

业绩高增长 剑指全球内外饰龙头

新泉股份(603179)系列点评二十二

事件概述

公司公告 2022 年报：2022 年实现营收 69.5 亿元，同比增长 50.6%，归母净利润 4.7 亿元，同比增长 65.7%，扣非归母净利润 4.6 亿元，同比增长 80.5%；其中 2022Q4 实现营收 22.3 亿元，同比增长 65.0%；归母净利润 1.6 亿元，同比增长 145.8%，扣非归母净利润 1.6 亿元，同比增长 133.9%。

同时公告：1) 根据公司发展及战略规划需要，公司（简称“乙方”）拟与江苏韦恩实业投资有限公司（简称“甲方”）、江苏集萃碳纤维及复合材料应用技术研究院有限公司（简称“丙方”）共同出资在江苏省常州市投资设立合资公司“江苏纬恩复材料有限公司”，注册资本为 2,000 万元人民币，其中甲方、乙方、丙方分别以货币方式认缴出资 900 万元、700 万元、400 万元，分别占注册资本总额的 45%、35%、20%。2) 根据工作需要，公司拟在常州市投资设立全资子公司“常州新泉志和汽车外饰系统有限公司”（具体名称以工商核准登记的为准），注册资本 10,000 万元，由公司自有资金出资。

分析判断：

► 收入加速增长 利润率持续提升

公司 2022 年营收同比+50.6%，其中 2022Q4 营收同比+65.0%，环比+16.7%，我们判断同环比增长主要受益于国际知名品牌电动车企业、比亚迪、蔚小理等新能源客户放量。2022 扣非归母净利润同比+80.5%，其中 2022Q4 扣非归母净利润同比+133.9%，环比+9.3%，增速显著高于营收增速主因产能利用率叠加降本增效控费有序推进，对应 2022Q4 扣非归母净利率为 7.1%，同比+2.1pct，预计利润率有望持续提升。展望 2023，随着新能源业务占比进一步提升，业绩有望持续高增长。

公司 2022 年毛利率达 19.7%，同比-1.6pct，主要受 2022 年 1 月 1 日起执行变更后的会计政策（将在商品的控制权转移给客户之前为履行客户销售合同而发生的运输费用从“销售费用”重分类至“营业成本”项目）及低毛利率的乘用车业务占比持续提升的影响，其中 2022Q4 毛利率 20.6%，同比-0.2pct，环比+1.2pct，环比回升则受益于产能利用率提升。费用方面，2022 年研发费用达 3.1 亿元，同比+36.0%，对应研发费用率同比-0.5pct 至 4.4%，研发持续投入主因新项目增多及对新工艺、新技术的研发投入。2022 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比-2.4pct、-0.1pct、-0.6pct 至 1.9%、4.5%、0.0%，主要受益于规模效应。

评级及分析师信息

| | |
|--------------|------------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | 买入 |
| 目标价格： | |
| 最新收盘价： | 43.5 |
| 股票代码： | 603179 |
| 52 周最高价/最低价： | 47.47/19.3 |
| 总市值(亿) | 211.98 |
| 自由流通市值(亿) | 211.98 |
| 自由流通股数(百万) | 487.30 |



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006
联系电话：

分析师：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522120001
联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】新泉股份（603179）系列点评二十一：新能源驱动高成长 剑指全球内饰龙头
2023.03.13
- 【华西汽车】新泉股份（603179）系列点评二十：业绩加速增长 剑指内饰龙头 20230110
2023.01.11
- 【华西汽车】新泉股份（603179）系列点评十九：业绩超预期 剑指内饰龙头 20221029
2022.10.30

► 乘用车：新能源驱动高成长 外饰加速拓展+碳纤维前瞻布局

客户+：公司积极拥抱新能源，进入特斯拉供应体系彰显竞争实力，有望随特斯拉不断成长，实现量价利齐升，此外还拓展理想汽车、蔚来汽车、比亚迪、广汽新能源、吉利汽车、长城汽车等新能源车型，新能源驱动高成长。

产品+：公司从内饰件（主副仪表板、门板、立柱等）逐步拓展到外饰件（保险杠、塑料尾门等），单车配套价值有望过万元，本次参股设立江苏伟恩复材料有限公司，前瞻布局碳纤维材料，有望进一步提升单车配套价值，同时能够更好地与整车厂建立 Tier 0.5 级合作关系，增强合作粘性。

中长期看，全球车企降本压力加大下，内外饰进口替代加速，根据我们测算，全球内外饰市场规模达万亿元，我们判断公司有望凭借高性价比和快速响应能力加速抢占份额。

► 商用车：底部向上可期 拓品类+全球化提份额

公司的商用车客户主要包括一汽解放、北汽福田等，我们预计配套份额达 60% 以上，未来将通过拓品类、借重卡升级换代之际加速渗透其他客户并实现全球配套等方式实现份额的持续提升。短期看，我们判断随着疫后经济修复，重卡销量有望周期向上，预计 2023 年较高毛利率的商用车内饰业务有望实现回升，贡献增量。

投资建议

新势力供应链+自主品牌供应链，进口替代剑指全球内饰龙头：公司积极拥抱新能源，逐步拓展特斯拉、理想、蔚来等新势力客户，有望凭借高性价比和快速响应能力实现市占率的加速提升。考虑到公司业务加速突破及规模效应和降本增效驱动利润率提升，调整盈利预测：预计 2023-24 年营收由 102.8/140.5 亿元调为 102.9/143.5 亿元，归母净利润 7.8/11.9 亿元不变，EPS 为 1.60/2.45 元不变，新增预计 2025 年营收和归母净利润分别为 176.1 亿元和 15.2 亿元，对应 EPS 为 3.12 元，对应 2023 年 3 月 31 日收盘价 43.5 元 PE 27/18/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

乘用车行业销量不及预期，客户拓展情况不及预期，行业竞争加剧，原材料成本提升等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,613 | 6,947 | 10,285 | 14,347 | 17,608 |
| YoY (%) | 25.3% | 50.6% | 48.1% | 39.5% | 22.7% |
| 归母净利润(百万元) | 284 | 471 | 779 | 1,192 | 1,523 |
| YoY (%) | 10.2% | 65.7% | 65.5% | 53.0% | 27.7% |
| 毛利率 (%) | 19.1% | 19.7% | 20.0% | 20.5% | 20.4% |
| 每股收益 (元) | 0.58 | 0.97 | 1.60 | 2.45 | 3.12 |
| ROE | 7.7% | 11.5% | 14.8% | 17.0% | 16.6% |

| | | | | | |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率 | 74.64 | 45.05 | 27.21 | 17.78 | 13.92 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 6,947 | 10,285 | 14,347 | 17,608 | 净利润 | 473 | 783 | 1,198 | 1,530 |
| YoY (%) | 50.6% | 48.1% | 39.5% | 22.7% | 折旧和摊销 | 233 | 168 | 176 | 172 |
| 营业成本 | 5,576 | 8,227 | 11,406 | 14,016 | 营运资金变动 | -39 | -495 | -167 | -68 |
| 营业税金及附加 | 31 | 43 | 60 | 74 | 经营活动现金流 | 755 | 514 | 1,256 | 1,665 |
| 销售费用 | 133 | 180 | 247 | 299 | 资本开支 | -989 | -795 | -825 | -814 |
| 管理费用 | 312 | 447 | 611 | 736 | 投资 | 170 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 0 | 75 | 79 | 69 | 投资活动现金流 | -814 | -795 | -825 | -814 |
| 资产减值损失 | -3 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 债务募资 | 930 | 226 | -428 | -324 |
| 营业利润 | 537 | 881 | 1,341 | 1,709 | 筹资活动现金流 | -167 | 180 | -466 | -343 |
| 营业外收支 | -13 | -13 | -13 | -13 | 现金净流量 | -215 | -100 | -34 | 508 |
| 利润总额 | 524 | 868 | 1,328 | 1,697 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 所得税 | 51 | 85 | 130 | 166 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 473 | 783 | 1,198 | 1,530 | 营业收入增长率 | 50.6% | 48.1% | 39.5% | 22.7% |
| 归属于母公司净利润 | 471 | 779 | 1,192 | 1,523 | 净利润增长率 | 65.7% | 65.5% | 53.0% | 27.7% |
| YoY (%) | 65.7% | 65.5% | 53.0% | 27.7% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 0.97 | 1.60 | 2.45 | 3.12 | 毛利率 | 19.7% | 20.0% | 20.5% | 20.4% |
| | | | | | 净利率 | 6.8% | 7.6% | 8.4% | 8.7% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 总资产收益率 ROA | 5.0% | 6.1% | 7.3% | 7.6% |
| 货币资金 | 758 | 657 | 623 | 1,131 | 净资产收益率 ROE | 11.5% | 14.8% | 17.0% | 16.6% |
| 预付款项 | 357 | 472 | 656 | 821 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 存货 | 1,750 | 2,912 | 3,967 | 4,824 | 流动比率 | 1.27 | 1.21 | 1.23 | 1.28 |
| 其他流动资产 | 3,165 | 4,357 | 5,555 | 6,486 | 速动比率 | 0.83 | 0.72 | 0.70 | 0.74 |
| 流动资产合计 | 6,031 | 8,399 | 10,801 | 13,262 | 现金比率 | 0.16 | 0.09 | 0.07 | 0.11 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 55.8% | 58.2% | 56.7% | 53.9% |
| 固定资产 | 2,127 | 2,919 | 3,851 | 4,899 | 经营效率 (%) | | | | |
| 无形资产 | 276 | 308 | 345 | 380 | 总资产周转率 | 0.74 | 0.81 | 0.88 | 0.88 |
| 非流动资产合计 | 3,302 | 4,329 | 5,498 | 6,782 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 9,333 | 12,728 | 16,299 | 20,044 | 每股收益 | 0.97 | 1.60 | 2.45 | 3.12 |
| 短期借款 | 526 | 752 | 324 | 0 | 每股净资产 | 8.37 | 10.82 | 14.35 | 18.82 |
| 应付账款及票据 | 3,692 | 5,587 | 7,701 | 9,451 | 每股经营现金流 | 1.55 | 1.05 | 2.58 | 3.42 |
| 其他流动负债 | 534 | 613 | 767 | 903 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 4,752 | 6,952 | 8,793 | 10,354 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 363 | 363 | 363 | 363 | PE | 45.05 | 27.21 | 17.78 | 13.92 |
| 其他长期负债 | 89 | 89 | 89 | 89 | PB | 4.60 | 4.02 | 3.03 | 2.31 |
| 非流动负债合计 | 452 | 452 | 452 | 452 | | | | | |
| 负债合计 | 5,203 | 7,403 | 9,244 | 10,806 | | | | | |
| 股本 | 487 | 487 | 487 | 487 | | | | | |
| 少数股东权益 | 50 | 54 | 60 | 68 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,129 | 5,324 | 7,055 | 9,238 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 9,333 | 12,728 | 16,299 | 20,044 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|---------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。