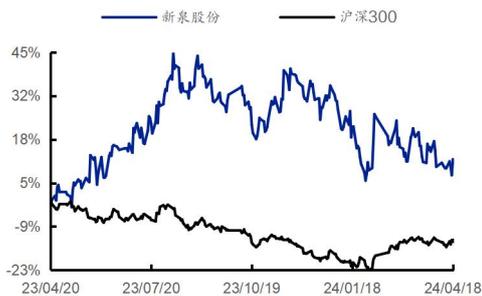


研究所：
 证券分析师：戴畅 S0350523120004
 daic@ghzq.com.cn

内外饰发力+海外拓展，迎接新一轮“成长期” ——新泉股份（603179）深度报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|-------|--------|
| 新泉股份 | -4.6% | -9.3% | 7.5% |
| 沪深 300 | -1.0% | 8.3% | -14.1% |

市场数据

| 市场数据 | 2024/04/19 |
|-------------|-------------|
| 当前价格(元) | 41.63 |
| 52 周价格区间(元) | 36.56-56.67 |
| 总市值(百万) | 20,286.40 |
| 流通市值(百万) | 20,286.40 |
| 总股本(万股) | 48,730.23 |
| 流通股本(万股) | 48,730.23 |
| 日均成交额(百万) | 139.39 |
| 近一月换手(%) | 0.97 |

相关报告

《新泉股份(603179)2023 年年报点评：2023 年营收利润创新高，外饰产品+海外业务即将发力(买入)*汽车零部件*戴畅》——2024-03-27

《新泉股份(603179)2023 年业绩预告点评：订单放量+降本增效，Q4 业绩增长显著(买入)*汽车零部件*戴畅》——2024-01-16

投资要点：

公司内饰业务抓住电动化大趋势，跟随大客户放量，过去三年（2021-2023）实现了收入和盈利的快速增长。当前时点，基于公司内饰市占率和 ASP 进一步提升，外饰业务开始放量，海外业务逐步突破，我们认为公司 2024~2026 年有望进入新一轮的成长期。

■ **历史发展复盘：电动化趋势下大客户放量，2021-2023 年公司快速增长。** 1) 2017 年以前：拓展产品和客户，实现初步成长。2017 年以前，公司不断丰富产品矩阵，并由商用车领域进入乘用车领域，受益于我国汽车市场总体增速较高，实现初步成长。2) 2018~2020 年：车市低迷，进入调整期。公司于 2017 年在上交所主板上市，2017-2019 年我国乘用车销量增速回落甚至于 2018-2020 年同比负增长，车市低迷传导至上游，公司业绩承压，三年归母净利润年均复合增速-4.41%，处于调整期。3) 2021~2023 年：公司紧抓新能源大客户实现快速发展。2020 年，公司开始进入国际知名电动品牌客户配套体系，并于 2021 年开始大规模量产贡献收入，2022 年，国际知名电动品牌客户项目贡献收入超 15 亿元成为公司第二大客户，公司 2021/2022/2023 年收入增速达到 25%/51%/52%，实现快速发展。

■ **未来发展展望：内外饰发力+海外拓展，开启新一轮成长。**

内饰业务：市占率提升+ASP 提升驱动继续成长。 1) 市场空间：消费升级+汽车“新四化”，汽车内饰附加值提升，ASP 提升，我们预计国内汽车内饰市场有望从 2023 年的 2457 亿元提升至 2025/2030 年的 2784/3339 亿元。2) 竞争格局：主机厂格局变迁（自主崛起）+匹配相应速度要求提升+成本控制能力要求提升，原本匹配格局固化的内饰行业开始新变化，独立第三方自主内饰开始崛起。3) **新泉趋势：**产品拓展（现有仪表板和门板产品 ASP 提升+技术同源驱动下新的品类拓展）+客户拓展（已有客户吉利、国际知名电动品牌客户、奇瑞、理想、比亚迪等配套比例有望提升，并持续拓展新客户提高全市场占有率），我们预计公司内饰业务 2024~2026 年收入有望达 114/133/151 亿元，同比增长 24%/16%/13%。

外饰业务：2024 年开始进入收获期，有望成为第二增长极。公司布局外饰领域历史悠久，但此前公司战略主要在内饰领域，外饰业务收入和占比均较低。最近几年公司获得奇瑞多个外饰项目和理想的外饰项目新定点，预计于 2024 年逐步量产，外饰业务发展加速迎来

拐点，我们预计公司 2024~2026 年外饰业务贡献收入有望达 9/25/35 亿元，相比之前明显放量。

海外拓展：积极拥抱国际市场，海外进入放量周期。目前公司在北美、欧洲、东南亚均有生产基地布局，可满足国际主机厂本土配套需求。北美生产基地有望继续为国际知名电动品牌客户现有车型和下一代车型配套，并拓展福特等本土客户，欧洲生产基地有望为国际知名电动品牌客户德国工厂和沃尔沃配套，东南亚生产基地将继续辐射吉利海外品牌和其他自主品牌主机厂位于东南亚的生产基地。我们认为，2024~2026 年，公司有望实现海外收入 17/28/48 亿元，成为公司长期增长点。

- **估值复盘展望：公司历史估值可分为三个阶段：1) 2018~2019 年：**我国车市低迷，公司业绩增速放缓，估值下降，PE 中枢区间处于 9-18 倍之间；**2) 2020 年~2023H1：**2020 年开始，公司进入国际知名电动品牌客户供应体系，带动公司业绩大幅增长，2020 年 H1~2023 年 H1，公司估值中枢上移到 27-37 倍之间；**3) 2023H2~2024 年初（截至 4/19）：**股市整体回落+市场对汽车供应链年降以及海外市场不及预期担忧，公司 PE 中枢回落至 18-27 倍区间，而我们认为 2024~2026 年基于**内外饰发力+海外拓展**，公司有望仍然保持较高增速，业绩兑现有望反映在估值修复上。
- **盈利预测和投资评级** 公司是国内汽车内外饰优质企业，其内饰业务有望随市占率提升+ASP 提升继续成长、外饰业务基于前期的客户和产品储备即将在 2024 年进入收获期，海外业务随着海外基地投产和客户放量有望成为公司未来中期其新增长动力。我们看好公司长远发展，预计公司 2024-2026 年实现主营业务收入 137.02、175.32、206.15 亿元，同比增速为 30%、28%、18%；实现归母净利润 11.08、14.22、17.62 亿元，同比增速为 38%、28%、24%；EPS 为 2.27、2.92、3.62 元，对应当前股价的 PE 估值分别为 18、14、12 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格持续上涨；销量不及预期；新产品研发不及预期；海外工厂产能提升不及预期；海外市场拓展不及预期；市场空间测算存在偏差；国内国际市场不可完全对比；汽车内外饰行业竞争加剧。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 10572 | 13702 | 17532 | 20615 |
| 增长率(%) | 52 | 30 | 28 | 18 |
| 归母净利润 (百万元) | 806 | 1108 | 1422 | 1762 |
| 增长率(%) | 71 | 38 | 28 | 24 |
| 摊薄每股收益 (元) | 1.65 | 2.27 | 2.92 | 3.62 |
| ROE(%) | 16 | 19 | 20 | 20 |
| P/E | 30.73 | 18.31 | 14.27 | 11.52 |
| P/B | 4.98 | 3.52 | 2.87 | 2.33 |
| P/S | 2.34 | 1.48 | 1.16 | 0.98 |
| EV/EBITDA | 20.23 | 12.80 | 9.86 | 7.81 |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

| | |
|---|----|
| 1、 汽饰赛道新锐，产品多元增长快速 | 7 |
| 1.1、 立足仪表板总成的内饰龙头 | 7 |
| 1.2、 历史业绩表现优秀，盈利能力保持稳定 | 8 |
| 1.3、 产能布局合理，满足海内外客户需求 | 10 |
| 2、 内饰业务：市占率提升+ASP 提升驱动持续成长 | 12 |
| 2.1、 市场空间：消费升级单车价值量提升，我们预计中国乘用车内饰市场规模持续提升 | 12 |
| 2.2、 竞争格局：乘用车内饰集中度较低，自主崛起重塑国内格局 | 15 |
| 2.3、 新泉内饰：产品+客户拓展，未来有望继续高增长 | 20 |
| 3、 外饰业务：逐渐进入收获期，有望成为第二增长极 | 23 |
| 3.1、 市场空间：汽车外饰单车价值提升，预计国内市场空间持续扩大 | 23 |
| 3.2、 竞争格局：外饰件供应商大多同时供应内外饰，市场格局分散 | 26 |
| 3.3、 新泉外饰：保险杠为主要产品，公司已与优质客户建立配套关系 | 28 |
| 4、 海外拓展：积极拥抱国际市场，海外进入放量周期 | 29 |
| 4.1、 海外发展历程：以国际知名电动品牌客户为基础走向国际舞台 | 29 |
| 4.2、 海外未来趋势：海外业务有望于 2025 年迎来拐点，并成为公司长期增长点 | 30 |
| 5、 盈利预测与评级 | 32 |
| 5.1、 核心逻辑 | 32 |
| 5.2、 历史估值复盘 | 33 |
| 6、 风险提示 | 35 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司历史沿革及营收趋势 | 7 |
| 图 2: 公司产品介绍 | 8 |
| 图 3: 公司 2014-2023 年营业收入 (亿元) 及同比变化 | 9 |
| 图 4: 公司 2014-2023 年归母净利润 (亿元) 及同比变化 | 9 |
| 图 5: 公司 2014-2023 年营业收入占构成 (亿元) | 10 |
| 图 6: 公司 2014-2023 年分业务毛利率情况 | 10 |
| 图 7: 公司 2017-2023 年销售、管理、研发、财务费用率 | 10 |
| 图 8: 公司 2017-2023 年毛利率及净利率 | 10 |
| 图 9: 公司国内生产基地分布 | 11 |
| 图 10: 公司海外生产基地分布 | 11 |
| 图 11: 公司 2023 年产能及产能利用率情况 (模次) | 12 |
| 图 12: 公司 2020-2023 年产能利用率 | 12 |
| 图 13: 汽车内饰系统零件分布 | 12 |
| 图 14: 公司产品介绍 | 13 |
| 图 15: 2015-2023 年我国高端车零售市场份额 | 14 |
| 图 16: 汽车饰件向着舒适化、多元化、轻量化、智能化方向发展 | 14 |
| 图 17: 我们对汽车内饰市场空间的测算 | 15 |
| 图 18: 2022 年全球汽车内外饰竞争格局 | 16 |
| 图 19: 2019-2022 年中国汽车内外饰市场占有率 | 16 |
| 图 20: 我国乘用车市场 2019-2023 年不同国家品牌市场份额 | 17 |
| 图 21: 2022-2023 年我国乘用车市场新能源月度渗透率持续提升 | 17 |
| 图 22: 我国新势力品牌市场份额 | 18 |
| 图 23: 2022 年主要汽车饰件企业各产品销量 (万件) | 19 |
| 图 24: 部分车企内饰配套关系 | 19 |
| 图 25: 公司主要客户历史变化 | 20 |
| 图 26: 2015-2023 年公司前五大客户销售收入 (亿元) 及增长率 | 21 |
| 图 27: 公司乘用车仪表板总成销量 (万套) 及国内市场占有率 | 21 |
| 图 28: 仪表板等产品生产工艺流程 | 22 |
| 图 29: 我们对公司内饰产品弹性的测算 (亿元) | 23 |
| 图 30: 汽车外饰部件 | 24 |
| 图 31: 塑料成型工艺分类及常见汽车内外饰应用 | 24 |
| 图 32: 我们对中国和全球的汽车外饰市场规模测算 | 26 |
| 图 33: 不同地区分种类外饰供应商 | 27 |
| 图 34: 国内主机厂部分外饰供应商配套关系 (销量和市占率) | 27 |
| 图 35: 汽车前后保险杠 | 28 |
| 图 36: 公司保险杠总成收入 (亿元) 及占比 (右) | 28 |
| 图 37: 公司全球布局情况 | 29 |
| 图 38: 公司 2014-2022 年分地区收入 (亿元) | 29 |
| 图 39: 特斯拉各个工厂生产型号及预计产能 | 30 |
| 图 40: 2020-2022 年公司海外业务销售收入 (亿元) 及占主营业务比例 (右) | 30 |
| 图 41: 我们对公司 2022-2026 年的海外收入及预测 (亿元) | 31 |
| 图 42: 公司盈利预测 (百万元) | 33 |
| 图 43: 公司历史估值复盘 | 34 |

表 1: 汽车内饰子系统组成及特点..... 15

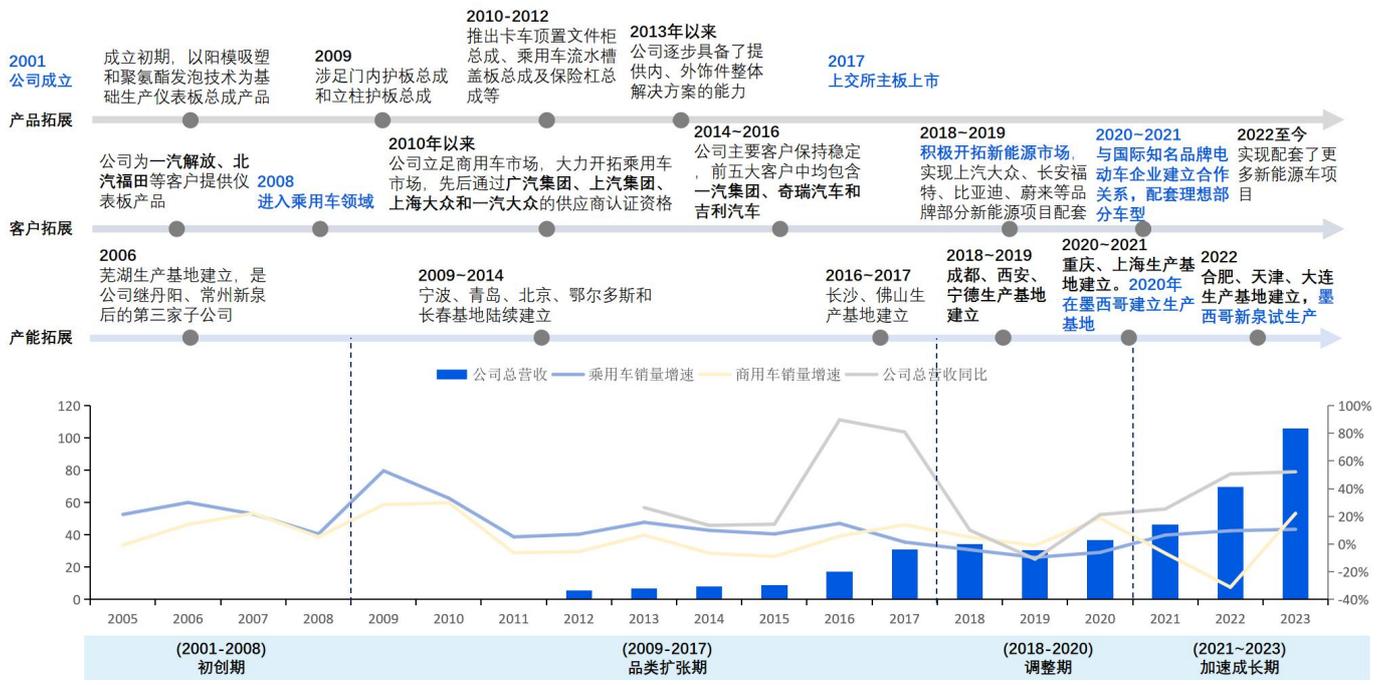
表 2: 汽车外饰件单车价值量 (元) 25

1、汽饰赛道新锐，产品多元增长快速

1.1、立足仪表板总成的内饰龙头

公司是深耕汽车饰品行业的优质供应商。公司成立于2001年，以仪表板总成为核心产品，迅速与一汽集团等汽车制造商形成合作关系，确立了仪表板总成分市场的领先地位，后续公司不断丰富产品矩阵，逐步扩大汽车饰件产品应用范围。目前公司拥有较为完善的汽车饰件产品系列，并已实现产品在商用车及乘用车应用领域的全覆盖。2018年以来，公司积极拓展新能源市场，实现吉利汽车、广汽新能源、比亚迪、蔚来、理想等品牌下的部分新能源汽车车型项目的配套。2020年以来，公司与国际知名电动品牌客户建立合作关系，同时抓住机遇走向国际，与海外客户展开良好的合作，稳步推进公司国际化战略。

图 1：公司历史沿革及营收趋势



资料来源：公司公告，公司招股说明书，iFinD，新泉股份公司官网，国海证券研究所（注：营收单位“亿元”，对应左轴）

产品矩阵不断丰富，致力提供整体解决方案。公司初期产品以仪表板总成为主，后续公司不断丰富汽车饰件总成产品系列，以原有生产工艺为基础，通过新工艺的开发及引进，涉足门内护板总成、立柱护板总成、置顶文件柜总成、流水槽盖板总成及保险杠总成等饰件产品。

图 2：公司产品介绍

| 产品名称 | 产品介绍 | 产品图示 |
|---------|--|--|
| 仪表板总成 | 仪表板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，集成了仪表、电器、空调、娱乐系统和安全气囊等部件，除主仪表板和副仪表板本体外，还配有仪表罩、出风口、除霜风口、风道、安全气囊托架及盖板、手套箱、烟灰缸、装饰条、扶手箱等，是汽车内部较为复杂的内饰件总成。 |  <p>商用车仪表板总成</p>  <p>乘用车仪表板总成</p> |
| 门内护板总成 | 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。 |   |
| 顶置文件柜总成 | 顶置文件柜总成主要应用于中、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。 |  <p>商用车顶置文件柜总成</p> |
| 立柱护板总成 | 立柱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。汽车内饰的立柱护板系统由前至后一般包括 A 柱上下护板、B 柱上下护板、C 柱上下护板、前后门槛压板、前后门槛踏板等，还包括安全带滑动总成等。 |    <p>A 柱 B 柱 C 柱</p> |
| 流水槽盖板总成 | 流水槽盖板总成是风挡玻璃与引擎盖间的外饰连接件，主要具有水管理功能和车内通风功能。水管理功能包含引导前挡玻璃外来水的流向、雨刮电机的防水及流水槽本体安装孔的防水；车内通风功能是指外界空气通过流水槽进入车体，输送至车内各个位置，并防止外来杂物进入空调进风口。 |  |
| 保险杠总成 | 保险杠总成是吸收和减缓外界冲击力、防护车身后部的安全装置。除保险杠本体外，还包括门皮、支架、下进气格栅、缓冲材料等。 |   |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.2、历史业绩表现优秀，盈利能力保持稳定

客户订单持续放量，公司历史业绩表现优秀。1) 2017 年前，受益于配套车型销量规模稳定以及新合作车型放量，公司营业收入呈现增长态势，其中 2016 年新款国产 SUV 相继放量大幅拉动了公司收入增长，2017 年，公司为吉利、上汽、一汽解放配套的多个车型实现热销，公司营业收入实现了大幅增长；2) 2018-2019 年，受汽车行业市场需求下降及公司主要客户销量的影响，公司部分产品销量下降，2018 年收入增速放缓，2019 年收入下滑；3) 2020 年以来，汽车行业市场需求逐步恢复，公司深耕自主品牌乘用车客户，同时积极拓展新能源

领域客户，乘用车饰件收入持续上升，2021~2023年，受国际知名电动品牌客户、领克、长城、理想、比亚迪、极氪等客户配套车型放量影响，公司乘用车产品收入增长显著。

图 3：公司 2014-2023 年营业收入 (亿元) 及同比变化



图 4：公司 2014-2023 年归母净利润 (亿元) 及同比变化



资料来源：iFinD，国海证券研究所

资料来源：iFinD，国海证券研究所

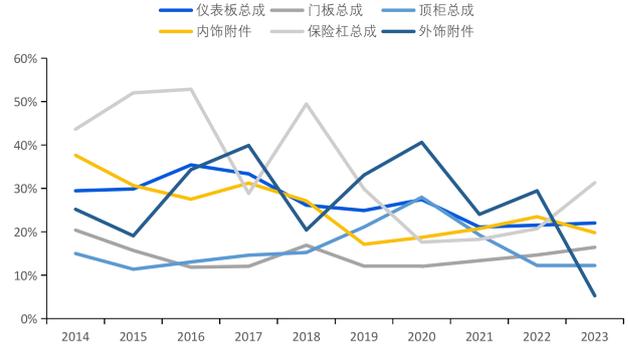
仪表板总成项目全面放量，乘用车内外饰件收入持续提升。公司主营业务收入包括乘用车及商用车内外饰件收入，由于公司深耕自主品牌乘用车客户同时积极拓展新能源领域客户，乘用车内外饰件收入持续提升。在公司所有产品中，仪表板总成收入占比最高，并在 2021~2023 年增长较快，主要系国际知名电动品牌客户、领克、奇瑞等客户的仪表板总成项目全面上量带来的销售收入增长。

仪表板总成毛利率有所下降，降本增效净利率提升。公司仪表板总成产品毛利率有所下降，2020 年以来，受不同年份价格年降、原材料价格和销量的变动影响毛利率存在轻微波动，但仍保持在 20% 以上。2023 年，门板和保险杠总成产品受部分产品新产品投产及销量上升等因素的影响，毛利率分别提升至 16.43% 和 31.33%。此外，公司全面实施降本增效，从生产、采购、销售等多个维度降低成本，有效控制产品制造成本和各项费用，期间费用率呈下降趋势，由 2019 年的 14.68% 下降至 2023 年的 10.22%，净利率水平则由 5.94% 提升至 7.62%。未来随着公司持续推行精益化管理，盈利水平有望进一步提升。

图 5：公司 2014-2023 年营业收入占构成（亿元）



图 6：公司 2014-2023 年分业务毛利率情况



资料来源：iFinD，公司公告，国海证券研究所

资料来源：iFinD，公司公告，国海证券研究所

图 7：公司 2017-2023 年销售、管理、研发、财务费用率

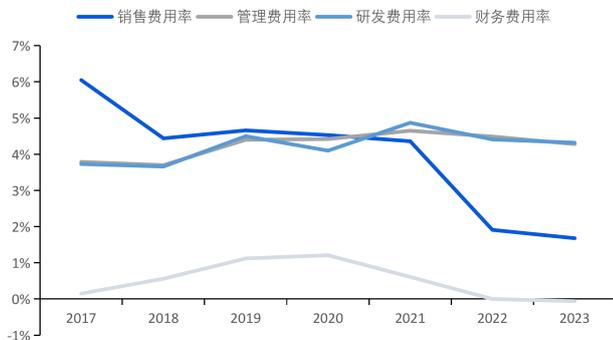
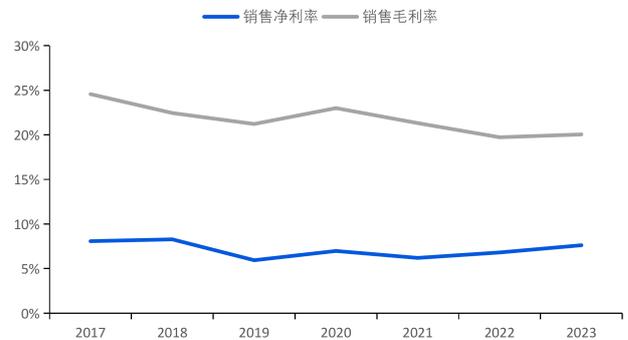


图 8：公司 2017-2023 年毛利率及净利率



资料来源：iFinD，国海证券研究所

资料来源：iFinD，国海证券研究所

1.3、产能布局合理，满足海内外客户需求

国内 19 个城市设立生产制造基地，海外在马来西亚和墨西哥设立生产基地。随着客户规模的不断扩张，结合现有客户生产区域布局，公司在常州、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、大连 19 个城市设立了生产制造基地，大幅提高了产品供应效率，提升产品准时交付能力，并有效降低产品运输成本。此外，为满足海外布局客户需求，公司已在马来西亚和墨西哥投资设立公司并建立生产基地，并在美国设立子公司，培育东南亚和北美市场并推动公司业务辐射至全球。

图 9：公司国内生产基地分布



资料来源：新泉股份官网，国海证券研究所

图 10：公司海外生产基地分布



资料来源：新泉股份官网，公司公告，国海证券研究所

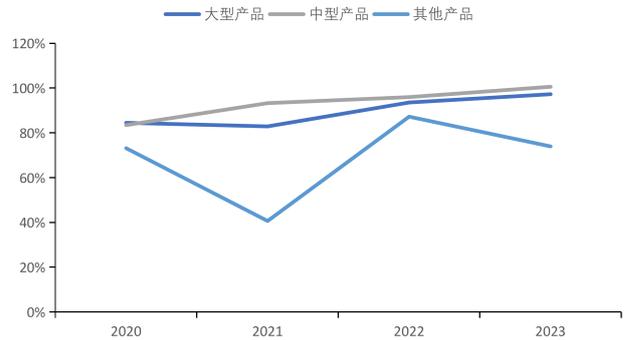
公司的主要产品为仪表盘总成、顶置文件柜总成、保险杠总成等大型产品，门内护板总成、立柱护板总成等中型产品，以及流水槽盖板总成等其他产品。其中大中型产品产能利用率较高，2023 年超过 90%，2020 年以来，公司产能利用率呈现上升趋势。

图 11：公司 2023 年产能及产能利用率情况（模次）

| 分类 | 产品分类 | 产量 | 总产量 | 产能 | 产能利用率 |
|------|---------------|------------|------------|------------|---------|
| 大型产品 | 仪表盘总成 | 6,627,984 | 7,216,646 | 7,420,032 | 97.26% |
| | 顶置文件柜总成 | 187,236 | | | |
| | 保险杠总成 | 366,611 | | | |
| | 其他（挡泥板等） | 34,815 | | | |
| 中型产品 | 门内护板总成 | 5,957,764 | 29,831,700 | 29,656,183 | 100.59% |
| | 立柱总成 | 1,489,704 | | | |
| | 其他（后备箱门护板等） | 22,384,232 | | | |
| 其他产品 | 流水槽盖板总成 | 272,118 | 732,798 | 991,008 | 73.94% |
| | 其他（车门挡条、导流坝等） | 460,680 | | | |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 12：公司 2020-2023 年产能利用率



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2、内饰业务：市占率提升+ASP 提升驱动持续成长

2.1、市场空间：消费升级单车价值量提升，我们预计中国乘用车内饰市场规模持续提升

内饰系统主要集中在乘员舱内部，包含座椅、约束、座舱、门饰板和声学五个子系统。内饰系统零件往往兼具多种功能，与驾乘舒适性和安全性息息相关。

图 13：汽车内饰系统零件分布



资料来源：《汽车内外饰设计》邱国华等，零跑汽车官网，国海证券研究所

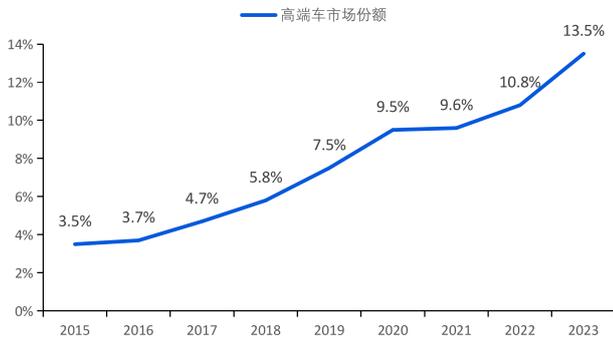
图 14：公司产品介绍

| 汽车内饰子系统 | 组成部分 | 特点 |
|---------|--|---|
| 座椅系统 | 包括骨架、发泡、头枕、靠背、坐垫、扶手、面料、调节机构、电器模块 | 座椅不仅是内饰外观件，更是功能件和安全件，舒适性也极为重要。 |
| 约束系统 | 包括转向盘、安全带、安全气囊等 | 约束系统的开发是一项系统工程，各零件之间的性能匹配非常重要。碰撞发生时，需要各零件完美配合，最大限度地保护舱内驾乘人员的人身安全。 |
| 座舱系统 | 包括仪表板横梁、仪表板系统以及中控台系统 | 座舱系统是内饰最大的集成件，集成了组合仪表、音响系统、空调系统和各类电器开关等。其外观、布置和性能是整车内饰评价的关键性指标。 |
| 门饰板系统 | 包括前后门饰板总成、防水膜、内开拉手、窗框饰条和前后门三角窗饰板等 | 门饰板系统作为车身遮蔽件和重要的造型件，需要做到操作舒适、碰撞安全、防水降噪，还需要外表靓丽、时尚美观，与整体的内饰风格融为一体。 |
| 声学系统 | 包括地板地毯、顶棚、发动机舱隔音垫、前围内隔音垫、后轮罩隔音垫等区域的吸音棉零件 | 声学系统的设计关系到整车声品质，直接影响驾乘舒适性。 |

资料来源：《汽车内外饰设计》邱国华等，国海证券研究所

中国汽车市场消费升级，汽车内饰不断升级单车价值量呈上升趋势。随着汽车市场竞争的加剧以及中低端市场的逐渐饱和，自主和新势力品牌纷纷布局高端市场。据乘联会，近年来，我国高端车市场份额持续提升，从 2015 年的 3.5% 提升至 2023 年的 13.5%。随着我国汽车行业持续高端向上和消费水平的提高，汽车除了要满足传统的代步和安全需求外，消费属性逐步增强。由于内外饰易于被消费者所感知，是汽车美观度和舒适度的直接体现，可满足不同人群不同维度的需求，也是各大整车厂塑造品牌形象、进行差异化竞争重要着力点。同时，随着汽车智能化水平提升，座舱内的显示系统、网联系统、音频系统等部件不断增加，要求汽车内饰件提供智能控制、人机交互、信息娱乐等多种功能。对中高端内饰件的需求将促进汽车内饰行业未来在工艺、用料、设计、功能等方面不断升级，汽车内饰单车价值量及其占整车价值比重也将持续提升。

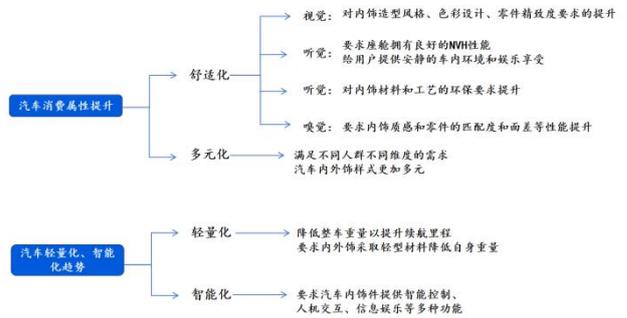
图 15：2015-2023 年我国高端车零售市场份额



资料来源：乘联会，国海证券研究所

注：以起步市场指导价划分，≥30 万为高端车

图 16：汽车饰件向着舒适化、多元化、轻量化、智能化方向发展



资料来源：《汽车内外饰设计》邱国华等，国海证券研究所

受益产量提升+单车价值量提升，预计 2025/2030 年中国乘用车内饰市场规模 2784/3339 亿元，2024-2030 年复合增速为 4.1%。

随着乘用车的销量逐年增加和汽车消费升级带来的汽车内饰单车价值量提升，基于中国经济网和中国电动汽车百人会论坛假设，我们做出以下基本假设：1) 到 2025/2030 年，中国乘用车市场规模超过 2720/3040 万辆，到 2030 年，全球乘用车市场规模超过 8000 万辆；2) 仪表盘总成、门内护板、衣帽架、立柱、头枕、遮阳板 2024~2030 年单车价值年均增速为 2%，汽车内饰产品单车总价值量到 2030 年增长至 10929 元。

经我们测算，我国乘用车内饰市场规模有望从 2023 年的 2457 亿元提升至 2025/2030 年的 2784/3339 亿元，2024-2026 年均复合增速为 4.1%，全球乘用车内饰市场规模有望从 2023 年的 6209 亿元提升至 2025/2030 年的 7013 /8790 亿元。

图 17：我们对汽车内饰市场空间的测算

| 年份 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|--------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国内乘用车产量 (万辆) | 2349 | 2134 | 1994 | 2140 | 2381 | 2609 | 2687 | 2767 | 2823 | 2879 | 2937 | 2996 | 3056 |
| 全球乘用车产量 (万辆) | 7050 | 6715 | 5583 | 5705 | 6160 | 6591 | 6776 | 6972 | 7174 | 7382 | 7596 | 7817 | 8043 |
| 北美乘用车产量 (万辆) | 1687 | 1623 | 1295 | 1296 | 1427 | 1564 | 1608 | 1655 | 1703 | 1752 | 1803 | 1855 | 1909 |
| 欧洲乘用车产量 (万辆) | 2130 | 2107 | 1608 | 1530 | 1389 | 1506 | 1548 | 1593 | 1639 | 1686 | 1735 | 1785 | 1837 |
| ASP (元) | | | | | | | | | | | | | |
| 仪表板总成 | 1175 | 1199 | 1224 | 1249 | 1274 | 1300 | 1326 | 1353 | 1380 | 1407 | 1435 | 1464 | 1493 |
| 门内护板 | 1085 | 1107 | 1129 | 1152 | 1176 | 1200 | 1224 | 1248 | 1273 | 1299 | 1325 | 1351 | 1378 |
| 衣帽架 | 136 | 138 | 141 | 144 | 147 | 150 | 153 | 156 | 159 | 162 | 166 | 169 | 172 |
| 立柱 | 316 | 323 | 329 | 336 | 343 | 350 | 357 | 364 | 371 | 379 | 386 | 394 | 402 |
| 头枕 | 271 | 277 | 282 | 288 | 294 | 300 | 306 | 312 | 318 | 325 | 331 | 338 | 345 |
| 遮阳板 | 108 | 111 | 113 | 115 | 118 | 120 | 122.4 | 125 | 127 | 130 | 132 | 135 | 138 |
| 座椅 | 4800 | 5000 | 5300 | 5500 | 5800 | 6000 | 6300 | 6500 | 6600 | 6700 | 6800 | 6900 | 7000 |
| 汽车内饰单车价值量 | 7891 | 8154 | 8519 | 8785 | 9152 | 9420 | 9788 | 10058 | 10229 | 10402 | 10576 | 10751 | 10929 |
| 市场规模 (亿元) | | | | | | | | | | | | | |
| 中国乘用车内饰市场规模 | 1854 | 1740 | 1699 | 1880 | 2179 | 2457 | 2630 | 2784 | 2888 | 2995 | 3106 | 3221 | 3339 |
| 全球乘用车内饰市场规模 | 5563 | 5476 | 4756 | 5012 | 5637 | 6209 | 6632 | 7013 | 7339 | 7679 | 8034 | 8404 | 8790 |
| 北美乘用车内饰市场规模 | 1331 | 1324 | 1103 | 1138 | 1306 | 1474 | 1574 | 1664 | 1742 | 1823 | 1907 | 1995 | 2086 |
| 欧洲乘用车内饰市场规模 | 1681 | 1718 | 1370 | 1344 | 1271 | 1418 | 1515 | 1602 | 1676 | 1754 | 1835 | 1920 | 2008 |

资料来源：中汽协，Wind，Marklines，新泉股份公司公告，岱美股份公司公告，常熟汽饰公司公告，继峰股份公司公告，天成自控公司公告，国海证券研究所

2.2、竞争格局：乘用车内饰集中度较低，自主崛起重塑国内格局

1) 汽车内外饰历史格局：乘用车集中度低，配套关系稳定，变化慢

目前我国汽车内饰件行业的一级供应商主要分为三种：1) 国际汽车内饰件公司在国内的独资公司、合资公司；2) 整车厂的直属公司、合资公司或全资子公司；3) 独立的本土内饰件企业，三种内饰参与者竞争各有优劣。

表 1：汽车内饰子系统组成及特点

| 企业形态 | 竞争情况 | 优势 | 劣势 |
|------------------------|--------------------------------|--|--|
| 国际汽车内饰件公司在国内的独资公司、合资公司 | 拥有资金、技术和管理等方面的支持，市场竞争能力很强 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 是部分国外整车厂的合作伙伴，关系稳定，相互信任，质量可靠 ✓ 管理和技术水平高 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 本土化适应需要时间 ✓ 成本、价格相对较高 |
| 整车厂的直属公司、合资公司或全资子公司 | 部分整车厂的合资公司可以得到整车厂的客户资源、技术与管理支持 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 整车厂一体化生产，便于质量、进度控制； ✓ 整车厂的客户资源优势 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 由于依附整车厂，其价格竞争力不强，随着整车厂扩大供应商数量，促进供应商之间的竞争，其垄断地位会受到一定的影响 ✓ 销售主要依赖整车厂，供货 |

| | | | |
|------------|--|---|---|
| | | | 给其他整车厂会受到一定制约 |
| 独立的本土内饰件企业 | 拥有较大的规模和资金实力，技术处于行业领先水平，产品质量、成本具有较强的竞争优势 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 本土资源和国外技术设备有机结合，技术水平高，产品质量好 ✓ 具备一定价格优势 ✓ 对市场能快速反应 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 与整车厂依附型相比，缺少大型汽车集团的支持 |

资料来源：常熟汽饰公司公告，国海证券研究所

汽车内饰行业当前竞争现状：乘用车内饰市场集中度较低，国内呈一超多强格局。汽车饰件整体竞争格局在商用车饰件产品领域，行业集中度较高，未来也将趋于稳定，保持高度集中的发展态势。在乘用车饰件产品领域，参与竞争的饰件企业数量较多，行业竞争较为激烈，本土饰件企业竞争力逐步提升。从全球来看，汽车内外饰行业格局较分散：据我们测算，2022年全球排名前三的李尔、延锋汽饰、佛吉亚市场份额分别为12.34%、11.75%、10.93%。从国内市场来看，呈一超多强的竞争格局，延锋汽饰占据主导地位，2022年延锋汽饰市占率约23.21%，新泉股份近年来市场占有率逐渐上升，2022年达到约1.77%。

图 18：2022 年全球汽车内外饰竞争格局

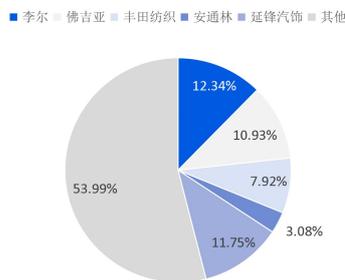
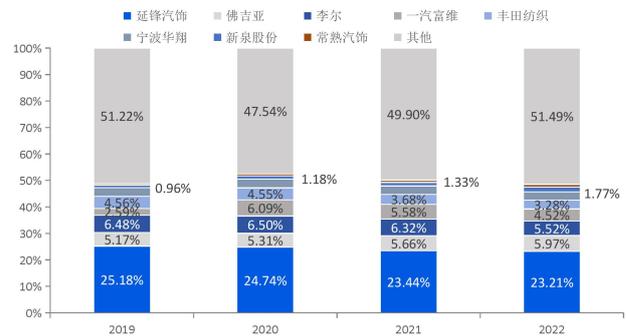


图 19：2019-2022 年中国汽车内外饰市场占有率



资料来源：各公司公告，iFinD，国海证券研究所

资料来源：各公司公告，iFinD，国海证券研究所

内饰件行业对新进入者有较高的进入壁垒，供应商更换频率低。由于整车厂对内饰件产品的技术水平及产品质量要求较高，并且对供应链的管理非常严格，同时考虑到供应商熟悉整车厂的工艺要求和设计风格需要时间积累，所以整车厂十分重视内饰件厂商是否有与其合作经验和产品生产经验。因此内饰件厂商进入整车厂的合格供应商序列需要经过较长时间的认证，选定后一般会形成长期合作关系，更换频率较低。

合资品牌对内饰供应商要求更高，我国本土汽车内饰供应商整体参与度有限。对于汽车零部件企业而言，欧美系整车厂供应商格局已基本成型，新进入者突破难度往往较高；日韩系车企零部件需求通常由整车企业控股的零部件企业来满足，产业链生态则相对封闭。因而，合资车企进入门槛高于国产自主品牌，我国本土汽车内饰企业在合资整车厂内饰供应链整体参与度有限，主要客户为自主品牌。

1) 格局变化新趋势：主机厂格局变迁+匹配响应速度要求提升+成本控制能力要求提升，自主新内饰企业迎来突破机会

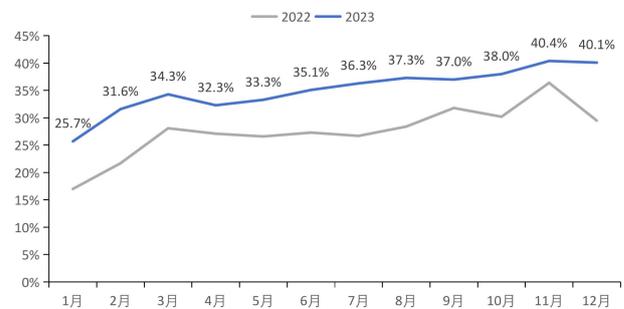
内饰行业竞争格局变化趋势：自主品牌崛起带动其内饰配套供应商市场份额提升。据乘联会，我国乘用车市场中自主品牌市场份额于2023年达到51.8%，相比2020年的35.7%，提升16.1pct。自主品牌市场份额提升显著，主要系新能源汽车销量增速较快，据乘联会，我国乘用车市场新能源渗透率由2022年1月的17%提升至2023年12月的40.1%。从新能源市场零售份额来看，2023年12月自主品牌新能源车零售份额为70.3%，合资品牌新能源车份额为4.8%。因而随着新能源汽车渗透率的不断提升，过去由合资车占主导的中国汽车市场格局发生变化，自主品牌强势崛起，带来新的产能需求，将带动为其配套的饰件企业的市场份额同步增长。

图 20：我国乘用车市场 2019-2023 年不同国家品牌市场份额



资料来源：乘联会，国海证券研究所

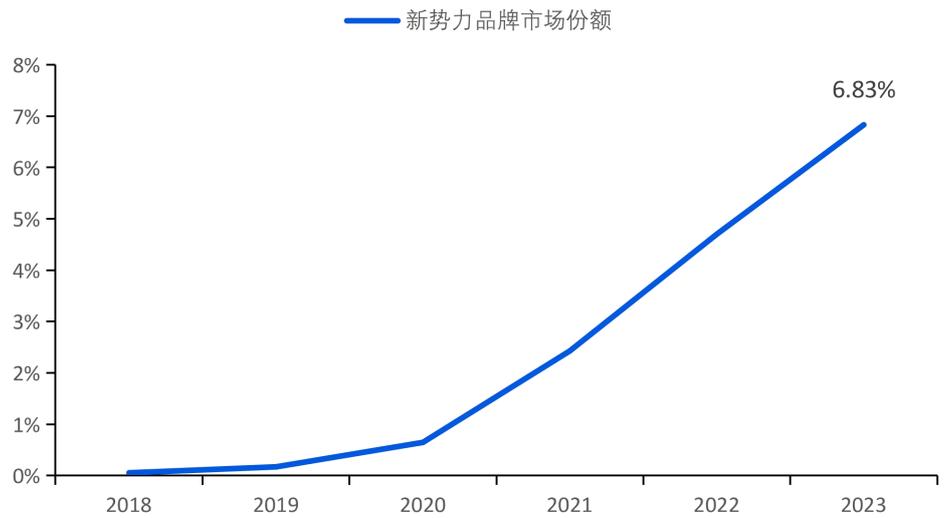
图 21：2022-2023 年我国乘用车市场新能源月度渗透率持续提升



资料来源：乘联会，国海证券研究所

内饰行业竞争格局新变化：汽车迭代周期缩短，对配套零部件企业研发响应要求更高。近年来，我国新势力汽车品牌市场份额不断提升，截至2023年，我国汽车市场新势力品牌市场占有率达到6.83%，随着新能源车渗透率提高，新势力品牌的总体市场份额将进一步提升。一方面，新势力品牌成立时间较短，相比合资车企和传统自主车企，并没有绑定较深的供应链，切换难度较低。另一方面，为维持消费者对产品的新鲜感，同时强化自身智能化等标签，造车新势力产品换新和迭代周期较传统汽车显著缩短，研发项目从规划到量产的时间周期平均缩短至1.5年左右，较传统燃油车企缩短0.5-1年。整车制造商新车型开发周期缩短，对配套零部件企业研发响应要求更高。考虑到以上两方面原因，新势力品牌的崛起也将为具备配套能力且响应速度快的本土汽车饰件供应商带来机遇。

图 22：我国新势力品牌市场份额



资料来源：Marklines, Wind, 国海证券研究所

注：新势力品牌销量包括蔚来、理想、小鹏、问界、零跑、哪吒、极氪、埃安、深蓝品牌量

竞争加剧，成本控制要求提升，预计后续合资品牌会逐步外放内饰供应链。2024年，汽车市场竞争加剧，多家车企采用降价形式吸引客户、提升市占率。“降本”已成为主机厂争夺市场话语权的重要诉求，并传导至上游，由供应商承压，而本土企业在成本上有显著优势。此外，合资品牌同样面临着竞争压力，在降本需求的推动下，我们认为合资品牌可能会与本土零部件供应商建立战略合作关系，为本土零部件企业提供了新的增量机会。

3) 新泉股份内饰趋势：核心产品仪表板仍有大量潜在客户

新泉股份在仪表板总成市场中占据重要地位，受益于自主客户放量销售规模持续增加。分品类来看，延锋汽饰在仪表板、门板、座椅三大高单车价值品类中领先优势较大，岱美股份专注于遮阳板、继峰股份专注头枕和座椅。新泉股份则以仪表板为核心优势，在细分赛道中建立竞争优势，由于公司主要客户包括吉利汽车、奇瑞汽车、比亚迪等自主品牌，公司受益于客户放量，配套产品销售规模持续增加。据新泉股份可转债募集说明书公告（2023/8/9），2022年，新泉股份仪表板总成产品在我国汽车市场的市场占有率为 13.54%，其中在中、重型卡车细分领域市场地位尤为突出，在我国市场占有率达到 24.10%。

图 23：2022 年主要汽车饰件企业各产品销量（万件）

| | | 华域汽车 | 继峰股份 | 一汽富维 | 常熟汽饰 | 新泉股份 | 岱美股份 |
|----|---------|------|------|------|------|------|------|
| 内饰 | 仪表板 | 999 | | 143 | 186 | 362 | |
| | 门板 | 1162 | | 479 | 187 | 98 | |
| | 立柱 | | | | | 24 | |
| | 顶柜 | | | | | 8 | |
| | 座椅 | 538 | 216 | 687 | | | |
| | 衣帽架 | | | | 107 | | |
| | 遮阳板 | | | | 12 | | 5652 |
| | 头枕 | | 5361 | | | | 1070 |
| | 顶棚中央控制器 | | | | | | 409 |
| 外饰 | 车灯系统 | 2138 | | 136 | | | |
| | 保险杠 | 602 | | 520 | | 10 | |
| | 后视镜 | | | 231 | | | |

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

新泉在仪表板市场仍存在大量潜在客户。从整车厂和内饰供应商的配套关系来看，目前公司配套了比亚迪、吉利、奇瑞、理想、蔚来等自主品牌，合资品牌供应商多为安道拓、佛吉亚等国际汽车内饰件公司在国内的独资公司、合资公司或者延锋汽饰等整车厂子公司，公司可开发客户众多，销量有望进一步提升。

图 24：部分车企内饰配套关系

| | 2023年销量 (万辆) | 我国乘用车 市场市占率 | 江苏新泉 | 延锋汽饰 | 江苏瑞高 | 安通林 | 佛吉亚 | 格拉默 | 常熟汽饰 | 宁波华翔 | 一汽富维 | 诺博汽车 |
|--------|-----------------|----------------|------|------|------|-----|-----|-----|------|------|------|------|
| 比亚迪 | 303.4 | 11.8% | √ | | √ | √ | | | | | | |
| 一汽大众 | 185.6 | 7.2% | | | √ | √ | √ | √ | √ | √ | √ | |
| 吉利 | 171.1 | 6.6% | √ | | | | | √ | | | | |
| 奇瑞 | 162.6 | 6.3% | √ | | | √ | | | √ | | | |
| 上汽大众 | 120.2 | 4.7% | | √ | | | | | | √ | | |
| 长城汽车 | 105.9 | 4.1% | | | | | | | | | | √ |
| 上汽通用 | 101.8 | 3.9% | | | | √ | | | √ | | | |
| 上汽乘用车 | 96.7 | 3.7% | √ | √ | | | | | | | | |
| 特斯拉 | 95.0 | 3.7% | √ | | | √ | √ | | | | | |
| 一汽丰田 | 80.2 | 3.1% | | | √ | √ | | | | √ | | |
| 东风日产 | 73.4 | 2.8% | | | | √ | | | | | | |
| 华晨宝马 | 69.4 | 2.7% | | | | √ | | √ | √ | √ | | |
| 北京奔驰 | 56.6 | 2.2% | | | | | | √ | √ | √ | | |
| 理想 | 38.0 | 1.5% | √ | | | | | √ | | | | |
| 一汽红旗 | 34.4 | 1.3% | | | | | | | | | √ | |
| 长安福特 | 21.7 | 0.8% | | | | | √ | | √ | √ | | |
| 蔚来 | 16.0 | 0.6% | √ | | √ | √ | | | | | | |
| 赛力斯 | 15.5 | 0.6% | | | √ | | | | | | | |
| 小鹏汽车 | 14.0 | 0.5% | | | | | | | | | √ | |
| 长安深蓝 | 11.8 | 0.5% | | | √ | | | | | | | |
| 腾势 | 11.4 | 0.4% | | | √ | | | | | | | |
| 奇瑞捷豹路虎 | 5.0 | 0.2% | | | √ | √ | | | √ | | | |
| 北汽极狐 | 1.7 | 0.1% | | | | | | | √ | | | |

资料来源：Marklines，乘联会，国海证券研究所

2.3、新泉内饰：产品+客户拓展，未来有望继续高增长

深耕优质自主客户，拓展外资合资品牌。公司成立之初以仪表板总成为核心产品，迅速与一汽集团等汽车制造商形成合作关系。此后公司逐步扩大汽车饰件产品应用范围，快速抢占以中、重型卡车为代表的商用车市场，与一汽解放、北汽福田、陕西重汽、中国重汽、东风汽车等商用车企业合作。同时，公司产品不断应用于乘用车领域，与国际知名电动汽车品牌以及吉利汽车、奇瑞汽车、长城汽车、比亚迪等自主品牌建立了良好的合作关系，并将产品拓展至理想汽车、蔚来汽车等国产新势力品牌以及一汽大众、上海大众、广汽集团等合资品牌。

图 25：公司主要客户历史变化



资料来源：新泉股份招股说明书，新泉股份可转债募集说明书，国海证券研究所

客户集中度较高，国际知名电动品牌客户等新能源客户收入提升显著。近年来，公司前五名客户销售收入合计占主营业务收入的比重超过 70%，2020 年以前，公司主要客户基本保持稳定。2014~2020 年前五名客户中均包含吉利汽车、奇瑞汽车和一汽集团。2021 年，由于国际知名电动品牌客户上海建立生产基地后增加对本土零部件的需求，因此对公司采购量较高，受项目放量影响，成为公司新增前五大客户。2022 年度，公司新增配套比亚迪元 Plus 项目仪表板并快速上量，比亚迪成为公司新增前五大客户。

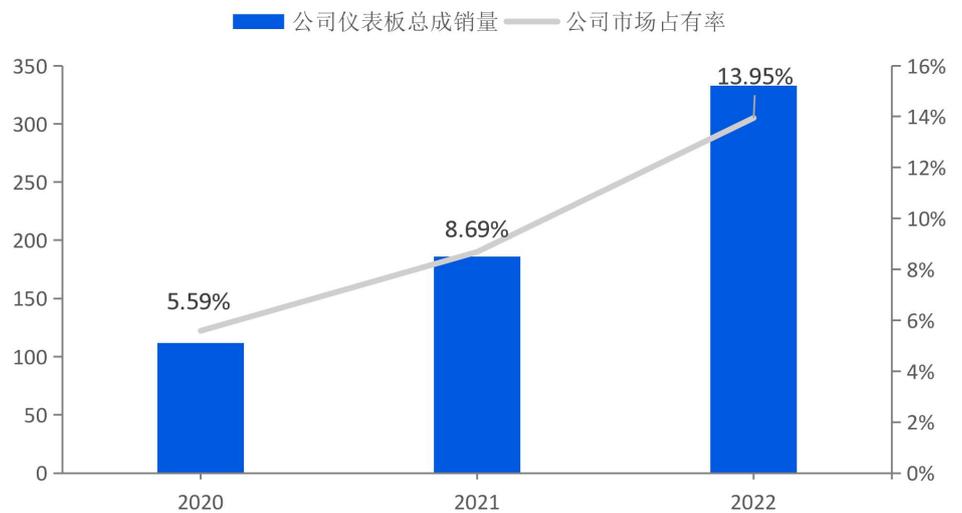
图 26：2015-2023 年公司前五大客户销售收入（亿元）及增长率

| | 2015 | | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 增长率 | 2019 | | |
|---|------|------|------|-----------------|------|--------|-----------------|-------|-------|------|-------|------|
| | 客户 | 销售收入 | 客户 | 销售收入 | 客户 | 销售收入 | 客户 | 销售收入 | | 客户名称 | 销售收入 | 增长率 |
| 1 | 吉利汽车 | 2.23 | 吉利汽车 | 3.86 | 吉利汽车 | 9.59 | 吉利汽车 | 10 | 4% | 吉利汽车 | 8.95 | -11% |
| 2 | 奇瑞汽车 | 2.07 | 上汽集团 | 2.14 | 上汽集团 | 6.26 | 上汽集团 | 8.48 | 35% | 上汽集团 | 4.62 | -45% |
| 3 | 一汽集团 | 0.86 | 广汽集团 | 1.69 | 北汽福田 | 2.55 | 奇瑞汽车 | 3.39 | 167% | 奇瑞汽车 | 3.53 | 4% |
| 4 | 北汽福田 | 0.8 | 一汽集团 | 1.41 | 一汽集团 | 2.52 | 一汽集团 | 2.07 | -18% | 一汽集团 | 2.75 | 33% |
| 5 | 上汽集团 | 0.27 | 奇瑞汽车 | 1.41 | 广汽集团 | 2.05 | 北汽福田 | 2.04 | -20% | 北汽福田 | 2.43 | 19% |
| | 2020 | | | 2021 | | | 2022 | | | 2023 | | |
| | 客户名称 | 销售收入 | 增长率 | 客户名称 | 销售收入 | 增长率 | 客户名称 | 销售收入 | 增长率 | 客户名称 | 销售收入 | 增长率 |
| 1 | 吉利汽车 | 9.2 | 3% | 吉利汽车 | 9.84 | 7% | 吉利汽车 | 16.57 | 68% | 客户1 | 22.54 | 40% |
| 2 | 上汽集团 | 4.59 | -1% | 奇瑞汽车 | 7.69 | 80% | 国际知名品牌 电动车企业 | 15.72 | 215% | 客户2 | 20.19 | 18% |
| 3 | 一汽集团 | 4.42 | 61% | 国际知名品牌 电动车企业 | 4.99 | 51887% | 奇瑞汽车 | 10.27 | 34% | 客户3 | 17.06 | 65% |
| 4 | 奇瑞汽车 | 4.26 | 21% | 上汽集团 | 3.33 | -28% | 上汽集团 | 3.34 | 1% | 客户4 | 9.95 | 441% |
| 5 | 北汽福田 | 2.89 | 19% | 一汽集团 | 3.26 | -26% | 比亚迪 | 2.23 | 1617% | 客户5 | 5.03 | 126% |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

深度挖掘客户需求，现有内饰产品市场占有率有望进一步提升。截至 2022 年，公司乘用车仪表板总成市场占有率提升至 13.95%，随着公司在乘用车业务领域的持续扩展，进入上汽大众、一汽大众、国际知名电动品牌客户等合资、外资品牌以及新势力品牌的供应商体系，深度挖掘客户需求，提高现有订单份额并积极获取新项目订单，公司现有内饰产品在乘用车领域的市场占有率将会进一步提升。

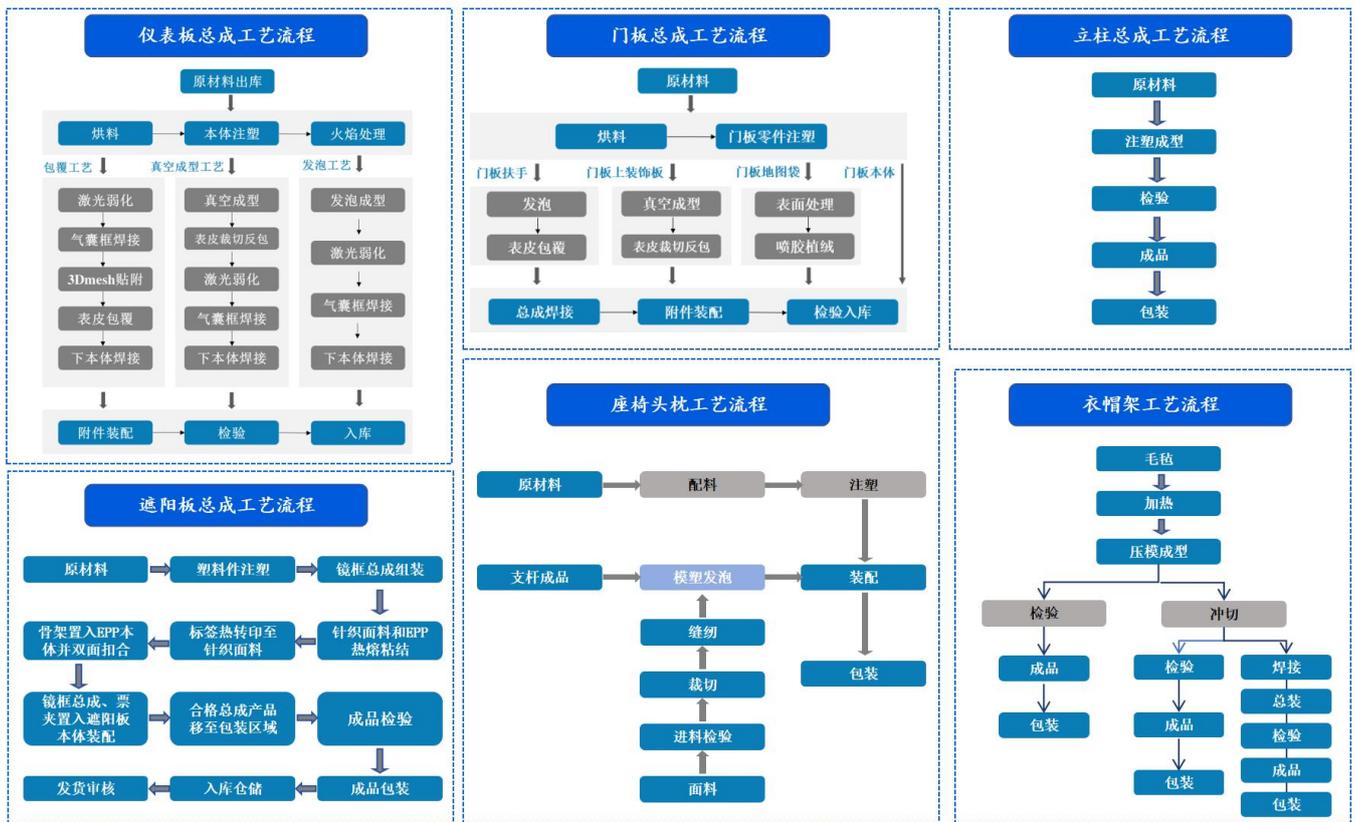
图 27：公司乘用车仪表板总成销量（万套）及国内市场占有率



资料来源：公司公告，国海证券研究所

生产工艺领先，公司内饰产品可向头枕、座椅等方向拓展。汽车内饰的主流制造工艺包括注塑成型、压模成型、发泡成型等。由于不同内饰产品的生产工艺存在相关性，因此公司拓展产品矩阵难度较低。目前公司已掌握搪塑、注塑、发泡等工艺外，在生产中还广泛应用阴模成型、双料注塑、激光弱化、冷刀弱化、双层叠模、水刀切割、火焰处理等先进工艺，部分工艺技术达到领先水平，为公司拓展产品应用范围打下基础。我们认为，未来公司有望将产品矩阵拓展至头枕、遮阳板、座椅等领域。

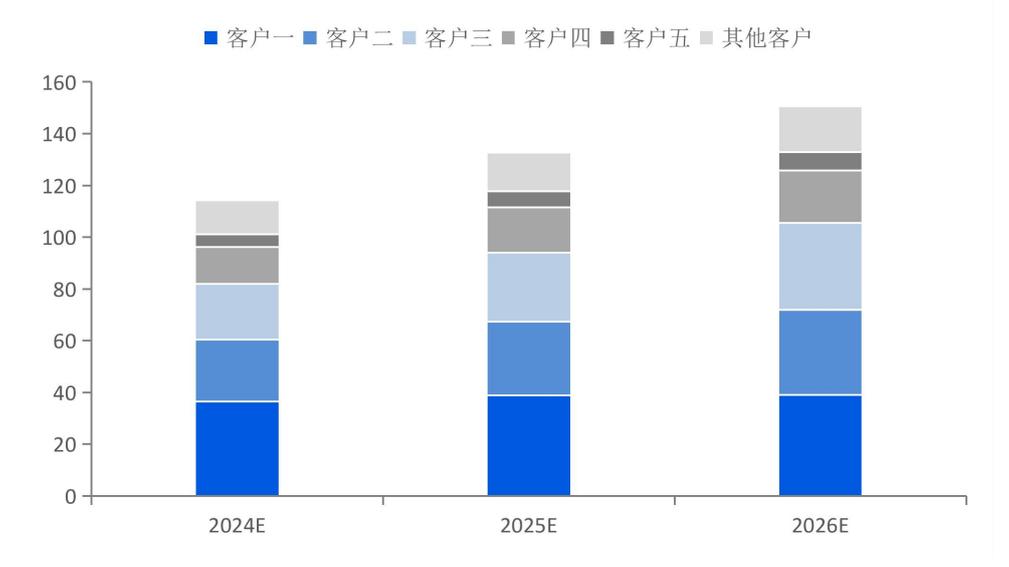
图 28：仪表板等产品生产工艺流程



资料来源：新泉股份/常熟汽饰/岱美股份/继峰股份公司公告，国海证券研究所

现有客户份额提升+客户放量，公司内饰板块收入可观。目前公司内饰板块主要大客户包括国际知名电动品牌客户、吉利、奇瑞汽车、理想、比亚迪等主机厂，我们认为，随着公司为现有客户配套产品的份额持续提升和公司客户新车型放量，公司门板、仪表板和立柱产品的全市场份额有望持续提升。此外，公司有望逐步将产品拓展至头枕、遮阳板、座椅等领域，汽车内饰件品有望为公司释放可观业绩弹性。

图 29：我们对公司内饰产品弹性的测算（亿元）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

3、外饰业务：逐渐进入收获期，有望成为第二增长极

3.1、市场空间：汽车外饰单车价值提升，预计国内市场空间持续扩大

汽车外饰在整车中主要起到美化、防护、安全等作用。外饰件主要包括保险杠、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。汽车外饰零部件的设计需求包括外观、耐久性、轻量化、成本效益和安全性，其中外饰件感观质量在整车中越来越重要。

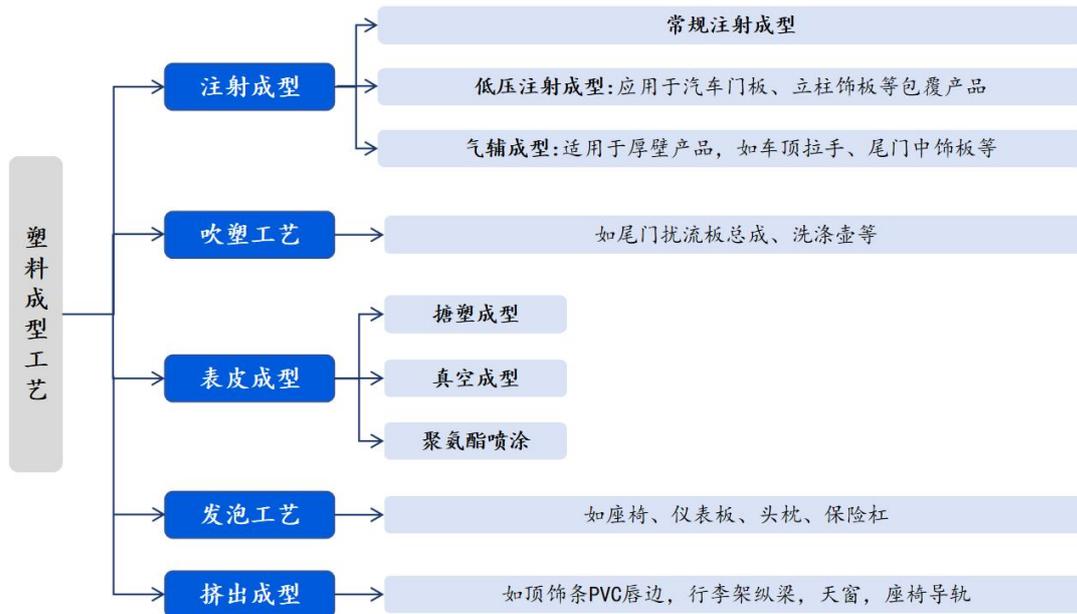
图 30：汽车外饰部件



资料来源：汽车测试网

内外饰产品原材料和生产工艺具有共性，公司从内饰领域向外饰领域拓展难度较低。与内饰产品相同，塑料是内外饰选材中用量最多的材料，塑料成型工艺是内外饰系统最常用的工艺。主要包括注塑成型、吹塑成型、表皮成型、发泡工艺、挤出成型等，原材料和生产工艺的相关性使得国际汽车饰件公司多同时供应汽车内饰件产品和外饰件产品，因此公司从内饰领域向外饰领域拓展难度较低。

图 31：塑料成型工艺分类及常见汽车内外饰应用



资料来源：《汽车内外饰设计》邱国华等，国海证券研究所

不包含车灯情况下汽车外饰件单车价值量在 1600-2900 元之间。相比汽车内饰件，汽车外饰单一品类价值量较低，不含车灯系统的情况下，汽车外饰件的单车配套价值量约在 1600-2900 元之间。

表 2：汽车外饰件单车价值量（元）

| 外饰件种类 | 单价 | 单车配套件数 | 单车配套价值量 |
|------------------|----------|--------|-----------|
| 车灯系统 | 800-3000 | 1 | 800-3000 |
| 保险杠 | 500-1000 | 2 | 1000-2000 |
| 侧裙板 | 50-80 | 2 | 100-160 |
| 行李架 | 100-120 | 1 | 100-120 |
| 车把手 | 20-30 | 4 | 80-120 |
| 出风格栅 | 60-100 | 1 | 60-100 |
| 车窗亮条 | 15-25 | 4 | 60-100 |
| 密封条 | 10-15 | 6 | 60-90 |
| 后视镜 | 30-45 | 2 | 60-90 |
| 挡泥板 | 15-20 | 4 | 60-80 |
| 车标 | 10-20 | 2 | 20-40 |
| 外饰件系统单车价值合计 | | | 2400-5900 |
| 外饰件系统单车价值合计（除车灯） | | | 1600-2900 |

资料来源：前瞻产业研究院，盖世汽车研究院公众号，新泉股份公司公告，模塑科技公司公告，国海证券研究所

轻量化和智能化发展趋势带动汽车外饰件单车价值量提升。在汽车轻量化的发展趋势下，外饰件朝着薄壁化和一体化等轻型设计发展，塑料在外饰件中的用量增加，同时对碳纤维和轻型功能复合材料的需求增加。此外，除原有的保护、装饰功能，汽车外饰件在智能化落地中扮演着重要角色，汽车智能钥匙、智能前脸、智能车灯等功能升级促进汽车外饰单车价值量提升。因此在汽车轻量化和智能化的发展趋势下，汽车外饰件市场规模有望持续扩大。

基于中国经济网和中国电动汽车百人会论坛假设，我们做出以下假设：1) 到 2025/2030 年，中国乘用车市场规模超过 2720/3040 万辆，到 2030 年，全球乘用车市场规模超过 8000 万辆；2) 汽车外饰件单车价值量持续提升。据我们测算，2023 年我国汽车外饰件市场规模大约为 1265 亿元，到 2030 年有望增长至 1680 亿元。

图 32：我们对中国和全球的汽车外饰市场规模测算

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-----------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国乘用车产量（万辆） | 2134 | 1994 | 2140 | 2381 | 2609 | 2687 | 2767 | 2823 | 2879 | 2937 | 2996 | 3056 |
| 全球乘用车产量（万辆） | 6715 | 5583 | 5705 | 6160 | 6591 | 6776 | 6972 | 7174 | 7382 | 7596 | 7817 | 8043 |
| 车灯系统单车价值（元） | 2398 | 2447 | 2497 | 2548 | 2600 | 2652 | 2705 | 2759 | 2814 | 2871 | 2928 | 2987 |
| 保险杠单车价值（元） | 1384 | 1412 | 1441 | 1470 | 1500 | 1515 | 1530 | 1545 | 1561 | 1577 | 1592 | 1608 |
| 侧裙板单车价值（元） | 120 | 122 | 125 | 127 | 130 | 131 | 133 | 134 | 135 | 137 | 138 | 139 |
| 行李架单车价值（元） | 101 | 104 | 106 | 108 | 110 | 111 | 112 | 113 | 114 | 116 | 117 | 118 |
| 车把手单车价值（元） | 92 | 94 | 96 | 98 | 100 | 105 | 110 | 116 | 122 | 128 | 134 | 141 |
| 出风格栅单车价值（元） | 74 | 75 | 77 | 78 | 80 | 81 | 82 | 82 | 83 | 84 | 85 | 86 |
| 车窗亮条单车价值（元） | 74 | 75 | 77 | 78 | 80 | 81 | 82 | 82 | 83 | 84 | 85 | 86 |
| 密封条单车价值（元） | 69 | 71 | 72 | 74 | 75 | 76 | 77 | 77 | 78 | 79 | 80 | 80 |
| 后视镜单车价值（元） | 69 | 71 | 72 | 74 | 75 | 83 | 91 | 100 | 110 | 121 | 133 | 146 |
| 挡泥板单车价值（元） | 65 | 66 | 67 | 69 | 70 | 71 | 71 | 72 | 73 | 74 | 74 | 75 |
| 车标单车价值（元） | 28 | 28 | 29 | 29 | 30 | 30 | 31 | 31 | 31 | 32 | 32 | 32 |
| 中国汽车外饰件市场规模（亿元） | | | | | | | | | | | | |
| 车灯系统市场规模 | 512 | 488 | 534 | 607 | 678 | 713 | 749 | 779 | 810 | 843 | 877 | 913 |
| 保险杠市场规模 | 295 | 281 | 308 | 350 | 391 | 407 | 423 | 436 | 449 | 463 | 477 | 491 |
| 侧裙板市场规模 | 26 | 24 | 27 | 30 | 34 | 35 | 37 | 38 | 39 | 40 | 41 | 43 |
| 行李架市场规模 | 22 | 21 | 23 | 26 | 29 | 30 | 31 | 32 | 33 | 34 | 35 | 36 |
| 车把手市场规模 | 20 | 19 | 21 | 23 | 26 | 28 | 31 | 33 | 35 | 37 | 40 | 43 |
| 出风格栅市场规模 | 16 | 15 | 16 | 19 | 21 | 22 | 23 | 23 | 24 | 25 | 25 | 26 |
| 车窗亮条市场规模 | 16 | 15 | 16 | 19 | 21 | 22 | 23 | 23 | 24 | 25 | 25 | 26 |
| 密封条市场规模 | 15 | 14 | 15 | 18 | 20 | 20 | 21 | 22 | 22 | 23 | 24 | 25 |
| 后视镜市场规模 | 15 | 14 | 15 | 18 | 20 | 22 | 25 | 28 | 32 | 35 | 40 | 45 |
| 挡泥板市场规模 | 14 | 13 | 14 | 16 | 18 | 19 | 20 | 20 | 21 | 22 | 22 | 23 |
| 车标市场规模 | 6 | 6 | 6 | 7 | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 | 9 | 10 | 10 |
| 中国汽车外饰系统市场规模 | 955 | 910 | 997 | 1132 | 1265 | 1326 | 1390 | 1443 | 1499 | 1557 | 1617 | 1680 |
| 全球汽车外饰件市场规模（亿元） | | | | | | | | | | | | |
| 全球汽车外饰系统市场规模 | 3004 | 2549 | 2657 | 2928 | 3197 | 3344 | 3502 | 3668 | 3842 | 4026 | 4219 | 4422 |

资料来源：前瞻产业研究院，新泉股份公司公告，模塑科技公司公告，盖世汽车研究院公众号，国海证券研究所

3.2、竞争格局：外饰件供应商大多同时供应内外饰，市场格局分散

外饰件供应商大多同时供应内外饰产品。国内主要外饰件供应商包括延锋汽饰、一汽富维、常熟汽饰等，均同时提供内外饰产品，覆盖领域较为全面。国外外饰件供应商中，彼欧主要专注外饰领域、麦格纳、佛吉亚、爱信均为等国际内外饰龙头企业。

图 33：不同地区分种类外饰供应商

| 外饰种类 | 国内主要供应商 | 欧洲&美洲主要供应商 | 日本主要供应商 |
|-------|---------------------------------------|--|--------------------------|
| 前后保险杠 | 一汽富维、延锋汽饰、模塑科技、华域汽车、佛吉亚、延锋彼欧、麦格纳、新泉股份 | 彼欧、麦格纳、SMP、海斯坦普 | 丰田、日产、本田、铃木、斯巴鲁、大发几乎全部自产 |
| 车外饰条 | 凯恩斯、一汽富维、爱信、丰田合成、延锋汽饰、常熟汽饰 | 彼欧、麦格纳、佛吉亚、海斯坦普 | 爱信、丰田合成、发尔特克 |
| 前格栅 | 延锋彼欧、弗迪科技、发尔特克、沈阳道达、一汽富晟、宁波华翔、江苏天和 | 彼欧、麦格纳、佛吉亚、敏实集团 | 丰田合成、发尔特克 |
| 门外把手 | 常熟汽饰、弗迪科技、爱信、瑞尔实业、江苏天和 | ADAC、爱信、爱信、美蓓亚三美、Huf Huelbeck & Fuerst | 爱信、美蓓亚三美 |
| 外后视镜 | 一汽富维、上海吕巷、宁波华翔、麦格纳、博途森、法可赛、瑞尔实业、江苏天和 | 麦格纳、SMR、斯玛瑞、镜泰、法可赛 | 村上开明堂、市光工业 |
| 密封条 | 建新赵氏、江阴海达、浙江仙通、鹏翎股份、丰田合成、敏实集团 | 哈金森、库博标准、麦格纳、丰田合成 | 西川橡胶、丰田合成 |
| 扰流板 | 常熟汽饰、延锋彼欧、模塑科技、宁波华翔、长沙东阳、敏实集团 | 彼欧、麦格纳 | 爱信、日本井上、发尔特克 |
| 行李架 | 发尔特、东箭汽车、维杰汽车、诺博汽车、飞塑科技 | 麦格纳、海斯坦普、JAC | 爱信、发尔特克 |

资料来源：Marklines，国海证券研究所

目前公司外饰已进入理想、奇瑞供应体系，可拓展客户范围较广。目前我国外饰件领域中，延锋汽饰、模塑科技、一汽富维、麦格纳、浙江仙通等企业进入较多主机厂外饰供应体系，目前公司外饰已进入理想、奇瑞供应体系，因此公司可拓展客户范围较广，外饰领域弹性较大。

图 34：国内主机厂部分外饰供应商配套关系（销量和市占率）

| | 2023年销量 (万元) | 市占率 | 新泉股份 | 延锋汽饰 | 模塑科技 | 一汽富维 | 诺博汽车 | 佛吉亚 | 麦格纳 | 比亚迪电子 | 浙江仙通 | 常熟汽饰 | 丰田合成 | 鹏翎股份 |
|--------|-----------------|-------|------|------|------|------|------|-----|-----|-------|------|------|------|------|
| 比亚迪 | 303.4 | 11.8% | | √ | | | | | | √ | | | | |
| 一汽大众 | 185.6 | 7.2% | | | | √ | | | | | | √ | | |
| 吉利 | 171.1 | 6.6% | | | | √ | | | | | √ | √ | | |
| 长安汽车 | 150.0 | 5.8% | | | | | | | | | √ | | | |
| 奇瑞 | 162.6 | 6.3% | √ | | | | | | √ | | √ | | | |
| 上汽大众 | 120.2 | 4.7% | | √ | | | | | | | √ | | | |
| 长城汽车 | 105.9 | 4.1% | | | | | √ | | | | | | | |
| 上汽通用 | 101.8 | 3.9% | | √ | √ | | | | | | √ | | | |
| 上汽乘用车 | 96.7 | 3.7% | | | √ | | | | | | | | | |
| 特斯拉 | 95.0 | 3.7% | | √ | | √ | | | √ | | | | | |
| 一汽丰田 | 80.2 | 3.1% | | | | | | | | | | | √ | |
| 东风日产 | 73.4 | 2.8% | | | | | | | | | √ | | | |
| 华晨宝马 | 69.4 | 2.7% | | √ | √ | | | | | | | | | |
| 北京奔驰 | 56.6 | 2.2% | | | √ | | | | | | | | | |
| 广汽埃安 | 50.0 | 1.9% | | | | | | | | | | √ | | |
| 理想 | 38.0 | 1.5% | √ | | | | | | √ | | | √ | | |
| 一汽红旗 | 34.4 | 1.3% | | | | √ | | | | | | | | |
| 长安福特 | 21.7 | 0.8% | | √ | | | | √ | √ | | | | | |
| 蔚来 | 16.0 | 0.6% | | | | | | | | | | | | |
| 赛力斯 | 15.5 | 0.6% | | | | | | | | | | | | √ |
| 小鹏汽车 | 14.0 | 0.5% | | √ | | | | | | | | | | |
| 长安深蓝 | 11.8 | 0.5% | | | | | | | | | | | | √ |
| 奇瑞捷豹路虎 | 5.0 | 0.2% | | | | | | | √ | | | | | |
| 小米汽车 | | | | | √ | | | | | | | | | |

资料来源：公司招股说明书，Marklines，国海证券研究所

3.3、新泉外饰：保险杠为主要产品，公司已与优质客户建立配套关系

公司主要外饰产品为保险杠，单车价值在 1000-2000 元左右，是汽车外饰产品中价值量较高的单品。公司外饰件产品主要为前后保险杠，是吸收缓和外界冲击力、防护车身前后部的安全装置，单车价值量较高。早期的汽车保险杠以金属材料为主，存在重量大、与车体造型不和谐等问题。随着汽车工业的发展，以聚丙烯为主要原料的塑化保险杠以其强度、刚性、轻量和装饰性的优点逐步取代了金属保险杠，并在乘用车上广泛使用。目前保险杠单车价值在 1000-2000 元左右，是汽车外饰产品中价值量较高的单品。

公司外饰件产品储备时间长，此前收入占比较低。公司进入外饰件领域时间较早，2012 年开始就推出了保险杠总成产品，初步具备了提供内外饰整体解决方案的能力，拥有丰富的生产经验和技術储备，并拥有鄂尔多斯，长沙，芜湖，大连四大外饰生产基地。但由于公司此前战略重心主要布局在内饰仪表板领域，外饰产品市场份额较低，收入贡献较小，2020 年以来，公司保险杠总成产品收入贡献均低于 1%。

图 35：汽车前后保险杠



资料来源：公司公告

图 36：公司保险杠总成收入（亿元）及占比（右）



资料来源：iFinD，国海证券研究所

主要外饰客户放量在即，2024 年外饰业务将正式发力。公司此前主要为奇瑞汽车和理想汽车配套保险杠产品，近两年获得的客户新定点项目将于 2024 年量产，随着公司保险杠产品在客户中份额的持续提高以及客户的不断拓展，我们认为公司保险杠业务将于 2024 年将迎来拐点。此外，目前公司外饰件产品主要为保险杠产品，产品矩阵可向侧裙板、行李架、密封条、出风格栅等产品拓展，我们认为随着公司不断丰富外饰产品矩阵并提高客户份额，公司外饰产品收入规模有望持续扩大。

4、海外拓展：积极拥抱国际市场，海外进入放量周期

4.1、海外发展历程：以国际知名电动品牌客户为基础走向国际舞台

公司不断推进国际化战略进程，国际知名电动品牌客户是公司国际化进程的重要支撑。公司的海外业务始于 2019 年，该年度公司开始筹建马来西亚新泉，主要配套客户为吉利集团收购的马来西亚本土品牌宝腾汽车。2020 年，公司与国际知名品牌电动车企业达成合作关系，取得了部分新车型项目仪表盘、副仪表盘等重点产品的定点，项目于 2021 年开始陆续放量，国际知名电动品牌客户于 2021 年开始成为公司前五大客户，贡献重要业绩增量。2021 年，为配套国际知名电动品牌客户在北美本土的工厂，公司筹建墨西哥新泉和美国新泉，并于 2021~2023 年前后三次向墨西哥新泉增资进行基地建设与产能扩充。2023 年 10 月，公司在斯洛伐克投资设立全资子公司，投资总额 2000 万欧元，为配套国际知名电动品牌客户欧洲工厂和其他欧洲客户做准备。

图 37：公司全球布局情况

| 时间 | 地点 | 备注 |
|----------|--------|-------------|
| 2019年 | 马来西亚新泉 | 配套宝腾汽车 |
| 2021年1月 | 墨西哥新泉 | 完成设立墨西哥子公司 |
| 2021年6月 | 美国新泉 | 完成设立美国子公司 |
| 2021年5月 | 墨西哥新泉 | 增资3000万美元 |
| 2023年2月 | 墨西哥新泉 | 增资5000万美元 |
| 2023年9月 | 墨西哥新泉 | 增资9500万美元 |
| 2023年10月 | 斯洛伐克新泉 | 完成设立斯洛伐克子公司 |
| 2023年10月 | 斯洛伐克新泉 | 增资4500万欧元 |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 38：公司 2014-2022 年分地区收入（亿元）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

国际知名电动品牌客户官宣墨西哥建厂，有望释放新的配套需求。2023 年 3 月，国际知名电动品牌官宣将在墨西哥北部新莱昂州蒙特雷建设生产下一代电动汽车的超级工厂。据晚点报道，墨西哥新工厂的最新计划年产能为 200 万辆，是上海工厂 2022 年的产能的 2.85 倍。墨西哥工厂将应用最新的生产制造技术制造两款售价约在 2.5 万美元的新车型及部分汽车零部件，它将帮该国际知名电动品牌实现下一阶段的销量扩张。鉴于公司已通过上海工厂进入国际知名电动品牌客户供应体系，公司有望获取国际知名电动品牌客户墨西哥工厂新订单，满足客户新的配套需求。

图 39：特斯拉各个工厂生产型号及预计产能

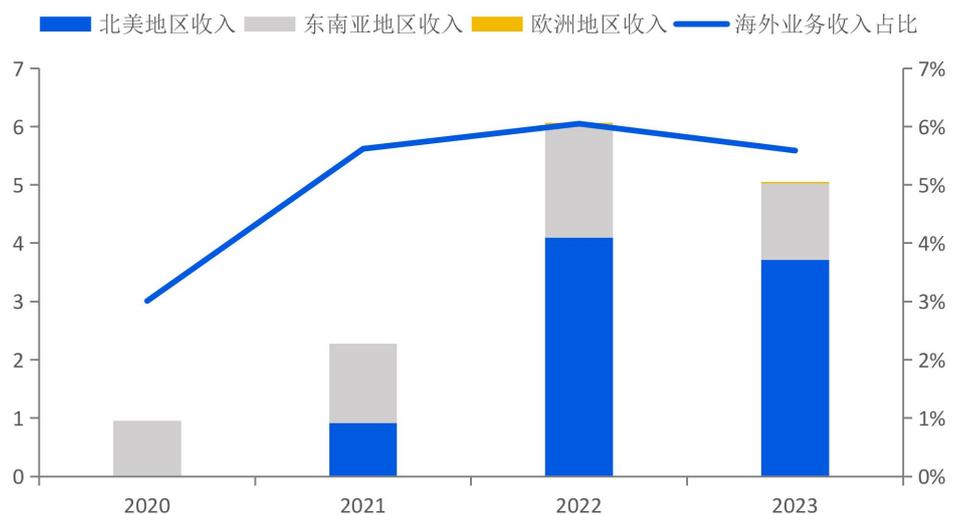
| 地区 | 车型 | 产能（万辆） |
|---------|-----------------|--------|
| 加利福尼亚工厂 | Model S/Model X | 10 |
| | Model 3/Model Y | 55 |
| 德州工厂 | Model Y | >25 |
| 上海工厂 | Model 3/Model Y | >75 |
| 柏林工厂 | Model Y | >35 |
| 墨西哥工厂 | - | 200 |

资料来源：车东西公众号，晚点 LatePost，国海证券研究所

4.2、海外未来趋势：海外业务有望于 2025 年迎来拐点，并成为公司长期增长点

北美地区业务增长显著。近年来，随着公司国际知名电动品牌客户北美地区工厂配套项目的稳步推进，公司的外销收入规模和占比逐年上升，2022 年公司海外业务达到 6.05 亿元，海外业务收入占比已达到 9.67%，其中北美地区 2023 年贡献海外收入的 74%，增长显著。

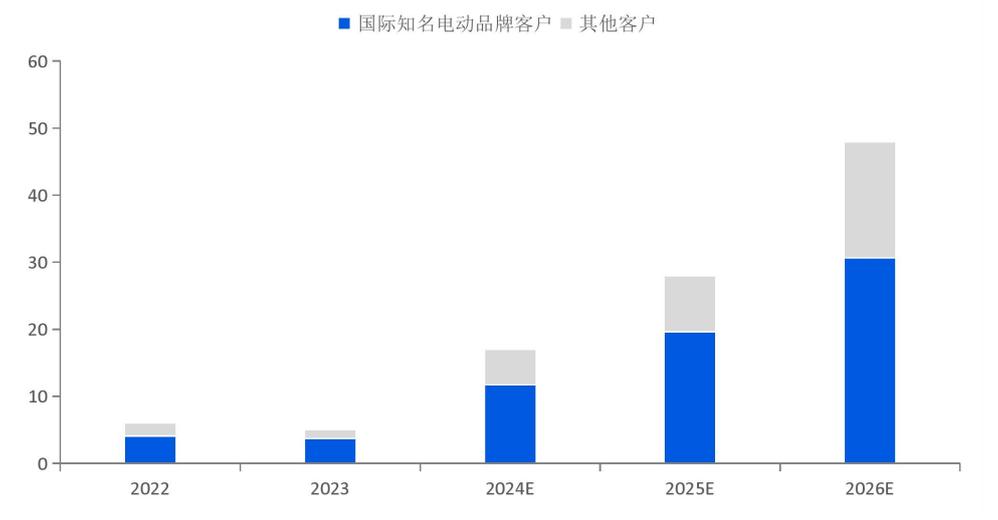
图 40：2020-2022 年公司海外业务销售收入（亿元）及占主营业务比例（右）



资料来源：iFind，国海证券研究所

海外业务或于 2025 年迎来拐点，成为公司长期增长点。公司墨西哥工厂进展顺利，于 2022 年下半年投产，开始贡献收入。我们认为，公司为国际知名电动品牌客户下一代车型的配套项目有望于 2025 年量产，同时有望为国际知名电动品牌客户德国工厂实现配套，海外业务有望迎来拐点。此外，公司海外工厂有望持续拓展国际主机厂新客户，配套福特、沃尔沃等北美和欧洲地区客户，经我们测算，2024~2026 年，公司有望实现海外收入 17/28/48 亿元，成为公司长期增长点。

图 41：我们对公司 2022-2026 年的海外收入及预测（亿元）



资料来源：iFinD，国海证券研究所

5、盈利预测与评级

5.1、核心逻辑

未来发展展望：内外饰发力+海外拓展，下一轮成长正在开启。

内饰业务：市占率提升+ASP 提升驱动继续成长。 1) **市场空间：**消费升级+汽车“新四化”，汽车内饰附加值提升，ASP 提升，我们预计国内汽车内饰市场有望从 2023 年的 2457 亿元提升至 2025/2030 年的 2784/3339 亿元（测算详见“图 17”）。2) **竞争格局：**主机厂格局变迁（自主崛起）+匹配相应速度要求提升+成本控制能力要求提升，原本匹配格局固化的内饰行业开始新变化，独立第三方自主内饰开始崛起。3) **新泉趋势：**产品拓展（现有仪表板和门板产品 ASP 提升+技术同源驱动下新的品类拓展）+客户拓展（已有客户吉利、国际知名电动品牌客户、奇瑞、理想、比亚迪等配套比例有望提升，并持续拓展新客户提高全市场占有率），我们预计公司内饰业务 2024~2026 年收入有望达 114/133/151 亿元，同比增长 24%/16%/13%。

外饰业务：2024 年开始进入收获期，有望成为第二增长极。 公司布局外饰领域历史悠久，但此前公司战略重心主要在内饰领域，外饰业务绝对收入和占比均较低。最近几年公司获得奇瑞多个外饰项目和理想的外饰项目新定点，预计于 2024 年逐步量产，外饰业务发展加速迎来拐点，我们预计公司 2024~2026 年外饰业务贡献收入有望达 9/25/35 亿元，相比之前明显放量。

海外拓展：积极拥抱国际市场，海外进入放量周期。 目前公司在北美、欧洲、东南亚均有生产基地布局，可满足国际主机厂本土配套需求。北美生产基地有望继续为国际知名电动品牌客户现有车型和下一代车型配套，并拓展福特等本土客户，欧洲生产基地有望为国际知名电动品牌客户德国工厂和沃尔沃配套，东南亚生产基地将继续辐射吉利海外品牌和其他自主品牌主机厂位于东南亚的生产基地。我们认为，2024~2026 年，公司有望实现海外收入 17/28/48 亿元，成为公司长期增长点。

公司是国内汽车内外饰优质企业，其内饰业务有望随市占率提升+ASP 提升继续成长、外饰业务基于前期的客户和产品储备即将在 2024 年进入收获期，海外业务随着海外基地投产和客户放量有望成为公司未来中期其新增长动力。我们看好公司长远发展，预计公司 2024-2026 年实现主营业务收入 137.02、175.32、206.15 亿元，同比增速为 30%、28%、18%；实现归母净利润 11.08、14.22、17.62 亿元，同比增速为 38%、28%、24%；EPS 为 2.27、2.92、3.62 元，对应当前股价的 PE 估值分别为 18、14、12 倍，维持“买入”评级。

图 42：公司盈利预测（百万元）

| | 客户 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 仪表盘总成收入 | 主要客户一 | | | 3,217 | 3,387 | 3,387 |
| | 主要客户二 | | | 1,732 | 2,019 | 2,338 |
| | 主要客户三 | | | 1,648 | 1,977 | 2,324 |
| | 主要客户四 | | | 493 | 762 | 912 |
| | 其他客户 | | | 1,059 | 1,217 | 1,339 |
| | 合计收入 | 4,560 | 6,983 | 8,150 | 9,361 | 10,301 |
| | YOY | 59.78% | 53.13% | 16.71% | 14.86% | 10.03% |
| 门板总成收入 | 主要客户一 | | | 270 | 323 | 334 |
| | 主要客户二 | | | 617 | 754 | 873 |
| | 主要客户三 | | | 507 | 706 | 1,033 |
| | 主要客户四 | | | 924 | 980 | 1,120 |
| | 其他客户 | | | 409 | 488 | 593 |
| | 合计收入 | 1,276 | 1,749 | 2,726 | 3,251 | 3,953 |
| | YOY | 83.39% | 37.08% | 55.90% | 19.23% | 21.61% |
| 其他内饰产品 | 合计收入 | 274 | 505 | 556 | 667 | 800 |
| | YOY | | 84.24% | 10.00% | 20.00% | 20.00% |
| 内饰领域产品总收入 | | 6,110 | 9,237 | 11,432 | 13,279 | 15,054 |
| YOY | | 52.25% | 51.18% | 23.76% | 16.16% | 13.37% |
| 外饰板块收入 | 保险杠 | 43 | 92 | 637 | 1,804 | 2,156 |
| | 外饰附件产品 | 102 | 178 | 264 | 696 | 1,344 |
| | 合计收入 | 145 | 270 | 900 | 2,500 | 3,500 |
| YOY | | 304.21% | 85.42% | 233.75% | 177.78% | 40.00% |
| 主营业务总收入 | | 6,255 | 9,507 | 12,332 | 15,779 | 18,554 |
| YOY | | 54.49% | 51.97% | 29.72% | 27.95% | 17.59% |
| 其中海外业务 | | 605 | 503 | 1,700 | 2,800 | 4,800 |
| YOY | | 165.86% | -16.83% | 237.85% | 64.71% | 71.43% |
| 营业总收入 | | 6,947 | 10,572 | 13,702 | 17,532 | 20,615 |
| 销售毛利率 | | 19.73% | 20.05% | 20.93% | 21.24% | 22.55% |
| 销售净利率 | | 6.81% | 7.62% | 8.08% | 8.11% | 8.55% |
| 归母净利润 | | 471 | 806 | 1,108 | 1,422 | 1,762 |
| YOY | | 65.69% | 71.19% | 37.43% | 28.35% | 23.91% |

资料来源：Wind，国海证券研究所

5.2、历史估值复盘

回顾新泉过去历史估值，大致可分为以下三个阶段：

(1) 2018-2019 年：车市低迷上游业绩承压，估值回落。2017 年开始，我国汽车市场增速开始下滑，2017Q4 开始，公司业绩承压开始显现，利润增速环比显著下滑，公司估值中枢回落。2018~2019 年，我国汽车市场总体低迷，连续

两年实现负增长，处于产业链上游的公司 2018 年业绩承压增速放缓，2019 年出现负增长，公司估值下降，PE 中枢区间处于 9-18 倍之间。

(2) 2020 年-2023H1：大客户带动公司业绩大幅增长，估值提升。2020 年开始，公司进入国际知名电动品牌客户供应体系，国际知名电动品牌客户大规模放量公司带动公司业绩大幅增长，除 2020 年年初上海公共卫生事件导致估值较低，2020 年 H1~2023 年 H1，公司估值中枢处于 27-37 倍之间。

(3) 2023H2~2024 年初：2023H2 至 2024 年初（截至 4/19）， 市股市整体回落+市场对汽车供应链年降以及海外市场不及预期担忧，公司 PE 中枢回落至 18-27 倍区间，而我们认为 2024~2026 年基于**内外饰发力+海外拓展**，公司有望仍然保持较高增速，公司有望仍然保持较高增速，业绩兑现有望反映在估值修复上。

图 43：公司历史估值复盘



资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所（注：截至 2024/4/16）

6、风险提示

1) 原材料价格持续上涨。

公司主要原材料为塑料粒子、面料、外协件等，报告期各期，直接材料成本占主营业务成本比重较高，对公司毛利率的影响较大，如果上述原材料价格出现大幅波动，将直接导致公司产品成本出现波动，进而影响公司的盈利能力。

2) 销量不及预期。

若宏观经济出现增长放缓或下降导致汽车行业出现需求下降、库存积压等经营困难状况，公司将面临出现销量不及预期风险。

3) 新产品研发不及预期。

公司所生产的内外饰新产品必须经过客户严格质量认证后方可批量供货，认证过程周期长、环节多、不确定性大，公司存在因新产品研发缓慢或未通过认证进而影响业绩平稳增长和与客户持续合作的风险。

4) 海外工厂产能提升不及预期。

目前公司海外工厂尚处于爬坡阶段，公司海外销量尤其是北美销量短期内受产能瓶颈制约，如果新投产产能爬坡较慢，公司海外销量有可能不及预期。

5) 海外市场拓展不及预期。

全球经济形势变动和地缘政治局势的不稳定性可能导致公司海外客户拓展不及预期，影响海外业务收入。

6) 市场空间测算存在偏差。

我们在进行市场空间测算时，对产品单车价值量及其增速，对乘用车产量增速的假设可能存在主观假设，因此市场空间测算可能存在偏差。

7) 国内国际市场不可完全对比。

不同国家的政策、法律法规以及市场环境可能存在差异，因此国内汽车内外饰市场和国际汽车内外饰市场不可完全对比。

8) 汽车内外饰行业竞争加剧。

汽车行业竞争白热化，可能会将降本压力传导至产业链上游，为争夺更高市场份额，汽车内外饰供应商之间的竞争将会加剧。

附表：新泉股份盈利预测表

| 证券代码： | 603179 | | | | 股价： | 41.63 | 投资评级： | 买入 | 日期： | 2024/04/19 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标与估值 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| ROE | 16% | 19% | 20% | 20% | EPS | 1.65 | 2.27 | 2.92 | 3.62 | |
| 毛利率 | 20% | 21% | 21% | 23% | BVPS | 10.17 | 11.83 | 14.50 | 17.89 | |
| 期间费率 | 6% | 7% | 7% | 8% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 8% | 8% | 8% | 9% | P/E | 30.73 | 18.31 | 14.27 | 11.52 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 4.98 | 3.52 | 2.87 | 2.33 | |
| 收入增长率 | 52% | 30% | 28% | 18% | P/S | 2.34 | 1.48 | 1.16 | 0.98 | |
| 利润增长率 | 71% | 38% | 28% | 24% | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表（百万元） | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 总资产周转率 | 0.93 | 0.97 | 1.08 | 1.07 | 营业收入 | 10572 | 13702 | 17532 | 20615 | |
| 应收账款周转率 | 4.30 | 4.56 | 5.24 | 5.19 | 营业成本 | 8452 | 10834 | 13808 | 15966 | |
| 存货周转率 | 4.00 | 4.18 | 4.48 | 4.29 | 营业税金及附加 | 51 | 82 | 88 | 103 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 177 | 356 | 473 | 618 | |
| 资产负债率 | 63% | 61% | 60% | 57% | 管理费用 | 452 | 589 | 789 | 990 | |
| 流动比 | 1.33 | 1.40 | 1.46 | 1.57 | 财务费用 | -6 | -4 | -8 | -28 | |
| 速动比 | 0.86 | 0.91 | 0.97 | 1.06 | 其他费用/（-收入） | 457 | 603 | 789 | 990 | |
| | | | | | 营业利润 | 928 | 1293 | 1657 | 2051 | |
| 资产负债表（百万元） | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业外净收支 | -14 | -14 | -15 | -16 | |
| 现金及现金等价物 | 1416 | 1747 | 2766 | 3855 | 利润总额 | 914 | 1280 | 1642 | 2035 | |
| 应收款项 | 3112 | 3235 | 3945 | 4638 | 所得税费用 | 109 | 166 | 214 | 265 | |
| 存货净额 | 2475 | 2709 | 3452 | 3992 | 净利润 | 805 | 1113 | 1429 | 1771 | |
| 其他流动资产 | 2106 | 2592 | 3129 | 3678 | 少数股东损益 | 0 | 6 | 7 | 9 | |
| 流动资产合计 | 9109 | 10283 | 13292 | 16164 | 归属于母公司净利润 | 806 | 1108 | 1422 | 1762 | |
| 固定资产 | 3157 | 3317 | 3407 | 3432 | | | | | | |
| 在建工程 | 299 | 250 | 200 | 150 | 现金流量表（百万元） | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 无形资产及其他 | 876 | 896 | 912 | 919 | 经营活动现金流 | 590 | 1129 | 1575 | 1574 | |
| 长期股权投资 | 6 | 6 | 6 | 6 | 净利润 | 806 | 1108 | 1422 | 1762 | |
| 资产总计 | 13447 | 14752 | 17818 | 20671 | 少数股东损益 | 0 | 6 | 7 | 9 | |
| 短期借款 | 100 | 100 | 100 | 100 | 折旧摊销 | 329 | 344 | 364 | 378 | |
| 应付款项 | 5670 | 6019 | 7633 | 8648 | 公允价值变动 | 1 | 0 | 0 | 0 | |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | -669 | -346 | -233 | -590 | |
| 其他流动负债 | 1102 | 1250 | 1393 | 1570 | 投资活动现金流 | -988 | -461 | -300 | -185 | |
| 流动负债合计 | 6873 | 7369 | 9126 | 10319 | 资本支出 | -1073 | -475 | -317 | -205 | |
| 长期借款及应付债券 | 1445 | 1441 | 1441 | 1441 | 长期投资 | 93 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他长期负债 | 124 | 124 | 124 | 124 | 其他 | -7 | 14 | 18 | 21 | |
| 长期负债合计 | 1569 | 1565 | 1565 | 1565 | 筹资活动现金流 | 1135 | -335 | -256 | -301 | |
| 负债合计 | 8442 | 8934 | 10691 | 11884 | 债务融资 | 110 | -4 | 0 | 0 | |
| 股本 | 487 | 487 | 487 | 487 | 权益融资 | 1152 | -120 | 0 | 0 | |
| 股东权益 | 5006 | 5818 | 7127 | 8787 | 其它 | -126 | -211 | -256 | -301 | |
| 负债和股东权益总计 | 13447 | 14752 | 17818 | 20671 | 现金净增加额 | 736 | 331 | 1020 | 1089 | |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王瑜，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

吴铭杰，汽车行业研究助理，上海财经大学金融专业硕士，1年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。