

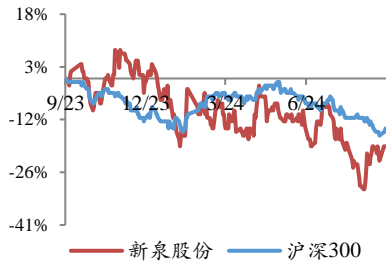
自主饰件领跑者再成长

投资评级: 买入
首次覆盖

报告日期: 2024-09-22

收盘价 (元)	39.24
近 12 个月最高/最低 (元)	54.69/32.54
总股本 (百万股)	487
流通股本 (百万股)	487
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	191
流通市值 (亿元)	191

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 陈佳敏

执业证书号: S0010524040001

电话: 13913026286

邮箱: chenjiamin@hazq.com

主要观点:

● **新泉股份是国内汽车饰件头部供应商。**公司成立于 2001 年,深耕汽车饰件行业多年拥有较完善的汽车饰件产品,主要包括仪表盘总成(24H1 收入占比 66%)、门板总成(15%)、顶柜总成(1.2%)、保险杠总成(2.3%)等产品。目前公司客户结构以自主及新能源车企为主,其中国际知名品牌电动车企业(约占 20-25%)、吉利汽车(约占 20-25%)、奇瑞汽车(约占 15-20%)、比亚迪(约占 5%)。

● **新泉股份是近年行业内高成长的白马标之一,我们认为公司有望凭借行业领先的规模效益打造更好的成本管控能力,进一步提升盈利;同时,随着海外产能释放、外饰产品增长,有望再次进入新一轮成长周期,实现“内生+外延”同步增长。**

内生:成本优势下形成了增长的内循环。我们认为新泉股份经过在饰件行业的多年深耕已经形成了成长模式的正循环,即控制成本塑造产品高性价比,获取更多优质客户、配套优质项目形成规模生产进一步为成本控制提供“土壤”,使得公司能够保持饰件行业的领先地位。我们从固定成本和变动成本两个维度分析公司相比于竞争对手的优势:

1. **固定成本:**公司的固定成本占营收比例约 15-20%,基本低于竞争对手 5-15pp,尤其是折旧摊销、工资薪酬占营收比例较低,具体: a) **折旧摊销:**占比 2-4%,相比于竞争对手优势较明显,成本占比能够低于竞争对手 1-5pp,得益于公司对产能投入强度和效率的控制。 b) **工资薪酬:**占比 10-15%,相比于竞争对手公司在该项目上的竞争力突出,成本占比基本低于竞争对手 5-10pp,得益于公司注重人均薪酬和产出的平衡。

2. **变动成本:**与竞争对手相比,公司的运费、包装费、仓储费及生产相关的变动成本较高,我们认为原因在于公司需要通过外协定制的方式采购风口、烟缸等单元件组装总成产品,近年外协比例已有下降趋势,未来有进一步降本增效的空间。

外延—积极布局海外市场。为了更好的服务公司客户,同时开拓国际市场,新泉股份 2019 年起推进国际化战略,目前公司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,培育东南亚、北美和欧洲市场并推动公司业务辐射至全球。

外延—开拓外饰产品。凭借在模具设计、注塑工艺、总成装配工艺上的积累,公司在外饰产品上也在不断开拓,目前公司的外饰产品有保险杠总成、落水槽等外饰附件,随着公司饰件产品线不断丰富,未来公司在客户体系内的配套品类与份额有望进一步提升。2024 年上半年,公司保险杠总成及外饰附件的收入增速同比分别为 +387%、+148%、是公司上半年增速最快的两类产品。

● **投资建议:**短期,公司有望继续受益自主、新能源客户的销量提升或定点催化;中长期,公司有望进一步发挥自身的成本管控能力提升盈利,同时在客户体系内进一步获得更多配套份额及配套金额,实现内生增长、国内+海外、内饰+外饰多维成长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 10.0 亿、14.0 亿、18.6 亿元,增速 +24%、+40%、+33%,对应 2024 年 9 月 22 日 PE 19、14、10 倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

● **风险提示:**宏观经济波动,新能源车行业竞争加剧,客户销量增速不及预期,新产品开发及客户获取进度不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10572	13123	16291	20183
收入同比 (%)	52.2%	24.1%	24.1%	23.9%
归属母公司净利润	806	999	1399	1859
净利润同比 (%)	71.2%	24.0%	40.1%	32.9%
毛利率 (%)	20.0%	20.8%	21.0%	21.0%
ROE (%)	16.2%	17.5%	19.7%	20.7%
每股收益 (元)	1.65	2.05	2.87	3.81
P/E	30.73	19.15	13.67	10.29
P/B	4.98	3.34	2.69	2.13
EV/EBITDA	20.23	12.63	9.46	7.04

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 基本情况：自主汽车饰件头部供应商	4
2 成长逻辑：“内生+外延”双增长	8
2.1 规模化：成本优势下形成增长正循环	8
（一）固定成本：高效运转的产能及人工	9
（二）变动成本：有进一步降本提升盈利的空间	12
2.2 全球化：积极布局海外，迎增长新阶段	13
2.3 多元化：升级内饰产品，开拓外饰产品	14
3 盈利预测与投资建议：饰件白马标的强者愈强	16
风险提示：	18
财务报表与盈利预测	19

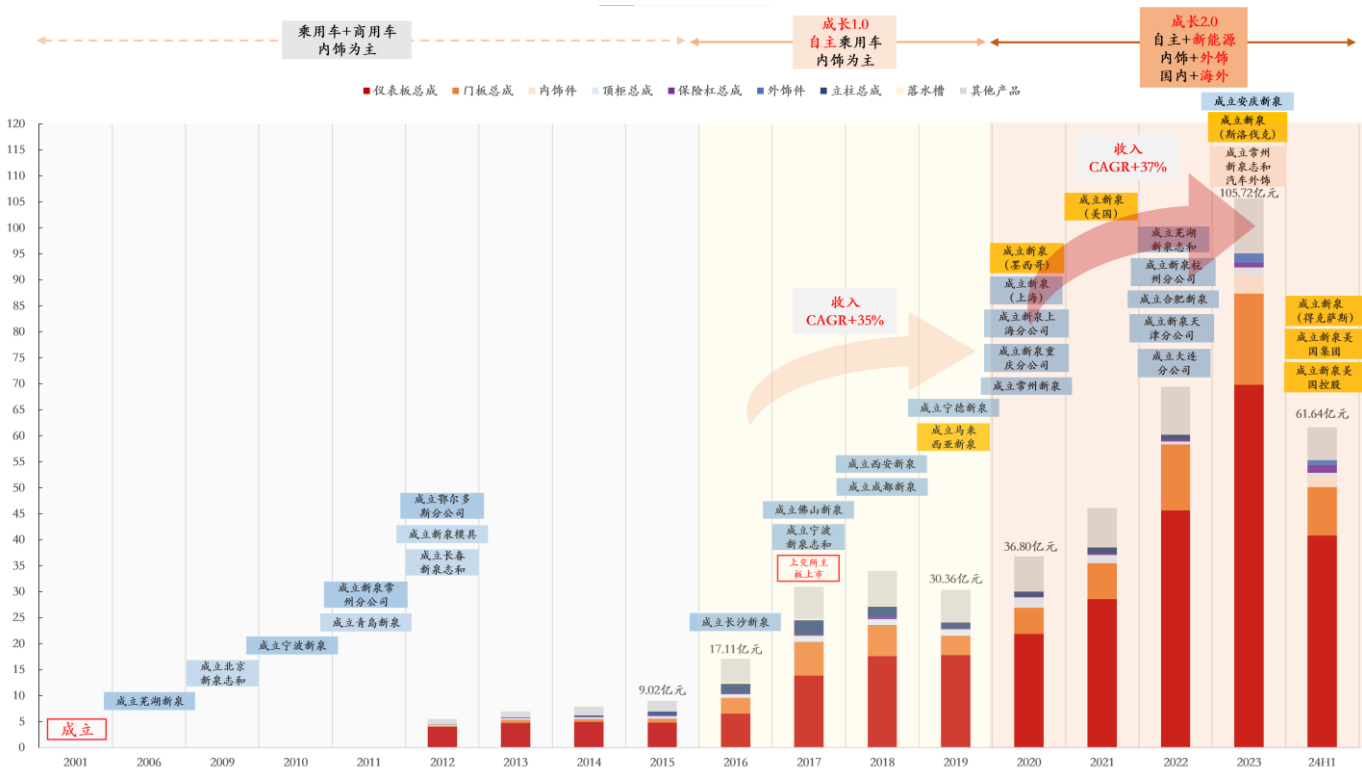
图表目录

图表 1 新泉股份发展历史	4
图表 2 新泉股份股权结构	5
图表 3 新泉股份主要产品	6
图表 4 新泉股份近年前五大客户营收及占比情况	6
图表 5 新泉股份近年前五大客户营收增速情况	6
图表 6 新泉股份近年营业收入情况	7
图表 7 新泉股份近年归母净利润情况	7
图表 8 新泉股份近年期间费用率情况	7
图表 9 新泉股份近年盈利能力情况	7
图表 10 新泉股份近年资本开支及经营现金流净额情况 (单位: 亿元)	7
图表 11 新泉股份近年折摊/营业收入情况	7
图表 12 新泉股份仪表板总成产品市占率 (%)	8
图表 13 新泉股份门板总成产品市占率 (%)	8
图表 14 新泉股份经营模式正循环	8
图表 15 新泉股份固定成本中各细项占营收比例	9
图表 16 新泉股份 VS 可比公司固定成本占营收比例	9
图表 17 新泉股份固定资产折旧及细分类别情况	9
图表 18 新泉股份固定资产周转及占总资产比例情况	10
图表 19 新泉股份人效指标情况	10
图表 20 新泉股份固定成本占比	11
图表 21 新泉股份变动成本占比	12
图表 22 新泉股份固定成本及可变成本情况	12
图表 23 新泉股份海外基地布局情况	13
图表 24 新泉股份组织架构	14
图表 25 新泉股份内外饰主要产品工艺对比	15
图表 26: 新泉股份 2024-2026 年按客户收入分拆情况	16
图表 27: 新泉股份 2024-2026 年盈利预测情况	17

1 基本情况：自主汽车饰件头部供应商

新泉股份是领先的自主汽车饰件供应商。公司成立于2001年，深耕汽车饰件行业多年拥有较为完善的汽车饰件产品系列，主要产品包括仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等内外饰件，并已完成产品在商用车及乘用车的全应用领域覆盖，核心客户包括一汽解放、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、比亚迪、蔚来汽车、国际知名品牌电动车企业等乘用车企业。

图表 1 新泉股份发展历史

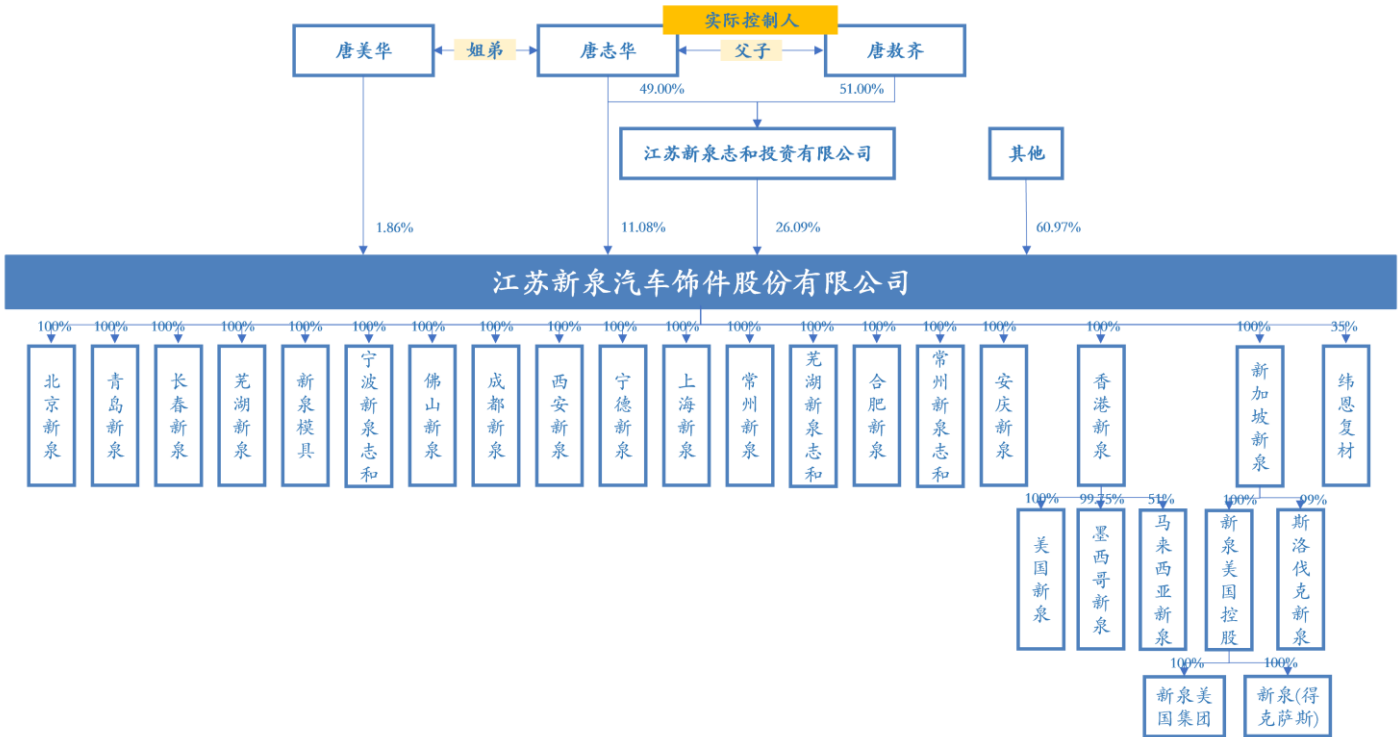


资料来源：公司公告，公司官网，wind，华安证券研究所

公司股权结构稳定，下设分、子公司就近配套各主机厂。公司以设立分、子公司的形式在常州、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、大连等国内 19 个城市设立了生产基地，此外，公司在马来西亚、墨西哥、美国、斯洛伐克新建立生产基地，服务海外市场。

截至 2024 年 6 月 30 日，公司的实际控制人唐教齐、唐志华（父子关系）合计持有公司 37.17% 股份。

图表 2 新泉股份股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司主要生产仪表板、门板等饰件总成产品，目前外饰板块增速较高。公司核心产品为汽车内外饰件，包括仪表板总成、门板总成、顶柜总成、保险杠总成等汽车内外饰件。具体：

1. **仪表板总成 (占比最高)**: 是汽车全车操控和显示的集中部分，是汽车上重要的功能件，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。公司在仪表板总成领域凭借本土化优势，能够自主深入发掘国内汽车消费者对于仪表板外观、性能、功能方面的差异化需求，并参与整车企业新款车型仪表板总成的设计与开发。24H1 该产品实现营业收入 40.8 亿元、同比+35%、占比 66%、单价约 1000-2000 元。
2. **门板总成 (占比高)**: 是车门内侧集功能、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。24H1 该产品实现营业收入 9.3 亿元、同比+19%、占比 15%、单价约 1000-2000 元。
3. **顶柜总成**: 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。24H1 该产品实现营业收入 0.7 亿元、同比+55%、占比 1.2%、单价约 500-1000 元。
4. **其他内饰件**: 24H1 该品类实现营业收入 2.1 亿元、同比+13%、占比 3.3%、单价在百元级别。
5. **保险杠总成 (增速最高)**: 是吸收和减缓外界冲击力、防护车身前后部的安全装置。除保险杠本体外，还包括门皮、支架、下进气格栅、缓冲材料等。24H1 该

产品实现营业收入 1.4 亿元、同比+387%、占比 2.3%、单价约 500-1000 元。

6. 外饰附件 (增速高): 24H1 该品类实现营业收入 1.0 亿元、同比+148%、占比 1.6%、单价在百元级别。

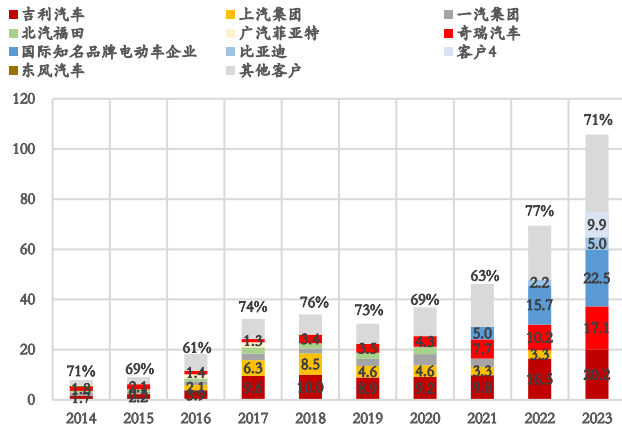
图表 3 新泉股份主要产品

产品名称	产品介绍	24H1				2023年毛利率 (%)
		营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	占比 (%)	单价 (元/件)	
仪表盘总成	仪表盘总成是汽车全车操控和显示的集中部分, 是汽车上重要的功能件, 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。	40.80	35%	66.2%	1283	22.0%
门板总成	门内护板总成是车门内侧集功能、安全为一体的重要附件产品, 其上集成有扶手、地图架、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。	9.31	19%	15.1%	1380	16.4%
顶柜总成	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。	0.72	55%	1.2%	828	12.3%
内饰件	-	2.06	13%	3.3%	382	19.8%
保险杠总成	保险杠总成是吸收和减缓外界冲击力、防护车身后部的安全装置。除保险杠本体外, 还包括门皮、支架、下进气格栅、缓冲材料等。	1.42	387%	2.3%	611	31.3%
外饰附件	-	0.96	148%	1.6%	185	5.3%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

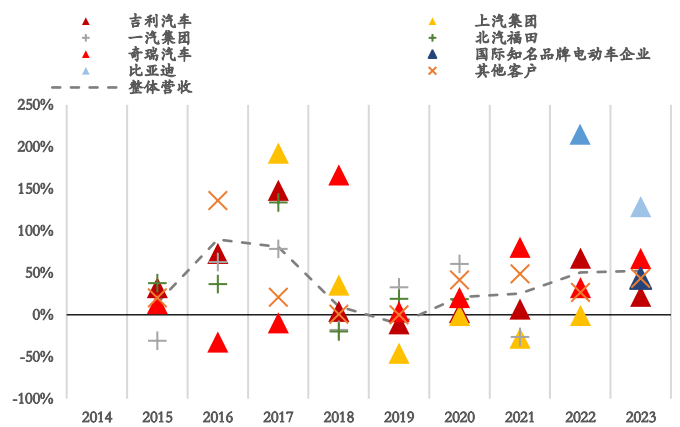
近年公司客户结构以自主及新能源客户为主、前五大客户占比超 70%。从公司客户结构看, 2016-2020 年公司前五大客户基本为吉利汽车 (占比 20-30%)、上汽集团 (占比约 15-25%)、奇瑞汽车 (占比约 10%)、一汽集团 (占比约 10%)、北汽福田 (占比约 5-10%), 整体客户结构以自主乘用车企为主; 2021-2023 年公司前五大客户新增新能源客户, 包括国际知名品牌电动车企业 (占比约 20-25%)、比亚迪 (占比约 5%), 自主车企吉利汽车 (占比约 20-25%)、奇瑞汽车 (占比约 15-20%) 依然是公司核心客户。

图表 4 新泉股份近年前五大客户营收及占比情况



资料来源: 公司公告, wind, 华安证券研究所

图表 5 新泉股份近年前五大客户营收增速情况



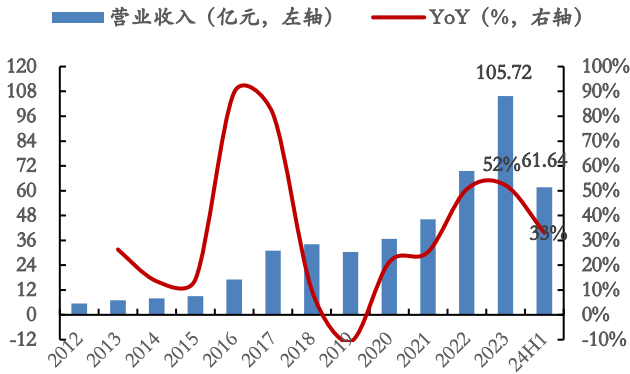
资料来源: 公司公告, wind, 华安证券研究所

营收端, 近年受益于自主、新能源车企放量, 规模加速扩张。2016-2020 年, 公司主要依靠自主车企吉利汽车、上汽自主、奇瑞汽车车型销量快速提升, 带动收入规模由不到 10 亿元增至 30-35 亿元; 2021 年起, 国际知名品牌电动车企业上量, 自主车企奇瑞汽车、吉利汽车、比亚迪、长城汽车、广汽埃安等也快速成长, 公司开始充分受益新能源、自主车企的双重提振, 规模扩张进入加速阶段。

盈利端, 毛利率下滑、但规模效益摊薄费用, 净利率稳定在 6-8%。过去公司毛

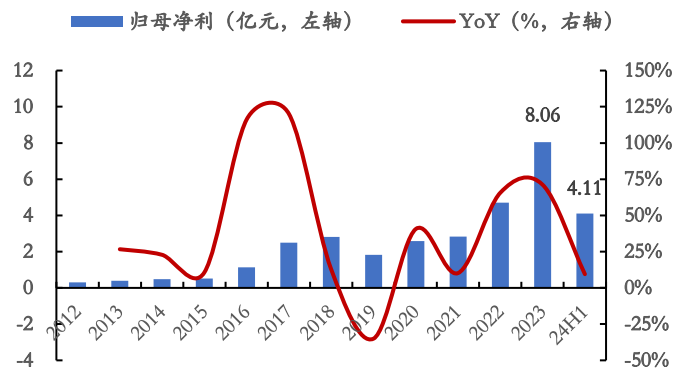
利率基本在 23%左右, 2021 年起原材料涨价、毛利率略下滑, 2022 年疫情影响产销, 毛利率下滑至 20%以下, 2023 年毛利率恢复至 20%以上; 费用端受益收入快速扩张有摊薄, 规模效益明显, 整体归母净利率基本稳定在 6-8%。

图表 6 新泉股份近年营业收入情况



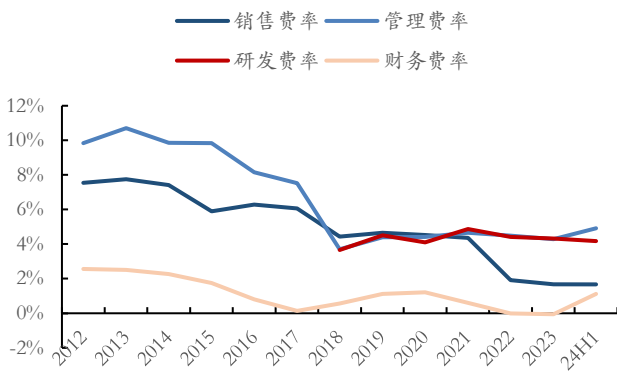
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 新泉股份近年归母净利润情况



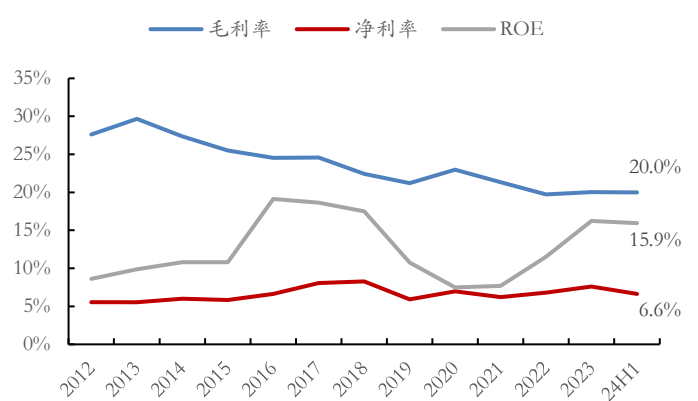
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 新泉股份近年期间费用率情况



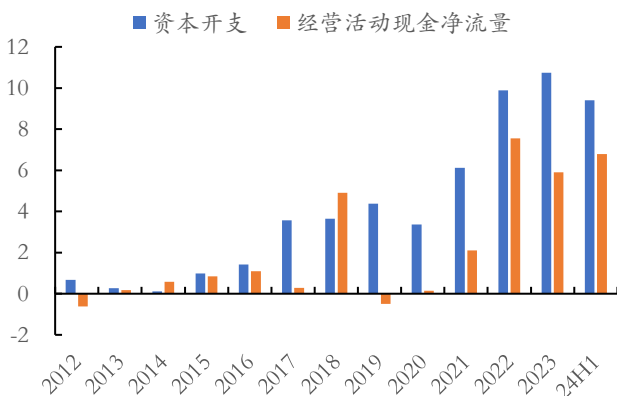
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 新泉股份近年盈利能力情况



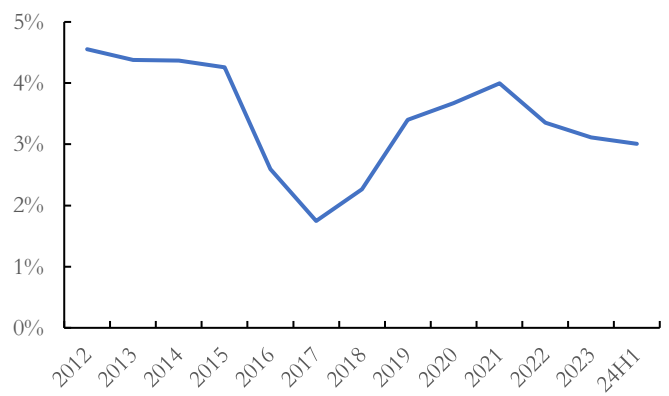
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 新泉股份近年资本开支及经营现金流净额情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 新泉股份近年折摊/营业收入情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

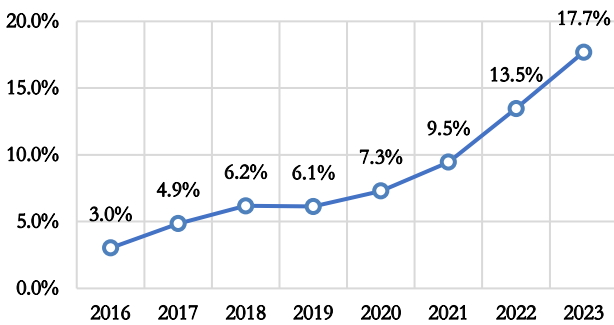
2 成长逻辑：“内生+外延”双增长

2.1 规模化：成本优势下形成增长正循环

传统内饰行业壁垒低，“卷”性价比下“抠成本”的能力尤为关键。传统内饰件涵盖的产品品类多，包括顶棚、门板、仪表板、头枕、遮阳板、立柱、地毯等，单车价值量相较于底盘、座椅等大总成件较低，基本在百元级别、少数产品在千元级别。过去行业参与者以安道拓、李尔、佛吉亚等外资为主，但由于传统内饰产品制造难度不高、行业进入壁垒较低，近年民营企业通过更高性价比获取了更多份额，后续保持高竞争力的核心在于成本控制能力。

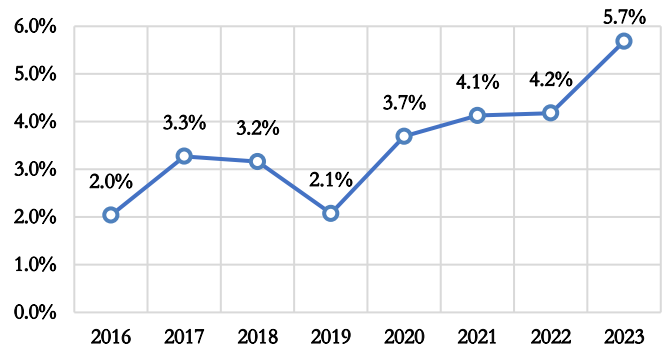
在国内市场上，新泉受益自主、新能源车企放量，核心产品市占率持续提升。近年公司跟随吉利汽车、奇瑞汽车、国际知名品牌电动车企业等大客户国内销量提升，核心产品市占率处于行业领先地位。其中，仪表板总成产品是公司最核心的产品，在国内汽车饰件市场中占有重要地位，2023年实现销量532.5万套、同比+47%，市占率达17.7%；门板总成产品148.1万套、同比+50%，市占率达5.7%。

图表 12 新泉股份仪表板总成产品市占率 (%)



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

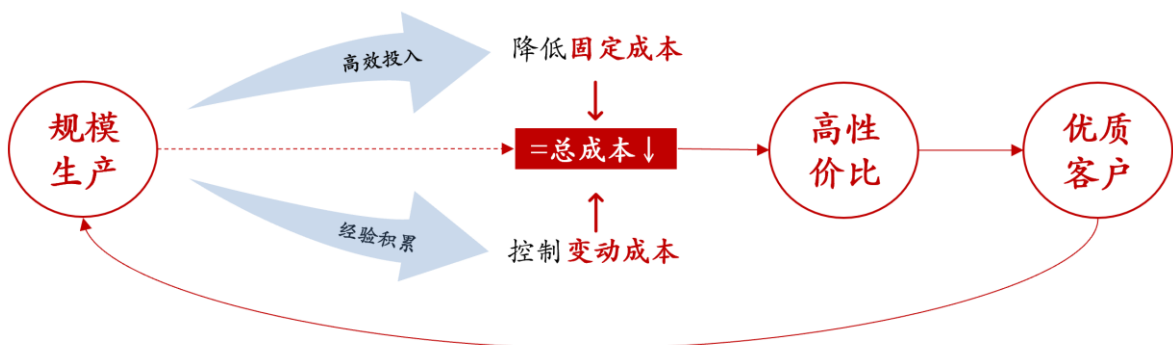
图表 13 新泉股份门板总成产品市占率 (%)



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

我们认为新泉股份作为成本管控能力优秀的民营饰件公司，经过在饰件行业的多年深耕已经形成了成长模式的正循环，即控制成本塑造产品高性价比、获取更多优质客户、配套优质项目形成规模生产进一步为成本控制提供“土壤”，使得公司能够保持饰件行业的领先地位。

图表 14 新泉股份经营模式正循环

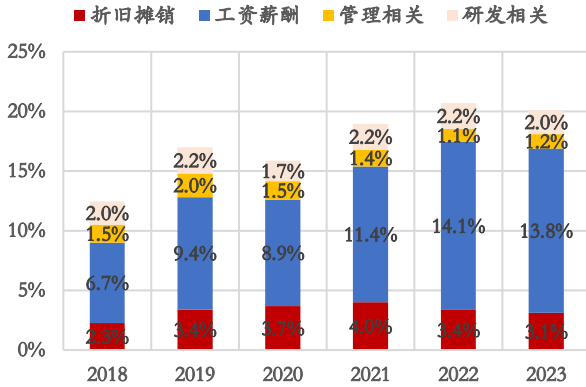


资料来源：华安证券研究所整理

(一) 固定成本：高效运转的产能及人工

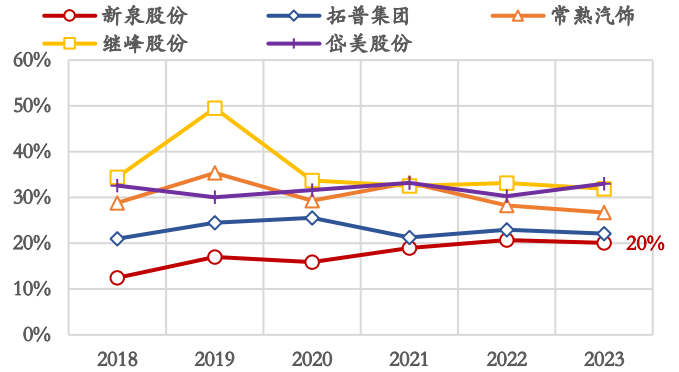
相比于竞争对手，公司在固定成本上的控制能力突出。我们将与经营相关的成本费用拆分为固定成本及变动成本，其中固定成本主要包括折旧摊销、工资薪酬、管理及研发相关费用。

图表 15 新泉股份固定成本中各细项占营收比例



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 新泉股份 vs 可比公司固定成本占营收比例



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

公司的固定成本占营收比例约 15-20%、基本低于竞争对手 5-15pp，尤其是折旧摊销、工资薪酬占营收比例较低，具体：

- 折旧摊销：2-4%**，折旧摊销与产能投入相关、是固定成本的核心部分，相比于竞争对手公司在折旧摊销上的优势较明显，成本占比能够低于竞争对手 1-5pp。
 - 从固定资产投入看，从事饰件行业的公司固定资产的投入主要是机器设备，由于机器设备的年折旧率高于房屋及建筑物，因此控制折旧摊销成本的核心在于控制机器设备的投入。2023 年，新泉的固定资产中房屋及建筑物占比 44%（年折旧率 4.75%）、机器设备占比 54%（年折旧率 9.50%）。

图表 17 新泉股份固定资产折旧及细分类别情况

	房屋及建筑物				机器设备				运输设备			
	折旧方法	折旧年限 (年)	残值率	年折旧率	折旧方法	折旧年限 (年)	残值率	年折旧率	折旧方法	折旧年限 (年)	残值率	年折旧率
新泉股份	年限平均法	20	5%	4.75%	年限平均法	10	5%	9.50%	年限平均法	10	5%	9.50%
岱美股份	年限平均法	20-32	5%	4.75-3.13%	年限平均法	5-10	5%	6.67-20.00%	年限平均法	4-5	5%	19.00-23.75%
继峰股份	年限平均法	10-20	10%	4.50-9.00%	年限平均法	3-10	10%	9.00-30.00%	年限平均法	5-10	10%	9.00-18.00%
拓普集团	年限平均法	20	10%	4.5%	年限平均法	5-10	10%	9.00-18.00%	年限平均法	5	10%	18%
常熟汽饰	年限平均法	5-20	3-5%	4.75-19.40%	年限平均法	3-10	3-5%	9.50-32.33%	年限平均法	4-10	3-5%	9.50-24.25%

2023年固定资产 (亿元)	房屋及建筑物				合计	占比 (%)	运输设备			
	房屋及建筑物	机器设备	运输工具	其他			房屋及建筑物	机器设备	运输工具	办公设备
岱美股份	7.33	4.46	0.03	0.16	11.98	61%	37%	0%	1%	100%
新泉股份	13.87	17.03	0.22	0.45	31.57	44%	54%	1%	1%	100%
继峰股份	15.87	15.85	0.15	6.75	38.62	41%	41%	0%	17%	100%
拓普集团	38.38	73.29	0.18	3.34	115.18	33%	64%	0%	3%	100%
常熟汽饰	6.83	12.55	0.29	0.29	19.96	34%	63%	1%	1%	100%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所整理

- 从固定资产利用率看，新泉的固定资产占总资产比重适中、基本在 20-24%，固定资产周转率也相对较高，体现公司在固定资产上注重生产效率、始终保持了高效投入。新泉通过产能投入强度和效率的控制，使得公司的折旧

摊销成本占比相比于竞争对手更低。

图表 18 新泉股份固定资产周转及占总资产比例情况

固定资产周转率	2018	2019	2020	2021	2022	2023	固定资产/总资产	2018	2019	2020	2021	2022	2023
继峰股份	4.64	9.35	4.39	4.58	5.10	5.86	岱美股份	17.8%	18.5%	18.4%	18.3%	18.5%	17.3%
岱美股份	5.75	5.09	3.98	4.27	5.05	5.16	继峰股份	19.3%	19.1%	22.0%	21.8%	22.7%	21.5%
新泉股份	5.02	3.27	2.94	2.95	3.65	4.00	新泉股份	20.4%	22.1%	21.7%	22.7%	22.8%	23.5%
常熟汽饰	1.61	1.30	1.19	1.35	1.88	2.07	常熟汽饰	23.1%	24.6%	27.8%	25.9%	22.9%	24.6%
拓普集团	2.53	1.60	1.59	2.27	2.20	1.95	拓普集团	25.4%	35.1%	35.1%	31.2%	31.7%	37.4%
总资产周转率	2018	2019	2020	2021	2022	2023	在建工程/总资产	2018	2019	2020	2021	2022	2023
继峰股份	0.91	1.79	0.90	1.00	1.13	1.29	常熟汽饰	8.2%	3.8%	1.3%	1.4%	1.4%	2.1%
新泉股份	0.97	0.70	0.64	0.66	0.83	0.93	新泉股份	5.5%	6.2%	1.1%	3.9%	5.2%	2.2%
岱美股份	0.95	0.93	0.73	0.78	0.93	0.92	继峰股份	3.3%	2.7%	1.0%	1.5%	2.8%	3.5%
拓普集团	0.55	0.48	0.56	0.74	0.69	0.68	岱美股份	2.9%	3.5%	1.7%	2.5%	2.5%	3.9%
常熟汽饰	0.38	0.31	0.31	0.36	0.46	0.49	拓普集团	10.8%	5.4%	7.8%	10.7%	12.9%	9.7%

资料来源: wind, 华安证券研究所整理

2. **工资薪酬: 10-15%**, 工资薪酬是固定成本中占比最高的部分, 相比于竞争对手, 公司在该项目上的竞争力突出, 成本占比基本低于竞争对手 5-10pp。从人效指标看, 公司注重人均薪酬和产出的平衡, 近年新泉股份人均薪酬在 10-15 万、人均创收约 100-130 万元、人均创利约 6-8 万元, 通过较低的人均薪酬实现了较高的人效、提升了经营产出效率, 以保证产品性价比。

图表 19 新泉股份人效指标情况

人均薪酬 (万元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	员工人数	2018	2019	2020	2021	2022	2023
拓普集团	9.8	9.9	10.6	12.3	13.6	13.1	常熟汽饰	2479	3130	3122	4152	4515	4763
新泉股份	8.5	9.8	10.1	12.7	13.9	13.4	岱美股份	9036	8460	8038	7926	8076	8677
常熟汽饰	9.4	10.7	9.8	12.3	13.8	16.7	新泉股份	2684	2927	3245	4141	7051	10913
岱美股份	11.9	12.5	11.0	12.6	14.9	17.9	继峰股份	3040	18493	17709	17368	18717	18991
继峰股份	11.0	42.1	23.4	24.9	25.6	29.2	拓普集团	7758	7483	9118	12784	17612	19528
人均创收 (万元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	人均创利 (万元, 剔除投资收益)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
继峰股份	70.8	97.3	88.8	96.9	96.0	113.6	拓普集团	9.3	5.8	6.6	7.8	9.5	11.0
拓普集团	77.1	71.6	71.4	89.7	90.8	100.9	岱美股份	6.2	7.4	4.9	5.3	7.1	7.5
新泉股份	126.9	103.7	113.4	111.4	98.5	96.9	新泉股份	10.5	6.3	7.9	6.9	6.7	7.4
常熟汽饰	59.1	58.3	71.0	64.1	81.2	96.5	常熟汽饰	7.7	1.8	2.6	3.7	6.6	6.5
岱美股份	47.3	56.9	49.1	53.1	63.7	67.5	继峰股份	9.9	1.6	-1.5	0.7	-7.6	1.1

资料来源: wind, 华安证券研究所整理

3. **管理相关: 1-2%**, 主要包括差旅费、办公费、业务招待、咨询费等, 该项目成本占比近年有下降趋势。
4. **研发相关: 2%左右**, 主要包括材料、试制、设计费等, 公司在该项目上的成本占比较稳定, 相比于竞争对手, 公司在研发投入上较为积极。

图表 20 新泉股份固定成本占比

固定成本	2018	2019	2020	2021	2022	2023	RANK	2018	2019	2020	2021	2022	2023
新泉股份	12%	17%	16%	19%	21%	20%	固定成本	1	1	1	1	1	1
拓普集团	21%	24%	26%	21%	23%	22%	折旧摊销	1	2	1	2	2	2
常熟汽饰	29%	35%	29%	33%	28%	27%	工资薪酬	1	1	1	1	1	2
继峰股份	34%	50%	34%	33%	33%	32%	管理相关	2	3	2	3	3	3
岱美股份	33%	30%	32%	33%	30%	33%	研发相关	4	4	3	4	4	3

折旧摊销	2018	2019	2020	2021	2022	2023	工资薪酬	2018	2019	2020	2021	2022	2023
岱美股份	2.4%	2.9%	3.8%	3.7%	3.1%	3.0%	拓普集团	12.7%	13.8%	14.9%	13.7%	15.0%	13.0%
新泉股份	2.3%	3.4%	3.7%	4.0%	3.4%	3.1%	新泉股份	6.7%	9.4%	8.9%	11.4%	14.1%	13.8%
继峰股份	2.8%	3.5%	5.2%	4.6%	4.3%	3.9%	常熟汽饰	16.0%	18.3%	13.8%	19.2%	17.1%	17.3%
拓普集团	5.2%	7.2%	7.8%	5.3%	5.4%	6.4%	继峰股份	15.5%	43.2%	26.3%	25.7%	26.7%	25.7%
常熟汽饰	8.8%	13.1%	12.5%	11.8%	10.4%	8.8%	岱美股份	25.3%	22.0%	22.4%	23.8%	23.3%	26.5%

管理相关	2018	2019	2020	2021	2022	2023	研发相关	2018	2019	2020	2021	2022	2023
常熟汽饰	2.8%	2.3%	2.2%	1.3%	0.6%	0.3%	继峰股份	1.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
拓普集团	1.4%	1.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	常熟汽饰	1.3%	1.6%	0.8%	1.0%	0.2%	0.2%
新泉股份	1.5%	2.0%	1.5%	1.4%	1.1%	1.2%	新泉股份	2.0%	2.2%	1.7%	2.2%	2.2%	2.0%
岱美股份	1.9%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	岱美股份	3.1%	3.5%	3.6%	4.0%	2.2%	2.0%
继峰股份	14.9%	2.7%	2.0%	2.1%	2.0%	2.1%	拓普集团	1.7%	2.1%	2.0%	1.7%	1.9%	2.1%

资料来源：各公司公告，wind，华安证券研究所整理

(二) 变动成本: 有进一步降本提升盈利的空间

从变动成本看, 公司还有进一步降本提升盈利的空间。变动成本项主要是销售及生产相关, 其中销售相关的变动成本主要包括仓储费、包装费、售后服务费等, 生产相关的变动成本包括原材料消耗、制造成本、运费等。与饰件行业的竞争对手相比, 公司的运费、包装费、仓储费较高, 另外生产相关的变动成本较高, 我们认为原因在于公司主要负责仪表盘等总成产品本体及核心部件的生产及总成组装, 而通过外协定制的方式采购风口、烟缸等单元件, 外协比例相比于竞争对手较高。

2022年公司主要外协定制单元件包覆件、表面处理件、出风口类及其他定制化注塑件占当年采购总额的比重为 36.48%、同比下降 7.66pp, 近年外协比例已有下降趋势, 未来在变动成本有进一步降本增效的空间。

图表 21 新泉股份变动成本占比

可变成本	2018	2019	2020	2021	2022	2023	RANK	2018	2019	2020	2021	2022	2023
岱美股份	53%	55%	55%	55%	59%	51%	可变成本	4	5	5	5	5	5
常熟汽饰	66%	58%	60%	54%	54%	57%	销售相关	4	3	5	5	5	5
继峰股份	79%	45%	63%	63%	64%	63%	生产相关	4	5	5	5	5	5
拓普集团	65%	64%	62%	67%	64%	63%							
新泉股份	77%	75%	74%	73%	70%	70%							
销售相关	2018	2019	2020	2021	2022	2023	生产相关	2018	2019	2020	2021	2022	2023
岱美股份	2.0%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	岱美股份	48.8%	50.6%	54.3%	54.1%	57.9%	50.7%
常熟汽饰	1.7%	1.7%	0.9%	0.6%	0.2%	0.2%	常熟汽饰	64.3%	56.5%	58.7%	53.8%	53.6%	56.6%
继峰股份	4.3%	4.8%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	拓普集团	60.9%	59.7%	60.9%	65.8%	62.9%	62.7%
拓普集团	3.7%	4.2%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	继峰股份	76.6%	44.4%	63.1%	63.2%	63.5%	63.3%
新泉股份	4.1%	3.8%	4.2%	4.1%	1.6%	1.6%	新泉股份	72.5%	70.7%	69.5%	68.9%	68.0%	68.0%

资料来源: 各公司公告, wind, 华安证券研究所整理

图表 22 新泉股份固定成本及可变成本情况

新泉股份 (单位: 亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	新泉股份 / 营业收入	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	34.05	30.36	36.80	46.13	69.47	105.72	/ 营业收入	100%	100%	100%	100%	100%	100%
固定成本	4.24	5.16	5.84	8.74	14.38	21.25	固定成本	12%	17%	16%	19%	21%	20%
折旧摊销	0.77	1.03	1.35	1.84	2.33	3.29	折旧摊销	2.3%	3.4%	3.7%	4.0%	3.4%	3.1%
工资	2.29	2.86	3.29	5.26	9.80	14.57	工资	6.7%	9.4%	8.9%	11.4%	14.1%	13.8%
合计	0.51	0.60	0.57	0.64	0.74	1.26	合计	1.5%	2.0%	1.5%	1.4%	1.1%	1.2%
差旅费	0.19	0.17	0.13	0.17	0.15	0.43	差旅费	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.2%	0.4%
业务招待费	0.13	0.13	0.09	0.14	0.15	0.19	业务招待费	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
办公费	0.08	0.07	0.07	0.09	0.11	0.22	办公费	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
水电及采暖费	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.09	水电及采暖费	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
保险费	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	保险费	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税金及附加	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.02	税金及附加	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
审计及咨询费	0.01	0.06	0.09	0.08	0.06	0.09	审计及咨询费	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
租赁费	0.03	0.10	0.10	0.08	0.15	0.19	租赁费	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
合计	0.67	0.67	0.64	1.00	1.52	2.13	合计	2.0%	2.2%	1.7%	2.2%	2.2%	2.0%
研发	0.34	0.40	0.47	0.73	1.12	1.68	研发	1.0%	1.3%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%
设计费	0.33	0.27	0.16	0.27	0.39	0.45	设计费	1.0%	0.9%	0.4%	0.6%	0.6%	0.4%
可变成本	26.08	22.62	27.13	33.66	48.41	73.61	可变成本	77%	75%	74%	73%	70%	70%
合计	1.39	1.16	1.54	1.88	1.13	1.68	合计	4.1%	3.8%	4.2%	4.1%	1.6%	1.6%
包装费	0.38	0.27	0.35	0.44	0.57	0.79	包装费	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%	0.8%	0.7%
仓储费	0.24	0.09	0.26	0.28	0.30	0.59	仓储费	0.7%	0.3%	0.7%	0.6%	0.4%	0.6%
运费	0.68	0.68	0.84	1.04	-	0.00	运费	2.0%	2.2%	2.3%	2.2%	-	0.0%
三包费	0.08	0.12	0.10	0.12	0.27	0.30	三包费	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
生产成本	24.69	21.47	25.59	31.77	47.27	71.94	生产成本	72.5%	70.7%	69.5%	68.9%	68.0%	68.0%

资料来源: 各公司公告, wind, 华安证券研究所整理

2.2 全球化：积极布局海外，迎增长新阶段

公司积极布局海外市场，是中长期重要的增长来源。为了更好的服务公司客户，同时开拓国际市场，新泉股份 2019 年起推进国际化战略，目前公司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，培育东南亚、北美和欧洲市场并推动公司业务辐射至全球。2024 年上半年，墨西哥新泉营业收入增长亮眼，实现约 3.25 亿元、接近去年全年收入。具体进度：

1. 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。
2. 2021 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。
3. 2021 年：公司在美国设立全资子公司并向墨西哥子公司增资 3,000 万美元进行基地建设，更好的服务当地客户并开拓北美市场业务。
4. 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。
5. 2023 年 2 月和 9 月：公司先后向墨西哥新泉分别增加投资 5,000 万美元和 9,500 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。
6. 2023 年 11 月：公司在斯洛伐克设立了全资子公司，开拓欧洲市场业务。
7. 2024 年 3 月，公司向斯洛伐克新泉增加投资 4,500 万欧元，以满足斯洛伐克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欧洲市场业务。
8. 2024 年 5 月，公司分别在美国特拉华州、加利福尼亚州和得克萨斯州设立了子公司，开拓美国市场业务，公司国际化战略得到进一步推进。

图表 23 新泉股份海外基地布局情况

公司名称	成立时间	主要产品	地点	2023年营业收入 (亿元)	24H1营业收入 (亿元)	24H1总资产 (亿元)	24H1净资产 (亿元)
马来西亚新泉	2019/5	仪表盘、副仪表盘和门饰板（单件和组件）等	马来西亚	1.63	0.68	1.25	0.91
墨西哥新泉	2021/1	仪表盘总成、座椅背板等	阿瓜斯卡连特斯州	3.36	3.25	12.31	7.23
美国新泉	2021/5	研发中心	美国	0.06	0.05	0.07	0.01
斯洛伐克新泉	2023/11	-	斯洛伐克	-	-	1.33	1.41
新泉美国控股	2024/5	-	特拉华州	-	-	-	-
新泉美国集团	2024/5	-	加利福尼亚州	-	-	-	-
新泉（得克萨斯）	2024/5	-	得克萨斯州	-	-	-	-

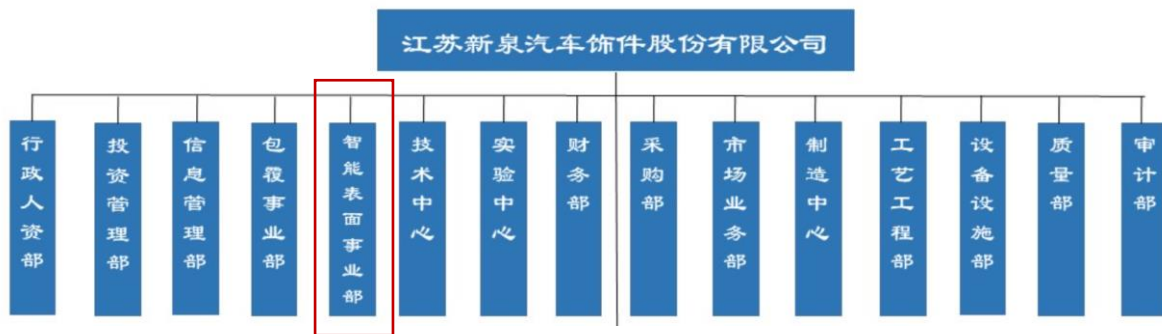
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2.3 多元化: 升级内饰产品, 开拓外饰产品

公司的研发能力领先, 有实力引领未来饰件行业产品升级。公司出色的研发能力既包括优秀的模具自制能力, 还包括能够凭借本土化优势, 自主深入发掘国内汽车消费者对于座舱产品外观、性能、功能方面的差异化需求, 与整车企业进行同步设计开发。

公司成立智能表面事业部, 智能化功能嵌入有望提高内饰产品的 ASP。智能表面是通过某种介质材料来增加电子功能、集装饰性与功能性于一体的内饰件产品, 用户可以通过触碰感应、手势或语音命令进行唤醒激活, 可应用于车内的门板、仪表盘、顶棚等座舱硬件。随着电动智能加速变革, 智能表面的应用能够提升座舱视觉上的科技感, 将是内饰最主流的升级方向之一。目前车企对智能表面技术已有涉猎: 例如, 2020 年特斯拉公布了智能表面应用于其方向盘的专利, 具体包括方向盘上的 T logo 新增了类似呼吸灯的硬件设计、左右触控板区域分别增加了两条灯条/显示屏, 可以提供辅助视觉反馈并支持用户自定义状态提示。

图表 24 新泉股份组织架构



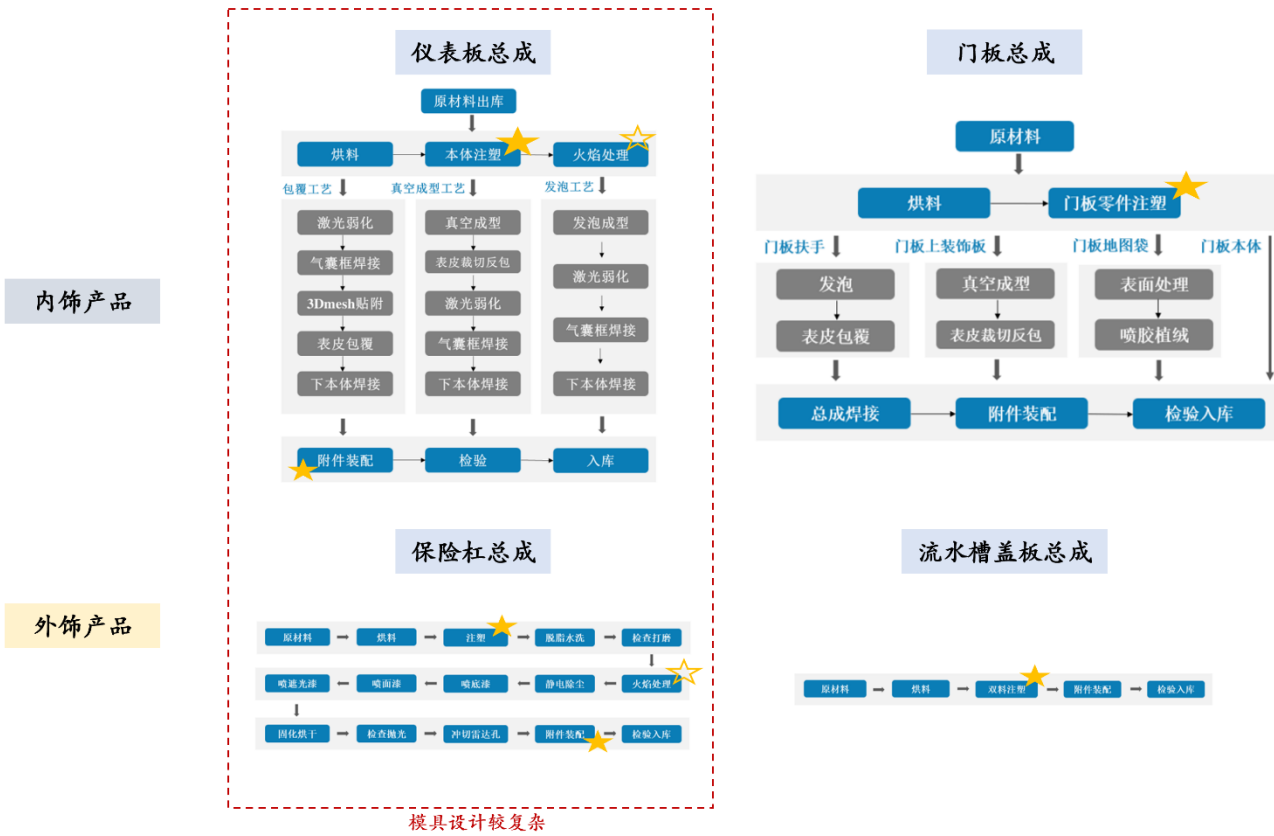
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

除内饰产品, 公司的外饰产品也在不断开拓。公司凭借在模具设计、注塑工艺、总成装配工艺上的积累, 在外饰产品上也在不断开拓, 目前公司的外饰产品有保险杠总成、落水槽等外饰附件, 随着公司饰件产品线不断丰富, 在客户体系内的配套金额有望增加。

2024 年上半年, 公司保险杠总成实现营业收入 1.4 亿元、同比+387%、营收占比 2.3%, 是上半年增长最快的业务; 外饰附件产品实现营业收入 1.0 亿元、同比+148%、营收占比 1.6%, 也是公司上半年快速增长的板块之一。

未来公司在客户体系内的配套品类与份额将有望进一步提升。随着公司生产、销售、研发能力不断加强, 未来在客户体系内配套产品品类有望增加、整体配套金额将提升。同时, 公司未来有望通过供应大量模块化、系统化集成产品, 与主机厂形成更密切的合作关系、在客户体系内的配套份额也将提升。

图表 25 新泉股份内外饰主要产品工艺对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 盈利预测与投资建议：饰件白马标的强者愈强

营业收入：过去公司前五大客户基本为吉利汽车、奇瑞汽车、上汽集团、一汽集团、北汽福田，2021年起国际知名电动车企业开始贡献明显增量，我们预计未来随着公司在海外市场及外饰板块的推进，公司在核心的新能源、自主客户中配套金额及份额持续提升，收入端继续保持高增速。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入 131.2 亿、162.9 亿、201.8 亿元，对应增速+24%、+24%、+24%。具体核心大客户：

- 1) 客户 1: 预计 2024-2026 年营业收入 29.5 亿、39.4 亿、47.4 亿元，营收占比 23%、24%、24%。
- 2) 客户 2: 预计 2024-2026 年营业收入 22.3 亿、26.6 亿、34.2 亿元，营收占比 17%、16%、17%。
- 3) 客户 3: 预计 2024-2026 年营业收入 18.7 亿、22.5 亿、29.8 亿元，营收占比 14%、14%、15%。
- 4) 客户 4: 预计 2024-2026 年营业收入 18.6 亿、23.3 亿、29.9 亿元，营收占比 14%、14%、15%。
- 5) 客户 5: 预计 2024-2026 年营业收入 15.0 亿、20.5 亿、26.0 亿元，营收占比 11%、13%、13%。

图表 26: 新泉股份 2024-2026 年按客户收入分拆情况

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	30.4	36.8	46.1	69.5	105.7	131.2	162.9	201.8
YoY		21%	25%	51%	52%	24%	24%	24%
核心客户					74.8	104.1	132.2	167.3
客户1	-	0.0	5.0	15.7	22.5	29.5	39.4	47.4
客户2	8.9	9.2	9.8	16.6	20.2	22.3	26.6	34.2
客户3	3.5	4.3	7.7	10.3	17.1	18.7	22.5	29.8
客户4	-	-	0.1	2.2	5.0	18.6	23.3	29.9
客户5	-	-	-	1.8	9.9	15.0	20.5	26.0
其他客户								
客户6	4.6	4.6	3.3	3.3	-	1.2	1.0	0.8
客户7	2.8	4.4	3.3	-	-	1.8	1.9	2.0
客户8	2.4	2.9	-	-	-	2.8	3.0	3.1
客户9	-	-	-	-	-	0.6	0.9	0.9
核心客户占比					71%	79%	81%	83%
客户1	-	0%	11%	23%	21%	23%	24%	24%
客户2	29%	25%	21%	24%	19%	17%	16%	17%
客户3	12%	12%	17%	15%	16%	14%	14%	15%
客户4	-	-	0%	3%	5%	14%	14%	15%
客户5	-	-	-	3%	9%	11%	13%	13%
其他客户占比								
客户6	15%	12%	7%	5%	-	1%	1%	0%
客户7	9%	12%	7%	-	-	1%	1%	1%
客户8	8%	8%	-	-	-	2%	2%	2%
客户9	-	-	-	-	-	0%	1%	0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

归母净利润：2024 年随着在自主、新能源车企配套项目的增加，业绩有望继续保持较好的兑现度，我们预计公司 2024-2026 年归母净利 10.0 亿、14.0 亿、18.6 亿元，对应增速+24%、+40%、+33%，预计 3 年 CAGR +32%。具体各项：

- 1) 毛利率：2024 年随着海外项目放量、产能利用率提高，以及国内市场进一步降

- 本增效, 毛利率逐步提升, 预计 2024-2026 年毛利率 20.8%、21.0%、21.0%。
- 2) 费用率: 2022 年起收入的快速扩增对费用有明显摊薄, 规模效益明显, 预计 2024-2026 年期间费用率 11.4%、10.6%、10.0%。
- 3) 归母净利率: 预计 2024-2026 年归母净利率 7.6%、8.6%、9.2%。

图表 27: 新泉股份 2024-2026 年盈利预测情况

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	30.36	36.80	46.13	69.47	105.72	131.23	162.91	201.83
YoY		21%	25%	51%	52%	24%	24%	24%
毛利率 (%)	21.2%	23.0%	21.3%	19.7%	20.0%	20.8%	21.0%	21.0%
销售费用率	4.7%	4.5%	4.4%	1.9%	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%
管理费用率	4.4%	4.4%	4.6%	4.5%	4.3%	5.0%	4.3%	3.7%
研发费用率	4.5%	4.1%	4.9%	4.4%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%
财务费用率	1.1%	1.2%	0.6%	0.0%	-0.1%	0.6%	0.5%	0.4%
期间费用率 (%)	14.7%	14.3%	14.5%	10.8%	10.2%	11.4%	10.6%	10.0%
归母净利 (亿元)	1.8	2.6	2.8	4.7	8.1	10.0	14.0	18.6
归母净利率 (%)	6.0%	7.0%	6.2%	6.8%	7.6%	7.6%	8.6%	9.2%
归母净利YoY		41%	10%	66%	71%	24%	40%	33%

资料来源: wind, 华安证券研究所整理

短期, 公司有望继续受益自主、新能源客户的销量提升或定点催化; 中长期, 公司有望进一步发挥自身的成本管控能力提升盈利, 同时在客户体系内进一步获得更多配套份额及配套金额, 实现内生增长、国内+海外、内饰+外饰多维成长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 10.0 亿、14.0 亿、18.6 亿元, 增速+24%、+40%、+33%, 对应 2024 年 9 月 22 日 PE 19、14、10 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示：

宏观经济波动，新能源车行业竞争加剧，客户销量增速不及预期，新产品开发及客户获取进度不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9109	10504	13278	17286	营业收入	10572	13123	16291	20183
现金	1416	1285	1883	3258	营业成本	8452	10393	12870	15945
应收账款	2962	3595	4521	5635	营业税金及附加	51	66	81	101
其他应收款	28	34	43	53	销售费用	177	220	300	380
预付账款	456	520	643	797	管理费用	452	650	700	750
存货	2475	2998	3636	4414	财务费用	-6	80	80	80
其他流动资产	1772	2073	2552	3128	资产减值损失	-4	-5	-5	-5
非流动资产	4338	5321	5960	6242	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	6	6	6	6	投资净收益	1	-1	2	2
固定资产	3157	3405	3650	3840	营业利润	928	1127	1573	2087
无形资产	372	422	472	522	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	804	1489	1832	1875	营业外支出	15	15	16	17
资产总计	13447	15825	19237	23528	利润总额	914	1113	1558	2070
流动负债	6873	8154	9967	12197	所得税	109	111	156	207
短期借款	100	200	250	300	净利润	805	1002	1402	1863
应付账款	4196	4908	6077	7529	少数股东损益	0	3	4	5
其他流动负债	2576	3045	3639	4367	归属母公司净利润	806	999	1399	1859
非流动负债	1569	1901	2098	2295	EBITDA	1260	1612	2114	2682
长期借款	468	768	968	1168	EPS (元)	1.65	2.05	2.87	3.81
其他非流动负债	1100	1133	1130	1127					
负债合计	8442	10055	12065	14492					
少数股东权益	48	51	55	59					
股本	487	487	487	487					
资本公积	2108	2108	2108	2108					
留存收益	2362	3124	4522	6381					
归属母公司股东权	4957	5719	7118	8976					
负债和股东权益	13447	15825	19237	23528					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	590	1268	1587	2076
净利润	805	1002	1402	1863
折旧摊销	329	420	476	532
财务费用	57	93	108	119
投资损失	-1	1	-2	-2
营运资金变动	-669	-311	-462	-501
其他经营现金流	1543	1377	1929	2429
投资活动现金流	-988	-1414	-1128	-829
资本支出	-1073	-1224	-1075	-776
长期投资	93	-5	-5	-5
其他投资现金流	-7	-185	-48	-48
筹资活动现金流	1135	36	139	128
短期借款	-425	100	50	50
长期借款	105	300	200	200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	1455	-364	-111	-122
现金净增加额	736	-131	598	1376

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	52.2%	24.1%	24.1%	23.9%
营业利润	72.7%	21.5%	39.6%	32.6%
归属于母公司净利润	71.2%	24.0%	40.1%	32.9%
获利能力				
毛利率 (%)	20.0%	20.8%	21.0%	21.0%
净利率 (%)	7.6%	7.6%	8.6%	9.2%
ROE (%)	16.2%	17.5%	19.7%	20.7%
ROIC (%)	11.4%	12.9%	14.8%	16.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	62.8%	63.5%	62.7%	61.6%
净负债比率 (%)	168.6%	174.3%	168.2%	160.4%
流动比率	1.33	1.29	1.33	1.42
速动比率	0.86	0.82	0.87	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.93	0.90	0.93	0.94
应收账款周转率	4.30	4.00	4.01	3.97
应付账款周转率	2.49	2.28	2.34	2.34
每股指标 (元)				
每股收益	1.65	2.05	2.87	3.81
每股经营现金流	1.21	2.60	3.26	4.26
每股净资产	10.17	11.74	14.61	18.42
估值比率				
P/E	30.73	19.15	13.67	10.29
P/B	4.98	3.34	2.69	2.13
EV/EBITDA	20.23	12.63	9.46	7.04

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈佳敏，上海财经大学金融硕士，FRM，三年汽车行业研究经验，主要覆盖汽车零部件。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。