

国内汽车革龙头，环保高端革助力公司高质量腾飞

——明新旭腾（605068）深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2021年09月17日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhzq.com

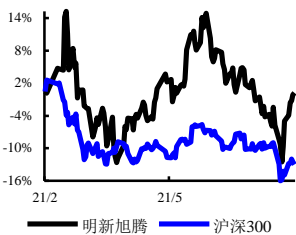
首次评级： 增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 28.67

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 国内汽车革优质龙头，业绩快速增长

1) 公司成立于2005年，主营汽车内饰皮革，国内外配套客户众多，其中，核心客户为一汽-大众，2019/2020H1销售额占比为91.06%/94.57%；2) 2016-2020年公司营收/净利润年复合增速14.56%/41.28%，实现快速增长；3) 董事长兼总经理庄君新先生合计控制公司34.03%的股份，是公司实际控制人。

● 汽车皮革市场广阔，公司积极开拓新客户，市场份额有望提升

1) 2019年国内汽车革产量4.16亿平方英尺，2010-19年复合增速3.70%。未来随着我国汽车市场稳定发展，尤其是电动智能汽车快速增长以及内饰配置的升级，汽车革市场预计持续稳定增长。竞争格局上，以外资或合资企业为主，2019年公司份额提升至8.16%。2) 公司积极扩建产能，开拓新客户新项目，布局海外市场，未来成长可期。

● 积极开发绿色环保皮革，公司产品结构提升可期

1) 主要配套中高端及新车型的环保无铬鞣皮革已成公司主导产品，公司产品均价及盈利能力持续提升。未来随着公司新客户新项目相继落地，产品结构有望持续改善，盈利能力预计保持稳中有升。2) 公司积极研发环保高端的全水性定岛超纤革，已获多个项目定点，并实现批量供货。随着产能陆续投放，水性超纤革将为公司持续贡献业绩增量，成为中长期增长点。3) 短期看，公司提前加大原料储备应对涨价风险，同时大众在华销量有望恢复，公司经营改善可期。

● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计2021-23年公司实现营收8.75/10.92/13.75亿元，同比增长8.28%/24.75%/25.98%，归母净利润2.45/3.10/4.03亿元，同比增长10.97%/26.85%/29.93%，EPS为1.47/1.87/2.43元/股，对应PE为19/15/12倍，估值低于汽车零部件板块，鉴于公司未来收益于行业复苏、新客户及水性超纤革放量，增长预期较强，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：核心客户产销恢复低于预期；新客户开拓低于预期；芯片短缺超预期；海外市场开拓低于预期；原材料涨价超预期；汇率波动风险；费用增长超预期

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	658	808	875	1,092	1,375
(+/-)%	15%	23%	8%	25%	26%
经营利润 (EBIT)	213	251	273	352	457
(+/-)%	61%	18%	9%	29%	30%
归母净利润	179	221	245	310	403
(+/-)%	66%	23%	11%	27%	30%
每股收益 (元)	1.44	1.33	1.47	1.87	2.43

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	34	720	700	546	587	营业收入	658	808	875	1092	1375
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	360	411	463	564	694
应收账款	202	242	240	320	397	营业税金及附加	7	7	8	10	12
应收款项融资	126	136	136	136	136	销售费用	11	11	10	12	16
预付款项	3	3	4	4	5	管理费用	33	47	55	68	85
其他应收款	0	2	1	1	2	研发费用	42	70	79	98	124
存货	201	408	482	510	609	财务费用	6	-4	-3	-3	-4
合同资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-15	-5	-5	-5
划分为持有待售的资产	0	0	0	0	0	信用减值损失	-4	-3	3	3	3
其他流动资产	2	19	19	19	19	公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	其他收益	15	8	15	15	15
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	212	254	400	557	706	资产处置收益	0	0	0	0	0
在建工程	53	158	179	199	200	营业利润	208	256	277	356	462
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-1	-1	-1	-1	-1
无形资产	86	84	67	50	33	税前利润	207	255	276	355	461
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	28	34	32	45	58
资产总计	943	2133	2337	2464	2829	净利润	179	221	245	310	403
短期借款	79	29	163	35	0	归属于母公司的净利润	179	221	245	310	403
应付票据	20	51	51	54	76	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	87	185	137	162	219	基本每股收益	1.44	1.33	1.47	1.87	2.43
预收款项	0	0	0	-1	-1	稀释每股收益	1.44	1.33	1.47	1.87	2.43
应付职工薪酬	10	12	12	12	12	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应交税费	22	24	24	24	24	成长性					
其他应付款	0	0	0	0	0	营收增长率	15.4%	22.8%	8.3%	24.7%	26.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	61.3%	17.6%	8.9%	28.8%	29.7%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	65.9%	23.0%	11.0%	26.8%	29.9%
负债合计	330	427	511	411	455	盈利性					
股东权益合计	614	1706	1826	2054	2374	销售毛利率	45.3%	49.1%	47.1%	48.4%	49.5%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率	27.2%	27.3%	28.0%	28.4%	29.3%
净利润	179	221	245	310	403	ROE	29.2%	12.9%	13.4%	15.1%	17.0%
折旧与摊销	23	29	49	59	68	ROIC	26.62%	12.52%	12.16%	14.73%	16.83%
经营活动现金流	145	100	168	274	355	估值倍数					
投资活动现金流	-97	-239	-200	-220	-200	PE	19.9	21.6	19.45	15.33	11.8
融资活动现金流	-37	822	12	-208	-113	P/S	5.4	5.9	5.4	4.4	3.5
现金净变动	10	685	-20	-154	42	P/B	5.82	2.79	2.61	2.32	2.00
期初现金余额	22	32	717	697	542	股息收益率	0.0%	0.0%	2.6%	1.7%	1.7%
期末现金余额	32	717	697	542	584	EV/EBITDA	15.3	14.3	12.9	10.2	7.8

目 录

1.国内汽车革优质龙头，业绩快速增长.....	7
2.汽车内饰皮革市场大有可为，期待公司腾飞.....	12
2.1 汽车皮革市场广阔，公司积极开拓新客户，市场份额有望持续提升.....	12
2.2 积极开发绿色环保皮革，公司产品结构提升可期.....	18
无铬鞣皮革占主导地位，公司产品结构改善助盈利能力提升.....	18
高端产品水性定岛超纤革市场空间大，公司积极研发开拓市场.....	21
加大原料储备应对涨价风险，大众在华销量有望恢复，公司经营改善可期.....	23
3.盈利预测与估值讨论.....	25

图 目 录

图 1: 公司真皮产品	7
图 2: 公司超纤产品	7
图 3: 公司超纤革产品	7
图 4: 公司主要客户	8
图 5: 2019 年公司前五大客户销售额结构	8
图 6: 公司收入主要来自核心整车客户一汽-大众	8
图 7: 公司最新股权结构图	9
图 8: 公司营收情况	10
图 9: 公司营收业务结构 (2020 年报)	10
图 10: 一汽-大众月销量下滑明显	10
图 11: 一汽-大众季度销量走势	10
图 12: 公司净利润情况	10
图 13: 公司毛利率与净利率	10
图 14: 公司在建工程情况	11
图 15: 公司折旧与摊销金额持续快速增长	11
图 16: 汽车革产业链	12
图 17: 我国汽车产量走势	13
图 18: 我国汽车革产量 (单位: 亿平方英尺)	13
图 19: 全球汽车产量走势	13
图 20: 全球汽车皮革产量情况	13
图 21: 公司汽车皮革领域主要竞争对手	14
图 22: 公司专利持续增多	15
图 23: 公司汽车革产能及利用率 (单位: 万平方英尺)	16
图 24: 公司汽车革产能将大幅提升 (单位: 万张)	16
图 25: 公司汽车革产销量稳步增长 (单位: 万平方英尺)	16
图 26: 公司汽车革市场份额稳步提升	16
图 27: 除了核心客户一汽-大众外, 公司积极寻求客户多元化	17
图 28: 公司业务国际化布局初步形成	17
图 29: 公司境外收入走势	17
图 30: 皮革鞣制方法比较	18
图 31: 公司整皮与裁片业务毛利率提升	19
图 32: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的整皮单价较高	20
图 33: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的裁片单价较高	20
图 34: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的整皮业务收入占比持续提升	20
图 35: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的裁片业务收入占比持续提升	20
图 36: 公司整皮业务头层无铬鞣产品销售额占比持续提升	20
图 37: 公司裁片业务头层无铬鞣产品销售额占比持续提升	20
图 38: 公司整皮业务头层无铬鞣产品单价较高	21
图 39: 公司裁片业务头层无铬鞣与铬鞣产品单价走势	21
图 40: 公司销往欧洲的头层无铬鞣裁片单价高于公司头层铬鞣裁片 (元/平方英尺)	21
图 41: 积极研发新产品, 公司研发费用快速增长	22

图 42: 公司产品成本结构 (2020 年报)	24
图 43: 进口毛皮价格指数走势	24
图 44: 进口盐渍牛皮均价走势	25
图 45: 进口蓝湿牛皮均价走势	25
图 46: 公司原材料储备增长明显	25

表 目 录

表 1: 截止 2021 年 6 月 30 日公司 IPO 募投项目投资进展	11
表 2: 公司拟发行的可转债募投项目	23
表 3: 公司分业务盈利预测	26
表 4: A 股可比上市公司及汽车零部件板块估值比较	26

1.国内汽车革优质龙头，业绩快速增长

公司成立于 2005 年，总部位于浙江嘉兴，是一家专注于汽车内饰新材料研发、清洁生产和销售的高新技术企业，主要产品为汽车内饰皮革，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。

