

明新旭腾 (605068)

证券研究报告
2021年06月20日

国内高端真皮汽车革标杆企业，进军水性超纤领域

国内汽车高档内饰新材料标杆企业

公司是国内最早进入汽车内饰材料细分市场的内资企业之一，专注于汽车革研发、清洁生产和销售，主营产品包括真皮、裁片、水性超纤；产品主要应用于中高端汽车的汽车座椅、方向盘、仪表盘、门板等汽车内饰件，定位于中高端轿车及 SUV 市场。公司打破外资企业垄断，进入豪华车供应商体系，已成功为速腾、奥迪 Q3、奥迪 Q5L、探岳、探歌等国内外多种主流车型批量供货，并已成为上述主流整车制造企业多款新车型定点供应商。

汽车高端真皮内饰受益于消费升级，国内具备百亿市场空间

2019 年，全球汽车内外饰件市场规模约 6500 亿元，其中内饰市场约 4200 亿元；中国内外饰市场规模约 2400 亿元。在我国皮革行业整体趋稳的情况下，汽车革子行业（指真皮）产量保持较快增长，占我国轻革比例从 2010 年的 3.7% 提升至 2019 年的 6.7%。公司供应的牛皮革主要用于中高端及豪华车型，中国豪华品牌汽车销量增速持续超越乘用车总体增速，渗透率提高，显示出较为明显的消费升级趋势。按照国内 2019 年汽车革销量 4.16 亿平方英尺测算，市场约规模约 78 亿元，渗透率约 23%，仍具备提升空间。

真皮革龙头推进产能扩张，进军水性超纤培育新增长点

公司真皮革技术水平在国内汽车革行业内处领先地位，90% 以上产品为环保高档无铬鞣牛皮汽车革。公司产品配套知名一级供应商，超过 90% 产品终端供货于一汽大众核心车型，随着产品质量和技术水平的不断提升，公司在中高端车型中的配套份额有所增长，配套车型也逐步多样化和升级化。

公司现有真皮产能 50 万张已经较为饱和，可满足 47.5 万辆车需求，两个募投项目投产后，公司将新增 110 万张汽车革产能，能够满足约 75 万辆整车对汽车座椅革的需求，与公司现有客户的需求量相匹配。此外，为丰富产品种类、提升发展潜力和抗风险能力，通过不断的研发投入，公司战略级新产品线 200 万平方米全水性定岛超纤生产线正式落地于江苏省新沂市，同样应用于中高端车型，有望成为公司新的增长点。

首次覆盖，给予“买入”的投资评级

预计公司 2021/2022/2023 年净利润为 2.68/3.59/4.54 亿元，对应 PE 22.21/16.55 /13.11 倍。按 1.66 亿总股本，对应 EPS 预测为 1.61/2.17/2.73 元。我们选取汽车内饰领域的优质公司作为可比公司，可比公司 2021 年平均估值为 26 倍，但考虑到明新旭腾所处的具体赛道与可比公司仍有差异，同时公司作为市占率约 8% 的细分领域内资龙头且 2021 年新增产能开始逐步放量，给予公司 2021 年 30 倍 PE 估值，目标市值为 80 亿元，对应目标价为 48 元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

风险提示：原材料采购成本波动、客户集中度较高、环保支出增加、汇率波动、产品价格下降的风险

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	34.97 元
目标价格	48.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	166.00
流通 A 股股本(百万股)	41.50
A 股总市值(百万元)	5,805.02
流通 A 股市值(百万元)	1,451.26
每股净资产(元)	10.71
资产负债率(%)	20.72
一年内最高/最低(元)	47.58/27.80

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

陆嘉敏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080001
lujiamin@tfzq.com

于特 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050003
yute@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	658.13	808.23	962.52	1,267.29	1,597.21
增长率(%)	15.39	22.81	19.09	31.66	26.03
EBITDA(百万元)	272.11	376.26	326.27	444.49	567.06
净利润(百万元)	179.32	220.51	267.96	359.49	453.96
增长率(%)	65.87	22.97	21.52	34.16	26.28
EPS(元/股)	1.08	1.33	1.61	2.17	2.73
市盈率(P/E)	33.19	26.99	22.21	16.55	13.11
市净率(P/B)	9.70	3.49	3.01	2.55	2.13
市销率(P/S)	9.04	7.36	6.18	4.70	3.73
EV/EBITDA	0.00	12.40	15.53	10.98	8.43

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 国内汽车高档内饰新材料标杆企业.....	4
2. 汽车高端真皮内饰受益于消费升级，国内具备百亿市场空间.....	6
3. 真皮革龙头推进产能扩张，进军水性超纤培育新增长点.....	8
3.1. 企业优势：重视研发，客户高端，盈利稳定.....	8
● 研发水平较高，环保无铬鞣牛皮为主导产品.....	8
● 客户优质，持续拓展.....	9
● 盈利能力强且稳定.....	11
3.2. 驱动力：真皮产能扩张，进军水性超纤.....	13
4. 核心盈利预测假设.....	14
5. 首次覆盖，给予“买入”的投资评级.....	14
6. 风险提示.....	15

图表目录

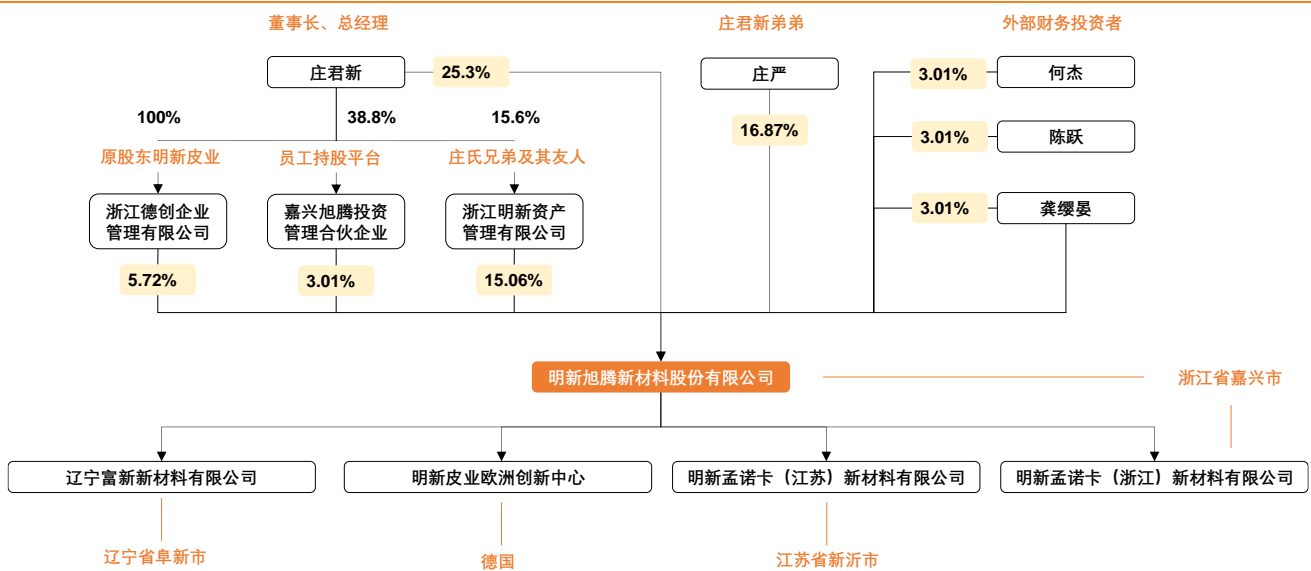
图 1：公司股权结构及主要子公司.....	4
图 2：公司产品所在产业链.....	4
图 3：我国汽车零部件制造业需求依托于汽车产业发展.....	6
图 4：汽车内饰件市场规模.....	6
图 5：我国轻革、汽车革产量情况.....	6
图 6：我国皮革下游消费结构.....	6
图 7：中国豪华品牌份额提升.....	7
图 8：我国汽车革空间假设测算.....	7
图 9：明新旭腾市占率.....	7
图 10：公司产品主要配套车型销售情况.....	7
图 11：公司产品主要为环保无铬鞣（整皮）.....	9
图 12：公司保持较高研发投入.....	9
图 13：2020H1 公司客户及销售份额.....	9
图 14：2020H1 公司客户及销量份额.....	9
图 15：公司前五大客户占比.....	10
图 16：一汽大众是公司的核心终端客户.....	10
图 17：公司产品配套车型也逐步多样化和升级化.....	10
图 18：公司营业收入.....	11
图 19：公司产销量.....	11
图 20：2020 年公司分产品营业收入（内圈）、毛利（外圈）占比.....	11
图 21：公司归母净利润.....	11
图 22：公司毛利率及净利率.....	11
图 23：公司期间费用率变化.....	11
图 24：2020 年公司原材料结构（按金额）.....	12

图 25: 我国进口盐渍牛皮单价	12
图 26: 单位成本逐步下降	12
图 27: 单位皮料成本明显下降	12
图 28: 公司产品销售均价逐步提升	12
图 29: 高端车型配套高单价产品	12
图 30: 公司销售结构优化 (按销售额)	13
表 1: 公司产品表 (产能)	5
表 2: 公司主要生产基地及业务定位	5
表 3: 汽车革参与者情况	7
表 4: 公司核心技术情况	8
表 5: 公司与主要客户之间供应情况	9
表 6: 公司真皮汽车革产能扩张情况	13
表 7: 公司主要的已量产配套车型的生命周期情况	13
表 8: 公司主要业务营业收入、毛利预测 (单位: 百万元)	14
表 9: 可比上市公司估值	14

1. 国内汽车高档内饰新材料标杆企业

明新旭腾新材料股份有限公司（以下简称“明新旭腾”或“公司”），公司位于浙江嘉兴，前身为 2005 年成立的明新世腾（彼时控股股东为全球知名汽车革集团世腾国际），于 2020 年 11 月在上海证券交易所主板挂牌上市；现公司实际控制人为董事长、总经理庄君新先生，直接和间接持有 34.54% 股权；庄严（与庄君新系兄弟关系）则直接持有 16.87% 股权。

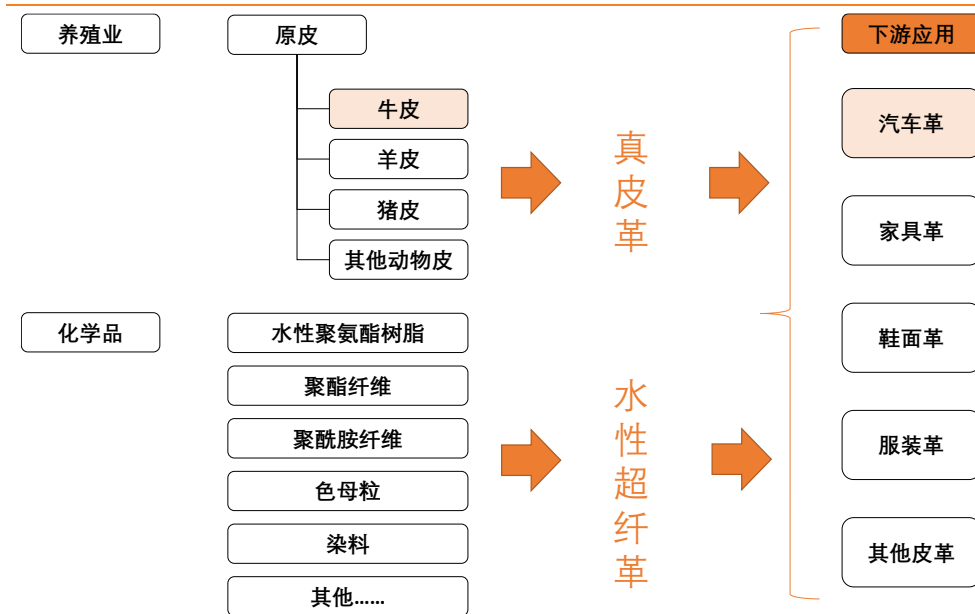
图 1：公司股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：未标数字为 100% 控股

公司是国内最早进入汽车内饰材料细分市场的内资企业之一，深耕十余年，成立以来专注于汽车革研发、清洁生产和销售，主营产品包括真皮、裁片、水性超纤，形成从材料研究、工艺开发、清洁生产到销售推广和终端应用的一体化业务体系。

图 2：公司产品所在产业链



资料来源：公司招股书、公司环评，天风证券研究所

打破外资企业垄断，进入豪华车供应商体系。公司产品主要应用于中高端汽车的汽车座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表盘、门板等汽车内饰件，定位于中高端轿车及 SUV 市场。公司与麦格纳（墨西哥）、富维安道拓、延锋安道拓、国利真皮饰件、吉中汽车内饰、李尔、奥托立夫、延锋百利得等国内外知名汽车一级零部件供应商保持长期合作，为整车制造商及其配套企业供应高品质的汽车内饰真皮。

公司已成功为 T-ROC（德国大众）、RT Minivan（美国 Chrysler）、速腾、奥迪 Q3、奥迪 Q5L、探岳、探歌、传祺、高尔夫嘉旅、帝豪、博越、VV5（长城）、秦（比亚迪）、昂科拉、科帕奇等国内外多种主流车型批量供货，并已成为上述主流整车制造企业多款新车型定点供应商。

表 1：公司产品表（产能）

产品	单位	2017	2018	2019	2020	2021E
牛皮革	百万平方英尺	24	24	24	38.4	52.8
水性超纤	百万平米	-	-	-	-	200

资料来源：公司公告，天风证券研究所

备注：2021 年对于牛皮革产能预测基于其“年产 110 万张牛皮汽车革情节能化提升改造项目”项目的建设情况，如果年底能够达产则为 52.8 百万英尺

国际化布局初步形成，基地建设贴近下游客户。公司前身为中外合资企业，在发展过程中一直保持着国际化的经营团队和管理理念，注重国际市场的开拓。公司已建立中国总部与生产基地、欧创中心和北美销售办公室联动的经营结构，国际化布局初步形成，成为迄今为止国内少数成功开拓国际整车厂市场的汽车内饰真皮制造企业之一。

公司及公司下设的 5 家子公司位于国内三省（浙江、江苏、辽宁）及海外德国，其中明新旭腾新材料股份有限公司与辽宁富新新材料有限公司主要生产高档无铬鞣牛皮汽车革，明新孟诺卡浙江、江苏定位生产车用水性定岛超纤革，分别位于国内长三角、东北产业集群。而欧洲创新中心主要为海外业务、企业国际化宣传和推广，其毗邻德国大众主要生产基地，通过同步参与整车厂的总部研发活动来建立直接合作关系，进而扩展公司在海外市场影响力。

表 2：公司主要生产基地及业务定位

地点	成立时间	公司	业务定位
浙江省嘉兴市	2005 年	明新旭腾新材料股份有限公司	制革及毛皮加工
	2020 年	明新孟诺卡（浙江）新材料有限公司	全水性定岛超纤汽车内饰新材料
江苏省新沂市	2020 年	明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司	车用新型材料
辽宁省阜新市	2011 年	辽宁富新新材料有限公司	制革及毛皮加工
欧洲德国	2015 年	明新皮业欧洲创新中心	海外业务、企业国际化宣传和推广

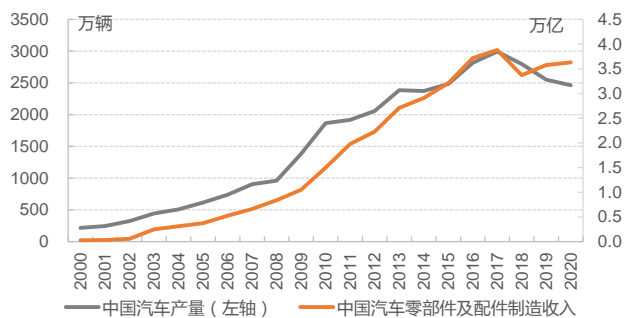
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 汽车高端真皮内饰受益于消费升级，国内具备百亿市场空间

高端真皮内饰受益于消费升级，豪华汽车渗透率提升。汽车产业的发展是带动产业链上下游需求的增长的核心，而汽车消费的升级使消费者对汽车带来的隐性附加价值更为看重，购车时最重要感观和驾驶体验便来自汽车外形和内饰。汽车内外饰已经成为汽车零部件领域规模最大的细分市场，而在汽车设计流程中，汽车内饰设计的工作量占到了整个汽车造型设计工作量的 60%以上。

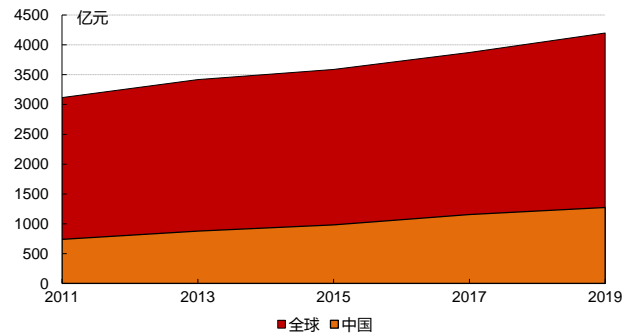
2019 年，全球汽车内外饰件市场规模约 6500 亿元，其中内饰市场约 4200 亿元；中国内外饰市场规模约 2400 亿元。按照 2019 年中国汽车零部件制造收入约 3.58 万亿测算，内外饰市场占比约 6.7%。

图 3：我国汽车零部件制造业需求依托于汽车产业发展



资料来源：wind，天风证券研究所

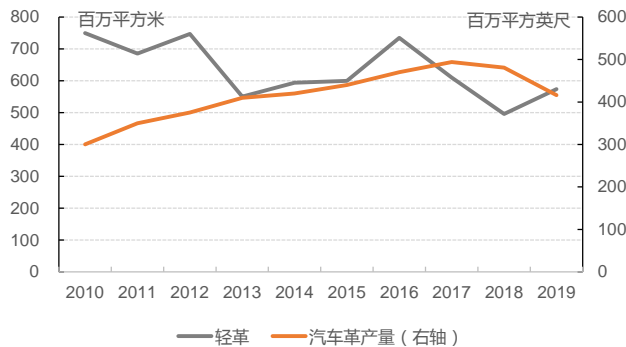
图 4：汽车内饰件市场规模



资料来源：前瞻产业研究院、新思界、EMS Group，天风证券研究所

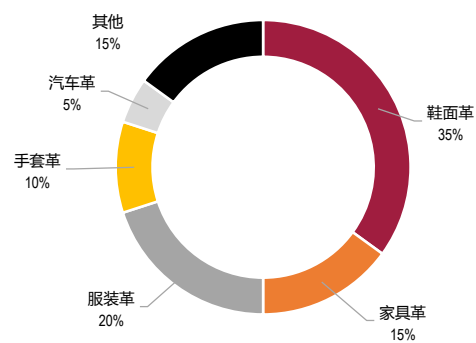
2010 年以后，在我国皮革行业整体趋稳的情况下，汽车革子行业（指真皮）产量保持较快增长。中国皮革协会统计显示，2010 年汽车革产量约 3 亿平方英尺，至 2019 年达 4.16 亿平方英尺，占我国轻革比例从 2010 年的 3.7% 提升至 2019 年的 6.7%。

图 5：我国轻革、汽车革产量情况



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

图 6：我国皮革下游消费结构

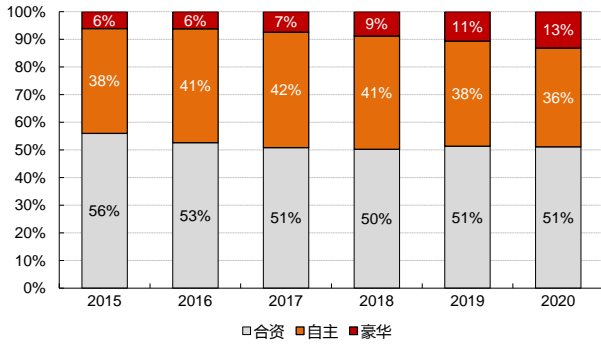


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

真皮是中高端车内饰的主要选择。内饰对于整车乘坐舒适度、外观感受等较为重要，故此主机厂一直高度关注内饰设计。公司供应的牛皮革属于高端座椅面料，主要用于中高端及豪华车型。乘联会数据显示，2020 年国内豪华车市场累计销量约为 252.91 万辆，同比增长 14.7%，是国内三大细分市场中唯一呈现正向增长的市场。中国豪华品牌汽车销量增速持续超越乘用车总体增速，渗透率提高，显示出较为明显的消费升级趋势。

我国汽车革行业具备百亿市场空间潜力。2019 年我国汽车产量约 2553 万辆（2020 年为 2463 万辆），按照国内 2019 年汽车革销量 4.16 亿平方英尺测算，市场约规模约 78 亿元（按照公司 2019 年销售均价测算），渗透率约 23%（按照公司汽车革单车用量测算），仍具备提升空间。

图 7：中国豪华品牌份额提升



资料来源：乘联会，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 8：我国汽车革空间假设测算

		真皮汽车革渗透率				
		20%	25%	30%	35%	40%
我国汽车产量增速	0%	65.88	82.35	98.82	115.28	131.75
	1%	66.54	83.17	99.80	116.44	133.07
	2%	67.19	83.99	100.79	117.59	134.39
	3%	67.85	84.82	101.78	118.74	135.71
	4%	68.51	85.64	102.77	119.90	137.02
	5%	69.17	86.46	103.76	121.05	138.34
	6%	69.83	87.29	104.74	122.20	139.66
	7%	70.49	88.11	105.73	123.35	140.98
	8%	71.15	88.93	106.72	124.51	142.29
	9%	71.81	89.76	107.71	125.66	143.61
	10%	72.46	90.58	108.70	126.81	144.93

资料来源：wind，公司招股书，天风证券研究所

行业供给外资主导，存国产替代空间。汽车革与一般皮革制品差异较大，具备一定的技术难度，行业内主要的供应商以外资或合资企业为主，如德国柏德、美国杰仕地、美国鹰革、日本美多绿等，国内供应商主要包括明新旭腾、海宁森德等公司。

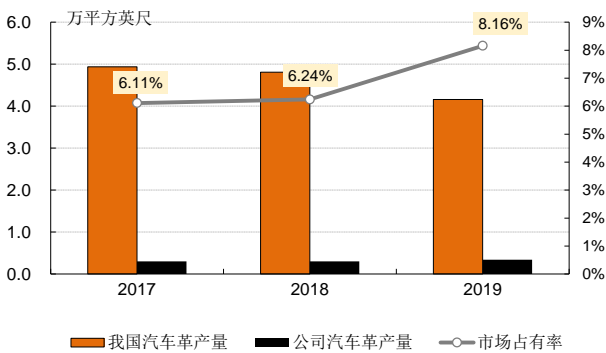
根据中国皮革协会统计的我国规模以上企业汽车革产量数据，2019 年公司产品的市场占有率为 8.16%，且逐年提升。目前汽车革大部分份额仍被海外公司占据，伴随公司配套车型的放量、新客户的开拓，市场份额有望进一步提升，且具备较为广阔的替代空间。

表 3：汽车革参与者情况

企业类型	企业	特点
外资	Eagle Ottawa、Bader Leather 等	在国内中高端合资品牌乘用车车型配套市场拥有较强竞争力
内资	明新旭腾等为代表	中小型企业，平均技术水平与外资企业相比有一定差距，主要为低端合资乘用车品牌车型、国内自主品牌整车厂商和售后市场配套，在中高端车型配套市场份额中的比重还比较低

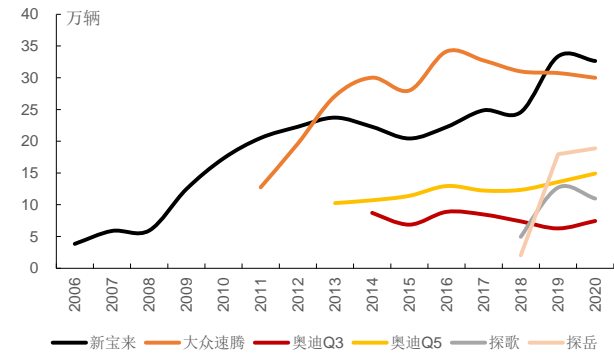
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：明新旭腾市占率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：公司产品主要配套车型销售情况



资料来源：wind，乘联会、中国产业信息网、天风证券研究所

3. 真皮革龙头推进产能扩张，进军水性超纤培育新增长点

3.1. 企业优势：重视研发，客户高端，盈利稳定

- 研发水平较高，环保无铬鞣牛皮为主导产品

新车研发周期长，需要零部件供应商密切配合。通常新车型的研发周期在三至四年左右，过程需要零部件供应商密切配合，及时提供新样品进行试验，并对整车厂的反馈进行实时响应和迅速改进。因此，整车厂的研发活动对供应商的技术水平提出了较高要求，能否向整车厂及时提供样品、保证产品质量、减少反馈的次数和响应时间，是零部件供应商能否顺利进入整车厂供应商体系的重要因素。

公司真皮革技术水平在国内汽车革行业内处于领先地位。公司研发中心为首批中国轻工行业工程技术研究中心，被评定为浙江省省级企业研究院，企业院士工作站通过中国科学技术协会院士专家工作站认证；全资子公司辽宁富新研发中心被认定为辽宁省省级企业技术中心。此外，公司 IPO 募投项目拟投资 5550 万元全面升级公司皮革研发中心。

公司主要产品为各类汽车内饰真皮，与一般的皮革制品在柔韧度、透气性和耐磨度等方面存在较大差异，需要特殊的工艺处理，技术含量较高。公司通过多年与国内外主流整车厂的技术交流和不断加大在无铬鞣制、低 VOC 排放等行业前沿生产技术领域的投入，积累了大量研发经验和成果，已成功掌握了核心技术，成为业内技术领先企业，公司及全资子公司辽宁富新均为高新技术企业。截至 2020 年底，公司及其下属子公司已获各类专利合计 73 项（发明专利 6 项、实用新型 66 项、外观专利 1 项）。此外，公司在水性超纤新产品方面着重投入，截至 2020 年末，已提交 14 项水性超纤相关的专利申请。

表 4：公司核心技术情况

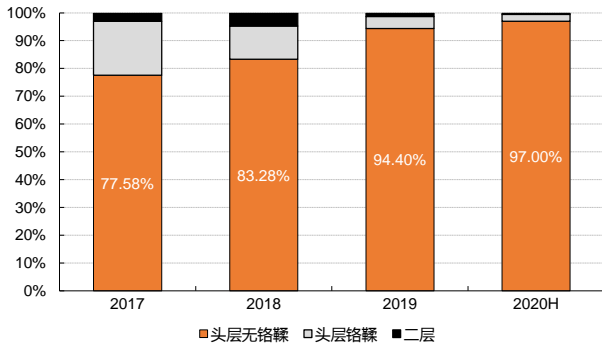
核心技术	技术来源	所处阶段	核心技术	技术来源	所处阶段
低有机挥发物汽车皮革生产与控制技术	自主研发	批量生产	酶法保毛脱毛技术	自主研发	批量生产
提高浅色皮革耐污性能生产配方及工艺	自主研发	批量生产	灰液循环工艺	自主研发	批量生产
无铬鞣全粒面纳帕真皮汽车皮革加工工艺	自主研发	批量生产	全水性定岛超纤车用新材料的研发	合作研发	产业化预备
提高无铬鞣厚皮紧实度防止复合后褶皱工艺	自主研发	批量生产	皮革废料循环利用研究	自主研发	研发阶段
铬鞣全粒面纳帕汽车座椅革生产技术	自主研发	批量生产	提高无铬鞣纳帕头层方向盘包覆性能的研究	自主研发	试运行阶段
细纹理头层方向盘皮革生产加工技术	自主研发	批量生产	无铬鞣剂及浸酸废液的回收与循环利用	自主研发	研发阶段
针孔纹二层方向盘皮胚生产加工技术	自主研发	批量生产			

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司采用环保的“无铬鞣”。鞣制是皮革加工工艺中的关键工序，根据使用的鞣剂不同，皮革主要分为植鞣革、铬鞣革和其他鞣制皮革。铬盐鞣制成革在鞣制领域占主导地位，但铬盐的使用对生态环境、人畜构成了较大的威胁（六价铬具有毒性），其次传统的铬鞣法中铬鞣废铬屑无法有效利用，使废胶原大量损失，带来严重固废污染；另一方面，我国铬资源短缺，制革所用铬几乎全靠进口，近年来国防及一些高新产业中铬的需求日益增大，导致铬盐的价格逐年攀高。公司已经形成了成熟的无铬鞣制技术，2019 年占公司整皮产品销售的 94%。由于无铬鞣制相对铬鞣技术工艺更为复杂，环保效果更好，主要用于供应中高端车型或新车型项目，因此销售单价相比其他种类皮革较高。

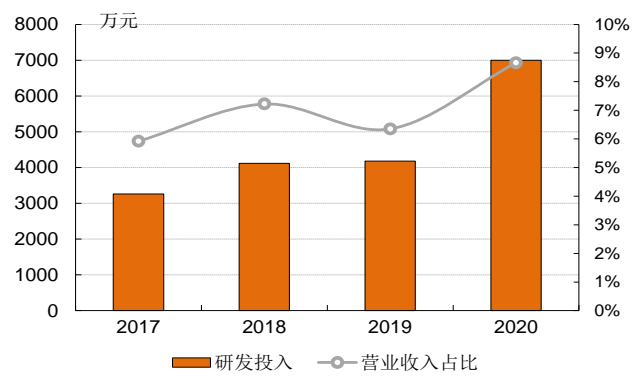
公司历来高度重视技术研发，通过壮大研发团队、增加投入、产研合作等多措并举，始终保持研发投入强度，2017~2020 年研发费用占营业收入比例均超过 5%，2020 年研发费用同比大幅增长 67.53%，占营收比例高达 8.7%，主要系公司加大全水性定岛超纤车用新材料项目研发投入。

图 11：公司产品主要为环保无铬鞣（整皮）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：公司保持较高研发投入



资料来源：招股说明书，2020 年年报，天风证券研究所

● 客户优质，持续拓展

公司下游客户集中在整车配套市场领域，公司作为二、三级供应商向座椅总成等一级供应商提供成品革和裁片。我国汽车零部件市场中具备座椅、方向盘生产能力的企业主要为外资企业，如安道拓、麦格纳、李尔、奥托立夫等。公司作为汽车革生产厂家通过进入整车厂的供应商体系，间接为整车制造企业服务，需求主要来自于整车厂的产销计划（整车厂通过对销售情况预测和市场投放策略来安排自身生产计划，向零部件供应商发出订单）。

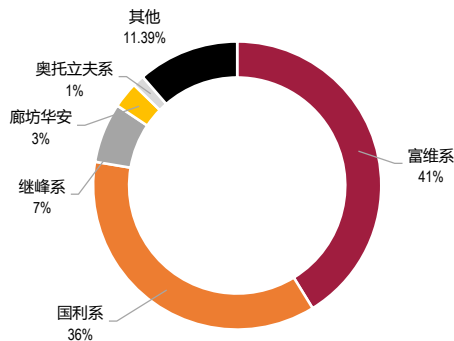
表 5：公司与主要客户之间供应情况

客户名称	供应商位置	产品用途	主要终端客户	既有产品	现有产品
富维系	一级配套	座椅皮	一汽大众	速腾、宝来	探岳、奥迪 Q3
国利系	一级配套	座椅皮	一汽大众	GL8、东风汽车、标致云逸	奥迪 Q5L、探歌
继峰系	二级配套	非座椅皮	一汽大众	奥迪 Q5L、奥迪 Q3	
廊坊华安系	二级配套	非座椅皮	一汽大众	一汽大众速腾	探岳、奥迪 Q3
延锋系	一级配套	非座椅皮	上汽大众、上汽通用、长安等	别克凯越、广汽 GS4	吉利博越、吉利帝豪
奥托立夫系	一级配套	非座椅皮	吉利、长城、上汽通用五菱	SGM618 项目、奇瑞艾瑞泽、上汽通用五菱宝骏	宝骏 360、戴姆勒奔驰 V213
吉中系	一级配套	座椅皮	长城、吉利	长城 H6 Coupe、长城 VV5、VV6	吉利博越
麦格纳	一级配套	非座椅皮	菲亚特克莱斯勒汽车公司	克莱斯勒	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所整理；注：麦格纳即 Magna Seating Systems of Acuna

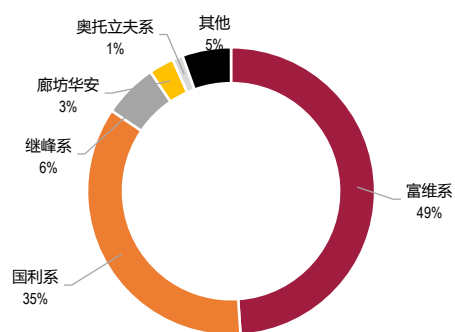
供应商认证壁垒较高，整车厂对合格供应商的考核标准非常严格，且持续时间长，一旦双方确定合作关系，不会轻易变动。通常情况下，整车厂会就同一型号产品确定 1-2 名供应商集中采购。合格供应商在对应车型生产周期内将能获得稳定优质的订单。供应商认证制度确保已经认证的供应商地位稳固，另一方面，其流程的复杂和严格一定程度上限制了整车厂商供应商数量的增加，因此汽车皮革行业普遍存在客户相对集中的现象。

图 13：2020H1 公司客户及销售份额



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：2020H1 公司客户及销量份额



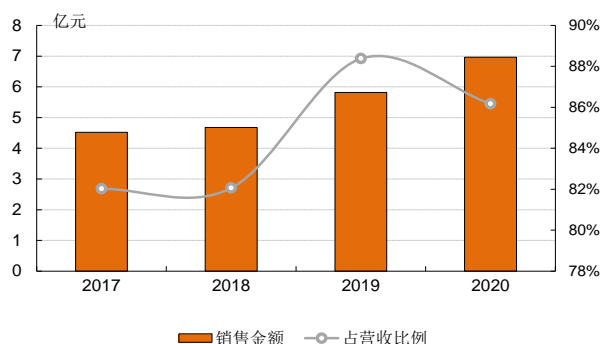
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

一汽大众为公司自主开发的主要终端客户，且配套车型逐步升级。车型配套一般由整车厂直接发包，并通过整车厂指定的一级供应商进行配套，即公司直接客户由整车厂指定。

自 2011 年以来，公司已陆续为一汽大众配套宝来、速腾、高尔夫、奥迪 Q5L、探歌、探岳、新奥迪 Q3 等多款车型的内饰真皮，合作历史悠久，业务关系稳定。根据公司招股书，2017A~2020H1 公司产品配套整车厂一汽大众的销售收入占主营业务收入的比例分别为 70.28%、79.11%、91.06%和 94.57%。目前为一汽大众供应汽车皮革的供应商主要为公司、柏德皮革和森德皮革三家，其中为一汽奥迪品牌供货的厂商仅有公司和柏德皮革两家。

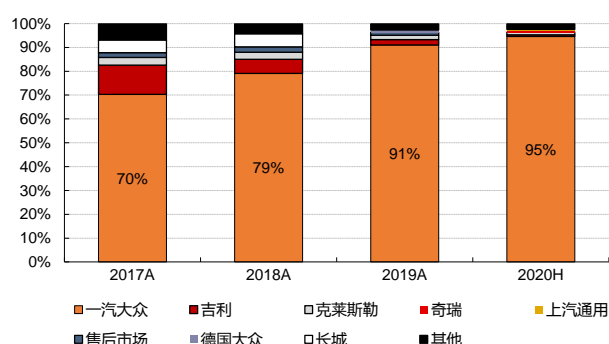
另一方面，随着产品质量和技术水平的不断提升，公司在中高端车型中的配套份额有所增长，配套车型也逐步多样化和升级化，由 2017 年的宝来、速腾为主，逐步发展成为一汽大众探歌、探岳等中端车型和奥迪 Q3、Q5L 等高端车型的多元结构。

图 15：公司前五大客户占比



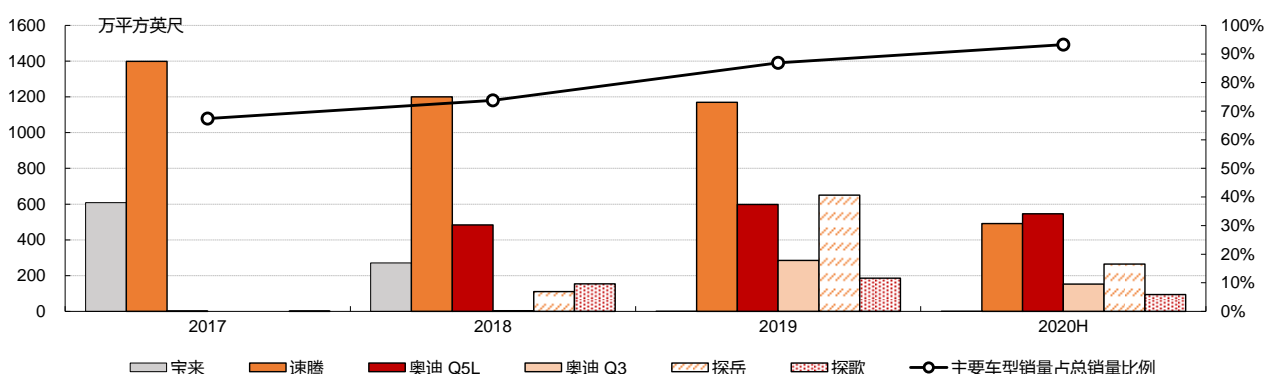
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 16：一汽大众是公司的核心终端客户



资料来源：招股说明书，天风证券研究所整理

图 17：公司产品配套车型也逐步多样化和升级化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

新客户拓展方面，公司深耕汽车内饰材料领域多年，为国内外多个主流整车厂批量供货，公司的研发、制造、质量等全方位配套能力已获主流客户广泛认可。公司目前已成为上汽通用、上汽大众旗下多款新车型的定点供应商（主要配套供货项目包括上汽大众途观、辉昂、途昂、Lounge SUVe、朗逸以及上汽通用昂科威等车型，其中上汽通用昂科威已实现量产），从公司获得提名信（定点函）到量产实现收入一般需要 1-2 年时间。在此基础上，公司将积极深挖现有客户、全力开发潜在新客户，积极拥抱造车新势力，力争获取更多项目，促进优质客户的多元化，提高公司市场占有率并夯实公司未来业绩基础。

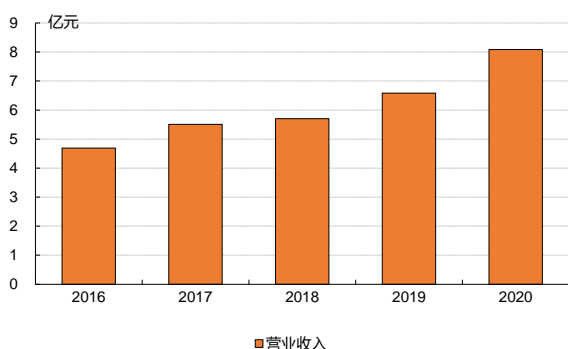
● 盈利能力强且稳定

汽车革供应商向下游整车厂的报价主要遵循成本加成模式，叠加前文所述公司核心客户为一汽大众，且公司产品为定制产品，伴随配套车型的高端化，显示出较强的业绩稳定性。

2020年，公司实现营业收入8.08亿元，同比增长22.81%；实现归母净利润2.21亿元，同比增长22.97%。分产品看，整皮产品实现收入6.47亿元，占比80.04%；裁片产品实现收入1.10亿元，占比13.57%。2020年，在中国乘用车市场总体下滑约6%的不利局面下，公司皮革产品销量到达接近3930万平方英尺的历史新高。

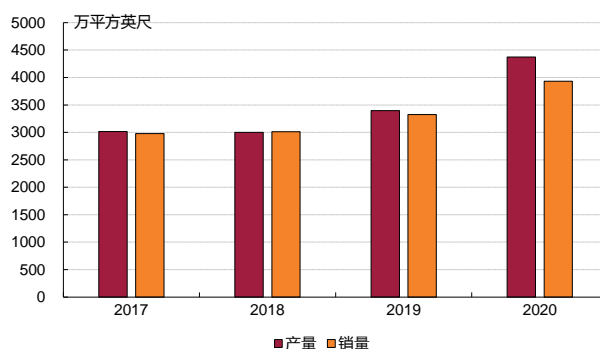
2016年以来公司毛利率和净利率稳步提升，主要得益于（1）公司产品升级，带动整体销售均价逐步提升；（2）直接材料成本逐年降低；（3）公司提高经营效率，销售费用率、财务费用率均表现为逐年下降，管理费用率基本平稳。

图 18：公司营业收入



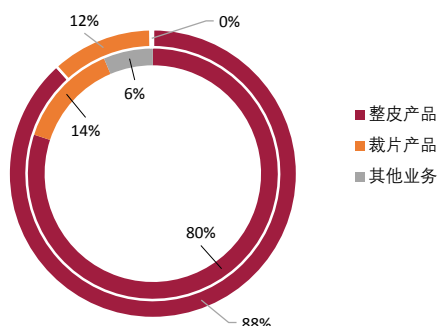
资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：公司产销量



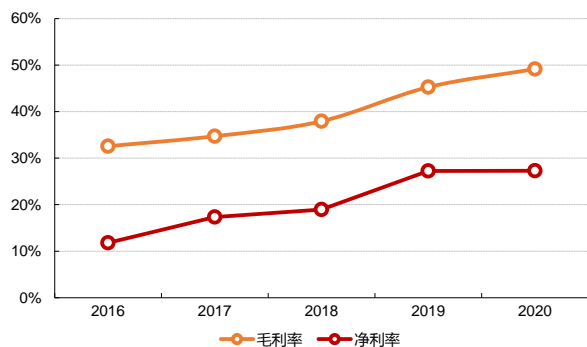
资料来源：招股说明书，2020 年年报，天风证券研究所

图 20：2020 年公司分产品营业收入（内圈）、毛利（外圈）占比



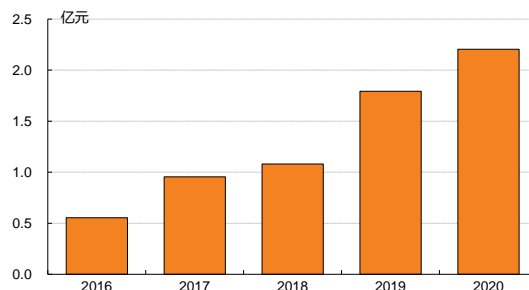
资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：公司毛利率及净利率



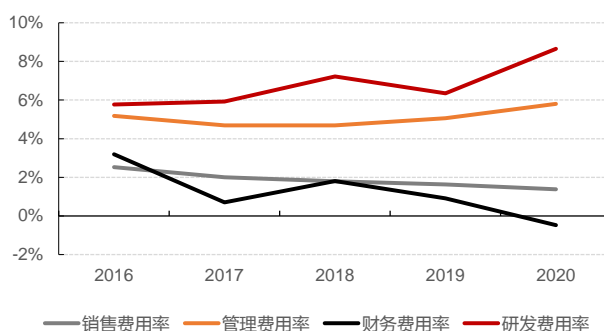
资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：公司归母净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

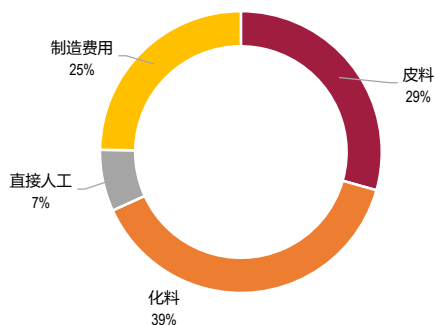
图 23：公司期间费用率变化



资料来源：wind，天风证券研究所

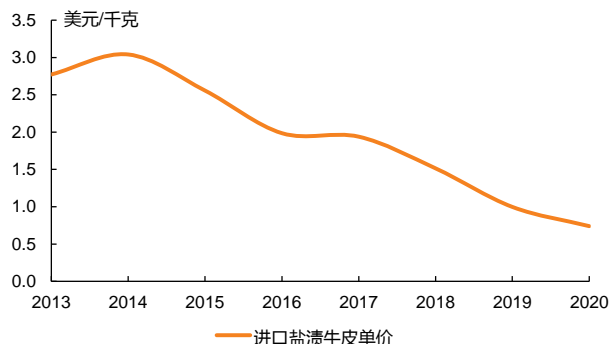
主要原材料价格下行，产品价格则受益于高端车型配套占比提升而上涨。汽车革原材料中原料皮和皮革化料在成本占较大比例，其价格波动对利润水平影响较大。公司的皮料主要为进口盐渍牛皮，供应商来自于巴西、澳大利亚等国，而近年来牛皮供给市场较为平稳，但需求端景气度不高，使得进口牛皮采购均价近年来逐步下降。相应地，公司皮料单位成本有明显下降带动公司整体皮革产品单位成本下降。

图 24：2020 年公司原材料结构（按金额）



资料来源：2020 年年报，天风证券研究所

图 25：我国进口盐渍牛皮单价



资料来源：wind，天风证券研究所

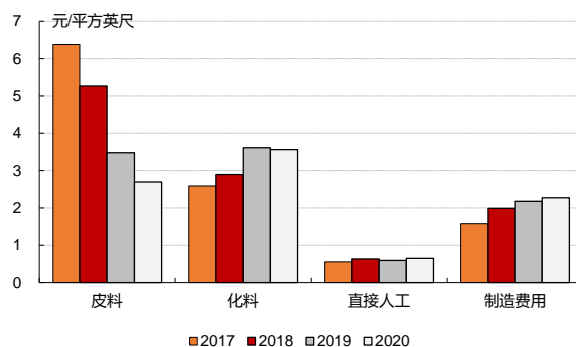
公司化料成本小幅提升，主要系产品结构及化料配方调整导致：2018 年起，公司新增对奥迪 Q5L、Q3、探歌、探岳等车型的批量供货，该部分产品单位化料成本相比宝来、速腾等车型产品较高。2019 年由于主要车型的下游客户对产品气味要求提高，公司为满足客户需求，调整化料用料及配方，使得化料投入成本进一步有所提升。

图 26：单位成本逐步下降



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

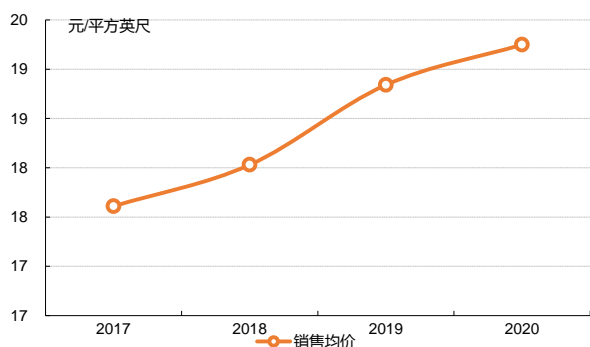
图 27：单位皮料成本明显下降



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

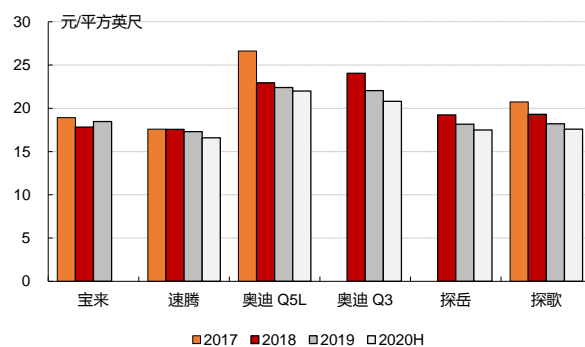
2017 年以来公司产品均价整体呈上升趋势，主要系配套项目结构优化。2017 年，公司主要配套速腾、宝来、高尔夫等中端合资车型及吉利帝豪、长城哈佛和广汽传祺等自主热销品牌为主。2018 年以来，公司配套的一汽大众探歌、探岳等中端车型和奥迪 Q3、Q5L 等高端车型开始量产，销售比例逐渐提高，对公司主要产品销售价格的提升起到了积极作用。

图 28：公司产品销售均价逐步提升



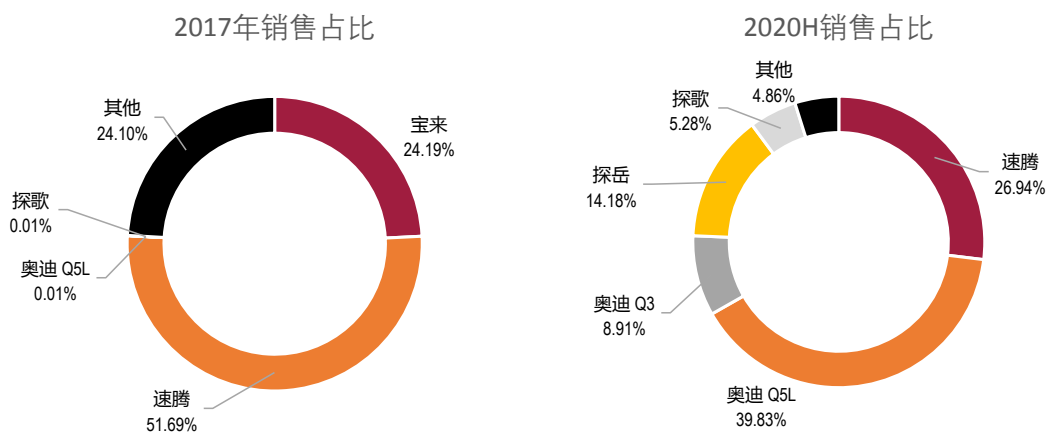
资料来源：招股说明书，2020 年年报，天风证券研究所

图 29：高端车型配套高单价产品



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：公司销售结构优化（按销售额）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 驱动力：真皮产能扩张，进军水性超纤

真皮产能扩张保障后续发展。公司 2019 年产能 2400 万平方英尺（对应 50 万张），2020 年伴随“年产 110 万张牛皮汽车革清洁智能化提升改造项目”通过阶段性验收产能提升至 3840 万平方英尺（对应 80 万张），待全部投产完毕（规划时间为 21 年 12 月）则产能提升至 5280 万平方英尺（对应 110 万张）。汽车革方面的生产能力，为公司的后续发展提供坚实的产能支撑，减轻产能不足对公司发展带来的制约，提升公司产品在市场上的占有率。而“年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业 4.0 建设项目”公司则规划于 2022 年 12 月投产。两个募投项目投产后，公司每年将新增 110 万张汽车革产能，能够满足约 75 万辆整车对汽车座椅革的需求，与公司现有客户的需求量相匹配。

表 6：公司真皮汽车革产能扩张情况

项目	单位	2019	2020	2021E	2022E	2023E	备注
公司产能							
浙江嘉兴	万张	50	80	110	110	110	
辽宁阜新	万张					50	预计 2022 年 12 月投产
对应合计产能	万平方英尺	2400	3840	5280	5280	7680	
可满足车辆需求							
可满足车辆需求	万辆	34	55	75	75	110	2019 年公司通过加班和委托第三方加工方式实际销量达到 3326 万平方英尺，可满足 47.5 万辆车
公司核心客户销量							
公司核心客户销量		81	82				指速腾、奥迪 Q5L、奥迪 Q3、探岳、探歌

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

除公司现有在手订单客户采购需求较为稳定，双方合作良好且订单的执行具有持续性外；公司目前已成为上汽通用、上汽大众旗下多款新车型的定点供应商，从公司获得提名信（定点函）到量产实现收入一般需要 1-2 年时间。未来三年新增量将配套供货项目包括上汽大众途观、辉昂、途昂、Lounge SUVe、朗逸以及上汽通用昂科威等车型。

表 7：公司主要的已量产配套车型的生命周期情况

配套车型	发包提名时间	量产时间	预计生命周期结束时间
奥迪 Q5L	2016/11/25	2018 年	2024 年
新奥迪 Q3	2017/10/20	2018 年	2026 年
探岳	2017/01/20	2018 年	2025 年
探歌	2017/01/20	2018 年	2026 年
新速腾	2017/07/28	2018 年	2029 年

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

水性超纤产业化布局。为丰富产品种类、提升发展潜力和抗风险能力，通过不断的研发投入，公司战略级新产品线全水性定岛超纤生产线正式落地于江苏省新沂市，同样应用于中高端车型。

明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司负责实施的“年产 200 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”逐步落地，在进口设备发货及安装受海外疫情影响之下，依然按照工程进度快速推进，2021 年已经处于试生产状态，确保已在手的 3 个水性超纤汽车内饰订单项目顺利推进，有望成为公司业绩新的增长点，并为未来更好的满足市场需求夯实基础。

4. 核心盈利预测假设

关键假设：

- (1) 公司新增真皮革、水性超纤产能逐步释放；
- (2) 公司产品销售单价依托客户结构的优化稳中有升；
- (3) 公司产品成本基本维持稳定，21 年进口皮料价格略有提升，假设公司的单位制造费用随着开工率提升有小幅下降。

表 8：公司主要业务营业收入、毛利预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	658.13	808.23	963	1267	1597
真皮（整皮+裁片）产品	626.73	756.57	873	1057	1267
其他业务（含水性超纤）	31.40	51.67	90	210	330
营业成本	360.32	411.08	490	629	788
真皮（整皮+裁片）产品	327.84	360.42	419	497	599
其他业务（含水性超纤）	32.47	50.66	71	132.2	189
毛利	297.81	397.15	472.51	638.50	809.16
整皮产品	298.89	396.15	453.51	560.70	668.16
其他业务（含水性超纤）	-1.07	1.01	19.00	77.80	141.00
毛利率(%)	45.3%	49.1%	49.1%	50.4%	50.7%
真皮（整皮+裁片）产品	47.7%	52.4%	52.0%	53.0%	52.7%
其他业务（含水性超纤）	-3.4%	2.0%	21.1%	37.0%	42.7%

资料来源：wind，天风证券研究所预测

5. 首次覆盖，给予“买入”的投资评级

预计公司 2021/2022/2023 年净利润分别为 2.68/3.59/4.54 亿元，对应 PE 22.21/16.55 /13.11 倍。按 1.66 亿总股本计，对应 EPS 预测分别为 1.61/2.17/2.73 元。

我们选取汽车内饰领域的优质公司作为可比公司，可比公司 2021 年平均估值为 26 倍，但考虑到明新旭腾所处的具体赛道与可比公司仍有差异，同时公司作为市占率约 8%的细分领域内资龙头且 2021 年新增产能开始逐步放量，给予公司 2021 年 30 倍 PE 估值，目标市值为 80 亿元，对应目标价为 48 元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

表 9：可比上市公司估值

公司	PE2020	PE2021E	PE2022E	PE2023E
岱美股份	42.08	20.16	16.58	14.50
新泉股份	41.83	31.87	22.81	18.28
均值	41.96	26.02	19.70	16.39
明新旭腾	27.52	22.21	16.55	13.11

资料来源：wind，天风证券研究所；注：除明新旭腾外其他公司预测来自 wind 一致预期

6. 风险提示

1) 原材料采购成本波动风险。公司主要产品为汽车内饰皮革，主要原材料是原皮和化料，原材料占产品成本比例较高。近年来，原皮价格的波动对公司主要原材料价格有较大影响，从而影响公司的经营业绩。若主要原材料价格大幅波动，导致产品成本发生变化，将影响公司产品毛利率。故主要原材料价格波动会对生产成本的控制及公司营运资金的安排带来不确定性，进而对公司的生产经营产生不利影响，影响公司盈利能力。公司面临主要原材料价格波动影响经营业绩的风险。公司原材料主要来自海外进口，如果未来进口关税增加，则可能对公司原材料采购成本带来不利影响。

2) 客户集中度较高的风险。公司属于汽车内饰皮革供应商，产品主要用于汽车座椅、方向盘等内饰件。产品供应链上，公司属于整车厂二、三级配套供应商，公司汽车内饰皮革产品先出售给汽车座椅等一级零配件供应商（公司的直接客户），一级供应商将汽车内饰皮革产品装配至汽车座椅等相应零部件后再出售给整车厂。因公司的经营业绩与主要客户（包括直接客户和整车厂）经营情况相关性较高，如果未来主要客户的下游需求下降，主要客户的市场份额下降或是竞争地位发生重大变动，或公司与主要客户的合作关系发生变化，公司将面临客户订单减少或流失等风险，进而直接影响公司生产经营，对公司的经营业绩造成不利影响。

3) 环保支出增加风险。公司从设立以来，一直注重环境保护，严格执行国家相关法律法规，结合公司实际情况制定了一系列的环保规章制度，购买了先进的环保设备，控制生产工艺流程，取得了排污许可证，并已通过 ISO14001 环境管理体系认证。根据第三方检测机构出具的《检验检测报告》，报告期内，公司不存在“三废”排放超标的情况。随着国家经济增长模式的转变和可持续发展战略的全面实施，以及人们环保意识的逐渐增强，国家对环保的要求将不断提高。如果未来政府继续加大环境保护和环境污染治理力度，可能会有新的规定和政策出台，对制革行业实行更为严格的污染管制标准或规范，对企业排放标准也将相应提高，公司需要进一步加大环保投入，增加环保支出。

4) 汇率波动风险。公司生产所需原皮大部分来源于进口，采用美元、欧元等外币结算，并以人民币购汇后支付。同时，外销业务主要以美元和欧元结算，若未来人民币与相应外币之间汇率波动，原皮采购价格、外销业务收入及相应的应收款项将随之波动，使公司的经营业绩受到一定的影响。

5) 产品价格下降风险。公司的产品主要销售给汽车一级供应商。汽车零部件行业普遍存在价格年度调整惯例，通常在新产品供货后 3-5 年内有 0%-5% 的年度降幅。如果未来公司产品价格持续下降，公司业绩将受到不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	33.69	719.96	894.59	1,063.99	1,277.77
应收票据及应收账款	202.07	242.03	335.48	333.36	509.61
预付账款	3.25	3.30	3.02	5.08	5.07
存货	201.28	408.33	190.56	501.10	365.75
其他	129.43	207.12	150.49	180.51	179.10
流动资产合计	569.71	1,580.73	1,574.14	2,084.05	2,337.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	211.50	253.88	379.21	519.03	663.53
在建工程	52.85	157.64	214.59	248.75	269.25
无形资产	85.63	83.71	80.49	77.28	74.07
其他	23.71	56.66	28.60	36.04	40.29
非流动资产合计	373.69	551.90	702.89	881.10	1,047.14
资产总计	943.40	2,132.63	2,277.03	2,965.15	3,384.42
短期借款	79.46	29.31	90.00	80.00	174.59
应付票据及应付账款	106.20	236.36	82.61	406.45	250.25
其他	31.64	37.93	34.41	34.62	37.14
流动负债合计	217.30	303.60	207.02	521.07	461.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	25.08
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	112.52	123.04	95.93	110.50	109.82
非流动负债合计	112.52	123.04	95.93	110.50	134.90
负债合计	329.82	426.64	302.94	631.56	596.88
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	124.50	166.00	166.00	166.00	166.00
资本公积	82.11	912.61	912.61	912.61	912.61
留存收益	489.12	1,540.13	1,808.09	2,167.59	2,621.54
其他	(82.15)	(912.76)	(912.61)	(912.61)	(912.61)
股东权益合计	613.59	1,705.98	1,974.09	2,333.59	2,787.54
负债和股东权益总计	943.40	2,132.63	2,277.03	2,965.15	3,384.42

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	179.32	220.51	267.96	359.49	453.96
折旧摊销	23.39	29.17	20.94	29.23	38.21
财务费用	5.48	(4.16)	(9.65)	(7.70)	(5.72)
投资损失	0.00	(0.65)	1.00	1.00	1.00
营运资金变动	(137.16)	(200.05)	24.90	(9.33)	(198.05)
其它	74.30	55.36	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	145.33	100.17	305.15	372.70	289.40
资本支出	27.70	163.73	227.12	185.43	200.67
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(124.81)	(402.83)	(428.12)	(386.43)	(401.67)
投资活动现金流	(97.11)	(239.10)	(201.00)	(201.00)	(201.00)
债权融资	79.46	29.31	90.00	80.00	199.66
股权融资	(6.03)	875.74	9.79	7.70	5.72
其他	(110.88)	(82.69)	(29.31)	(90.00)	(80.00)
筹资活动现金流	(37.45)	822.36	70.48	(2.30)	125.38
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	10.77	683.43	174.63	169.40	213.78

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	658.13	808.23	962.52	1,267.29	1,597.21
营业成本	360.32	411.08	490.00	628.79	788.04
营业税金及附加	6.98	7.41	9.14	12.67	15.97
营业费用	10.72	11.18	15.40	25.35	31.94
管理费用	33.31	46.87	55.83	73.50	92.64
研发费用	41.77	69.98	81.81	107.72	135.76
财务费用	5.98	(3.85)	(9.65)	(7.70)	(5.72)
资产减值损失	(2.10)	(15.23)	4.00	3.00	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.10)	0.34	(1.00)	(1.00)	(1.00)
其他	(7.10)	24.72	2.00	2.00	2.00
营业利润	208.34	255.74	314.98	422.96	534.57
营业外收入	0.02	0.02	1.00	0.80	0.50
营业外支出	0.91	0.83	0.73	0.82	1.00
利润总额	207.45	254.93	315.24	422.93	534.07
所得税	28.13	34.42	47.29	63.44	80.11
净利润	179.32	220.51	267.96	359.49	453.96
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	179.32	220.51	267.96	359.49	453.96
每股收益(元)	1.08	1.33	1.61	2.17	2.73

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	15.39%	22.81%	19.09%	31.66%	26.03%
营业利润	70.06%	22.75%	23.16%	34.28%	26.39%
归属于母公司净利润	65.87%	22.97%	21.52%	34.16%	26.28%
获利能力					
毛利率	45.25%	49.14%	49.09%	50.38%	50.66%
净利率	27.25%	27.28%	27.84%	28.37%	28.42%
ROE	29.22%	12.93%	13.57%	15.41%	16.29%
ROIC	35.99%	34.28%	28.56%	32.36%	35.58%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	34.96%	20.01%	13.30%	21.30%	17.64%
净负债率	7.46%	-40.48%	-40.76%	-42.17%	-38.68%
流动比率	2.62	5.21	7.60	4.00	5.06
速动比率	1.70	3.86	6.68	3.04	4.27
营运能力					
应收账款周转率	3.41	3.64	3.33	3.79	3.79
存货周转率	3.32	2.65	3.21	3.66	3.69
总资产周转率	0.80	0.53	0.44	0.48	0.50

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.08	1.33	1.61	2.17	2.73
每股经营现金流	0.88	0.60	1.84	2.25	1.74
每股净资产	3.70	10.28	11.89	14.06	16.79
估值比率					
市盈率	33.19	26.99	22.21	16.55	13.11
市净率	9.70	3.49	3.01	2.55	2.13
EV/EBITDA	0.00	12.40	15.53	10.98	8.43
EV/EBIT	0.00	13.44	16.60	11.75	9.04

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com