

新泉股份 (603179)

证券研究报告

2024年07月15日

自主内饰龙头，开启全球化征程

深耕内饰件二十载，聚焦优质客户业绩持续高增

公司以仪表板为核心，打造内饰平台，拓展顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成、保险杠总成和座椅背板等产品，于2017年上市。2014-2023年，公司营收从7.89亿元增长至105.72亿元，CAGR达33.42%，分产品来看，2023年公司仪表板/门板/内饰/顶柜/外饰产品/保险杠收入占比分别达66.05%/16.54%/3.51%/1.27%/1.68%/0.87%；2014-2023年，公司归母净利润由0.47亿元增长至8.06亿元，CAGR达37.13%，业绩持续高增。

公司明星产品量价齐升，汽车内外饰行业集中度有望进一步提升

汽车消费属性增强，内外饰成为车企差异化竞争核心之一，2022年中国乘用车内饰件及外饰件ASP有望进一步提升。由于汽车内饰件细分产品繁多以及行业参与者众多，市场集中度较低，呈现高度分散的竞争局面。2022年，全球汽车内外饰件（不含座椅及车灯）市场CR3为33.56%。2019-2023年，公司仪表板总成单价由1,125.43元/套上涨至1,311.40元/套，门板总成单价由838.01元/套上涨至1,180.47元/套，2023年公司仪表板在整个汽车市场的市场占有率为17.65%，量价齐升进一步推动公司收入上涨，汽车内外饰行业集中度有望进一步提升。

技术、客户、产能优势环环相扣，加速全球化布局

技术上，公司在同步研发、模具开发、检测试验等方面形成了一系列技术优势；客户资源上，公司深耕吉利、奇瑞等自主品牌，积极拓展合资、外资及新能源领域客户如比亚迪、国际知名品牌电动车企业和理想等，锁定优质客户，2023年公司前五大客户收入分别达22.54/20.19/17.06/9.95/5.03亿元，同比+40.25%/+18.12%/+65.3%/+440.61%/+125.75%，公司客户集中度较高，前五大客户占比达70.73%，随着大客户的销量增长，叠加产品品类扩张，公司长期成长空间可期。产能上，公司已在常州、丹阳、芜湖、宁波、北京等20个城市设立了生产制造基地；在海外，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、新加坡、斯洛伐克设立子公司。未来公司有望聚焦核心客户项目，扩大产品品类，提升ASP，持续带动业绩增长。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2024-2026年实现归母净利润10.45/13.51/17.15亿元，当前市值对应2024-2026年PE为21/16/13倍。自主内饰龙头加速出海，给予24年25-30x PE，对应目标价53.5-64.2元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格上行，宏观经济波动，新能源车销量不及预期，产能爬升不及预期，行业竞争加剧。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,946.69	10,571.88	13,065.18	16,103.92	19,606.77
增长率(%)	50.60	52.19	23.58	23.26	21.75
EBITDA(百万元)	1,101.98	1,718.59	1,688.84	2,092.10	2,597.96
归属母公司净利润(百万元)	470.58	805.53	1,045.24	1,351.49	1,715.28
增长率(%)	65.69	71.18	29.76	29.30	26.92
EPS(元/股)	0.97	1.65	2.14	2.77	3.52
市盈率(P/E)	45.88	26.81	20.66	15.98	12.59
市净率(P/B)	5.29	4.36	3.73	3.16	2.61
市销率(P/S)	3.11	2.04	1.65	1.34	1.10
EV/EBITDA	16.87	14.54	12.63	9.83	7.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	44.31元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	487.30
流通A股股本(百万股)	487.30
A股总市值(百万元)	21,592.37
流通A股市值(百万元)	21,592.37
每股净资产(元)	10.06
资产负债率(%)	63.04
一年内最高/最低(元)	56.67/38.33

作者

邵将	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110005	
shaojiang@tfzq.com	
郭雨蒙	联系人
guoyumeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《新泉股份-年报点评报告:20Q4 业绩创新高，新能源客户加速开拓》2021-03-31
- 《新泉股份-半年报点评:20Q2 业绩超预期 成功配套特斯拉》2020-08-05
- 《新泉股份-年报点评报告:19 年客户稳步拓展 产品加速高端化》2020-03-29

内容目录

1. 深耕内饰件二十载，打造自主内外饰龙头.....	4
1.1. 立足仪表板总成，打造内饰平台.....	4
1.2. 营收稳步增长，费用管控有效.....	6
1.3. 生产基地全球化布局，海外营收快速增长.....	8
2. 汽车消费属性带动内外饰升级，行业集中度有望提升.....	10
2.1. 汽车消费属性增强，内外饰升级打开市场空间.....	10
2.2. 汽车内饰行业竞争格局分散，市场集中度有望进一步提升.....	11
3. 技术、客户、产能优势环环相扣，加速全球化布局.....	14
3.1. 技术能力领先，稳步拓宽产品品类.....	14
3.2. 锁定优质客户，未来有望持续高增长.....	15
3.3. 产能加速扩张，完善全球化战略布局.....	20
4. 投资建议.....	23
5. 风险提示.....	26

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构图（截至 2024 年 3 月 31 日）.....	4
图 3：2019-2023 年公司主要产品营收构成.....	6
图 4：2023 年公司主要产品营收占比.....	6
图 5：2019-2023 年公司主要产品单价（元/套）.....	6
图 6：2014-2023 年营业收入及同比增速.....	7
图 7：2014-2023 年归母净利润及同比增速.....	7
图 8：2014-2023 年毛利率及归母净利率.....	7
图 9：2014-2023 年公司主要产品毛利率.....	7
图 10：2018-2023 年期间费用率.....	8
图 11：2018-2023 年各项费用率.....	8
图 12：2019-2023 年内外销收入占比.....	9
图 13：2022-2023 年墨西哥新泉营业收入（亿元）.....	9
图 14：汽车组成结构.....	10
图 15：汽车内饰件分类.....	10
图 16：2021 年汽车饰件市场结构分布情况.....	10
图 17：布伦特原油现货价格波动（美元/桶）.....	11
图 18：中国乘用车及商用车年销量（万辆）.....	11
图 19：2022-2026 中国乘用车内外饰件单车价值量及市场规模.....	11
图 20：2022-2026 全球乘用车内外饰件市场规模（亿元）.....	11
图 21：汽车内饰件分类.....	12

图 22: 2022 年汽车内饰件价值量占比情况.....	12
图 23: 2022 年全球汽车内外饰件市场竞争情况.....	12
图 24: 2021 年中国汽车内饰件市场竞争情况	13
图 25: 公司技术能力强劲	14
图 26: 公司研发人员数量及占比	14
图 27: 公司及可比公司研发费用率.....	14
图 28: 公司主要产品工艺流程.....	15
图 29: 公司主要客户	15
图 30: 公司不同阶段的核心客户	16
图 31: 2014-2023 公司前五大客户收入占比	16
图 32: 吉利汽车 2014-2023 年销量及增长率	17
图 33: 奇瑞汽车 2014-2023 年销量及增长率	17
图 34: 公司主要客户历史销量情况 (万辆)	17
图 35: 宁波华翔客户结构	18
图 36: 常熟汽饰客户结构	18
图 37: 新泉股份客户结构	18
图 38: 2015-2023 年各国别市场份额变化	19
图 39: 2019-2023 年新能源市场销量和新能源渗透率走势	20
图 40: 新能源自主品牌市场份额	20
图 41: 公司主要产品产量 (模次)	21
图 42: 公司产能利用率	21
表 1: 公司主要产品.....	5
表 2: 公司主要产品市占率	6
表 3: 公司境外子公司	8
表 4: 主要汽车内饰件公司对比	13
表 5: 公司 2021-2022 乘用车收入增量主要来源	17
表 6: 公司产能建设项目	20
表 7: 公司历次募投产能扩充项目的产能利用情况	21
表 8: 上海和合肥基地建设项目投资情况	22
表 9: 部分车企在合肥产能布局情况 (截止 2023 年 8 月)	22
表 10: 公司在上海与合肥地区已取得部分客户定点	23
表 11: 营业收入及毛利率拆分	24
表 12: 可比公司 PE 数据对比	25

1. 深耕内饰件二十载，打造自主内外饰龙头

1.1. 立足仪表板总成，打造内饰平台

新泉股份深耕汽车饰件领域，持续丰富产品品类。公司成立于2001年4月28日，深耕汽车饰件领域，是国内领先的汽车饰件整体解决方案提供商，主要产品包括仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成、保险杠总成和座椅背板等，并已实现商用车及乘用车应用领域的全覆盖。公司于2017年挂牌上交所，拥有较完善的汽车饰件产品系列，持续增资墨西哥新泉，积极推进座椅背板新产品，完善全球化布局。

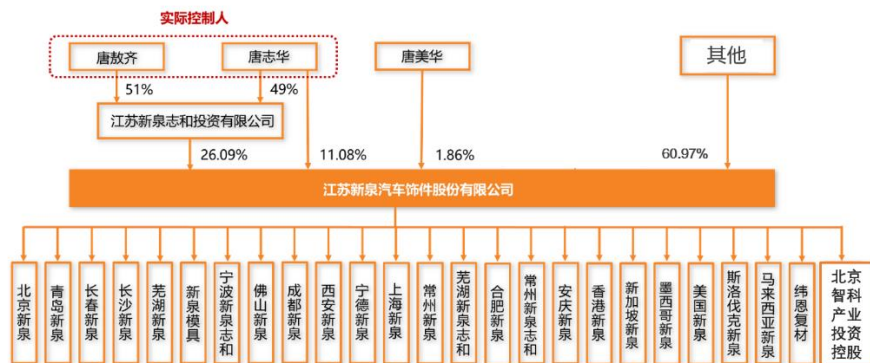
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司股权结构相对集中。截至2024年一季度，实际控制人唐敖齐、唐志华父子直接或间接通过新泉志和投资间接持有公司共37.17%股份，另有其家庭成员唐美华持股1.86%，三人合计持有股份39.03%。

图 2：公司股权结构图（截至2024年3月31日）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

公司以仪表板为核心持续拓宽产品品类，覆盖商用车、乘用车全应用领域。公司成立之初专注于生产仪表板总成产品，随着客户需求增加及工艺积累，不断丰富汽车饰件总成产品系列，适时推出顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成、保险杠总成和座椅背板等产品，并已实现在商用车及乘用车应用领域的全覆盖。

表 1：公司主要产品

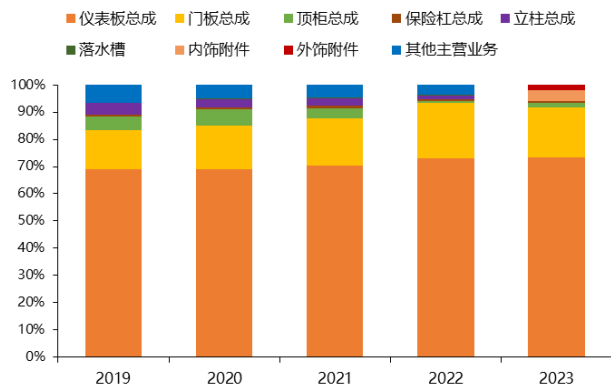
类别	产品名称	产品图示	产品介绍	单车价值量 (元/套)
内饰	仪表板总成		汽车全车操控和显示的集中部分，是汽车上重要的功能件，位于驾驶员正前方，集成了仪表、电器、空调、娱乐系统和安全气囊等部件，是汽车内部较为复杂的内饰件总成。	1,311
	门内护板总成		车门内侧集功能、安全为一体的重要饰件产品，其上集成有扶手、地图袋、喇叭罩、装饰条、门禁把手、反光片等功能件，在遭遇侧撞时能够对驾乘人员形成安全保护。	1,180
	顶置文件柜总成		主要应用于中、重型卡车，位于驾驶室前上方，由箱体、箱盖、底板、锁扣等组成，配有储物柜及电器件等，可提供较大的储物空间。	770
	立柱护板总成		覆盖于车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。	—
外饰	流水槽盖板总成		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。	—
	保险杠总成		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。	615

资料来源：公司公告、Wind，天风证券研究所

*单车价值量以 2023 年分业务收入/销量测算。由于公司外饰业务发展良好，因此 2023 年将落水槽、扰流板、轮眉等外饰产品统一归类为外饰附件（单车价值量 186 元/套），对立柱等内饰产品统一归类为内饰附件（单车价值量 495 元/套）。

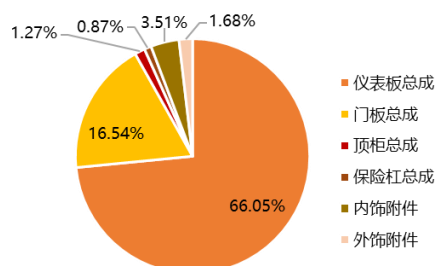
仪表板总成及门板总成贡献主要收入，公司单车配套价值量持续提升。作为公司的核心产品，2023 年仪表板总成及门板总成的营收分别占公司主营业务收入的 66.05%和 16.54%，营收同比去年分别增长 53.13%和 37.08%。得益于汽车消费属性提升，个性化、智能化需求推动内外饰件在视觉、触觉、功能等方面均有所提升，因此公司产品在设计方案、材料使用及工艺路径层面均有所升级，带动单品价值量提升。2019-2023 年，公司核心产品仪表板总成及门板总成的单车价值量均较高且呈上升趋势，其中仪表板总成单价由 1,125.43 元/套上涨至 1,311.40 元/套，门板总成单价由 838.01 元/套上涨至 1,180.47 元/套，进一步推动公司收入上涨。

图 3：2019-2023 年公司主要产品营收构成



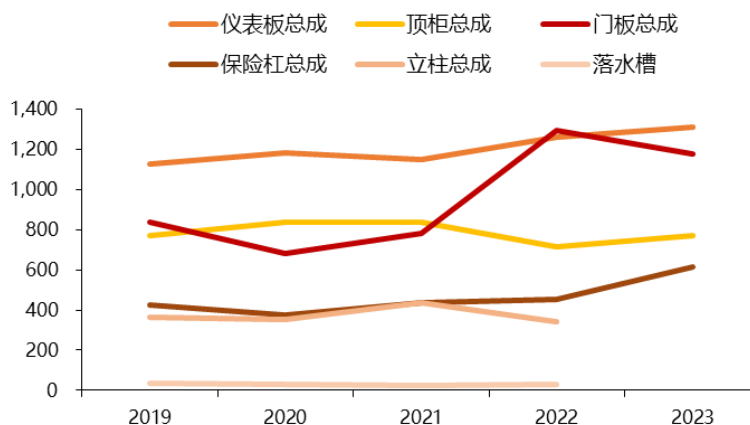
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 4：2023 年公司主要产品营收占比



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 5：2019-2023 年公司主要产品单价（元/套）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

从市场份额看，公司核心产品仪表板总成在国内汽车饰件市场中占有重要地位。2022 年公司仪表板总成在整个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份额位居行业前列，市场占有率达 24.10%；另外，在轻、微型卡车及乘用车领域市场占有率分别为 5.10%和 13.95%。2023 年公司仪表板在整个汽车市场的市场占有率为 17.65%。

表 2：公司主要产品市占率

年份	仪表板总成		门板总成(乘用车)	立柱总成(乘用车)	顶柜总成(商用车)	
	乘用车	商用车				
		中、重型卡车	轻、微型卡车			
2020 年	5.59%	28.57%	6.98%	3.72%	1.36%	4.56%
2021 年	8.69%	28.31%	7.72%	4.14%	1.19%	3.92%
2022 年	13.95%	24.10%	5.10%	4.13%	1.04%	2.37%
2023 年	17.65%	-	-	5.67%	-	4.33%

资料来源：公司公告，中汽协会数据公众号，天风证券研究所

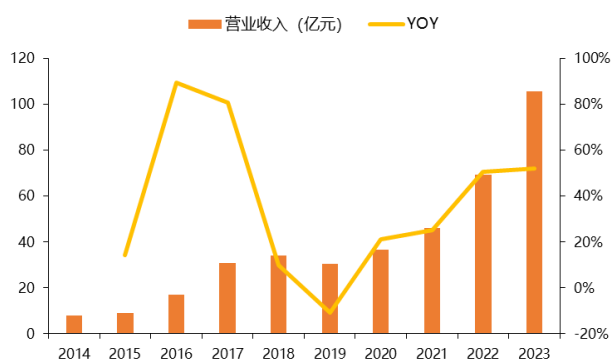
*因缺少 2023 年仪表板按乘用车及商用车类别区分的销量数据，故 2023 年仪表板总成产品市占率=公司仪表板总成销量/(国内乘用车产量+国内商用车产量)；门板及立柱总成产品市占率=公司门板或立柱总成销量/国内乘用车产量，公司门板及立柱总成产品主要配套国内乘用车市场；顶柜总成产品市占率=公司顶柜总成销量/国内商用车产量，公司顶柜总成产品主要配套国内商用车市场

1.2. 营收稳步增长，费用管控有效

公司营收及净利润整体持续攀升。2014-2023 年，公司营收从 7.89 亿元增长至 105.72

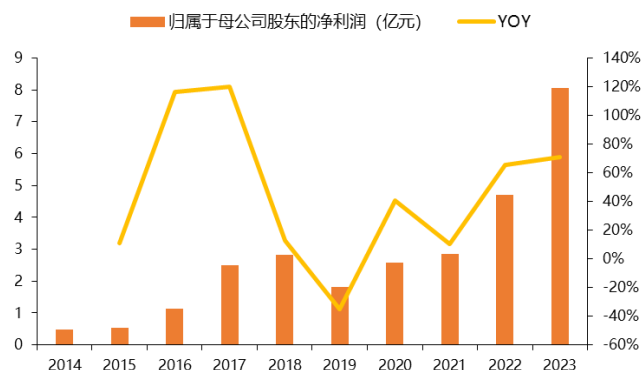
亿元, CAGR 达 33.42%; 归母净利润由 0.47 亿元增长至 8.06 亿元, CAGR 达 37.13%。其中, 2019 年受我国汽车产销整体低位运行影响, 公司营收及净利润出现下滑。2023 年, 受益于客户订单持续放量, 公司实现营业收入 105.72 亿元, 同比增长 52.18%; 归母净利润 8.06 亿元, 同比增长 71.13%。另外, 公司单车配套价值量的持续提升也带动了营收规模的增加。

图 6: 2014-2023 年营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

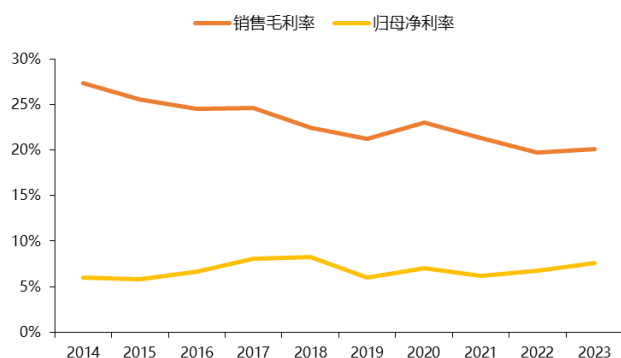
图 7: 2014-2023 年归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

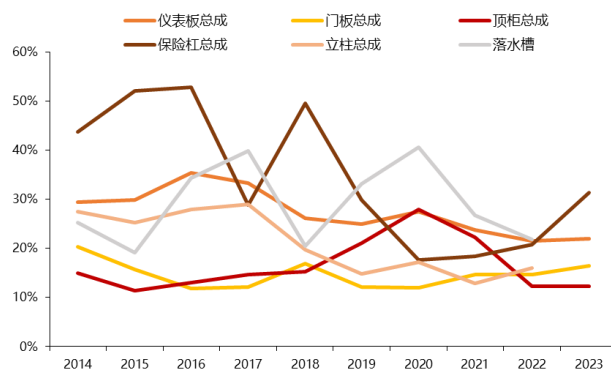
公司盈利能力总体保持稳定。2014-2019 年, 毛利率整体上呈下降趋势, 主要系门板占比持续提升, 其毛利率相较于仪表板毛利率较低, 降低了整体毛利率水平。2021 年毛利率为 21.32%, 同比下降 1.68 个百分点, 主要系前期需求透支、经济结构转型及商用车产销量由增转跌所致; 2022 年毛利率为 19.73%, 同比下降 1.59 个百分点, 主要系会计政策变更 (将运输费用从销售费用重分类至营业成本) 所致; 2023 年毛利率为 20.05%, 同比上升 0.32 个百分点, 主要系受新产品投产及销量上升等因素影响。

图 8: 2014-2023 年毛利率及归母净利润率



资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

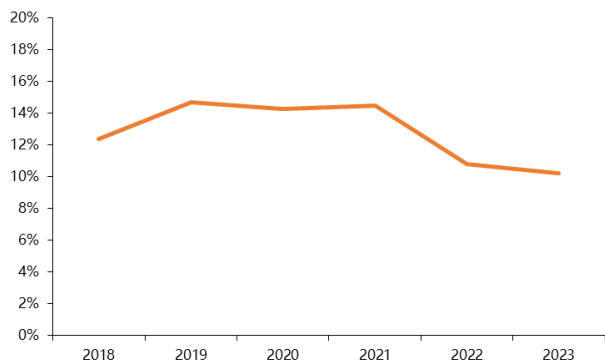
图 9: 2014-2023 年公司主要产品毛利率



资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

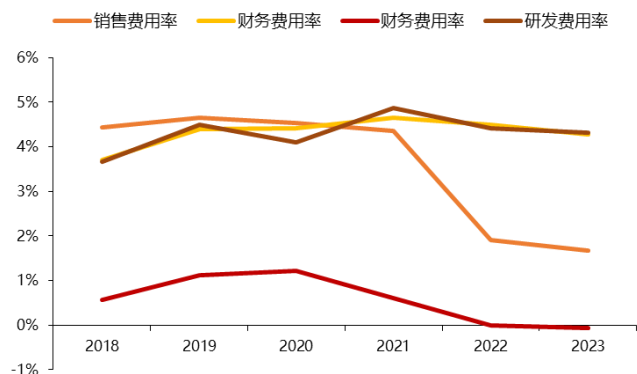
公司期间费用率整体呈下降趋势, 费用管控有效。2018-2023 年, 期间费用率由 12.37% 下降至 10.22%。分项来看, 公司三费率下降明显, 其中, 管理费用率及销售费用率 2018 年至今整体维持稳定, 2022 年销售费用率大幅下降主要系会计政策变更 (将运输费用从销售费用重分类至营业成本) 所致; 财务费用率整体较低, 2022 年及 2023 年因汇兑收益增加进一步降低财务费用率。在研发方面, 公司不断提升研发投入强度, 研发费用率持续增长, 由 2018 年的 3.66% 增长至 2023 年的 4.32%。

图 10：2018-2023 年期间费用率



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 11：2018-2023 年各项费用率



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

1.3. 生产基地全球化布局，海外营收快速增长

持续完善全国战略布局，积极开拓海外市场。在国内，以长三角地区、京津地区、华中地区、华南地区、西南地区汽车产业集群为市场基础，结合现有客户生产区域布局，公司已在常州、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、安庆等 20 个城市设立了生产制造基地。

在海外，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、新加坡、斯洛伐克设立子公司，培育东南亚、北美和欧洲市场并推动公司业务辐射至全球。

表 3：公司境外子公司

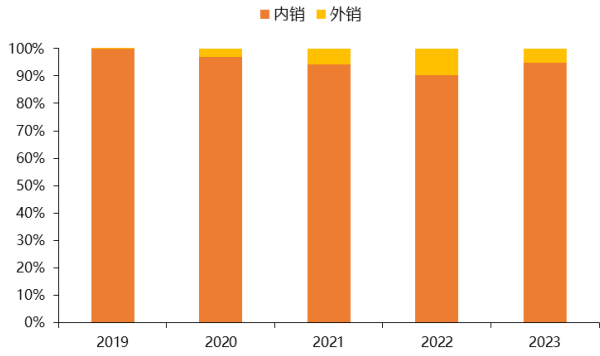
公司名称	成立时间	主要业务	注册资本	投资比例	
				直接	间接
香港新泉	2019.03.15	国际贸易和投资	1 万港元	100	-
新加坡新泉	2023.09.26	国际贸易和投资	5 万新加坡元	100	-
墨西哥新泉	2021.01.07	汽车零部件的研发、设计、制造和销售	38,000 万墨西哥比索	0.25	99.75
美国新泉	2021.05.26	汽车饰件系统的研发、设计；项目管理、产品服务和进出口业务	5 万美元	-	100
斯洛伐克新泉	2023.11.04	汽车零部件的研发、设计、制造和销售	10 万欧元	1	99
马来西亚新泉	2019.05.07	从事车辆仪表盘、副仪表盘和门饰板（单件和组件）及相关零件的设计、研发、组装、制造和销售	6,440 万林吉特	-	51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

外销收入占比整体持续提升，随着马来西亚新泉、墨西哥新泉的投产及境外客户配套的稳步推进，公司外销收入占主营业务收入的比重整体呈快速上升趋势。

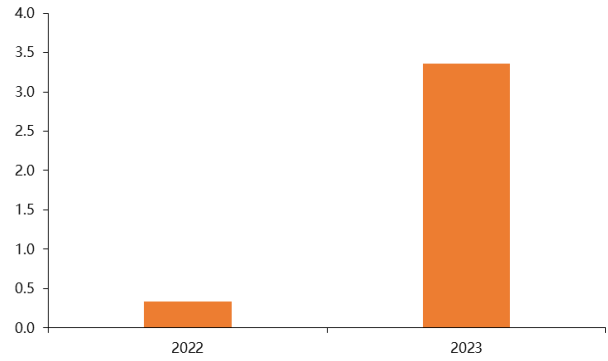
持续增资墨西哥新泉，积极推进座椅背板新产品。2020 年，公司在墨西哥设立全资子公司并建立生产基地，开拓北美市场业务；2022 年，墨西哥新泉生产基地项目顺利建成并已进入试生产阶段；2023 年 2 月和 9 月，公司先后向墨西哥新泉分别增加投资 5,000 万美元和 9,500 万美元，以满足墨西哥新泉新增定点项目的产能扩充。截至 2023 年底，墨西哥生产基地预计产能为 80 万套仪表盘总成及 40 万套座椅背板，积极推进座椅背板新产品。

图 12：2019-2023 年内外销收入占比



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 13：2022-2023 年墨西哥新泉营业收入 (亿元)



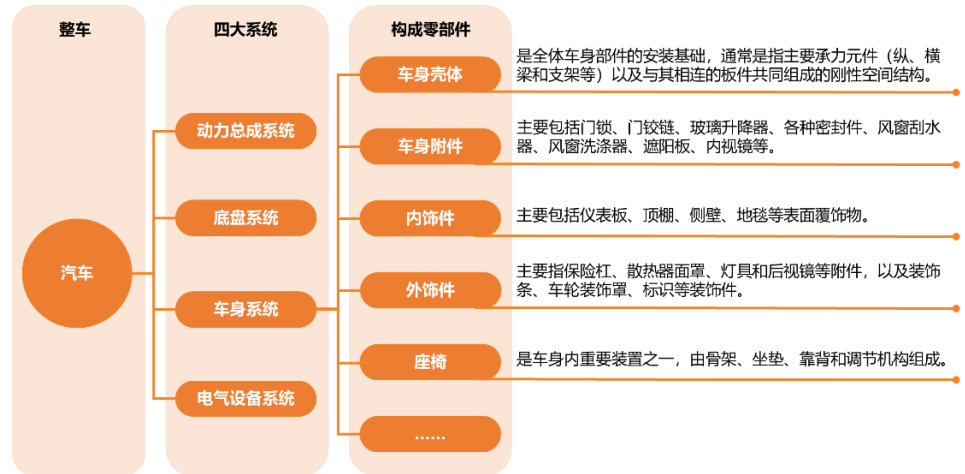
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2. 汽车消费属性带动内外饰升级，行业集中度有望提升

2.1. 汽车消费属性增强，内外饰升级打开市场空间

汽车饰件属于汽车车身系统，产品种类繁多。汽车类型按用途划分为商用车和乘用车，均由动力总成、底盘、车身和电气设备四大系统组成，汽车饰件总成产品主要应用于汽车的车身系统。

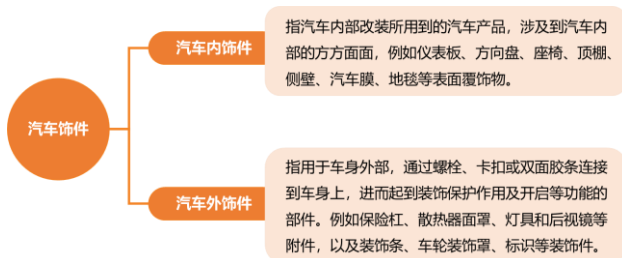
图 14：汽车组成结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

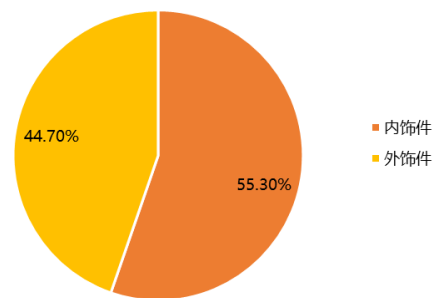
汽车饰件分为内饰件和外饰件两类，内饰件占比较高。汽车内饰件包括仪表盘、方向盘、座椅、门内饰板、门立柱、顶棚、地毯等，汽车外饰件包括保险杠、灯具、后视镜、空调进气格栅、前格栅、扰流板等。从市场结构方面来看，2021 年我国汽车饰件市场中，内饰件占比较高，为 55.3%，外饰件占比为 44.7%。

图 15：汽车内饰件分类



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

图 16：2021 年汽车饰件市场结构分布情况



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

汽车饰件行业的上游市场为原材料市场，主要包括 PP、PC、ABS、PC/ABS 等塑料粒子，油漆及针织面料等；中游为汽车饰件行业；下游为汽车制造行业。

汽车饰件行业上游原材料供应充足，价格与石油价格密切相关。我国塑料粒子、油漆及针织面料等市场竞争充分，供应充足。其中，塑料粒子作为最主要的原材料，其价格波动直接影响公司生产成本。塑料粒子的上游原料为石油，因此其价格受石油价格影响。

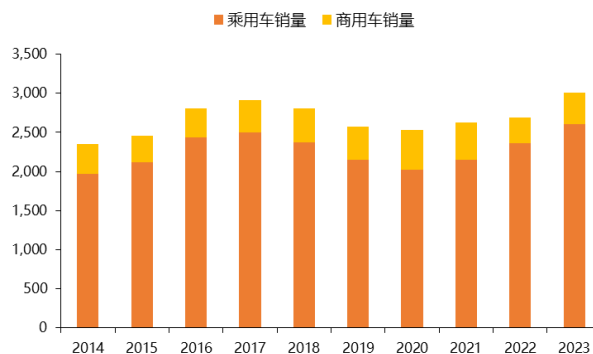
汽车内外饰件行业下游整车的生产和销售情况决定了对汽车饰件需求强度。我国汽车产销总量连续 15 年稳居全球第一，2020-2023 年，我国汽车产销量止跌回升，2023 年汽车产销量分别完成 3,016.1 万辆和 3,009.4 万辆，同比分别增长 11.6%和 12%，带动饰件需求增长。

图 17: 布伦特原油现货价格波动 (美元/桶)



资料来源: Choice, 天风证券研究所

图 18: 中国乘用车及商用车年销量 (万辆)



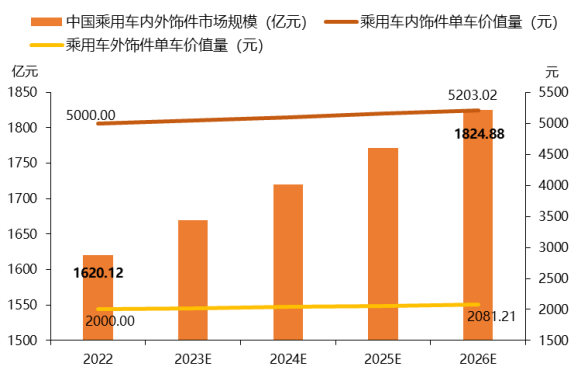
资料来源: 中国汽车工业协会、中汽协会数据公众号, 天风证券研究所

汽车内外饰是汽车零部件领域规模最大的细分市场, 涉及的产品众多, 从行业体量上看, 内外饰的整体行业规模较大, 占汽车零部件总体规模的近 1/4。

中国乘用车内外饰件单车价值量逐年增长, 据华经产业研究院数据显示, 2022 年中国乘用车内饰件及外饰件单车价值分别为 5000 元和 2000 元, 预计 2022 年到 2026 年复合增长率为 1%, 截至 2026 年价值量将分别增加到 5203.02 元和 2081.21 元。

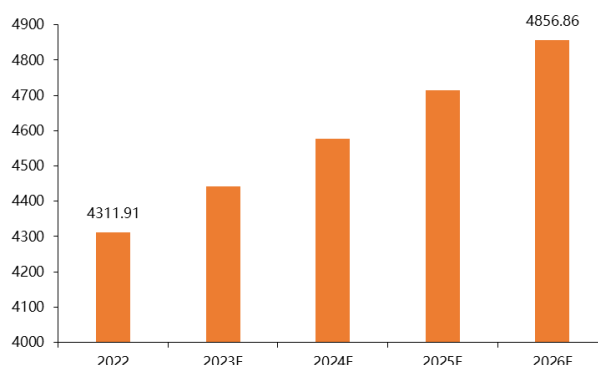
随着乘用车的销量逐年增加, 对内外饰件的需求也将增长。据华经产业研究院数据显示, 2022 年全球乘用车内外饰件市场规模达 4311.91 亿元, 预计 2022 年到 2026 年复合增长率为 3.02%, 截至 2026 年将达到 4856.86 亿元。中国经济迅速的崛起加上新能源汽车的弯道超车, 使得中国乘用车内外饰行业得到迅速发展。据华经产业研究院数据显示, 2022 年中国乘用车内外饰件市场规模达 1620.12 亿元, 预计 2022 年到 2026 年复合增长率为 3.02%, 截至 2026 年将达到 1824.88 亿元。

图 19: 2022-2026 中国乘用车内外饰件单车价值量及市场规模



资料来源: 华经产业研究院, 天风证券研究所

图 20: 2022-2026 全球乘用车内外饰件市场规模 (亿元)



资料来源: 华经产业研究院, 天风证券研究所

2.2. 汽车内饰行业竞争格局分散, 市场集中度有望进一步提升

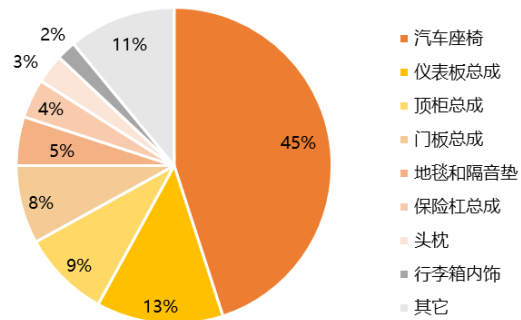
汽车内饰是车身系统最重要的组成部分之一, 兼具美观性和功能性。汽车内饰是与驾乘人员直接接触的零部件产品, 其在具备美观性的同时, 还承担着阻燃、耐光、减震、隔热、吸音等功能性, 能影响人们的驾乘体验。汽车内饰的设计工作超过汽车造型设计工作总量的 60%, 因此是车身系统最重要的组成部分之一。汽车座椅在汽车内饰件中价值量的占比最大, 达到 45%, 其次是仪表盘和顶柜, 占比分别达到 13% 和 9%。

图 21：汽车内饰件分类



资料来源：汽车测试网公众号，天风证券研究所

图 22：2022 年汽车内饰件价值量占比情况

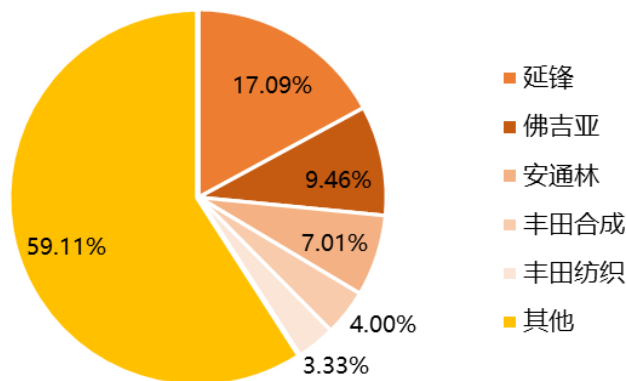


资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

市场集中度较低，竞争格局分散。由于汽车内饰件细分产品繁多以及行业参与者众多，市场集中度较低，呈现高度分散的竞争局面。2022 年，全球汽车内外饰件（不含座椅及车灯）市场 CR3 为 33.56%；2020 年，国内汽车内饰件市场 CR3 为 38.65%。

从全球汽车内饰市场竞争情况来看，全球市场由外资及合资占据主要市场份额。在合资、外资品牌乘用车市场，饰件产品多由合资饰件企业提供；在自主品牌乘用车市场，汽车制造商更多选择本土饰件产品。由于中国汽车产业链完善度仍与发达国家具有差距，加之汽车零部件供应商与汽车整车厂达成供应关系后，汽车整车厂很少更换供应商，因此外资汽车零部件需求窗口较难向中国本土企业敞开，因此中国汽车零部件企业以依靠中国本土自主品牌汽车厂或少数合资汽车厂为主，打造属于自身的品牌口碑。随着中国自主品牌汽车的壮大，中国汽车内饰件企业有望在未来迎来新机遇。

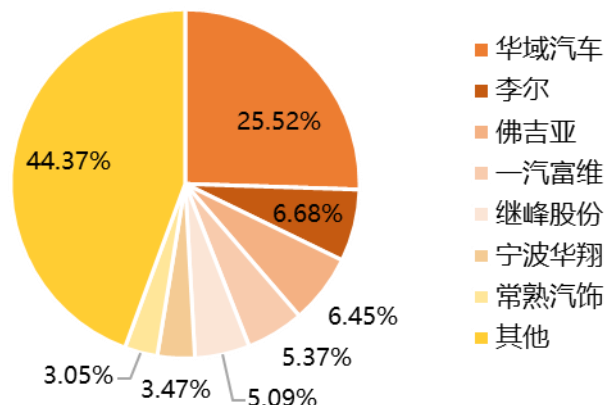
图 23：2022 年全球汽车内外饰件市场竞争情况



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

从国内汽车内饰市场竞争情况来看，国内市场呈现一超多强。纵观国内市场，本土内饰龙头企业参与者众多，主要包括华域汽车、宁波华翔、一汽富维、岱美股份、新泉股份、常熟汽饰等。2013 年华域汽车向伟世通收购延锋汽饰 50% 的股权完成对延锋汽饰的全资控股后，国内汽车内饰行业形成了一超多强的竞争格局。除华域汽车外，其余内饰件企业份额均不超过 10%，整体格局较为分散。

图 24：2021 年中国汽车内饰件市场竞争情况



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

汽车内饰件公司在产品结构上有所不同，公司以主副仪表板、门板为主。部分汽车内饰件公司产品品类较为丰富，如安通林业务范围包括车顶系统、车门系统、座舱系统、照明系统、电子系统和集成产品；宁波华翔除了提供装饰条及内外饰件产品外，还提供车身金属件、车身电子等产品。部分汽车内饰件公司专注细分领域，如继峰股份是全球座椅头枕细分龙头，全球市占率超过 25%。新泉股份自 2009 年起陆续涉足顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等产品，仍有较大拓展空间。

表 4：主要汽车内饰件公司对比

公司名称	内饰产品						主要客户
	仪表板	门板	立柱	顶棚	座椅	其他	
安通林	✓	✓	✓	✓		遮阳板、中控台	宝马、菲亚特、福特、捷豹路虎、奔驰、蔚来、标致、雷诺、大众等
佛吉亚	✓	✓			✓	中控台	一汽大众、上汽大众、东风日产、东风本田、上汽通用、长安福特、北京奔驰、捷豹路虎、一汽红旗、吉利、比亚迪、蔚来等
延锋汽饰	✓	✓				顶部操控台、硬质饰条	大众、通用、奥迪、宝马、奔驰、特斯拉等
一汽富维	✓	✓		✓	✓	高架箱	一汽集团、长城、沃尔沃、奔驰、宝马、蔚来、理想、小鹏等
继峰股份					✓	座椅头枕、座椅扶手、中控系统	宝马、奥迪、大众、特斯拉、捷豹路虎、一汽、上汽、比亚迪、蔚来、理想、小鹏等
宁波华翔	✓	✓	✓	✓		头枕、风管	大众、特斯拉、宝马、丰田、沃尔沃、福特、比亚迪、吉利、奇瑞、蔚来、理想等
常熟汽饰	✓	✓	✓		✓	衣帽架、行李箱饰件、主地毯	一汽大众、奔驰、宝马、捷豹路虎、上汽通用、奇瑞、一汽红旗、长城汽车、吉利汽车、比亚迪、特斯拉、理想、小鹏、蔚来等
新泉股份	✓	✓	✓		✓	顶置文件柜	一汽解放、北汽福田、东风汽车、吉利汽车、上海汽车、奇瑞汽车、一汽大众、上海大众、广汽集团、比亚迪、理想、蔚来等

资料来源：各公司官网，各公司公告，天风证券研究所

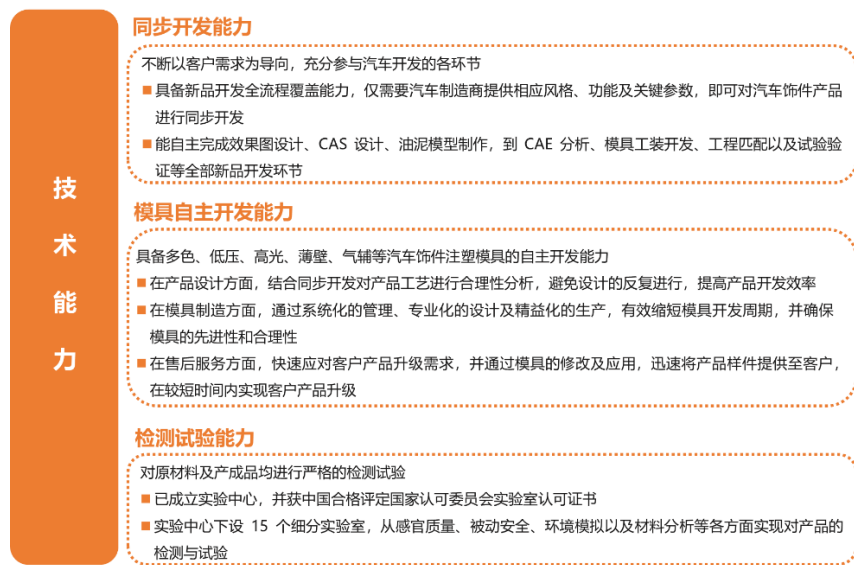
3. 技术、客户、产能优势环环相扣，加速全球化布局

公司持续推进国际化战略，同时聚焦核心客户，扩大产品品类。公司将继续深耕商用车以及自主品牌乘用车市场，加深与现有优质客户的合作关系，同时积极开拓新能源领域以及海外市场，培育东南亚、北美和欧洲市场并推动公司业务辐射至全球，进一步提升公司的市场占有率。

3.1. 技术能力领先，稳步拓宽产品品类

公司以技术为发展先导，通过技术引进及自主开发的方式，确立了在行业内领先的技术地位。截至 2023 年末，公司及控股子公司累计拥有专利 195 项，其中发明专利 9 项、实用新型专利 184 项、外观设计专利 2 项。现阶段，公司在同步研发、模具开发、检测试验等方面形成了一系列技术优势，使得公司成为汽车饰件整体解决方案提供商。

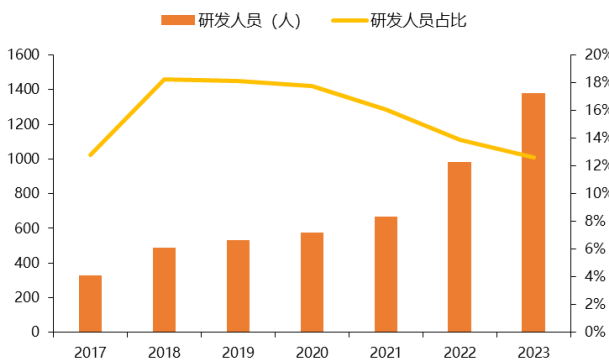
图 25：公司技术能力强劲



资料来源：公司公告，天风证券研究所

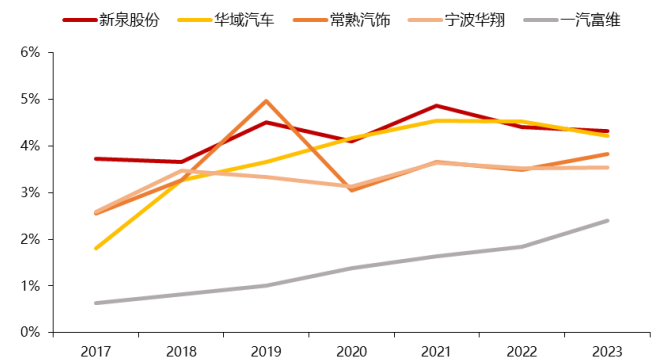
公司研发人员数量持续上升，研发费用率整体稳定且处于行业较高水平。研发人员从 2017 年 329 人增长至 2023 年 1,378 人，CAGR 达 26.96%；研发费用率于 2018-2023 年间在 3.7%至 4.9%之间波动上涨，整体领先其他可比公司。

图 26：公司研发人员数量及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：公司及可比公司研发费用率

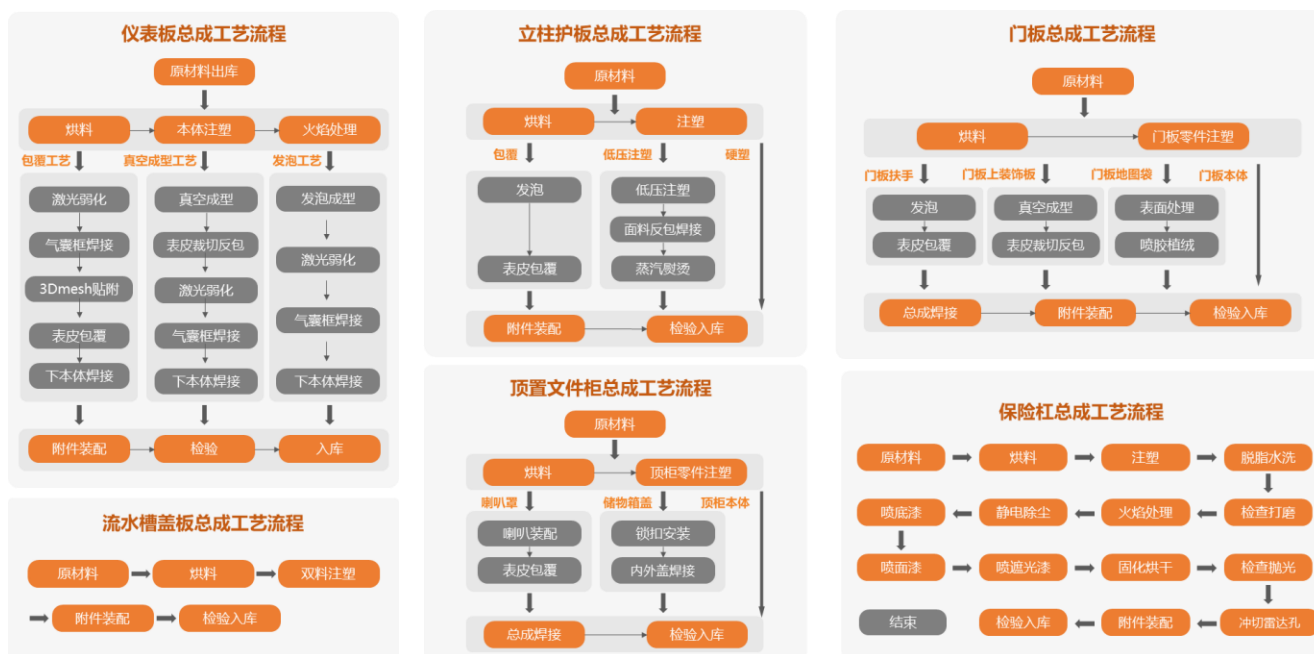


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司基于现有领先生产工艺，进一步丰富产品品类。公司在生产中广泛应用阴模成型、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；此外，公司还应用一系列国外先进的注塑、发泡、焊接等生产设备。公

司可充分利用具有协同性的生产工艺，逐步拓展至高价值量的座椅板块及外饰板块的更多品类，不断提升单车价值量，为现有及潜在客户配套更多项目。

图 28：公司主要产品工艺流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 锁定优质客户，未来有望持续高增长

深耕自主品牌，积极拓展合资、外资及新能源领域客户。公司成立之初立足于汽车零部件产业集中的长三角地区，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。自 2010 年开始，公司立足商用车市场，大力开拓乘用车市场。目前，公司商用车客户主要包括一汽解放、北汽福田、陕西重汽、中国重汽、东风汽车等国内前五大中、重型卡车企业；乘用车客户主要包括吉利汽车、上海汽车、奇瑞汽车、一汽大众、上海大众、广汽集团等知名乘用车企业；此外，公司把握汽车行业智能化、电动化转型的机遇，积极拓展新能源领域客户，目前已与国际知名品牌电动车企业、比亚迪、理想汽车等达成战略合作关系，并取得蔚来、极氪、合创等新势力品牌项目定点，跻身国内第一梯队饰件供应商行列。

图 29：公司主要客户

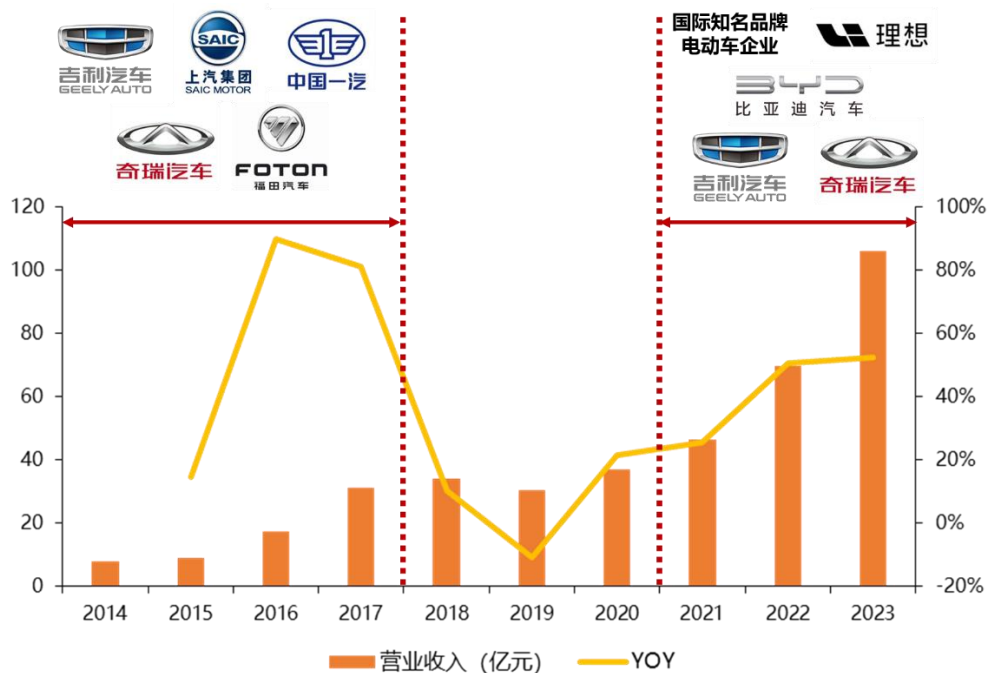


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司在不同增长阶段的核心客户有所不同。2014-2017 年，公司深耕自主品牌，客户结

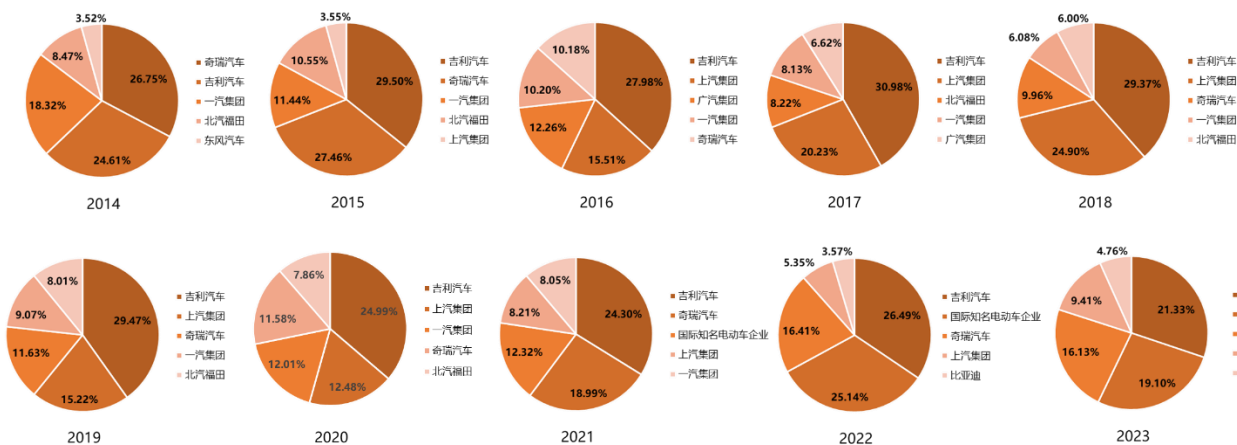
构较为稳定，收入 CAGR 达 57.71%；2021-2023 年，公司积极布局新能源领域，收入 CAGR 达 51.39%，进入新一轮快速增长阶段。

图 30：公司不同阶段的核心客户



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：2014-2023 公司前五大客户收入占比

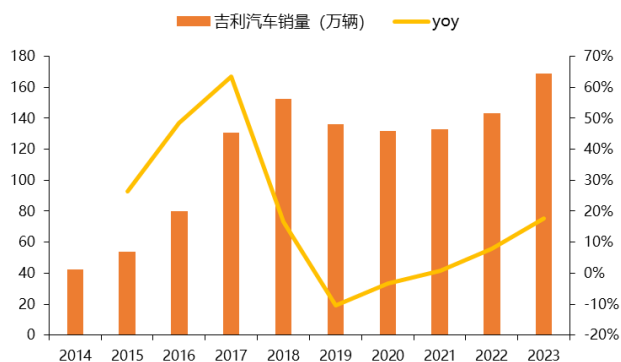


资料来源：Wind，天风证券研究所

(1) 2014-2017 年深耕自主品牌：吉利销量大幅增长，新增配套上汽畅销车型。

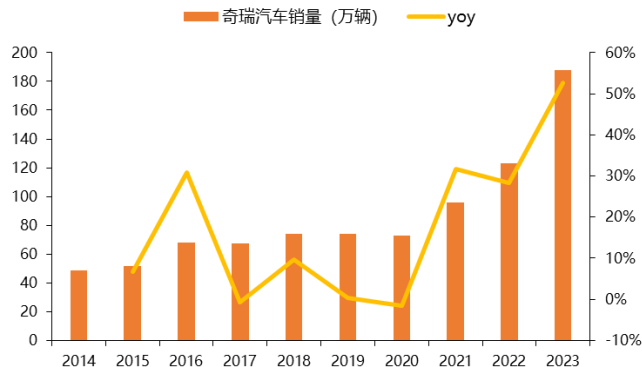
这一阶段公司主要客户吉利、奇瑞、一汽集团和北汽福田保持稳定。由于新推出车型的成功及日益增强的营销体系的支撑，2014-2018 年吉利汽车销量实现可观增长，CAGR 达 37.53%。此外，2015 年新增上汽集团成为主要客户，上汽名爵锐腾车型为公司带来 1,914.51 万元的配套饰件产品销售收入；2016 年，公司为上汽荣威 RX5 配套仪表板和门板总成产品，新增 16,675.95 万的销售收入。

图 32：吉利汽车 2014-2023 年销量及增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：奇瑞汽车 2014-2023 年销量及增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 2021-2023 年拓展新能源领域重要客户：比亚迪和理想汽车增长强劲。

2021 年新能源汽车产销迎来快速增长，国际知名品牌电动车企业及比亚迪分别于 2021 年和 2022 年成为公司新增前五大客户。受益于原有客户及新能源领域新增客户与公司合作的多款畅销车快速上量，公司乘用车产品收入持续上升。

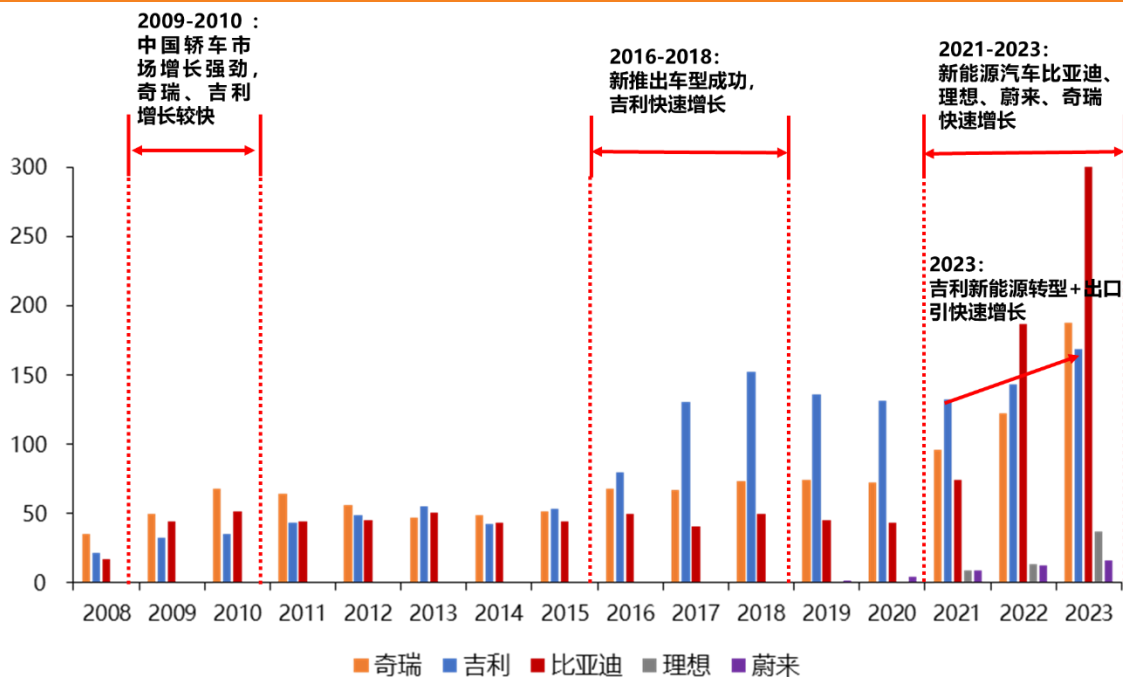
表 5：公司 2021-2022 乘用车收入增量主要来源

年度	项目	客户	配套车型
2021	仪表板总成	全球知名新能源汽车	畅销车型
		吉利汽车	领克 01
		奇瑞汽车	瑞虎 8Plus
2022	仪表板总成、门内护板总成、手套箱及座椅零部件	吉利汽车	领克 01
		长城汽车	哈弗初恋
		全球知名新能源汽车	畅销车型
	外饰件	理想汽车	—
		极氪	—
		内饰件	比亚迪

资料来源：公司公告，天风证券研究所

未来：主要配套客户快速增长，有望持续提升公司业绩。吉利汽车 2015-2022 年均为公司第一大客户，2023 年在新能源转型方面取得重要进展，总销量、新能源汽车销量及出口销量均创下历史新高，吉利汽车 2023 年总销量达 168.7 万辆，同比增长 17.7%；2024 年 1-3 月累计销量达 55.4 万辆，同比增长 49%。**比亚迪** 2023 年销量为 302.4 万辆，同比增长 61.8%；2024 年 1-3 月累计销量 62.6 万辆，同比增长 13.4%。**理想汽车** 2023 年销量为 37.6 万辆，同比增长 182.2%。公司目前主要配套客户均为优质客户，销量不断增长，有望持续带动公司销量增长。

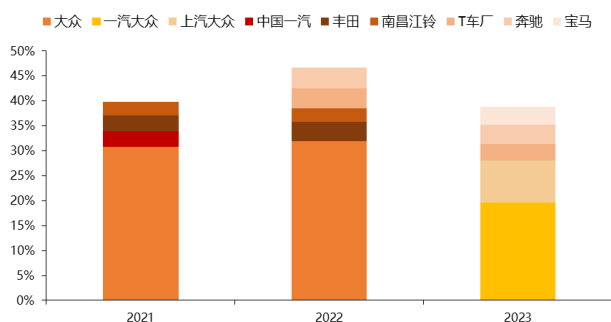
图 34：公司主要客户历史销量情况（万辆）



资料来源: Wind, 各公司公告, 天风证券研究所

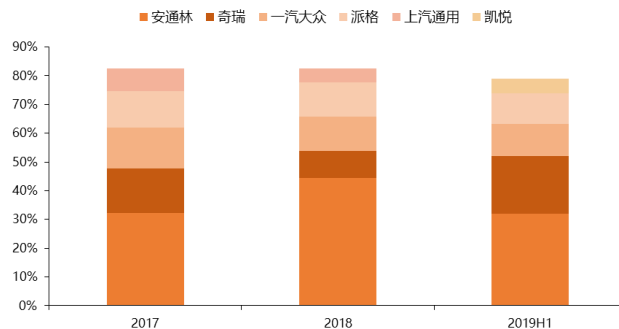
本土汽车内饰件企业客户结构也有所不同。宁波华翔定位高端化，客户主要为世界主流品牌的中高端车系，随着新能源时代到来，公司调整原有客户结构，新能源车企“T 车厂”2022 年收入占比达 4.08%，已成为公司前三大客户，但传统合资车企仍占据宁波华翔最大的配套份额。常熟汽饰配套车型以中高端为主，通过与国际知名汽车零部件供应商安通林集团、麦格纳集团等建立合资平台快速进入中高端乘用车市场。新泉股份则深耕自主品牌，积极拓展合资、外资品牌及新能源领域客户，2022 年国际知名电动车品牌及比亚迪的收入占比分别为 25.14%和 3.57%。常熟汽饰和新泉股份客户集中度较高，前五名客户收入占比在 70%-80%之间，宁波华翔前五名客户收入占比在 40%至 47%之间，集中度相对较低。

图 35: 宁波华翔客户结构



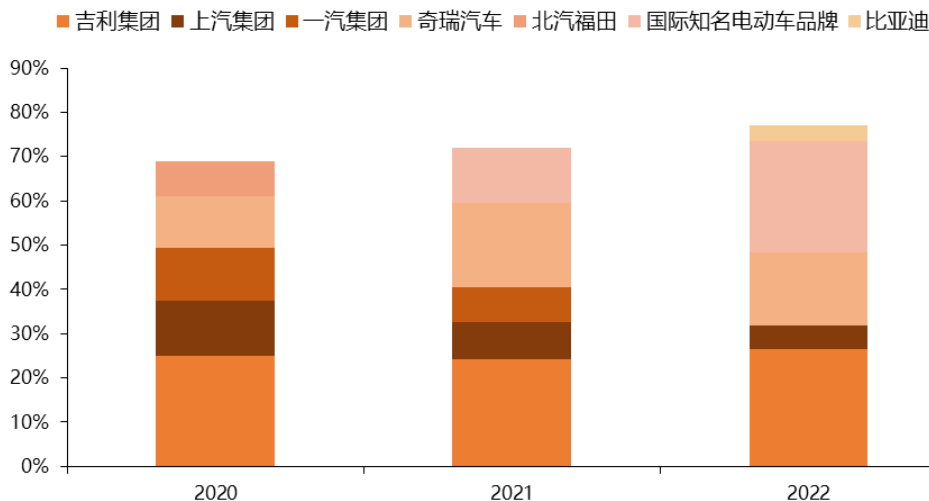
资料来源: 各公司公告, 天风证券研究所

图 36: 常熟汽饰客户结构



资料来源: 各公司公告, 天风证券研究所

图 37: 新泉股份客户结构

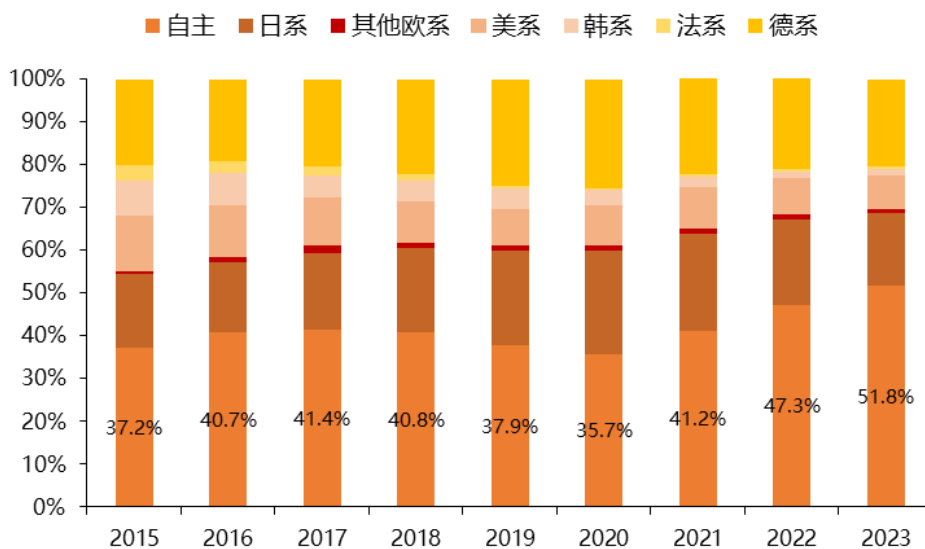


资料来源：各公司公告，天风证券研究所

公司客户结构相对更具优势：

(1) 整车格局转变，自主品牌汽车逐步崛起。随着我国汽车市场需求的不断扩大，部分自主品牌抓住市场发展机遇，大力投入汽车技术研究，其产品外观、质量、安全等性能均有所提升，促使近年来自主品牌乘用车的销量增长率各年均明显高于乘用车市场整体增速。自2020年以来，中国自主品牌市场份额逐年攀升，2023年自主品牌在国内市场销量首次超过海外品牌，占据51.8%的市场份额。随着我国自主品牌汽车企业在整体研发能力、国际化程度和市场竞争力的进一步提升，未来自主品牌汽车市场份额和集中度有望进一步提升，公司深耕自主品牌客户，有望实现市场份额的同步增长。

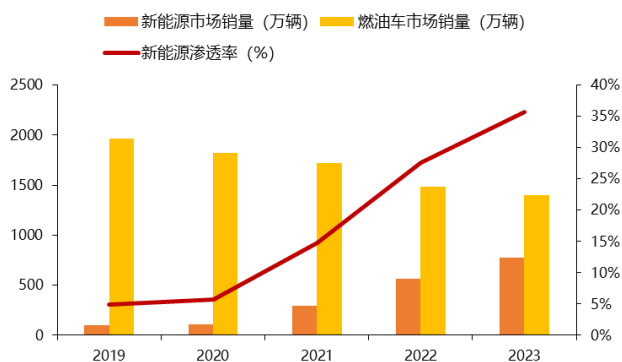
图 38：2015-2023 年各国别市场份额变化



资料来源：乘联会，天风证券研究所

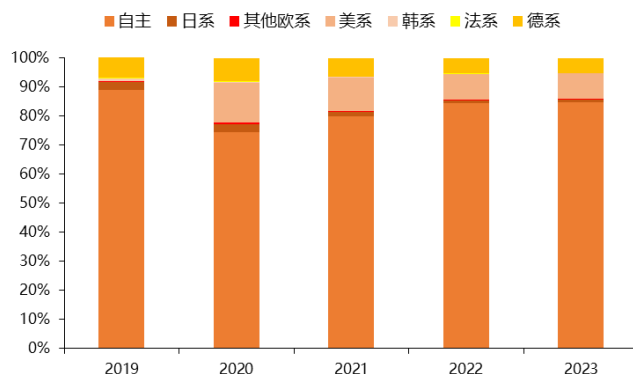
(2) 新能源渗透率持续爬坡，自主品牌在新能源汽车领域占有主动权。中国新能源市场快速发展，新能源渗透率逐年递增，2023年已提升至35.7%，乘联会预计这一比例将在2025年超50%。在新能源汽车领域，中国自主品牌的市占率超过80%，未来，新能源车型将成为自主品牌发展的主要驱动力。公司在新能源领域已与比亚迪、理想、蔚来和国际知名品牌电动车企业均建立了良好的合作关系，未来公司有望充分受益于新能源渗透率提升及新能源车型放量。

图 39：2019-2023 年新能源市场销量和新能源渗透率走势



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 40：新能源自主品牌市场份额



资料来源：乘联会，天风证券研究所

3.3. 产能加速扩张，完善全球化战略布局

公司为实施就近配套生产，积极进行募资，完善生产基地布局。公司为降低运输成本，提高客户产品配套服务能力，结合现有客户生产区域积极进行基地布局。公司于 2017 年完成首次公开发行；2018 年公开发行可转债 4.5 亿元，募集资金全部用于常州基地扩建和长沙基地建设；2020 年非公开发行股票募集资金净额 11.88 亿元，主要用于西安基地和上海智能制造基地建设；2023 年向不特定对象发行可转债 11.6 亿元，募集资金主要用于上海智能制造基地升级扩建项目（一期）和汽车饰件智能制造合肥基地建设项目。另外，通过自筹资金等方式，积极推进宁波、佛山、芜湖、安庆等基地建设；同时在马来西亚和墨西哥建立生产基地，不断开拓国际市场。

表 6：公司产能建设项目

项目名称	投资金额	建设时间	投产时间	新增产能	资金来源
常州生产制造基地扩建	26,910.86 万元	2018	2019	35 万套仪表板总成、40 万套门内护板总成、55 万套立柱护板总成	公开发行可转换公司债券募集资金
长沙生产制造基地	23,120.59 万元	2018	2019	15 万套仪表板总成、10 万套门内护板总成、20 万套立柱护板总成、45 万套保险杠总成	公开发行可转换公司债券募集资金
宁波新泉志和生产基地	51,156.17 万元	2018	2020	40 万套仪表板总成、35 万套门内护板总成、25 万套立柱护板总成	公司自筹
佛山新泉生产基地	35,825.00 万元	2019	2020	35 万套汽车仪表板、70 万只汽车保险杠	公司自筹
马来西亚生产基地	-	2019	2019	仪表板、副仪表板和门饰板（单件和组件）及相关零件	全资子公司香港新泉与 HICOM-TECK SEE MANUFACTURING MALAYSIA SDN.BHD. 合资
西安生产制造基地	37,272.82 万元	2020	2022	28 万套仪表板总成、15 万套门内护板总成、15 万套立柱护板总成、2 万套顶置文件柜总成	非公开发行股票募投项目
上海智能制造基地	45,206.09 万元	2020	2022	50 万套仪表板总成、15 万套门内护板总成	非公开发行股票募投项目
墨西哥生产基地	3,600 万美元	2020	2022	25 万套仪表板总成、170 万只座椅背板	-
芜湖外饰生产基地	50,000 万元	2022	2023	40 万套汽车保险杠总成	专门借款

汽车饰件智能制造合肥基地	36,162.72 万元	2022	预计 2024	30 万套仪表板总成、20 万套门内护板总成	向不特定对象发行可转债募投项目
上海智能制造基地升级扩建项目（一期）	67,874.14 万元	2023	预计 2025	50 万套仪表板总成	向不特定对象发行可转债募投项目
常州饰件系统智能制造基地	100,227.25 万元	2023	预计 2026	50 万套保险杠总成、50 万套汽车轮眉饰板、50 万套尾门/翼子板总成、50 万套门内护板总成	-
安庆新泉汽车饰件智能制造基地	22,000 万元	2023	预计 2024	50 万套仪表板总成、50 万套门内护板总成	-
墨西哥生产基地扩建	9,500 万美元	2023	预计 2024	80 万套仪表板总成、40 万套座椅背板	公司自筹

资料来源：公司公告，天风证券研究所

满足汽车产业集群内整车厂的就近配套需求，历次募投产能扩充项目效益较好。公司涉及产能扩充的历次募投项目均按计划投入推进实施并完工，产能利用率按预期爬坡至较高水平，盈利情况较好，实现效益均达到预计效益。

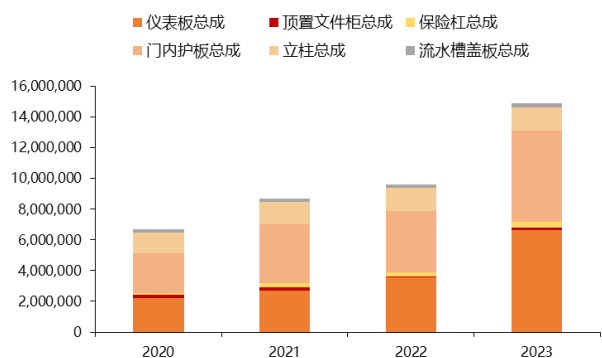
表 7：公司历次募投产能扩充项目的产能利用情况

车企名称	2022 年产能利用率	
	大型产品	中型产品
2018 年公开发行可转债募投项目		
长沙生产制造基地扩建项目	96.48%	92.83%
常州生产制造基地扩建项目	104.33%	82.26%
2020 年非公开发行股票募投项目		
西安生产基地建设项目	72.20%	85.92%
上海智能制造基地建设项目	105.42%	99.89%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

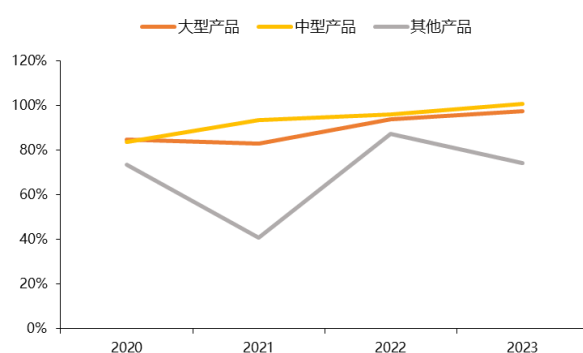
公司整体产能利用率维持高水平，促使产能进一步扩张。公司主要产品的产能利用率已经处于较高水平，2023 年大型产品及中型产品的产能利用率分别为 97.26% 和 100.59%，公司现有的生产能力已经不足以支撑未来主营业务的长远发展需求，有必要在现有生产能力的基础上，进一步增加主要产品生产能力，满足下游日益增长的市场需求，提高公司产品占有率。

图 41：公司主要产品产量（模次）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：公司产能利用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

持续资本开支，推进上海和合肥基地建设项目。公司于 2023 年顺利发行可转债 11.60 亿元，募集资金主要用于上海智能制造基地升级扩建项目（一期）和汽车饰件智能制造合肥基地建设项目。项目投产后，公司产品及生产布局进一步完善，有望有效提升公司经营业绩。

表 8：上海和合肥基地建设项目投资情况

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 金额(万元)
上海智能制造基地升级扩建项目（一期）	67,874.14	50,815.60
汽车饰件智能制造合肥基地建设项目	36,162.72	30,384.40
合计	104,036.86	81,200

资料来源：公司公告，天风证券研究所

上海智能制造基地升级扩建项目（一期）：满足客户 Tier0.5 级合作需求

Tier0.5 级合作模式已成为汽车产业未来发展趋势。传统整车厂商与零部件企业多采取 Tier1、Tier2 等合作模式，Tier1 是将上游材料加工组装形成相关零部件后，再向整车厂供应，在产业链中，整车厂须面对众多 Tier1 供应商，产业链较长，且影响开发效率和管理效率。Tier0.5 级合作模式是通过将大量 Tier1 供应的零部件进行整合并形成模块化、系统化集成产品向整车企业供应，整车企业只需管理和对接 Tier0.5 级供应商，一方面有利于整车厂商提升开发效率和造车效率，另一方面还有利于整车厂商精简供应链和降低管理成本，已成为汽车产业未来发展趋势。对 Tier0.5 级供应商而言，不仅能更好地满足整车企业对于供应链管理的需求，提升配套单车价值量，同时也将增强 Tier0.5 级供应商与整车厂的合作粘性。

公司具备 Tier0.5 级供应商综合实力，已有多家整车厂商寻求与公司建立新型供应合作。公司具有强大的技术实力、产品配套供应能力和高效的管理效率，并完成多项集成整合的模块化、系统化产品配套服务，具备成为 Tier0.5 级供应商的综合实力。近年来，公司业务发展迅速，与多家整车企业建立了紧密的业务合作关系，在 Tier0.5 级供应模式市场趋势推动下，已有多家整车厂商寻求同公司建立新型供应合作。

建设上海新型产业基地，增强上海就近配套服务能力，进一步凸显公司规模效应。一方面将助力公司加大同整车厂商的协同合作的深度和广度，提升公司行业市场份额和市场地位，提升公司整体盈利能力；另一方面，将进一步凸显公司规模效应，增强公司智能化、高效化、规模化制造水平，推动公司降本增效，扩能提质。

汽车饰件智能制造合肥基地建设项目：把握合肥新能源汽车产业发展机遇

合肥全力打造“新能源汽车之都”，比亚迪、蔚来等在合肥布局。目前，合肥市新能源汽车产业已聚集规模以上企业 305 家，包括比亚迪、蔚来、大众（安徽）、江淮汽车、长安等整车制造商，形成了涵盖整车、关键零部件、应用和配套的完整产业链。比亚迪、蔚来、大众（安徽）、长安汽车等车企在合肥地区新建或扩大汽车生产基地，提高整车产能，会为合肥基地生产的汽车饰件产品带来庞大的潜在市场需求，是本项目实施的产能消化基础。

表 9：部分车企在合肥产能布局情况（截止 2023 年 8 月）

车企名称	主要产品	合肥产能布局情况
比亚迪	新能源汽车	合肥生产基地规划总产能达到 132 万辆，目前一期产能 15 万辆，一期已经投产。
蔚来	新能源乘用车	蔚来中国总部落户合肥，合肥基地原有生产线完成阶段性升级，年产能达到 24 万台，其第二工厂 2022 年三季度正式投产，规划整车产能 100 万辆/年。
大众（安徽）	新能源汽车	大众汽车（安徽）二期扩建工程计划 2021 年启动，最大年产量为 35 万辆。2023 年底正式投产出口欧洲市场的纯电动车型 Cupra Tavascan，而面向国内市场的首款

长安汽车	乘用车、商用车	车型预计于 2024 年上市。 合肥生产基地具备年产 50 万-60 万辆整车产能规模， 涵盖长安汽车 P2-P4 平台乘用车及新能源系列车型。
------	---------	--

资料来源：公司公告、盖世汽车社区公众号，天风证券研究所

建设合肥生产制造基地，满足现有及潜在客户的饰件就近配套需求。一方面将提升公司对于合肥地区整车厂客户的就近配套能力，从而为下游客户提供更加快捷和批量化的零部件供应服务，并降低运输成本、实现公司产品盈利能力的提升；另一方面将以本地化生产制造基地为支撑，在挖掘区域市场内现有客户潜在订单的基础上进一步开拓区域内的其他潜在整车厂客户饰件产品需求，为公司的长远发展奠定基础。

公司在上海与合肥地区已取得部分客户定点，并积极开拓潜在客户。公司本次募投项目系配套下游新能源整车厂建设，已具有一定意向客户和订单，具有良好的市场消化保障。除已取得的在手订单及意向性合同外，公司仍在积极推进其他潜在新能源整车客户及新车型的开发，新的业务订单能够为本次募投项目新增产能的消化提供支持。

表 10：公司在上海与合肥地区已取得部分客户定点

产品	意向客户	定点通知书	预计订单（万套）
上海地区			
仪表板总成	上海客户 1	已取得	10
	上海客户 2	已取得	30
合肥地区			
仪表板总成	合肥客户 1	已取得	6
	合肥客户 2	已取得	2
	合肥客户 2	已取得	11
	合肥客户 3	已取得	10
门内护板总成	合肥客户 1	已取得	6
	合肥客户 2	已取得	2

资料来源：公司公告，天风证券研究所

国际化战略扎实推进。2019 年，公司在马来西亚设立合资公司并建立生产基地，开拓东南亚市场业务；2020 年，公司在墨西哥设立全资子公司并建立生产基地，开拓北美市场业务。

4. 投资建议

1) 仪表盘总成：公司仪表盘总成业务市场份额持续增长，新产能也将持续投产，同时下游车企客户销量不断提升，有望为营收增长注入新动力，预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 20%/25%/23%；该业务毛利率较为平稳，预计 2024-2026 年毛利率分别为 22.3%/22.0%/21.9%。

2) 门板、顶柜、内饰件：公司门板、顶柜、立柱总成业务均为内饰业务，受益于下游客户需求上升，预计业务营收稳步上升，其中门板总成业务 2024 年新增产能，预计 2024-2026 年营收增速分别为 30%/28%/26%，毛利率分别为 16.0%/16.0%/16.0%；预计顶柜总成业务 2024-2026 年营收增速分别为 15%/15%/15%，毛利率分别为 18.0%/18.0%/18.0%；预计内饰件业务 2024-2026 年营收增速分别为 18%/15%/15%，毛利率分别为 20.0%/20.0%/20.0%。

3) 保险杠总成：得益于芜湖外饰生产基地项目保险杠总成投产，该业务 2023 年出现了高增，考虑到新工厂的产能逐渐爬坡，以及公司下游理想、奇瑞等客户的销量高增长，预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 429.3%/25%/21.4%；业务毛利率较为平稳，预计

2024-2026 年毛利率分别为 22.0%/22.0%/22.0%。

4) **外饰件**：该业务 2023 年毛利率仅为 5.3%，较 2022 年下滑 24.18pct，预计是新工厂产能爬坡带来的影响，预计后续完全达产后，毛利率恢复至正常水平。预估该业务 2024-2026 年营收增速分别为 20%/19%/18%；预计 2024-2026 年毛利率分别为 10.0%/14.0%/16.0%。

5) **其他业务**：2023 年公司其他业务营收同比微增，预计 2024-2026 年该业务保持平稳，作为公司非核心业务，预估其 2024-2026 年营收增速维持 5%，毛利率维持在 17%。

表 11：营业收入及毛利率拆分

项目/年度单位：亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
仪表盘总成				
收入	69.83	83.80	104.75	128.84
YOY	53.1%	20.0%	25.0%	23.0%
毛利率	22.0%	22.3%	22.0%	21.9%
门板总成				
收入	17.49	22.74	29.10	36.67
YOY	37.1%	30.0%	28.0%	26.0%
毛利率	16.4%	16.0%	16.0%	16.0%
顶柜总成				
收入	1.35	1.55	1.79	2.05
YOY	149.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
内饰件				
收入	3.71	4.38	5.03	5.79
YOY	40.7%	18.0%	15.0%	15.0%
毛利率	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
外饰件				
收入	1.78	2.14	2.54	3.00
YOY	202.0%	20.0%	19.0%	18.0%
毛利率	5.3%	10.0%	14.0%	16.0%
保险杠总成				
收入	0.92	4.87	6.09	7.39
YOY	112.4%	429.3%	25.0%	21.4%
毛利率	31.3%	22.0%	22.0%	22.0%
其他业务				
收入	10.65	11.18	11.74	12.33
YOY	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	15.6%	17.0%	17.0%	17.0%
总营收				
收入	105.72	130.65	161.04	196.07
YOY	52.2%	23.6%	23.3%	21.8%
毛利率	20.0%	20.4%	20.3%	20.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司是国内汽车内饰件龙头企业，进军座椅及外饰板块。我们选取行业内汽车内外饰或座椅厂商松原股份、岱美股份及天成自控作为可比公司。

- 1) 松原股份：公司是国内领先的汽车被动安全系统一级供应商之一，专业从事汽车安全带总成及零部件等汽车被动安全系统产品及特殊座椅安全装置的研发、设计、生产、销售及服务。与新泉股份一样，客户结构以自主品牌与新势力为主。
- 2) 岱美股份：公司主要产品为汽车的顶棚系统和座椅系统的内饰件，包括遮阳板、头枕、顶棚、顶棚中央控制器、扶手等汽车内饰产品。客户兼顾海外，以及国内自主品牌和国产新势力。
- 3) 天成自控：公司的主营业务为乘用车座椅、航空座椅、工程机械与商用车座椅、儿童安全座椅等各类座椅产品的研发设计、生产和销售。在乘用车领域，公司客户主要为自主品牌和国产新势力。

可比公司 2024 年 PE 均值为 26 倍，公司当前估值明显低于可比公司估值均值。公司持续聚焦核心客户项目，逐步扩大产品品类，有望显著增厚业绩，中长期成长动能强劲。因此，给予公司 2024 年 PE 估值 25-30x，对应目标价 53.5-64.2 元。

表 12：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603035.SH	松原股份	30.50	0.88	1.26	1.73	2.29	33	24	18	13
603730.SH	岱美股份	9.79	0.51	0.54	0.64	0.77	28	18	15	13
002048.SZ	天成自控	8.29	0.04	0.24	0.53	0.72	286	35	16	12
可比公司均值							116	26	16	13
603179.SH	新泉股份	44.28	1.65	2.14	2.77	3.52	27	21	16	13

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：可比公司盈利预测数据采用 wind 一致预期；收盘价数据截至 2024 年 7 月 12 日）

我们预计公司 2024-2026 年实现营收 130.65/161.04/196.07 亿元，实现归母净利润 10.45/13.51/17.15 亿元，当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 21/16/13 倍。自主品牌崛起及新能源渗透率持续爬坡，有望带动公司业绩持续高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) **原材料成本上行**：上游原材料持续上涨，公司成本上升，毛利承压，影响业绩
- 2) **宏观经济波动**：经济复苏可能不及预期
- 3) **新能源车销量不及预期**：下游新能源车销量波动会影响公司出货量
- 4) **产能爬升不及预期**：产能建设进程存在不及预期的风险。
- 5) **行业竞争加剧**：随着汽车内外饰行业的发展，公司可能面临行业竞争加剧的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	757.82	1,415.59	2,050.93	2,674.82	4,248.00
应收票据及应收账款	2,035.22	3,112.15	3,057.52	4,547.11	4,711.64
预付账款	357.13	456.49	544.49	690.73	813.41
存货	1,750.21	2,475.19	2,723.23	3,691.63	4,119.83
其他	1,130.15	1,649.56	1,194.67	1,312.10	1,385.32
流动资产合计	6,030.54	9,108.99	9,570.84	12,916.39	15,278.20
长期股权投资	0.00	6.25	8.34	11.11	14.82
固定资产	2,127.03	3,156.60	3,356.33	3,599.46	3,845.33
在建工程	484.13	299.41	374.74	403.94	377.21
无形资产	275.96	371.77	401.96	445.20	490.22
其他	414.96	504.14	373.92	399.99	356.19
非流动资产合计	3,302.09	4,338.17	4,515.29	4,859.71	5,083.77
资产总计	9,332.62	13,447.17	14,086.13	17,776.10	20,361.97
短期借款	525.59	100.48	100.48	100.48	700.00
应付票据及应付账款	3,691.68	5,670.12	5,617.15	8,311.36	8,649.57
其他	410.08	987.80	994.69	923.00	1,110.45
流动负债合计	4,627.35	6,758.40	6,712.32	9,334.84	10,460.02
长期借款	362.91	468.29	468.29	468.29	468.29
应付债券	0.00	976.78	976.78	976.78	976.78
其他	88.71	123.59	93.04	101.78	106.13
非流动负债合计	451.62	1,568.66	1,538.11	1,546.85	1,551.20
负债合计	5,203.21	8,441.56	8,250.42	10,881.69	12,011.23
少数股东权益	50.14	48.15	52.45	58.01	65.07
股本	487.30	487.30	487.30	487.30	487.30
资本公积	2,108.12	2,108.12	2,108.12	2,108.12	2,108.12
留存收益	1,472.82	2,132.29	2,987.83	4,094.05	5,498.03
其他	11.03	229.74	200.00	146.92	192.22
股东权益合计	4,129.42	5,005.60	5,835.71	6,894.41	8,350.74
负债和股东权益总计	9,332.62	13,447.17	14,086.13	17,776.10	20,361.97

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	472.95	805.05	1,045.24	1,351.49	1,715.28
折旧摊销	219.97	308.65	387.81	459.17	538.67
财务费用	33.31	56.92	24.49	17.62	28.51
投资损失	(0.57)	(1.35)	(0.50)	(0.50)	(0.50)
营运资金变动	(221.78)	(1,132.93)	137.63	6.59	(311.82)
其它	251.60	553.65	5.25	6.79	8.62
经营活动现金流	755.47	589.99	1,599.92	1,841.17	1,978.77
资本支出	868.30	1,187.42	723.61	766.01	798.47
长期投资	0.00	6.25	2.08	2.78	3.70
其他	(1,682.07)	(2,181.47)	(1,415.51)	(1,542.24)	(1,605.58)
投资活动现金流	(813.77)	(987.81)	(689.81)	(773.45)	(803.41)
债权融资	172.05	1,102.58	(54.38)	(144.25)	665.38
股权融资	(129.65)	72.52	(220.39)	(299.58)	(267.56)
其他	(209.18)	(39.63)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(166.78)	1,135.47	(274.76)	(443.83)	397.82
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(225.08)	737.66	635.34	623.89	1,573.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,946.69	10,571.88	13,065.18	16,103.92	19,606.77
营业成本	5,575.96	8,452.26	10,398.63	12,831.93	15,625.62
营业税金及附加	31.11	51.38	63.50	78.26	95.29
销售费用	132.72	177.25	209.04	244.78	283.12
管理费用	312.09	452.33	548.74	660.26	784.27
研发费用	306.18	457.15	548.74	660.26	763.68
财务费用	(0.03)	(5.89)	24.49	17.62	28.51
资产/信用减值损失	(69.88)	(65.92)	(64.00)	(54.00)	(54.00)
公允价值变动收益	3.94	(0.97)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.57	1.35	0.50	0.50	0.50
其他	116.78	125.05	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	537.26	927.90	1,208.54	1,557.30	1,972.78
营业外收入	0.17	0.82	0.20	0.20	0.20
营业外支出	13.09	14.94	15.00	14.00	14.00
利润总额	524.34	913.77	1,193.74	1,543.50	1,958.98
所得税	51.39	108.72	143.25	185.22	235.08
净利润	472.95	805.05	1,050.49	1,358.28	1,723.90
少数股东损益	2.37	(0.48)	5.25	6.79	8.62
归属于母公司净利润	470.58	805.53	1,045.24	1,351.49	1,715.28
每股收益(元)	0.97	1.65	2.14	2.77	3.52

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	50.60%	52.19%	23.58%	23.26%	21.75%
营业利润	72.54%	72.71%	30.25%	28.86%	26.68%
归属于母公司净利润	65.69%	71.18%	29.76%	29.30%	26.92%
获利能力					
毛利率	19.73%	20.05%	20.41%	20.32%	20.30%
净利率	6.77%	7.62%	8.00%	8.39%	8.75%
ROE	11.54%	16.25%	18.07%	19.77%	20.70%
ROIC	14.24%	20.76%	20.74%	25.07%	30.32%
偿债能力					
资产负债率	55.75%	62.78%	58.57%	61.22%	58.99%
净负债率	7.26%	14.76%	1.26%	-9.82%	-18.64%
流动比率	1.27	1.33	1.43	1.38	1.46
速动比率	0.90	0.97	1.02	0.99	1.07
营运能力					
应收账款周转率	4.01	4.11	4.24	4.24	4.24
存货周转率	4.30	5.00	5.03	5.02	5.02
总资产周转率	0.83	0.93	0.95	1.01	1.03
每股指标(元)					
每股收益	0.97	1.65	2.14	2.77	3.52
每股经营现金流	1.55	1.21	3.28	3.78	4.06
每股净资产	8.37	10.17	11.87	14.03	17.00
估值比率					
市盈率	45.88	26.81	20.66	15.98	12.59
市净率	5.29	4.36	3.73	3.16	2.61
EV/EBITDA	16.87	14.54	12.63	9.83	7.59
EV/EBIT	20.60	17.31	16.40	12.59	9.58

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com