

佛吉亚发展历程复盘及启示

——2024年汽车零部件的思考（三）

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

证券分析师：刘力宇

执业证书编号：S0600522050001

二零二四年五月三十日

■ 佛吉亚——拥有百年发展历史的法国汽车零部件供应商。

- ✓ 佛吉亚是法国主要的汽车零部件供应商，2023年在全球汽车零部件百强榜中排名第八，共拥有座椅、内饰、绿动智行、电子、照明和生命周期解决方案六大部门。
- ✓ 佛吉亚拥有超过百年的发展历史，最早可以追溯至1914年的Bertrand Faure。1999年ECIA和Bertrand Faure正式合并成立佛吉亚，后续又经过多轮收购兼并以及内生发展，最终形成了今天的业务布局。
- ✓ 佛吉亚整体的发展历程可以划分为四个阶段：1914-1998年为发展早期，佛吉亚还未正式成立，各业务仍独立发展；1999-2008年为平稳发展期，收入规模和收入结构整体稳定；2009-2015年为快速发展期，佛吉亚通过持续收购兼并的方式快速提升各个业务的能力和规模；2016-2023年为转型发展期，佛吉亚陆续剥离非核心业务并加速向电动化和智能化转型。

■ 新泉和佛吉亚均为汽车硬内饰件行业的主要供应商，但两家公司又在多个方面存在着不同点。

- ✓ **业务专注度：**新泉以注塑为核心工艺，专注于内外饰单一主业，属于单品类赛道布局；佛吉亚则为平台型公司，产品覆盖不同品类赛道，多品类的布局为佛吉亚带来了更高的单车价值量。
- ✓ **盈利能力：**新泉的高业务专注度为公司带来了更高的盈利能力，在成本管理和费用控制更具竞争力，营业利润率基本在10%的水平；佛吉亚内饰件业务营业利润率则处于较低水平，近年来在4%上下的水平。
- ✓ **客户结构：**新泉当前客户结构以自主品牌吉利、奇瑞+新势力理想+国际知名电动车企为主。佛吉亚早期（2000年）客户结构以欧洲车企为主；2010-2016年随着公司开拓北美业务，美系车企的收入占比开始上升；2017-2023年中国OEM客户的收入占比处于持续上升的状态。
- ✓ **全球化发展的阶段：**新泉目前仍处于全球化发展初期，正在进入海外资本开支的高峰阶段。佛吉亚凭借着悠久的历史，以及发展过程中不断地收购、兼并和整合，目前已经完成全球化的布局和发展。

✓ **全球化发展的路径：**佛吉亚在北美市场主要采用收购兼并的发展方式，2009-2012年陆续收购了Emcon、江森座椅工厂和福特旗下的内饰业务，并且在收购后的整合中取得不错效果，佛吉亚北美地区的营业利润率在2014-2018年实现了持续提升；佛吉亚在中国主要选择了成立合资公司的发展方式。新泉当前则采取的是跟随核心大客户自建海外产能的方式来实现海外扩张。

■ 内饰件赛道远期发展空间怎么看？

- ✓ 硬质内饰作为汽车饰件中的核心组成部分，拥有较高的单车价值量，对应全球市场空间广阔，根据我们的测算，2023年硬质内饰国内市场空间为1160亿元，全球市场空间高达2967亿元。
- ✓ 行业格局方面，全球内饰件行业在过去十年内持续推进整合，主要硬内饰企业的市场份额在过去数年间内缓慢持续提升，全球内饰件行业整合未来将持续推进，且内饰件行业后续几乎没有新进入者，长期看全球内饰件行业格局将趋于集中。
- ✓ 以佛吉亚为例，欧美地区是其内饰业务的主要市场，根据我们的测算，佛吉亚2015年在欧洲的市场份额为33%，北美的市场份额为15%。

■ 怎么看由内饰向座椅新业务拓展的可能性？

- ✓ 在全球范围内，延锋汽车饰件、佛吉亚、安道拓、李尔、麦格纳、安通林、富维安道拓和诺博汽车等Tier 1均（曾）同时布局了硬内饰和座椅件业务。
- ✓ 在工艺和产业链环节上，乘用车座椅相对更加复杂。乘用车座椅主要包括骨架（含调角器和滑轨）、发泡、面套、头枕扶手、电机和舒适系统等部件。硬质内饰件的原材料主要为塑料粒子（PP、ABS、PC/ABS 等），工艺也主要集中在注塑、搪塑和组装等。

- ✓ 新泉基于主副仪表板、门板产品中的核心工艺能力（注塑、发泡、搪塑、包覆和组装等），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。

- **投资建议：**推荐自主汽车内饰件龙头【**新泉股份**】。
- ✓ 1、内外饰单车价值量大，市场空间广阔，且公司有新产品拓展潜力。
- ✓ 2、核心内外饰行业格局好，真正做到一定规模的具备较强竞争力的自主民企数量少，基本无新进入者，格局整体呈现集中度提升和国产替代的大趋势。
- ✓ 3、公司竞争力突出，在成本控制和响应效率上相比竞争对手拥有明显优势；坚定推进全球化战略，后续海外市场将贡献重要增量。

- **风险提示：**乘用车行业销量不及预期，新客户及新产品开拓不及预期，原材料价格波动影响。



■ 佛吉亚发展历程的复盘

■ 新泉与佛吉亚的对比分析

■ 内饰件赛道远期发展空间怎么看

■ 由内饰向座椅新业务拓展的可能性

■ 投资建议及风险提示

一、佛吉亚发展历程的复盘

- 佛吉亚是法国主要的汽车零部件供应商，在《美国汽车新闻》的2023年全球零部件配套供应商百强榜中排名第八。
- 佛吉亚在2022年完成对海拉的收购。同时，公司业务也重组为六大部门，分别为：座椅、内饰、绿动智行、电子、照明和生命周期解决方案。

表1：佛吉亚当前共有六大业务部门

业务部门	业务概要
座椅 (Seating)	研发和生产乘用车座椅整椅、座椅骨架及座椅调节器
内饰 (Interiors)	研发和生产乘用车仪表板、副仪表板、门板以及座舱模块
绿动智行 (Clean Mobility)	研发和生产汽车排气系统、燃料电池系统零部件等
电子 (Electronics)	研发和生产显示屏、ADAS产品及座舱电子产品，由海拉电子和歌乐电子组成
照明 (Lighting)	研发和生产汽车车灯产品，包括大灯、尾灯等产品
生命周期解决方案 (Lifecycle Solutions)	研发和生产与延长汽车生命周期相关的解决方案等。

- **佛吉亚拥有超过百年的发展历史。**佛吉亚最早的历史可以追溯到1914年的Bertrand Faure；1999年Ecia与Bertrand Faure正式合并成立佛吉亚；2000年以来公司又经历多次收购兼并和剥离，最终形成今天的业务布局。

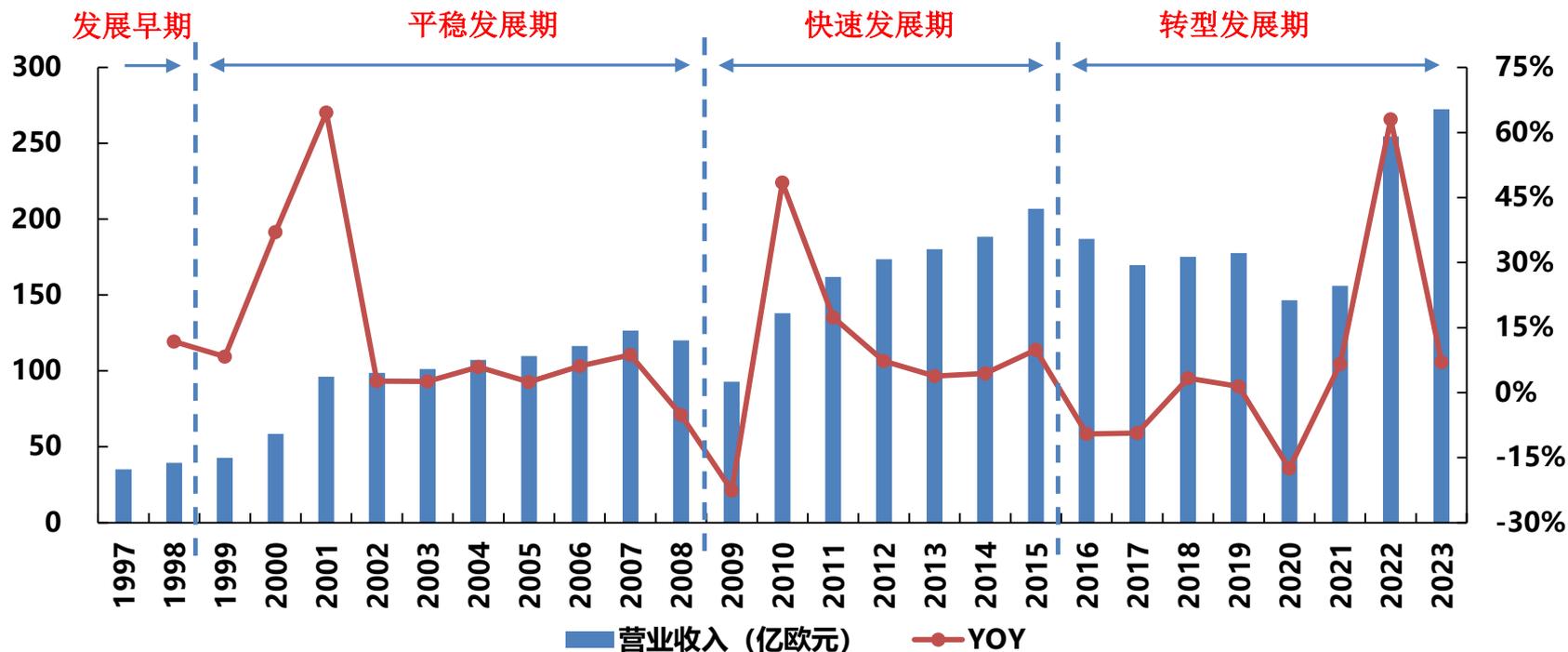
表2：佛吉亚发展历程复盘

时间	事件
1914	Bertrand Faure在巴黎郊区开设车间，生产电车和巴黎地铁的座椅
1929	Bertrand Faure获得了Epeda的专利，开始为汽车市场生产座椅系统。二战后，Bertrand Faure的客户包括雷诺、标致、雪铁龙等
1945	标致通过子公司Aciers et Outillage Peugeot和Peugeot Cycles生产汽车零部件
1987	Aciers et Outillage Peugeot和Peugeot Cycles合并成立ECIA
1990	Epeda Bertrand Faure收购德国Rentrop，成为了欧洲汽车座椅及其零部件的领导者
1997	ECIA收购Bertrand Faure
1999	Ecia与Bertrand Faure正式合并，改名为佛吉亚；佛吉亚并购美国排气系统公司AP Automotive Systems，以拓展北美业务。
2000	佛吉亚收购Sommer Allibert(由汽车地板覆层厂商Alfred Sommer和塑料部件厂商Allibert合并而成)
2009	佛吉亚收购Emcon Technologies，成为全球排气系统的领导者
2010	佛吉亚收购Plastal德国和西班牙业务，成为欧洲汽车外饰行业领导者；佛吉亚座椅部门收购了Hoerbiger Automotive Komfortsysteme GmbH公司的座椅舒适系统业务；佛吉亚内饰部门收购了全球汽车金属内饰件领导者Angell-Demmel Europe GmbH
2012	收购福特旗下ACH在美国密歇根州Saline的内饰部件业务
2014	佛吉亚与日本Howa成立合资内饰企业，开启了与日产在墨西哥、泰国、西班牙、巴西和南非的合作
2016	佛吉亚将外饰保险杠业务和前端模块业务出售给彼欧
2017	佛吉亚收购江西好帮手电子科技有限公司
2018	佛吉亚完成对法国派诺特（Parrot）的100%收购
2019	佛吉亚收购日本Clarion 100%股份，并整合旗下汽车电子业务，成立第四事业部——歌乐汽车电子
2022	佛吉亚完成对海拉的收购，加速在电动化和智能化领域的转型

佛吉亚的发展整体可以划分为四个阶段

- 1914-1998年（发展早期）：佛吉亚还未正式合并成立，各业务仍以独立个体的形式发展；
- 1999-2008年（平稳发展期）：1999年佛吉亚正式合并成立，座椅、内饰、排气系统和外饰四大业务板块完成整合并保持平稳发展的状态。
- 2009-2015年（快速发展期）：2008年金融危机后，佛吉亚开启了持续收购兼并的模式，在座椅、内饰、排气和外饰领域持续收购，提升自身业务规模和能力。
- 2016-2023年（转型发展期）：剥离掉非核心的外饰业务，持续向汽车电子和智能化转型发展。

图1：佛吉亚历年营业收入情况及发展阶段划分



■ 构成佛吉亚最初业务基盘的三家公司在合并前处于各自独立发展的阶段。

图2：1999年佛吉亚成立前，各业务板块处于独立发展的阶段

Bertrand Faure成立于1914年，最初生产电车和地铁座椅；

1929年获得Epeda的专利，开始进入汽车座椅行业；

1990年，收购德国Rentrop，成为了欧洲汽车座椅及其零部件的领导者。

ECIA源于标致雪铁龙的零部件业务；

1945年，标致通过两家子公司Aciers et Outillage Peugeot 和 Peugeot Cycles生产汽车零部件；

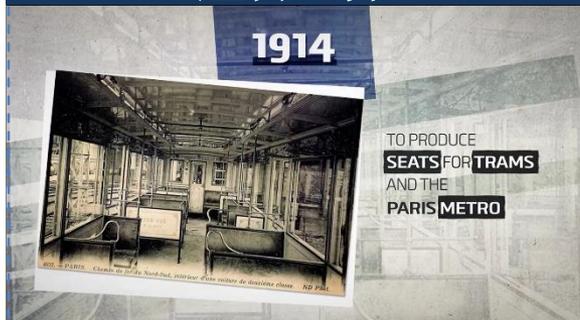
1987年，两家零部件子公司Aciers et Outillage Peugeot和Peugeot Cycles合并成立ECIA。

Sommer Allibert由从事塑料制品的Allibert 和从事地板和墙面覆盖物的Sommer 在 1972 年合并成立；

1990年以来，Sommer Allibert成为全球汽车行业领先的塑料部件供应商，为客户提供仪表板、门板等部件；

2000年佛吉亚收购Sommer Allibert。

座椅业务



Bertrand Faure

排气系统及外饰等



ECIA

内饰业务



Sommer Allibert

- 1999年，Ecia与Bertrand Faure正式合并成立佛吉亚；2000年，佛吉亚收购Sommer Allibert。至此，佛吉亚基本形成了座椅、内饰、排气和外饰（Front-End）四大业务板块的基本布局。
- 营业收入：公司营收从2001年的96.11亿欧元增长至2008年的120.11亿欧元，7年复合增长率约在3%，公司收入呈现低速增长的状态。
- 业务结构：2001-2008年公司各业务的收入占比整体稳定。其中，2008年座椅业务收入占比为42%；内饰业务收入占比在28%；排气业务收入占比在23%；外饰业务收入占比在8%。

图3：2001-2008年佛吉亚营业收入

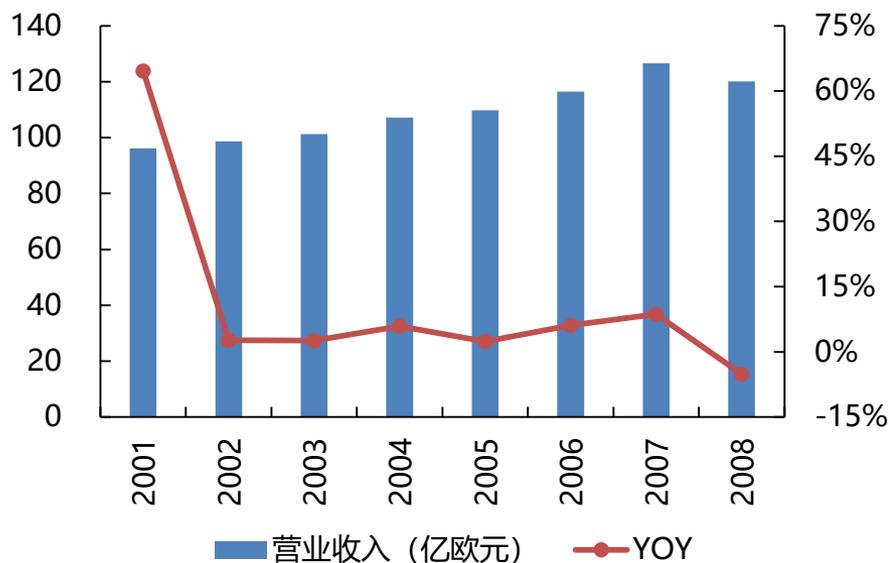
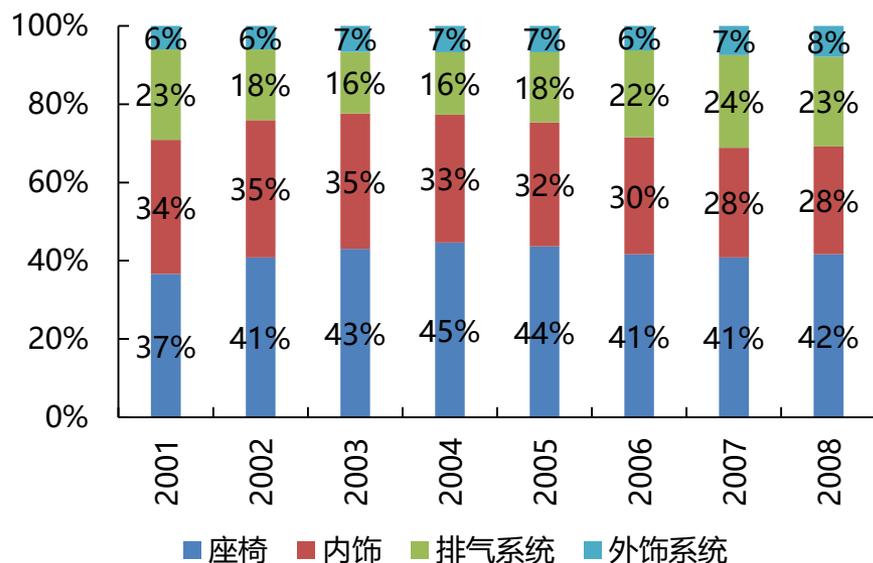


图4：2001-2008年佛吉亚收入结构



- 自2008年全球金融危机后，佛吉亚开启了持续并购的模式。2009-2015年，佛吉亚在座椅、内饰、排气和外饰四大业务板块持续完成收购动作，以扩展公司业务规模、提升客户覆盖范围并增强产品竞争力。

表3：2009至2015年佛吉亚主要并购事件梳理

业务板块	时间	收购事件	收购意义
座椅	2010	佛吉亚收购了Hoerbiger Automotive Komfortsysteme GmbH公司的座椅舒适系统业务	进一步提升了佛吉亚在座椅领域的竞争力
	2011	佛吉亚收购江森自控在美国田纳西州麦迪逊市的一家座椅工厂	提升座椅业务规模以及在北美市场份额
内饰	2010	佛吉亚收购了全球汽车金属内饰件领导者Angell-Demmel Europe GmbH	提高了佛吉亚在金属内饰部件方面的产能和制造技术以及高附加值装饰部件的能力
	2012	佛吉亚收购福特旗下ACH在美国密歇根州Saline的内饰部件业务	进一步提升了公司内饰件业务规模，提升了公司在北美市场的份额
排气	2009	佛吉亚收购全球排放控制系统领域的领头羊Emcon，Emcon是一体化的轿车与商用车尾气控制技术提供商，其总部位于美国密歇根州	Emcon并入佛吉亚排气系统部门，使得佛吉亚成为全球最大的排放控制技术提供商，拓宽了客户范围和覆盖地域
外饰	2010	佛吉亚收购汽车塑料外饰件的一级供应商Plastal德国和西班牙业务	佛吉亚成为了欧洲汽车外饰行业领导者

- 2016年，佛吉亚出售外饰系统业务；2017-2022年，佛吉亚完成了汽车电子相关的多次并购，加速向智能化转型；2022-2023年，佛吉亚计划完成10亿欧元的非战略资产处置计划。

表4：佛吉亚自2016年开始推动非核心业务剥离以及向汽车电子和智能化的转型

时间	事件	事件意义
2016	佛吉亚剥离非核心的外饰件业务，将其出售给彼欧	外饰业务在佛吉亚收入中占比一直较低，盈利能力也处在较低水平。且该业务主要集中在欧洲市场，未能实现全球化发展。出售外饰业务后，公司得以降低负债，并聚焦核心业务并推动电动智能转型
2017	佛吉亚收购江西好帮手电子科技有限公司	佛吉亚开始布局汽车电子业务
2018	佛吉亚完成对法国派诺特（Parrot）的100%收购	进一步提升汽车电子、车联网领域的能力
2019	佛吉亚收购日本Clarion 100%股份，并整合旗下汽车电子业务，成立第四事业部——歌乐汽车电子	佛吉亚致力于成为汽车座舱电子技术和低速高级驾驶辅助系统领域的领军企业
2022	佛吉亚完成对海拉的收购	加速在电动化和智能化领域的转型
2022-2023	1、海拉出售在HBPO所持有的股权；2、佛吉亚出售在印度的内饰件业务；3、STELLANTIS将收购SYMBIO（佛吉亚和米其林组建的合资公司）的股份；4、佛吉亚向Motherson出售SAS座舱模块部门；5、佛吉亚向康明斯出售其在欧洲和美国的部分商用车排气后处理业务	佛吉亚计划在2023年底完成10亿欧元的非战略资产处置计划，这些资产剥离有助于集团减少净债务

二、新泉与佛吉亚的对比分析

- 新泉以注塑为核心工艺，专注于内外饰唯一主业，属于单品类赛道布局；
- 佛吉亚为平台型公司布局，产品覆盖多品类赛道，包括内饰件、乘用车座椅、排气系统、车灯和汽车电子等。**多品类布局为佛吉亚带来了更高的单车价值量。**

图5：新泉和佛吉亚的产品布局情况

新泉产品布局



佛吉亚产品布局



- **新泉的营业利润率相较佛吉亚（内饰件业务）更高。**从营业利润率的角度来看，新泉股份自2012年以来营业利润率整体在10%的水平上下波动。而佛吉亚（内饰业务）的营业利润率近几年整体维持在4%的水平，与新泉有较大的差距。新泉专注内外饰件单一主业，打造单品类赛道冠军，高业务专注度为公司带来了更高的盈利能力。
- **两者盈利水平差异的形成原因：**由于两者客户结构的差异（佛吉亚的配套客户和车型整体更加高端），我们判断形成盈利差别的原因主要还是在成本和费用端，预计主要系新泉在成本管理和费用控制上更具有竞争力。

图6：新泉股份与佛吉亚（内饰业务）营业利润率对比

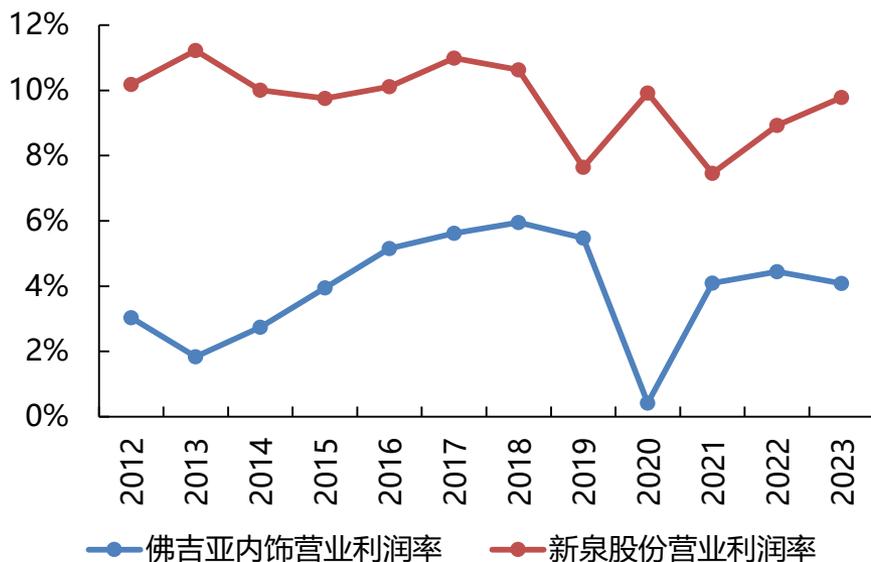
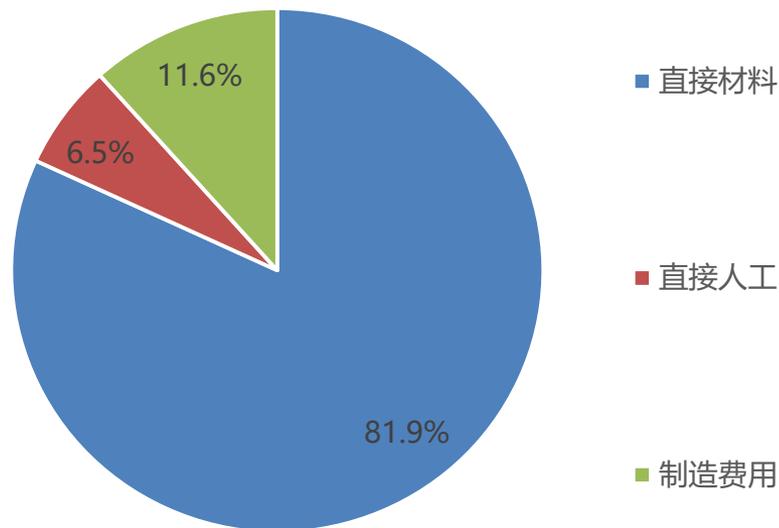
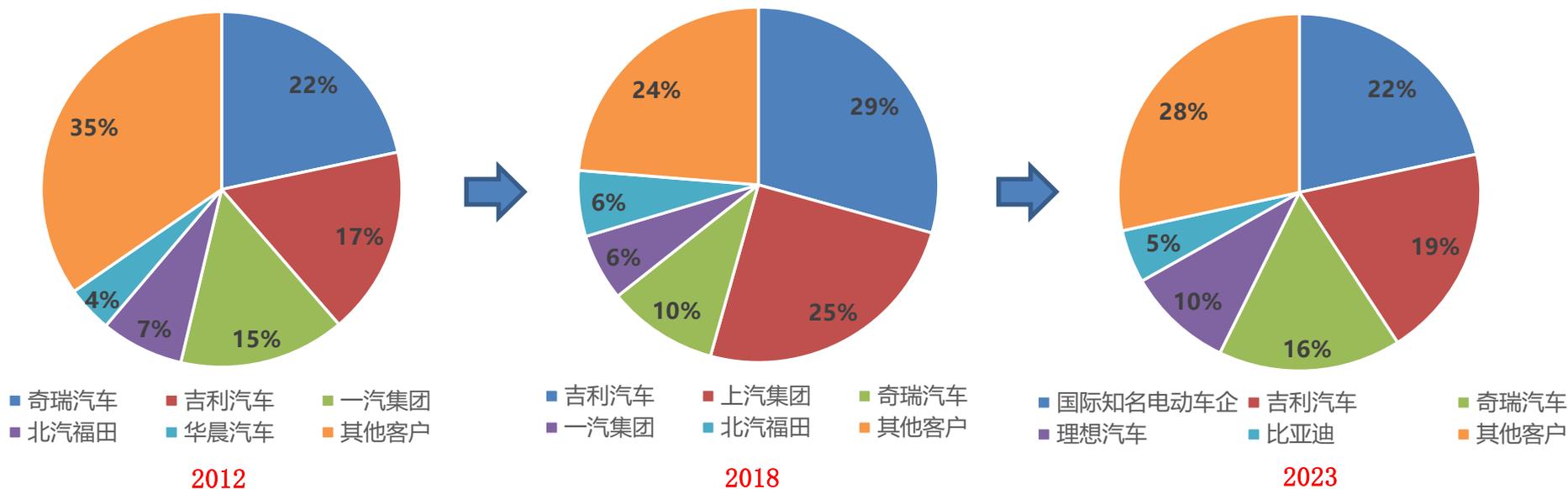


图7：新泉股份2023年成本结构



- **新泉股份客户结构变化：乘用车客户占比提升，以自主品牌及新势力为主。**
- ✓ **2015-2017年：**这一阶段公司的核心驱动客户为吉利和上汽集团（上汽自主），吉利的营收占比从2012年的**17%**提升至2018年的**29%**；上汽集团（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2023年成为公司第一大客户，营收占比为**22%**；吉利2023年营收占比为**19%**；奇瑞2023年营收占比为**16%**；理想2023年营收占比为**10%**。

图8：新泉各阶段的客户结构

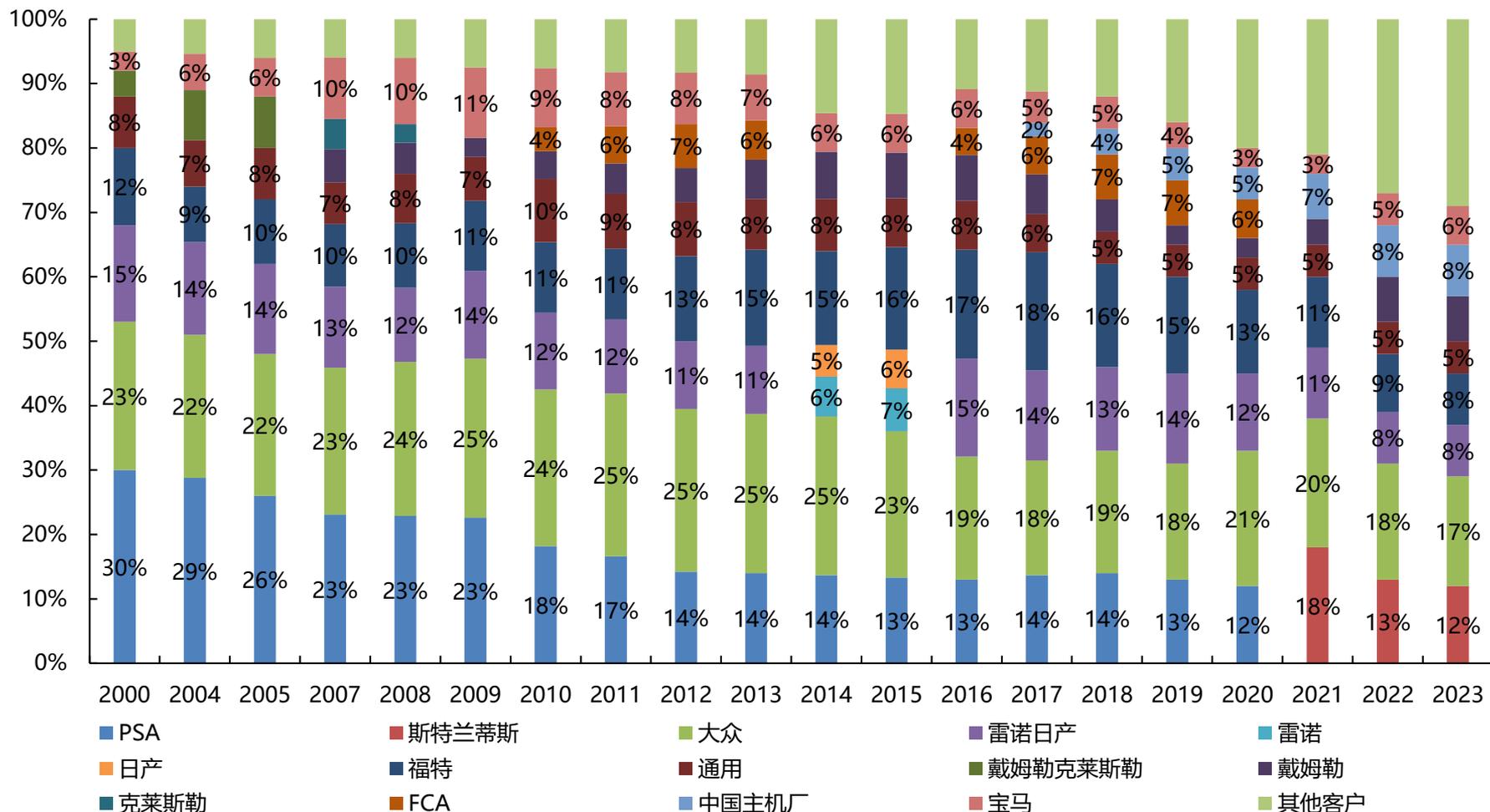


- **佛吉亚客户结构变化：**公司早期客户以欧洲车企为主，后续随着佛吉亚全球化持续发展，美系和中国OEM客户的收入占比开始上升。
- ✓ **2000-2009年：**这一阶段佛吉亚的客户结构整体稳定，且客户集中度较高，前五大客户营收占比基本可以达到**80%**左右。分系别来看，欧洲车企（PSA、大众、雷诺、戴姆勒和宝马等）在这一阶段为公司的主要客户，收入占比能占到**70%**以上；美系的通用福特合计占营收**17%-18%**。
- ✓ **2010-2016年：**这一阶段，佛吉亚持续开拓北美市场，美系客户收入占比持续上升，福特+通用的营收占比从2009年的**17.7%**上升至2016年的**24.5%**。欧系客户收入占比从2009年的**74.8%**下降至2016年的**60.4%**。此外，整体来看，公司客户更加多元化，2016前五大客户收入占比降至**71.8%**。
- ✓ **2017-2023年：**这一阶段中国主机厂的营收占比持续提升，从2017年的**2.1%**提升至2023年的**8%**。而欧系及美系客户的营收占比则持续降低。整体来看，公司客户结构更加多元化，2023年佛吉亚前五大客户的收入占比进一步降至**52%**。

客户结构差异：新泉以自主品牌为主，佛吉亚客户覆盖全球

- 佛吉亚客户结构变化：公司早期客户以欧洲车企为主，后续随着佛吉亚全球化持续发展，美系和中国OEM客户的收入占比开始上升。

图9：佛吉亚各阶段的客户结构

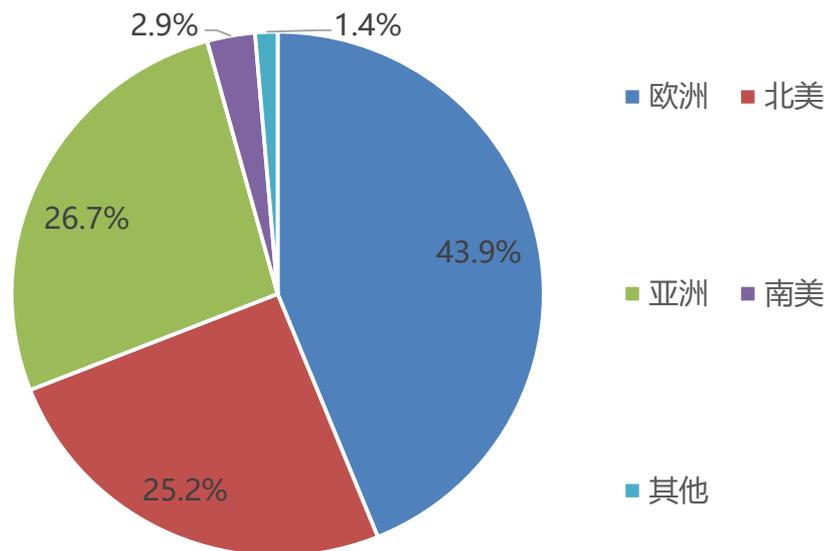


- 佛吉亚凭借着悠久的发展历史，以及发展过程中不断地收购、兼并和整合，目前已经完成全球化的布局和发展。
- 佛吉亚的全球布局：佛吉亚2022年在全球43个国家开展业务，拥有291个工厂，76个研发机构和15.7万员工。
- 佛吉亚分区域营收：全球范围内来看，欧洲、亚洲和北美是佛吉亚最重要的营收来源，2022年营收占比分别为43.9%、26.7%（21%来自中国）和25.2%。

图10：佛吉亚广泛布局全球市场(2022年)



图11：2022年佛吉亚全球分区域营收占比



- **新泉目前仍处于全球化发展初期，正在进入海外资本开支的高峰阶段。当前公司海外营收比重还较低，但随着后续海外产能和项目释放，公司海外收入的占比将持续提升。**
- **新泉当前的海外布局：**马来西亚合资工厂（配套宝腾）；墨西哥一期工厂产能正在爬坡（配套国际知名电动车企）；墨西哥二期工厂和斯洛伐克工厂正在建设中；美国工厂也在规划中。
- **新泉海外营收情况：**目前公司海外营收占比仍处于较低的水平，2023年海外收入占主营收入的比例为5.29%，后续随着海外产能和项目释放会持续提升。

图12：新泉股份主营业务中海外占比情况

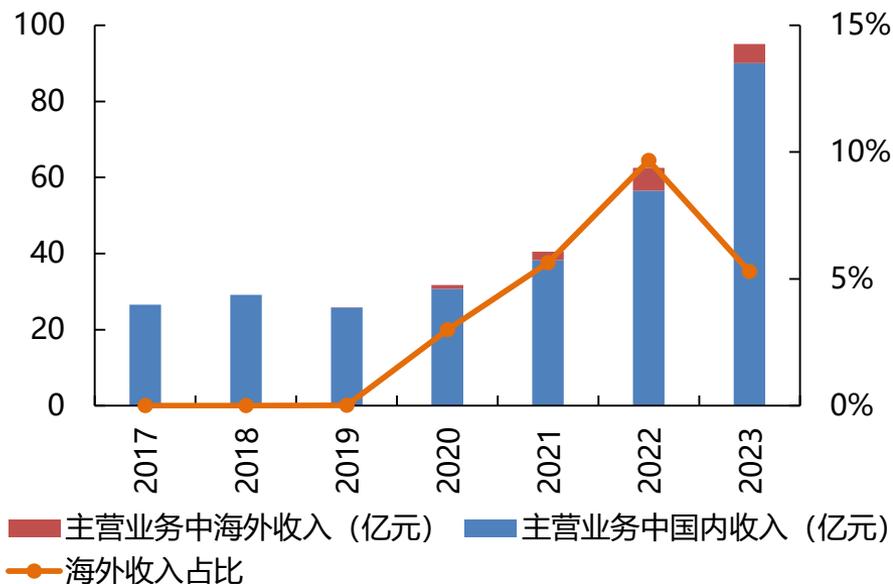
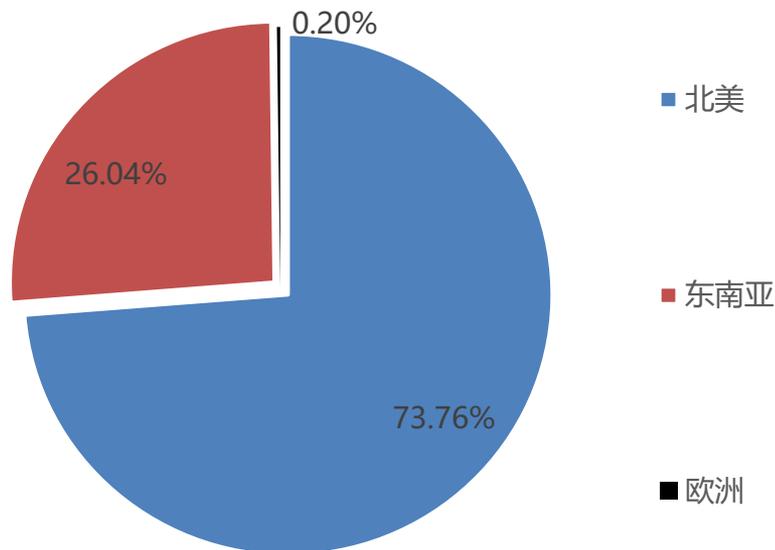
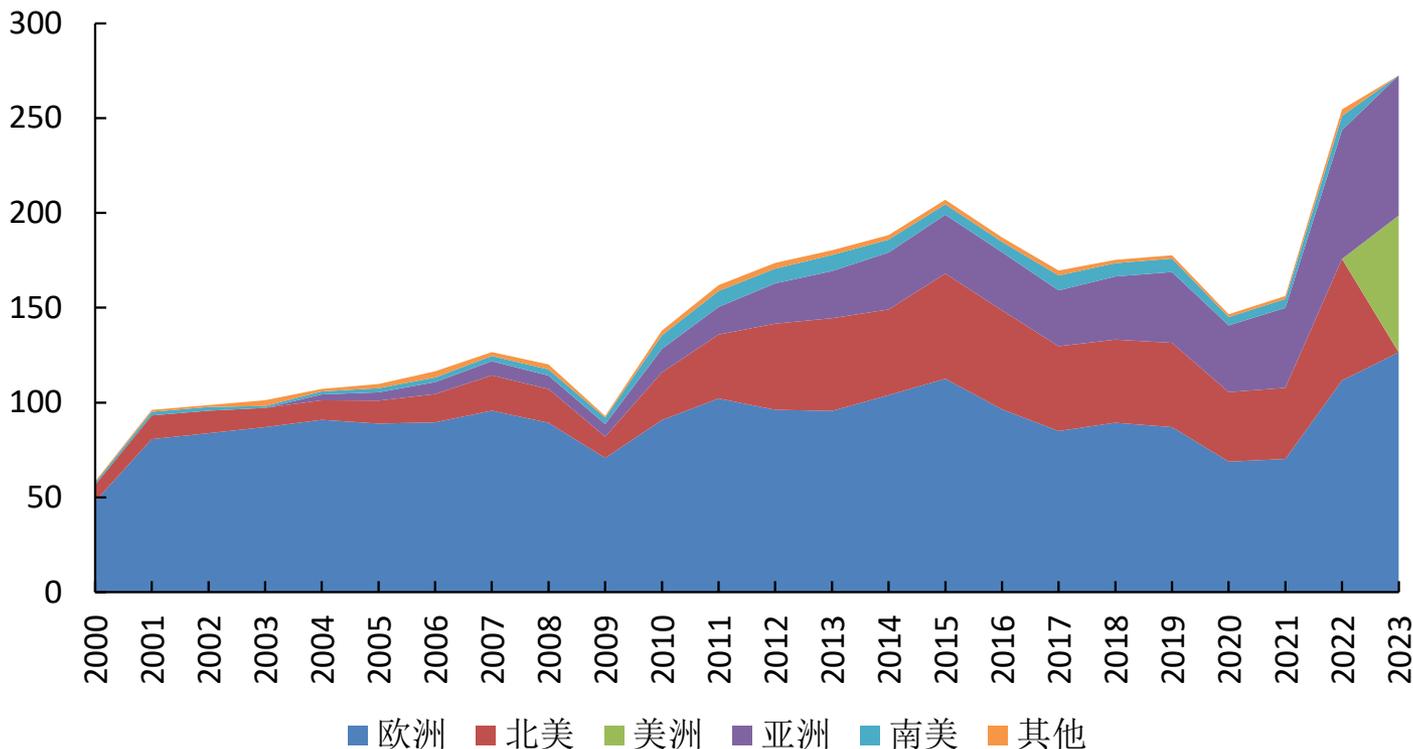


图13：2023年新泉海外营收中分地区占比



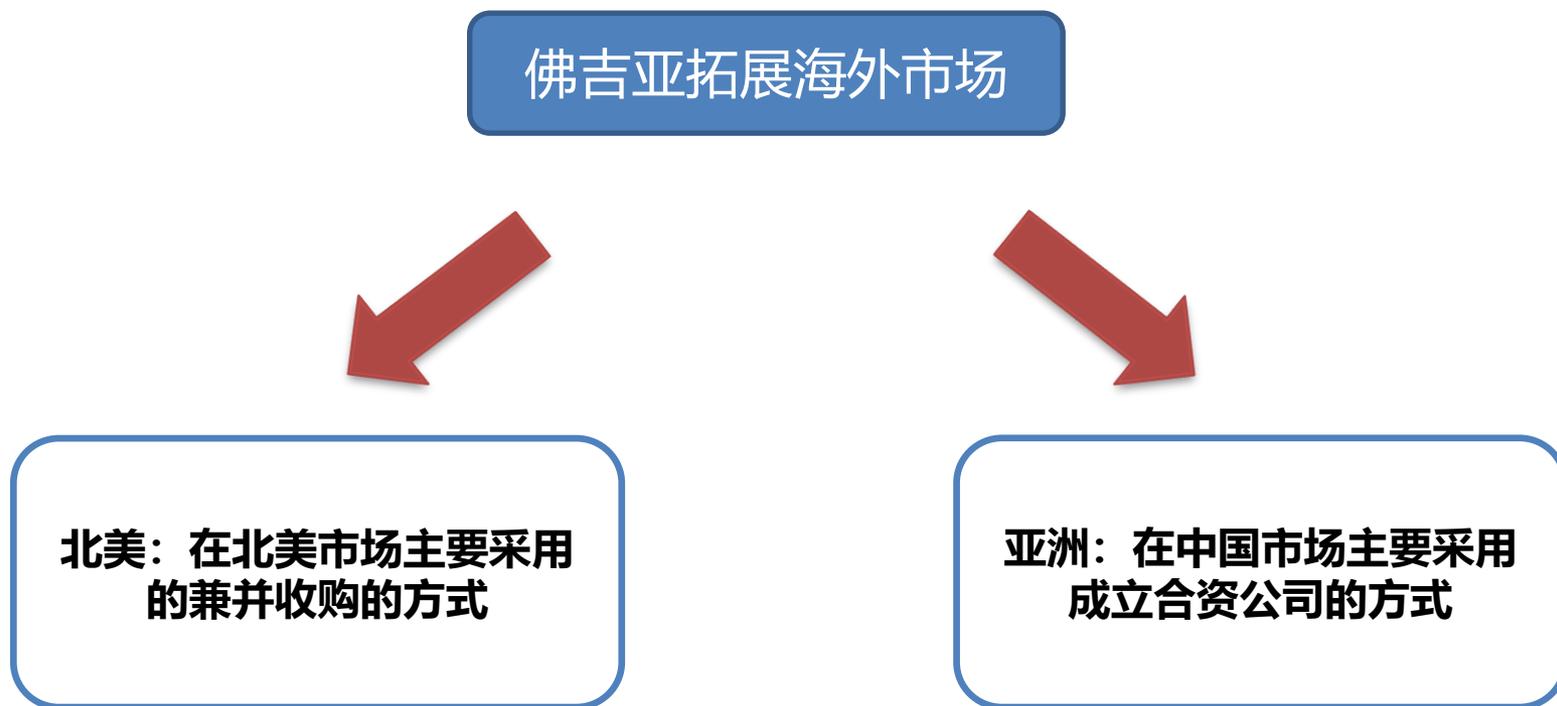
- **自2009年开始，佛吉亚北美及亚洲地区的收入规模持续增长。**
- ✓ 由于佛吉亚本身是由多家公司合并而成，且各家公司均有较长的发展历程，因此佛吉亚在正式成立的初期业务便涉及到欧洲、北美等多个市场，但早期业务整体以欧洲市场为主（客户结构也主要是以欧系车企为主），其中2000年欧洲市场收入占整体收入的**82%**。
- ✓ 佛吉亚自2009年开始发力拓展北美及亚洲市场。自2010年起，北美和亚洲市场的收入规模开启了持续增长。至2023年，亚洲地区收入占比达**27.1%**，美洲地区收入占比达**26.5%**。

图14：佛吉亚分地区营业收入变化情况（单位：亿欧元）



- **佛吉亚采取不同的策略实现在北美和亚洲的扩张。**其中，佛吉亚在北美采用收购兼并的发展方式，在中国则主要选择了成立合资公司的发展方式。

图15：佛吉亚在北美和亚洲采取了不同的方式来实现业务的扩张

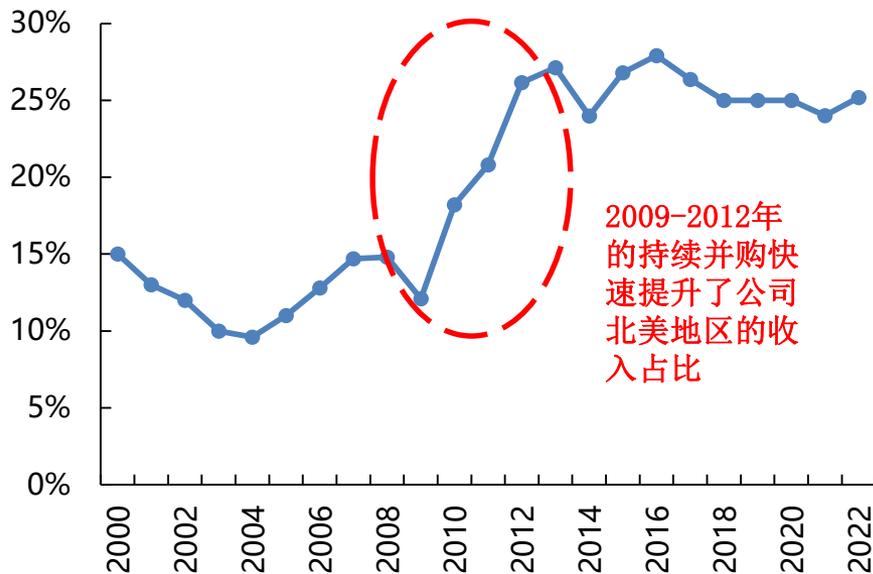


- **北美汽车行业发展历史悠久，有着成熟的汽车供应链配套体系。佛吉亚采用同业收购的方式，可以快速增强自身业务竞争力，并迅速提升北美市场的市场份额。**
- ✓ 2009年，佛吉亚收购全球排放控制系统领先供应商Emcon Technologies（Emcon 2008年营收达到24亿欧元），收购完成后Emcon和佛吉亚原有的排气部门合并成新的尾气控制技术公司。
- ✓ 2012年，佛吉亚收购福特旗下ACH在美国密歇根州Saline的内饰件业务，进一步提升了其内饰件在北美的收入规模。

表5：佛吉亚北美并购历程

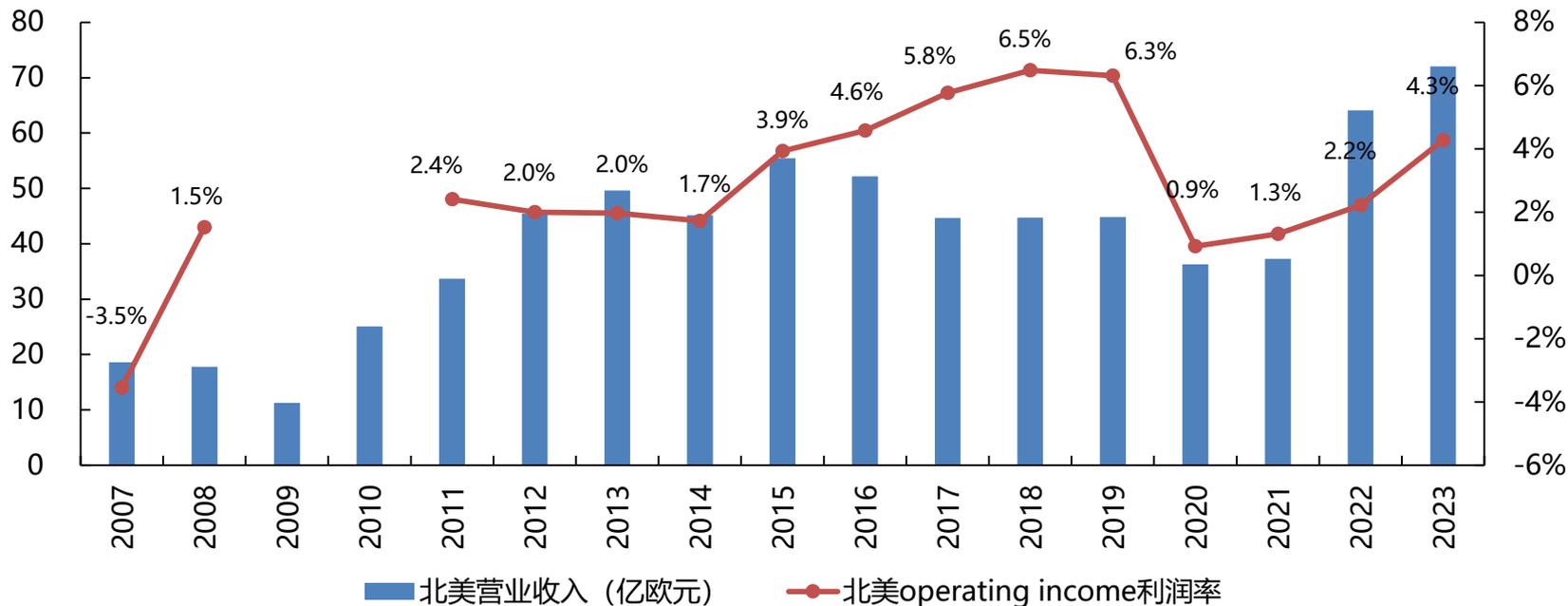
时间	事件	备注
1999	佛吉亚并购美国排气系统公司AP Automotive Systems，以拓展北美业务。	
2009	佛吉亚收购Emcon Technologies，成为全球排气系统的领导者	Emcon Technologies为美国公司，总部在密歇根州
2011	佛吉亚收购江森自控在美国田纳西州麦迪逊市的一家座椅工厂	
2012	收购福特旗下ACH在美国密歇根州Saline的内饰部件业务	

图16：佛吉亚北美收入在整体营收中的占比



- 我们重点关注佛吉亚在北美两宗主要收购（2009年Emcon和2012内饰业务）完成后的发展表现。
- ✓ 2010年-2012年：一方面收购公司的陆续并表，一方面北美车市从金融危机中持续复苏，佛吉亚北美市场营业收入持续提升。
- ✓ 2013年-2014年：佛吉亚北美市场营收保持相对稳定，北美市场的operating income利润率同样保持相对稳定，预计佛吉亚正在推进北美原有业务与新业务的整合。
- ✓ 2015年-2018年：佛吉亚北美市场收入仍然保持相对稳定（2017年营收同比下降主要系收入确认口径变化的影响），而operating income利润率则持续上升，从2014年的1.7%提升至2018年的6.5%，北美地区业务整合效果明显。

图17：佛吉亚北美地区营业收入及operating income利润率

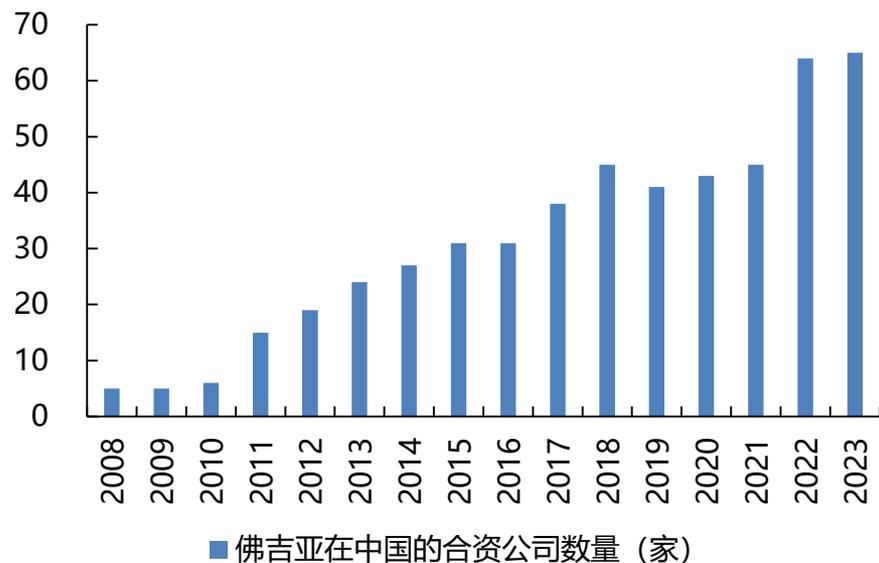


- 在中国市场，佛吉亚开始和国内各大车企成立合资企业，以更好的获得业务机会。
- ✓ 其中，2010年至2020年，佛吉亚陆续与一汽、吉利、长安、东风、北汽、比亚迪、五菱等成立合资公司或达成战略协议，加速其在中国市场的业务发展。

表6：佛吉亚中国市场发展历程

时间	事件
2010	佛吉亚与旭阳集团达成战略合作，并收购旭阳集团18.75%股份；佛吉亚与吉利、浙江利民签署全球战略合作协议
2013	与长安汽车签署了合资协议，成立合资公司为长安福特配套内饰产品
2015	佛吉亚与东风汽车旗下东风鸿泰签署合资协议，成立合资公司配套内外饰产品；佛吉亚与北京威卡威成立合资公司，从事汽车铝制内饰业务
2017	佛吉亚与比亚迪合资成立深圳佛吉亚汽车部件有限公司，为比亚迪配套乘用车座椅产品
2017-2018	佛吉亚与柳州五菱合作，先后成立了座椅、内饰和排气系统三家合资公司
2018	佛吉亚与一汽集团在法国巴黎签订战略合作协议，双方将在智能驾舱、工业设计、智能座椅平台、排放控制、复合材料、电池包和燃料电池等方面展开合作
2020	佛吉亚与北汽成立合资公司，为北京现代及北汽旗下自主品牌提供汽车整椅、座椅骨架、座椅发泡及座椅头枕等产品

图18：佛吉亚在中国成立的合资公司数量情况



- **新泉当前采取的是跟随核心大客户自建海外产能的方式来实现海外扩张。**
- ✓ 2019年，新泉在马来西亚与HTS公司成立合资公司为宝腾汽车（公司核心客户吉利汽车的子公司）配套内饰件产品，是公司第一次进军海外市场的探索。
- ✓ 2020-2023年，公司跟随核心客户国际知名电动车企陆续在墨西哥、斯洛伐克和美国等地设立海外子公司并建设生产基地，持续推进海外配套项目。此外，公司后续还有望持续开拓其他海外OEM客户。

表7：新泉股份近年来海外资本开支情况

投资时间	生产基地	产品及产能	投资金额	(预计) 投产时间	目标客户	备注
2019年	马来西亚工厂	汽车内饰件	/	2020年	宝腾	与HTS公司合资，新泉持股51%
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	2022年12月	国际知名电动车企	首个海外独资项目
2023年	墨西哥基地二期	80万套仪表板总成、40万套座椅背板	9500万美元	2024年12月	国际知名电动车企	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	6500万欧元	2025年	国际知名电动车企等	扩展欧洲配套业务
2024年	美国得州工厂	汽车内饰件	4600万美元	/	国际知名电动车企	进一步拓展海外市场

三、内饰件赛道远期发展空间怎么看

内饰件是覆盖在汽车内部的装饰件，具备美观性的同时还承担着各种功能性。根据产品形态，汽车内饰件可分为硬内饰和软内饰。硬内饰件主要以注塑为核心工艺，主要产品包括主副仪表板、门板和立柱护板等；软内饰产品主要包括遮阳板、顶棚和主地毯等。（本文后续主要关注硬内饰）

表8：汽车主要内饰件产品梳理

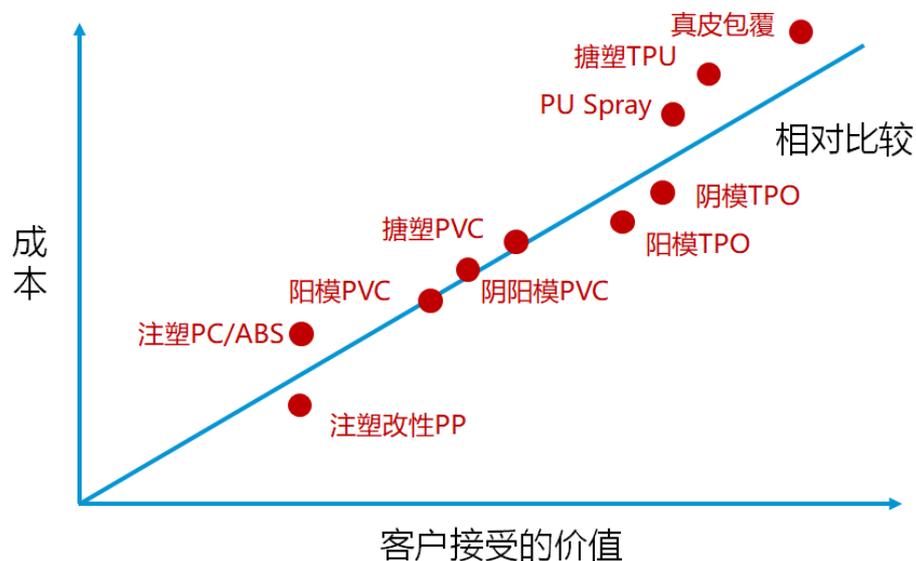
分类	产品	示意图	主要功能	主要原材料	单车价值（元）
硬内饰	主仪表板		主仪表板总成是汽车全车操控和显示的集中部分，是汽车上重要的功能件，是汽车内部较为复杂的内饰件总成	PP	800-1000
	副仪表板		副仪表板（又名中央通道）是用来操控挂换挡放置茶杯等物件的一个机构，位于驾驶室正中位置	PP	1000-1500
	门内护板		是车门内侧集功能、安全为一体的重要饰件，集成扶手、地图袋、喇叭罩等功能件，在遭遇侧撞时能够对驾乘人员形成安全保护	PP、ABS	800-1000
	立柱护板		立柱护板总成为覆盖于车身侧围立柱的装饰物，用于美化整车内部造型及保护驾乘人员	PP	400-500
	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	/	400-500
软内饰	遮阳板		调整阳光对眼睛的照射度，避免阳光干扰驾驶判断从而减少交通事故发生	EPP、塑胶粒子/聚甲醛	100-150
	顶棚		体现车厢内的造型设计，起到与外界的隔热、隔音和吸音的作用，对乘员实施头部保护	无纺布、聚氨酯发泡等	800-1200
	主地毯		车身内底部的主要内饰件之一，主要起隔音隔热、吸音降噪和装饰作用	PA6 切片、无纺布、PE颗粒等	400-500
	行李箱垫		安装于汽车行李箱舱钣金表面，给驾乘人员一种良好的感观享受，同时阻隔由于车轮和地面摩擦产生的噪音，避免传入驾乘舱	毛毡、纤维等	150-200

■ **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，汽车仪表板等主要内饰件的表层材料也在不断地发展（仪表板作为重要的内饰件，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。

表9：不同类型仪表板对比

	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

图19：不同仪表板工艺类型成本和客户感受



■ 我们对国内和全球乘用车硬质内饰件市场规模进行了测算，结果如下：

- ✓ **核心假设：**（1）国内乘用车市场销量保持低速稳定增长，假设2024-2027年复合增速为3%，全球乘用车市场销量同样保持低速稳定增长，假设2024-2027年复合增速为3%；（2）根据前文梳理，假设2022年乘用车硬质内饰件单车价值量为4500元，且随着消费升级其单车价值量仍将持续增长。
- ✓ **测算结果：**2023年国内乘用车硬质内饰件市场规模为1160.47亿元，全球乘用车硬质内饰件市场规模近三千亿元。且乘用车硬质内饰件市场规模仍将保持稳定低速增长。

表10：国内及全球乘用车硬内饰市场规模测算

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
中国狭义乘用车批发销量（万辆）	2314.46	2553.28	2629.88	2708.78	2790.04	2873.74
YOY		10.32%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
全球狭义乘用车批发销量（万辆）	5864.46	6527.24	6723.06	6924.75	7132.49	7346.47
YOY		11.30%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
乘用车硬质内饰件单车价值量（元）	4500.00	4545.00	4590.45	4636.35	4682.72	4729.55
YOY		1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
国内乘用车硬质内饰件市场规模（亿元）	1041.51	1160.47	1207.23	1255.89	1306.50	1359.15
YOY		11.42%	4.03%	4.03%	4.03%	4.03%
全球乘用车硬质内饰件市场规模（亿元）	2639.01	2966.63	3086.19	3210.56	3339.94	3474.54
YOY		12.41%	4.03%	4.03%	4.03%	4.03%

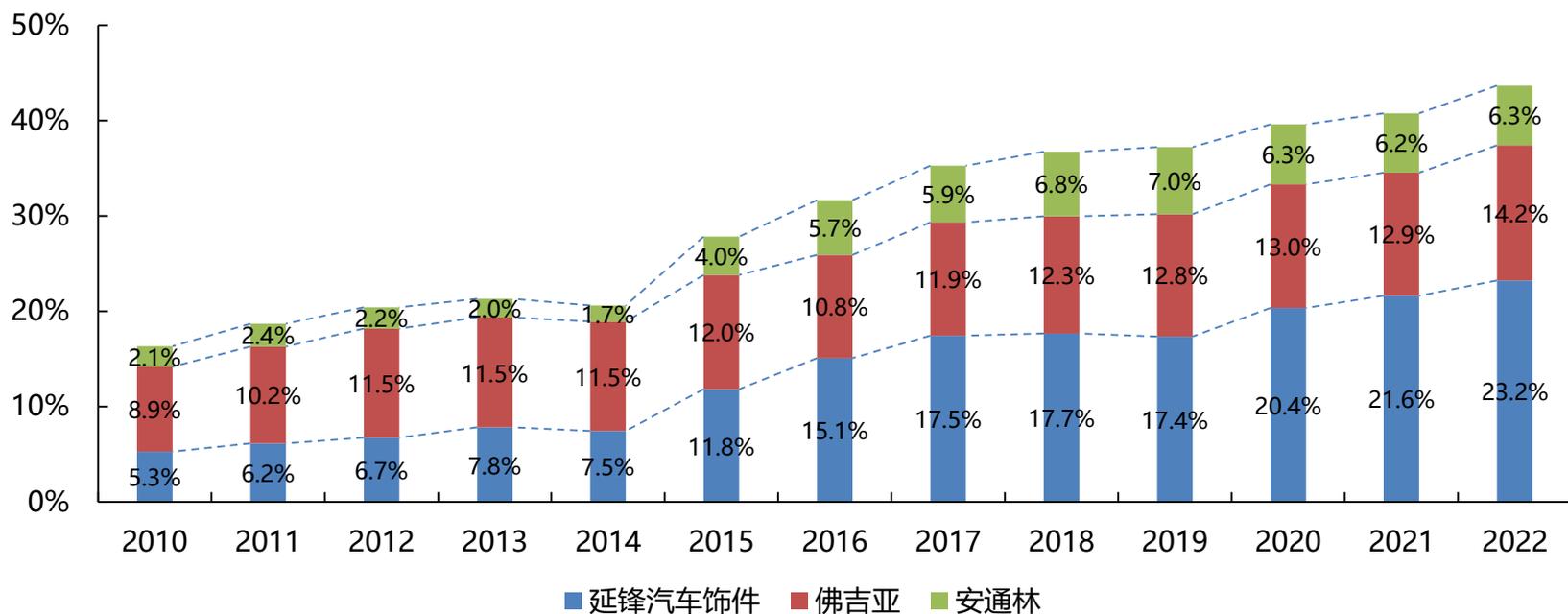
■ **全球内饰件行业在过去十年内持续推进整合。**一方面，随着汽车行业电动化和智能化的持续发展，国际零部件巨头开始剥离传统的低盈利内外饰业务从而将资源投入在新兴业务方向，如伟世通2014-2015年持续剥离内饰和空调业务，专注于座舱电子。另一方面，国际内外饰巨头近年也在剥离劣势业务从而专注于自身优势市场，如麦格纳出售内饰业务给安通林；佛吉亚出售外饰业务给彼欧；安通林出售座椅业务给李尔。

表11：近年来全球汽车内饰件行业并购事件梳理

时间	收购方	出售方	并购标的	交易金额
2013年	华域汽车	伟世通	延锋伟世通汽车饰件系统有限公司50%的股权	9.28亿美元
2014年	均胜电子	/	德国高端方向盘总成与内饰功能件供应商Quin	0.96亿欧元
2014年	Reydel Automotive	伟世通	伟世通汽车内饰件部门，包括仪表板、门板及中控台等	/
2015年	安通林	麦格纳	麦格纳旗下内饰件业务（不含座椅业务）	5.25亿美元
2015年	延锋汽车饰件与江森自控合资成立延锋汽车内饰，形成世界最大汽车内饰系统供应商			/
2016年	彼欧	佛吉亚	佛吉亚汽车外饰系统业务，包括保险杠和前端模块业务	6.65亿欧元
2017年	李尔	安通林	安通林座椅业务	3.07亿美元
2018年	岱美股份	Motus	Motus遮阳板资产，包括墨西哥工厂和法国工厂	1.47亿美元
2019年	继峰股份	/	格拉默	37.54亿元
2020年	延锋汽车饰件	安道拓	延锋汽车内饰系统有限公司30%的股权	3.79 亿美元
2020年	诺博汽车	Motus	Motus德国工厂	1600万欧元
2021年	延锋汽车饰件	安道拓	延锋安道拓49.99%的股权	80.64亿元

- 全球主要硬内饰企业的市场份额在过去数年间内缓慢持续提升。通过业务并购整合、企业内生发展等方式，全球汽车内饰件行业的市场份额在过去数年中在持续趋于集中。其中，延锋汽车饰件2015-2016年完成与江森自控内饰业务重组，市场份额大幅提升；佛吉亚2016年剥离外饰件业务，而其内饰件业务的全球份额近年来稳中有升；安通林2015年收购麦格纳内饰件业务并叠加内生发展，其内饰件业务全球份额从2010年的2.1%提升至2022年的6.3%。
- 全球内饰件行业整合未来将持续推进，且内饰件行业后续几乎没有新进入者，长期看全球内饰件行业格局将趋于集中。

图20：延锋汽车饰件、佛吉亚及安通林内饰件业务全球份额变化情况

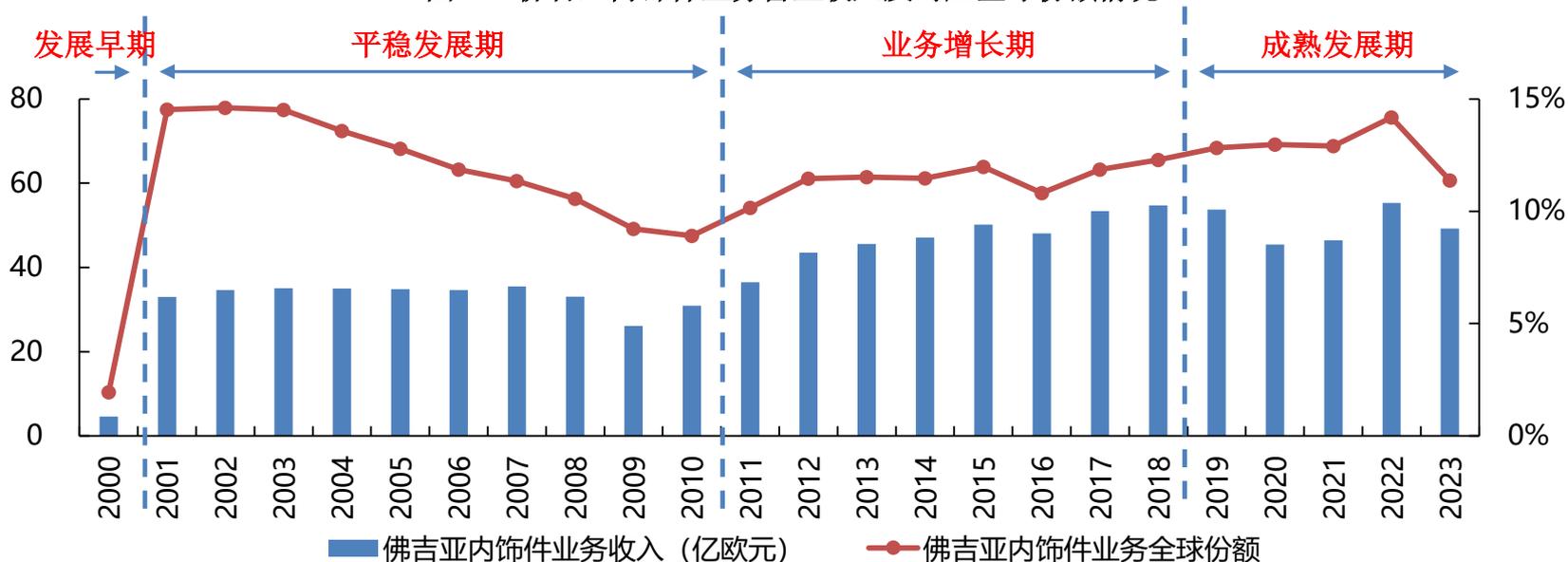


注：1、市场份额按营收口径测算；2、全球内饰件市场规模按全球乘用车产量×内饰件单车价值量估算；3、延锋汽车饰件的收入已剔除座椅部分；4、佛吉亚只统计内饰件业务收入；5、安通林收入口径包含车门+座舱业务；6、欧元对人民币汇率统一按7.86计算。

■ 佛吉亚内饰件业务的发展整体可以划分为四个阶段：

- ✓ 发展早期（2001年之前）：整体业务规模偏小，还未成为佛吉亚的主要业务板块。
- ✓ 平稳发展期（2001年-2010年）：在2000年完成对Sommer Allibert的收购后，佛吉亚内饰件业务规模大幅提升，且收入整体保持稳定（除了2009年受全球金融危机影响外，其他年份收入均在35亿欧元上下）；但全球市场份额持续下降，从2001年的14.5%下降至2010年的8.9%。
- ✓ 业务增长期（2011年-2018年）：佛吉亚2012年收购福特旗下ACH在美国密歇根州Saline的内饰部件业务，整体业务收入从2010年的30.93亿欧元提升至2018年的54.72亿欧元，对应的全球份额也从2010年的8.9%提升至2018年的12.3%。
- ✓ 成熟发展期（2018年之后）：佛吉亚内饰件业务发展整体保持稳定。

图21：佛吉亚内饰件业务营业收入及对应全球份额情况



- **佛吉亚内饰件业务的优势市场在欧洲，北美是其第二大市场。**（由于数据的可获得性，此处选取的分析时间为2007年至2015年）
- ✓ **欧洲：**从数据来看，佛吉亚内饰业务欧洲市场营收占比超过一半，且欧洲市场的份额也是各区域市场中最高的。2015年佛吉亚内饰业务欧洲区营收为25.20亿欧元，对应在欧洲市场的市场份额为**33%**。
- ✓ **北美：**北美是佛吉亚内饰业务另一个重要的市场，特别是在2012年佛吉亚收购福特旗下ACH在美国密歇根州Saline的内饰部件业务后，佛吉亚北美内饰业务的收入和对应的市场份额均大幅提升。其中2015年佛吉亚内饰业务北美营收13.73亿欧元，对应的市场份额为**15%**。

图22：2015年佛吉亚内饰件业务分地区收入占比

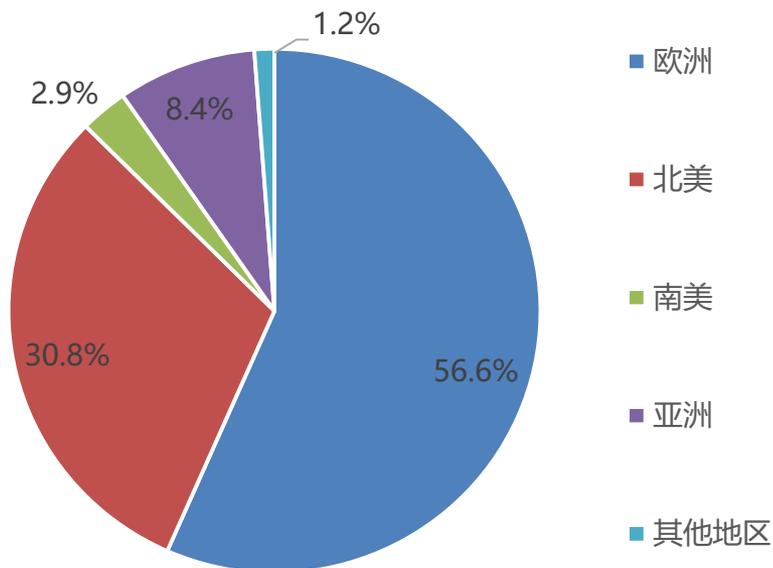
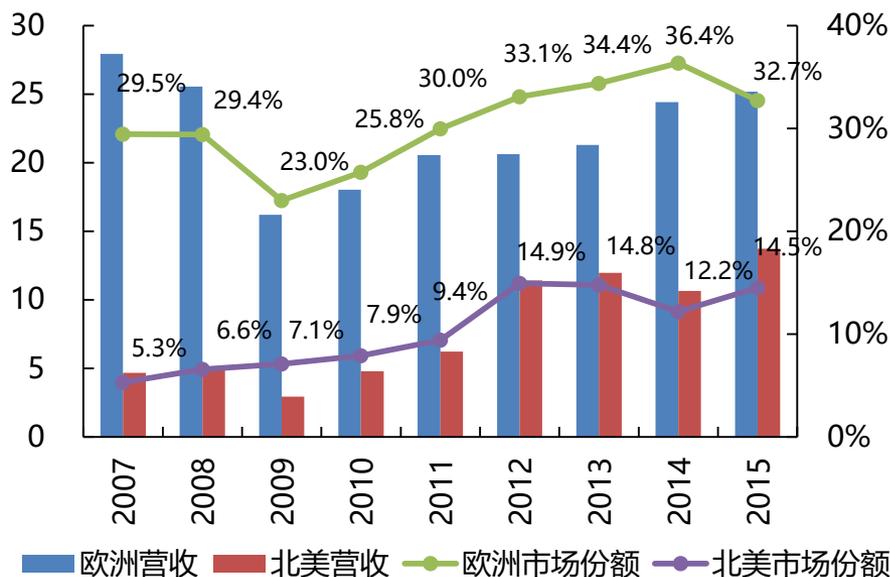


图23：佛吉亚内饰件业务分地区收入及对应市场份额（单位：亿欧元）



四、由内饰向座椅新业务拓展的可能性

- 延锋汽车饰件、佛吉亚、安道拓、李尔、麦格纳、安通林、富维安道拓和诺博汽车等Tier 1均（曾）同时布局了硬内饰和座椅件业务。

表12：部分Tier 1（曾）同时布局了乘用车内饰及座椅业务

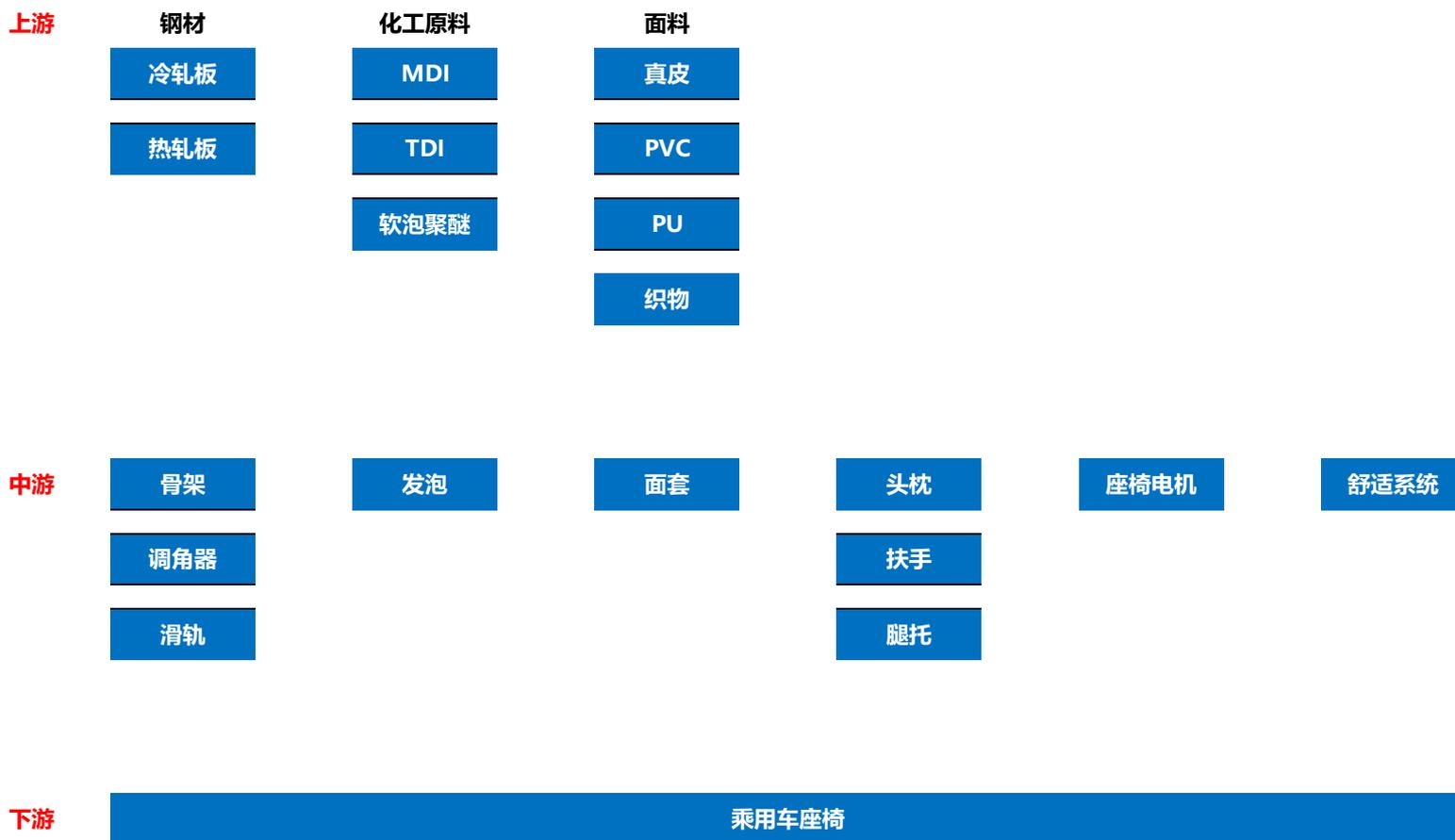
公司	当前业务布局		业务发展历史说明
	内饰业务	座椅业务	
延锋汽车饰件	√	√	延锋汽车饰件前身为成立于1994年的延锋伟世通汽车饰件（华域和伟世通各持股50%的合资企业），内饰业务为延锋伟世通汽车饰件的自营业务；2014年华域收购延锋伟世通汽车饰件全部股权，并将其改名为延锋汽车饰件；2015年延锋汽车饰件与江森自控进行全球内饰业务重组，并于2020年收购重组后新公司的全部股权。延锋汽车饰件的座椅业务起源于1997年延锋伟世通汽车饰件和江森自控成立的合资公司延锋江森；2021年延锋汽车饰件收购安道拓持有的延锋安道拓49.99%股权，延锋安道拓成为延锋的全资子公司，并改名为延锋国际座椅。 目前延锋的内饰件业务为全球龙头，乘用车座椅业务为国内龙头。
佛吉亚	√	√	佛吉亚座椅业务可以追溯至成立于1914年Bertrand Faure，内饰业务则主要来源于2000年收购的收购Sommer Allibert。佛吉亚的内饰和座椅业务在后续的发展过程中均有着多次并购。 目前，佛吉亚的内饰和座椅业务均处于全球领先地位。
安道拓		√	安道拓原为江森自控的汽车业务部分，2016年从江森自控分拆。安道拓历史上同时涉及内饰和座椅业务， 目前安道拓是全球乘用车座椅的龙头企业。 安道拓的内饰业务则在2015年与延锋汽车饰件进行了全球重组，成立了“延锋汽车内饰系统有限公司”，安道拓持股30%；2020年，安道拓将延锋汽车内饰30%的股权出售给了延锋汽车饰件。

表12续：部分Tier 1（曾）同时布局了乘用车内饰及座椅业务

公司	当前业务布局		业务发展历史说明
	内饰业务	座椅业务	
李尔		√	李尔目前由座椅和E-Systems两大部门组成，主要产品包括座椅系统及零部件、配电/连接系统、电子模块等产品。公司历史上也涉足了乘用车内饰件业务，主要产品包括仪表板、门板等；2006年，李尔开始剥离内饰业务，将欧洲和北美地区的内饰业务出售给了IAC。 目前，李尔是全球乘用车座椅的龙头企业。
安通林	√		安通林是汽车内饰系统设计、开发、制造方面的领先供应商，由车顶系统、车门与座舱系统、照明系统三个主要部门组成。安通林的车顶系统产品在全球市场具有领先优势。安通林曾经还涉足乘用车座椅业务，但其座椅业务于2017年出售给了李尔。
富维安道拓	√	√	富维安道拓为一汽富维和安道拓的合资企业，主要产品包括乘用车座椅、仪表板、副仪表板、门板等。主要客户包括一汽大众、一汽红旗、一汽丰田等一汽集团体系内主机厂。
诺博汽车	√	√	诺博汽车为长城汽车的全资子公司，成立于2018年，整合了原长城汽车的内外饰模块和橡胶模块。公司产品涵盖了汽车内饰（仪表板、副仪表板、门板、顶棚、地毯等）、外饰、座椅、橡胶和汽车电子五大品类，主要为长城汽车实现体系内配套。

- 乘用车座椅总成涉及到的工艺和产业链环节更加复杂。座椅总成产品包括骨架（含调角器和滑轨）、发泡、面套、头枕扶手、电机和舒适系统等。涉及到的工艺则包括冲压（精密冲压）、焊接、调角器和滑轨的组装、海绵发泡、面套裁剪缝纫、包覆、整椅组装等。

图24：乘用车座椅产业链梳理



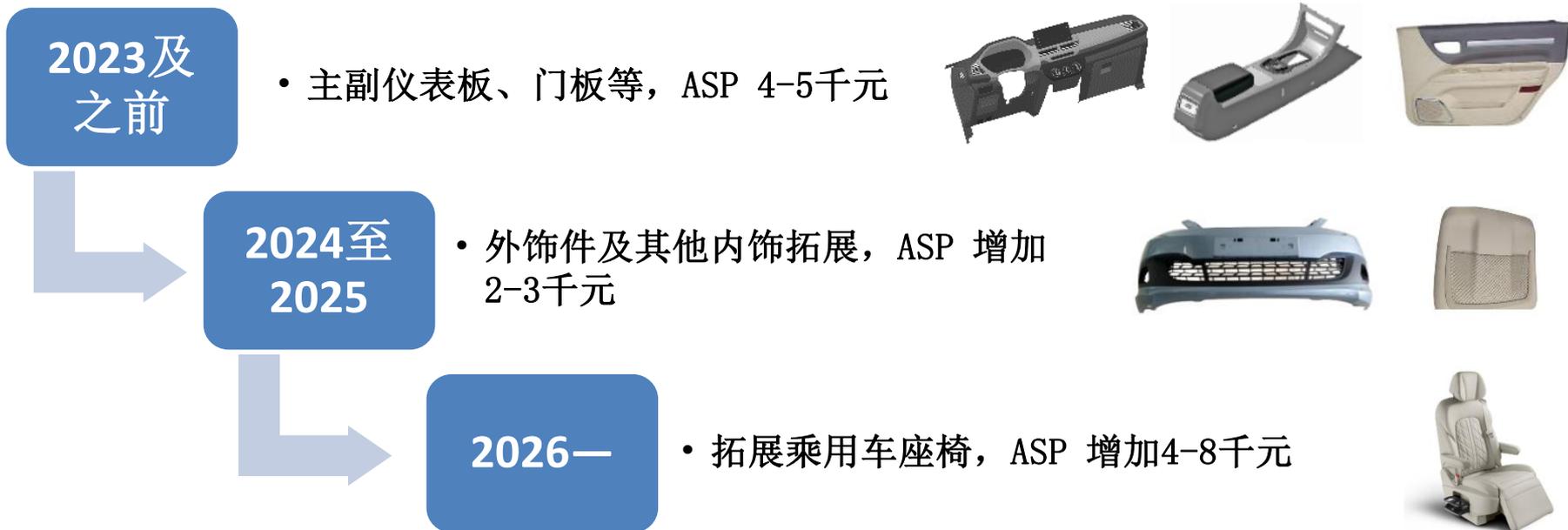
- 乘用车硬质内饰件的工艺则以注塑为核心，其他工艺还包括发泡、吸塑、搪塑和组装等。乘用车硬质内饰件的产品复杂度和工艺难度预计整体小于乘用车座椅，其中硬质内饰件的原材料主要为塑料粒子（PP、ABS、PC/ABS 等），工艺也主要集中在注塑、搪塑和组装等，基本不涉及到乘用车座椅中的金属件。

表13：硬质内饰件主要生产工艺梳理

工艺	工艺方法	工艺特点	主要设备	适用产品
注塑	把熔融态塑料注射到密闭的模腔内，经过冷却定型，开模后顶出得到所需的塑料产品	适用范围十分广泛	注塑机	仪表板、门板、立柱护板、前后保险杠等
发泡	将按比例计量的原料混合物，从原液贮罐经计量泵送至发泡机的注射头，通过机械搅拌或撞击充分混合后吐出，注入发泡模具内，混合原液充填至整个模腔，在一定温度下使塑料产生微孔结构，并熟化为固体，脱模后可得到产品	适用于不饱和聚酯类	发泡机	仪表板和门板发泡层
吸塑	将热塑性板片加热至其软化点，通过抽真空、空气压力、重力及机械力使片材拉伸变形后成形于阴模或阳模内，再冷却、脱模、修剪而成	适用于较薄的片状产品	吸塑机	门板上饰件
搪塑	将塑料粉从粉末盒倒入开口的中空模内，达到规定的容量后，模具与粉末盒联接并充分旋转，使原料在模具内壁变成凝胶，当凝胶达到预定厚度时，倒出过量的原料，冷却后即可从模具内剥出产品	适用于对外观要求较高的产品制造	搪塑生产线	仪表板搪塑蒙皮

- 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、包覆和组装等），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25：新泉产品端的拓展路径



五、投资建议及风险提示

- **推荐逻辑：**1、内外饰单车价值量大，市场空间广阔，且公司有新产品拓展潜力。2、核心内外饰行业格局好，真正做到一定规模的具备较强竞争力的自主民企数量少，基本无新进入者，格局整体呈现集中度提升和国产替代的大趋势。3、公司竞争力突出，在成本控制和响应效率上相比竞争对手拥有明显优势；坚定推进全球化战略，后续海外市场将贡献重要增量。
- **核心增量：**24年主要增量客户为吉利、奇瑞、理想、国际知名电动车企；25年国际知名电动车企海外项目将开始贡献重要增量。
- **盈利预测：**预计2024-2026年归母净利润为11.22亿元、14.82亿元、18.77亿元，对应的EPS分别为2.30元、3.04元、3.85元，对应PE为18.61倍、14.09倍、11.12倍（PE数据对应2024年5月29日收盘价）。

表14：新泉股份核心财务指标及预测

新泉股份 (亿元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30.36	36.80	46.13	69.47	105.72	137.85	180.28	225.64
YOY		21.24%	25.33%	50.60%	52.19%	30.40%	30.78%	25.16%
毛利率	21.22%	23.00%	21.32%	19.73%	20.05%	20.26%	20.40%	20.48%
期间费用率	14.68%	14.26%	14.49%	10.81%	10.22%	10.50%	10.60%	10.60%
销售费用率	4.66%	4.53%	4.36%	1.91%	1.68%	1.70%	1.70%	1.70%
管理费用率	4.40%	4.42%	4.65%	4.49%	4.28%	4.30%	4.30%	4.30%
研发费用率	4.50%	4.10%	4.87%	4.41%	4.32%	4.30%	4.30%	4.30%
财务费用率	1.12%	1.21%	0.61%	0.00%	-0.06%	0.20%	0.30%	0.30%
归母净利润	1.83	2.58	2.84	4.71	8.06	11.22	14.82	18.77
YOY		40.64%	10.21%	65.69%	71.18%	39.31%	32.09%	26.65%
归母净利率	6.04%	7.00%	6.16%	6.77%	7.62%	8.14%	8.22%	8.32%

- **1、乘用车行业销量不及预期：**汽车零部件企业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，则将对营业收入和盈利能力产生不利影响。
- **2、新客户及新产品开拓不及预期：**汽车零部件企业收入增长来自于新客户、新项目的开拓，如果在新客户开拓和新项目获得上不及预期，则将对收入增长产生不利影响。
- **3、原材料价格波动影响：**汽车内饰件企业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总成本中的占比较高，原材料价格波动对毛利率影响较大，如果上游原材料价格出现大幅上涨，则将对盈利能力造成不利影响。

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 财富家园