

岱美股份(603730)

汽车零部件/汽车

发布时间：2023-11-13

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

遮阳板龙头，顶棚系统业务打开新成长空间

报告摘要：

全球遮阳板业务龙头，业务聚焦于汽车顶饰及座椅系统赛道（包括遮阳板、头枕、扶手、顶棚及顶饰系统等），传统主业保持稳健增长。1) 公司是遮阳板行业全球龙头，占据了全球汽车遮阳板市场40%以上的份额，其中北美遮阳板市场份额占比80%以上，远超其他供应商。遮阳板市场集中度较高，岱美遮阳板业务竞争压力小，营收水平整体也随全球车市产销情况变化，2022年公司遮阳板业务营收36.6亿元，占公司总收入的71%；2) 头枕和顶棚中央控制器为岱美另外两大板块业务，其中头枕业务收入较为稳定，顶棚中央控制器业务近两年快速增长，2022年顶棚中央控制业务营收4.15亿元，同比增长108%，占当年总营收的8%。

顶棚业务打开岱美成长新曲线。近年来，岱美逐步将业务扩展至单车价值更高的顶棚集成产品，根据公司公告，岱美顶棚的单车价值约为700元，顶棚集成系统产品的单车价值为4000元。顶棚市场的主要玩家包括安通林、IAC、河西工业、华域汽车等，针对北美及国内顶棚市场，岱美通过发行可转债募集资金9.08亿元，建设墨西哥内饰产业基地项目及国内舟山顶棚产品项目，建设完成后将辐射北美和国内，供应特斯拉、福特、通用等优质客户，其中墨西哥项目达产后可实现年产顶棚系统集成30万套、顶棚产品60万套。目前岱美已取得接近规划产能50%的定点，未来放量可期。

业务核心成长路径：配套北美大客户，依靠遮阳板等合作关系，进军顶棚系统提高单车配套价值。海外市场长期占岱美营收的80%以上，岱美2018年通过收购Motus打入北美、欧洲市场，在当地与全球众多整车厂建立配套供应关系。2022年，全球电动车龙头特斯拉成为岱美第5大客户，营收占比达6.8%。未来结合墨西哥顶棚系统项目建设，岱美有望加深与特斯拉、通用、福特、克莱斯勒等北美主机厂合作关系，提升单车配套价值，打开更广阔的成长空间。

盈利预测与评级：预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.45/8.98/10.74亿元，对应EPS分别为0.59/0.71/0.84元，市盈率分别为27/22/19。给予“买入”评级。

风险提示：下游客户销量不及预期，顶棚业务拓展不及预期。

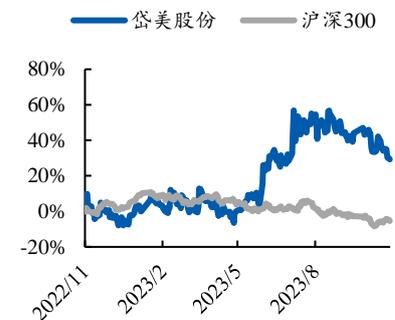
财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,209	5,146	6,217	7,602	9,144
(+/-)%	6.55%	22.27%	20.81%	22.29%	20.28%
归属母公司净利润	416	570	745	898	1,074
(+/-)%	5.83%	36.95%	30.83%	20.40%	19.64%
每股收益(元)	0.57	0.61	0.59	0.71	0.84
市盈率	40.91	26.36	27.06	22.48	18.79
市净率	4.24	3.55	4.37	3.66	3.06
净资产收益率(%)	10.63%	13.92%	16.16%	16.29%	16.31%
股息收益率(%)	3.15%	3.15%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	724	942	1,271	1,271	1,271

股票数据

2023/11/10

6个月目标价(元)	
收盘价(元)	15.77
12个月股价区间(元)	12.64-19.14
总市值(百万元)	20,049.18
总股本(百万股)	1,271
A股(百万股)	1,271
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-12%	-15%	26%
相对收益	-10%	-5%	29%

相关报告

《华为的“造车朋友圈”：星星之火，可以燎原》

--20231111

《域控制器系列报告之二：智能化迎来快速增长，域控制器相关增量可期》

--20230813

证券分析师：李恒光

执业证书编号：S0550518060001

021-61001510 lihg@nesc.cn

研究助理：史久杰

执业证书编号：S0550122050034

021-61001510 shijj@nesc.cn

目 录

1.	遮阳板行业龙头，全球知名的汽车内饰制造商	4
1.1.	产品矩阵丰富，积累头部客户	4
1.2.	营收稳健增长，毛利率稳定且优于行业平均水平	5
1.3.	遮阳板是主力业务，顶棚业务为未来发力点	6
1.4.	主攻海外市场，海外业务持续扩张	8
1.5.	拥抱优质客户群，持续扩展新能源客户	9
2.	海外布局拥抱整车厂，欧美市场全面覆盖	10
2.1.	收购 Motus 墨西哥工厂，就近供应大客户	10
2.2.	美国建厂，深耕美国车市	14
2.3.	以法国为突破点，进军欧洲	18
3.	顶棚业务打开公司更大成长空间	21
3.1.	顶棚业务供应商众多，市场竞争较为激烈	21
3.1.1.	北美市场：安通林是市场巨头	22
3.1.2.	中国市场：宁波华翔、华域汽车领先，安通林业务广泛	24
3.1.3.	日本市场：日系零部件厂商占领市场	27
3.2.	岱美顶棚集成产品进军北美市场	27
4.	盈利预测与评级	30
5.	风险提示	31

图表目录

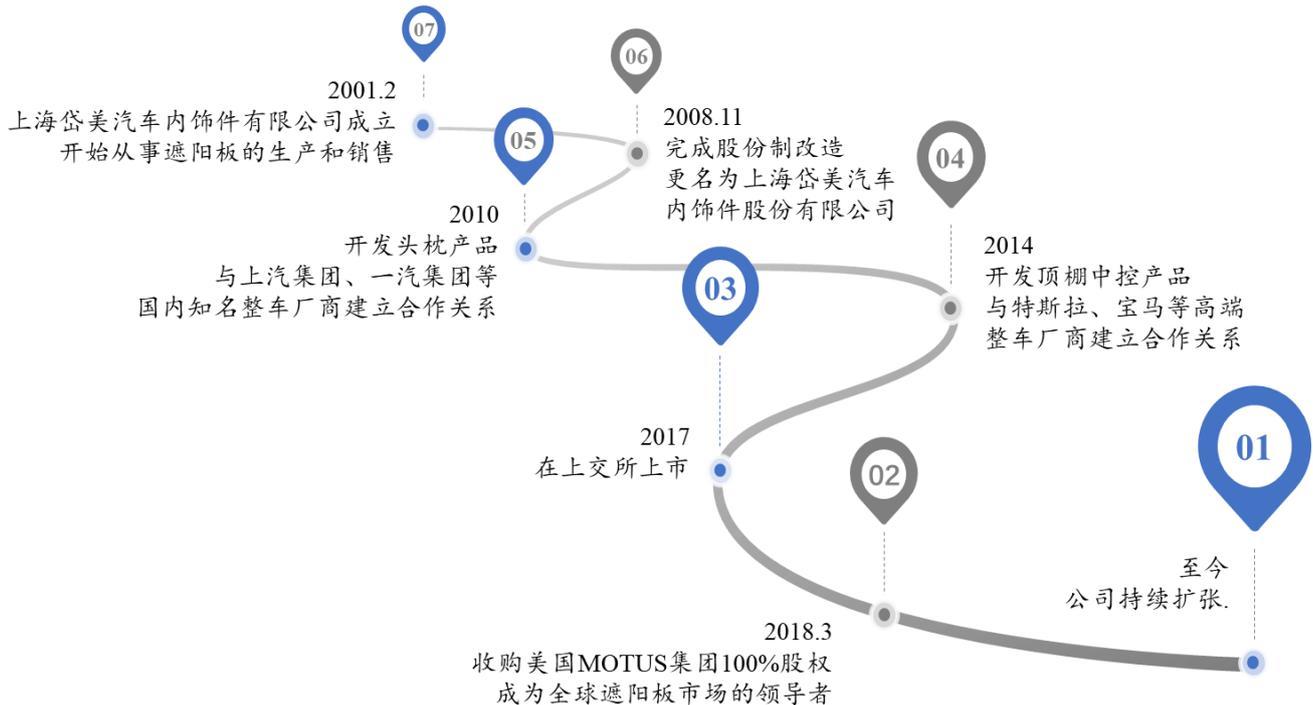
图 1:	岱美股份发展历程	4
图 2:	岱美股份客户群	5
图 3:	岱美股份营业收入	6
图 4:	岱美股份归母净利润	6
图 5:	岱美股份毛利率、净利率情况	6
图 6:	岱美股份毛利率同行对比	6
图 7:	岱美股份产品营收结构	7
图 8:	岱美股份遮阳板全球市场份额	7
图 9:	岱美股份主要产品的毛利率情况	7
图 10:	2022 年岱美股份主要产品的成本结构	7
图 11:	岱美股份头枕全球市场份额	8
图 12:	岱美顶棚中央控制器全球市场份额	8
图 13:	岱美股份全球业务网络	8
图 14:	岱美股份海内外市场份额	9
图 15:	岱美股份海内外市场毛利率对比	9
图 16:	岱美股份前 5 大客户情况	10
图 17:	2022 年岱美股份客户构成	10
图 18:	墨西哥萨尔蒂约的汽车制造业	11
图 19:	墨西哥部分整车厂交通布局	13
图 20:	岱美墨西哥内饰营业收入及同比增长率	13
图 21:	岱美墨西哥内饰净利润情况	13
图 22:	底特律文艺复兴中心，通用总部大楼	15
图 23:	美国各州整车厂数量	15
图 24:	美国各车企整车厂数量	15
图 25:	美国部分整车厂布局	17

图 26: 北美岱美营业收入及同比增长率	18
图 27: 北美岱美净利润情况	18
图 28: 欧洲部分整车厂布局	19
图 29: 岱美法国营业收入及同比增长率	21
图 30: 岱美法国净利润情况	21
图 31: 2018-2023 财年第一季度河西工业营收规模	24
图 32: 2018-2023 财年第一季度河西工业利润规模	24
图 33: 2018-2023H1 宁波华翔内饰件营收规模	25
图 34: 2018-2023H1 宁波华翔毛利率情况	25
图 35: 2018-2023H1 宁波华翔国内外市场营收规模	25
图 36: 2018-2023H1 宁波华翔国内外毛利率情况	25
图 37: 2018-2023H1 华域国内外市场营收规模	26
图 38: 2018-2022 华域国内外毛利率情况	26
图 39: 2018-2023H1 华域内外饰营收情况	26
图 40: 2018-2023H1 华域内外饰毛利率情况	26
图 41: 2018-2023H1 华域内外饰营收情况	27
图 42: 2018-2023H1 华域内外饰毛利率情况	27
图 43: 日本顶棚市场格局	27
图 44: 岱美内外饰件毛利率与同行业对比	27
图 45: 顶棚中央控制器的生产流程	28
图 46: 岱美股份主营产品单价变化趋势	28
图 47: 顶棚灯控制盒	28
图 48: 中国零部件出口	30
表 1: 岱美股份主营产品	5
表 2: 岱美股份全球布局	9
表 3: 岱美股份部分海外分公司	10
表 4: 部分车企的墨西哥整车厂布局	11
表 5: 岱美股份产能扩建项目	14
表 6: 岱美股份墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目周期	14
表 7: 美国各车企及各州整车厂总产能及 2022 总产量 (辆)	16
表 8: 部分车企的美国整车厂产能布局	17
表 9: 部分车企的欧洲整车厂布局	18
表 10: 欧洲各车企及各国整车厂产能及 2022 总产量 (辆)	19
表 11: 全球部分顶棚供应商	21
表 12: 安通林主营业务产品及市场份额	22
表 13: 安通林主营业务产品的销售情况 (单位: 百万元人民币)	23
表 14: 安通林主要客户销售额及比例 (单位: 百万元人民币)	23
表 15: 岱美股份主营产品未来市场规模	28
表 16: 2023 年 7 月份岱美股份可转债募集资金用途	29
表 17: 年产 70 万套顶棚产品建设项目	29
表 18: 岱美股份业绩拆分预测	31

