

新泉股份 (603179.SH) 优质汽车饰件供应商, 有望开启新一轮高增长

2022年05月05日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

邓健全 (分析师)

支露静 (联系人)

dengjianquan@kysec.cn

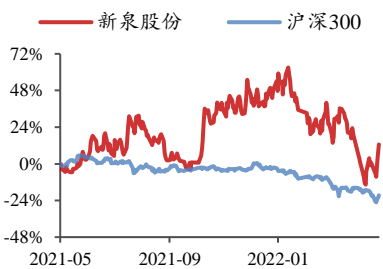
zhilujing@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

证书编号: S0790121070003

日期	2022/4/29
当前股价(元)	25.00
一年最高最低(元)	48.99/19.30
总市值(亿元)	121.83
流通市值(亿元)	121.83
总股本(亿股)	4.87
流通股本(亿股)	4.87
近3个月换手率(%)	60.69

股价走势图



数据来源: 聚源

● 商乘并举发展汽车饰件, 有望开启新一轮高增长

公司以商用车仪表板业务起家, 近年来稳居商用车仪表板细分市场龙头。2008年前后, 公司加速开拓乘用车内外饰件业务, 产品品类拓展至门内护板总成、立柱护板总成、保险杠总成等产品。2016-2018年, 公司新增配套吉利、上汽多款车, 3年间实现营收翻倍。2019年来, 公司加速开拓合资/外资/新能源品牌客户。伴随新项目陆续开始供货, 公司有望开启新一轮高增长。我们预计2022-2024年公司营收为66.9/87.9/108.4亿元, 归母净利润为3.9/5.7/7.6亿元, EPS为0.80/1.17/1.57元/股, 对应当前股价PE为31.1/21.4/16.0倍, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

● 汽车内外饰空间广阔, 成本管控+就近配套优势助力公司市场开拓

全球汽车内外饰市场空间合计大概6800亿元。汽车内外饰产品相对动力系统/制动系统等壁垒较低, 竞争要素主要在于成本和服务。公司在配套较多自主品牌车企的情况下盈利能力仍保持行业上游, 一定程度上印证了公司较强的成本管控实力。此外, 公司已在国内建立了15个生产基地, 方便就近配套、及时响应客户需求。成本管控+及时响应的优势助力公司持续进行市场开拓。

● 客户向合资/外资/新能源品牌拓展, 海外业务正起步

目前公司主机厂客户仍以自主品牌为主, 包括吉利汽车、上汽集团、一汽集团、奇瑞汽车等。主机厂降本压力加速内外饰领域国产替代, 公司近年来客户结构向合资/外资/新能源品牌拓展, 斩获了北美重要客户、蔚来、理想等多家造车新势力定点。伴随长安福特、上汽大众、北美重要客户、理想等新项目放量, 公司业绩有望开启新一轮高增长。同时, 汽车饰件行业的性质也决定了成本管控实力有望成为公司开拓海外市场的利器。公司2019年、2020年分别设立了马来西亚、墨西哥子公司, 加速开拓海外市场业务, 全球市场竞争力有望进一步强化。

● **风险提示:** 汽车行业景气度不及预期; 海外业务拓展不及预期; 客户开拓进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,680	4,613	6,687	8,793	10,839
YOY(%)	21.2	25.3	45.0	31.5	23.3
归母净利润(百万元)	258	284	392	568	763
YOY(%)	40.6	10.2	38.1	44.8	34.3
毛利率(%)	23.0	21.3	20.6	21.1	21.5
净利率(%)	7.0	6.2	5.9	6.5	7.0
ROE(%)	7.4	7.6	9.8	12.9	15.2
EPS(摊薄/元)	0.53	0.58	0.80	1.17	1.57
P/E(倍)	47.3	42.9	31.1	21.4	16.0
P/B(倍)	3.6	3.3	3.1	2.8	2.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 中重卡仪表板市场隐形冠军，乘用车业务快速拓展.....	4
1.1、 中重卡仪表板市场隐形冠军，乘用车业务全面发力.....	4
1.2、 绑定大客户实现快速发展，2016-2018 年营收翻倍.....	5
1.3、 2020 年来公司营收恢复高增长，2021 年盈利略承压.....	7
2、 汽车内外饰市场空间广阔、“小而美”供应商崭露头角.....	8
2.1、 品类拓展+全球扩张，国内汽车饰件供应商快速成长.....	8
2.2、 成本管控+就近配套，双重优势助力公司市场开拓.....	10
3、 客户拓展取得突破，海外业务正起步.....	12
3.1、 看点一：客户向合资/外资品牌拓展，新能源订单持续增长.....	12
3.2、 看点二：成本管控优势赋能，公司海外业务加速布局.....	13
4、 盈利预测与投资建议.....	14
4.1、 关键假设.....	14
4.2、 盈利预测及估值.....	15
5、 风险提示.....	16
附：财务预测摘要.....	17

图表目录

图 1： 公司 2009-2012 年间拓展多个产品品类.....	4
图 2： 公司汽车内外饰产品种类丰富.....	4
图 3： 公司乘用车营收占比近年来稳定在 70%左右.....	5
图 4： 2021 年仪表板总成产品为公司贡献较多营收.....	5
图 5： 2021 年吉利汽车贡献营收占比 21%.....	6
图 6： 2017-2018 年来自吉利汽车、上汽集团的营收增长带动公司快速成长（亿元，增量指营收增加的绝对值）.....	6
图 7： 2016-2018 年公司来自吉利汽车的营收快速增长.....	6
图 8： 2016-2018 年公司来自上汽集团的营收快速增长.....	6
图 9： 2021 年公司大型/中型/其他产品产能较 2016 年实现翻倍增长（增幅为 2021 年较 2016 年的产能增幅）.....	6
图 10： 2017 年以来公司大型/中型产品注塑机产能利用率保持在较高水平.....	6
图 11： 2020 年以来公司营收恢复高速增长（亿元）.....	7
图 12： 2021 年公司归母净利润同比增长 10.2%（亿元）.....	7
图 13： 2021 年公司研发费用率有所提升（%）.....	8
图 14： 2017 年以来公司总资产周转率有所下降.....	8
图 15： 2020 年全球汽车内外饰件市场空间约 6800 亿元，国内约 2200 亿元（单位：亿元）.....	8
图 16： 公司综合毛利率保持在较高水平（%）.....	11
图 17： 公司乘用车业务毛利率和常熟汽饰相近（%）.....	11
图 18： 内饰件供应商盈利能力较差（图为 2019 年息税前利润率）.....	12
图 19： 特斯拉车身结构件及内外饰件国产化推进较快.....	12
图 20： 佛吉亚内饰（座椅除外）业务营业利润率水平较低.....	13
图 21： 佛吉亚内饰（座椅除外）业务增长缓慢（百万欧元）.....	13
图 22： 2021 年公司海外市场营收 2.28 亿元（单位：亿元）.....	14
表 1： 公司在商用车、乘用车领域同多家主机厂保持长期合作.....	5
表 2： 公司上市以来，多次募集资金扩张产能.....	7

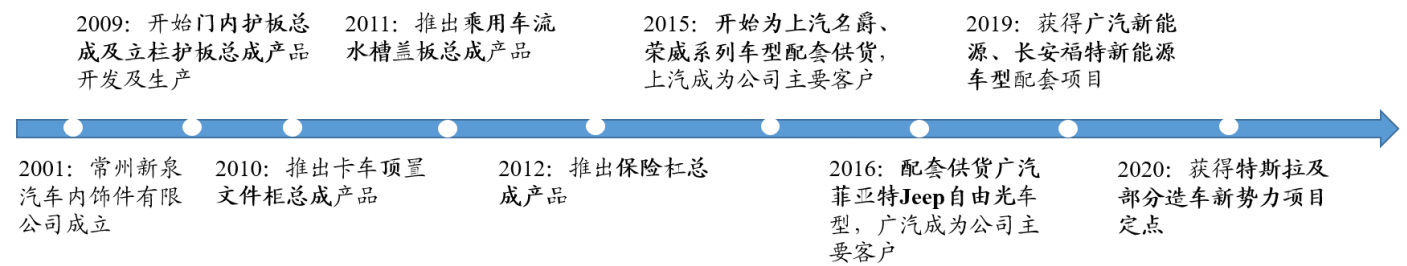
表 3: 全球汽车饰件领域巨头包括佛吉亚、李尔、安通林、延锋汽饰等.....	9
表 4: 国内汽车内外饰供应商包括宁波华翔、岱美股份、新泉股份等.....	10
表 5: 公司在国内建立了 15 个生产基地.....	11
表 6: 公司近年来陆续在马来西亚、墨西哥设立了生产基地.....	14
表 7: 公司营收拆分及预测 (亿元)	15
表 8: 可比公司估值 (PE/PEG)	16

1、中重卡仪表板市场隐形冠军，乘用车业务快速拓展

1.1、中重卡仪表板市场隐形冠军，乘用车业务全面发力

公司成立初期以仪表板产品为主，2009-2012年间持续拓展产品品类，目前公司覆盖商用及乘用车多个内外饰件总成产品品类。公司前身常州新泉汽车内饰件有限公司2001年正式成立，成立初期公司主要产品为仪表板总成产品。2009年-2012年间，公司大力拓展产品品类，陆续开拓了门内护板总成、立柱护板总成、顶置文件柜总成（商用）、保险杠总成产品等。

图1：公司2009-2012年间拓展多个产品品类



资料来源：公司年报、公司招股书、公司公告、开源证券研究所

图2：公司汽车内外饰产品种类丰富



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

公司成立早期主营商用车业务，2008年前后加速开拓乘用车内外饰件业务，2019年乘用车业务营收占比67%。公司成立早期深耕商用车仪表板产品，和一汽解放、东风汽车、中国重汽等合作，逐步成为中、重型卡车仪表板细分市场龙头，客车领域和苏州金龙等达成合作，2017年公司中、重型卡车仪表板市场份额约26.6%。2008

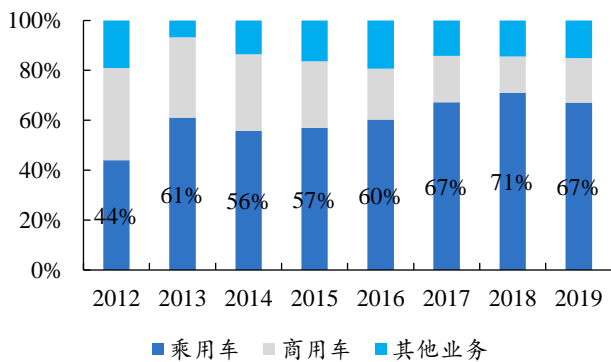
年前后,公司加速开拓乘用车市场业务,陆续拓展了吉利汽车、上海汽车、广汽集团、比亚迪、长城汽车等客户。据我们测算,2019年公司仪表板产品在商用车/乘用车市场市占率分别为10.4%/5.3%左右。2019年公司乘用车业务营收占比67%,商用车业务营收占比18%,其余为材料出售/模具出售等业务。

表1: 公司在商用车、乘用车领域同多家主机厂保持长期合作

类别	合作客户
乘用车	吉利汽车、奇瑞汽车、上海汽车、广汽集团、比亚迪、长城汽车、江铃福特、一汽大众、上海大众、长安福特、北美重要客户、广汽新能源、理想等
卡车	一汽解放、东风汽车、中国重汽、陕西重汽、北汽福田等
客车	苏州金龙等

资料来源: 公司招股书、公司年报、开源证券研究所

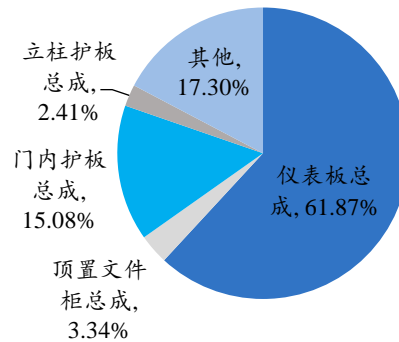
图3: 公司乘用车营收占比近年来稳定在70%左右



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 2019年之后公司商用车及乘用车业务营收不再单独披露

图4: 2021年仪表板总成产品为公司贡献较多营收



数据来源: Wind、开源证券研究所

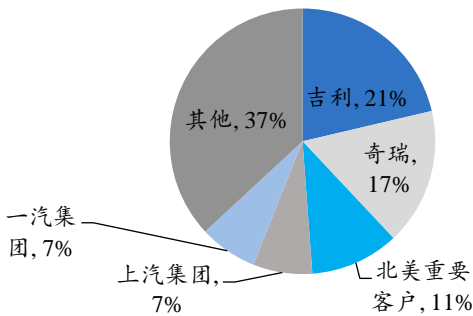
目前来看,仪表板总成产品为公司核心产品,贡献了公司主要营收。公司各类内外饰件产品中,仪表板总成产品及门内护板产品营收占比较高,2021年两项业务营收占比合计接近77%,其中仪表板总成产品(含商用和乘用车)占比62%,门内护板总成(乘用车)占比15%。

1.2、绑定大客户实现快速发展,2016-2018年营收翻倍

吉利汽车、上汽集团、奇瑞汽车、北汽福田等为公司核心客户,公司和奇瑞汽车、北汽福田保持长期合作。

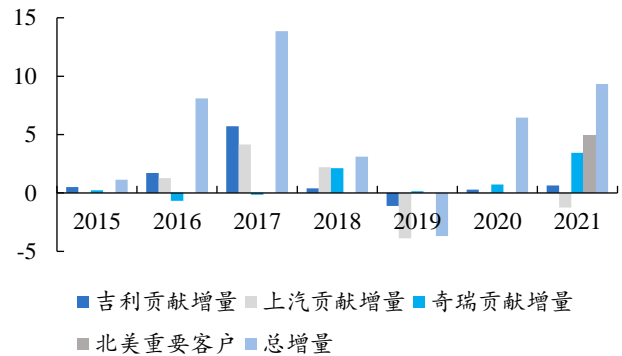
2016-2018年间,公司新增对吉利汽车、上汽集团旗下多款车型的配套供应,3年间营收增长近1倍。2015年,公司配套了上汽荣威、名爵系列多款车型,来自上汽集团的销售收入快速增长,2016-2018年间公司来自上汽集团的销售收入增长8.9倍。2015年以来,公司配套吉利汽车博越、远景、帝豪旗下多款车型,伴随吉利汽车迈入3.0时代汽车销量快速攀升,公司来自吉利的销售收入也实现了翻倍增长。2016-2018年,对吉利汽车、上汽集团的配套供应量增加带动公司总营收的快速增长。

图5：2021年吉利汽车贡献营收占比21%



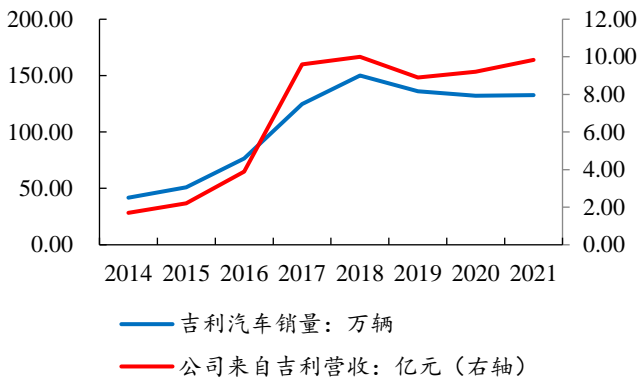
数据来源：公司年报、开源证券研究所

图6：2017-2018年来自吉利汽车、上汽集团的营收增长带动公司快速成长（亿元，增量指营收增加的绝对值）



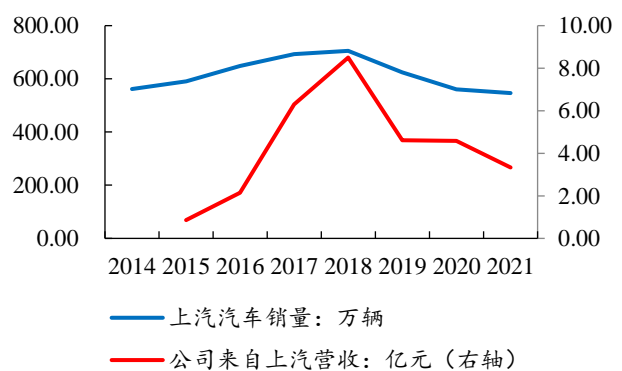
数据来源：公司年报、公司招股书、开源证券研究所

图7：2016-2018年公司来自吉利汽车的营收快速增长



数据来源：公司年报、公司招股书、开源证券研究所

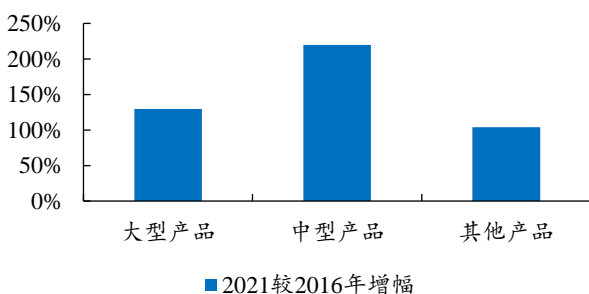
图8：2016-2018年公司来自上汽集团的营收快速增长



数据来源：公司年报、公司招股书、开源证券研究所

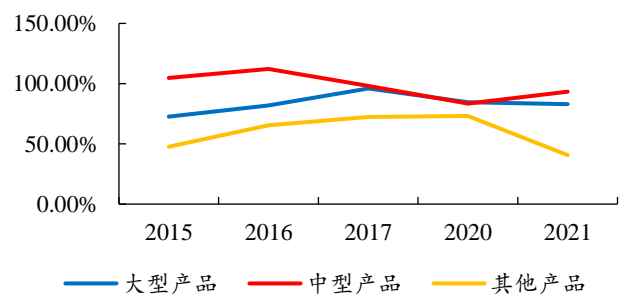
2016-2021年间公司产能实现翻倍增长。自2017年上市以来，公司多次通过可转债、定增等方式募集资金进行产能扩张，在常州、长沙、宁波、上海、西安（在建）等多地建立生产基地配套供应相应客户，仪表板总成/门内护板总成/立柱护板总成等产品的产能均有较大幅提升。2016-2021年间，以注塑机产能为衡量标准，公司大型产品（仪表板总成、顶置文件柜总成等）/中型产品（门内护板总成、仪表板总成等）/其他产品（流水槽盖板总成等）的产能均实现100%以上的增长。

图9：2021年公司大型/中型/其他产品产能较2016年实现翻倍增长（增幅为2021年较2016年的产能增幅）



数据来源：公司年报、公司招股书、开源证券研究所

图10：2017年以来公司大型/中型产品注塑机产能利用率保持在较高水平



数据来源：公司年报、公司招股书、开源证券研究所

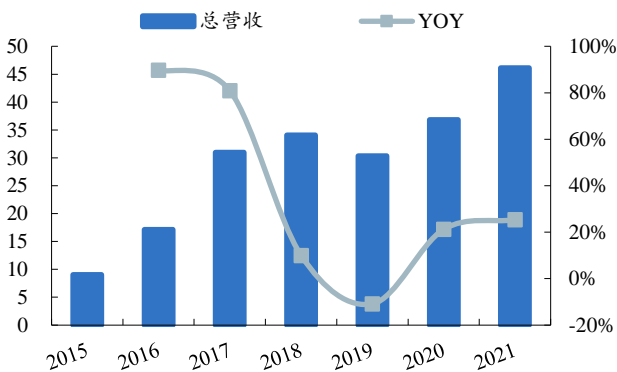
表2：公司上市以来，多次募集资金扩张产能

项目	总投资 (亿元)	规划产能：万套				顶置文件柜 总成
		仪表板总成	门内护板总成	立柱护板总成	保险杠总成	
2018年可转债募投项目	常州生产制造基地 扩建项目	2.69	35	40	55	
	长沙生产制造基地 建设项目	2.31	15	10	20	45
2018年公开增发A股募 投项目 (实际未发行)	宁波生产制造基地 建设项目	5.12	40	35	25	
	西安生产制造基地 建设项目	3.73	28	15	15	2
2021年定增募投项目	上海智能制造基地 建设项目	4.52	50	15		
	上海研发中心	1.54				

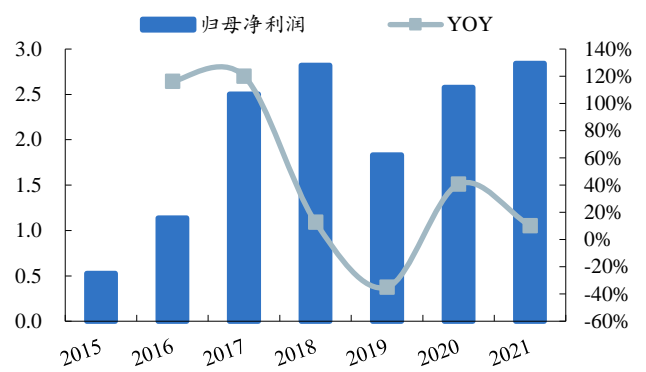
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、2020年来公司营收恢复高速增长，2021年盈利略承压

公司2016-2018年之间营收的快速增长主要是公司对吉利汽车、上汽集团配套车型大幅增加所驱动。2019年公司营收下滑10.8%，2020年受益于商用车市场高景气度以及奇瑞汽车贡献收入的增加，公司营收恢复高速增长。2021年来受益于老客户奇瑞汽车销量增长以及部分新能源汽车定点项目的放量，公司营收同比增长25.3%。

图11：2020年以来公司营收恢复高速增长（亿元）


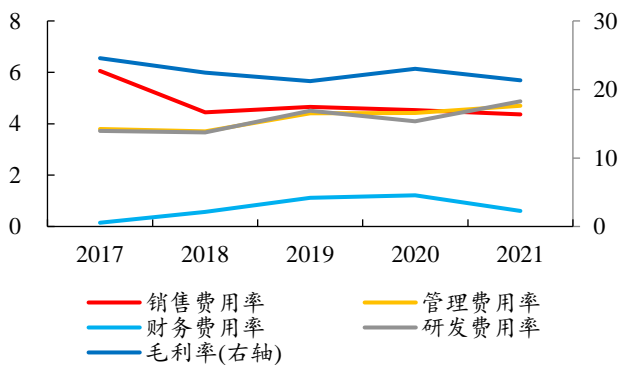
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2021年公司归母净利润同比增长10.2%（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

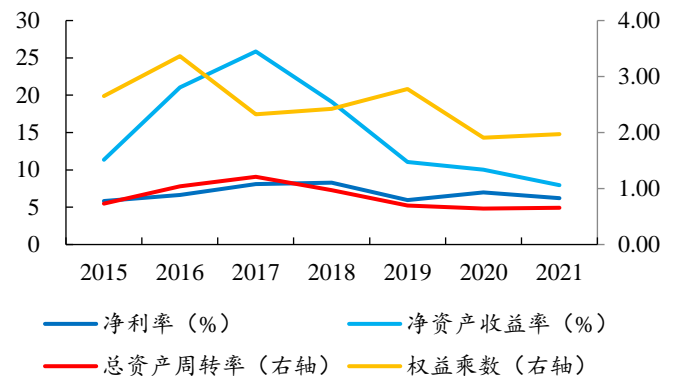
2021年研发项目增加导致公司研发费用率水平有所提升，叠加原材料涨价影响，公司整体盈利短期承压。受到原材料如塑料粒子等涨价影响，公司2021年综合毛利率水平略有下滑，同时公司研发费用率同比提升接近0.8pcts至4.9%。2017年以来持续的产能扩张对公司总资产周转率造成一定影响，叠加公司权益乘数整体呈下降趋势，公司净资产收益率2017年来有所下滑。

图13: 2021年公司研发费用率有所提升(%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2017年以来公司总资产周转率有所下降



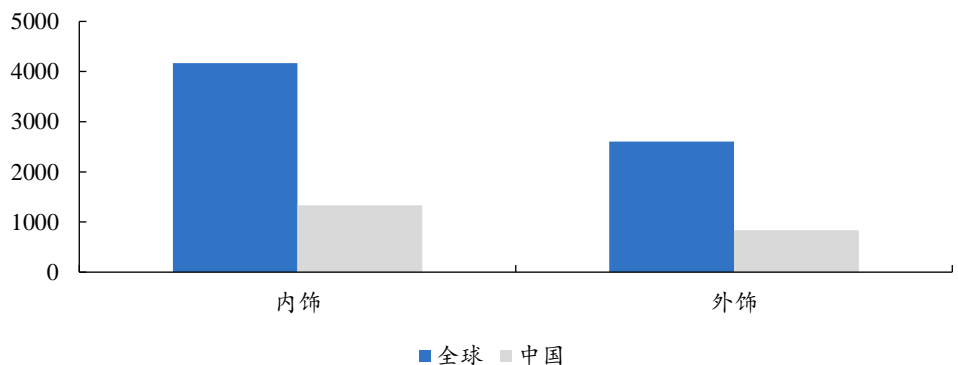
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、汽车内外饰市场空间广阔、“小而美”供应商崭露头角

2.1、品类拓展+全球扩张，国内汽车饰件供应商快速成长

汽车内外饰件不仅影响到汽车整体观感、舒适性，还会对汽车安全性能、吸音降噪性能以及智能化功能等产生影响。汽车内饰件一般包括仪表板、中控台、门内护板、立柱护板、安全气囊、座椅以及顶棚、遮阳板等软内饰系统，除安全气囊和座椅外，仪表板、中控台、门内护板三大件成本占比较高。汽车外饰件包括车灯、保险杠、装饰条、行李架等。伴随购车用户安全性要求的提高以及消费升级的需求，车灯、座舱等快速迭代升级。

图15: 2020年全球汽车内外饰件市场空间约6800亿元，国内约2200亿元(单位:亿元)



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

汽车内外饰市场空间广阔，全球范围内诞生多家汽车饰件供应商巨头。据前瞻产业研究院估计，2020年全球汽车内外饰件市场空间约6800亿元，国内市场空间约2200亿元。广阔的市场空间为全球汽车内外饰供应商提供了肥沃的土壤，佛吉亚、安道拓、安通林、李尔等供应商成长为全球汽车饰件巨头。华域汽车子公司延锋汽车饰件有限公司凭借上汽集团的庞大体量以及之前合资股东安道拓、伟世通的客户资源，国内、海外业务齐头并进，2020年在全球汽车百强供应商中排名第19名，成为与佛吉亚、麦格纳比肩的全球汽配领域巨头。

表3：全球汽车饰件领域巨头包括佛吉亚、李尔、安通林、延锋饰等

公司	概况	主营产品	主要客户	营收体量
佛吉亚	法国企业，2019 年全球第十大汽车零部件供应商	座椅、排气系统、内饰件、外饰件等	奥迪、沃尔沃、宝马、大众、通用、现代、日产、马自达以及上汽、一汽、吉利、奇瑞等	2020 年营收 147 亿欧元
麦格纳	加拿大综合汽车零部件供应商，2019 年全球第三大汽车零部件供应商	车身、外饰、座椅、底盘、动力总成、电子、主动驾驶辅助	BBA、大众、克莱斯勒、通用、福特以及国内自主品牌等主机厂	2020 年营收 326 亿美元
安道拓	2016 年从江森自控中拆分独立，世界最大的座椅独立供应商。	主营业务主要为汽车座椅	奔驰、宝马、捷豹、本田、丰田、马自达、起亚、蔚来	2020 年营收 126.7 亿美元
伟世通	美国知名汽车零部件供应商，在全球供应商中排名第 92 名	仪表盘、座椅、保险杠、空调系统、汽车电子系统	现代起亚集团、福特汽车、雷诺日产及标致雪铁龙等	2020 年营收 25.48 亿美元
安通林	西班牙企业，全球领先汽车内饰制造商	汽车车顶内饰系统、车门、座椅及照明设备	福特、雷诺、大众、菲亚特、标致等	2017 年营收 50 亿欧元
李尔	美国知名汽车零部件供应商	汽车座椅和电气系统	福特、通用、大众、宝马、戴姆勒等	2020 年营收 170.46 亿美元
延锋汽车饰件	华域汽车全资子公司，公司座椅、仪表板、门内板、方向盘、保险杠等多款产品国内份额第一	业务包括汽车内饰、外饰、座椅、电子和安全系统。公司内饰产品主要包含：仪表板及副仪表板、门内板、装饰件等	戴姆勒、宝马、大众、通用、上汽、江淮、比亚迪等	2020 年内外饰件营收 890 亿元

资料来源：各公司官网、Wind、开源证券研究所

国内汽车饰件行业格局相对分散，除延锋饰件占据较大份额外，宁波华翔、岱美股份、新泉股份等近年来也迎来快速发展。2020 年，宁波华翔/岱美股份/继峰股份/常熟汽饰/新泉股份等营收较 2015 年分别增长 72%/70%/1401%/117%/308%（继峰股份 2019 年完成对格拉默公司的并表，营收快速增长）。

从发展路径来看，国内的汽车饰件供应商发展侧重点有所不同。（1）**品类拓展为主：典型如宁波华翔**，内外饰产品包括装饰条、仪表板、门板、立柱等，除此以外公司还经营汽车电子业务和金属件业务，公司 2020 年内外饰营收 103 亿元，规模较大。（2）**细分领域强化全球影响力：典型如岱美股份、继峰股份等**，二者优势业务都比较突出，岱美股份遮阳板、继峰股份座椅零部件产品在国内份额领先，岱美股份通过收购竞争对手——全球领先的遮阳板供应商 Motus、继峰股份通过收购全球汽车座椅龙头格拉默，进一步强化了在细分领域的全球竞争力。2020 年，岱美股份、继峰股份海外收入占比在 70%~80% 之间。（3）**新泉股份和常熟汽饰属于近年来快速成长的“小而美”汽车饰件供应商**，新泉股份主要产品为仪表板总成产品，2009-2012 年间陆续拓展了门内护板、保险杠等饰件产品，相比宁波华翔以及岱美股份，公司在产品品类拓展以及全球市场开拓方面，都还有较大发展空间。

表4：国内汽车内外饰供应商包括宁波华翔、岱美股份、新泉股份等

公司	产品	规模	客户	前五大客户
宁波华翔	产品包括装饰条、仪表板、门板、立柱、顶棚、头枕、格栅、后视镜等。	2020年内外饰营收103亿元	大众、宝马、奔驰、奥迪、通用、福特、丰田、日产、捷豹路虎、特斯拉、沃尔沃、上汽乘用车、一汽轿车、长城汽车等	2020年：一汽大众26.4%；上汽大众8.0%；一汽奔腾3.1%；南昌江铃华翔汽车零部件2.8%；一汽丰田2.7%；前五大客户销售占比42.9%
岱美股份	遮阳板、头枕、顶棚中央控制器等	2020年营收39.5亿元；遮阳板业务份额全球第一	通用、福特、克莱斯勒、大众、标志雪铁龙、特斯拉、奔驰、宝马、奥迪、丰田、本田、日产、长城、上汽、一汽、蔚来、小鹏、理想等	2016年：通用系25.5%；江森自控系10.7%；李尔系10.5%；安通林系10.4%；福特系8.4%；前五名客户占比65.5%
继峰股份	座椅、座椅头枕、座椅扶手、中控系统及出风口等内饰部件	2020年营收157亿元；商用车座椅行业技术领导者	奥迪、宝马、戴姆勒、大众、沃尔沃、通用、福特、特斯拉、本田、丰田、一汽、上汽、长城、比亚迪、吉利汽车、小鹏、蔚来、理想等乘用车客户；MAN、一汽解放、陕汽、福田、福特卡车等商用车客户	
常熟汽饰	门内护板、仪表板、立柱、衣帽架、行李箱内饰等	2020年汽车饰品营收21亿元	一汽大众、上海通用、吉利汽车、奇瑞汽车、奇瑞捷豹路虎、北京奔驰、东风神龙、上海大众、特斯拉、大众MEB、奔驰EQB、蔚来、理想、小鹏等	2020年：奇瑞汽车17.1%；北京安通林13.8%；一汽大众11.1%；长春派格10%；重庆理想智造汽车有限公司6.9%；前五名客户销售占比58.9%
新泉股份	仪表板、门内护板、立柱护板、保险杠等	2020年营收36.8亿元，国内中重卡仪表板市场份额领先	吉利汽车、上海汽车、奇瑞汽车、比亚迪、长城汽车、一汽大众、上海大众、长安福特、北美重要客户、理想等	2020年：吉利控股25%；上汽集团12%；一汽集团12%；奇瑞汽车12%；北汽福田8%；前五名客户销售占比69%

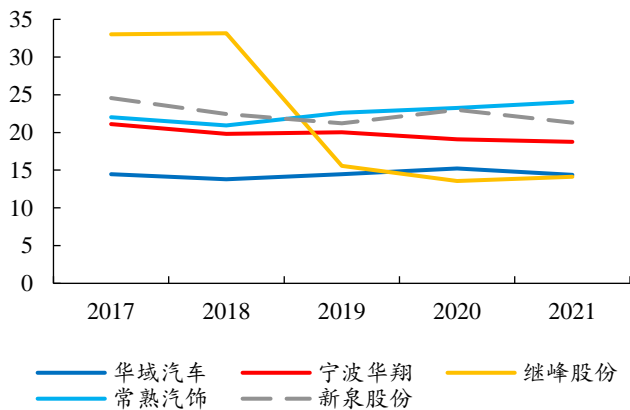
数据来源：各公司官网、各公司公告、Wind、开源证券研究所

2.2、成本管控+就近配套，双重优势助力公司市场开拓

汽车内饰行业（除安全气囊、座椅等）技术壁垒相对较低，行业竞争较为充分。从需求端出发，在产品技术难以有效拉开差距的情况下，成本管控和快速响应成为竞争的核心要素。公司以供应商用车业务起家，2016-2018年绑定吉利汽车、上汽集团实现了业绩的快速增长。展望未来，公司有望凭借成本管控+就近配套双重优势，持续开拓新客户、并通过配套更多车型提高在老客户中供应比例。

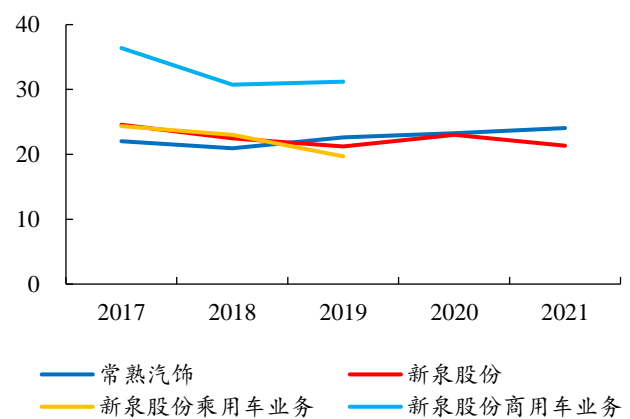
公司在客户多为供应自主品牌整车厂的情况下，毛利率仍稳定在较高水平，成本管控能力得到进一步验证。汽车内外饰件行业竞争较为充分，承担了较多来自下游客户主机厂的降本压力，成本管控对于汽车饰件供应商至关重要。从毛利率的角度分析，相比华域汽车、宁波华翔、继峰股份等，公司和常熟汽饰毛利率稳定在较高水平。即使剥离毛利率本身较高的商用车业务，公司乘用车业务毛利率水平依旧较高。常熟汽饰通过和国际巨头参股合作引入了较多优质客户，盈利能力方面具备天然优势，公司供应客户主要为自主品牌，毛利率稳定在较高水平也印证了公司的成本管控实力。

图16: 公司综合毛利率保持在较高水平 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 公司乘用车业务毛利率和常熟汽饰相近 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

伴随客户和供应项目的持续拓展,公司在国内华北、东北、华东、西南、华南多个区域建立了生产基地,以就近配套相关客户,保证对于客户的快速响应服务,同时节省运输费用。目前,公司在丹阳、常州、芜湖、北京、长春、宁波、佛山、重庆、上海、西安等地共计建立15个生产基地,可覆盖客户范围广泛,包括一汽解放、北京汽车、奇瑞汽车、吉利汽车、长安福特、广汽菲亚特等。

表5: 公司在国内建立了15个生产基地

国内生产制造基地 (15个)		
丹阳	公司设立之初的生产基地	/
常州	子公司成立于2011年	/
芜湖	2006年6月投资兴建,主要生产仪表板、门饰板等汽车内饰件	主要为奇瑞汽车配套
北京	子公司成立于2009年,主要从事商用车及乘用车仪表板、门板、立柱等内外饰件的研发和生产	为福田戴姆勒、北京汽车、宝沃汽车、领克汽车等多家知名主机厂配套
青岛	子公司成立于2011年,制造、销售汽车组合仪表台、玻璃升降器、汽车门板、汽车顶篷、汽车座椅、汽车座椅调角器,汽车仪表板及仪表板模具的研发	为一汽解放提供配套
长春	子公司成立于2012年	为一汽解放、中国一汽提供配套
鄂尔多斯	成立于2012年	主要客户为奇瑞汽车瑞虎3X和奇瑞风云2
长沙	成立于2016年	为菲亚特等提供配套
宁波	子公司成立于2017年	为吉利等提供配套
佛山	成立于2017年	/
成都	子公司2018年成立	/
宁德	子公司成立于2019年	/
重庆	成立于2020年	主要配套供应福特等
上海	2021年Q4已投产	上海生产基地主要供应北美重要客户等
西安	在建	西安生产基地主要供应沃尔沃等
海外生产制造基地 (2个)		
马来西亚	2019年建立生产基地	培育东南亚市场业务,配套宝腾汽车等
墨西哥	2021年5月生产基地开工建设	培育北美市场业务

资料来源: 公司官网、公司公告、开源证券研究所

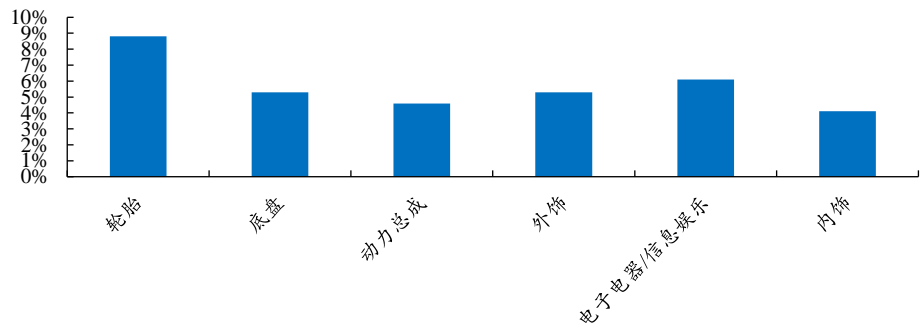
3、客户拓展取得突破，海外业务正起步

3.1、看点一：客户向合资/外资品牌拓展，新能源订单持续增长

相比汽车动力总成、转向系统、制动系统等对于汽车安全性能有较大影响的汽车构成部件，车身以及内外饰件的国产替代进程较快。海外汽车零部件巨头如博世、大陆、电装、现代摩比斯等在汽配零部件领域具备丰富配套经验、过硬的技术及研发实力，在壁垒较高的部分汽车零部件领域具备较为明显的技术先发优势，如博世在制动系统领域全球份额领先。汽车内饰由于技术壁垒相对较低，国产替代的进程较快。

全球范围来看，内饰件行业盈利性略次于其他汽车部件，对于供应商的成本管控要求也更高。国内的人工红利、较低的劳动力成本赋予国内自主内饰件供应商更强的竞争力，加速了内饰件行业的国产替代。以特斯拉为例，其车身及内外饰件的国产化进程相对较快，制动及转向系统国产化相对较慢。

图18：内饰件供应商盈利能力较差（图为2019年息税前利润率）



数据来源：罗兰贝格、开源证券研究所

注：数据来自罗兰贝格全球零部件供应商数据库

图19：特斯拉车身结构件及内外饰件国产化推进较快

国产化最快	国产化较快	国产化较慢
<p>车身</p> <p>天汽模 文灿股份 广东鸿图 京威股份</p> <p>内外饰</p> <p>宁波华翔 华域汽车 京威股份 岱美股份 新泉股份 常熟汽饰</p>	<p>动力电池</p> <p>松下 LG化学 宁德时代 赣锋锂业 杉杉股份 住友化学 日立化学 新宙邦 意法半导体 德州仪器 英博尔 沪电股份</p>	<p>热管理</p> <p>三花智控 银轮股份 翰昂</p> <p>中控</p> <p>英特尔 宸鸿 长信科技 京东方 康宁 德州仪器</p>
<p>尚未国产化定点的零件</p> <p>电动助力转向——博世 三目摄像头——mobileye ABS——博世 制动系统——博世 IGBT——意法半导体 电控——自产 DCDC/OBC——自产</p>		

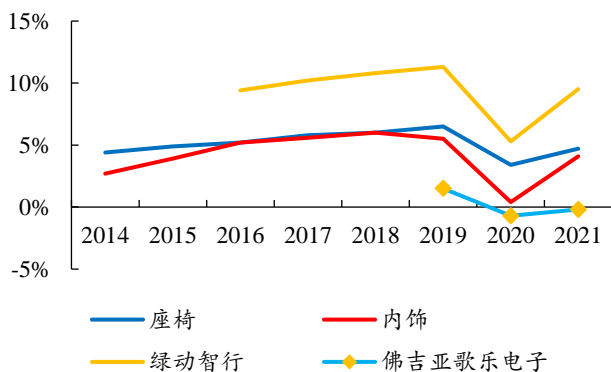
资料来源：一览众资讯、开源证券研究所

新泉股份早期乘用车客户多为自主品牌，近年来外资/合资品牌取得较大突破，还斩获了广汽新能源、理想、蔚来、比亚迪、北美知名品牌电动车企业等的多款新能源车型订单。公司早期乘用车客户主要为奇瑞汽车，而后配套吉利汽车 3.0 时代多款车型、上汽荣威、名爵系列车型，吉利汽车、上汽集团成为公司主要客户。2020 年吉利汽车、上汽集团、一汽集团、奇瑞汽车、北汽福田为公司贡献营收合计接近 69%。近年来公司合资/外资客户加速突破，陆续获得上汽大众 NEO、长安福特 Mustang、一汽大众新捷达 VS5/VS7 等车型定点，同时获得了广汽新能源、理想、比亚迪、北美重要客户等的新能源车型订单。

3.2、看点二：成本管控优势赋能，公司海外业务加速布局

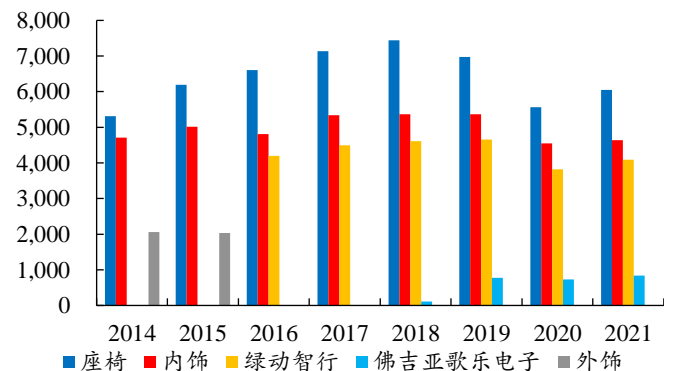
汽车内外饰业务相对而言技术壁垒较低，行业竞争较为激烈，是下游整车厂降低采购成本的重要方向，成本管控能力成为内外饰件供应商的核心竞争力之一。激烈竞争之下，行业整体盈利水平承压，尤其是对于部分海外汽车饰件供应商来讲，较高的人力成本等因素影响了供应商盈利能力，例如 2018 年以来佛吉亚内饰业务盈利能力波动中有所下滑，同时内饰业务营收规模也有所下降。

图20：佛吉亚内饰（座椅除外）业务营业利润率水平较低



数据来源：佛吉亚公司年报、开源证券研究所

图21：佛吉亚内饰（座椅除外）业务增长缓慢（百万欧元）



数据来源：佛吉亚公司年报、开源证券研究所

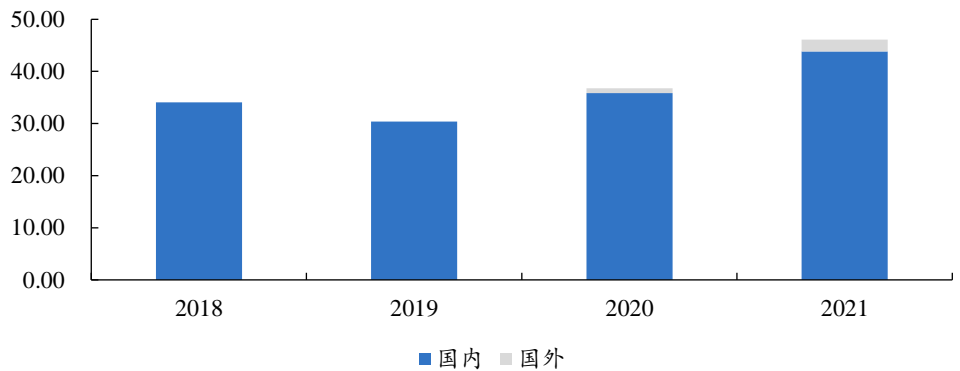
新泉股份扎根本土，长期深耕自主品牌车企市场，拥有优秀的成本管控能力且保持着良好的盈利能力，我们认为成本管控能力将是公司开拓海外市场的核心竞争力。

公司 2019 年、2020 年分别在马来西亚、墨西哥设立了海外生产基地，正式开启海外市场征程。2019 年，公司和马来西亚汽车内外饰服务商 HTS 公司成立合资公司，借助于合作伙伴的影响力加速东南亚地区市场开拓，目前公司马来西亚工厂以供应宝腾汽车为主。2020 年公司开始进入北美市场，在墨西哥设立全资子公司。公司早期立足国内市场重点开拓自主品牌客户，近年来切入合资/外资品牌整车厂供应体系一定程度上证明了公司的竞争实力。伴随海外市场的开拓，公司或将实现更多主流外资品牌的供货。

表6：公司近年来陆续在马来西亚、墨西哥设立了生产基地

时间	事件	影响
2019 年	公司全资子公司新泉香港与马来西亚汽车内外饰一站式服务商 HTS 公司共同出资成立合资公司（从事汽车主副仪表盘、门饰板等零件的生产销售），新泉香港持股 51%。	借助合作伙伴加速公司在东南亚市场的业务拓展，提高公司产品在国际市场占有率
2020 年	公司拟通过全资子公司新泉香港在墨西哥设立全资子公司新泉（墨西哥）汽车零部件有限公司	更好地服务公司客户，提高公司国际市场的竞争力

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2021 年公司海外市场营销 2.28 亿元（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

公司是国内中重卡仪表盘市场龙头，陆续开发了门内护板、立柱护板、保险杠总成等产品，乘用车客户持续拓展。2016-2018 年，公司供应吉利、上汽的产品迎来放量，带动公司营收实现 3 年翻倍增长。公司具备良好的成本管控能力，国内建立多个基地实现就近配套，近年来合资客户及新能源客户拓展取得较大突破，同时海外市场业务逐渐起步，未来有望贡献增量业绩。

商用车业务：预计公司商用车仪表盘总成以及顶置文件柜总成业务较为稳定，2021-2022 年受到国五切换国六影响，我们预计 2022-2024 年公司商用车仪表盘营收分别为 4.5/5.0/5.3 亿元，顶置文件柜产品营收 1.5/1.7/1.9 亿元。

乘用车业务：仪表盘业务为公司核心业务，伴随公司新能源客户、长城以及上汽大众、长安福特等项目逐步放量，公司仪表盘业务有望步入快速增长阶段新一轮高速增长阶段。我们预计 2022-2024 年公司乘用车仪表盘营收分别为 42.8/60.9/78.4 亿元，毛利率分别为 20.5%/21.0%/21.5%。

表7：公司营收拆分及预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	30.4	36.8	46.1	66.9	87.9	108.4
YOY	-10.8%	21.2%	25.4%	45.0%	31.4%	23.3%
商用车仪表板总成	3.8			4.5	5.0	5.3
YOY	8.2%				10.0%	5.8%
毛利率	36.0%			32.0%	33.0%	34.0%
顶置文件柜	1.2	2.0	1.5	1.5	1.7	1.9
YOY	12.7%	61.3%	-23.0%	-2.9%	14.9%	7.7%
毛利率	21.1%	28.0%	22.3%	21.5%	22.0%	23.0%
乘用车仪表板总成	14.0			42.8	60.9	78.4
YOY	-0.64%				42.23%	28.81%
毛利率	21.9%			20.5%	21.0%	21.5%
门内护板总成	3.7	5.1	6.0	6.9	8.0	9.2
YOY	-38.04%	35.66%	17.79%	15.64%	15.64%	15.64%
毛利率	12.1%	12.0%	14.7%	14.0%	14.5%	15.0%
立柱护板总成	1.1	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6
YOY	-43.75%	-11.11%	15.63%	13.40%	13.40%	13.40%
毛利率	14.9%	17.2%	12.8%	13.0%	13.5%	14.0%
保险杠总成	0.22	0.15	0.36	0.40	0.45	0.51
YOY	-57.69%	-31.82%	50%	12%	12%	12%
毛利率	29.9%	17.6%	18.4%	19.0%	19.5%	20.0%
流水槽盖板总成	0.07	0.06	0.06	0.07	0.08	0.08
YOY	-53.33%	-14.29%	28%	12%	12%	12%
毛利率	33.1%	40.6%	26.8%	28.0%	28.5%	29.0%
其他业务	6.3	6.7	8.6	9.4	10.4	11.4
YOY	-7.92%	7.46%	10.00%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	16.8%	16.1%	27.7%	21.6%	21.9%	22.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测及估值

综上，我们预计 2022-2024 年公司营收为 66.9/87.9/108.4 亿元，归母净利润为 3.9/5.7/7.6 亿元，EPS 为 0.80/1.17/1.57 元/股，对应当前股价 PE 为 31.1/21.4/16.0 倍，预计 A 股 3 家可比公司 PE 均值 2022-2024 年分别为 9.9/8.2/7.7 倍，公司估值高于可比公司估值均值，考虑到公司优秀的成本管控能力以及客户开拓实力，我们认为公司应该享受一定溢价，同时海外市场的开拓以及合资品牌/新能源项目的持续拓展为公司带来较好的成长性，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表8: 可比公司估值 (PE/PEG)

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润			PE			PEG
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	(2024E)
603035.SH	常熟汽饰	增持	50	13.27	5.25	6.58	8.01	9.6	7.7	6.3	0.29
603730.SH	岱美股份	未评级	82	11.33	6.97	8.48	8.04	11.8	9.7	10.2	-1.98
600741.SH	华域汽车	买入	618	19.60	74.38	84.30	92.04	8.3	7.3	6.7	0.73
平均								9.9	8.2	7.7	
603179.SH	新泉股份	买入	122	25.00	3.92	5.68	7.63	31.1	21.4	16.0	0.47

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 收盘日期为 2022/4/29, 岱美股份、华域汽车盈利预测采用 Wind 一致预期, 常熟汽饰盈利预测采用开源研究所预测数据)

5、风险提示

汽车行业景气度不及预期; 海外业务拓展不及预期; 客户开拓进展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4796	5056	6722	7939	10020
现金	1585	799	488	642	791
应收票据及应收账款	1217	1430	2090	2420	3000
其他应收款	11	10	20	20	30
预付账款	179	166	369	380	563
存货	1100	1482	2282	2604	3363
其他流动资产	704	1167	1473	1873	2273
非流动资产	1862	2350	3146	3953	4700
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1446	1682	2425	3126	3751
无形资产	229	228	283	337	391
其他非流动资产	187	441	438	491	558
资产总计	6658	7406	9868	11892	14720
流动负债	2624	3271	5320	6660	8669
短期借款	480	327	641	1175	1207
应付票据及应付账款	2010	2574	4318	5121	6855
其他流动负债	134	370	361	364	606
非流动负债	544	383	514	786	999
长期借款	492	316	447	719	932
其他非流动负债	52	67	67	67	67
负债合计	3168	3654	5834	7446	9668
少数股东权益	48	47	50	54	59
股本	368	375	535	535	535
资本公积	2110	2221	2060	2060	2060
留存收益	942	1115	1353	1699	2163
归属母公司股东权益	3442	3705	3984	4392	4994
负债和股东权益	6658	7406	9868	11892	14720

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	14	211	518	562	1153
净利润	257	286	395	572	768
折旧摊销	135	174	192	268	346
财务费用	45	28	43	75	100
投资损失	0	-5	0	0	0
营运资金变动	-448	-291	-112	-353	-61
其他经营现金流	25	19	0	0	0
投资活动现金流	-325	-836	-988	-1075	-1093
资本支出	336	611	809	800	750
长期投资	0	-270	0	0	0
其他投资现金流	11	-494	-179	-274	-343
筹资活动现金流	1291	-151	38	263	187
短期借款	-70	-154	193	130	130
长期借款	-46	-176	131	272	212
普通股增加	140	7	161	0	0
资本公积增加	1416	111	-161	0	0
其他筹资现金流	-150	61	-286	-140	-155
现金净增加额	978	-780	-432	-250	247

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3680	4613	6687	8793	10839
营业成本	2834	3629	5307	6938	8504
营业税金及附加	18	26	36	47	59
营业费用	167	201	301	396	488
管理费用	163	214	281	334	390
研发费用	151	225	321	422	516
财务费用	45	28	43	75	100
资产减值损失	-2	-3	-5	-6	-8
其他收益	12	12	14	17	20
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	0	5	0	0	0
资产处置收益	0	27	0	0	0
营业利润	288	311	417	604	811
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	1	10	0	1	1
利润总额	288	302	417	604	811
所得税	31	16	22	32	43
净利润	257	286	395	572	768
少数股东损益	-1	2	3	4	5
归母净利润	258	284	392	568	763
EBITDA	437	493	632	929	1235
EPS(元)	0.53	0.58	0.80	1.17	1.57

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	21.2	25.3	45.0	31.5	23.3
营业利润(%)	45.9	8.1	33.9	44.9	34.3
归属于母公司净利润(%)	40.6	10.2	38.1	44.8	34.3
获利能力					
毛利率(%)	23.0	21.3	20.6	21.1	21.5
净利率(%)	7.0	6.2	5.9	6.5	7.0
ROE(%)	7.4	7.6	9.8	12.9	15.2
ROIC(%)	6.0	6.5	7.9	9.5	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	47.6	49.3	59.1	62.6	65.7
净负债比率(%)	-16.0	4.1	19.3	34.3	34.2
流动比率	1.8	1.5	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.1	0.8	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.8	3.5	3.8	3.9	4.0
应付账款周转率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.58	0.80	1.17	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.43	1.06	1.15	2.37
每股净资产(最新摊薄)	7.02	7.60	8.18	9.01	10.25
估值比率					
P/E	47.3	42.9	31.1	21.4	16.0
P/B	3.6	3.3	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	29.4	27.0	22.1	15.8	12.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn