



2021 年 03 月 30 日

开启全新成长 剑指内饰龙头

新泉股份(603179)

事件概述

公司公告 2020 年报:2020 年实现营收 36.8 亿元,同比增长 21.2%;归母净利 2.6 亿元,同比增长 40.6%,扣非归母净利 2.5 亿元,同比增长 46.0%。其中 2020Q4 实现营收 11.2 亿元,同比增长 25.5%,环比增长 12.0%;归母净利 0.9 亿元,同比增长 69.4%,环比增长 27.3%,扣非归母净利 0.9 亿元,同比增长 83.7%,环比增长 26.9%。

分析判断:

► 商用车业务表现亮眼 2021 持续高增可期

公司 2020 年营收同比+21.2%,其中 2020Q4 营收同比+25.5%,环比+12.0%,我们判断主要受益于商用车业务的高景气及乘用车业务需求回暖。分业务看,预计 2020 年乘用车业务营收基本持平,商用车业务翻倍增长,驱动仪表板总成和顶柜总成营收分别同比+23.0%/+61.1%至 21.9/2.0 亿元。分客户看,2020 年吉利汽车仍为第一大客户,贡献营收 9.2 亿元,同比+2.8%,主要受益于配套份额的提升;除上汽集团贡献营收略有下滑(同比-0.6%至 4.6 亿元),一汽集团/奇瑞汽车/北汽福田分别贡献营收 4.4/4.3/2.9 亿元,同比+60.5%/+20.8%/+19.0%。扣非归母净利增速显著高于营收增速主因毛利率同比提升且费用率同比下滑。展望 2021,随着下游需求持续向好叠加特斯拉贡献纯增量,业绩有望持续高增长。

► 毛利率逐季提升 费用合理管控

公司 2020 年毛利率达 23.0%,同比+1.8pct,其中 2020Q4 毛利率 23.4%,同比+2.3pct,环比+0.6pct,我们判断主要受益于产能利用率提升及高毛利率的仪表板总成(2020 毛利率 27.4%/同比+2.5pct)和顶柜总成(2020 毛利率 28.0%/同比+6.9pct)占比提升。受益于毛利率提升,2020 年净利率 7.0%,同比+1.0pct,其中 2020Q4 净利率 8.1%,同比+1.9pct,环比+1.0pct。随着终端销量持续回暖,叠加公司新项目的逐步放量,预计业绩有望持续高成长。

费用方面,2020Q4 研发费用达 0.3 亿元,同比-20.3%,对应研发费用率同比下滑 1.8pct 至 3.1%,但 2020 全年研发费用达 1.5 亿元,同比+10.4%,对应研发费用率 4.1%,主因新项目增多及对新工艺、新技术的研发投入;销售费用率和财务费用率同比下滑 0.8pct、0.03pct 至 4.6%、1.2%,管理费用率同比提升 0.2pct 至 4.3%,主因无形资产摊销及折旧增加、实施员工持股计划导致

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	49.25
最新收盘价:	31.06
股票代码:	603179
52 周最高价/最低价:	42.34/16.83
总市值(亿)	114.24
自由流通市值(亿)	98.77
自由流通股数(百万)	318.01



分析师:崔琰

邮箱: cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

联系人:郑青青

邮箱: zhengqq@hx168.com.cn

相关研究

1. 新泉股份(603179) 2020 三季度报点评:业绩持续高增 剑指内饰龙头
2020.10.31
2. 新泉股份(603179) 事件点评:进军墨西哥 剑指全球内饰龙头
2020.08.12
3. 新泉股份(603179) 2020 半年报点评:业绩逆势高增 开启全新成长
2020.08.04

的限制性股票成本增加。

► 乘商双轮驱动 剑指内饰龙头

乘用车：从自主到合资到特斯拉，量价利齐升。公司配套一汽大众新捷达开启合资新征程，随后陆续获得上汽大众 NEO、长安福特 Mustang 等仪表板定点开发和制造，合资配套持续突破。而公司进入特斯拉供应体系彰显竞争实力，有望随特斯拉不断成长，实现量价利齐升。中长期看，全球车企降本压力加大下，内饰进口替代加速，国内规模达千亿元，我们判断自主品牌渗透率将持续提升，公司有望凭借高性价比和快速响应能力抢占份额，预计 2025 年收入有望突破 150 亿元。

商用车：拓品类+全球化，份额持续提升。公司的商用车客户主要包括一汽解放、北汽福田等，配套份额预计达 60%以上，未来将通过拓品类、借重卡升级换代之际加速渗透其他客户并实现全球配套等方式实现份额的持续提升。

投资建议

“大吉利”供应链+特斯拉供应链，进口替代剑指全球内饰龙头：公司作为吉利产业链核心零部件，将显著受益于“吉利一体化”，随吉利不断成长。同时配套大众开启合资新征程，又获特斯拉定点，从自主到合资到特斯拉，驱动公司实现量价利齐升。调整盈利预测：预计 2021-22 年营收由 45.4/55.8 亿元调为 54.9/77.6 亿元，归母净利为由 3.8/5.2 亿元调为 4.5/7.2 亿元，EPS 为 1.23/1.97 元，对应当前 PE 25/16 倍。参考特斯拉产业链平均估值水平，给予公司 2022 年 25 倍 PE，目标价由 38.08 元调为 49.25 元，维持“买入”评级。

风险提示

乘用车行业销量不及预期，客户拓展情况不及预期，行业竞争加剧，原材料成本提升等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,036	3,680	5,494	7,756	8,442
YoY (%)	-10.8%	21.2%	49.3%	41.2%	8.8%
归母净利润(百万元)	183	258	453	724	857
YoY (%)	-35.0%	40.6%	75.9%	59.8%	18.4%
毛利率 (%)	21.2%	23.0%	23.3%	23.9%	24.6%
每股收益 (元)	0.50	0.70	1.23	1.97	2.33
ROE	10.8%	7.5%	11.7%	16.2%	16.8%
市盈率	62.35	44.33	25.21	15.78	13.33

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,680	5,494	7,756	8,442	净利润	257	454	725	858
YoY (%)	21.2%	49.3%	41.2%	8.8%	折旧和摊销	135	46	23	35
营业成本	2,834	4,213	5,902	6,362	营运资金变动	-448	64	-26	-195
营业税金及附加	18	27	38	41	经营活动现金流	14	592	737	712
销售费用	167	251	354	386	资本开支	-325	3	78	53
管理费用	163	243	343	374	投资	0	0	0	0
财务费用	45	29	13	5	投资活动现金流	-325	3	78	53
资产减值损失	-2	0	0	0	股权募资	1,269	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	1,010	-480	0	0
营业利润	288	501	807	951	筹资活动现金流	1,291	-508	-15	-15
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	978	87	800	750
利润总额	288	501	807	951	主要财务指标				
所得税	31	47	82	93	成长能力 (%)				
净利润	257	454	725	858	营业收入增长率	21.2%	49.3%	41.2%	8.8%
归属于母公司净利润	258	453	724	857	净利润增长率	40.6%	75.9%	59.8%	18.4%
YoY (%)	40.6%	75.9%	59.8%	18.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.70	1.23	1.97	2.33	毛利率	23.0%	23.3%	23.9%	24.6%
资产负债表 (百万元)					净利率	7.0%	8.3%	9.3%	10.2%
货币资金	1,585	1,672	2,472	3,222	总资产收益率 ROA	3.9%	5.9%	7.6%	8.1%
预付款项	179	257	372	397	净资产收益率 ROE	7.5%	11.7%	16.2%	16.8%
存货	1,100	1,490	2,172	2,333	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,932	2,425	2,998	3,326	流动比率	1.83	1.84	1.78	1.92
流动资产合计	4,796	5,845	8,014	9,278	速动比率	1.33	1.29	1.21	1.35
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.60	0.53	0.55	0.67
固定资产	1,446	1,491	1,424	1,273	资产负债率	47.6%	48.7%	52.8%	51.0%
无形资产	229	228	227	227	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,862	1,784	1,560	1,263	总资产周转率	0.55	0.72	0.81	0.80
资产合计	6,658	7,629	9,574	10,541	每股指标 (元)				
短期借款	480	0	0	0	每股收益	0.70	1.23	1.97	2.33
应付账款及票据	2,010	2,961	4,227	4,521	每股净资产	9.36	10.51	12.14	13.90
其他流动负债	134	209	287	311	每股经营现金流	0.04	1.61	2.00	1.94
流动负债合计	2,624	3,170	4,514	4,833	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	400	400	400	400	估值分析				
其他长期负债	144	144	144	144	PE	44.33	25.21	15.78	13.33
非流动负债合计	544	544	544	544	PB	3.62	2.96	2.56	2.23
负债合计	3,168	3,714	5,058	5,377					
股本	368	368	368	368					
少数股东权益	48	48	49	50					
股东权益合计	3,490	3,914	4,516	5,164					
负债和股东权益合计	6,658	7,629	9,574	10,541					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。