

新泉股份 (603179)

自主内饰龙头，业绩高速增长

买入 (首次)

2022年12月10日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘力宇

执业证书: S0600522050001

liuly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,613	6,874	10,057	13,165
同比	25%	49%	46%	31%
归属母公司净利润 (百万元)	284	471	802	1,122
同比	10%	66%	70%	40%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.58	0.97	1.65	2.30
P/E (现价&最新股本摊薄)	67.05	40.43	23.74	16.98

关键词: #市占率上升

投资要点

- **深耕主业的汽车内饰件龙头。**公司成立之初主要产品为仪表板总成，随着业务的发展以及客户的积累，公司不断丰富汽车内饰件产品系列，相继推出门内护板、立柱护板及保险杠总成产品，具备了提供内、外饰件整体解决方案的能力，单车配套价值量持续提升。公司同时覆盖乘用车和商用车客户，其中乘用车客户主要包括吉利、奇瑞、比亚迪、理想以及国际知名电动车企业等；商用车客户主要包括一汽解放、北汽福田等。公司持续推进全国战略布局，陆续在长三角、京津、华中、华南、西南和西北等地区设立生产制造基地，且积极探索出海，在马来西亚和墨西哥投资设立公司并建立生产基地，推动业务向全球辐射。
- **汽车内饰件行业空间广阔格局分散，长期看市场份额将向优质头部自主企业集中。**汽车内饰件产品是车身系统的重要组成部分，涉及到丰富的功能性、安全性和工程属性。硬质内饰件的主要产品品类包含仪表板、副仪表板、门内护板、立柱护板和座椅背板等，其均以注塑为核心工艺，辅以发泡、搪塑、包覆、包边和装配等工艺环节。硬质内饰件一般单车价值量在 5000 元左右，国内市场空间高达千亿，且后续随着汽车消费升级其市场空间仍将持续增长。格局方面，由于内饰件产品的技术门槛相对较低（企业竞争力主要体现在成本和服务响应等方面），且细分产品种类繁多，工艺类型繁多，导致行业参与者众多，因此当前全球的内饰件行业竞争格局高度分散，市场集中度较低，长期看好以新泉为代表的自主内饰件企业市场份额持续提升。
- **公司在技术实力、成本管理、客户覆盖和产能布局四个方面拥有核心竞争力。**技术上，公司具备同步开发能力、模具自制能力、强大的检测测试能力、领先的生产工艺以及先进的生产设备。成本上，公司大力推行精细化管理，全面实施降本增效，并且强化工艺创新，优化工艺流程，提高生产销量，降低产品成本；将成本控制指标分解至各部门各工段，有效降成本控费用。客户上，公司深度配套吉利、奇瑞、长城、比亚迪、国际知名品牌电动车企业等优质车企，享受客户发展红利。产能上，公司在全国范围内拥有完善的产能布局，并大力推进海外布局。公司作为自主内饰件龙头，业绩后续将迎来高速增长。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.71 亿、8.02 亿、11.22 亿，EPS 分别为 0.97 元、1.65 元、2.30 元，市盈率分别为 40.43 倍、23.74 倍、16.98 倍。考虑到公司在手订单饱满，客户放量确定性高，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**乘用车行业销量不及预期，新客户开拓不及预期，原材料价格波动导致盈利不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.08
一年最低/最高价	19.30/48.99
市净率(倍)	4.86
流通 A 股市值(百万元)	19,043.76
总市值(百万元)	19,043.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.04
资产负债率(% ,LF)	54.12
总股本(百万股)	487.30
流通 A 股(百万股)	487.30

相关研究

内容目录

1. 新泉股份——深耕主业的内饰件龙头	5
1.1. 产品品类逐步扩张，下游客户同时覆盖乘用车和商用车	6
1.2. 营收体量持续增长，盈利能力整体稳定	7
2. 内饰件行业：市场空间广阔，竞争格局分散	10
2.1. 内饰件是车身系统的重要组成部分	10
2.2. 内饰件工艺的发展趋势——以仪表板为例	11
2.3. 硬质内饰件行业空间和竞争格局	13
3. 公司核心竞争优势：技术+成本+客户+产能	16
3.1. 四大竞争优势促进公司份额长期提升	16
3.2. 技术实力：研发投入持续加大，技术中心和实验中心能力建设完备	18
3.3. 成本控制：公司毛利率同业领先，费用管控有效	19
3.4. 客户覆盖：优质自主+开拓国际知名电动车企业	20
3.5. 产能布局：持续资本开支，完善全国布局	21
4. 盈利预测与投资建议	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 新泉股份发展历程.....	5
图 2: 新泉股份股权结构 (截至 2022 年三季度)	6
图 3: 新泉股份主要产品.....	6
图 4: 2020 年公司前五大客户收入占比.....	7
图 5: 2021 年公司前五大客户收入占比.....	7
图 6: 公司营业收入及 YOY.....	8
图 7: 公司分业务营业收入.....	8
图 8: 公司仪表板产品收入及销量.....	8
图 9: 公司仪表板产品单价.....	8
图 10: 公司归母净利润及 YOY.....	9
图 11: 公司毛利率及净利率.....	9
图 12: 公司期间费用率情况.....	10
图 13: 公司各项费用率情况.....	10
图 14: 汽车车身系统组成结构.....	10
图 15: 汽车内饰件主要组成部分 (红色框中为硬内饰)	10
图 16: 汽车主要硬质内饰件梳理.....	11
图 17: 不同仪表板类型对比.....	12
图 18: 不同仪表板工艺类型成本和客户感受.....	12
图 19: 搪塑工艺流程.....	12
图 20: 搪塑仪表板结构剖面图.....	12
图 21: 真皮包覆工艺流程.....	13
图 22: 奔驰 S 级采用真皮包覆仪表板	13
图 23: 2016 年全球汽车内饰件市场格局.....	15
图 24: 2021 年全球汽车内饰件市场格局.....	15
图 25: 公司仪表板总成市占率变化情况.....	17
图 26: 公司门内护板市占率变化情况.....	17
图 27: 公司市场竞争优势梳理.....	18
图 28: 新泉研发人员数量及占比.....	18
图 29: 新泉及可比公司研发费用率对比.....	18
图 30: 公司技术研发机构组织结构.....	19
图 31: 新泉及可比公司毛利率对比.....	20
图 32: 新泉及可比公司费用率对比 (剔除研发费用)	20
图 33: 自主品牌乘用车市场份额测算 (交强险口径)	20
图 34: 公司主要下游配套客户情况.....	21
图 35: 新泉股份国内主要生产基地布局.....	22
图 36: 公司收入拆分及预测.....	23
图 37: 可比公司估值表 (数据截至 2022/12/10)	24
表 1: 国内乘用车硬质内饰件市场规模测算.....	13
表 2: 国内硬质内饰件行业相关公司梳理.....	15

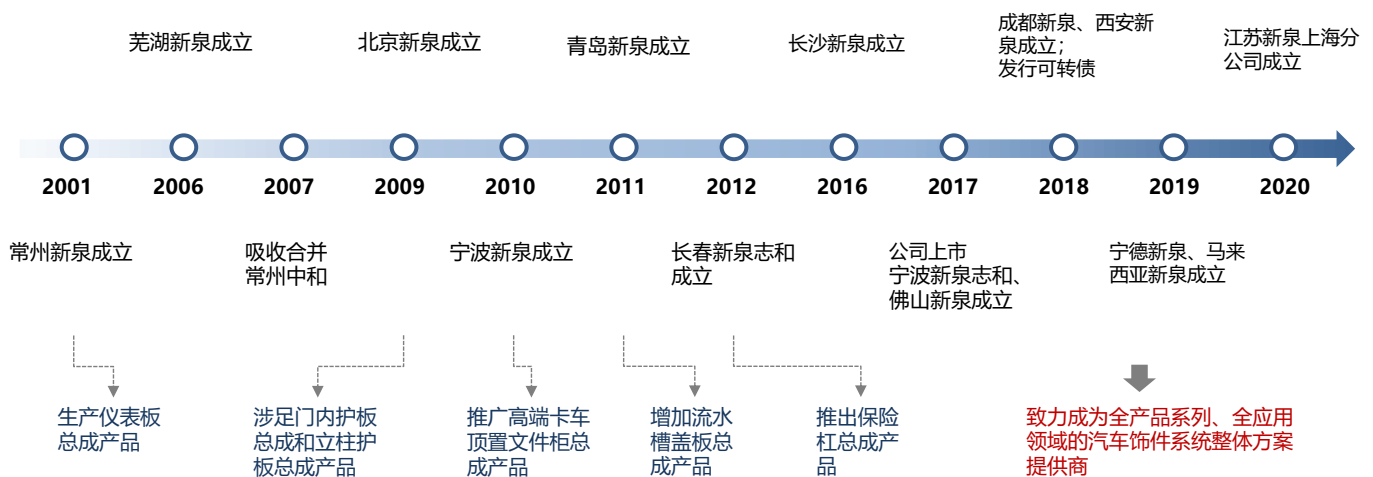
表 3： 公司近年产能扩张梳理..... 21

1. 新泉股份——深耕主业的内饰件龙头

公司自成立以来一直深耕于汽车内饰件行业。公司为汽车饰件整体解决方案提供商，具备较完善的汽车内外饰件总成产品，产品实现了乘用车和商用车的全应用领域覆盖。

全国产能布局持续推进，产品序列稳步扩张。公司持续推进全国战略布局，陆续在长三角、京津、华中、华南、西南和西北等地区设立生产制造基地，且积极探索出海，在马来西亚和墨西哥投资设立公司并建立生产基地，推动业务向全球辐射。产品方面，公司从仪表盘总成起家，产品逐步拓展到乘用车和商用车更多内外饰件，单车配套价值稳步推升，致力成为全产品系列、全应用领域的汽车饰件系统整体方案提供商。

图1：新泉股份发展历程

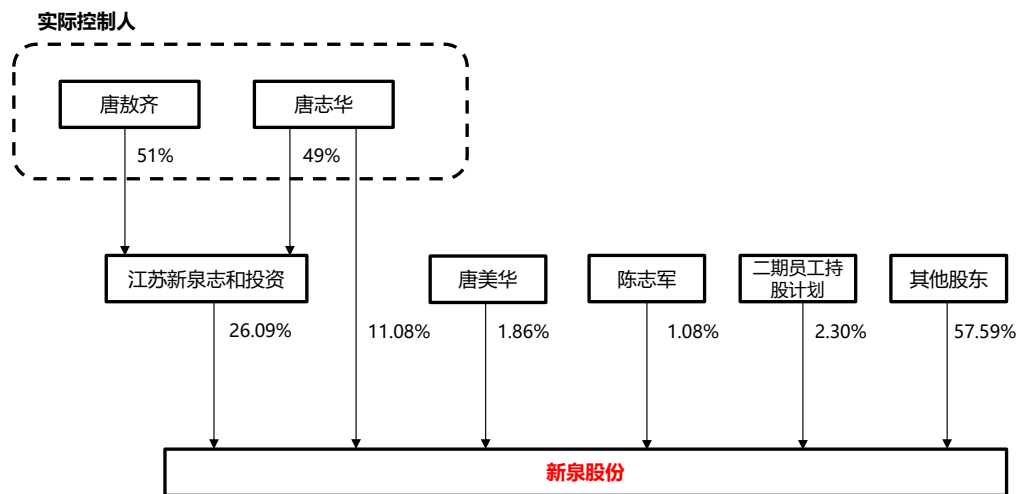


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

公司实控人为唐教齐、唐志华父子。截至2022年三季报，唐教齐、唐志华父子直接和间接持有公司37.17%的股权，为公司的实际控制人。此外，实控人家族成员唐美华（唐志华之姐）持股比例为1.86%，陈志军（唐志华之表弟）持股比例为1.08%。

公司二期员工持股计划持股比例为2.30%。公司于2020年和2021年先后发布两期员工持股计划，二期计划的参与员工数量与持股规模更大，体现了公司发展成果与内部员工共享的管理模式，有利于公司内部凝聚力的提升。

图2：新泉股份股权结构（截至 2022 年三季度）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

1.1. 产品品类逐步扩张，下游客户同时覆盖乘用车和商用车

仪表板为核心产品，产品品类持续扩张。公司成立之初主要产品为仪表板总成，随着业务的发展以及客户的积累，公司不断丰富汽车内饰件产品系列，相继推出门内护板、立柱护板、商用车顶柜、落水槽及保险杠总成产品，具备了提供内、外饰件整体解决方案的能力，单车配套价值量持续提升。

图3：新泉股份主要产品

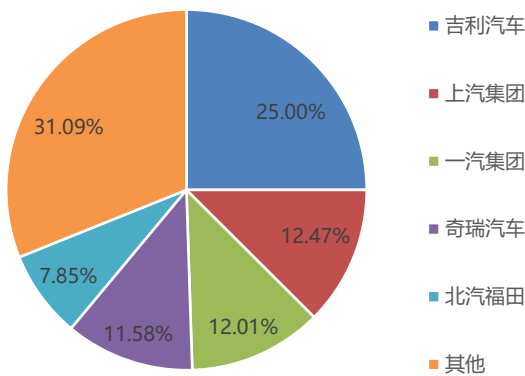
产品	产品图例	单车价值量 (元)	主要功能
仪表板总成		2000-2500	仪表板总成是汽车全车控制和显示的集中部分，集成了仪表、电器、空调、娱乐系统和安全气囊等部件，是汽车内部较为复杂的内饰件总成
门内护板总成		1500	门板是车门内侧集功能、安全为一体的重要饰件产品，在遭遇侧撞时能够对驾乘人员形成安全保护
顶柜总成		850	应用于中、重型卡车，位于驾驶室前上方，由箱体、箱盖、底板、锁扣等组成，配有储物柜及电器件等，可提供较大的储物空间
立柱护板总成		400-500	为覆盖于车身侧围立柱的装饰物，用于美化整车内部造型及保护驾乘人员
落水槽		30	是风挡玻璃与引擎盖之间的外饰连接件，主要具有水管理功能和车内通风功能
保险杠总成		800-1000	是保险杠吸收和减缓外界冲击力、防护车身后部的安全装置

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

下游客户同时覆盖乘用车和商用车。公司一直采用商乘并举的发展路线，同时覆盖乘用车和商用车客户。其中，公司乘用车客户主要包括吉利、奇瑞、上汽乘用车、广汽乘用车、长城、比亚迪、蔚来、理想以及国际知名电动车企业等；商用车客户主要包括一汽解放、北汽福田、陕重汽、中国重汽等。

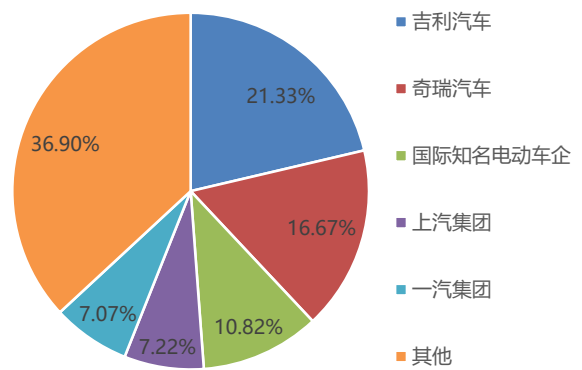
客户结构：2020年公司前五大客户分别为吉利、上汽、一汽、奇瑞和北汽福田，其中一汽和北汽福田为商用车客户；2021年，奇瑞收入增长较快上升至第二大客户，国际知名电动车企新进入前五大，位列第三。整体上看，公司乘用车客户的收入占比后续将持续上升。

图4：2020年公司前五大客户收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2021年公司前五大客户收入占比



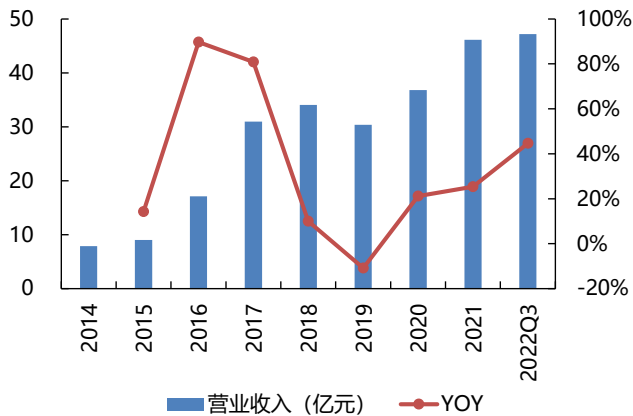
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 营收体量持续增长，盈利能力整体稳定

公司营收规模整体保持稳定增长。公司营业收入从2014年的7.89亿元持续增长至2021年的46.13亿元，7年间的复合增长率高达28.69%。其中，2019年公司营业收入出现下滑，主要系当年汽车行业全年处于低位运行，乘用车行业销量出现同比下滑。2022年前三季度公司实现营业收入47.21亿元，同比增长44.65%，且已经超过2021年全年的营收水平。

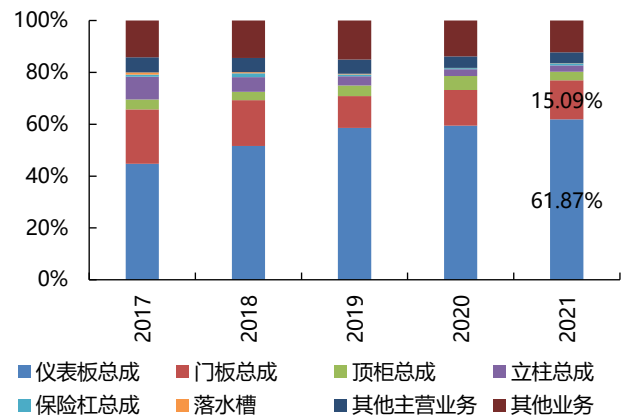
分产品看，仪表板和门板贡献主要收入。公司产品涉及多种汽车内外饰件，其中仪表板作为公司核心产品，受益于出货量提升与产品价值量提高，其收入占比有所提升，2021年仪表板贡献61.87%的营业收入，为公司最主要的收入来源。门板产品单车价值量较大且同处价值量上升通道，2021年营收占比为15.1%，为公司第二大产品。

图6：公司营业收入及 YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：公司分业务营业收入

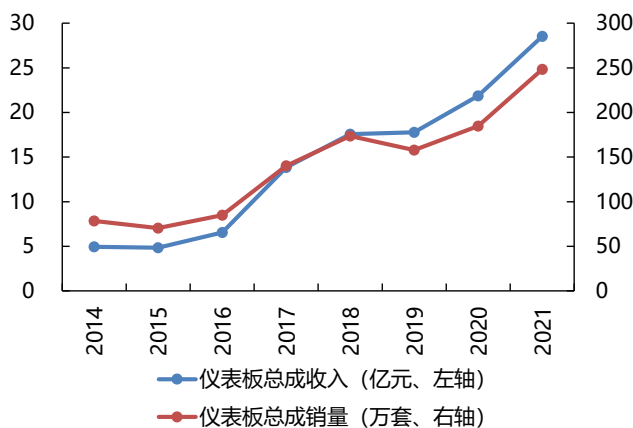


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

近年来汽车消费升级的趋势明显，舒适豪华成为内饰件的发展方向。当前，随着汽车智能化的持续发展，以及汽车消费的持续升级，汽车内饰件的舒适化、豪华化以及智能化需求持续增长，带动着汽车内饰件产品的价值量持续提升。

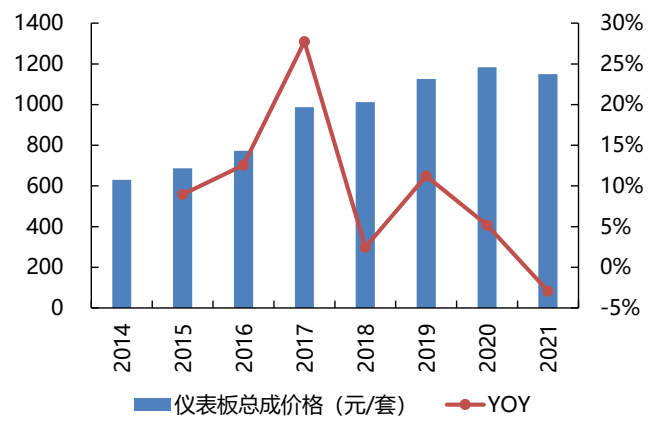
公司核心产品仪表盘总成的 ASP 持续提升。以公司核心产品仪表盘总成为例，我们计算 2014 年至 2021 年公司仪表盘总成的销售单价，可以发现，其价格从 2014 年的 630.17 元/套持续提升至 2021 年的 1149.16 元/套。

图8：公司仪表盘产品收入及销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：公司仪表盘产品单价



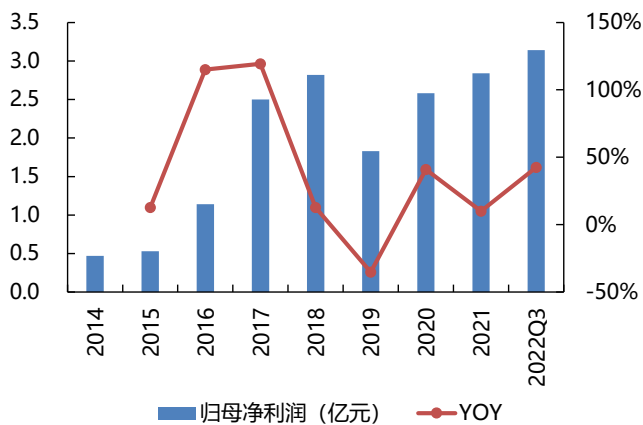
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

净利润端：2018年前，公司受益于营收规模提升带来的规模效应，归母净利润快速增长。2019年受制于车市景气度下降及主要下游客户销量承压，净利润有所回落。2021

年，受益于新客户放量及老客户持续增长，公司归母净利润突破 2018 年高点，实现 2.84 亿元，同比+10.21%。2022 年前三季度，受益于新能源客户收入的持续增长，公司 2022 年前三季度实现归母净利润 3.14 亿元，同比增长 42.59%。

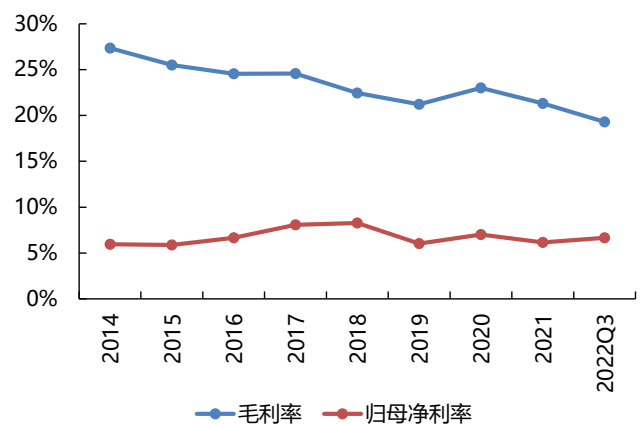
盈利能力：公司毛利率水平近几年整体保持稳定，其中 2021 年全年综合毛利率为 21.32%，同比下降了 1.68 个百分点，主要系原材料价格上涨推高成本所致。2022 年前三季度综合毛利率为 19.31%，同比下降了 2.22 个百分点，主要系会计准则调整所致（公司从 2022 年 1 月开始将运费从销售费用划至营业成本）。

图10：公司归母净利润及 YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：公司毛利率及净利率

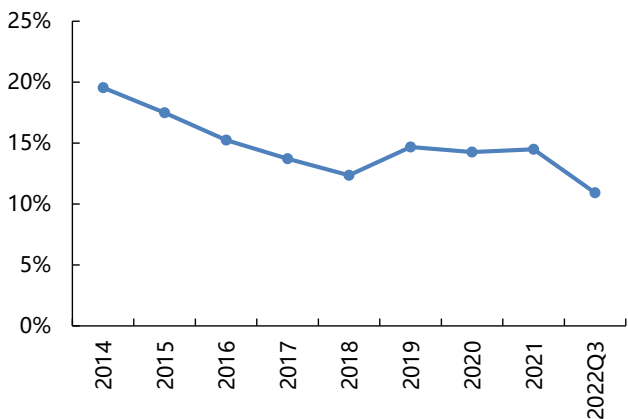


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用管控有效，近年来公司期间费用整体稳定。公司期间费用率水平近年来稳定在 14.5% 上下，其中 2022 年前三季度公司期间费用率为 10.92%，下降明显，主要系会计政策调整公司销售费用率大幅下降，叠加财务费用率下降所致。

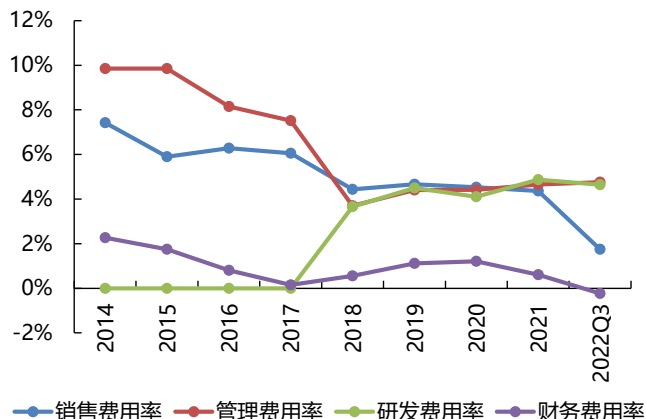
分项来看：销售费用率从 2014 年的 7.42% 降低至 2021 年的 4.36%，主要系公司经营规模扩大逐渐产生规模效应；管理费用率近年来整体保持稳定；研发费用率从 2018 年的 3.66% 提升至 2021 年的 4.87%，主要系公司在汽车内外饰件前沿领域积极探索，顺应内饰升级趋势提前布局，相对应的研发投入增长所致；公司财务费用率整体维持低位稳定水平。

图12：公司期间费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：公司各项费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 内饰件行业：市场空间广阔，竞争格局分散

2.1. 内饰件是车身系统的重要组成部分

汽车一般由动力总成、底盘系统、车身系统和电气设备四大系统组成，其中内饰件是车身系统的重要组成部分。汽车零部件根据具体的功能不同，一般可以分为动力总成、车身系统、底盘系统和电气设备四个大类。其中，车身系统是用来容纳驾驶员、乘客和运载货物的空间结构，主要包括车身壳体、车门、外饰件、内饰件和车身附件等。