1. 遮阳板行业龙头，全球知名的汽车内饰制造商

深耕汽车内饰，遮阳板业务全球领先。上海岱美汽车内饰件股份有限公司（简称“岱美股份”，股票代码 603730）前身为上海岱美汽车内饰件有限公司，成立于 2001 年，2008 年完成股份制改制，2017 年在上海证券交易所挂牌上市。公司的主营业务为乘用车内饰件研发、生产及销售，主要产品包括遮阳板、头枕、顶棚和顶棚中控等，发展至今，岱美股份已成为全球遮阳板细分市场的龙头企业，也是特斯拉、宝马、奔驰等国际知名汽车品牌的核心供应商，其中遮阳板业务在 2022 年的全球市占率约为 46%。

图 1：岱美股份发展历程



数据来源：公司官网，东北证券

1.1. 产品矩阵丰富，积累头部客户

产品种类多样，涵盖多种汽车内饰。岱美股份主营业务为汽车内饰件，核心业务为遮阳板。经营多年后，公司积累大量技术经验，逐渐将产品扩展至头枕、顶棚中央控制器等汽车内饰件，形成了多元化产品结构和相对稳定的优质客户群体。其中遮阳板是岱美股份的拳头产品，公司拥有多项遮阳板相关的专利技术，为各个级别的整车厂商提供定制化遮阳板解决方案，2018 年公司收购美国 MOTUS 公司后，进一步扩大了在北美市场的份额，目前已经占据了全球遮阳板细分市场的领头地位。

优化客户群体，积累整车头部玩家。公司已经与全球多家知名汽车厂商建立了长期稳定的合作关系，客户包括奔驰、宝马、奥迪、通用、福特、克莱斯勒、大众等国外主流整车厂商，以及上汽、一汽、东风、长城等国内优势汽车企业，目前已经成为特斯拉遮阳板业务的核心供应商之一，并将小鹏、理想、蔚来等新兴造车势力纳入客户群。

表 1: 岱美股份主营产品

	遮阳板		方向盘	
				
	普通遮阳板	普通遮阳板	普通聚氨酯方向盘	普通聚氨酯方向盘
				
	带化妆灯遮阳板	带化妆灯遮阳板	高级包皮方向盘	高级包皮方向盘
主营产品	头枕		顶棚灯控制盒	
				
	头枕部件	头枕部件	阅读灯内饰灯总成	阅读灯内饰灯总成
				
	后头枕	后头枕	顶棚灯控制盒	顶棚灯控制盒
	座椅总成及其他			
				
后排化妆镜	座椅总成及其它	座椅总成及其它	座椅总成及其它	

数据来源: 公司官网, 东北证券

图 2: 岱美股份客户群



数据来源: 公司官网, 东北证券

1.2. 营收稳健增长, 毛利率稳定且优于行业平均水平

公司营收回归稳健增长。2013年~2019年，岱美股份营收保持6年正增长。2018年，岱美股份以支付现金的方式收购了美国 Motus 旗下的汽车遮阳板业务及资产，并产生商誉。2020年受疫情等外部宏观环境的影响，收购业务受到不利影响，产生了1.6亿元的商誉减值，2020年营收出现负增长，归母净利润减少，但随着宏观环境的恢复，2021年至今保持相对稳健的增长，2022年岱美股份营业收入为51.46亿，同比增长22.27%，归母净利润为5.70亿，同比增长36.95%；从2023年前三季度营收情况看，岱美依旧保持了20%以上的收入增速。

图 3：岱美股份营业收入



数据来源：公司年报，东北证券

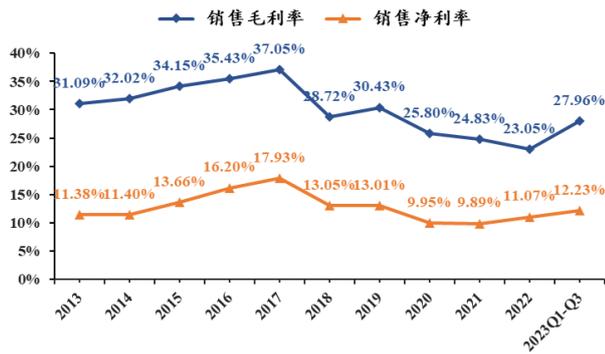
图 4：岱美股份归母净利润



数据来源：公司年报，东北证券

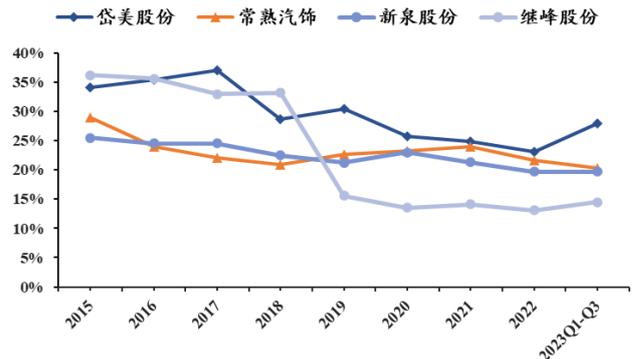
毛利率基本稳定，优于行业平均水平。2013年~2016年，岱美股份的毛利率保持在30%以上的相对较高水平，2018年之后毛利率出现下滑趋势，原因在于公司收购了境外 MOTUS，海外公司的人工成本较高、外购件较多，压低了公司整体的毛利率。2020-2022年受疫情、美国通胀等宏观环境影响，公司毛利率不断下滑，但2023年公司毛利率有较大恢复。2023年前3季度，公司毛利率28%，高于行业平均水平。

图 5：岱美股份毛利率、净利率情况



数据来源：公司年报，东北证券

图 6：岱美股份毛利率同行对比



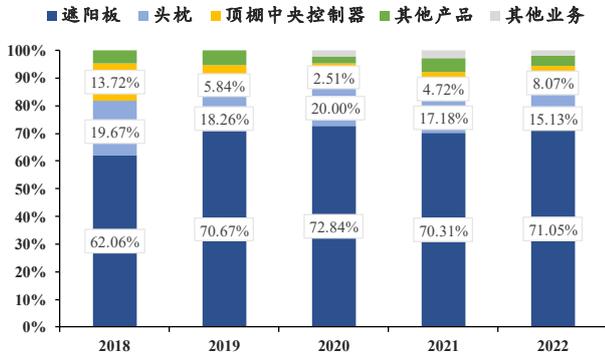
数据来源：公司年报，东北证券

1.3. 遮阳板是主力业务，顶棚业务为未来发力点

遮阳板业务仍是营收主力，市占率持续领先并稳步提升。2019年至今，遮阳板业务为岱美股份创造了70%以上的营收，占比相对稳定，2022年岱美股份遮阳板业务的营业收入为36.56亿元，同比增长23.56%，营收占比为71.05%。2018年公司收购MOTUS之后，遮阳板业务的市占率持续提升，是全球遮阳板市场第一大供应商，

2022 年岱美股份遮阳板全球市场份额为 46%。遮阳板的单价为 70 元左右，假设每辆乘用车配套 2 件遮阳板，则单车价值量为 140 元左右。

图 7：岱美股份产品营收结构

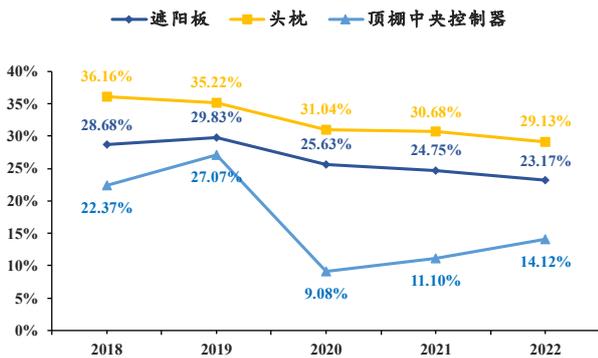


数据来源：公司年报，东北证券

注：公司内饰件所配套的整车数量为折算值。折算假定为：每 1 辆乘用车配套 2 件遮阳板、4 件头枕、1 件顶棚中央控制器。

头枕是重要创收业务，毛利率高于遮阳板和顶棚中央控制器。汽车头枕（汽车座椅安全头枕，Head Restraint）安装在汽车座椅靠背的上部，与乘员头部高度平齐。当汽车发生追尾时，乘员头部会突然向后甩动，头枕可以托住头部，有效缓解事故发生时的冲击力，是重要的汽车被动安全装置。头枕业务是岱美股份第二大创收业务，2022 年，岱美股份头枕业务的营业收入为 7.79 亿元，占总营收的 15.13%，全球市场份额为 4.34%。头枕的单价约为 70 元，每辆乘用车配套 4~7 个头枕，则单车价值量为 280~490 元。

图 9：岱美股份主要产品的毛利率情况



数据来源：公司年报，东北证券

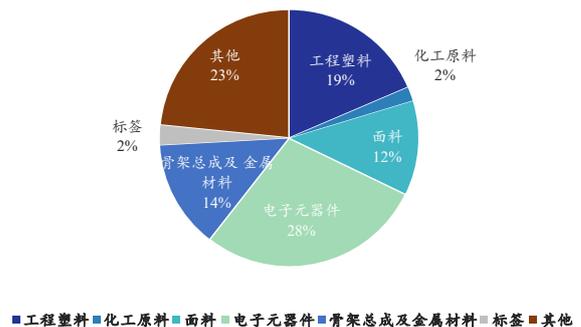
顶棚业务尚未完全崛起，是未来的核心发力点。顶棚中央控制器是指位于车顶中央的控制器，具有阅读照明、天窗遥控启动、接听免提电话、车库门遥控启动、防盗报警等功能，其单车价值提升空间要高于遮阳板和头枕。2022 年，岱美股份的顶棚中央控制器的营业收入为 4.15 亿元，占总营收的 8.07%，2022 年顶棚中央控制器出货量 409 万量，约占全球市场份额为 6.64%，未来岱美股份将扩建产能，配套新能源车的顶棚系统集成产品和顶棚产品，顶棚业务有望成为公司新的营收发力点。

图 8：岱美股份遮阳板全球市场份额



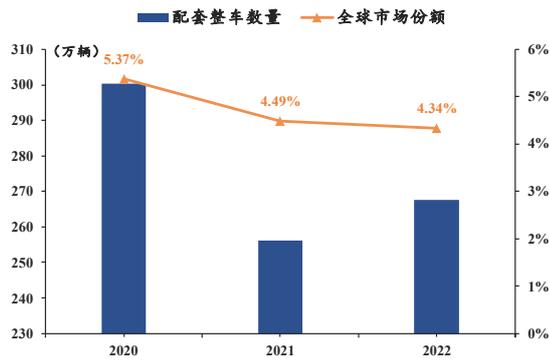
数据来源：公司公告，OICA，东北证券

图 10：2022 年岱美股份主要产品的成本结构



数据来源：公司公告，东北证券

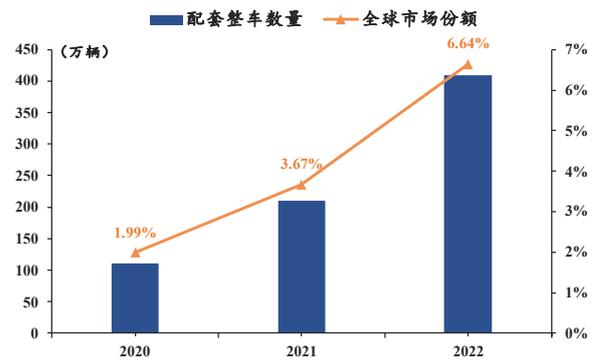
图 11: 岱美股份头枕全球市场份额



数据来源: 公司年报, 东北证券

注: 公司内饰件所配套的整车数量为折算值。折算假定为: 每 1 辆乘用车配套 2 件遮阳板、4 件头枕、1 件顶棚中央控制器。

图 12: 岱美顶棚中央控制器全球市场份额



数据来源: 公司公告, OICA, 东北证券

1.4. 主攻海外市场, 海外业务持续扩张

持续扩张海外业务, 业务网络遍布全球。岱美股份在中国、美国, 法国, 墨西哥等地均建有生产基地, 并在日本、德国、韩国, 英国, 西班牙等国家设立有境外销售和服务网络, 2018 年收购 MOTUS 后, 海外市场大幅扩张。

图 13: 岱美股份全球业务网络



数据来源: 公司官网, 东北证券

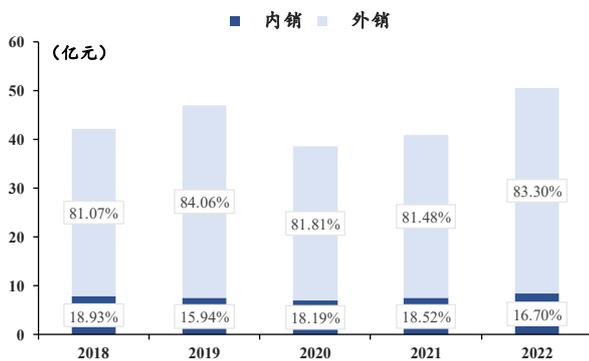
表 2：岱美股份全球布局

生产基地	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。
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。
	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
业务网络	亚洲	中国，日本，韩国，印度，泰国
	南美洲	巴西
	大洋洲	澳大利亚

数据来源：公司官网，东北证券

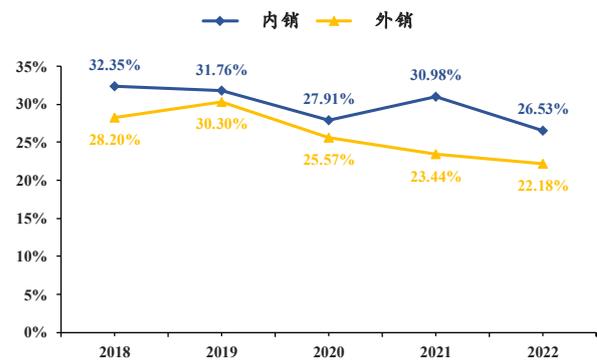
80%以上的营收来自海外市场，海外市场毛利率略低于国内。海外市场长期为岱美股份创造八成以上的营收。2022 年，岱美股份海外市场的营业收入为 42.12 亿元，占总营收的 83.30%；国内市场的营业收入为 8.45 亿元，占总营收的 16.70%。2019 年起，岱美股份海外市场的毛利率呈下降趋势，并且持续低于国内市场的毛利率。2022 年，海外市场的毛利率为 22.18%，低于国内市场的 26.53%，主要因海外工厂人工成本较高，以及受近几年受疫情、美国通胀等宏观环境因素影响。

图 14：岱美股份海内外市场份额



数据来源：公司年报，东北证券

图 15：岱美股份海内外市场毛利率对比



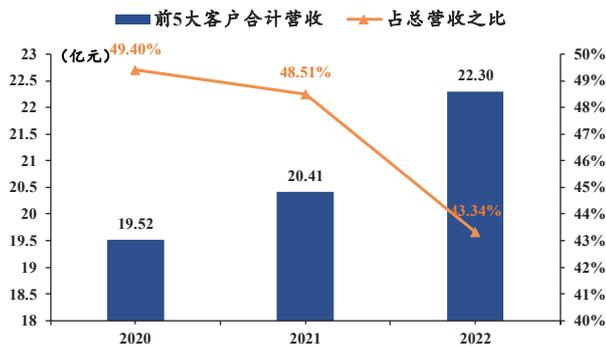
数据来源：公司年报，东北证券

1.5. 拥抱优质客户群，持续扩展新能源客户

特斯拉的优质供应商，前 5 大客户占比持续降低。岱美股份与全球众多整车厂商建立了产品开发和配套供应关系，积攒了一批优质客户，包括宾利、保时捷、奔驰、

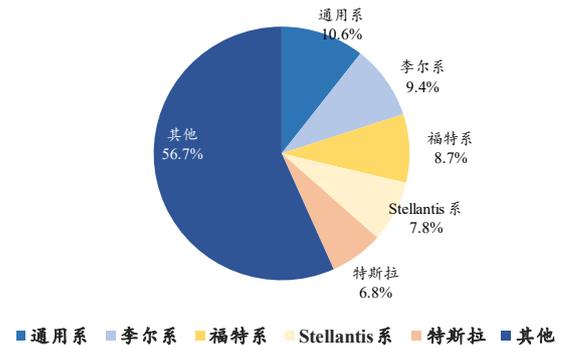
宝马、奥迪、通用、福特、菲亚特克莱斯勒、大众、标致雪铁龙、Rivian、丰田、本田、日产等国外主流厂商，以及上汽、一汽、东风、长城等国内优势汽车企业。中国汽车工业协会数据显示，2022年我国新能源汽车产销分别完成705.8万辆和688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%，新能源车市场快速发展，在这一背景下，岱美股份将客户群体扩展至新能源整车厂商，成为特斯拉、蔚来、理想、小鹏等优质新能源整车厂商的优质供应商，前5大客户的营收占比逐步下降，客户体系进一步优化。2020年岱美股份前5大客户营收占比49.40%，2022年这一数据下降至43.34%。

图 16：岱美股份前 5 大客户情况



数据来源：公司公告，东北证券

图 17：2022 年岱美股份客户构成



数据来源：公司公告，东北证券

2. 海外布局拥抱整车厂，欧美市场全面覆盖

美、墨、法三地布局零部件厂，针对性服务北美、欧洲客户。截至目前，岱美股份在海外多地拥有加工厂，美欧均有分布，包括美国底特律工厂、墨西哥拉莫斯阿里斯佩工厂及法国工厂等。

表 3：岱美股份部分海外分公司

公司	成立时间	注册资本	经营地	总资产 (万元)	净资产 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
岱美墨西哥内饰	2014/5/20	6,286 比索	墨西哥	225,772.55	106,059.63	171,313.42	2,021.18
北美岱美	2009/9/8	50 万美元	美国	84,404.31	20,525.06	84,176.16	-414.16
岱美法国	1975/10/24	4,404,619.61 欧元	法国	34,289.96	20,950.66	33,448.01	943.45

数据来源：公司公告，东北证券

2.1. 收购 Motus 墨西哥工厂，就近供应大客户

收购 Motus 墨西哥工厂，完善北美布局。2018 年，岱美股份收购了 Motus 在墨西哥的相关资产与业务，包括墨西哥工厂，由岱美墨西哥内饰管理。墨西哥工厂位于墨西哥北部的科阿韦拉州，具体地址是该州首府萨尔蒂约的东南方 11 公里处的拉莫斯阿里斯佩 (Ramos Arizpe)。墨西哥工厂的主要产品是遮阳板、头枕及顶棚中央控制器等产品，未来产能扩张完成后，将引入汽车顶棚集成产品。

图 18：墨西哥萨尔蒂约的汽车制造业



数据来源：Tetakawi，东北证券

全球公认的汽车制造中心，汽车制造业是萨尔蒂约的支柱产业。根据 Tetakawi 的数据，墨西哥 30% 的乘用车和 62% 的卡车在萨尔蒂约完成组装。首先，萨尔蒂约位于墨西哥北部的沙漠高原区，距美国边境仅 180 英里，约合 289 公里，地理位置十分优越。其次，萨尔蒂约所在的科阿韦拉州是钢铁产业大州，其钢铁产量占墨西哥总产量的 30% 以上，为汽车零部件及整车厂提供了丰富的原材料，拉动了萨尔蒂约金属冲压设备行业的发展。此外，科阿韦拉州与美国得克萨斯州接壤，而萨尔蒂约作为汽车制造业中心，交通便利，铁路四通八达，连接着全墨西哥的铁路网萨尔蒂约拥有一座国际机场，人员往来便利。最后，汽车产业的集聚为萨尔蒂约创造了约 12 万个直接就业机会，培养了一批相对熟练的制造业员工。地理与人文双重优越条件使得萨尔蒂约吸引了众多汽车厂商在此建厂。

表 4：部分车企的墨西哥整车厂布局

整车厂	地址	基地名	生产车型	2022 产能/辆	2022 产量/辆
Stellantis, 菲亚特, Ram	萨尔蒂约市, 科阿韦拉州	Stellantis, FCA Mexico, Saltillo Truck Assembly Plant	Ram Classic/1500; Ram 2500/3500; Ram 4500/550 ; DX 驾驶室底盘 (针对墨西哥市场)	285000	318191
Stellantis, Jeep	托卢卡市, 墨 西哥州	Stellantis, FCA Mexico, Toluca Assembly Plant	Jeep 指南者 (Compass) (2017-)	279000	96761

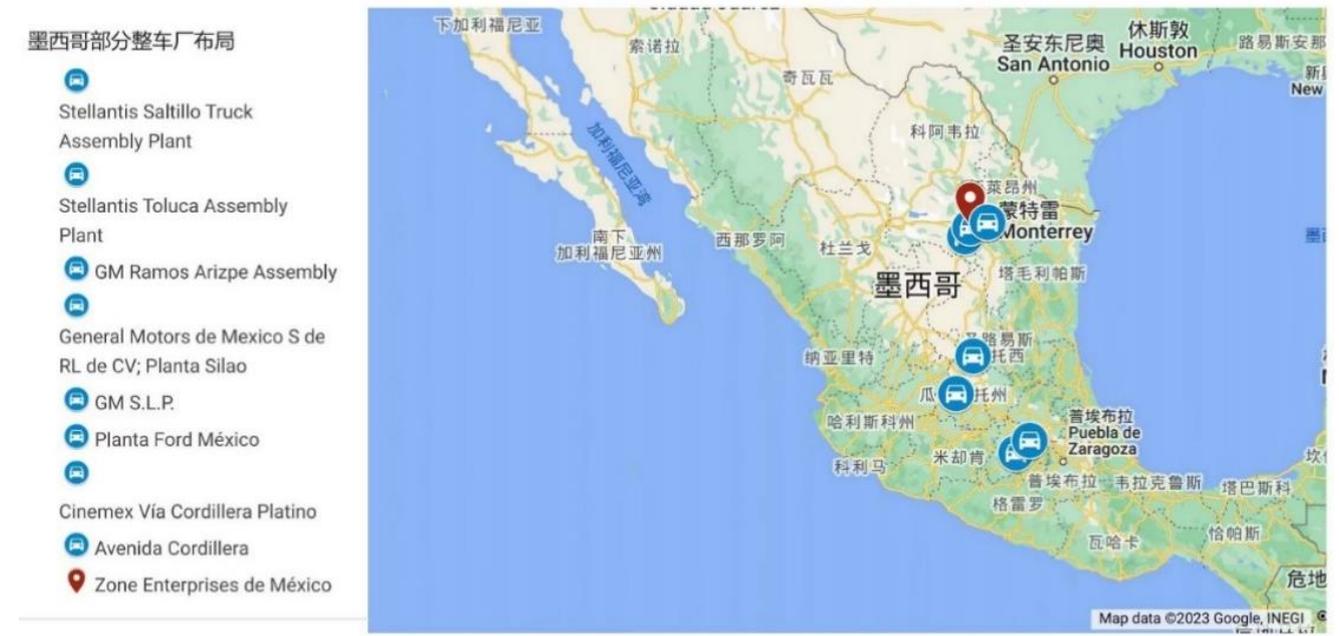
通用, 雪佛兰	萨尔蒂约市, 科阿韦拉州	General Motors Mexico, Ramos Arizpe Plant	Equinox (2017-); Blazer (2018-); Equinox EV (计划-);	240000	178567
通用, 雪佛兰, GMC	西拉奥市, 瓜 纳华托州	General Motors Mexico, Silao Plant	雪佛兰 Silverado Crew Cab, Silverado Single Cab (2019-); Silverado 1500; Cheyenne Crew Cab; GMC Sierra Crew Cab, Sierra Single Cab (2019-)	273000	324632
通用, 雪佛兰, GMC	圣路易斯波托 西市, 圣路易 斯波托西州	General Motors Mexico, San Luis Potosi Plant	Equinox (2017-); GMC Terrain (2017-)	240000	240047
福特	库阿乌蒂特兰 伊斯卡利市, 墨西哥州	Ford Motor Mexico, Cuautitlan Plant	EV Mustang Mach-E (2021-)	140000	77959
福特, 林肯	埃尔莫西略 市, 索诺拉州	Ford Motor Mexico, Hermosillo Stamping and Assembly Plant	Fusion Police Responder HV;;Fusion Police Responder PHEV; Bronco Sport 紧凑 型跨界 (2020-); Maverick HV (2021-);	300000	225522
特斯拉	圣卡塔琳娜 市, 新莱昂州	Tesla Gigafactory Mexico	下一代电动汽车; 可生产电池; 特斯拉墨西哥组 装厂预计将于 2023 年 开工	-	-

数据来源: Marklines, 东北证券

坐落于众多整车厂之间, 快速响应整车厂需求。萨尔蒂约是重要的汽车和零部件企业集聚区, 通用汽车、克莱斯勒等整车品牌均在该地建立整车和相关零部件工厂。2022 年岱美股份的前 5 大客户中, 通用、福特、Stellantis 以及特斯拉都已经或将要在墨西哥布局整车厂, 其中 Stellantis 在科阿韦拉州的工厂、通用在瓜纳华托州和圣路易斯波托西州的工厂以及福特在索诺拉州的工厂在 2022 年的整车产能和产量均已超过 20 万辆, 是车企的重要整车厂, 产量充足, 对汽车零部件的需求较大。此外,

岱美墨西哥工厂制造的产品可以通过 Mex-85 和 Mex-57 两条公路运往美国休斯顿、墨西哥坦皮科的港口，并通过 35 号洲际铁路与北美地区相连接，交通便利。

图 19：墨西哥部分整车厂交通布局



数据来源：Marklines, Google Map data, 东北证券
注：红标地址为岱美墨西哥工厂所在地

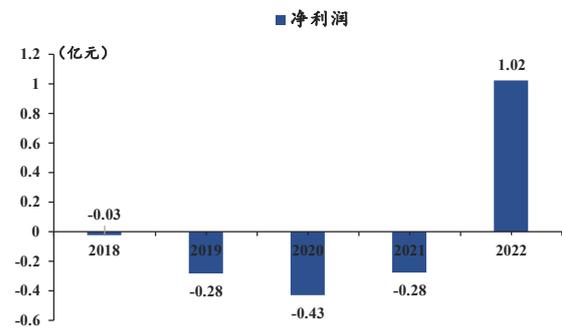
营收持续增长，净利润扭亏为盈。在岱美股份收购 Motus 之前，Motus 虽然在全球有 15% 以上的遮阳板市场份额，但整体营收已显颓势，2018 年，Motus 的墨西哥工厂营收只有 3.31 亿元。岱美股份收购 Motus 之后，着手对墨西哥工厂进行改造管理，2019 年营收实现 14.85 亿元，增长明显。2020 年之后，受大环境及商誉减值的影响，墨西哥工厂营收增长速度放缓，净利润持续为负。2022 年，岱美墨西哥内饰的营收实现 30.37 亿元，同比增长 45.34%，净利润实现 1.02 亿元，成功扭亏为盈。

图 20：岱美墨西哥内饰营业收入及同比增长率



数据来源：公司公告，东北证券

图 21：岱美墨西哥内饰净利润情况



数据来源：公司公告，东北证券

新项目募集资金进行中，未来产能扩张，持续服务北美市场。2023 年，岱美股份发行可转债，为产能扩建项目募集资金，包括墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目，项目实施地点位于墨西哥拉莫斯阿里斯佩，资金用于购置土地并新建厂房及生产线，扩张汽车内饰件产能，总投资额为 8.23 亿元。项目建成并达产后，可实现年产汽车

顶棚系统集成产品 30 万套、汽车顶棚产品 60 万套，产能辐射北美市场、供应特斯拉、福特、通用等北美客户。顶棚产品价值量高于遮阳板等内饰件，未来顶棚集成系统产品单价为 4000 元，顶棚产品单价为 700 元，项目建成并投产后，能够为公司创造每年 16.2 亿元的营收，其中顶棚集成系统的营收为 12 亿元，占项目营收的 74%，将是岱美未来在北美地区重点发力的产品。目前岱美股份已取得接近规划产能的 50% 的定点。

表 5：岱美股份产能扩建项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目	82,341.66	63,793.90
2	年产 70 万套顶棚产品建设项目	32,500	5,000
3	补充流动资金项目	22,000	22,000
合计	-	136,841.66	90,793.90

数据来源：公司公告，东北证券

表 6：岱美股份墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目周期

产品	项目	T+1	T+2	T+3 至 T+10
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）	16,800	33,600	42,000
	数量（万套）	24	48	60
	单价（元）	700	700	700

数据来源：公司公告，东北证券

2.2. 美国建厂，深耕美国车市

车企集聚，美国工厂选址世界汽车之城。岱美美国工厂坐落于美国密歇根州底特律市，由北美岱美管理。底特律是美国传统汽车工业集聚地，通用、福特、克莱斯勒三大美国车企的本部都位于底特律市，但随着人口大量涌入，种族歧视、犯罪率上涨等问题在底特律逐渐显现，世界汽车之城走向没落。2011 年底，为了促进底特律复兴，当地政府出台一系列税收及其他政策，欢迎中国车企在底特律入驻。虽然底特律在 2013 年申请破产，但数十年的汽车工业发展历史为底特律留下了丰富的技术经验和一批汽车工程师。密歇根州拥有 15 所大学和学院，其中底特律大学与业界联系紧密，通用、福特、Stellantis 都将最新车型研究室和实验工厂设立在底特律大学内，众多相关专业毕业生为车企注入技术实力。截止目前，除了福特、通用及克莱斯勒的总部外，已有数十家中国车企在底特律建立研发中心，包括广汽、华晨、

长安、长城等，世界 150 家最大的汽零供应商中的一半在密歇根州。整体上汽车产业链完整而成熟，适合零部件工厂扎根。

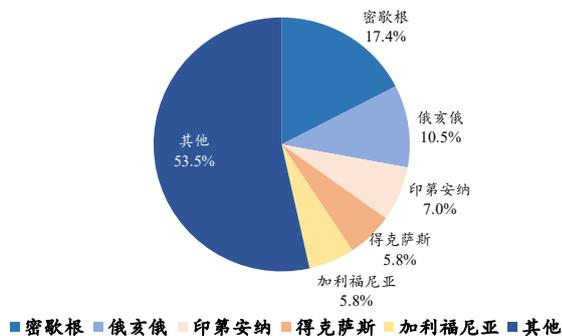
图 22：底特律文艺复兴中心，通用总部大楼



数据来源：Skyline Scenes，东北证券

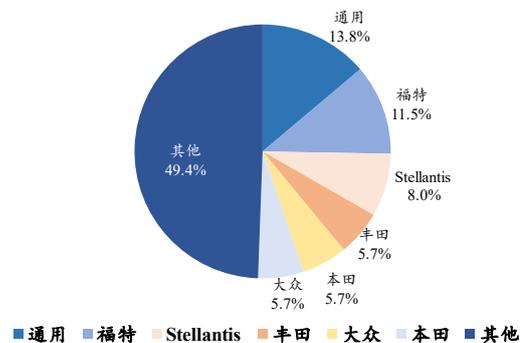
工厂建于五大湖地区，整车厂集群位置优越。岱美美国工厂的主要产品是遮阳板、头枕及顶棚中央控制器产品等汽车内饰件。美国密歇根州五大湖周围，是美国整车厂集聚中心。截至目前，全美境内共有 87 座整车厂（包括计划未来投产），其中 15 座坐落于密歇根州，包括通用、福特、Stellantis 三大品牌，占整车厂总数的 17.24%，远超其他州，其中通用 6 座整车厂，1 座研发基地，年总产能 89.6 万辆，2022 年产量 53 万辆；福特 4 座整车厂，年总产能 94 万辆，2022 年产量 56 万辆；Stellantis 共 4 座整车厂，年总产能 130 万辆，2022 年产量 75.7 万辆。细分品牌，通用拥有 12 座整车厂、福特拥有 10 座整车厂、Stellantis 拥有 7 座整车厂，是美国前三家拥有整车厂数量最多的车企。

图 23：美国各州整车厂数量



数据来源：Marklines，东北证券

图 24：美国各车企整车厂数量



数据来源：Marklines，东北证券

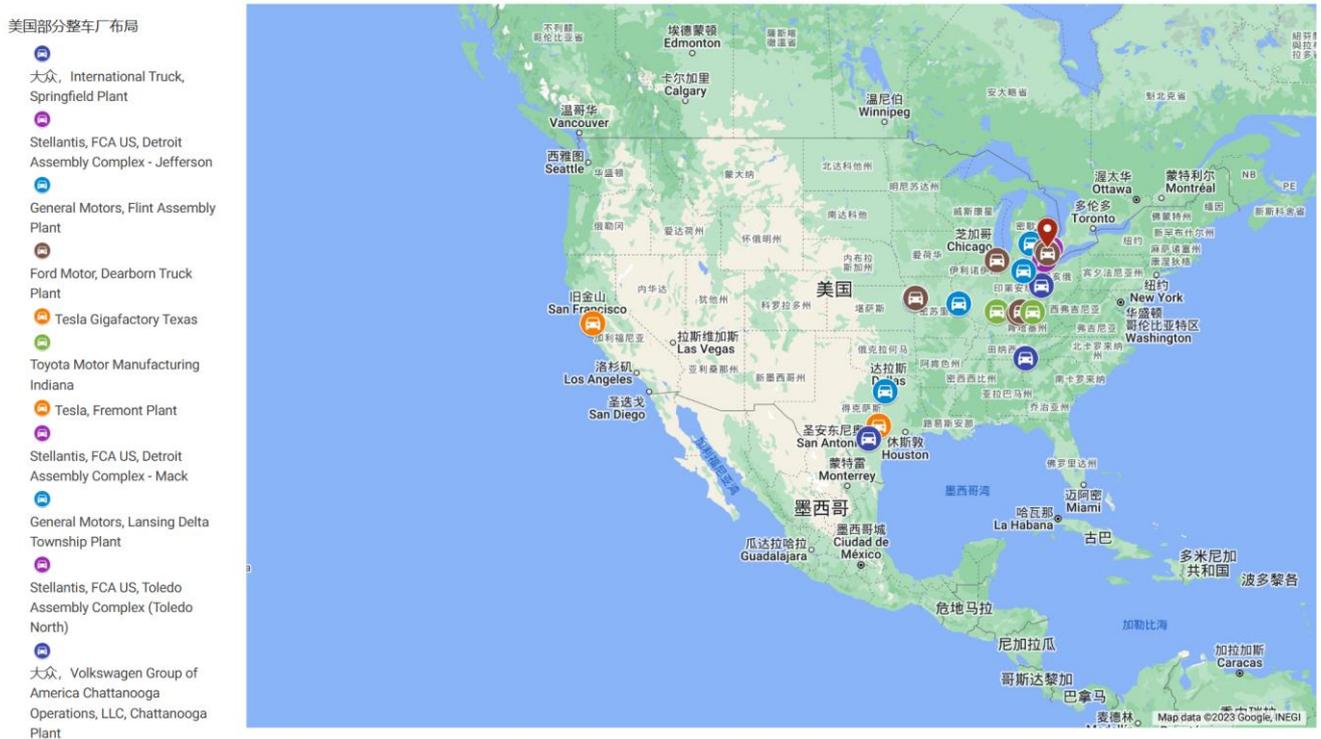
表 7：美国各车企及各州整车厂总产能及 2022 总产量（辆）

排序	品牌	总产能	总产量	州	总产能	总产量
1	福特	2770000	1900870	密歇根	3136400	1851762
2	通用	2205400	1663377	肯塔基	1397000	1088322
3	Stellantis	2122000	1169830	印第安纳	1381000	1062857
4	丰田	1648000	1188996	亚拉巴马	1330000	998667
5	本田	1272000	831908	俄亥俄	1311000	843393
6	日产	1050000	538750	田纳西	938000	549150
7	特斯拉	900000	605455	伊利诺斯	843000	363107
8	现代	730000	672900	得克萨斯	758000	546921
9	宝马	450000	416301	密苏里	724000	586700
10	斯巴鲁	380000	286405	加利福尼亚	650000	514174
11	梅赛德斯 奔驰	332000	316993	南卡罗来 纳	632000	487834
12	其他	515000	177299	密西西比	580000	378764
13				佐治亚	340000	340000
14				堪萨斯	320000	150253
15				亚利桑那	34000	7180
	总计	14374400	9769084	总计	14374400	9769084

数据来源：Marklines，东北证券

注：只计算 2022 年产量不为 0 且持续经营的整车厂。

图 25：美国部分整车厂布局



数据来源：Marklines, Google Map data, 东北证券

注：红标地址为岱美美国工厂所在地

表 8：部分车企的美国整车厂产能布局

整车厂	地址	基地名	生产车型	总产能/辆	2022 产量/辆
通用, 雪佛兰, GMC	印第安纳 (Indiana)	General Motors, Fort Wayne Plant	雪佛兰 Silverado 1500; GMC Sierra 1500	330000	279014
通用, 雪佛兰, 别克, 凯迪拉克	堪萨斯 (Kansas)	General Motors, Fairfax Assembly & Stamping Plant	雪佛兰 迈瑞宝 (Malibu) (2015-); 凯迪拉克 XT4 (2018-)	320000	150253
福特	密苏里 (Missouri)	Ford Motor, Kansas City Assembly Plant	福特 F-150 (1957-); Transit (2013-); EV E-Transit (2021-); Battery packs (2022-)	550000	380854
特斯拉	得克萨斯 (Texas)	Tesla Gigafactory Texas	EV: Model Y (2022-); Cybertruck (2023-); 电池单元组装 4680 (2022-);	250000	91281

特斯拉	加利福尼亚 (California)	Tesla, Fremont Plant	EV: 特斯拉 Model S (2012-), Model X (2015-), Model 3 (2017-), Model Y (2020-), Roadster (2023-计划); 牵引马达,逆变器,电池组 组装,车身面板	650000	514174
-----	--------------------	----------------------	--	--------	--------

数据来源: Marklines, 东北证券

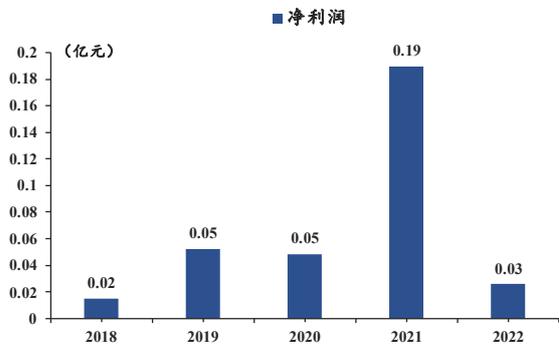
北美岱美营收持续增长, 净利润有波动。2022年, 美国工厂创造 15.76 亿元的营收, 同比增长 39.40%, 净利润 0.03 亿元, 美国工厂的营收低于墨西哥工厂的 30.37 亿元, 0.03 亿元的净利润也低于墨西哥工厂的 1.03 亿元。2023 年上半年, 美国工厂营收为 8.42 亿元, 净利润-0.04 亿元。

图 26: 北美岱美营业收入及同比增长率



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 27: 北美岱美净利润情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

2.3. 以法国为突破点, 进军欧洲

收购 Motus 法国工厂, 扩张欧洲业务。2018 年, 岱美股份收购了 Motus 在欧洲的资产业务及其在法国的工厂, 法国工厂成为岱美进一步扩张欧洲的根据地。岱美法国工厂的主要产品是遮阳板、头枕、汽车顶棚中央控制器等内饰件, 服务范围辐射整个欧洲地区。

表 9: 部分车企的欧洲整车厂布局

整车厂	国家	基地名	生产车型	产能/辆	2022 产量/辆
Stellantis, 标致, 雪铁龙, 欧宝, 沃克斯豪尔, 菲亚特, 丰田	西班牙	Stellantis, Peugeot Citroen Automoviles Espana S.A., Vigo Plant	雪铁龙 C4 SpaceTourer (原 Picasso) (2013-); 欧宝/沃克斯豪尔 Combo (2018-); EV Combo-e Life/Cargo (2021-);	337000	404585

大众, 福特	土耳其	Ford Otomotiv Sanayi A.Ş. (Ford Otosan), Gölcük Plant (Kocaeli Plant)	福特 Transit, Transit Custom, Tourneo Custom (2012-); Transit Custom PHV (2019-); Tourneo Custom PHV (2019-); EV E-Transit (2022-)	385000	293350
福特	西班牙	Ford Motor Spain, Valencia (Almussafes) Plant	福特 Kuga (2012-), Kuga PHV (2020-), Kuga EV (2026-计划)	300000	245560
特斯拉	德国	Tesla Gigafactory Berlin-Brandenburg	EV: Model Y (2022 年 3 月 -); 电池电芯 (2024 年-计划);	375000	41354

数据来源：Marklines，东北证券

位于法国东北部，交通网联系整个欧洲地区。岱美法国工厂位于发过东北部摩泽尔省，北侧与东侧与德国接壤，是区域性中心市镇，周围整车厂密集，发达的铁路网和公路网将岱美工厂与各大整车厂相联系。

图 28：欧洲部分整车厂布局



数据来源：Marklines，Google Map data，东北证券

注：红标地址为岱美法国工厂所在地

大客户在欧洲广泛布局产能。福特、Stellantis 及特斯拉的大客户在欧洲布局大量整车厂，其中 Stellantis 在欧洲布局的总产能达到 514 万辆以上，2022 年 Stellantis 的欧洲整车厂总产量为 3013458 辆。分国家看，德国、西班牙、法国是欧洲汽车产能最多的三个国家，岱美法国工厂的地理位置帮助其快速响应整车厂需求。

表 10：欧洲各车企及各国整车厂产能及 2022 总产量（辆）

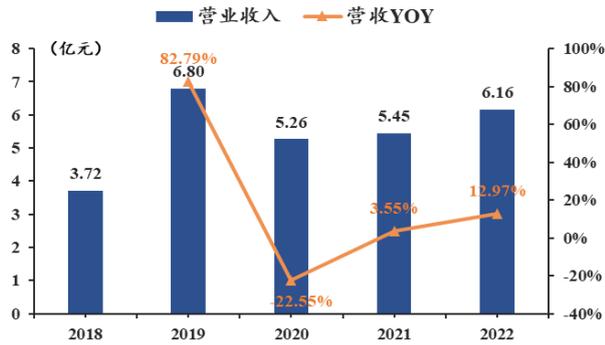
序号	车企	总产能	总产量	国家	总产能	总产量
----	----	-----	-----	----	-----	-----

1	大众	5191600	4189536	德国	4763000	2883373
2	Stellantis	5144460	3013458	西班牙	2361000	2115918
3	雷诺	2551640	1262545	法国	2265640	1210189
4	宝马	1738000	1073799	土耳其	1931160	1352644
5	丰田	1184500	783133	俄罗斯	1909500	504217
6	福特	1103700	717044	英国	1707700	792234
7	梅赛德斯 奔驰	1000000	641220	捷克	1472400	1167222
8	现代	795000	574763	意大利	1328600	704558
9	伏尔加	700000	221880	斯洛伐克	1235000	950506
10	塔塔	620000	261100	匈牙利	996000	622174
11	日产	550000	238329	波兰	688500	366985
12	雪佛	500000	327695	罗马尼亚	650000	509465
13	吉利	398000	361314	乌兹别克 斯坦	500000	327695
14	特斯拉	375000	41354	比利时	323000	243293
15	起亚	350000	311000	乌克兰	230000	2299
16	铃木	280000	129022	斯洛文尼 亚	220000	68130
17	北京	250000	54129	葡萄牙	219500	311491
18	江淮	200000	20651	瑞典	200000	167317
19	一汽	100000	9433	荷兰	200000	101672
20	戴姆勒卡车	85800	75315	塞尔维亚	133000	4358
21	其他	316300	166010	芬兰	100000	66990
总计		23434000	14472730	总计	23434000	14472730

数据来源：Marklines，东北证券

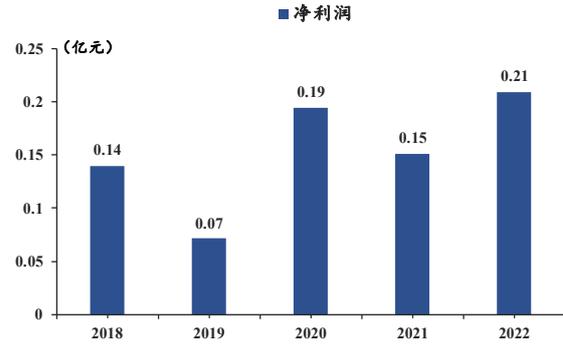
法国工厂整体营收少于墨西哥和美国工厂，北美仍是重点开拓地区。2022年，法国工厂创造6.16亿元营收，同比增长13%，净利润0.21亿元，营收仍少于墨西哥工厂的30.37亿元和美国工厂的15.76亿元。

图 29：岱美法国营业收入及同比增长率



数据来源：公司公告，东北证券

图 30：岱美法国净利润情况



数据来源：公司公告，东北证券

3. 顶棚业务打开公司更大成长空间

3.1. 顶棚业务供应商众多，市场竞争较为激烈

全球汽车顶棚市场供应商众多。全球主要的乘用车顶棚厂商有安通林、Howa、宁波华翔、丰田纺织以及河西工业等，各大车市竞争格局有所不同。

表 11：全球部分顶棚供应商

供应商	主力市场	主营业务	配套客户
安通林	欧洲、北美、亚太	车顶系统、车门系统、座舱系统、照明系统、电子系统等	福特、通用、特斯拉、捷豹路虎、雷诺、比亚迪、小鹏、长安
Howa	日本、欧洲、北美	内饰零部件	丰田、雷诺、标致、菲亚特、雪铁龙、日产、马自达、斯巴鲁
宁波华翔电子	中国	装饰条、主副仪表板、内外饰件、车身金属件、后视镜系统、电子控制单元、线路线束保护系统、新能源电池包组件等	大众、丰田、梅赛德斯-奔驰、特斯拉、通用、比亚迪等
丰田纺织	日本、中国、泰国	汽车座椅、内外饰件（门饰、车顶周边、地板地毯、平台周边、外饰件）、单元零部件（滤清器产品、发动机周边树脂产品、电动化产品）	奥迪、宝马、通用、本田、戴姆勒、电装、Stellantis等

河西工业	北美、日本	车门饰板、车顶饰板等内饰系统零部件的综合规划、开发和生产	日产、本田
IAC	北美、欧洲	车顶系统、仪表板、控制台和门板等内饰系统和组件	特斯拉、福特、奥迪、宝马、通用、本田、马自达、日产、雷诺、大众、沃尔沃、捷豹路虎、一汽等
安道拓	美洲、欧洲、中东及非洲	座椅系统	奥迪、宝马、Stellantis、通用、福特、特斯拉、雷诺、蔚来、小鹏、丰田等
延锋汽车饰件系统	中国	内外饰、座椅、电子	上汽通用、特斯拉、东风本田、吉利等

数据来源：Marklines，东北证券

3.1.1. 北美市场：安通林是市场巨头

根据 Marklines 数据，北美前五大汽车顶棚供应商分别为：安通林、IAC Group、河西工业以及 Howa。其中，安通林顶棚产品多样、覆盖客户群体广、配套车型更多。

安通林：市场份额大，供应特色顶棚产品。安通林总部位于西班牙，是世界领先的汽车内外饰供应商，其产品结构以顶棚、车门系统与硬内饰、仪表板与中控、组件与 JIT 业务部门为主，其中模块化车顶内衬、绿色环保顶棚是安通林的特色车顶系统产品。安通林在世界范围内布局了超过 140 个配套工厂和供货中心，产品销售网络覆盖全球。2022 年，安通林的车顶系统的全球市占率为 23%，居全球首位；在北美市场的份额为 34%，优于其他供应商。

表 12：安通林主营业务产品及市场份额

业务部门	内容	2022 年产品市场份额
车顶系统 (Overheads and soft trims)	开发和制造车顶系统，特别是车顶内衬基材、集成模块系统和遮阳板集成系统。	车顶系统占据全球首位(市场份额为 23%)； 车顶系统在欧洲的市场份额为 34%在南美为 61%，在北美为 34%； 遮阳板占据欧洲首位(欧洲的市场份额为 35%)
车门系统与座舱系统 (Doors and Cockpits)	开发和制造车门饰板、立柱、车窗调节器、后备厢、后舱门、座椅舱口等车门系统产品； 开发和制造仪表板、中控台、手套箱等座舱模块	车门饰板和车窗调节器在欧洲的市场份额分别为 19%、22%； 车窗调节器在南美的市场份额为 12%

照明系统和 HMI 电子系统 (Lighting & HMI and Human Machine Interface(HMI) and electronic systems)	开发和制造车顶控制台、阅读灯、多功能灯和环境灯等内部解决方案,以及日间行车灯、中央高位灯和方向/位置/牌照指示器等外部解决方案。	车顶前控制台和顶灯在欧洲的市场份额为 36%
--	--	------------------------

数据来源: Marklines, 东北证券

欧洲、北美是安通林主力市场,顶棚类产品是第二大业务板块。2022 年,安通林在欧洲地区创造了 19.77 亿欧元(约 153.6 亿元人民币)的营收,占总营收的 44.41%,北美营收 15.65 亿欧元(约 121.57 亿元人民币),占总营收的 35.15%。自 2020 年以来,各大市场的营收均呈现缓慢增长的态势。细分产品,车顶系统类产品是安通林的第二大创收板块,2022 年,车顶类产品营收为 16.52 亿欧元(约 128.39 亿人民币),全球市占率超过 20%。

表 13: 安通林主营业务产品的销售情况(单位:百万元人民币)

业务	2021	2022	同比	原因
车顶内衬	11818.01	12839.30	8.64%	以美国、墨西哥、德国和印度为核心的所有地区销售额均增加,带动销售额的增长
车门与座舱	17201.38	18987.78	10.39%	中国、印度、美国、墨西哥、巴西、德国和斯洛伐克的销售额增加
照明	2421.21	2724.01	12.51%	中国和罗马尼亚的销售额增加引领了业绩增长
其他	69.46	32.79	-52.80%	-

数据来源:安通林年报,东北证券

收揽众多大客户,安通林客户群体与岱美有重叠。安通林是福特、本田、雷诺、大众等客户的顶棚产品供应商,与岱美的客户群体有重叠。2022 年,安通林前 5 大客户的总营收为 26.01 亿欧元(约 202.16 亿元人民币),营收额和占比均较 2021 年实现增长,客户集中度较高。

表 14: 安通林主要客户销售额及比例(单位:百万元人民币)

客户	2021	%	2022	%
大众集团	7087.17	22.49%	7809.39	22.58%
Stellantis	4742.50	15.05%	5369.46	15.53%
通用	1556.02	4.94%	2146.31	6.21%
宝马集团	3229.37	10.25%	2633.33	7.61%
福特	3601.16	11.43%	4349.02	12.58%

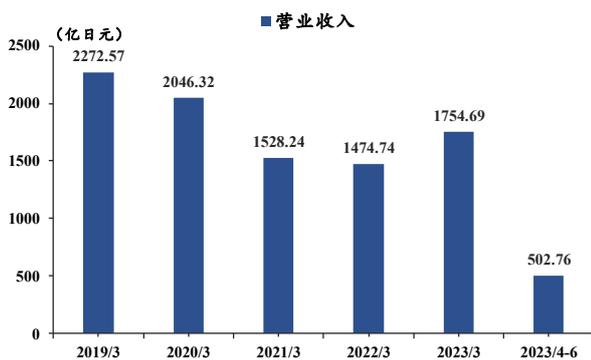
前 5 大客户合计 20216.22 64.16% 22307.51 64.50%

数据来源：安通林年报，东北证券

IAC Group: 北美内饰供应商。2005 年 10 月, WL Ross & Co., LLC 和 Franklin Mutual Advisers, LLC 收购 Collins & Aikman 的欧洲业务, 成立 IAC 集团, 之后在 2006 年 10 月收购李尔的欧洲内饰业务, 扩大业务内容。发展至今, IAC 已经成为仪表盘、控制台和门板等内饰系统和组件的全球主要供应商, 同时开发和供应保险仪表板和外饰等零件, 主要产品包括车门系统、控制台系统、仪表板和座舱系统、车顶系统和其他内饰件。IAC 业务遍布全球, 其主要发展市场在北美, 在美国和墨西哥萨尔蒂约市布局有多座配套厂, 服务北美客户。IAC 客户群体广泛, 既覆盖福特、通用、斯巴鲁、沃尔沃、戴姆勒等老牌车企, 也加入了特斯拉、雷诺、比亚迪等新能源汽车的供应商群体, 其他客户还包括保劳斯莱斯、奥迪、梅赛德斯奔驰、一汽、上汽、丰田、铃木等, 与岱美客户群有所重叠。

河西工业: 主攻日系客户群体, 营收波动较大。河西工业是汽车内饰件综合制造商, 主要业务包括车门饰板、车顶饰板等内饰系统零部件的综合规划、开发和生产。河西工业的客户群体集中度高, 以日系车企为主, 截止 2023 年 3 月, 日产集团和本田集团的客户销售额占河西工业销售总额的 73.6%, 其他客户包括五十铃、三菱、马自达、日野、斯巴鲁等。2021 财年度(截至 2022 年 3 月), 受疫情蔓延和芯片供应短缺等因素影响, 主要车企客户减产且生产不稳定, 导致河西工业销售额下降。由于难以收回固定成本, 河西工业出现连续经营亏损。由于原材料和劳动力成本飙升导致北美市场业绩恶化, 河西工业在 2022 年度(截至 2023 年 3 月)也出现了经营亏损。2023 财年第一季度, 河西工业实现了扭亏为盈。财务波动对河西工业的经营活产生重大影响, 2022 年河西工业转让了美国麦迪逊工厂, 而签订了回租合同以实现灵活生产; 尽管从新冠疫情影响中恢复, 但由于持续高通胀、欧美金融体系动荡以及长期地缘政治紧张局势, 预计未来仍将存在不确定性, 不稳定因素包括缺芯、原材料和能源价格上涨以及工资上涨等。2022 财年北美的销售额为 822.02 亿日元, 占总销售额的 46.8%, 北美是河西工业的第一大市场, 河西工业在美国田纳西州的内饰工厂和墨西哥瓜纳华托州的内饰工厂均有设备投资的计划。

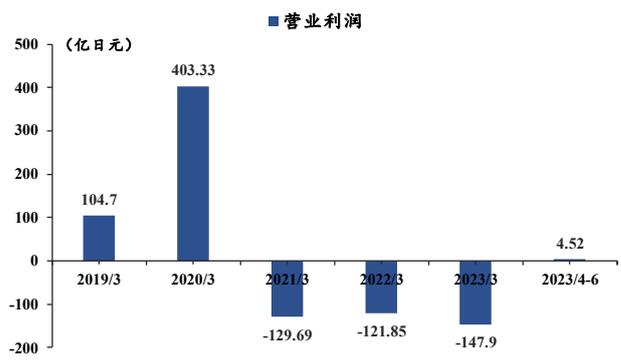
图 31: 2018-2023 财年第一季度河西工业营收规模



数据来源：河西工业公司官网，东北证券

注：日本会计准则规定会计年度为当年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日。

图 32: 2018-2023 财年第一季度河西工业利润规模



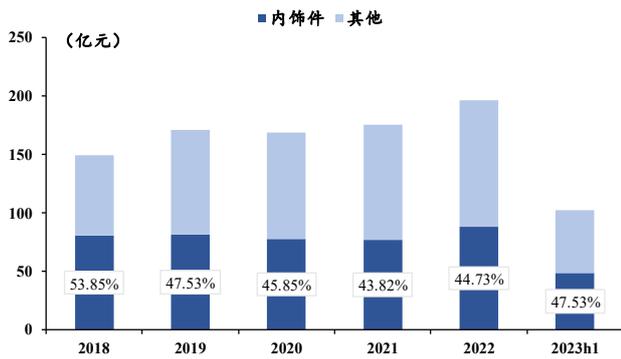
数据来源：河西工业公司官网，东北证券

3.1.2. 中国市场：宁波华翔、华域汽车领先，安通林业务广泛

根据 Marklines 数据, 中国汽车顶棚市场主要供应商包括: 宁波华翔电子、安通林、华域汽车以及丰田纺织。其中华域汽车旗下子公司延锋汽车是华域顶棚业务的主要创收公司。

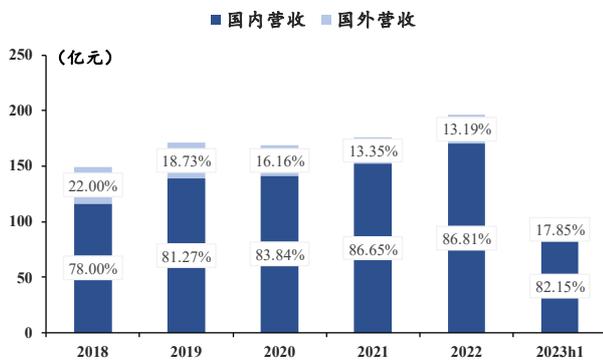
宁波华翔：国内内饰市场龙头，顶棚业务与一汽大众紧密合作。宁波华翔的产品应用于汽车内外系统、汽车底盘系统、汽车电器及空调配件、汽车发动机系统，产品矩阵覆盖装饰条，主副仪表板、内外饰件、车身金属件、后视镜系统、电子控制单元、线路线束保护系统、新能源电池包组件等。迄今为止，宁波华翔业务覆盖全球，在欧洲、北美和东南亚布局多个生产基地，但国内市场是主要市场，。客户群体涵盖大众、丰田、红旗、梅赛德斯奔驰、特斯拉、通用、比亚迪等国内汽车制造商。顶棚是宁波华翔的重要业务，在一汽大众的多款车型上配套，2022 年来自大众的营收为 62.62 亿元，占总营收的 31.91%。

图 33：2018-2023H1 宁波华翔内饰件营收规模



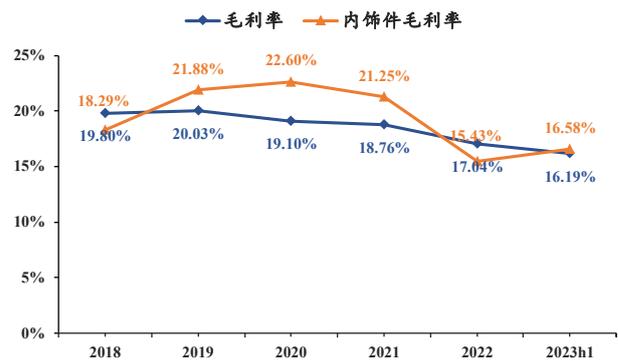
数据来源：宁波华翔年报，东北证券

图 35：2018-2023H1 宁波华翔国内外市场营收规模



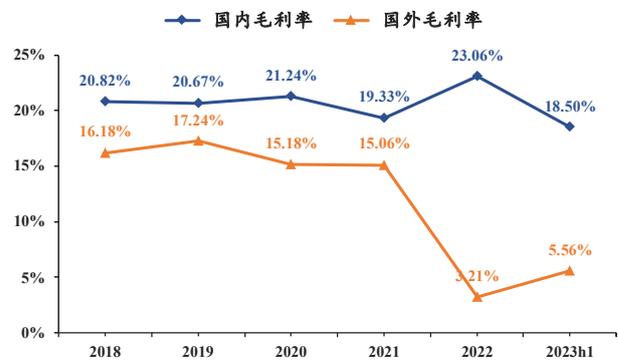
数据来源：宁波华翔年报，东北证券

图 34：2018-2023H1 宁波华翔毛利率情况



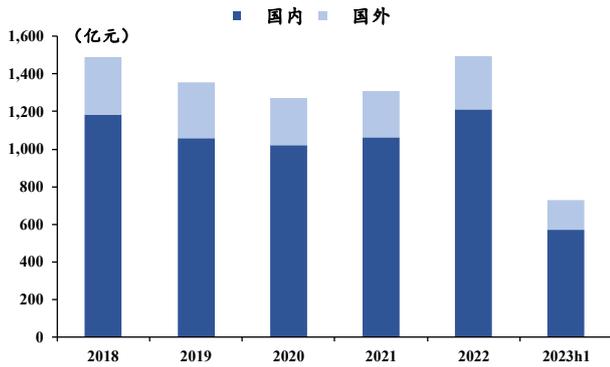
数据来源：同花顺，东北证券

图 36：2018-2023H1 宁波华翔国内外毛利率情况



数据来源：同花顺，东北证券

图 37：2018-2023H1 华域国内外市场营收规模



数据来源：华域汽车年报，东北证券

图 38：2018-2022 华域国内外毛利率情况



数据来源：同花顺，东北证券

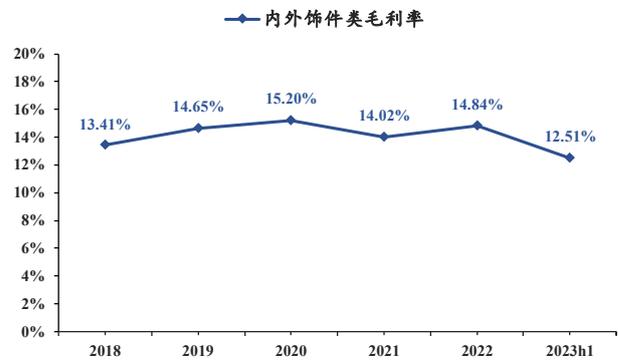
华域汽车：内外饰是主要营收来源。华域汽车是上汽集团公司旗下的零部件公司，主要产品包括汽车内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件等，其中内外饰件是公司营收的主要来源，2022 年占营收的比例为 69.64%。华域汽车的主要产品已进入欧、美、韩、澳及东南亚等地区市场。华域汽车的子公司延锋汽车饰件系统的主要业务是汽车内外饰件，其中顶棚业务在国内市场占据大量市场。华域的主要客户包括上汽大众、上汽通用、一汽大众、长城汽车、江淮汽车、吉利汽车、比亚迪、特斯拉上海等国内整车企业，以及大众、通用、奥迪、宝马、奔驰、特斯拉等国际整车企业。

图 39：2018-2023H1 华域内外饰营收情况



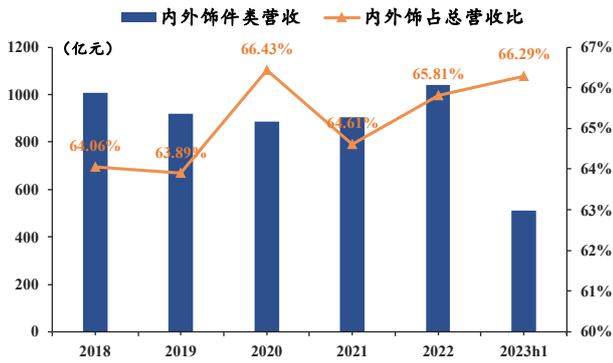
数据来源：华域汽车年报，东北证券

图 40：2018-2023H1 华域内外饰毛利率情况



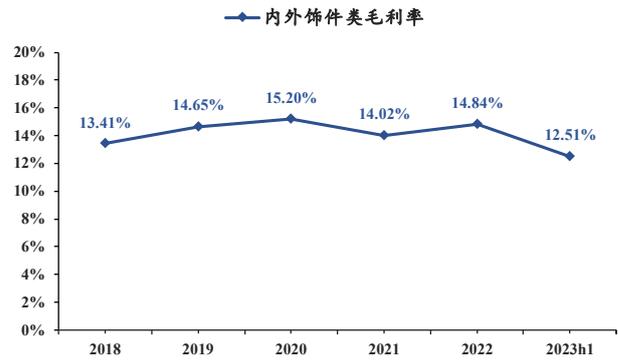
数据来源：同花顺，东北证券

图 41：2018-2023H1 华域内外饰营收情况



数据来源：华域汽车年报，东北证券

图 42：2018-2023H1 华域内外饰毛利率情况

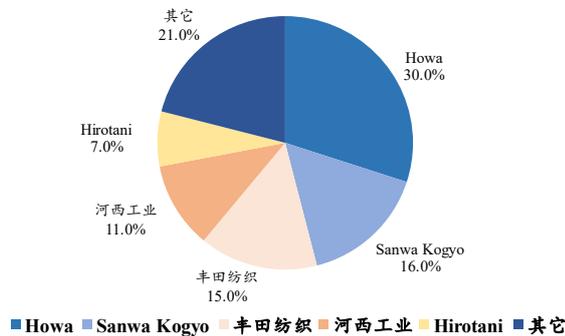


数据来源：同花顺，东北证券

3.1.3. 日本市场：日系零部件厂商占领市场

根据 Marklines 数据，日本市场前五大汽车顶棚供应商分别为：Howa、Sanwa Kogyo、丰田纺织、河西工业及 Hirotani。其中 Howa 在日本的顶棚市场占有率为 30%，远超其他汽车饰件厂商。不同于其他市场，日本顶棚市场整体被日系厂商占据。

图 43：日本顶棚市场格局



数据来源：Marklines，东北证券

图 44：岱美内外饰件毛利率与同行业对比

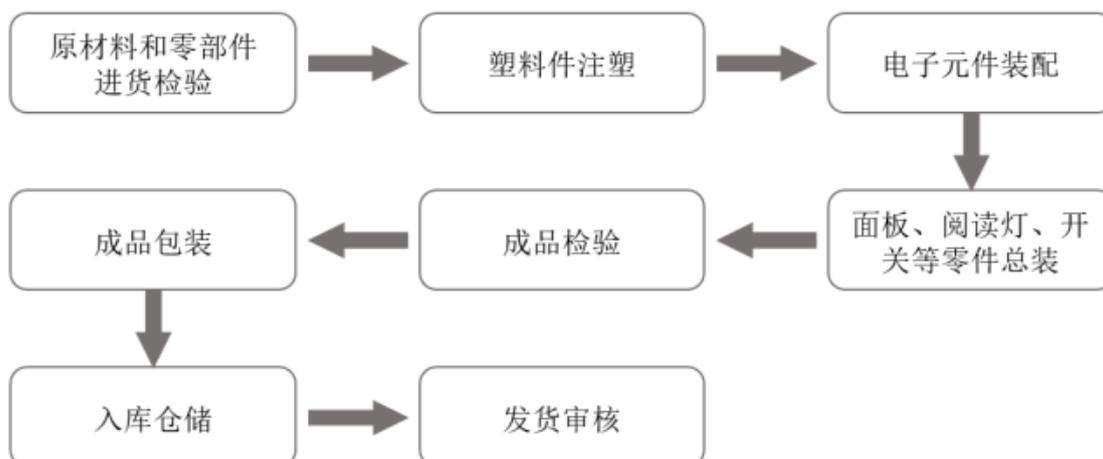


数据来源：同花顺，东北证券

3.2. 岱美顶棚集成产品进军北美市场

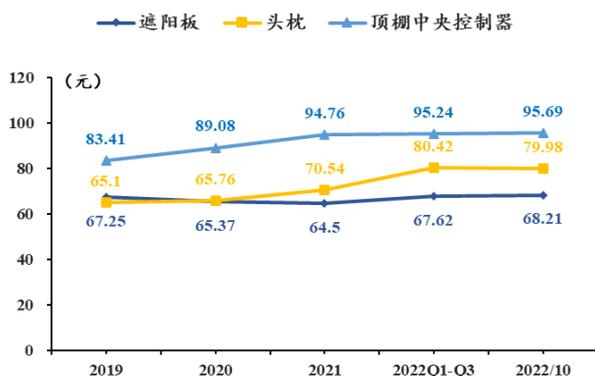
顶棚中央控制器价值量高于遮阳板、头枕。顶棚中央控制器则是指位于车顶中央的控制器，其具有阅读照明、天窗遥控启动、接听免提电话、车库门遥控启动、防盗报警等功能。岱美已经将顶棚中央控制器纳入产品矩阵，并挤进北美市场。2022 年，岱美的顶棚中央控制器创造了 4.15 亿元的营业收入，同比增长 108.98%，毛利率 14.12%，比上年增加 3.02 个百分点；顶棚中央控制器销量为 409.01 万件，同比增长 77.88%。根据公司募集说明书，顶棚中央控制器的平均单价在 95 元左右，高于公司传统产品遮阳板和头枕的平均单价 68 元、80 元。2021 年之前，顶棚中央控制器的价格有增长趋势，但 2022 以来单价上涨的趋势放缓，价格进入平稳阶段。

图 45: 顶棚中央控制器的生产流程



数据来源：公司公告，东北证券

图 46: 岱美股份主营产品单价变化趋势



数据来源：公司公告，东北证券

图 47: 顶棚灯控制盒



数据来源：公司官网，东北证券

表 15: 岱美股份主营产品未来市场规模

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、小岛冲压工业、印度 LS Automotive、岱美股份等

数据来源：公司公告，东北证券

产品扩展至顶棚，产品矩阵进一步丰富。汽车顶棚是在车身顶盖下加装的内饰零件，起到隔音、吸音、隔热、装饰的作用，优化汽车顶棚设计，可以提高整车造型的美观性、舒适性。汽车顶棚分为活动式顶棚和固定式顶棚，前者常用于敞篷汽车，后者进一步分为硬质顶棚和软质顶棚。硬质顶棚常用于皮卡等商用车，软质顶棚则用于乘用车，通过模压工艺制造。

为顶棚项目募集资金，取得大客户定点。根据岱美的可转债募集说明书，岱美顶棚的单车价值量约为 700 元，而顶棚中央控制器的平均单价在 95 元左右，顶棚的单车价值量更高。目前岱美在墨西哥及国内为顶棚项目募集资金，预计项目达产后，墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目可实现年产顶棚 60 万套、国内顶棚项目可实现年产顶棚 70 万套。目前公司已经取得客户定点的顶棚项目包括全球整车企业和全球知名新势力车企的项目，单车价值约为 700 元/套。

表 16：2023 年 7 月份岱美股份可转债募集资金用途

单位：万元

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金	项目审批或备案情况
1	墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目	82,341.66	63,793.90	《境外投资项目备案通知书》（沪浦发改境外备（2022）106 号）、《企业境外投资证书》（境外投资证第 N3100202200638 号）
2	年产 70 万套顶棚产品建设项目	32,500.00	5,000.00	岱山县发展和改革局项目备案（2209-330921-04-01-119117）、舟山市生态环境局岱山分局批复（舟环岱建审（2022）16 号）
3	补充流动资金项目	22,000.00	22,000.00	不适用
	合计	136,841.66	90,793.90	

数据来源：可转债募集说明书，东北证券

表 17：年产 70 万套顶棚产品建设项目

产品	项目	T+1	T+2	T+3 至 T+10
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

数据来源：可转债募集说明书，东北证券

全球顶棚市场有扩张空间。汽车顶棚产品主要用于新能源车，根据中国汽车工业协会统计，2022 年新能源汽车产销量分别完成 705.8 万辆和 688.7 万辆，同比分别增

长 96.9%和 93.4%。其中新能源乘用车产销分别完成 671.6 万辆和 654.9 万辆，同比分别增长 97.77%和 94.26%；新能源商用车产销分别完成 34.2 万辆和 33.8 万辆，同比分别增长 81.84%和 78.89%。根据中国新能源乘用车销量测算，假设每辆车装配 2 件遮阳板(单价 68 元)、4 件头枕(单价 80 元)、1 件顶棚中央控制器(单价 95 元)，2022 年中国顶棚中央控制器的市场规模为 6.22 亿元，遮阳板和头枕的市场规模分别为 8.9 亿元和 20.95 亿元。

图 48：中国零部件出口



数据来源：可转债募集说明书，Wind，海关总署，东北证券

顶棚集成产品未来放量，单车价值量高。在新能源汽车产业快速发展的背景下，岱美将产品从单个局部的汽车内饰件扩展至整个汽车顶棚系统集成产品，单车供货价值进一步提高。顶棚集成系统在传统汽车顶棚的基础上，将车顶控制台、遮阳板、把手、空调风道、线束、头部吸能块、隔音隔热块、阅读灯及相关电子设备等集合起来，作为完整顶棚系统供货。根据岱美股份募集说明书，汽车顶棚系统集成产品主要用于新能源汽车，目前已经取得客户定点的项目为全球知名新势力车企的新能源车型的顶棚系统集成产品，单车价值量可达到 4000 元。

4. 盈利预测与评级

盈利预测与评级：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.45 亿元、8.98 亿元、10.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.59 元、0.71 元、0.84 元，市盈率分别为 27/22/19。给予“买入”评级。

表 18：岱美股份业绩拆分预测

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
遮阳板业务收入	29.6	36.6	40.1	43.8	47.5
YOY		23.6%	9.8%	9.2%	8.4%
毛利率	24.8%	23.2%	28.0%	27.8%	27.5%
毛利润	7.3	8.5	11.2	12.2	13.1
头枕扶手业务收入	7.2	7.8	8.6	9.9	11.2
YOY		7.7%	10.0%	15.3%	13.6%
毛利率	30.7%	29.1%	30.0%	29.0%	29.0%
毛利润	2.2	2.3	2.6	2.9	3.3
顶棚中央控制器业务收入	2.0	4.2	4.5	5.2	5.9
YOY		109.0%	8.8%	15.3%	13.3%
毛利率	11.1%	14.1%	14.5%	14.0%	14.0%
毛利润	0.2	0.6	0.7	0.7	0.8
顶棚新业务收入			5.8	13.6	22.7
YOY				134.5%	66.9%
毛利率			35%	30%	28%
毛利润			2.0	4.1	6.4
其他业务收入	3.3	3.0	3.1	3.5	4.1
YOY		-9.9%	6.2%	11.5%	17.1%
毛利率	20.9%	18.2%	19.3%	18.0%	18.0%
毛利润	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7
营业总收入	42.1	51.5	62.2	76.0	91.4
YOY		22.3%	20.8%	22.3%	20.3%
毛利率	24.8%	23.1%	27.5%	27.0%	26.5%
毛利润	10.4	11.9	17.1	20.5	24.2

数据来源：wind，东北证券

5. 风险提示

下游客户销量不及预期，顶棚业务拓展不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	498	501	791	1,231	净利润	570	745	898	1,074
交易性金融资产	1	11	21	31	资产减值准备	60	6	6	6
应收款项	1,021	1,179	1,478	1,758	折旧及摊销	157	169	194	198
存货	1,827	2,063	2,539	3,064	公允价值变动损失	18	0	0	0
其他流动资产	93	113	133	153	财务费用	-93	13	13	13
流动资产合计	3,582	4,051	5,188	6,516	投资损失	-36	31	-15	-18
可供出售金融资产					运营资本变动	-364	-341	-550	-592
长期投资净额	0	-1	-2	-3	其他	-67	8	0	0
固定资产	1,076	1,081	1,111	1,112	经营活动净现金流量	244	631	545	681
无形资产	331	326	333	334	投资活动净现金流量	9	-252	-256	-224
商誉	373	373	373	373	融资活动净现金流量	-331	-387	0	-16
非流动资产合计	2,236	2,262	2,319	2,344	企业自由现金流	171	366	281	444
资产总计	5,818	6,313	7,507	8,860					
短期借款	300	278	287	280					
应付款项	703	742	950	1,128					
预收款项	0	0	0	0					
一年内到期的非流动负债	4	3	3	3					
流动负债合计	1,324	1,410	1,704	1,979					
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	233	290	293	296					
长期负债合计	233	290	293	296					
负债合计	1,557	1,701	1,997	2,276					
归属于母公司股东权益合计	4,261	4,612	5,510	6,584					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债和股东权益总计	5,818	6,313	7,507	8,860					

利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,146	6,217	7,602	9,144
营业成本	3,960	4,507	5,553	6,720
营业税金及附加	31	37	46	55
资产减值损失	-51	-10	-10	-10
销售费用	101	155	190	229
管理费用	340	404	494	594
财务费用	-94	6	6	3
公允价值变动净收益	-18	0	0	0
投资净收益	36	-31	15	18
营业利润	591	877	1,069	1,271
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	590	877	1,069	1,271
所得税	21	132	171	197
净利润	570	745	898	1,074
归属于母公司净利润	570	745	898	1,074
少数股东损益	0	0	0	0

财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标				
每股收益 (元)	0.61	0.59	0.71	0.84
每股净资产 (元)	4.52	3.63	4.33	5.18
每股经营性现金流量 (元)	0.26	0.50	0.43	0.54
成长性指标				
营业收入增长率	22.3%	20.8%	22.3%	20.3%
净利润增长率	37.0%	30.8%	20.4%	19.6%
盈利能力指标				
毛利率	23.1%	27.5%	27.0%	26.5%
净利率	11.1%	12.0%	11.8%	11.7%
运营效率指标				
应收账款周转天数	62.11	63.51	62.74	63.52
存货周转天数	149.03	155.38	149.16	150.07
偿债能力指标				
资产负债率	26.8%	26.9%	26.6%	25.7%
流动比率	2.71	2.87	3.04	3.29
速动比率	1.23	1.29	1.44	1.63
费用率指标				
销售费用率	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用率	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%
财务费用率	-1.8%	0.1%	0.1%	0.0%
分红指标				
股息收益率	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	26.36	27.06	22.48	18.79
P/B (倍)	3.55	4.37	3.66	3.06
P/S (倍)	2.94	3.25	2.65	2.21
净资产收益率	13.9%	16.2%	16.3%	16.3%

资料来源：东北证券

研究团队简介：

李恒光：上海理工大学数量经济学硕士，2016 年加入东北证券中小盘负责新能源车产业链研究，2017 年至今担任汽车组组长，重点覆盖整车、零部件和新能源车等方向。

史久杰：同济大学管理学本硕，2022 年加入东北证券，覆盖整车、零部件等方向。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

