

新泉股份（603179）

自主内饰龙头的成长复盘及未来展望

买入（维持）

2024年03月07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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	4,613	6,947	10,455	13,608	17,728
同比	25.33%	50.60%	50.50%	30.16%	30.28%
归母净利润（百万元）	284.01	470.58	820.21	1,122.31	1,482.31
同比	10.21%	65.69%	74.30%	36.83%	32.08%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.58	0.97	1.68	2.30	3.04
P/E（现价&最新摊薄）	73.45	44.33	25.43	18.59	14.07

投资要点

■ **自主内饰龙头历经两轮成长周期。**公司近年来共经历了2015-2017年和2021-2023年两轮成长周期。第一轮成长周期中，公司市场份额呈现小幅增长，主要系SUV行业红利对于自主供应链而言，真正有效的市场并不大。2020年开始，新泉走出一轮大的成长周期，主要系新能源渗透率提升的红利叠加自主整车份额持续上升，揭开了供应链国产替代的巨大浪潮。与收入规模相匹配，公司归母净利润规模同步也有两个快速提升的阶段。整体来看，在新泉的发展历史上，在收入规模保持快速增长的阶段，公司盈利能力也具有同样的正向反馈。

■ **每一轮快速成长阶段均有核心驱动客户。**复盘众多零部件企业的成长历程可以发现，零部件企业在每一轮快速成长的周期中，通常是依赖于少数几个核心客户的驱动。在新泉的发展过程中，吉利、上汽自主、奇瑞、理想、国际知名电动车企业等客户分别在不同的阶段起到重要的驱动作用。2015-2017年的第一轮周期中，新泉成长的主要驱动为吉利的强车型周期和上汽自主的强车型周期。2021-2023年的第二轮周期中，新泉的核心驱动客户为国际知名电动车企、吉利、奇瑞和理想等。

■ **上市后，公司资本开支加速。**2017年是公司规模快速扩张的起点，公司上市后开启了大规模扩张，“固定资产+在建工程”规模从2016年的4.37亿元快速增长至2023Q3的32.68亿元。公司近年来基本保持着先获取对应项目订单再投资资本开支的节奏，且新项目放量确定性较高，因此公司产能利用率整体稳定，固定资产折旧/营业收入比例基本稳定。公司持续完善全国产能布局并开启海外扩张，推进了常州、长沙、佛山、宁波、西安、上海、芜湖、合肥、大连和安庆等国内生产基地的建设，并在海外建设了墨西哥工厂及斯洛伐克工厂，开启了公司的全球扩张。

■ **新产品拓展可期，全球化战略加速。**公司仪表板、门板等产品竞争优势明显，深度绑定吉利、奇瑞、国际知名电动车企和理想等优质客户，市场份额持续提升。同时，基于已有核心工艺能力，公司不断布局新工艺，拓展产品新品类，向外饰件和乘用车座椅等领域延伸，单车配套价值量有望持续提升。国际化方面，公司出海布局步伐领先，持续坚定推进全球化战略，有望成为全球化的汽车饰件龙头。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司新项目、新业务的持续放量，我们将公司2023-2025年的归母净利润从8.20亿/11.22亿/13.90亿调整至8.20亿/11.22亿/14.82亿，对应的EPS分别为1.68元、2.30元、3.04元，市盈率分别为25.43倍、18.59倍、14.07倍，维持“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；原材料价格波动影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.81
一年最低/最高价	35.59/56.67
市净率(倍)	4.64
流通A股市值(百万元)	20,861.40
总市值(百万元)	20,861.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.23
资产负债率(%，LF)	61.33
总股本(百万股)	487.30
流通A股(百万股)	487.30

相关研究

《新泉股份(603179)：2023年年度业绩预告点评：2023年业绩延续高增，自主内饰龙头加速成长》

2024-01-16

《新泉股份(603179)：2023年三季度报告点评：2023Q3业绩符合预期，自主内饰龙头持续成长》

2023-10-31

内容目录

1. 业绩视角：营收快速增长带来盈利能力的正反馈	4
1.1. 新泉近年发展过程中共经历两轮成长周期.....	4
1.2. 公司收入规模快速增长阶段，盈利能力也具有正向反馈。	6
2. 客户视角：每一轮快速成长均有核心驱动客户	9
2.1. 核心客户驱动公司每一轮快速成长.....	10
2.2. 新泉核心客户配套复盘.....	11
2.2.1. 吉利汽车：客户销量及配套份额持续提升.....	11
2.2.2. 奇瑞汽车：2020 年以来收入贡献快速增长.....	12
2.2.3. 国际知名电动车企：新泉新一轮成长的核心客户	12
2.2.4. 上汽自主：2015-2018 成长周期中的重要驱动	13
3. 资本开支视角：规模扩张加速，产能利用率饱满	14
3.1. 公司自上市后资本开支持续增加.....	14
3.2. 国内布局趋于完善，海外扩张持续加速.....	15
4. 未来展望：新产品拓展可期，全球化战略提速	17
5. 盈利预测与投资建议	19
6. 风险提示	21

图表目录

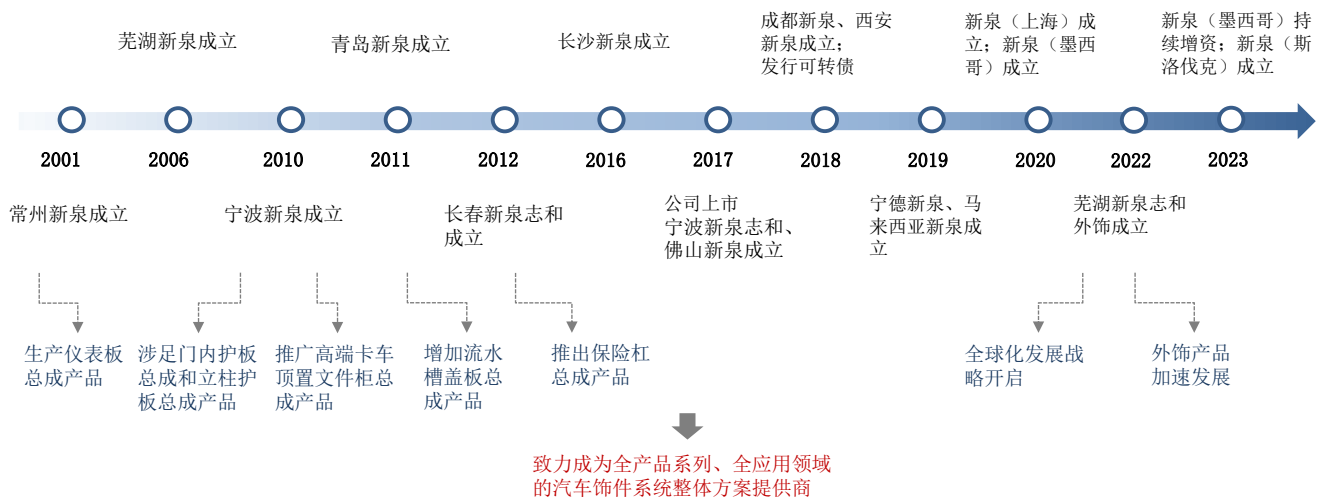
图 1: 新泉股份发展历程.....	4
图 2: 新泉股份历年营收情况.....	5
图 3: 新泉核心产品乘用车仪表板市占率及下游整车市场中自主品牌+特斯拉市场份额	6
图 4: 新泉股份历年整体毛利率及乘用车产品毛利率情况.....	7
图 5: 公司大型产品历年产能利用率情况.....	7
图 6: 公司历年折旧摊销金额及其占营收比例.....	7
图 7: 公司历年期间费用率情况.....	8
图 8: 公司历年各项费用率情况.....	8
图 9: 公司历年归母净利润情况.....	9
图 10: 公司历年归母净利率情况.....	9
图 11: 公司业务由商转乘, 乘用车收入占比持续提升 (营收单位: 亿元)	9
图 12: 新泉各成长阶段中的核心驱动客户	10
图 13: 新泉各阶段的客户结构.....	11
图 14: 新泉对吉利营收、吉利销量及吉利配套份额测算.....	11
图 15: 新泉对奇瑞营收、奇瑞销量及奇瑞配套份额测算.....	12
图 16: 新泉对国际知名电动车企营收、国际知名电动车企销量及新泉对其配套份额测算.....	13
图 17: 新泉对上汽自主营收、上汽自主销量及新泉对其配套份额测算.....	14
图 18: 新泉股份历年“固定资产+在建工程”情况	15
图 19: 公司全球生产基地布局情况.....	16
图 20: 随着全国布局持续完善, 新泉股份包装、运输及仓储费用占营收比例持续下降.....	17
图 21: 新泉 2024 年 (短期) 业绩确定性分析框架.....	18
图 22: 新泉产品端的拓展路径.....	18
图 23: 新泉客户端的拓展路径.....	19
图 24: 公司收入拆分及预测.....	20
图 25: 可比公司估值表 (数据截至 2024/03/06)	21
表 1: 公司近年产能扩展梳理.....	15

1. 业绩视角：营收快速增长带来盈利能力的正反馈

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

产能扩张持续推进，产品序列稳步拓展。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、墨西哥和斯洛伐克等地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，公司从商用车内饰件起家，拓展至乘用车领域，并正逐步向外饰件等全新品类拓展，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

1.1. 新泉近年发展过程中共经历两轮成长周期

历经两轮增长阶段，实现百亿营收规模。

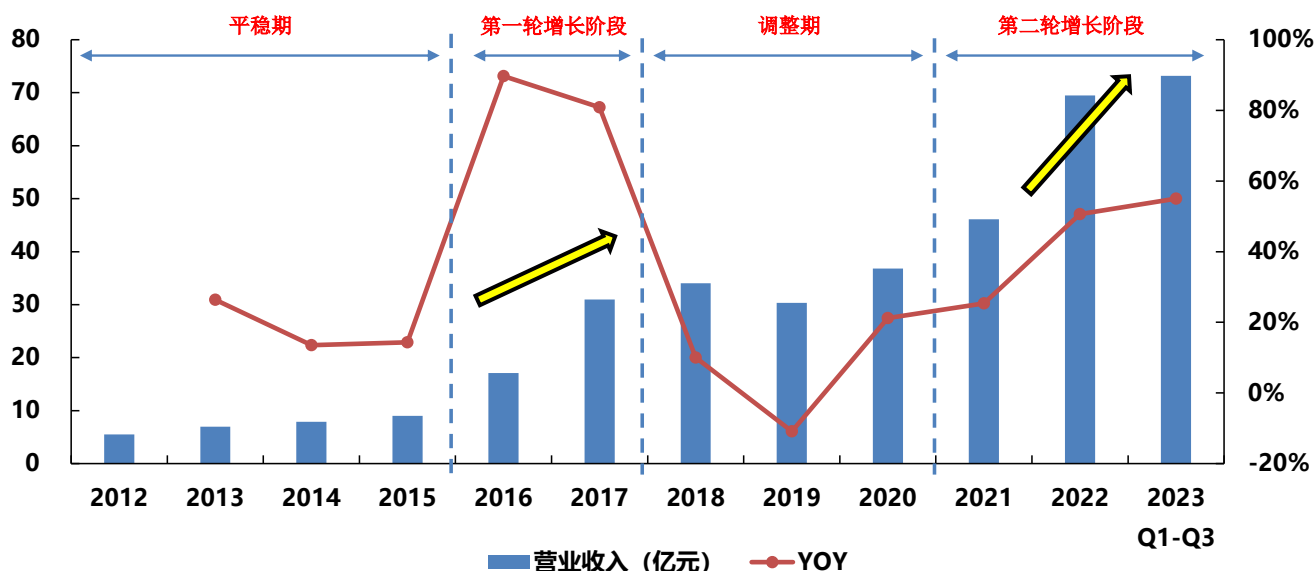
2012年-2015年：营收处于 **5-10 亿** 区间，主要客户销量规模稳定，配套份额缓慢提升。

2016年-2017年：营收从 **10 亿** 提升至 **30 亿** 台阶，此轮增长主要依靠吉利和上汽自主的车型周期。

2018年-2020年：调整期，营收停滞在 **30-35 亿** 区间，乘用车行业 and 主要客户增长失速，新的增长驱动还未出现。

2021年至今：营收从**30亿**台阶提升至**百亿**的台阶，此轮增长主要依靠新能源渗透率及自主品牌份额的持续提升。

图2：新泉股份历年营收情况



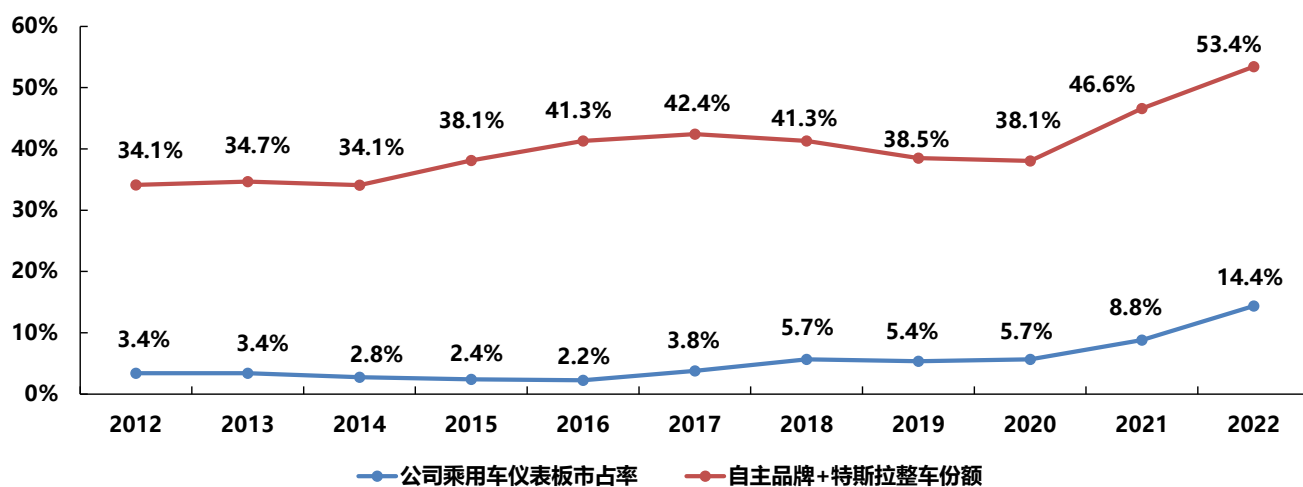
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

2020年开始公司真正进入一轮大的成长周期。

2012-2019年：公司乘用车仪表板产品市场份额整体呈现小幅增长，从**2012年的3.4%**提升至**2019年的5.4%**，这一轮新泉没有走出非常大的成长周期，主要系SUV行业红利对于自主供应链而言，真正有效的市场并不大。内饰与车灯、座椅等赛道的格局相似，主要玩家为外资或外资在国内的合资公司，且大多通过股权关系与对应的合资车企相绑定，因此在下游合资车企份额较高的情况下（且自主车企中长城和比亚迪的供应链均为垂直整合）自主零部件的有效市场空间并不大。

2020年开始，新泉走出一轮大的成长周期。新能源渗透率提升的红利叠加自主整车份额持续上升，揭开了供应链国产替代的巨大浪潮。公司乘用车仪表板产品市场份额从2020年的5.7%大幅提升至2022年的14.4%。

图3：新泉核心产品乘用车仪表板市占率及下游整车市场中自主品牌+特斯拉市场份额



数据来源：乘联会，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司收入规模快速增长阶段，盈利能力也具有正向反馈。

公司乘用车业务毛利率保持稳定。

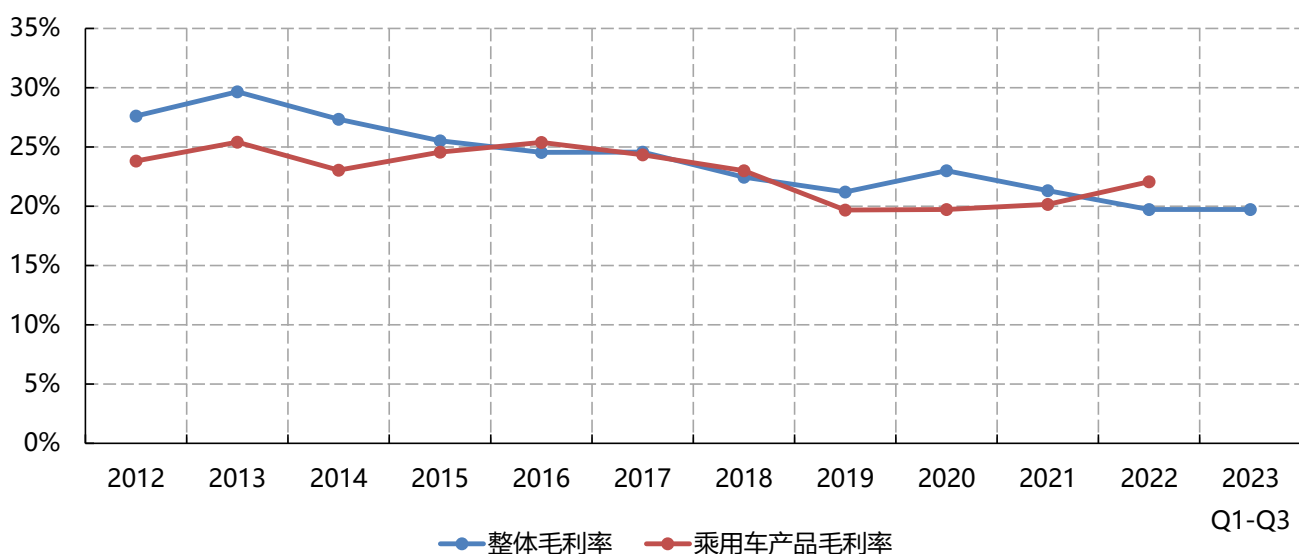
公司整体毛利率自 2012 年以来呈现出下降趋势。公司整体毛利率从 2013 年的 29.67% 下降至 2022 年的 19.73%。

