



买入 (首次)

所属行业: 汽车/汽车零部件
当前价格(元): 15.11

证券分析师

邓健全

资格编号: S0120523100001

邮箱: dengjq@tebon.com.cn

赵悦媛

资格编号: S0120523100002

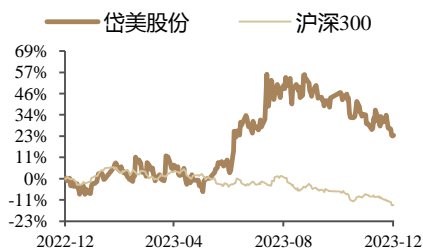
邮箱: zhaoyy5@tebon.com.cn

遮阳板业务居全球龙头地位，顶棚总成业务打开新成长空间

投资要点

- **深耕汽车内饰二十余载，顶棚总成业务进一步打开成长空间。**岱美股份深耕汽车内饰件领域二十余载，2022年公司遮阳板业务市占率全球第一。公司客户资源优质，其中包括宾利、奔驰、奥迪等知名整车厂商。近年来公司积极布局新能源客户，陆续进入特斯拉、Rivian、理想、蔚来、小鹏等国内外具有高成长潜力的新势力车企的供应商体系。
- **遮阳板业务市占率全球领先，头枕业务市占率稳中有升。**公司2022年遮阳板业务全球市场份额达45.88%，市占率逐年稳步提升，在该细分市场的市场地位居全球第一，具备较强竞争优势。公司在2018年完成对Motus旗下的汽车遮阳板业务以及资产的收购，扩大了公司客户体系的覆盖面，新增欧美系豪华品牌和日系品牌车企客户。公司已在遮阳板领域建立了强大的客户关系网络，为拓展头枕业务提供了独特的优势。2022年公司头枕产品全球市占率为4.34%。
- **顶棚总成业务提升单车价值量，打开成长新空间。**公司2023年发行可转债9.08亿元用于墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目、年产70万套顶棚产品建设等项目，主要生产汽车顶棚系统集成产品和汽车顶棚产品，其中汽车顶棚系统集成产品主要用于新能源汽车，其产品单品价值量及相对毛利率较配套传统车型的内饰件产品高，有望进一步提升公司整体毛利率水平。公司产品集成度得到提升，实现从单个零部件供货向总成类零部件供货的转变。
- **盈利预测：**随着公司顶棚总成等新产品产能逐步落地，公司业绩有望再上一个台阶。我们预计公司2023-2025年归母净利润7.6/9.5/11.8亿元，对应EPS为0.60/0.75/0.93元，对应当前股价PE为25.2、20.2、16.3倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期、公司产能建设进展不及预期、公司项目拓展不及预期等。

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.26	-14.00	-15.63
相对涨幅(%)	-1.61	-5.92	-4.60

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

股票数据

总股本(百万股):	1,271.35
流通A股(百万股):	1,271.35
52周内股价区间(元):	11.24-19.14
总市值(百万元):	19,210.09
总资产(百万元):	7,246.24
每股净资产(元):	3.46

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,209	5,146	6,129	7,473	8,838
(+/-)YOY(%)	6.5%	22.3%	19.1%	21.9%	18.3%
净利润(百万元)	416	570	762	951	1,178
(+/-)YOY(%)	5.8%	37.0%	33.8%	24.7%	23.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.33	0.45	0.60	0.75	0.93
毛利率(%)	24.8%	23.1%	27.7%	27.5%	27.9%
净资产收益率(%)	10.4%	13.4%	16.4%	16.9%	17.3%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 遮阳板业务细分赛道龙头，市占率全球领先	5
1.1. 遮阳板业务居全球龙头地位，横向拓展新产品	5
1.2. 业绩稳健增长，客户资源优质丰富	6
2. 遮阳板业务市占率领先，头枕业务市占率稳中有升	10
2.1. 海外布局深远，具有先发优势	10
2.2. 公司并购 Motus 后，遮阳板业务稳固全球第一	11
2.3. 头枕业务市占率较低，业务空间广阔	12
3. 顶棚总成业务提升单车价值量，打开成长新空间	13
3.1. 积极拓展产品品类，加速实现新能源汽车内饰配套	13
3.2. 募投扩产顶棚内饰项目，目前已获定点	13
4. 盈利预测与投资建议	15
4.1. 盈利预测	15
4.2. 相对估值	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1: 公司深耕汽车内饰件领域二十年	5
图 2: 公司主营产品包括遮阳板、头枕、顶棚中控、座椅等	5
图 3: 2022 年遮阳板主营业务收入占比为 72.31%	6
图 4: 2022 年顶棚中控业务毛利率有所回升	6
图 5: 2013-2022 年公司营收 CAGR 为 13%	7
图 6: 2022 年公司归母净利润同比增速为 36.95%	7
图 7: 2023H1 公司净利率为 11.77%	7
图 8: 2022 年公司四费率为 10.79%	7
图 9: 截至 2023 年 9 月 30 日, 岱美股份股权高度集中	7
图 10: 公司业务拓展历程	8
图 11: 2022 年特斯拉新增成为公司第五大客户	8
图 12: 公司体系涵盖国内外知名车企	8
图 13: 公司境外销售额占比提升	10
图 14: 公司构建全球业务体系, 在中国、墨西哥、法国、美国设有生产基地	10
图 15: 2022 年子公司岱美墨西哥内饰营收 30.37 亿元	11
图 16: 2022 年公司遮阳板全球市占率达 45.88%	12
图 17: 2022 年遮阳板销量稳步回升	12
图 18: 2022 年头枕全球市占率为 4.34%	12
图 19: 2022 年公司头枕销量回升	12
图 20: 2022 年公司头枕业务毛利率为 29.13%	12
图 21: 公司顶棚中控业务全球市占率逐年提升	13
图 22: 2022 年公司顶棚中控业务产能利用率为 93.81%	13
表 1: 公司主营产品名称及主要用途	5
表 2: 行业竞争格局及市场集中度情况	11
表 3: 遮阳板业务国内主要竞争公司及基本情况	11
表 4: 汽车顶棚系统集成产品单车价值量达 4000 元	13
表 5: 2023 年公司公告公开发行可转债公开募集资金 9.08 亿元, 用于生产汽车顶棚、汽车顶棚系统集成产品	13
表 6: 公司可转债项目达产后预计营业收入	14
表 7: 分业务盈利预测	15

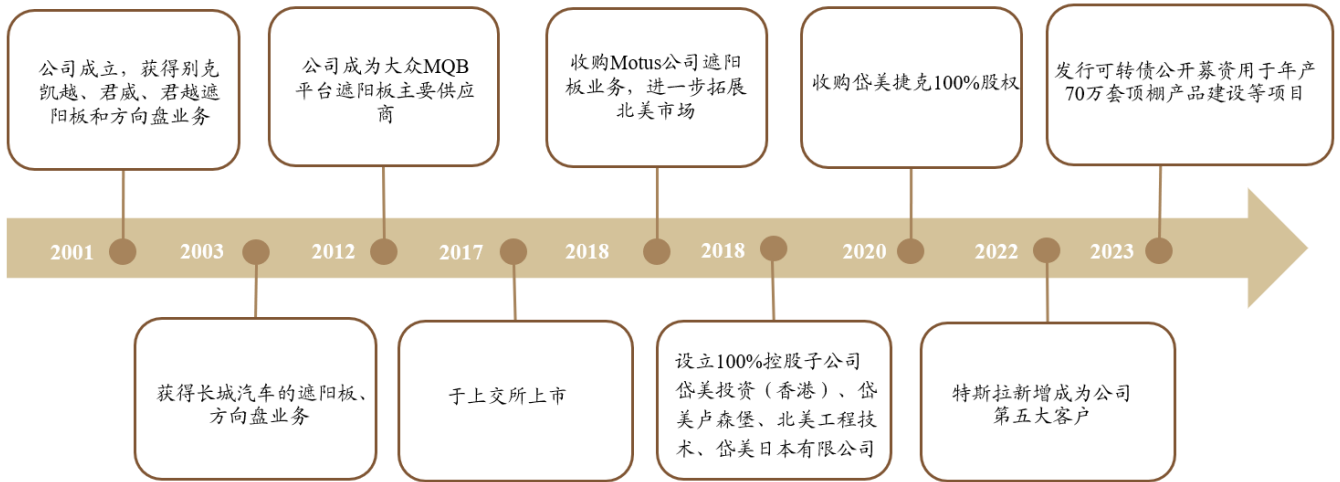
表 8: 可比公司估值截止 (12 月 7 日收盘) 15

1. 遮阳板业务细分赛道龙头，市占率全球领先

1.1. 遮阳板业务居全球龙头地位，横向拓展新产品

公司深耕汽车内饰件领域，遮阳板业务市占率全球领先。上海岱美汽车内饰件有限公司成立于2001年，于2008年完成股份改制，2017年在上交所上市。2018年公司收购Motus遮阳板业务，公司传统主营产品包括遮阳板、头枕、顶棚中央控制器和座椅等，目前公司以遮阳板业务为核心，不断拓展新产品，推动公司产品从遮阳板等单个局部的汽车内饰件扩展到整个顶棚系统集成产品。

图 1：公司深耕汽车内饰件领域二十年



资料来源：公司可转债募集说明书、公司招股说明书、德邦研究所





图 2：公司主营产品包括遮阳板、头枕、顶棚中控、座椅等



资料来源：公司官网、德邦研究所

表 1：公司主营产品名称及主要用途

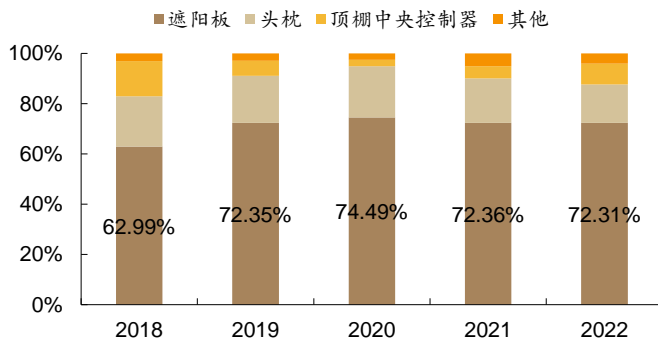
产品名称	主要用途	产品图片
------	------	------

遮阳板	调整阳光对眼睛的照射度，避免阳光干扰驾驶判断从而减少交通事故发生，同时也能避免阳光直射汽车内部，具有较好的降温作用，并对仪表盘、真皮座椅起到保护作用	
头枕	主要起到辅助保持乘客舒适性和安全性的作用。当车辆碰撞所产生的外部冲击力对脆弱的颈部造成挤压时，头枕可大大减少和降低由此对颈部造成的伤害，有助于保护乘客的颈部安全	
顶棚中央控制器	除具备阅读照明等基本功能以外，根据车型和配置不同，还可选择性附加天窗遥控启动、接听免提电话、车库门遥控启动、防盗报警等功能	
座椅	满足基本的乘载功能，在交通事故发生时承担对车辆乘客的保护作用	

资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

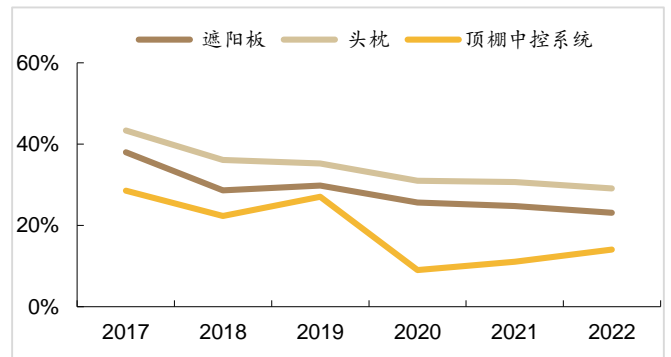
遮阳板业务为公司贡献主要收入，2018-2022 年主营业务收入占比从 62.99% 提升至 72.31%。2022 年公司遮阳板实现营收 36.6 亿元，主营业务收入占比 72.31%，为公司营收主要来源；头枕和顶棚中控业务主营业务收入占比分别为 15.4%/8.21%。从盈利能力上看，公司头枕业务毛利率最高，其次为遮阳板业务，2022 年公司头枕/遮阳板/顶棚中控系统毛利率分别为 29.13%/23.17%/14.12%。

图 3：2022 年遮阳板主营业务收入占比为 72.31%



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 4：2022 年顶棚中控业务毛利率有所回升

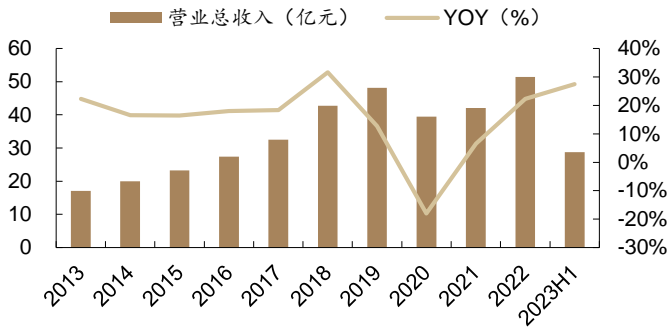


资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

1.2. 业绩稳健增长，客户资源优质丰富

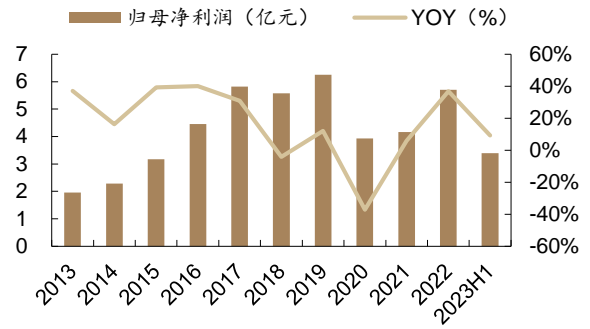
公司业绩稳健增长，2013-2022 年公司营收 CAGR 为 13%。2022 年公司营收及归母净利润同比分别为 +22.27%/+36.95%。2013-2022 年总营业收入从 17.13 亿元提升至 51.46 亿元。其中，2020 年受全球疫情的影响，公司营收同比 -18.01%，归母净利润同比 -37.13%。伴随全球疫情好转，公司业绩稳步回升。2022 年营收及归母净利润分别为 51.46 亿元/5.70 亿元。2023H1 公司实现营收 28.79 亿元，同比 +27.47%；实现归母净利润 3.39 亿元，同比 +9.24%。

图 5：2013-2022 年公司营收 CAGR 为 13%



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

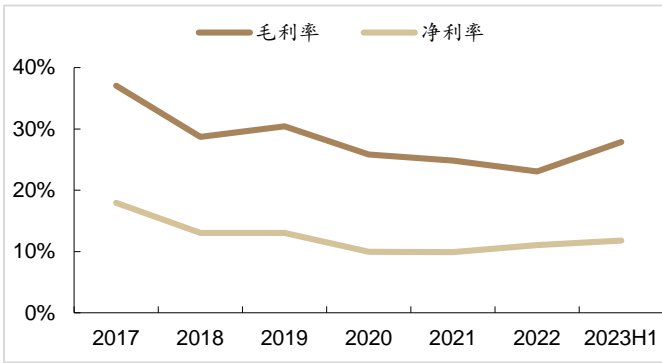
图 6：2022 年公司归母净利润同比增速为 36.95%



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

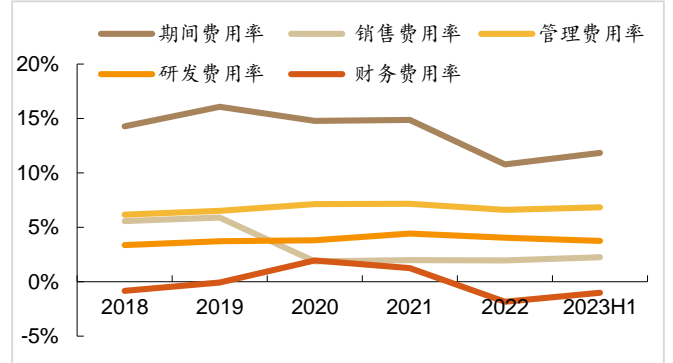
2022 年公司净利率有所回升。2022 年公司毛利率/净利率 23.05%/11.07%，同比-1.78pct/+1.18pct。2022 年公司期间费用率为 10.79%，同比-4.09pct，主要系公司汇兑收益增加，财务费用降低。2023H1 公司净利率/毛利率分别为 11.77%/27.85%。

图 7：2023H1 公司净利率为 11.77%



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

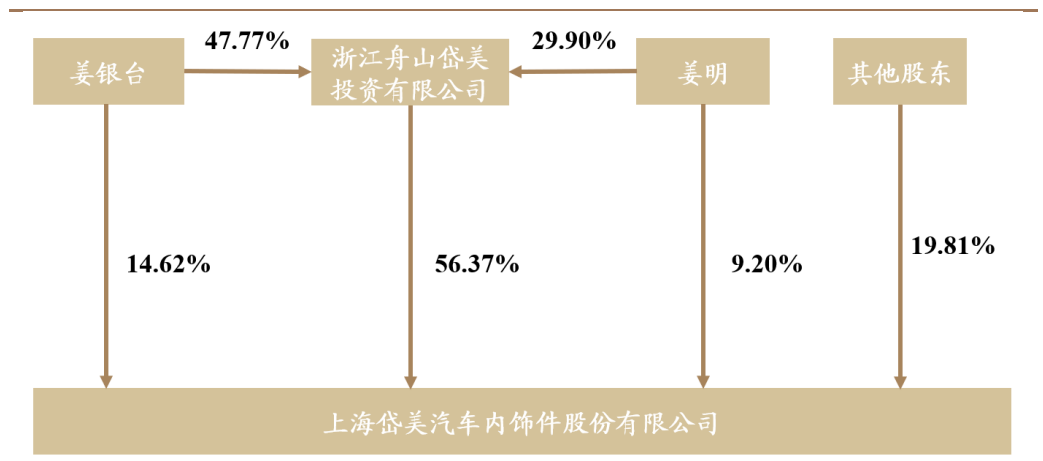
图 8：2022 年公司四费率为 10.79%



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

公司股权结构高度集中，截至 2023 年 9 月 30 日，姜氏父子所持股权比例合计 80.78%。岱美投资持有公司 56.37% 的总股本，是公司的控股股东。姜银台先生与姜明先生父子二人为公司的实际控制人。

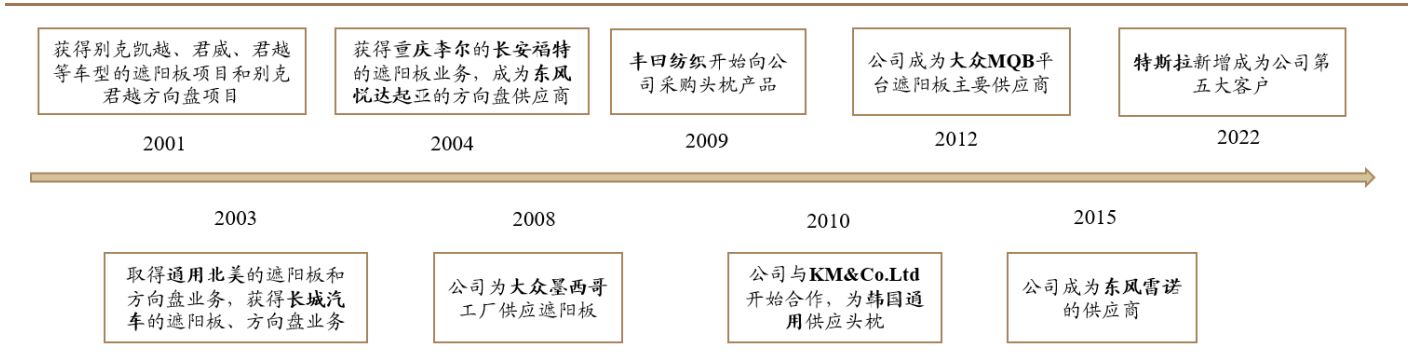
图 9：截至 2023 年 9 月 30 日，岱美股份股权高度集中



资料来源：同花顺 iFind、公司可转债募集说明书、公司公告、德邦研究所

公司汽车内饰件领域深耕二十年，客户资源优质。2001年公司陆续获得了别克凯越、君威、君越等车型的遮阳板项目和别克君越方向盘项目。2003年获得长城汽车的遮阳板、方向盘业务，并取得通用北美的遮阳板和方向盘业务，2004年获得重庆李尔的长安福特的遮阳板业务，成为东风悦达起亚的方向盘供应商，2009年成为大众MQB平台遮阳板主要供应商，2012年成为大众MQB平台遮阳板主要供应商，2018年收购 Motus 公司遮阳板业务板块，2022年特斯拉新增成为第五大客户。

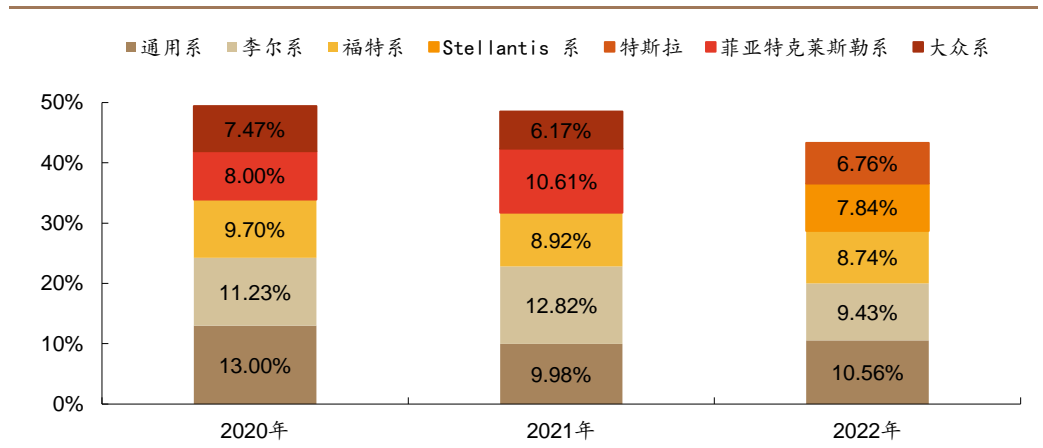
图 10：公司业务拓展历程



资料来源：公司招股说明书、公司可转债募集说明书、德邦研究所

2022年特斯拉跻身成为公司第五大客户。2022年公司前五大客户占营业收入比例有所下降，通用系/李尔系/福特系/Stellantis系/特斯拉分别占比10.56%/9.43%/8.74%/7.84%/6.76%。

图 11：2022年特斯拉新增成为公司第五大客户



资料来源：公司可转债募集说明书、德邦研究所

公司紧随新能源汽车的发展趋势，持续优化客户结构。公司客户体系涵盖国内外众多知名整车企业，如宾利、保时捷、奔驰、宝马、奥迪、通用、福特、菲亚特克莱斯勒、大众、特斯拉等全球主要整车厂商和上汽、一汽、蔚来、小鹏、理想等国内主要整车厂商，以及麦格纳、李尔、佛吉亚等全球著名汽车零部件一级供应商。公司积极布局新能源客户，在原有客户体系的基础之上，进入了特斯拉、Rivian、理想、蔚来、小鹏等国内外具有高成长潜力的新势力车企的供应商体系。

图 12：公司体系涵盖国内外知名车企



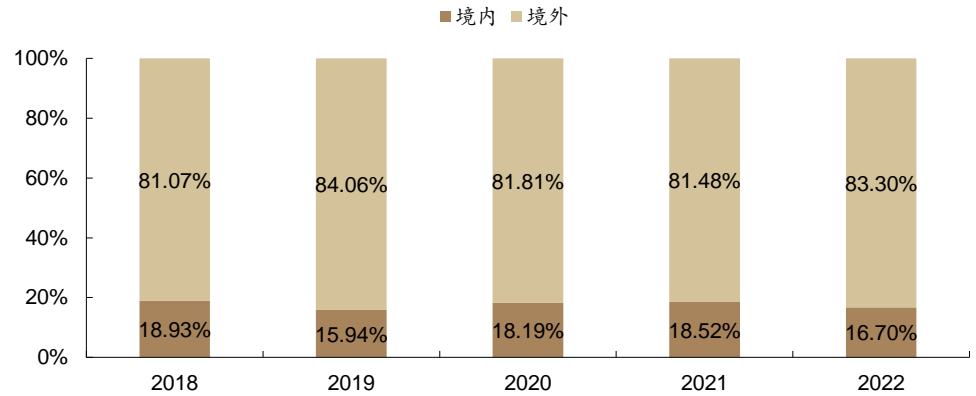
资料来源：公司官网、各车企官网、德邦研究所

2. 遮阳板业务市占率领先，头枕业务市占率稳中有升

2.1. 海外布局深远，具有先发优势

2022年公司境外营业收入额为42.1亿元，占主营业务收入的比例高达83.3%。公司连续五年境外销售额占比达80%以上，公司外销地区主要为北美、欧洲以及亚太地区。

图 13：公司境外销售额占比提升



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

公司2018年完成对Motus的收购，全球化运营更进一步。Motus是美国知名汽车零部件企业，在收购前Motus的汽车遮阳板业务在2017年全球乘用车市场领域的份额位居第二。公司在2018年完成对Motus旗下的汽车遮阳板业务以及资产的收购，公司向其购买的遮阳板资产主要是墨西哥工厂和法国工厂，扩大了公司客户体系的覆盖面，新增欧美系豪华品牌和日系品牌车企客户，公司全球化运营更进一步。

图 14：公司构建全球业务体系，在中国、墨西哥、法国、美国设有生产基地



生产基地

中国：
上海浦东：公司总部，主要生产汽车遮阳板总成，方向盘总成，座椅头枕总成和顶棚阅读灯控制盒总成。
浙江舟山：主要生产整车座椅和遮阳板，方向盘，座椅头枕的零部件。
天津：主要生产整车座椅。
法国、墨西哥、美国

海外分公司

美国底特律，德国汉堡，韩国仁川，为该区域的客户提供技术，项目开发，质量和物流的支持和服务。

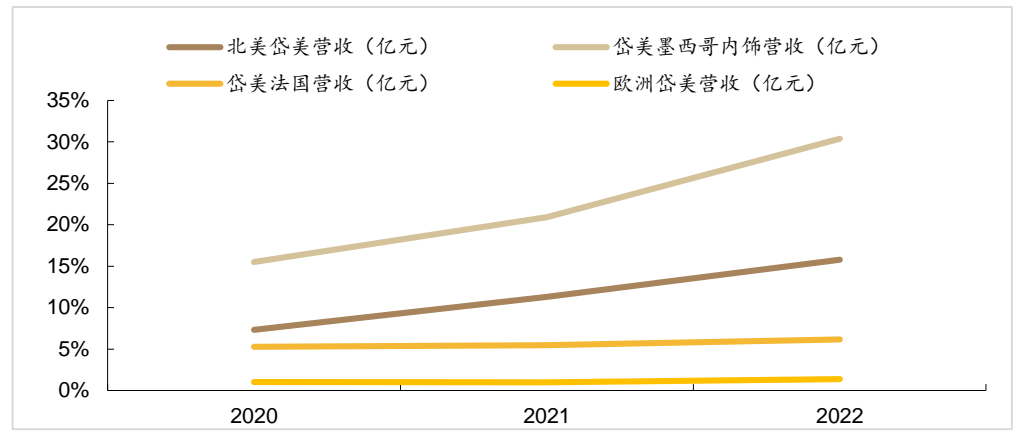
业务网络

北美：美国，加拿大，墨西哥
欧洲：德国，英国，西班牙，法国，瑞典，波兰，土耳其，俄罗斯，乌兹别克斯坦，捷克
亚洲：中国，日本，韩国，印度，泰国
南美洲：巴西
大洋洲：澳大利亚

资料来源：公司官网、德邦研究所

公司已构建覆盖 18 个国家的全球性营销和服务网络，形成北美、欧洲、亚洲等生产基地的全覆盖。公司已在美国、法国、墨西哥等地建立起生产基地，并先后在美国底特律、德国汉堡、韩国仁川、墨西哥锡劳、日本横滨等主要客户所在地区设立全资子公司。建立全球化的销售服务网络，从而进一步降低运输成本、报关费用以及地缘政治贸易摩擦带来的影响。2022 年公司海外子公司岱美墨西哥内饰/北美岱美/岱美法国/欧洲岱美的营收分别为 30.37/15.76/6.16/1.35 亿元。子公司岱美墨西哥内饰营收快速增长，营收同比+45.34%。

图 15：2022 年子公司岱美墨西哥内饰营收 30.37 亿元



资料来源：公司公告、德邦研究所

2.2. 公司并购 Motus 后，遮阳板业务稳固全球第一

根据公司公告，遮阳板业务目前总体市场规模超 16 亿美元，2028 年有望达到 23 亿美元的规模。全球主要市场参与者还有安通林、伟世通、KASAI KOGYO、KyowaSangyo、Hayashi、HOWA TEXTILE 等。2018 年公司收购 Motus，进一步巩固遮阳板业务全球龙头地位，公司购买的遮阳板资产主要为墨西哥工厂和法国工厂，公司全球化运营更进一步。

表 2：行业竞争格局及市场集中度情况

项目	总体市场规模	主要市场参与者
遮阳板	目前超过 16 亿美元；2028 年有望达到 23 亿美元的规模	岱美股份、安通林、伟世通、KASAI KOGYO、KyowaSangyo、Hayashi、HOWA TEXTILE 等
头枕	目前超过 36 亿美元；2028 年有望达到 46 亿美元的规模	安道拓、李尔、继峰股份、弗吉亚、丰田纺织、株式会社泰极爱思、Tesca 集团、岱美股份等
顶棚中央控制器	目前超过 99 亿美元；2027 年有望达到 144 亿美元的规模	安通林、延锋、IAC 集团、麦格纳、小島冲压工业、印度 LS Automotive、岱美股份等

资料来源：公司可转债募集说明书、德邦研究所

遮阳板领域国内竞争对手规模相对较小。国内从事遮阳板业务的公司主要有：天津华丰汽车装饰有限公司、东风伟世通（十堰）汽车饰件系统有限公司、上海凡峨汽车内饰件制品有限公司等。

表 3：遮阳板业务国内主要竞争公司及基本情况

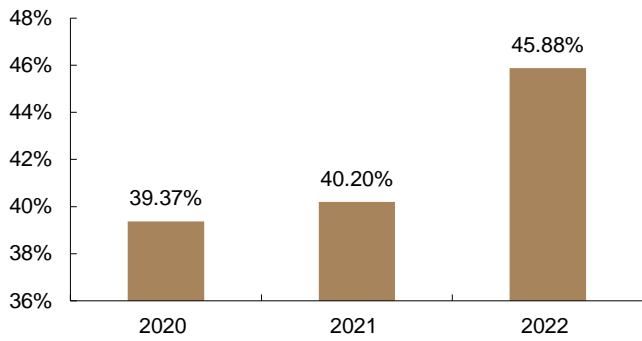
公司名称	基本情况
天津华丰汽车装饰有限公司	成立于 1995 年，由长春富维-江森自控汽车饰件系统有限公司、丰田纺织株式会社、丰田通商株式会社出资组建，主要从事研究、开发、生产和销售各种汽车的座椅、装饰件、零部件
东风伟世通（十堰）汽车饰件系统有限公司	成立于 2005 年，由延锋伟世通投资有限公司、东风电子科技股份有限公司出资组建，从事汽车饰件系统和主要零部件的开发、设计、生产、销售并提供售后服务
上海凡峨汽车内饰件制品有限公司	成立于 1995 年，由韩国 SEHAN 株式会社、韩国东沈技研株式会社共同出资组建，从事汽车内饰件的专业设计和生产

资料来源：公司招股说明书、公司可转债募集说明书、德邦研究所

公司 2022 年遮阳板业务占全球市场份额达 45.88%，并且市占率逐年稳定升高。2022 年公司在该细分市场的市场地位居全球第一，具有很大的竞争优势。2022

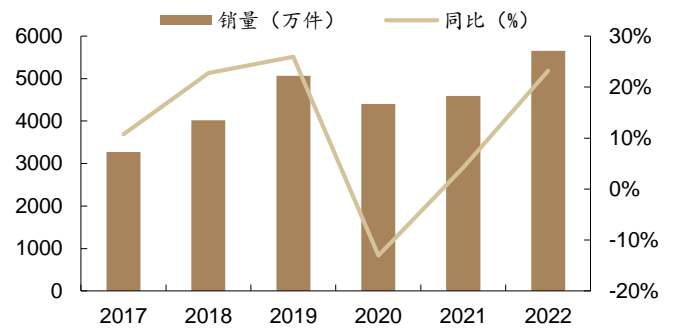
年公司遮阳板销量达 5652 万件，同比增长 23.2%。

图 16：2022 年公司遮阳板全球市占率达 45.88%



资料来源：公司可转债募集说明书、德邦研究所

图 17：2022 年遮阳板销量稳步回升

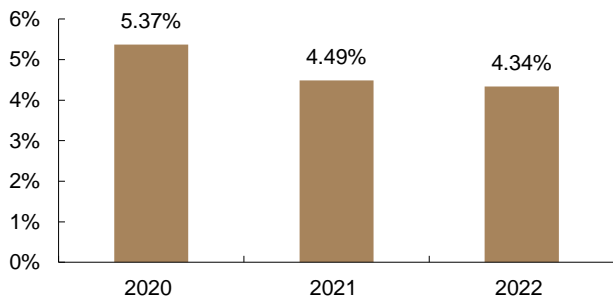


资料来源：公司年报、德邦研究所

2.3. 头枕业务市占率较低，业务空间广阔

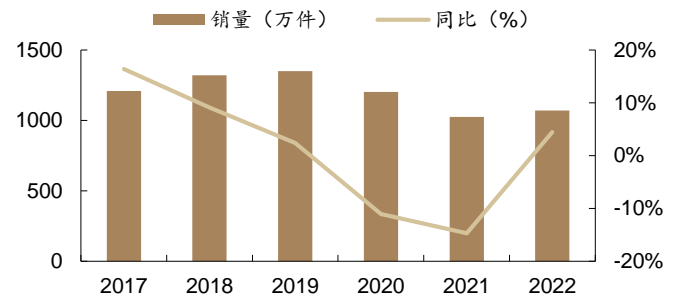
2022 年公司头枕产品销量为 1070.31 万件，同比+4.45%。2022 年公司头枕业务全球市占率为 4.34%，全球市占率较低，有较大的提升空间。公司已在遮阳板领域建立了强大的客户关系网络，这为拓展头枕业务提供了较大的优势。

图 18：2022 年头枕全球市占率为 4.34%



资料来源：公司可转债募集说明书、德邦研究所

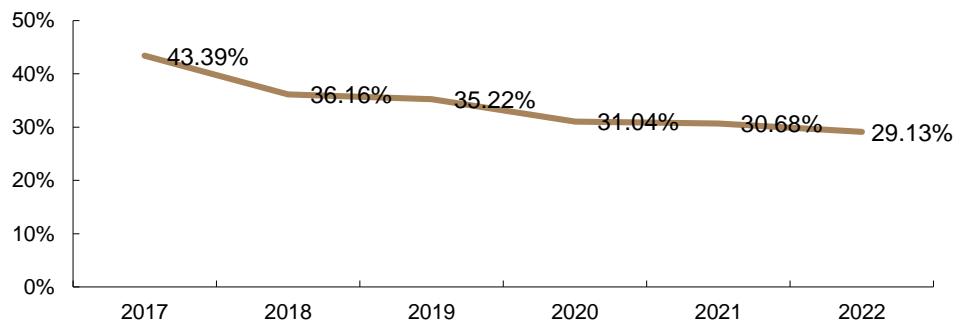
图 19：2022 年公司头枕销量回升



资料来源：公司年报、德邦研究所

据公司公告，头枕业务总体市场规模目前超过 36 亿美元，2028 年有望达到 46 亿美元的规模。2022 年公司头枕业务毛利率为 29.13%。主要市场参与者还包括安道拓、李尔、继峰股份、弗吉亚、丰田纺织、株式会社泰极爱思、Tesca 集团等。头枕业务将是公司未来业务发展的主要方向之一。

图 20：2022 年公司头枕业务毛利率为 29.13%



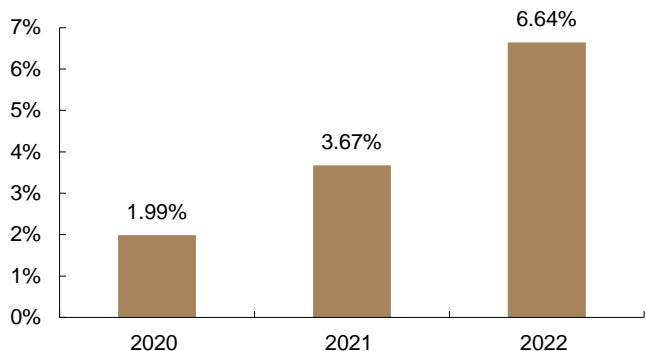
资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

3. 顶棚总成业务提升单车价值量，打开成长新空间

3.1. 积极拓展产品品类，加速实现新能源汽车内饰配套

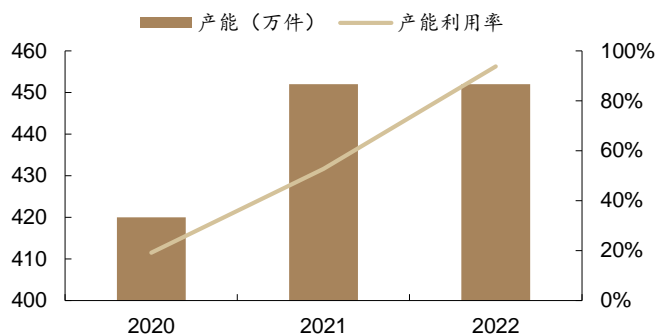
2022 年公司顶棚中控业务全球市占率为 6.64%，产能利用率为 93.81%。据公司公告，顶棚中央控制器目前总体市场规模超过 99 亿美元，2027 年有望达到 144 亿美元的规模。公司顶棚中控业务的全球市占率较低，有较大成长空间。汽车顶棚产品安装于汽车内部天花板，用于覆盖汽车天花板内层表面，具有隔热、保温、隔音等功能。公司产品集成度得到提升，实现从单个零部件供货向总成类零部件供货的转变。2023 年公司可转债募投项目产品配套于新能源车型，其产品单品价值量及相对毛利率较配套传统车型的内饰件产品高，有望进一步提升公司整体毛利率水平。

图 21：公司顶棚中控业务全球市占率逐年提升



资料来源：公司可转债募集说明书、德邦研究所

图 22：2022 年公司顶棚中控业务产能利用率为 93.81%



资料来源：公司可转债募集说明书、德邦研究所

公司拓展汽车顶棚集成产品，大幅度提升单车 ASP。据公司招股说明书，汽车遮阳板单车价值量为 80-120 元，头枕单车价值量为 240-320 元，顶棚中央控制器单车价值量为 50-80 元。2023 年公司募投项目产品汽车顶棚产品及汽车顶棚总成产品估算单车价值量分别为 700 元/4000 元，较大程度上提升公司产品单车价值量，在未来将会有较大的利润空间。

表 4：汽车顶棚系统集成产品单车价值量达 4000 元

产品名称	估算单价 (元)	单车配套件数	单车配套价值量 (元)
遮阳板	40-60	2	80-120
头枕	60-80	4	240-320
顶棚中央控制器	50-80	1	50-80
汽车顶棚产品	700	1	700
汽车顶棚系统集成产品	4000	1	4000

资料来源：公司招股说明书、公司可转债募集说明书、德邦研究所

3.2. 募投扩产顶棚内饰项目，目前已获定点

公司顺应汽车业发展趋势，募资拓展新能源项目。2023 年 8 月 8 日，公司公告公开发行可转债公开募集资金 9.08 亿元用于墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目以及年产 70 万套顶棚产品建设项目，主要生产汽车顶棚系统集成产品和汽车顶棚产品，其中汽车顶棚系统集成产品已取得全球整车企业和全球知名新势力车企的定点，覆盖近 50% 的规划产能。

表 5：2023 年公司公告公开发行可转债公开募集资金 9.08 亿元，用于生产汽车顶棚、汽车顶棚系统集成产品

项目名称	墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目	年产 70 万套顶棚产品建设项目
投资总额 (万元)	82,341.66	32,500.00
拟投入募集资金 (万元)	63793.9	5,000.00
具体产品	汽车顶棚系统集成产品、汽车顶棚产品	汽车顶棚产品
实施地点	墨西哥 Ramos Arizpe, Coahuila México	浙江省岱山县东沙镇
项目建设期	18 个月	18 个月

资料来源：公司可转债募集说明书、德邦研究所

公司通过本次募集资金投资项目，将在新能源汽车相关的顶棚系统领域布局得到深化。墨西哥汽车内饰产业基地建设项目是在现有墨西哥工厂的基础上进一步扩建生产基地，主要辐射公司客户的北美工厂。公司在汽车零部件领域的业务规模将进一步提升，市场竞争力进一步加强。

公司可转债项目有望提升公司整体毛利率水平。据公司公告，墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目达产后的总营收为 16.2 亿元，毛利率为 27.96%，较公司 2022 综合毛利率提升 4.91 个 pct。年产 70 万套顶棚产品建设项目达产后的总营收为 4.9 亿元，毛利率为 28.31%，较公司 2022 年综合毛利率提升 5.26 个 pct，其产品单品价值量及相对毛利率较配套传统车型的内饰件产品高。

表 6：公司可转债项目达产后预计营业收入

项目名称	项目	T+1	T+2	T+3 至 T+10	
墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目	营业收入 (万元)	64,800	129,600	162,000	
	汽车顶棚系统集成产品	收入 (万元)	48,000	96,000	120,000
		数量 (万套)	12	24	30
		单价 (元)	4,000	4,000	4,000
	汽车顶棚产品	收入 (万元)	16800	33600	42000
		数量 (万套)	24	48	60
		单价 (元)	700	700	700
	年产 70 万套顶棚产品建设项目	营业收入 (万元)	19,600	39,200	49,000
收入 (万元)		19,600	39,200	49,000	
汽车顶棚产品		数量 (万套)	28	56	70
单价 (元)		700	700	700	

资料来源：公司可转债募集说明书、德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

1) 遮阳板业务: 公司遮阳板业务市占率逐年提升, 在该细分市场地位居全球第一, 且公司逐步扩大公司客户体系的覆盖面, 该业务将保持增长。预计 2023-2025 年业务营收增速为 10.0%、7.2%、7.0%。

2) 头枕业务: 遮阳板领域建立的强大的客户关系网络, 为拓展头枕业务提供了独特的优势。头枕业务将是公司未来业务发展的主要方向之一, 该业务将保持增长。预计 2023-2025 年业务营收增速为 15.0%、20.0%、20.0%。

3) 顶棚业务: 顶棚中央控制器目前市场规模超过 99 亿美元, 有较大成长空间。并且随着公司发行可转债项目逐步推进, 汽车顶棚系统集成产品和汽车顶棚产品将快速增长。预计 2023-2025 年业务营收增速为 113.3%、95.2%、46.9%。

表 7: 分业务盈利预测

项目		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
遮阳板业务	收入 (亿元)	29.6	36.6	40.2	43.1	46.2
	增速	2.9%	23.6%	10.0%	7.2%	7.0%
	毛利率	24.8%	23.2%	28.0%	27.8%	28.1%
头枕业务	收入 (亿元)	7.2	7.8	9.0	10.8	12.9
	增速	-8.5%	7.7%	15.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	30.7%	29.1%	31.0%	31.3%	32.0%
顶棚业务	收入 (亿元)	2.0	4.2	8.9	17.3	25.4
	增速	101.0%	108.5%	113.3%	95.2%	46.9%
	毛利率	11.1%	14.1%	22.0%	24.0%	25.0%
其他业务	收入 (亿元)	3.3	3.0	3.3	3.6	3.9
	增速	78.3%	-9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入 (亿元)	42.09	51.46	61.29	74.73	88.38
	增速	6.6%	22.3%	19.1%	21.9%	18.3%
	毛利率	24.8%	23.1%	27.7%	27.5%	27.9%

资料来源: 公司公告、德邦研究所测算

4.2. 相对估值

得益于公司传统遮阳板业务稳定增长+顶棚业务快速增长, 预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.6/9.5/11.8 亿元, 按照 12 月 7 日收盘市值计算, 对应 PE 为 25.2、20.2、16.3 倍, 参考可比公司估值, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值截止 (12 月 7 日收盘)

公司简称	市值 (亿元)	营收 (亿元)			PS			归母净利润 (亿元)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
新泉股份	239.2	101.1	133.7	168.3	2.4	1.8	1.4	8.0	11.0	14.3	29.9	21.7	16.7
常熟汽饰	71.5	45.2	55.6	67.4	1.6	1.3	1.1	6.1	7.6	9.5	11.7	9.4	7.5
模塑科技	66.4	87.7	100.9	115.5	0.8	0.7	0.6	5.9	7.0	8.4	11.3	9.5	7.9
平均					1.6	1.2	1.0				17.6	13.5	10.7
岱美股份	192.1	61.3	74.7	88.4	3.1	2.6	2.2	7.6	9.5	11.8	25.2	20.2	16.3

资料来源: Wind 一致预期、德邦研究所

5. 风险提示

新能源汽车销量不及预期、公司产能建设进展不及预期、公司项目拓展不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.60	0.75	0.93
每股净资产	4.52	3.65	4.42	5.37
每股经营现金流	0.26	0.60	0.56	0.75
每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	26.36	25.2	20.2	16.3
P/B	3.55	4.14	3.42	2.81
P/S	2.77	3.13	2.57	2.17
EV/EBITDA	23.50	19.78	15.59	12.32
股息率%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	23.1%	27.7%	27.5%	27.9%
净利润率	11.1%	12.4%	12.7%	13.3%
净资产收益率	13.4%	16.4%	16.9%	17.3%
资产回报率	9.8%	12.1%	12.6%	13.1%
投资回报率	10.1%	15.0%	16.0%	16.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.3%	19.1%	21.9%	18.3%
EBIT 增长率	10.0%	64.6%	26.0%	25.6%
净利润增长率	37.0%	33.8%	24.7%	23.9%
偿债能力指标				
资产负债率	26.8%	26.2%	25.5%	24.0%
流动比率	2.7	2.9	3.1	3.5
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.9
现金比率	0.4	0.4	0.6	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	62.1	63.7	62.2	63.0
存货周转天数	149.0	157.0	150.7	153.3
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1
固定资产周转率	5.0	5.7	6.8	8.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	570	762	951	1,178
少数股东损益	0	-0	-0	-0
非现金支出	217	214	234	238
非经营收益	-179	78	30	24
营运资金变动	-364	-286	-506	-488
经营活动现金流	244	768	709	952
资产	-240	-199	-255	-227
投资	219	-48	-19	-18
其他	30	-24	4	9
投资活动现金流	9	-270	-270	-236
债权募资	41	-24	9	-7
股权募资	0	-0	0	0
其他	-373	-430	-11	-11
融资活动现金流	-331	-454	-2	-18
现金净流量	-122	62	436	698

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 7 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,146	6,129	7,473	8,838
营业成本	3,960	4,433	5,416	6,376
毛利率%	23.1%	27.7%	27.5%	27.9%
营业税金及附加	31	35	45	53
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	101	141	172	203
营业费用率%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	340	423	519	601
管理费用率%	6.6%	6.9%	7.0%	6.8%
研发费用	208	245	306	354
研发费用率%	4.0%	4.0%	4.1%	4.0%
EBIT	479	789	993	1,248
财务费用	-94	-23	-6	1
财务费用率%	-1.8%	-0.4%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-51	-40	-30	-30
投资收益	36	-12	4	9
营业利润	591	812	999	1,246
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	590	812	999	1,246
EBITDA	637	957	1,187	1,445
所得税	21	50	48	68
有效所得税率%	3.5%	6.1%	4.8%	5.5%
少数股东损益	0	-0	-0	-0
归属母公司所有者净利润	570	762	951	1,178

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	498	560	996	1,695
应收账款及应收票据	1,021	1,156	1,434	1,669
存货	1,827	2,039	2,495	2,935
其它流动资产	236	262	293	328
流动资产合计	3,582	4,017	5,218	6,626
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,076	1,081	1,111	1,112
在建工程	143	168	188	210
无形资产	331	326	333	334
非流动资产合计	2,236	2,268	2,326	2,352
资产总计	5,818	6,286	7,545	8,978
短期借款	300	278	287	280
应付票据及应付账款	703	730	926	1,070
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	321	385	457	545
流动负债合计	1,324	1,392	1,670	1,895
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	233	256	256	256
非流动负债合计	233	256	256	256
负债总计	1,557	1,648	1,926	2,151
实收资本	942	1,271	1,271	1,271
普通股股东权益	4,261	4,638	5,619	6,827
少数股东权益	0	-0	-0	-0
负债和所有者权益合计	5,818	6,286	7,545	8,978

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。