

新能源汽车组

新泉股份 (603179.SH) 增持 (首次评级)

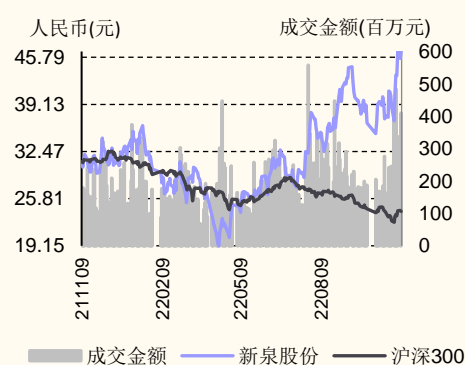
公司深度研究

市场价格 (人民币): 41.85 元

目标价格 (人民币): 55.34 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.87
已上市流通 A 股(亿股)	4.87
总市值(亿元)	226.89
年内股价最高最低(元)	46.60/19.15
沪深 300 指数	3749
上证指数	3064



优质客户贡献高增长，产能充裕打开发展空间

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,680	4,613	6,926	9,773	11,974
营业收入增长率	21.24%	25.33%	50.14%	41.11%	22.52%
归母净利润(百万元)	258	284	471	766	1,041
归母净利润增长率	40.64%	10.21%	65.85%	62.72%	35.83%
摊薄每股收益(元)	0.810	0.758	0.967	1.573	2.136
每股经营性现金流净额	0.04	0.56	0.59	1.17	2.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.49%	7.67%	11.76%	16.75%	19.29%
P/E	41.83	57.12	42.72	26.25	19.33
P/B	3.13	4.38	5.02	4.40	3.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **内饰件行业空间广阔，公司发展天花板高：**内饰件单车价值量最高可达上万元，且长期看内饰产品的单车价值量有望通过消费升级+电子化得到持续提升。同时国内汽车内饰件行业格局较为分散，2020年CR4仅约为44%，为公司提供更多可占据的市场份额。此外内饰企业的产品拓展能力极强，公司产品以高价值量的仪表板总成成为主，未来受益于开拓其他品类内饰产品+抢占市场份额，而得到业务发展。
- **客户基础稳定，新能源发展带动公司再度增长：**历史上，公司依托吉利、上汽等来保障公司业务稳定提升。如今在新能源车企快速崛起的背景下，公司在配套原有客户新能源车型产品的基础上，不断与国内新势力，国际大客户展开合作。同时北美大客户已成为公司重要的客户，2022年前三季度北美客户全球交付量已达到约91万辆，大客户的稳定发展将进一步保障公司未来业务规模快速增长。仪表板总成业务作为公司最主要营收来源，我们预计2022-2024年该业务营收将分别达到45、65、81亿元。
- **产能布局广泛，就近配套带来竞争优势：**随车企推出车型的速度加快，主机厂更加青睐于响应速度快+产能就近配套优势明显的企业作为供应商。公司在全国拥有18个生产基地，覆盖范围广阔，且已经开始海外生产基地布局，墨西哥生产基地的建设将为公司配套大客户的稳定性提供进一步的保障，2020-2022H1，公司海外营收占比已从2.6%增长至9.2%。

投资建议

- 公司的客户结构优秀，同时成本管控优秀+产能储备完善，有望成长为内饰龙头企业之一。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为4.7、7.7、10.4亿元，给予公司23年PE 35倍，目标市值270亿元，目标价55.34元/股，给予“增持”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期；客户集中度较高；下游客户降价影响公司利润率。

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

江莹 联系人
jiangying2@gjzq.com.cn

内容目录

一、国内领先的汽车内饰企业，覆盖头部新能源车企.....	3
二、营收增长态势良好，期间费用管控优秀.....	4
三、内饰产品市场空间广阔，公司盈利能力突出.....	6
四、产能储备充足，全球化布局赋予就近配套优势.....	8
五、持续拓展优质客户，促进公司成长.....	10
六、盈利预测与投资建议.....	11
盈利预测.....	11
投资建议及估值.....	12
七、风险提示.....	14

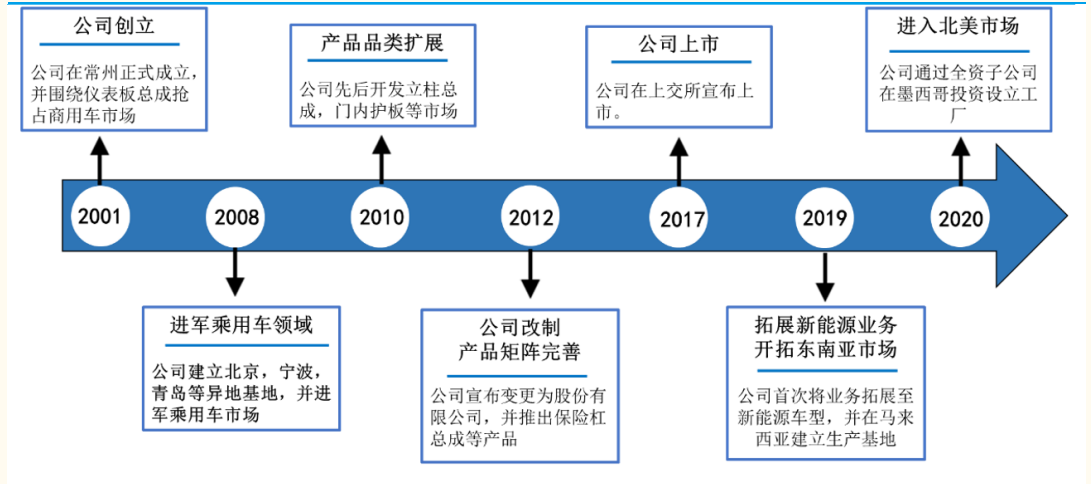
图表目录

图表 1：公司客户由商用车拓展至新能源乘用车.....	3
图表 2：公司营收情况及主要客户销量变化情况（左轴：亿元，右轴：万辆）.....	4
图表 3：公司大客户集中度较高（左轴：亿元，右轴：%）.....	4
图表 4：公司营收稳定增长（左轴：亿元，右轴：%）.....	5
图表 5：仪表盘总成业务营收占比最高（%）.....	5
图表 6：公司归母净利润已超过历史高点（左轴：亿元，右轴：%）.....	5
图表 7：公司各业务及综合毛利率情况（%）.....	6
图表 8：公司毛利及毛利率（左轴：亿元，右轴：%）.....	6
图表 9：公司销售/管理费用率控制较好（%）.....	6
图表 10：公司研发费用率处于较高水平（%）.....	6
图表 11：汽车内饰件单车价值量估算.....	7
图表 12：2020 国内汽车内饰市场集中度较低.....	7
图表 13：公司毛利率处于可比公司中较高水平.....	8
图表 14：公司国内生产基地布局广泛.....	8
图表 15：公司加快海外产能布局.....	9
图表 16：公司海外营收及占比逐年高速增长（左轴：亿元，右轴：%）.....	9
图表 17：中国乘用车销量呈现回暖态势（万辆）.....	10
图表 18：新能源车销量处于快速提升阶段（万辆）.....	10
图表 19：国外巨头逐步缩减或剥离汽车内饰业务.....	10
图表 20：公司客户由商用车拓展至新能源乘用车.....	10
图表 21：北美大客户近年交付量稳定增长（万辆）.....	11
图表 22：盈利预测.....	12
图表 23：可比公司估值比较（市盈率法）.....	13

一、国内领先的汽车内饰企业，覆盖头部新能源车企

- 深耕内饰领域二十年，公司发展逻辑清晰。公司成立初期以商用车仪表盘产品为主，2008 年前后公司将产品拓展至乘用车仪表盘、门内护板、商用车顶置文件柜等产品并进军乘用车领域，先后建设北京新泉，宁波新泉等分公司基地。2017 年公司在上交所上市，2019 年后，公司在将业务拓展至新能源车的同时，同时开始开拓海外市场，在东南亚、北美设立生产基地以供应海外客户。

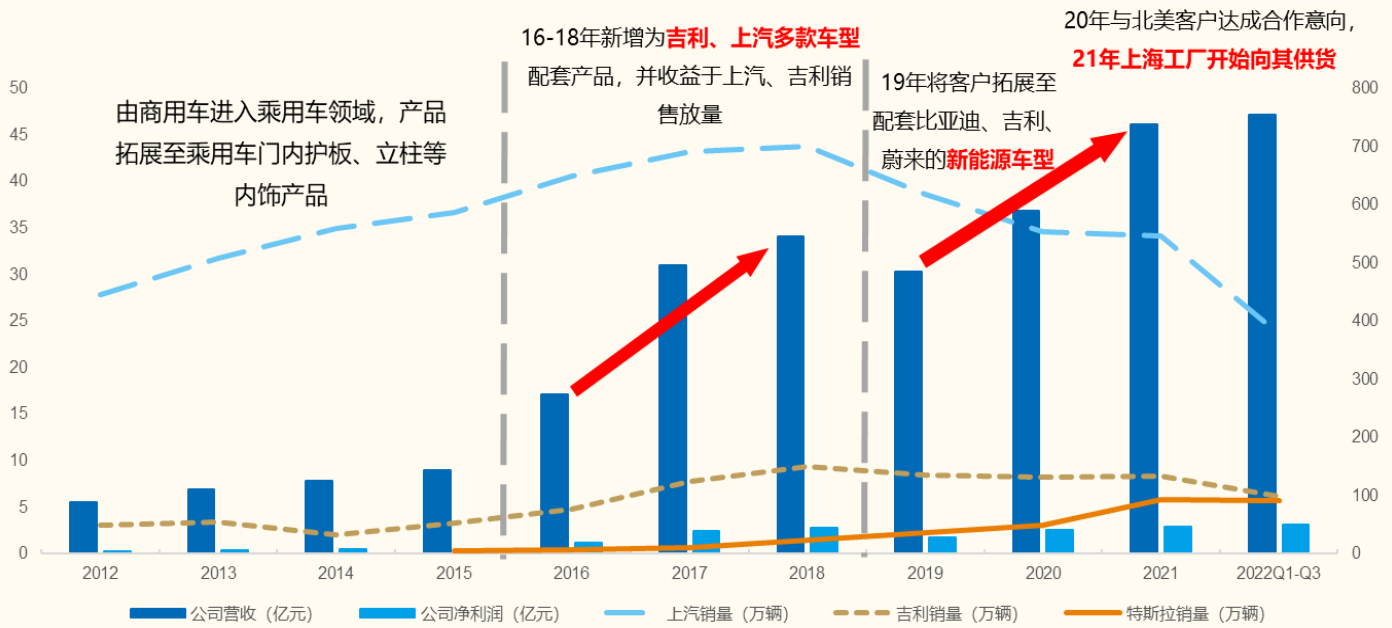
图表 1：公司客户由商用车拓展至新能源乘用车



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前公司产品涵盖商用车及乘用车领域，与国内前五大中、重型卡车企业保持良好合作，主要供应仪表盘总成、顶置文件柜总成产品；乘用车领域公司与吉利、上汽、奇瑞、北美大客户合作紧密，供应门内护板、立柱护板、保险杠、流水槽盖板、仪表板产品。
- 凭借新能源东风，公司发展再度迎来快速增长。
 - (1) 公司自 2001 年成立后，以仪表盘总成作为核心产品快速抢占中、重型卡车等商用车市场，并与一汽集团等汽车制造企业达成合作。
 - (2) 2008 年前后，公司进军乘用车领域，拓展业务至门内护板总成、立柱总成等产品，客户扩展至吉利汽车、上海汽车、广汽集团、比亚迪等。2012 年，公司推出保险杠总成、流水槽总成等产品线，进一步丰富产品布局，自此迎来快速成长阶段，在 2012-2015 年期间凭借完善的乘用车产品稳扎稳打。
 - (3) 2016 年，公司大客户吉利、上汽集团乘用车放量，并且公司获得多个新车型配套订单，公司业务再次实现规模扩大，2018 年公司营收达到 34 亿元，两年内 CAGR 超过 40%。
 - (4) 2019 年，公司首次配套吉利、比亚迪等大客户的新能源车型，并积极拓展新势力客户。此外 2020 年公司与北美客户签订合作意向协议，并于 2021 年向其开始供货，公司凭借新能源车快速增长的大环境再次迎来高速增长，2019-2021 年营收分别为 30.4、36.8、46.1 亿元，CAGR 达到 23%。

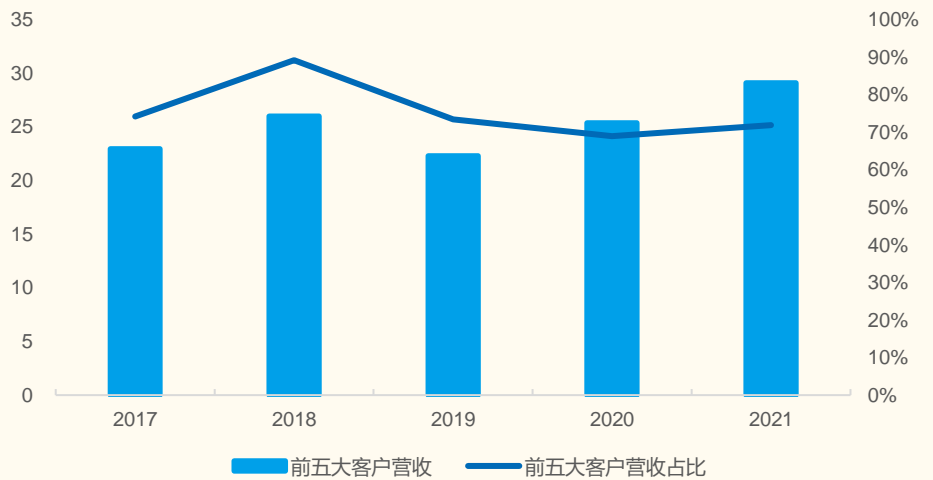
图表 2：公司营收情况及主要客户销量变化情况（左轴：亿元，右轴：万辆）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 与北美大客户牵手合作，持续突破新能源汽车市场。2017-2021，公司前五大客户营收从 23 亿元增长至 29.1 亿元，营收占比从 74% 降至 72%，整体看集中度较高。未来北美大客户收入占比预计有望持续提升。

图表 3：公司大客户集中度较高（左轴：亿元，右轴：%）



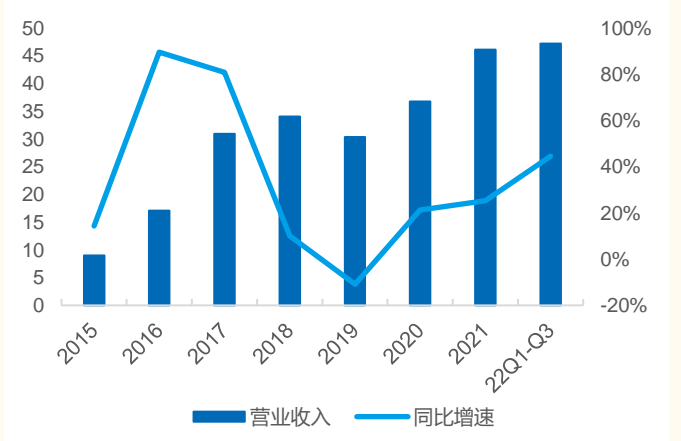
来源：公司公告，国金证券研究所

二、营收增长态势良好，期间费用管控优秀

- 收入：汽车行业回暖，营业收入再创新高。2015-2018 年公司营业收入由 9.02 亿元增长至 34.05 亿元，复合增长率为 56%，主要系乘用车客户市场的拓展以及汽车行业的高速增长。2019 年营业收入降至 30.36 亿元，同比下降 11%，主要系汽车行业不景气同时中美之间出现贸易摩擦。2019-2021 年，公司营业收入由 30.36 亿元增长至 46.13 亿元，复合增长率为 23%，主要系汽车行业回暖并且公司积极拓展新客户，使得营收再次恢复增长。2022Q1-Q3，公司营收达到 47.21 亿元，同比增长 44.7%，主要系三季度公司大客户如国际知名电动车企业、比亚迪等下游增量较快。

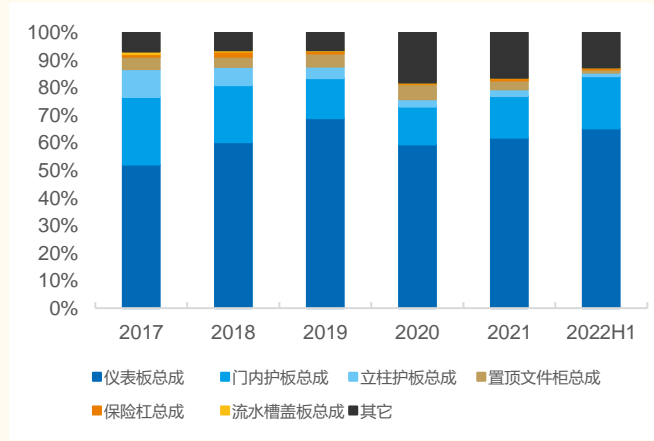
- 1) 仪表板总成业务：2017-2021年，仪表板总成业务由13.85亿元增长至28.54亿元，复合增长率为20%，在营收中占比由45%增长至62%；22H1营收为18.33亿元，营收占比进一步提升至65%。主要系汽车行业市场需求增加及公司积极拓展乘用车客户，仪表板总成业务成为公司营收支撑点。
- 2) 门内护板总成业务：2017-2021年，门内护板总成业务收入由6.50亿元增长至6.96亿元，在营收中占比由21%降至15%，主要系公司其他业务增长速度较快，2019年收入降至3.73亿元，同比下降38%，主要系2019年乘用车销量降幅较大。22H1该业务收入为5.33亿元，营收占比提升至19%，主要系产品结构优化，门内护板单车价值大幅提升。

图表4：公司营收稳定增长（左轴：亿元，右轴：%）



来源：wind、国金证券研究所

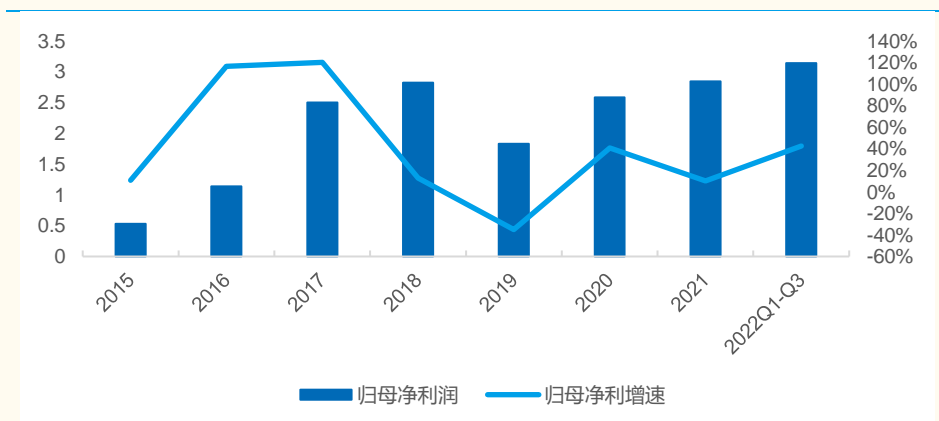
图表5：仪表板总成业务营收占比最高 (%)



来源：wind、国金证券研究所

- 归母净利润：利润重回前高，盈利能力持续增强。2015-2021年公司归母净利润由0.53亿元增长至2.84亿元，复合增长率为32%，2022Q1-Q3归母净利润为3.14亿元，同比增长42.59%，主要系公司积极开拓客户，乘用车市场增长势头良好。其中2019年归母净利润为1.83亿元，同比下降35%，主要系当年受宏观经济影响行业景气度低，收入下滑。

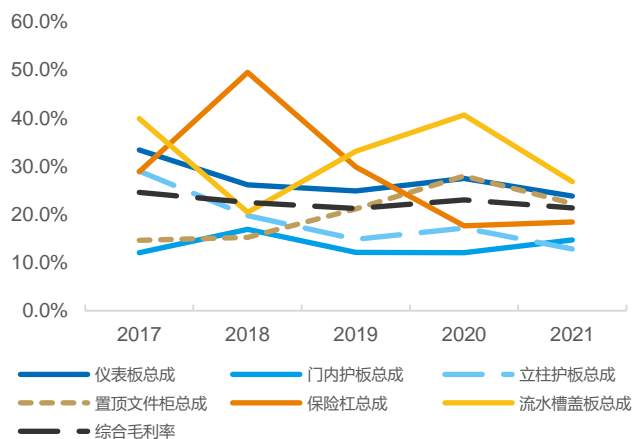
图表6：公司归母净利润已超过历史高点（左轴：亿元，右轴：%）



来源：wind、国金证券研究所

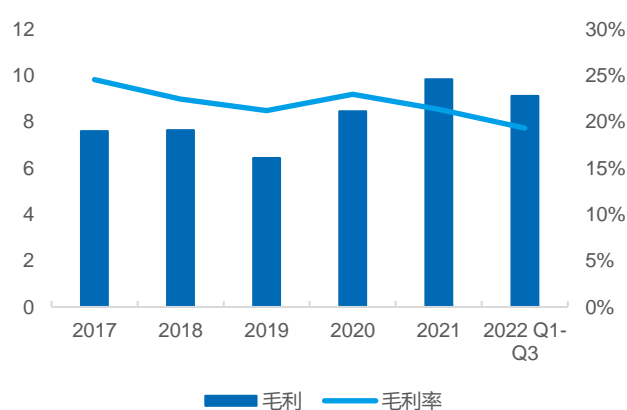
- 毛利率：整体维持稳定。2017-2021年，公司整体业务毛利率由24.6%下降至21.3%，但始终维持在20%以上，主要系受仪表板总成等业务毛利率波动影响。22年Q1-Q3毛利率下降至19.3%主要系22年上半年公司毛利率较高的商用车业务受影响较大。

图表 7：公司各业务及综合毛利率情况 (%)



来源：wind、国金证券研究所

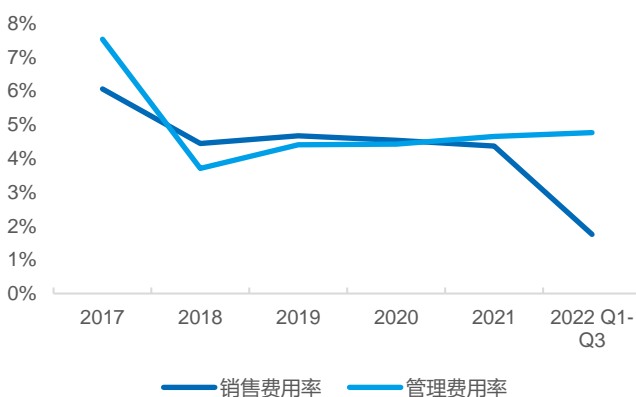
图表 8：公司毛利及毛利率 (左轴：亿元，右轴：%)



来源：wind、国金证券研究所

- 期间费用率：费用管控良好。除去 2018 年管理费用统计口径变化影响，2018-2022 年前三季度，公司管理费用率由 3.7% 提升至 4.8%，主要系公司业务量不断提升，并且无形资产摊销及折旧不断增加。除去 2022 年销售费用统计口径变化影响，2017-2018 年，公司销售费用率由 6.1% 下降至 4.4%，主要系公司降本增效成果显著，2018-2021 年销售费用率均稳定在约为 4.4%，未来随公司经营发展成熟，整体销售费用将继续保持在较低的水平。
- 研发费用率：研发投入不断增加，研发费用率持续攀升。2018-2021 年公司研发费用由 1.25 亿元增长至 2.25 亿元，复合增长率为 18%，研发费用率由 3.7% 增长至 4.9%；2022Q1-Q3 公司研发费用为 2.19 亿元，研发费用率为 4.6%。近年研发费用不断增加主要系公司积极跟踪汽车内外饰件领域新工艺、新技术的发展并对其进行加大研发投入，此外公司还于 2021 年总投资 1.54 亿元建造上海研发中心。与汽车内饰行业可比公司相比，公司近年研发费用率始终处于较高水平，这将强化公司技术创新能力，进一步提升公司的核心竞争力。

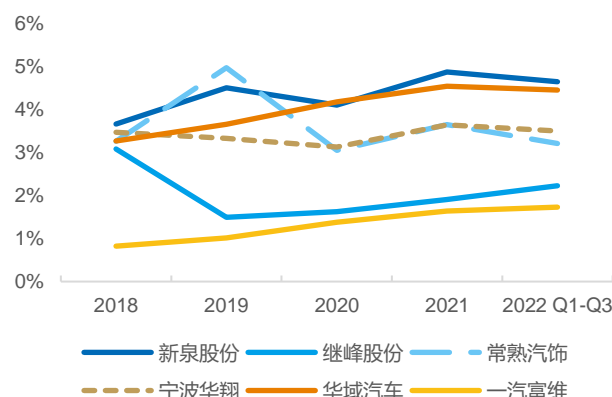
图表 9：公司销售/管理费用率控制较好 (%)



来源：wind、国金证券研究所

注：2018 年起管理费用不包含研发费用；2022 年起销售费用不包含运费。

图表 10：公司研发费用率处于较高水平 (%)



来源：wind、国金证券研究所

三、内饰产品市场空间广阔，公司盈利能力突出

- 汽车内饰产品众多，单车价值量甚至可达万元。内饰企业的产品拓展能力极强，大大提升单车可配套产品的价值量，提升自身发展的天花板。公司以仪表板总成成为主要产品，单车价值量可达 3000 元左右，未来有望再拓展其他品类，加速自身成长。

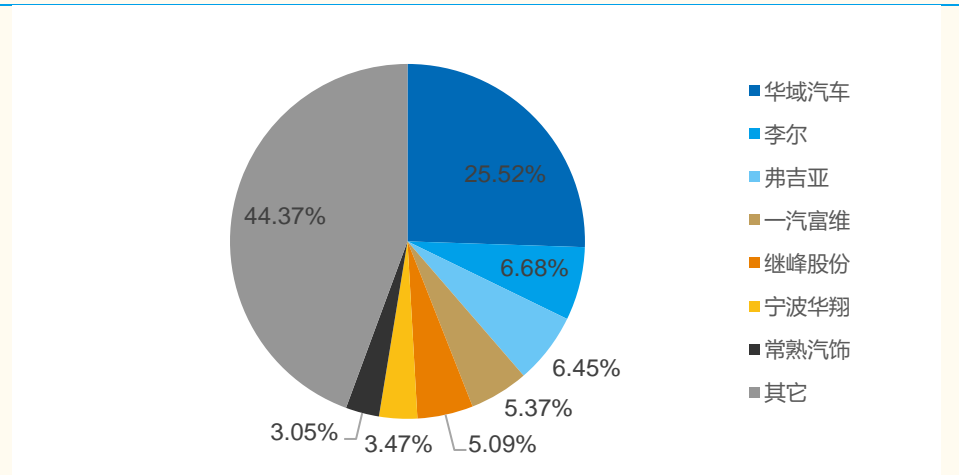
图表 11：汽车内饰件单车价值量估算

	单车价值量（元）
乘用车内饰	3200-10000
仪表板总成	1000-3000
门内护板总成	1000-3000
立柱护板总成	300-1000
座椅背板	300-1000
流水槽盖板	20-100
顶棚灯控制盒	50-200
天窗遮阳板	80-200
座椅头枕	150-500
备胎盖	200-500
衣帽架	100-300
商用车内饰	2800-7800
仪表板总成	1000-3000
门内护板总成	1000-3000
座椅背板	300-800
顶置文件柜	500-1000

来源：中汽协，公司公告，国金证券研究所

- 汽车内饰件产品类型众多，市场空间广阔，为各公司提供了充分的发展条件，因此汽车内饰件行业竞争格局较为分散。2020 年国内汽车内饰市场中，华域汽车（延锋）市场份额占比 26%位列榜首，后续市场份额占比较高的公司分别是李尔、弗吉亚、一汽富维、继峰股份、宁波华翔以及常熟汽饰。

图表 12：2020 国内汽车内饰市场集中度较低

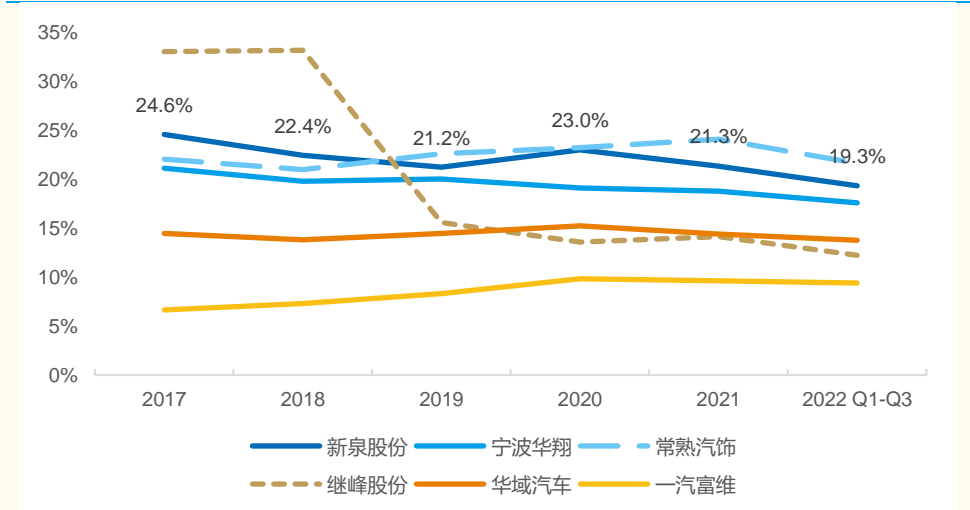


来源：华经产业研究院，国金证券研究所

- 公司提供汽车饰件整体解决方案，与客户黏性更强。公司具备内饰件产品从开发设计到生产落地的全流程能力，可帮助主机厂提高产品开发效率，提升产品一致性和稳定性，并通过总成产品的供应降低客户装配工作量，最终实现客户合作黏性的增强。
- 公司具备模具自主研发能力，开发周期更短。公司具备多色、低压、高光、薄壁、气辅等汽车饰件注塑模具的自主开发能力。公司立足于提高产品生产稳定性及产品生产效率，通过系统化的管理、专业化的设计及精益化的生产，有效缩短模具开发周期，确保模具的先进性和合理性。

- 公司利润率水平较高。提高利润率是内饰件企业提高盈利能力的主要因素。随公司产能建设逐渐完善，模具自制与工艺领先等优势逐渐凸显，2017-2022 年前三季度，公司毛利率在众多汽车内饰行业可比公司中始终保持较高的水平，而优秀的盈利能力将为公司发展提供充足的动力支撑。

图表 13：公司毛利率处于可比公司中较高水平



来源：wind，国金证券研究所

四、产能储备充足，全球化布局赋予就近配套优势

- 公司积极进行战略布局，结合现有客户生产区域布局，在常州、丹阳、芜湖、宁波、北京、青岛、长春、鄂尔多斯、长沙、佛山、成都、宁德、重庆、西安、上海、杭州、合肥、天津等 18 个城市设立了生产制造基地，覆盖吉利、上汽、奇瑞、一汽、北汽等众多主机厂。广泛布局的生产基地有利于公司提高对客户需求的响应速度，就近配套客户，大幅提高了产品供应效率，并且可以有效降低产品运输成本。
- 除传统主机厂外，公司积极设立生产基地配套新能源客户。公司于 2019 年在宁德建立子公司，配套上汽宁德新能源；2021 年于上海建立子公司，配套北美大客户；公司位于西安的子公司正在建设中，未来会配套比亚迪、吉利及陕汽集团。

图表 14：公司国内生产基地布局广泛

地点	分子公司	主营业务	主要客户
常州	江苏新泉汽车饰件股份有限公司常州分公司、常州新泉汽车零部件有限公司	汽车组合仪表、仪表台、玻璃升降器、汽车门板、汽车顶篷、座椅、座椅调角器、塑料机械设备及其它零部件制造及销售、汽车仪表板及仪表板模具的研发	吉利汽车、上汽集团、上海大众
丹阳	原丹阳市汽车内饰件厂	内、外饰件系统零部件及模具的设计、制造及销售	——
芜湖	芜湖新泉汽车饰件系统有限公司	仪表板、门饰板等汽车内饰件产品的制造	奇瑞汽车
宁波	宁波新泉志和汽车饰件系统有限公司	汽车饰件系统的研发、设计、制造和销售	吉利汽车
北京	北京新泉志和汽车饰件系统有限公司	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	福田戴姆勒、北京汽车、宝沃汽车、领克汽车等
青岛	青岛新泉汽车饰件有限公司	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	一汽、北汽、福田
长春	长春新泉志和汽车饰件有限公司	汽车内外饰件的制造、销售，汽车内外饰件的模具销售，塑料粒子、塑料制品的销售及进出口业务	一汽集团、华晨汽车

鄂尔多斯	芜湖新泉汽车饰件系统有限公司鄂尔多斯分公司	汽车组合仪表、保险杠、门板等内外饰件的开发和生产	奇瑞汽车
长沙	长沙新泉汽车饰件系统有限公司	汽车主副仪表板、门内饰板、内外ABC柱饰板、前后保险杠总成、轮眉饰板总成、全塑尾门总成、发动机仓盖板总成、中部饰板总成等汽车全系列内外饰零部件设计、开发、制造和销售	广汽菲亚特、东风日产
佛山	佛山新泉汽车饰件有限公司	汽车零部件及配件制造；汽车零部件批发与零售；工程和技术研究和试验发展	——
成都	成都新泉汽车饰件系统有限公司	汽车饰件系统研发、设计、制造及销售，开发和生产仪表板总成、副仪表板总成、门板总成等内饰件	——
宁德	宁德新泉汽车饰件有限公司	汽车门板、仪表台等汽车饰件系统的制造、研发、设计和销售	上汽宁德新能源
重庆	江苏新泉汽车饰件股份有限公司重庆分公司	汽车零部件研发，汽车零部件及配件制造，汽车零配件批发	福特
上海	新泉（上海）汽车零部件有限公司	汽车零部件及配件制造；汽车零部件研发；汽车零配件零售；汽车零配件批发	北美大客户
西安	西安新泉汽车饰件有限公司	汽车饰件系统的研发、设计、制造和销售	比亚迪、吉利、陕汽集团
杭州	江苏新泉汽车饰件股份有限公司杭州分公司	汽车零部件及配件制造；专业设计服务；汽车零配件批发	——
合肥	合肥新泉汽车零部件有限公司	汽车零部件及配件制造；汽车零部件研发；汽车零配件零售；汽车零配件批发	比亚迪
天津	江苏新泉汽车饰件股份有限公司天津分公司	汽车零配件零售；汽车零配件批发；汽车零部件研发；汽车零部件及配件制造	——

来源：公司官网，公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

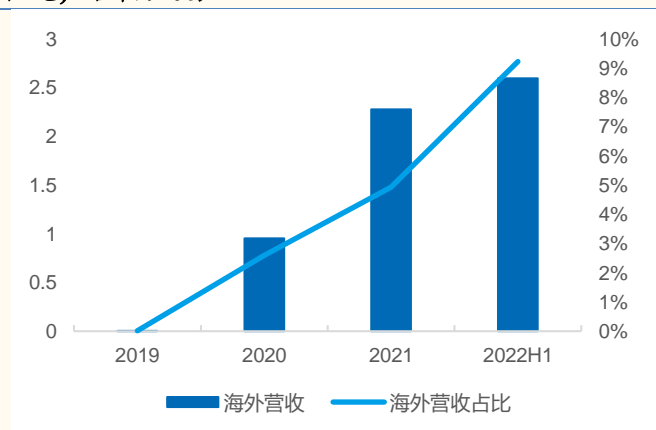
- 建设东南亚+北美制造基地，开拓海外市场。为了更好的服务公司客户，同时不断开拓国际市场，2019年，公司全资子公司新泉香港与HTS签署在马来西亚设立合资公司的协议，并建立生产基地，培育东南亚市场并推动公司业务辐射至全球。2020年，公司在墨西哥设立全资子公司并建立生产基地，开拓北美市场业务。
- 公司近年不断开拓海外市场，2019-2021年公司海外业务收入由45万元增长至2.28亿元，2022H1海外业务营收达到2.59亿元，超过21年全年海外营收总额，占公司营收比例9.2%。公司未来海外业务营收将持续增加，占总营收比例不断扩大。

图表 15：公司加快海外产能布局

时间	子公司地点	主营业务	主要客户
2019	马来西亚	车辆仪表板、副仪表板和门饰板及相关零件的设计、研发、组装、制造和销售	宝腾汽车
2020	墨西哥	汽车零部件的研发、设计、制造和销售	北美客户

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 16：公司海外营收及占比逐年高速增长（左轴：亿元，右轴：%）

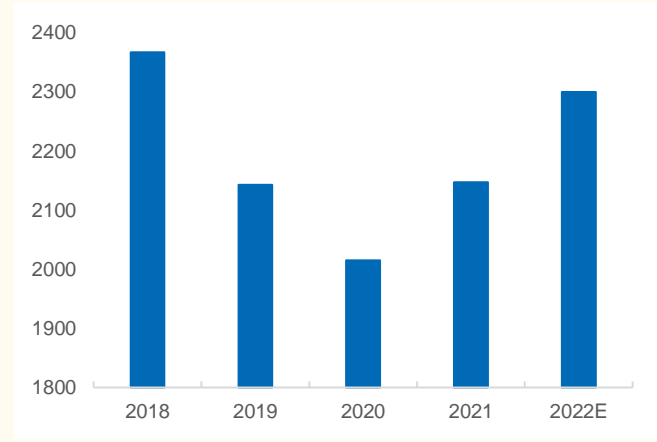


来源：wind、国金证券研究所

- 国内新能源车企的崛起，带动国产零部件供应链的发展。自2020年触底后，2021-2022年国内汽车行业呈现回暖态势，根据中汽协预测，2022年国内乘用车销量将达到约2300万辆。此外国内新能源车企销量也处于高速增长阶段中，2021年国内新能源车销量在全球占比已达到55%。根据我们预测，22年全球/中国新能源车销量预测分别为1000/620万辆车。国

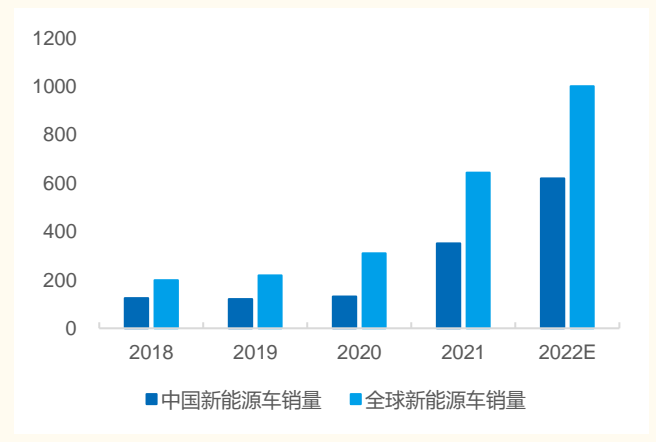
内新能源车企的高速发展将带动相关供应商的快速发展，国内供应商有望凭借低成本+快响应+优质服务，得到迅速的成长。

图表 17：中国乘用车销量呈现回暖态势（万辆）



来源：wind、中汽协、国金证券研究所

图表 18：新能源车销量处于快速提升阶段（万辆）



来源：wind、中汽协、Seeking Alpha、国金证券研究所

- 国际零部件企业开始逐步剥离其传统内饰业务，为国内厂商带来较大的成长空间，如华域汽车全资控股延锋伟世通、江森自控剥离座椅及内饰业务、法国 Motus 出售汽车遮阳板业务等，外资巨头的退场将为国内厂商带来大规模可以抢占的市场空间。

图表 19：国外巨头逐步缩减或剥离汽车内饰业务

时间	具体事件
2013 年	华域汽车收购美国伟世通持有的延锋伟世通 50% 股份，实现对延锋伟世通的全资控股
2015 年	江森自控正式将旗下汽车座椅和内饰业务剥离，独立为安道拓公司
2018 年	岱美股份收购了法国 Motus Integrated Technologies (Motus) 旗下汽车遮阳板相关资产和业务
2020 年	安道拓将所持的延锋汽车内饰系统有限公司 30% 股权出售给延锋集团

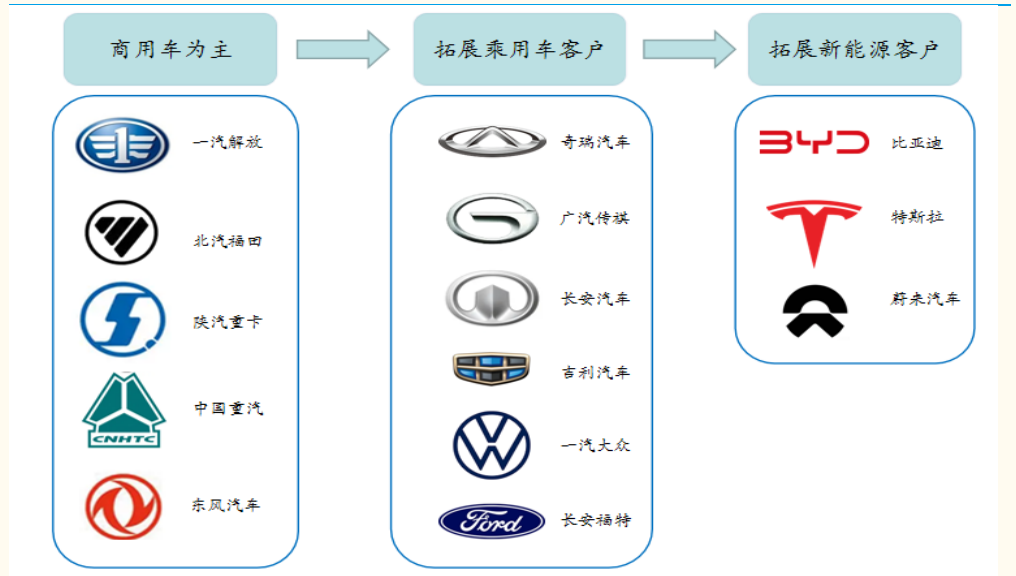
来源：各公司年报，国金证券研究所

五、持续拓展优质客户，促进公司成长

- 从自主到合资到新能源车企，持续突破乘用车客户。

- 1) 2006 年，公司实现与奇瑞汽车的大量配套业务，随后逐步拓展乘用车市场并与吉利汽车、广汽传祺、长城汽车等自主品牌合作。
- 2) 2019 年取得了如上汽大众 NEO、长安福特 Mustang、一汽大众新捷达 VS5/VS7 等合资品牌新车型项目的仪表板、门板重点产品的定点开发和制造。
- 3) 紧跟新能源步伐，实现新能源车配套项目。随着新能源汽车的兴起，2019 年，公司第一次将业务拓展至新能源客户，为包括上汽大众、长安福特、吉利汽车、广汽集团、比亚迪、广汽蔚来、广汽新能源等品牌下的部分新能源车型提供配套产品。