但公司历史上的整体毛利率不能真正反应出公司乘用车核心业务的盈利变化，有多项扰动因素：

- 1、产品结构变化，公司商乘业务占比从 2012 年至今发生较大变化，商乘业务的盈利有较大的差别；
- 2、商用车业务盈利能力变化的扰动；
- 3、2022 年会计准则变化，运费计入成本项。

单独拆分出公司乘用车业务毛利率，可以看到公司乘用车业务毛利率整体保持稳定，位于 20%-25% 的区间。

图4：新泉股份历年整体毛利率及乘用车产品毛利率情况



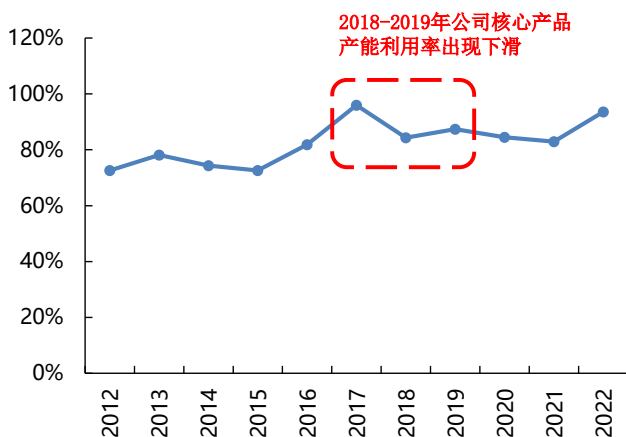
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：图中 2022 年乘用车产品毛利率数据已经还原了运费的影响，保持与前面年份的数据口径一致

2018 年-2019 年公司乘用车业务毛利率出现下滑，我们分析主要系以下三个原因：

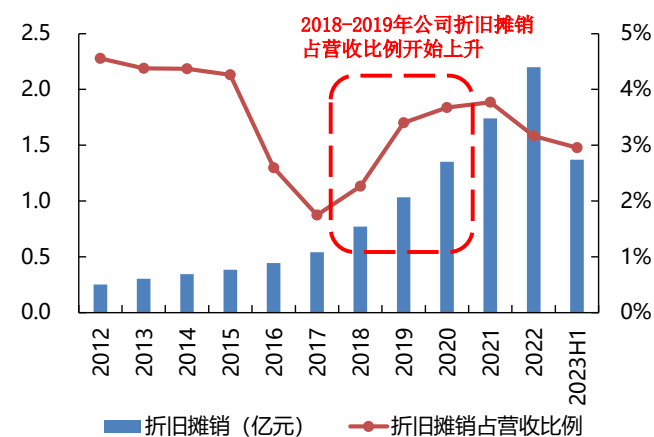
- 1、资本开支加速，但收入增长失速，产能利用率下降使得公司折旧摊销占营收比例提升；
- 2、下游行业增长失速的情况下，当期量产的新项目数量较少，但老项目销售规模较高，老项目年降拉低公司产品整体均价从而影响毛利率；（**新项目及时量产滚动对提振公司产品均价和盈利能力有重要作用**）
- 3、原材料价格小幅上涨。

图5：公司大型产品历年产能利用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：公司历年折旧摊销金额及其占营收比例



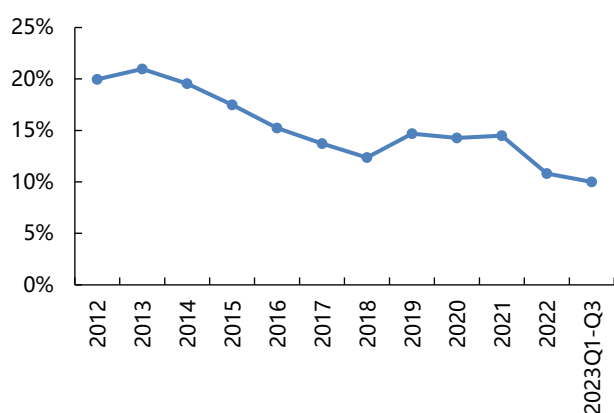
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司期间费用率持续下降。

公司费用管控有效。从长周期来看，公司自 2012 年以来整体费用率持续下降，其中 2023 年前三季度公司期间费用率为 10.01%（2022 年存在会计准则调整的影响）。

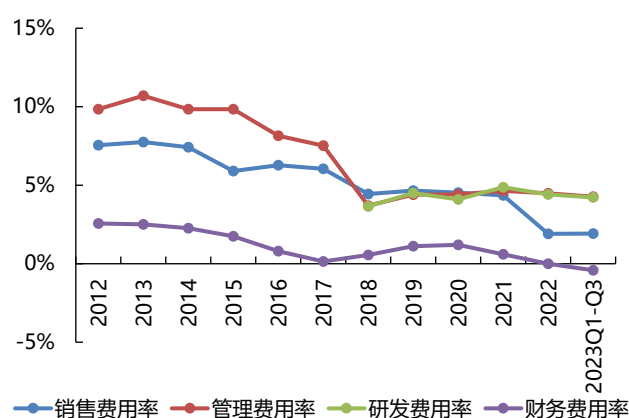
分项来看：销售费用率从 2012 年的 7.55% 降低至 2021 年的 4.36%；管理费用率和研发费用率自 2018 年以来整体保持稳定；财务费用率近年整体维持低位稳定水平，其中 2023 年前三季度受汇兑正贡献公司财务费用率进一步降低。

图7：公司历年期间费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：公司历年各项费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

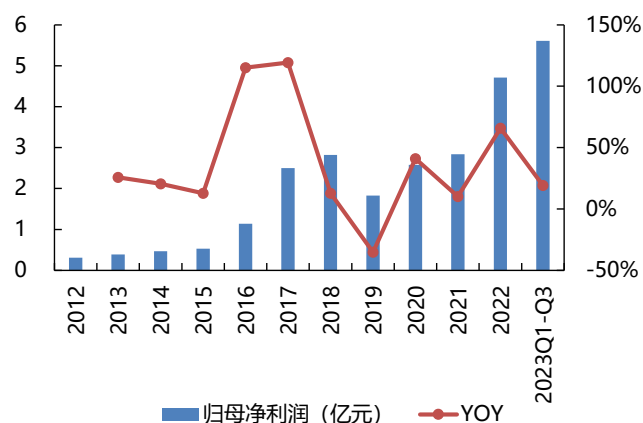
历史上公司归母净利润有两个快速增长的阶段：

2015-2017 年：公司归母净利润规模从【0-0.5 亿】区间提升至 2.5 亿左右。主要系【收入规模增长】+【毛利率提升】+【费用率压缩】；相对应的，这段周期内公司归母净利润率也有相应提升，从 2015 年的 5.88% 提升至 2017 年的 8.08%。

2021-2023 年：公司归母净利润规模从【2.5-3 亿】区间提升至 8 亿的台阶。利润规模增长的驱动同样为【收入规模增长】+【毛利率提升】+【费用率压缩】；相对应的，这段周期内公司归母净利润率也有相应提升，从 2021 年的 6.16% 提升至 2023 年前三季度的 7.66%。

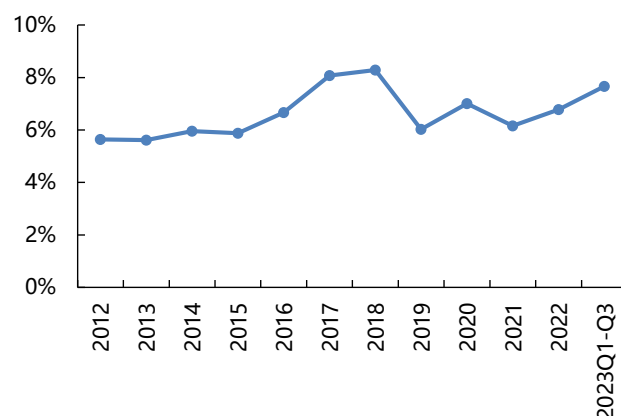
整体来看，在新泉的发展历史上，在收入规模保持快速增长的阶段，公司盈利能力也具有同样的正向反馈。

图9：公司历年归母净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：公司历年归母净利率情况

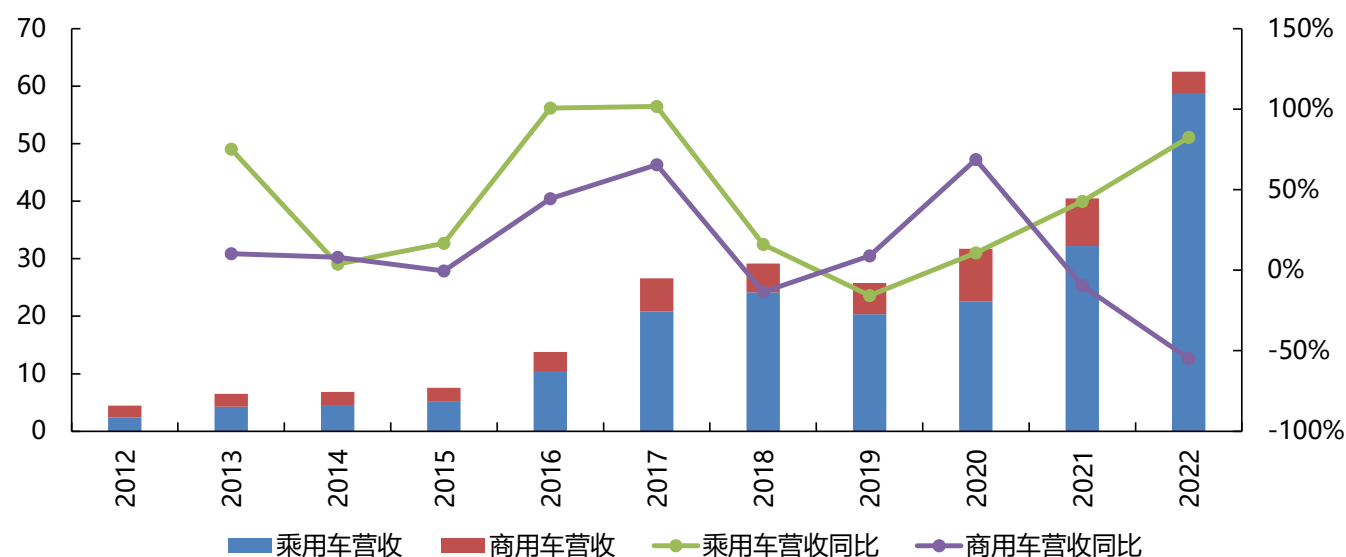


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 客户视角：每一轮快速成长均有核心驱动客户

新泉是零部件行业由商转乘的经典案例。公司发展早期从商用车内饰件起家，在中重卡细分领域市场地位突出，2022 年市占率达 24%。公司同时也在不断拓展乘用车业务，乘用车业务收入从 2012 年的 2.42 亿元持续增长至 2022 年的 58.82 亿元；乘用车业务对应的收入占比也从 2012 年的 44% 持续提升至 2022 年的 85%。

图11：公司业务由商转乘，乘用车收入占比持续提升（营收单位：亿元）



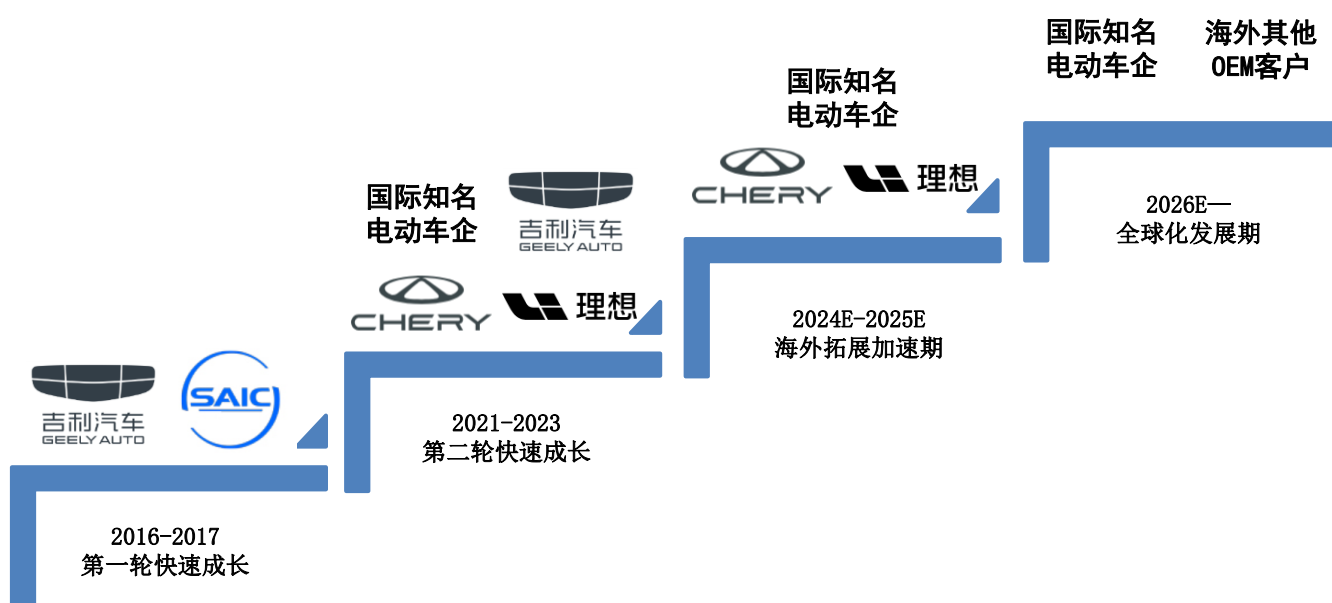
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 核心客户驱动公司每一轮快速成长

复盘众多零部件企业的成长历程可以发现，零部件企业在每一轮快速成长的周期中，通常是依赖于少数几个核心客户的驱动。

在新泉的发展历程中，吉利、上汽自主、奇瑞、理想、国际知名电动车企业等客户分别在不同的阶段起到重要的驱动作用。

图12：新泉各成长阶段中的核心驱动客户



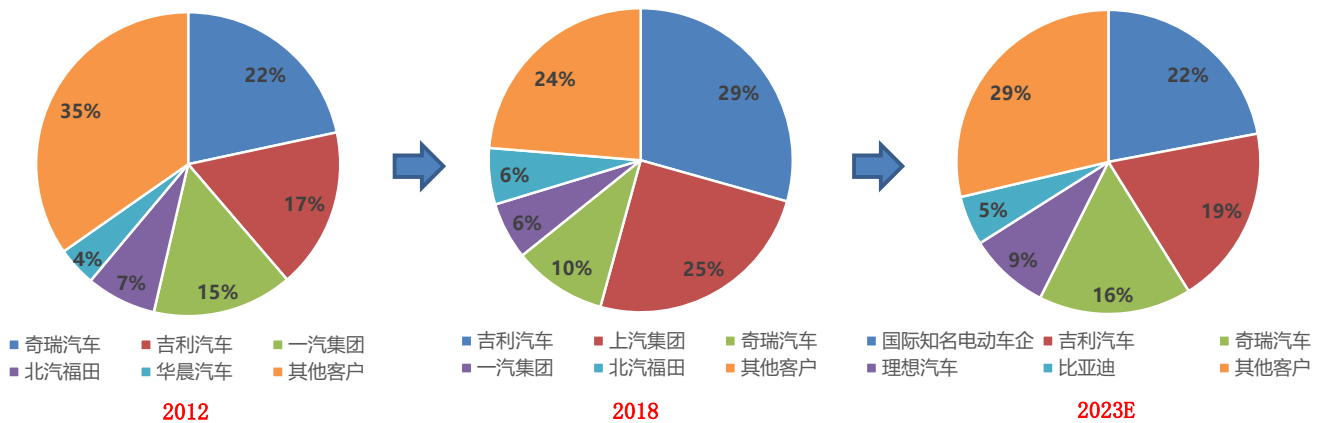
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

每一个成长阶段中，核心驱动客户的上量带来了公司客户结构的变化。

2015-2017 年：这一阶段公司的核心驱动客户为吉利和上汽自主，吉利的营收占比从2012年的17%提升至2018年的29%；上汽自主的营收占比也在2018年提升至25%，成为公司第二大客户。

2020-2023 年：这一阶段公司的核心驱动客户包括国际知名电动车企、奇瑞、理想、吉利等。其中国际知名电动车企预计2023年成为公司第一大客户，营收占比在20%-25%区间；奇瑞2023年营收占比预计在15%-20%区间；理想2023年营收占比预计在8%-10%区间。

图13：新泉各阶段的客户结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

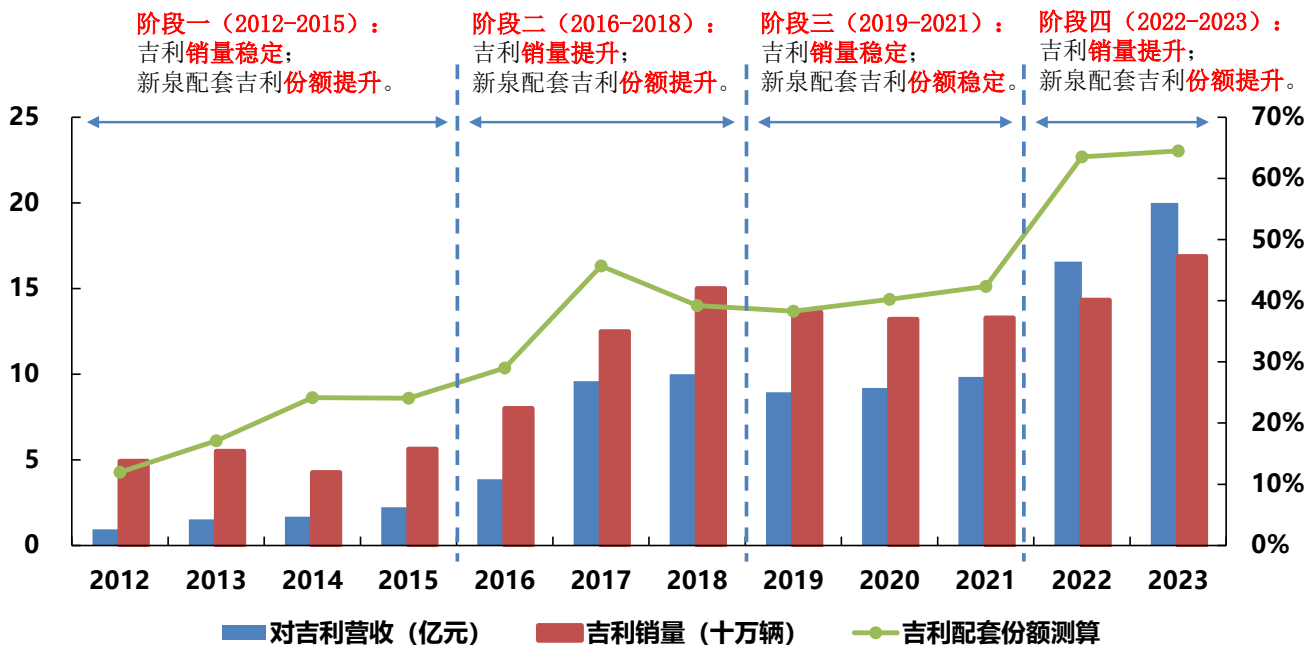
注：图中 2023 年客户结构为东吴证券测算结果

2.2. 新泉核心客户配套复盘

2.2.1. 吉利汽车：客户销量及配套份额持续提升

2012-2023 年，新泉对吉利的配套收入和配套份额持续增长，具体的配套发展历程根据客户销量及新泉份额又可划分为四个不同的阶段（具体如下图所示）。

图14：新泉对吉利营收、吉利销量及吉利配套份额测算



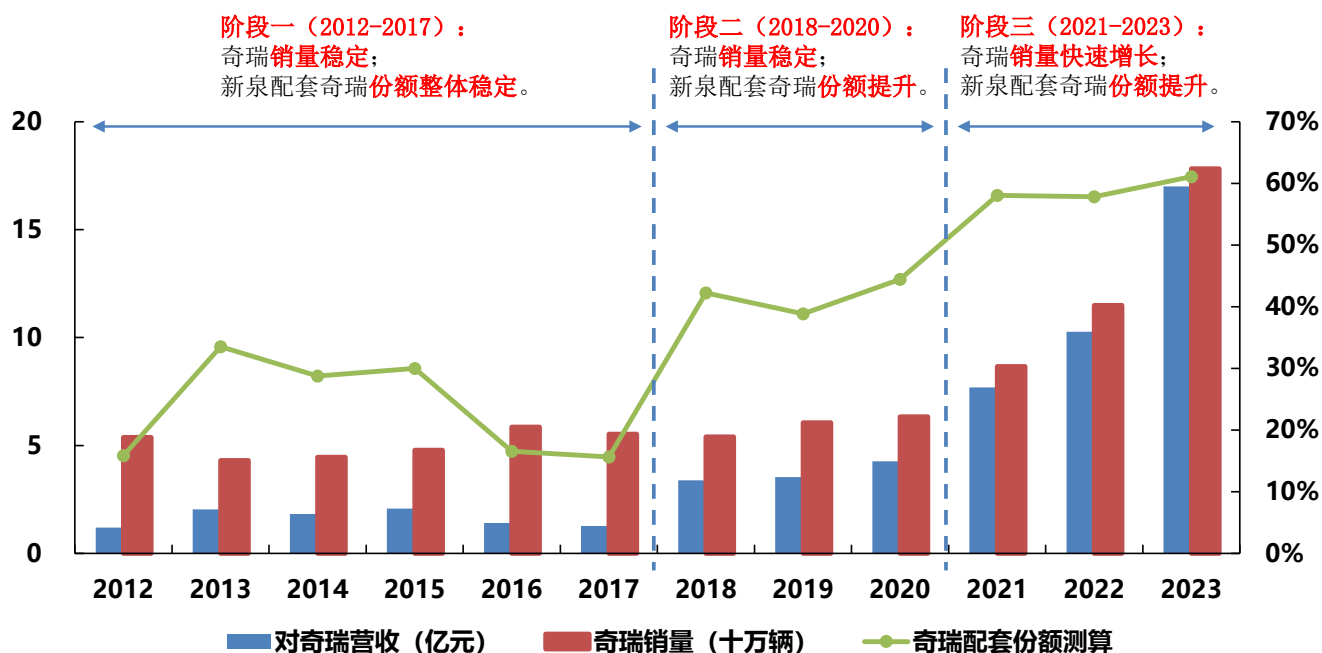
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：1、配套份额通过假设单车 ASP 测算得到；2、2023 年新泉对吉利的收入为估计值。

2.2.2. 奇瑞汽车：2020 年以来收入贡献快速增长

2012-2023 年，新泉对奇瑞的配套收入和配套份额同样在持续增长，其中从 2020 年开始奇瑞贡献的营收规模快速增长。同样，新泉对奇瑞的配套可以划分为三个阶段（具体如下图所示）。

图15：新泉对奇瑞营收、奇瑞销量及奇瑞配套份额测算



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

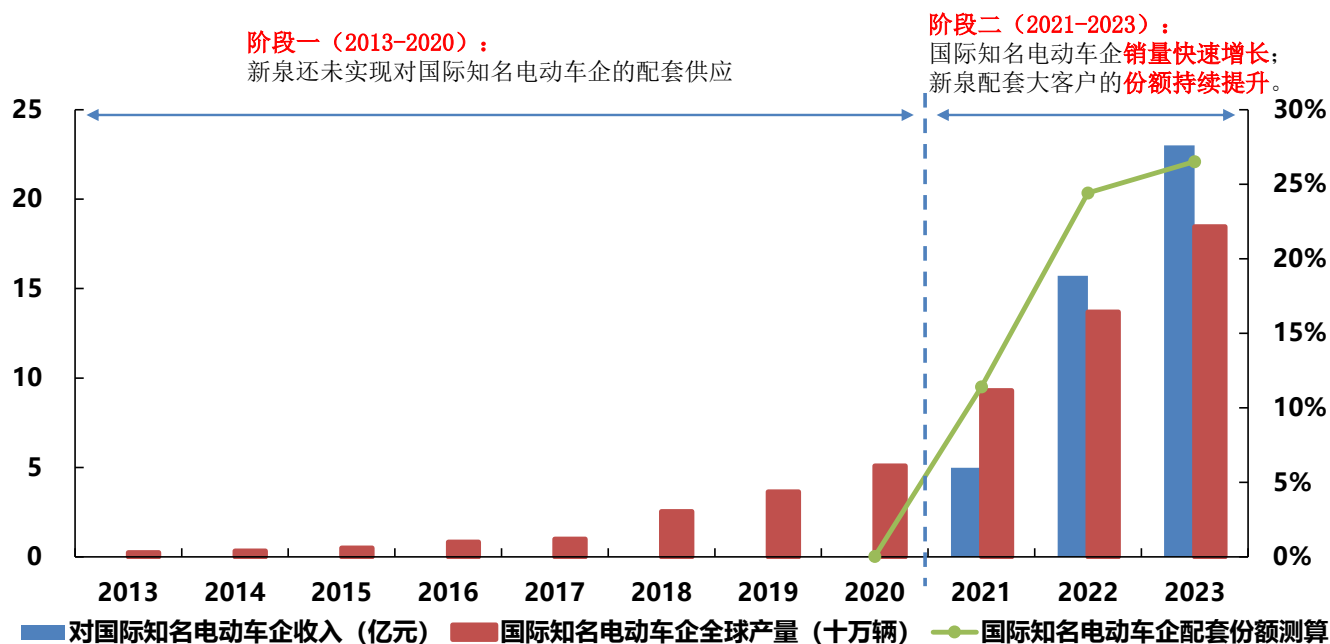
注：1、配套份额通过假设单车 ASP 测算得到；2、2023 年新泉对奇瑞的收入为估计值。

2.2.3. 国际知名电动车企：新泉新一轮成长的核心客户

2021 年，新泉进入国际知名电动车企供应链并实现大规模放量，国际知名电动车企成为新泉新一轮成长的核心驱动客户。

2021 年-2023 年新泉对国际知名电动车企客户的收入和配套份额均实现了持续增长。

图16：新泉对国际知名电动车企营收、国际知名电动车企销量及新泉对其配套份额测算



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

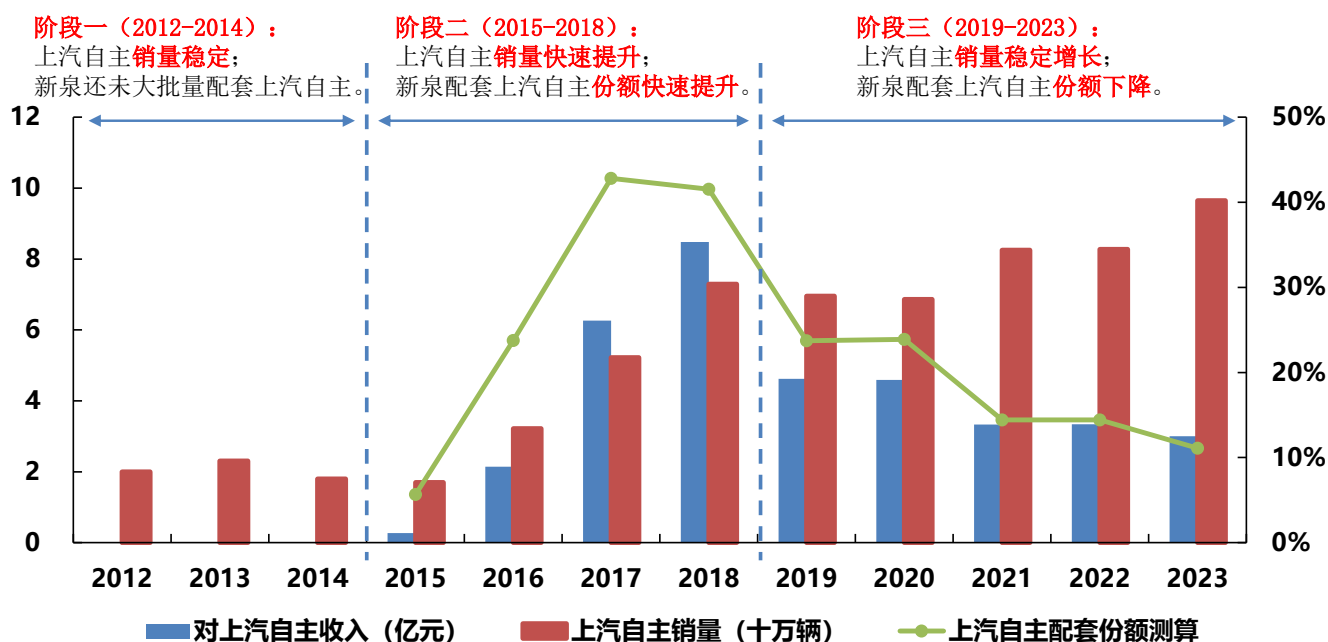
注：1、配套份额通过假设单车 ASP 测算得到；2、2023 年新泉对国际知名电动车企的收入为估计值。

2.2.4. 上汽自主：2015-2018 成长周期中的重要驱动

2015 年-2018 年：受益于核心配套车型荣威 RX5（配套仪表板+门板）、名爵 6 的快速放量，公司对上汽自主的收入规模快速增长，从 2015 年的 0.27 亿元提升至 2018 年的 8.48 亿元，对应配套份额也在快速提升。

2019 年-2023 年：由于上汽集团存在体系内供应商延锋，因此新泉在上汽自主的份额有所下降。

图17：新泉对上汽自主营收、上汽自主销量及新泉对其配套份额测算



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：1、配套份额通过假设单车 ASP 测算得到；2、2023 年新泉对上汽自主的收入为估计值。

3. 资本开支视角：规模扩张加速，产能利用率饱满

3.1. 公司自上市后资本开支持续增加

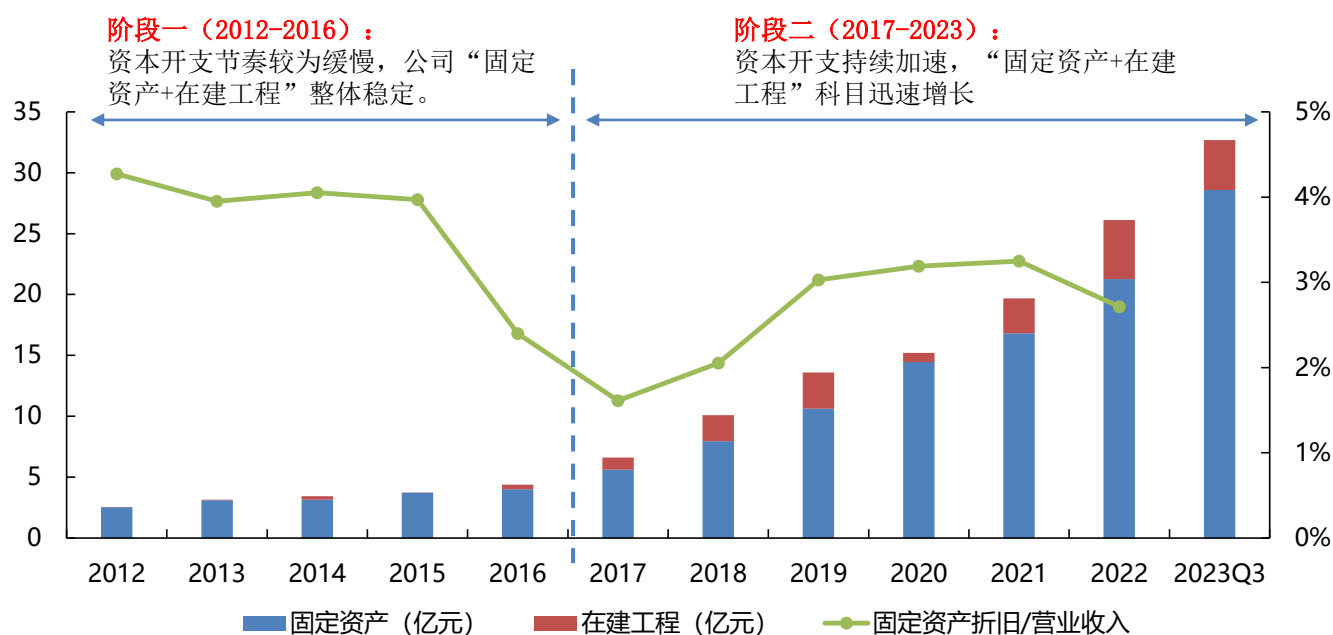
2017 年是公司规模快速扩张的起点。

上市前公司固定资产规模较小且扩张较慢，“固定资产+在建工程”规模整体处在 5 亿元以下。

公司 2017 年上市后开启了大规模扩张，“固定资产+在建工程”规模从 2016 年的 4.37 亿元快速增长至 2023Q3 的 32.68 亿元。

公司近年来基本保持着先获取对应项目订单再投资资本开支的节奏，且新项目放量确定性较高，因此公司整体产能利用率稳定，固定资产折旧/营业收入比例基本稳定。

图18：新泉股份历年“固定资产+在建工程”情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 国内布局趋于完善，海外扩张持续加速

公司上市以来进行了多轮融资，配合自筹资金持续资本开支，完善全国产能布局并开启海外扩张。公司2017年首发、2018年可转债、2021年定增和2023年可转债共四轮募资，配合自有资金，推进了常州、长沙、佛山、宁波、西安、上海、芜湖、合肥、大连和安庆等国内生产基地的建设，并在海外建设了墨西哥工厂及斯洛伐克工厂，开启了公司的全球扩张。

表1：公司近年产能扩展梳理

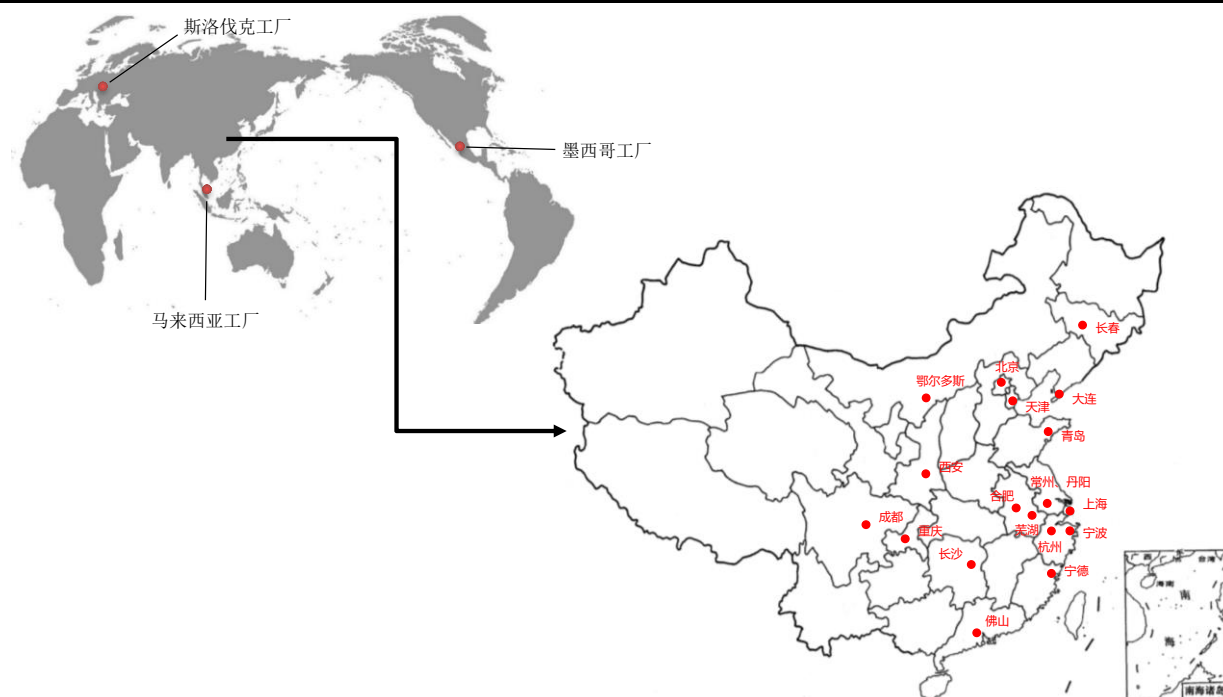
投资时间	生产基地	产品及产能	投资金额	备注
2018年	常州基地扩建	仪表板 35 万套、门板 40 万套、立柱护板 55 万套	2.69 亿元	2018 年可转债项目
2018年	长沙基地	仪表板 15 万套、门板 10 万套、立柱护板 20 万套、保险杠 45 万套	2.31 亿元	2018 年可转债项目
2019年	佛山基地	仪表板 35 万套、保险杠 35 万套	3.58 亿元	自筹资金项目
2018年	宁波新基地	仪表板 40 万套、门板 35 万套、立柱护板 25 万套	5.12 亿元	自筹资金项目
2019年	马来西亚基地	仪表板、副仪表板和门饰板	/	与 HTS 公司合资，新泉持股 51%
2020年	西安基地	仪表板 28 万套、门板 15 万套、立柱护板 15 万套、顶柜 2 万套	3.73 亿元	2020 年非公开发行项目

2020 年	上海智能制造基地	仪表板 50 万套、门板 15 万套	4.52 亿元	2020 年非公开发行项目
2020 年	墨西哥基地一期	仪表板 25 万套、座椅背板 170 万只	3600 万美元	首个海外独资项目
2022 年	芜湖外饰基地	保险杠总成、前端模块、塑料尾门等汽车外饰产品	/	拓展外饰产品
2022 年	上海智能制造基地扩建项目（一期）	建设新型产业配套基地，满足上海地区整车客户的 Tier0.5 级业务合作需求	6.79 亿元	新型产业基地建设
2022 年	合肥基地	建设汽车饰件智能制造生产基地	3.62 亿元	实现对合肥及周边地区整车厂客户的本地配套服务
2022 年	大连外饰基地	汽车外饰件	/	拓展外饰产品产能布局
2023 年	常州外饰基地	汽车外饰件	1 亿元	为常州地区客户提供外饰件配套
2023 年	安庆基地	汽车内饰件	/	/
2023 年	墨西哥基地二期	仪表板等内饰件产品	1.45 亿美元	继续扩大墨西哥基地生产规模
2023 年	斯洛伐克工厂	汽车内饰件	2000 万欧元	扩展欧洲配套业务

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：蓝色字体为公司新产品拓展的资本开支，红色字体为公司海外资本开支。

图19：公司全球生产基地布局情况



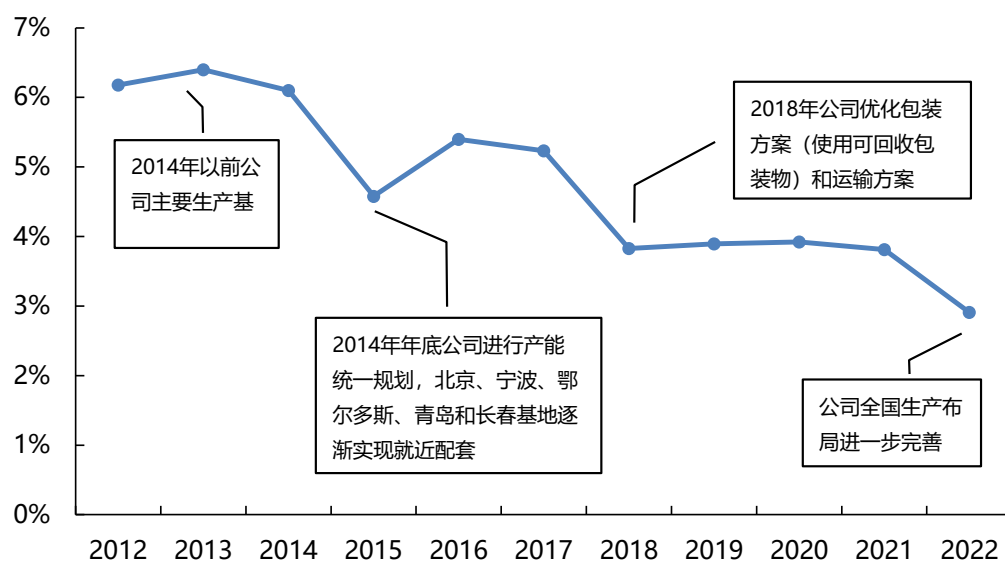
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内布局完善提升成本控制和服务响应能力。

成本控制——完善的生产布局有利于降低包装、运输和仓储成本。内外饰件属于典型的“质量轻、体积大、易划损”的产品，包装运输成本较高，因此形成覆盖完善的生产布局将有效降低产品包装、运输和仓储成本。

服务响应——完善的生产布局将提高产品供应效率、提升准时交付能力，对客户需求的反馈能及时跟进。

图20：随着全国布局持续完善，新泉股份包装、运输及仓储费用占营收比例持续下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 未来展望：新产品拓展可期，全球化战略提速

2024年新泉的业绩确定怎么看？

基于公司历史业绩兑现情况，公司在**营收端持续快速增长+新项目持续量产**的基础上，通过**内部效率和良品率提升+二级供应商分担+规模效应摊低固定成本+VAVE**，公司的**盈利能力和业绩表现也将具有同样的正向反馈**。

图21：新泉 2024 年（短期）业绩确定性分析框架



参考公司历史业绩兑现情况，在收入增长具有确定性的情况下业绩增长同样具备确定性。

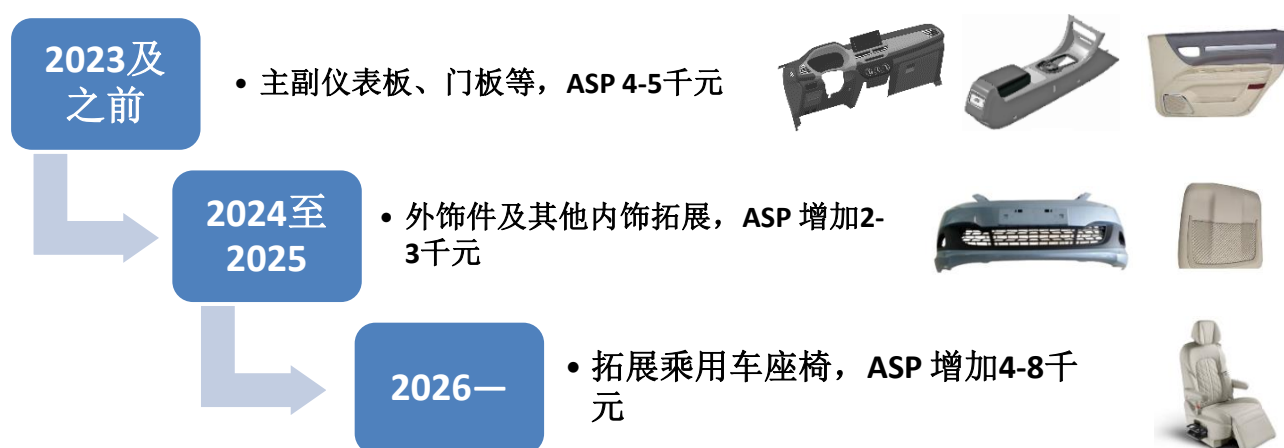
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品端持续拓展，未来 ASP 有望达 1.5 万元

基于主副仪表板、门板产品中的核心工艺能力（注塑、发泡、搪塑、包塑和组装等），不断布局新工艺，拓展产品新品类，外饰件和乘用车座椅为后续开拓方向。

最终公司将有望成为汽车饰件领域品类全覆盖的自主龙头企业，单车 ASP 有望达 1.5 万元上下。

图22：新泉产品端的拓展路径



围绕注塑、发泡、搪塑、包覆和组装等核心工艺，不断拓展新工艺和产品品类，最终ASP可达到1.5万元上下

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

客户端国内海外双轮驱动，全球化战略持续推进

新泉是汽零行业中出海步伐最快的一批企业。公司坚定推进全球化战略，有望成为全球化的汽车饰件龙头。

图23：新泉客户端的拓展路径



新泉国际化战略持续推进，2025年开始海外市场将成为重要的收入增量来源

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

营业收入预测：随着公司新客户、新产品和新项目的持续放量，公司营业收入将持续增长。其中，仪表板总成产品 2023-2025 年营收预计分别为 70.42 亿元/87.42 亿元/108.16 亿元；门板总成产品 2023-2025 年营收预计分别为 20.00 亿元/26.59 亿元/36.22 亿元；保险杠总成产品 2023-2025 年营收预计分别为 2.13 亿元/8.00 亿元/13.84 亿元。综上，我们预计公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 104.55 亿元/136.08 亿元/177.28 亿元，同比分别增长 50.50%/30.16%/30.28%。

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），公司盈利能力将持续提升。综上，我们预计公司 2023-2025 年综合毛利率分别为 19.97%、20.32%、20.50%。

图24：公司收入拆分及预测

		2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
仪表板总成	销售收入 (百万元)	1777.55	2187.03	2854.04	4560.10	7041.53	8741.76	10816.09
	YOY		23.04%	30.50%	59.78%	54.42%	24.15%	23.73%
	销售成本 (百万元)	1334.80	1587.19	2174.80	3578.60	5516.73	6822.95	8421.75
	毛利率	24.91%	27.43%	23.80%	21.52%	21.65%	21.95%	22.14%
顶柜总成	销售收入 (百万元)	124.12	199.95	154.05	54.11	64.93	74.67	85.87
	YOY		61.09%	-22.96%	-64.88%	20.00%	15.00%	15.00%
	销售成本 (百万元)	97.92	144.04	119.77	47.49	55.19	63.47	72.99
	毛利率	21.11%	27.96%	22.25%	12.23%	15.00%	15.00%	15.00%
门板总成	销售收入 (百万元)	372.96	506.05	695.66	1275.76	2000.36	2658.92	3622.49
	YOY		35.68%	37.47%	83.39%	56.80%	32.92%	36.24%
	销售成本 (百万元)	327.86	445.15	593.41	1088.78	1708.30	2260.08	3071.87
	毛利率	12.09%	12.03%	14.70%	14.66%	14.60%	15.00%	15.20%
座椅背板	销售收入 (百万元)					66.00	206.00	631.00
	YOY						212.12%	206.31%
	销售成本 (百万元)					52.14	160.68	489.03
	毛利率					21.00%	22.00%	22.50%
立柱总成	销售收入 (百万元)	108.42	96.24	110.95	85.20	93.72	103.09	113.40
	YOY		-11.23%	15.28%	-23.21%	10.00%	10.00%	10.00%
	销售成本 (百万元)	92.31	79.70	96.74	71.63	78.72	86.60	95.26
	毛利率	14.86%	17.19%	12.81%	15.93%	16.00%	16.00%	16.00%
保险杠总成	销售收入 (百万元)	22.18	15.04	35.98	43.32	213.41	799.90	1384.44
	YOY		-32.19%	139.23%	20.40%	392.63%	274.82%	73.08%
	销售成本 (百万元)	15.55	12.39	29.34	34.35	166.46	619.92	1072.94
	毛利率	29.89%	17.62%	18.45%	20.71%	22.00%	22.50%	22.50%
落水槽	销售收入 (百万元)	7.32	6.21	6.16	6.57	6.90	7.24	7.61
	YOY		-15.16%	-0.81%	6.66%	5.00%	5.00%	5.00%
	销售成本 (百万元)	4.90	3.69	4.51	5.14	5.38	5.65	5.93
	毛利率	33.06%	40.58%	26.79%	21.77%	22.00%	22.00%	22.00%
其他主营业务	销售收入 (百万元)	165.85	161.22	192.34	230.41	241.93	254.03	266.73
	YOY		-2.79%	19.30%	19.79%	5.00%	5.00%	5.00%
	销售成本 (百万元)	135.00	129.58	131.27	166.27	174.19	182.90	192.04
	毛利率	18.60%	19.63%	31.75%	27.84%	28.00%	28.00%	28.00%
其他业务	销售收入 (百万元)	457.25	508.74	563.53	691.22	725.78	762.07	800.17
	YOY		11.26%	10.77%	22.66%	5.00%	5.00%	5.00%
	销售成本 (百万元)	383.24	432.09	479.39	583.70	609.66	640.14	672.15
	毛利率	16.19%	15.07%	14.93%	15.56%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	销售收入 (百万元)	3035.65	3680.48	4612.71	6946.69	10454.56	13607.68	17727.79
	YOY		21.24%	25.33%	50.60%	50.50%	30.16%	30.28%
	销售成本 (百万元)	2391.58	2833.83	3629.23	5575.96	8366.77	10842.39	14093.95
	毛利率	21.22%	23.00%	21.32%	19.73%	19.97%	20.32%	20.50%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

考虑到公司新项目、新业务的持续放量，我们将公司 2023-2025 年的归母净利润从 8.20 亿/11.22 亿/13.90 亿调整至 8.20 亿/11.22 亿/14.82 亿，对应的 EPS 分别为 1.68 元、2.30 元、3.04 元，市盈率分别为 25.43 倍、18.59 倍、14.07 倍。我们选取汽车零部件行业中同属特斯拉产业链的拓普集团和三花智控作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 22.47 倍。新泉作为自主内饰件龙头，深度绑定下游优质客户，且持续开拓新产品，坚定推动全球化发展，维持“买入”评级。

图25：可比公司估值表（数据截至 2024/03/06）

公司简称	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
拓普集团	601689.SH	57.21	665.22	17.00	21.74	30.04	39.13	30.60	22.14
三花智控	002050.SZ	24.93	930.54	25.73	30.84	40.82	36.17	30.17	22.80
平均值							37.65	30.39	22.47
新泉股份	603179.SH	42.81	208.61	4.71	8.20	11.22	44.33	25.43	18.59

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

6. 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)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,031	8,740	11,204	14,711	营业总收入	6,947	10,455	13,608	17,728
货币资金及交易性金融资产	859	1,000	1,434	1,882	营业成本(含金融类)	5,576	8,367	10,842	14,094
经营性应收款项	3,275	5,016	6,288	8,345	税金及附加	31	52	68	89
存货	1,750	2,557	3,313	4,306	销售费用	133	201	256	333
合同资产	0	0	0	0	管理费用	312	450	578	753
其他流动资产	146	168	169	177	研发费用	306	450	585	762
非流动资产	3,302	3,617	4,115	4,540	财务费用	0	(14)	14	18
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	13	10	12	14
固定资产及使用权资产	2,151	2,396	2,657	2,849	投资净收益	1	1	2	3
在建工程	484	689	891	1,094	公允价值变动	4	(1)	0	0
无形资产	276	299	335	365	减值损失	(70)	(34)	(25)	(31)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	(3)	3	3
长期待摊费用	77	77	77	77	营业利润	537	922	1,256	1,667
其他非流动资产	313	155	154	154	营业外净收支	(13)	(8)	(8)	(10)
资产总计	9,333	12,357	15,319	19,250	利润总额	524	914	1,248	1,658
流动负债	4,752	6,705	8,579	10,995	减:所得税	51	93	125	174
短期借款及一年内到期的非流动负债	695	616	727	794	净利润	473	821	1,123	1,484
经营性应付款项	3,692	5,655	7,253	9,477	减:少数股东损益	2	1	1	1
合同负债	124	151	220	271	归属母公司净利润	471	820	1,122	1,482
其他流动负债	241	283	378	453	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.97	1.68	2.30	3.04
非流动负债	452	462	462	462	EBIT	532	901	1,262	1,676
长期借款	363	363	363	363	EBITDA	765	1,195	1,597	2,051
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.73	19.97	20.32	20.50
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	6.77	7.85	8.25	8.36
其他非流动负债	74	85	85	85	收入增长率(%)	50.60	50.50	30.16	30.28
负债合计	5,203	7,168	9,041	11,457	归母净利润增长率(%)	65.69	74.30	36.83	32.08
归属母公司股东权益	4,079	5,138	6,226	7,739					
少数股东权益	50	51	52	54					
所有者权益合计	4,129	5,189	6,278	7,793					
负债和股东权益	9,333	12,357	15,319	19,250					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	755	634	1,220	1,185	每股净资产(元)	8.37	10.16	12.39	15.50
投资活动现金流	(814)	(627)	(837)	(804)	最新发行在外股份 (百万股)	487	487	487	487
筹资活动现金流	(167)	124	52	67	ROIC(%)	9.75	14.21	16.74	18.35
现金净增加额	(215)	142	435	448	ROE-摊薄(%)	11.54	15.96	18.03	19.15
折旧和摊销	233	294	336	376	资产负债率(%)	55.75	58.01	59.02	59.52
资本开支	(989)	(778)	(839)	(807)	P/E (现价&最新股本摊薄)	44.33	25.43	18.59	14.07
营运资本变动	(39)	(525)	(267)	(709)	P/B (现价)	5.11	4.21	3.46	2.76

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>