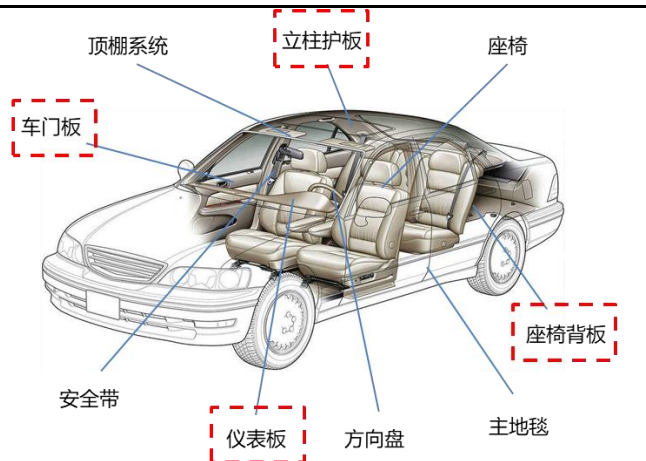
内饰件产品涉及到丰富的功能性、安全性和工程属性。内饰件产品主要包括仪表板、副仪表板、门内护板、顶棚、座椅、立柱护板以及地毯、安全带、安全气囊等，其一方面是起到车内装饰的作用，另一方面还与整车功能性和安全性有非常密切的关系。（由于新泉主要产品为硬质内饰件，因此后文主要面向硬质内饰产品）

图14：汽车车身系统组成结构

细分结构	构成简介
车身壳体	是全体车身部件的安装基础，通常是指主要承力元件（纵、横梁和支架等）以及与其相连的板件共同组成的刚性空间结构
车门	是车身非常重要的部件之一，其通常由门外板、门内护板、窗框等部件构成
外饰件	主要指保险杠、散热器面罩、灯具和后视镜等附件，以及装饰条、车轮装饰罩、标识等装饰件
内饰件	主要包括仪表板、顶棚、侧壁、地毯等表面覆饰物
车身附件	主要包括门锁、门铰链、玻璃升降器、各种密封件、车窗刮水器、车窗洗涤器等
座椅	是车身内重要装置之一，由骨架、坐垫、靠背和调节机构组成

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15：汽车内饰件主要组成部分（红色框中为硬内饰）



数据来源：盖世汽车，东吴证券研究所

硬内饰以注塑为核心工艺，产品主要包含仪表盘总成、车门板、立柱护板和座椅背板等。汽车内饰件中的硬内饰产品主要包括仪表盘、门板、立柱护板和座椅背板等，主要是以塑料粒子为核心原材料，以注塑为核心工艺，辅以发泡、搪塑、包覆、包边和装配等工艺。

图16：汽车主要硬质内饰件梳理

产品	示意图	功能	单车价值量 (元)	主要工艺
仪表盘		仪表盘总成是汽车全车操控和显示的集中部分，是汽车上重要的功能件，位于驾驶员正前方，是汽车内部较为复杂的内饰件总成	2000-2500	注塑、聚氨酯发泡、搪塑、装配等
门板		门内护板总成是车门内侧集功能、安全为一体的重要饰件产品，其上集成有扶手、地图袋、喇叭罩、装饰条、门禁把手、反光片等功能件，在遭遇侧撞时能够对驾乘人员形成安全保护	1000-1500	注塑、吸塑、包覆、装配等
立柱护板		立柱护板总成为覆盖于车身侧围立柱的装饰物，用于美化整车内部造型及保护驾乘人员	400-500	注塑、包边、装配等
座椅背板		背板是汽车座椅靠背后侧的装饰板，起到美观及置物等功能	700-800	注塑、包边、装配等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 内饰件工艺的发展趋势——以仪表盘为例

消费升级使得内饰件表层材料从传统硬质塑料向搪塑和真皮包覆发展。随着消费者对于汽车内饰舒适度的要求不断提高，汽车仪表盘等主要内饰件的表层材料也在不断地发展（仪表盘作为重要的内饰件，不光是造型设计有较高要求，还需要有舒适的触感），从最原始的硬质塑料开始不断向“软质”发展。

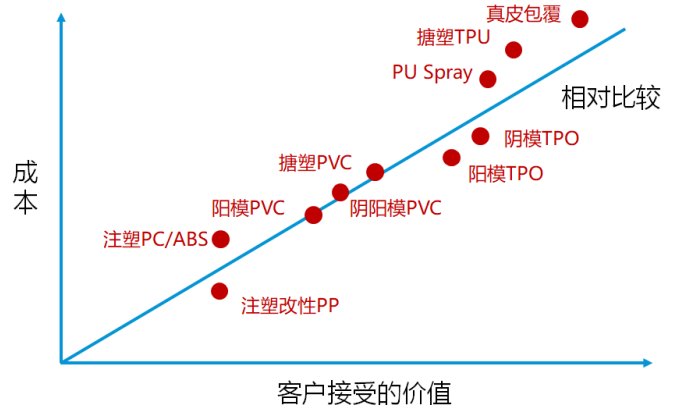
“软质”仪表盘的生产工艺主要有：搪塑工艺和真皮包覆工艺。

图17：不同仪表板类型对比

	传统硬质仪表板	搪塑仪表板	真皮包覆仪表板
材料结构	表面带花纹或哑光处理的塑料	塑料骨架+发泡层+搪塑表皮	塑料骨架+发泡层+真皮包覆
制造工艺	注塑等	骨架：注塑 中间层：发泡 表皮层：搪塑	骨架：注塑 中间层：发泡 表皮层：真皮包覆
产品质感	差	中	好
成本	低	中	高

数据来源：AutoNewTech, 东吴证券研究所

图18：不同仪表板工艺类型成本和客户感受



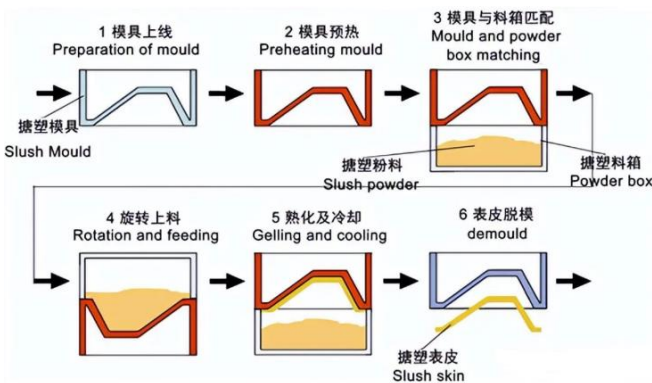
数据来源：AutoNewTech, 东吴证券研究所

搪塑工艺取代硬质塑料是目前主流家用车提升内饰件质感的主要方式。

搪塑工艺是对带皮纹的搪塑模具整体加热，模具和搪塑粉盒对接后旋转，粉盒中的搪塑粉末（PVC 或 TPU 等）在重力作用下落入模具中融化，形成一个形状与模具内表面一致的带皮纹的表皮，然后冷却模具，粉盒脱离，工人取下表皮。

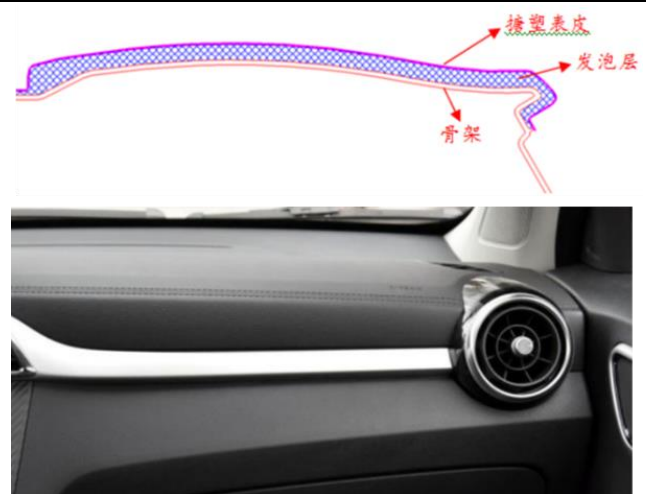
搪塑成型工艺主要应用于汽车仪表板及门护板的表皮，与汽车内饰骨架之间通过发泡工艺产生微孔结构，从而产生一种自然绵软的感觉。硬塑材质的中控台表面质感具有反光性，给人一种硬朗突兀的感觉。但搪塑工艺制造的中控台表面一般不光滑，被照亮时会出现漫反射，视觉上让人感觉更加和谐。

图19：搪塑工艺流程



数据来源：中国汽车材料网, 东吴证券研究所

图20：搪塑仪表板结构剖面图

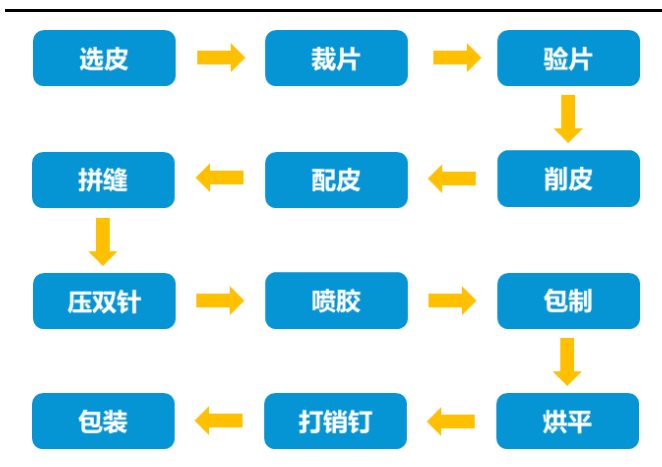


数据来源：盖世汽车, 东吴证券研究所

真皮包覆工艺成本最高，一般适用于高档豪华车型。真皮包覆的汽车仪表板或者门板一般用于高档豪华车型上，其造型美观、豪华感强、富有质感、手感舒适、安全环保，奔驰S级车型的仪表板就采用了真皮包覆工艺，极具豪华感。

真皮包覆工艺的主要流程包括：选皮、裁片、验片、削皮、配皮、拼缝、压双针、喷胶、包制、烘平、打销钉和包装等步骤。真皮材料本身的价格就较为昂贵，且包覆工艺复杂，需采用手工操作，生产节拍较慢，因此一般真皮包覆的仪表板或门板成本较为高昂。

图21：真皮包覆工艺流程



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

图22：奔驰S级采用真皮包覆仪表板



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

2.3. 硬质内饰件行业空间和竞争格局

我们对国内乘用车市场的硬质内饰件市场空间进行了测算，结果如下。

关键假设：1、国内乘用车市场销量保持稳定低速增长；2、仪表板、门内护板、立柱护板和座椅背板等产品的单车价值量由于消费升级的因素保持持续增长。

测算结果：随着国内乘用车销量的稳定增长以及内饰件产品的消费升级带来的单车价值量的持续提升，国内乘用车硬质内饰件行业市场规模将从2021年的858亿元增长至2025年的1029亿元。

表1：国内乘用车硬质内饰件市场规模测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内乘用车销量（万辆）	2107.36	2212.73	2256.98	2302.12	2348.17
YOY		5.00%	2.00%	2.00%	2.00%

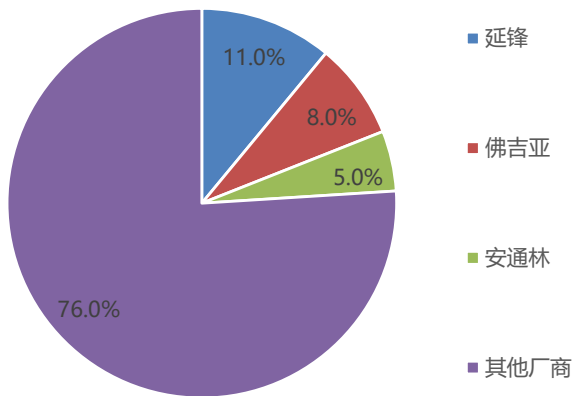
仪表板单车价值量（元）	2500.00	2550.00	2601.00	2653.02	2706.08
YOY		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
门板单车价值量（元）	1000.00	1020.00	1040.40	1061.21	1082.43
YOY		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
立柱护板单车价值量（元）	450	454.50	459.05	463.64	468.27
YOY		1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
座椅背板单车价值量（元）	800	808.00	816.08	824.24	832.48
YOY		1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
座椅背板渗透率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
仪表板市场规模（亿元）	526.84	564.25	587.04	610.76	635.43
YOY		7.10%	4.04%	4.04%	4.04%
门板市场规模（亿元）	210.74	225.70	234.82	244.30	254.17
YOY		7.10%	4.04%	4.04%	4.04%
立柱护板市场规模（亿元）	94.83	100.57	103.61	106.73	109.96
YOY		6.05%	3.02%	3.02%	3.02%
座椅背板市场规模（亿元）	25.29	26.82	27.63	28.46	29.32
YOY		6.05%	3.02%	3.02%	3.02%
国内乘用车硬内饰市场规模（亿元）	857.70	917.33	953.09	990.26	1028.89
YOY		6.95%	3.90%	3.90%	3.90%

数据来源：公司公告，乘联会，东吴证券研究所

内饰件单一产品的价值量较低，因此企业通常采用多产品的经营策略。内饰件的品种繁多，但除座椅总成外的其他内饰件单一产品的价值量较低，因此企业通常会选取核心工艺相同的几个产品，采用多产品经营的策略来提高单车配套价值量。（继峰：头枕、扶手、座椅；岱美：遮阳板、头枕、顶棚；延锋：内饰件几乎全覆盖；新泉：仪表板、门板、立柱护板；常熟汽饰：仪表板、门板、衣帽架；一汽富维：仪表板、座椅、门板等）

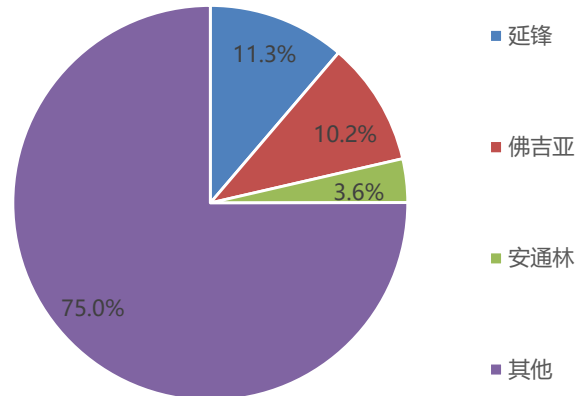
竞争格局处于高度分散的状态：由于内饰件产品的技术门槛相对较低（企业竞争力主要体现在成本和服务响应等方面），且细分产品种类繁多，工艺类型繁多，导致行业参与者众多，因此当前全球的内饰件行业竞争格局高度分散，市场集中度较低，头部企业的市场份额同样较低。

图23：2016 年全球汽车内饰件市场格局



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图24：2021 年全球汽车内饰件市场格局



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

国内从事硬质内饰件业务的企业众多。国内主要的内饰件企业包括佛吉亚、安通林、丰田合成、森六等外资零部件企业，延锋汽车饰件、一汽富维、诺博汽车等主机厂下属零部件供应商以及新泉股份、常熟汽饰、宁波华翔等独立第三方内饰件企业。

表2：国内硬质内饰件行业相关公司梳理

公司	简介	硬质内饰主要产品	国内市场主要配套客户	业务规模
佛吉亚	全球汽车零部件巨头，在汽车座椅、绿动智行系统、汽车内饰和汽车电子四大业务领域居业界领先地位	仪表盘总成，门内护板，立柱护板等	一汽大众、长安福特、神龙汽车、吉利汽车、特斯拉、理想汽车等	2021 年内饰业务收入全球收入 46.41 亿欧元
安通林	安通林集团是汽车内饰件及系统的设计、开发、制造方面的领先供应商。主要业务包括车顶系统、车门系统、座舱系统以及照明和电子系统。	仪表盘、中控台、手套箱等	蔚来、一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、奇瑞捷豹路虎	2021 年座舱业务收入全球收入 6.75 亿欧元
延锋汽车饰件	前身是延锋伟世通汽车饰件系统有限公司，2013 年成为上汽集团旗下华域汽车下属的 100% 全资子公司，主要提供汽车内饰、外饰、座椅、电子及安全系统五大系统产品	主副仪表盘、立柱护板、门内护板等	上汽大众、上汽通用、北京现代、华晨宝马、长安福特、北京奔驰、上汽通用五菱、上汽乘用车、吉利汽车、比亚迪等	2021 年营业收入 888.68 亿元
新泉股份	公司是汽车饰件整体解决方案提供商，主要产品包括仪表盘总成、顶置仪表盘总成、门内护板总成、立柱护板、立柱护板、座椅背板总成等，已实现产品在商用车及乘用车应用领域的全覆盖	吉利汽车、奇瑞汽车、上汽乘用车、长城汽车、比亚迪国际知名品牌电动车企业等		2021 年营业收入 46.13 亿元
一汽富维	一汽富维以座舱系统、外饰系统、智能视觉、低碳化业务、衍生业务为大核心业务，从零部件的产品开发、	主副仪表盘、门内护板等	一汽大众、一汽奔腾、一汽红旗、小鹏汽车等	2021 年内饰件业务（含座椅）

配套供货到售后服务，同步跟进整车制造的全过程。

收入 120.26 亿元

常熟汽饰	公司的主营业务是从事研发、生产和销售汽车内饰件总成产品，是国内汽车内饰件行业主要供应商之一	门内护板总成、仪表板总成、副仪表板总成、立柱总成等	括一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、奇瑞捷豹路虎、上汽通用、奇瑞汽车等	2021 年营业收入 26.63 亿元
宁波华翔	公司成立于 1988 年，并于 2005 年上市，专业从事中高档乘用车零部件的设计、开发、生产、销售及售后服务	主副仪表板、门板、立柱等	上汽大众、一汽丰田、一汽红旗、上汽通用等	2021 年内饰件业务收入 77.07 亿元
江苏新昌	公司成立于 2002 年，主要生产汽车内饰件	主副仪表板、门内护板、立柱护板等	上汽大通、吉利汽车、江淮汽车	年生产各类汽车仪表板总成、门板总成及各类内外饰件 100 余万台套
诺博汽车	诺博汽车为长城汽车全资子公司，业务包括汽车内饰、外饰、座椅、橡胶、汽车电子 5 个品类	仪表板、副仪表板、门板等	长城汽车	2021 年营业收入 94.74 亿元
丰田合成	丰田合成集团作为橡胶、树脂的高分子领域及 LED 领域的顶级厂商，在全球 17 个国家和地区拥有 98 个活动据点，面向全球开展着事业。	仪表板、扶手箱、立柱护板等	广汽丰田、一汽丰田	2021 财年内外饰件营业收入 3280 亿日元
森六	森六总部设在日本东京，至今已有 356 年的历史，工厂及事务所遍布北美、东南亚、欧洲等全球各地区	仪表板、中央扶手箱、手套箱等	东风本田、广汽本田	/

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

长期看好以新泉为代表的自主内饰件企业市场份额持续提升。内饰件行业的主要核心竞争力为技术研发、成本控制、服务响应速度等，以新泉为代表的自主独立第三方内饰件企业，在公司机制、成本控制、客户服务速度等方面相较于外资供应商有较大优势；且下游整车市场中的自主品牌市场份额长期看也将持续提升，为自主零部件企业的发展带来更大的空间。

3. 公司核心竞争优势：技术+成本+客户+产能

3.1. 四大竞争优势促进公司份额长期提升

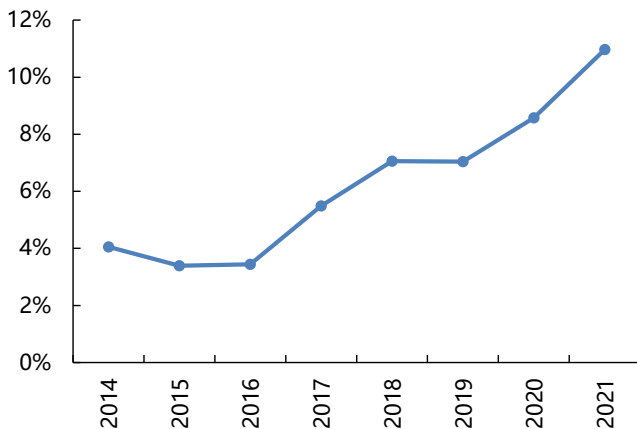
纵向对比来看，公司市场份额近年来实现了稳步提升。我们选取了公司主要的两大

产品仪表板总成和门内护板来计算了公司的市场份额情况。

仪表板总成：公司仪表板总成产品的市场份额自 2015 年来保持着持续增长的趋势，从 2015 年的 3.39% 持续提升至 2021 年的 10.97%。

门内护板：公司门内护板产品市占率同样保持整体提升的态势，从 2014 年的 0.66% 提升至 2021 年 4.21%，其中 2019 年公司门内护板产品销量同比出现较大幅度下滑，致使门内护板产品的市占率出现了短期下滑。

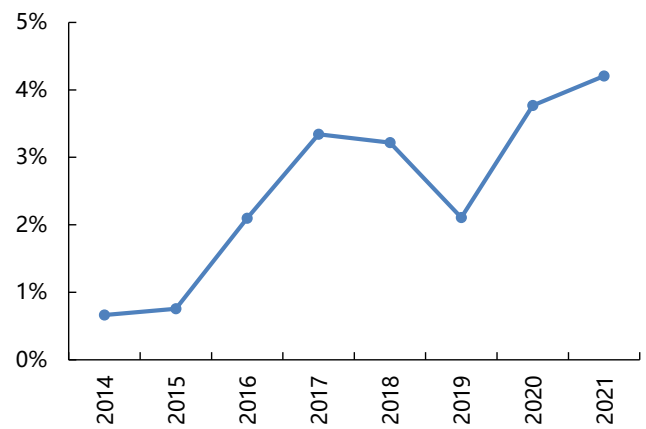
图25：公司仪表板总成市占率变化情况



数据来源：乘联会，中汽协，东吴证券研究所

注：公司仪表板总成产品市占率=公司仪表板总成销量/（国内乘用车销量+国内中重卡销量），因为公司仪表板总成产品主要配套国内乘用车市场和中重卡市场

图26：公司门内护板市占率变化情况



数据来源：乘联会，中汽协，东吴证券研究所

注：公司门内护板产品市占率=公司门内护板销量/国内乘用车销量，因为公司门板产品主要配套乘用车市场。

公司在技术实力、成本管理、客户覆盖和产能布局四个方面拥有核心竞争力。

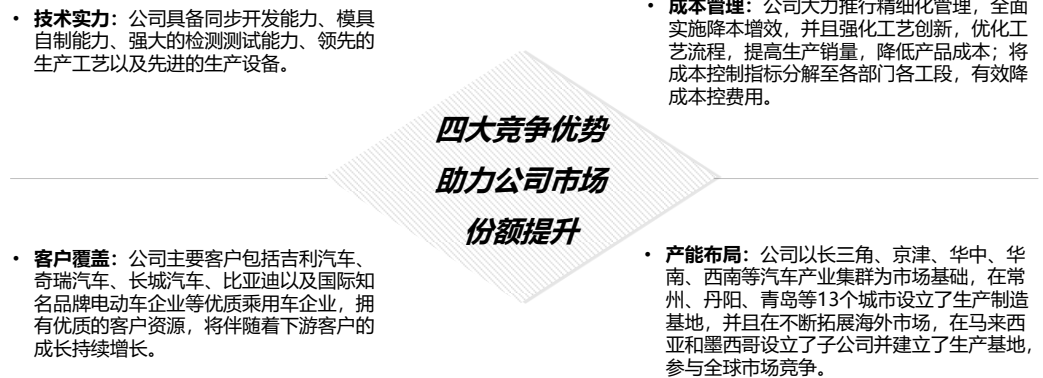
技术：具备同步开发能力、模具自制能力、强大的检测测试能力、领先的生产工艺以及先进的生产设备。

成本：大力推行精细化管理，全面实施降本增效，并且强化工艺创新，优化工艺流程，提高生产销量，降低产品成本；将成本控制指标分解至各部门各工段，有效降成本控制费用。

客户：配套吉利、奇瑞、长城、比亚迪、国际知名品牌电动车企业等优质车企，享受客户发展红利。

产能：在全国范围内拥有完善的产能布局，并大力推进海外布局。

图27：公司市场竞争优势梳理



数据来源：东吴证券研究所

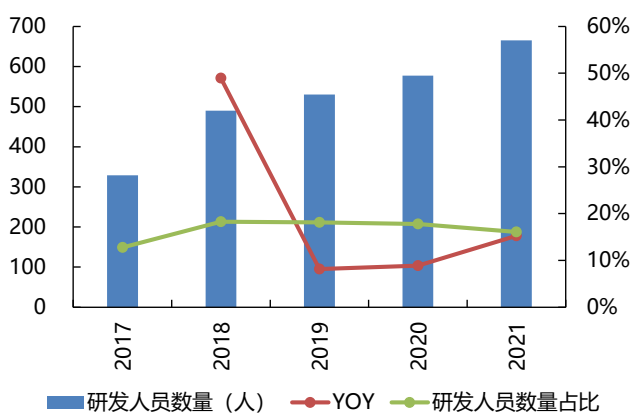
3.2. 技术实力：研发投入持续加大，技术中心和实验中心能力建设完备

公司自上市以来，研发人员数量持续增长。2017年，公司上市之初的研发人员数量为329人，至2021年，公司研发人员数量已经增长至665人，复合增长率为19.24%。研发人员占公司总人数的比例也持续维持在17%上下的水平。

研发人员年龄梯队结构合理。截止2021年年末，公司研发人员中，年龄在50-60岁之间的为6人，40-50岁之间的为46人，30-40岁之间的为240人，30岁以下的为373人。技术研发队伍的年龄结构合理。

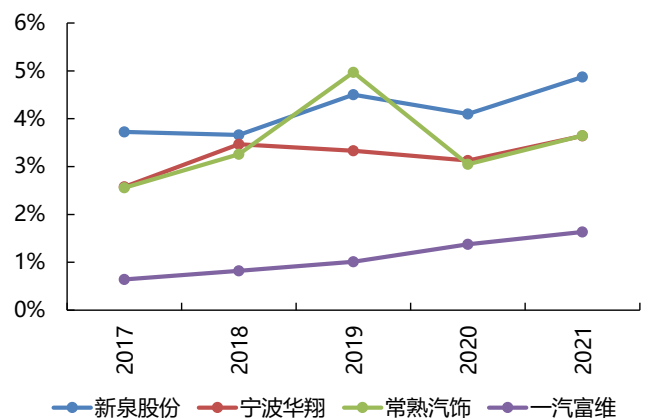
公司研发费用率整体上升，且相较同行业其他公司更高。随着公司研发项目的增加以及加大对新工艺和新技术的研发投入，公司研发费用率呈上升趋势，其中2021年公司研发费用率为2.25亿元，同比增加49.03%，对应的研发费用率为4.87%，研发费用率高于内饰件行业其他可比公司。

图28：新泉研发人员数量及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29：新泉及可比公司研发费用率对比

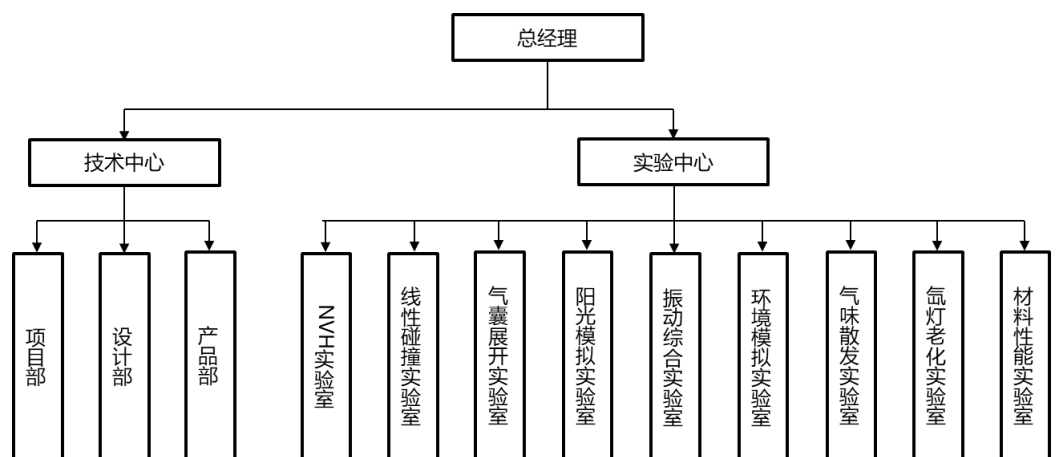


数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

技术中心：公司技术中心创建于 2003 年，2015 年获得江苏省认定企业技术中心。公司技术中心下设项目部、设计部和产品部，具有同步研发、设计开发验证、过程开发验证、模具自制、工艺开发及产品试制的能力，形成了一系列技术优势，使得公司成为了汽车内饰整体解决方案提供商。

实验中心：公司实验中心成立于 2004 年，下设 NVH 实验室、线性碰撞实验室、气囊展开实验室、振动综合实验室、气味散发实验室等，从感官质量、被动安全、环境模拟以及材料分析等各方面实现对产品的检测与试验，为公司产品性能和质量提供可靠保证。

图30：公司技术研发机构组织结构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

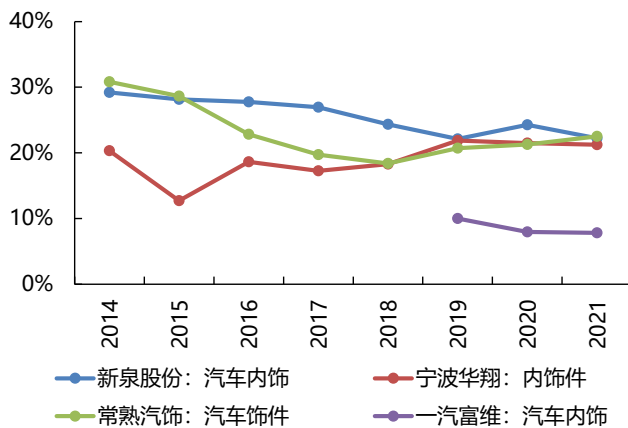
3.3. 成本控制：公司毛利率同业领先，费用管控有效

公司大力推行精细化管理，全面实施降本增效，并且强化工艺创新，优化工艺流程，提高生产销量，降低产品成本；将成本控制指标分解至各部门各工段，有效降成本控费用。

毛利率对比：我们选取了主要产品同为仪表板、门板等汽车内饰件的宁波华翔、常熟汽饰、一汽富维等公司作为可比公司，对比毛利率可以发现，新泉内饰件产品的毛利率水平处于行业较为领先的位置。

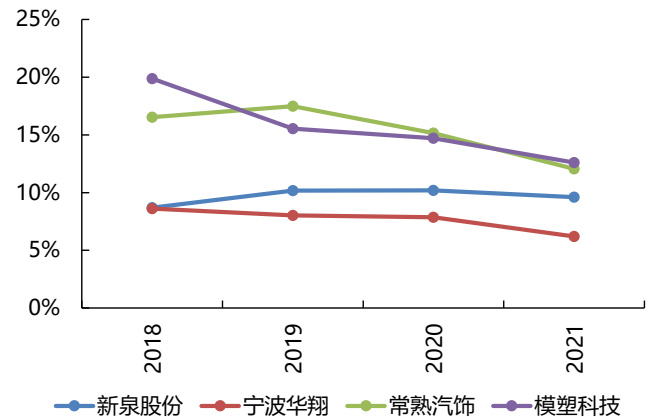
费用率对比：我们选取期间费用率（剔除研发费用后）作为对比指标，可以发现，新泉股份的费用率水平已经处于行业较优的水平了。

图31: 新泉及可比公司毛利率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图32: 新泉及可比公司费用率对比 (剔除研发费用)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

3.4. 客户覆盖: 优质自主+开拓国际知名电动车企业

下游整车格局持续变化, 长期看自主品牌份额将持续提升。自主品牌市占率持续上升 3 条核心路径: 1) EV 市场渗透率提升。2) PHEV+HEV 强混渗透率提升。3) 燃油车开辟全新蓝海市场。

图33: 自主品牌乘用车市场份额测算 (交强险口径)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
狭义乘用车 (不含进口)	2020	1919	1950	2100	2100	2100
YOY	6.9%	-5.03%	1.6%	7.7%	0.0%	0.0%
自主品牌总销量	841	937	1092	1201	1294	1533
YOY	25.1%	11.4%	16.5%	9.9%	7.8%	3.4%
占比	41.6%	48.8%	56.0%	57.2%	61.6%	73.0%
1. EV	237	390	470	603	801	1680
YOY	157.4%	64.7%	20.5%	28.2%	32.9%	16.0%
占比	11.7%	20.3%	24.1%	28.7%	38.2%	80.0%
自主品牌市占率	79.8%	78.0%	80.0%	70.0%	70.0%	70.0%
自主品牌销量	189	304	376	422	561	1176
2. EREV (增程)	11	25	67	106	144	210
YOY	205.7%	133.6%	168.0%	58.9%	35.4%	7.8%
占比	0.5%	1.3%	3.4%	5.1%	6.9%	10.0%
自主品牌市占率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
自主品牌销量	11	25	67	106	144	210
3. PHEV	54	120	267	419	424	210
YOY	145.8%	122.4%	122.5%	56.8%	1.3%	-13.1%
占比	2.7%	6.3%	13.7%	19.9%	20.2%	10.0%
自主品牌市占率	71.8%	80.0%	80.0%	70.0%	70.0%	70.0%
自主品牌销量	39	96	214	293	297	147
燃油+HEV	1719	1384	1146	972	730	0
YOY	-3.0%	-19.5%	-17.2%	-15.2%	-24.9%	-100.0%
占比	85.1%	72.1%	58.8%	46.3%	34.8%	0.0%
自主品牌市占率	35.1%	37.0%	38.0%	39.0%	40.0%	40.0%
自主品牌销量	603	512	435	379	292	0
4. 新能源 (PHEV+EREV+BEV)	301	524	804	1128	1370	2100
YOY	156.66%	73.77%	53.48%	40.27%	21.44%	8.93%
占比	14.9%	27.3%	41.2%	53.7%	65.2%	100.0%
自主品牌市占率	79.1%	81.2%	81.7%	72.8%	73.2%	73.0%
自主品牌销量	238.50	425.20	656.60	821.39	1001.91	1533.00

数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

公司目前主要配套客户为优质自主品牌，且在不断开拓新势力和海外重要客户，未来将充分受益于下游客户的快速增长。自主品牌方面公司主要配套吉利、奇瑞、上汽，并在持续开拓比亚迪、长城、广汽新能源等优质客户；新势力方面，公司已经切入到蔚来、理想等客户供应链；海外客户方面，公司进入到国际知名品牌电动车企业的供应链，并将持续提升配套份额。

图34：公司主要下游配套客户情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.5. 产能布局：持续资本开支，完善全国布局

公司自上市以来进行了多轮融资，配合自筹资金持续进行资本开支，完善全国产能布局。公司2017年首发、2018年可转债、2021年定增和2022年可转债（正在进行）四轮募资，配合自筹资金，推进了佛山基地、宁波新基地、长沙基地、常州基地扩建、西安基地、上海智能制造基地、马来西亚基地、墨西哥基地、芜湖外饰基地、上海智能制造基地扩建和合肥基地等产能建设项目，持续完善全国产能布局，并向海外市场拓展。

表3：公司近年产能扩张梳理

生产基地	产品及产能	投资金额	动工时间	投产时间	备注
常州基地 扩建	仪表板 35 万套、门板 40 万套、立柱护板 55 万套	2.69 亿元	2018	2019	2018 年可转债项目
长沙基地	仪表板 15 万套、门板 10 万套、立柱护板 20 万套、保险杠 45 万套	2.31 亿元	2018	2019	2018 年可转债项目
佛山基地	仪表板 35 万套、保险杠 35 万套	3.58 亿元	2019	2020	自筹资金项目
宁波新基地 (宁波新泉志)	仪表板 40 万套、门板 35 万套、立柱护板 25 万套	5.12 亿元	2019	2020	自筹资金项目

4. 盈利预测与投资建议

营业收入预测：受益于公司持续开拓下游新客户叠加公司传统客户业务持续稳定增长，公司内饰件业务的收入将实现快速增长。其中，公司仪表板总成业务 2022-2024 年预计实现营业收入 45.41 亿元、63.52 亿元和 84.63 亿元，同比分别 +59.12%/+39.87%/+33.24%；公司门板总成业务 2022-2024 年预计实现营业收入 11.34 亿元、21.53 亿元和 25.32 亿元，同比分别 +62.96%/+89.94%/+17.60%。综上所述，公司 2022-2024 年预计实现营业收入 68.74 亿元、100.57 亿元和 131.65 亿元，同比分别 +49.01%/+46.32%/+30.90%。

毛利率预测：预计随着公司整体收入规模快速提升带来规模效应，新项目占比提升（新项目盈利能力更强）以及原材料价格回落企稳，公司盈利能力将持续改善。综上，我们预计公司 2022-2024 年综合毛利率分别为 19.46%、20.09%、20.53%。

图36：公司收入拆分及预测

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
仪表板总成	销售收入 (百万元)	1777.55	2187.03	2854.04	4541.33	6351.74	8463.26
	YOY		23.04%	30.50%	59.12%	39.87%	33.24%
	销售成本 (百万元)	1334.80	1587.19	2174.80	3568.81	4938.38	6567.08
	毛利率	24.91%	27.43%	23.80%	21.41%	22.25%	22.40%
顶柜总成	销售收入 (百万元)	124.12	199.95	154.05	84.73	97.44	116.92
	YOY		61.09%	-22.96%	-45.00%	15.00%	20.00%
	销售成本 (百万元)	97.92	144.04	119.77	67.78	77.46	92.37
	毛利率	21.11%	27.96%	22.25%	20.00%	20.50%	21.00%
门板总成	销售收入 (百万元)	372.96	506.05	695.66	1133.64	2153.29	2532.25
	YOY		35.68%	37.47%	62.96%	89.94%	17.60%
	销售成本 (百万元)	327.86	445.15	593.41	984.00	1836.76	2147.35
	毛利率	12.09%	12.03%	14.70%	13.20%	14.70%	15.20%
座椅背板	销售收入 (百万元)				94.40	180.40	592.40
	YOY					91.10%	228.38%
	销售成本 (百万元)				75.05	142.52	466.22
	毛利率				20.50%	21.00%	21.30%
立柱总成	销售收入 (百万元)	108.42	96.24	110.95	127.59	146.73	168.74
	YOY		-11.23%	15.28%	15.00%	15.00%	15.00%
	销售成本 (百万元)	92.31	79.70	96.74	113.17	129.56	148.49
	毛利率	14.86%	17.19%	12.81%	11.30%	11.70%	12.00%
保险杠总成	销售收入 (百万元)	22.18	15.04	35.98	44.04	183.90	240.98
	YOY		-32.19%	139.23%	22.40%	317.59%	31.03%
	销售成本 (百万元)	15.55	12.39	29.34	35.23	143.45	187.24
	毛利率	29.89%	17.62%	18.45%	20.00%	22.00%	22.30%
落水槽	销售收入 (百万元)	7.32	6.21	6.16	6.78	7.45	8.20
	YOY		-15.16%	-0.81%	10.00%	10.00%	10.00%
	销售成本 (百万元)	4.90	3.69	4.51	5.05	5.54	6.08
	毛利率	33.06%	40.58%	26.79%	25.50%	25.70%	25.90%
其他主营业务	销售收入 (百万元)	165.85	161.22	192.34	221.19	254.37	292.53
	YOY		-2.79%	19.30%	15.00%	15.00%	15.00%
	销售成本 (百万元)	135.00	129.58	131.27	154.83	178.06	204.77
	毛利率	18.60%	19.63%	31.75%	30.00%	30.00%	30.00%

其他业务	销售收入 (百万元)	457.25	508.74	563.53	619.88	681.87	750.06
	YOY		11.26%	10.77%	10.00%	10.00%	10.00%
	销售成本 (百万元)	383.24	432.09	479.39	531.86	585.05	643.55
	毛利率	16.19%	15.07%	14.93%	14.20%	14.20%	14.20%
合计	销售收入 (百万元)	3035.65	3680.48	4612.71	6873.58	10057.20	13165.34
	YOY		21.24%	25.33%	49.01%	46.32%	30.90%
	销售成本 (百万元)	2391.58	2833.83	3629.23	5535.79	8036.77	10463.15
	毛利率	21.22%	23.00%	21.32%	19.46%	20.09%	20.53%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.71 亿、8.02 亿、11.22 亿，EPS 分别为 0.97 元、1.65 元、2.30 元，市盈率分别为 40.43 倍、23.74 倍、16.98 倍。考虑到公司在手订单饱满，客户放量确定性高，首次覆盖给予“买入”评级。

图37：可比公司估值表（数据截至 2022/12/10）

公司简称	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
拓普集团	601689.SH	62.84	692.53	10.17	17.64	26.77	68.09	39.26	25.87
三花智控	002050.SZ	23.13	830.57	16.84	23.20	30.25	49.32	35.80	27.46
平均值							58.71	37.53	26.66
新泉股份	603179.SH	39.08	190.44	2.84	4.71	8.02	67.06	40.43	23.74

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：拓普集团和三花智控的盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

1、乘用车行业销量不及预期：公司当前主要收入来自于下游乘用车客户，若宏观经济产生波动，乘用车行业销量出现下滑，则将对公司营业收入和盈利能力产生不利影响。

2、新客户开拓不及预期：公司收入增长部分来自于新客户、新项目的开拓，如果公司在新客户开拓和新项目获得上不及预期，则将对公司的收入增长产生不利影响。

3、原材料价格波动影响：公司主要原材料为塑料粒子（PP、ABS、PC/ABS 等）、面料、钢材等，且直接原材料成本在公司总成本中的占比较高，原材料价格波动对公司毛利率影响较大，如果上游原材料价格出现大幅上涨，则将对公司的盈利能力造成不利影响。

新泉股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,056	6,788	9,178	11,679	营业总收入	4,613	6,874	10,057	13,165
货币资金及交易性金融资产	1,072	699	868	1,025	营业成本(含金融类)	3,629	5,536	8,037	10,463
经营性应收款项	2,399	3,708	5,105	6,642	税金及附加	26	29	40	53
存货	1,482	2,270	3,088	3,887	销售费用	201	120	166	211
合同资产	0	0	0	0	管理费用	214	330	458	586
其他流动资产	102	111	117	125	研发费用	225	326	448	579
非流动资产	2,350	2,579	2,859	3,069	财务费用	28	-10	20	26
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	13	14	15
固定资产及使用权资产	1,694	1,926	2,102	2,261	投资净收益	5	3	4	5
在建工程	287	281	385	434	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	228	229	228	229	减值损失	-24	-37	-22	-33
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	27	2	3	4
长期待摊费用	47	47	47	47	营业利润	311	524	888	1,239
其他非流动资产	94	96	97	98	营业外净收支	-9	-6	-6	-7
资产总计	7,406	9,366	12,037	14,748	利润总额	302	518	882	1,232
流动负债	3,271	4,831	6,668	8,214	减:所得税	16	41	71	99
短期借款及一年内到期的非流动负债	570	570	670	770	净利润	286	477	811	1,133
经营性应付款项	2,574	4,038	5,696	7,034	减:少数股东损益	2	6	9	11
合同负债	51	87	120	160	归属母公司净利润	284	471	802	1,122
其他流动负债	76	137	183	250	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.58	0.97	1.65	2.30
非流动负债	383	383	383	383	EBIT	305	580	943	1,319
长期借款	316	316	316	316	EBITDA	490	805	1,207	1,608
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.32	19.46	20.09	20.53
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	6.16	6.85	7.98	8.52
其他非流动负债	62	62	62	62	收入增长率(%)	25.33	49.01	46.32	30.90
负债合计	3,654	5,214	7,051	8,597	归母净利润增长率(%)	10.21	65.85	70.29	39.84
归属母公司股东权益	3,705	4,100	4,924	6,078					
少数股东权益	47	53	62	73					
所有者权益合计	3,752	4,152	4,985	6,151					
负债和股东权益	7,406	9,366	12,037	14,748					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	211	193	613	554	每股净资产(元)	9.88	8.41	10.10	12.47
投资活动现金流	-836	-454	-544	-497	最新发行在外股份(百万股)	487	487	487	487
筹资活动现金流	-151	-112	100	100	ROIC(%)	6.35	11.02	15.75	18.36
现金净增加额	-780	-373	169	157	ROE-摊薄(%)	7.67	11.49	16.29	18.46
折旧和摊销	184	225	264	289	资产负债率(%)	49.34	55.67	58.58	58.29
资本开支	-571	-455	-547	-501	P/E(现价&最新股本摊薄)	67.05	40.43	23.74	16.98
营运资本变动	-291	-546	-483	-899	P/B(现价)	3.95	4.65	3.87	3.13

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