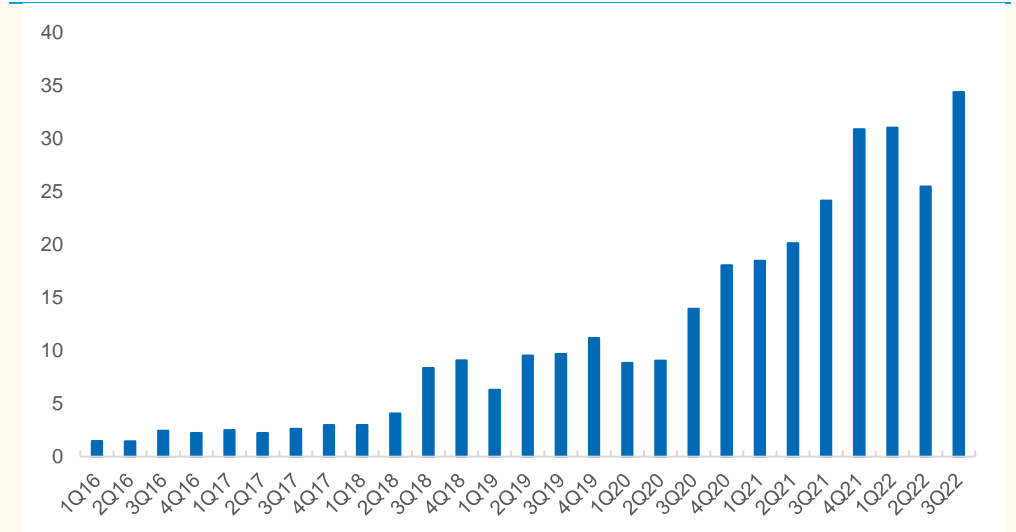
图表 20：公司客户由商用车拓展至新能源乘用车



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2020年5月，公司获得北美大客户某车型内饰定点，且公司将在既有合作车型的基础上，积极争取其他车型的定点资格，扩大公司产品覆盖范围。

图表 21：北美大客户近年交付量稳定增长（万辆）



来源：wind，国金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

盈利预测

- 1) 仪表板总成：根据我们调研，仪表板总成业务系公司核心业务，目前公司正不断拓展国内客户群体同时积极开拓海外市场。因此我们预计 2022-2024 年公司仪表板总成业务营收分别为 45.35、64.67、80.96 亿元。随着公司研发投入不断增加、制造技艺日渐成熟，成本优势不断显现。因此我们预计 2022-2024 年公司仪表板总成业务毛利率分别为 23%、25%、27%，对应毛利为 10.43、16.17、21.45 亿元。
- 2) 门内护板总成：根据我们调研，公司上海制造基地和西安生产基地 2022 年 6 月投产后公司产能将进一步释放。因此我们预计 2022-2024 年公司门内护板总成营收分别为 12.71、21.39、26.61 亿元。我们判断未来原材料价格相对 19 年会有所回落。因此我们预计 2022-2024 年公司门内护板总成业务毛利率分别为 15%、16%、17%，对应毛利为 1.84、3.32、4.39 亿元。

- 3) 顶置文件柜：根据我们调研，22 年受到蓝牌轻卡政策等影响因素，商用车整体销量会有下降，23-24 年会有所回升。因此我们预计 2022-2024 年公司顶置文件柜业务营收分别为 1.24、1.34、1.43 亿元。我们判断未来随着制造工艺的精进，成本略有下降，因此我们预计 2022-2024 年公司顶置文件柜业务毛利率分别为 22%、23%、25%，对应毛利为 0.27、0.31、0.36 亿元。
- 4) 立柱总成：根据我们调研，随公司产能建设落地，立柱总成业务将保持平稳增长的态势。因此我们预计 2022-2024 年公司立柱总成业务营收分别为 1.73、1.86、1.97 亿元。我们判断产品规模扩大后利润率将有所提高，因此我们预计 2022-2024 年公司立柱总成业务毛利率分别为 12%、14%、15%，对应毛利为 0.21、0.25、0.30 亿元。
- 毛利率假设：我们预计 22-24 年公司各产品毛利率逐年提升，主要系 1) 22 年受疫情影响，下游客户有短暂的停产，从而影响到公司正常经营生产，使得公司 22 年毛利率同比有所下降。随疫情逐步恢复，公司毛利率将逐步回归到正常水平；2) 22 年，公司将运输费用由销售费用科目调整到营业成本中。随公司全国各地的生产基地陆续投入生产，公司的就近配套优势将逐步得到体现，运输费用占营业收入的比例有望下降。
- 费用假设：公司在国内拥有 18 个生产建造基地，具有就近配套优势，国内海外正在建造制造基地和研发中心，因此我们预计未来销售费用率会有小幅下降，研发费用率会持续提升，2022-2024 年研发费用率分别为 4.9%、5.0%、5.1%。

图表 22：盈利预测

亿元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30.4	36.8	46.1	69.3	97.7	119.7
yoy		21.2%	25.4%	50.1%	41.1%	22.5%
毛利	6.4	8.5	9.8	14.4	21.8	28.3
毛利率	21.2%	23.0%	21.3%	20.8%	22.3%	23.6%
1、仪表盘总成						
营业总收入	17.8	21.9	28.5	45.4	64.7	81.0
yoy		23.1%	30.5%	58.9%	42.6%	25.2%
毛利	4.4	6.0	6.8	10.4	16.2	21.5
毛利率	24.9%	27.4%	23.8%	23.0%	25.0%	26.5%
2、门板总成						
营业总收入	3.7	5.1	7.0	12.7	21.4	26.6
yoy		35.7%	37.5%	82.7%	68.2%	24.4%
毛利	0.5	0.6	1.0	1.8	3.3	4.4
毛利率	12.1%	12.1%	14.7%	14.5%	15.5%	16.5%
3、顶柜总成						
营业总收入	1.2	2.0	1.5	1.2	1.3	1.4
yoy		61.3%	-23.0%	-19.6%	8.1%	7.1%
毛利	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4
毛利率	21.0%	28.0%	22.1%	21.5%	23.0%	25.0%
4、立柱总成						
营业总收入	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5
yoy		-11%	16%	11%	9%	8%
毛利	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
毛利率	15%	18%	13%	12%	14%	15%
5、其他						
营业总收入	6.5	6.9	8.0	8.8	9.0	9.3
毛利	1.2	1.1	1.5	1.7	1.8	1.9

来源：国金证券研究所

注：其他业务里包含流水槽、保险杆及其他业务

投资建议及估值

- 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.7、7.7、10.4 亿元，对应 EPS 为 0.97、1.57、2.14 元，对应 PE 为 41、25、19 倍。
- 我们采用 PE 估值法对公司进行估值。由于新泉股份主要收入来源于北美大客户，因为我们选取同样为北美大客户供应商且来自于北美大客户收入占比较高的 3 家可比公司对新泉股份进行估值，分别为继峰股份、三花智控、拓普集团。2022-2024 年，3 家可比公司的平均 PE 分别 69.66、28.28、20.67 倍。
- 我们认为，公司作为深耕汽车内饰件 20 余年的企业，具备丰富生产经验及产品种类的同时，成本管控能力优于竞争对手。并且公司产能储备完善，并积极进行海外布局，拓展国内外新能源客户，有望凭借就近配套的优势及优质客户的助力给公司带来业绩水平的高速增长。因此我们给予公司 23 年 PE 35 倍，目标市值 270 亿元，目标价 55.34 元/股，给予“增持”评级。

图表 23：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603997.SH	继峰股份	12.86	0.10	0.49	0.78	129.29	26.34	16.72
002050.SZ	三花智控	22.10	0.64	0.82	1.02	34.95	27.13	21.92
601689.SH	拓普集团	66.70	1.57	2.24	3.01	44.75	31.38	23.36
平均值						69.66	28.28	20.67
603179.SH	新泉股份	41.71	0.97	1.57	2.14	40.98	25.18	18.52

来源：公司公告，国金证券研究所

注：可比公司数据来源于 ifind 智能宏观预测，股价截止于 2022 年 11 月 25 日。

七、风险提示

- **下游需求不及预期。**公司下游客户经营生产存在受到疫情等因素干扰的可能性。
- **客户集中度较高。**若未来主要客户自身的生产经营发生了重大变化，会给公司产品的生产和销售带来影响。
- **下游客户降价影响公司利润率。**公司下游客户已对旗下部分车型进行降价，存在影响公司利润率的可能性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,036	3,680	4,613	6,926	9,773	11,974	货币资金	599	1,585	799	1,024	1,134	1,381
增长率		21.2%	25.3%	50.1%	41.1%	22.5%	应收款项	1,450	1,880	2,243	2,952	4,166	5,104
主营业务成本	-2,392	-2,834	-3,629	-5,486	-7,598	-9,147	存货	886	1,100	1,482	1,915	2,448	2,824
%销售收入	78.8%	77.0%	78.7%	79.2%	77.7%	76.4%	其他流动资产	232	231	531	697	853	980
毛利	644	847	983	1,440	2,175	2,827	流动资产	3,167	4,796	5,056	6,588	8,601	10,290
%销售收入	21.2%	23.0%	21.3%	20.8%	22.3%	23.6%	%总资产	65.8%	72.0%	68.3%	71.8%	76.2%	78.6%
营业税金及附加	-13	-18	-26	-31	-44	-54	长期投资	0	16	42	42	42	42
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,360	1,520	1,969	2,211	2,258	2,315
销售费用	-141	-167	-201	-152	-235	-311	%总资产	28.3%	22.8%	26.6%	24.1%	20.0%	17.7%
%销售收入	4.7%	4.5%	4.4%	2.2%	2.4%	2.6%	无形资产	192	264	275	323	377	440
管理费用	-134	-163	-214	-325	-469	-599	非流动资产	1,643	1,862	2,350	2,588	2,688	2,807
%销售收入	4.4%	4.4%	4.6%	4.7%	4.8%	5.0%	%总资产	34.2%	28.0%	31.7%	28.2%	23.8%	21.4%
研发费用	-137	-151	-225	-339	-498	-630	资产总计	4,809	6,658	7,406	9,176	11,288	13,097
%销售收入	4.5%	4.1%	4.9%	4.9%	5.1%	5.3%	短期借款	552	482	570	1,230	1,361	1,297
息税前利润 (EBIT)	219	348	317	592	929	1,234	应付款项	1,864	2,011	2,576	3,317	4,594	5,531
%销售收入	7.2%	9.5%	6.9%	8.5%	9.5%	10.3%	其他流动负债	89	131	125	257	391	506
财务费用	-34	-45	-28	-45	-65	-64	流动负债	2,506	2,624	3,271	4,804	6,346	7,334
%销售收入	1.1%	1.2%	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	长期贷款	150	400	316	316	316	316
资产减值损失	-5	-28	-24	-39	-11	-8	其他长期负债	421	144	67	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0	负债	3,077	3,168	3,654	5,124	6,665	7,651
投资收益	0	0	5	17	3	0	普通股股东权益	1,702	3,442	3,705	4,005	4,577	5,398
%税前利润	0.0%	0.0%	1.7%	3.2%	0.4%	0.0%	其中：股本	228	368	375	487	487	487
营业利润	197	288	311	524	856	1,162	未分配利润	692	838	991	1,292	1,863	2,685
营业利润率	6.5%	7.8%	6.8%	7.6%	8.8%	9.7%	少数股东权益	30	48	47	47	47	47
营业外收支	-1	0	-9	-1	-4	-6	负债股东权益合计	4,809	6,658	7,406	9,176	11,288	13,097
税前利润	196	288	302	523	852	1,157	比率分析						
利润率	6.5%	7.8%	6.5%	7.6%	8.7%	9.7%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-16	-31	-16	-52	-85	-116	每股指标						
所得税率	8.1%	10.8%	5.3%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.805	0.810	0.758	0.967	1.573	2.136
净利润	180	257	286	471	766	1,041	每股净资产	7.478	10.824	9.883	8.219	9.392	11.078
少数股东损益	-3	-1	2	0	0	0	每股经营现金净流	-0.217	0.043	0.563	0.588	1.165	2.005
归属于母公司的净利润	183	258	284	471	766	1,041	每股股利	0.500	0.400	0.300	0.350	0.400	0.450
净利率	6.0%	7.0%	6.2%	6.8%	7.8%	8.7%	回报率						
							净资产收益率	10.76%	7.49%	7.67%	11.76%	16.75%	19.29%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.81%	3.87%	3.84%	5.13%	6.79%	7.95%
净利润	180	257	286	471	766	1,041	投入资本收益率	7.14%	6.96%	6.47%	9.51%	13.26%	15.73%
少数股东损益	-3	-1	2	0	0	0	增长率						
非现金支出	105	163	209	219	216	238	主营业务收入增长率	-10.85%	21.24%	25.33%	50.14%	41.11%	22.52%
非经营收益	45	42	7	78	89	95	EBIT 增长率	-36.21%	58.95%	-8.98%	86.51%	57.00%	32.83%
营运资金变动	-379	-448	-291	-482	-503	-398	净利润增长率	-35.04%	40.64%	10.21%	65.85%	62.72%	35.83%
经营活动现金净流	-49	14	211	287	568	977	总资产增长率	23.05%	38.44%	11.23%	23.90%	23.02%	16.02%
资本开支	-437	-325	-571	-442	-309	-356	资产管理能力						
投资	0	0	-270	0	0	0	应收账款周转天数	79.1	84.9	87.3	85.0	85.0	85.0
其他	0	0	5	17	3	0	存货周转天数	111.4	127.9	129.8	130.0	120.0	115.0
投资活动现金净流	-437	-325	-836	-426	-306	-356	应付账款周转天数	159.8	172.9	165.0	155.0	155.0	155.0
股权募资	32	1,269	0	0	0	0	固定资产周转天数	127.5	143.4	133.1	93.2	66.7	55.9
债权募资	405	180	-6	599	132	-65	偿债能力						
其他	-64	-158	-145	-234	-282	-309	净负债/股东权益	27.62%	-17.51%	-4.98%	6.14%	5.84%	-0.77%
筹资活动现金净流	373	1,291	-151	365	-151	-374	EBIT 利息保障倍数	6.4	7.8	11.3	13.3	14.2	19.4
现金净流量	-114	978	-780	226	111	248	资产负债率	63.98%	47.59%	49.34%	55.84%	59.04%	58.42%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	11	26	44	72
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402