

## 新泉股份 (603179.SH) 自主内外饰龙头，产品开拓+全球布局打开成长空间

2024年12月27日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

任浪（分析师）

张越（分析师）

renlang@kysec.cn

zhangyue1@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790524090003

日期	2024/12/27
当前股价(元)	43.44
一年最高最低(元)	58.50/32.54
总市值(亿元)	211.68
流通市值(亿元)	211.68
总股本(亿股)	4.87
流通股本(亿股)	4.87
近3个月换手率(%)	67.08

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

#### ● 深耕内饰件二十余载，核心客户驱动公司业绩持续增长

公司是国内自主内外饰龙头，具备完整的汽车饰件解决方案。收入端，公司核心驱动客户清晰，借助吉利、奇瑞、理想、特斯拉等核心客户完成了两轮快速增长。公司配套车型销量确定性高，且品类横向不断拓展，单车价值量趋势向上。成本端，公司规模优势显著摊薄固定成本，随着内部效率和良品率不断提升费用率不断下降。未来几年凭借公司海外产能的不断释放，海外收入有望迎来高速增长。我们预计2024-2026年归母净利润分别为10.51/13.89/17.39亿元，对应EPS分别为2.16/2.85/3.57元/股，当前股价对应2024-2026年的PE分别为20.1/15.2/12.2倍，基于公司产品拓展和海外业务开拓顺利，内外饰业务高速增长，维持“买入”评级。

#### ● 公司产品量价逻辑显现，汽车内外饰行业集中度有望进一步提升

公司拥有强大的技术能力，产品拓展潜力巨大。公司通过技术引进及自主开发的方式，在同步开发、模具开发、检测试验等方面形成了一系列技术优势，有望在座椅、座舱领域实现产品突破，带来单车价值增量。公司凭借自身自主内外饰件企业的成本优势及快速响应能力，顺应行业发展趋势，连续突破合资配套体系，有望进一步取代龙头份额，汽车内外饰行业集中度有望进一步提升。

#### ● 全球化布局进程加速，中长期成长空间广阔

公司海外业务进展顺利，产能稳步扩张，打开广阔成长空间。目前公司战略转向海外市场，已初步形成墨西哥、斯洛伐克、美国三大产能布局，并持续加速产能扩张中。2020年公司与特斯拉达成合作关系，目前已经深度绑定特斯拉，单车价值量持续提升。凭借与特斯拉合作积累的自动化生产技术和工艺，公司加快欧洲客户拓展步伐，有望进入BBA、沃尔沃等整车厂供应链，进一步开拓海外市场份额。新泉中长期成长空间广阔，发展潜力巨大，有望成为全球内外饰龙头。

● **风险提示：**客户销量不及预期、上游原材料涨价、下游客户降价压力的风险。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,947	10,572	13,103	16,737	20,182
YOY(%)	50.6	52.2	23.9	27.7	20.6
归母净利润(百万元)	471	806	1,051	1,389	1,739
YOY(%)	65.7	71.2	30.5	32.1	25.2
毛利率(%)	19.7	20.0	20.6	21.1	21.4
净利率(%)	6.8	7.6	8.0	8.3	8.6
ROE(%)	11.5	16.1	17.8	19.5	19.9
EPS(摊薄/元)	0.97	1.65	2.16	2.85	3.57
P/E(倍)	45.0	26.3	20.1	15.2	12.2
P/B(倍)	5.2	4.4	3.7	3.1	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 自主内外饰龙头，大客户战略驱动公司高速增长.....	4
1.1、 深耕汽车饰件领域二十余年，产品&客户双轮驱动助力公司发展.....	4
1.2、 公司股权结构集中，高管团队稳定.....	7
1.3、 紧跟新能源汽车发展趋势，公司业绩实现快速增长.....	8
2、 新业态带动内外饰升级，格局演变铸就自主厂商发展机遇.....	11
2.1、 汽车内外饰产品丰富，品类横向扩张潜力巨大.....	11
2.2、 个性化、电动化驱动内外饰发展，有望带动价值量持续提升.....	14
2.3、 汽车内外饰市场空间广阔，国产替代趋势日益显著.....	17
3、 产品开拓叠加业务扩展，公司量价双升逻辑显现.....	19
3.1、 公司产品拓展潜力巨大，有望成为 Tier 0.5 级供应商.....	19
3.2、 核心客户持续扩张，有望进一步取代龙头份额.....	20
3.3、 产能持续扩充，全球化布局进程加速.....	21
4、 盈利预测与投资建议.....	24
5、 风险提示.....	25
附：财务预测摘要.....	26

## 图表目录

图 1： 深耕汽车饰件领域二十余年，经营领域不断拓展.....	5
图 2： 公司拥有较为完善的汽车饰件产品系列，已实现产品在商用车及乘用车应用领域的全覆盖.....	5
图 3： 公司立足商用车市场，大力开拓乘用车市场及新能源领域客户.....	6
图 4： 核心客户驱动战略效果显著，公司业绩随大客户上量而增长.....	7
图 5： 公司实控人持股 37.17%，股权结构相对集中.....	7
图 6： 2024 年 Q1-Q3 公司营收同比增长 31.24%.....	8
图 7： 2024 年 Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 22.22%.....	8
图 8： 2023 年公司仪表板总成营收占比为 66.05%.....	9
图 9： 2023 年公司仪表板总成收入同比增长 53.13%.....	9
图 10： 国际核心客户放量驱动海外销售占比提升.....	9
图 11： 特斯拉为公司海外业绩主要增量.....	9
图 12： 2021 年-2023 年公司期间费用率持续下降.....	10
图 13： 2023 年公司研发费用 4.57 亿元，同比增长 49.31%.....	10
图 14： 公司整体盈利能力保持稳定.....	10
图 15： 核心产品毛利率水平有所改善.....	10
图 16： 同业间来看，公司毛利率处于行业前列.....	10
图 17： 2023 年公司净利率逆势提升.....	10
图 18： 汽车内外饰产品品类繁多、功能各异、工艺复杂.....	11
图 19： 内外饰常用生产工艺主要包括塑料成型、面料成型、装饰件、焊接以及弱化等工艺.....	11
图 20： 软质表皮成型工艺相较于硬质拥有更高的成本.....	15
图 21： 软质内饰工艺逐渐成为未来趋势.....	15
图 22： 薄壁化“三高”聚丙烯保险杠在满足刚性要求的同时，降低制件壁厚，达到了较好的减重效果.....	16
图 23： PP 已成为汽车内外饰使用最多的塑料材料之一.....	16
图 24： EIPP 零件生产效率高，外观尺寸稳定.....	16
图 25： 2026 年中国乘用车内饰件单车价值有望达到 5203.02 元.....	17

图 26: 2026 年中国乘用车外饰件单车价值有望达到 2081.21 元.....	17
图 27: 2026 年中国乘用车内外饰市场规模有望达到 1824.88 亿元.....	17
图 28: 2026 年全球乘用车内外饰市场规模有望达到 4856.86 亿元.....	17
图 29: 2026 年中国乘用车内外饰市场规模有望达到 1824.88 亿元.....	18
图 30: 2026 年全球乘用车内外饰市场规模有望达到 4856.86 亿元.....	18
图 31: 2026 年中国乘用车内外饰市场规模有望达到 1824.88 亿元.....	18
图 32: 2026 年全球乘用车内外饰市场规模有望达到 4856.86 亿元.....	18
图 33: 公司利用 CAE 模拟技术, 及早发现设计缺陷, 并证实未来产品功能和性能的可用性和可靠性 .....	19
图 34: 2023 年弗吉亚座椅业务营收占比为 31%, 内饰业务营收占比为 8% (单位: 百万欧元) .....	19
图 35: 与弗吉亚相比, 新泉股份仍然处于产品拓展初期, 具有较大的发展空间 (单位: 亿元; 汇率: 7.5 CNY/EUR) ...	19
图 36: 2024 年 H1 奇瑞集团出口汽车 53.22 万辆, 同比增长 29.4%, 继续保持中国汽车出口第一 .....	21
图 37: 2024 年 H1 吉利集团新能源汽车销量为 32.02 万辆, 同比增长约 117%, 新能源汽车销量创历史新高 .....	21
图 38: 2023 年特斯拉全球交付量达 181 万辆, 同比增长 37.7% .....	21
图 39: 2023 年理想汽车交付量达到 37.60 万辆, 同比高增 182.20%.....	21
图 40: 公司实施就近配套生产, 在国内 20 个城市设立了生产制造基地.....	22
表 1: 2021 年-2023 年公司主要产品仪表板总成单价持续提升 .....	5
表 2: 公司高管团队拥有资深产业背景, 是未来持续高速发展的有力保证 .....	8
表 3: 塑料成型工艺中的注射成型工艺、表皮成型工艺以及发泡工艺均广泛应用于多个内外饰产品的生产制造中 .....	12
表 4: 汽车内外饰产品常用塑料有 ABS、PC、ABS+PC、PP、POM 等, 应用于各种内外饰件的生产制造.....	13
表 5: 国内外内外饰企业充分利用内外饰件产品的相通性, 在一个或多个领域布局多个细分产品 .....	14
表 6: 公司持续完善生产基地布局, 产能持续扩充.....	22
表 7: 目前, 公司大型产品产能已达到 742 万模次, 产能利用率为 97.26%.....	23
表 8: 2024 年 Q2 特斯拉合计年产能超过 235 万辆 (产能单位: 万辆) .....	23
表 9: 新泉股份业绩拆分 (单位: 亿元) .....	24
表 10: 新泉股份估值水平高于可比公司平均水平 (截至 2024/12/27) .....	25

## 1、自主内外饰龙头，大客户战略驱动公司高速增长

### 1.1、深耕汽车饰件领域二十余年，产品&客户双轮驱动助力公司发展

**新泉股份自成立以来始终专注于汽车饰件领域，现已成为国内自主内外饰龙头。**公司经过多年生产经营实践积累和应用领域的深化拓展，已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。公司历经了两轮成长周期，第一轮成长周期（2015年-2017年）主要系SUV行业红利驱动自主供应链，公司市场份额实现小幅度增长；第二轮成长周期（2021年-2023年）主要系2020年开始，新能源汽车渗透率及销量持续攀升，掀起了汽车零部件国产替代的浪潮，公司市场份额实现快速增长。公司发展历经四个阶段，产品及客户拓展呈现出以下特点：从单一内饰件产品的生产制造商开拓至汽车内外饰件整体解决方案提供商，从商用车客户领域开拓至乘用车、新能源车客户领域。

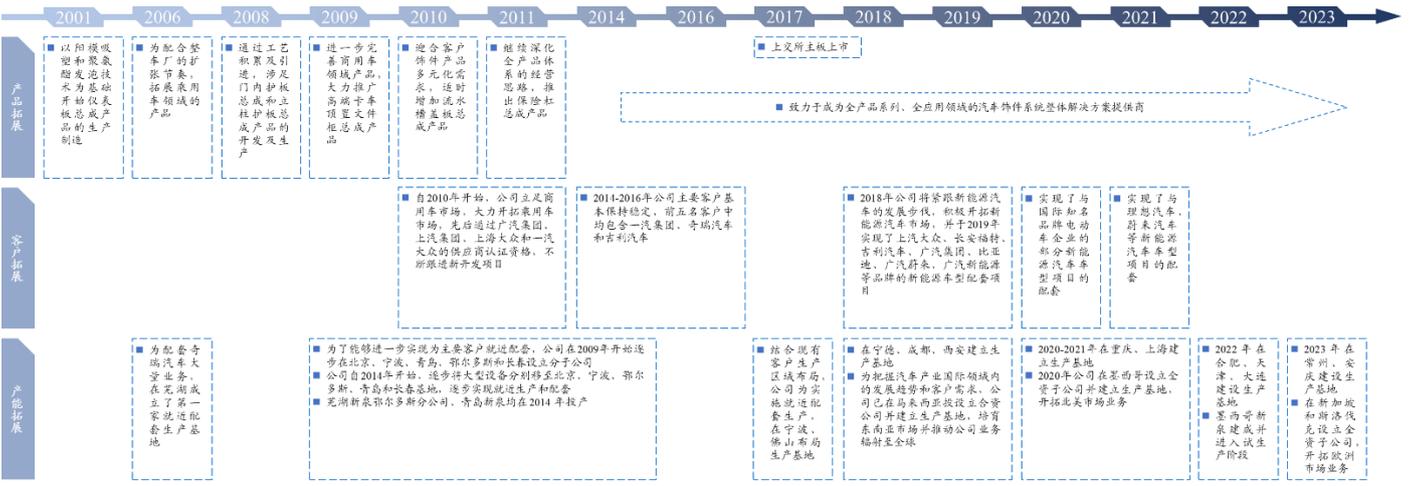
**初创期（2001年-2017年）：**此阶段公司不断丰富产品系列及拓展应用领域、深化汽车饰件整体解决方案服务能力，为后续发展打下良好基础。产品方面，公司创立之初以阳模吸塑和聚氨酯发泡技术为基础开始仪表盘总成产品的生产制造，随着行业技术及客户需求的发展，积极开发并引进阴模成型、激光弱化、搪塑、低压注塑、多色注塑、振动摩擦焊接、超声波焊接等技术工艺，开拓了门内护板总成、立柱护板总成、顶置文件柜总成、流水槽盖板总成、保险杠总成等产品；客户方面，公司的仪表盘总成产品在一汽解放、北汽福田、广汽菲亚特、上海大众、吉利汽车、奇瑞汽车等客户中得到广泛应用；产能方面，公司根据服务客户的地域分布，已在常州、丹阳、芜湖、北京、鄂尔多斯、宁波、青岛、长春、长沙设立了生产基地。

**调整期（2018年-2020年）：**虽然此阶段我国汽车产业面临较大压力，公司营收迎来调整，但是公司仍然积极拓展新业务，探索新能源汽车市场。产品方面，随着技术水平、生产工艺及服务能力的不断提升，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，并成为该领域汽车饰件总成服务的领先企业。同时，公司产品不断应用于乘用车领域，成为部分乘用车制造商的核心零部件供应商；客户方面，公司实现了与国际知名品牌电动车企业的部分新能源汽车车型项目的配套；产能方面，公司在宁德、成都、西安等地建立生产基地。同时，为把握汽车产业国际领域内的发展趋势和客户需求，公司在马来西亚和墨西哥建立了生产基地，以开拓东南亚市场及北美市场业务并推动公司业务辐射至全球。

**扩张期（2021年-2023年）：**此阶段我国新能源汽车行业快速发展，新能源车渗透率及销量快速提升，推动公司业务持续扩张。产品方面，公司成功打造较为完善的汽车饰件产品系列，实现产品在商用车及乘用车应用领域的全覆盖；客户方面，公司实现配套了更多的新能源汽车项目，诸如理想汽车、吉利汽车、广汽新能源、比亚迪、蔚来汽车等品牌下的部分新能源汽车车型项目的配套；产能方面，公司在常州、安庆等地建立生产基地，并在新加坡和斯洛伐克设立全资子公司，开拓欧洲市场业务。

**全球化发展期（2024年-至今）：**新泉股份目前仍处于海外扩张初期。产品方面，公司将进一步完善产品体系，致力于发展成为集全产品系列、全应用领域于一体的汽车饰件系统整体解决方案提供商；客户方面，随着国际核心客户的持续扩张，公司市场份额或将进一步扩大；产能方面，公司将进一步加大对北美等市场的开拓，加大投资以满足海外定点项目的产能扩充。

图1：深耕汽车饰件领域二十余年，经营领域不断拓展

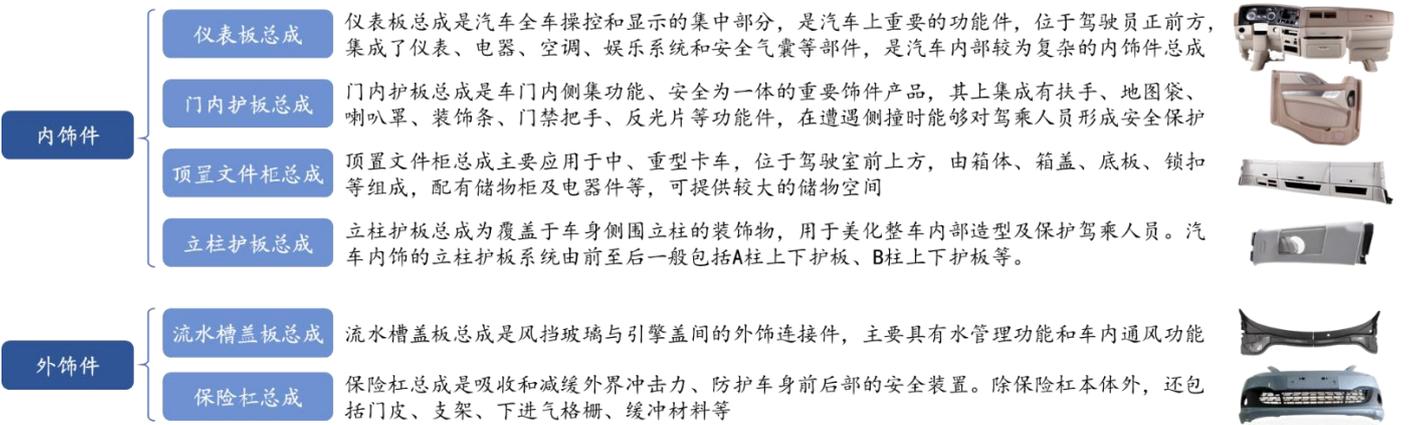


资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

### （一）单车配套价值持续提升：充分利用内外饰件产品品类扩张优势

公司拥有完善的汽车饰件产品体系，产品矩阵仍有横向拓展空间。目前，公司拥有较为完善的汽车饰件产品系列，主要产品包括仪表盘总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等。公司已经实现产品在商用车及乘用车应用领域的全覆盖，并且在内外饰件领域仍有横向拓展空间，系统配套能力将进一步提升。

图2：公司拥有较为完善的汽车饰件产品系列，已实现产品在商用车及乘用车应用领域的全覆盖



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

充分利用内外饰件产品品类扩张优势，单车配套价值持续提升。公司从商用车内饰件起家，拓展至乘用车领域，并正逐步向外饰件等全新品类拓展，单车配套价值稳步推升。随着公司产品在设计方案、材料使用以及工艺路径等层面的不断升级，公司部分产品的单品价值量持续提升。2022年公司产品平均单价从794.31元/套上升至1,095.59元/套，其中主要产品仪表盘总成单价上涨至1,259.97元/套，门内护板总成上涨至1,295.44元/套，单车配套价值量的提升进一步推动了公司营收的上涨。

表1：2021年-2023年公司主要产品仪表盘总成单价持续提升

种类	产品名称	单车配套价值量（元）			
		2020年	2021年	2022年	2023年

种类	产品名称	单车配套价值量（元）			
		2020年	2021年	2022年	2023年
内饰件	仪表板总成	1,183.88	1,149.16	1,259.97	1,311.40
	门板总成	679.55	784.74	1,295.44	1,180.47
	顶柜总成	838.76	840.29	717.10	769.84
	立柱总成	397.74	424.74	352.99	-
外饰件	落水槽	30.95	28.80	25.67	-
	保险杠总成	372.92	434.38	455.52	439.60

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## （二）核心客户驱动战略：核心大客户驱动公司每一轮快速成长

公司以自主、合资客户为起点，积极拓展外资、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。目前，公司与一汽解放、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，以及吉利汽车、奇瑞汽车、理想汽车、上海汽车、一汽大众、上海大众、广汽集团、比亚迪、蔚来汽车、长安福特、江铃福特、长城汽车、特斯拉等均建立了良好的合作关系。

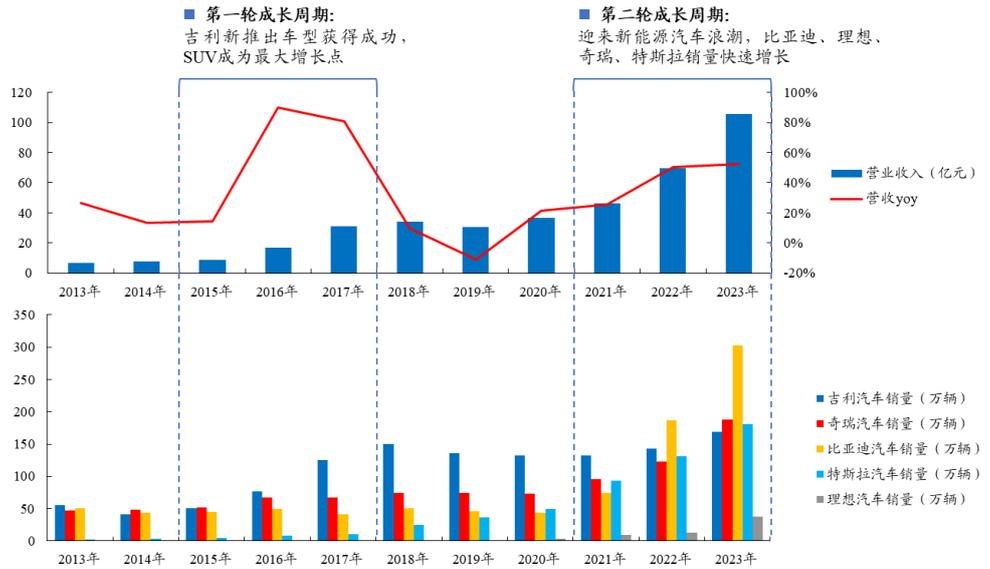
图3：公司立足商用车市场，大力开拓乘用车市场及新能源领域客户



资料来源：公司公告、中国重汽官网、蔚来汽车官网、比亚迪官网、特斯拉官网、合创汽车官网、极氪官网、广汽官网、理想官网、开源证券研究所

**核心客户驱动公司每一轮快速增长。**2015年-2017年吉利推出帝豪、博越等多款爆款车型叠加自主SUV红利，销量持续提升。该时期吉利作为公司第一大客户，驱动公司进入第一轮成长周期。公司具备战略前瞻意识，早在2018年开始积极开拓新能源汽车市场，并于2019年实现了与上汽大众、长安福特、吉利汽车、广汽集团、比亚迪、广汽蔚来、广汽新能源等品牌下的部分新能源汽车车型项目的配套。2021年-2023年新能源渗透率及自主品牌份额持续提升，比亚迪、理想、奇瑞、特斯拉等客户销量快速增长，带动公司进入第二轮成长周期。目前公司主要配套客户均为优质客户，销量不断增长，有望持续带动公司业绩增长。此外，公司还将顺应全球化发展趋势，持续开拓海外客户，驱动公司进入下一轮成长周期。

图4：核心客户驱动战略效果显著，公司业绩随大客户上量而增长

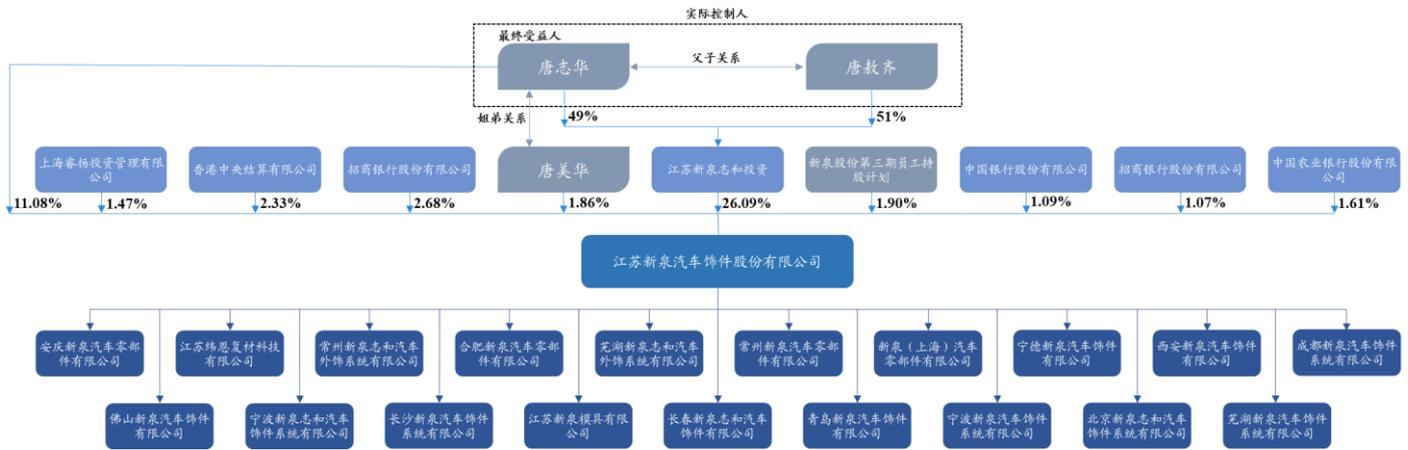


资料来源：Wind、理想汽车公众号、Statista 官网、开源证券研究所

## 1.2、公司股权结构集中，高管团队稳定

公司实控人持股 37.17%，股权结构相对集中。截至 2024 年 H1，公司实控人唐教齐与唐志华父子二人直接、间接合计持股 37.2%。此外，家族成员唐美华直接持股 1.86%，三人合计持股 39.03%，股权结构较为集中。公司注重激励措施，采取员工持股计划，促进公司建立完善的长效激励约束机制。2024 年 4 月公司发布第三期员工持股计划管理办法，面向公司高管及核心业务、技术方面员工及董事会认定的其他员工实施持股计划，截至 2024 年 H1 第三期员工持股计划持股 1.90%。

图5：公司实控人持股 37.17%，股权结构相对集中



资料来源：爱企查官网、Wind、开源证券研究所

公司高管团队稳定，产业背景资深。公司管理层人才和核心技术人才以外聘为主，通过高级管理人才和核心技术人才的引进，公司不断总结客户、技术、生产、布局等方面的优势经验，并将上述优势逐渐形成标准化、流程化、制度化体系运作，提升公司管理效率。公司高管人员大部分具有资深的产业技术背景，是公司未来持续高速发展的有力保证。

表2：公司高管团队拥有资深产业背景，是未来持续高速发展的有力保证

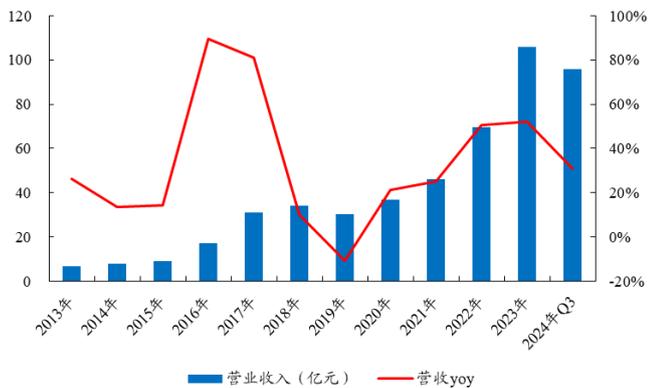
姓名	职位	任职经历
唐志华	董事长	1993年7月至2001年4月，历任丹阳新泉技术部职员、销售部经理；自2001年4月起，任新泉有限董事长兼总经理，期间还曾担任丹阳内饰件厂厂长、丹阳海汇董事。现任本公司董事长、总经理，并兼任新泉投资、芜湖新泉、北京新泉、新泉模具、上海新泉执行董事和青岛新泉、长春新泉等执行董事、总经理以及香港新泉、墨西哥新泉、美国新泉董事。
高海龙	董事	1994年7月至2000年6月，任安徽省巢湖水泥厂职工子弟学校教师；2000年7月至2007年8月，任巢东股份（600318）证券事务代表；2007年9月至2011年9月，任新海宜（002089）董事会秘书，期间曾担任苏州海汇投资有限公司总经理；自2011年10月起任新泉有限副总经理、董事会秘书。现任本公司董事、副总经理、董事会秘书。
刘冬生	副总经理	1992年7月至1998年8月，就职于中国人民解放军第5720工厂，历任助理工程师、工程师；1998年8月至1999年12月，任广东汕头金诺集团质量部经理；2000年2月至2003年12月，任上海攀晟德技术咨询有限公司管理咨询顾问；2003年9月至2013年9月，任上海圣格企业管理咨询有限公司副总经理；自2013年9月起，任公司董事长助理。现任本公司副总经理。
阮爱军	副总经理	1996年8月至1999年11月，历任黎明汽车厂售后服务中心班组长、产品工程师；1999年12月至2007年11月，历任上汽集团仪征有限公司项目经理、总装车间主任、汽车厂技术质量科科长以及厂长助理；2007年12月至2018年8月，历任上海汽车集团股份有限公司乘用车分公司供应商质量工程师、内饰经理；2018年9月加入本公司，现任本公司副总经理。
曾辉	副总经理	1999年7月至2001年4月就职于中国人民解放军1104工厂，任工程师；2001年5月至2021年3月就职于延锋汽车饰件系统有限公司，历任工程师、项目经理、采购经理、合资公司经理等；2021年4月加入本公司，现任本公司副总经理、制造中心总监。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、紧跟新能源汽车发展趋势，公司业绩实现快速增长

受益于自主及新能源客户放量，公司业绩增长迅速。2014年-2023年公司营收CAGR为33.42%，归母净利润CAGR为36.97%，呈现快速增长趋势。2019年受汽车行业景气度回落影响，公司营收及归母净利润有所下滑。自2020年开始，新能源汽车渗透率快速提升，公司凭借在新能源汽车领域的较早布局，成功进入特斯拉供应链并与比亚迪、理想等自主新能源头部整车厂达成合作，充分受益新能源客户订单放量，业绩进入快速增长期。2023年公司实现营收105.72亿元，同比增长52.19%，实现归母净利润8.06亿元，同比增长71.18%；2024年Q1-Q3公司实现营收96.05亿元，同比增长31.24%，实现归母净利润6.86亿元，同比增长22.22%。

图6：2024年Q1-Q3公司营收同比增长31.24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

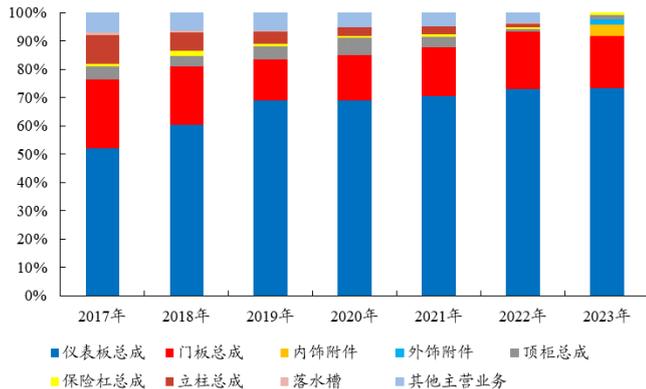
图7：2024年Q1-Q3公司归母净利润同比增长22.22%



数据来源：Wind、开源证券研究所

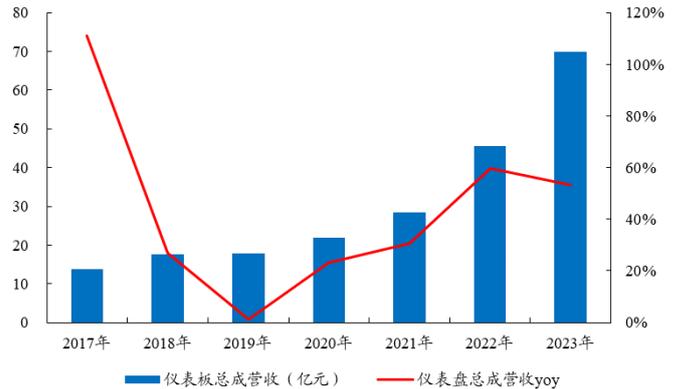
受益于乘用车客户订单持续放量，公司仪表板总成业务稳步增长。公司凭借本土化优势，能够自主深入发掘国内汽车消费者对于仪表板外观、性能、功能方面的差异化需求，并参与整车企业新款车型仪表板总成的设计与开发。2023年公司仪表板总成实现营收69.83亿元，同比增长53.13%，总营收占比为66.05%，为公司核心业务。国际核心客户放量驱动海外销售占比提升，有望持续带来业绩增量。公司海外客户资源主要集中在北美、东南亚、欧洲等地区，其中特斯拉为海外业绩主要增量。2023年公司海外销售占比为7.28%，随着特斯拉等海外客户持续放量，海外销售占比将进一步提升，驱动业绩增长。

图8：2023年公司仪表板总成营收占比为66.05%



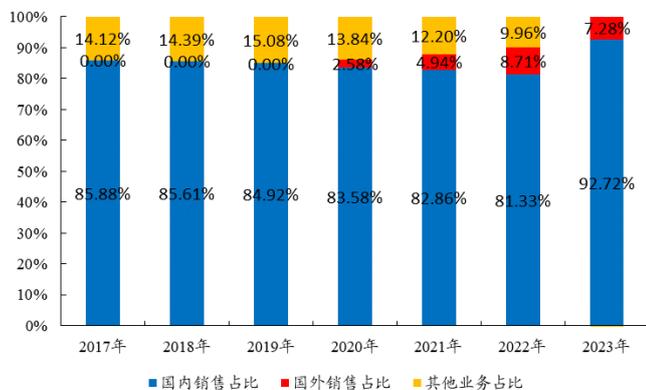
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023年公司仪表板总成收入同比增长53.13%



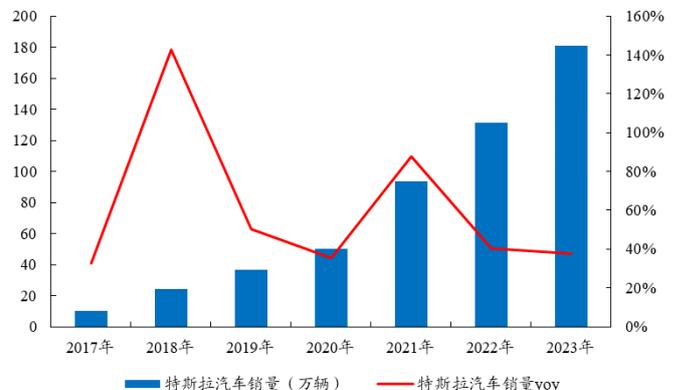
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：国际核心客户放量驱动海外销售占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

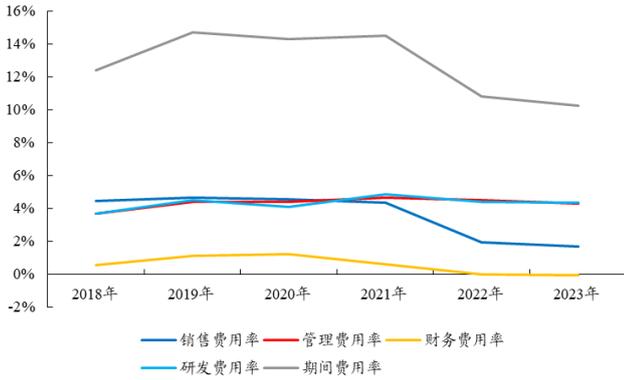
图11：特斯拉为公司海外业绩主要增量



数据来源：Statista 官网、开源证券研究所

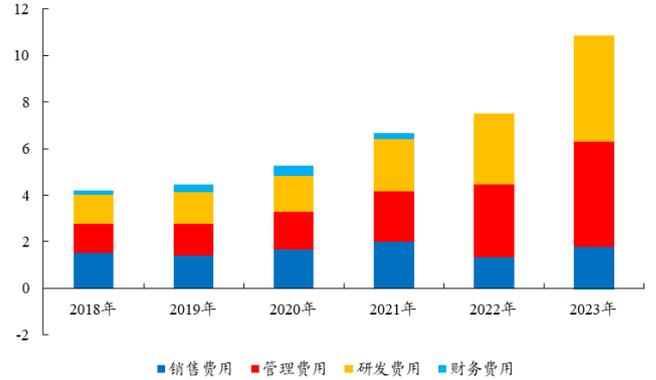
期间费用率总体呈现下降趋势，降本增效效果显著。公司大力推行精益化管理，全面实施降本增效，从生产、采购、销售、包装运输、财务、人力等多个维度降低成本、提升效率；同时，进一步强化工艺创新，优化工艺流程，提高产品生产效率和降低产品成本。2023年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为1.68%、4.28%、-0.06%、4.32%，同比-0.23pct/-0.21pct/-0.06pct/-0.08pct。公司重视研发投入和技术创新能力，在同步研发、模具开发、检测试验等方面形成了一系列技术优势。2023年公司研发费用达到4.57亿元，同比增长49.31%。

图12: 2021年-2023年公司期间费用率持续下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

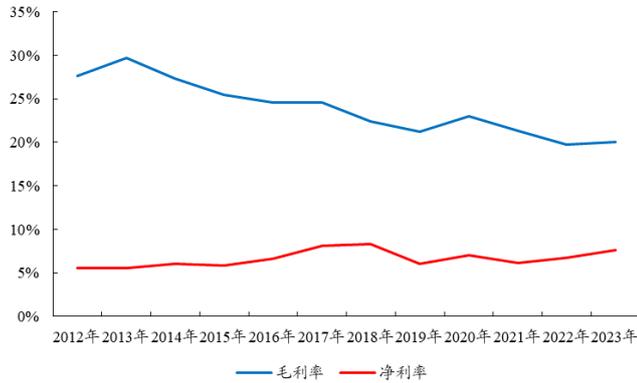
图13: 2023年公司研发费用4.57亿元,同比增长49.31%



数据来源: Wind、开源证券研究所

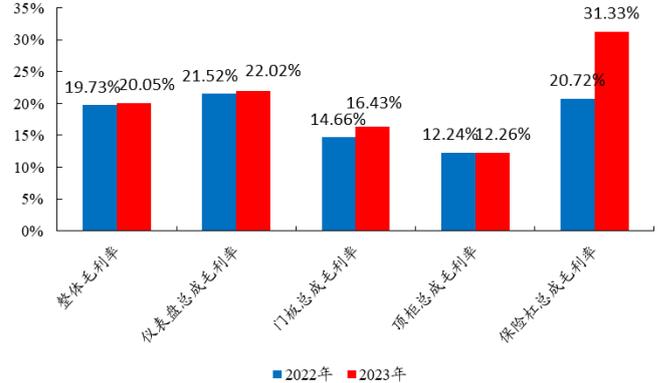
公司整体盈利能力保持稳定,核心产品毛利率水平有所改善。受国内汽车行业激烈竞争影响,公司毛利率水平呈现下降趋势,2023年得益于新产品投产及销量上升等因素影响,公司仪表板总成、顶柜总成等核心产品毛利率呈现不同程度的改善,公司整体毛利率达到20.05%,同比+0.32pct,净利率达到7.62%,同比+0.85pct,整体保持稳定。同业间来看,公司毛利率处于行业前列,远高于主机厂下属零部件供应商一汽富维,公司净利率也呈现出逆势向上的姿态。

图14: 公司整体盈利能力保持稳定



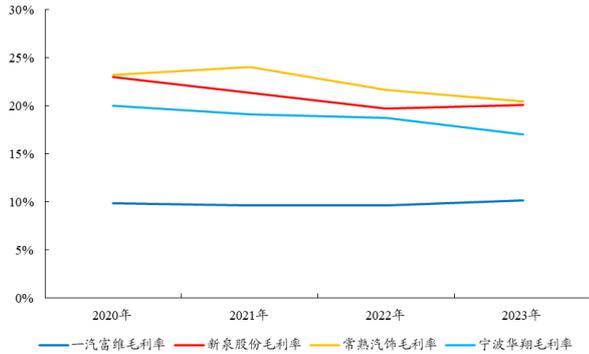
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 核心产品毛利率水平有所改善



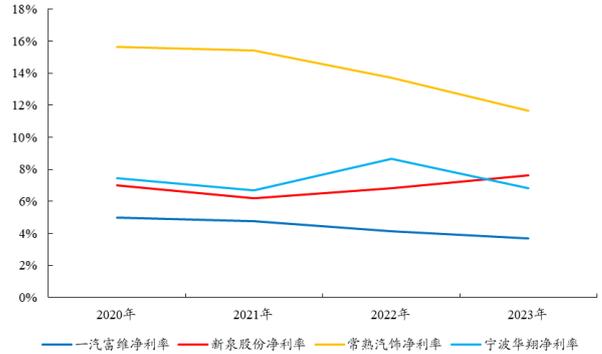
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 同业间来看,公司毛利率处于行业前列



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2023年公司净利率逆势提升



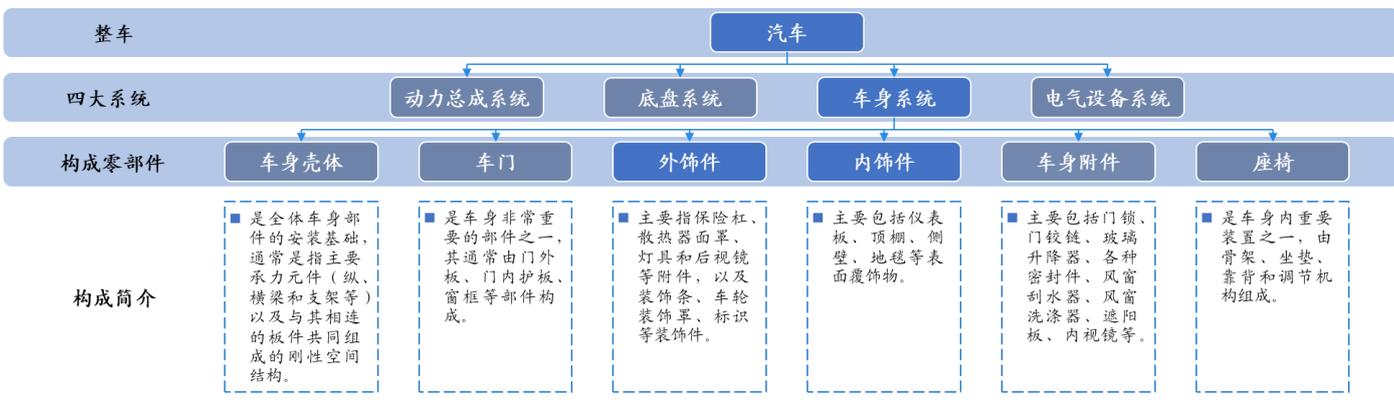
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、新业态带动内外饰升级，格局演变铸就自主厂商发展机遇

### 2.1、汽车内外饰产品丰富，品类横向扩张潜力巨大

汽车内外饰件产品品类繁多、功能各异、工艺繁杂。内饰件指汽车内部的所有装饰部件，包括仪表盘、座椅、方向盘、地毯、门板、顶棚、音响系统等。这些部件不仅提供美观和舒适，还涉及安全、人体工程学和材料科学等多个领域。外饰件指汽车外部的所有装饰部件，如车身覆盖件（如车门、引擎盖、后备箱盖等）、保险杠、车灯、进气格栅、轮毂、车窗装饰条等。外饰件不仅影响车辆的外观美感，还涉及空气动力学性能、安全性和耐用性等方面。

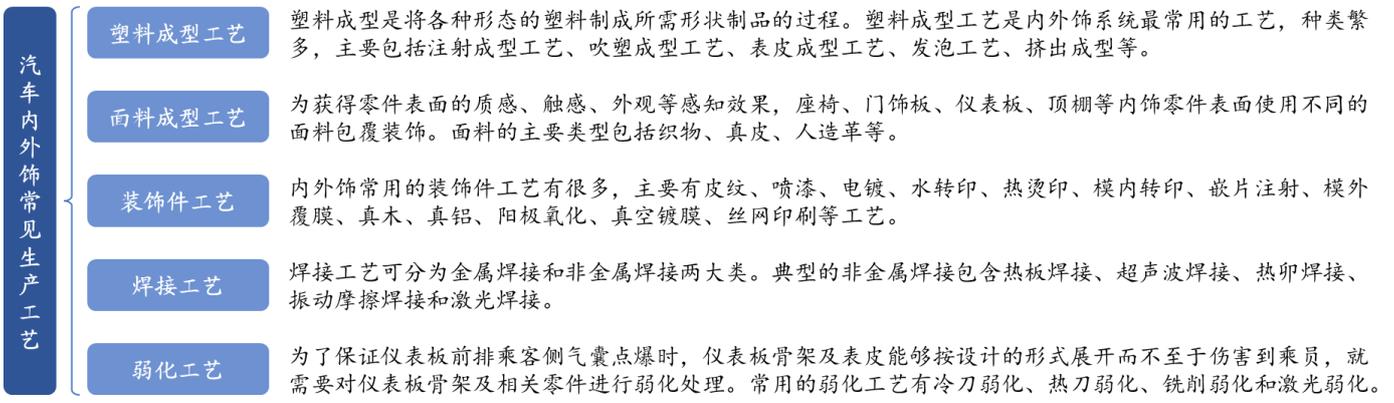
图18：汽车内外饰件产品品类繁多、功能各异、工艺复杂



资料来源：公司公告、开源证券研究所

汽车内外饰产品常用生产工艺主要包括塑料成型、面料成型、装饰件、焊接以及弱化等工艺。汽车内外饰件的制造工艺类型多样，加工时会根据不同内外饰件的产品特性选用不同类型的制造工艺。以成型工艺为例，汽车内外饰成型工艺包括注塑成型、吸塑成型、发泡成型等，在成型方面起到不同层次作用。在成型过程中，生产企业要在把握优势特征基础上结合汽车内外饰成型要求、使用功能以及成型工艺缺陷，优化应用成型工艺方法的同时将行之有效的措施应用其中，最大化发挥成型工艺方法优势作用的同时促使汽车内外饰高质量成型。

图19：内外饰常用生产工艺主要包括塑料成型、面料成型、装饰件、焊接以及弱化等工艺



资料来源：《汽车内外饰设计》，邱国华、开源证券研究所

不同内外饰品类具备工艺及材料的相通性，具有较强的品类扩张趋势。以塑料成型工艺为例，塑料成型工艺中的注射成型工艺、表皮成型工艺以及发泡工艺均广

泛应用于多个内外饰产品的生产制造中。此外，汽车内外饰件通常为非金属材料，塑料具有密度小、耐腐蚀、保温性好、易成型等优点，被广泛应用在汽车内外饰件制造中。汽车内外饰产品常用塑料有 ABS、PC、ABS+PC、PP、POM 等，其特性各不相同，应用于各种内外饰件的生产制造。

**表3：塑料成型工艺中的注射成型工艺、表皮成型工艺以及发泡工艺均广泛应用于多个内外饰产品的生产制造中**

生产工艺	应用品类	工艺简介	工艺特点	
常规注射成型	最常用的工艺，广泛应用于生产复杂的大型产品	常规注射成型即高压注射成型，其工作原理是把熔融态的塑料注射到密封的模腔内，经过冷却成型，开模后顶出得到所需的塑料产品。	一次成型，生产效率高；注射压力大，能成型较复杂的大型产品。可能造成缩印、变形、飞边、短射、熔接痕、温差线、气纹等问题。	
注射成型工艺	低压注射成型 汽车门饰板、立柱饰板等包覆产品	低压注射成型是把表皮预先放到模具内，然后借助螺杆推力将已塑化好的熔融态的塑料注射到密闭的模腔内，再经固化定型取得制品。	低压注射成型是将表皮材料与塑料基材融为一体，不存在脱落的可能；低压注射成型零件的内部结构设计、表面造型的自由度相比包覆工艺更大，并且造型独特更清晰、硬朗；低压注射成型的生产效率更高。	
	气辅成型 车顶拉手、地图带、尾门中饰板等	气辅成型是指塑料填充到型腔的时候注入高压惰性气体，气体推动熔融塑料继续填充型腔的一种工艺。	降低产品的残余应力，产品不易变形；降低注射机的锁模力，减少成型机的损耗；减少制件的冷却时间，缩短生产周期。	
	吹塑工艺 尾门扰流板总成、洗涤壶等	吹塑工艺主要指中空吹塑，是借助气体压力使闭合在模具中的热熔型坯吹胀形成中空制品的成型方法。	优点是生产效率高，设备成本低，模具选择范围广；缺点是良品率较低，废料的回收、利用差，制品的厚度控制受限制，成型后必须进行打磨和修边操作。	
塑料成型工艺	搪塑成型 仪表板表皮等	搪塑成型是指通过将模具和粉盒结合后经过模具加热，模具旋转，然后使粉盒中的粉末与模具接触、融化形成厚度均匀的片材，再通过冷却固化而制得表皮的工艺过程。	优点是材料利用率高，造型自由度较高，成型过程表皮厚度均匀，不易开裂；缺点是模具周期长且寿命短，模具成本及生产线成本高，生产过程能耗高。	
	表皮成型工艺	真空成型 仪表板、门板、副仪表板等表皮	真空成型是将已有的片材固定在真空成型模具上，对表皮进行加热，然后将模具抽真空，使片材紧贴在模腔成型，再通过模具冷却而制得表皮的工艺过程。	分为真空阳模和真空阴模成型两种形式。真空阳模成型优点是模具投资小，寿命较长，生产效率较高；缺点是在表皮拉伸过程中，花纹会变浅或变形。真空阴模成型相比于真空阳模成型设备投入成本更低。
		聚氨酯喷涂 汽车备胎盖板等	聚氨酯喷涂是将聚氨酯原料增压后，经混合反应，然后喷涂到模具上，在镍壳上形成一张表皮的工艺过程。	优点是外观和手感较好，低温性能佳，散发性较低，耐候性良好；缺点是成本较高，表皮厚度控制不均，且圆角大小有限制。
	发泡工艺	冷模塑方法目前应用广泛，适用于坐垫、靠背、座椅头枕等	冷模塑方法优点是耗能低、脱模时间短、生产效率高、设备投资少	
	发泡工艺	根据浇注形式的不同，仪表板发泡主要分为开模发泡和闭模发泡两种。开模发泡是指把仪表板表皮和骨架放入模具后，先浇注发泡材料，然后合模的工艺过程；闭模发泡是指把仪表板表皮和骨	开模发泡的主要优点是：工艺控制成本较低，废品率较低，对造型及骨架设计局限性较少；其主要缺点是：骨架为封闭设计，注射材料较浪费，模具成本较高，生产节拍较慢。闭模发泡的主要优点是：模具成本较低，节省注射材	

生产工艺	应用品类	工艺简介	工艺特点
		架放入模具后，先合模，然后浇注发泡材料，生产节拍较快；其主要缺点是对造型限制较多，日常生产工艺控制成本高，废品及缺陷发生率高。	
吸能块发泡工艺	前后保险杠吸能块、门饰板吸能块等	吸能快发泡材料 EPP 成型产品的加工过程主要包括预压处理、模压成型和后处理三大过程	吸能块发泡材料 EPP 是一种高结晶型聚合物/气体复合材料，具有重量轻、缓冲性能好、有良好的可塑性以及可回收利用等特点。
挤出成型	饰条的 PVC 唇边、行李架的纵梁、天窗和座椅的导轨等	挤出成型又称为挤塑，是指物料在挤出机的作用下，受热熔融后等压定量通过口模最终形成等截面制品的成型方法。	连续成型，产量大，生产效率高；制品外形简单，是断面形状不变的连续型材；制品质量均匀密实，尺寸准确较好；适应性很强。

资料来源：《汽车内外饰设计》，邱国华、材料新知公众号、AUTO 内饰行家公众号、玻纤复材公众号、汽车零部件模具与注塑公众号、开源证券研究所

**表4：汽车内外饰产品常用塑料有 ABS、PC、ABS+PC、PP、POM 等，应用于各种内外饰件的生产制造**

种类	性能	应用
ABS(丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物)	ABS 具有优良的综合物理和机械性能，其抗冲击性、耐热性、耐低温性及电气性能优良，还具有易加工、制品尺寸稳定、表面光泽性好等特点。ABS 最显著的性能还体现在表面喷镀金属、电镀、焊接、热压和粘结等二次加工上，是一种用途极广的热塑性塑料。但 ABS 的耐化学性能差，耐候性差。	ABS 在内外饰件上的应用多为电镀或喷漆件，如仪表板中控台饰条的装饰件、扰流板、门防撞条、门槛饰条翼子板装饰件本体、后牌照饰板等。
PC(聚碳酸酯)	PC 的物理机械性能优良，具有强度高、韧性好、耐蠕变性好、绝缘性优良、耐候性佳、高度透明及尺寸稳定等优点。缺点是耐疲劳性差、耐性差，易产生应力开裂。	由于 PC 高度透明且有很好的光学性，在车灯产品上有较多应用，如前照灯外配光镜、光导、聚光器、反射镜、饰圈、内配光镜等。
PC+ABS	PC+ABS 综合了 PC 和 ABS 性能。在韧性、耐热性、电镀性、阻燃性、加工性、喷涂性及冲击强度等方面均较单一材料有所提高，综合性能优良。	PC+ABS 在内外饰上的应用有：仪表板饰条、上饰板、中央面板/饰条、内开扳手、转向盘装饰件、保险杠饰条、上格栅本体、上格栅饰框等。
PP(聚丙烯)	PP 具有密度小、力学性能好、耐热性好、耐化学性能好、加工流动性好及易成型等优点。在改性 PP 方面，纤维增强 PP 类材料性能在耐高温、抗冲击性能、强度等方面均有所提高。	PP 在内外饰中应用范围最广，如饰件系统的空调进气格栅本体、仪表板本体、中控台本体、门饰板本体、前舱饰板、保险杠蒙皮上格栅饰框、保险杠下格栅等。
POM(聚甲醛)	POM 是一种表面光滑、有光泽的硬而致密的材料。POM 强度高、刚度大、疲劳强度高，力学性能优异，耐反复冲击性强，具有自润滑性，耐性好但 POM 耐候性差，耐高温性较差。	POM 在内外饰件上的应用主要是在耐磨及刚性方面要求高的零件，如三角窗玻璃定位销、车顶饰条销钉卡扣等。

资料来源：《汽车内外饰设计》，邱国华、开源证券研究所

**品类扩张优势确定行业多产品布局结构。**国内外内外饰企业充分利用内外饰件产品的相通性，在一个或多个领域布局多个细分产品。以延锋汽饰为例，公司拥有广泛的产品组合，产品矩阵涵盖内饰、座椅、安全系统、座舱电子集成、门模块与外饰五大领域，各领域涵盖众多细分产品，可以为客户提供全面的系统解决方案。

**品类扩张提升厂商模块化、系统化供应能力，助力形成 Tier 0.5 级供应商模式。**以安通林为例，公司产品涵盖多种技术，如照明、电子和智能表面等，能够提供一套完整的系统。目前安通林的集成产品已涵盖动态表面、智能面板、高级顶灯模组、背光饰条、背光顶灯等，能以更高的效率为客户提供全方位的服务。

**表5：国内外内外饰企业充分利用内外饰件产品的相通性，在一个或多个领域布局多个细分产品**

公司类型	公司名称	主要产品
外资零部件企业	弗吉亚	<b>座椅：</b> 座椅和可持续座椅解决方案； <b>内饰：</b> 仪表板、门板、中控台系统； <b>绿动智行：</b> 超低排放和零排放汽车技术服务； <b>电子：</b> 传感器、执行器、自动驾驶、照明、车身、能源管理、驾驶舱、显示器； <b>照明：</b> 前灯、尾灯、信号灯、内部照明。
	安通林	<b>车顶：</b> 遮阳板； <b>车门：</b> 行李箱、车窗调节器； <b>座舱：</b> 中央控制台； <b>照明：</b> 内饰照明、氛围照明、外部照明； <b>电子：</b> 驾驶员与乘客监测系统、车身与舒适性电子系统、汽车进入系统； <b>集成产品：</b> 动态表面、智能面板、高级顶灯模组、背光饰条、背光灯。
主机厂下属零部件供应商	延锋汽饰	<b>内饰：</b> 座舱与仪表板、门板、副仪表板、顶部操控台、硬质饰条； <b>座椅：</b> 整椅、面套、发泡、头枕、扶手、骨架、机械部件、电机； <b>安全系统：</b> 方向盘、安全气囊、安全带、系统集成； <b>座舱电子集成：</b> 信息娱乐系统、域控制器、车载显示系统、连接系统； <b>门模块与外饰：</b> 复合材料后挡板、保险杠、扰流板、后挡板、格栅、塑料挡泥板、岩石板、车轮饰板、前端托架。
	一汽富维	<b>座舱：</b> 座椅、骨架、车门、副仪表板、顶棚、高架箱、仪表板； <b>外饰：</b> 保险杠、后尾门、扰流板、侧裙板、后视镜； <b>智能视觉：</b> 前灯、转向灯、格栅灯； <b>低碳化：</b> 氮氧传感器、宽域氧传感器、开关氧传感器、车身结构、钢车轮、无内胎车轮、有内胎车轮、二级滤芯总成及主滤芯总成、燃油滤清器总成； <b>衍生业务：</b> 再制造车灯、碳纤维改装件、汽机油、发动机冷却液、雨刷、制动液、机油滤清器、空气滤清器、空调滤清器。
独立第三方内饰件企业	新泉股份	<b>内饰：</b> 仪表板总成、门板总成、顶置文件柜总成、立柱护板总成； <b>外饰：</b> 流水槽盖板总成、保险杠总成； <b>座椅：</b> 背板。
	常熟汽饰	<b>外饰：</b> 前后保险杠、前端模块、塑料尾门、高光B柱、轮罩、车身底护板； <b>软饰：</b> 衣帽架、行李箱饰件、主地毯； <b>座椅：</b> 座椅； <b>立柱：</b> 立柱/门槛； <b>门板：</b> 门板、玻璃升降器； <b>座舱：</b> 主副仪表板、出风口。
	宁波华翔	<b>装饰条：</b> 模内转印饰条、嵌件注塑饰条、真木饰条、氛围灯透光饰条； <b>内外饰件：</b> 仪表板、中央通道、内顶棚、门板、ABC立柱、头枕、风管、格栅、扰流板、加油/电口盖、包边玻璃、落水槽； <b>车身金属件：</b> 白车身件、底盘金属件、焊接总成件、排气系统； <b>车身电子：</b> 后视镜系统、电子控制单元、线束保护系统、电池包业务。

资料来源：各公司官网、新泉股份公司公告、开源证券研究所

## 2.2、个性化、电动化驱动内外饰发展，有望带动价值量持续提升

汽车消费个性化趋势明显，为内外饰件带来广阔的发展空间。内外饰作为汽车

消费属性的直接体现，可感知度高，是消费者购车时考虑的重要因素。以外饰件为例，从消费者体验角度来看，随着汽车制造技术不断成熟，呈现同质化趋势，汽车外观差异逐步成为影响消费者购车决策的重要因素。同时，随着年轻一代开始成为汽车消费的主力人群，汽车消费观念向注重精神、娱乐、智能化感知等方面转变。汽车消费高端化趋势为汽车内外饰件带来新的发展空间。

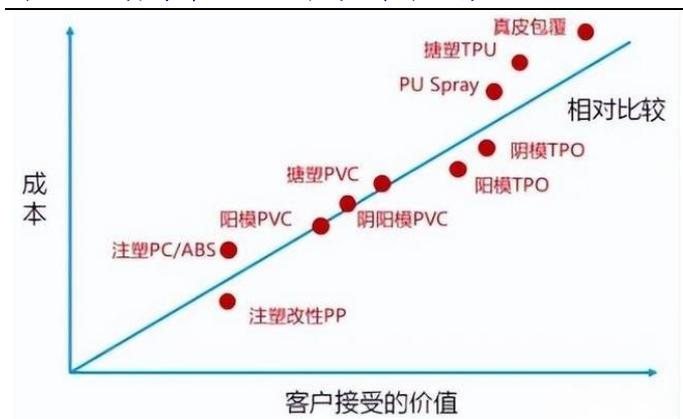
消费升级使得内饰件表层材料从传统硬质塑料向搪塑和真皮包覆发展。随着消费者对于汽车内饰舒适度的要求不断提高，汽车主要内饰件的表层材料也在不断地发展，从最原始的硬质塑料开始不断向软质发展。以仪表板为例，随着消费者对于舒适度的要求不断提高，软质内饰逐渐成为未来趋势，制造工艺由注塑等方法转变为搪塑、真皮包覆等。软质内饰表皮成型工艺相较于硬质内饰表皮成型拥有更高的成本。

图20：软质表皮成型工艺相较于硬质拥有更高的成本

	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

资料来源：高性能树脂及应用公众号、开源证券研究所

图21：软质内饰工艺逐渐成为未来趋势

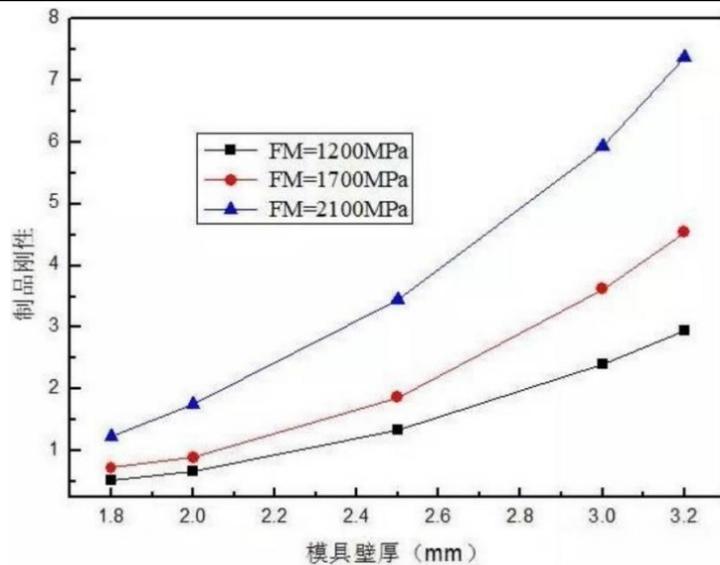


资料来源：AUTO 内饰行家公众号

汽车电动化发展驱动汽车轻量化技术进一步提升。相较于内燃机车，电动车对轻量化技术提出了更高的要求，在不损失安全系数的前提下降低车身重量，有助于显著提升续航里程、减少动力电池的更换次数进而降低电池使用成本。汽车轻量化发展趋势推动汽车内外饰件行业创新发展。汽车内外饰件的轻量化是整车轻量化的重要组成部分，内外饰件的轻量化一方面有助于降低整车整体能耗，另一方面能带来安全性和舒适性的提高。目前，汽车内外饰件的轻量化发展趋势主要体现在以下几个方面：

(一) 薄壁化：汽车内外饰的薄壁化设计与车身采用高强度钢提高模态达到车身减重目的的相类似。目前汽车内外饰件使用非金属材料的较多，通过提高材料的弯曲模量和拉伸强度就能在保证产品性能基础上降低壁厚。如生产汽车塑料保险杠，所选用的材料如果能够将弯曲模量由 1300MP 提高到 2000MP，则产品壁厚就能由 3mm 降到到 2.5mm，减重 15% 以上。

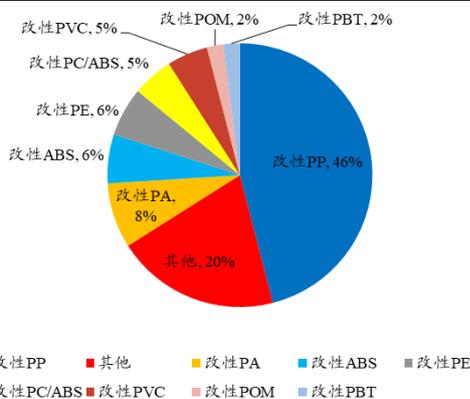
图22：薄壁化“三高”聚丙烯保险杠在满足刚性要求的同时，降低制件壁厚，达到了较好的减重效果



资料来源：汽车材料网公众号

(二) 轻质材料：轻质材料的使用能带来非常直接的轻量化效果。在当前的主流设计中，轻质合金、复合材料的使用越来越广泛。内外饰材料中，PP改性材料由于来源广泛、价格低廉，其使用量最大。内饰产品中，低密度的PP材料内饰板比传统的内饰板能减重8-15%。采用EIPP化学发泡技术的零件相比传统注塑件减重20%左右，并且生产效率更高，外观尺寸更稳定。

图23：PP已成为汽车内外饰使用最多的塑料材料之一



数据来源：华士达工程塑料公众号、开源证券研究所

图24：EIPP零件生产效率高，外观尺寸稳定



资料来源：海天塑机公众号

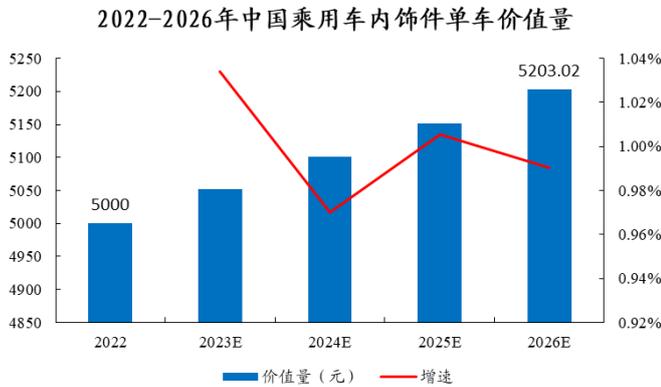
(三) 以塑代钢：由于塑料的密度只有钢的1/4—1/7，在满足同等强度和刚度情况下能实现减重30-50%。其中长玻纤增强聚丙烯材料不仅具有高强度、高刚性、好的冲击强度、抗蠕变性能和高尺寸稳定性，而且资源丰富，成本较低，同时还具有良好的流动性可以做出形状复杂的汽车部件，已得到汽车行业的认可。

(四) 模块化：模块化就是将多个相关联的或不同性能的产品根据之间的联系集成到一个整体上，如将仪表板、仪表板横梁、空调系统等零件集成到一个模块上，通过机械手安装到车身上，既能实现减重又能提高装配效率。现在已广泛使用的前端模块就是把金属冲压成型的散热器上横梁、下横梁、立柱、大灯支架都集成到一个塑料框架上，一个前端框架能减重3kg左右，一个背门模块能减重6kg左右。

轻量化趋势叠加消费升级，汽车内外饰件系统单车价值量有望提升。根据华经产业研究院数据显示，2022年中国乘用车内饰件单车价值为5000元，预计截至2026年价值量将增加到5203.02元；2022年中国乘用车外饰件单车价值为2000元，预计截至2026年价值量将增加到2081.21元。

**图25：2026年中国乘用车内饰件单车价值有望达到5203.02元**

**图26：2026年中国乘用车外饰件单车价值有望达到2081.21元**



数据来源：华经产业情报网官网、开源证券研究所

数据来源：华经产业情报网官网、开源证券研究所

### 2.3、汽车内外饰市场空间广阔，国产替代趋势日益显著

汽车内外饰件是整车产业链的重要组成部分，市场规模巨大。作为汽车零部件领域规模最大的细分市场，从行业体量上看，内外饰的整体行业规模巨大，占汽车零部件总体规模的近1/4。随着乘用车销量增加叠加内外饰单车价值提升，内外饰市场规模有望进一步扩大。据华经产业研究院统计，2022年中国乘用车内外饰件市场规模达1620.12亿元，预计截至2026年将达到1824.88亿元，2022年到2026年复合增长率为3.02%；2022年全球乘用车内外饰件市场规模达4311.91亿元，预计截至2026年将达到4856.86亿元，2022年到2026年复合增长率为3.02%。

**图27：2026年中国乘用车内外饰市场规模有望达到1824.88亿元**

**图28：2026年全球乘用车内外饰市场规模有望达到4856.86亿元**



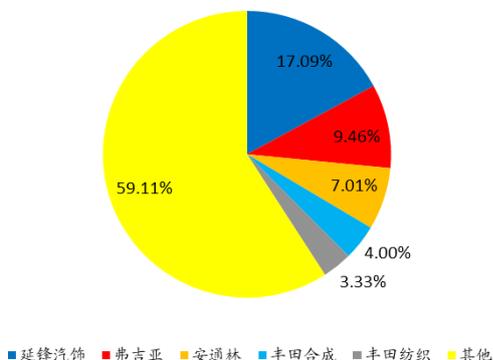
数据来源：华经产业情报网官网、开源证券研究所

数据来源：华经产业情报网官网、开源证券研究所

汽车内外饰行业竞争格局相对分散，呈现一超多强局面。从行业集中度上来看，2022年全球汽车内外饰行业格局较为分散。其中，延锋汽饰、弗吉亚和安通林的市场份额位居前三，分别为17.09%、9.46%和7.01%。国内汽车内外饰市场格局也较为分散，行业CR3仅为25.21%。整体上看，汽车内外饰行业集中度大幅低于其他汽车

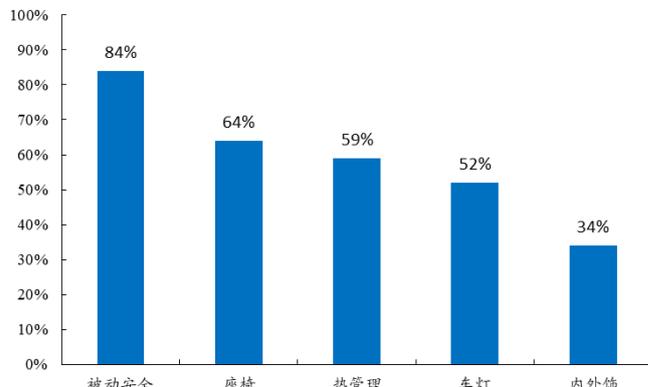
零部件行业。

图29：2026 年中国乘用车内外饰市场规模有望达到 1824.88 亿元



数据来源：汽车零部件模具与注塑公众号、开源证券研究所

图30：2026 年全球乘用车内外饰市场规模有望达到 4856.86 亿元



数据来源：汽车零部件模具与注塑公众号、开源证券研究所

内饰件行业对新进入者有较高的进入壁垒，更换频率较低。内饰件厂商进入整车厂的供应链需要较长时间进行认证，选定后会形成稳定的长期合作关系。在欧美系整车厂的供应链中，供应商体系已经相对稳定；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。因此，早期我国自主内外饰企业可参与的市场规模有限，主要为自主品牌。

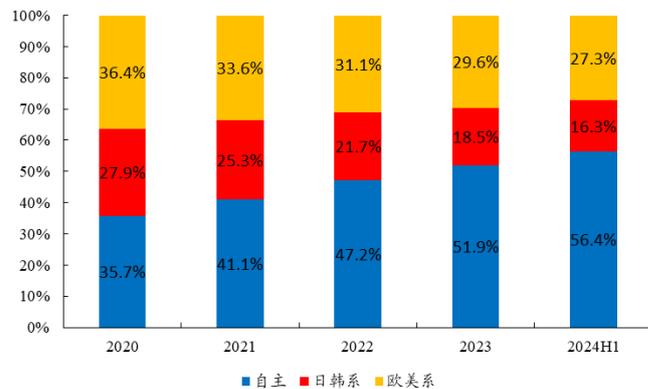
自主品牌、新势力崛起重塑竞争格局，自主内外饰企业迎来国产替代机会。国内新能源汽车渗透率不断提升叠加自主品牌、造车新势力在国内乘用车市场的占有率持续提高，带动自主内外饰件厂商实现国产替代，据乘联会统计，2020 年-2023 年自主品牌市场份额不断提升，截至 2024 年 H1 自主品牌市场份额达到 56.4%。主机厂降本诉求叠加快速响应需要，或将进一步打开国产替代空间。随着近年来国内自主新能源汽车品牌的崛起，汽车市场竞争加剧，自主品牌及新势力的价格竞争使得成本成为选择供应商的核心标准之一，外资及合资品牌车厂在采购成本上已感觉到压力。并且自主品牌研发项目从规划到量产的时间周期远小于传统燃油车企，对供应商响应速度的需求更进进一步。自主企业在响应市场的速度、成本控制以及其他多个方面表现出较强的综合实力。在此背景下，合资车企供应链有望逐步开放，自主内外饰厂商有望进一步打开国产替代空间。

图31：2026 年中国乘用车内外饰市场规模有望达到 1824.88 亿元



数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所

图32：2026 年全球乘用车内外饰市场规模有望达到 4856.86 亿元



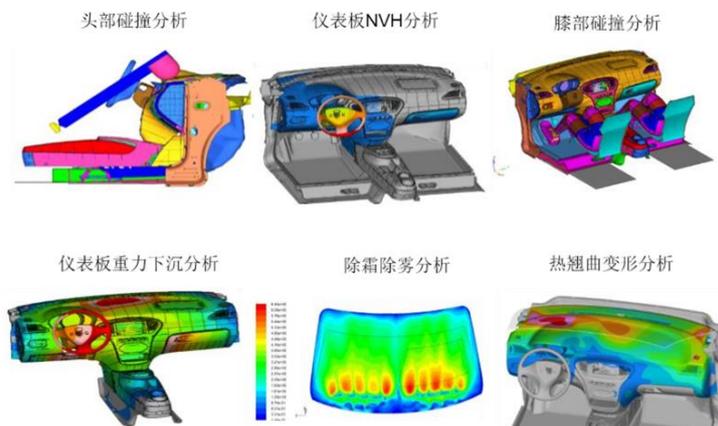
数据来源：乘联分会公众号、开源证券研究所

### 3、产品开拓叠加业务扩展，公司量价双升逻辑显现

#### 3.1、公司产品拓展潜力巨大，有望成为 Tier 0.5 级供应商

公司拥有强大的技术能力，为产品品类拓展奠定坚实基础。公司通过技术引进及自主开发的方式，在同步开发、模具开发、检测试验等方面形成了一系列技术优势。在同步开发方面，公司具备新品开发全流程覆盖能力，能够自主完成效果图、CAS 设计、油泥模型制作，到 CAE 分析、模具工装开发、工程匹配以及试验验证等全部新品开发环节；在模具自主开发方面，公司不但拥有模具管控能力，而且具备多色、低压、高光、薄壁、气辅等汽车饰件注塑模具的自主开发能力；在检测试验方面，公司目前已经成立实验中心，从感官质量、被动安全、环境模拟以及材料分析等各方面实现对产品的检测与试验，为公司产品性能和质量提供可靠保证。

图33：公司利用 CAE 模拟技术，及早发现设计缺陷，并证实未来产品功能和性能的可用性和可靠性

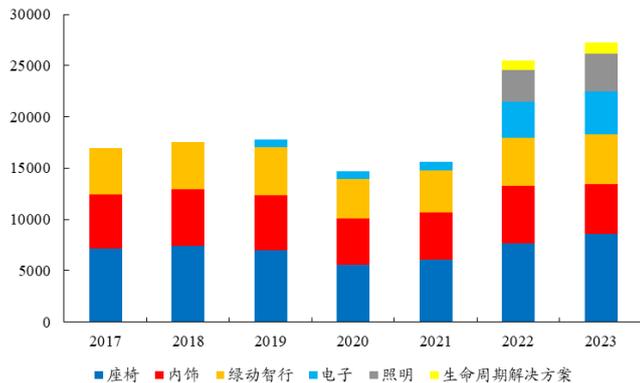


资料来源：公司公告

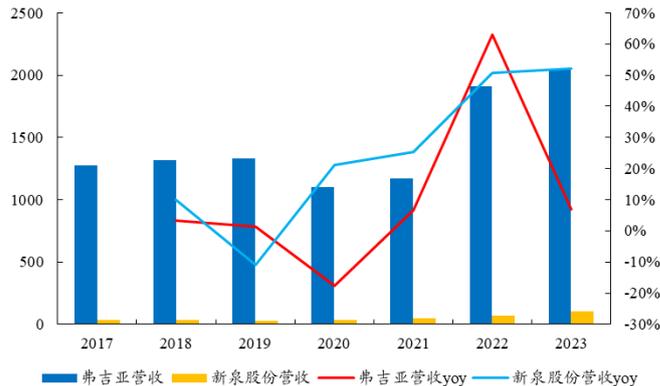
公司目前处于产品拓展初期，具有较大的发展空间。弗吉亚为全球内饰龙头公司，业务覆盖范围广，涉及座椅、内饰、绿动智行、电子、照明、生命周期解决方案等。2023 年弗吉亚实现总营收 272.48 亿欧元，约为人民币 2040 亿元，同比增加 7.03%，其中座椅业务占比 31%，内饰业务占比 18%；2023 年新泉股份实现营收 105.75 亿元，同比增长 52.19%，其中仪表板业务占比 66.05%。与弗吉亚相比，新泉股份产品结构较为单一，仍然处于产品拓展初期，具备较大的单车价值量及市场份额发展潜力。

图34：2023 年弗吉亚座椅业务营收占比为 31%，内饰业务营收占比为 8%（单位：百万欧元）

图35：与弗吉亚相比，新泉股份仍然处于产品拓展初期，具有较大的发展空间（单位：亿元；汇率：7.5 CNY/EUR）



数据来源: 弗吉亚集团官网、开源证券研究所



数据来源: 弗吉亚集团官网、新泉股份公告、开源证券研究所

**根据现有产品和技术能力, 未来公司可能的产品拓展方向为:** (1) 汽车座椅背板: 座椅背板与仪表板、门板、立柱护板类似, 主要是以塑料粒子为核心原材料, 以注塑为核心工艺, 辅以发泡、搪塑、包覆、包边和装配等工艺, 易于实现品类拓展, 且目前新泉墨西哥工厂已形成汽车座椅背板相关产能; (2) 顶棚: 顶棚干法生产工艺是将半硬质聚氨酯发泡复合板材加热到 180~200℃, 使之达到塑性状态, 然后将其放在模具内, 与护面材料同时压制成型, 与仪表板原材料和生产工艺具有相近之处, 可实现品类突破; (3) 座椅头枕: 座椅头枕以注塑、发泡、缝纫为生产核心工艺, 与仪表板的生产工艺具有相似之处; (4) 座舱集成化产品: 公司有望突破座舱氛围灯、移动出风口等产品, 为主机厂提供集成化的座舱解决方案。

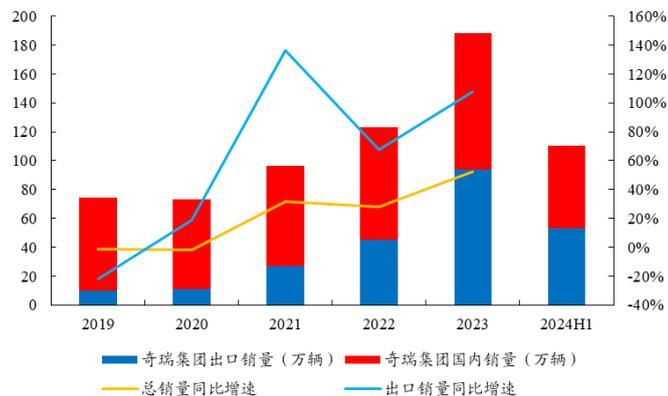
**整车平台化推动汽车零部件模块化、集成化发展。** 整车平台化是整车制造商趋向建立标准化、可互换的通用汽车平台, 其可在生产线上制造旗下不同品牌的车型。在整车平台化趋势下, 汽车零部件企业亦同时向模块化、集成化方向发展。汽车零部件的集成化、模块化能够提高整车装配效率, 优化整车空间布局。与此同时, 自动化生产与智能工厂技术的迅速发展正推动汽车制造业信息化、数字化、智能化的升级改造, 促进汽车零部件企业模块化制造、集成化供货。

**公司已完成多项集成整合的模块化、集成化产品配套服务, 具备成为 Tier0.5 级供应商的综合实力。** 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。Tier 0.5 级供应模式有助于整车厂商提高开发和生产效率, 简化供应链, 降低管理成本, 已成为汽车产业未来发展趋势。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, 随着产品品类的持续开拓以及模块化、集成化的产品配套服务能力的提升, 公司有望成为汽车内外饰件 Tier0.5 级供应商。

### 3.2、核心客户持续扩张, 有望进一步取代龙头份额

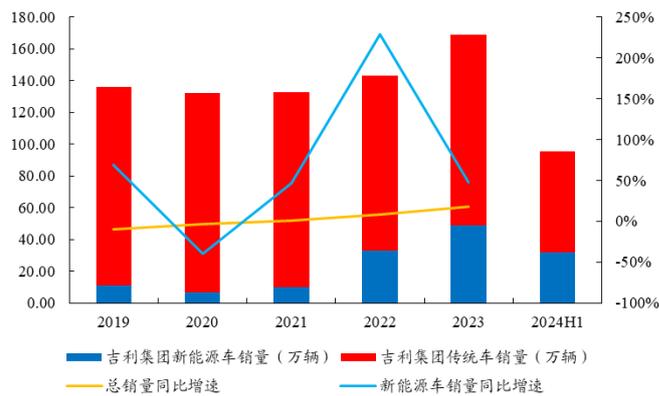
**奇瑞、吉利作为公司两大核心客户, 构成业务基本盘。** 得益于技术积累和全球化布局, 近年来奇瑞出口迅速增长, 连续二十一年位居中国品牌出口第一。2024 年 H1 奇瑞集团实现销量 110.06 万辆, 同比增长 48.4%, 其中出口汽车 53.22 万辆, 同比增长 29.4%, 继续保持中国汽车出口第一。吉利新能源转型成果显著, 2024 年 H1 实现销量 95.57 万辆, 同比增长约 41%, 其中新能源汽车销量为 32.02 万辆, 同比增长约 117%, 新能源汽车销量创历史新高。

图36: 2024年H1 奇瑞集团出口汽车 53.22 万辆, 同比增长 29.4%, 继续保持中国汽车出口第一



数据来源: 奇瑞汽车公众号、奇瑞控股公众号、中国汽车网公众号、开源证券研究所

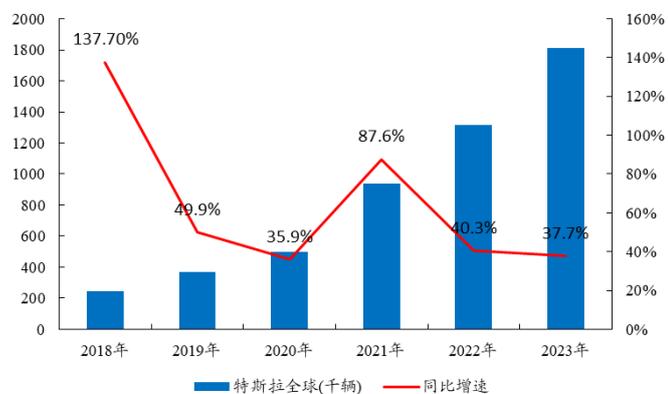
图37: 2024年H1 吉利集团新能源汽车销量为 32.02 万辆, 同比增长约 117%, 新能源汽车销量创历史新高



数据来源: 吉利汽车公告、开源证券研究所

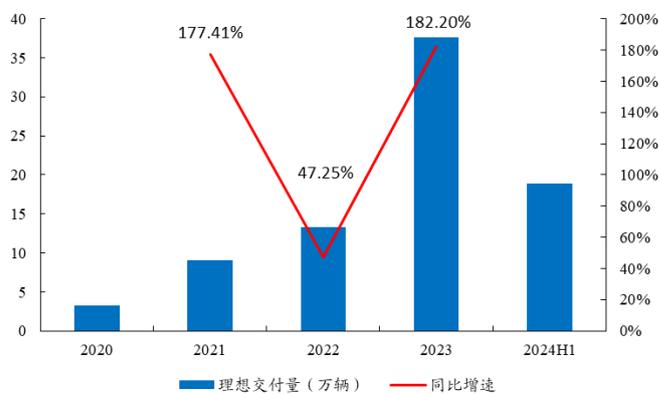
顺应新能源趋势, 特斯拉、理想贡献较大业绩增量。2023年特斯拉全球交付量达181万辆, 同比增长37.7%, 实现全年业绩目标。特斯拉在全球市场上的主导地位、成本壁垒和自动驾驶技术壁垒在较长期间内仍具备确定性, 随着新车周期的放量特斯拉产业链的增长前景可期。理想汽车2023年交付量达到37.60万辆, 同比高增182.20%, 2024年H1交付量达到18.90万辆, 位居中国新势力品牌总交付量第一。

图38: 2023年特斯拉全球交付量达181万辆, 同比增长37.7%



数据来源: Statista 官网、开源证券研究所

图39: 2023年理想汽车交付量达到37.60万辆, 同比高增182.20%



数据来源: 理想汽车公众号、开源证券研究所

公司连续突破合资配套体系, 有望进一步取代龙头份额。公司凭借自身自主内外饰件企业的成本优势及快速响应能力, 顺应行业发展趋势, 在2016年-2019年间持续开拓广汽菲亚特、长安福特、上汽大众、一汽大众等合资品牌车型的仪表板、门板项目, 成功切入合资配套体系。后续随着行业竞争加剧, 公司优势逐步显现, 有望持续拓展优质客户, 进一步取代龙头份额。

### 3.3、产能持续扩充, 全球化布局进程加速

公司实施就近配套生产, 以降低运输成本, 提高客户产品配套服务能力, 扩展并增强产品品类的竞争力。目前公司在国内20个城市设立了生产制造基地, 并且在马来西亚和墨西哥建立了生产基地。就近配套生产大幅提高了产品供应效率, 提升产品准时交付能力, 并有效降低了产品运输成本。公司持续完善生产基地布局, 产能持续扩充。2020年公司非公开发行股票募集资金11.99万元, 用于西安生产基地

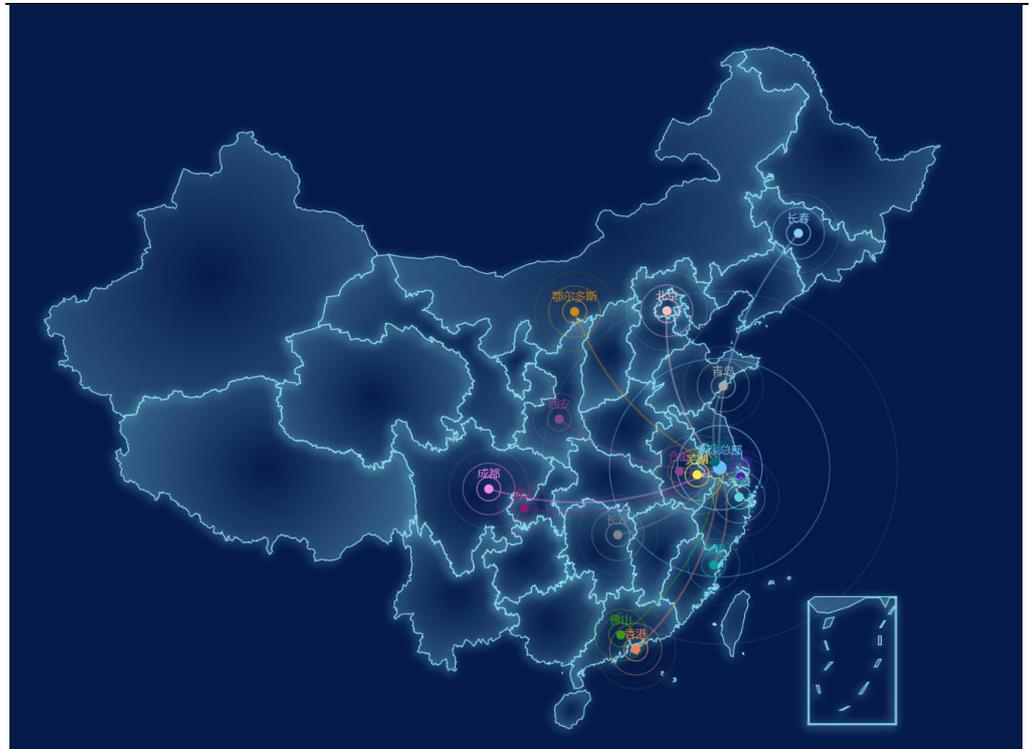
建设项目、上海智能制造基地建设项目、上海研发中心建设项目等；2023 年公司向不特定对象发行可转债 11.6 亿元，用于上海智能制造基地升级扩建项目（一期）、汽车饰件智能制造合肥基地建设项目等。目前，公司在建产能项目 6 个，大型产品产能已达到 742 万模次，产能利用率为 97.26%。

**表6：公司持续完善生产基地布局，产能持续扩充**

在建产能工厂名称	计划投资金额（万元）	累积投资金额（万元）	预计投产日期	预计产能
芜湖外饰生产基地目	50,000.00	38,339.84	2023 年 3 月	40 万套汽车保险杠总成
汽车饰件智能制造合肥基地建设项目	36,162.72	20,808.42	2024 年 2 月	30 万套仪表板总成 20 万套门内护板总成
上海智能制造基地升级扩建项目（一期）	67,874.14	24,419.58	2025 年 6 月	50 万套仪表板总成
常州饰件系统智能制造基地建设项目	100,227.25	16,138.77	2026 年 6 月	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建设项目	22,000.00	1,800.00	2024 年 12 月	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项目	9,500 万美元	1,500 万美元	2024 年 12 月	80 万套仪表板总成、 40 万套座椅背板

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图40：公司实施就近配套生产，在国内 20 个城市设立了生产制造基地**



资料来源：公司官网

**表7：目前，公司大型产品产能已达到 742 万模次，产能利用率为 97.26%**

项目	产品分类	产量 (模次)	总产量 (模次)	产能 (模次)	产能利用率
大型产品	仪表板总成	6,627,984	7,216,646	7,420,032	97.26%
	顶柜总成	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 (后备门护板等)	22,384,232			
其他产品	落水槽	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、开源证券研究所

公司依靠海外核心客户特斯拉，持续推进国际化战略进程。2019 年公司开始筹建马来西亚新泉，正式开始海外业务。2020 年公司与特斯拉达成合作关系，并于 2021 年开始项目的持续放量，特斯拉成为公司前五大客户之一。2021 年公司为配套特斯拉在北美本土的工厂，筹建墨西哥新泉和美国新泉，并持续进行了多次增资以进行基地建设和产能扩充。目前，特斯拉全球共建 6 个超级工厂，2024 年 Q2 合计年产能超 235 万辆。2023 年 3 月特斯拉宣布将在墨西哥新莱昂州建设全新整车工厂，或于 2025 年投产，有望释放新的配套需求，助力新泉进一步深化国际化战略。

**表8：2024 年 Q2 特斯拉合计年产能超过 235 万辆 (产能单位：万辆)**

工厂	产线	2023Q1		2023Q2		2023Q3		2023Q4		2024Q1		2024Q2	
		产能	状态	产能	状态	产能	状态	产能	状态	产能	状态	产能	状态
美国弗里蒙特工厂	ModelS/ModelX	10	在产	10	在产	10	在产	10	在产	10	在产	10	在产
	Model3/ModelY	55	在产	55	在产	55	在产	55	在产	大于 55	在产	大于 55	在产
上海工厂	Model3	大于 75	在产	大于 75	在产	大于 95	在产						
	ModelY		在产		在产		在产		在产				
德国柏林工厂	ModelY	大于 35	在产	37.5	在产	37.5	在产	37.5	在产	大于 37.5	在产	大于 37.5	在产
美国德克萨斯工厂	ModelY	大于 25	在产	大于 25	在产	大于 25	在产	大于 25	在产	大于 25	在产	大于 25	在产
	Cybertruck	-	测试设备	-	测试设备	大于 12.5	试验性生产	大于 12.5	在产	大于 12.5	在产	大于 12.5	在产
	TeslaSemi	-	试验性生产	-	试验性生产	-	试验性生产	-	试验性生产	-	试验性生产	-	试验性生产
美国	Roadster	-	发展中	-	发展中	-	发展中	-	发展中	-	发展中	-	发展中
	Robotaxi 及其他产品	-	发展中	-	发展中	-	发展中	-	发展中	-	发展中	-	发展中
合计		大于 200		大于 202.5		大于 235		大于 235		大于 235		大于 235	

资料来源：特斯拉官网、开源证券研究所

技术工艺积累叠加新布局建设，进一步打开全球业务增长空间。公司在与特斯

拉合作期间积累了较多的自动化技术和制造工艺，为后续配套新的海外客户奠定了良好基础。2023年10月，公司在斯洛伐克投资设立全资子公司，为配套特斯拉欧洲工厂及拓展其他欧洲客户做准备。目前，墨西哥新泉规模效应已初步显现，预计将在2024年实现扭亏。公司海外收入确定性较高，但目前海外业务占比较低，仍然处于海外扩张初期，后续随着东南亚、北美、欧洲布局的深化，有望进一步打开增长空间。

#### 4、盈利预测与投资建议

新泉股份为自主汽车内外饰龙头，是国内领先的汽车饰件整体解决方案提供商。公司起家于汽车内饰业务，并持续拓展业务布局，深化内饰产品矩阵、开拓外饰产品领域，入局乘用车、新能源车市场。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为131.03/167.37/201.82亿元；总营收增长率分别为23.9%/27.7%/20.6%，综合毛利率分别为20.6%/21.1%/21.4%。

##### (1) 国内业务

2023年公司国内业务营收为98.02亿元，我们预计2024E/2025E/2026E该营业收入分别为117.6/131.2/149.4亿元。毛利率方面，由于国内汽车整车竞争激烈，上游零部件企业存在降价压力，主要通过规模效应实现降本增效。我们预计国内2024E/2025E/2026E毛利率分别实现20.0%/19.7%/19.5%。

##### (2) 国外业务

2023年国外业务营收为7.70亿元，我们预计2024E/2025E/2026E该营业收入分别为13.4/36.1/52.4亿元，增长主要源自于特斯拉北美。毛利率方面，由于海外市场竞争相对于国内较小、国内厂商成本优势显著，因此我们认为毛利率会呈现稳步提升的趋势，2024E/2025E/2026E毛利率分别为25.5%/26.0%/26.7%。

表9：新泉股份业绩拆分（单位：亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	105.7	131.0	167.4	201.8
同比	52.18%	23.95%	27.73%	20.59%
毛利率	20.05%	20.56%	21.06%	21.37%
国内业务	98.0	117.6	131.2	149.4
同比	54.56%	19.97%	11.59%	13.85%
收入占比	92.72%	89.77%	78.38%	74.03%
毛利率	18.2%	20.0%	19.7%	19.5%
国外业务	7.7	13.4	36.1	52.4
同比	27.21%	74.62%	168.95%	45.03%
收入占比	7.28%	10.23%	21.62%	25.97%
毛利率	25.0%	25.5%	26.0%	26.7%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

新泉股份主营业务为汽车内、外饰件系统零部件及模具的设计、制造及销售，我们选取汽车内外饰领域可比公司常熟汽饰、岱美股份、宁波华翔等进行估值对比。理由如下：（1）常熟汽饰：公司的主营业务是从事研发、生产和销售汽车内饰件总成产品，公司主要产包括立柱和门槛、门内饰板系统、其他内饰零件、外饰零件、

仪表盘、中控台等；(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) 宁波华翔：公司业务包括乘用车内外饰件、金属件、电子电器件和其他业务，经营区域涵盖亚洲、欧洲及北美区域，主要产品包括主副仪表盘、门板、立柱、顶棚、头枕等。新泉股份估值高于可比公司的平均值，由于新泉股份在汽车内外饰领域竞争力较强，海外业务将带来较大增量，客户结构优质，因此估值水平具备合理性。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 10.51/13.89/17.39 亿元，对应 EPS 分别为 2.16/2.85/3.57 元/股，当前股价对应 2024-2026 年的 PE 分别为 20.1/15.2/12.2 倍，基于公司产品拓展和海外业务开拓顺利，内外饰业务高速增长，维持“买入”评级。

**表10：新泉股份估值水平高于可比公司平均水平（截至 2024/12/27）**

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603035.SH	常熟汽饰	14.79	1.53	1.89	2.36	9.68	7.83	6.26
603730.SH	岱美股份	9.26	0.53	0.63	0.75	17.62	14.77	12.28
002048.SZ	宁波华翔	13.04	1.45	1.68	2.11	8.97	7.74	6.17
	平均					12.09	10.11	8.24
603179.SH	新泉股份	43.44	2.16	2.85	3.57	20.11	15.24	12.17

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：常熟汽饰、岱美股份、宁波华翔盈利预测来自于 Wind 一致预期）

## 5、风险提示

重点客户销量不及预期。若公司下游重点客户销量不及预期，可能会对公司业绩构成不利影响。

上游原材料涨价。若上游原材料涨价，会导致公司盈利能力出现波动。

下游客户降价压力。若下游客户降价，会对公司业绩造成不利影响；宏观经济波动的风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6031	9109	10255	12172	14035
现金	758	1416	1572	2008	2422
应收票据及应收账款	2035	3112	3607	4394	5051
其他应收款	7	28	15	35	29
预付账款	357	456	514	566	657
存货	1750	2475	2729	3143	3610
其他流动资产	1123	1622	1817	2027	2266
<b>非流动资产</b>	3306	4338	5577	6184	6490
长期投资	0	6	6	6	6
固定资产	2127	3157	3816	4381	4662
无形资产	276	372	397	430	458
其他非流动资产	903	804	1357	1366	1364
<b>资产总计</b>	9337	13447	15832	18356	20526
<b>流动负债</b>	4752	6873	8371	9868	10767
短期借款	526	100	990	1644	1388
应付票据及应付账款	3692	5670	6441	7175	8239
其他流动负债	534	1102	940	1048	1139
<b>非流动负债</b>	455	1569	1547	1328	1002
长期借款	363	1445	1451	1222	886
其他非流动负债	93	124	96	106	116
<b>负债合计</b>	5207	8442	9918	11196	11768
少数股东权益	50	48	51	55	60
股本	487	487	487	487	487
资本公积	2108	2108	2108	2108	2108
留存收益	1473	2132	2839	3809	5062
<b>归属母公司股东权益</b>	4079	4957	5863	7105	8698
<b>负债和股东权益</b>	9337	13447	15832	18356	20526

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	755	590	1228	1120	1895
净利润	473	805	1054	1393	1743
折旧摊销	220	309	319	394	461
财务费用	-0	-6	7	23	12
投资损失	-1	-1	-3	-2	-2
营运资金变动	-39	-669	-208	-782	-440
其他经营现金流	103	152	59	93	120
<b>投资活动现金流</b>	-814	-988	-1539	-983	-756
资本支出	989	1074	1495	899	681
长期投资	170	93	0	0	0
其他投资现金流	5	-7	-44	-85	-76
<b>筹资活动现金流</b>	-167	1135	-425	-359	-470
短期借款	199	-425	890	654	-256
长期借款	47	1082	6	-229	-336
普通股增加	112	0	0	0	0
资本公积增加	-112	0	0	0	0
其他筹资现金流	-412	478	-1321	-784	123
<b>现金净增加额</b>	-215	736	-736	-221	669

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	6947	10572	13103	16737	20182
营业成本	5576	8452	10409	13212	15869
营业税金及附加	31	51	66	80	98
营业费用	133	177	216	273	323
管理费用	312	452	590	770	949
研发费用	306	457	550	686	807
财务费用	-0	-6	7	23	12
资产减值损失	-3	-4	0	0	0
其他收益	13	15	13	13	14
公允价值变动收益	4	-1	1	2	1
投资净收益	1	1	3	2	2
资产处置收益	1	-9	5	6	1
<b>营业利润</b>	537	928	1213	1606	2011
营业外收入	0	1	1	0	0
营业外支出	13	15	10	12	12
<b>利润总额</b>	524	914	1204	1594	1999
所得税	51	109	151	201	256
<b>净利润</b>	473	805	1054	1393	1743
少数股东损益	2	-0	2	5	4
<b>归属母公司净利润</b>	471	806	1051	1389	1739
EBITDA	754	1241	1531	2012	2473
EPS(元)	0.97	1.65	2.16	2.85	3.57

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	50.6	52.2	23.9	27.7	20.6
营业利润(%)	72.5	72.7	30.8	32.3	25.3
归属于母公司净利润(%)	65.7	71.2	30.5	32.1	25.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.7	20.0	20.56	21.06	21.37
净利率(%)	6.8	7.6	8.0	8.3	8.6
ROE(%)	11.5	16.1	17.8	19.5	19.9
ROIC(%)	9.3	11.4	12.1	13.5	15.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.8	62.8	62.6	61.0	57.3
净负债比率(%)	9.0	16.5	22.4	19.0	4.3
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.4	4.3	4.1	4.4	4.5
应付账款周转率	2.5	2.5	2.4	2.7	2.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.65	2.16	2.85	3.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.55	1.21	2.52	2.30	3.89
每股净资产(最新摊薄)	8.37	9.79	11.64	14.19	17.46
<b>估值比率</b>					
P/E	45.0	26.3	20.1	15.2	12.2
P/B	5.2	4.4	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	28.5	17.8	14.7	11.2	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn