

明新旭腾 (605068.SH) 汽车真皮自主龙头，开辟超纤革业务打造第二增长

2022 年 06 月 04 日

曲线

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2022/6/2
当前股价(元)	23.66
一年最高最低(元)	39.77/15.79
总市值(亿元)	39.42
流通市值(亿元)	13.37
总股本(亿股)	1.67
流通股本(亿股)	0.57
近 3 个月换手率(%)	274.46

邓健全（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

● 汽车真皮自主龙头，客户结构多元化发展

公司是国内汽车真皮内饰行业自主龙头，主营产品为汽车内饰真皮、超纤革，主要应用于座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表盘、门板、顶棚等。公司真皮业务基本盘稳固，2020 年按产量计公司真皮产品国内市场份额为 11.18%，超纤革业务带来新的业绩增长点，伴随新客户的持续开拓以及新建产能的陆续投放，我们预计 2022-2024 年公司营收为 9.88/13.50/17.74 亿元，归母净利润为 1.81/2.66/3.51 亿元，EPS 为 1.09/1.59/2.11 元/股，对应当前股价 PE 为 21.7/14.8/11.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 汽车真皮市场国产替代空间大，公司扩产能角逐百亿市场

2020 年中国汽车真皮行业外资份额为 80%，自主企业占比 20%。近年来自主企业技术水平逐步提升，能够及时响应整车厂的要求，具备与整车厂同步研发的能力，国产替代有望成为趋势。伴随汽车消费升级，真皮配置比例或将随之提升，我们预计 2025 年中国汽车真皮市场规模逾百亿元。公司与一汽大众合作多年，真皮产品配套奥迪 Q3、Q5L 等多款车型，目前已进入上汽大众、上汽通用等主机厂的供应体系，且获得多个自主品牌车企的订单，客户结构持续多元化。公司通过 IPO 募资扩张真皮产能，预计 2023 年产能将达 160 万张，业绩增长可期。

● 开辟超纤革新业务，打造第二增长曲线

公司于 2018 年开展全水性定岛超纤车用新材料的研发，并于 2019 年在江苏新建 200 万平的超纤革产能。公司的超纤革产品采用全水性定岛技术，生产过程中不使用甲苯、DMF 等有害化学物质，具有环保优势。2021 年公司募资 4.8 亿元用于 800 万平米全水性定岛超纤新材料智能制造项目，预计随着产能的释放与订单的落地，超纤革业务将为公司打造第二增长曲线。

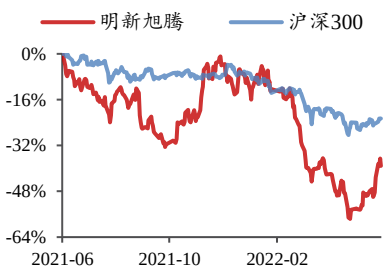
● **风险提示：**乘用车销量不及预期、客户拓展不及预期、原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	808	821	988	1,350	1,774
YOY(%)	22.8	1.6	20.4	36.6	31.4
归母净利润(百万元)	221	163	181	266	351
YOY(%)	23.0	-25.9	11.1	46.4	32.1
毛利率(%)	49.1	40.2	38.2	38.5	38.5
净利率(%)	27.3	19.9	18.4	19.7	19.8
ROE(%)	12.9	9.3	9.6	12.6	14.6
EPS(摊薄/元)	1.32	0.98	1.09	1.59	2.11
P/E(倍)	17.9	24.1	21.7	14.8	11.2
P/B(倍)	2.3	2.3	2.1	1.9	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 明新旭腾：汽车真皮自主龙头，业绩短期承压长期向好.....	4
1.1、 深耕汽车真皮行业十余年，产品矩阵渐趋丰富.....	4
1.2、 公司业绩短期承压，2021 年超纤革业务贡献业绩增量.....	5
2、 行业研判：汽车真皮市场具备百亿规模，国产替代空间大.....	7
2.1、 空间广阔：消费升级下汽车真皮行业存百亿空间.....	7
2.2、 行业格局：国产替代空间大，公司作为自主龙头有望充分受益.....	8
3、 公司看点：双拳出击，真皮与超纤革业务共驱业绩增长.....	9
3.1、 公司竞争力：依托技术与成本优势，持续开拓新客户.....	9
3.1.1、 技术优势：持续加码研发投入，公司技术实力较强.....	9
3.1.2、 成本优势：多维度降本凸显产品性价比.....	10
3.1.3、 客户拓展：公司与一汽大众保持深度合作，并持续开拓新客户.....	11
3.2、 真皮业务：无铬鞣工艺获市场青睐，扩张产能角逐百亿市场.....	12
3.3、 业务拓展：进军超纤革领域，打造第二增长曲线.....	13
4、 盈利预测与投资建议.....	15
4.1、 关键假设.....	15
4.2、 盈利预测及估值.....	16
5、 风险提示.....	16
附：财务预测摘要.....	17

图表目录

图 1： 明新旭腾在汽车真皮行业深耕多年.....	4
图 2： 公司产品应用于汽车内饰.....	4
图 3： 公司实控人持股比例合计为 34.45%.....	5
图 4： 2017-2021 年公司营收 CAGR 为 10.5%.....	5
图 5： 2021 年公司归母净利润同比下滑 25.9%.....	5
图 6： 整皮产品为公司营收的主要来源.....	6
图 7： 整皮产品毛利率较高.....	6
图 8： 2021 年公司毛利率及净利率有所下滑.....	6
图 9： 2017-2021 年间公司期间费用率整体保持平稳.....	6
图 10： 我国乘用车市场豪华车渗透率稳步上行.....	7
图 11： 2025 年我国乘用车真皮市场规模预计逾百亿元.....	7
图 12： 2020 年外资占据中国汽车真皮行业主导地位.....	8
图 13： 2021 年中国乘用车销量开始回升.....	9
图 14： 明新旭腾的市占率持续攀升.....	9
图 15： 公司的研发费用持续增长.....	9
图 16： 截至 2021 年 12 月公司已获得各类专利共 99 项.....	9
图 17： 2021 年皮料与化料合计占真皮成本比重达 65.5%.....	10
图 18： 2020 年进口盐渍牛皮与蓝湿牛皮的价格开始波动上涨（美元/千克）.....	10
图 19： 公司配套一汽大众的营收占比高.....	11
图 20： 公司的客户阵容渐趋多元化.....	12
图 21： 公司的无铬鞣产品占比较高.....	12

图 22： 公司的产能利用率处于高位	13
图 23： 公司真皮业务产能扩张（万张）	13
表 1： 公司的主要竞争对手为四家海外巨头	8
表 2： 公司掌握多项核心技术	10
表 3： 超纤革性能优势较为明显	14
表 4： 公司发行可转债主要用于超纤革产能扩建	14
表 5： 公司营收拆分及预测（亿元）	15
表 6： 公司估值分析	16

1、明新旭腾：汽车真皮自主龙头，业绩短期承压长期向好

1.1、深耕汽车真皮行业十余年，产品矩阵渐趋丰富

公司深耕汽车真皮行业十余年，是国内领先的汽车内饰新材料供应商。明新旭腾成立于2005年，公司前身明新世腾皮业由明新皮业与世腾国际共同设立，世腾集团为全球知名的汽车革制造商。2008年世腾国际退出，公司更名为明新旭腾新材料股份有限公司。公司是国内领先的汽车内饰新材料供应商，2010年开始与一汽大众合作，并于2018年开始为奥迪品牌供货，目前已进入一汽大众、上汽大众、上汽通用和德国大众等整车厂供应链体系。公司于2018年开发新产品超纤革，并于2021年开始量产，打造第二增长曲线。

图1：明新旭腾在汽车真皮行业深耕多年



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司的汽车内饰产品涵盖真皮与超纤革两大领域。公司深耕汽车真皮内饰领域多年，开发出高级全粒面纳帕真皮、高级小荔枝真皮、高级汽车 Perlappa 真皮、高级汽车真皮（针孔纹）等多款产品，主要应用于中高端汽车的座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表盘、门板等汽车内饰件。此外，公司的超纤革产品主要分为线面超纤与贴面超纤两类，分别定位于中高端市场与中低端市场。

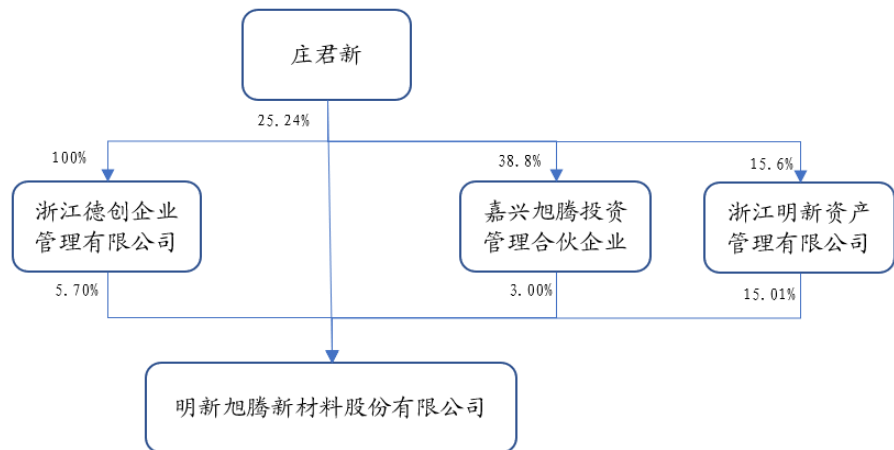
图2：公司产品应用于汽车内饰



资料来源：公司招股说明书

公司股权架构清晰，实控人持股比例为 34.45%。2022 年 4 月 25 日，公司控股股东、实控人庄君新先生增持公司股份 24,000 股，增持后其直接持有公司 25.24% 的股权，同时通过德创企业、旭腾投资、明新资产分别持有公司 5.70%、1.16%、2.34% 的股权，合计持股比例为 34.45%。

图3：公司实控人持股比例合计为 34.45%

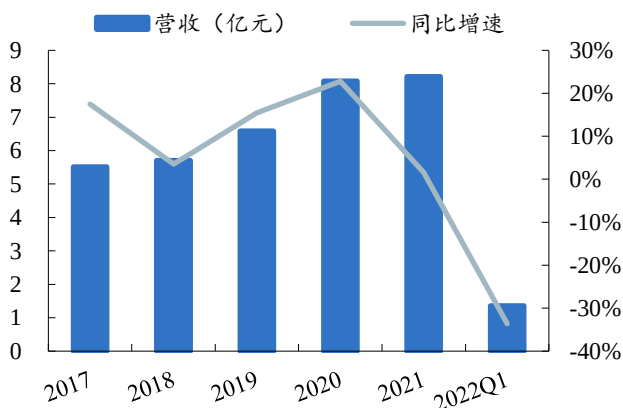


资料来源：公司年报、开源证券研究所

1.2、公司业绩短期承压，2021 年超纤革业务贡献业绩增量

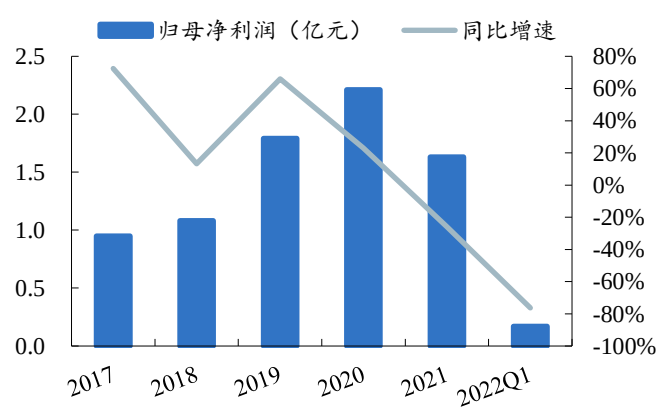
2021 年公司营收维持增长，业绩短期承压。2017-2021 年公司营收从 5.51 亿元增至 8.21 亿元，CAGR 为 10.5%；归母净利润从 0.95 亿元增至 1.63 亿元，CAGR 为 14.5%。2021 年公司实现营收 8.21 亿元，同比增长 1.6%，归母净利润 1.63 亿元，同比下滑 25.9%。2021 年公司营收增速放缓、利润下滑主要系核心客户一汽大众受缺芯影响产销量下降以及公司主要原材料价格上涨所致。2022Q1 公司营收为 1.35 亿元，同比下降 33.6%，归母净利润为 1711 万元，同比下降 76.34%，主要系汽车行业缺芯、国内疫情对整车厂及公司的生产、物流等造成影响所致。

图4：2017-2021 年公司营收 CAGR 为 10.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

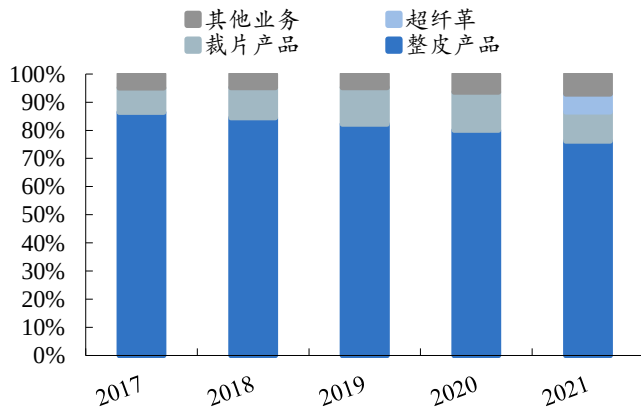
图5：2021 年公司归母净利润同比下滑 25.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

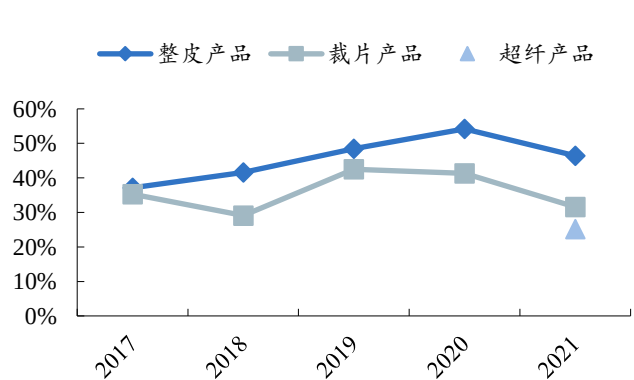
整皮产品毛利率高，是公司主要的营收来源。公司的真皮产品包括整皮与裁片两类，其中整皮产品主要应用于耗皮量最大的汽车座椅面套，是公司营收的主要来源，2021 年整皮产品占公司总营收比重为 76.16%。2021 年超纤革产品实现营收 5,210.59 万元，占总营收比重为 6.35%，随着超纤革产能的投放及订单的落地，其营收贡献率有望提升。毛利率方面，2017-2021 年间公司整皮产品毛利率均高于裁片产品，其中 2021 年整皮及裁片产品毛利率分别为 46.4%、31.6%。

图6：整皮产品为公司营收的主要来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

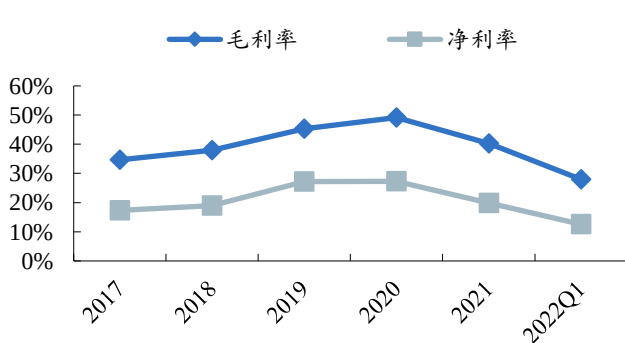
图7：整皮产品毛利率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

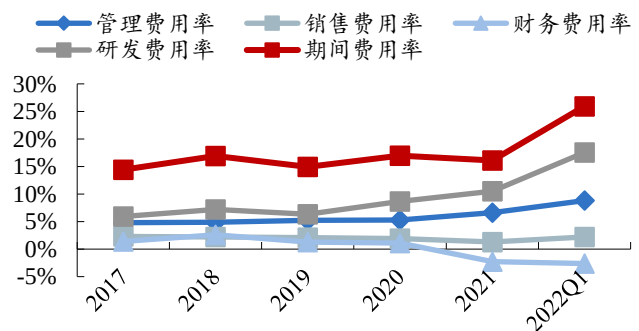
2021 年公司毛利率及净利率有所下滑。2017-2020 年间公司毛利率及净利率稳步提升，主要系公司高端客户出货量占比增加、原皮价格下行及规模效应下固定资产折旧的摊薄所致。2021 年受原材料价格上涨、委外加工增加等因素影响，公司毛利率有所下滑。期间费用方面，2021 年公司期间费用率为 16.1%，同比下降 0.9pct，主要系公司利息收入增加推动财务费用率下降所致。2022Q1 公司研发费用率达 17.55%，推动期间费用率上升。

图8：2021 年公司毛利率及净利率有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2017-2021 年间公司期间费用率整体保持平稳



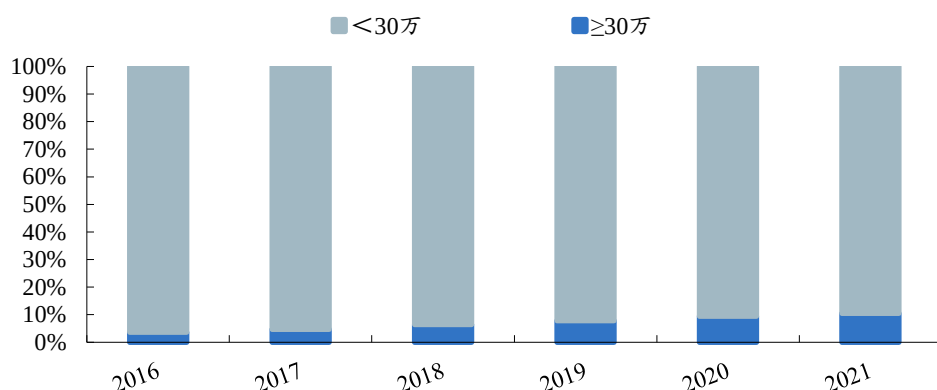
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业研判：汽车真皮市场具备百亿规模，国产替代空间大

2.1、空间广阔：消费升级下汽车真皮行业存百亿空间

汽车消费升级，豪华车渗透率上行。2016-2021 年，我国乘用车市场起步价 30 万元及以上的豪华品牌渗透率从 3.7% 增至 10.5%，5 年间提升 6.8pct，国内乘用车市场消费升级的趋势较为明显。真皮内饰具有异味小、透气性好等优点，消费升级下购车者更注重驾乘体验及车内环境，乘用车的真皮配置比例有望提升，进而带动真皮需求增长。

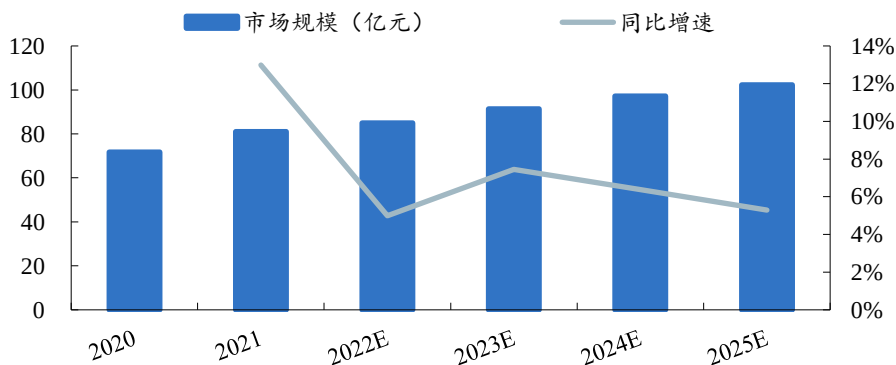
图10：我国乘用车市场豪华车渗透率稳步上行



数据来源：乘联会、开源证券研究所

2025 年我国汽车真皮市场规模预计逾百亿元。根据公司招股说明书，2019 年公司真皮销量为 3,326.01 万平方英尺，能满足约 47.5 万辆车对座椅真皮的需求，即单车的座椅真皮消耗量约为 70 平方英尺。2020 年公司真皮销量为 3,930.49 万平方英尺，结合 2020 年公司真皮产品市占率，可得中国乘用车市场真皮渗透率约为 24.5%。假定：（1）2025 年我国乘用车产量将达 2471.2 万辆；（2）我国乘用车的真皮渗透率以每年 0.6pct 的速度增长；（3）全车采用真皮内饰的情况下，真皮消耗量为 80 平方英尺。预计 2025 年我国乘用车真皮市场规模将达 102 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 7.2%。

图11：2025 年我国乘用车真皮市场规模预计逾百亿元

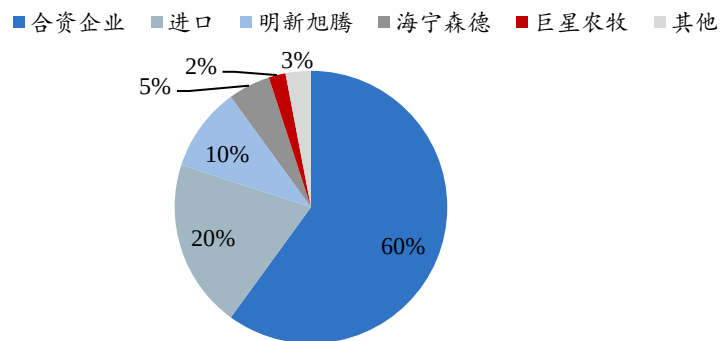


数据来源：中汽协、开源证券研究所

2.2、行业格局：国产替代空间大，公司作为自主龙头有望充分受益

外资及合资企业占据中国汽车真皮行业主导地位，国产替代空间广阔。与鞋面革、家具革等相比，汽车革对于柔韧度、透气性、耐磨度及雾化值等指标的要求更高，具有更高的技术壁垒与行业门槛，目前国内汽车真皮行业由外资及合资企业主导，自主企业数量较少。2020 年外资（包括合资企业）的市占率高达 80%，以明新旭腾为代表的自主企业合计占 20%的份额。考虑到自主厂商具备一定的成本优势，且技术水平、服务及响应整车厂的能力提升较快，整车厂会出于降本及多元化上游供应商等需求选择自主厂商供应真皮，有望推动汽车真皮领域的国产替代。

图12：2020 年外资占据中国汽车真皮行业主导地位



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

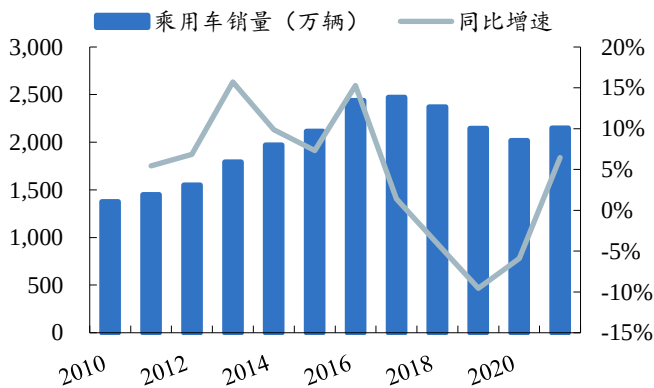
公司的主要竞争对手为四家海外皮革巨头。在汽车真皮行业，公司的主要竞争对手包括德国柏德、美国杰仕地、日本美多绿、美国鹰革等，四家企业均已在真皮领域深耕多年，具备雄厚的技术积累与稳定的客户群，其中日本美多绿的客户主要为在华的日系车企，德国柏德则以供应德系车企为主。据公司债券评级报告，2019 年，德国柏德、美国杰仕地、日本美多绿及美国鹰革在国内的市占率分别为 18.6%、12.6%、9.6%、7.2%，公司的市场份额则为 8.2%，与除德国柏德外的外资品牌差距较小。

表1：公司的主要竞争对手为四家海外巨头

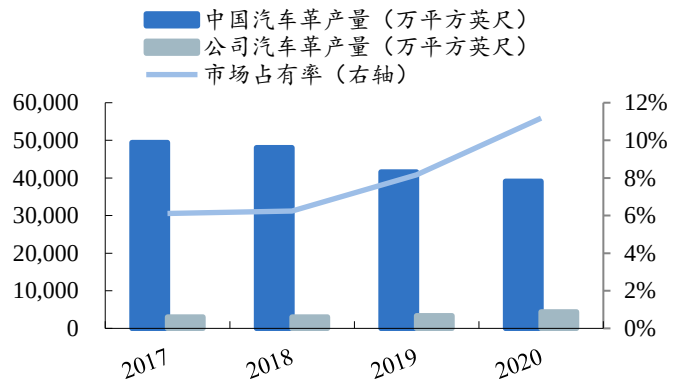
公司	德国柏德	美国杰仕地	日本美多绿	美国鹰革	海宁森德	巨星农牧
进入中国时间	2004 年	2000 年	2000 年	2003 年	-	-
生产基地	大连	中山、沈阳、嘉兴	广州	上海	海宁	四川
简介	从事汽车皮革及汽车真皮内饰部件的生产，粒面剖层牛皮革批发等业务	主要从事汽车革制品、半成品、原材料、模具及专用设备的生产、研发、销售等业务	主要从事皮革制造、销售业务，占据中国日系车市场主要份额	主要从事皮革后整饰新技术加工等业务	主要从事汽车座垫革及革皮制造、加工等业务	主要从事中高档天然皮革的研发、制造与销售，产品运用于中高档家私、汽车座椅及内饰和鞋面等
市占率（2019 年）	18.6%	12.6%	9.6%	7.2%	5.0%	1.8%

资料来源：公司招股说明书、公司可转债信用评级报告、开源证券研究所

公司真皮产品的市占率持续攀升。在中国乘用车销量增速放缓的情况下，公司真皮产品市占率持续攀升，从2017年的6.11%增至2020年的11.18%，显示公司较强的产品竞争力及客户开拓能力，预计随着产能的扩张及客户的持续开拓，公司真皮业务的业绩及市场份额有望进一步增长。

图13：2021年中国乘用车销量开始回升


数据来源：中汽协、开源证券研究所

图14：明新旭腾的市占率持续攀升


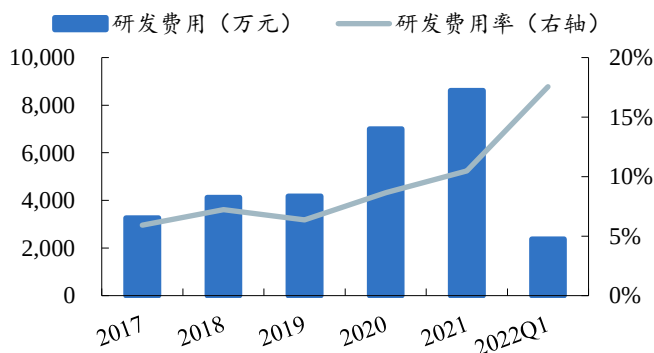
数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

3、公司看点：双拳出击，真皮与超纤革业务共驱业绩增长

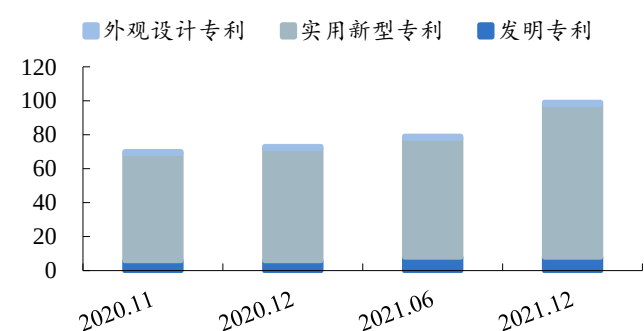
3.1、公司竞争力：依托技术与成本优势，持续开拓新客户

3.1.1、技术优势：持续加码研发投入，公司技术实力较强

公司高度重视技术革新，研发费用率整体保持上升态势。公司前身由明新皮业与美国汽车内饰供应商世腾集团共同设立，具有良好的技术与生产经验积累。公司研发中心为首批中国轻工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。2017-2021年，公司的研发费用从3,262万元增至8,611万元，CAGR为27.5%，研发费用率则从5.92%攀升至10.49%，2022Q1进一步增至17.55%。截至2021年12月末，公司及其下属子公司已获得各类专利合计99项，其中发明专利8项、实用新型专利90项、外观专利1项。凭借较强的研发能力，公司能够及时、准确地满足国内外整车厂研发设计部门的要求，做到与整车厂同步开发新产品，提升了公司的整体竞争力。

图15：公司的研发费用持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：截至2021年12月公司已获得各类专利共99项


数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

公司掌握多项汽车革制造核心技术。通过多年高额度研发投入以及与国内外整车厂的持续技术交流，公司掌握低有机物挥发、无铬鞣、灰液循环、全水性工艺等多项核心技术，在技术水准上赶超国际先进水平，在技术方向上符合汽车革环保、低污染的发展趋势，充足的技术储备为增强产品竞争力、进一步开拓市场提供保障。

表2：公司掌握多项核心技术

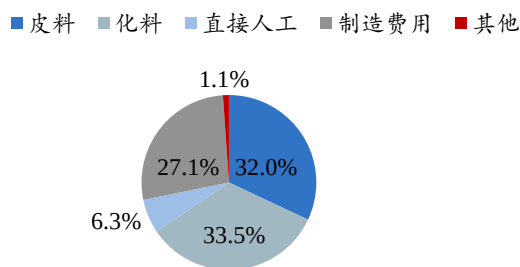
核心技术	技术来源	所处阶段
低有机挥发物汽车皮革生产与控制技术	自主研发	批量生产
提高浅色皮革耐污性能生产配方及工艺	自主研发	批量生产
无铬鞣全粒面纳帕真皮汽车皮革加工工艺	自主研发	批量生产
提高无铬鞣厚皮紧实度防止复合后褶皱工艺	自主研发	批量生产
铬鞣全粒面纳帕汽车座椅革生产技术	自主研发	批量生产
细纹理头层方向盘皮革生产加工技术	自主研发	批量生产
针孔纹二层方向盘皮胚生产加工技术	自主研发	批量生产
酶法保毛脱毛技术	自主研发	批量生产
灰液循环工艺	自主研发	批量生产
全水性定岛超纤车用新材料的研发	自主研发	批量生产

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.1.2、成本优势：多维度降本凸显产品性价比

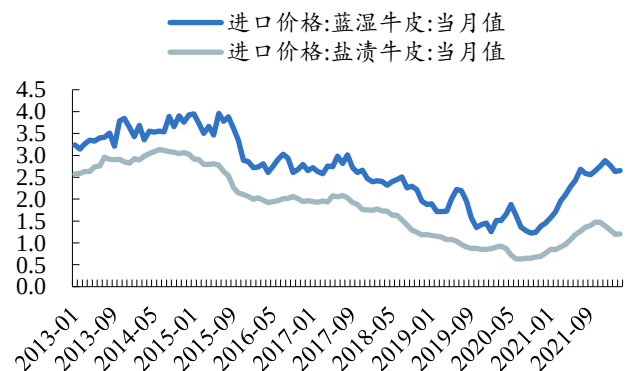
公司真皮业务主要直接材料为皮料和化料。公司真皮业务的生产成本包括直接材料成本、直接人工和制造费用，其中 2021 年皮料与化料合计占总成本比重为 65.5%。真皮业务的直接材料主要包括皮料和化料，其中皮料为采购自澳大利亚、巴西和美国的盐渍牛皮与蓝湿牛皮，化料则来自于德国、美国等。自 2020 年二季度开始，进口盐渍牛皮与蓝湿牛皮价格在连续下跌之后呈现波动上涨的趋势，公司的盈利能力受到一定影响。

图17：2021 年皮料与化料合计占真皮成本比重达 65.5%



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图18：2020 年进口盐渍牛皮与蓝湿牛皮的价格开始波动上涨（美元/千克）



数据来源：Wind、开源证券研究所

制革业为人工密集型行业，公司具备一定成本优势。受限于原材料的非标准化与面料的特殊性，在目前的生产过程中，真皮制造企业人工参与度较高。真皮加工流程中的鞣制削薄、染色配色以及服饰加工中的配皮、毛工等环节，主要依靠熟练手

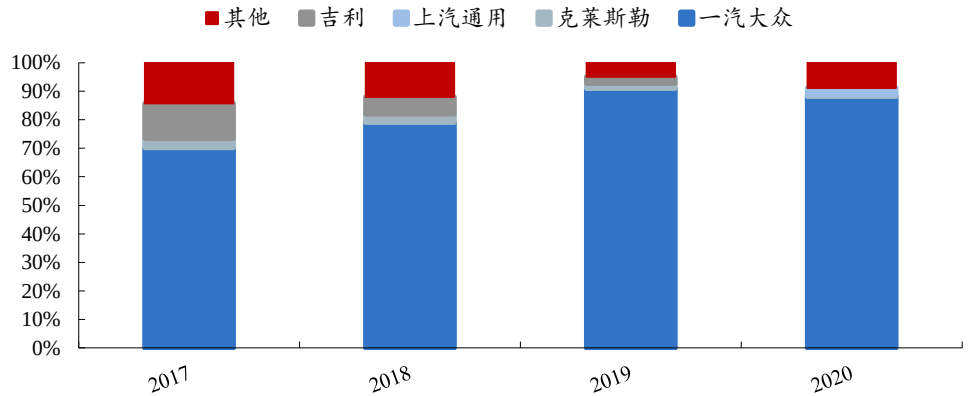
工，要求厂商根据经验制定恰当的操作流程标准以及技师针对不同的原材料性质和产品要求进行差异化的物理或化学处理，生产工人的技术能力和熟练程度对生产效率、产品质量等有显著影响，因此真皮行业属于人力密集型行业。相较于海外企业，公司在人力资源成本及制造费用方面具备一定的成本优势。

公司覆盖真皮生产所有工序，一体化布局实现降本。汽车内饰真皮的生产工序主要分为前端和后端两部分，前端生产是指毛皮通过鞣制加工成半成品，其中采用含铬鞣剂进行鞣制生产的为蓝湿皮，采用不含铬鞣剂进行鞣制生产的为白湿皮；后端生产则是将蓝湿皮/白湿皮通过水场和涂饰车间处理，制成最终产成品过程。水场的主要工序为染色和干燥，涂饰车间则对皮料表层进行处理，使之在柔韧度、耐磨度等方面满足整车厂的要求。此外，公司设有裁片车间，对部分产成品进行裁切处理，专供有裁片需求的客户使用。公司通过一体化布局，全面介入真皮生产全过程，一方面能够提高产品的一致性、保证质量水平，另一方面可以降低生产成本，提升产品的综合竞争力。

3.1.3、客户拓展：公司与一汽大众保持深度合作，并持续开拓新客户

公司与一汽大众深度合作，配套车型渐趋丰富。公司自与一汽大众合作以来，陆续为宝来、速腾、高尔夫、奥迪 Q3、奥迪 Q5L、探歌、探岳等车型供货，2017-2020 年公司配套一汽大众的销售收入占主营业务收入的比重分别为 70.28%、79.11%、91.06%、88.29%。同时，在超纤革领域，公司已获得一汽大众部分车型的订单，双方合作将进一步深化。

图19：公司配套一汽大众的营收占比高



数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

公司积极开拓新客户，客户结构持续多元化。在一汽大众之外，公司为上汽大众的途观、途昂、辉昂、朗逸以及上汽通用昂科威等车型供货，海外市场方面，公司则与德国大众保持合作。2022 年 3 月，公司分别获得某知名主机厂绒面超纤项目及某新能源主机厂真皮材料项目定点，生命周期总金额合计约 7 亿元。此外，公司正积极开拓海内外主机厂客户，客户结构有望持续多元化，为业绩增长提供保障。

图20：公司的客户阵容渐趋多元化

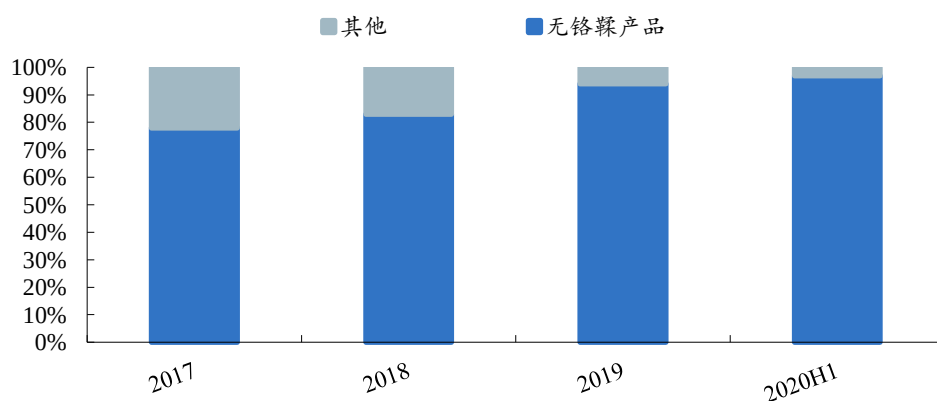


资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、真皮业务：无铬鞣工艺获市场青睐，扩张产能角逐百亿市场

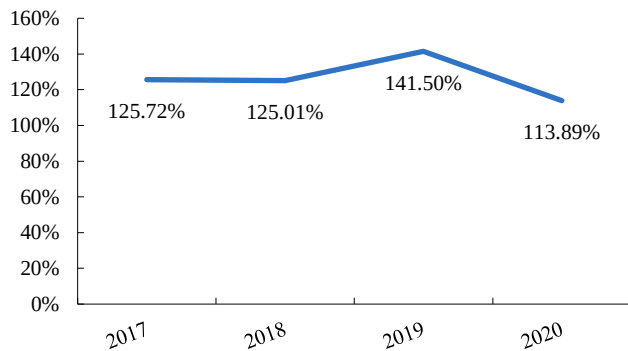
无铬鞣工艺优势明显，在公司产品中占比高。在制革工业中，由于铬盐鞣制皮革的优越性能，铬鞣法自其出现就一直在鞣制领域占据统治地位，但铬盐鞣制的缺陷亦较为突出：（1）传统铬鞣法中的废铬屑无法得到有效利用，使得制革工业中产生的废胶原大量损失，且带来严重的固废污染；（2）由于六价铬的毒性，铬盐的使用对生态环境、人畜构成较大的威胁；（3）我国铬资源短缺，制革所用铬依赖进口，而近年来铬需求日益增加导致铬盐价格逐年上升，铬盐鞣制的成本提升。公司通过自主研发掌握无铬鞣制、低VOC等核心技术，成为国内技术领先的汽车内饰真皮制造企业。无铬鞣是在皮革加工过程中不使用铬鞣材料的皮革生产技术，更加环境友好，获得市场的广泛认可，有望成为真皮行业主流发展趋势。2017-2020H1，公司的无铬鞣汽车革产品销售额占全部销售额比重维持在70%以上。

图21：公司的无铬鞣产品占比较高

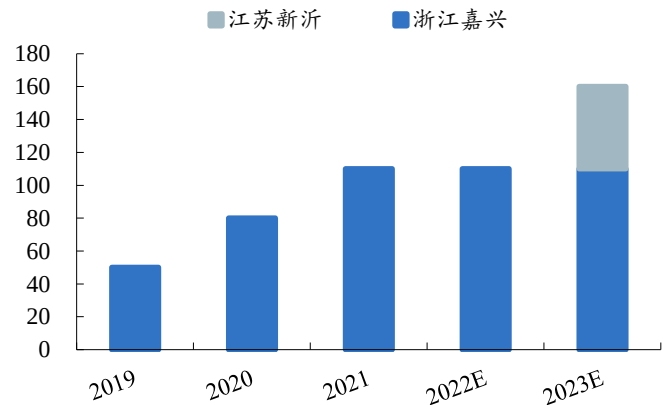


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

真皮产能超负荷运转，扩张产能满足客户需求。2017-2020 年，公司的产能利用率始终远高于 100%，在订单高峰期，公司选择将部分冲孔、毛皮鞣制等非核心生产环节外包给外协厂商，产能瓶颈影响公司业绩的增长。2019 年公司通过 IPO 募资扩张真皮产能，其中浙江嘉兴基地于 2021 年底实现产能 110 万张（合 5280 万平方英尺）；据公司公告，江苏新沂基地的 50 万张产能预计将于 2023 年落地。届时公司真皮总产能将达 160 万张（合 7680 万平方英尺），预计可满足约 109 万辆汽车的需求。

图22：公司的产能利用率处于高位


数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图23：公司真皮业务产能扩张（万张）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

需求充足，公司的新建产能有望得到顺利消化。2021 年公司的真皮销量为 3,751.57 万平方英尺，约合 78 万张真皮。2021 年公司的主要客户一汽大众受缺芯影响较为明显，随着汽车行业缺芯的缓解，预计公司为一汽大众的供货量将回升，同时公司为上汽大众、上汽通用等客户的供货量或将逐步增加。2022 年 3 月 23 日，公司收到某知名新能源主机厂的定点通知函，项目生命周期总金额为 4 亿元，预计 2023 年开始量产。此外，公司积极开拓新客户，随着相关订单的落地，公司募投扩建的产能将顺利得到消化。

3.3、业务拓展：进军超纤革领域，打造第二增长曲线

超纤革在人造合成革中性能优越，是真皮的最佳替代品。皮革主要分为天然皮革和人造合成革，其中人造合成革包括 PVC 人造革、PU 合成革、超细纤维 PU 合成革三大类。PVC 革是由 PVC 树脂制成的软塑胶，PU 革是通过在底布上形成 PU 树脂的微孔层而获得的复合材料，超纤革采用与天然皮革中束状胶原纤维结构和性能相似的超细纤维加工而成。PVC 人造革、PU 合成革生产成本低、工艺简单、技术成熟，主要满足中低端的消费需求。从性能上来看，超纤革与真皮最为接近，具有天然皮革所固有的吸湿透气性，并且在耐化学性、防水、防霉变性等方面超过天然皮革。从环保角度来看，全水性定岛超纤革在生产过程中不使用油性超纤革采用的甲苯、DMF 等有害化学物质且无其他挥发性溶剂的过程污染，符合行业绿色化的发展趋势。

表3：超纤革性能优势较为明显

各类革材料性能对比					
属性	天然革	PVC 革	PU 革		
			普通 PU 革	生态功能性 PU 革	PU 超纤革
原料	猪皮、牛皮、羊皮等	PVC 树脂、针织布、机织布等	PU 树脂、针织布、机织布等	PU 树脂、针织布、机织布等	PU 树脂、超细纤维无纺布
制备工艺	鞣制与硝制	干法	干法、湿法	干法、湿法	干法、湿法、超纤织造
透气性	较好	较好	一般	较好	较好
耐腐蚀性	较差	较好	一般	较好	一般
撕裂强度	良好	一般	一般	较好	一般
耐磨性	一般	较好	一般	良好	一般
环境污染程度	较大	一般	一般	较小	苯减量工艺有部分污染

资料来源：华经产业研究院、公司招股说明书、开源证券研究所

公司是国内首家实现量产汽车级全水性定岛超纤革的企业，募资扩产进一步加大超纤革业务布局。公司以自有资金建设的年产 200 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目在 2021 年顺利量产，目前已获得一汽大众等客户订单。同时公司发行可转债募集资金用于投资明新孟诺卡（江苏）年产 800 万平米全水性定岛超纤新材料智能制造项目，达产后将拥有共计 1,000 万平米的超纤革产能。

表4：公司发行可转债主要用于超纤革产能扩建

项目	总投资金额 (百万元)	募集资金使用金额 (百万元)
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	623.10	480.00
补充流动资金	200.00	200.00
合计	823.10	680.00

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司重点投入超纤革业务的逻辑分析：

（1）工艺优势：水性工艺为汽车革行业核心竞争力之一。鉴于皮革行业污染严重，已成为监管部门的主要关注对象，而环保政策收紧则导致成本增加，因此环保型工艺及产品具备更强的竞争力。公司推出的全水性定岛超纤革产品不使用 DMF、甲苯等有毒有害物质，工艺环保、污染小，避免在汽车密闭空间内有有毒有害物质的挥发，得到德国大众、奥迪等品牌的高度认可。

（2）性价比优势：产品性能优异、性价比高，为打开市场提供保障。一方面，全水性定岛超纤革具备优异的力学性能、颜色牢度性能及环保性，产品性能与真皮接近，同时优于传统 PVC 人造革、PU 合成革。另一方面，超纤革的价格优势明显，其中绒面超纤价格远低于海外同类产品，贴面超纤与 PVC 人造革、PU 合成革的价格差距逐渐缩窄，产品性价比凸显。

（3）定位明确：绒面超纤定位中高端市场，贴面超纤主打性价比。公司的超纤革可以分为绒面超纤与贴面超纤。公司在绒面超纤革方面的技术较为成熟，定位中高端市场，主要竞品来自于日本东丽及意大利 Alcantara，市场格局较优，公司产品

性能优异且具备性价比优势，整体竞争力较强。贴面超纤的下游需求量较大，市场竞争较为激烈，公司致力于通过工艺、配方的改善及规模效应实现成本的下降，同时依托水性工艺的特有优势迅速打开市场。

(4) 供不应求：超纤革市场缺口较大，此时介入恰逢其时。在汽车消费升级、高端内饰需求增长的情况下，真皮行业受制于环保政策趋紧、上游供给增速缓慢等因素，难以持续满足新增需求，未来在汽车内饰领域超纤革渗透率有望提升。目前超纤革市场存在供给缺口，据公司公告，截止 2020 年，我国超纤革总产能约 2.6 亿平米，而需求预计在 3.5 亿平米左右，市场空间广阔。公司在国内率先实现全水性定岛超纤革的量产，具有显著的先发优势。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

真皮业务：公司真皮业务产能迅速扩张，目前已具备 110 万张的年产能，预计 2023 年将达 160 万张。公司下游客户开拓顺利，目前已配套一汽大众、上汽大众、上汽通用的多款车型，同时获得多家自主整车厂的订单，新增产能预计将得到顺利消化。预计 2022-2024 年公司真皮业务营收分别为 7.63、9.53、11.02 亿元，毛利率为 43.5%、44.0%、44.5%。

超纤革业务：公司的超纤革产品主要分为绒面超纤与贴面超纤两大类，2021 年公司的超纤革产品已开始量产供货，客户开拓较为顺利。预计 2022-2024 年公司超纤革业务营收分别为 1.62、3.27、5.94 亿元，毛利率为 27.0%、30.0%、32.0%。

其他业务：公司的其他业务产品主要包括副产品、半成品及边角废料等，该业务毛利率水平较低，假设 2022-2024 年营收增速均为 10.0%，毛利率为 4.0%。

表5：公司营收拆分及预测（亿元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
真皮业务（亿元）	7.57	7.11	7.63	9.53	11.02
YOY		-6.1%	7.3%	25.0%	15.7%
毛利率	52.4%	44.6%	43.5%	44.0%	44.5%
超纤革业务（亿元）		0.52	1.62	3.27	5.94
YOY			212.5%	102.3%	81.8%
毛利率		25.2%	27.0%	30.0%	32.0%
其他业务（亿元）	0.52	0.58	0.64	0.70	0.77
YOY		12.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	2.0%	0.3%	4.0%	4.0%	4.0%
营业收入（亿元）	8.08	8.21	9.88	13.50	17.74
YOY		22.8%	1.6%	20.4%	36.6%
毛利率	49.1%	40.2%	38.2%	38.5%	38.5%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

4.2、盈利预测及估值

综上，我们预计 2022-2024 年公司营收为 9.88、13.50、17.74 亿元，归母净利润为 1.81、2.66、3.51 亿元，EPS 为 1.09、1.59、2.11 元/股，对应当前股价 PE 为 21.72、14.84、11.23 倍，行业 3 家可比公司 PE 均值分别为 23.67、16.19、12.17 倍。公司 2022-2024 年估值水平低于可比公司 PE 均值。我们认为公司真皮及超纤革业务均大幅扩产，客户拓展较为顺利，业绩增长可期，尤其超纤革产品市场潜力较大，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：公司估值分析

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	PE			EPS			PEG
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	(2024E)
603035.SH	常熟汽饰	增持	61.30	16.13	11.44	9.11	7.47	1.41	1.77	2.16	0.34
603730.SH	继峰股份	增持	102.18	9.13	23.41	14.73	10.62	0.39	0.62	0.86	0.27
603179.SH	新泉股份	买入	140.98	28.93	36.16	24.73	18.43	0.80	1.17	1.57	0.54
					23.67	16.19	12.17				
605068.SH	明新旭腾	买入	39.42	23.66	21.72	14.84	11.23	1.09	1.59	2.11	0.34

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期 2022/6/2，继峰股份的 2024 年盈利预测采用 Wind 一致预期，常熟汽饰、新泉股份的 2022-2024 年盈利预测及继峰股份的 2022 年与 2023 年盈利预测采用开源研究所预测数据）

5、风险提示

乘用车销量不及预期、客户拓展进程不及预期、原材料价格上涨等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1581	1841	2054	2255	2850
现金	720	831	845	811	1083
应收票据及应收账款	242	318	414	517	666
其他应收款	2	3	3	5	6
预付账款	3	4	4	7	8
存货	408	565	656	787	958
其他流动资产	205	120	132	128	129
非流动资产	552	829	831	1039	1090
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	254	339	413	556	606
无形资产	84	107	118	133	147
其他非流动资产	214	383	300	351	336
资产总计	2133	2669	2885	3294	3939
流动负债	304	663	699	879	1211
短期借款	29	353	353	475	703
应付票据及应付账款	236	248	305	360	464
其他流动负债	38	62	41	44	44
非流动负债	123	243	171	185	197
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	123	243	171	185	197
负债合计	427	906	870	1063	1407
少数股东权益	0	17	17	17	17
股本	166	167	167	167	167
资本公积	913	923	923	923	923
留存收益	628	666	769	936	1145
归属母公司股东权益	1706	1746	1998	2214	2515
负债和股东权益	2133	2669	2885	3294	3939

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	100	65	75	145	216
净利润	221	163	181	266	351
折旧摊销	29	40	50	59	74
财务费用	-4	-19	-4	0	6
投资损失	-0	1	1	0	0
营运资金变动	-156	-163	-159	-177	-218
其他经营现金流	11	42	6	-3	2
投资活动现金流	-239	-284	-60	-265	-126
资本支出	189	188	101	159	75
长期投资	-50	-95	0	0	0
其他投资现金流	-100	-190	42	-106	-52
筹资活动现金流	822	187	-123	-36	-45
短期借款	-50	324	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	42	1	0	0	0
资本公积增加	831	10	0	0	0
其他筹资现金流	1	-148	-123	-36	-45
现金净增加额	685	-32	14	-156	45

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	808	821	988	1350	1774
营业成本	411	491	611	830	1091
营业税金及附加	7	7	10	13	16
营业费用	11	11	19	25	32
管理费用	47	54	68	78	94
研发费用	70	86	98	131	171
财务费用	-4	-19	-4	0	6
资产减值损失	-15	-12	-12	-21	-25
其他收益	8	14	9	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	-1	-0	-0
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	256	188	207	302	397
营业外收入	0	1	1	2	2
营业外支出	1	6	3	4	4
利润总额	255	182	205	300	395
所得税	34	19	24	35	44
净利润	221	163	181	266	351
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	221	163	181	266	351
EBITDA	264	213	245	352	466
EPS(元)	1.32	0.98	1.09	1.59	2.11

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	22.8	1.6	20.4	36.6	31.4
营业利润(%)	22.8	-26.6	10.4	46.0	31.4
归属于母公司净利润(%)	23.0	-25.9	11.1	46.4	32.1
获利能力					
毛利率(%)	49.1	40.2	38.2	38.5	38.5
净利率(%)	27.3	19.9	18.4	19.7	19.8
ROE(%)	12.9	9.3	9.6	12.6	14.6
ROIC(%)	11.4	6.9	7.5	9.8	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	20.0	34.0	30.1	32.3	35.7
净负债比率(%)	-37.8	-18.8	-21.6	-11.6	-11.4
流动比率	5.2	2.8	2.9	2.6	2.4
速动比率	3.3	1.7	1.8	1.5	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	3.6	2.9	2.7	2.9	3.0
应付账款周转率	2.4	2.0	2.2	2.5	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.32	0.98	1.09	1.59	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.39	0.45	0.87	1.29
每股净资产(最新摊薄)	10.24	10.48	11.27	12.56	14.37
估值比率					
P/E	17.9	24.1	21.7	14.8	11.2
P/B	2.3	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	12.3	17.0	14.5	10.5	7.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn