



增持(首次)

所属行业: 汽车/汽车零部件
当前价格(元): 14.23

明新旭腾: 主营汽车真皮内饰, 超纤革业务打开成长空间

证券分析师

邓健全

资格编号: S0120523100001

邮箱: dengjq@tebon.com.cn

赵悦媛

资格编号: S0120523100002

邮箱: zhaoyy5@tebon.com.cn

赵启政

资格编号: S0120523120002

邮箱: zhaoqz@tebon.com.cn

肖碧海

资格编号: S0120523090004

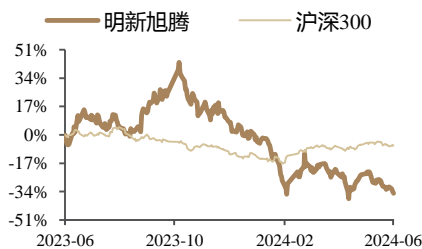
邮箱: xiaobh@tebon.com.cn

研究助理

秦梓月

邮箱: qinzy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.79	-15.90	-19.88
相对涨幅(%)	-14.52	-16.65	-21.40

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

投资要点

- 公司概况: 主营汽车真皮内饰, 积极拓展能力边界。**公司深耕汽车内饰材料行业近20年, 产品包括真皮、绒面超纤、超纤革、PU、PVC等, 品类持续拓展。受原材料价格上涨、牛皮革产能利用率下降等因素影响, 2020-2023年公司盈利能力有所下滑; 2024Q1公司业绩同比快速提升。
- 行业分析: 自主真皮龙头, 国产替代空间广阔。**环保趋势下部分整车厂逐步从真皮切入人造革, 但真皮凭借自然舒适的手感和特有的性能, 仍深受消费者的青睐。15万元以下价格区间的部分新势力和自主品牌车型可选配真皮座椅, 真皮向更低价位车型渗透。消费升级趋势下, 国内乘用车市场高价位车型销量占比持续提升, 高价位车型真皮方向盘、真皮座椅配置率更高, 有望带动真皮需求增长。国内汽车皮革市场合/外资企业占据约80%份额。明新旭腾等自主真皮供应商在技术积累、成本管控及响应速度等方面持续进步, 有望受益于整车厂降本压力下的国产替代趋势, 提升市场份额。
- 公司看点: 受益于超纤革产品拓展和新能源客户放量。**(1)超纤革产品性能优越, 是真皮的最佳替代品。国内车用超纤革市场主要被意大利欧缔兰、日本东丽等进口厂商占领, 国产替代空间广阔。公司超纤采用水性环保工艺, 生产中不使用甲苯与DMF等有毒有害的有机溶剂, 并积极开展产能建设, 有望打开成长空间。(2)公司积极拓展新能源客户, 2022年以来获得多家知名新能源整车厂真皮产品项目定点, 2023-2024年陆续量产。公司有望充分受益于新能源汽车高景气度, 实现对新能源客户销售收入的快速增长。(3)公司持续加大国内/国外产能布局, 预计IPO、可转债募投项目全部投产后, 公司真皮终端产能将达到160万张/年, 水性超纤产能将达到1000万平方米/年; 公司积极推进国际化战略, 墨西哥工厂计划于2024年正式投产, 有望贡献业绩增量。
- 盈利预测与投资建议。**未来随着超纤革产品持续拓展、新能源客户订单逐步放量、墨西哥工厂投产, 公司业绩有望再上一个台阶。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.08/1.64/2.24亿元, EPS分别为0.66/1.01/1.38元, 对应当前股价PE为21.4/14.1/10.3倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:**汽车行业景气度不及预期、原材料价格大幅上涨、客户拓展不及预期

股票数据

总股本(百万股):	162.54
流通A股(百万股):	162.14
52周内股价区间(元):	13.48-31.60
总市值(百万元):	2,312.94
总资产(百万元):	3,545.50
每股净资产(元):	11.47

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	856	906	1,249	1,568	1,857
(+/-)YOY(%)	4.2%	5.9%	37.9%	25.5%	18.5%
净利润(百万元)	101	55	108	164	224
(+/-)YOY(%)	-38.5%	-45.2%	96.0%	52.0%	36.7%
全面摊薄EPS(元)	0.62	0.34	0.66	1.01	1.38
毛利率(%)	32.5%	26.1%	28.6%	30.1%	31.6%
净资产收益率(%)	5.2%	2.9%	5.4%	7.6%	9.9%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 公司概况：主营汽车真皮内饰，积极拓展能力边界.....	5
1.1. 深耕汽车真皮内饰，产品矩阵和客户资源丰富	5
1.2. 财务分析：营收持续增长，2024Q1 业绩同比快速提升.....	7
2. 行业分析：自主真皮龙头，国产替代空间广阔.....	10
2.1. 行业趋势：真皮向更低价位车型渗透，并有望受益于高端车销量占比提升	11
2.2. 竞争格局：外资企业占据主导，公司份额提升空间大.....	11
3. 公司看点：受益于超纤革产品拓展和新能源客户放量	13
3.1. 注重技术创新，超纤采用水性环保工艺	13
3.2. 超纤革产品性能优越，有望打开成长空间.....	14
3.3. 新能源客户拓展顺利，客户结构持续优化.....	14
3.4. 积极开展产能建设，助力业绩快速增长	15
4. 盈利预测与投资建议.....	17
4.1. 关键假设	17
4.2. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示.....	19

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司主营汽车内饰新材料, 应用于座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表盘、门板等内饰件.....	5
图 3: 公司各业务营收占比	6
图 4: 公司各业务毛利率	6
图 5: 公司主要产品销量	6
图 6: 公司主要产品单价	6
图 7: 公司主要合作伙伴	7
图 8: 2024Q1 公司营收同比快速增长	8
图 9: 2024Q1 公司归母净利润同比快速增长	8
图 10: 公司牛皮革整皮产品 2023 年成本构成	8
图 11: 公司绒面超纤产品 2023 年成本构成	8
图 12: 盐渍牛皮和蓝湿牛皮进口月度均价	8
图 13: 公司牛皮革和超纤业务产能利用率	8
图 14: 公司毛利率和净利率	9
图 15: 公司期间费用率	9
图 16: 汽车内饰真皮行业上下游情况	10
图 17: 无铬鞣皮革生产工艺流程	10
图 18: 铬鞣皮革生产工艺流程	10
图 19: 中国乘用车市场 30 万元以上车型渗透率稳步上行	11
图 20: 2020 年国内汽车皮革行业竞争格局	12
图 21: 2017-2023 年公司研发费用率有所上升	13
图 22: 2020-2023 年公司研发人员数量有所增加	13
图 23: 公司绒面超纤革生产工艺流程	13
图 24: 公司超纤革生产工艺流程	14
图 25: 公司配套一汽大众的营收占比持续下降	15
图 26: 公司在国内/国外多地开展产能和创新中心建设	16
表 1: 各价格区间配置真皮方向盘的车系占比	11
表 2: 各价格区间配置真皮座椅的车系占比	11
表 3: 汽车真皮行业外资企业占据主导	12

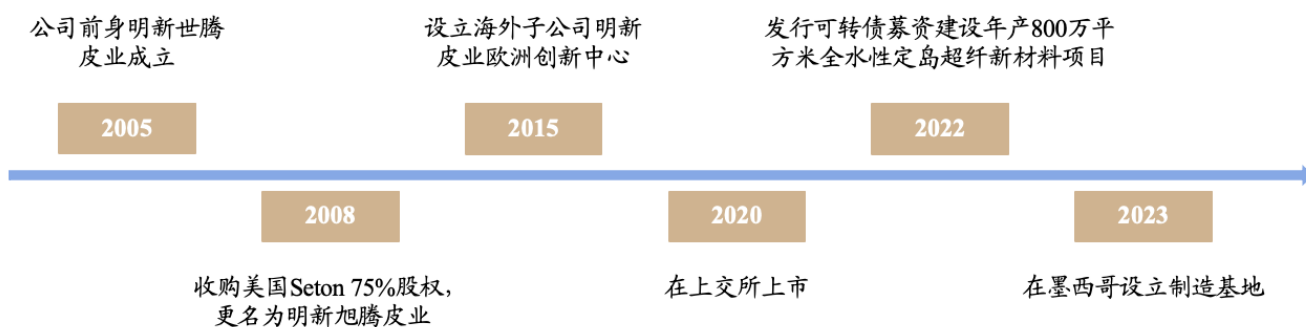
表 4: 公司积极拓展新能源客户	15
表 5: 公司积极开展产能建设.....	16
表 6: 公司营收拆分及预测 (亿元)	17
表 7: 可比公司估值	18

1. 公司概况：主营汽车真皮内饰，积极拓展能力边界

1.1. 深耕汽车真皮内饰，产品矩阵和客户资源丰富

公司深耕汽车真皮内饰行业近 20 年。公司前身明新世腾由明新皮业和世腾国际于 2005 年共同出资设立，持股比例分别为 25%/75%。2008 年，公司收购美国 Seton 75% 股权，更名为明新旭腾皮业。2020 年，公司在上交所上市。2023 年，公司在墨西哥设立制造基地。公司墨西哥工厂计划于 2024 年正式投产。

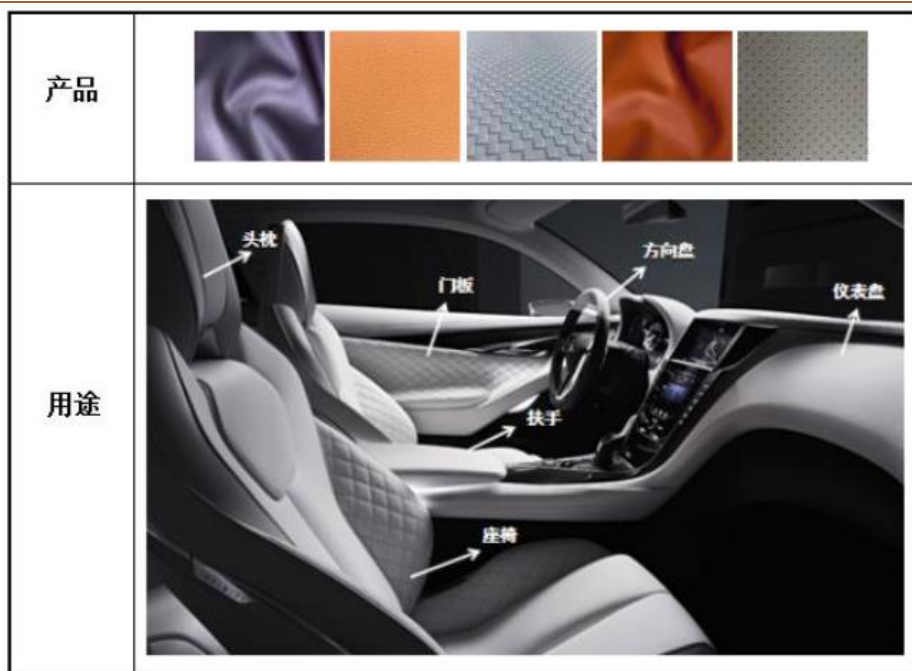
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

公司产品品类持续拓展，打造一站式汽车内饰材料供应商。公司主营汽车内饰新材料，产品包括真皮、绒面超纤、超纤革、PU、PVC 等，主要应用于汽车的座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表盘、门板、顶棚等内饰件。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。

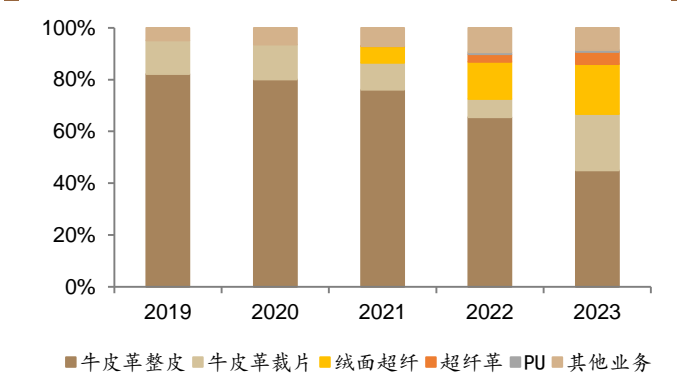
图 2：公司主营汽车内饰新材料，应用于座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表盘、门板等内饰件



资料来源：公司公告，德邦研究所

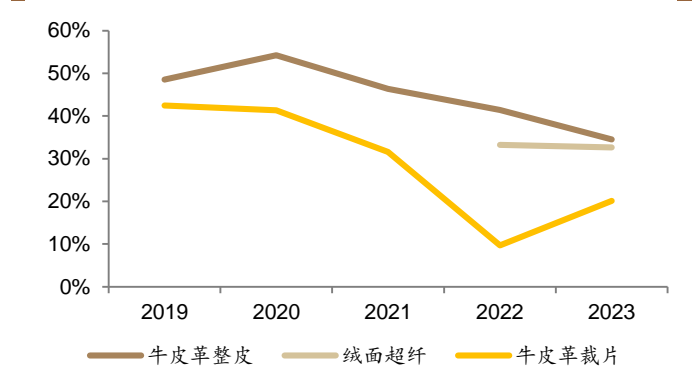
2023 年公司绒面超纤产品营收占比同比有所提升，毛利率同比略有下降。2023 年公司牛皮革整皮/牛皮革裁片/绒面超纤/超纤革/PU 营收分别为 4.07/1.97/1.75/0.43/0.07 亿元，营收占比分别为 45%/22%/19%/5%/1%，营收同比增速分别为-27%/229%/42%/73%/12%。2023 年公司牛皮革整皮/绒面超纤/牛皮革裁片/超纤革/PU 毛利率分别为 34%/33%/20%/5%/-34%，同比分别为 -7.0pct/-0.6pct/10.5pct/3.5pct/5.2pct。

图 3：公司各业务营收占比



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

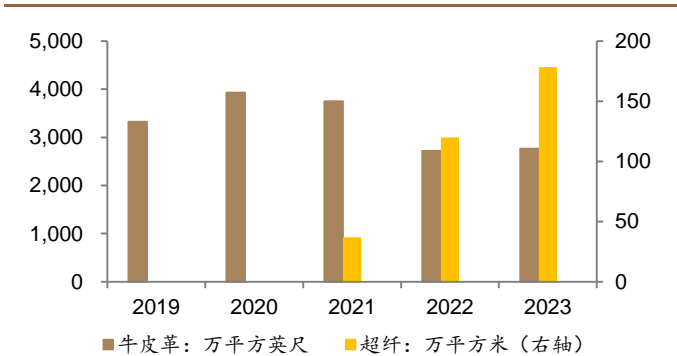
图 4：公司各业务毛利率



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

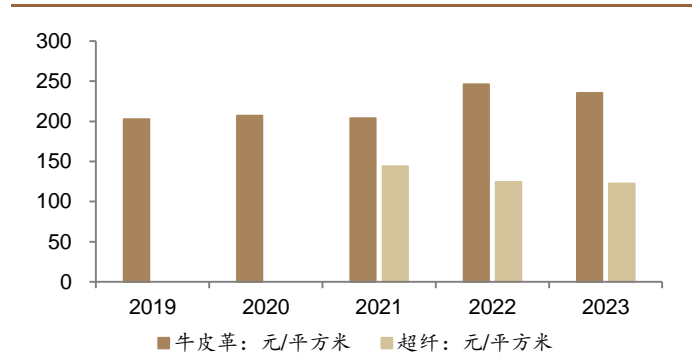
2023 年公司超纤产品销量同比有所提升，单价同比略有下降。2023 年公司牛皮革/超纤销量分别为 2,762 万平方英尺/178 万平方米，同比+2%/+49%。2023 年公司牛皮革/超纤单价分别为 235/122 元/平方米，同比-4%/-1%。

图 5：公司主要产品销量



资料来源：公司公告，德邦研究所

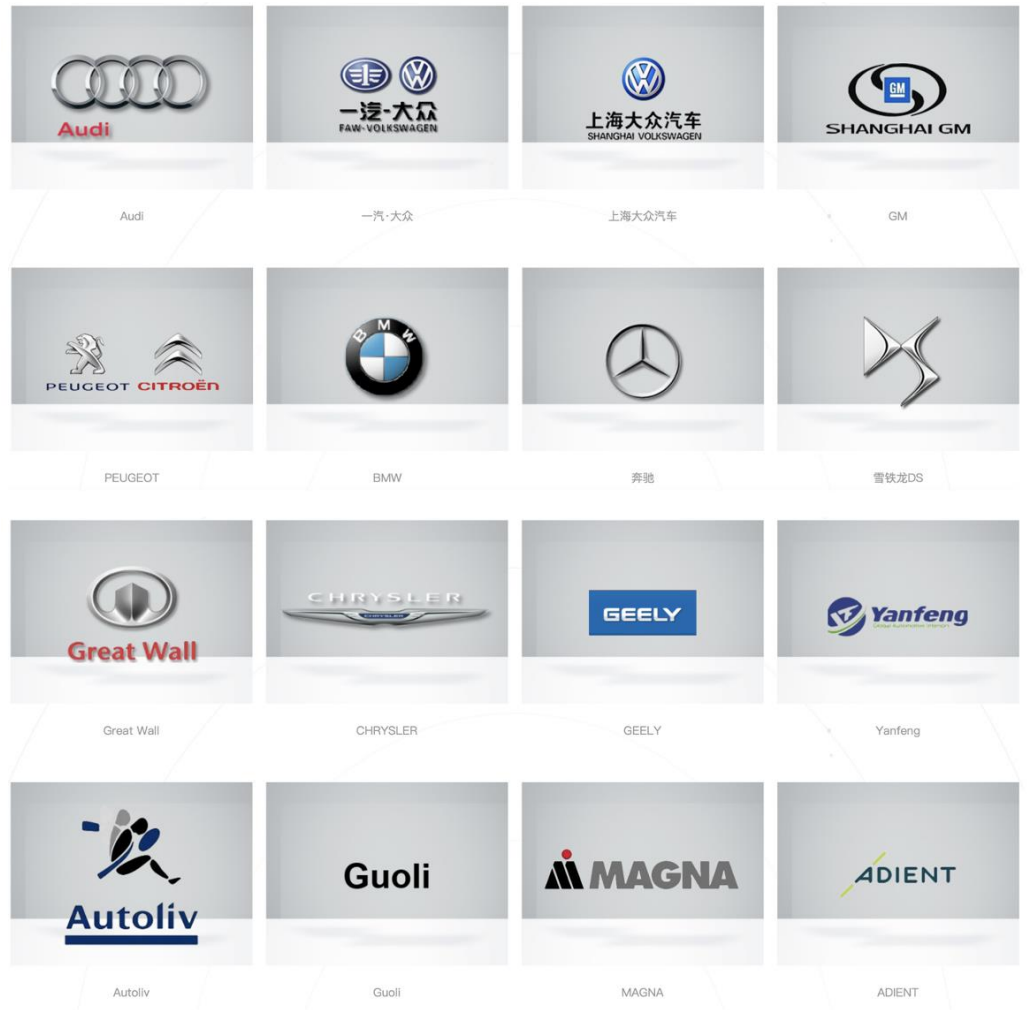
图 6：公司主要产品单价



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司客户资源丰富。据公司可转债募集说明书，公司已进入美国 Chrysler、德国大众、法国 PSA 等国际整车厂，以及一汽大众、上汽通用、上汽大众、上汽通用五菱、吉利、长城、长安、比亚迪、奇瑞、一汽轿车、广汽等国内整车厂供应商体系，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。

图 7：公司主要合作伙伴



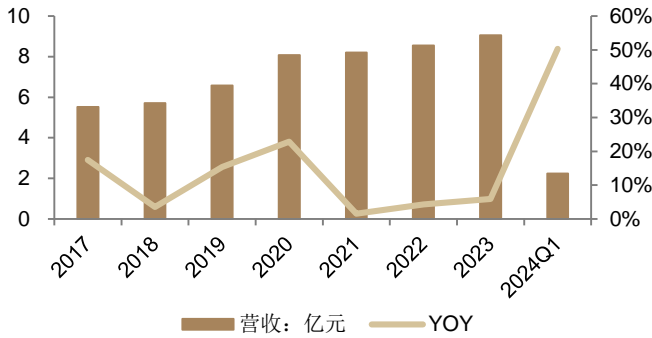
资料来源：公司官网，德邦研究所

1.2. 财务分析：营收持续增长，2024Q1 业绩同比快速提升

2017-2023 年公司营收保持增长，2024Q1 业绩同比快速提升。2017-2023 年公司营收由 5.5 亿元增长至 9.1 亿元。2020-2023 年公司归母净利润由 2.2 亿元下降至 0.6 亿元，我们认为主要受原材料价格上涨等因素影响。2024Q1 公司营收 2.2 亿元，同比+50%；归母净利润 0.13 亿元，同比扭亏，增速为 329%。

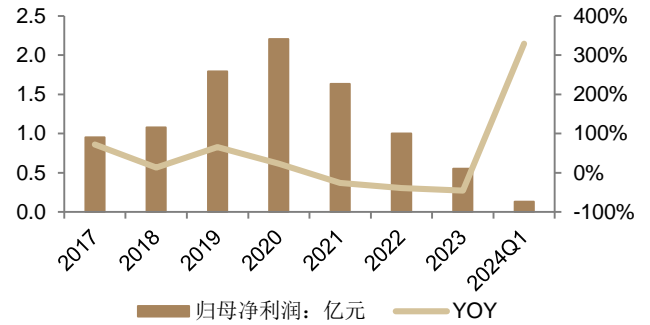
公司真皮产品主要原材料为盐渍牛皮或蓝湿牛皮及化料，超纤产品主要原材料为无纺布及化料。公司采购的皮料主要为海外进口，其中毛皮主要来自美国和加拿大，蓝皮主要来自美国；化料则来自于德国、美国等。

图 8: 2024Q1 公司营收同比增长



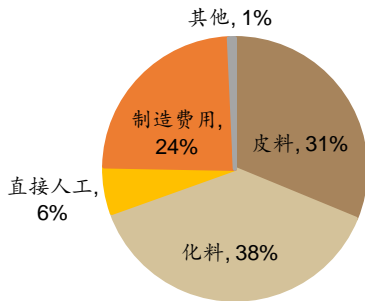
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 9: 2024Q1 公司归母净利润同比增长



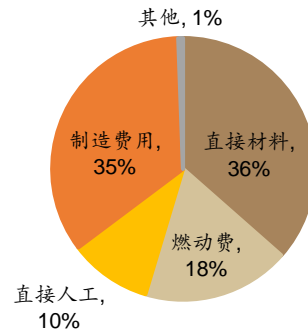
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 10: 公司牛皮革整皮产品 2023 年成本构成



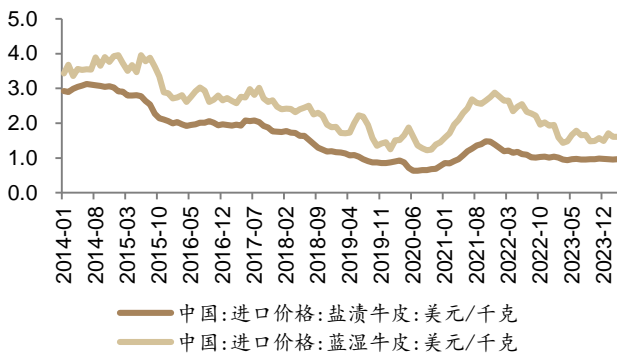
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 11: 公司绒面超纤产品 2023 年成本构成



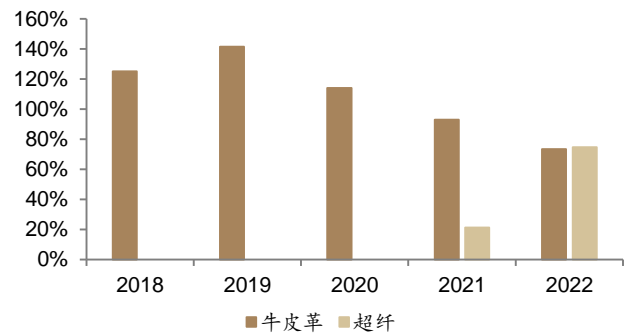
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 12: 盐渍牛皮和蓝湿牛皮进口月度均价



资料来源: Wind, 海关总署, 德邦研究所

图 13: 公司牛皮革和超纤业务产能利用率

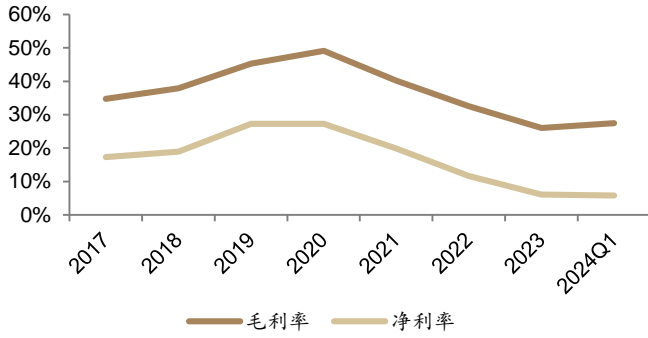


资料来源: 公司可转债募集说明书, 公司可转债 2023 年跟踪评级报告, 德邦研究所

2019-2023 年公司期间费用率有所上升, 2024Q1 单季度毛利率和净利率同比明显提升。2019-2023 年公司期间费用率由 13.9% 提升至 22.6%, 其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别由 1.6%/5.1%/0.9%/6.3% 提升至 1.9%/7.9%/3.0%/9.7%。2020-2023 年公司毛利率/净利率均有所下降。2024Q1 公司单季度毛利率/净利率分别为 27.4%/5.8%, 同比分别 +6.4pct/+9.6pct, 环比

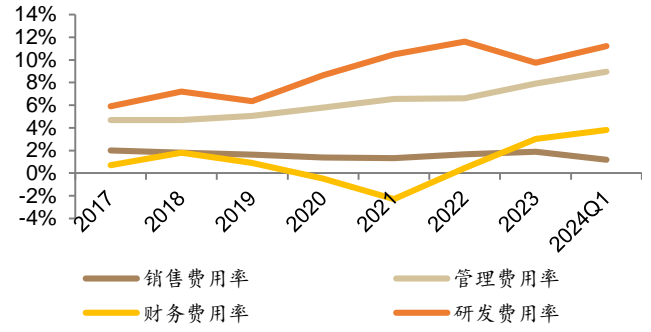
分别+2.6pct/+0.1pct。

图 14: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 15: 公司期间费用率



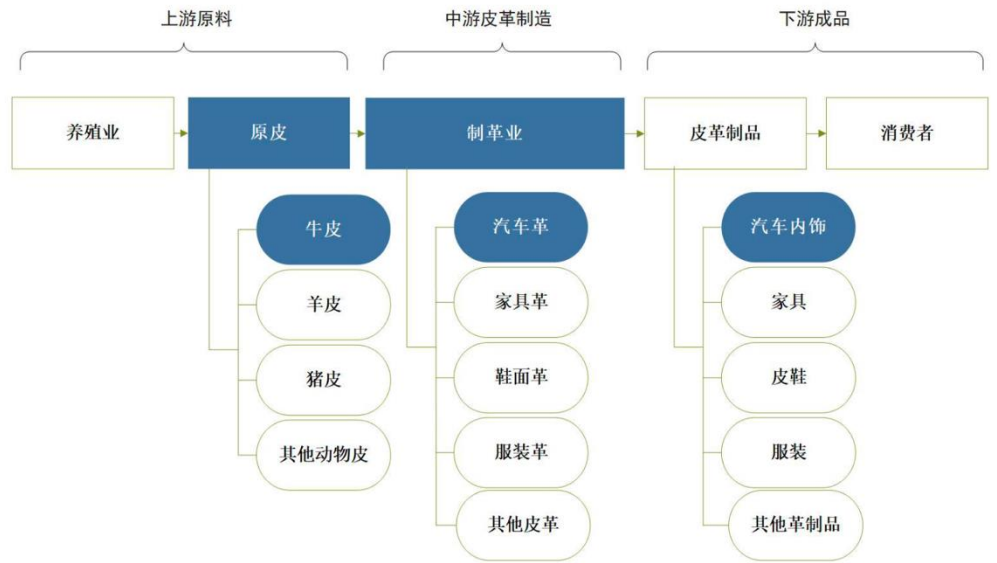
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

2. 行业分析：自主真皮龙头，国产替代空间广阔

皮革可分为天然革和非天然革（包括合成革和人造革）两大类。天然皮革是指由动物原皮经过鞣制整理而成的真皮。非天然革是由纺织布底基或无纺布底基，分别用聚氨酯涂饰并采用特殊发泡处理制成，属于化工行业的塑料制品。皮革可提升汽车内饰的美观和乘客的舒适性，用于座椅、方向盘、扶手、头枕、门板、仪表盘等汽车内饰件的装饰覆盖。

汽车内饰真皮行业上游主要为畜牧业和皮革化工、机械业。其中，畜牧业主要提供动物毛皮作为生产所需的原材料，皮革化工、机械业则主要提供皮革鞣制加工过程中所需的各种化工原料和生产设备。

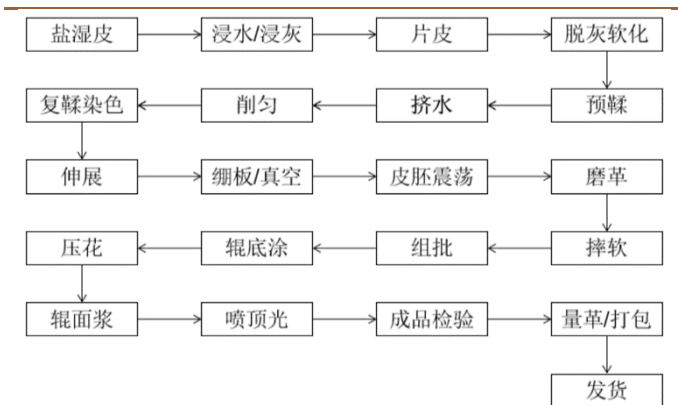
图 16：汽车内饰真皮行业上下游情况



资料来源：公司可转债募集说明书，德邦研究所

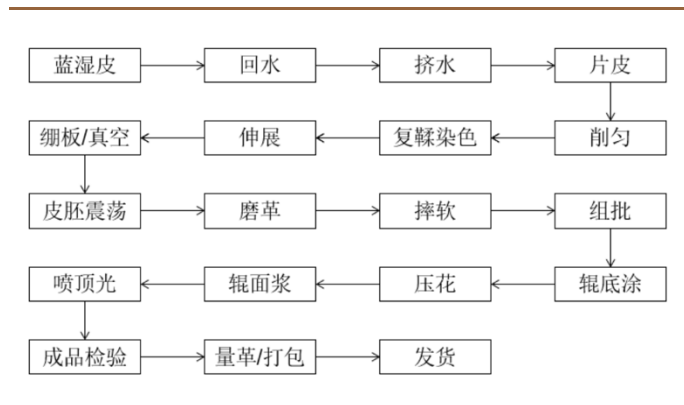
汽车内饰真皮的生产工序主要分为前端和后端两部分。前端生产是指毛皮通过鞣制加工成半成品的过程，其中采用含铬鞣剂进行鞣制生产的为蓝湿皮，采用不含铬鞣剂进行鞣制生产的为白湿皮；后端生产是指将蓝湿皮/白湿皮通过水场和涂饰车间处理，制成最终产成品的过程。水场的主要工序为染色和干燥，涂饰车间则对皮料表层进行处理，使之在柔韧度、耐磨度等方面满足整车厂的要求。除上述工序外，公司还设有裁片车间，对部分产成品进行裁切处理，专供有裁片需求的客户使用。

图 17：无铬鞣皮革生产工艺流程



资料来源：公司可转债募集说明书，德邦研究所

图 18：铬鞣皮革生产工艺流程



资料来源：公司可转债募集说明书，德邦研究所

2.1. 行业趋势：真皮向更低价位车型渗透，并有望受益于高端车销量占比提升

真皮向更低价位车型渗透。据汽车之家，15 万元以下/15-35 万元/35 万元以上价格区间，真皮方向盘车系占比分别为 17.6%/51.4%/86.3%，真皮座椅车系占比分别为 7.6%/40.4%/78.9%。天然皮革凭借自然舒适的手感，特有的透气性、透湿性、耐磨性、吸潮性、耐寒性，深受消费者的青睐。在 15 万元以下价格区间，小鹏 G3、零跑 C11、零跑 C01、深蓝 SL03 等车系均推出可选配真皮座椅的车型。

表1：各价格区间配置真皮方向盘的车系占比

价格	车系数量	真皮方向盘车系数量	真皮方向盘车系占比
15万元以下	658	116	17.6%
15-35万元	695	357	51.4%
35万元以上	408	352	86.3%

资料来源：汽车之家，德邦研究所

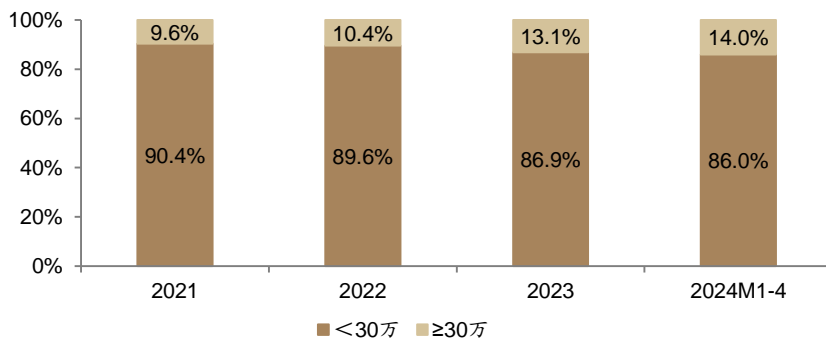
表2：各价格区间配置真皮座椅的车系占比

价格	车系数量	真皮座椅车系数量	真皮座椅车系占比
15万元以下	658	50	7.6%
15-35万元	695	281	40.4%
35万元以上	408	322	78.9%

资料来源：汽车之家，德邦研究所

30 万元以上车型销量占比持续提升，真皮行业有望受益于汽车消费升级趋势。30 万元以上车型真皮方向盘、真皮座椅配置率更高。2021 年-2024M1-4，中国乘用车市场 30 万元以上车型渗透率由 9.6% 提升至 14.0%，消费升级趋势较为明显，有望带动汽车真皮需求增长。

图 19：中国乘用车市场 30 万元以上车型渗透率稳步上行



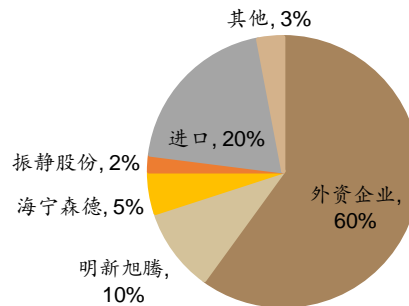
资料来源：乘联分会公众号，德邦研究所

2.2. 竞争格局：外资企业占据主导，公司份额提升空间大

国内汽车皮革市场合/外资企业占据主要份额。据公司可转债 2023 年跟踪评级报告，目前国内汽车皮革市场中，约 20% 由海外进口，60% 以上由国内合资公司生产，剩下约 20% 由国内厂商供货。国际龙头德国柏德、美国鹰革、日本美多绿、美国 GST 市占率合计约 60%，国内汽车革供应商主要包括明新旭腾、海宁

森德等。自主真皮供应商在技术积累、成本管控及响应速度等方面持续进步，有望受益于整车厂降本压力下的国产替代趋势，提升市场份额。

图 20：2020 年国内汽车皮革行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院，德邦研究所（振静股份现已更名为巨星农牧）

表 3：汽车真皮行业外资企业占据主导

公司	进入中国时间	生产基地	简介
德国柏德 (Bader leather)	2004年	大连	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。
美国杰仕地 (GST Autoleather)	2000年	中山、沈阳、嘉兴	美国第一家进入丰田体系的供应商
美国鹰革 (Eagle Ottawa)	2003年	上海	主要从事皮革后整饰新技术加工等业务。美国鹰革公司2015年被美国李尔 (Lear) 收购。
博世革斯马克 (Boxmark)	2012年	嘉兴	主要从事工业用皮革、皮革制品的设计、加工 (皮革鞣制、染色加工除外) 和销售。
日本美多绿	2000年	广州	主要从事皮革制造、销售。美多绿占领了中国日系车市场的主要份额。
海宁森德	-	海宁	成立于2002年，主要从事汽车座垫革 (限后整理) 及革皮制品制造、加工等业务。
巨星农牧	-	四川	原名四川振静股份有限公司，成立于2013年，主要从事中高档天然皮革的研发、制造与销售，产品运用于制造中高档家私、汽车座椅及内饰和鞋面等。2020年7月，振静股份通过发行股份及支付现金方式购买巨星农牧有限公司100%股权完成过户，主营业务新增畜禽养殖及饲料生产和销售；8月21日，振静股份完成工商变更登记，名称变更为乐山巨星农牧股份有限公司；9月24日，其证券简称变更为“巨星农牧”。

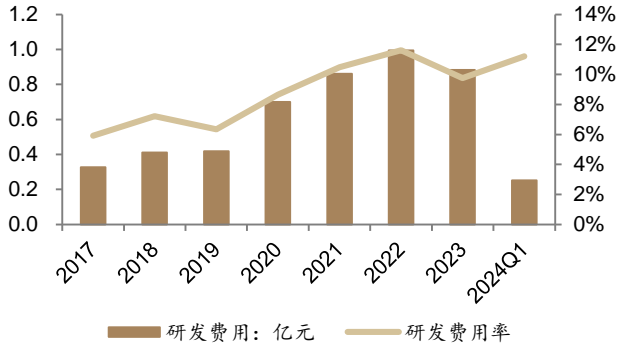
资料来源：公司可转债募集说明书，德邦研究所

3. 公司看点：受益于超纤革产品拓展和新能源客户放量

3.1. 注重技术创新，超纤采用水性环保工艺

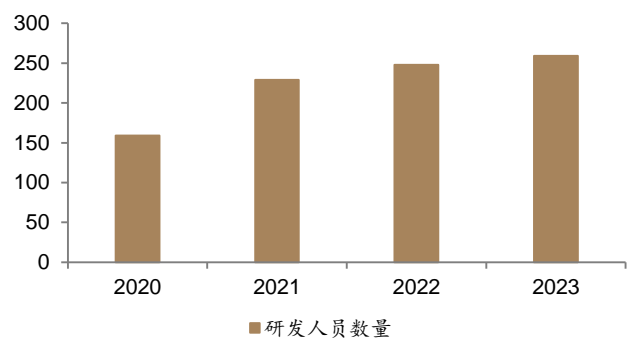
公司注重研发投入，2020-2023 年公司研发人员数量有所增加。2017-2023 年间，公司研发费用由 0.33 亿元提升至 0.88 亿元，研发费用率由 5.9% 提升至 9.7%。2020-2023 年间，公司研发人员数量从 159 人增加至 259 人。

图 21：2017-2023 年公司研发费用率有所上升



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 22：2020-2023 年公司研发人员数量有所增加



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

公司技术储备充足。公司拥有完善的设计、研发体系，建有中国轻工业汽车内饰新材料工程技术研究中心、浙江省省级院士专家工作站、浙江省博士创新站等。公司积累了无铬鞣制、低 VOC、全植鞣、全水性、植物基、可循环等研发能力。截至 2023 年末，公司获得发明专利 13 项、实用新型专利 210 项，外观专利 1 项。此外，公司积极开展产学研合作，与天津工业大学、陕西科技大学等高校建立了深度合作。凭借较强的研发能力，公司能够深度参与新车型的设计环节，并快速响应客户需求。

公司超纤采用水性环保工艺，生产中不使用甲苯与 DMF 等有毒有害的有机溶剂。在环保趋势下，一汽大众、一汽奥迪、宝马等品牌部分车型已从真皮切入超纤等人造革。公司全水性定岛超纤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，同时以环保型水性聚氨酯为有机溶剂，不含 DMF 和其他有毒有害的有机溶剂，生产过程清洁，产品中无有毒有害物质，是新一代超纤合成革，代表着世界超细纤维合成革发展方向。此外，在染色环节，公司采用色母粒纺丝，将颜色通过色丝的方法来实现，解决了后续印染废水量大的难题，环保性更强。该产品手感柔软、透湿性能好、外观美观，能够满足高端汽车内饰的装饰需求。目前公司研发的超纤产品包括绒面超纤、光面超纤和水性 PU，均为全水性产品。

图 23：公司绒面超纤革生产工艺流程



资料来源：公司可转债募集说明书，德邦研究所

图 24：公司超纤革生产工艺流程



资料来源：公司可转债募集说明书，德邦研究所

3.2. 超纤革产品性能优越，有望打开成长空间

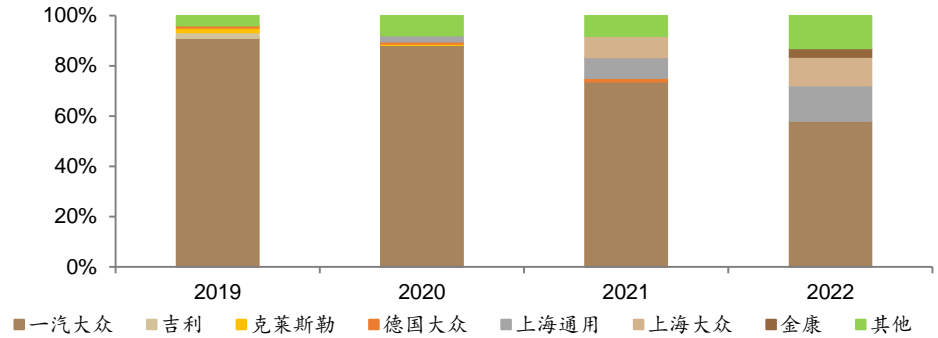
超纤革产品性能优越，是真皮的**最佳替代品**。PVC 革、PU 革、超纤革分别为第一、第二、第三代合成革。第一代 PVC 革由于含有毒增塑剂逐渐被淘汰，新型的 PVC 革及普通 PU 革由于价格便宜，仍占合成革很大的比重，但其外观组织结构及耐磨、耐寒、透气、质感上与真皮差距较大，仿真性较差。超纤革是在充分剖析天然皮革微观结构的基础上加工制成的新型材料，在外观、结构和性能上与天然皮革相似。绒面超纤具有高端大气的绒感风格，光面超纤的力学性能可以媲美真皮。与天然皮革相比，超纤革在厚度均匀性、耐霉菌性、材料利用率和成本等方面都具有优势。

国内超纤革市场需求量大，**国产替代空间广阔**。据公司可转债募集说明书，国内超纤革的市场需求预计 3.5 亿平方米，但产能只有约 2.6 亿平方米，国内市场的供需缺口较大。国内车用超纤革市场主要被意大利欧缔兰、日本东丽等进口厂商占领，具有较大的国产替代空间。

3.3. 新能源客户拓展顺利，客户结构持续优化

公司核心客户**一汽大众的营收占比持续下降，客户结构呈多元化发展**。公司与一汽大众合作深入，配套奥迪 Q3、奥迪 Q5、速腾、探岳、探歌、迈腾等车型。2019-2022 年，公司配套一汽大众的营收占比由 91.06% 下降至 58.05%。2022 年，公司主要终端客户一汽大众、上海通用、上海大众、金康营收占比分别为 58.05%、14.07%、11.34%、3.48%。

图 25: 公司配套一汽大众的营收占比持续下降



资料来源: 公司可转债募集说明书, 公司可转债 2023 年跟踪评级报告, 德邦研究所

公司积极拓展新能源客户, 获得多家知名整车厂项目定点, 2024 年有望迎来放量期。据公司公告, 2022 年以来, 公司获得多个知名整车厂客户项目定点, 供货产品包括真皮、绒面超纤等, 项目金额合计约 25 亿元, 2023-2024 年会陆续量产。公司有望充分受益于新能源汽车高景气度, 实现对新能源客户销售收入的快速增长。

表 4: 公司积极拓展新能源客户

公告日期	定点客户	供货产品	项目周期 (年)	项目金额 (亿元)	量产时间
2024-04	国内某知名汽车主机厂	真皮材料	5	8.7	2024年10月
2023-01	国内某知名新能源主机厂	真皮材料	-	5.3	2024年初
2022-06	国内某知名新能源主机厂	真皮材料	-	4	2023年
2022-03	国内某知名新能源主机厂	真皮材料	-	4	2023年
2022-03	某知名品牌主机厂	绒面超纤材料	-	3	2023年

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3.4. 积极开展产能建设, 助力业绩快速增长

公司在国内/国外多地开展产能和创新中心建设。公司目前拥有浙江嘉兴、辽宁阜新、江苏新沂三大生产基地, 并拥有欧洲创新中心, 公司墨西哥工厂计划于 2024 年正式投产。(1) 公司车用牛皮革生产基地位于辽宁阜新和浙江嘉兴, 其中阜新市主要负责将原皮处理成皮胚, 嘉兴市主要负责对皮胚进行加工并完成发货, 阜新基地靠近公司核心终端客户一汽大众的长春产业基地, 嘉兴市则靠近公司长三角地区的直接客户一级供应商。通过上述生产基地的建设, 可以有效地缩短供货时间, 快速响应客户的需求。(2) 公司水性超纤产品生产基地位于江苏新沂, 目前一期自有资金建设的“年产 200 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”已经投产。(3) 公司墨西哥工厂正式投产后, 公司将有机会承接更多海外市场业务, 拓展当地及周边国家、地区客户, 推进公司国际化战略布局, 提高全球市场竞争力。

图 26: 公司在国内/国外多地开展产能和创新中心建设



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

公司积极开展真皮、超纤革产能建设, 伴随募投项目产能逐步落地, 业绩有望再上一个台阶。2020、2022 年公司通过 IPO、发行可转债分别募集资金 8.72、6.73 亿元, 用于真皮、超纤革产能建设等项目, 其中超纤革产品涵盖汽车、服装、家居、鞋帽、箱包、精密仪器及镜头的擦拭布、卫材等民用和军工领域。截止 2023 年底, 年产 110 万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目、年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业 4.0 建设项目、年产 800 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目投资进度分别为 57.21%、59.32%、36.07%, 项目预计分别于 2024 年 12 月、2024 年 12 月、2024 年 7 月达到预定可使用状态, 预计项目达产后将分别贡献年营收 4.61、4.52、9.20 亿元, 进一步保障公司对于客户新项目的配套能力。据公司投资者关系活动记录表 (2023-05-31), IPO、可转债募投项目全部投产后, 公司真皮终端产能将达到 160 万张/年, 水性超纤产能将达到 1000 万平方米/年。

表 5: 公司积极开展产能建设

项目名称	年产110万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目*	年产50万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业4.0建设项目*	年产800万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目**
实施地点	浙江省嘉兴市、江苏省新沂市	江苏省新沂市	江苏省新沂市
投资总额 (亿元)	2.185	3.98	6.23
拟投入募集资金 (亿元)	2.185	3.98	4.80
具体产品	牛皮汽车革	无铬鞣牛皮汽车革	年产400万平方米的绒面超纤革与400万的超纤革
预计达产后营收 (亿元)	4.61	4.52	9.20
预计达产后净利润 (亿元)	0.54	0.73	2.15
截至2023年底投资进度	57.21%	59.32%	36.07%
项目达到预定可使用状态日期	2024年12月	2024年12月	2024年7月

资料来源: 公司招股说明书、公司可转债募集说明书, 德邦研究所 (“*”项目系2020年IPO募投项目, “**”项目系2022年可转债募投项目)

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 关键假设

真皮业务：公司拥有完善的设计、研发体系，能够深度参与新车型的设计环节，并快速响应客户需求。公司与一汽大众合作深入，2022年以来获得多家知名新能源整车厂真皮产品项目定点。公司有望充分受益于新能源汽车高景气度，实现对新能源客户销售收入的快速增长。我们预计2024-2026年营收同比增速分别为：31%/26%/21%。

超纤业务：超纤革产品性能优越，国内车用超纤革市场主要被意大利欧缔兰、日本东丽等进口厂商占领，国产替代空间广阔。公司超纤采用水性环保工艺，生产中不使用甲苯与DMF等有毒有害的有机溶剂，并积极开展产能建设，有望打开成长空间。我们预计2024-2026年营收同比增速分别为：66%/27%/14%。

其他业务：主要为副产品及边角废料销售。我们预计2024-2026年营收同比增速分别为：16%/17%/17%。

表 6：公司营收拆分及预测（亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
真皮业务（亿元）	6.21	6.04	7.91	9.96	12.00
YOY		-3%	31%	26%	21%
毛利率	38%	30%	30%	32%	33%
超纤业务（亿元）	1.48	2.18	3.61	4.58	5.24
YOY		47%	66%	27%	14%
毛利率	28%	27%	32%	33%	34%
其他业务（亿元）	0.87	0.84	0.97	1.13	1.33
YOY		-4%	16%	17%	17%
毛利率	-2%	-4%	5%	6%	7%
营业总收入（亿元）	8.56	9.06	12.49	15.68	18.57
YOY		6%	38%	25%	18%
毛利率	32%	26%	29%	30%	32%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所预测

4.2. 盈利预测与估值

未来随着超纤革产品持续拓展、新能源客户订单逐步放量、墨西哥工厂投产，公司业绩有望再上一个台阶。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.08/1.64/2.24亿元，EPS分别为0.66/1.01/1.38元，对应当前股价PE为21.4/14.1/10.3倍。明新旭腾3家可比公司2024-2026年PE均值分别为23.0/14.9/11.8倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7: 可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603179.SH	新泉股份	213	43.67	11.13	14.52	18.14	19.1	14.7	11.7
603730.SH	岱美股份	162	9.80	8.90	10.66	12.91	18.2	15.2	12.5
603997.SH	继峰股份	145	11.47	4.59	9.79	13.05	31.6	14.8	11.1
可比公司平均 PE							23.0	14.9	11.8
605068.SH	明新旭腾	23	14.23	1.08	1.64	2.24	21.4	14.1	10.3

资料来源: Wind, 德邦研究所预测 (收盘日期为 2024/6/5, 明新旭腾盈利预测来自德邦研究所, 其他来自 Wind 一致预测)

5. 风险提示

汽车行业景气度不及预期、原材料价格大幅上涨、客户拓展不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.33	0.66	1.01	1.38
每股净资产	11.54	12.19	13.20	14.00
每股经营现金流	0.35	-0.44	0.13	0.84
每股股利	0.00	0.58	0.58	0.58
价值评估(倍)				
P/E	68.00	21.43	14.10	10.31
P/B	1.94	1.17	1.08	1.02
P/S	2.55	1.85	1.48	1.25
EV/EBITDA	27.53	14.56	11.76	10.11
股息率%	0.0%	4.1%	4.1%	4.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	26.1%	28.6%	30.1%	31.6%
净利润率	6.1%	8.6%	10.5%	12.1%
净资产收益率	2.9%	5.4%	7.6%	9.9%
资产回报率	1.6%	2.7%	3.6%	4.3%
投资回报率	2.8%	3.5%	4.8%	5.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	5.9%	37.9%	25.5%	18.5%
EBIT 增长率	-36.5%	79.4%	54.7%	37.3%
净利润增长率	-45.2%	96.0%	52.0%	36.7%
偿债能力指标				
资产负债率	45.5%	50.3%	53.1%	56.0%
流动比率	3.2	2.5	2.2	2.0
速动比率	2.0	1.4	1.2	1.1
现金比率	1.1	0.6	0.4	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	173.4	150.5	150.5	158.1
存货周转天数	354.4	334.2	349.5	353.1
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	2.0	2.6	2.9	3.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	55	108	164	224
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	84	95	108	121
非经营收益	27	18	26	33
营运资金变动	-109	-292	-277	-241
经营活动现金流	57	-71	21	137
资产	-415	-312	-337	-367
投资	51	-20	-20	-20
其他	6	4	5	6
投资活动现金流	-357	-328	-352	-381
债权募资	53	288	300	380
股权募资	0	-2	0	0
其他	-114	-20	-29	-129
融资活动现金流	-62	266	271	251
现金净流量	-364	-135	-60	6

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 5 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	906	1,249	1,568	1,857
营业成本	670	892	1,095	1,271
毛利率%	26.1%	28.6%	30.1%	31.6%
营业税金及附加	7	10	13	15
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	17	24	27	30
营业费用率%	1.9%	1.9%	1.7%	1.6%
管理费用	72	99	107	121
管理费用率%	7.9%	7.9%	6.8%	6.5%
研发费用	88	122	150	166
研发费用率%	9.7%	9.8%	9.5%	8.9%
EBIT	71	128	198	272
财务费用	27	9	17	25
财务费用率%	3.0%	0.7%	1.1%	1.3%
资产减值损失	-5	-5	-6	-7
投资收益	5	3	5	6
营业利润	49	119	182	249
营业外收支	-1	-1	-2	-3
利润总额	48	119	180	246
EBITDA	145	212	293	378
所得税	-7	11	16	22
有效所得税率%	-13.8%	9.0%	9.0%	9.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	55	108	164	224

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	699	564	504	510
应收账款及应收票据	478	567	743	888
存货	689	967	1,160	1,333
其它流动资产	151	243	275	298
流动资产合计	2,016	2,341	2,683	3,029
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	449	517	578	616
在建工程	556	655	794	973
无形资产	146	166	186	198
非流动资产合计	1,424	1,651	1,891	2,148
资产总计	3,440	3,992	4,574	5,177
短期借款	236	386	536	766
应付票据及应付账款	331	462	573	650
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	64	80	88	103
流动负债合计	631	929	1,197	1,520
长期借款	117	267	417	567
其它长期负债	816	814	814	814
非流动负债合计	933	1,081	1,231	1,381
负债总计	1,564	2,010	2,428	2,901
实收资本	163	163	163	163
普通股股东权益	1,876	1,982	2,146	2,276
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,440	3,992	4,574	5,177

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；	
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；	
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。	

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。