

国内优质内饰件供应商，新能源配套加速

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 预计到 25/30 年国内乘用车内饰市场规模 CAGR 分别为 4.0%/2.5%，内饰企业国产替代空间广阔。2) 新能源板块持续发力，单车 ASP 有望提升至万元。22H1 新能源收入占比提升至 29.7%，近期两大新能源项目定点，预计生命周期总金额 7.8 亿元。随着智能座舱、轻量化等产品落地，单车 ASP 有望提升至万元。3) 产业链延伸，成本控制能力增强。模具子公司常源科技 19-21 年营收 CAGR 为 105%，22H1 实现扭亏，公司每年模具外包金额 3 亿元+，预计 22-24 年模具及检具营收 CAGR 为 25.6%，未来有望成为新增长点。
- **本部新能源收入占比提升，盈利增强，估值桎梏有望打破。**公司是国内汽车内饰件主要供应商，19 年起积极开发新客户，已进入特斯拉、理想、小鹏、蔚来、哪吒等新能源供应链，22H1 新能源收入占比 29.7%，较 21H1+15.3pp。随着电气化渗透率不断提升，公司本部利润贡献持续增长。22Q1-Q3 本部净利润贡献 2.1 亿元，占比升至 57.5%，同比提升 27.3pp，盈利能力明显增强，有望打破公司低估值桎梏。
- **加快研发创新，产品升级带来 ASP 提升。**智能化、轻量化成为汽车行业新趋势，公司从 15 年起致力于智能座舱的研发制造，并在 21 年展出了第一代完全自主开发、自主研发的智能座舱。与一汽富晟联合华为共同开发第二代智能座舱。在轻量化领域，公司具备天然纤维复合材料、CFRT 复合材料、微发泡、免弱化等工艺技术，最高实现减重 30%，单车 ASP 有望提升至万元。
- **产业链延伸，成本控制能力增强。**18 年以来公司通过提高模具自给率，保证了产品质量稳定，同步开发能力和成本控制能力提升。22H1 常源科技营收 1.3 亿元，同比+61.3%，保持快速增长，净利润 37.7 万元，实现扭亏为盈。未来模具业务有望成为公司的另一利润增长来源，是公司的核心竞争力之一。20 年参股德国 WAY 公司，进一步增强国际化的研发能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.45/1.78/2.05 元，三年归母净利润 CAGR 为 22.8%，给予公司 23 年 18 倍 PE，对应目标价 32.02 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**客户拓展不及预期、原材料价格波动、投资收益金额较大以及波动、智能座舱业务开拓不及预期、海外市场开拓不及预期等风险。

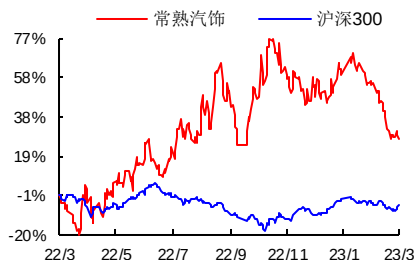
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	26.63	36.19	47.37	56.38
增长率	20.06%	35.92%	30.89%	19.03%
归属母公司净利润(亿元)	4.20	5.50	6.76	7.78
增长率	16.15%	30.87%	22.92%	15.09%
每股收益EPS(元)	1.11	1.45	1.78	2.05
净资产收益率 ROE	9.99%	12.25%	13.53%	13.98%
PE	16	12	10	9
PB	1.67	1.53	1.38	1.24

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：zlsn@swsc.com.cn
联系人：冯安琪
电话：021-58351905
邮箱：faz@swsc.com.cn
联系人：白臻哲
电话：010-57758530
邮箱：bzzyf@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)	3.80
流通 A 股(亿股)	3.80
52 周内股价区间(元)	11.6-25.11
总市值(亿元)	68.67
总资产(亿元)	75.15
每股净资产(元)	11.24

相关研究

目 录

1 公司概况：国内汽车内饰件行业主要供应商	1
2 行业分析：汽车内饰升级，自主品牌迎来国产替代	5
2.1 消费升级引领汽车内饰升级	5
2.2 自主内饰品牌迎来国产替代机会	7
2.3 智能化、轻量化是汽车行业新趋势	9
3 公司分析：新能源客户开拓，产业链向上游延伸	12
3.1 新能源增长迅速，本部利润贡献上升	12
3.2 持续加快研发创新，产品升级带来 ASP 提升	14
3.3 产业链延伸，成本控制能力增强	17
4 财务分析	19
4.1 盈利能力较好，净利率行业领先	19
4.2 偿债能力相对较弱，存货资产变现能力较强	21
5 盈利预测与估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 相对估值	23
6 风险提示	23

图 目 录

图 1: 公司全球布局.....	2
图 2: 公司发展历程.....	3
图 3: 公司营业收入 (亿元) 及增速.....	4
图 4: 公司归母净利润 (亿元) 及增速.....	4
图 5: 公司本部及投资收益贡献利润 (亿元)	4
图 6: 公司盈利能力 (%)	4
图 7: 公司主要产品销量.....	4
图 8: 公司门内护板和仪表板市占率.....	4
图 9: 公司投资收益主要来源 (亿元)	5
图 10: 汽车内饰产业链.....	5
图 11: 汽车内饰主要产品.....	5
图 12: 不同类型乘用车销量占比	6
图 13: 不同价位乘用车销量占比	6
图 14: 汽车内饰单车价值量 (元)	6
图 15: 国内乘用车内饰市场空间 (亿元)	6
图 16: 不同国别乘用车销量占比	8
图 17: 新能源乘用车销量占比.....	8
图 18: 多功能座椅.....	9
图 19: 储物装置增加	9
图 20: 各类辅助驾驶功能减少交通事故发生率.....	10
图 21: 中国 L2 级智能驾驶乘用车渗透率.....	10
图 22: 我国关于汽车智能化的政策文件.....	10
图 23: 国内 ADAS 市场规模预测 (亿元)	10
图 24: 本部新能源营收占比.....	12
图 25: 本部新能源营收 (亿元)	12
图 26: 我国汽车出口数量 (万辆)	14
图 27: 公司海外营收 (亿元)	14
图 28: 公司专利数量持续提升 (个)	15
图 29: 公司研发投入及研发费用率.....	15
图 30: 与华为共同创新智能座舱视听系统.....	15
图 31: 智能座舱的健康管理功能	15
图 32: 发光表皮	16
图 33: 冷暖箱.....	16
图 34: 天然纤维复合材料.....	16
图 35: CFRT 复合材料	16
图 36: 微发泡工艺.....	17
图 37: 塑料尾门	17
图 38: 电子和人机交互内饰件示例.....	17
图 39: 照明内饰件示例.....	17

图 40: 常源科技营收 (万元)	18
图 41: 常源科技净利润 (万元)	18
图 42: 常源科技可比公司毛利率 (%)	18
图 43: 常源科技可比公司净利率 (%)	18
图 44: 公司与可比公司毛利率	19
图 45: 公司与可比公司净利率	19
图 46: 公司与可比公司管理费用率	19
图 47: 公司与可比公司研发费用率	19
图 48: 公司与可比公司销售费用率	20
图 49: 公司与可比公司财务费用率	20
图 50: 公司与可比公司期间费用率	20
图 51: 公司与可比公司 ROA 走势	20
图 52: 公司与可比公司 ROE (平均) 走势	20
图 53: 公司与可比公司资产负债率走势	21
图 54: 公司与可比公司流动比率走势	21
图 55: 公司与可比公司总资产周转率走势 (次)	21
图 56: 公司与可比公司存货周转率走势 (次)	21
图 57: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)	22
图 58: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)	22

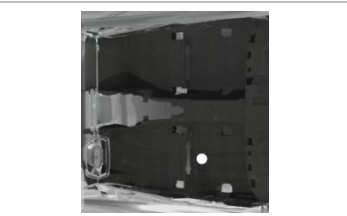
表 目 录

表 1: 公司主要产品	1
表 2: 公司前十大股东 (截至 2022 年 9 月 30 日)	2
表 3: 主要参控股公司	3
表 4: 乘用车内饰市场空间测算	6
表 5: 部分车型内饰配置	6
表 6: 全球主要汽车内饰企业	7
表 7: 汽车轻量化相关政策文件	11
表 8: 公司主要客户销量预测 (万辆)	13
表 9: 公司主要客户营收占比 (联营平台包括一汽大众的贡献, 新能源中包含部分奇瑞和一汽-大众的贡献)	13
表 10: 公司部分产能情况	14
表 11: 分业务收入及毛利率	22
表 12: 可比公司估值 (截止 2023.03.27)	23
附表: 财务预测与估值	24

1 公司概况：国内汽车内饰件行业主要供应商

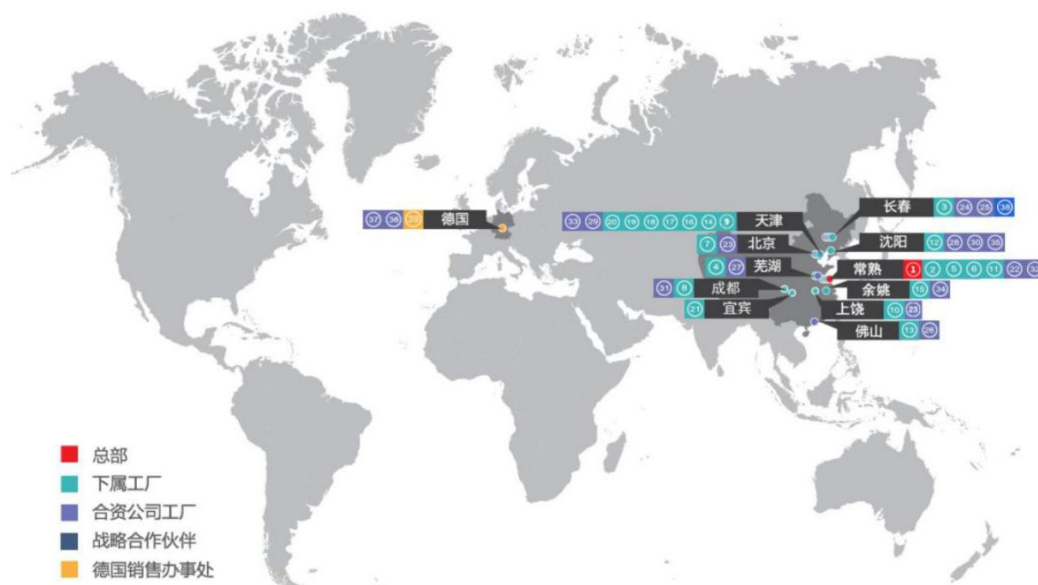
公司是国内汽车内饰件行业主要供应商。江苏常熟汽饰集团股份有限公司成立于 1996 年，是国内汽车内饰件行业主要供应商之一，2017 年登陆 A 股。公司在全国拥有 12 个生产基地，主要产品包括门内护板总成、仪表板总成、副仪表板总成、立柱总成、行李箱总成、衣帽架总成、塑料尾门、地毯、模检具、设备自动化设计制造等，主要客户包括一汽-大众、北京奔驰、华晨宝马、奇瑞捷豹路虎、上汽通用、奇瑞汽车、一汽红旗、长城汽车、北汽越野、吉利汽车等知名整车厂。在快速发展的新能源车领域，公司也已切入了奔驰 EQB、宝马 EV、大众 MEB、特斯拉、理想、小鹏、蔚来、哪吒、零跑、ARCFOX、华人运通、奇瑞新能源、英国捷豹路虎、北美 ZOOX 等供应链，客户覆盖面广且结构完善。

表 1：公司主要产品

	产品	示意图	产品	示意图
内饰	主副仪表板		门板	
	立柱 ABC 门槛		出风口	
	座椅		衣帽架	
	主地毯		行李箱饰件	
外饰	高光外立柱		轮罩	
	前后保险杠		塑料尾门	
车身饰件	车身护底板		前端模块	
	玻璃升降器			

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 1：公司全球布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构清晰，管理层增持彰显信心。截至 2022 年 9 月 30 日，公司第一大股东为罗小春先生，持有公司 28.63% 的股份。2021 年 2 月，董事长罗小春通过二级市场集中竞价购入公司 162.32 万股，约占公司总股本的 0.47%，彰显实际控制人对公司未来发展的信心。

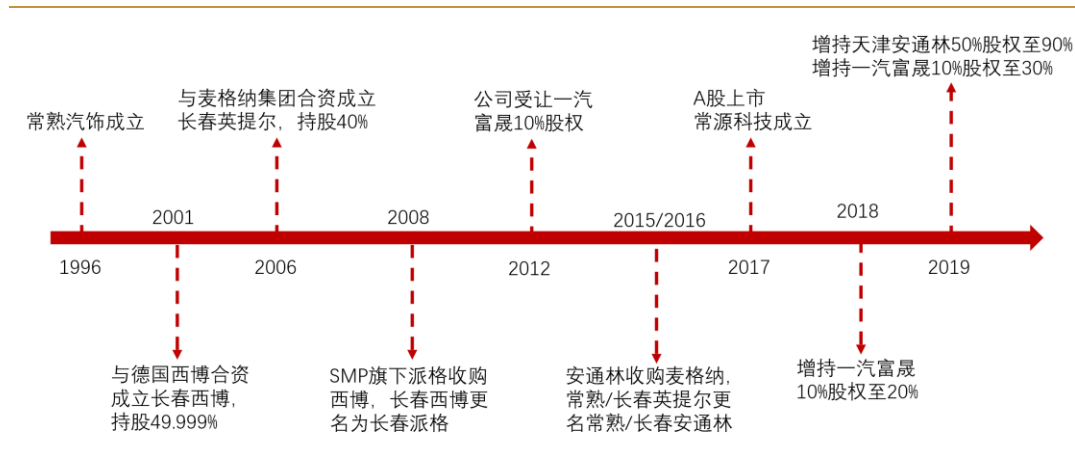
表 2：公司前十大股东（截至 2022 年 9 月 30 日）

股东名称	持股数量(股)	持股比例	股本性质
罗小春	108,793,719	28.63	流通 A 股
海富通改革驱动灵活配置混合型证券投资基金	14,340,170	3.77	流通 A 股
广发科技创新混合型证券投资基金	11,123,879	2.93	流通 A 股
工银瑞信新能源汽车主题混合型证券投资基金	7,393,218	1.95	流通 A 股
工银瑞信文体产业股票型证券投资基金	6,289,500	1.65	流通 A 股
建信鑫享 6 号单一资产管理计划	5,800,000	1.53	流通 A 股
工银瑞信圆丰三年持有期混合型证券投资基金	5,050,600	1.33	流通 A 股
全国社保基金 1106 组合	4,302,500	1.13	流通 A 股
中庚价值灵动灵活配置混合型证券投资基金	4,302,325	1.13	流通 A 股
兴业兴睿两年持有期混合型证券投资基金	4,000,000	1.05	流通 A 股

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司伴随中国车市发展而成长。1992 年公司以捷达门板进入一汽大众供应商体系为起点，伴随着中国汽车行业的发展而成长。随着我国经济高速增长，拉动汽车消费持续提升，合资车企迎来黄金发展期，为更好抓住产业机会，2000 年起公司陆续与全球知名汽车零部件企业在国内成立合资公司，例如，2001 年与德国零部件企业派格成立合资公司，占比 50%；2004 年与吉利、加拿大德国零部件企业麦格纳成立合资公司，占比 34%；2005、2006 年分别与西班牙零部件企业安通林成立合资公司，占比 40%；2012 年受让一汽集团旗下零部件子公司一汽富晟 10% 股权，2018、2019 年分别增持至 20%、30%。

图 2：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

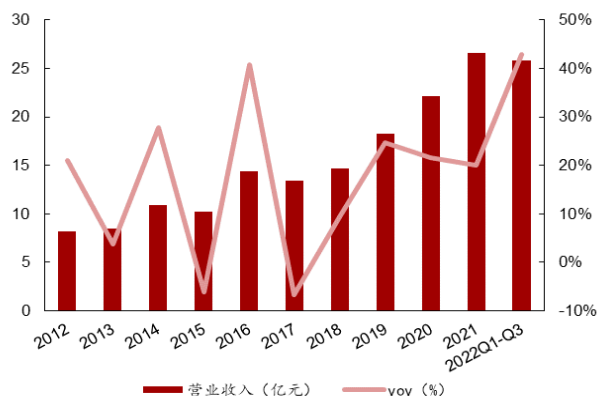
表 3：主要参控股公司

	公司	成立时间	股比	主要客户
控股	常熟常春	1996	100%	理想、特斯拉、神龙、上海通用、观致、奇瑞捷豹路虎、伟巴斯特、恩坦华、阿文美驰、英纳法、长春派格、常熟安通林
	长春常春	1999	100%	一汽大众、长春派格、长春安通林、伟巴斯特
	芜湖常春	2001	100%	奇瑞
	北京常春	2006	100%	北汽、北京奔驰、长春安通林、天津群英
	沈阳常春	2016	100%	华晨宝马、通用北盛
	天津安通林	2019	90%	北京奔驰、一汽大众、吉利领克
参股	长春派格	2001	49.999%	一汽大众、华晨宝马、小鹏
	常熟安通林	2005	40%	上海通用、福建奔驰、奇瑞、蔚来
	长春安通林	2006	40%	一汽大众、华晨宝马、北京奔驰
	麦凯瑞（芜湖）	2004	34%	奇瑞
	长春一汽富晟	2018	30%	一汽、吉利、上汽、广汽、长安等

数据来源：公司官网，西南证券整理

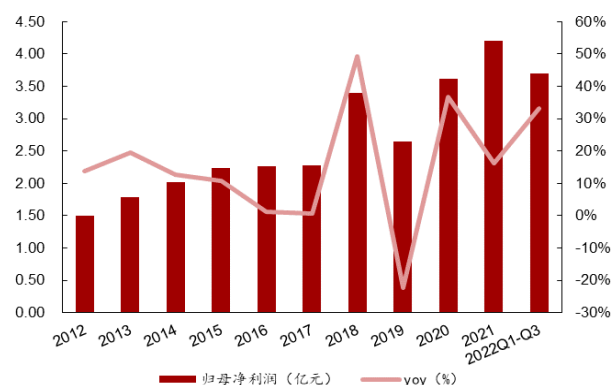
公司经营较快增长，本部利润贡献不断提升。公司 12-21 年营收和归母净利润 CAGR 分别为 14.0%/12.1%，22Q1-Q3 实现营业收入 25.81 亿元，同比+42.8%，归母净利润 3.7 亿元，同比+33.1%，经营较快增长。18 年以来，公司通过提高模具等原材料自给率不断提升盈利能力，21 年毛利率 24.1%，同比+0.8pp，较 18 年+3.1pp。公司主要利润来自内饰件，由本部及合资公司投资收益构成，主要产品门内护板、仪表板销量及市占率持续增长，近年来公司本部经营状况不断改善，加速开拓新能源客户，利润贡献不断提升，22Q1-Q3 净利润贡献 2.10 亿元，占比升至 57.5%，同比提升 27.3pp，已成为公司主要利润来源。

图 3：公司营业收入（亿元）及增速



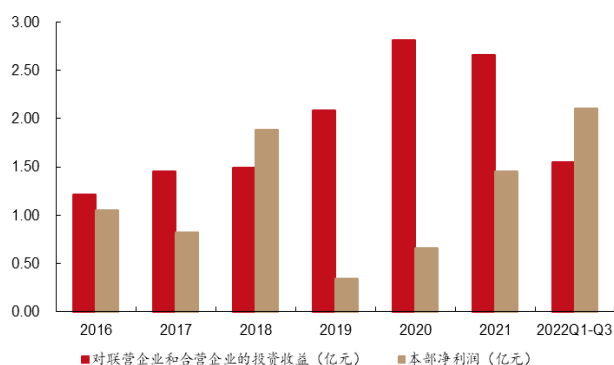
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司归母净利润（亿元）及增速



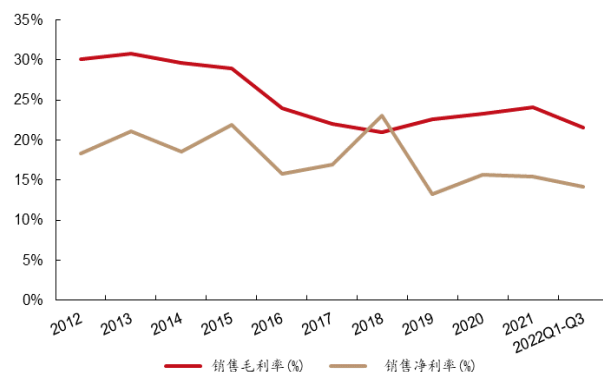
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司本部及投资收益贡献利润（亿元）



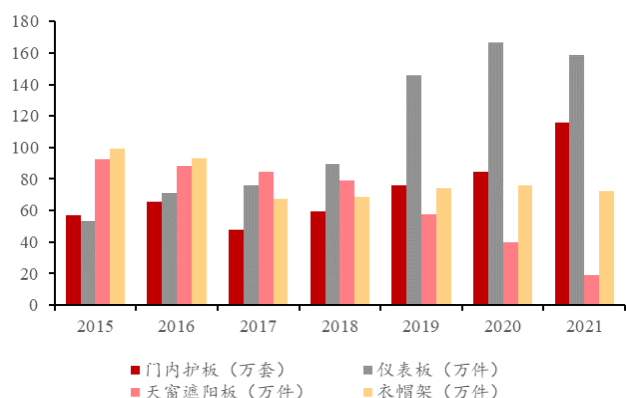
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司盈利能力 (%)



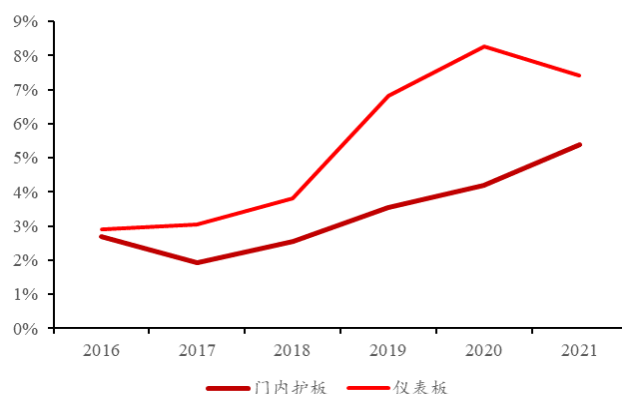
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司主要产品销量



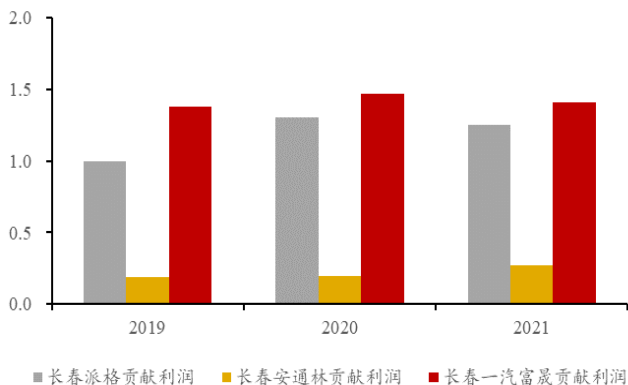
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司门内护板和仪表板市占率



数据来源：公司公告，中汽协，西南证券整理

图 9：公司投资收益主要来源（亿元）

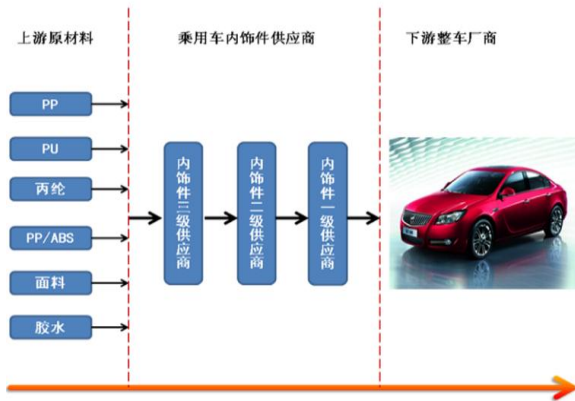


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：汽车内饰升级，自主品牌迎来国产替代

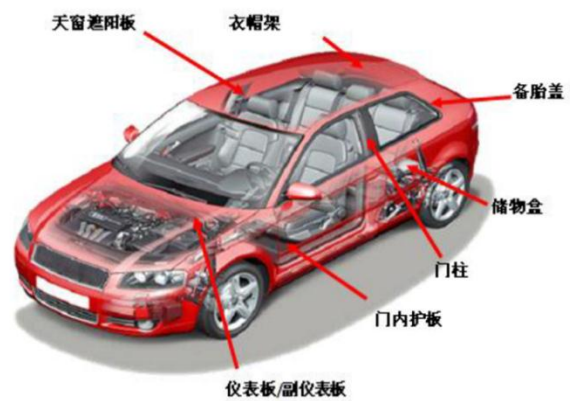
公司所处行业属于汽车内饰细分行业，是汽车零部件的一个大类。汽车内饰上游包括合金及塑料、皮革、织物等，中游即各种内饰产品，如座椅、仪表板、门板、方向盘、顶棚、遮阳板、立柱、衣帽架、储物盒、声学等系统，是汽车重要的与乘驾人紧密接触的零部件系统，要满足功能性、舒适性、经济性、耐久性等要求。

图 10：汽车内饰产业链



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 11：汽车内饰主要产品



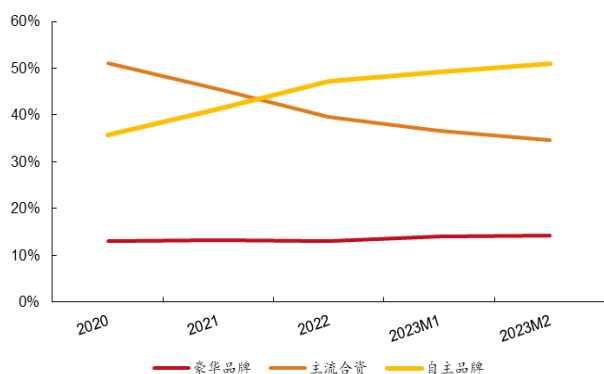
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.1 消费升级引领汽车内饰升级

汽车内饰市场空间广阔。在智能汽车时代，汽车已经逐渐从简单的代步工具转型为移动的第三空间，消费者对于看得见、摸得着、听得到的汽车内饰需求逐渐提升，汽车内饰的重要性不断凸显。根据乘联会数据，2023M1-M2 豪华车型销量占比为 14.2%，较 2020 年 +1.10pp，30 万以上车型销量占比 14.4%，较 2020 年 +4.95pp，汽车消费升级态势延续，汽车内饰配置也不断升级，直接带动汽车内饰单车价值量的提升，汽车内饰行业迎来新的发展机遇。例如，座椅材质由 PVC-PU-真皮/超纤 PU，扬声器数量不断增加，座椅增加电动调节和加热按摩功能等。根据头豹研究院数据，2018 年我国乘用车内饰单车价值量约 11474

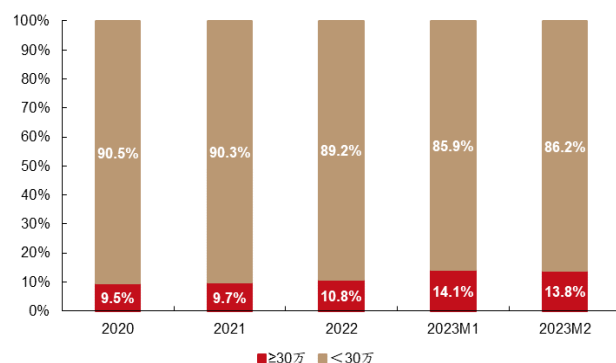
元,假设按每年 1% 的速度增长,到 2025/2030 年内饰 ASP 将分别增长至 12322/ 12950 元,国内乘用车内饰市场空间将分别达 3171/ 3433 亿元,未来 3/ 8 年 CAGR 为 4.03%/ 2.5%,市场空间广阔。

图 12: 不同类型乘用车销量占比



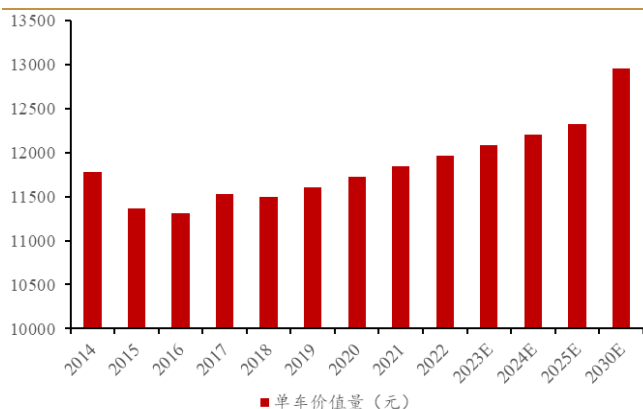
数据来源: 乘联会, 西南证券整理

图 13: 不同价位乘用车销量占比



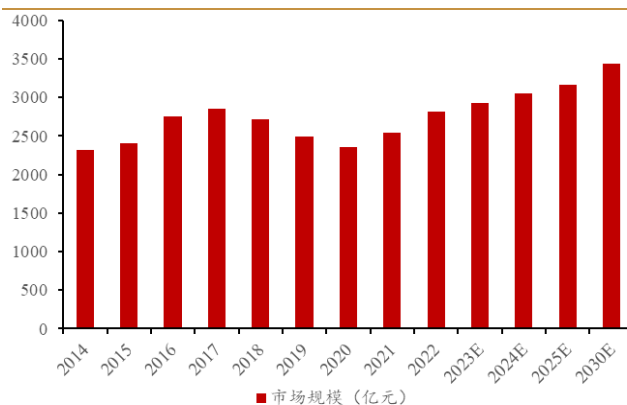
数据来源: 乘联会, 西南证券整理

图 14: 汽车内饰单车价值量 (元)



数据来源: 头豹研究院, 西南证券整理

图 15: 国内乘用车内饰市场空间 (亿元)



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

表 4: 乘用车内饰市场空间测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2030E
乘用车销量 (万辆)	2013.61	2146.84	2355.01	2425.66	2498.43	2573.39	2650.59
单车价值量 (元)	11723.71	11840.95	11959.36	12078.95	12199.74	12321.74	12950.27
市场规模 (亿元)	2360.70	2542.06	2816.45	2929.95	3048.03	3170.86	3432.58

数据来源: 中汽协, 西南证券

表 5: 部分车型内饰配置

车型	售价 (万元)	内饰选配项目	内饰选配价格 (元)	内饰颜色种类
奥迪 A8	82.98-197.18	全真皮装备包	37000	13
奥迪 A7L	41.87-77.77	华格纳真皮座椅面料+其他	7500	5
奔驰 S 级	94.68-183.88	米或灰或黑 DINAMICA 微纤维车顶内衬+尊贵版 Nappa 皮革	42600	4

车型	售价 (万元)	内饰选配项目	内饰选配价格 (元)	内饰颜色 种类
奔驰 E 级	43.68-55.60	前排空调座椅+皮革内饰	15800	3
保时捷 Panamera	99.80-247.60	碳纤维/真皮	17900	12
保时捷 Taycan	89.80-183.80	Alcantara/翻毛皮、碳纤维/翻毛皮	4000/8200	14
比亚迪海豹	20.98-28.68	运动套件 (麂皮运动座椅+麂皮车顶棚+其他)	20000	5
比亚迪汉	21.38-32.98	Nappa 真皮座椅+真皮或碳纤维内饰+其他	20000	2
蔚来 ES8	47.80-65.60	高级 Nappa 打孔真皮座椅+高级 Nappa 真皮内饰包覆+Microfibre 超纤维顶棚+前排座椅按摩	32000	3
蔚来 ET7	45.80-53.60	高级 Nappa 打孔真皮座椅+高级 Nappa 真皮内饰包覆	21000	3
蔚来 ET5	32.80-38.60	高级 Nappa 打孔真皮座椅+高级 Nappa 真皮内饰包覆+Microfibre 超纤维顶棚	22500	6
极狐阿尔法	22.38-42.99	舒享套装 (Nappa 真皮方向盘+Nappa 真皮拼接超纤维座椅+其他)	8900	2
理想 L9	45.98	真皮座椅+真皮方向盘	标配	3
阿维塔 11	34.99-60.00	VIP 四座尊享包 (全车 Nappa 座椅+Nappa 方向盘+仿麂皮顶棚)	40000	3
高合 HiPhi X	57.00-80.00	仿皮/真皮座椅+真皮方向盘	标配	2
高合 HiPhi Z	61.00-63.00	真皮座椅+真皮方向盘	标配	2

数据来源：汽车之家，西南证券整理

2.2 自主内饰品牌迎来国产替代机会

外资品牌占据主要市场，自主品牌快速发展。从全球乘用车内饰件竞争格局来看，内饰行业由外资及合资占据主要市场份额，如弗吉亚、安道拓、李尔、麦格纳、伟世通等，主要是由于欧美日等发达经济体汽车产业发展较早，从而带动汽车内饰行业发展。国内汽车内饰行业起步较晚，在合资乘用车市场，多由合资饰件企业提供，随着自主饰件企业整体解决方案能力的逐步增强，部分自主饰件企业也逐步进入合资乘用车供应体系。2020 年华域汽车收购延锋安道拓全部剩余股权，国内最大内饰企业变为自主品牌；其他参与厂商数量众多，份额较小，总体来看格局较为分散。

表 6：全球主要汽车内饰企业

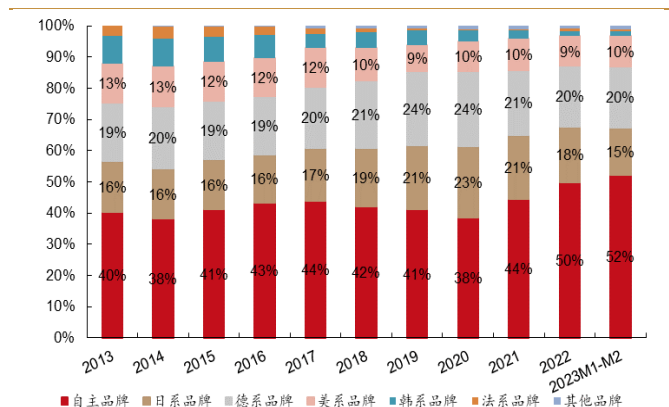
类型	公司	国别	内饰产品	主要客户
外资	弗吉亚	法国	座椅、仪表板、门板、中控台	一汽大众、上汽大众、神龙公司、东风日产、东风本田、上汽通用、上汽通用五菱、长安福特、北京奔驰、奇瑞捷豹路虎、一汽红旗、长安、东风、吉利、沃尔沃、长城、比亚迪、蔚来、理想、潍柴等
	伟世通	美国	仪表板、信息显示器、平视显示器、驾驶舱域控制器	马自达、福特、雷诺日产、宝马
	麦格纳	加拿大	座椅骨架、机构件、发泡、面套	阿斯顿·马丁、北汽、宝马、宝沃、华晨中国、比亚迪、吉利；庞巴迪、博格华纳汽车、凯斯纽荷兰、道依茨公司、哈雷戴维森
	安道拓	美国	座椅、框架、机构、泡沫、头枕、扶手、装饰罩	宝马、戴姆勒、福特汽车、通用汽车、本田汽车、现代汽车
	李尔	美国	座椅装饰罩、皮革和织物等表面材料、座椅机构、座椅泡沫、头枕	通用汽车、戴姆勒、Stellantis、大众汽车、福特
	丰田纺织	日本	座椅面料、安全带、隔离网、门板、仪表板、中央储物箱	丰田集团

类型	公司	国别	内饰产品	主要客户
合资	格拉默	德国	座椅、头枕、扶手、中央控制台	大众、戴姆勒、宝马、FCA、通用
	重庆安道拓	中/美	座椅总成及其相关零部件	长安福特、沃尔沃、长安、吉利、林肯、小鹏、蔚来
	东风伟世通	中/美	仪表板、门内饰板	东风汽车、神龙汽车、东风日产、东风本田汽车、东风汽车、南京名爵
	延锋伟世通	中/美	汽车门板、中控仪表板	上海通用、上海大众、上海汽车、一汽大众、东风神龙、风神汽车、长安福特、北京现代、北京吉普、奇瑞汽车、北汽福田
	成都弗吉亚	中/法	仪表板、抬头显示仪、座舱域控制器	一汽大众、上汽大众、神龙公司、沃尔沃、吉星等
自主	华域汽车	中国	仪表板、汽车座椅、气囊	上汽大众、上汽通用、一汽大众、长安福特、神龙汽车、北京奔驰、华晨宝马、北京现代、东风日产
	常熟汽饰	中国	门内护板、仪表板、副仪表板、行李箱、衣帽架、地毯	一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、奇瑞捷豹路虎、奔驰EQB、宝马EV、大众MEB、特斯拉
	宁波华翔	中国	仪表板、中央通道、门板、立柱、顶棚、头枕	红旗、长城、东风、吉利、蔚来、小鹏、威马、大众、宝马、奔驰、奥迪
	一汽富维	中国	座椅、车门、副板、顶棚、高架箱、仪表板	红旗、一汽奔腾、广汽传祺、长城、北汽、小鹏、蔚来
	新泉股份	中国	仪表板、顶置文件柜、门内护板	吉利、上汽、奇瑞、广汽集团、北汽福田、一汽、特斯拉
	岱美股份	中国	遮阳板、头枕、顶棚、顶棚中央控制器、扶手	宾利、保时捷、奔驰、宝马、奥迪、通用、福特、菲亚特克莱斯勒、大众
	继峰股份	中国	座椅头枕、扶手、中控系统	奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、捷豹路虎、保时捷、大众

数据来源：公司公告，西南证券整理

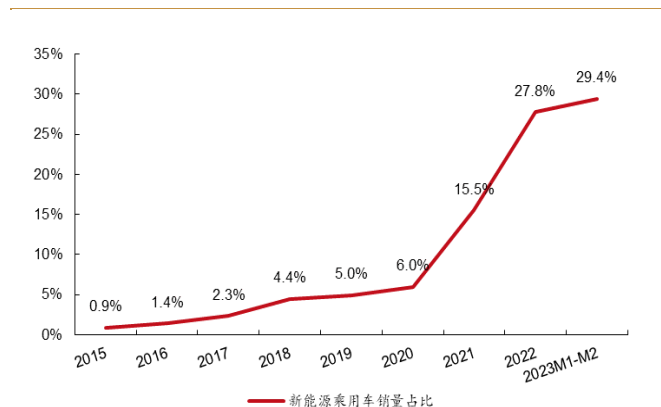
自主内饰品牌迎来国产替代机会。自主乘用车品牌市占率的提升，为国内汽车内饰企业提供了国产替代的机会。根据乘联会数据，2020年自主品牌乘用车市占率时隔3年再次回升，截至23M1-2市占率已提升至52%，较22年+2pp，较21年+8pp，主要是来自新能源汽车销量占比提升。自主乘用车品牌在内饰上竞争尤为激烈，凸显差异化、高端化、个性化配置的特点明显，并具有扶持本土供应链的趋势，自主内饰品牌有望凭借多年产品和技术积累、高性价比、快速的本土化响应能力等优势获得青睐，国产替代空间大。

图 16：不同国别乘用车销量占比



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 17：新能源乘用车销量占比



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 18：多功能座椅



数据来源：理想官网，西南证券整理

图 19：储物装置增加



数据来源：理想官网，西南证券整理

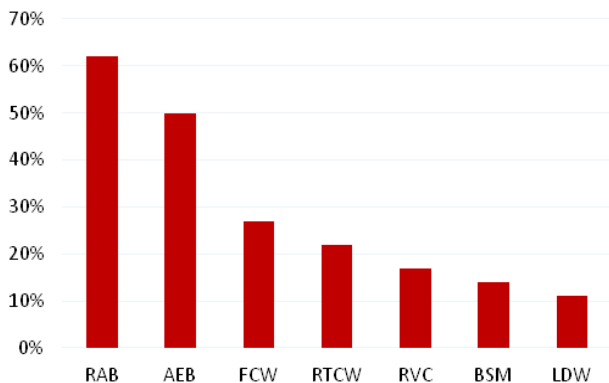
2.3 智能化、轻量化是汽车行业新趋势

当前，能源革命、新一代信息革命、智能交通及智慧城市的发展与汽车产业百年来最深刻的一场颠覆性变革交汇，正在推动新一轮波澜壮阔的产业革命。汽车内饰摆脱了传统的、机械式的操作方式朝着现代化、电子化、高度集成化方向发展。

供需两侧均为汽车智能化提供了良好的发展条件。供给端，电动化的快速普及为智能化升级提供了更多机会。1) 电动车集成更简单，集中式构架有利于信息传输控制；2) 电动车的电机只需要通过改变电流电压便可以精细地调节转速以达到改变车速的目的，而燃油车的机械架构无法实施电子技术控制，很难做到实时线性，即对各类情况做出瞬时响应；3) 燃油车 OTA 最大的难度在于供电保障问题，ECU 的刷写过程需要持续供电，这对于电动车来说是天然优势，而燃油车供电系统及能量管理会变得难度大增。

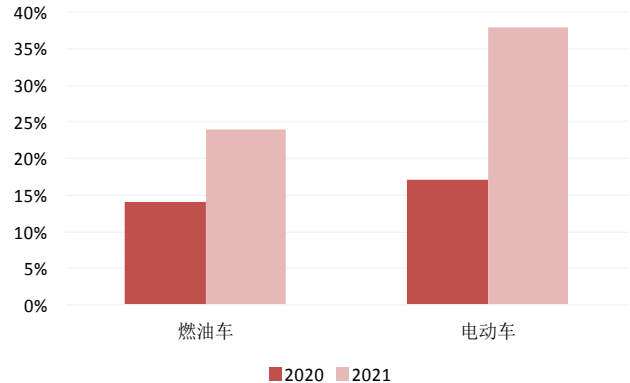
需求端，智能化能够满足消费者日益增长的安全、高效、舒适等需求。一方面，智能化符合科技进步和产业升级的趋势，我国人为因素导致的交通事故率占比 90%，如疲劳驾驶、超速驾驶、油门控制不当等，而配备 RAB（后方自动刹车辅助）、AEB（自动紧急刹车辅助）等 ADAS 功能的汽车能够减少 50% 以上的交通事故发生率。另一方面，目前我国大型城市停车位缺口平均在 70% 以上，停车难问题突出，物流费用占 GDP 比重达 14.6%，远超欧美国家，智能驾驶能有助于缓解拥堵、停车难、环境污染、用车效率低等问题，同时更好地服务人与替代人，减少对驾驶员的依赖，实现高效调度。

图 20：各类辅助驾驶功能减少交通事故发生率



数据来源：《中国自动驾驶安全读本》(2021)，工信部，西南证券整理

图 21：中国 L2 级智能驾驶乘用车渗透率



数据来源：《中国自动驾驶安全读本》(2021)，工信部，西南证券整理

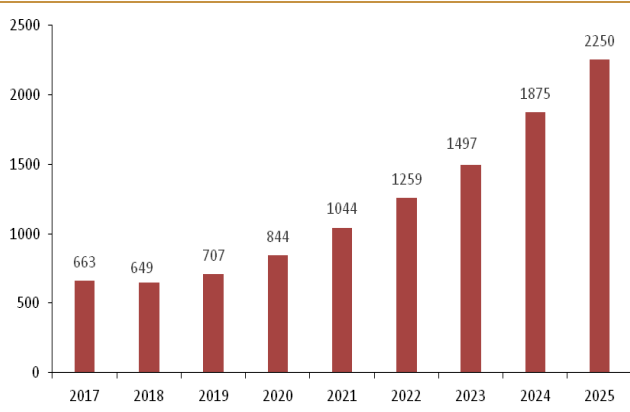
政策端，我国也持续出台政策鼓励智能驾驶产业发展。我国自 2016 年来开始落地多项政策强制商用车搭载 ADAS 系统，自动驾驶等级从 L1 逐渐向 L2 升级。根据《智能网联汽车技术路线图 2.0》，2025 年 L2、L3 级新车将达到市场销量的 50%，空间广阔。根据罗兰贝格预测，2025 年国内 ADAS 市场规模有望达 2250 亿元，5 年 CAGR 超 20%。

图 22：我国关于汽车智能化的政策文件

发布时间	文件	内容
2016 年	《机动车运行安全技术条件 (修订稿)》	11m 以上客车需安装 LDW、FCW
2017 年	《营运客车安全技术条件》	2018 年 3 月 1 日前，9m 以上客车需安装 LDW、FCW
2020 年	《道路运输车辆动态监督管理办法》	客运车辆、危险货物运输车辆、半挂牵引车及总质量 12t+ 的载货车辆应当配备具有行驶功能的卫星定位装置和智能视频监控装置
2020 年	《智能网联汽车技术路线图 2.0》	2025 年 L2、L3 级新车销量占比达 50%、C-V2X 达 50%；2030 年 L2、L3 级新车销量占比达 70%、L4 级达 20%、C-V2X 基本普及，2025 年前后实现智能驾驶的规模化应用

数据来源：政府官网，西南证券整理

图 23：国内 ADAS 市场规模预测 (亿元)



数据来源：罗兰贝格，西南证券整理

轻量化是实现汽车行业双碳目标的重要手段。汽车行业作为各主要经济国家的支柱产业之一，因其产业链长已成为排放管理的重点行业。根据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，我国汽车产业的碳排放将力争在 2028 年前后达峰，到 2035 年全产业的碳排放量将比峰值降低 20%。据智研咨询，汽车重量每降低 100kg，燃油车每公里可以节约 0.5L 燃油。在汽油车减重 10%与 20%的情况下，能效分别提升 3.3%与 5%，新能源汽车减重对于能耗提升更加显著，电动车减重 10%/20%的情况下，能效分别提升 6.3%/9.5%。因此，安全、环保、轻量化越来越成为汽车内饰件的发展趋势，在以塑代钢、降低车重的同时，消费者更加关注汽车轻量化带来的节能效果和汽车内饰件低散发带来的舒适性能。开发和应用环境友好、乘坐舒适性高的绿色非金属材料越来越受到整车厂商及其材料供应商的重视，同时，随着社会对汽车内饰件产品的环保要求越来越高，国家可能进一步提高内饰件行业的环保要求。具有强大产品研发能力的内饰供应商若能够迅速开发出运用相应新材料的产品，丰富产品种类，占领高端市场，将充分享受汽车轻量化升级所带来的市场机遇。

表 7：汽车轻量化相关政策文件

名称	时间	部门	内容
《汽车产品生产者责任延伸试点实施方案》	2021.5	工信部、科技部、财政部、商务部	推行绿色采购，建立绿色零部件和绿色供应商评价机制。加强绿色产品研发，增加低油耗、低排放及新能源汽车生产比例，加快推进整车及零部件 轻量化 技术研究与应用。强化绿色生产，采用绿色包装，降低汽车产品生产过程中的能源消耗，减少废弃物和污染物的产生，开展生产废料和副产品的回收利用及无害化处理。
《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》	2020.10	国务院	研发新一代模块化高性能整车平台，攻关纯电动汽车底盘一体化设计、多能源动力系统集成技术，突破整车智能能量管理控制、 轻量化 、低摩擦等共性节能技术，提升电池管理、充电连接、结构设计等安全技术水平，提高新能源汽车整车综合性能。
《鼓励外商投资产业目录（2019 年版）》	2019.6	发改委、商务部	汽车零部件制造：六档以上自动变速箱、商用车用高功率密度驱动桥、随动前照灯系统、LED 前照灯、 轻量化 材料应用、离合器、液压减震器、中控盘总成、座椅、电机及控制系统、主动安全及自动驾驶控制系统、燃料电池系统
《汽车产业中长期发展规划》	2017.4	工信部、发改委、科技部	加大汽车节能环保技术的研发和推广。推动先进燃油汽车、混合动力汽车和替代燃料汽车研发，突破整车 轻量化 、混合动力、高效内燃机、先进变速器、怠速启停、先进电子电器、空气动力学优化、尾气处理装置等关键技术。不断提高汽车燃料消耗量、环保达标要求，加强对中重型商用车节能减排的市场监管。完善节能汽车推广机制，通过汽车燃料消耗量限值标准、标识标准以及税收优惠政策等，引导 轻量化 、小型化乘用车的研发和消费。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016.11	国务院	全面提升电动汽车整车品质与性能。加快推进电动汽车系统集成技术创新与应用，重点开展整车安全性、可靠性研究和结构 轻量化 设计。
《“十三五”国家科技创新规划》	2016.7	国务院	重点发展电动汽车智能化、网联化、 轻量化 技术及自动驾驶技术，发展具有国际竞争力的高速列车、高中速磁浮、快捷货运技术与装备。
《中国制造 2025》	2015.5	工信部	继续支持电动汽车、燃料电池汽车发展，掌握汽车低碳化、信息化、智能化核心技术，提升动力电池、驱动电机、高效内燃机、先进变速器、 轻量化 材料、智能控制等核心技术的工程化和产业化能力，形成从关键零部件到整车的完整工业体系和创新体系，推动自主品牌节能与新能源汽车同国际先进水平接轨。
《2015 年产业振兴技术和技术改造专项重点方向》	2015.3	发改委、工信部	节能与新能源汽车产业化项目，汽车电子控制系统、汽车 轻量化 零部件方向。
《国家发展改革委关于修改〈产业结构调整指导目录（2011 年本）〉有关条款的决定》	2013.2	发改委	国家鼓励发展汽车 轻量化 材料应用，其中包括：高强度钢、铝镁合金、复合塑料、粉末冶金、高强度复合纤维等；先进成形技术应用：激光拼焊板的扩大应用、内高压成形、超高强度钢板热成形、柔性滚压成形等；环保材料应用：水性涂料、无铅焊料等。
《关于开展 1.6 升及以下节能环保汽车推广工作的通知》	2013.9	财政部、发改委、工信部	明确提出了推广车辆的产品综合燃料消耗量标准和污染物排放的相关限值要求，对消费者购买 1.6 升及以下节能环保汽车继续给予一次性 3000 元定额补助，由生产企业在销售时兑付给购买者，同时鼓励采用发动机怠速启停、高效直喷发动机、混合动力、 轻量化 等节能环保技术和产品。

数据来源：政府官网，西南证券整理

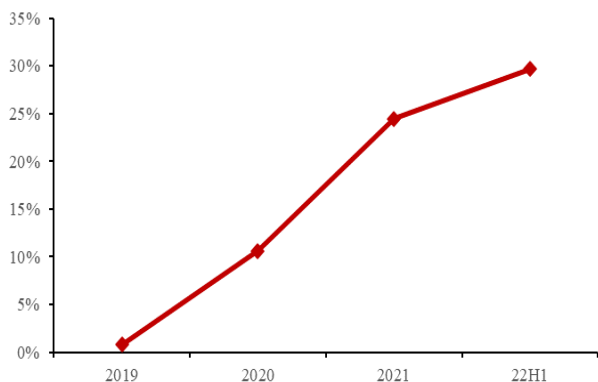
3 公司分析：新能源客户开拓，产业链向上游延伸

3.1 新能源增长迅速，本部利润贡献上升

新能源客户拓展迅速，新能源营收占比提升。公司与德国派格、西班牙安通林、奥地利格瑞纳、加拿大麦格纳等合作设立联营公司，参股一汽富晟 30%。在中外双方的“技术+市场+管理”优势互补的合作模式下，公司及合资平台先后培育了一汽-大众（含大众 MEB 系列）、一汽奥迪、北京奔驰、华晨宝马、特斯拉、沃尔沃、奇瑞捷豹路虎、一汽红旗、长城汽车、上汽通用、广汽、奇瑞、吉利、蔚来、理想、小鹏、集度、零跑、哪吒、广汽新能源等客户资源。2019 年起，公司新能源营收占比快速增长，从 19 年不到 1%，提升到 22H1 的 29.7%，较 21H1 提升 15.3pp，新能源客户加速开拓。

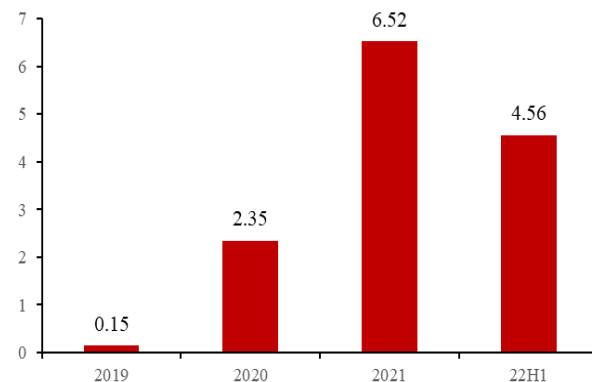
近期收到新能源客户项目定点，预计生命周期总金额 7.8 亿元。2023 年 3 月 13 日，公司发布公告于近期收到国内某知名新能源主机厂和大众汽车（安徽）有限公司的《定点通知函》，将为上述两大客户开发、生产乘用车门板总成产品。其中，新能源主机厂客户项目预计 2024 年开始，生命周期总金额为人民币 3.8 亿元左右；大众安徽的新能源汽车平台型项目预计 2025 年开始，生命周期总金额为人民币 4.0 亿元左右。此次项目定点是公司在原有新能源汽车客户的基础上，实现了公司新客户的再一次突破，彰显了公司在新能源乘用车内饰产品开发设计、技术能力、质量保证、生产保障能力受到主机厂的认可，有利于进一步推动公司获取更多的新能源乘用车内饰产品订单。

图 24：本部新能源营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：本部新能源营收（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

本部利润贡献上升，客户结构持续优化。随着新能源订单量产出货，公司实现本部利润占比不断提升，2022H1 本部扣非后净利润贡献 0.91 亿元，同比+82.9%，占比升至 53%，较 2021H1 提升 27.4pp，盈利能力明显增强，有望打破公司低估值桎梏。未来公司将基于多年技术积累与丰富的客户项目开发经验，主攻中高端品牌与新能源汽车配套市场，助力公司本部收入与利润持续较快增长。我们对公司的主要客户销量进行粗略估计，假设 2023-2025 年：一汽大众燃油车销量逐年下滑 3%，奔驰、宝马中高端车型叠加电动化销量逐年上涨 3%，捷豹路虎产品口碑不佳销量逐年下滑 2%，沃尔沃燃油车销量逐年下滑 2%，奇瑞出口叠加新能源销量逐年增长 20%，理想、特斯拉、蔚来、小鹏、哪吒、零跑等新能源客户销量增长迅速近三年 CAGR 为 128.5%，假设 2023-2025 年新能源客户合计销量分别增长 40%/ 30%/

20%。预计 2023-2025 年公司主要客户合计销量将分别增长 11.5%/ 11.5%/ 10.3%，形成“新能源+一汽+其他”的主要客户结构，减少单一客户依赖程度，增强抗风险能力。

表 8：公司主要客户销量预测（万辆）

客户	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一汽大众	216.2	185.8	182.4	176.9	171.6	166.4
奔驰	64.1	59.8	60.6	62.4	64.3	66.2
捷豹路虎	5.8	5.5	5.0	4.9	4.8	4.7
沃尔沃	17.9	17.2	16.2	15.9	15.6	15.2
宝马	77.7	84.6	79.2	81.6	84.0	86.5
奇瑞	73.0	96.2	123.3	147.9	177.5	213.0
新能源	27.8	71.5	107.6	150.7	195.8	235.0
总计	482.4	520.6	574.2	640.2	713.6	787.2
Yoy	12.1%	7.9%	10.3%	11.5%	11.5%	10.3%

数据来源：乘联会，中国汽车工业协会，公司官网，西南证券

通过联营平台的关联交易占比下降，新能源成为本部营收主力，预计 2025 年新能源营收占比提升至 47.37%。2020-2022H1 公司通过三大联营平台安通林、派格和格瑞纳的关联交易合计营收贡献逐步下降，分别占比 40.30%/ 35.79%/ 27.13%。从营收的角度看，公司本部收入对联营平台的依赖正在削弱，客户结构逐步优化。2019-2022H1，公司新能源客户业务营收占比提升迅速，从 2019 年的 0.8%提升至 2022H1 的 29.66%，已经成为本部营收的主要贡献板块。我们对公司主要客户收入占比进行预测，假设 2023-2025 年：三大联营平台的营收占比逐年下降 10%（上一年度占比的 10%，下同），一汽大众营收占比逐年下降 1%，奇瑞汽车营收占比逐年提升 5%，新能源客户营收占比逐年提升 10%。未来，随着新能源客户获取的大量新项目投产贡献增量，预计 2025 年新能源营收占比提升至 47.37%；公司 1996 年开始与奇瑞合作，近年来本部收入增长强劲和奇瑞汽车销量增长强劲有很大关系，2020 年占比超过 17%，随着奇瑞汽车销量及出口持续提升，预计 2025 年对奇瑞的营收占比将接近 22%；一汽-大众后续销量下滑、收入占比下降，预计 2025 年除去联营平台交易的营收占比将下降至 8%左右。

表 9：公司主要客户营收占比（联营平台包括一汽大众的贡献，新能源中包含部分奇瑞和一汽-大众的贡献）

客户	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E	2025E
安通林	32.18%	44.53%	25.92%	27.54%	22.66%	17.23%	16.37%	14.73%	13.26%	11.93%
派格	12.69%	12.01%	10.80%	12.64%	12.69%	9.79%	9.30%	8.37%	7.53%	6.78%
格瑞纳	-	-	0.09%	0.12%	0.45%	0.11%	0.10%	0.09%	0.08%	0.08%
三大联营平台合计	44.87%	56.54%	36.80%	40.30%	35.79%	27.13%	25.77%	23.19%	20.88%	18.79%
一汽-大众	14.24%	11.91%	11.15% (2019H1)	11.10%	-	-	8.64%	8.56%	8.47%	8.39%
奇瑞汽车	15.54%	9.28%	19.97% (2019H1)	17.10%	-	-	18.86%	19.80%	20.79%	21.83%
新能源 (理想、特斯拉、 奔驰、宝马等)	-	-	0.80%	10.60%	24.50%	29.66%	35.59%	39.15%	43.07%	47.37%

数据来源：公司可转债债券募集书，公司公告，西南证券

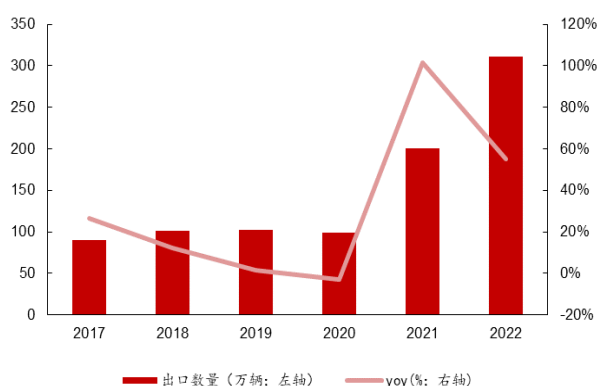
布局逐渐完善，加速开拓海外市场。公司目前已拥有常熟、长春、沈阳、北京、天津、芜湖、成都、佛山、余姚、上饶、宜宾、大连十二个生产基地，2022 年 9 月公告新增合肥工厂，10 月公告新增肇庆工厂，布局完善，产能持续提升，能够实现对主机厂的近距离服务、快速反应、及时沟通。为了满足公司新项目及未来发展的需求，公司新设大连基地，同时正在积极规划广东肇庆等基地的推进工作，积极开拓海外市场，上半年公司海外市场营收 4558 万元，同比+207.4%，已初显成效。随着国产汽车制造能力增强，自主品牌崛起，汽车产业“走出去”正在加速推进，出口呈现快速增长态势，2022 年共出口汽车 310.7 万辆，同比+55.1%；2021 年共出口汽车 200.3 万辆，同比+101.4%。凭借多年积累的技术优势与快速响应能力，未来公司出口有望持续快速增长，对应占比持续提升。

表 10：公司部分产能情况

公司	产能（万件）	产品
常熟汽饰	109.38	门板、衣帽架、天窗遮阳板、立柱和其他注塑件
芜湖长春	70.5	门板、仪表板、立柱
北京长春	64	仪表板、门板
天津常春	160	门内护板、仪表板、立柱
常熟长春	115.1	门内护板 5 万套，仪表板 10.70 万套，尾门 28.30 万套，立柱 21.50 万套，衣帽架 11.80 万套，侧围 21.50 万套，其他内饰件 16.3 万套
余姚长春	54.01	门内护板及总成 11 万套，仪表板、副仪表板及总成 27.50 万套，立柱及总成 15.51 万套
上饶常春	18.9	门内护板及总成 8.30 万套，仪表板及副仪表板 10.60 万套

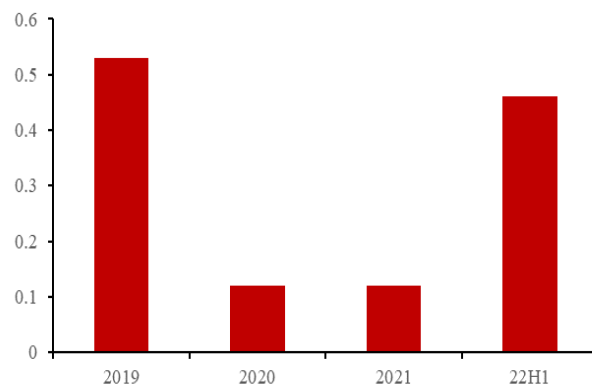
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：我国汽车出口数量（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 27：公司海外营收（亿元）

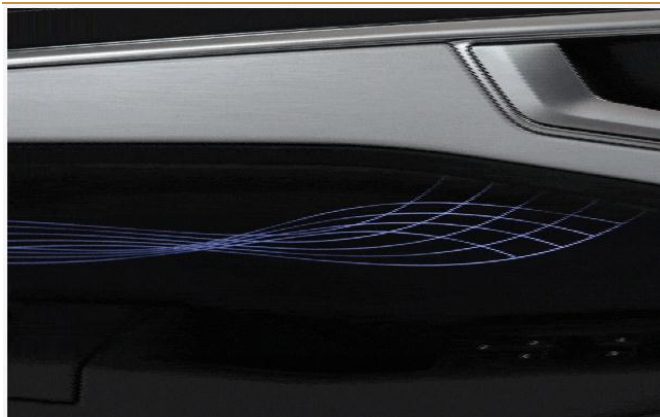


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 持续加快研发创新，产品升级带来 ASP 提升

持续加快研发创新。公司拥有国际化的研发设计团队，持续加大科技创新力度，截止 22 年 6 月拥有发明专利 16 项、实用新型专利 261 项、外观设计专利 4 项、软件著作权 45 项。公司还具有 2D 和 3D 的产品分析设计能力，运用 Catia、UG 等 3D 设计软件进行结构设计及 GD&T 工程图纸的绘制；根据客户对于产品性能的标准要求，进行参数化设计，运用软件进行 DMU 空间仿真校验；同时在设计过程中，运用 CAE 仿真软件，对产品数模进行结构刚性、耐久分析及碰撞等性能和可靠性分析；采用模流（MoldFlow）分析计算，保证产品满足

图 32：发光表皮



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 33：冷暖箱



数据来源：公司官网，西南证券整理

轻量化带来 ASP 提升。1)天然纤维复合材料:公司具备国内领先的一步法工艺生产线,较传统注塑件减重 20-30%,单车价值 3000-4000 元(普通门板 1000 元)。2)CFRT(连续纤维增强热塑性复合材料):用连续纤维替代金属件,减重 45-50%,可以用于门板、侧板、座椅钢底托等。3)微发泡工艺:较传统注塑件减重 5-25%,同时增加尺寸稳定性。4)塑料尾门:通过模块化和集成化的一体设计,能有效降低零件重量,提供更优的设计结构和品质,同时能降低 OEM 在线生产工时。5)RePET CORE:利用可回收 PET 发泡层作为填充芯材,能实现减重 40%,降低 59%的碳排放。6)免弱化工艺:采用 3DMesh 实现发泡层减重 50%以上,相对于分步弱化方案产品表面更优,工艺成本和投资成本更优,减少弱化设备投资。轻量化工艺符合国家双碳战略目标,公司通过开发运用相应工艺和新材料,有助于提升产品价值量。

图 34：天然纤维复合材料



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 35：CFRT 复合材料



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 36：微发泡工艺



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 37：塑料尾门



数据来源：公司官网，西南证券整理

与安通林深化合作，提升模块化供货能力。2023 年 2 月 7 日，常熟汽饰与安通林（中国）在常熟汽饰总部举行了商务战略合作签约仪式。双方在原有合资伙伴的基础上深度扩大商务合作范围，将安通林中国的照明、电子和人机交互（HMI）业务整合融入常熟汽饰的内饰零件，形成更完善的模块化供货能力。安通林作为全球汽车技术解决方案供应商，在为主机厂提供装饰表面、照明和电子的集成解决方案领域拥有丰富的经验。双方实现资源共享、优势互补、互利共赢，使一流的模块化供货能力成为服务于主机厂的核心竞争力，以此巩固双方在汽车内饰行业的核心供应商地位。

图 38：电子和人机交互内饰件示例



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 39：照明内饰件示例



数据来源：公司公告，西南证券整理

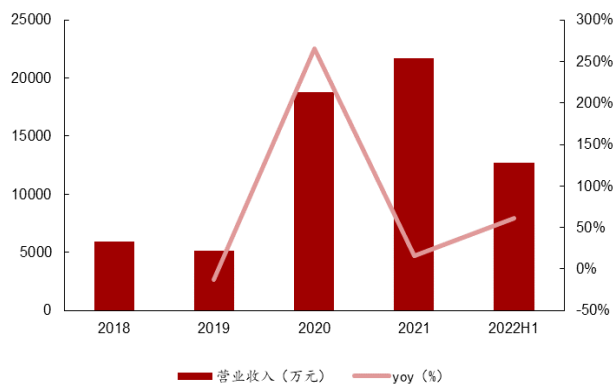
3.3 产业链延伸，成本控制能力增强

产业链延伸，服务体系拓展。（1）2017 年成立常源科技，19 年起主营汽车零部件模具生产。模具是零部件企业为特定车型设计、定制，用于生产特定汽车零部件所使用的工具，模具收入会随着配套车型增多而增长。19 年以来公司通过提高模具自给率，保证了产品质量和同步开发能力，降低维修和管理成本，有效提升盈利水平。常源科技 19-21 年营收 CAGR 为 105%，22H1 营收 1.3 亿元，同比+61.3%，保持快速增长，净利润 37.7 万元，亏损逐渐收窄并实现扭亏为盈。根据公司公告披露，公司本部及参股公司每年模具外包金额 3 亿元+，因此，随着本部与参股公司模具自制率持续提升，预计 22-24 年常源科技营收分别达 2.5、

3.6、4.3 亿元，参考可比公司宁波方正与瑞鹄模具，净利率有望达 5%+。综合来看，随着公司模具业务不断扩张，未来有望成为公司的另一利润增长来源，是公司的核心竞争力之一。

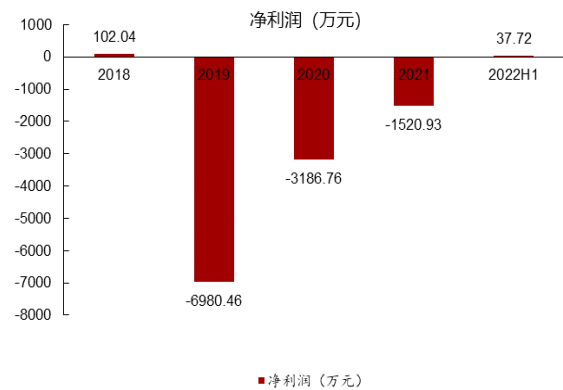
(2) 2020 年参股德国 WAY 公司 30% 股权，21 年持股比例增至 55%，并将其纳入合并报表。WAY 是一家服务于汽车行业的设计、项目管理、设计实施、服务为一体的技术研发及服务公司，拥有产品工程设计、项目管理、软件开发、制造工程设计、虚拟现实等能力，具有德国宝马、保时捷等供应商体系认证。双方优势互补，互派人员，公司直接进入了高端汽车品牌工程设计的全球招标范围，进一步提升了自主研发设计能力和智能座舱系统的开发能力。

图 40：常源科技营收（万元）



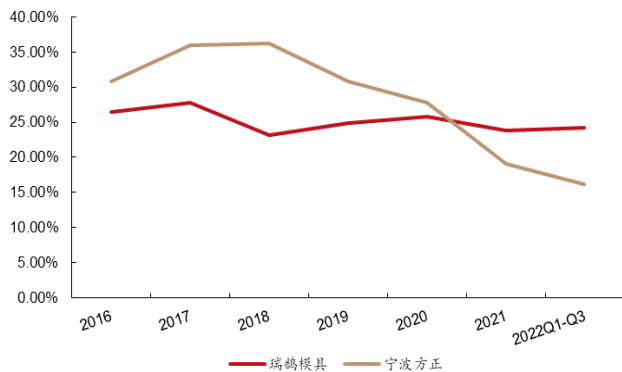
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：常源科技净利润（万元）



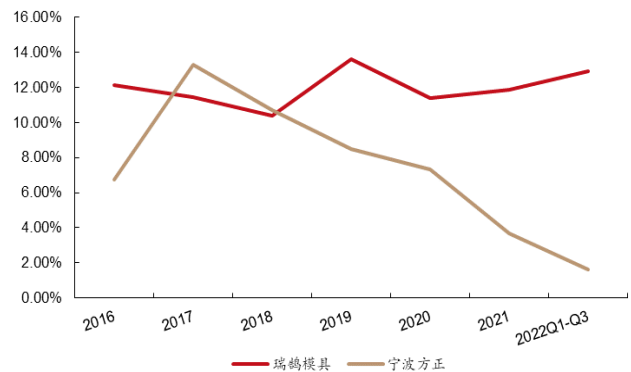
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：常源科技可比公司毛利率（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 43：常源科技可比公司净利率（%）



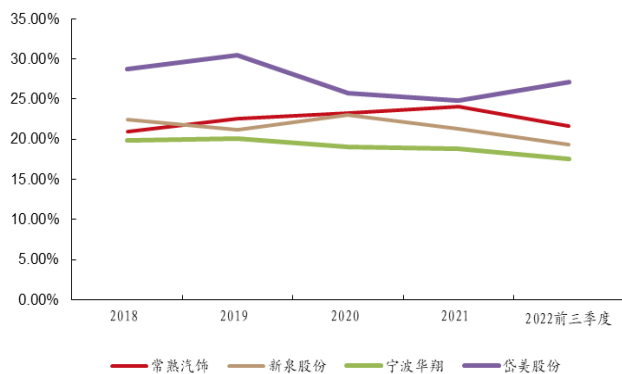
数据来源：Wind，西南证券整理

4 财务分析

4.1 盈利能力较好，净利率行业领先

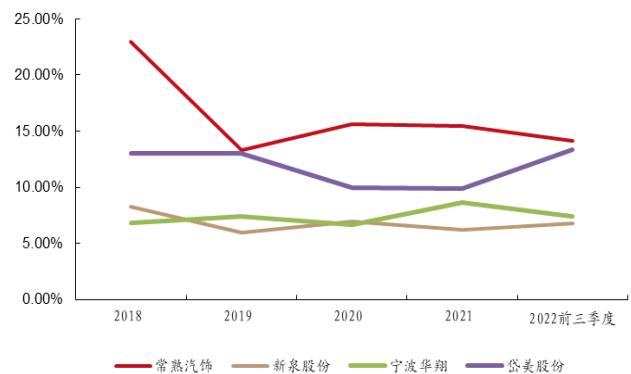
净利率行业领先。纵向来看，2018-2021 年公司毛利率缓慢上升，但最新 22 年前三季度毛利率下降至 21.6%，同比下降 2.32pp。横向来看，公司毛利率高于新泉股份和宁波华翔，低于岱美股份。但是得益于公司较好的费用管理能力，公司净利率一直处于行业较高水平，最新 22Q3 公司净利率为 14.2%。

图 44：公司与可比公司毛利率



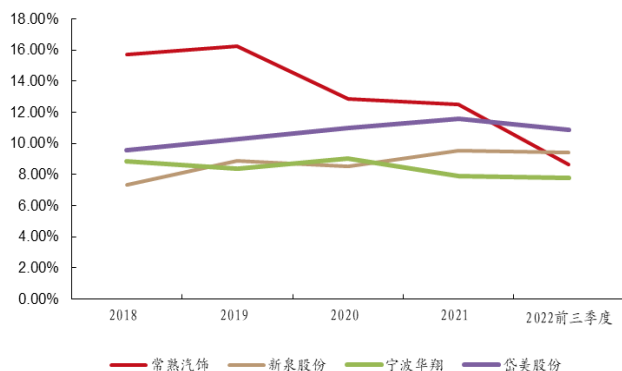
数据来源：WIND，西南证券整理

图 45：公司与可比公司净利率



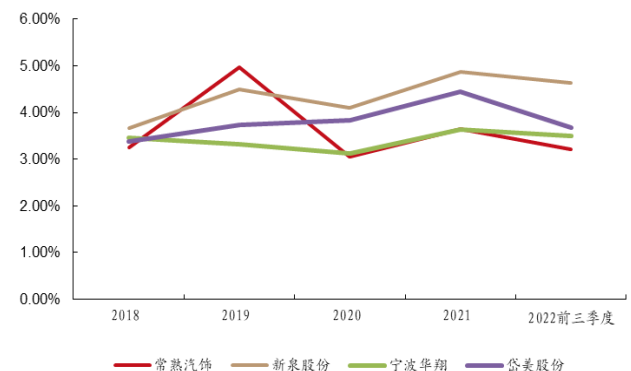
数据来源：WIND，西南证券整理

图 46：公司与可比公司管理费用率



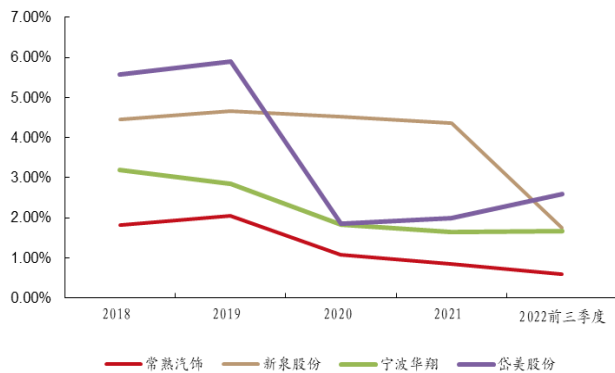
数据来源：WIND，西南证券整理

图 47：公司与可比公司研发费用率



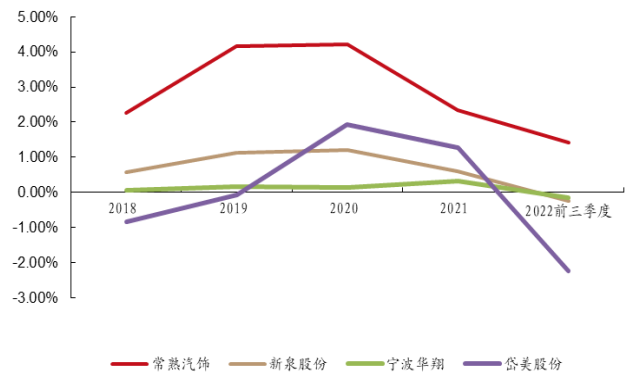
数据来源：WIND，西南证券整理

图 48：公司与可比公司销售费用率



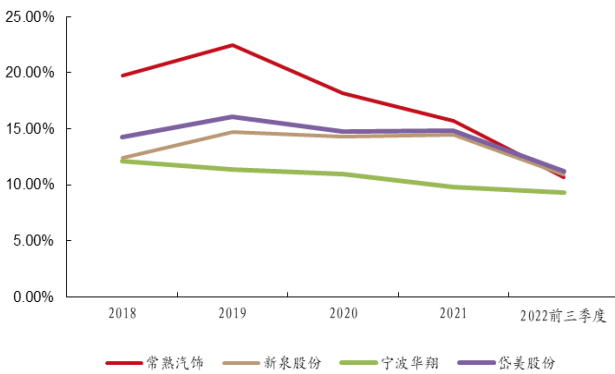
数据来源：WIND，西南证券整理

图 49：公司与可比公司财务费用率



数据来源：WIND，西南证券整理

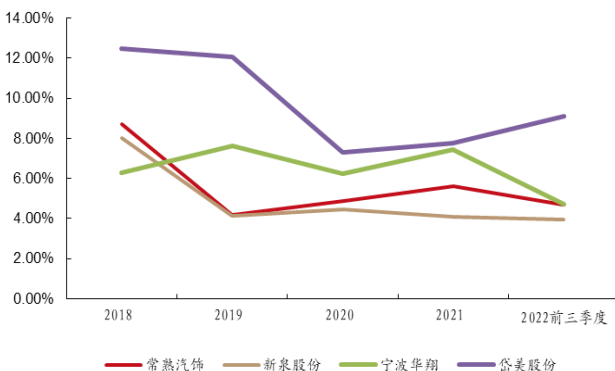
图 50：公司与可比公司期间费用率



数据来源：WIND，西南证券整理

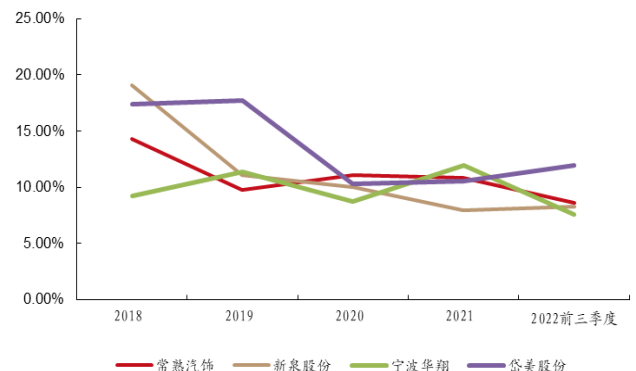
ROA/ROE 均处于行业中游水平。公司 ROE/ROA 与净利率走势基本一致，受益于公司净利率水平更高，公司 ROA、ROE 也持续处于行业中游水平，最新 2022 年前三季度公司 ROA、ROE 分别为 4.7%、8.6%。

图 51：公司与可比公司 ROA 走势



数据来源：WIND，西南证券整理

图 52：公司与可比公司 ROE（平均）走势

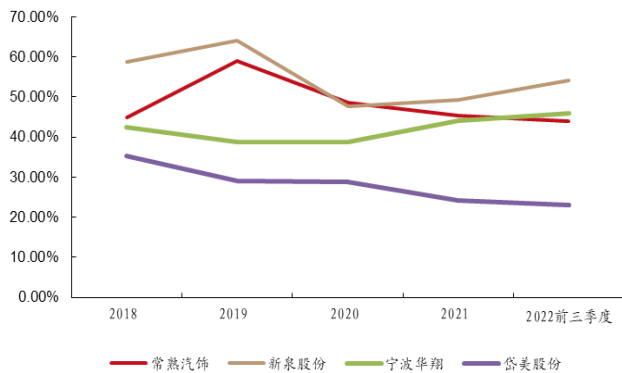


数据来源：WIND，西南证券整理

4.2 偿债能力相对较弱，存货资产变现能力较强

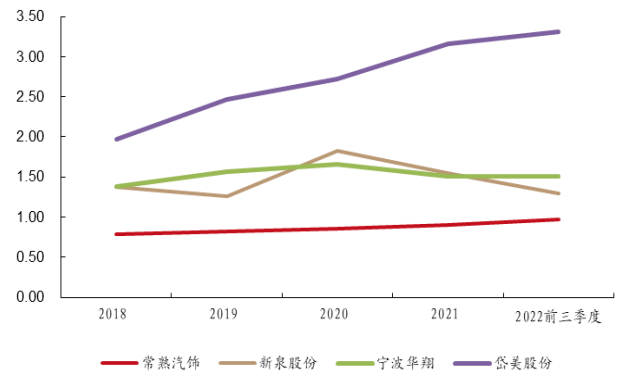
公司短/长期偿债能力相对较弱。公司资产负债率位于行业中游水平，流动比率位于行业较低水平，最新 22Q3 公司资产负债率/流动比率为 43.9%/0.97，说明公司偿债能力相对较弱。

图 53：公司与可比公司资产负债率走势



数据来源：WIND，西南证券整理

图 54：公司与可比公司流动比率走势

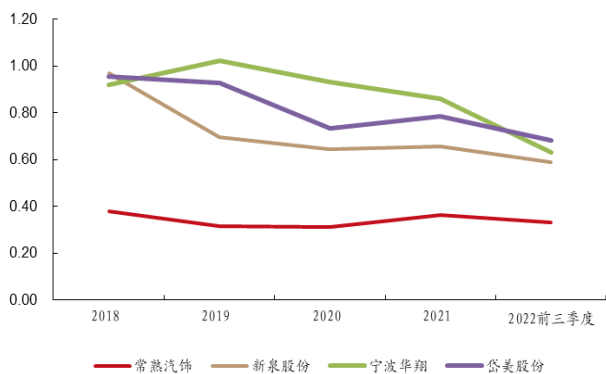


数据来源：WIND，西南证券整理

总资产周转率相对较差，存货周转率相对较好。2018 年-2022 前三季度，公司总资产周转率处于行业较低水平，2022 前三季度公司总资产周转率为 0.33 次，同比上升 0.08 次；公司存货周转率处于行业中游水平，最新 22 年前三季度公司存货周转率为 3.92 次，同比上升 0.71 次，表明企业存货资产变现能力较强。

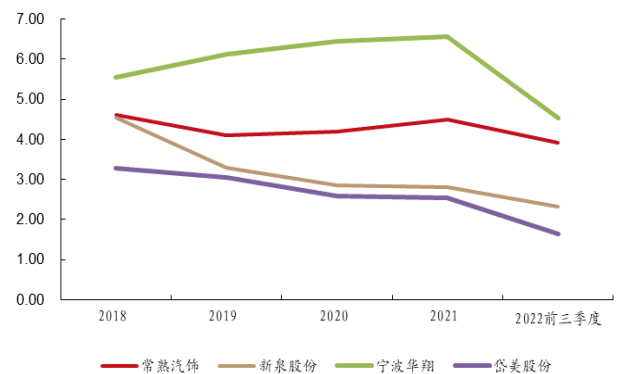
货币资金和经营性现金流相对稳定。2018-2022 前三季度，受限于公司经营规模，公司货币资金和经营性现金流处于行业较低水平，但公司经营情况稳定，波动较小相对健康。最新 22Q3 公司货币资金和经营性现金流分别为 4.51 亿元和 3.11 亿元。

图 55：公司与可比公司总资产周转率走势（次）



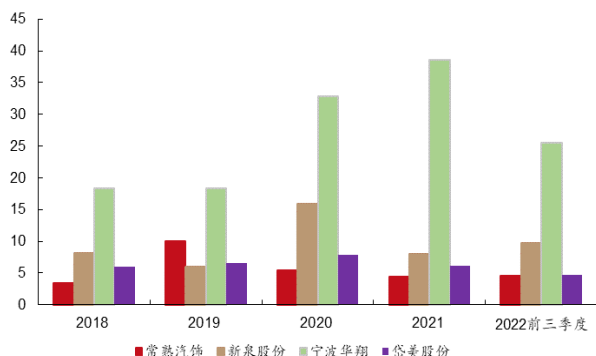
数据来源：WIND，西南证券整理

图 56：公司与可比公司存货周转率走势（次）



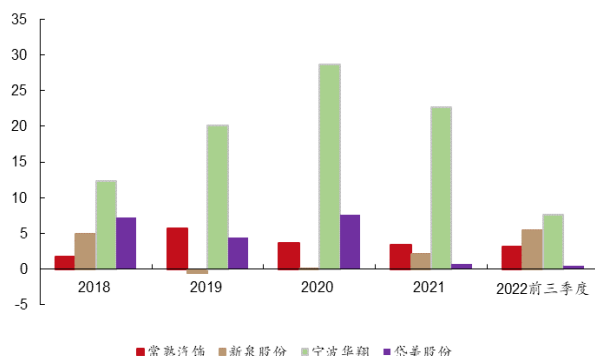
数据来源：WIND，西南证券整理

图 57：公司与可比公司货币现金情况（亿元）



数据来源：WIND，西南证券整理

图 58：公司与可比公司经营现金流净额情况（亿元）



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：预计 2022-2024 年除去天津常春生产基地的主要内饰件（门内护板、仪表板、天窗遮阳板、衣帽架）产品销量合计分别为 439.87/ 498.79/ 549.58 万件，主要内饰件合计单价分别为 2058/ 2120/ 2183 元/套；

假设 2：预计 2022-2024 年天津常春基地年产 160 万件汽车零部件项目及年产 35 万套水性漆产品和 100 万套汽车零部件项目合计产品销量分别为 74/ 177/ 236 万件；其中，汽车零部件产品单价分别为 600/ 618/ 637 元/套，水性漆产品单价 1200/ 1236/ 1273 元/套；

假设 3：常源科技主营汽车零部件模具生产，19 年以来公司通过提高模具自给率，营收保持快速增长，实现扭亏为盈。公司本部及参股公司每年模具外包金额 3 亿元+，预计 2022-2024 年模具及检具营收分别达 2.5/ 3.6/ 4.3 亿元，同比增长 17.1%/ 41.8%/ 19.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
汽车饰件合计	收入	23.38	32.52	42.58	50.83
	增速	21.66%	39.10%	30.94%	19.38%
模具及检具	收入	2.17	2.54	3.60	4.30
	增速	15.43%	17.07%	41.84%	19.44%
其他	收入	1.08	1.13	1.19	1.25
	增速	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	26.63	36.19	47.37	56.38
	增速	20.06%	35.92%	30.89%	19.03%
	毛利率	24.05%	22.76%	22.89%	22.66%

数据来源：公司公告，西南证券

随着电动化推进，公司新能源业务保持快速增长，新项目持续放量，智能座舱及轻量化业务提升公司 ASP。预计公司 2022-2024 年营业总收入分别为 36.19/ 47.37/ 56.38 亿元，增速分别为 35.92%/ 30.89%/ 19.03%，归母净利润分别为 5.50/ 6.76/ 7.78 亿元，增速分别为 30.87%/ 22.92%/ 15.09%。

5.2 相对估值

我们选取主营业务为汽车饰件的新泉股份、宁波华翔、岱美股份作为可比公司，2023 年三家公司平均 PE 为 17.96 倍，考虑到公司本部新能源业务营收快速增长，本部盈利占比显著提升，低估值桎梏有望打破，给予公司 2023 年 18 倍 PE，对应目标价 32.02 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值（截止 2023.03.27）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
603179.SH	新泉股份	39.56	0.76	0.97	1.53	2.15	52.05	40.78	25.86	18.40
002048.SZ	宁波华翔	14.53	2.02	1.51	1.78	-	7.19	9.62	8.16	-
603730.SH	岱美股份	16.84	0.57	0.70	0.85	1.09	29.54	24.08	19.85	15.45
平均值							29.60	24.83	17.96	16.92
603035.SH	常熟汽饰	18.12	1.11	1.45	1.78	2.05	16.38	12.52	10.18	8.85

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

（1）客户拓展不及预期的风险。若新客户开拓进度较慢，公司客户依赖度过高风险仍将存在，从而不利于分散公司经营风险；

（2）原材料价格波动风险。若原材料价格上涨，公司盈利存在被侵蚀的风险。

（3）投资收益金额较大以及波动的风险。公司投资收益主要来自于参股公司，如果参股公司的经营业绩出现不利变化，将影响公司的经营业绩。

（4）智能座舱业务开拓不及预期。若公司智能座舱业务进度缓慢将影响经营业绩增速。

（5）海外市场开拓不及预期的风险。公司海外市场面临着国际化的管理团队、研发技术团队缺失的风险。若拓展海外客户不及预期，将影响海外市场新业务的增长。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	26.63	36.19	47.37	56.38	净利润	4.11	5.50	6.76	7.78
营业成本	20.22	27.95	36.53	43.61	折旧与摊销	3.09	2.07	2.07	2.07
营业税金及附加	0.33	0.48	0.63	0.74	财务费用	0.62	0.07	0.06	0.06
销售费用	0.22	0.45	0.56	0.63	资产减值损失	-0.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	2.37	4.03	5.08	5.85	经营营运资本变动	-1.38	1.56	-0.06	0.29
财务费用	0.62	0.07	0.06	0.06	其他	-2.86	-2.87	-2.86	-3.03
资产减值损失	-0.18	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3.41	6.34	5.98	7.18
投资收益	2.71	2.83	2.95	3.09	资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.09	0.05	0.06	0.06	其他	-0.03	2.88	3.01	3.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-0.03	2.88	3.01	3.15
营业利润	4.59	6.07	7.53	8.64	短期借款	-3.14	-6.99	0.00	0.00
其他非经营损益	0.04	0.04	0.04	0.04	长期借款	0.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.63	6.12	7.57	8.68	股权融资	1.76	0.00	0.00	0.00
所得税	0.52	0.62	0.81	0.90	支付股利	-1.11	-1.29	-1.69	-2.07
净利润	4.11	5.50	6.76	7.78	其他	-1.94	-1.19	-0.06	-0.06
少数股东损益	-0.09	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-4.23	-9.47	-1.75	-2.14
归属母公司股东净利润	4.20	5.50	6.76	7.78	现金流量净额	-0.86	-0.25	7.24	8.19
资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4.43	4.17	11.41	19.60	成长能力				
应收和预付款项	10.05	13.33	17.35	20.81	销售收入增长率	20.06%	35.92%	30.89%	19.03%
存货	4.63	6.52	8.63	10.36	营业利润增长率	21.12%	32.27%	23.96%	14.76%
其他流动资产	5.25	3.02	3.65	4.15	净利润增长率	18.49%	33.84%	22.92%	15.09%
长期股权投资	20.05	20.05	20.05	20.05	EBITDA 增长率	10.69%	-1.04%	17.58%	11.50%
投资性房地产	1.01	1.01	1.01	1.01	获利能力				
固定资产和在建工程	20.51	19.08	17.65	16.23	毛利率	24.05%	22.76%	22.89%	22.66%
无形资产和开发支出	4.21	3.87	3.54	3.20	三费率	12.06%	12.59%	12.03%	11.60%
其他非流动资产	5.02	4.72	4.41	4.10	净利率	15.43%	15.20%	14.27%	13.80%
资产总计	75.15	75.79	87.69	99.50	ROE	9.99%	12.25%	13.53%	13.98%
短期借款	6.99	0.00	0.00	0.00	ROA	5.47%	7.26%	7.71%	7.82%
应付和预收款项	14.99	21.54	27.61	33.08	ROIC	17.87%	22.15%	29.63%	36.50%
长期借款	2.85	2.85	2.85	2.85	EBITDA/销售收入	31.19%	22.71%	20.40%	19.11%
其他负债	9.19	6.50	7.27	7.90	营运能力				
负债合计	34.02	30.89	37.72	43.83	总资产周转率	0.36	0.48	0.58	0.60
股本	3.61	3.80	3.80	3.80	固定资产周转率	1.35	1.93	2.73	3.54
资本公积	18.35	18.15	18.15	18.15	应收账款周转率	3.24	3.30	3.31	3.16
留存收益	18.60	22.81	27.89	33.59	存货周转率	4.37	4.73	4.62	4.44
归属母公司股东权益	41.01	44.77	49.84	55.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.53%	—	—	—
少数股东权益	0.13	0.13	0.13	0.13	资本结构				
股东权益合计	41.14	44.90	49.97	55.68	资产负债率	45.26%	40.76%	43.02%	44.05%
负债和股东权益合计	75.15	75.79	87.69	99.50	带息债务/总负债	34.37%	15.23%	12.47%	10.74%
					流动比率	0.90	1.13	1.33	1.48
					速动比率	0.73	0.85	1.05	1.20
					股利支付率	26.42%	23.45%	24.96%	26.66%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	8.31	8.22	9.66	10.78	每股收益	1.11	1.45	1.78	2.05
PE	16.38	12.52	10.18	8.85	每股净资产	10.79	11.78	13.12	14.62
PB	1.68	1.54	1.38	1.24	每股经营现金	0.90	1.67	1.57	1.89
PS	2.59	1.90	1.45	1.22	每股股利	0.29	0.34	0.44	0.55
EV/EBITDA	8.10	7.71	5.81	4.45					
股息率	1.61%	1.87%	2.45%	3.01%					

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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn