

Q2 为业绩低点，H2 改善可期

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年报业绩预告，22H1 实现归母净利润 1312.79 万元，同比-87.2%；22Q2 归母净利润-398.25 万元，扣非归母净利润-794.98 万元。
- **Q2 业绩低迷已有预期，H1 持续斩获新项目。**1) 因受上海疫情影响，Q2 乘用车同比下降 2.2%，其中，核心客户一汽-大众销量同比下降 3.8%（乘联会批售口径），公司作为二三级供应商收入端受影响较大；同时，2021 年报显示公司原材料加在途物资合计 2.68 亿元，占存货和营业成本比重达 47%/55%，因此，较高价格的原材料库存导致公司 Q2 成本端压力较大；另外，公司研发费用增加也对利润端造成影响。总的来看，Q2 公司业绩低迷已有预期，4 月底以来的股价上涨更多的是反应在汽车行业供需向好下对 H2 公司经营改善的预期。2) 公司是国内汽车内饰皮革优质供应商，2020 年国内市场份额 11.18%，具备市场领先优势。除核心客户外，公司正在积极开发其他主流合资及新势力新品牌客户，其中，分别于 3 和 6 月公告拿到两家国内某知名新能源主机厂合计 8 亿元的真皮革项目定点；3 月公司公告拿到某知名品牌主机厂 3 亿元的全新产品线面超纤革项目定点，这些项目均将于明年量产。综上，我们认为，短期业绩颓势不改公司中长期成长趋势。
- **客户产销复苏将助推公司 H2 业绩改善，新产品水性超纤革放量可期。**1) 依靠政策刺激加速行业复苏，公司核心客户一汽-大众销量已经明显回升，6 月销量同比增长 77%/42%（乘联会批售口径）。因此，随着 H2 核心客户销量恢复叠加新客户新项目陆续批量供货，我们预计 H2 公司真皮革业务将恢复至较快增长，产能利用率回升与皮料价格回落将共同助力毛利率企稳改善，未来经营改善弹性大。2) 公司新产品水性超纤革具备环保、舒适及安全等优点，依靠性价比优势未来国产替代空间大。去年新产品首次实现量产交付，贡献收入 0.52 亿元，占比 6.3%，同时，新项目屡有斩获。未来随着可转债募投项目 800 万平方米全水性定岛超纤逐步投产，产能将扩大至 1000 万平米。产能扩张与订单释放共振，公司水性超纤革业务未来有望持续放量增长，成为中长期新增增长点。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.10/1.63/2.19 元，对应 PE 为 21/14/11 倍，未来三年归母净利润年复合增速达 31%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**核心客户产销恢复低于预期的风险；新客户开拓低于预期的风险；汇率波动风险；原材料价格风险；产能扩张不及预期的风险。

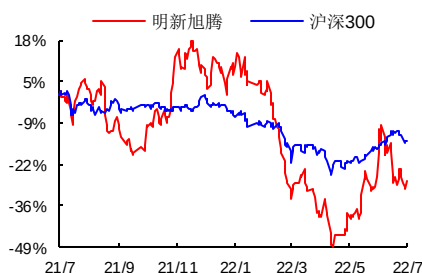
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	820.77	1005.37	1260.05	1607.32
增长率	1.55%	22.49%	25.33%	27.56%
归属母公司净利润（百万元）	163.39	183.61	270.80	364.86
增长率	-25.91%	12.38%	47.49%	34.73%
每股收益 EPS（元）	0.98	1.10	1.63	2.19
净资产收益率 ROE	9.25%	9.60%	2.61%	14.84%
PE	24	21	14	11
PB	2.25	2.07	1.84	1.61

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zslans@swsc.com.cn
联系人：冯安琪
电话：021-58351905
邮箱：faz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.67
流通 A 股(亿股)	0.56
52 周内股价区间(元)	16.7-39.06
总市值(亿元)	39.25
总资产(亿元)	25.81
每股净资产(元)	10.59

相关研究

1. 明新旭腾(605068):国内汽车革领先者，新品放量助力公司成长加速 (2022-06-13)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	820.77	1005.37	1260.05	1607.32	净利润	163.11	183.61	270.80	364.86
营业成本	490.78	649.68	746.82	916.07	折旧与摊销	40.33	34.96	34.96	34.96
营业税金及附加	6.66	8.16	10.22	13.04	财务费用	-18.86	2.90	8.67	17.24
销售费用	10.95	15.08	20.16	27.32	资产减值损失	-12.12	-3.00	-3.00	-3.00
管理费用	53.85	126.68	173.89	228.24	经营营运资本变动	-177.82	71.58	-55.59	-148.43
财务费用	-18.86	2.90	8.67	17.24	其他	69.97	-1.29	4.54	2.94
资产减值损失	-12.12	-3.00	-3.00	-3.00	经营活动现金流净额	64.62	288.76	260.39	268.58
投资收益	-0.99	0.00	0.00	0.00	资本支出	-75.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-208.30	-72.54	-72.54	-72.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-283.86	-72.54	-72.54	-72.54
营业利润	187.60	205.88	303.29	408.40	短期借款	323.87	-303.19	550.00	100.00
其他非经营损益	-5.28	-0.64	-0.58	-0.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	182.33	205.24	302.71	407.85	股权融资	11.08	0.00	0.00	0.00
所得税	19.22	21.64	31.91	42.99	支付股利	-124.50	-32.68	-36.72	-54.16
净利润	163.11	183.61	270.80	364.86	其他	-23.87	12.95	12.90	4.33
少数股东损益	-0.28	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	186.58	-322.91	526.18	50.17
归属母公司股东净利润	163.39	183.61	270.80	364.86	现金流量净额	-31.97	-106.69	714.03	246.21
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	831.35	724.65	1438.69	1684.90	成长能力				
应收和预付款项	324.55	354.37	452.32	582.74	销售收入增长率	1.55%	22.49%	25.33%	27.56%
存货	564.74	635.49	656.41	762.99	营业利润增长率	-26.64%	9.74%	47.31%	34.66%
其他流动资产	120.27	28.24	39.26	50.75	净利润增长率	-26.03%	12.57%	47.49%	34.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-25.61%	16.58%	42.33%	32.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	485.76	463.41	441.05	418.69	毛利率	40.21%	35.38%	40.73%	43.01%
无形资产和开发支出	107.01	95.04	83.08	71.11	三费率	5.60%	14.39%	16.09%	16.97%
其他非流动资产	235.75	307.64	379.54	451.44	净利率	19.87%	18.26%	21.49%	22.70%
资产总计	2669.43	2608.84	3490.34	4022.63	ROE	9.25%	9.60%	12.61%	14.84%
短期借款	353.19	50.00	600.00	700.00	ROA	6.11%	7.04%	7.76%	9.07%
应付和预收款项	293.74	373.19	446.50	543.43	ROIC	14.16%	17.13%	26.58%	33.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.47%	24.24%	27.53%	28.66%
其他负债	259.46	272.24	296.35	321.01	营运能力				
负债合计	906.39	695.43	1342.85	1564.44	总资产周转率	0.34	0.38	0.41	0.43
股本	166.60	166.60	166.60	166.60	固定资产周转率	2.77	3.07	4.13	5.69
资本公积	923.09	923.09	923.09	923.09	应收账款周转率	2.93	3.03	3.19	3.17
留存收益	666.41	817.34	1051.42	1362.11	存货周转率	0.98	1.05	1.13	1.26
归属母公司股东权益	1746.08	1896.45	2130.53	2441.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.02%	—	—	—
少数股东权益	16.96	16.96	16.96	16.96	资本结构				
股东权益合计	1763.04	1913.41	2147.49	2458.19	资产负债率	33.95%	26.66%	38.47%	38.89%
负债和股东权益合计	2669.43	2608.84	3490.34	4022.63	带息债务/总负债	38.97%	7.19%	44.68%	44.74%
					流动比率	2.78	4.05	2.45	2.45
					速动比率	1.92	2.57	1.83	1.84
					股利支付率	76.20%	17.80%	13.56%	14.84%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	209.08	243.74	346.92	460.61	每股收益	0.98	1.10	1.63	2.19
PE	24.02	21.38	14.49	10.76	每股净资产	10.48	11.38	12.79	14.65
PB	2.25	2.07	1.84	1.61	每股经营现金	0.39	1.73	1.56	1.61
PS	4.78	3.90	3.12	2.44	每股股利	0.75	0.20	0.22	0.33
EV/EBITDA	15.41	12.10	7.82	5.41					
股息率	3.17%	0.83%	0.94%	1.38%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn