

遮阳板细分龙头，内饰件扩张可期

——岱美股份（603730）深度报告

增持（首次）

日期：2019年12月26日

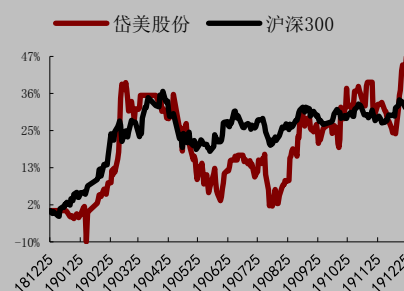
投资要点：

- **遮阳板细分行业龙头，竞争壁垒稳固助其盈利提升：**公司为全球遮阳板细分龙头企业，原有遮阳板业务全球市场份额 22.5%，2018 年并购 Mouts 后遮阳板全球市场份额有望达到 35%，尤其在北美市场占据 78.6% 的市场份额近乎垄断地位极大的优化海外市场竞争格局。公司遮阳板自制率较高，成本控制能力较强，短期 Mouts 遮阳板资产盈利改善预期强烈，长期通过资产整合带来的规模效应、制造工艺改进及客户资源的互补能够进一步巩固其竞争壁垒，从而维持遮阳板业务量价齐升趋势及反哺提升国内市场份额。
- **内饰品类扩张，复制遮阳板成功之路：**除遮阳板外，公司积极拓展头枕、扶手、顶棚中央控制器等内饰件品类，其中头枕、顶棚中央控制器单车配套价值分别为 240、90 元/辆，2020 年全球市场规模预计 238 亿元近乎遮阳板 3 倍规模。由于内饰件市场较为成熟，行业规模巨大但较为分散，公司具有较强的成本控制优势基础、丰富的客户资源渠道，且头枕、扶手等与遮阳板工艺技术类似，具备复制遮阳板成功经验从而打开公司中长期成长空间。
- **特斯拉等新能源客户基础良好，拥有拓展新能源市场良好契机：**公司 2017 年切入特斯拉供应体系，分别获得 Model 3/ X/ S 车型的遮阳板订单，除特斯拉外，公司也分别进入蔚来、小鹏等国内新能源客户配套体系，特斯拉强大的品牌效应及国内新能源优质造车新势力将为公司拓展新能源市场奠定良好的基础，且全球电动化大趋势及国内、欧洲新能源汽车蓬勃发展为公司拓展新能源市场提供良好契机。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.52、1.93 和 2.43 元/股，对应的 PE 分别为 19.5、15.4 和 12.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险因素：**汽车产销量不及预期，资产整合不及预期，内饰业务发展不及预期

基础数据

行业	汽车
公司网址	
大股东/持股	浙江舟山岱美投资有限公司/54.9%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	400.59
流通A股(百万股)	72.84
收盘价(元)	29.69
总市值(亿元)	118.94
流通A股市值(亿元)	21.63

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年12月25日

相关研究

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

	2017 年	2018 年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	32.47	42.73	50.10	58.24
增长比率(%)	18.36	31.61	17.25	16.24
净利润(亿元)	5.82	5.58	6.25	7.93
增长比率(%)	30.88	-4.07	12.04	26.73
每股收益(元)	1.53	1.36	1.52	1.93
市盈率(倍)	23.41	15.36	19.48	15.37

数据来源：WIND，万联证券研究所

目录

1、全球遮阳板龙头企业	3
1.1 遮阳板细分行业龙头	3
1.2 股权高度集中，管理层与公司前景深度绑定	3
2、内饰件盈利较强，业绩增长良好	5
3、遮阳板北美近乎垄断，竞争格局进一步优化	7
3.1 遮阳板再上一层，寡头垄断正形成	7
3.2 横向并购协同效应明显	9
3.3 特斯拉等新能源客户基础良好，国内市场份额有望提升	10
4、内饰品类扩张，复制遮阳板成功之路	11
4.1 战略重点拓展的内饰品牌业绩增长良好	11
4.2 复制遮阳板成功之路，打开 3 倍成长空间	12
5、盈利预测及投资建议	13
6、风险提示	15
图表 1：公司产品情况	3
图表 2：十大股东明细（截止 2019Q3）	4
图表 3：股权激励方案	4
图表 4：近年来营收和净利润情况	5
图表 5：近年来毛利率	5
图表 6：近年来收入构成	6
图表 7：近年来毛利构成	6
图表 8：近年来国内外主营业务收入情况	6
图表 9：期间费用率情况	7
图表 10：净利率及 ROE	7
图表 11：毛利率居内外饰件行业前列	7
图表 12：净利率居内外饰件行业前列	7
图表 13：收购 Motus 前全球遮阳板市场占有率	8
图表 14：收购 Motus 后全球遮阳板市场占有率	8
图表 15：Motus 遮阳板资产财务状况	9
图表 16：遮阳板产品均价	10
图表 17：遮阳板前五大客户收入	10
图表 18：遮阳板市场规模预测	11
图表 19：头枕及顶棚中央控制器营收	11
图表 20：头枕及顶棚中央控制器销量（万件）	11
图表 21：头枕和顶棚中央控制器市场规模预测	12
图表 22：头枕和顶棚中央控制器全球市占率稳步提升	13
图表 23：头枕和顶棚中央控制器毛利率	13
图表 24：公司营业收入预测	14

1、全球遮阳板龙头企业

1.1遮阳板细分行业龙头

上海岱美汽车内饰件股份有限公司成立于2001年，主要从事乘用车内饰件的研发、生产与销售，2008年完成股份制改制，并于2017年在上交所上市，代码603730。公司为全球汽车细分行业遮阳板龙头企业，生产的零部件产品主要包括遮阳板、座椅头枕和扶手、顶棚中央控制器和内饰灯等，生产基地及业务布局均实现全球化，在中国、美国、法国、墨西哥等地均建有生产基地，并在日本、韩国、德国、英国、西班牙等国家设立有境外销售和服务网络，且具备与主机厂技术同步开发、产品配套标准化及售后服务的一体化的综合能力。公司与全球知名整车厂建立了良好稳定的合作关系，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、日产等国内外主流整车厂及上汽、一汽、东风、长城等国内优质自主车企。

图表1：公司产品情况



资料来源：公司官网、万联证券

1.2股权高度集中，管理层与公司前景深度绑定

股权高度集中，多数核心人员持股经营。实际控制人为姜银台及其子姜明，截止2019年三季度，两人直接与间接合计控制公司80.6%股份，直接持股分别为15.18%、9.18%，位列公司第二、三大股东，且通过第一大股东岱美投资间接控制56.24%的表决权。多位高级管理人员长期持公司股份并主持公司日常经营管理，如谢宏康、李雪权、朱才友、叶春雷等均为公司高管，持股位列前十大股东。公司注重中高层管理及核心技术人员的长期稳定发展，上市不久即推出股权激励方案，2017年12月授予115位中层、核心技术与核心业务人员236.5万份限制性股票，占当期股本比例0.58%，授予价格20元/股；由于部分高管离职等原因，2019年1月公司重新修订2017年股权激励计划，激励对象变更为66位，共授予股份131万份，占当期股比例本0.32%，通过原始持股、股权激励等方式将公司发展前景与管理层、核心技术人员利益深度绑定，从而进一步激发员工积极性。

图表2：前十大股东明细（截止2019Q3）

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)	股本性质
1	浙江舟山岱美投资有限公司	225,306,917	56.24	限售流通 A 股
2	姜银台	60,793,766	15.18	限售流通 A 股, A 股流通股
3	姜明	36,763,760	9.18	限售流通 A 股
4	上海高毅资产管理合伙企业(有限合伙)-高毅邻山 1 号远望基金	10,000,000	2.50	A 股流通股
5	谢宏康	8,494,335	2.12	A 股流通股
6	李雪权	6,400,736	1.60	A 股流通股
7	朱才友	1,875,590	0.47	A 股流通股
8	叶春雷	1,845,875	0.46	限售流通 A 股
9	兴业国际信托有限公司-兴业信托·兴享进取弘尚 2 号证券投资集合资金信托计划	1,409,164	0.35	A 股流通股
10	全国社保基金一零一组合	1,132,695	0.28	A 股流通股
	合 计	354,022,838	88.38	

资料来源：WIND，万联证券

图表3：股权激励方案

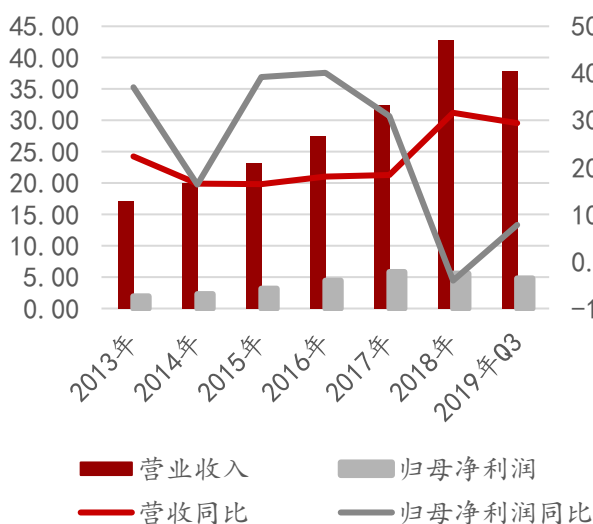
2017 年股权激励方案		2017 年股权激励方案（2019 年修订）	
授予对象	中层管理、核心业务技术人员	授予对象	中层管理、核心业务技术人员
授予价格	20 元/股	授予价格	20 元/股
授予股份合计	236.5 万股	授予股份合计	131 万股
解锁期业绩考核目标	2016 年为业绩基数，2017-2019 年净利润相对 2016 年分别增长 20%、40%、50%	解锁期业绩考核目标	2016 年为业绩基数，2017-2019 年净利润相对 2016 年分别增长 20%、40%、50%

资料来源：公司公告，万联证券

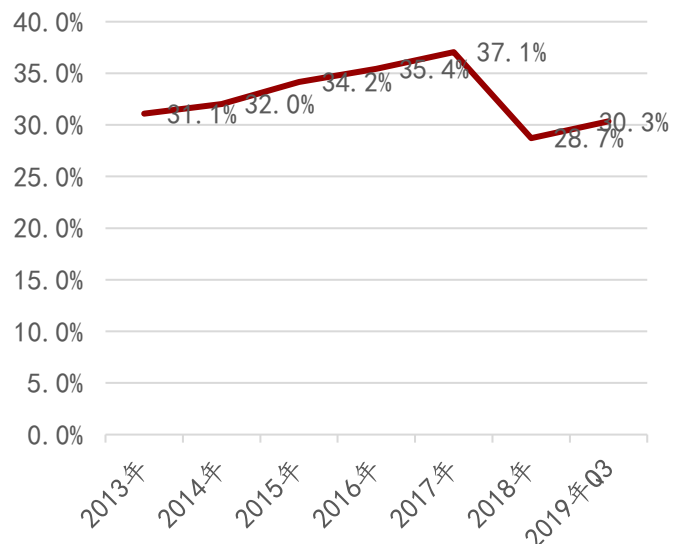
2、内饰件盈利较强，业绩增长良好

营收稳步增长，净利润有望探底回升。2013-2017年，公司业绩实现了较快的增长，营业总收入由17.1亿元增长至32.5亿元，年均复合增速高达17.3%，归母净利润由1.96亿元增长至5.82亿元，年均复合增速高达31.3%，且增速明显高于营收水平，主要原因在于一方面公司业务市场拓展良好，遮阳板、扶手及顶棚中央控制器三大重点产品销量规模实现了良好的增长，另一方面发挥规模效应降低边际成本致使产品毛利率稳步的提升。2018-2019年，受全球乘用车销量疲软及国内乘用车市场负增长的影响，公司业绩增速有所放缓，其中2018年实现营业总收入42.7亿元，同比增长31.6%，主要是公司新收购的Motus公司于下半年并表所致，剔除并表因素营收实际增长9.8%，归母净利润5.6亿元，同比下降4.1%，为上市以来首次负增长，其中毛利率首次跌破30%以下至28.7%。2019年前三季度，公司实现营收37.9亿元，同比增长29.4%，归母净利润4.8亿元，同比增长7.8%，其中毛利率30.3%，业绩增速相对有所恢复，预计主要是公司原有业务的稳健增长及并购的MOTUS公司盈利略有改善所致。

图表4：近年来营收和净利润情况



图表5：近年来毛利率

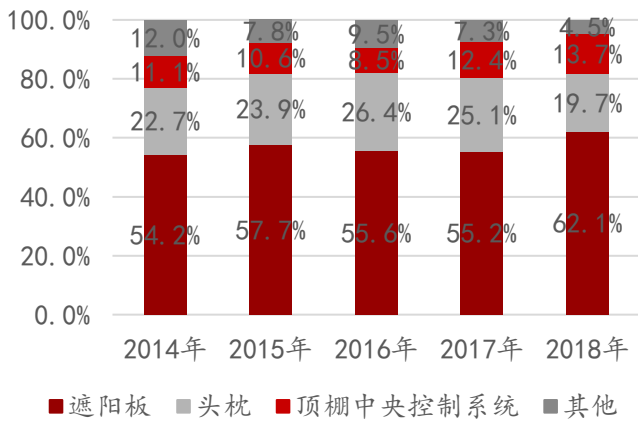


资料来源：WIND，万联证券

资料来源：WIND，万联证券

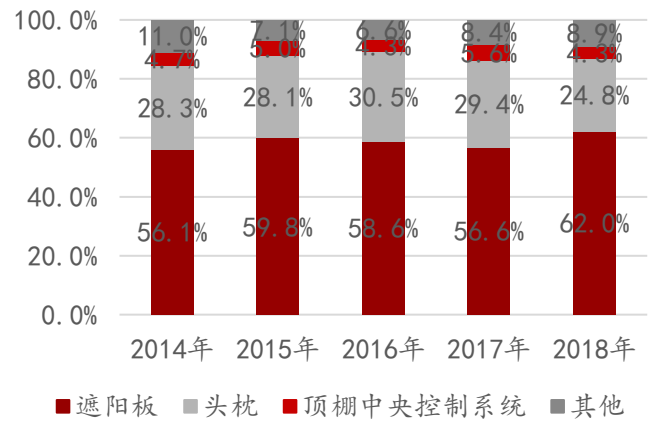
遮阳板为第一大盈利来源，市场以对外出口为主。从收入构成来看，遮阳板为公司第一大盈利来源，2014-2017年收入和毛利占比均在55%以上，2018年由于收购Motus，遮阳板业务再次扩大，占比提升提升至62.1%。为避免对单一产品的过度依赖，公司积极拓展内饰件其他产品线，其中头枕、顶棚中央控制系统为公司重点战略拓展品类，收入和毛利占比分别位列第二、第三位，此外储备扶手、座椅等业务。由于遮阳板、头枕、顶棚中央控制器对外出口北美、欧洲、韩国等市场为主，因此海外市场收入占比较高达到80%左右，但从全球车市增长潜力来看，中国车市增长后劲犹在，国内GDP增速韧性较强，人均汽车保有量仍然偏低，二、三线城市消费下沉及新能源汽车的快速崛起为全球车市提供较大的增量市场，因此公司近年来也加大力度拓展国内市场，预计后期国内市场占比有望进一步提升。

图表6：近年来收入构成



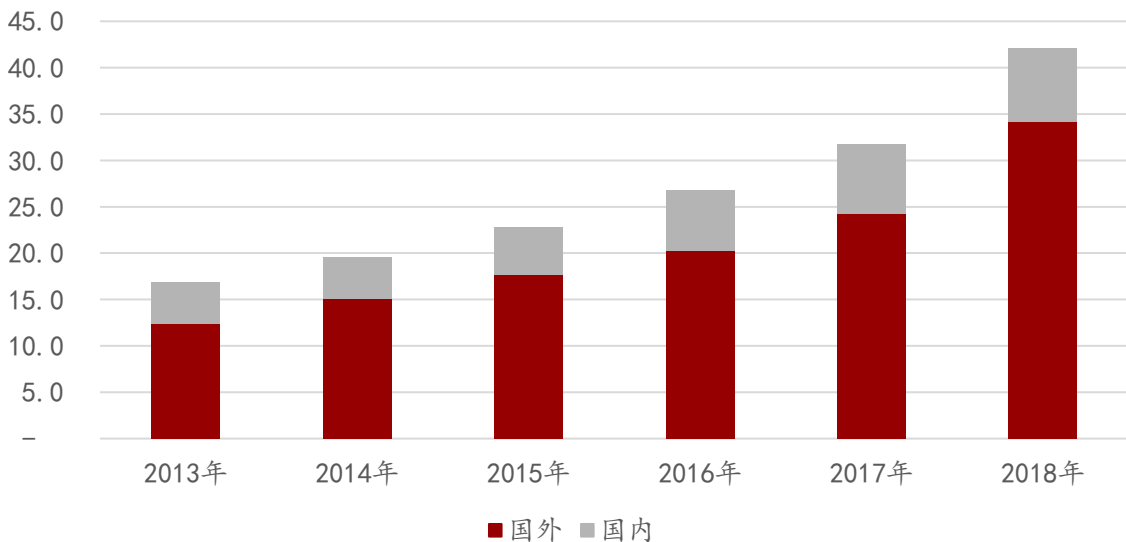
资料来源：WIND，万联证券

图表7：近年来毛利构成



资料来源：WIND，万联证券

图表8：近年来国内外主营业务收入情况

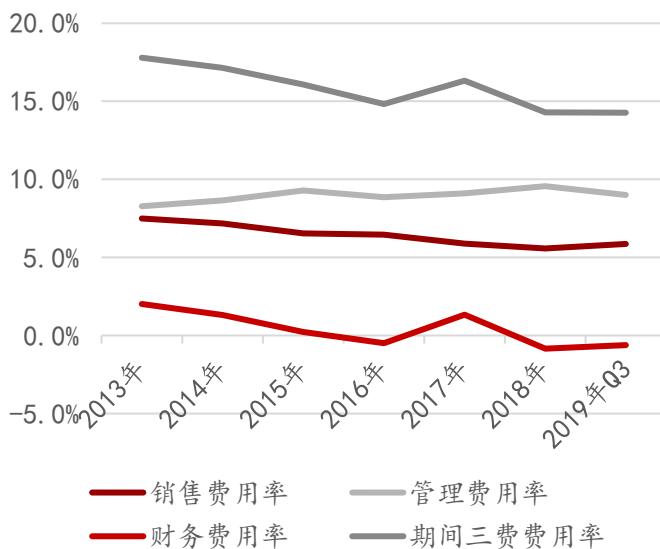


资料来源：WIND、万联证券

内饰件盈利能力居于行业前列，成本控制能力优异。公司盈利能力较强，毛利率除2018年外基本维持在30%以上，净利率2013-2017年处于上升态势，2018、2019年有所下降，除行业景气度下行因素外，更多的是并购Motus拖累所致；ROE与乘用车景气周期趋同，2016年达最高值33.0%，随后下行至2019年前三季度的13.7%，遭遇上市以来的新低，但与内外饰件同行业上市公司相比，公司盈利能力居于行业前列。公司产品毛利率仅次于继峰股份，净利率2017年之前超过继峰股份，2018、2019年因并表因素有所下降，但依然位于行业前三。公司盈利能力高于行业平均水平的主要原因在于，一方面保持内饰件材料加工、装配及模具较高的自制率，尤其是对于内饰件生产过程中的模具绝大部分以自主设计制造为主，能够有效地控制开发成本；另一方面是构建标准化管理体系，包括产品构造标准化、材料标准化和辅助工具标准化，从而实现了产品设计、制造及其使用维护过程的可重复、高效率 and 低成本；再加上严格控制期间

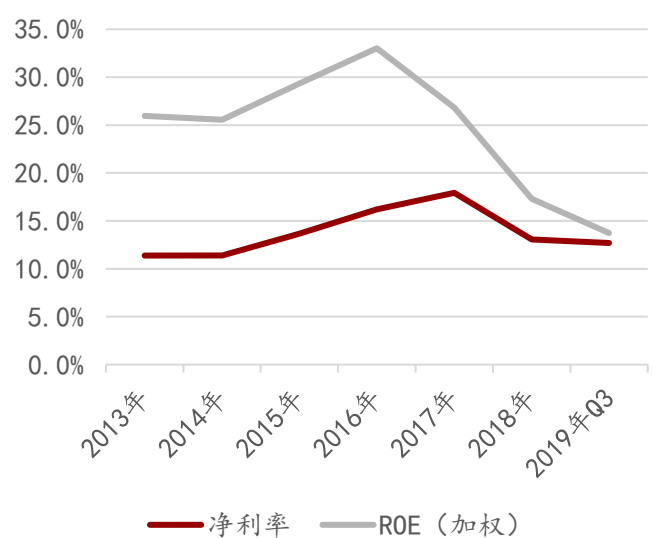
费用,随着生产规模的扩大,公司期间三费费用率保持稳中有降趋势。

图表9: 期间费用率情况



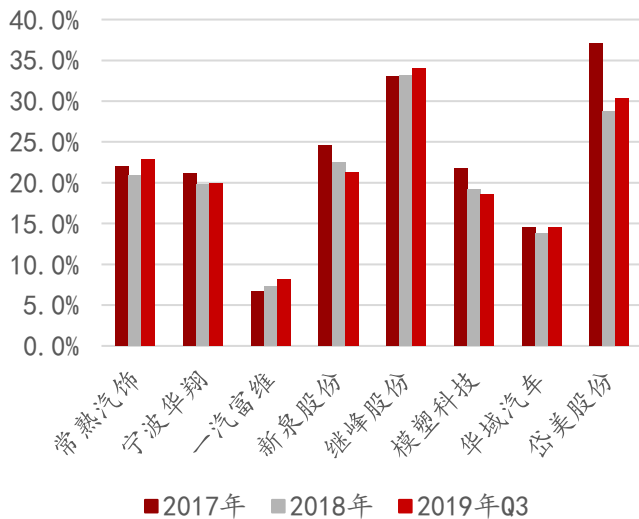
资料来源: WIND、万联证券

图表10: 净利率及ROE



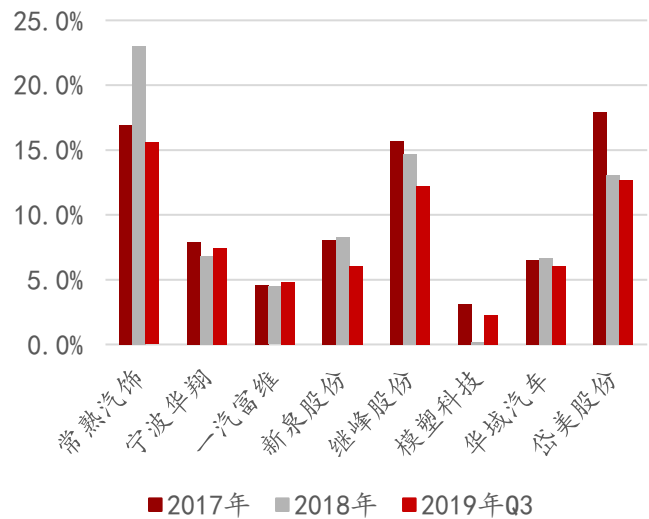
资料来源: WIND、万联证券

图表11: 毛利率居内外饰件行业前列



资料来源: WIND、万联证券

图表12: 净利率居内外饰件行业前列



资料来源: WIND、万联证券

3、遮阳板北美近乎垄断, 竞争格局进一步优化

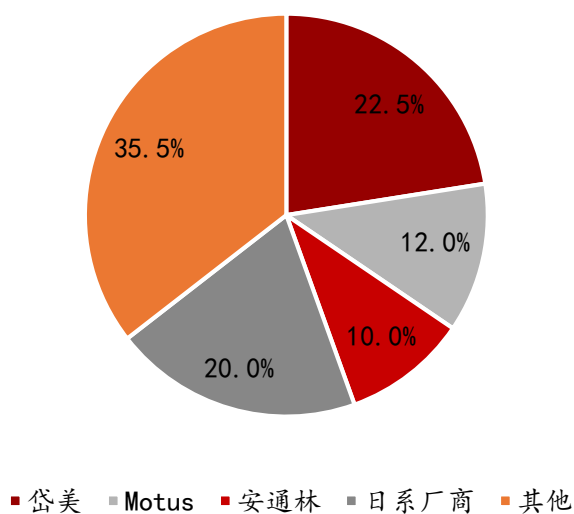
3.1 遮阳板再上一层, 寡头垄断正形成

遮阳板市占率全球第一: 2014-2017年, 公司遮阳板销量实现快速增长, 由2014年的

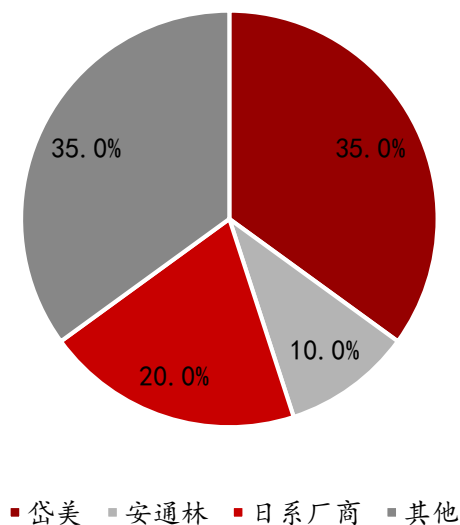
2,374万件增长至2017年的3,276万件,年均复合增速高达11.3%,按公司销量占全球乘用车需求预计公司遮阳板全球市占率处于稳步提升状态,2017年全球市占率高达22.5%,市场份额位于全球第一。2018年,因收购Motus Integrated Technologies旗下汽车遮阳板相关资产和业务,遮阳板业务再上一层,全球销量扩张至4,020.8万件,全球市占率增长至28.5%,我们预计2019年公司遮阳板业务全球市占率有望达到35%左右。

遮阳板市场寡头垄断格局正形成:在未并购Motus之前,公司遮阳板全球市占率22.5%,而其他竞争对手市占率均低于15%以下,其中预计Motus遮阳板全球市占率约12%左右,排名全球第二。公司并购Motus后,全球市占率有望达到35%左右,远高于其他竞争对手,算上市占率排名前列的安通林、部分日系厂商,全球CR3市占率基本高达65%左右,市场集中度较高。由于内外饰行业市场格局散乱、利润率较低的特点,众多国际零部件巨头出于自身发展考虑,纷纷剥离其内外饰件业务,对于规模弱小、品牌影响力不足的企业来说,由于全球车市低增长造成其生存环境进一步恶化,因此从竞争格局来看全球遮阳板行业将会出现“赢家通吃”的局面,行业寡头垄断的格局正逐步形成。

图表13: 收购Motus前全球遮阳板市场占有率



图表14: 收购Motus后全球遮阳板市场占有率



资料来源: 公司公告, 万联证券

资料来源: 公司公告, 万联证券

并购Motus后北美市场近乎垄断。Motus旗下遮阳板业务优质资产主要为Motus Creutzwald SAS、Motus Mexico Holding B.V. 和Motus LLC汽车遮阳板部分资产, 其中Motus Creutzwald SAS主要是针对欧洲地区, 2017年销售收入1.02亿美元, Motus Mexico Holding B.V. 针对北美地区, 2017年销售收入1.05亿美元, 我们按公司遮阳板业务2017年收入中的北美占比50%、欧洲占比25%来测算并购Motus后公司在北美、欧洲地区的遮阳板营收有望分别达到15.8亿元和11.1亿元, 市占率分别有望达到78.6%和51.7%, 占据北美近乎垄断的地位及欧洲主导地位, 将大幅优化公司遮阳板海外市场竞争格局。

3.2横向并购协同效应明显

Motus盈利能力有望改善。Motus遮阳板业务全球市占率虽高，但与岱美相比其盈利能力明显偏弱，如Motus Creutzwald SAS和Motus Mexico Holding B.V. 公司2017年净利润率分别为7.5%和4.0%，明显低于岱美的17.9%的净利润率。并购后，可发挥岱美优异的成本控制能力，一方面将遮阳板部分零部件通过岱美生产，提升Motus产品自制率，从而严控成本费用；另一方面引进优秀的管理团队加强公司管理水平，从源头上改造和提升Motus盈利能力，预计后期Motus盈利能力有望提升。

图表15: Motus遮阳板资产财务状况

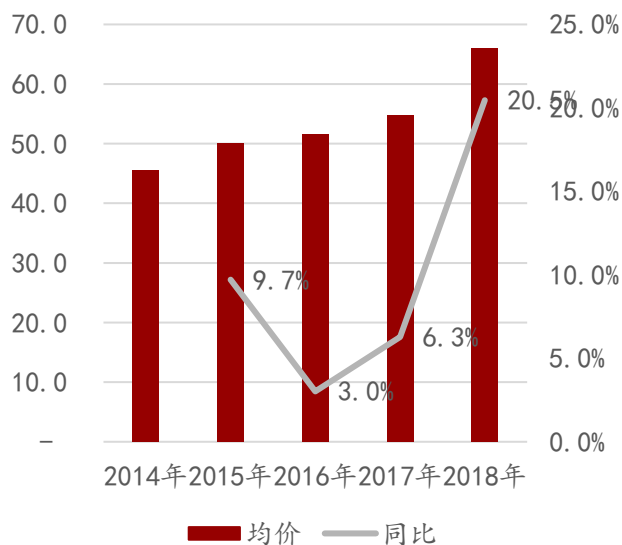
财务数据	Motus Creutzwald SAS		Motus Mexico Holding B.V.	
	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
总资产	48,592	59,347	63,986	74,072
净资产	26,112	20,343	38,903	43,071
营业收入	99,686	102,078	109,499	105,096
利润	8,641	7,667	6,752	4,178
净利润率	8.7%	7.5%	6.2%	4.0%

资料来源：公司公告，万联证券

并购Mouts后有望发挥遮阳板业务协同效应。(1) **客户资源互补**，Motus拥有劳斯莱斯，奔驰，宝马，保时捷等高端客户以及丰田、本田、斯巴鲁等日系客户，与公司原有客户如通用、福特、大众等形成良好的互补，尤其对于丰田、本田等相对封闭的日系品牌，能够为公司提供较为便捷的接触途径，从而进一步优化公司客户结构。(2) **制造工业技术改良**，Motus虽然盈利能力偏低，但具有西方先进的研发制造能力和高效的工业自动化水平，能够进一步改进和提升岱美汽车零部件制造水平从而降低生产成本。(3) **生产基地全球布局优化**，岱美生产基地主要在上海、舟山及美国，遮阳板业务以对外出口为主，而Motus拥有法国、墨西哥等工厂，并购后将能够形成北美、欧洲、亚洲等生产基地的全覆盖，从而进一步降低运输成本及报关费用。

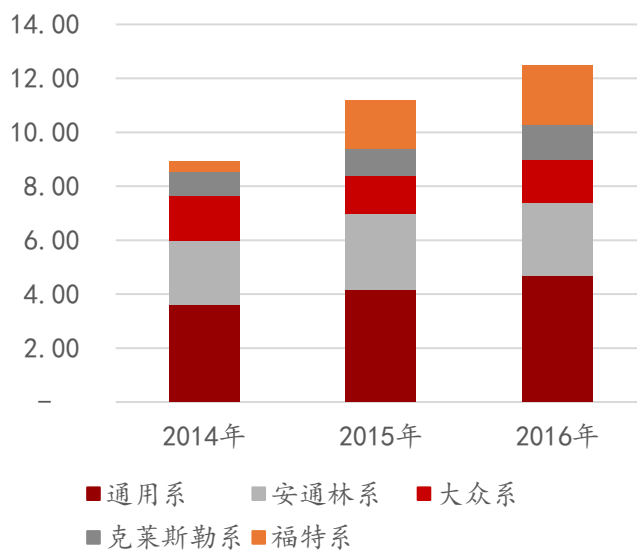
遮阳板产品有望持续量价齐升。2014-2017年，公司遮阳板业务除市场良好拓展带来产品销量的持续提升外，遮阳板价格也处于上升通道，产品均价由2014年的45.6元/件提升至2017年的54.8元/件，主要得益于公司良好稳定的客户结构及产品改良升级。客户方面，公司前5大客户分别为通用系、福特系、安通林系、大众系和克莱斯勒系，前五大客户基本维持在80%以上的收入占比，客户结构长期保持相对稳定。产品方面，能够保持遮阳板技术研发的优势地位并改良升级产品带来产品均价的稳步提升，如率先将LED灯应用于遮阳板，开发带化妆灯遮阳板、多功能豪华遮阳板等产品系列。在并购Motus后，市场竞争格局进一步优化，有利于进一步强化公司在北美、欧洲市场产品议价能力，因此可预期公司遮阳板业务有望维持量价齐升趋势。

图表16: 遮阳板产品均价



资料来源: 公司公告, 万联证券

图表17: 遮阳板前五大客户收入



资料来源: 招股说明书, 万联证券

3.3 特斯拉等新能源客户基础良好, 国内市场份额有望提升

切入特斯拉、蔚来、小鹏等新能源客户, 新能源市场蓬勃待发。公司2017年切入特斯拉供应体系, 分别获得Model X、Model 3、Model S车型的遮阳板订单。2019年, 特斯拉上海工厂实现最快建厂及Model 3有望年底量产, 保守预计2020年特斯拉国产Model 3销量有望达到10万辆, 另外Model Y也有望于2020年国产; 除特斯拉外, 公司也分别进入蔚来、小鹏等国内新能源客户配套体系, 特斯拉强大的品牌效应及国内新能源优质造车新势力将为公司拓展新能源市场奠定良好的基础, 全球电动化大趋势及国内、欧洲新能源汽车蓬勃发展为公司拓展新能源市场提供良好契机。

竞争壁垒稳固, 国内市场份额仍有提升空间。从遮阳板市场发展趋势来看, 由于全球乘用车销量增长基本稳定, 且遮阳板技术较为成熟, 市场难以再出现新进入者颠覆及替代者威胁, 企业的竞争核心将体现在同行业中的竞争能力及产业链上下游的议价能力, 而在此方面岱美具备明显的优势, 且其竞争壁垒愈加稳固。我们假设2019-2021年全球乘用车销量同比分别为-3.0%、0.5%和0.5%, 遮阳板均价每年提升3%, 按此预计2020年遮阳板全球市场规模分别为82亿元, 其中北美、欧洲和中国为三大重要市场, 分别达到21.9亿元、23.1亿元和25.9亿元。公司在北美、欧洲市场占据主导地位, 能够享受一定的产品议价能力, 而在国内市场方面, 2016年市占率仅21.85%与其全球市场相比仍然偏低, 国内市场的竞争对手分别为天津丰华、东风伟世通、上海凡域等均为外资合资背景, 其中天津丰华是中日合资企业, 股东分别为丰田纺织株式会社(48%)、长春富奥—江森自控汽车饰件系统有限公司(48%)、丰田通商株式会社(4%), 其客户主要是天津一汽丰田; 东风伟世通由延锋伟世通投资有限公司、东风电子科技股份有限公司出资组建, 主要客户为东风汽车、神龙汽车、东风日产、东风本田等; 上海凡域汽车内饰件制品有限公司由韩国SEHAN株式会社、韩国东洗技研株式会社共同出资组建, 客户主要为通用全球, 大众全球, 吉利集团, 上海通用等, 在并购Motus后, 一方面或许为其提供日系渠道进一步拓展国内市场提供较大的可能, 另一方面, 海外市场优良的竞争格局带来的品牌影响力、规模效应正向反馈至国内市场有利于其加速合资品牌的渗透, 因此预计国内市场份额有望进一步提升。

图表18: 遮阳板市场规模预测

项目	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
国内乘用车产量(万辆)	2,480.7	2,352.9	2,141.2	2,162.6	2,227.5
全球乘用车产量(万辆)	7,288.3	7,056.8	6,845.1	6,879.3	6,913.7
均价(元/件)	54.8	56.4	58.1	59.8	61.6
全球市场规模(亿元)	79.8	79.6	79.5	82.3	85.2
其中: 北美	20.1	20.7	21.2	21.9	22.7
欧洲	21.5	21.8	22.3	23.1	23.9
中国	27.2	26.5	24.9	25.9	27.5

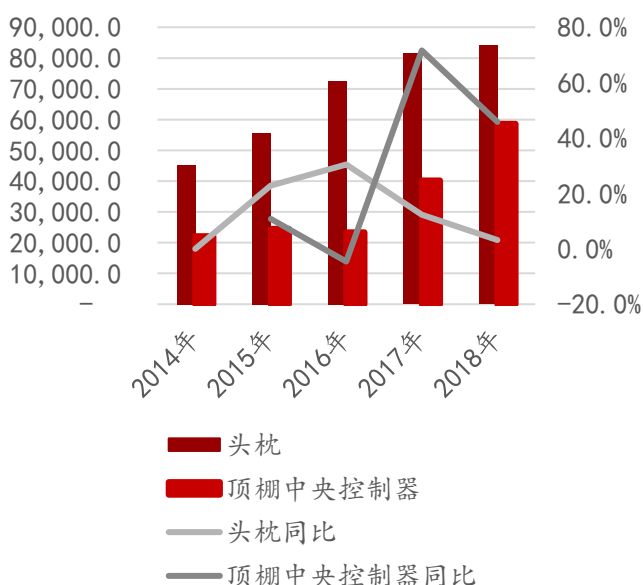
资料来源: 万联证券

4、内饰品类扩张, 复制遮阳板成功之路

4.1 战略重点拓展的内饰品牌业绩增长良好

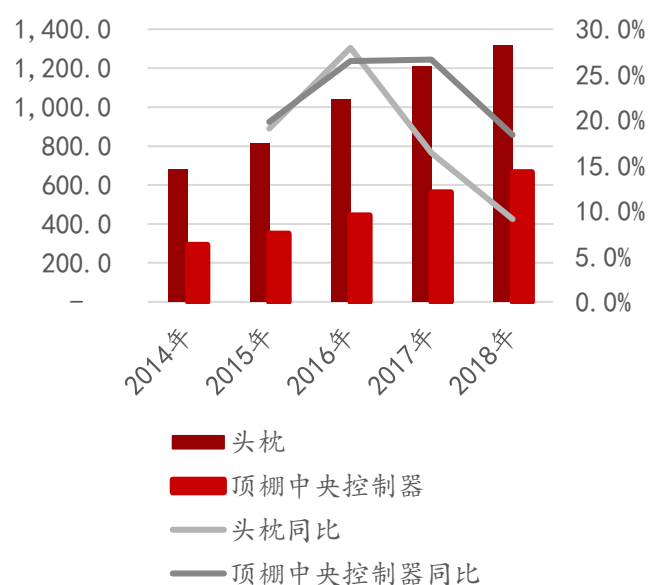
重点拓展头枕、顶棚中央控制器且成效显著。除遮阳板外, 公司积极拓展内饰件其他品类, 其中头枕、扶手、顶棚中央控制器为公司战略发展的重点。2014-2017年, 公司头枕业务营收由4.5亿元增长至8.4亿元, 年均复合增长率为16.7%, 顶棚中央控制器营收由2.2亿元增长至5.9亿元, 年均复合增长率为27.6%, 实际上剔除价格因素外, 公司头枕和顶棚中央控制器销量年均复合增长率分别为17.9%和22.8%, 增速均明显高于遮阳板。

图表19: 头枕及顶棚中央控制器营收



资料来源: 公司公告, 万联证券

图表20: 头枕及顶棚中央控制器销量(万件)



资料来源: 公司公告, 万联证券

4.2复制遮阳板成功之路，打开3倍成长空间

内饰品类扩张打开3倍成长空间：不同于遮阳板，头枕和顶棚中央控制器单车配套均价明显高于遮阳板，其中头枕配套均价约60元/件，按每辆车平均装4个头枕计算配套价值在240元/辆，顶棚中央控制器约90元/辆，扶手价值量更高，前后扶手合计平均可达280元/辆，我们按此预计2020年头枕全球市场规模有望达到175亿元，顶棚中央控制器市场规模有望达到63.0亿元，两者合计238亿元规模近乎遮阳板市场规模的3倍空间。

图表21：头枕和顶棚中央控制器市场规模预测

项目	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
国内乘用车产量（万辆）	2,480.7	2,352.9	2,141.2	2,162.6	2,227.5
全球乘用车产量（万辆）	7,288.3	7,056.8	6,845.1	6,879.3	6,913.7
头枕均价（元/件）	54.8	56.4	58.1	59.8	61.6
顶棚中央控制器均价（元/件）	71.4	88.1	89.8	91.6	93.4
头枕全球市场规模（亿元）	196.3	179.9	174.5	175.3	176.2
其中：北美	48.5	45.8	45.7	45.8	46.0
欧洲	52.9	49.2	48.9	49.2	49.4
中国	66.8	60.0	54.6	55.1	56.8
顶棚中央控制器全球市场规模（亿元）	52.1	62.1	61.5	63.0	64.6
其中：北美	12.5	15.4	15.6	16.0	16.4
欧洲	13.6	16.5	16.7	17.2	17.6
中国	17.7	20.7	19.2	19.8	20.8

资料来源：公司公告，万联证券

市占率稳步提升，复制遮阳板成功经验。2016年，公司头枕、顶棚中央控制器全球市场占有率分别为3.6%、6.2%，2018年公司头枕、顶棚中央控制器营收分别达到8.4亿元和5.8亿元，按营收占全球市场规模预计公司头枕、顶棚中央控制器全球市场占有率分别提升至4.7%和9.4%，市场份额稳步提升但与遮阳板业务相比仍有较大的提升空间，我们认为公司有望将遮阳板单品的成功经验移接至头枕及顶棚中央空气器等其他内饰品类，从而打开公司中长期成长空间。

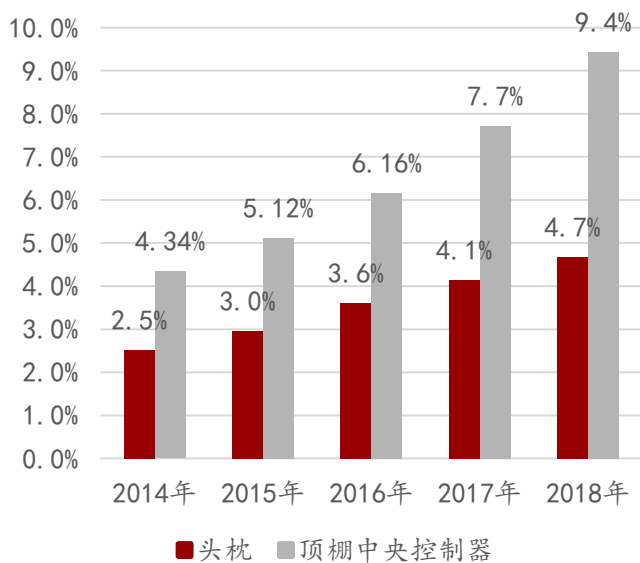
(1)、较强的成本控制优质基础。头枕、扶手等与遮阳板工艺类似，其中涉及塑料件注塑、装配、成品检测等，尤其对于塑料件注塑、发泡等模具公司掌握自主设计生产，具有较高的产品自制率，公司头枕毛利率甚至高于遮阳板具有相似的业务基础。顶棚中央控制器现阶段外购件较多导致毛利率偏低，但凭借公司管理人员对内饰件行业的深刻认知，预计后期随着生产规模的扩大会逐步降低外购比例，总体来看公司有望凭借较强的成本控制优质基础扩张其内饰件其他品类。

(2)、客户渠道可实现互通。目前头枕、顶棚中央控制器客户主要是配套通用，市

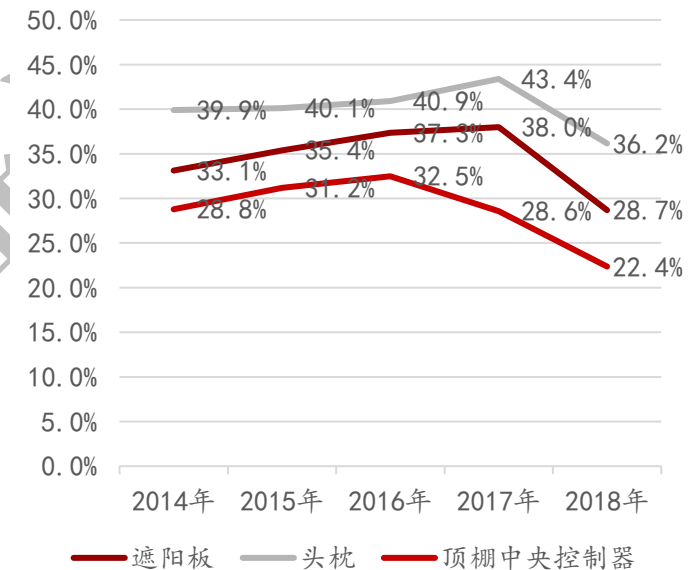
场以海外为主,公司有望凭借遮阳板海外市场稳定良好的客户关系进一步提升其头枕、顶棚中央控制器等配套份额。

(3)、竞争格局分散有利于市场拓展。汽车内饰件行业规模巨大,行业集中度相对分散,目前来看并未形成诸如汽车玻璃、遮阳板等细分行业的寡头垄断格局,且不同于汽车电子,内外饰件市场较为成熟,其核心竞争壁垒在于生产规模带来的成本优势及长期稳定的客户资源带来的垄断优势,在相对分散的市场中,公司以强大的成本优势及北美优质的客户资源为起点有利于其拓展内饰件细分品类。

图表22: 头枕和顶棚中央控制器全球市占率稳步提升



图表23: 头枕和顶棚中央控制器毛利率



资料来源: 招股说明书, 万联证券

资料来源: 公司公告, 万联证券

5、盈利预测及投资建议

关键假设

1、遮阳板业务: 并购Motus后遮阳板全球市场竞争格局优化, 短期来看Motus盈利改善带动公司遮阳板业务盈利提升, 长期来看北美、欧洲市场竞争格局的优化促使遮阳板业务量价齐升, 及中国市场乘用车销量的回暖带动遮阳板营收增长, 假设2019-2021年遮阳板业务收入同比增长20.0%、15.0%和15.0%, 且毛利率企稳回升。

2、头枕业务: 头枕与遮阳板具备相似的业务基础, 最有望复制遮阳板的成功之路, 以北美市场为主提升重点客户配套份额能够稳步带动头枕业务收入的提升, 假设2019-2021年头枕业务收入同比增长7.8%、17.6%和17.6%, 毛利率于2019年提升2pct, 并随后两年略微提升。

3、顶棚中央控制器: 顶棚中央控制器目前规模较小, 一方面通过重点拓展海外市场优质客户提升收入规模, 另一方面逐步减少外部采购件提升产品自制率, 假设

2019-2021年顶棚中央控制器业务收入年均复合增速为22.4%，且毛利率稳步提升。

4、其他：扶手、内饰灯等其他业务基数较低，假设2019-2021年其他业务收入同比增长5.0%、8.0%和8.0%。

图表24：公司营业收入预测

业务类别	项目	2018年	2019年	2020年	2021年
遮阳板	收入	265,206.62	318,247.94	365,985.14	420,882.91
	yoy	47.86%	20.00%	15.00%	15.00%
	成本	189,135.11	221,551.92	251,124.85	284,584.75
	毛利率	28.68%	30.38%	31.38%	32.38%
头枕	收入	84,077.40	90,635.44	106,587.27	125,346.63
	yoy	3.24%	7.80%	17.60%	17.60%
	成本	53,675.76	56,049.76	64,848.65	75,635.27
	毛利率	36.16%	38.16%	39.16%	39.66%
顶棚中央控制器	收入	58,616.38	71,746.45	87,817.65	107,488.81
	yoy	45.88%	22.40%	22.40%	22.40%
	成本	45,502.84	54,260.55	65,536.73	79,142.07
	毛利率	22.37%	24.37%	25.37%	26.37%
其他	收入	19,437.52	20,409.40	22,042.15	23,805.52
	yoy	-18.03%	5.00%	8.00%	8.00%
	成本	16,299.60	16,706.39	17,602.06	18,534.11
	毛利率	16.14%	18.14%	20.14%	22.14%
合计	营业总收入	427,337.92	501,039.23	582,432.21	677,523.87
	增长率	31.61%	17.25%	16.24%	16.33%
	营业成本	304,613.31	348,568.62	399,112.29	457,896.21
	毛利率	28.72%	30.43%	31.47%	32.42%

资料来源：万联证券

投资逻辑

1、遮阳板细分行业龙头，竞争壁垒稳固助其盈利提升：公司为全球遮阳板细分龙头企业，原有遮阳板业务全球市场份额22.5%，2018年并购Mouts后遮阳板全球市场份额有望达到35%，尤其在北美市场占据78.6%的市场份额近乎垄断地位极大的优化海外市场竞争格局。公司遮阳板自制率较高，成本控制能力较强，短期Mouts遮阳板资产盈利改善预期强烈，长期通过资产整合带来的规模效应、制造工艺改进及客户资源的互补能够进一步巩固其竞争壁垒，从而维持遮阳板业务量价齐升趋势及反哺提升国内市场份额。

2、内饰品类扩张，复制遮阳板成功之路：除遮阳板外，公司积极拓展头枕、扶手、顶棚中央控制器等内饰件品类，其中头枕、顶棚中央控制器单车配套价值分别为240、

90元/辆，2020年全球市场规模预计238亿元近乎遮阳板3倍规模。由于内饰件市场较为成熟，行业规模巨大但较为分散，公司具有较强的成本控制优势基础、丰富的客户资源渠道，且头枕、扶手等与遮阳板工艺技术类似，具备复制遮阳板成功经验从而打开公司中长期成长空间。

3、特斯拉等新能源客户基础良好，拥有拓展新能源市场良好契机：公司2017年切入特斯拉供应体系，分别获得Model 3/ X/ S车型的遮阳板订单，除特斯拉外，公司也分别进入蔚来、小鹏等国内新能源客户配套体系，特斯拉强大的品牌效应及国内新能源优质造车新势力将为公司拓展新能源市场奠定良好的基础，且全球电动化大趋势及国内、欧洲新能源汽车蓬勃发展为公司拓展新能源市场提供良好契机。

4、盈利预测与投资建议：预计公司2019-2021年营业总收入分别为50.1、58.2和67.8亿元，归属于上市公司股东的净利润6.3、7.9和10.0亿元，EPS分别为1.52、1.93和2.43元/股，对应的PE分别为19.5、15.4和12.2倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

6、风险提示

汽车产销量不及预期，资产整合不及预期，内饰业务发展不及预期

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,053	3,591	3,833	4,265
货币资金	598	801	753	769
应收及预付	897	1,053	1,200	1,405
存货	981	1,142	1,279	1,478
其他流动资产	576	595	601	613
非流动资产	2,086	2,316	2,432	2,537
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	917	1,118	1,206	1,283
在建工程	149	179	209	239
无形资产	382	380	379	376
其他长期资产	635	635	635	635
资产总计	5,139	5,906	6,265	6,802
流动负债	1,549	1,915	1,680	1,417
短期借款	698	1,069	706	303
应付及预收	510	491	556	641
其他流动负债	341	354	418	473
非流动负债	268	273	278	283
长期借款	0	5	10	15
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	268	268	268	268
负债合计	1,817	2,188	1,958	1,700
股本	410	410	410	410
资本公积	1,135	1,135	1,135	1,135
留存收益	1,957	2,378	2,965	3,757
归属母公司股东权益	3,319	3,714	4,302	5,094
少数股东权益	3	4	5	7
负债和股东权益	5,139	5,906	6,265	6,802

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	721	389	739	809
净利润	558	625	793	998
折旧摊销	100	113	125	138
营运资金变动	92	-365	-185	-301
其它	-30	16	6	-25
投资活动现金流	-936	-288	-177	-164
资本支出	-172	-303	-197	-189
投资变动	-764	0	0	0
其他	0	15	20	25
筹资活动现金流	342	102	-609	-629
银行借款	698	371	-364	-403
债券融资	662	376	-359	-398
股权融资	47	0	0	0
其他	-1,065	-646	114	172
现金净增加额	127	203	-47	16
期初现金余额	428	598	801	753
期末现金余额	592	801	753	769

资料来源：万联证券

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,273	5,010	5,824	6,775
营业成本	3,046	3,486	3,991	4,579
营业税金及附加	15	23	26	30
销售费用	238	301	349	407
管理费用	264	291	338	393
研发费用	144	175	204	237
财务费用	-36	20	17	-1
资产减值损失	21	25	24	25
公允价值变动收益	-27	0	0	0
投资净收益	33	15	20	25
营业利润	606	711	901	1,137
营业外收入	21	40	46	54
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	624	750	945	1,190
所得税	67	123	151	190
净利润	558	627	794	1,000
少数股东损益	-1	1	2	2
归属母公司净利润	558	625	793	998
EBITDA	665	848	1,041	1,267
EPS（元）	1.36	1.52	1.93	2.43

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	31.6%	17.2%	16.2%	16.3%
营业利润	-10.6%	17.3%	26.7%	26.3%
归属于母公司净利润	-4.1%	12.0%	26.7%	25.9%
获利能力				
毛利率	28.7%	30.4%	31.5%	32.4%
净利率	13.0%	12.5%	13.6%	14.8%
ROE	16.8%	16.8%	18.4%	19.6%
ROIC	14.7%	15.4%	18.0%	20.4%
偿债能力				
资产负债率	35.4%	37.0%	31.3%	25.0%
净负债比率	3.1%	7.4%	-0.8%	-8.8%
流动比率	1.97	1.88	2.28	3.01
速动比率	1.32	1.26	1.50	1.94
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.91	0.96	1.04
应收账款周转率	5.21	4.90	5.00	4.97
存货周转率	3.05	3.05	3.12	3.10
每股指标（元）				
每股收益	1.36	1.52	1.93	2.43
每股经营现金流	1.76	0.95	1.80	1.97
每股净资产	8.09	9.05	10.48	12.42
估值比率				
P/E	15.4	19.5	15.4	12.2
P/B	2.5	3.2	2.8	2.3
EV/EBITDA	13.0	14.7	11.7	9.3

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场