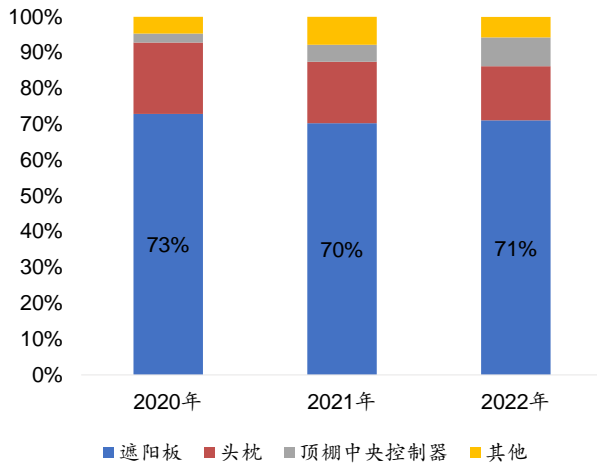
数据来源：WIND，华福证券研究所

遮阳板为公司第一大业务，顶棚中央控制器快速发展。公司以遮阳板业务起家，随着不断进行横向拓展，公司形成了遮阳板、头枕、顶棚中央控制器以及扶手四条业务线。近几年公司第一大主营业务始终为遮阳板系列产品，2018年并购整合 Motus，2022年遮阳板业务全球市占率提升至46%，市占率全球第一。2020、2021、2022年遮阳板销售收入占总营收的比例分别为72.84%、70.31%、71.05%。头枕及顶棚中央控制器占比相对较小，近三年来顶棚中央控制器获得大量订单，收入占比呈快速上升趋势，发展势头强劲。2020-2022年间收入由0.99亿元增长至4.15亿元，占比由2020年的2.51%，到2022年已增长至8.07%。

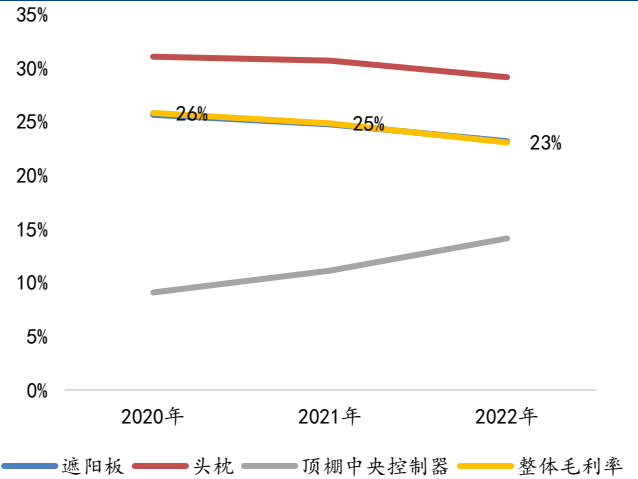
遮阳板为主要毛利来源，主营业务毛利率下滑。2020-2022年公司的整体毛利率分别为25.80%、24.83%、23.05%，与公司遮阳板业务的毛利率保持一致。2021年公司整体毛利率同比下降0.97个百分点，2022年公司整体毛利率同比下降1.78个百分点，主要系原材料及人工成本大幅增长所致。

图表 8：公司业务结构

图表 9：公司整体及分业务毛利率

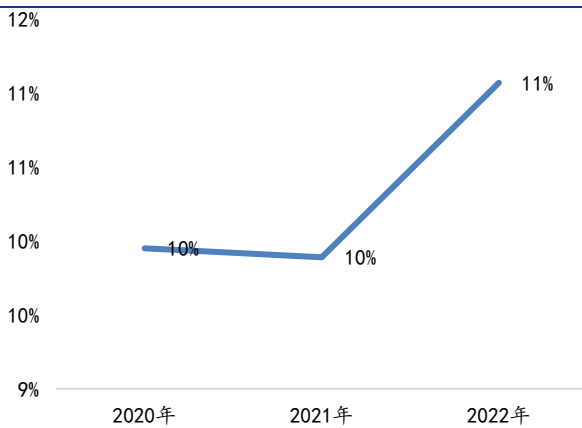


数据来源：WIND，华福证券研究所

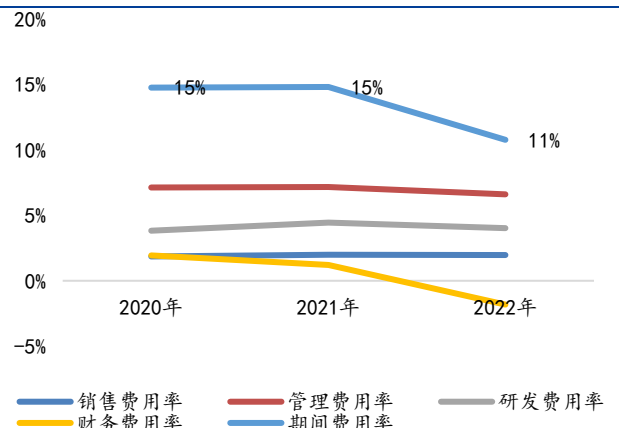


数据来源：WIND，华福证券研究所

公司净利率下降趋势有所好转，成本把控能力逐步提升。近年来，公司归母净利率不断下降，至 2022 年下降趋势扭转，归母净利率上升至 11.07%；在期间费用率方面，公司 2022 年期间费用率为 10.78%，相较于 2021 年大幅下降了 3.99 个百分点，主要系公司 2022 年发生 1.02 亿元汇兑净收益。此外，在 2022 年，公司取得大量新车型定点，使得其营收大幅增长，进一步摊薄了公司的研发费用率和管理费用率。

图表 10：公司近年归母净利率


数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 11：公司近年期间费用率


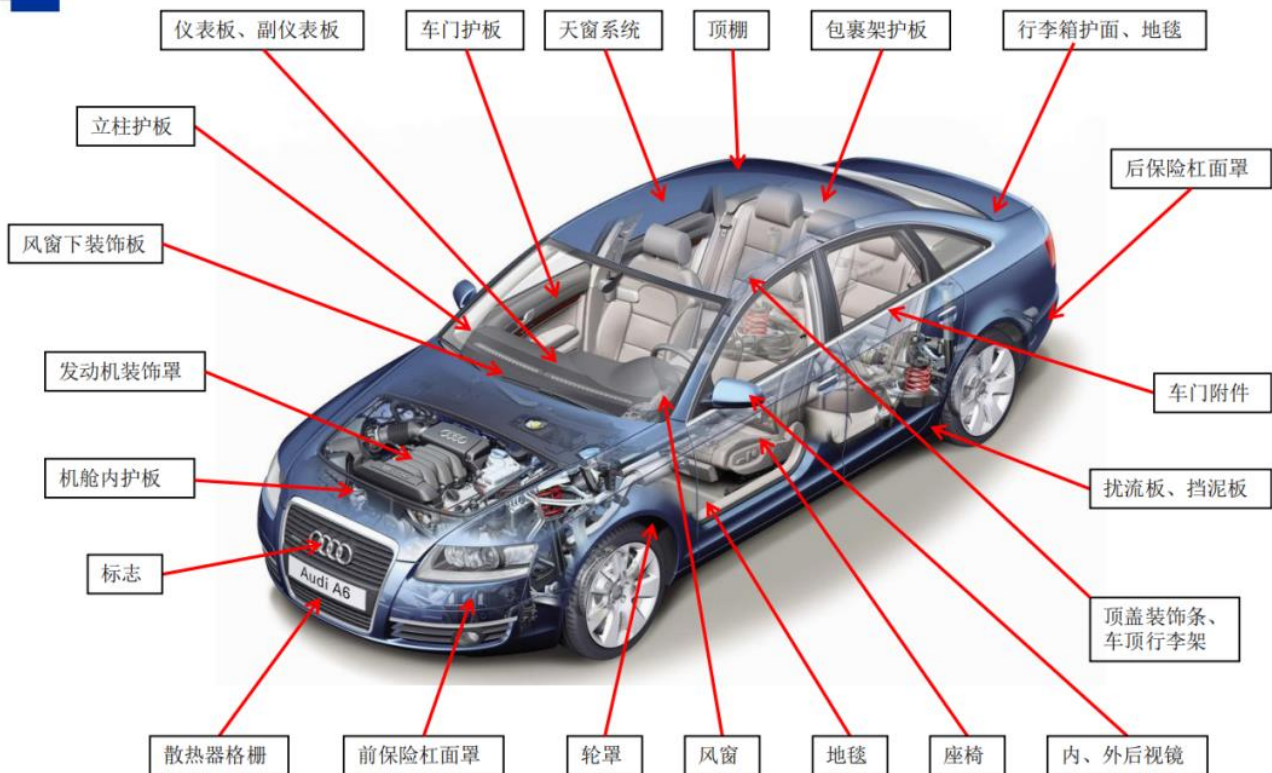
数据来源：WIND，华福证券研究所

2. 汽车内饰单车价值量大，产品延展性高

2.1 汽车内饰种类繁多，地位日益显著

汽车内饰产品种类繁多，是汽车车身的重要组成部分之一。汽车内饰主要指车室内对人体起保护作用或起装饰作用的部件，以及具有独立功能的车身附件，其主要包括如顶棚、地毯、立柱护板、仪表板、副仪表板、行李箱护面、内后视镜等零部件。在设计工作量上，汽车内饰系统的设计工作量占到整车造型设计工作量的 60%以上，远超过汽车外形，成为构成车身最重要的部分之一。

图表 12：汽车内饰产品示意图



数据来源：ATC 汽车技术会议，华福证券研究所

汽车内饰逐渐成为影响消费者购车的关键因素。随着消费升级与消费结构年轻化，当下，消费者对汽车的审美已不仅仅局限于车身造型，而是在选车购车时越来越看重汽车内饰——简约、精美或者个性化已经成为汽车内饰的重要选择标准之一。从 1994 年开始，每年更新和发布的“沃德十佳车型”榜单便体现了汽车内饰在汽车生产研发过程中不容小觑的重要地位。因而，汽车内饰的设计效果、制造工艺与成本已经成为众多汽车制造商的重点关注内容。

图表 13：2023“沃德十佳”内饰——宝马 i7

图表 14：2023“沃德十佳”内饰——GMC Hummer



数据来源：1038 车天下，华福证券研究所



数据来源：1038 车天下，华福证券研究所

2.2 内饰升级趋势下，全球市场空间稳健增长

内饰单车平均价值量配套约为 11700 元。汽车内饰系统的单车价值量大约为 11700 元左右，其中，座椅是汽车中价值量最大的单一内饰产品，平均单车 ASP 约在 5500 元左右，部分车型的座椅总成可达到 10000 元左右。其余内饰件种类繁多，包括单车价值量在千元左右的顶棚、仪表板护板总成、和门板总成，以及单车价值量在百元左右的遮阳板、顶棚中央控制器、衣帽架等。目前，公司主营产品包括遮阳板、头枕、顶棚、顶棚中央控制器和座椅扶手等内饰产品，单车配套价值量可达近 2000 元。

图表 15：汽车内饰价值量构成

内饰种类	单件价值量（元）	单车配套件数	单车价值量（元）
座椅背板	500-2000	4-6	2000-12000
座椅扶手	100-200	4-6	400-1200
座椅头枕	70-90	4-6	280-540
顶棚	500-900	1	500-900
顶棚中央控制器	70-100	1	70-100
遮阳板	50-80	2	100-160
仪表板总成	800-1200	1	800-1200
门板总成	100-500	4	400-2000
立柱总成	300-500	1	300-500
地毯和隔音垫	300-500	1	300-500
方向盘	200-1000	1	200-1000
衣帽架	100-150	1	110-150
行李箱内饰	150-200	1	150-200
储物盒	50-60	2	100-120
备胎盒	100-150	1	100-150
合计			5810-20720

数据来源：新材料在线，继峰股份、岱美股份、新泉股份公告，华福证券研究所整理

内饰升级趋势下，市场空间迎来稳步增长。新能源汽车销量的高速增长成为了汽车行业的主要发展支撑力，预计全球未来几年乘用车销量均将继续呈现良性增长趋势。在另一方面，用户对汽车内饰不断上升的消费需求使得内饰件产品消费升级，单车价值量持续提升，进一步促进了全球内饰容量的扩大。预计至 2026 年我国乘用车内饰市场规模有望提升至 3229 亿元，全球乘用车内饰市场规模有望提升至 8479 亿元。

图表 16：内饰市场容量测算

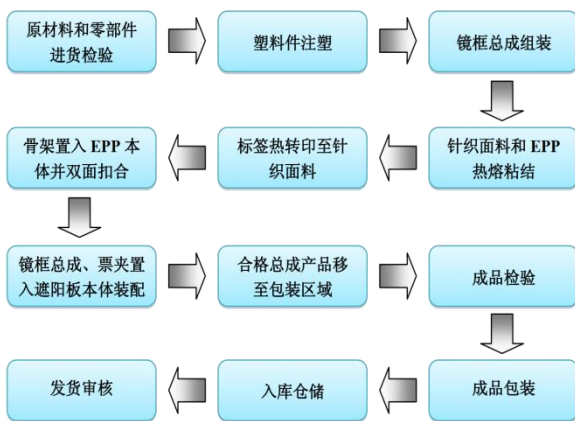
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
中国乘用车销量（万辆）	2356	2356	2474	2598	2728
全球乘用车销量（万辆）	6364	6555	6752	6954	7163
遮阳板单车价值量（元）	130	129	129	128	127
顶棚单车价值量（元）	700	700	700	700	700
顶棚中央控制器单车价值量（元）	85	88	91	95	98
座椅头枕单车价值量（元）	360	372	385	398	411
座椅扶手单车价值量（元）	675	690	705	720	735
其他饰件单车价值量（元）	9765	9765	9765	9765	9765
中国乘用车内饰市场规模（亿元）	2760	2767	2913	3067	3229
全球乘用车内饰市场规模（亿元）	7456	7699	7950	8210	8479

数据来源：中国汽车工业协会，Marklines，公司公告，华福证券研究所

2.3 核心工艺互通，内饰业务具有高度拓展可能

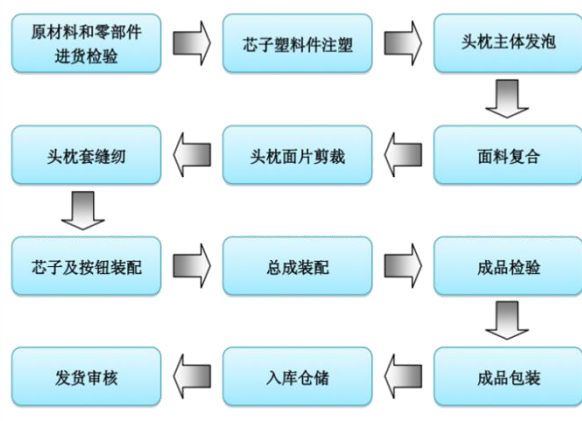
内饰产品核心工艺有发泡、注塑等，生产流程具备相通性。汽车内饰在核心技术和注塑、发泡工艺上有着高度同源性，其中，注塑工艺是指将熔融的塑料原材料利用压力快速注入温度较低的模具内，冷却固化后形成与模腔形状一致的塑料制品，在内饰产品生产中有广泛应用；而发泡技术则是通过将化工原料加工成为泡沫，使塑胶材料达到轻量、缓冲、吸音、吸震等功能的技术，在汽车内饰的精致化过程中起到了重要作用。受益于核心工艺的高度相通性，内饰产品的生产具有较高的迁移能力。

图表 17：公司遮阳板生产工艺流程



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 18：公司头枕生产工艺流程



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司核心技术具有高度同源性，为后续扩展业务品类提供技术保障。目前，公司内饰业务的核心互通工艺技术有双色注塑、真皮缝制、LED 技术、发泡技术、装配技术等，可以实现内饰轻量化、高端化、环保化等多项优势，大幅提高了公司的生产效率与产品竞争力。截至 2022 年末，公司及控股子公司累计获得专利 145 项，其中境内专利 121 项、境外专利 24 项，为公司成为后续扩张业务品类、提升经营业绩打下了坚实的技术基础。

图表 19：公司互通核心技术

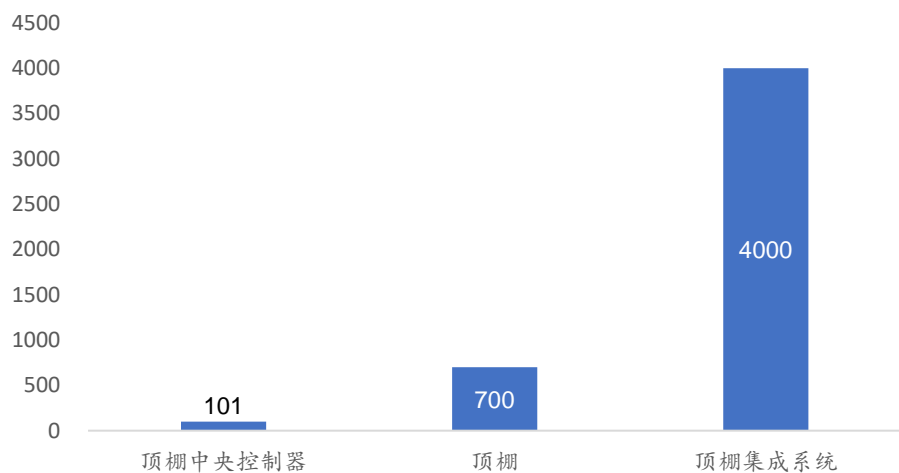
序号	核心技术	核心技术特点	应用产品
1	双色注塑	实现单一注塑件上显现出两种颜色，可以提高产品功能和美观度	遮阳板、顶棚中央控制器、头枕、座椅扶手等
2	LED 灯	应用 LED 灯进行车内照明，有效节能、散热并延长其使用寿命	遮阳板，顶棚中央控制器
3	真皮缝制	以真皮手工缝制汽车内饰，彰显其高端豪华	遮阳板、顶棚
4	发泡	将化工原料加工成为泡沫，其制品具有出色的抗震吸能等性能	遮阳板、头枕
5	压铸	将压铸机、压铸模和合金等要素有机组合并加以运用	遮阳板、顶棚中央控制器、头枕、座椅扶手等
6	金属转轴	创造性地设计出金属转轴的结构，减少翻转过程中出现的噪音问题，	遮阳板、头枕
7	自动化装配线	大幅节省人工成本，提高了产品一致性及其质量稳定性	遮阳板、头枕、顶棚中央控制器

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.4 发力顶棚总成产品，单车 ASP 大幅提升

公司将拓展产品线生产顶棚产品，单车价值量大幅上升。目前，公司正在拓展的主要产品为汽车顶棚系统集成产品和汽车顶棚产品，与公司已大规模量产的遮阳板、顶棚中央控制器等产品同属于汽车车顶系统，在产品和技术上具有高度同源性。其中，汽车顶棚产品安装于汽车内部天花板，用于覆盖汽车天花板内层表面，具有隔热、保温、隔音等功能；汽车顶棚系统集成产品在汽车顶棚产品的基础上，进一步集成了遮阳板、拉手、控制装置等零件，产品集成度得到提升，实现了从单个零部件供货向总成类零部件供货的转变。

图表 20：公司主营产品 ASP（元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司配套产品 ASP 与市场容量大幅提升。公司当下主营产品为遮阳板、头枕和顶棚中央控制器，对应单车配套价值量为 558 元，其中，隶属于顶棚总成产品的顶棚中央控制器 ASP 为 101 元。本年度，公司新发行了可转债募投项目，其达产期预计为 36 个月，当项目达产之后，公司将同步扩展顶棚产品和顶棚集成系统产品两条产品线，配套单车价值量分别为 700 元和 4000 元，进一步为公司业绩的后续增长打开成长空间。

3. 海外布局具备先发优势，多个海外工厂已经实现盈利

3.1 海外销量增长，零部件企业推进本土建厂

中国、欧洲、北美为全球三大主力汽车消费地区，近年来国内新能源车产业链布局完善，北美对车企零部件本土化比例的要求及国内车企欧洲建厂的规划成为零部件企业海外建厂的重要推动力：

北美市场出台发展与关税减免政策，推动国内零部件企业海外建厂。为响应全球减碳目标，北美于近几年积极推出本土新能源相关支持政策，但依照 USMCA 要求，只有满足 75% 的汽车零部件在北美本地生产的车企才可享受进口零关税待遇。在这一法规推动下，整车厂也对其配套供应商提出了本土建厂需求，电池作为新能源车最高价值量零部件本土化配套需求最为激进，内饰单车价值量高，同样也面临车企提出的本土化供应需求。

图表 21：北美新能源相关政策

政策	具体内容
美墨加三国协定	根据 USMCA 协议，北美地区生产的汽车，必须有 75% 的组成部件来自本土地区且必须有 40%-45% 的汽车零部件由时薪 16 美元或以上的工人生产，才可享受免税待遇。
美国通货膨胀削减法案	将基本信贷从 2,500 美元增加到 3,750 美元；要求车辆在生产中越来越多地使用国内采购的关键矿物和电池部件；并要求车辆的“最终组装”必须在北美进行。

数据来源：新浪财经、TsinghuaCIFER 微信公众号，华福证券研究所

欧洲市场出口步伐加快，国内车企海外建厂下零部件企业有望跟随。欧洲作为全球第二大电动车市场，吸引着大量中国车企加速推动出口欧洲，同时，为获取更低关税，中国车企纷纷考虑出口零部件于当地建厂组装。目前，比亚迪正在评估在欧洲建设乘用车工厂的可行性，并在寻找合适的地点。2022 年，蔚来汽车在匈牙利佩斯州投资建设的蔚来能源欧洲工厂于 9 月投入运营。今年 4 月，长安汽车发布“海纳百川”战略，布局海外工厂建设，是长安汽车“海纳百川”战略中的重要一环。目前，长安汽车计划在海外布局超过 50 万辆的产能，还将适时在欧洲、美洲等地布局制造基地，进一步拓展全球化路径。以欧洲为首的地区出口销量不断增长的趋势下，整车厂海外建厂的计划也被提上日程，众多车企海外高产能规划为零部件企业海外布局的巨大推动力。

图表 22：部分车企布局欧洲计划

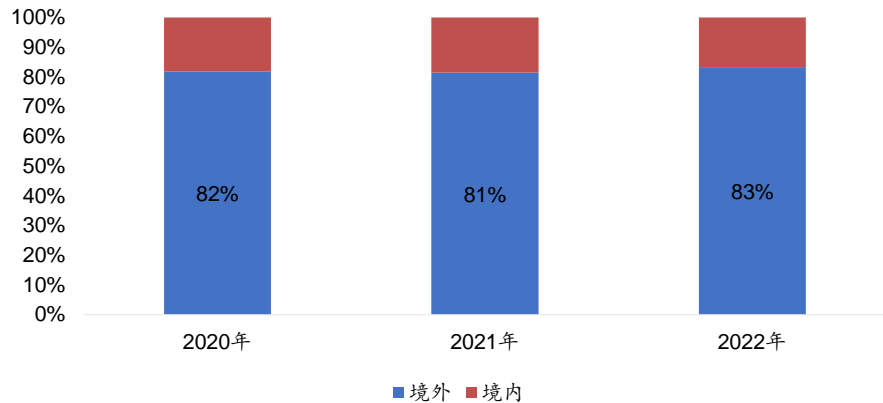
企业	计划内容
长安汽车	实施“海纳百川”战略。加快完善市场布局，将加快布局欧洲、美洲、中东及非洲、亚太、独联体五大区域市场，2030 年之前将进入全球 90% 以上的市场。到 2030 年，长安汽车在欧洲市场销量将突破 30 万辆。
比亚迪	评估在欧洲建设乘用车工厂的可行性。
蔚来汽车	2022 年，蔚来汽车在匈牙利佩斯州投资建设的蔚来能源欧洲工厂将于 9 月投入运营；蔚来 ET7、EL7 和 ET5 已经可以在欧洲订购。

数据来源：界面新闻，华福证券研究所

3.2 海外布局深远，工厂均实现稳定盈利

公司海外业务不断扩大，海外销售收入占比八成以上。随着公司的快速发展，公司生产的汽车零部件已经大量出口至北美、欧洲、亚太地区等海外市场。除国内汽车厂商外，公司的主要客户包括通用、福特、克莱斯勒等国外厂商以及上汽通用、上汽大众等合资厂商。公司 2020 年境外销售收入占主营业务收入的 81.81%，到 2022 年销售收入占比高达 83.30%，上升 1.49%，且海外销售收入金额也在不断增加。

图表 23：公司主营业务收入地区分布

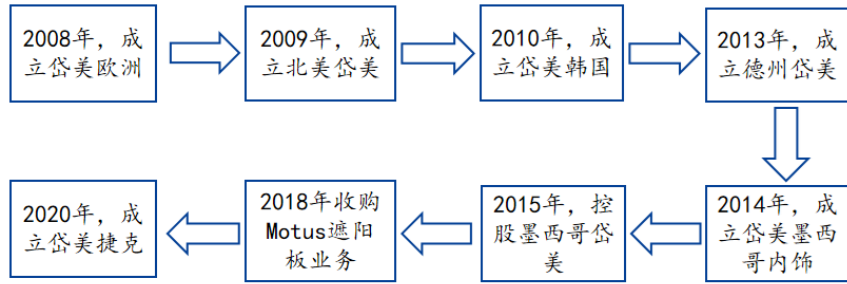


数据来源：公司公告，华福证券研究所

海外工厂建设有序推进，完善全球性布局。公司海外工厂建设时间早，目前已有较为深厚的基础，在美国密歇根州建有生产基地，并收购 Motus 在墨西哥科阿韦拉州、法国克勒特兹瓦尔的工厂进行生产基地建设。

1. **整合 Motus 协同效应显著，全球份额进一步提升。**2018 年，公司以 1.47 亿美元完成对 Motus 的收购，整合后采购、技术、客户及生产各方面协同效应显著。公司通过共享 Motus 的客户资源，快速切入劳斯莱斯，奔驰，宝马，保时捷等欧洲高端客户以及丰田，本田，斯巴鲁等日系客户，并通过其法国工厂实现欧洲本土供应，至 2022 年遮阳板业务全球市占率已提升至 46%，遮阳板行业龙头地位稳固。
2. **公司于今年上半年发行可转债募集资金主要用于新能源汽车领域。**公司拟发行的可转债募集资金，并计划投入建设墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目和年产 70 万套顶棚产品建设项目。此次募投项目位于墨西哥，可借鉴 Motus 墨西哥工厂的生产经验及供应链，实现高效配套运行。项目主要配套全球知名新势力车企 A 及全球知名整车企业 B，在手定点订单量已覆盖近 50%的规划产能，建成满产尚需 3 年，满产后达成高效率运行确定性高。

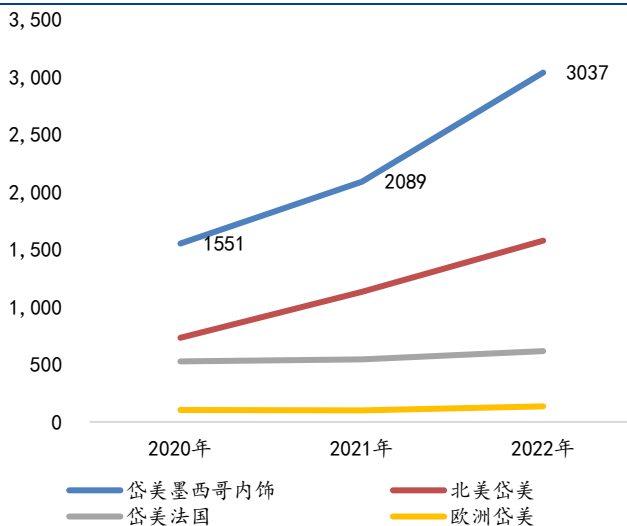
图表 24：公司海外布局情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

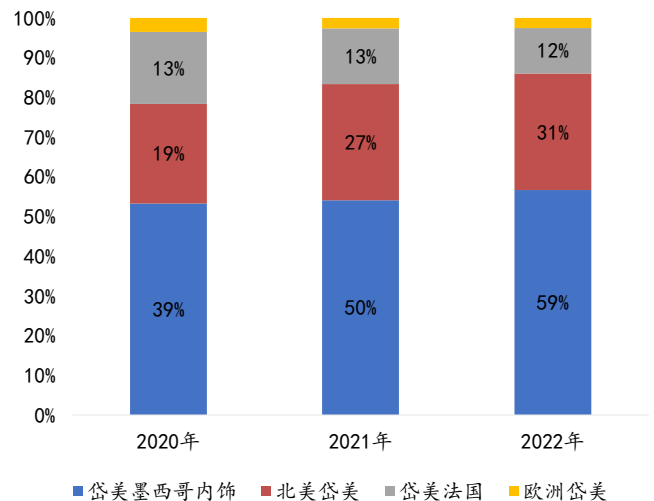
海外公司营业收入连年攀升，具有先发优势。公司的主要海外公司有岱美墨西哥内饰、欧洲岱美、北美岱美、岱美法国等。2020至2022年海外公司营业收入均有较大幅度增长，净利润亏损状态逐渐扭转。其中岱美墨西哥内饰公司营收增长幅度最大，营业收入由15.51亿元增长至30.37亿元，增长接近一倍，净利润由亏损0.43亿元大幅增长至盈利1.02亿元。

图表 25：主要海外公司营业收入（百万元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

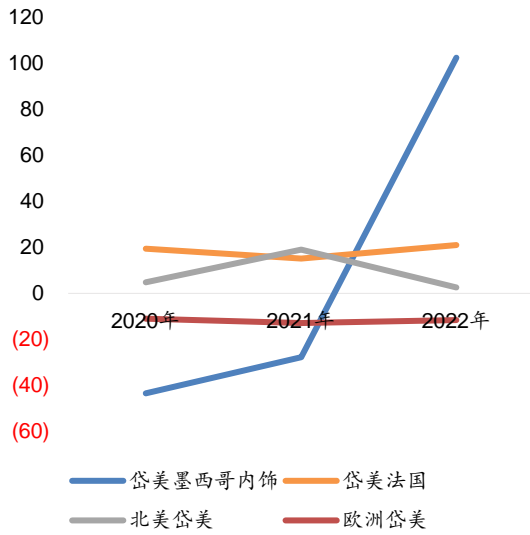
图表 26：主要海外公司收入占总营收比例



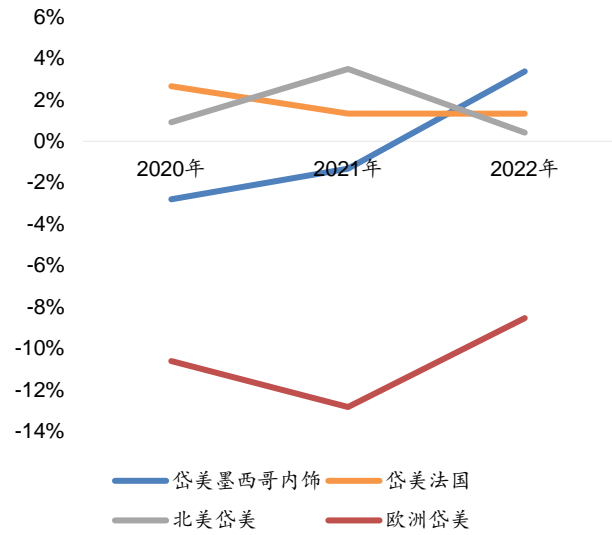
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 27：主要海外公司净利润（百万元）

图表 28：主要海外公司净利率



数据来源：公司公告，华福证券研究所



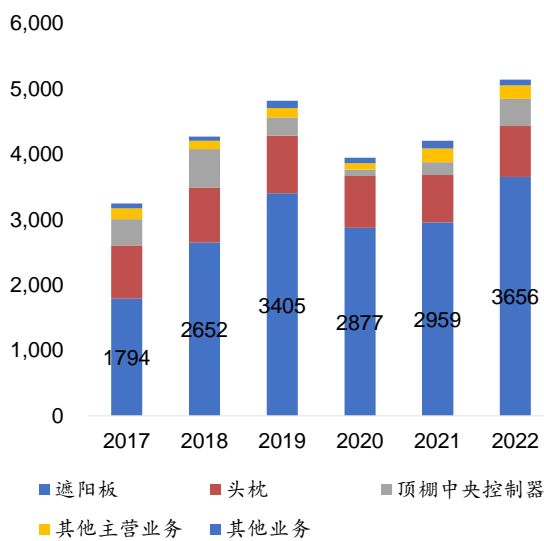
数据来源：公司公告，华福证券研究所

4. 由单一零部件横向拓展总成件，打开二次成长曲线

4.1 现有产品均为单体产品，全球份额已行至高位

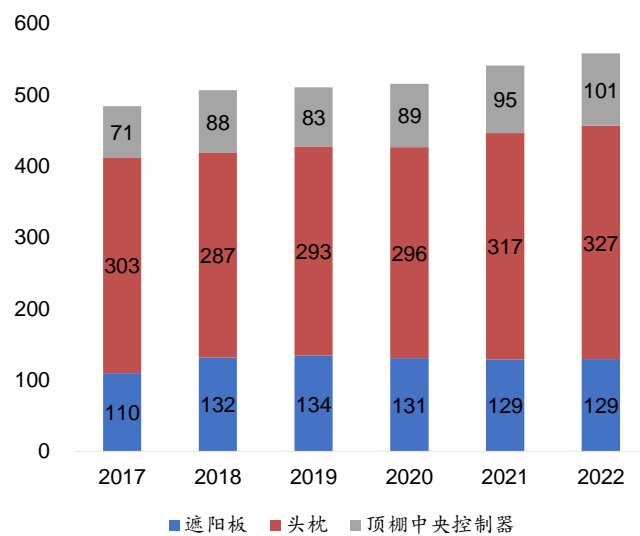
单体产品单车 ASP 稳中有升，但仍处于较低水平。目前，公司核心产品主要包括遮阳板、座椅头枕、顶棚中央控制器等。2017-2022 年，得益于公司下游客户放量和新能源车爆发式增长利好，公司主营产品营业收入稳步上升，从 2017 年的 32.47 亿元上升至 2022 年的 51.46 亿元，年度复合增长率达到 9.65%，其中，遮阳板年度复合增长率高达 15.31%。在单车价值量方面，受消费升级和汽车销量增长影响，公司主营产品的单车配套价值量从 2017 年的 484 元上升至 2022 年的 558 元，整体价值量仍偏低。

图表 29：公司分业务营收（百万元）



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 30：公司主营产品单车价值量（元）



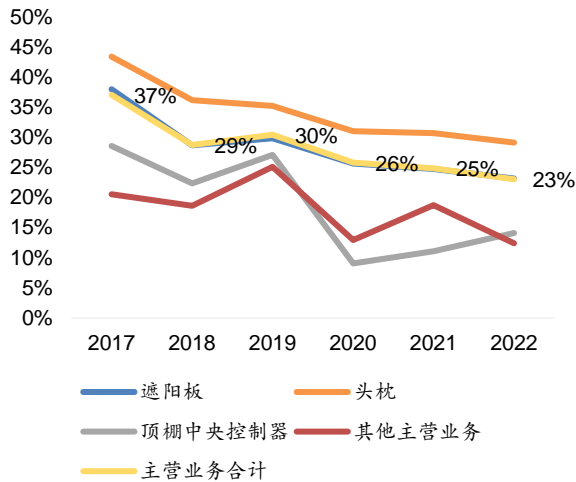
数据来源：公司公告，华福证券研究所

现有产品毛利率承压，业务拓展需求体现。2020-2022 年，公司现有主营产品毛利率承受一定的下行压力，从 2020 年的 26.00% 下降至 2022 年的 22.90%，主要系：1) 2021-2022 年公司配套产品迈入量产后，整车企业对于零部件企业提出降价需求；2) 2022 年受原材料价格波动及人力成本增长影响，毛利率进一步下降。

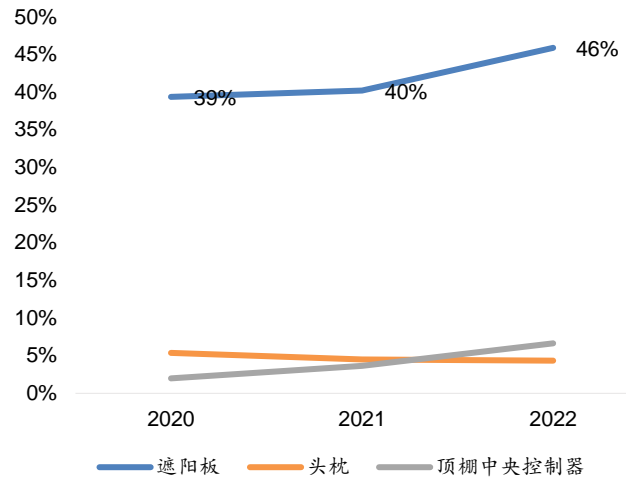
遮阳板与顶棚中央控制器市占率稳步上升，助力公司顶棚集成业务发展。自成立以来，公司系全球遮阳板业务龙头，占据全球乘用车遮阳板业务超过 3 成。在 2017-2022 年，公司遮阳板业务的市场份额持续提升，从 2020 年的 39.37% 上涨至 2022 年的 45.88%。此外，公司与遮阳板同属顶棚系统的顶棚中央控制系统业务市占率也有所提升，从 2020 年的 1.99% 上升至 2022 年的 6.64%。当公司的顶棚系统零部件业务切入车企供应链后，有效缩短了后续公司顶棚产品与顶棚集成系统进入车企的认证周期，进一步助力了其集成业务的发展，为公司业务的二次成长曲线埋下发力点。

图表 31：公司现有产品毛利率

图表 32：公司主营产品市占率



数据来源: Wind, 华福证券研究所

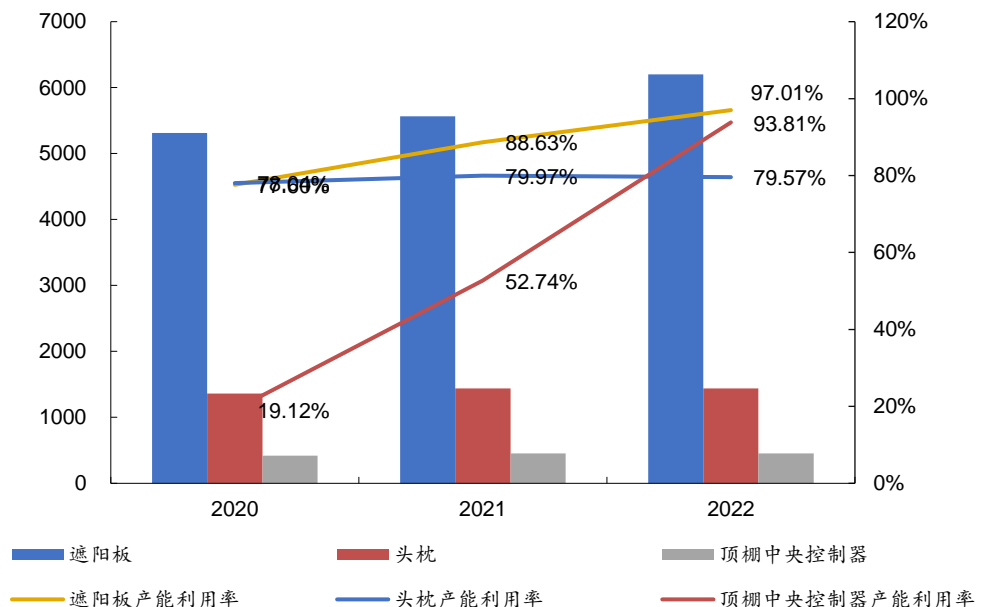


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

4.2 现有产能达到瓶颈, 拓展新业务迎来二次增长

遮阳板、顶棚中央控制器产品产能达到瓶颈, 拓展新业务以迎来二次增长。随着公司经营规模不断扩大、生产能力持续提升, 公司主营业务的产能均趋于饱和。2022年, 公司第一大业务遮阳板的产能为 6200 万件/年, 产能利用率高达 97.01%, 第三大业务顶棚中央控制器的产能为 452 万件/年, 产能利用率为 93.81%, 两项车顶系统的零部件产能均趋向于达到瓶颈。随着公司新发行的墨西哥工厂募投项目及舟山工厂扩建项目顺利达产, 将有效扩大公司的现有产能规模, 提升公司对于日益增长的客户需求的配套能力。

图表 33: 公司主营产品产能 (万件/年) 及产能利用率

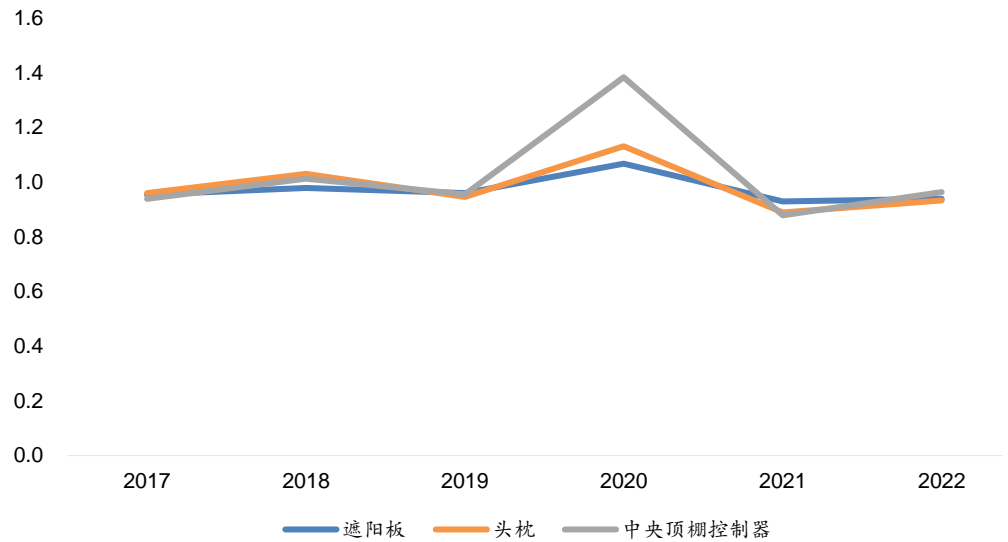


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

主营产品产销比表现亮眼, 下游需求强劲保障业务品类扩展。2017-2022 年, 公司主营产品产销比始终维持在 0.9 及以上, 排除疫情影响外, 产销比最高达到 1.03, 可

见公司产品下游需求始终强劲。2022年，公司遮阳板、座椅头枕和顶棚中央控制器的产销比分别为0.94，0.93和0.96，同比2021年分别增加1/4/8个百分点，下游的坚挺需求为公司后续新增业务线销量保驾护航。

图表 34：公司主营产品历年产销比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.3 进军顶棚总成类产品，打开成长空间

积极拓展产品品类，加速实现新能源汽车内饰配套。基于未来行业发展趋势和客户需求，公司计划向不特定对象发行可转换公司债券募集资金总额不超过9.08亿元，用于扩大汽车内饰件产品相关产能并补充流动资金。本次扩建的产能主要是配套新能源汽车的顶棚系统集成产品和顶棚产品，客户均为全球知名整车企业以及全球知名新势力车企，能够助力公司把握新能源汽车发展机遇，巩固并加强公司在全球汽车内饰件细分领域的领先地位。

扩建顶棚及顶棚总成类产品，项目已获客户定点。预计本次项目建设完成后，公司将于墨西哥岱美新增汽车顶棚系统集成产品30万套和汽车顶棚产品60万套，服务于全球知名新势力车企的新能源车型；于舟山银岱新增汽车顶棚产品70万套，服务于全球知名整车企业和新势力车企。本次可转债发行项目与公司主营业务发展紧密相关，可迁移性强，进一步扩大了公司现有的产业布局，是公司增加行业竞争力、推动后续盈利的重要举措。

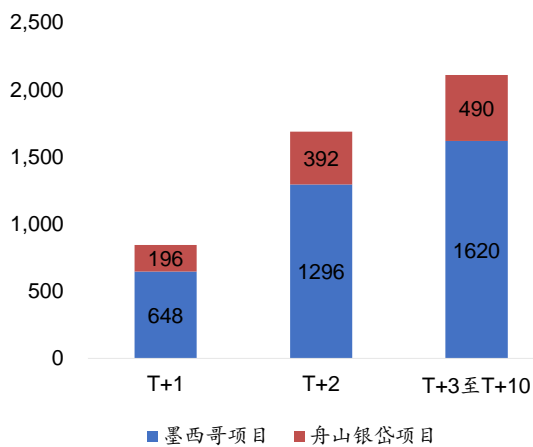
图表 35：公司最新一期可转债募投项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金总额 (万元)	预计产能	客户
1	墨西哥基地内饰件产业基地建设项目	82341.66	63793.90	顶棚系统集成产品30万套、顶棚产品60万套	全球知名新势力车企的新能源车型，全球整车企业
2	年产70万套顶棚产品建设项目	32500.00	5000.00	汽车顶棚产品70万套	全球知名整车企业、全球知名新势力车企

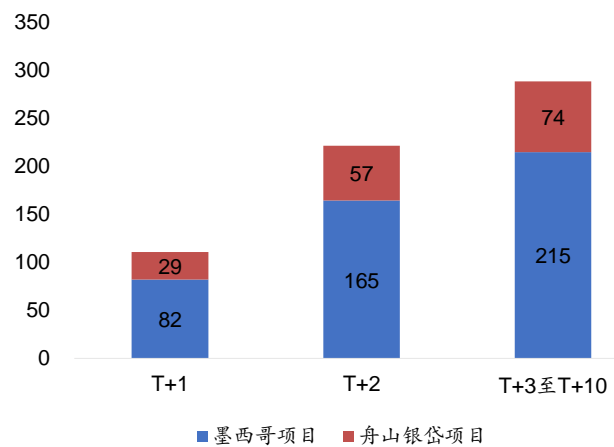
3	补充流动资金	22000.00	22000.00		
	总计	136841.66	90793.90		

数据来源：公司公告，华福证券研究所

预计达产后营收及净利润稳步增长，打开公司业务成长空间。根据公司最新一期可转债募集说明书，预计本次公司扩产项目达产期均为 36 个月。当项目成功达产后，第一年公司营收将增加 8.44 亿元，占公司 2022 年营收的 16.4%，第三年公司将新增营收 21.10 亿元，年度复合增长率达 58.11%。从净利润端来看，公司成功达产后第一年净利润将增加 1.11 亿元，占公司 2022 年净利润占比为 49.78%，第三年新增净利润将达到 2.89 亿元，年度复合增长率为 61.34%。

图表 36：公司募投项目预计营收（百万元）


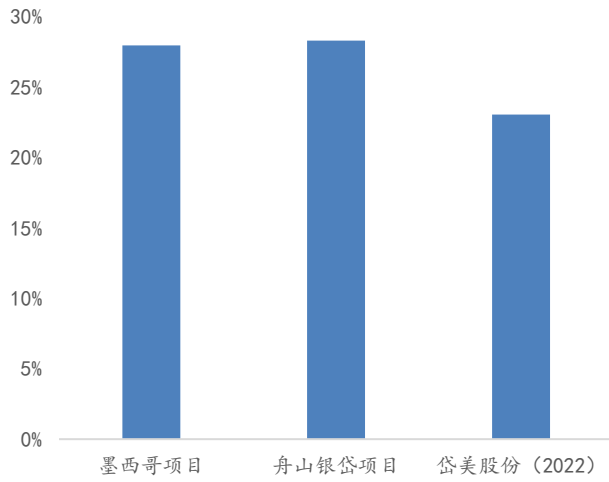
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 37：公司募投项目预计净利润（百万元）


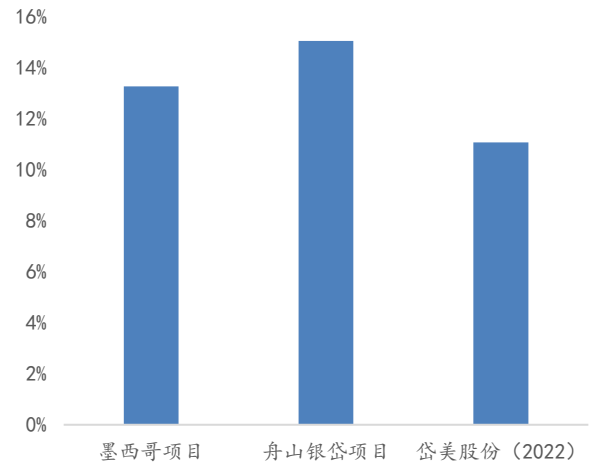
数据来源：公司公告，华福证券研究所

新业务营盈利能力强，利好公司效益提升。本次募投项目生产的汽车顶棚集成系统产品与汽车顶棚产品为公司向新能源汽车顶饰领域的产品优化与延伸，相关产品将用于配套内饰单车价值量更高的新能源车型。因而，本次公司拓展新业务的毛利率和净利率均高于公司现有主营产品。在盈利能力方面，预计公司本次募投墨西哥、舟山银岱项目达产之后毛利率分别为 27.96%和 28.31%，高于公司的现有毛利率约 5 个百分点；同时，达产后净利率分别为 13.27%和 15.06%，高于公司的现有净利率约 3 个百分点。预计募投项目投产后公司的效益指标可达到较大幅度的提升，迎来其成长曲线的二次发力。

图表 38：公司募投项目预计毛利率
图表 39：公司募投项目预计净利率



数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

5. 盈利预测

核心假设：

- **遮阳板业务稳中有升：**公司是全球汽车遮阳板细分领域龙头企业，22年产能利用率已达98%，限制公司遮阳板业务收入进一步上升，未来随公司舟山环评项目扩产，我们认为23/24/25年公司遮阳板业务有望维持10/9/8%的增速；公司技术积累深厚，随新建产能快速投产，规模效应愈发显著，23-25年毛利率将上行至26、27、27%；
- **头枕市占率尚处低位，有望通过客户开拓快速增长：**公司20-22年头枕全球市占率分别为5%、4%、4%，市场份额尚处低位，目前公司头枕业务核心客户为通用系，工艺能力得到充分验证，有望实现客户的导入及收入快速增长，我们认为23/24/25年公司头枕业务有望维持12/11/8%的增速；产量扩大带来的规模效应推动头枕毛利率不断上升，23-25年毛利率将上行至32、34、34%；
- **顶棚产品量价齐升，迎来高速增长：**公司拟建设的墨西哥岱美新增汽车顶棚系统集成产品30万套和汽车顶棚产品60万套，随公司投产节奏，24/25年将维持106/27%的增速。新项目配套新能源车型，毛利率较传统车型更高，我们认为公司23、24、25毛利率将逐步由20%爬坡至28%。

图表 40：公司分业务收入预测（百万元）

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
遮阳板	收入（万元）	295,912	365,632	402,187	438,379	473,453
	YOY		23.56%	10.00%	9.00%	8.00%
	毛利率	24.75%	23.17%	25.50%	26.50%	27.00%
头枕	收入（万元）	72,287	77,874	87,219	95,941	103,616
	YOY		7.73%	12.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	30.68%	29.13%	32.00%	34.00%	34.00%
顶棚中央控制系统	收入（万元）	19,863	41,508	42,546	43,610	44,700
	YOY		108.98%	2.50%	2.50%	2.50%
	毛利率	11.10%	14.12%	15.50%	16.50%	17.00%
顶棚类新产品	收入（万元）			62,000	127,500	162,000
	YOY				105.65%	27.06%
	毛利率			20.00%	27.00%	28.00%
其他主营业务	收入（万元）	20,886	20,606	21,121	21,649	22,190
	YOY		-1.34%	2.50%	2.50%	2.50%
	毛利率	18.75%	12.42%	14.00%	14.50%	15.00%
其他业务	收入（万元）	11,924	8,959	9,183	9,413	9,648
	YOY		-24.86%	2.50%	2.50%	2.50%
	毛利率	24.63%	31.43%	28.00%	28.00%	28.00%
收入（万元）		420,871	514,580	624,256	736,492	815,607
YOY			22.27%	21.31%	17.98%	10.74%
毛利率		24.83%	23.05%	24.83%	26.64%	27.23%

数据来源：WIND，华福证券研究所

我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 62.43/73.65/81.56 亿元，归母净利润分别为 8.12/9.33/11.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.64/0.73/0.88 元，2023 年 6 月 21 日收盘价对应 PE 为 24.7/21.5/17.9 倍。公司产品由单体向集成产品拓展，单车价值量显著提升，同时积极进行全球布局，海外业务持续发展，产能落地在即，未来收入和盈利迎来大幅增长的确定性强，给予 2023 年 31 倍 PE，对应目标价 19.80 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 41：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PE			EPS			
			TTM	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603179.SH	新泉股份	210.32	39.04	27.72	19.72	15.07	1.56	2.19	2.86
601689.SH	拓普集团	867.20	49.15	36.97	26.51	19.78	2.13	2.97	3.98
601799.SH	星宇股份	332.27	37.95	27.19	20.27	16.41	4.28	5.74	7.09
	行业平均		42.05	30.63	22.17	17.09	2.65	3.63	4.64
603730.SH	岱美股份	200.62	34.57	24.71	21.50	17.94	0.64	0.73	0.88

资料来源：WIND，华福证券研究所

注：数据截至 2023.06.21；新泉股份、拓普集团、星宇股份数据来自 WIND 一致预期

6. 风险提示

(1) 燃油车销量下滑

公司大客户收入占比高，公司 2020-2022 年前五名主要客户的收入分别为 19.51 亿元、20.41 亿元和 22.30 亿元，占营业收入的比例分别为 49.40%、48.51%和 43.34%。前五名客户涵盖通用系、福特系、大众系、Stellantis、李尔系等欧美系老牌整车企业，2022 年特斯拉成为其前五大客户之一，但传统豪华品牌仍占据大部分份额，在新能源化的大趋势下终端销量可能面临被侵蚀的风险，公司订单量可能受其影响而下降。

(2) 原材料价格波动

公司内饰成本中主要原材料占比较高，原材料市场价格的波动会为公司带来一定的成本压力。若上游原材料价格大幅上扬，公司未能向下游客户传导成本压力，也未能通过效率改善等方式进一步控制成本，则公司的经营业绩规模将受到不利影响。

(3) 汇率波动

公司在墨西哥、法国、美国设有生产基地，在北美、欧洲、亚太地区等地均设有全资子公司，不断推进公司国际化战略布局。公司境外营收占比较高，2022 年，公司海外应收 42.12 亿元，占总营收的 83.30%。公司境外收入以外币结算，因而经营业绩面临了一定汇率波动的风险。若未来美元、欧元等外币汇率波动过大，且套期保值产品未能有效平衡相关风险，则公司的经营业绩将受到外币汇率波动带来的不利影响呈现波动。

(4) 新业务拓展不及预期

公司遮阳板、头枕、顶棚中央控制器均为单体产品，单车价值量低且市场份额已处于较高水平；目前拓展的新业务顶棚系统集成产品价值量高，约为 4000 元，为公司营收增长的重要推动力，若新业务拓展不及预期，则公司可能面临增长乏力的风险。

图表 42：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	498	612	722	799	营业收入	5,146	6,243	7,365	8,156
应收票据及账款	1,021	1,190	1,345	1,465	营业成本	3,960	4,693	5,403	5,936
预付账款	36	47	54	59	税金及附加	31	35	42	46
存货	1,827	2,170	2,499	2,745	销售费用	101	112	118	114
合同资产	0	0	0	0	管理费用	340	387	442	473
其他流动资产	200	242	285	316	研发费用	208	237	280	310
流动资产合计	3,582	4,261	4,905	5,384	财务费用	-94	-48	129	133
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-9	-10	-10	-10
固定资产	1,076	1,072	1,480	1,696	资产减值损失	-51	-50	-50	-50
在建工程	143	583	463	383	公允价值变动收益	-18	0	0	0
无形资产	331	318	306	296	投资收益	36	40	40	40
商誉	373	373	373	373	其他收益	32	35	35	35
其他非流动资产	313	364	412	446	营业利润	591	841	967	1,159
非流动资产合计	2,236	2,711	3,034	3,194	营业外收入	6	10	10	10
资产合计	5,818	6,972	7,939	8,578	营业外支出	6	10	10	10
短期借款	300	935	1,250	1,106	利润总额	590	841	967	1,159
应付票据及账款	703	845	973	1,068	所得税	21	29	34	40
预收款项	0	0	1	1	净利润	570	812	933	1,118
合同负债	2	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	39	39	39	39	归属母公司净利润	570	812	933	1,118
其他流动负债	280	326	376	408	EPS (按最新股本摊薄)	0.45	0.64	0.73	0.88
流动负债合计	1,324	2,145	2,639	2,623	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	233	252	263	271	营业收入增长率	22.3%	21.3%	18.0%	10.7%
非流动负债合计	233	252	263	271	EBIT 增长率	-2.5%	59.8%	38.1%	17.9%
负债合计	1,557	2,397	2,902	2,894	归母公司净利润增长率	37.0%	42.5%	14.9%	19.8%
归属母公司所有者权益	4,261	4,575	5,037	5,685	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	23.1%	24.8%	26.6%	27.2%
所有者权益合计	4,261	4,575	5,037	5,685	净利率	11.1%	13.0%	12.7%	13.7%
负债和股东权益	5,818	6,972	7,939	8,578	ROE	13.4%	17.7%	18.5%	19.7%
现金流量表					ROIC	12.1%	15.8%	19.0%	20.7%
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	244	448	794	1,125	资产负债率	26.8%	34.4%	36.6%	33.7%
现金收益	630	931	1,227	1,466	流动比率	2.7	2.0	1.9	2.1
存货影响	-376	-343	-329	-246	速动比率	1.3	1.0	0.9	1.0
经营性应收影响	-202	-130	-112	-75	营运能力				
经营性应付影响	225	143	128	96	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
其他影响	-32	-151	-120	-115	应收账款周转天数	62	64	62	62
投资活动现金流	9	-554	-400	-300	存货周转天数	149	153	156	159
资本支出	-299	-590	-440	-340	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.45	0.64	0.73	0.88
其他长期资产变化	308	36	40	40	每股经营现金流	0.19	0.35	0.62	0.89
融资活动现金流	-331	219	-284	-748	每股净资产	3.35	3.60	3.96	4.47
借款增加	43	635	316	-144	估值比率				
股利及利息支付	-368	-496	-515	-518	P/E	36	25	21	18
股东融资	0	0	0	0	P/B	5	4	4	4
其他影响	-6	80	-85	-86	EV/EBITDA	30	20	15	13

数据来源：公司公告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfyq.com.cn