

新泉股份 (603179.SH)

四季度营收提速，研发持续投入

买入

核心观点

Q4 营收提速，业绩短期承压。2021 全年实现营收 43.13 亿元 (+19%)，归母净利润 2.84 亿元 (+29%)，扣非归母净利润 2.57 亿元 (+4%)。其中四季度单季营收 13.49 亿元 (+21%)，归母净利润 0.64 亿元 (-22%)，扣非归母净利润 0.67 亿元 (-22%)，公司营收恢复高增长，利润短期承压。

2021Q4 公司营收增速超越行业增速 29pct。2021Q4 内汽车产量为 753 万辆，同比下滑 7%，销量为 765 万辆，同比下滑 7%，新泉 21Q4 营收增速为 21%，超越行业 29PCT。

受原材料涨价影响，Q4 毛利率承压。公司 2021 年毛利率为 21.3%，同比下降 1.7pct，净利率为 6.2%，同比下降 0.8pct。拆单季度看，2021Q4 毛利率为 20.8%，同比下降 2.6pct，净利率为 4.4%，同比下降 3.6pct。Q4 毛利率下降我们认为主要受原材料涨价影响。

期间费用率稳健，研发持续投入。2021 年公司四费率为 14.5%，同比增加 0.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4/4.6/4.9/0.6%，同比变动-0.2/+0.2/+0.8/-0.6pct。拆单季度看，2021Q4 四费率为 15.0%，同比增加 1.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.6/4.5/5.6/0.2%，同比变动+0.1/+0.1/+2.5/-1.0pct。公司 2021 年研发投入 2.25 亿元 (同比+49%)，Q4 研发投入为 0.76 亿元 (同比提升 118%)，研发持续投入。

汽车内饰空间广阔，公司产品成为行业标杆，成长潜力大。当前我国汽车行业内饰件（除座椅）市场规模约在 1200 亿元，全球汽车市场规模约 3800 亿元。公司凭借强大的技术实力与经验，其核心产品汽车仪表盘已成为行业标杆。公司 2021 年营收为 46 亿元，同比增长 25%，成长潜力大。

风险提示：行业销量下滑风险，新客户拓展不达预期风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到原材料涨价影响，我们下调 22/23 年盈利预测，预计 22/23/24 年实现归母净利润 4.77/7.00/8.39 亿元 (前次预测为 22/23 年归母净利润 5.7/7.5 亿元)，对应 EPS 为 1.27/1.87/2.24 元。公司逐步切入合资客户以及国际知名品牌电动车企业和部分新势力造车企业，乘用车业务成长空间大，考虑到新客户拓展顺利，上调公司合理估值区间为 47-56 元 (前次合理估值区间为 45.3-52.9 元)，对应 23 年 25-30x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,680	4,613	6,817	8,751	10,081
(+/-%)	21.2%	25.3%	47.8%	28.4%	15.2%
净利润(百万元)	258	284	477	700	839
(+/-%)	40.6%	10.2%	68.1%	46.7%	19.8%
每股收益(元)	0.70	0.76	1.27	1.87	2.24
EBIT Margin	9.5%	6.9%	7.6%	8.5%	8.9%
净资产收益率 (ROE)	7.5%	7.7%	12.1%	16.3%	17.8%
市盈率 (PE)	49.0	45.3	26.9	18.4	15.3
EV/EBITDA	33.4	34.6	20.6	15.5	13.3
市净率 (PB)	3.67	3.47	3.26	3.00	2.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

汽车 · 汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：戴仕远

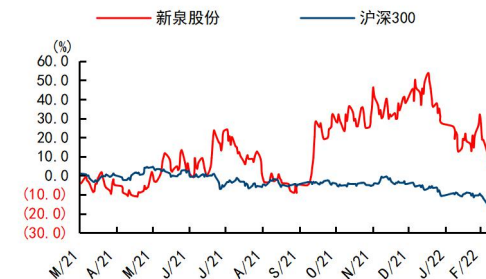
daishiyuan@guosen.com.cn

S0980521060004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	34.31 元
总市值/流通市值	12866/12866 百万元
52 周最高价/最低价	48.99/26.39 元
近 3 个月日均成交额	169.13 百万元

市场走势



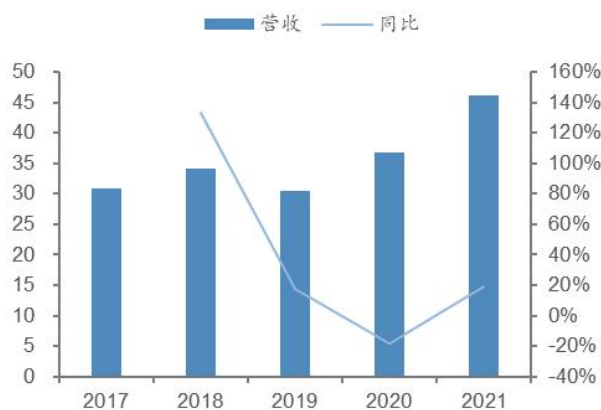
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《国信证券-新泉股份-603179-2021 年三季报点评：单三季度营收增速放缓，研发持续投入》——2021-11-04
 《国信证券-新泉股份-603179-2021 年三季报点评：单三季度营收增速放缓，研发持续投入》——2021-11-02
 《国信证券-新泉股份-603179-员工持股计划：二期员工持股计划发布，确保长期稳定发展》——2021-10-18
 《新泉股份-603179-2019 年年报点评：自主到合资，客户结构持续改善》——2020-03-31

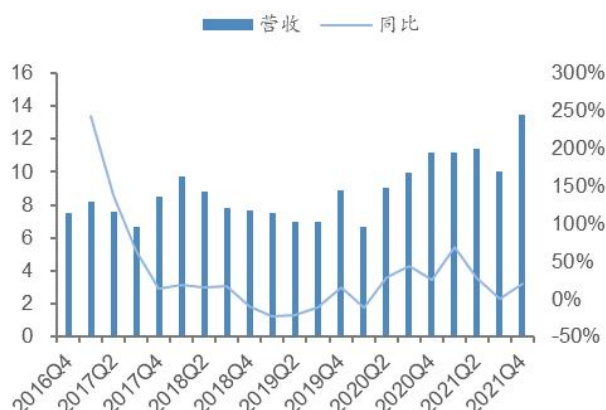
Q4 营收高增长，业绩短期承压。2021 全年实现营收 43.13 亿元（+19%），归母净利润 2.84 亿元（+29%），扣非归母净利润 2.57 亿元（+4%）。其中四季度单季营收 13.49 亿元（+21%），归母净利润 0.64 亿元（-22%），扣非归母净利润 0.67 亿元（-22%），公司营收恢复高增长，利润短期承压。

图1：新泉股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



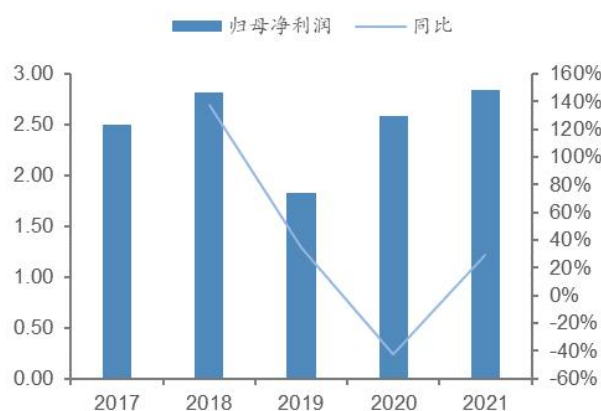
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：新泉股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



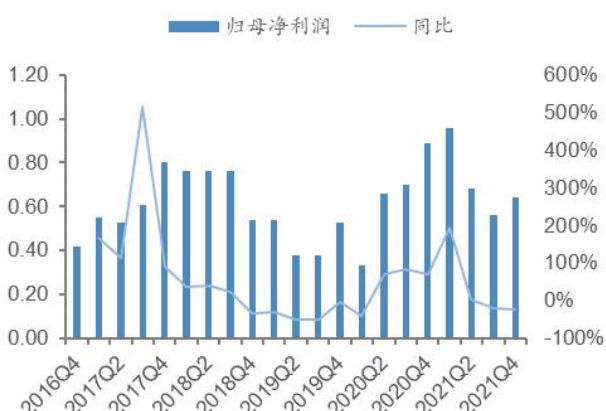
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：新泉股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

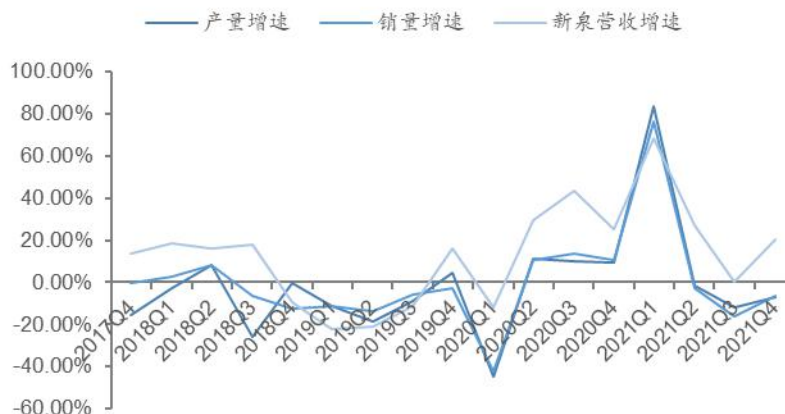
图4：新泉股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021Q4 公司营收增速超越行业增速 29pct。2021Q4 内汽车产量为 753 万辆，同比下滑 7%，销量为 765 万辆，同比下滑 7%，新泉 21Q4 营收增速为 21%，超越行业 29PCT。

图5：汽车行业产量增速、销量增速、新泉营收增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

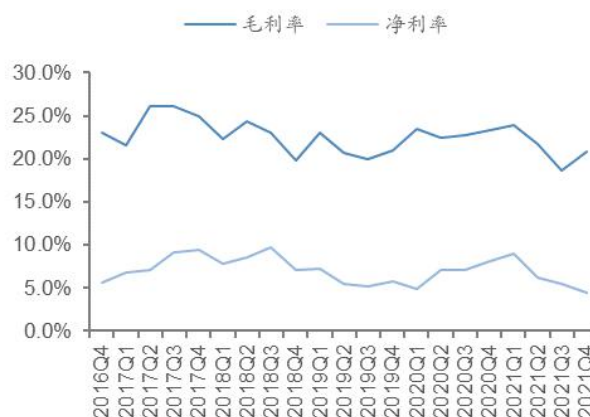
Q4 毛利率承压。公司 2021 年毛利率为 21.3%，同比下降 1.7pct，净利率为 6.2%，同比下降 0.8pct。拆单季度看，2021Q4 毛利率为 20.8%，同比下降 2.6pct，净利率为 4.4%，同比下降 3.6pct。Q4 毛利率下降我们认为主要受原材料涨价影响。

图6：新泉股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

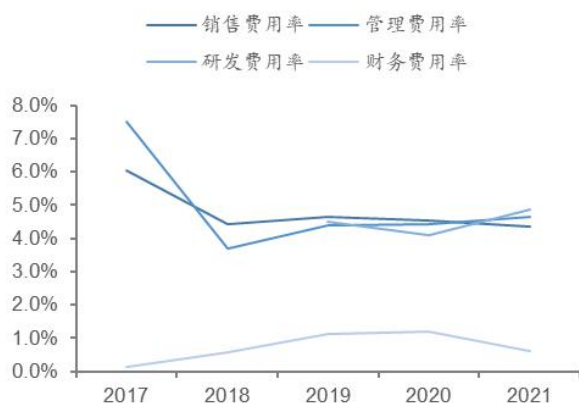
图7：新泉股份毛利率、净利率变化情况（季度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

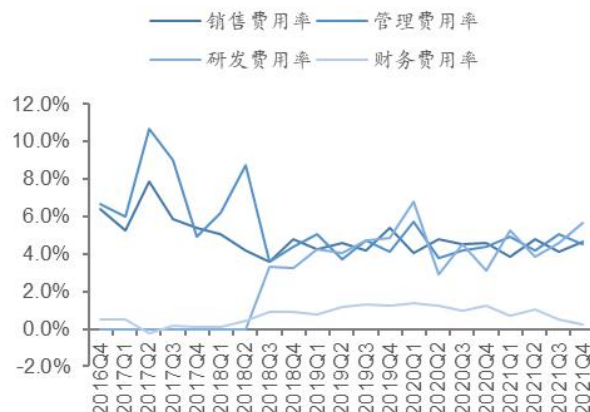
期间费用率稳健、研发持续投入。2021 年公司四费率为 14.5%，同比增加 0.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4/4.6/4.9/0.6%，同比变动 -0.2/+0.2/+0.8/-0.6pct。拆单季度看，2021Q4 四费率为 15.0%，同比增加 1.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.6/4.5/5.6/0.2%，同比变动 +0.1/+0.1/+2.5/-1.0pct。公司 2021 年研发投入 2.25 亿元（同比+49%），Q4 研发投入为 0.76 亿元（同比提升 118%），研发持续投入。

图8：新泉股份期间费用率



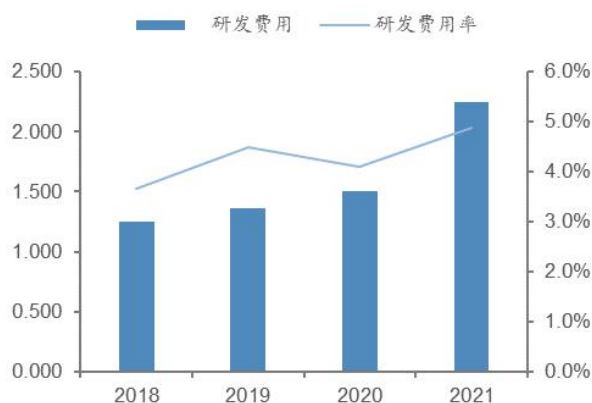
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：新泉股份期间费用率（季度）



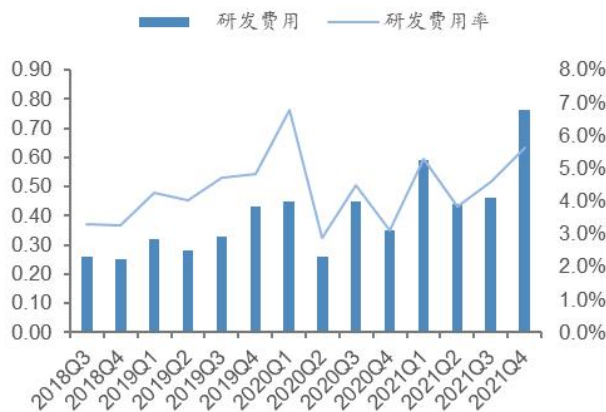
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司研发投入（亿元）、研发费用率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司研发投入（亿元）、研发费用率/季度



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

客户结构逐步由自主向合资突破，国际战略稳步推进。公司此前客户主要以吉利、上汽自主、奇瑞等自主品牌为主，后期产品逐步突破合资客户，2019 年公司持续深化与上汽大众、一汽大众、长安福特等合资客户配套关系，获得了上汽大众 NEO、长安福特 Mustang、一汽大众新捷达 VS5/VS7 等新车型项目仪表板、门板重点产品的定点项目。2020 年公司与上海大众、长安福特、国际知名品牌电动车企业等乘用车企业达成了合作关系，取得了部分新车型项目仪表板、副仪表板等重点产品的定点开发和制造。

2019 年，公司在马来西亚设立合资公司并建立生产基地，开拓东南亚市场 业务；2020 年，公司在墨西哥设立全资子公司并建立生产基地，开拓北美市场业务；2021 年，公司在美国设立全资子公司和向墨西哥 子公司增资 3,000 万美元进行基地建设，将更好的服务当地客户和开拓北美市场业务。

汽车内饰空间广阔。汽车内饰除座椅外单车价值量在 3500-4500 元左右。按照我

国 3000 万辆汽车销量计算，当前我国汽车行业内饰件（除座椅）市场规模约在 1200 亿元。按照全球 9500 万汽车销量计算，全球汽车行业内饰件（除座椅）市场规模约 3800 亿元。

表1：汽车内饰件单车价值量估算

	单车配套价值量
仪表板总成	600-800
门内护板	800-1000
方向盘	800-1000
顶棚	60-100
遮阳板	100-160
立柱护板	300-360
立柱	48-60
流水槽盖板总成	60-90
衣帽架	120-140
行李箱内饰	150-200
储物盒	100-120
备胎盖	100-150
地毯和隔音	300-500
座椅系统	2000-10000
合计	5538-14680
除座椅外	3538-4680

资料来源：产业信息网、国信证券经济研究所整理

公司产品已成行业标杆。公司先后自主研发了上汽荣威 RX5、名爵 MG6；吉利帝豪全系列、缤瑞、缤越、星越、几何系列，领克 02/03/06；奇瑞瑞虎 8/7/5X，艾瑞泽 GX/EX；一汽 J6P、JH06；北汽福田的欧曼 GTL；中国济南重汽的 T5G 项目的仪表板、门板、顶置文件柜等，创造了行业的领先优势。在消费升级趋势下，消费者对驾驶舱的高级感和舒适感等需求不断提升，搪塑覆盖材料、金属拉丝工艺等应用更加，提高了各项部件的单车价值量。公司凭借强大的技术实力与经验，其核心产品汽车仪表板已成为行业标杆。

图 12：领克 03 驾驶舱图



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 13：荣威 RX5 驾驶舱图



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

合资新客户持续开拓，进口替代潜力巨大；2019 年公司持续深化与上汽大众、一汽大众、长安福特等合资客户配套关系，获得了上汽大众 NEO、长安福特 Mustang、一汽大众新捷达 VS5/VS7 等新车型项目仪表板、门板重点产品的定点项目。2020 年公司与上海大众、长安福特、国际知名品牌电动车企业等乘用车企业达成了合

作关系，取得了部分新车型项目仪表板、副仪表板等重点产品的定点开发和制造。2021 年，公司实现配套诸如吉利汽车、长城汽车、上海汽车、广汽新能源、比亚迪汽车、理想汽车、蔚来汽车、国际知名品牌电动车企业等品牌下的部分新能源汽车车型项目的配套。

汽车内饰空间广阔，公司产品成为行业标杆，成长潜力大：当前我国汽车行业内饰件（除座椅）市场规模约在 1200 亿元，全球汽车市场规模约 3800 亿元。公司凭借强大的技术实力与经验，其核心产品汽车仪表板已成为行业标杆。公司 2021 年营收为 46.13 亿元，同比增长 25%，成长潜力大。

盈利预测：公司逐步切入合资客户以及国际知名品牌电动车企业和部分新势力造车企业，乘用车业务后期成长空间更大。考虑到原材料涨价对业绩的影响，我们下调盈利预测，预计 22/23/24 年实现归母净利润 4.77/7.00/8.39 亿元（前次盈利预测为 22/23 年公司实现归母净利润 5.7/7.5 亿元），对应 EPS 为 1.27/1.87/2.24 元。

估值分析：新泉股份、岱美股份的主业均为内外饰件，新泉股份产品主要包括乘用车和商用车的内外饰件，乘用车产品主要包括仪表盘总成、门板总成、立柱总成、保险杠总成、落水槽等，商用车产品主要包括仪表盘总成、车顶柜总成等。岱美股份产品主要包括遮阳板、头枕、顶棚中央控制器、顶棚等。公司历史 PE 估值中枢在 36x（时间区间：2019 年 03 月 11 日-2022 年 03 月 09 日），考虑到新客户拓展顺利，上调公司合理估值区间为 47-56 元（前次合理估值区间为 45.3-52.9 元），对应 23 年 25-30x PE，对应 2022 年 03 月 09 日收盘价存在 36%-63% 上涨空间，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表（20220309）

证券简称	最近收盘价 (元)	市值 (亿元)	每股收益					市盈率			投资评级
			20A	21A/E	22E	23E	20	21A/E	22E	23E	
新泉股份	34.31	128.61	0.70	0.76	1.27	1.87	49	45	27	18	买入
岱美股份	15.00	108.66	0.68	0.91	1.13	1.31	22	17	13	11	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 岱美股份为 WIND 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1585	799	1753	1871	2216	营业收入	3680	4613	6817	8751	10081
应收款项	1227	1440	173	223	257	营业成本	2834	3629	5342	6827	7820
存货净额	1100	1482	1239	1592	1829	营业税金及附加	18	26	34	43	50
其他流动资产	884	1053	40	52	60	销售费用	167	201	286	368	423
流动资产合计	4796	5056	3486	4019	4643	管理费用	163	214	309	377	433
固定资产	1520	1969	1818	1706	1573	研发费用	151	225	327	394	454
无形资产及其他	229	228	220	212	203	财务费用	45	28	3	(23)	(35)
投资性房地产	113	154	154	154	154	投资收益	0	5	3	3	3
长期股权投资	0	0	(6)	(11)	(17)	资产减值及公允价值变动	2	5	15	15	0
资产总计	6658	7406	5672	6079	6557	其他收入	(168)	(213)	(327)	(394)	(454)
短期借款及交易性金融负债	482	570	500	300	200	营业利润	288	311	534	784	940
应付款项	2010	2574	383	493	566	营业外净收支	0	(9)	0	0	0
其他流动负债	132	127	695	891	1024	利润总额	288	302	534	784	940
流动负债合计	2624	3271	1579	1684	1790	所得税费用	31	16	53	78	94
长期借款及应付债券	492	316	86	86	86	少数股东损益	(1)	2	4	5	6
其他长期负债	52	67	16	(35)	(86)	归属于母公司净利润	258	284	477	700	839
长期负债合计	544	383	102	51	0	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3168	3654	1680	1735	1790	净利润	258	284	477	700	839
少数股东权益	48	47	48	51	53	资产减值准备	0	2	0	(0)	(0)
股东权益	3442	3705	3943	4293	4713	折旧摊销	125	160	187	199	204
负债和股东权益总计	6658	7406	5672	6079	6557	公允价值变动损失	(2)	(5)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	45	28	3	(23)	(35)
每股收益	0.70	0.76	1.27	1.87	2.24	营运资本变动	(442)	(229)	849	(160)	(124)
每股红利	0.34	0.40	0.64	0.93	1.12	其它	(0)	(1)	1	2	3
每股净资产	9.36	9.88	10.52	11.45	12.57	经营活动现金流	(62)	210	1499	726	922
ROIC	12%	12%	21%	36%	43%	资本开支	0	(606)	(13)	(63)	(63)
ROE	7%	8%	12%	16%	18%	其它投资现金流	13	(281)	0	0	0
毛利率	23%	21%	22%	22%	22%	投资活动现金流	13	(887)	(7)	(57)	(57)
EBIT Margin	9%	7%	8%	8%	9%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	10%	11%	11%	负债净变化	250	(84)	(230)	0	0
收入增长	21%	25%	48%	28%	15%	支付股利、利息	(125)	(148)	(239)	(350)	(420)
净利润增长率	41%	10%	68%	47%	20%	其它融资现金流	787	355	(70)	(200)	(100)
资产负债率	48%	50%	30%	29%	28%	融资活动现金流	1036	(109)	(538)	(550)	(520)
息率	1.0%	1.2%	1.9%	2.7%	3.3%	现金净变动	987	(786)	953	119	345
P/E	49.0	45.3	26.9	18.4	15.3	货币资金的期初余额	599	1585	799	1753	1871
P/B	3.7	3.5	3.3	3.0	2.7	货币资金的期末余额	1585	799	1753	1871	2216
EV/EBITDA	33.4	34.6	20.6	15.5	13.3	企业自由现金流	0	(375)	1490	645	828
						权益自由现金流	0	(104)	1187	465	760

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032