图 1：公司真皮产品

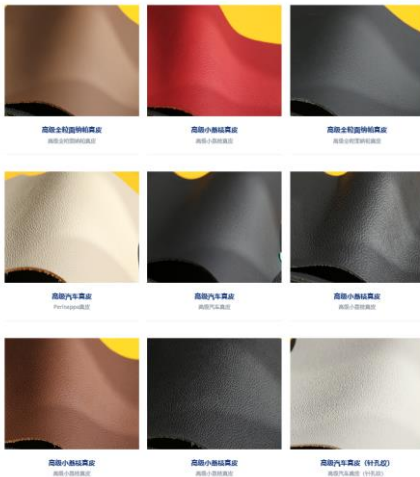
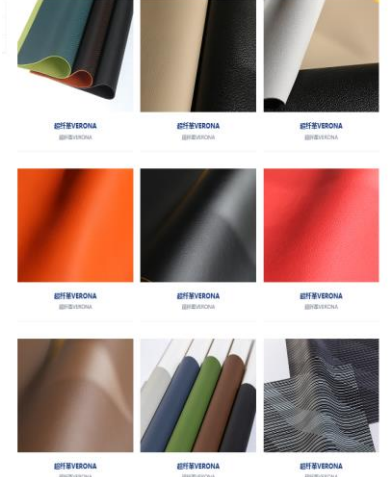


图 2：公司超纤产品



图 3：公司超纤革产品

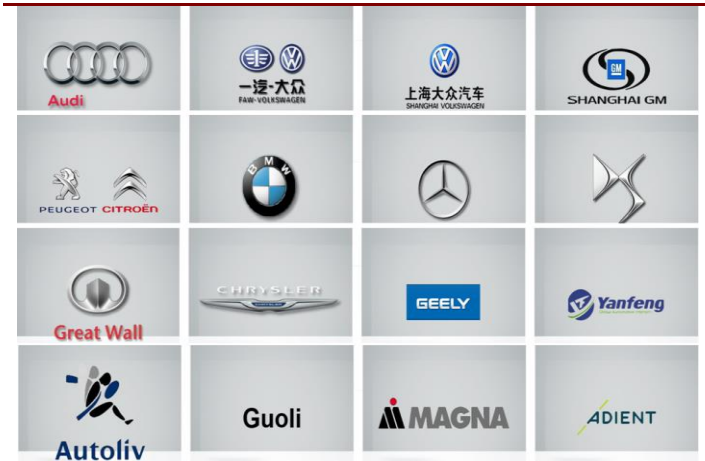


资料来源：公司官网，渤海证券

客户方面，公司已进入美国 Chrysler、德国大众、法国 PSA 等国际主流车厂和一汽-大众、上汽通用、上汽大众、神龙汽车、上汽通用五菱、广汽菲亚特、吉利、长城、长安、宝沃、比亚迪、奇瑞、一汽轿车、广汽等国内主流整车制造企业供应商体系，并与麦格纳（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）、宝来、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。

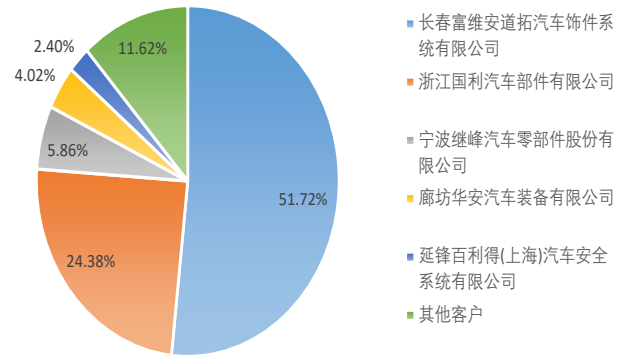
2019 年公司前五大客户分别为长春富维安道拓、浙江国利、继峰股份、廊坊华安、延锋百利得（上海），销售额占比为 51.72%/24.38%/5.86%/4.02%/2.40%。穿透来看，公司通过第一与第二大客户富维系与国利系等给一汽-大众车型配套，故公司核心整车客户为一汽-大众，2019/2020H1 销售额占比为 91.06%/94.57%。

图 4：公司主要客户



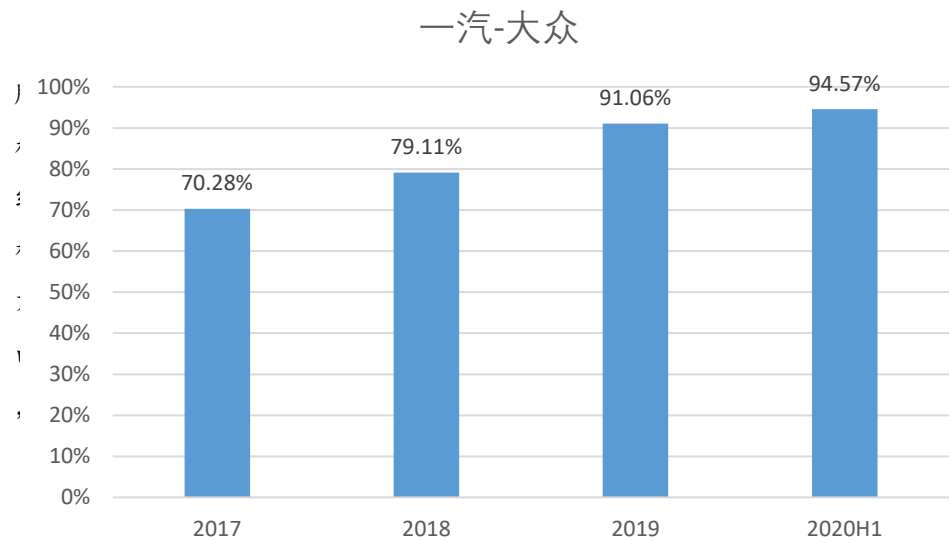
资料来源：公司官网，渤海证券

图 5：2019 年公司前五大客户销售额结构



数据来源：公司公告，渤海证券

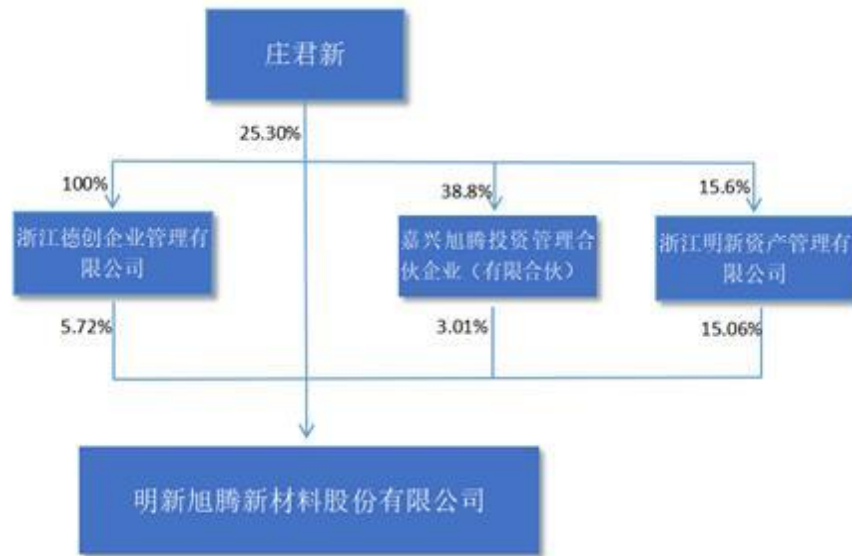
图 6：公司收入主要来自核心整车客户一汽-大众



数据来源：公司招股书，渤海证券

股权结构方面，公司董事长兼总经理庄君新先生目前直接持有公司 25.30% 股份，同时通过实际控制的浙江德创、嘉兴旭腾投资分别持有公司 5.72%、3.01% 股份，合计控制公司 34.03% 的股份（另外，庄君新先生通过非控制的浙江明新资产持有公司 15.06% 股份），是公司实际控制人。整体来看，公司股权较为集中，有利于提升公司决策与运营效率。

图 7：公司最新股权结构图



数据来源：公司公告，渤海证券

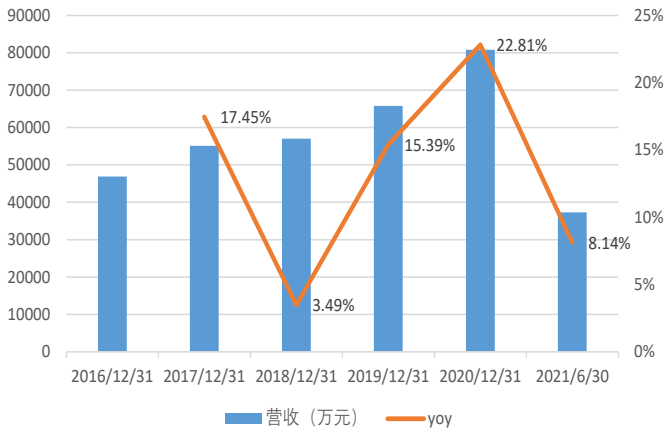
财务数据方面，2016-20 年公司营收由 4.69 亿元增至 8.08 亿元，年复合增速达 14.56%，明显高于同期乘用车产量增速水平（CAGR 为-4.84%）；最新 2021H1 公司营收 3.73 亿元，同比增长 8.14%，低于同期乘用车产量 27.36%的增速，其中，Q2 公司实现营收 1.69 亿元，同环比下降 22.71%/16.76%，主要系公司核心客户一汽-大众因缺芯影响导致 Q2 批发销量同环比下降 16.39%/20.39%所致。

业务结构上，2020 年整皮与裁片收入为 6.47/1.10 亿元，占营收比重分别为 80.04%/13.57%，是公司收入的主要来源。

盈利方面，2016-20 年公司净利润由 0.55 亿元增至 2.21 亿元，年复合增速高达 41.28%；最新 2021H1 公司实现净利润 1.02 亿元，同比增长 5.66%，其中，Q2 净利润 0.30 亿元，同环比下降 50.90%/58.54%，主要系同期营收下滑、管理与研发费用保持增长所致。

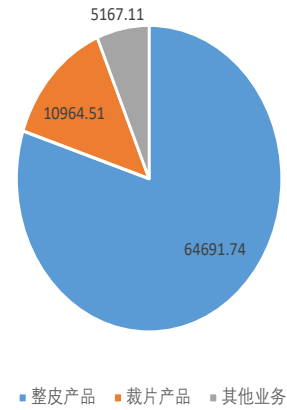
2016-20 年公司盈利能力持续提升，毛利率由 32.56%持续提升至 49.14%，净利率由 11.80%持续提升至 27.28%，主要系产品与客户配套结构改善、管理能力提升以及规模效应显现所致。2021H1 因受原材料涨价及客户缺芯影响致盈利能力有所下降，对应毛利率/净利率为 46.71%/27.43%，同比降低 1.84/0.64pct。

图 8：公司营收情况



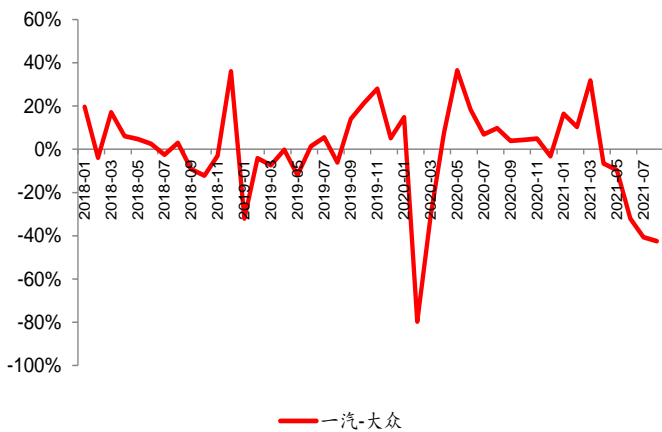
资料来源：公司公告，渤海证券

图 9：公司营收业务结构（2020 年报）



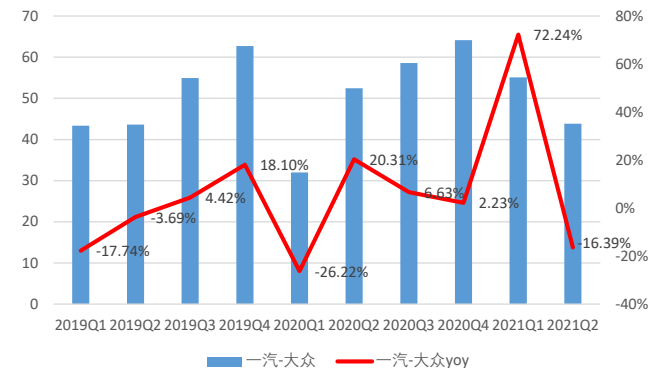
数据来源：公司公告，渤海证券

图 10：一汽-大众月销量下滑明显



数据来源：乘联会，渤海证券

图 11：一汽-大众季度销量走势



数据来源：乘联会，渤海证券

图 12：公司净利润情况

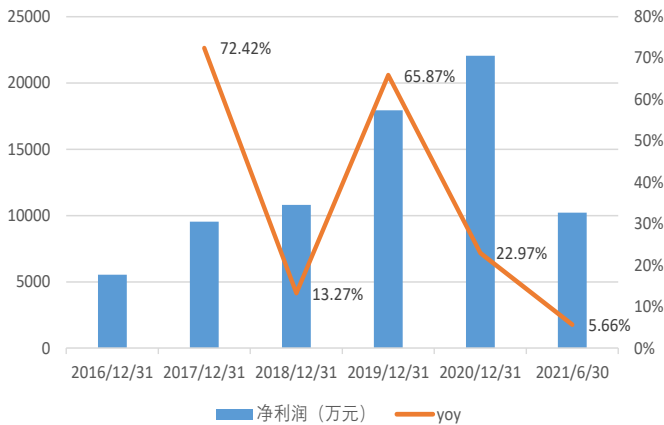
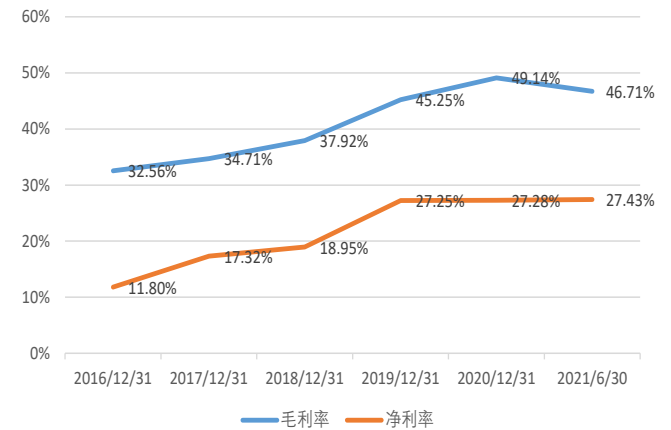


图 13：公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告，渤海证券

资料来源：公司公告，渤海证券

随着公司积极开拓市场，产销持续增长，2020年产能利用率已达113.89%，产能瓶颈凸显。因此，公司通过IPO与拟发行可转债募资，一方面扩产满足公司订单及未来成长需求，另一方面加快无铬鞣与超纤革产品开发提升产品结构，满足绿色环保及中高端需求。对应财务数据上，2020年开始公司在建工程增长明显，随着项目陆续转固，折旧与摊销金额持续快速增长，未来需要通过新增产能的有效放量带动收入较快增长来消化对应的折旧摊销压力。

图 14：公司在建工程情况

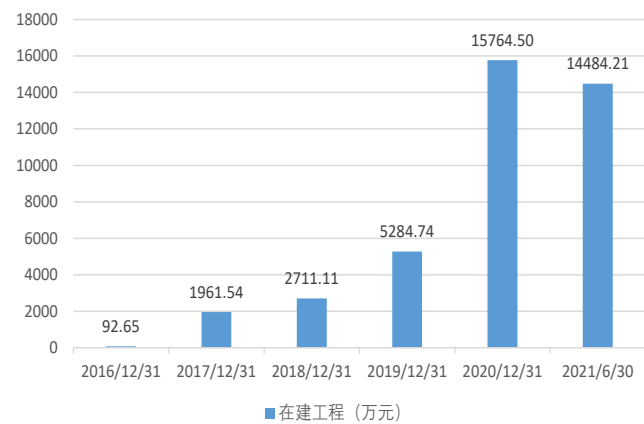
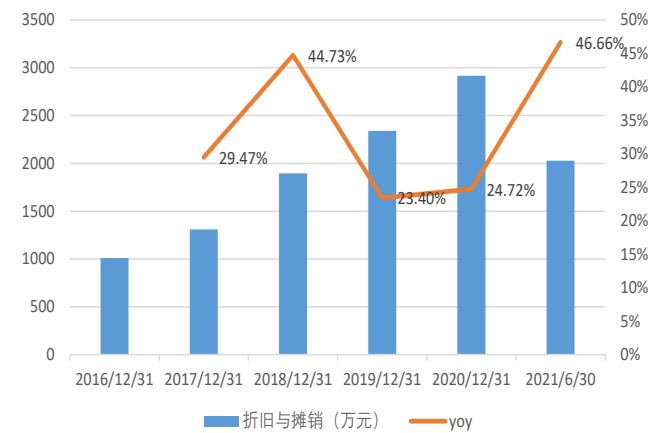


图 15：公司折旧与摊销金额持续快速增长



资料来源：公司公告，渤海证券

资料来源：公司公告，渤海证券

表 1：截止 2021 年 6 月 30 日公司 IPO 募投项目投资进展

项目名称	实施单位	拟投入募集资金 (万元)	截至期末累计使用募集资金金额 (万元)	投资进度	备注
年产 110 万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目	明新旭腾	21850.00	7008.79	32.08%	
年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业 4.0 建设项目	辽宁富新	39800.00	8755.50	22.00%	实施主体变为江苏旭腾科技，地点变为江苏新沂市
明新旭腾新材料股份有限公司研发中心建设项目	明新旭腾	5550.00	396.1	7.14%	

资料来源：公司公告，渤海证券

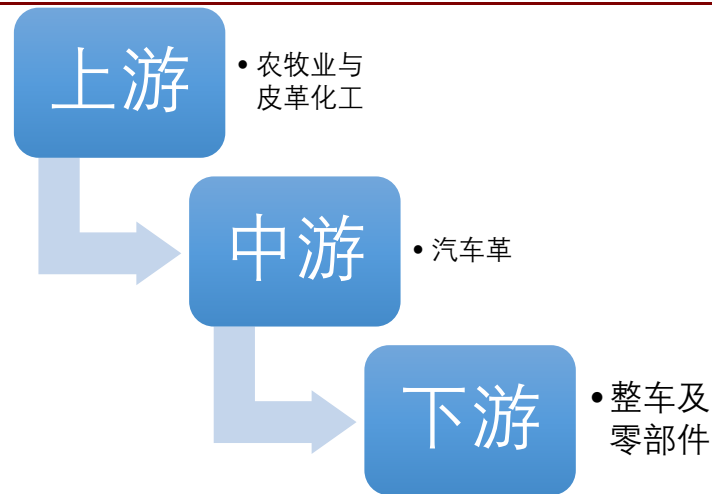
2.汽车内饰皮革市场大有可为，期待公司腾飞

2.1 汽车皮革市场广阔，公司积极开拓新客户，市场份额有望持续提升

皮革具有透气性、经久耐用和易保养等优良特性，是中高档汽车内饰的理想材料，在增强汽车内饰的外观观赏性、提高驾驶员和乘客的舒适性方面扮演着重要的角色，对提升汽车的美观和档次也是不可或缺的。汽车内饰是皮革在汽车生产中的重要应用领域，主要用于座椅、方向盘、扶手、头枕、门板、仪表盘等汽车部件的装饰覆盖。

从产业链角度看，汽车革属于汽车配套部件的一个细分领域，处于汽车产业链的中游，其需求受到汽车产销的直接影响。

图 16：汽车革产业链

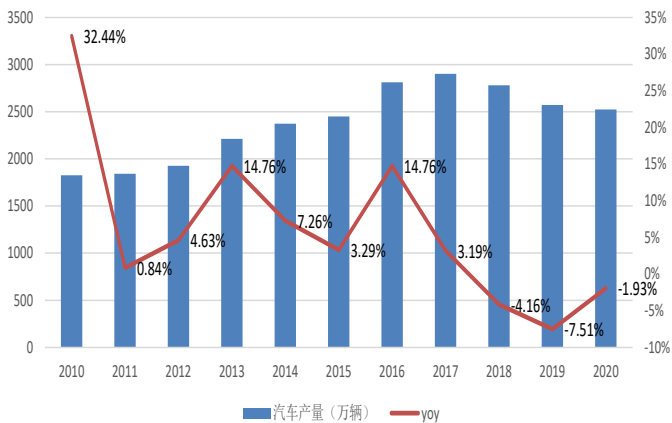


资料来源：渤海证券

由于我国汽车工业发展历史较短，技术水平与发达国家有较大差距，对应真皮应用于汽车座椅历史较短。但随着人民收入的提高和中国消费者对于天然真皮的偏好，汽车革产量实现了持续较快增长。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年底达4.16亿平方英尺，年复合增长率3.70%。未来随着我国汽车市场稳定发展，尤其是电动智能汽车快速增长以及内饰配置的升级，汽车革需求量将有望呈现持续稳定增长的态势。

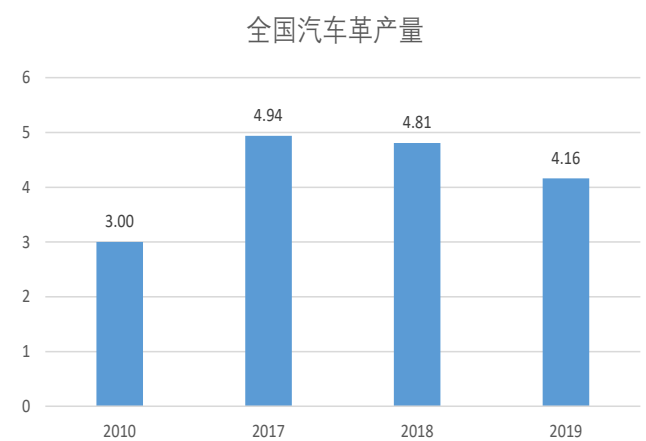
根据我国汽车革产量/汽车产量得到单车汽车皮革用量，2017-19 年分别为 17.03/17.30/16.17 平方英尺/辆，鉴于皮革具备舒适、美观高档的特点，未来单车皮革用量有望逐步提升，假设 2020 年单车用量为 17 平方英尺/辆，据此测算出，2017-2020 年全球汽车革产量为 16.57/16.75/14.85/13.20 亿平方英尺，近两年下滑主要是受到全球车市低迷以及疫情的影响。未来随着全球疫情缓和甚至结束，汽车有望在补库及电动智能化浪潮下实现较快增长，叠加消费升级背景下汽车内饰配置升级的诉求，预计汽车内饰用皮革需求将迎来稳定复苏期。

图 17：我国汽车产量走势



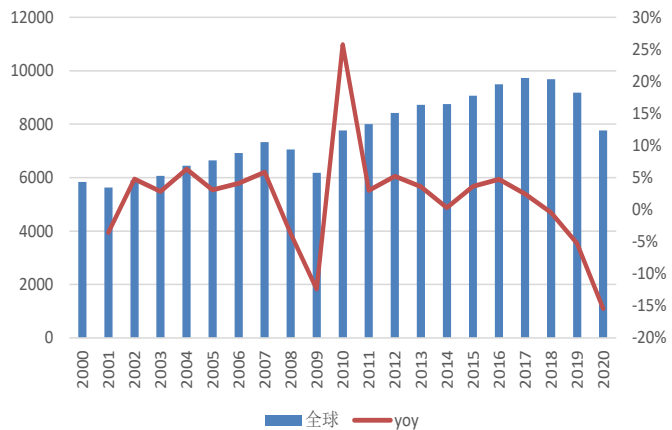
数据来源：Wind，渤海证券

图 18：我国汽车革产量（单位：亿平方英尺）



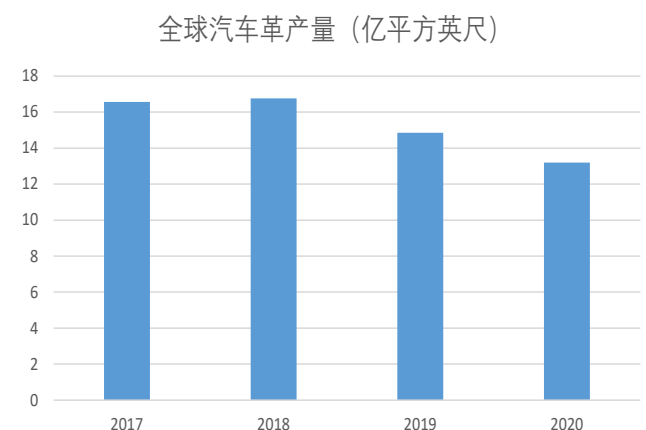
数据来源：公司招股书，渤海证券

图 19：全球汽车产量走势



数据来源：Wind，渤海证券

图 20：全球汽车皮革产量情况



数据来源：渤海证券

竞争格局上，汽车革与一般的皮革制品差异较大，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、日本美多绿等产品技术积累较为深厚，客户配套优质的皮革配套商，本土供应商主要包括本公司、海宁森德皮革、振静股份（现已更名为巨星农牧）等公司。

我们认为，外资及合资在汽车皮革领域占据优势的主要原因在于：一方面，我国汽车产业发展相对较晚，基本是从上世纪 80 年开始起步，对应相应汽车零部件配套体系亦起步较晚，技术积累相对欧美日韩等成熟汽车市场有一定差距。目前我国零部件产业，尤其是汽车 ECU/MCU 等芯片、底盘、发动机及传动系统以及高端内外饰等领域仍缺乏国际竞争力，牛皮革内饰领域也是如此；另一方面，世界五大原料皮生产地为美国、中南美洲、欧洲、澳大利亚和非洲。其中美国因其农场机械化程度高、管理比较好，澳大利亚因其气候温和、地广人稀、水源丰富、牧草肥沃等自然人文原因，养牛业均十分发达，两地的牛原料皮品质上乘，大小、规格、厚度较统一，出口量较大，在世界牛皮贸易中占有重要份额。国内在原料皮资源上缺乏优势，因此，相应皮革加工产业的竞争力相比国外较弱。

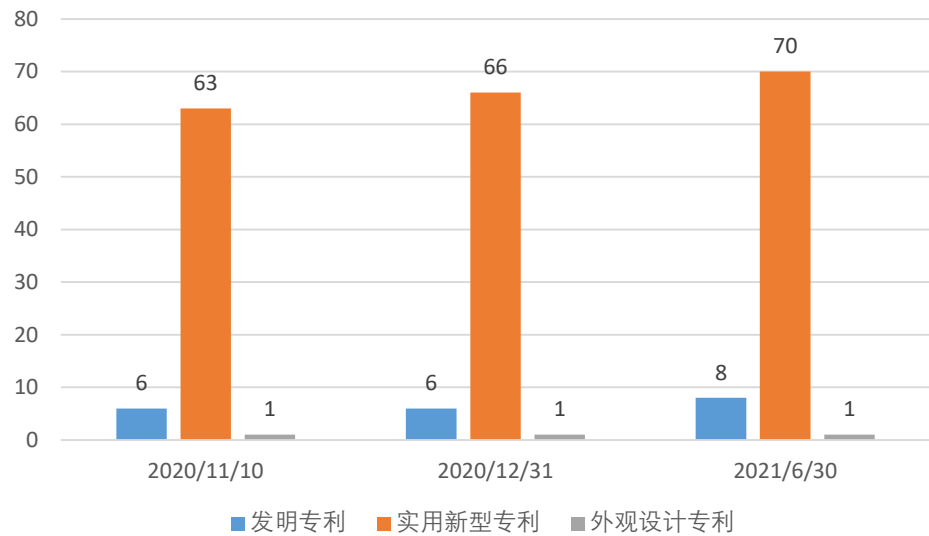
图 21：公司汽车皮革领域主要竞争对手



资料来源：公司招股书，渤海证券

公司前身为明新皮业与美国世腾国际（世腾集团是全球知名的汽车革集团，后于 2010 年被美国 GST 收购）合资成立的中外合资企业，迄今已有 16 年时间。公司在发展过程中一直保持着国际化的经营团队和管理理念，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，已成功掌握了汽车内饰真皮制造的核心技术，成为国内技术领先的汽车内饰真皮制造企业。截至 2021 年 06 月 30 日，公司及其下属子公司已获得各类专利合计 79 项，其中发明专利 8 项、实用新型 70 项、外观专利 1 项。凭借强大的研发优势，公司已能够及时、准确满足国内外整车厂研发设计部门的要求并做到与整车厂研发总部同步开发新产品。

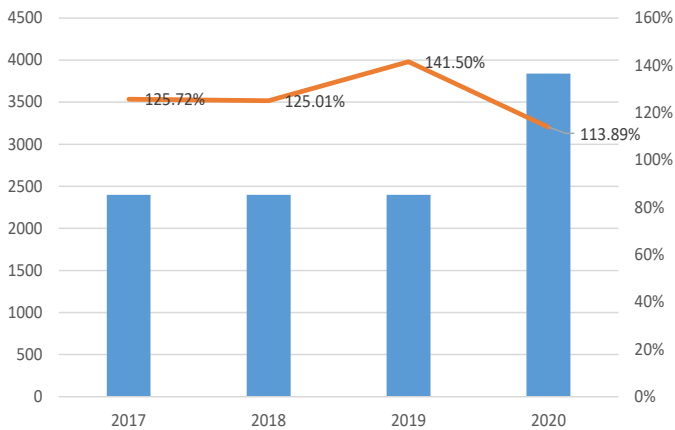
图 22：公司专利持续增多



资料来源：公司招股书，渤海证券

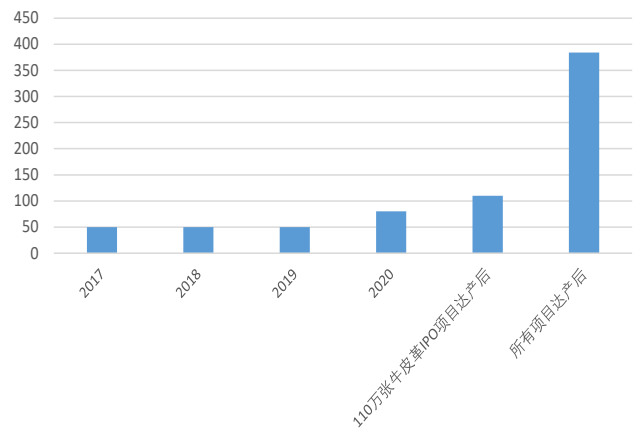
除了加强研发外，公司通过积极开发市场，实现了牛皮汽车革产销持续增长，明显优于下游汽车产销表现，尤其是在 2018-20 年车市连续三年下滑的情况下，公司仍能够实现逆势较快增长，对应市场份额持续提升（2019 年提升至 8.16%），其中，2020 年公司销量达 3930.40 万平方英尺，同比增长 18.17%，创历史新高。随着产销规模持续提升，公司产能出现瓶颈，对应产能利用率处于高位。根据招股书披露，公司先期自投的募投项目“年产 110 万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目”于 2020 年 8 月 31 日通过阶段性验收，产能由之前的 2400 万平方英尺/年提升至 3840 万平方英尺/年，在一定程度上缓解了公司产能过于紧张的情况。公司前期原有产能为 50 万张，随着两募投项目陆续投产，公司每年将新增 110 万张汽车革产能（其中，50 万张无铬鞣 IPO 项目预计 2023 年 12 月投产），产能实现明显扩张，有助于解决公司当前的产能瓶颈，满足客户配套订单需求，推动公司销售与收入持续增长。

图 23: 公司汽车革产能及利用率 (单位: 万平方英尺)



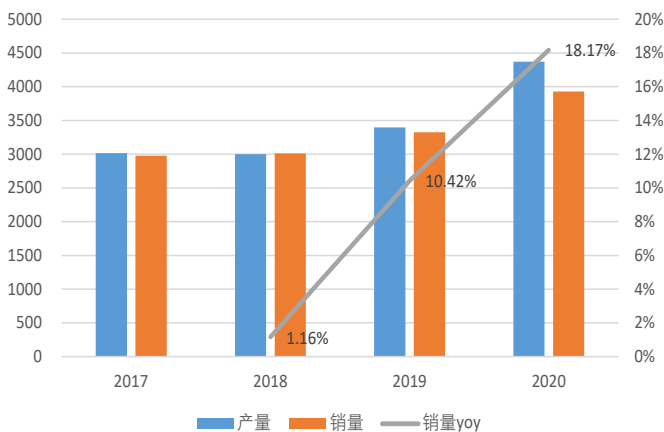
数据来源: 公司招股书, 渤海证券

图 24: 公司汽车革产能将大幅提升 (单位: 万张)



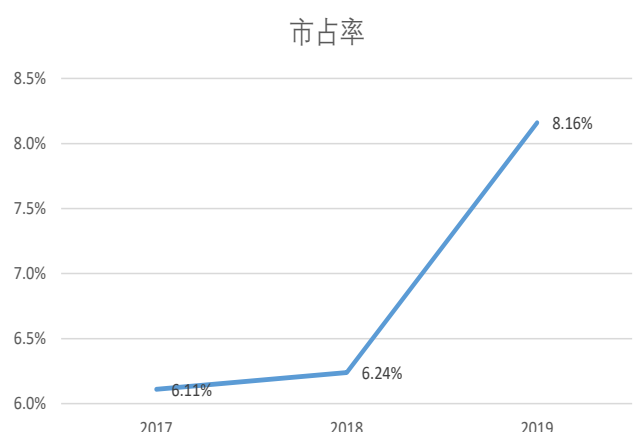
数据来源: 公司公告, 渤海证券 (注: 2019 年公司 50 万张产能对应面积是 2400 万平方英尺, 由此算过单张平均面积为 48 平方英尺)

图 25: 公司汽车革产量稳步增长 (单位: 万平方英尺)



数据来源: 公司公告, 渤海证券

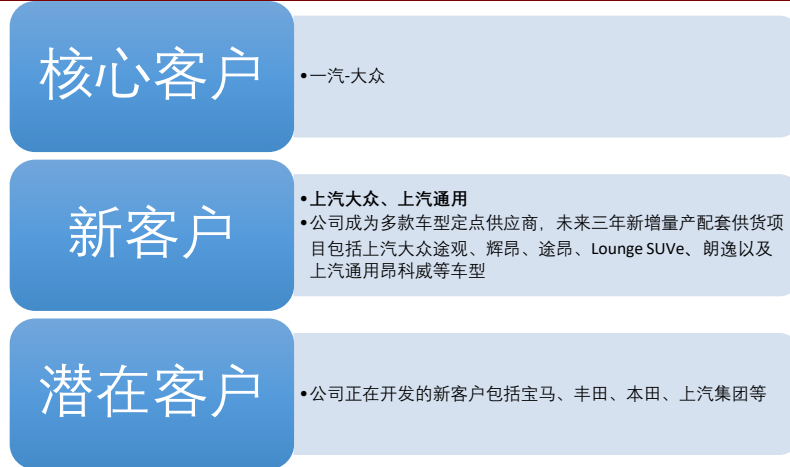
图 26: 公司汽车革市场份额稳步提升



数据来源: 公司招股书, 渤海证券

客户开拓方面, 除现有核心客户一汽-大众外, 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。未来新增量产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。同时, 公司目前正在积极开发宝马、丰田、本田、上汽集团等新客户, 持续促进优质客户多元化, 扩大公司未来成长空间。

图 27：除了核心客户一汽-大众外，公司积极寻求客户多元化



资料来源：公司公告，渤海证券

国际化布局方面，公司十分重视开拓国际市场，已于德国设立了欧创中心，毗邻大众集团的主要生产基地，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，进而扩展公司在全球范围的影响力。截至目前，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。

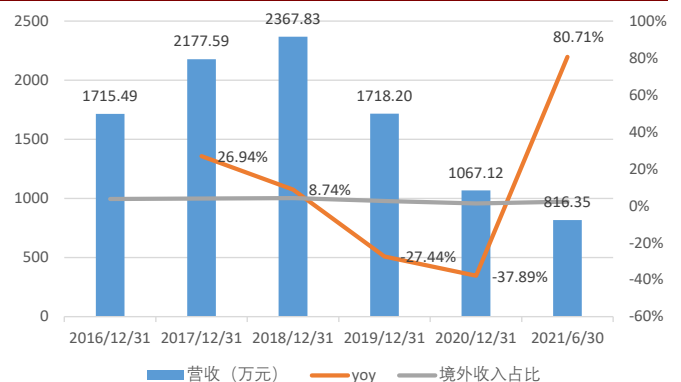
尽管 2019-20 年公司境外收入因北美克莱斯勒配套项目生命周期基本结束而明显减少，但依靠公司多年技术深耕与市场开拓，目前已经成功进入已奥迪为代表的豪华车供应体系，并给德国大众等国际车企供货，加上国际化布局的深入推进，未来公司以欧洲与北美地区为主的海外业务开拓有望取得突破，对应收入有望实现较快增长，从而形成国际化经营团队与国际化市场布局的良性循环。

图 28：公司业务国际化布局初步形成



数据来源：公司招股书，渤海证券

图 29：公司境外收入走势



数据来源：公司公告，渤海证券

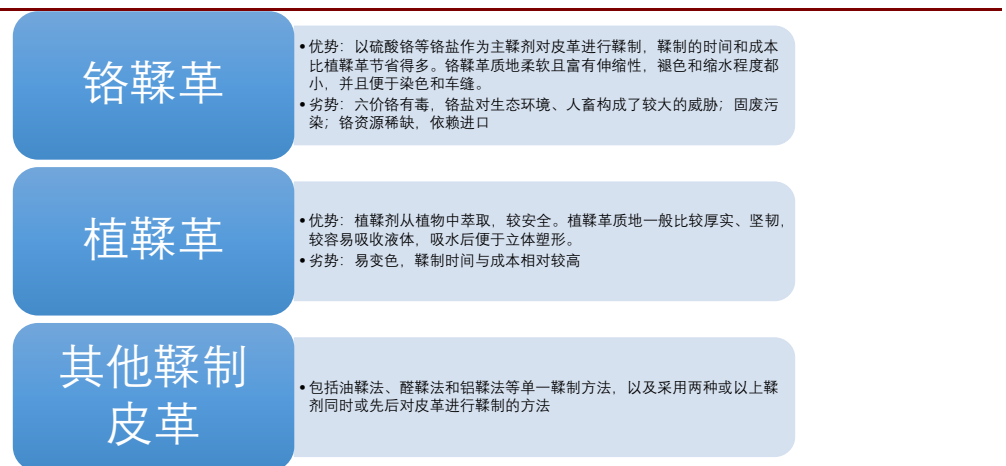
2.2 积极开发绿色环保皮革，公司产品结构提升可期

无铬鞣皮革占主导地位，公司产品结构改善助盈利能力提升

鞣制是皮革加工工艺中的关键工序。鞣制通过加入鞣剂使生皮转化为带有水份的熟皮（即半成品革），从而赋予皮革饱满、柔软、坚韧等各种特性。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。

铬鞣法以硫酸铬等铬盐作为主鞣剂对皮革进行鞣制，其鞣制的时间和成本都比植鞣革节省得多。同时，铬鞣革质地柔软且富有伸缩性，褪色和缩水程度都小，并且便于染色和车缝。因此，依靠铬盐鞣制成革的优越性能，铬鞣法自其出现就一直在鞣制领域占据统治地位。但铬鞣法有其致命的缺陷：一是，六价铬有毒，铬盐的使用对生态环境、人畜构成了较大的威胁；二是传统的铬鞣法中由于铬鞣废铬屑无法得到有效利用，使得制革工业中产生的废胶原大量损失，且带来了严重的固废污染；三是我国铬资源短缺，制革所用铬几乎全靠进口，而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。为保证皮革工业可持续发展，大力发展无铬、低铬技术，解决皮革工业的铬污染问题已成为业界共识，绿色制造技术的应用已是皮革制造行业未来技术发展的重要趋势。

图 30：皮革鞣制方法比较



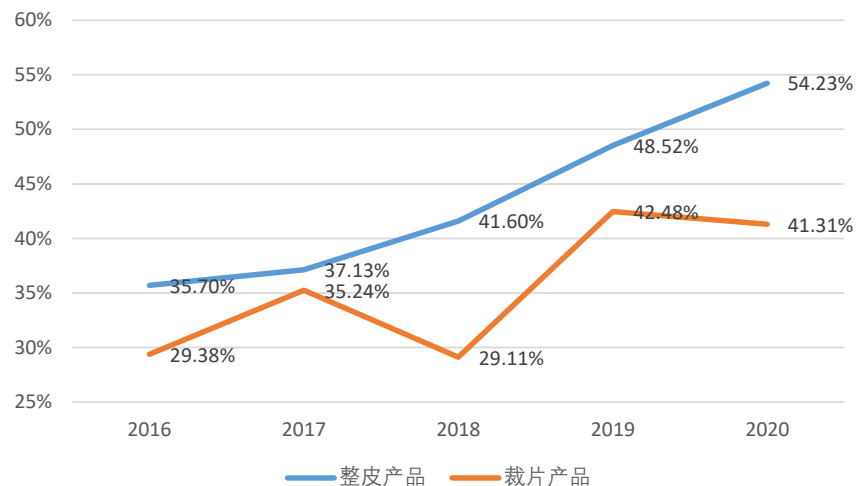
资料来源：公司招股书，渤海证券

对于汽车革行业来说，生态汽车革的研发和制造是未来的主要发展方向。生态汽车革的概念主要包括以下四个方面：首先、在生产制造过程中不给环境带来污染；

第二、制造过程中不使用对人体有害的物质；第三、产品使用过程中对人体无害，对环境不产生污染；第四、产品使用后可以被降解，且降解产物不会对环境产生新的污染。

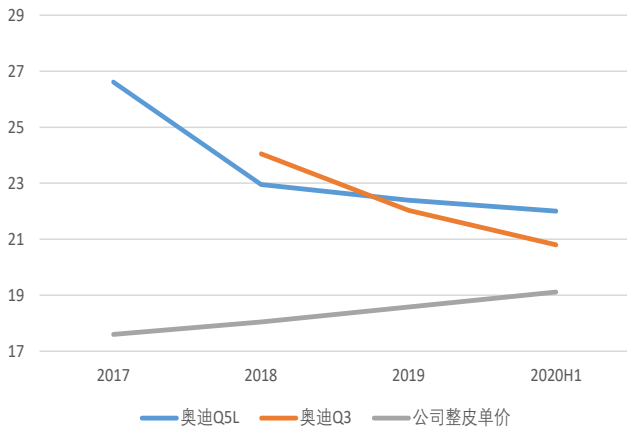
由于无铬鞣制相对铬鞣技术工艺更为复杂，环保效果更好，主要用于供应中高端车型或新车型项目，因此销售单价相对较高。公司长期积极研发应用无铬鞣技术以满足客户配套需求，目前相应无铬鞣产品占比持续明显提升，最新 2021H1 公司整皮中头层无铬鞣占比达 97%，裁片中头层无铬鞣占比 82.98%。随着无铬鞣皮革成为公司主导产品，相应配套车型项目与产品结构持续改善（比如配套单较高的奥迪 Q5L/Q3 收入占比 2018 年以来明显提升，带动公司产品单价稳步提升），公司毛利率在同步提升。随着未来无铬鞣皮革在中高端车型里持续渗透，公司产品结构有望持续改善，盈利能力有望稳步提升。

图 31：公司整皮与裁片业务毛利率提升



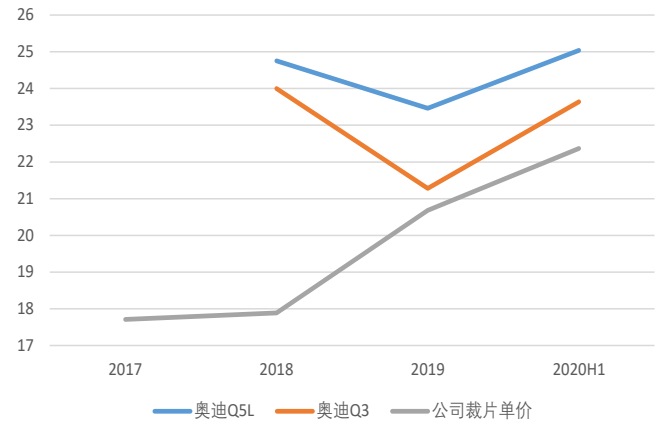
资料来源：公司公告，渤海证券

图 32: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的整皮单价较高



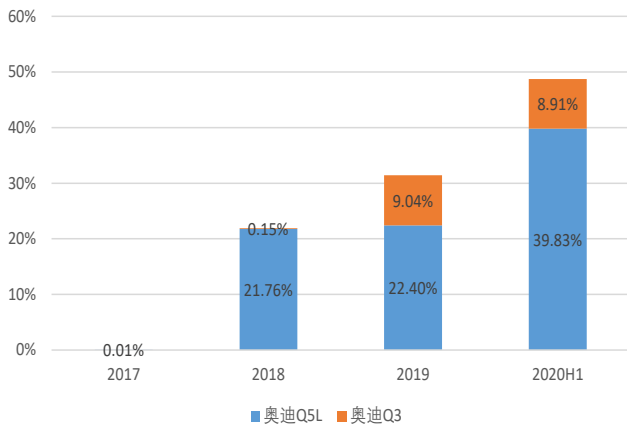
数据来源: 公司招股书, 渤海证券

图 33: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的裁片单价较高



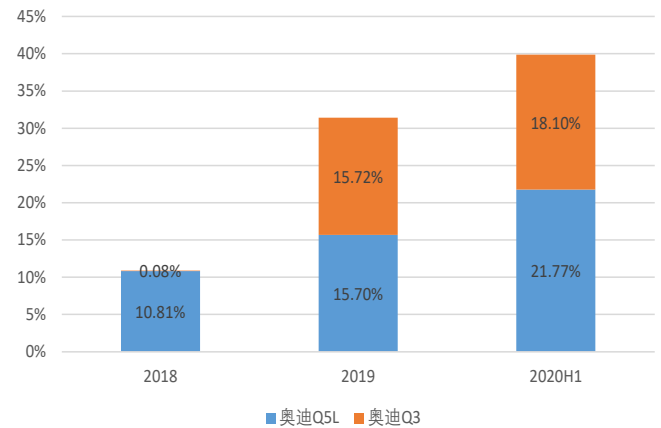
数据来源: 公司招股书, 渤海证券

图 34: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的整皮业务收入占比持续提升



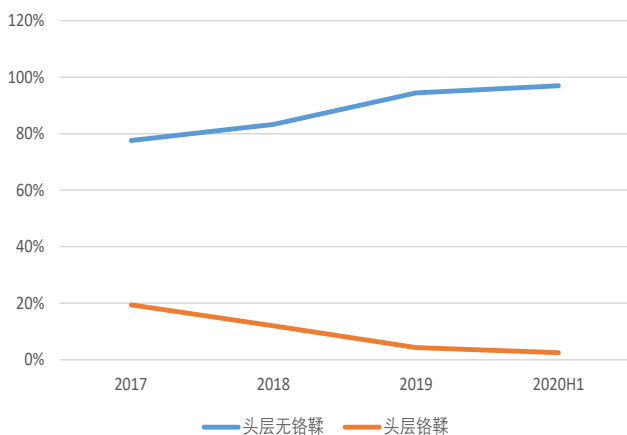
数据来源: 公司招股书, 渤海证券

图 35: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的裁片业务收入占比持续提升



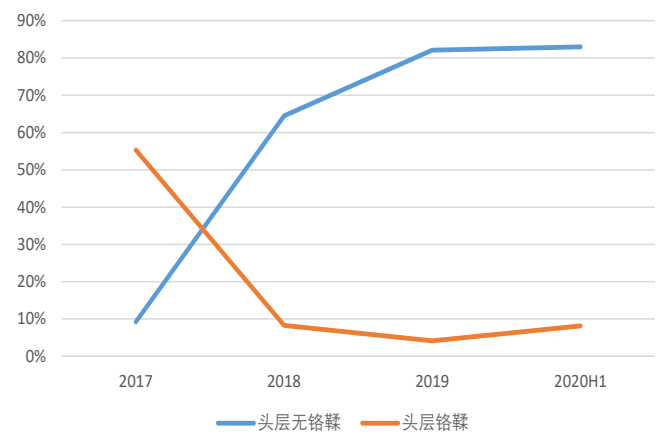
数据来源: 公司招股书, 渤海证券

图 36: 公司整皮业务头层无铬鞣产品销售额占比持续提升



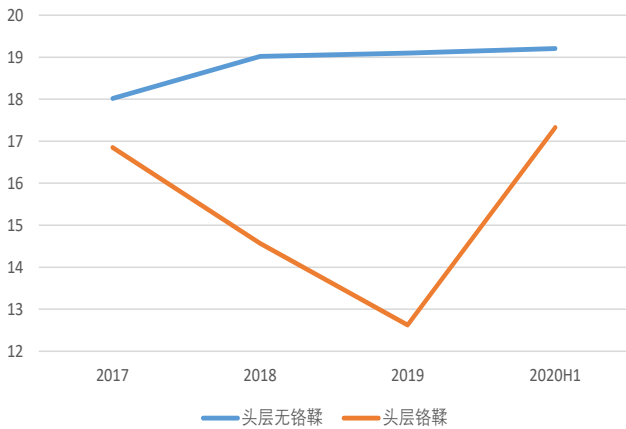
数据来源: 公司招股书, 渤海证券

图 37: 公司裁片业务头层无铬鞣产品销售额占比持续大幅提升



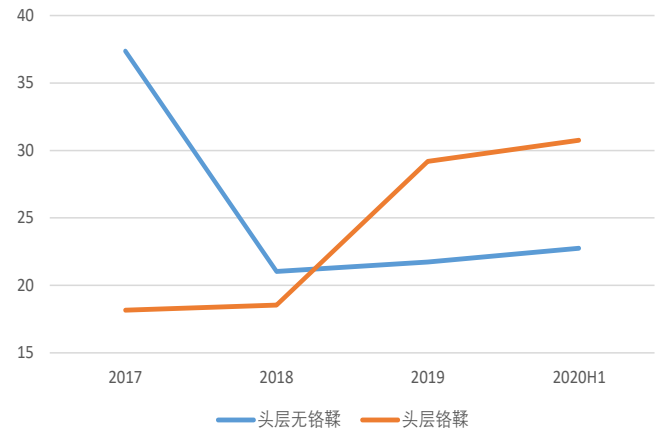
数据来源: 公司招股书, 渤海证券

图 38: 公司整皮业务头层无铬鞣产品单价较高



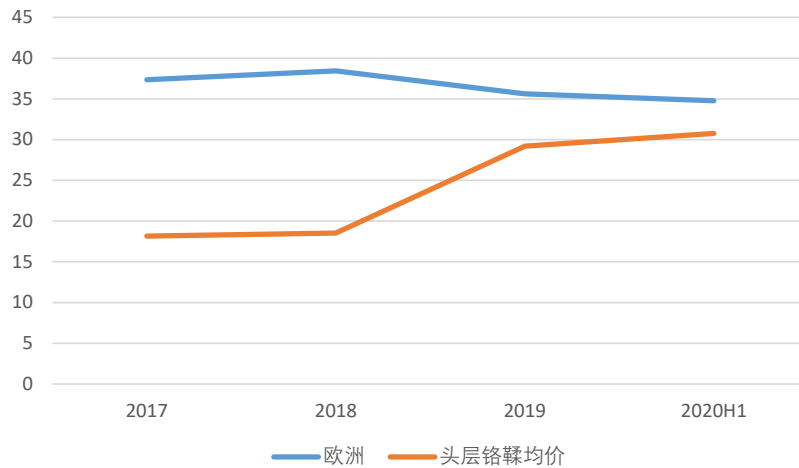
数据来源: 公司招股书, 渤海证券

图 39: 公司裁片业务头层无铬鞣与铬鞣产品单价走势



数据来源: 公司招股书, 渤海证券 (注: 2019/2020H1 头层铬鞣单价提升, 主要是当年配套项目单价高所致)

图 40: 公司销往欧洲的头层无铬鞣裁片单价高于公司头层铬鞣裁片 (元/平方英尺)



资料来源: 公司招股书, 渤海证券

高端产品水性定岛超纤革市场空间大, 公司积极研发开拓市场

近年来, 随着新一代消费者绿色环保意识加强, 合成革愈发受到关注, 其中, 水性、无溶剂和 TPU 合成革等是合成革的主要发展方向。公司突破苯减量的不定岛超纤生产过程中使用大量的甲苯溶剂的技术, 使用定岛超细纤维进行碱减量、水减量工艺, 工艺简单环保, 同时浸渍的聚氨酯为环保型水性聚氨酯, 不含任何二甲基酰胺 (DMF) 溶剂和其他有毒有害的有机溶剂, 不仅生产过程中为清洁生产,

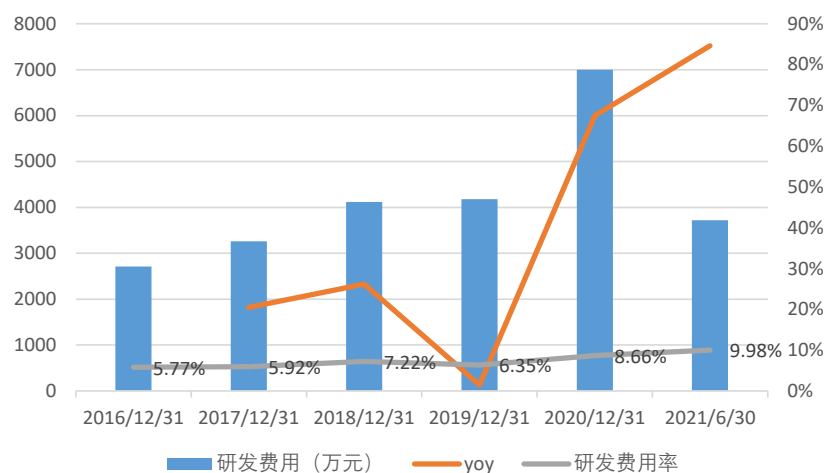
而且可以做到产品中无任何有毒有害的物质。另外，采用色母粒纺丝来实现颜色从而降低大量印染废水。整体来看，全水性定岛超纤革是超越国内苯减量不定岛超纤和溶剂型苯减量定岛超纤，具备环保、舒适、安全且满足客户高端化需求的代表全球超细纤维合成革发展方向的皮革产品，为目前国际超纤革研究的最高水平。

据公开资料显示，国内超纤革的市场需求在 3.5 亿平方米，但目前产能只达 2.6 亿平方米，国内市场的供需缺口较大，并且高端超纤革产品主要依靠进口，具有较大的国产替代空间。随着未来超纤革应用领域不断拓展，市场需求不断攀升，国内市场的供需缺口也随之不断扩大，增大供给成为重要任务。

据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会表示，目前我国超纤革的产值约为 1.6 亿米，并保持增长势头，预计未来超纤革有 3 倍左右的发展空间。

公司积极研发全水性定岛超纤产品。2020/2021H1 公司研发费用同比增长 67.53%/84.64%，重回高增长，对应研发费用率提升至 8.66%/9.98%，主要系公司持续加大真皮与水性超纤研发投入所致。整体来看，公司持续加大水性超纤新材料的研发投入以提升公司技术实力，改善公司产品与配套车型结构，从而为未来获取更多优质客户及订单打下坚实基础。

图 41：积极研发新产品，公司研发费用快速增长



资料来源：公司公告，渤海证券

根据配套产能投建方面，公司 2020 年报披露，由子公司明新孟诺卡（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，确保已在手的 3 个水性超纤汽车内饰订单项目顺利推进。公司 2021 中报披露，随着项目逐步投产，公司顺利实现了水性超纤产品的量产交付，已实现一定程度的收入贡献，同时，获得了更多整车项目的水性超纤产品定点，为新产品的市场拓展奠定了坚实基础。

另外，公司 8 月初公告拟发行可转债募资 6.8 亿元，其中，4.8 亿元投资“明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司年产 800 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”，包括 400 万平米的绒面超纤革以及 400 万平米的超纤革，显示公司拟进一步扩大对全水性定岛超纤产品的投资规模，以更好的满足中高端客户需求，逐步实现进口替代，从中长期角度提升公司成长空间与盈利能力。

表 2：公司拟发行的可转债募投项目

项目名称	总投资金额	拟使用募集资金
明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司 年产 800 万平方米全水性定岛超纤 新材料智能制造项目	62309.91	48000.00
补充流动资金	20000.00	20000.00
合计	82309.91	68000.00

资料来源：公司公告，渤海证券

整体来看，公司全水性定岛超纤革产品已实现量产供货，获取订单持续增多，未来随着可转债募投项目逐步投产，配套产能扩大，水性超纤革将为公司持续贡献业绩增量，成为公司中长期业绩的新增长点。

加大原料储备应对涨价风险，大众在华销量有望恢复，公司经营改善可期

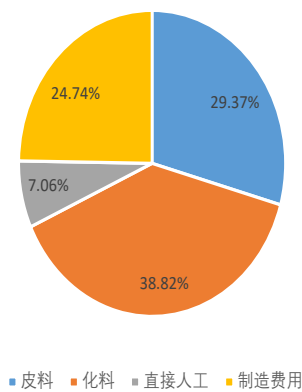
公司生产经营所需原材料为皮料、化料与五金备件等。公司目前采购的皮料主要为海外进口，毛皮主要来自澳大利亚和美国，蓝皮主要来自巴西和美国；同时，采购的化料大部分也是海外进口，主要来自德国、美国等地区。因此，由于进口原料采购周期长，公司一般需要提前两到三个月安排采购计划。

从产品成本结构来看，根据 2020 年报数据，公司皮料/化料占比达 29.37%/38.82%。因此，原材料价格波动对公司的利润影响较大。去年底以来，主要原料毛皮、盐渍牛皮及蓝湿牛皮的价格开始持续走高，公司在原材料价格较低的情况下根据未来订单需求适时加大采购备货，2020 年公司存货细分项中在途物资（主要为进口盐渍牛皮、蓝湿牛皮和化料）与原材料增加明显，全年合计 2.15

亿元，相比年初增长 61.48%。总的来看，去年（尤其是下半年）公司积极储备原材料库存在一定程度上助力去年公司整体盈利水平的提升（2020H2 毛利率相比 2020H1 提升了 1.03pct）。

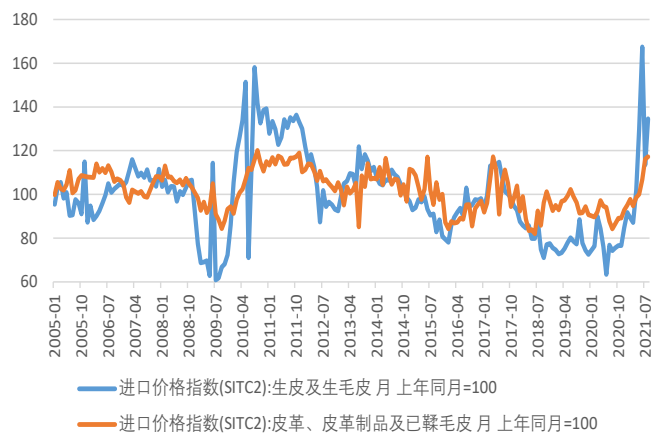
最新 2021H1 公司在途物资与原材料金额合计 2.17 亿元，维持在高位，原材料储备较充足。按照原材料价格历史走势并结合提前两到三个月的采购周期判断，公司目前主要原材料采购成本处于相对较低位。但由于上半年，尤其是 Q2 受到汽车行业缺芯影响，核心客户一汽-大众产销下滑，导致收入同环比明显下降，在经营杠杆负向作用下，今年 Q2 公司毛利率同环比下降较为明显。针对南北大众因缺芯在华销量快速下滑的情况，近日德国大众汽车 CEO 迪斯表示“将改变在华销售策略”；同时，8 月上汽大众销量环比大幅增长 75.74%，一汽-大众环比增长 11%，已显现改善态势。我们认为，随着后续汽车芯片供应改善以及大众对华销售策略改变的持续推进，未来南北大众销量有望持续恢复，从而助力公司经营持续改善。

图 42：公司产品成本结构（2020 年报）



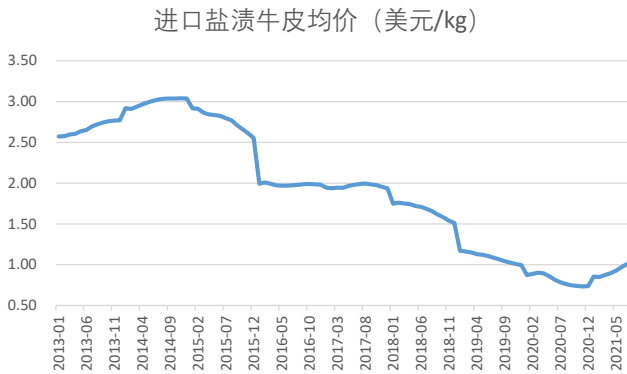
数据来源：公司年报，渤海证券

图 43：进口毛皮价格指数走势



数据来源：Wind，渤海证券

图 44: 进口盐渍牛皮均价走势



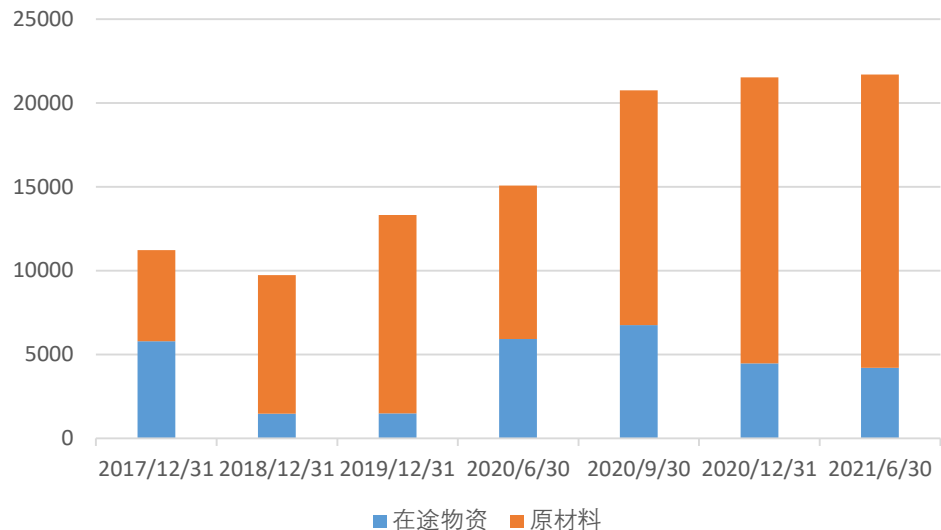
数据来源: Wind, 渤海证券

图 45: 进口蓝湿牛皮均价走势



数据来源: Wind, 渤海证券

图 46: 公司原材料储备增长明显



资料来源: 公司公告, 渤海证券

3. 盈利预测与估值讨论

假设条件

1. 一汽-大众产销逐步恢复, 新客户新项目批量供货, 公司整皮与裁片业务保持较快增长;
2. 欧洲与北美市场开拓顺利, 海外市场快速增长;
3. 全水性定岛超纤革放量, 公司产品结构改善, 毛利率提升; 同时, 费用控制得

当。

表 3：公司分业务盈利预测

业务分类	项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
整皮产品	营收 (万元)	40827.94	47621.76	48184.89	54093.06	64691.74	69220.16	86525.20	109021.75
	yoy		16.64%	1.18%	12.26%	19.59%	7.00%	25.00%	26.00%
	营业成本	26252.37	29939.30	28141.70	27849.35	29606.64	33225.68	40666.84	50150.01
	毛利率	35.70%	37.13%	41.60%	48.52%	54.23%	52.00%	53.00%	54.00%
裁片产品	营收 (万元)	3126.41	4803.14	6111.28	8579.83	10964.51	12609.19	16391.94	21637.36
	yoy		53.63%	27.24%	40.39%	27.79%	15.00%	30.00%	32.00%
	营业成本	2207.87	3110.51	4332.14	4935.40	6435.44	7502.47	9589.29	12549.67
	毛利率	29.38%	35.24%	29.11%	42.48%	41.31%	40.50%	41.50%	42.00%
其他业务	营收 (万元)	2969.96	2689.74	2740.22	3140.35	5167.11	5683.83	6252.21	6877.43
	yoy		-9.43%	1.88%	14.60%	64.54%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	3186.29	2934.36	2935.25	3247.46	5065.67	5570.15	6127.16	6739.88
	毛利率	-7.28%	-9.09%	-7.12%	-3.41%	1.96%	2.00%	2.00%	2.00%
合计	营收 (万元)	46924.31	55114.64	57036.39	65813.24	80823.36	87513.17	109169.35	137536.54
	yoy		17.45%	3.49%	15.39%	22.81%	8.28%	24.75%	25.98%
	营业成本	31646.52	35984.17	35409.09	36032.21	41107.76	46298.29	56383.29	69439.56
	毛利率	32.56%	34.71%	37.92%	45.25%	49.14%	47.10%	48.35%	49.51%

数据来源：公司公告，渤海证券

综上所述，我们预计 2021-23 年公司实现营收 8.75/10.92/13.75 亿元，同比增长 8.28%/24.75%/25.98%，归母净利润 2.45/3.10/4.03 亿元，同比增长 10.97%/26.85%/29.93%，EPS 为 1.47/1.87/2.43 元/股，对应 PE 为 19/15/12 倍，估值低于汽车零部件板块，鉴于公司未来收益于行业复苏、新客户及水性超纤革放量，增长预期较强，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：A 股可比上市公司及汽车零部件板块估值比较

证券简称	EPS				PE			PB (LF)
	2021e	2022e	2023e	TTM	2021e	2022e	2023e	
600741.SH 华域汽车	2.13	2.44	2.76	10.61	10.78	9.40	8.32	1.36
002048.SZ 宁波华翔	2.13	2.50	2.75	12.11	10.64	9.09	8.24	1.36
603730.SH 岱美股份	0.92	1.15	1.38	22.61	18.05	14.50	12.07	3.09
603997.SH 继峰股份	0.44	0.62	0.80	36.88	22.19	15.60	12.15	2.26
603035.SH 常熟汽饰	1.21	1.57	2.03	10.93	11.46	8.83	6.82	1.30
平均值				18.63	14.62	11.49	9.52	1.87
850921.SI 汽车零部件Ⅲ(申万)				24.38	31.31	22.75	19.03	2.41
605068.SH 明新旭腾	1.47	1.87	2.43	21.06	19.45	15.33	11.80	2.83

数据来源：Wind 一致性预测（截止 2021 年 9 月 16 日收盘），渤海证券

风险提示：核心客户产销恢复低于预期；新客户开拓低于预期；芯片短缺超预期；

海外市场开拓低于预期；原材料涨价超预期；汇率波动风险；费用增长超预期

投资评级说明:

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

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并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn