

业绩短期承压 特斯拉贡献增量

新泉股份(603179)

事件概述

公司公告 2021 三季报:2021Q1-Q3 实现营收 32.6 亿元,同比增长 27.4%,归母净利润 2.2 亿元,同比增长 30.7%,扣非归母净利润 1.9 亿元,同比增长 17.9%;其中 2021Q3 实现营收 10.0 亿元,同比增长 0.3%;归母净利润 0.6 亿元,同比下降 20.2%,扣非归母净利润 0.4 亿元,同比下降 34.0%。

分析判断:

▶ 业绩短期承压 商用车拖累但特斯拉贡献增量

公司 2021Q1-Q3 营收同比+27.4%,其中 2021Q3 营收同比+0.3%,环比-12.4%,我们判断环比下降主要受商用车销量下滑的影响。其中:1)乘用车业务:预计 2021Q3 乘用车业务营收环比增长,其中特斯拉贡献增量 1.5 亿元以上(预计 2021Q1/Q2 分别贡献 4000+万元/7000+万元);2)商用车业务:2021Q3 重卡销量环比-59.0%,导致商用车业务明显下降。扣非归母净利润增速低于营收增速主因毛利率同比下滑。展望 2021Q4 及明年,随着特斯拉持续贡献纯增量(销量与份额有望双升)叠加上游需求改善,业绩有望改善,步入高增通道。

▶ 毛利率继续承压 研发费用增加

公司 2021Q3 毛利率达 18.7%,同比-4.2pct,环比-3.0pct,我们判断同环比下滑主因低毛利率的乘用车业务占比提升以及原材料涨价的影响。受毛利率下滑的影响,2021Q3 净利率 5.5%,同比-1.5pct,环比-0.6pct。费用方面,2021Q3 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别达 4.1%、5.1%、4.6%、0.5%,分别同比-0.4pct、+0.9pct、+0.1pct、-0.5pct,环比-0.7pct、+0.9pct、+0.7pct、-0.5pct,我们判断研发费用增加主因新项目增多。

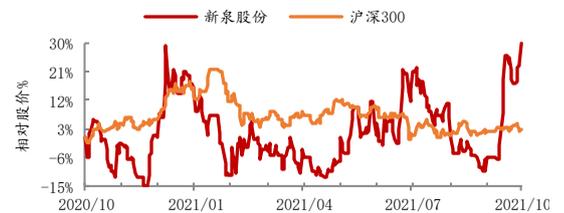
▶ 乘商双轮驱动 剑指内饰龙头

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 等仪表盘定点开发和制造,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

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	46.72
最新收盘价:	40.85
股票代码:	603179
52 周最高价/最低价:	42.34/26.39
总市值(亿)	153.13
自由流通市值(亿)	153.13
自由流通股数(百万)	374.85



分析师: 崔琰

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

相关研究

- 【华西汽车】新泉股份(603179)事件点评:发布二期员工持股计划 彰显未来发展信心
2021.10.14
- 重塑秩序系列之八:新泉股份 全球内饰潜在龙头
2021.09.13
- 【华西汽车】新泉股份(603179):业绩符合预期 特斯拉贡献增量
2021.08.26

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。考虑到缺芯及原材料涨价的影响，调整盈利预测：预计 2021-23 年营收为由 52.3/77.5/89.6 亿元调为 48.4/66.6/79.6 亿元，归母净利由 4.1/7.1/9.0 亿元调为 3.5/5.5/7.3 亿元，EPS 为 0.94/1.46/1.95 元，对应当前 PE 43/28/21 倍。参考特斯拉产业链平均估值水平，给予公司 2022 年 32 倍 PE，目标价由 47.00 元调为 46.72 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	4,836	6,664	7,956
YoY (%)	-10.8%	21.2%	31.4%	37.8%	19.4%
归母净利润(百万元)	183	258	353	547	729
YoY (%)	-35.0%	40.6%	36.9%	55.0%	33.3%
毛利率 (%)	21.2%	23.0%	22.8%	23.5%	24.5%
每股收益 (元)	0.49	0.69	0.94	1.46	1.95
ROE	10.8%	7.5%	9.3%	13.0%	15.5%
市盈率	83.57	59.42	43.41	28.00	21.00

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)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,680	4,836	6,664	7,956	净利润	257	353	547	730
YoY (%)	21.2%	31.4%	37.8%	19.4%	折旧和摊销	135	46	23	35
营业成本	2,834	3,733	5,098	6,011	营运资金变动	-448	108	-15	-215
营业税金及附加	18	23	32	39	经营活动现金流	14	535	571	564
销售费用	167	221	304	363	资本开支	-325	3	78	53
管理费用	163	232	320	382	投资	0	0	0	0
财务费用	45	30	16	12	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	7	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	1,010	-480	0	0
营业利润	288	390	609	809	筹资活动现金流	1,291	-501	-15	-15
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	978	37	633	602
利润总额	288	390	609	809	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	31	37	62	79	成长能力 (%)				
净利润	257	353	547	730	营业收入增长率	21.2%	31.4%	37.8%	19.4%
归属于母公司净利润	258	353	547	729	净利润增长率	40.6%	36.9%	55.0%	33.3%
YoY (%)	40.6%	36.9%	55.0%	33.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.69	0.94	1.46	1.95	毛利率	23.0%	22.8%	23.5%	24.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	7.0%	7.3%	8.2%	9.2%
货币资金	1,585	1,622	2,255	2,858	总资产收益率 ROA	3.9%	4.9%	6.3%	7.4%
预付款项	179	228	321	375	净资产收益率 ROE	7.5%	9.3%	13.0%	15.5%
存货	1,100	1,321	1,876	2,204	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,932	2,219	2,675	3,175	流动比率	1.83	1.92	1.83	1.89
流动资产合计	4,796	5,390	7,128	8,612	速动比率	1.33	1.36	1.26	1.32
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.60	0.58	0.58	0.63
固定资产	1,446	1,491	1,424	1,273	资产负债率	47.6%	46.7%	51.1%	51.7%
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	0.67	0.77	0.81
资产合计	6,658	7,174	8,688	9,874	每股指标 (元)				
短期借款	480	0	0	0	每股收益	0.69	0.94	1.46	1.95
应付账款及票据	2,010	2,624	3,651	4,271	每股净资产	9.18	10.06	11.20	12.58
其他流动负债	134	185	247	294	每股经营现金流	0.04	1.43	1.52	1.51
流动负债合计	2,624	2,809	3,898	4,565	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	59.42	43.41	28.00	21.00
非流动负债合计	544	544	544	544	PB	3.69	4.06	3.65	3.25
负债合计	3,168	3,353	4,443	5,109					
股本	368	375	375	375					
少数股东权益	48	48	49	49					
股东权益合计	3,490	3,821	4,245	4,765					
负债和股东权益合计	6,658	7,174	8,688	9,874					

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。