



## 汽车内饰件龙头，全球化进程开启

### 投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 公司是国内领先的汽车内饰件制造企业，乘用车仪表板总成和门内护板市占率逐年提升。预计到25年乘用车饰件市场规模超4800亿元，体量可观。(2) 公司持续开拓乘用车客户，大客户合作稳定，同时积极开拓外饰业务，24H1占比仅3.8%，增长潜力较大。(3) 公司不断推进国际化战略，海外工厂投产在即，人工成本占营业总成本比重低于同业竞争对手2-17pp，整体成本控制能力较强。
- 汽车内饰龙头，市占率持续提升。** 预计到2025年我国乘用车饰件行业规模超4800亿元，其中内饰行业规模为2592亿元，外饰行业规模为1494亿元。公司是国内仪表板总成和门内护板总成龙头，2023年仪表板总成市场占有率为17.7%，同比+4.2pp，门内护板市占率为5.7%，同比+1.5pp。全球汽车饰件市场较为分散，国内外参与者众多，随着自主汽车品牌崛起，公司有望实现规模扩张及国产替代，市占率有望持续提升。
- 客户持续开拓，外饰增长潜力大。** (1) 公司产品成功从商用车领域拓展到乘用车领域，目前乘用车业务已成为公司最重要板块。近年来公司前五大客户占比较为稳定，2023年合计占比71%，2022年，前五大客户分别为吉利集团(26.49%)、国际知名品牌电动车企业(25.14%)、奇瑞汽车(16.41%)、上汽集团(5.35%)、比亚迪(3.57%)。(2) 公司积极开拓外饰业务，24H1公司外饰件实现营收2.36亿元，同比+247%，持续保持快速增长，营收占比3.8%，当前公司外饰业务体量较小，增长潜力较大。
- 国际化战略不断推进，成本控制有效。** (1) 2019、2020、2023年，公司分别在马来西亚、墨西哥、斯洛伐克设立生产基地，更好服务当地客户，随着海外工厂产能利用率提升，盈利能力有望大幅好转。(2) 与同业相比，公司工资薪酬占营业总成本比重始终较低，2023年占比为12.48%，低于同业竞争对手2-17pp，人工成本优势明显。期间费用率也处于行业较低水平，2023年为10.2%，公司整体成本控制能力较强。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润CAGR为28.8%，EPS分别为2.19/2.92/3.54元，对应动态PE分别为21/16/13倍。给予公司25年20倍PE，目标价58.40元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。** 客户销量不及预期风险，行业不景气风险，出海风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10571.88	13386.39	17608.89	20510.50
增长率	52.19%	26.62%	31.54%	16.48%
归属母公司净利润(百万元)	805.53	1068.25	1422.66	1722.91
增长率	71.18%	32.61%	33.18%	21.11%
每股收益EPS(元)	1.65	2.19	2.92	3.54
净资产收益率ROE	16.08%	18.80%	20.64%	20.68%
PE	28	21	16	13
PB	4.51	3.96	3.26	2.70

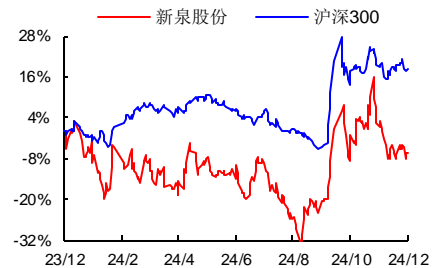
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zllans@swsc.com.cn

分析师: 冯安琪  
执业证号: S1250524050003  
电话: 021-58351905  
邮箱: faz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.87
流通A股(亿股)	4.87
52周内股价区间(元)	33.28-56.55
总市值(亿元)	223.38
总资产(亿元)	146.71
每股净资产(元)	10.63

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：行业领先的汽车饰件整体解决方案提供商</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业分析</b> .....	<b>5</b>
2.1 汽车内饰：市场规模持续增长.....	5
2.2 汽车外饰：单车价值量进一步提升.....	7
<b>3 公司分析</b> .....	<b>10</b>
3.1 细分领域龙头，市场份额持续提升.....	10
3.2 内饰产品升级，外饰品类开拓.....	13
3.3 国际化战略不断推进，产能有序扩张.....	14
3.4 成本控制有效，原材料价格稳定.....	16
<b>4 财务分析</b> .....	<b>18</b>
4.1 营收规模加速扩张，净利润不断增长.....	18
4.2 盈利能力维持稳定，偿债能力处于中游.....	19
4.3 费用率控制有效，规模效益摊薄费用.....	20
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>21</b>
5.1 盈利预测.....	21
5.2 相对估值.....	22
<b>6 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	2
图 2: 公司营业收入 (亿元) 及增速 (%) .....	3
图 3: 公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%) .....	3
图 4: 公司乘用车及商用车营收占比.....	3
图 5: 公司乘用车及商用车毛利率 (%) .....	3
图 6: 公司盈利能力 (%) .....	3
图 7: 公司费用率 (%) .....	3
图 8: 公司主营业务收入占比 (分产品) .....	4
图 9: 公司毛利率变化 (分产品, %) .....	4
图 10: 公司主营业务收入占比 (分地区) .....	4
图 11: 公司毛利率变化 (分地区, %) .....	4
图 12: 汽车内饰构成 .....	5
图 13: 汽车内饰价值量占比 (2022) .....	6
图 14: 我国乘用车饰件市场结构分布情况 (2023) .....	6
图 15: 全球汽车内饰市场格局 (不含座椅, 2023) .....	7
图 16: 全球主要内外饰企业营收 (亿元, 不含座椅, 2023) .....	7
图 17: 汽车外饰部件 .....	8
图 18: 公司仪表板总成销量及单价.....	10
图 19: 公司门内护板销量及单价 .....	10
图 20: 公司仪表板总成市占率.....	11
图 21: 公司门内护板市占率.....	11
图 22: 公司乘用车门内护板及仪表板总成市占率.....	11
图 23: 公司乘用车仪表板总成及门内护板单价.....	11
图 24: 公司商用车仪表板总成市占率 .....	11
图 25: 公司商用车仪表板总成市占率 (分中重卡、轻微卡) .....	11
图 26: 公司前五大客户占比.....	12
图 27: 公司客户结构 (2023) .....	12
图 28: 公司客户结构 (2022) .....	12
图 29: 公司客户结构 (2021) .....	12
图 30: 公司外饰件营收 (亿元) .....	13
图 31: 公司获取专利数量 (个) .....	13
图 32: 公司组织架构 .....	13
图 33: 带光电显示功能的软质智能表面装饰.....	14
图 34: 带触控功能的智能表面装饰.....	14
图 35: 马来西亚及墨西哥新泉营收 (亿元 RMB) .....	15
图 36: 马来西亚及墨西哥新泉净利润 (万元 RMB) .....	15
图 37: 国内分子公司分布.....	16
图 38: 成本结构 .....	17
图 39: 现货价:原油:英国布伦特 Dtd 走势 (美元/桶) .....	17

图 40: 公司所处行业上下游情况 .....	17
图 41: 同业工资薪酬占营业总成本比重对比 .....	18
图 42: 同业期间费用率对比 (%) .....	18
图 43: 公司营业收入 (亿元) 及增长率 (%) .....	18
图 44: 公司归母净利润 (亿元) 及增长率 (%) .....	18
图 45: 公司毛利率 (%) .....	19
图 46: 公司净利率 (%) .....	19
图 47: 可比公司毛利率比较 (%) .....	19
图 48: 可比公司净利率比较 (%) .....	19
图 49: 可比公司 ROE 比较 (%) .....	19
图 50: 可比公司总资产周转率比较 .....	19
图 51: 可比公司资产负债率比较 (%) .....	20
图 52: 可比公司流动比率比较 .....	20
图 53: 公司销售费用 (亿元) 及销售费用率 (%) .....	20
图 54: 公司管理费用 (亿元) 及管理费用率 (%) .....	20
图 55: 公司研发费用 (亿元) 及研发费用率 (%) .....	21
图 56: 公司财务费用 (亿元) 及财务费用率 (%) .....	21

## 表 目 录

表 1: 公司产品示意图 .....	1
表 2: 公司前十大股东 (截至 2024Q3) .....	2
表 3: 汽车主要内饰件及单车价值量 (元, 2019) .....	6
表 4: 全球内外饰行业主要公司 .....	7
表 5: 汽车外饰件材料介绍 .....	8
表 6: 传统外饰件智能化升级后带来的单车价值增长情况 (2024) .....	9
表 7: 不同地区分种类外饰供应商 .....	9
表 8: 我国乘用车饰件市场规模测算 .....	9
表 9: 公司在建产能 (截止 2024Q1) .....	15
表 10: 分业务收入及毛利率 .....	21
表 11: 可比公司估值 (截止 2024.12.18 收盘) .....	22
附表: 财务预测与估值 .....	23

## 1 公司概况：行业领先的汽车饰件整体解决方案提供商

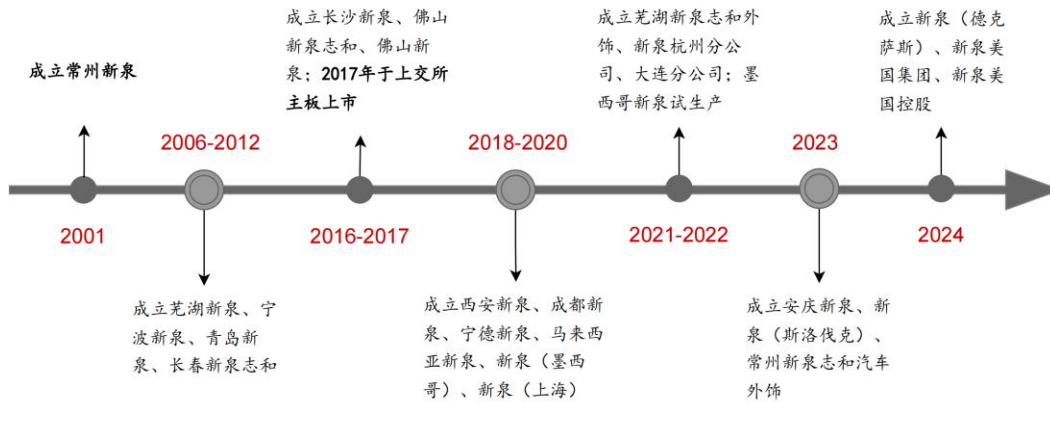
行业领先的汽车饰件整体解决方案提供商。江苏新泉汽车饰件股份有限公司 2001 年成立，2017 年在上海证券交易所挂牌上市。公司的主营业务是乘用车和商用车内、外饰系统零部件及其模具的设计、制造及销售，主要产品包括仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等，是众多汽车品牌的一级配套商。公司业务分布广泛，在乘用车领域，与大众、奥迪、福特、日产、上汽、广汽、奇瑞、长城、比亚迪等乘用车企业配套；在商用车领域，与一汽解放、陕汽、东方、福田戴姆勒、中国重汽等国内前五大商用汽车企业建立了长期的稳定合作关系。

表 1：公司产品示意图

	产品名称	产品图片	产品介绍
汽车内饰	仪表板总成		汽车全车操控和显示的集中部分，位于驾驶员正前方，集成了仪表、电器、空调、娱乐系统和安全气囊等部件，除主仪表板和副仪表板本体外，还配有仪表罩、出风口、除霜风口、风道、安全气囊托架及盖板、手套箱、烟灰缸、装饰条、扶手箱等，是汽车内部较为复杂的内饰件总成。
	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。
	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。
	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。
汽车外饰	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。水管理功能包含引导前挡玻璃外来水的流向、雨刮电机的防水及流水槽本体安装孔的防水；车内通风功能是指外界空气通过流水槽进入车体，输送至车内各个位置，并防止外来杂物进入空调进风口。
	保险杠总成		吸收和减缓外界冲击力、防护车前后部的安全装置。除保险杠本体外，还包括门皮、支架、下进气格栅、缓冲材料等。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司成立以来积极进行战略性扩张，陆续在常州、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。此外，公司积极扩展海外市场，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、斯洛伐克设立子公司。

**图 1：公司发展历程**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**股权结构集中，管理层结构清晰。**截至 2024 年三季度末，江苏新泉志和投资有限公司为公司控股股东，唐志华先生为公司实际控制人，持有公司 11.08% 的股权，公司股权结构较为集中。管理层方面，唐志华先生担任董事长兼总经理。

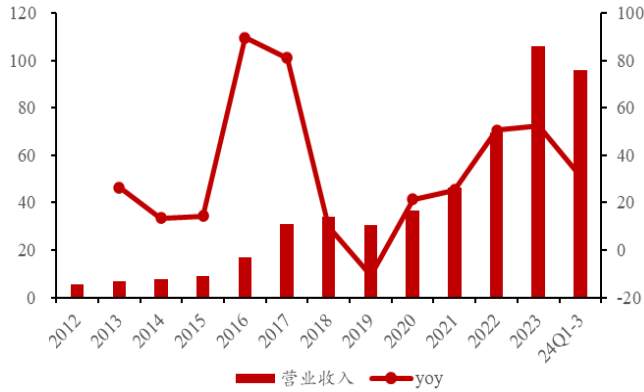
**表 2：公司前十大股东（截至 2024Q3）**

股东名称	持股数(股)	占总股本比例 (%)	股本性质
江苏新泉志和投资有限公司	127,153,572	26.09%	流通 A 股
唐志华	54,007,460	11.08%	流通 A 股
招商银行股份有限公司-泉果旭源三年持有期混合型证券投资基金	14,631,727	3%	流通 A 股
香港中央结算有限公司	10,821,498	2.22%	流通 A 股
江苏新泉汽车饰件股份有限公司-第三期员工持股计划	9,259,136	1.90%	流通 A 股
唐美华	9,053,720	1.86%	流通 A 股
中国农业银行股份有限公司-国泰智能汽车股票型证券投资基金	7,680,332	1.58%	流通 A 股
中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	5,855,038	1.2%	流通 A 股
中国银行股份有限公司-鹏华汇智优选混合型证券投资基金	5,485,887	1.13%	流通 A 股
招商银行股份有限公司-鹏华新兴产业混合型证券投资基金	5,199,648	1.07%	流通 A 股
合计	249,385,364	51.13%	--

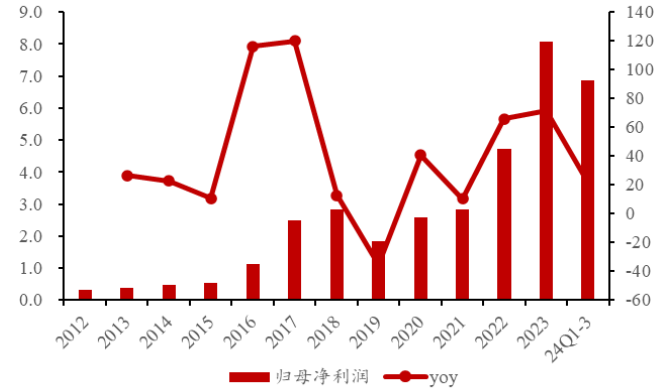
数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司经营保持快速增长，乘用车占比稳中有升。**2019 年受国内汽车行业下行影响，公司营收利润有所下降。受益于 2020 年国内商用车行业快速增长，以及乘用车客户开拓，公司经营实现增长。随着 2021 年全球汽车行业有所恢复、特斯拉上海工厂投产，21-23 年特斯拉上海工程产能持续爬坡，公司经营持续向好，3 年营收 CAGR 为 42.2%，归母净利润 CAGR 为 46.2%。2022 年乘用车营收占比为 85%，同比+15pp，乘用车收入占比快速提升。2024 年公司前三季度营收 96.05 亿元，同比+31.2%，归母净利润 6.86 亿元，同比+22.2%，保持增长态势。

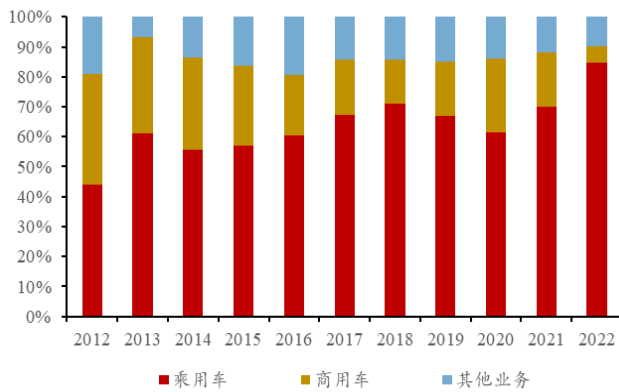
**净利率稳中有升，费用率控制有效。**近年来，随着乘用车占比不断提升，公司毛利率呈逐年缓慢下降趋势，但净利率保持稳中有升，主要来自费用率控制有效，24Q1-3 毛利率 20.5%，净利率 7.1%，期间费用率 11.8%。商用车毛利率常年高于乘用车 10pp+，2022 年由于商用车行业下行，公司商用车业务受到较大影响，毛利率显著下降。

**图 2：公司营业收入（亿元）及增速（%）**


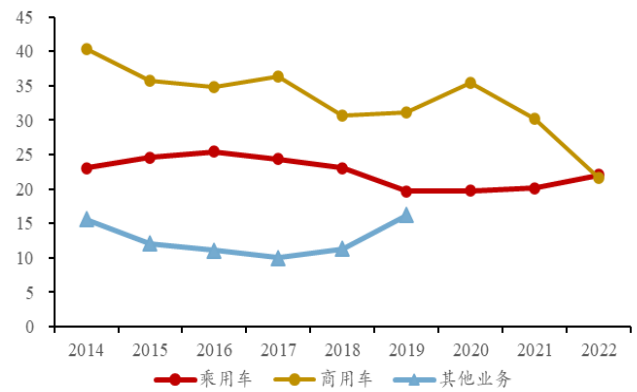
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 3：公司归母净利润（亿元）及增速（%）**


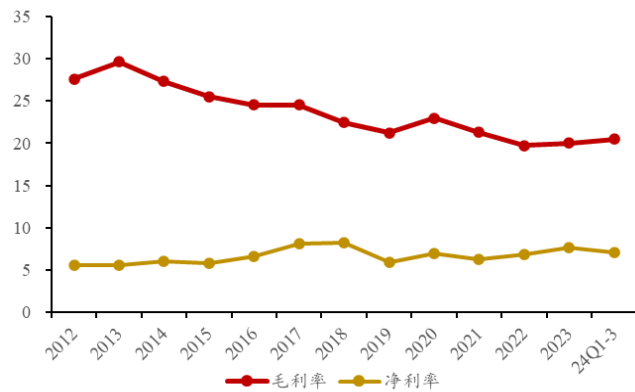
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：公司乘用车及商用车营收占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理 (22 年之后不再公布)

**图 5：公司乘用车及商用车毛利率 (%)**


数据来源：公司公告，西南证券整理 (22 年之后不再公布)

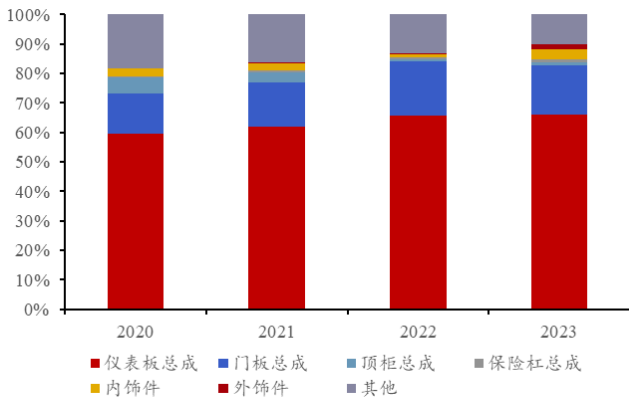
**图 6：公司盈利能力 (%)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

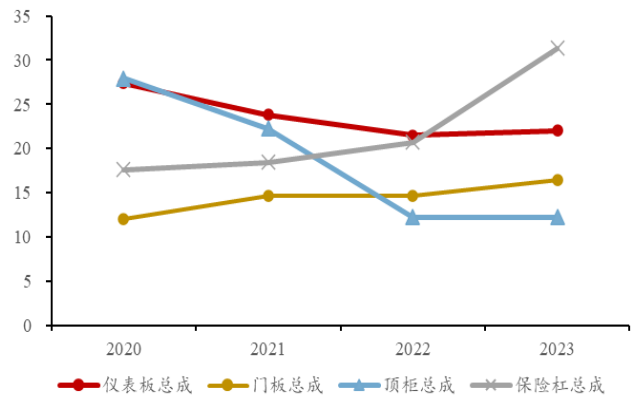
**图 7：公司费用率 (%)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

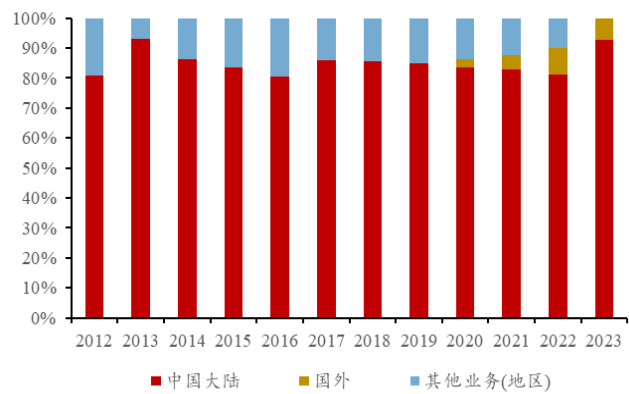
从地区来看，境内为公司主要收入来源，2023年占比达到93%。2022年墨西哥工厂生产基地项目顺利建成并已进入试生产，海外营收增长迅速；2023年2月公司向墨西哥工厂增加投资公司国际化战略得到进一步推进。海外市场毛利率比国内市场高6pp+，2023年主要由于产能爬坡，毛利率有所下滑。从产品来看，公司主要产品是仪表板总成和门板总成，占比不断提升，2023年营收占比分别为66%、17%，合计占比83%，其他产品包括顶柜总成、立柱总成、保险杠总成、落水槽等内外饰，占比为17%。从毛利率来看，仪表板总成比门板总成高5-6pp。

**图 8：公司主营业务收入占比（分产品）**


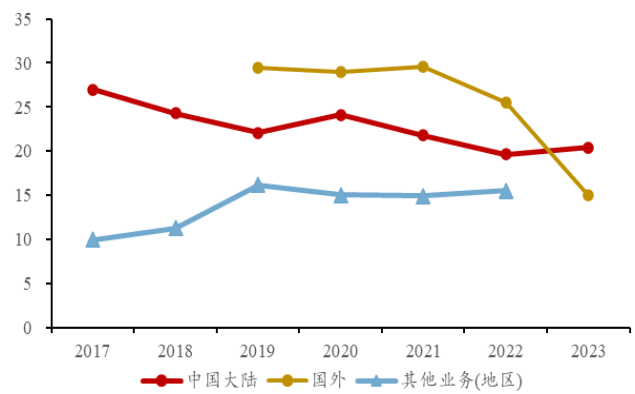
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：公司毛利率变化（分产品，%）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：公司主营业务收入占比（分地区）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：公司毛利率变化（分地区，%）**


数据来源：公司公告，西南证券整理



## 2 行业分析

### 2.1 汽车内饰：市场规模持续增长

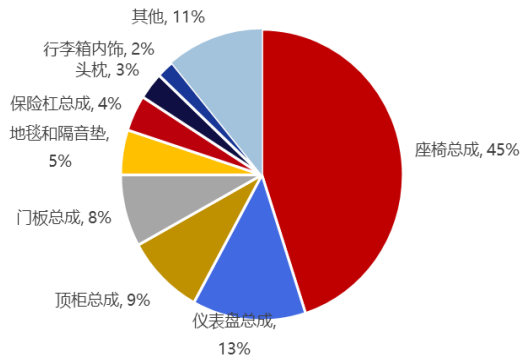
汽车一般由动力总成、底盘系统、车身系统和电气设备四大系统组成，其中内外饰件是车身系统的重要组成部分，其设计工作超过汽车造型设计工作总量的 60%，远超过汽车外形设计的工作量。汽车内饰结构是指汽车内部装饰和组装的方式，涉及美学、结构力学、材料学等多门学科技术的综合应用，内饰设计直接影响驾乘者和乘客的舒适度与安全性，以及驾乘体验。

图 12：汽车内饰构成

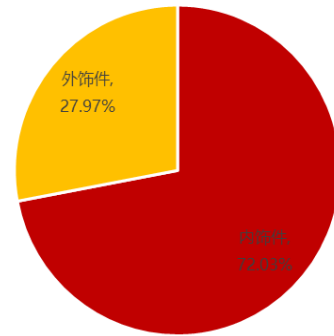


数据来源：百度，西南证券整理

**消费升级带来汽车内饰行业规模增长。**汽车内饰品类繁多，包括但不限于仪表盘、车门内护板、方向盘、座椅、顶棚、地垫、遮阳板、储物盒、烟灰缸等，以及音响、空调、通信、电视、照明灯具等辅助设备。其中座椅总成在内饰价值量中占比最高，达 45%，此外仪表盘总成、顶柜总成、门板总成占比分别在 10% 左右，剩下包括地毯和隔音垫、头枕、行李箱内饰等，单车价值超万元。随着汽车消费结构升级，消费者在购买汽车时愈发关注驾乘的舒适性，汽车内饰也逐步升级，不再停留在过去传统、机械的层面，而向高度舒适化、集成化、智能化的方向演进，愈发改善驾乘体验，单车价值也不断提升。

**图 13：汽车内饰价值量占比（2022）**


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

**图 14：我国乘用车饰件市场结构分布情况（2023）**


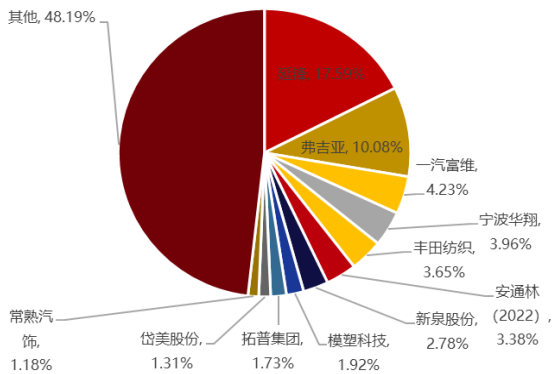
数据来源：西南证券测算，测算详情参见表 8

**表 3：汽车主要内饰件及单车价值量（元，2019）**

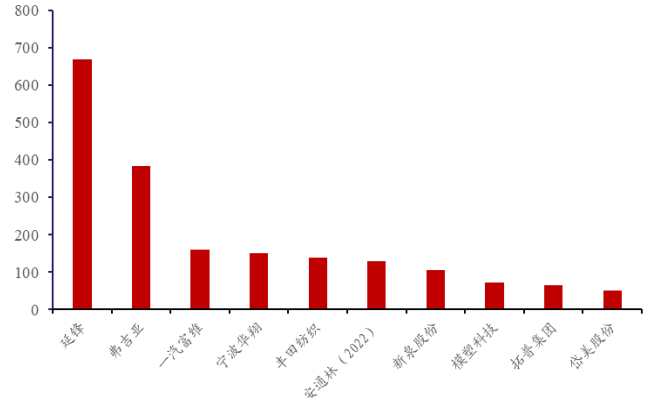
产品名称	单价	单价配套数	单车配套价值量
仪表板总成	700	1	700
门内护板	225	4	900
方向盘	900	1	900
顶棚	80	1	80
遮阳板	65	2	130
立柱护板	66	6	330
立柱	9	6	54
流水槽盖板总成	75	1	75
衣帽架	130	1	130
行李箱内饰	175	1	175
储物盒	55	2	110
备胎盖	125	1	125
地毯和隔音垫	400	1	400
座椅总成	3000-10000	1	6000
合计		10109	

数据来源：头豹研究院，西南证券整理

**汽车内饰行业集中度较低。**汽车内外饰件的制造工艺多样，根据不同产品的特性通常会选用不同类型的成型加工方式，主要包括注塑、压塑、层压、挤塑、吹塑、发泡、吸塑和搪塑等，汽车内饰技术品类较多、工艺壁垒相对较低、盈利水平低等特点共同造就了集中度较低的行业竞争格局。全球主要内饰企业包括延锋、佛吉亚、一汽富维、宁波华翔、现代摩比斯、丰田纺织、安通林等企业，根据我们测算，营收 CR3 为 31.9%，其中延锋占比 17.6%，排名第一。国内内饰企业数量众多，很多公司规模相对较小。但随着自主品牌汽车企业崛起，国内内饰企业通过本土化配套迎来崭新发展机会。

**图 15: 全球汽车内饰市场格局 (不含座椅, 2023)**


数据来源: Marklines, 各公司公告, 西南证券整理

**图 16: 全球主要内外饰企业营收 (亿元, 不含座椅, 2023)**


数据来源: Marklines, 各公司公告, 西南证券整理

**表 4: 全球内外饰行业主要公司**

企业性质	企业名称	主要内外饰产品	主要配套车企
内资	一汽富维	座椅、仪表板、门板、座椅骨架、保险杠、格栅、后视镜、汽车滤清器、汽车照明装置、车轮总成等	一汽解放、一汽轿车、一汽-大众、一汽客车、一汽丰田、吉林汽车、奔驰、宝马、沃尔沃、济南重汽等
	宁波华翔	装饰条、主副仪表板、门板、立柱、后视镜等	大众、宝马、奔驰、奥迪、通用、福特、丰田、沃尔沃、上汽、一汽、长城
	新泉股份	门内护板总成、仪表板总成、顶柜总成、保险杠总成	上海大众、一汽大众、上海汽车、吉利、奇瑞、北汽等
	岱美股份	遮阳板、头枕、顶棚	特斯拉、通用、福特、克莱斯勒、大众、标致雪铁龙等
	继峰股份	座椅、头枕、扶手、中控系统、隐藏式电动出风口	蔚来、奥迪、比亚迪、一汽大众等
外资/合资	常熟汽饰	门内护板总成、仪表板总成、行李箱内饰总成、衣帽架总成、天窗遮阳板	一汽大众、上海通用、奇瑞、北京奔驰、东风神龙、上海汽车、上海大众等
	佛吉亚	座椅、仪表板、中控台、行李架、照明等	一汽大众、上海大众、神龙、东风日产、长安福特、奇瑞等
	李尔	座椅	奥迪、宝马、大众、通用、福特、保时捷、斯柯达、日产、比亚迪、长安等
	麦格纳	遮阳板、外饰、座椅	宝马、奔驰、捷豹等

数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

## 2.2 汽车外饰: 单车价值量进一步提升

汽车外饰件是汽车外部的重要组成部分。汽车外饰件通常通过螺栓、卡扣或双面胶带固定到车身上。它们不仅能起到美化作用, 还能提升汽车的空气动力学性能和安全性。常见的汽车外饰件包括: 前后保险杠、轮口、进气格栅、散热器面罩、防擦条、灯具和后视镜、装饰条、车轮装饰罩、标识等。目前, 常用的外饰材料包括 PP、ABS、ASA、POM、PA、PC 和 PE 等。这些材料不仅具有良好的抗冲击性和耐磨性, 而且能够保证外饰件的美观和耐用性。

图 17: 汽车外饰部件



数据来源: 汽车测试网, 西南证券整理

汽车外饰件分为铝合金、不锈钢和复合材料三大类。材料决定了最终产品的屈服强度和表面细腻度等特性。通常, 铝合金外饰件多用于豪华和中高端车型, 不锈钢外饰件多用于中端车型, 而复合材料外饰件则多用于入门级车型。其中复合材料以塑料的用量最大。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。根据材料特性, 塑料又可以分为热塑性材料和热固性材料; 根据材料用途, 又可分为通用塑料、工程塑料和特种塑料。

表 5: 汽车外饰件材料介绍

材料分类	材料特点	对应汽车外饰产品
铝合金	重量轻、弹性好、耐腐蚀、耐磨、易表面着色易加工成型、无污染易于回收, 但制造工艺难度大、制造成本高。	铝装饰条、行李架、侧围防擦条、B 柱等
不锈钢	成本低、加工简单, 但不利于回收	装饰条、车门外直条
复合材料	汽车常用塑料有 ABS、PP、PA、POM、PC、PVC 以及 PBT 等, 具有重量轻、较强的屈服强度耐低温及耐酸耐碱性能。	前后保险杠、格栅、密封条、低端装饰条、标牌等

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

相比传统外饰, 智能外饰体现出更高的单车价值。根据佐思汽研数据, 传统外饰件的单车成本在 2000 元左右 (不含大灯), 主要集中在保险杠、外后视镜, 以及密封条、轮毂饰件等。若加上大灯成本 (按 LED 车灯 2800-3800 元/车计算), 汽车外饰的单车成本则在 5000 元左右。智能化升级过程中, 外饰部件价值大幅上升。例如数字格栅是普通格栅的 10 倍以上, 激光大灯是 LED 大灯的 3 倍以上, 隐藏式电动门把手是普通门把手的 6.7 倍。综合来看, 智能化外饰单车价值将达到传统外饰的 5 倍以上, 即单车成本在 10000 元 (不含大灯), 加上大灯, 单车价值在 2 万元以上。

**表 6：传统外饰件智能化升级后带来的单车价值增长情况（2024）**

传统外饰件	单车价值（元）	智能化升级	单车价值（元）
格栅	50-100	数字格栅	1000
汽车大灯	2800-3800（LED）	智能大灯	万元以上（DLP）
汽车门把手	150	隐藏式电动门把手	1000

数据来源：佐思汽研，西南证券整理

多数外饰件供应商同时提供内外饰产品，市场格局较为分散。国内的主要供应商如延锋汽饰、一汽富维和常熟汽饰等，产品覆盖内外饰领域较为全面，目前已进入较多主机厂外饰供应体系。在国外，彼欧主要专注于外饰，而麦格纳、佛吉亚和爱信则是内外饰领域的国际龙头企业。

**表 7：不同地区分种类外饰供应商**

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

数据来源：Marklines，西南证券整理

**2025 年我国乘用车饰件行业规模超 4800 亿元。**假设：（1）24-25 年我国乘用车销量增速分别为 6%/3%；（2）随着消费升级，座椅、其他内饰产品单车价值每年增长 2%、车灯单车价值每年增长 10%、其他外饰产品单车价值每年增长 2%。基于上述假设，预计 2025 年国内乘用车饰件市场规模超 4800 亿元，23-25 年的 CAGR 为 10.2%，其中内饰行业规模为 3239 亿元，外饰行业规模为 1613 亿元。

**表 8：我国乘用车饰件市场规模测算**

	2021	2022	2023	2024E	2025E
我国乘用车销量（万辆）	2148.20	2356.30	2606.30	2762.68	2845.56
yoy		9.69%	10.61%	6%	3%
饰件单车价值量（元）	14767.40	15177.75	15612.31	16073.15	16562.58
内饰件单车价值量（元）	10517.40	10727.75	10942.31	11161.15	11384.38
其中：座椅单车价值（元）	6242.4	6367.25	6494.59	6624.48	6756.97
其他内饰件单车价值（元）	4275.00	4360.50	4447.71	4536.67	4627.40
我国内饰件市场空间（亿元）	2259.35	2527.78	2851.89	3083.47	3239.49

	2021	2022	2023	2024E	2025E
外饰件单车价值量 (元)	4363.98	4649.61	4960.78	5300	5670
其中：车灯单车价值 (元)	2479.34	2727.27	3000	3300	3630
其他外饰件单车价值 (元)	1884.64	1922.34	1960.78	2000	2040
我国外饰件市场空间 (亿元)	937.47	1095.59	1292.93	1464.22	1613.43
我国乘用车饰件市场空间 (亿元)	3196.82	3623.37	4144.82	4547.69	4852.92

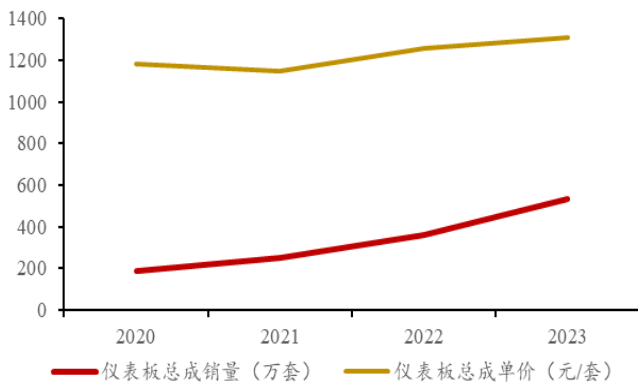
数据来源：中汽协，头豹研究院，佐思汽研，西南证券

## 3 公司分析

### 3.1 细分领域龙头，市场份额持续提升

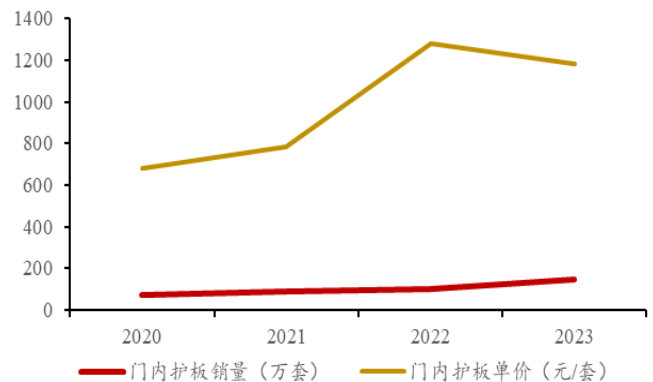
**公司产品销量及单价持续提升。**公司主要产品为乘用车和商用车仪表板总成及门内护板，2023 年二者合计营收占比为 83%。近年来核心产品销量及单价持续提升，2020-2023 年，公司仪表板总成销量由 185 万套提升至 532 万套，CAGR 为 42.3%，单价由 1183.9 元/套上涨至 1311.4 元/套，CAGR 为 3.5%；门内护板销量由 74.5 万套提升至 148.1 万台，CAGR 为 27.8%，由 679.2 元/套上涨至 1180.6 元/套，CAGR 为 20.2%。单车配套价值量的提升进一步推动了公司收入上涨。

图 18：公司仪表板总成销量及单价



数据来源：公司公告，西南证券整理

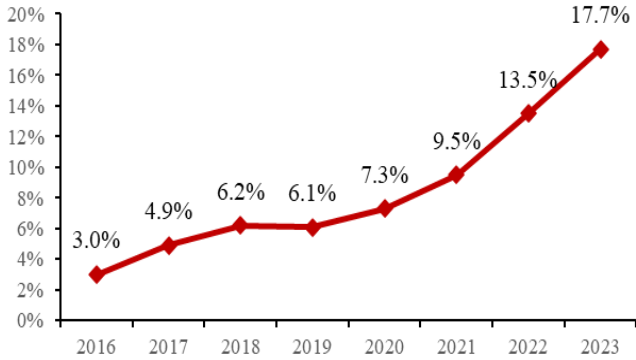
图 19：公司门内护板销量及单价



数据来源：公司公告，西南证券整理

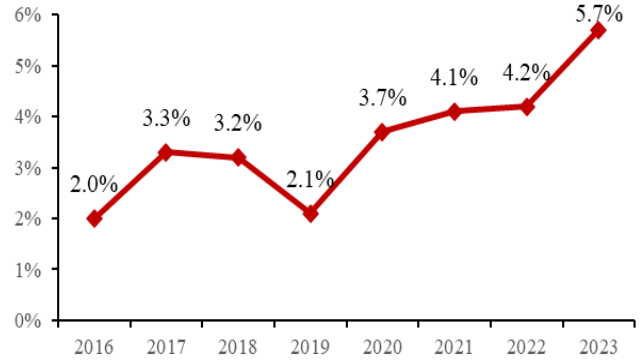
**仪表板总成市占率领先，乘用车业务增长迅速。**仪表板总成产品是公司最核心的产品，在国内汽车饰件市场中占有重要地位。2023 年公司仪表板总成在整个汽车行业的市场占有率为 17.7%，同比+4.2pp，门内护板市占率为 5.7%，同比+1.5pp。其中商用车市场占有率逐年下降，2023 年中、重型卡车用仪表板总成销量为 18.5 万套，市场占有率达 24.1%，同比-4.2pp；轻、微型卡车仪表板总成销量为 10.8 万套，市场占有率为 5.1%，同比-2.6pp；乘用车仪表板总成销量为 332.6 万套，市场占有率为 13.95%，同比+5.3pp。乘用车占比逐渐提升，已成为公司主要业务板块。

图 20: 公司仪表板总成市占率



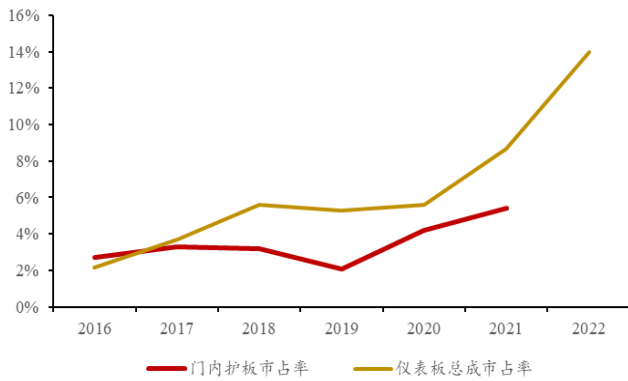
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 公司门内护板市占率



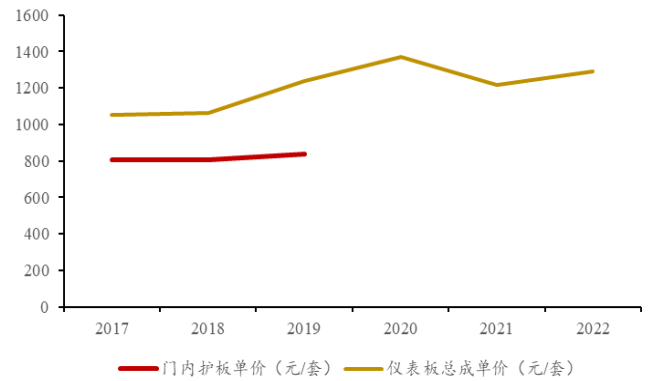
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 22: 公司乘用车门内护板及仪表板总成市占率



数据来源: 公司公告, 中汽协, 西南证券整理

图 23: 公司乘用车仪表板总成及门内护板单价



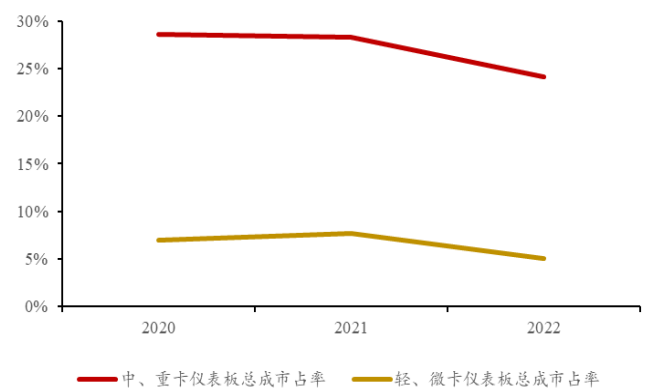
数据来源: 公司公告, 中汽协, 西南证券整理

图 24: 公司商用车仪表板总成市占率



数据来源: 公司公告, 中汽协, 西南证券整理

图 25: 公司商用车仪表板总成市占率 (分中重卡、轻微卡)

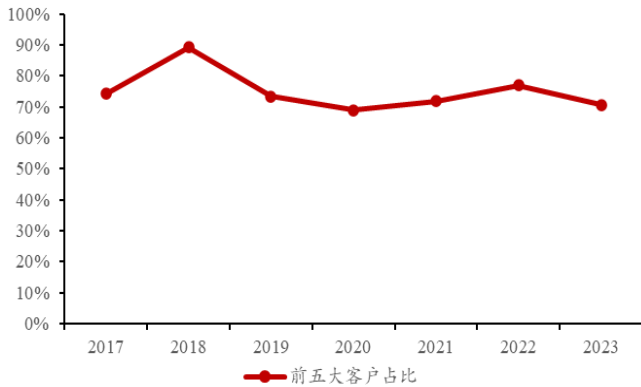


数据来源: 公司公告, 中汽协, 西南证券整理

**客户持续开拓。**公司成立之初立足于汽车零部件产业集中的长三角地区，以仪表盘总成为核心产品，迅速与一汽集团等汽车制造商形成合作关系。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。

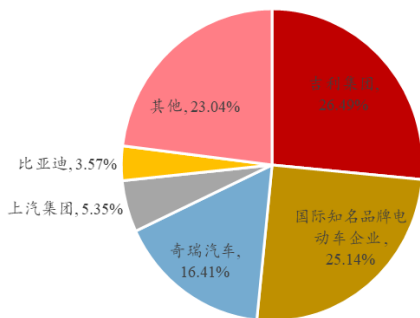
目前，公司与一汽解放、北汽福田、陕西重汽、中国重汽、东风汽车等国内前五大中、重型卡车企业，以及吉利汽车、奇瑞汽车、理想汽车、上海汽车、一汽大众、上海大众、广汽集团、比亚迪、蔚来汽车、长安福特、江铃福特、长城汽车、国际知名品牌电动车企业均建立了良好的合作关系。公司与诸多汽车制造商合作的同时，产品及服务得到客户广泛好评，多次获得核心供应商、优秀供应商等荣誉。近年来公司前五大客户占比较为稳定，2023 年合计占比 71%，与大客户合作紧密。2022 年，公司前五大客户分别为吉利集团（26.49%）、国际知名品牌电动车企业（25.14%）、奇瑞汽车（16.41%）、上汽集团（5.35%）、比亚迪（3.57%）。

图 26：公司前五大客户占比



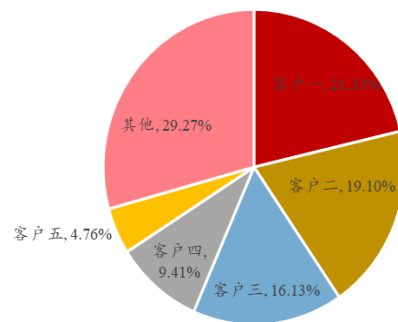
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：公司客户结构（2022）



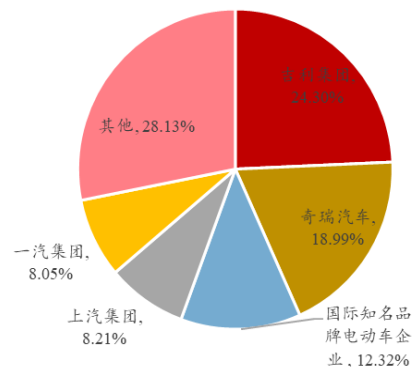
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：公司客户结构（2023）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：公司客户结构（2021）



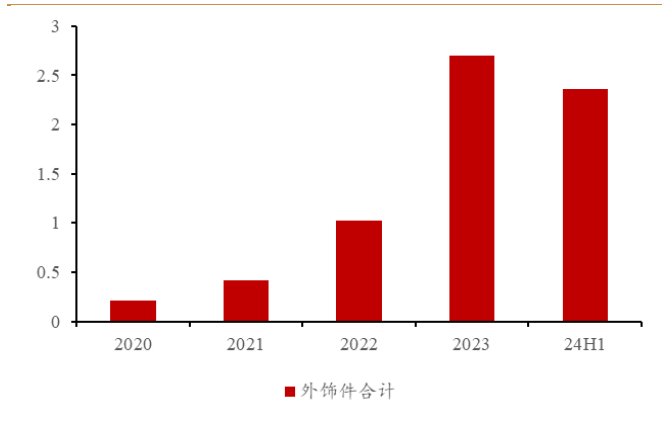
数据来源：公司公告，西南证券整理



### 3.2 内饰产品升级，外饰品类开拓

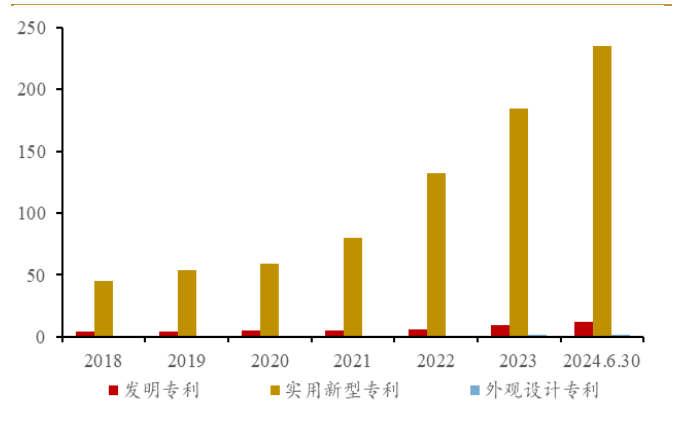
**外饰业务增长潜力大。**公司目前的外饰产品有保险杠总成、流水槽盖板总成、轮眉、扰流板等，24H1 公司外饰件实现营收 2.36 亿元，同比+247%，持续保持快速增长，营收占比 3.8%，当前公司外饰业务体量较小，增长潜力较大。公司于 2022 年设立了全资子公司芜湖新泉志和汽车外饰系统有限公司，注册资本 10000 万元，规划产能 40 万套汽车保险杠总成；公司于 2023 年在常州市武进区设立了常州新泉志和汽车外饰系统有限公司，注册资本 10000 万元，外饰件产能不断提升。

图 30：公司外饰件营收（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

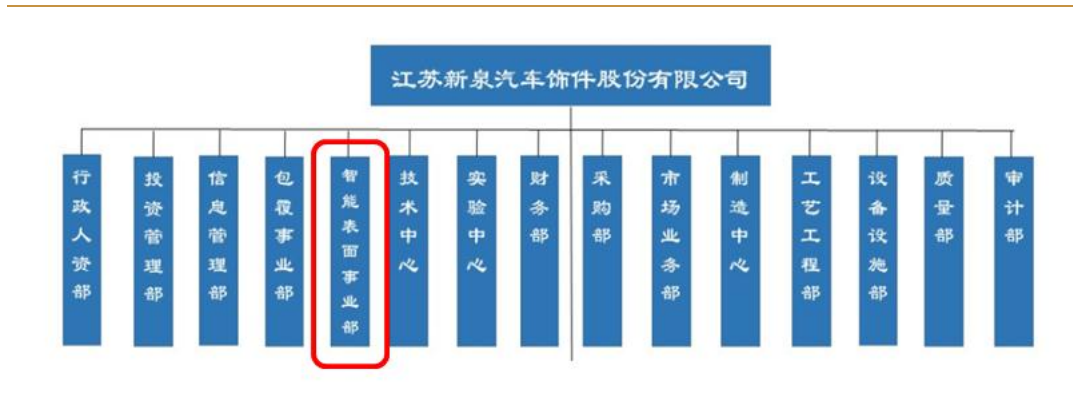
图 31：公司获取专利数量（个）



数据来源：公司公告，西南证券整理

**积极研发创新。**公司自成立以来，一直以技术为发展先导，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 24H1 公司及控股子公司累计拥有专利 249 项，其中发明专利 12 项、实用新型专利 235 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，不断以客户需求为导向，充分参与到汽车开发的各个环节。在生产方式上，公司具备领先的生产工艺和先进的生产设备，公司是商用车领域最早利用搪塑工艺提高内饰舒适性、利用长玻纤增强反应注射成型技术实现产品轻量化的企业，同时也是最早自主开发并规模化生产隐式气囊仪表板的企业，具备高效的柔性化生产能力，有效提高设备利用效率。

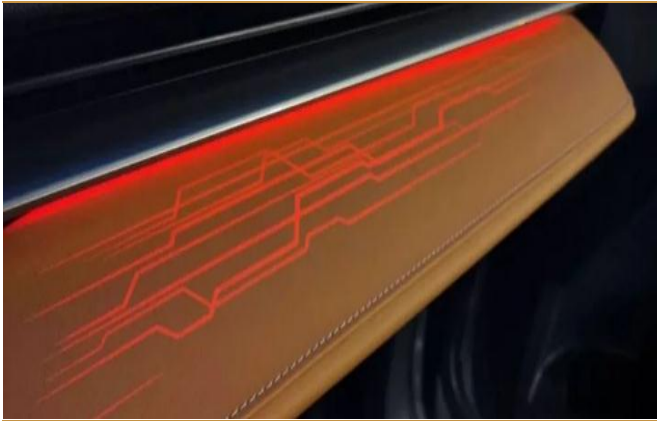
图 32：公司组织架构



数据来源：公司官网，西南证券整理

随着汽车智能化的发展，消费者对集成功能与装饰性的智能表面装饰设计也愈加青睐。除了传统装饰材料的质感、触感、可成型性之外，智能装饰表面还可同时具备光电动态显示、触控、声控等人机互动功能，是一种高度集成的装饰技术。智能表面的设计在实现轻量化和多样化设计的同时，也为用户提供了更大的灵活性和多样性，以实现空间的最大化利用。公司成立智能表面事业部，内饰有望不断升级从而带动单车配套价值提升。

图 33：带光电显示功能的软质智能表面装饰



数据来源：智能汽车资源网，西南证券整理

图 34：带触控功能的智能表面装饰

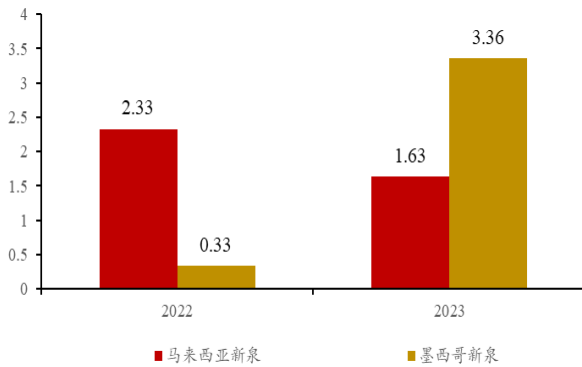


数据来源：智能汽车资源网，西南证券整理

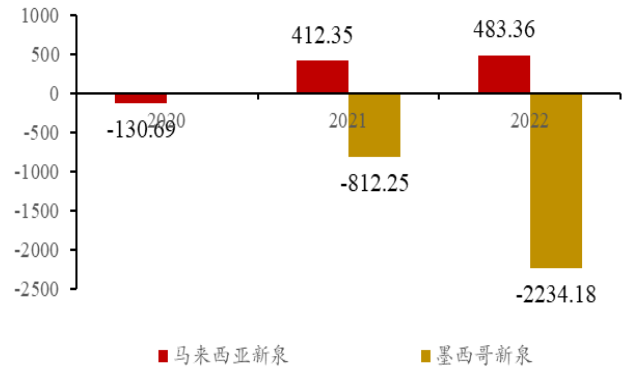
### 3.3 国际化战略不断推进，产能有序扩张

**国际化战略不断推进。**目前公司在国内拥有 26 家分子公司，海外 5 家分子公司，1 个省级技术中心，1 个通过国家 CNAS 认证的实验中心。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；2022 年，公司全资子公司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，公司先后召开董事会向墨西哥新泉分别增加投资 5000 万美元和 9500 万美元，以满足墨西哥新泉新增定点项目的产能扩充，更好的服务当地客户和开拓北美市场业务；2023 年 9 月和 11 月，公司分别在新加坡和斯洛伐克设立了全资子公司，开拓欧洲市场业务，公司国际化战略得到进一步推进。

2023 年，墨西哥新泉实现营收 3.36 亿元，同比+918%，2022 年亏损 2234 万元。预计 24 年底新增产能全部建完，届时将新增 80 万套仪表板总成、40 万套座椅背板产能，将更好服务北美本土整车客户，随着海外工厂产能利用率提升，盈利能力有望大幅好转将有力支撑集团财务数据。与此同时，公司不断引进和培养具备目标市场国家语言、文化、技术、营销和管理能力的国际化人才，为公司推进国际化战略打造一支专业的人才队伍。

**图 35: 马来西亚及墨西哥新泉营收 (亿元 RMB)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 36: 马来西亚及墨西哥新泉净利润 (万元 RMB)**


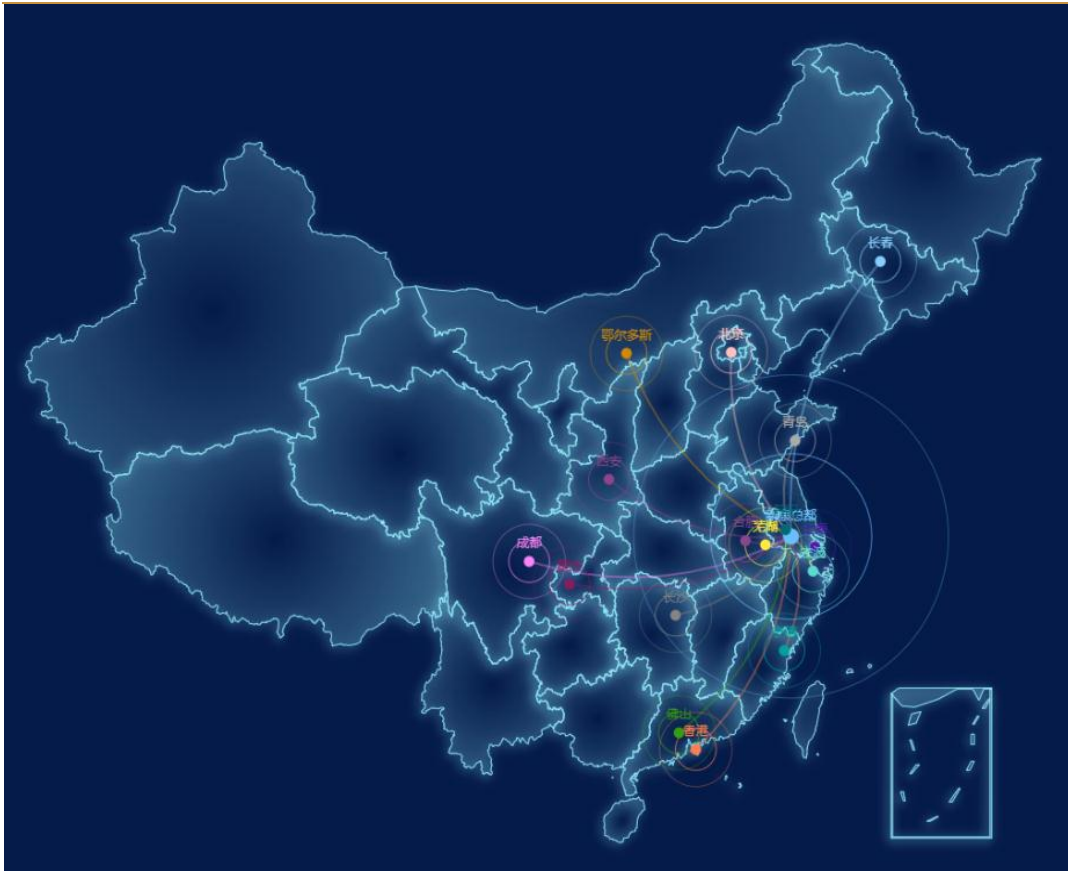
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**国内产能稳步扩张。**公司于 2023 年 8 月 11 日向不特定对象发行可转换公司债券, 发行总额 11.60 亿元。本次可转债的募集资金全部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、补充流动资金。预计到 2025 年中新增 50 万套仪表盘总成、26 年中新增 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。项目投产后, 公司产品及生产布局进一步完善, 并能有效提升公司经营业绩; 财务结构得到改善, 有利于增强公司资产结构稳定性和抗风险能力。

**表 9: 公司在建产能 (截止 2024Q1)**

在建产能工厂名称	计划投资金额 (万元)	2023 年投资金额 (万元)	累积投资金额 (万元)	投产或预计投产日期	预计产能
芜湖外饰生产基地项目	50,000.00	15,468.96	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	12,258.42	20,808.42	2024 年 2 月	30 万套仪表盘总成、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	24,419.58	2025 年 6 月	50 万套仪表盘总成
常州饰件系统智能制造基地建设项目	100,227.25	16,138.77	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	1,800.00	2024 年 12 月	50 万套仪表盘总成、50 万套门内护板总成
墨西哥生产基地扩建项目	9500 万美元	1500 万美元	1500 万美元	2024 年 12 月	80 万套仪表盘总成、40 万套座椅背板

数据来源: 公司公告, 西南证券

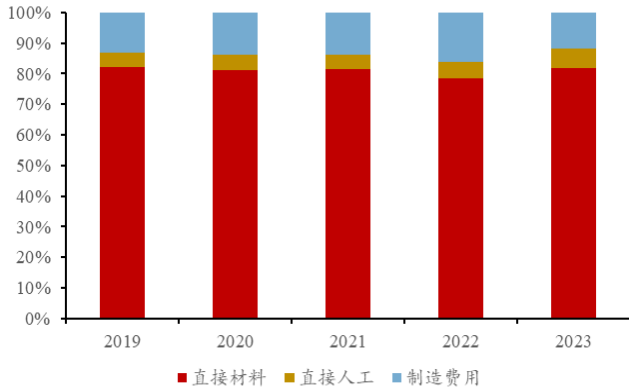
**图 37：国内分子公司分布**


数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3.4 成本控制有效，原材料价格稳定

**原材料占成本比重高。**2021-2023 年，直接材料成本占主营业务成本比重分别为 81.64%、78.34%、81.87%。原材料成本结构方面，公司所需主要原材料为塑料粒子类（PP、ABS、PC/ABS）、面料类（表皮、布料）、化工类（聚醚、异氰酸酯）、及外协件（标准件、出风口类、烟缸类、注塑件）。塑料粒子是最主要的材料，因此其价格波动直接影响企业的生产成本。塑料粒子为石化产品，其价格与石油价格密切相关，从最近几年总体趋势看，其价格处在箱体震荡的走势，期间受全球经济增速、国家政策等方面影响而波动，油价有望在美国新一届政府上台之后呈下降态势，原材料成本上涨压力不大。

图 38: 成本结构



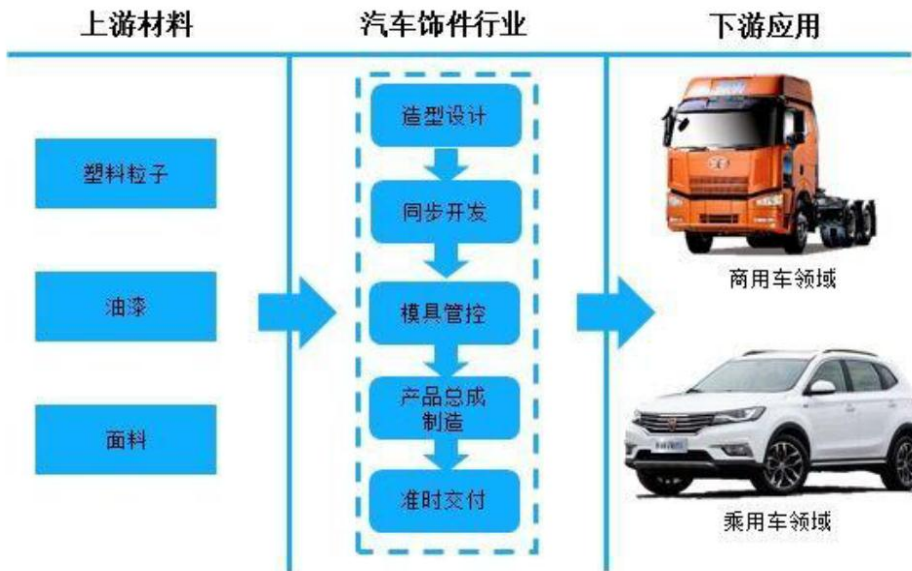
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 39: 现货价:原油:英国布伦特 Dtd 走势 (美元/桶)



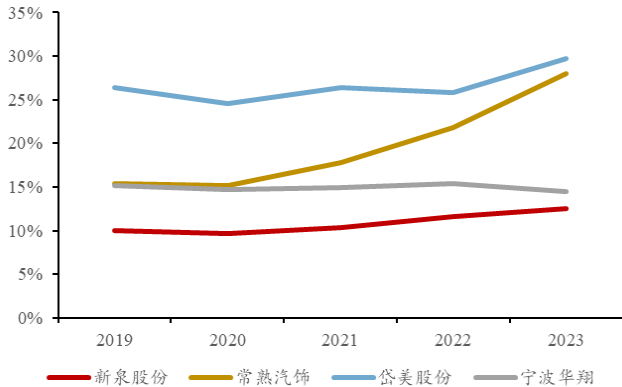
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 40: 公司所处行业上下游情况

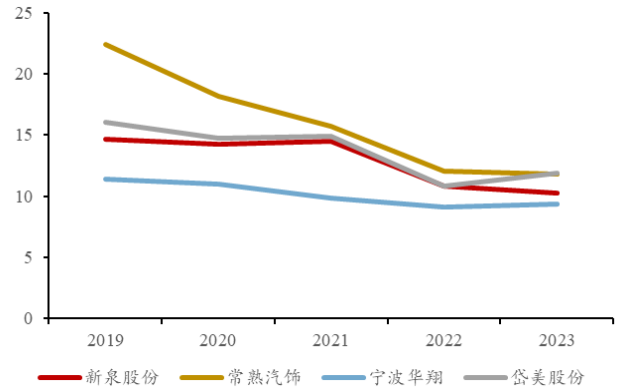


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

**人工成本优势明显。**与同业相比, 公司工资薪酬占营业总成本比重始终较低, 2023 年占比为 12.48%, 低于同业竞争对手 2-17pp, 人工成本优势明显。期间费用率也处于行业较低水平, 2023 年为 10.2%, 公司整体成本控制能力较强。

**图 41: 同业工资薪酬占营业总成本比重对比**


数据来源: Wind, 西南证券整理

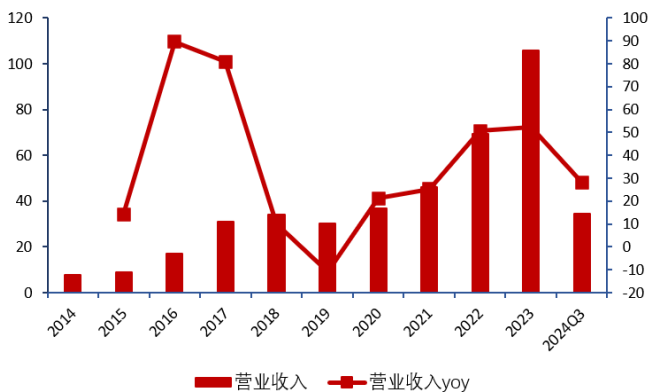
**图 42: 同业期间费用率对比 (%)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

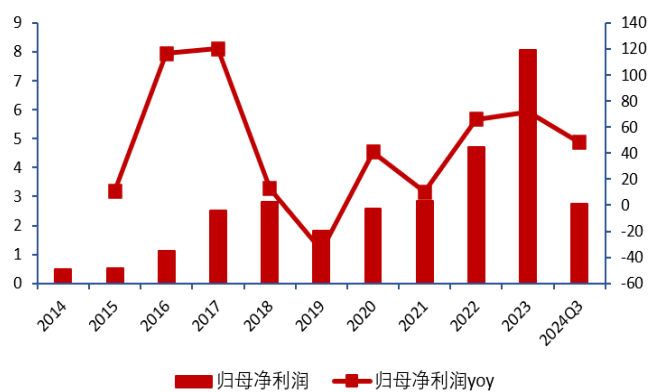
## 4 财务分析

### 4.1 营收规模加速扩张, 净利润不断增长

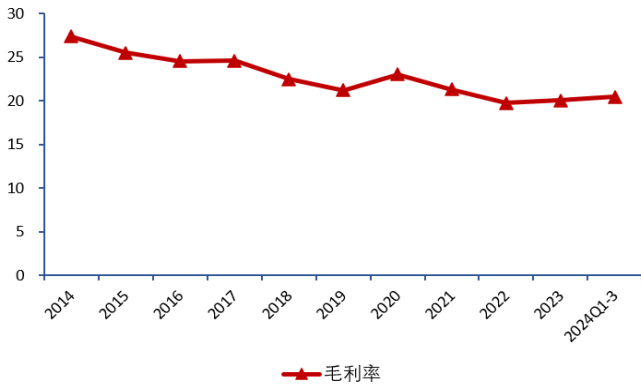
**营收规模加速扩张, 净利润不断增长。**受益于自主、新能源车企放量, 公司营收规模加速扩张。2016-2017年, 公司营收实现了从 10 亿到 30 亿的提升, 主要依靠自主车企吉利汽车、上汽销量快速提升。2023 年公司营收 105.72 亿元, 同比+52.2%, 20-23 年营收 CAGR 为 36.6%, 24Q3 实现 34.41 亿营收, 同比+28.1%。公司的净利润从 2019 年开始了新一轮的增长, 23 年归母净利润达到 8.06 亿元, 同比+71.2%, 20-23 年净利润 CAGR 为 44.9%, 2024Q3 实现归母净利润 2.75 亿, 同比+48%。从盈利方面来看, 公司整体毛利率呈现出缓慢下降趋势, 自 2020 年以来, 受原材料价格变动以及销量变动的影响, 毛利率在 2022 年下滑到 20% 以下, 2023 年毛利率恢复到 20% 以上。公司净利率基本维持在 6%-8%, 2023 年公司净利率为 7.6%, 同比+0.81pp。2024Q1-3 毛利率为 20.5%, 同比+0.74pp, 净利率为 7.1%。

**图 43: 公司营业收入 (亿元) 及增长率 (%)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 44: 公司归母净利润 (亿元) 及增长率 (%)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 45: 公司毛利率 (%)**


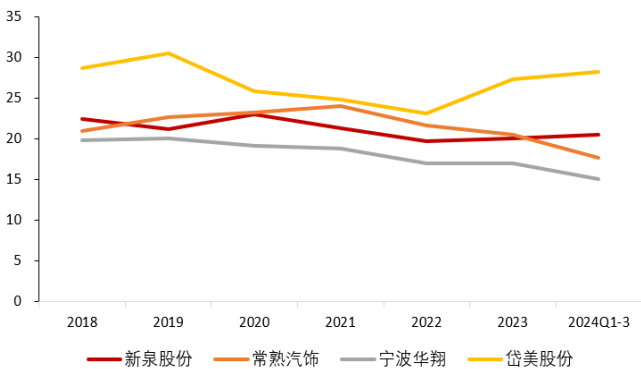
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 46: 公司净利率 (%)**

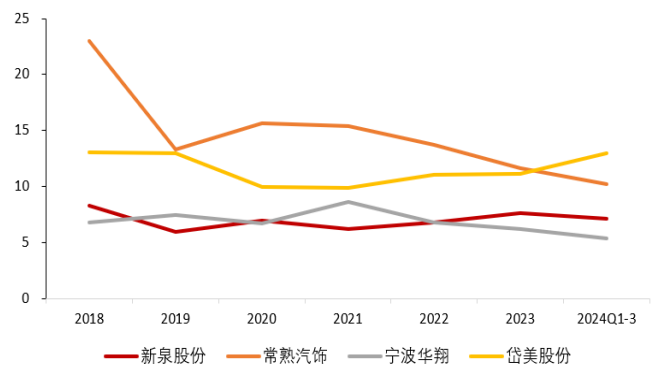

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 4.2 盈利能力维持稳定, 偿债能力处于中游

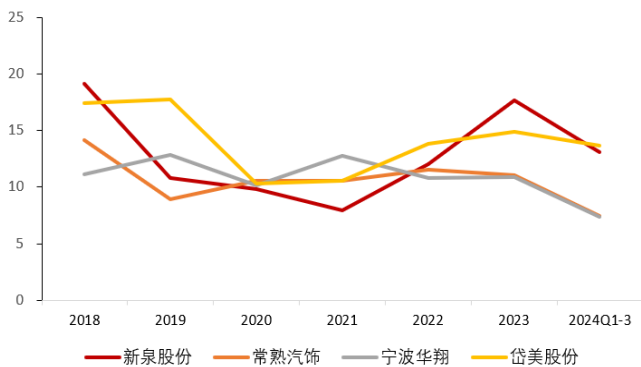
公司盈利能力维持稳定。随着汽车行业的回暖以及新能源汽车的产能扩大, 公司的营业收入不断迈上新的台阶, ROE 持续增长, 2023 年 ROE 为 17.6%, 同比+5.62pp。公司 2023 年总资产周转率为 0.93 (次/年), 总资产周转率相对较高, 公司资产周转较快; 与行业相比, 2018- 2023 年公司总资产周转率平均为 0.79 (次/年), 处于行业中上游, 表现相对较好。

**图 47: 可比公司毛利率比较 (%)**


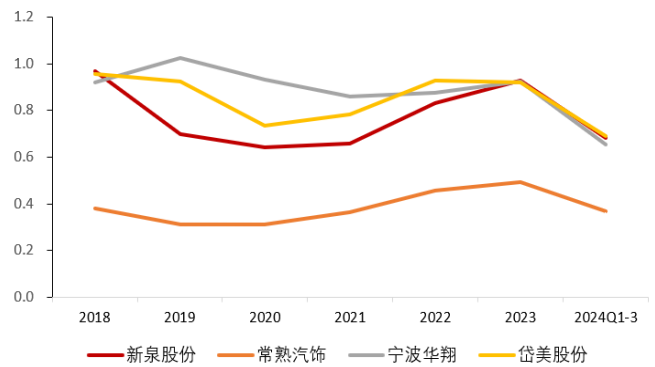
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 48: 可比公司净利率比较 (%)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

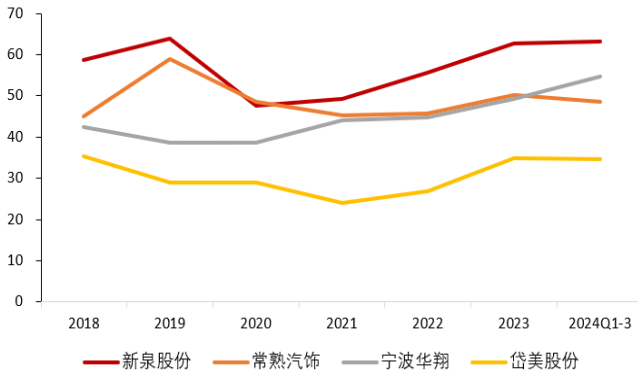
**图 49: 可比公司 ROE 比较 (%)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

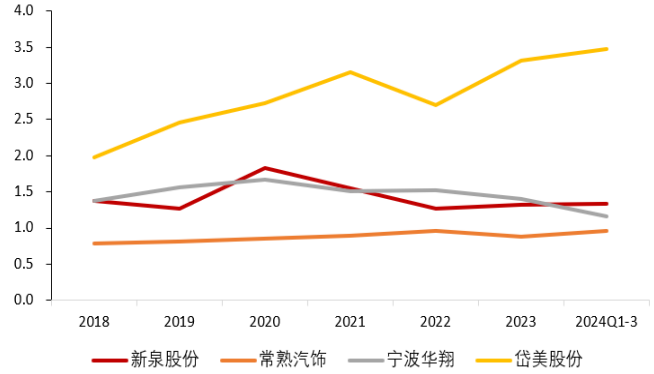
**图 50: 可比公司总资产周转率比较**


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司偿债能力处于行业中游。2023 年公司资产负债率为 62.8%，处于行业较高水平，由于自 2020 年来，公司完善全国产能布局并且开始海外扩张，资产负债率有明显上升趋势。公司流动比率相对比较稳定，近几年有上升的趋势，主要由于公司净利润的提升。

**图 51：可比公司资产负债率比较 (%)**


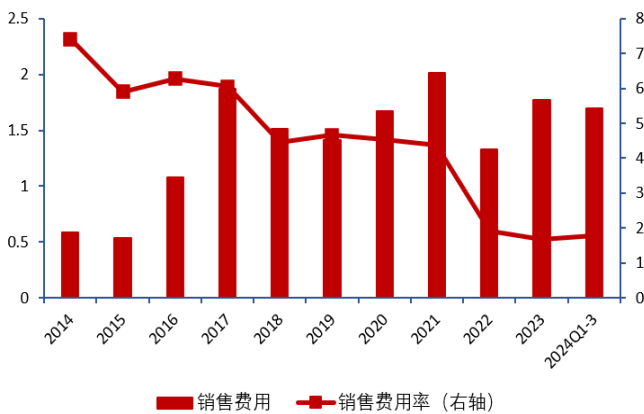
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 52：可比公司流动比率比较**


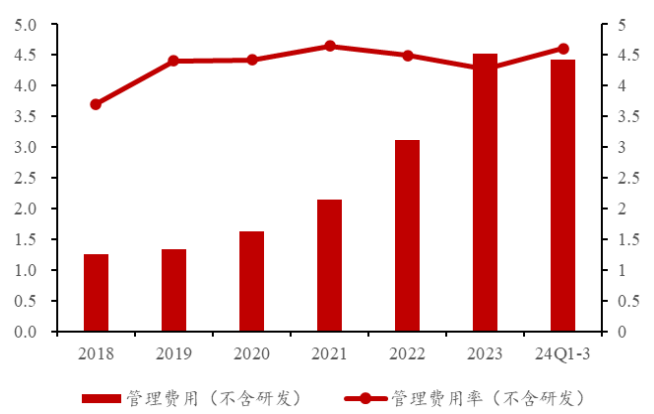
数据来源：Wind, 西南证券整理

### 4.3 费用率控制有效，规模效益摊薄费用

2023 年公司总体费用率达 10.2%，同比-0.59pp，受益于收入扩增的规模效应，较 2014 年下滑 9.3pp。2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.68%/4.28%/4.32%/-0.06%，同比分别-0.23/-0.21/-0.08/-0.06pp。分别来看，销售费用率从 2014 年的 7.42%降低到 2023 年的 1.68%；管理费用率和研发费用率自 2017 年以来整体保持相对稳定；财务费用率近几年整体位于低位水平。

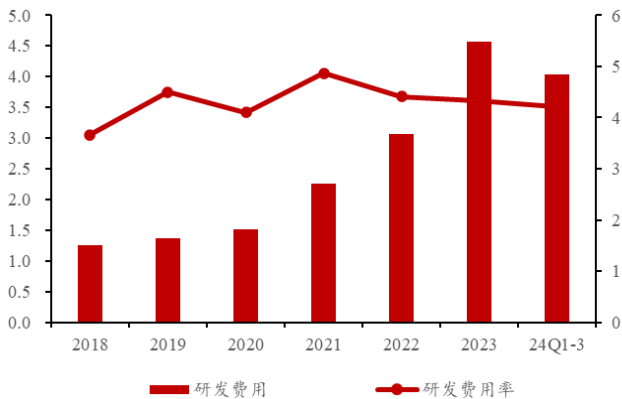
**图 53：公司销售费用 (亿元) 及销售费用率 (%)**


数据来源：Wind, 西南证券整理

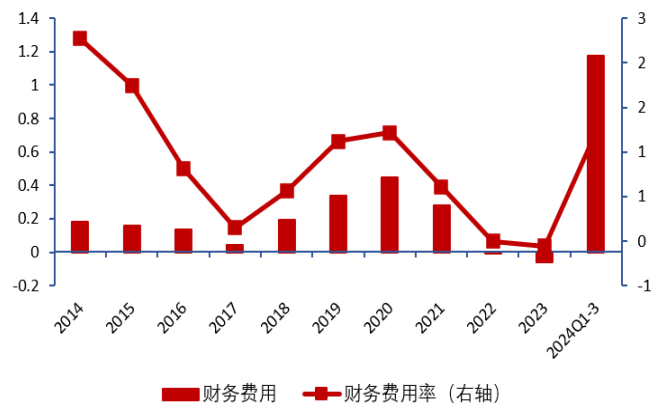
**图 54：公司管理费用 (亿元) 及管理费用率 (%)**


数据来源：Wind, 西南证券整理



**图 55：公司研发费用（亿元）及研发费用率（%）**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 56：公司财务费用（亿元）及财务费用率（%）**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：随着产品升级，单车价值量增长，预计 24-26 年公司仪表板总成单价分别 +5%/+5%/+5%，销量分别为 665/844/920 万套；门板总成单价分别 +5%/+5%/+5%，销量分别为 178/213/245 万套；

假设 2：随着外饰客户持续开拓，其他产品营收大幅增长，预计 24-26 年公司其他业务（顶柜总成、立柱总成、保险杠总成、落水槽等）单价分别 +5%/+5%/+5%，销量分别为 116/174/217 万套；

假设 3：随着公司出货量增长，规模效应不断提升，预计 24-26 年仪表板总成、门板总成、其他产品毛利率分别为 22.2%/22.5%/22.8%、17%/17.2%/17.5%、17%/17.2%/17.5%。

**表 10：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2023	2024E	2025E	2026E
仪表板总成	收入	69.83	91.57	121.98	139.74
	增速	53.14%	31.13%	33.21%	14.56%
	毛利率	22.02%	22.25%	22.52%	22.79%
门板总成	收入	17.49	22.04	27.77	33.53
	增速	37.07%	26.00%	26.00%	20.75%
	毛利率	16.47%	17.00%	17.20%	17.50%
其他产品	收入	7.76	8.56	13.47	17.69
	增速	310.58%	10.25%	57.50%	31.25%
	毛利率	16.75%	17.00%	17.20%	17.50%
其他业务	收入	10.65	11.72	12.89	14.18
	增速	15.64%	10.00%	10.00%	10.00%

单位：亿元		2023	2024E	2025E	2026E
	毛利率	15.59%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	收入	105.73	133.88	176.11	205.13
	增速	52.22%	26.62%	31.54%	16.48%
	毛利率	20.07%	20.50%	20.80%	21.00%

数据来源：Wind, 西南证券

## 5.2 相对估值

我们选取了行业中与新泉股份业务较为相近的三家公司，2024年三家公司的平均PE为19倍，2025年平均PE为15倍。新泉股份未来最大的看点有三个：1) 单品市场占有率不断提升，客户持续开拓；2) 海外扩产顺利，国内外产能持续扩张；3) 成本管控能力优异，具备成本优势。

预计公司24-26年归母净利润CAGR为28.8%，结合对标公司的估值和目前新泉股份的业务布局和投产节奏，给予公司2025年20倍PE，目标价58.40元，对应市值285亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值（截止 2024.12.18 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
603035.SH	常熟汽饰	14.34	1.44	1.53	1.89	2.36	9.96	9.39	7.59	6.07
603730.SH	岱美股份	9.24	0.51	0.53	0.63	0.75	18.12	17.59	14.74	12.25
601689.SH	拓普集团	50.14	1.95	1.75	2.25	2.78	25.71	28.62	22.32	18.04
平均值							17.93	18.53	14.88	12.12

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

(1) 客户销量不及预期风险。公司前五大客户占比较高，若受竞争加剧等因素的影响，大客户销量不及预期，可能对公司经营业绩产生不利影响。

(2) 行业不景气风险。公司的产品主要应用于汽车行业，若汽车行业产销量下滑，可能对公司生产经营造成不利影响。

(3) 出海风险。随着公司海外产能逐渐投产，受到汇率及国外政治环境影响较大，若汇率波动较大或国外政治环境恶化，将对公司持续盈利能力和财务状况产生不利影响。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10571.88	13386.39	17608.89	20510.50	净利润	805.05	1068.25	1422.66	1722.91
营业成本	8452.26	10642.18	13946.24	16203.29	折旧与摊销	308.65	251.88	251.88	251.88
营业税金及附加	51.38	65.06	85.58	99.68	财务费用	-5.89	91.28	155.99	149.45
销售费用	177.25	227.57	299.35	348.68	资产减值损失	-4.17	-3.00	-3.00	-3.00
管理费用	452.33	1137.84	1496.76	1743.39	经营营运资本变动	-511.57	173.18	-558.71	-872.41
财务费用	-5.89	91.28	155.99	149.45	其他	-2.08	54.12	76.97	110.15
资产减值损失	-4.17	-3.00	-3.00	-3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>589.99</b>	<b>1635.71</b>	<b>1345.79</b>	<b>1358.97</b>
投资收益	1.35	0.00	0.00	0.00	资本支出	-904.16	-200.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-0.97	1.18	0.92	0.69	其他	-83.65	-3.50	-12.06	-12.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-987.81</b>	<b>-203.50</b>	<b>-112.06</b>	<b>-112.29</b>
<b>营业利润</b>	<b>927.90</b>	<b>1226.64</b>	<b>1628.90</b>	<b>1969.70</b>	短期借款	-425.11	207.24	42.09	-281.08
其他非经营损益	-14.12	-14.12	-14.12	-14.12	长期借款	105.38	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>913.77</b>	<b>1212.51</b>	<b>1614.78</b>	<b>1955.58</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	108.72	144.26	192.12	232.67	支付股利	-146.19	-161.11	-213.65	-284.53
净利润	805.05	1068.25	1422.66	1722.91	其他	1601.39	-618.26	-344.34	-187.80
少数股东损益	-0.48	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1135.47</b>	<b>-572.12</b>	<b>-515.90</b>	<b>-753.41</b>
归属母公司股东净利润	805.53	1068.25	1422.66	1722.91	<b>现金流量净额</b>	<b>736.35</b>	<b>860.09</b>	<b>717.83</b>	<b>493.27</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1415.59	2275.69	2993.51	3486.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3596.19	4610.05	6170.96	7735.39	销售收入增长率	52.19%	26.62%	31.54%	16.48%
存货	2475.19	3613.71	4664.56	5343.10	营业利润增长率	72.71%	32.20%	32.79%	20.92%
其他流动资产	1622.02	669.32	880.44	1025.52	净利润增长率	70.22%	32.69%	33.18%	21.11%
长期股权投资	6.25	6.25	6.25	6.25	EBITDA 增长率	62.53%	27.56%	29.75%	16.41%
投资性房地产	3.08	3.08	3.08	3.08	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3456.01	3458.09	3360.16	3262.23	毛利率	20.05%	20.50%	20.80%	21.00%
无形资产和开发支出	371.77	330.07	288.37	246.68	三费率	5.90%	10.88%	11.09%	10.93%
其他非流动资产	501.06	501.79	502.52	503.24	净利率	7.62%	7.98%	8.08%	8.40%
<b>资产总计</b>	<b>13447.17</b>	<b>15468.03</b>	<b>18869.86</b>	<b>21612.28</b>	ROE	16.08%	18.80%	20.64%	20.68%
短期借款	100.48	307.72	349.81	68.73	ROA	5.99%	6.91%	7.54%	7.97%
应付和预收款项	5940.02	7483.07	9772.40	11371.82	ROIC	13.19%	16.02%	19.98%	20.86%
长期借款	468.29	468.29	468.29	468.29	EBITDA/销售收入	11.64%	11.73%	11.57%	11.56%
其他负债	1932.77	1525.94	1387.35	1373.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8441.56</b>	<b>9785.02</b>	<b>11977.84</b>	<b>13281.89</b>	总资产周转率	0.93	0.93	1.03	1.01
股本	487.30	487.30	487.30	487.30	固定资产周转率	4.00	4.38	6.16	7.71
资本公积	2108.12	2108.12	2108.12	2108.12	应收账款周转率	4.06	3.74	3.79	3.46
留存收益	2132.29	3039.43	4248.44	5686.82	存货周转率	4.00	3.49	3.37	3.24
归属母公司股东权益	4957.45	5634.86	6843.86	8282.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.30%	—	—	—
少数股东权益	48.15	48.15	48.15	48.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5005.60</b>	<b>5683.01</b>	<b>6892.02</b>	<b>8330.39</b>	资产负债率	62.78%	63.26%	63.48%	61.46%
负债和股东权益合计	13447.17	15468.03	18869.86	21612.28	带息债务/总负债	18.31%	17.91%	14.99%	11.40%
					流动比率	1.33	1.36	1.42	1.51
					速动比率	0.97	0.92	0.97	1.05
					股利支付率	18.15%	15.08%	15.02%	16.51%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1230.65	1569.79	2036.76	2371.02	每股收益	1.65	2.19	2.92	3.54
PE	27.73	20.91	15.70	12.97	每股净资产	10.17	11.56	14.04	17.00
PB	4.51	3.96	3.26	2.70	每股经营现金	1.21	3.36	2.76	2.79
PS	2.11	1.67	1.27	1.09	每股股利	0.30	0.33	0.44	0.58
EV/EBITDA	18.44	13.83	10.22	8.43					
股息率	0.65%	0.72%	0.96%	1.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn

---