

新泉股份系列深度报告之二：

新泉股份：对标敏实，巨头之路能否复制？

太平洋汽车团队

首席分析师：白宇 执业证书编号：S1190518020004

研究助理：赵水平、徐慧雄

目录

1 全面对比敏实，探寻巨头成长之路

2 内饰 VS 外饰，巨量规模下的格局涌动

3 量价齐升之下，静候新一代巨头诞生

4 投资建议与风险提示

1. 全面对比敏实，探寻巨头成长之路

- ◆ 成长之路，客户与品类不断拓展
- ◆ 创始人加持的优秀民企，股权结构稳定
- ◆ 立足基业，产品业务协同拓展
- ◆ 各有倚重，客户拓展志在必得
- ◆ 各类财务数据全面对标



成长之路，客户与品类不断拓展

- 敏实集团成立于**1992年**，最初以装饰条为核心业务，后拓展至结构件、装饰件、铝产品等外饰集成供应商，为外饰领域全球巨头；已成功进入日产、丰田、本田、通用、大众、福特、宝马、奔驰等整车车企全球采购体系。
- 新泉股份成立于**2001年**，由单一的仪表板总成，拓展成汽车饰件整体解决方案供应商，为内饰行业新秀；商用车市场起家后逐步转向乘用车市场，已成为上汽、吉利、广汽、奇瑞、一汽、陕重汽和中国重汽内饰核心供应商。

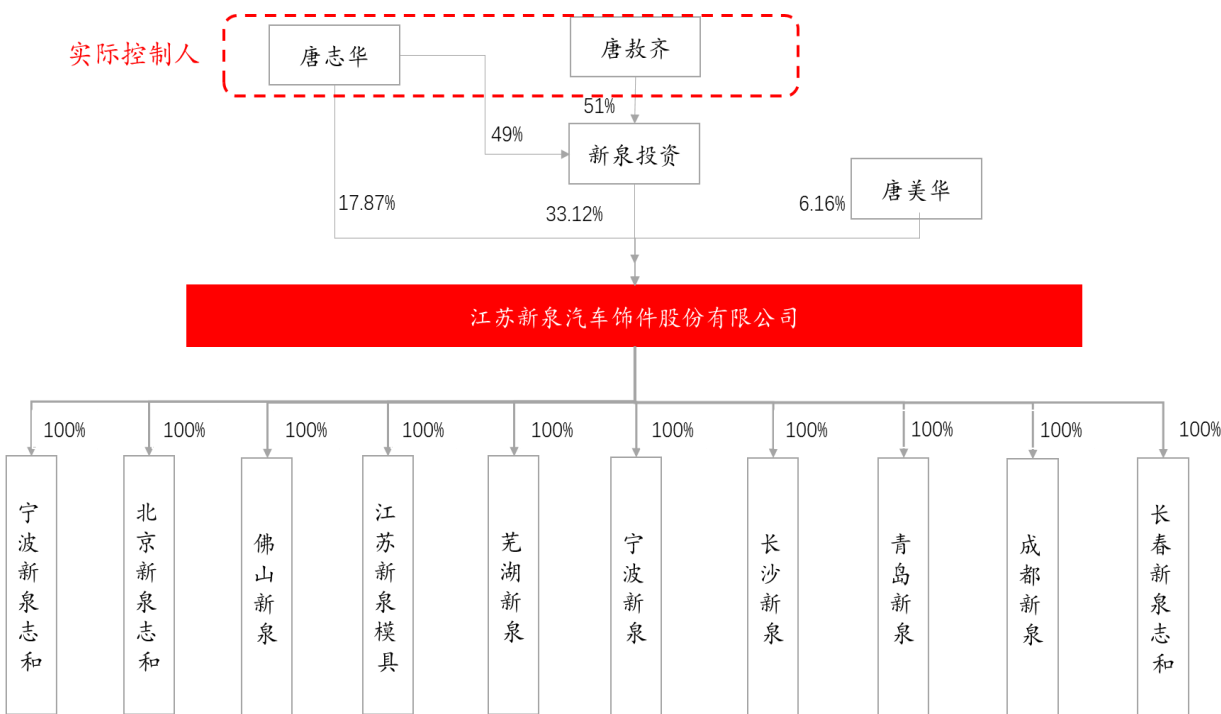
年份	敏实集团发展历程
1992	宁波敏孚机械有限公司成立；
1998	通用和大众成为公司客户，并开始生产车身结构件；
1999	与马自达和本田建立合作关系；
2000	敏实技术中心，开始生产装饰件；
2002	成为铃木和福特供应商，进入通用全球采购系统；
2003	日产成为公司客户，进入福特全球采购系统；
2004	丰田和三菱成为公司客户；
2005	公司在香港交易所上市；宝马成为公司客户，并进入丰田全球采购系统；
2006	PSA 和起亚成为公司客户；
2007	进入大众和克莱斯勒全球采购系统；
2008	进入宝马、菲亚特及PSA 全球采购系统；
2009	开始生产座椅骨架及排气管；
2011	江苏敏安汽车有限公司注册成立，电动汽车项目落户淮安；
2012	江苏淮安铝产品生产基地建成；
2013	收购德国CST GmbH公司，开始进入行李架，取得大量铝产品订单；
2014	收购Plastic Trim International Inc. 剩余50%股本；
2016	海外铝产品生产基地投产；布局新能源汽车零部件领域；
2017	CleanWave 新能源汽车电机在宁波的工厂开始试生产；
2018	在安吉投资建设安吉总部，生产汽车铝门框，机械设备及零部件等；

年份	新泉股份发展历程
2001	新泉有限公司成立
2006	设立芜湖新泉
2009	设立北京新泉，涉足门内护板总成和立柱护板总成产品
2010	设立宁波新泉，推广高端卡车顶置文件柜总成，完善商用车领域
2011	设立青岛新泉、常州分公司，增加流水槽盖板总成产品
2012	整体变更股份制，推出保险杠总成产品
2013	推出乘用车流水槽盖板总成产品
2015	上汽、吉利成为公司主要客户，为上汽荣威RX5、名爵MG6以及吉利博越等系列车型提供配套
2016	与广汽菲亚特展开深度业务合作，为其Jeep自由光开发供应配套饰件产品，吉利博越、帝豪和上汽荣威RX5产品上升并放量
2017	在上交所上市，股票代码“603179”，设立宁波新泉志和和佛山新泉
2018	为常州和长沙基地扩产募集，发行4.5亿元可转债，佛山和宁波基地开建，总共新增产能155万套仪表板总成，105万套门内护板总成，130万套立柱护板总成和115万套保险杠总成

创始人加持的优秀民企，股权结构稳定

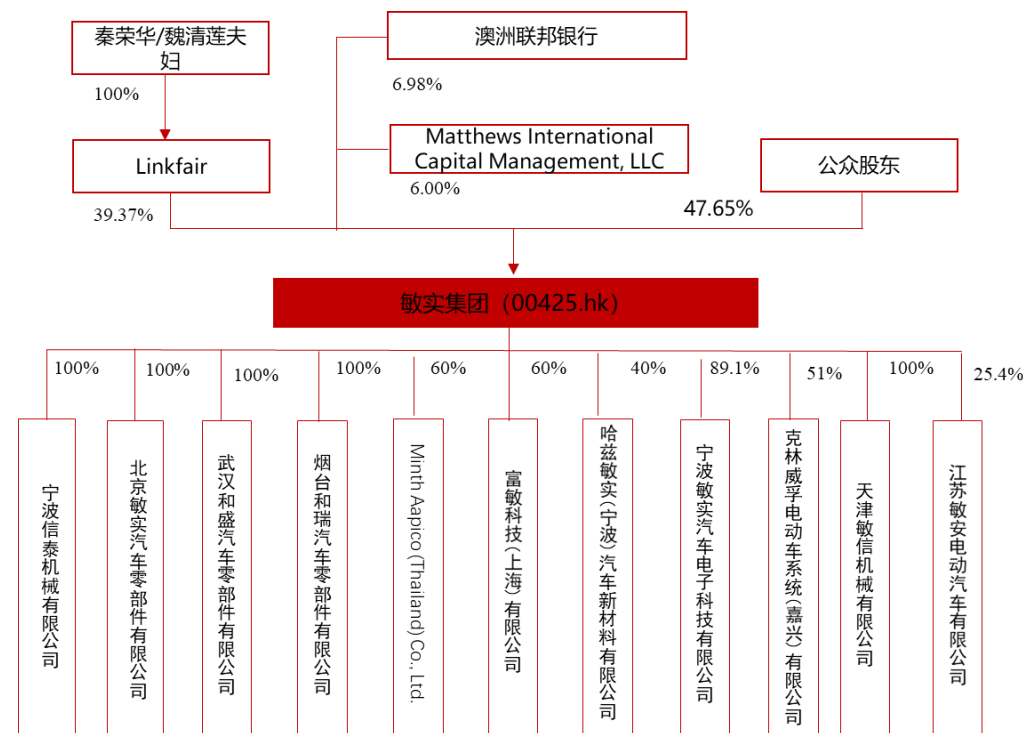
- 新泉股份唐敖齐和唐志华父子二人为公司实际控制人，唐美华为唐志华姐姐，三人共拥有公司57.15%股权，其中唐志华为公司董事长、CEO；
- 敏实集团实际控制人为秦荣华，在汽车零部件行业有近30年管理经验，自创立本集团起一直领导管理团队，拥有敏实39.37%股权，为公司董事会主席。

图表：新泉股份股权结构



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院整理

图表：敏实集团股权结构



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院整理

依托核心产品延伸产值—敏实，从装饰条到全品类外饰件

- 敏实集团以装饰条为最初业务，后形成了以装饰条、车身结构和装饰件为主的传统车身结构件，座椅骨架和行李架等轻量化铝产品和电动汽车零部件等新产品三大业务主线。

装饰条

始于1993年

- 内/外水切
- 门框饰条
- 前/后挡风饰条
- 保险杠饰条
- 车顶饰条
- 车窗密封条
- ...



新能源汽车



新产品

- 率结构件
- 塑料前段模块
- 电动滑门系统
- 电动尾门系统
- 排气系统
- ...



车身结构件

始于1999年

- 门框
- 导轨
- 防撞梁
- B/C盖板
- 天窗滑轨
- 侧窗总成
- 脚踏板
- ...



装饰件

始于2003年

- 轮圈盖
- 格栅
- 车侧饰条
- 三角窗饰条
- 牌照板
- 门把手
- 挡泥板
- 雾灯罩
- ...



行李架

始于2013年

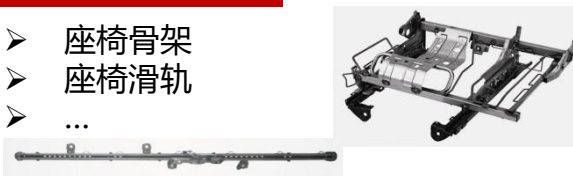
- 行李架
- ...



座椅骨架

始于2010年

- 座椅骨架
- 座椅滑轨
- ...



依托核心产品产值：新泉，从商用车内饰到乘用车内饰总成

- 新泉股份以仪表板总成开始，形成了以仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成和顶置文件柜为主的汽车内饰系列和以流水槽、保险杠为主的汽车外饰，拥有全产品、全系列汽车饰件，致力于成为汽饰整体方案供应商。

仪表板总成

始于2001年



汽饰整体方案供应商



保险杠

始于2012年



护板总成

始于2009年

- 门内护板总成
- 立柱护板总成



顶置文件柜

始于2010年



流水槽

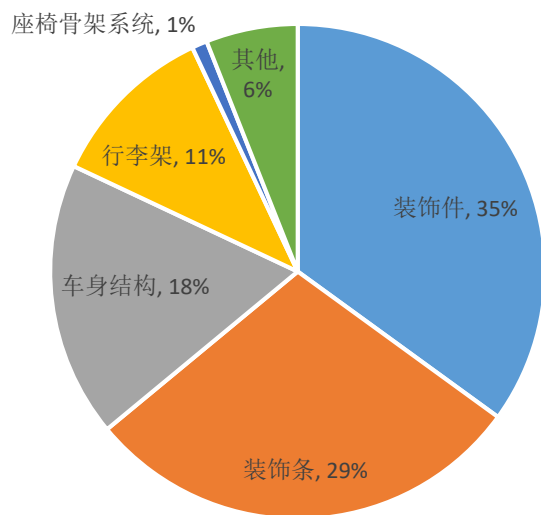
始于2011年



核心产品收入占比情况

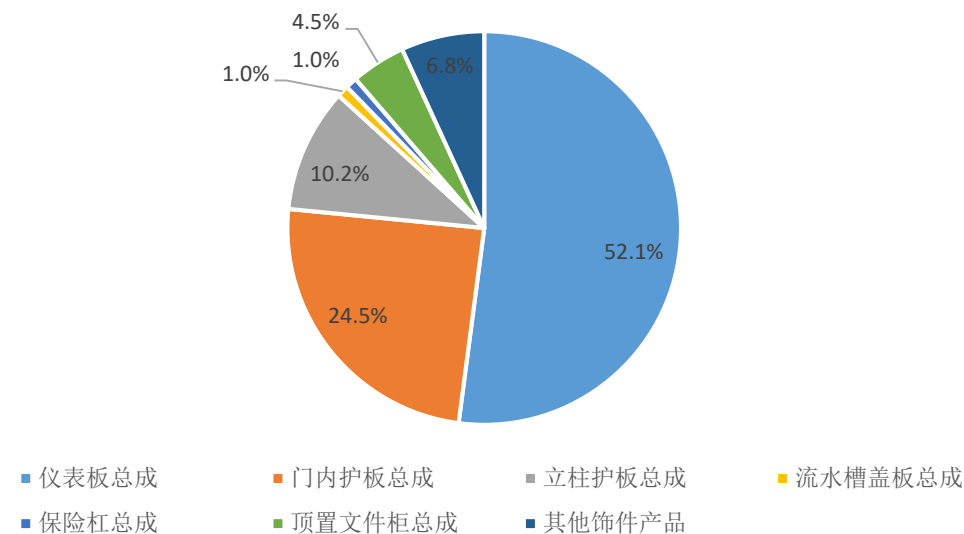
- 敏实集团产品收入结构中，装饰件、装饰条和车身结构等传统汽车零部件仍为最主要业务，分别占比35%、29%和18%，行李架占比11%；
- 新泉股份产品收入结构中，仪表板总成成为其拳头产品，占比超过一半达52.1%，门护板总成与立柱护板分布达24.5%与10.2%。

敏实集团各产品收入占比情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

新泉股份各产品收入占比情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

各有倚重，客户拓展志在必得

下游客户分布对比

敏实下游客户主要为外资品牌，包括全球主流车企



新泉下游客户主要为自主品牌，从商用车企拓展至乘用车企



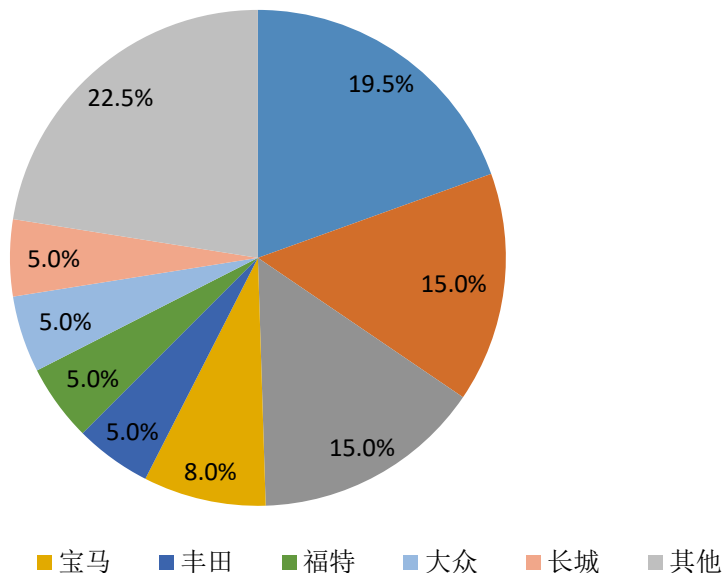
VS

各有倚重，客户拓展志在必得

客户收入占比对比

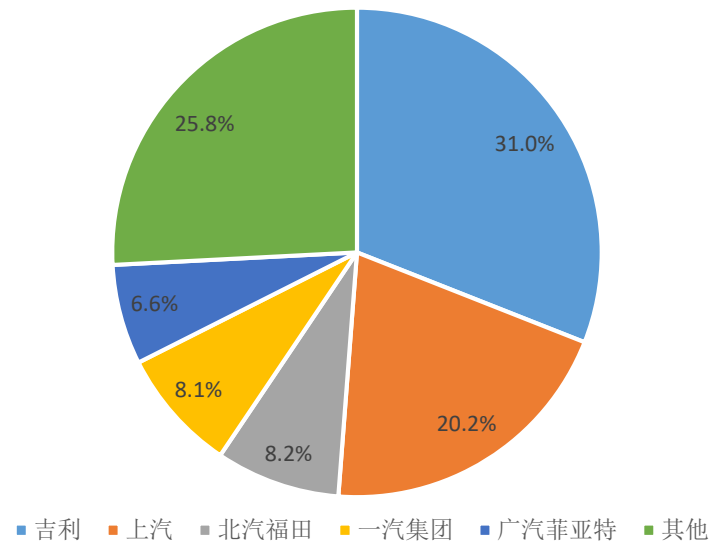
- 敏实集团客户主要倚重日系，其次为美系、欧系车企，自主占比较小，未来拓展重点在强势自主品牌。前五大客户分别为通用、日产、本田、宝马、丰田，CR5占营收比为62.2%，客户众多、集中度合理；
- 新泉股份客户主要倚重于自主品牌，客户拓展重点在合资与外资车企。前五大客户分别为吉利、上汽、北汽福田、一汽、广菲克，CR5占营收比为74.2%，CR2超过50%，客户集中度较高，预计不断开拓客户下将逐步回归合理。

敏实集团客户营收占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

新泉股份客户营收占比



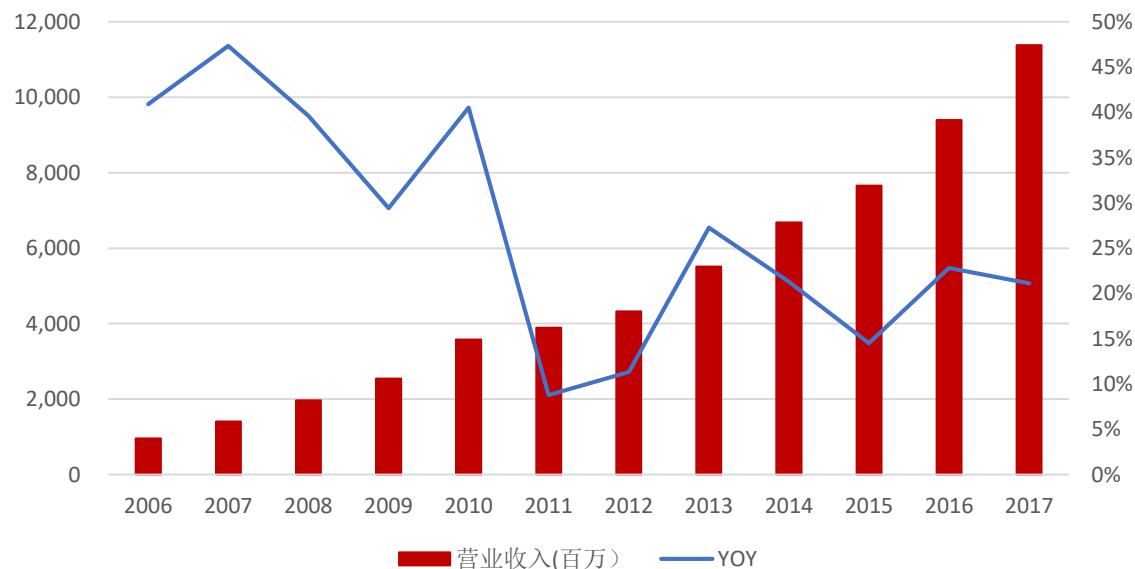
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

日积跬步，营收利润稳步增长

敏实客户逐步拓展十年稳步高增长

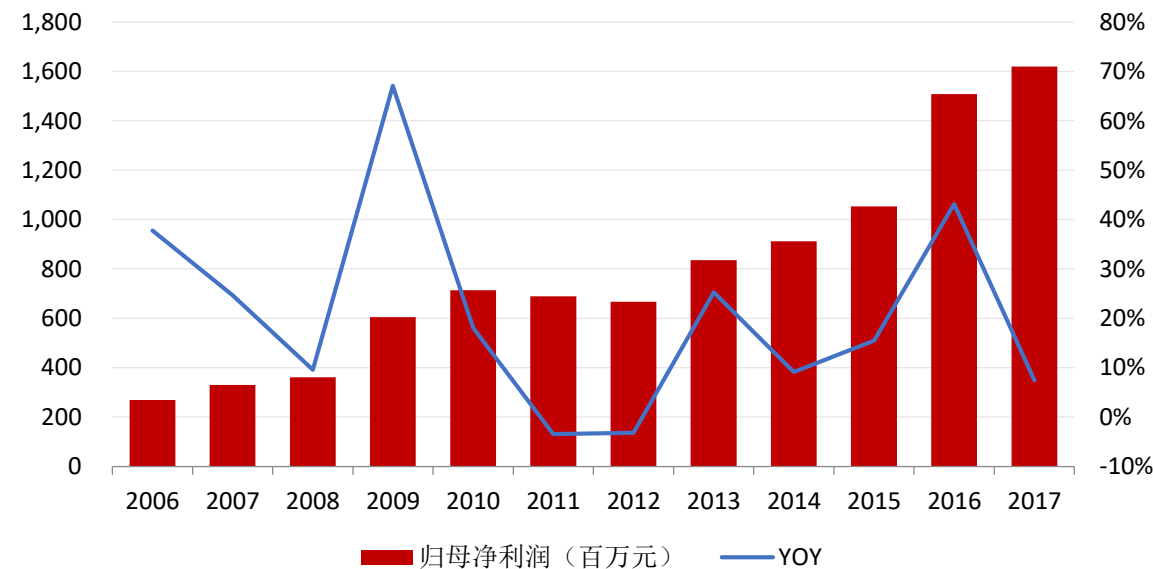
- 敏实集团主要客户为日系、美系和欧系车企，随全球著名车企发展而放量，营业收入由2006年6.79亿元，增长至2017年113.85亿元，**复合增速达25.3%**；
- 敏实归母净利润由2006年的2.69亿元，增长至2017年16.2亿元，**复合增长率达17.7%**。

敏实集团营业收入情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

敏实集团归母净利润情况



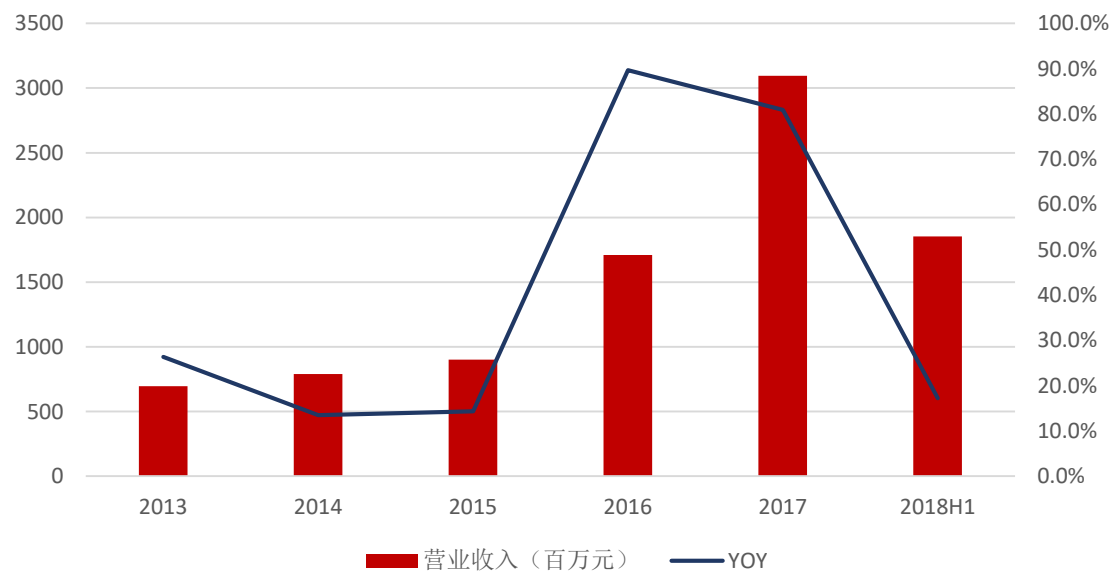
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

日积跬步，营收利润稳步增长

新泉受益爆款车放量实现飞跃

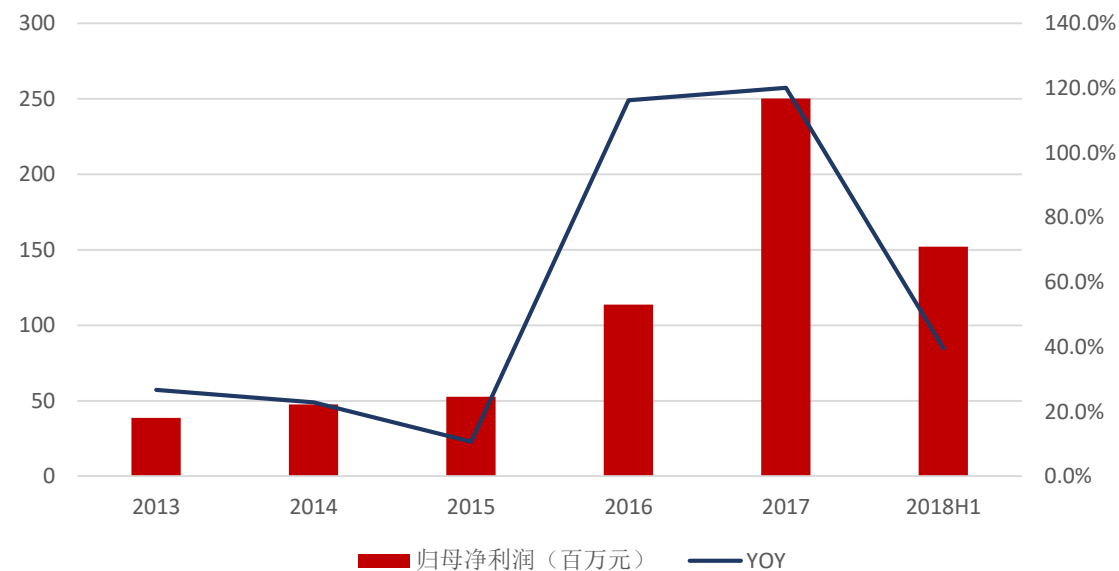
- 新泉股份的主要客户为吉利、上汽和奇瑞等自主品牌车企，随着吉利博越、帝豪和远景SUV，上汽荣威RX5等爆款车销量大增，公司业绩实现快速增长，营业收入由2012年的5.50亿元，增长至2017年30.95亿元，**复合增长率为41.3%**；
- 新泉股份归母净利润由2012年的0.31亿元，增长至2017年2.50亿元，**复合增长率达52.3%**。

新泉股份营业收入情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

新泉股份归母净利润情况

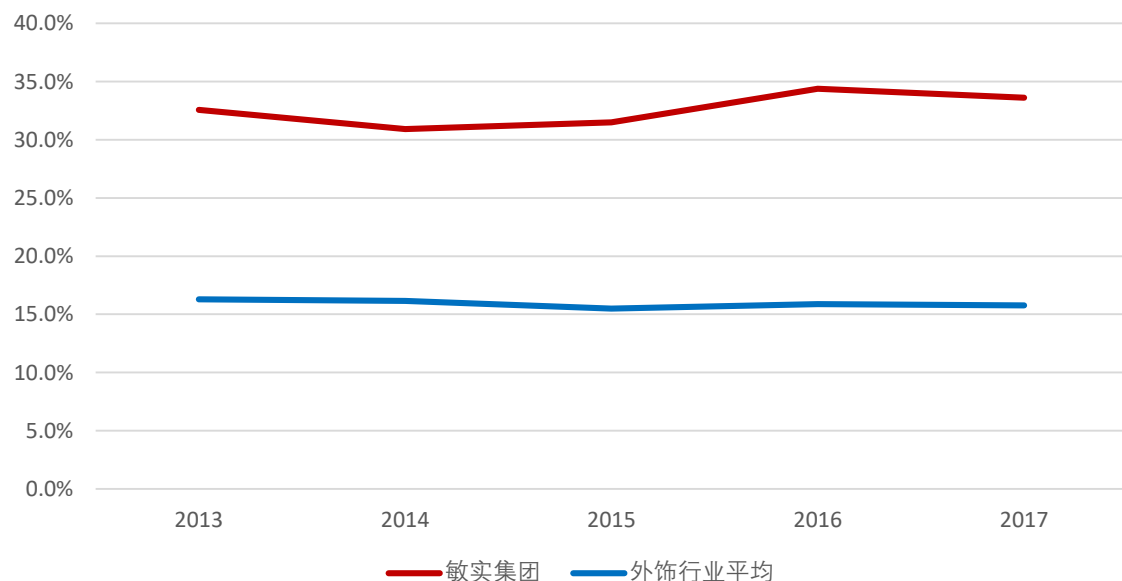


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

毛利率高于行业竞争对手

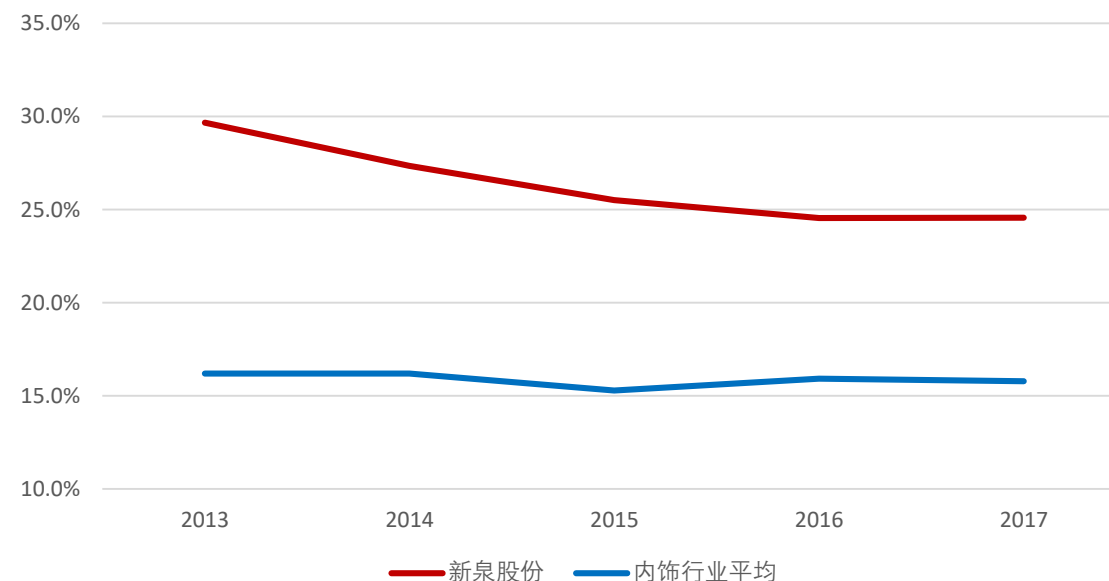
- 敏实毛利率逐步稳定，处于30%-35%之间，远高于外饰行业平均的15%-20%，由于敏实集团主要配套的是欧、日、美系车企，产品价值量高于行业平均，且规模优势下成本优势明显。
- 新泉毛利率虽有一定下降，但仍高于内饰行业平均，下降最主要的原因是公司客户需求增速超过了公司产能增速，导致公司外协件增加，外协件毛利率远低于自产产品，因而影响公司毛利率，在公司产能达产后毛利率有望回升。

敏实和外饰行业毛利率对比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

新泉和内饰行业毛利率对比



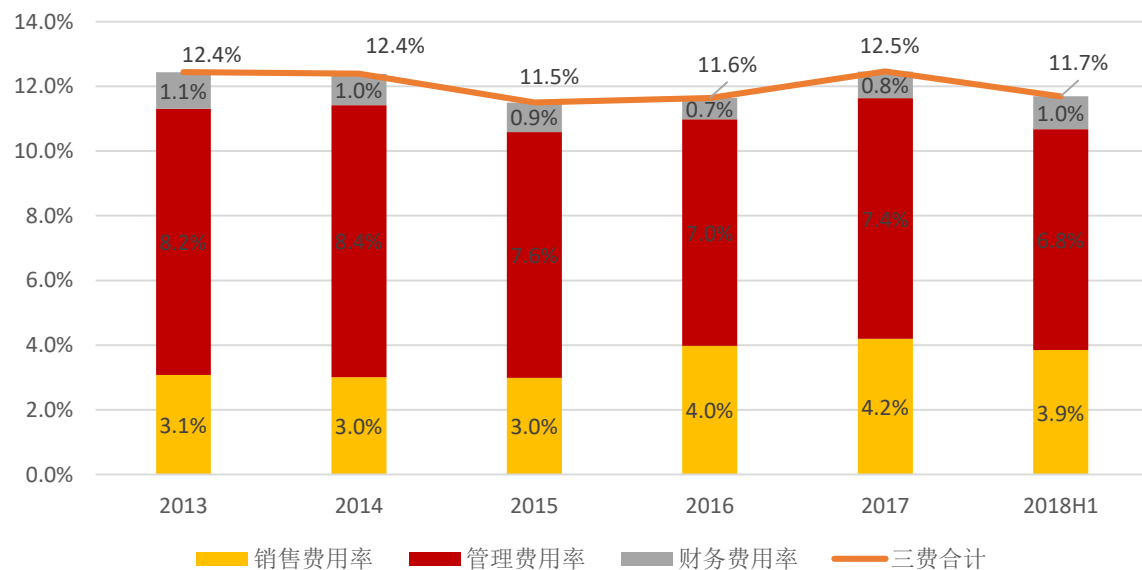
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

费用控制良好，盈利能力优于行业

费用及变化情况对比

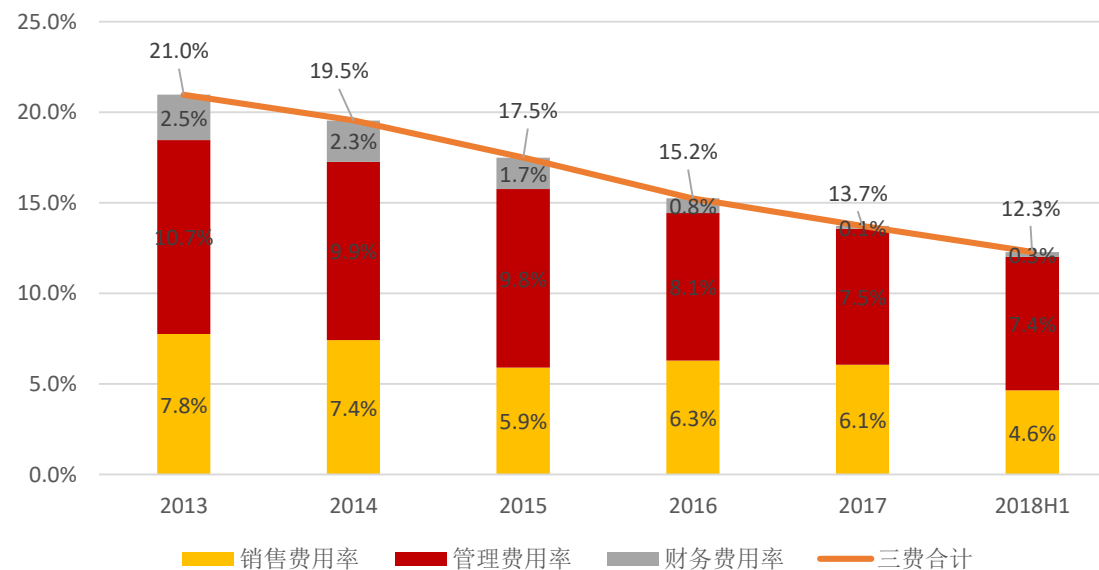
- 敏实集团业务趋于成熟，费用控制良好，近五年三费均控制在12%左右；
- 新泉股份近年来三费率快速下降，由2013年的21.0%下降至2017年的13.7%，2018H1为12.3%，我们预计随着新泉股份规模扩张，业务逐渐成熟，三费率也将维持在12%左右。

敏实集团三费情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

新泉股份三费情况



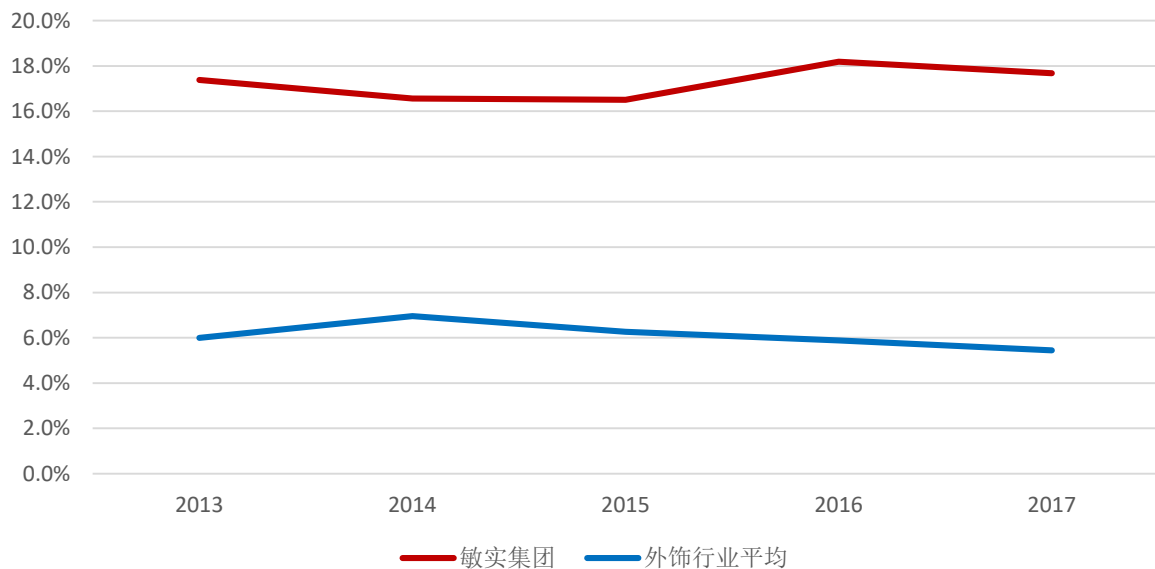
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

费用控制良好，盈利能力优于行业

净利率及变化情况对比

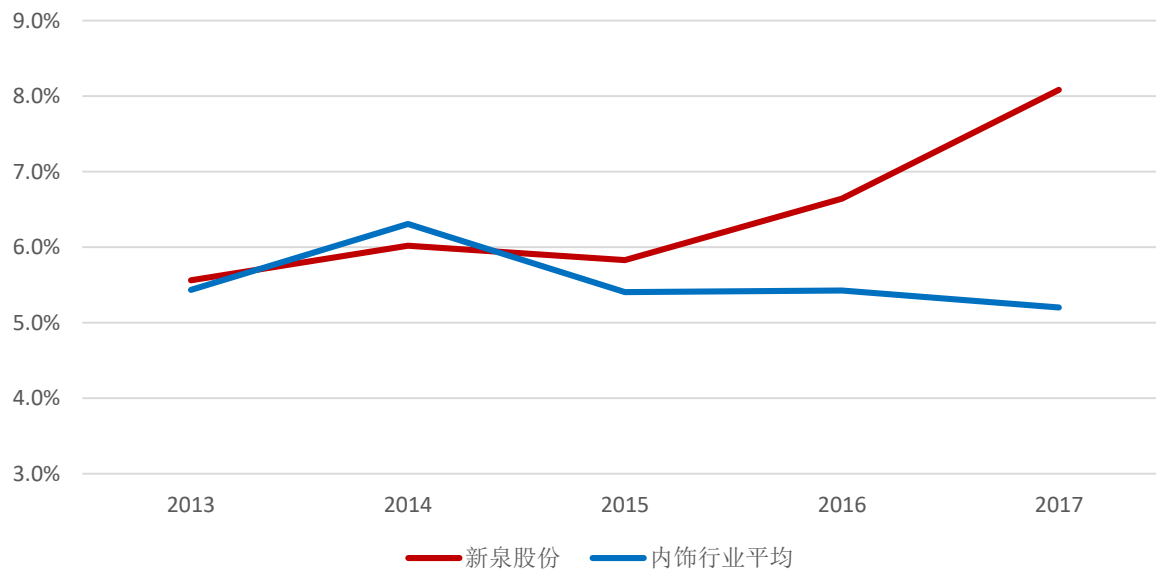
- 敏实集团净利率维持在16%-18%之间，处于相对稳定状态，远高于行业平均的6%；
- 新泉股份净利率逐渐走高趋势，而内饰行业净利率呈现走低趋势，新泉2017年净利率达8.1%，高出行业平均2.9pct，显示出公司盈利能力突出；

敏实和外饰行业净利率对比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

新泉和内饰行业净利率对比

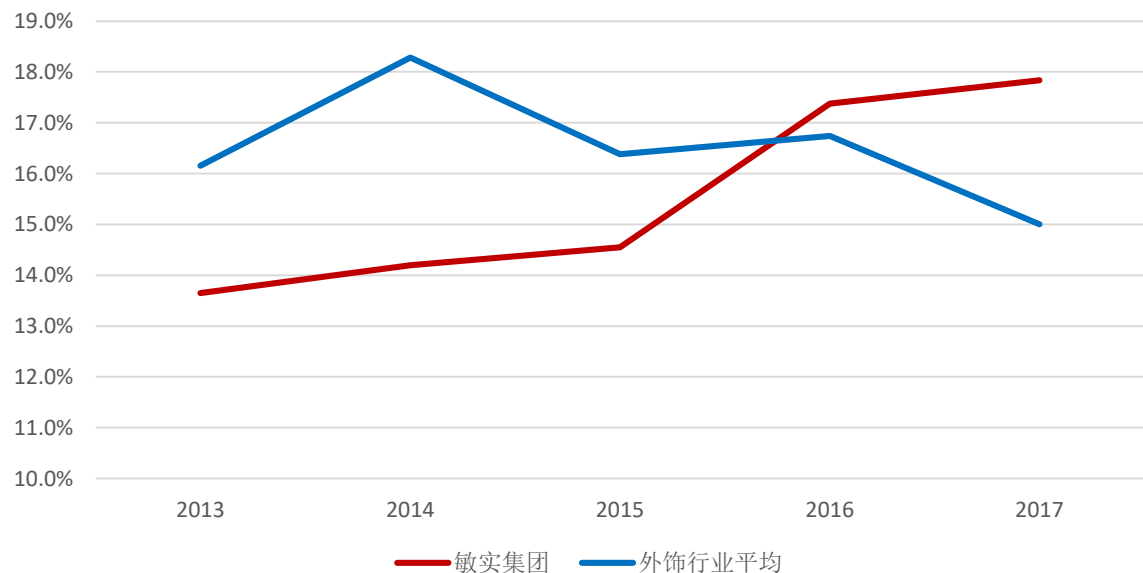


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

ROE及变化情况对比

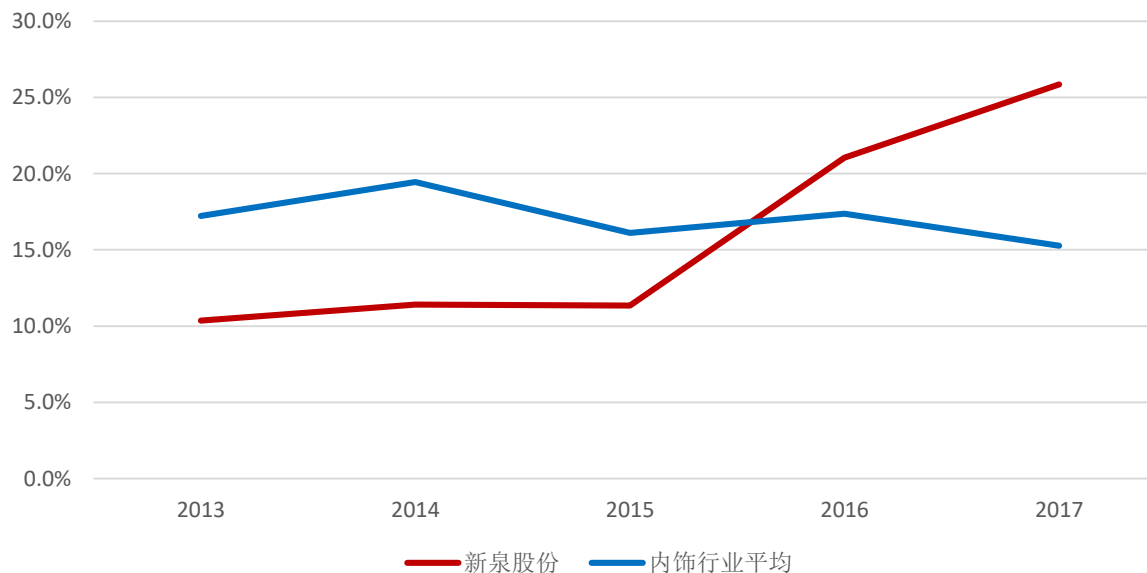
- 敏实集团ROE呈现上升趋势，从2013年的13.7%，上升至2017年的17.8%，而外饰行业平均ROE呈现下降趋势，自2016年起敏实ROE就超过行业平均；
- 新泉股份ROE在2016和2017年呈现快速上升趋势，2017年新泉ROE（加权）达25.9%，远超过行业平均的15.3%。

敏实和外饰行业ROE对比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

新泉和内饰行业ROE对比

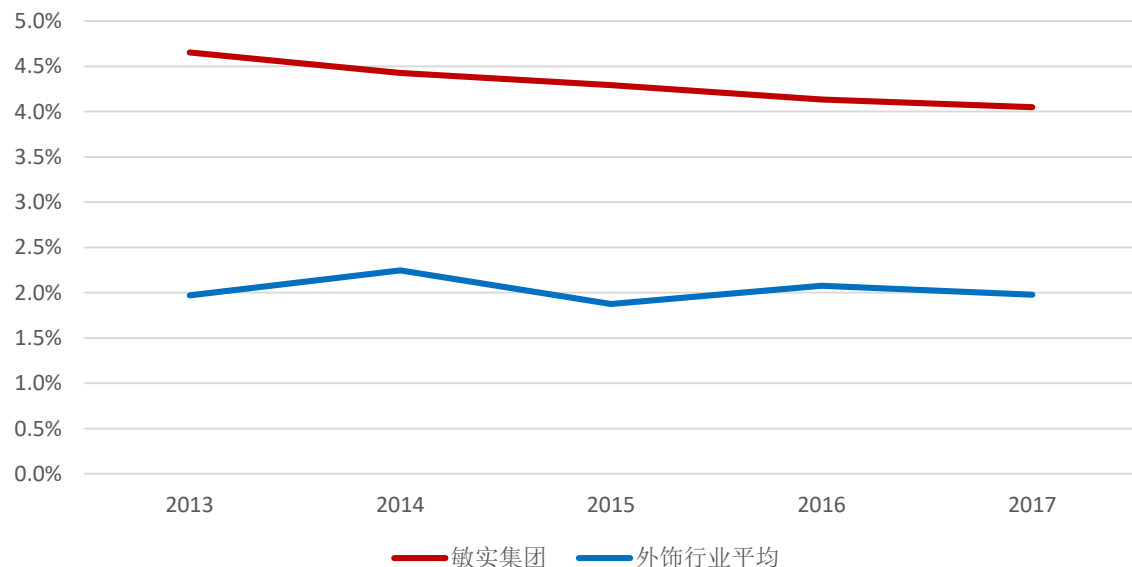


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

研发费用及变化情况对比

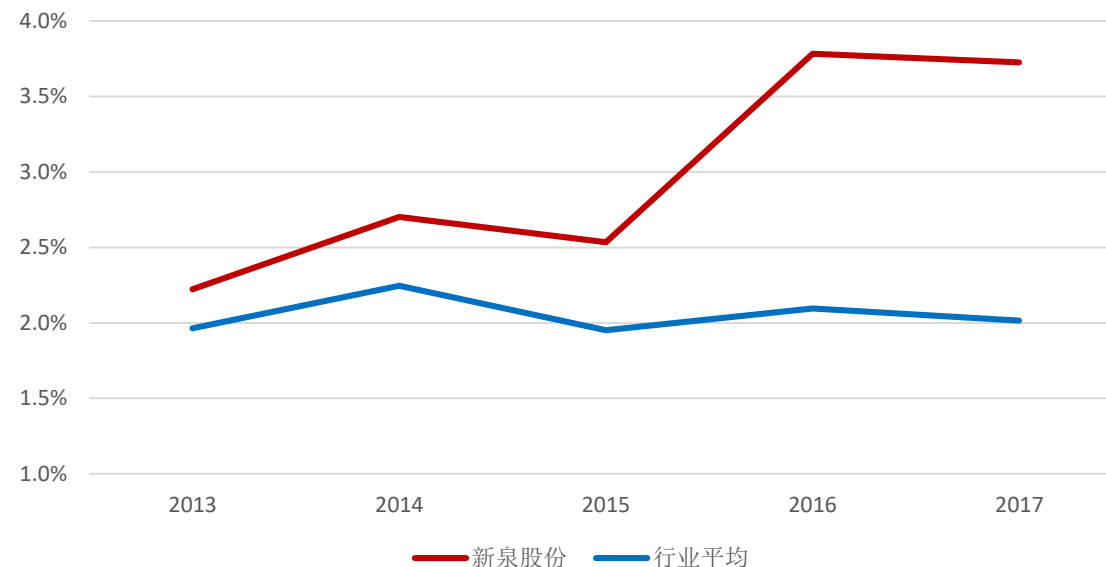
- 敏实集团研发费用由2013年2.60亿元增长至2017年4.64亿元，年复合增长率为15.6%，研发占营收比一直处于4%以上，高于外饰行业平均2%；
- 新泉股份研发费用由2013年0.15亿元增长至2017年1.15亿元，年复合增长率为65.3%，研发占营收比一直稳步提升，2017年为3.7%，而汽饰行业研发费用占比维持在2%左右，高出行业平均1.7pct。

敏实和外饰行业研发费用率对比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

新泉和内饰行业研发费用率对比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

战略布局产能，跟随客户成长

- 敏实集团近年来积极海外拓展，并布局轻量化铝产品和新能源车零部件，其战略导向为拓展欧日美系全球著名车企，并向汽车轻量化和新能源车布局；
- 新泉股份近年来主要是在全国主要汽车产业基地布局，以配套下游客户，并不断开发汽车饰件产品，其战略导向为积极拓展自主品牌，并逐渐向合资品牌渗透，致力于成为汽饰整体方案供应商。

年份	敏实集团产能规划情况
1992年	宁波敏孚机械有限公司成立；
2007年	与日本商社共同收购北美PTI公司
2008年	Minth AAPICO泰国有限公司成立
2009年	与AAPICO合资的泰国第一家工厂投产
2010年	墨西哥第一家工厂投产
2011年	江苏敏安汽车有限公司注册成立，电动汽车项目落户淮安；
2012年	泰国第二家工厂投产，江苏淮安铝产品生产基地建成；
2013年	收购德国CST公司，开始进入行李架，取得大量铝产品订单；
2016年	海外铝产品生产基地投产；布局新能源汽车零部件领域；
2017年	CleanWave 新能源汽车电机在宁波的工厂开始试生产；
2018年	在安吉投资建设了浙江信正精密科技有限公司、浙江敏泰科技有限公司、浙江敏实科技有限公司，建立安吉总部；

年份	新泉股份产能规划情况
2001年	新泉汽车内饰有限公司成立
2006年	设立芜湖新泉，配套奇瑞汽车
2009年	设立北京新泉，涉足门内护板总成和立柱护板总成产品
2010年	设立宁波新泉，推广高端卡车顶置文件柜总成，完善商用车领域
2011年	设立青岛新泉、常州分公司，增加流水槽盖板总成产品
2012年	设立长春新泉和江苏新泉模具
2015年	设立长沙新泉，配套广汽亚菲特
2017年	设立宁波新泉志和和佛山新泉，配套吉利等
2018年	设立成都新泉，为常州和长沙基地扩产募集，发行4.5亿元可转债，佛山和宁波基地开建，总共新增产能155万套仪表板总成，105万套门内护板总成，130万套立柱护板总成和115万套保险杆总成；

战略布局产能，跟随客户成长

- 全球化方面，敏实集团通过其2个中国主要工厂和美国，泰国及墨西哥工厂为全球市场供货，同时，也拥有日本及德国的销售和设计中心；
- 在中国，敏实经营超过30个工厂-嘉兴,宁波,广州,海南,武汉,重庆,福州,天津,长春,烟台等，这些工厂战略性根据主机厂分布而建造，利用其广泛的销售网络，敏实为客户提供高效、准时的交货和低成本的产品。

图表：敏实集团中国布局



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院整理

图表：敏实集团全球布局



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院整理

战略布局产能，跟随客户成长

- 新泉股份以长三角、京津、华中、华南汽车产业集群为市场基础，在常州、丹阳、芜湖、宁波、北京、青岛、长春、鄂尔多斯、长沙、佛山等10个城市设立了制造基地，大幅提升产品准时交付能力，并有效降低产品运输成本。

图表：新泉股份制造基地布局



资料来源：公司招股说明书、太平洋证券研究院整理

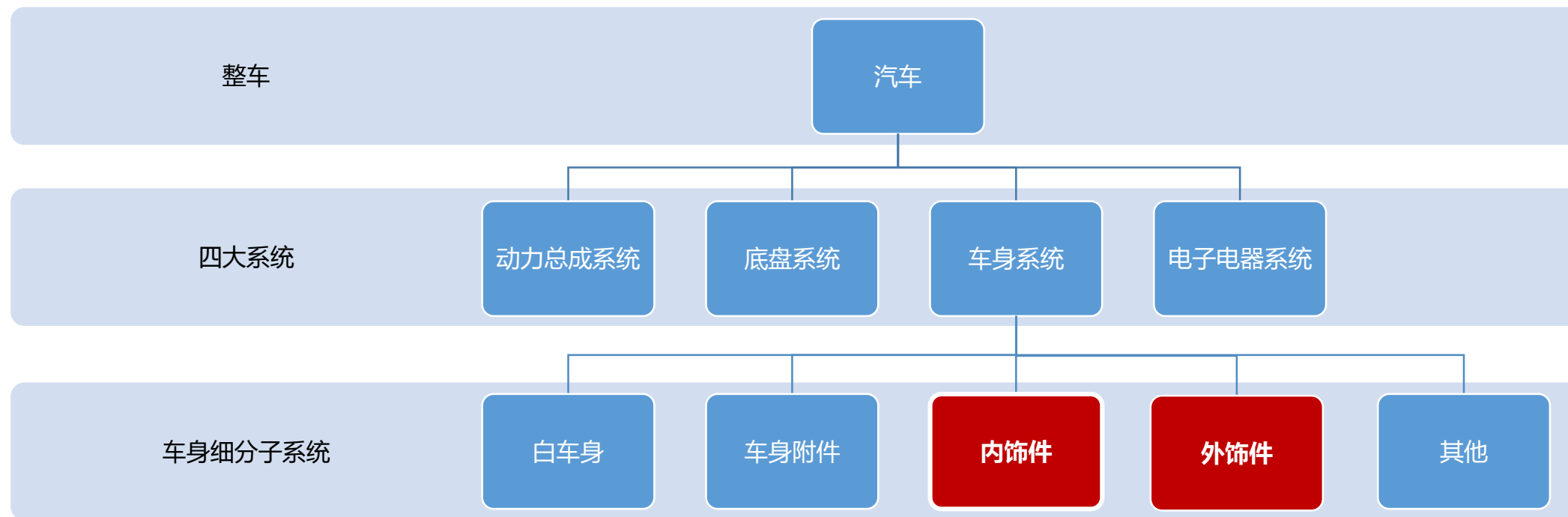
2. 内饰VS外饰，巨大规模下的格局涌动

- ◆ 产品、成本、工艺对比
- ◆ 6000亿以上市场规模，天花板不断上移
- ◆ 行业格局稳中有变，暗流涌动孕育生机



行业地位牢靠，无可替代的持续升级

- 汽车主要由动力总成、底盘、车身和电气设备四大系统组成，各系统通过零部件的有效组合实现汽车的各种功能，车身系统是用来容纳驾驶员、载运乘客和装载货物的空间结构；包括内饰件、外饰件、白车身、车门、车身附件等，对于汽车的结构性功能性和装饰性功能起到重要作用；
- 未来汽车的电动化与智能化趋势下，动力总成、底盘、电气等系统均面临巨大变革，部分零部件或将永久性取消；内外饰作为汽车的骨架支撑部分，具有**稳定与不可替代性**，且在消费品质升级下**价值量持续提升**。



产品种类繁多，价值量不菲

- 汽车内饰主要包括：座椅、仪表板、门护板、扶手箱、立柱护板、顶棚地毯、控制面板等零部件，起到装饰、支撑等作用；内饰类零部件单车价值量可达5000元左右；
- 汽车外饰主要包括：前后保险杠、格栅、轮盖、饰条、天窗、后视镜、门把手等零部件，起到装饰、保护等作用；外饰类零部件单车价值量合计可达3500元左右。

汽车内饰核心产品



资料来源：盖世汽车，太平洋证券研究院整理

汽车外饰核心产品



资料来源：盖世汽车，太平洋证券研究院整理

技术工艺成熟，但仍有提升空间

内饰件工艺仍在不断提升

- 随着消费者对内饰的舒适性、精致性和豪华性要求越来越高，大量的新技术、新材料和新工艺不断被采用；
- 汽车内饰主流的六大主要制造工艺包括：搪塑成型、聚氨酯喷涂、模内转印、模内嵌膜、水辅注塑和低压注塑；
- 内饰制造其他工艺还包括阴模吸覆、真皮包覆、IML、高光喷涂、高光注塑和亚光电镀等。

汽车内饰的六大生产工艺

工艺	主要流程	应用	有点	缺点
搪塑成型	粉箱与预热得搪塑模扣合后旋转，脱离粉箱后烧结、冷却	制作两只仪表板和门护板的表皮	工艺成熟，表皮花纹清洗、美观可以设计复杂的型面特征	设备、模具投入成本大
PU（聚氨酯）喷涂	在表皮成型模表面喷上脱模剂、模内漆、PU原料，冷却	仪表板、护板的表皮等	模具寿命长，原材料利用率高可实现表皮双色	新兴技术，原材料成本高
模内转印（IMD）	将有花纹的膜片吸附到注塑具的型腔表面，然后注塑塑胶	模仪表盘、空调面板、内饰件、车灯外壳、标志等	在成型过程中对塑料部件直接进行装饰，印刷图案层比较薄，易简化工艺	印刷图案层比较薄，易磨损，也易褪色
模内嵌膜（INS）	将膜片高压吸附在成型模具上，裁剪后注塑塑胶	仪表板、方向盘等	实现产品表面不同颜色纹理的精配，更好的时磨及耐候性	成本高，所需膜片尚未国产化
水辅注塑（WIT）	将熔体注入模具型度中，然后注入水，形成中空结构	门拉手等	冷却快。生产效率高可以生产更薄、表面更光滑的产品	工艺控制要求高
低压注塑	很低的注塑压力将热熔材料注入模具并快速固化	门护板、立柱护板和包裹架护板等	表皮材料与塑料基材融为一体，不易脱落，环保	生产效率不高

外饰工艺发展成熟

- 喷涂、电镀和印刷是汽车外饰的三种主要表面处理工艺；
- 喷涂表面处理简便快捷；电镀工序较为复杂，但具有金属光泽和金属质感，装饰美观；印刷工序最多，自动化程度低，但能在立体曲面上进行印刷，适用于各种复杂外形的产品。

汽车外饰三种重要表面处理工艺



喷涂

- 表面处理简便快捷
- 可以速掩素材表面上的轻微缺陷
- 增加质感及色彩的鲜艳机多样化



电镀

- 工序根比喷难要为复杂，效率低
- 具有金属光泽和金属的质感，美观，装饰性强
- 可防止塑料老化，延长塑料件使用寿命



印刷

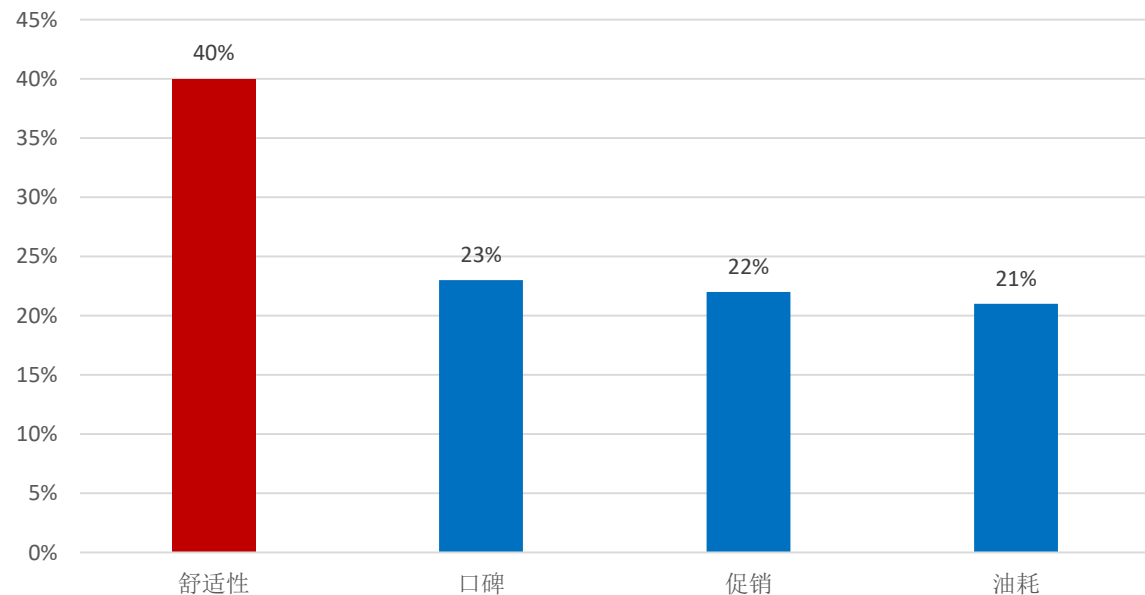
- 工序多，自动化程度低
- 能在产品立体曲面上进行印刷，适用于各种复杂外形的产品
- 可改变材料表面的质感

内饰品质影响消费，高端化趋势明显

内饰影响客户选购车型

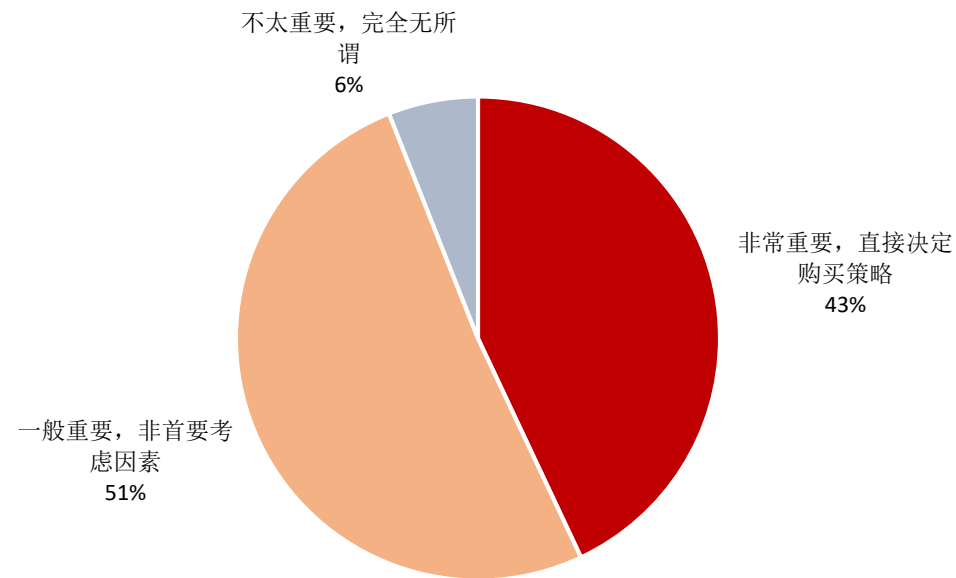
- 消费升级下，消费者在选购汽车时，对于汽车的驾驶体验要求提供，汽车的舒适性成为消费者购买时关注的第一属性，关注度高达40%；
- 内饰件作为汽车重要装饰品和驾驶体验很重要的部分，根据盖世汽车发布的市场调研结果，有43%的消费者认为汽车内饰非常重要，会直接影响汽车的购买决策。

消费者最终准备购车时，关注的主要因素



资料来源：尼尔森，汽车之家，太平洋证券研究院整理

消费者购车决策时，汽车内饰的重要程度



资料来源：盖世汽车，太平洋证券研究院整理

内饰品质影响消费，高端化趋势明显

内饰件高端化趋势明显

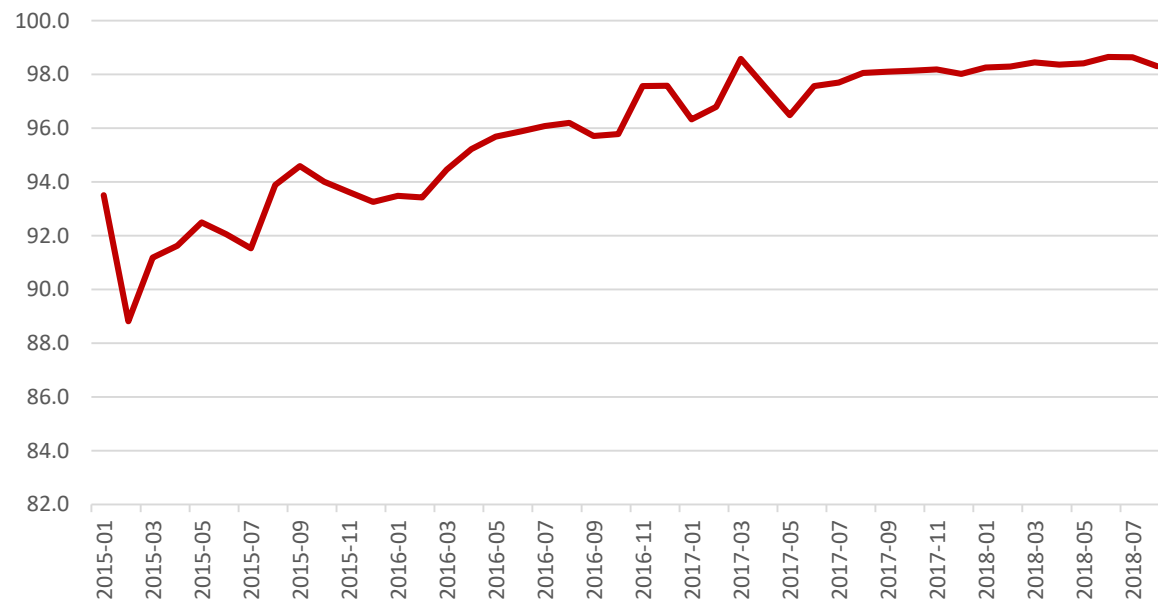
- 随着汽车从中低端往中高端升级，汽车内饰也存在高端化趋势。目前，5万元以下的汽车内饰大部分是注塑件，体验感较差，8-12万则开始使用搪塑件，18-30万则使用内饰皮革包裹工艺，30万以上则使用竹制桃木装饰，采用更高端的皮革包裹材料；
- 由于消费者对内饰需求提升，汽车内饰用品价格指数呈现走高趋势，由2015年最低不足90，增长至目前稳定在98左右。

汽车内饰规格随着价格提升

价格	内饰特点
5万以下	内饰大部分是注塑件，到处都是硬邦邦。
5-8万	内饰大部分是注塑件，饰板开始有采用喷漆、亮面烤漆、塑料电镀等工艺。
8-12万	中控台开始采用较软的搪塑件，质量较高的仿桃木饰板开始出现。
12-18万	金属饰板、方向盘皮革包裹工艺、更精细的塑料表面处理工艺开始出现。
18-30万	更多的使用内饰皮革包裹工艺，内饰安装更紧密，缝隙更小。
30万以上	竹制桃木装饰、胡桃木装饰开始出现，采用更高档的皮革包裹材料。

资料来源：pcauto，太平洋证券研究院整理

汽车内饰用品价格指数



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

6000亿以上市场规模，天花板不断上移

- 我们推测2017年全球汽饰行业市场规模达6042.1亿元，其中内饰行业市场规模约为2850.23亿元，预计2020年，全球内饰行业市场规模将达3206.12亿元，外饰规模将达3590.42亿元；
- 中国内饰2017年市场规模约为843.27亿元，外饰市场规模约为944.34亿元，预计2020年，中国内饰市场规模将达932.21亿元，外饰规模为1043.95亿元。

内外饰行业规模稳步增长

年份	单位	2017	2018E	2019E	2020E	2025E	2030E
全球汽车总销量	万辆	9761.07	10151.51	10557.57	10979.87	11419.07	11875.83
国内汽车总销量	万辆	2887.90	2974.54	3069.72	3192.51	3447.91	3689.27
国内内饰市场规模	亿元	843.27	868.56	896.36	932.21	1006.79	1077.27
全球内饰市场规模	亿元	2850.23	2964.24	3082.81	3206.12	3334.37	3467.74
国内外饰市场规模	亿元	944.34	972.67	1003.80	1043.95	1127.47	1206.39
全球外饰市场规模	亿元	3191.87	3319.54	3452.32	3590.42	3734.03	3883.40
中国内外饰市场规模	亿元	1787.61	1841.24	1900.16	1976.16	2134.26	2283.66
全球内外饰市场规模	亿元	6042.10	6283.78	6535.13	6796.54	7068.40	7351.14

资料来源：中汽协，太平洋证券研究院整理

行业格局稳中有变，暗流涌动孕育生机

海外主流内饰企业

- 海外内饰件巨头由于工艺技术先进，占据竞争优势，海外内饰巨头包括佛吉亚、安通林、河西、丰田纺织、李尔、麦格纳等；除丰田合成其他大部分均参与全球车企配套。

企业	国家	主要配套车企	主要产品	2017年营收规模 (亿美元)
佛吉亚	法国	奥迪、宝马Mini、奔驰、大众、克莱斯勒、福特、通用、标志、菲亚特、沃尔沃等	座椅系统、汽车面板和中央控制台、驾驶舱成品、车门面板和模块、车载音频产品和模块等	191.70
安通林	西班牙	奥迪、宝马、奔驰、大众、观致、沃尔沃、通用福特、本田、丰田、现代、特斯拉、上汽、奇瑞等	车顶系统、车门系统、照明系统、座舱系统等	56.92
李尔	美国	福特、通用、奥迪、宝马等	座椅、仪表盘、车门面板，车顶内蓬系统，地毯等	204.67
麦格纳	加拿大	克莱斯勒、奔驰、宝马、奥迪、大众、通用、福特、标致、雪铁龙等	汽车座椅等	389.46
河西	日本	本田、丰田三菱扶桑、日野，五十铃，马自达、铃木、大众、通用、捷豹路虎等	车厢内饰件、行李箱内饰件、隔音部件等	19.92
丰田纺织	日本	丰田、宝马、凯迪拉克、夏利等	座椅、顶棚、仪表板、中央储物箱、门板、地毯、遮物帘、消音垫等纺织纤维材料	134.44
丰田合成	日本	丰田等	仪表盘、扶手箱、中央组合仪表、储物箱、照明保护板、前柱装饰件、内把手用LED灯组件等	72.81
瑞延理化	韩国	现代等	门饰总成、座椅总感车顶内社，露盖架、行李架、显示屏总成、柱饰件	18.77
现代摩比斯	韩国	现代、起亚等	散热器、前灯、保险杠等	249.84

行业格局稳中有变，暗流涌动孕育生机

国内主要内饰企业

- 2009年起中国汽车产量就位居全球首位，中国自主车企崛起，带动中国汽车零部件企业发展，内饰企业快速发展，呈现一超多强的局面；
- 低成本、快速响应，助力本土内饰企业实现进口替代。新泉股份聚焦自主品牌，实现快速增长；宁波华翔、拓普集团、岱美股份、常熟汽饰等均成功打入合资品牌。

企业	下游客户	主要内饰产品	2017营收规模 (亿元)
新泉股份	上汽、吉利、广菲克、奇瑞、一汽解放、福田等	仪表板、门内护板、立柱护板、顶柜等	30.95
华域汽车	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、一汽大众、长安福特、北京现代、长城、江淮、吉利等	仪表盘、门板、座椅系统、安全带、安全气囊等	1404.87
宁波华翔	大众、宝马、福特、通用、捷豹路虎、奔驰、丰田、沃尔沃、上海汽车、一汽轿车、东风日产等	仪表板、门板、立柱、装饰条等	148.07
一汽富维	一汽大众、一汽轿车、一汽解放等	汽车座椅、仪表板、门板等全内饰产品	127.33
东风科技	东风汽车、东风有限	仪表板、顶棚等	61.02
拓普集团	宝马、上汽通用、吉利、长安福特等	前围板、行李箱隔板、顶棚、主地毯等	50.90
双林股份	上汽通用五菱、长安等	仪表板、门板、立柱等	42.79
岱美股份	通用、福特、克莱斯勒、大众、长城、上汽等	遮阳板、头枕、座椅等	32.47
常熟汽饰	奔驰、宝马、奥迪、一汽大众、上汽通用、奇瑞等	门内护板、仪表板、遮阳板、衣帽架等	13.39
钧达股份	海马、力帆、河西、弗吉亚等	仪表板、门板等	11.53

行业格局稳中有变，暗流涌动孕育生机

汽车外饰主要企业

- 汽车外饰海外主要汽车包括弗吉亚。麦格纳、丰田合成、全耐模塑、伟世通和现代摩比斯；
- 国内汽车外饰企业主要有延锋、敏实集团、模塑科技和新泉股份等。

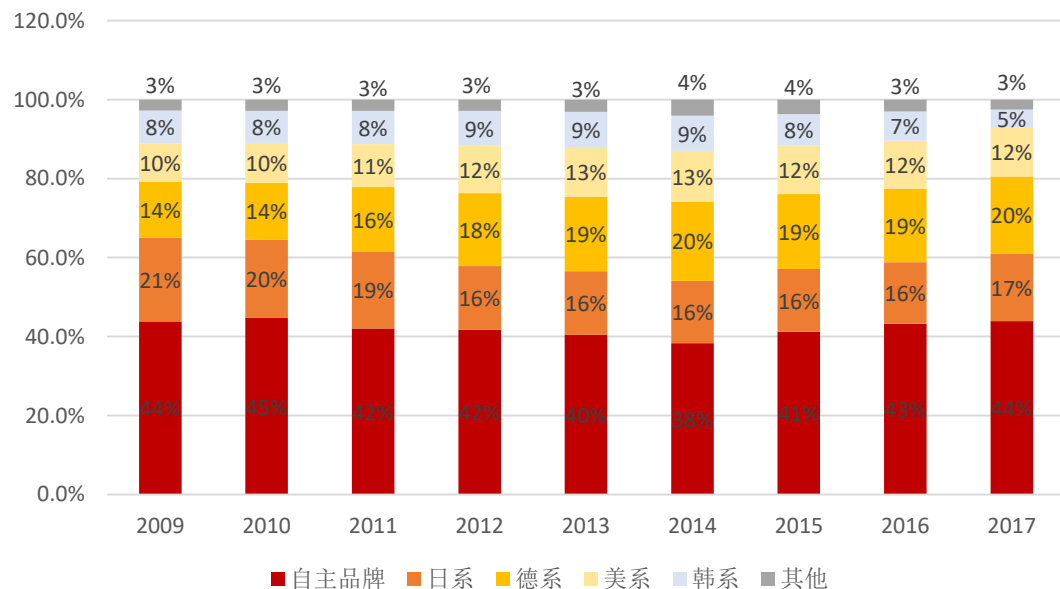
企业	国家	主要配套车企	主要产品	2017年营收规模 (亿美元)
佛吉亚	法国	奥迪、宝马、奔驰、大众、克莱斯勒、福特、通用、标志、菲亚特、沃尔沃等	保险杠、格栅、翼子板等	191.70
麦格纳	加拿大	克莱斯勒、奔驰、宝马、奥迪、大众、通用、福特、标致、雪铁龙等	保险杠、格栅、车顶系统、翼子板等	389.46
丰田合成	日本	丰田、本田、铃木等	散热器格栅、毫米波雷达标识、后门装饰件、挡泥板、轮盖、	72.81
全耐模塑	法国	大众、菲亚特、宝马、奔驰、通用等	保险杠、车体外板、格栅等	95.96
伟世通	美国	东风、日产、本田、神农等	轮罩、外侧板、保险杠等	31.46
现代摩比斯	韩国	现代、丰田、日产等	保险杠、散热器、格栅等	249.84
延锋	中国	大众、通用、上汽等	保险杠、复合尾门、复合翼子板等	142.78
敏实集团	中国	奔驰、大众、克莱斯勒、福特、通用、现代、菲亚特、沃尔沃、本田、丰田、起亚、上汽、三菱等	三角盖板、门把手总成、格栅、轮盖、标牌、门框、导轨等	114.55
新泉股份	中国	一汽、中国重汽、陕西重汽、上汽、吉利、奇瑞等	保险杠、流水槽	30.95
模塑科技	中国	丰田、本田、铃木等	保险杠、格栅、牌照板、轮口、防护板总成	43.40

行业格局稳中有变，暗流涌动孕育生机

自主品牌崛起带来新的机遇

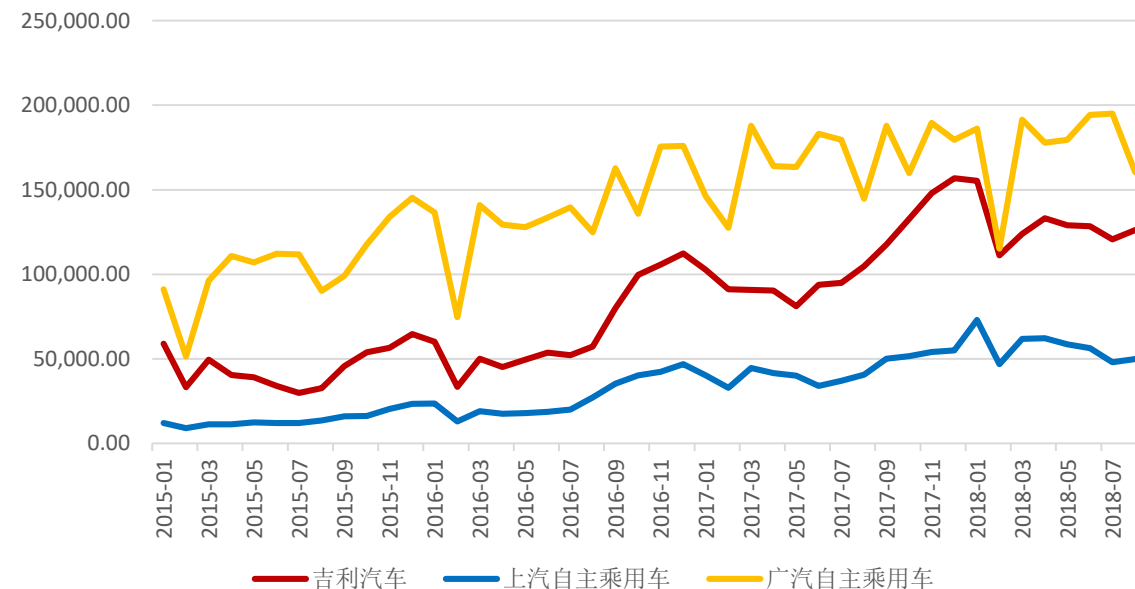
- 整车厂往往联合一级零部件供应商对各零部件进行设计和开发，并由一级供应商完成生产，最后由整车厂完成组装，整车厂和一级供应商一般会深层次绑定；
- 我国乘用车自主品牌市场占有率有2014年的38%，增长至2017年的44%，市占率提升了6pct，吉利、上汽乘用车和广汽乘用车等明星企业销量大幅提高，将逐步引领自主零部件厂商崛起。

各车系市场份额变化



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

强势自主品牌月销量变化



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

行业格局稳中有变，暗流涌动孕育生机

全球汽饰整合，自主企业走向全球

- 自主品牌崛起，内资汽饰企业凭借技术进步带来的性价比优势和本土化服务的快速响应能力迅速抢占市场；
- 部分海外企业由于竞争优势缩小，主动剥离汽饰业务，全球汽饰产业整合，自主内饰企业领来机遇，自主替代加速；
- 中国汽饰企业进入全球车企供应链，逐渐实现进口替代；新泉股份聚焦自主品牌，实现快速增长；华域汽车、宁波华翔、拓普集团、岱美股份、常熟汽饰等均成功打入合资品牌。

全球汽饰产业整合

时间	海外汽饰巨头	事件
2010	弗吉亚	收购汽车金属内饰部件生产商安德佳
2013	伟世通	向华域汽车出售国内内饰业务
2014	江森自控	将汽车顶棚及这样办业务出售与美国Atlas控股
2014	伟世通	玻璃内饰业务
2015	江森自控	与华域汽车重组内饰业务
2015	麦格纳	向安通林出售内饰业务
2016	江森自控	分拆内饰和座椅业务，成立Adient公司
2017	李尔	收购安通林座椅业务

资料来源：盖世汽车，太平洋证券研究院整理

中国汽饰企业走向全球

企业	下游客户
新泉股份	上汽、吉利、广菲克、奇瑞、一汽解放、福田等
华域汽车	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、一汽大众、长安福特、北京现代、长城、江淮、吉利等
宁波华翔	大众、宝马、福特、通用、捷豹路虎、奔驰、丰田、沃尔沃、上海汽车、一汽轿车、东风日产等
一汽富维	一汽大众、一汽轿车、一汽解放等
东风科技	东风汽车、东风有限
拓普集团	宝马、上汽通用、吉利、长安福特等
双林股份	上汽通用五菱、长安等
航天模塑	上汽通用、一汽大众、长安汽车、神龙汽车等
岱美股份	通用、福特、克莱斯勒、大众、长城、上汽等
常熟汽饰	奔驰、宝马、奥迪、一汽大众、上汽通用、奇瑞等
钧达股份	海马、力帆、河西、弗吉亚等

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

3.量价齐升之下，静候新一代巨头诞生

- ◆ 客户：固本+培新，量的提升在路上
- ◆ 产品：拓展+升级，价的提升不止步
- ◆ 鉴史、问今、昭未来：巨头之路能否实现？



客户：固本+培新，量的提升在路上

固本培新，客户不断进阶

- 公司以商用车起家，早期客户包括一汽、东风汽车、陕西重汽和苏州金龙；
- 随后逐步进入乘用车市场，先后进入奇瑞、吉利、上汽等自主品牌；
- 进一步成为合资品牌广汽菲克、上汽大众、一汽大众供应商，为进一步进入其他合资或外资品牌奠定基础。

类型	公司名称	合作年限	提供产品	覆盖车型
卡车	一汽解放青岛	10年以上	仅仪表总成	悍威J5M、骏成J5K、新大成、赛龙、赛虎、解放、JHO6
	一汽解放长春	10年以上	仅仪表总成、顶置文件柜总成	悍威5M、骏威J5K、解放J6
	北汽福田	10年以上	仅仪表总成	欧曼H2、欧曼H3、欧曼H4、欧曼GL、奥铃、欧马可
	东风汽车	10年以上	仅仪表总成	天龙旗舰D760、福瑞卡
	联合卡车	6年以上	仅仪表总成	集瑞重卡L41
客车	陕面重汽	6年以上	仅仪表总成	德龙X3000、德龙F3000、德龙新M3000
	苏州金龙	6年以上	仅仪表总成	海格大巴系列、海格中巴系列、海格公交系列
乘用车	奇瑞汽车	10年以上	仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成、保险杠总成	东方之子、QQ3、奇瑞新QQ、奇瑞A1、风云2、旗云2、旗云3、旗云5、瑞虎3、威麟H5、瑞麒MI、瑞麒G2、瑞麒G3
	郑州日产	10年以上	仅仪表总成	帕拉丁、D22皮卡、东风帅客
	吉利汽车	6年以上	表板总成、门内护板总成、立柱总成	帝豪系列、全球鹰、博越、博瑞、选景SUV等
	一汽轿车	6年以上	立柱护板总成	欧朗(oley)、奔腾B50、奔腾B60、奔略B70(改款)、奔腾B90、奔腾X80
	华晨汽车	3-6年	仅仪表总成	中华V5
	广汽菲亚特	3-6年	立柱护板总成、门内护板总成、中部面板总成、流水槽盖板总成	Jeep自由光、自由侠、指南者、大指辉官、菲翔(viaggio)等
	上汽乘用车	3-6年	仅仪表总成、立柱护板总成、门内护板总成、流水槽盖板总成	RX5、M6、Rx8、荣威E50、荣威350、荣威950、荣威950(改款)、MG3、M5、MGGT
	上海大众	3-6年	流水槽盖板总成、立柱护板总成	斯柯达灵锐

客户：固本+培新，量的提升在路上

战略供应商深度合作

- 自2016年起，吉利汽车和上汽集团就是公司前2大客户，2016年分别占公司营收比重的28.0%和15.5%，2017年增长至31.0%和20.2%，占比分别提升了3pct和4.7pct，2017年合计收入占公司营收比为51.2%，超过一半；
- 公司与吉利汽车和上汽集团进行战略合作，共同开发汽车仪表板和门板，丰富的项目储备和优质的客户关系为未来业绩快速发展奠定基础，凭借公司历史积淀优秀的客户关系和较强的技术实力，预计未来项目量产带动公司业绩持续增长。

车企	进展情况	项目名称	项目拟达到的目标
吉利汽车	创意设计阶段	FE-4KA改款主副仪表盘	协助同步开发
	产品设计阶段	LX-1AB主副仪表盘、NL-4AB门板、BX11主副仪表盘	协助新产品同步开发
	工程开发阶段	FE-6主副仪表盘、FE-5HA主副仪表盘、SX11主副仪表盘、GE11主副仪表盘、DNL-5主副仪表盘、NL-3B门板、SX12主副仪表盘	协助同步开发、协助新产品同步开发
	批量准备阶段	KC-1B/KC-2/KC-2HB立柱、NL-4DC主副仪表盘	协助新产品同步开发
上汽集团	产品设计阶段	AS22MCE门板+主副仪表盘/AS28门板	协助新产品开发
	工程开发阶段	AS23门板	协助新产品开发
	批量准备阶段	IS21主副仪表盘	协助新产品开发

客户：固本+培新，量的提升在路上

仪表板市占率不断提升带来规模效应

- 商用车饰件领域企业较少，行业集中度高，供需格局趋于稳定。公司是中国中、重型卡车领域仪表板总成的龙头企业，市占率由2014年的20.9%上升至2017年30.16%，竞争优势凸显；轻、微型卡车2017年市占率为3.59%。
- 乘用车饰件领域竞争激烈，2014-2016年公司仪表板总成销量保持平稳，市占率有所下降，但随着配套车企吉利、上汽、广汽的销量大增，公司2017年仪表板总成销量为91.38万套，同比增长72.8%，市占率达8.41%。

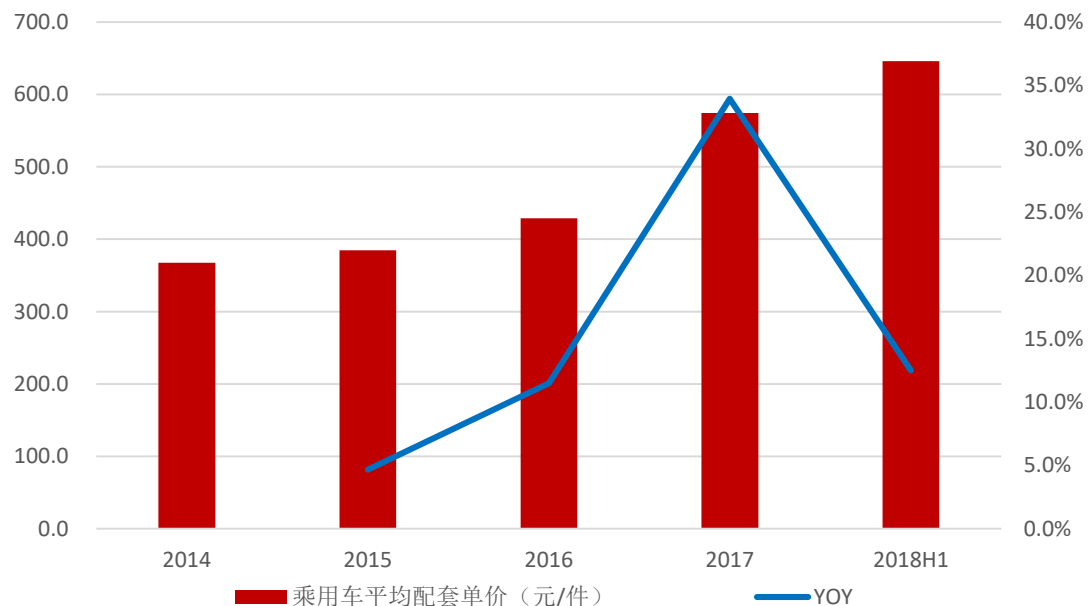
类型		项目	2017年	2016年	2015年	2014年
商用车	中、重型卡车	仪表板总成销量 (万套)	40.60	24.27	17.33	20.77
		我国中、重型卡车产量 (万辆)	134.60	97.28	74.01	99.54
		公司市占率	30.16%	24.90%	23.40%	20.90%
	轻、微型卡车	仪表板总成销量 (万套)	8.22	6.52	3.87	5.48
		我国轻、微型卡车产量 (万辆)	228.74	217.83	209.29	220.06
		公司市占率	3.59%	3.00%	1.80%	2.50%
乘用车	仪表板总成销量 (万套)	91.38	52.9	47.84	50.76	
	我国乘用车产量 (万辆)	2474.40	2442.07	2114.63	1991.98	
	公司市占率	3.69%	2.20%	2.30%	2.50%	
	我国乘用车自主品牌销量 (万套)	1087.20	1050.39	869.89	754.71	
	乘用车自主品牌市占率	8.41%	5.00%	5.50%	6.70%	

产品：拓展+升级，价的提升不止步

拓展+升级带来平均单价提升

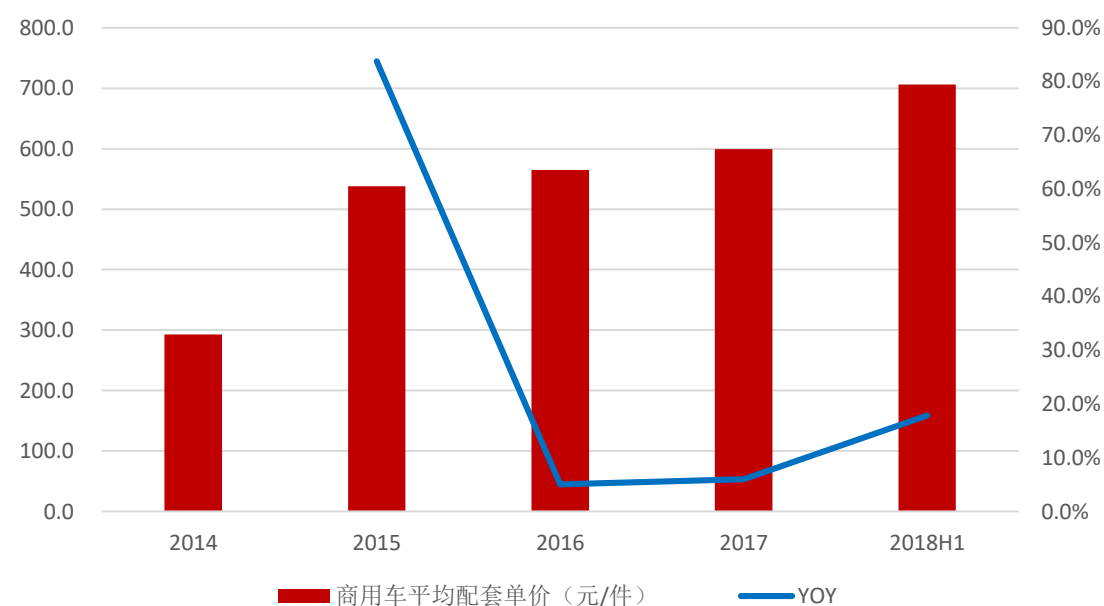
- 受益于公司产品品类的拓展以及内饰类零件的品质性能升级，公司单车配套价值量逐渐提升；
- 从乘用车单车平均配套价值来看，由2014年的367.38元/件，增长至2018H1的646.10元/件，单价提升75.9%；从商用车单车平均配套价值来看，由2014年292.72元/件，增长至2018H1的706.07元/件，单车价值提升141.2%。

乘用车单价情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

商用车单价情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

产品：拓展+升级，价的提升不止步

仪表盘单价突破1100元

- 公司内饰产品从低价值量向高价值量发展，其中乘用车仪表盘总成单价2017年突破1000元，达1053.64元/件，2018H1达1104.54元，一方面是由于乘用车仪表盘总成配套量增加（包括副仪表盘），另外是由于仪表盘从中低端车型向中高端配套车型扩张，产品本身价值量提升；门内护板总成和立柱护板总成单价也有均有较大提升，分别达832.71元和340.88元；
- 公司商用车产品相对较成熟，产品价格处于稳定状态，其中仪表盘总成单价保持平稳增长，从2014年729.36增长至2018H1的887.74元，顶置文件柜总成单价保持在830-900元之间。

单价	2014	2015	增长 (%)	2016	增长 (%)	2017	增长 (%)	2018H1	增长 (%)	
乘用车	仪表盘总成	576.06	644.29	11.8%	757.32	17.5%	1053.64	39.1%	1104.54	4.8%
	门内护板总成	442.08	476.81	7.9%	612.22	28.4%	803.89	31.3%	832.71	3.6%
	立柱护板总成	130.43	177.85	36.4%	261.29	46.9%	310.39	18.8%	340.88	9.8%
	流水槽盖板总成	36.53	35.47	-2.9%	84.43	138.0%	64.58	-23.5%	42.86	-33.6%
	保险杠总成	533.56	575.46	7.9%	582.48	1.2%	539.82	-7.3%	384.50	-28.8%
其他饰件产品	199.35	187.38	-6.0%	288.38	53.9%	250.62	-13.1%	211.98	-15.4%	
商用车	仪表盘总成	729.36	776.20	6.4%	799.03	2.9%	863.49	8.1%	887.74	2.8%
	顶置文件柜总成	833.33	908.38	9.0%	862.79	-5.0%	849.20	-1.6%	839.89	-1.1%
	其他饰件产品	7.88	81.75	937.4%	120.63	47.6%	106.11	-12.0%	188.03	77.2%

产品：拓展+升级，价的提升不止步

乘用车配套单价约3000元

- 2018H1公司乘用车单车配套价值量为646.10元，但若按公司的产品储备配套，单车的内外饰产品的配套价值在3000元左右，目前，公司在乘用车领域配套价值量最大的一款车型为上汽荣威RX5，实现了仪表板总成（包括副仪表板）、门内护板总成和立柱护板总成的配套，按2018H1实现平均单价计算约为2278元，公司在品类扩张的过程中，单车配套价值将持续提升；
- 2018H1公司乘用车单车配套价值量为706.07元，但若按公司的产品储备配套，单车的内外饰产品的配套价值在2000元左右，随着公司与客户的进一步合作，单车配套价值有望继续提高。

乘用车配套价值量 (以2018H1计)

单价 (元)		
乘用车	仪表板总成	1104.54
	门内护板总成	832.71
	立柱护板总成	340.88
	流水槽盖板总成	42.86
	保险杠总成	384.50
	其他饰件产品	211.98
	合计	2917.47

VS

商用车配套价值量 (以2018H1计)

单价 (元)		
商用车	仪表板总成	887.74
	顶置文件柜总成	839.89
	其他饰件产品	188.03
	合计	1915.66

鉴史、问今、昭未来：巨头之路能否实现？

核心竞争力

成本优势+响应速度

鉴史

深耕内饰领域近20年，商用车领域内饰龙头，长期配套具备深厚的技术与工艺积累

问今

成功实现商转乘，拓展客户群体，成为上汽、吉利等一线自主品牌爆款车核心内饰供应商

昭未来

规模效应下的成本优势凸显，已进入广汽菲克、上汽大众、一汽大众供应链，未来有望不断突破更多合资与外资客户

巨头之路

对比敏实集团巨头成长之路以及内外饰行业情况，新泉股份巨头之路值得期待；

对比敏实集团巨头成长之路以及内外饰行业情况，新泉股份巨头之路值得期待；

对比敏实集团巨头成长之路以及内外饰行业情况，新泉股份巨头之路值得期待；

4. 投资建议与风险提示

- ◆ 投资建议及盈利预测;
- ◆ 风险提示;



- 内外饰领域本身具有**不可替代性**，**受技术变革冲击最小**，同时作为技术工艺趋于稳定且壁垒可攻破的细分行业，产品质量保障前提下成本优势与响应速度凸显，自主品牌实现**国产替代机会相对更大**；
- 国内汽车零部件行业成长空间仍然巨大，国内汽车年产销量必然会达到4000万台以上，占接近一半左右全球产销，国内汽车行业将具有无可比拟的规模效应，必将涌现大批世界级企业。
- **对比敏实集团巨头成长之路**，以及内外饰行业异同，新泉股份通过客户与产品品类的拓展成长为巨头之路值得期待；优质管理能力明显优于国内竞争对手；
- 公司作为内饰领域优秀的民营企业，凭借**领先的成本优势与快速灵活的响应机制**，毛利率高于行业6-8个百分点，且已获得国内一线自主品牌与南北大众的认可，在手订单超过充足，跟随优质企业成长，未来成长路径清晰可见。

投资建议与盈利预测

- 公司是国内实力领先的内饰件供应商，在自主崛起的新时代，公司乘用车业务与自主品牌共振成长，有望继续保持高速增长；商用车业务，公司早细分市场龙头地位不断强化。
- 我们看好公司的发展前景，预计公司2018年、2019年营收分别为39.25亿元、50.20亿元，归母净利润分别为3.51亿元、4.59亿元，目前股价对应2018年估值仅10倍，维持“买入”评级。

公司盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,711	3,095	3,925	5,020	6,471
同比	89.65	80.91	26.82	27.90	28.90
归母净利润 (百万元)	114	250	351	459	595
同比	116.24	120.07	40.44	30.64	29.71
EPS (元)	0.95	1.54	1.55	2.02	2.62
PE	-	24	10	8	6

资料来源: wind, 太平洋证券研究院整理



风险提示

- 宏观经济及汽车行业销量、增速不达预期；
- 重点配套核心车型销量不达预期；
- 下游核心客户降本幅度大于预期。

行业评级

看好 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

中性 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

看淡 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

公司评级

买入 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

增持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

持有 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

减持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

卖出 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。