

国内汽车革领先者，新品放量助力公司成长加速

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司是国内中高端汽车革领先企业，20年市场份额提升至11.2%。随着行业复苏，下半年核心客户一汽-大众产销有望明显回升，叠加新客户批量供货以及产能扩张顺利，公司牛皮革业务有望恢复至较快增长，预计22-24年公司牛皮革销量为4278/4978/5953万平方英尺，同比增长14.0%/16.4%/19.6%；2) 新产品水性超纤革国产替代潜力大，随着产能释放，水性超纤革业务有望成为公司中长期新增长点，预计22-24年水性超纤革销量达114.6/171.9/242.8万平米，同比增长217%/50%/41.2%。3) 估值较低：预计公司未来三年归母净利润CAGR达33.3%，对应2022年动态PE仅为19倍。
- 真皮：产能快速扩张，市场份额有望持续提升。** 1) 随着电动智能化快速发展及消费升级，豪华车型渗透率不断提升，将带动汽车革的销量持续增长，预计到2025年全国/全球汽车革市场规模分别有望达93和299亿元，5年CAGR分别为4.3%/5.2%。目前公司真皮终端产能为80万张/年，预计22年底能达到110万张，23年底160万张，产能实现明显扩张，市场份额有望持续提升。2) 在绿色环保要求下，无铬鞣法生产汽车革成为行业发展趋势，公司积极开发绿色环保皮革，产品结构改善将助力盈利能力提升。3) 随着政策刺激加速行业复苏，下半年核心客户一汽-大众产销有望明显回升，叠加新客户批量供货，预计公司牛皮革业务将恢复至较快增长，毛利率将企稳回升，整体经营改善弹性大。
- 超纤：合成革未来发展方向，国产替代潜力大。** 1) 全水性定岛超纤革具备环保、舒适、安全等优点，是合成革的未来发展方向。目前国内超纤革市场的供需缺口大，预计未来超纤革有3倍左右的增长空间，且高端超纤革主要依靠进口，国内依靠性价比优势，未来具有较大的国产替代空间。2) 公司积极研发水性超纤产品，2021年首次实现量产交付，贡献收入0.52亿元，占比6.3%，同时，新项目屡有斩获。3) 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，未来水性超纤革业务有望放量增长，成为公司中长期新增长点。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年归母净利润复合增长率为33.3%。看好国内汽车革龙头的增长空间，给予公司2022年25倍估值，对应目标价30.25元，首次覆盖给予“买入”评级。

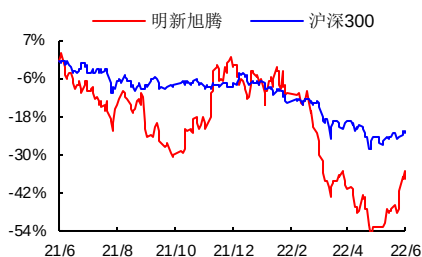
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	820.77	1048.76	1316.20	1680.82
增长率	1.55%	27.78%	25.50%	27.70%
归属母公司净利润 (百万元)	163.39	201.81	287.29	387.10
增长率	-25.91%	23.52%	42.36%	34.74%
每股收益EPS (元)	0.98	1.21	1.72	2.32
净资产收益率 ROE	9.25%	10.45%	13.19%	15.43%
PE	23	19	13	10
PB	2.17	1.98	1.75	1.52

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: zlsns@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 010-57758531
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)	37.93
总资产(亿元)	25.81
每股净资产(元)	10.59

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 公司牛皮革业务较快增长, 预计 22-24 年公司牛皮革销量为 4278/4978/5953 万平方英尺, 同比增长 14.0%/16.4%/19.6%, 对应均价为 19.0/19.5/20.0 元/平方英尺;

假设 2: 原材料成本压力有所缓解, 叠加规模效应, 明后年公司牛皮革业务毛利率持续改善, 22-24 年整皮和裁片毛利率分别为 40%/45%/46%和 30%/35%/38%;

假设 3: 新产品全水性定岛超纤革快速放量, 预计 22-24 年销量为 114.6/171.9/242.8 万平米, 同比增长 217%/50%/41.2%, 对应均价为 150/160/170 元/平米。规模效应带动盈利能力提升, 预计 22-24 年毛利率分别为 32%/40%/45%。

我们区别于市场的观点

1) 市场认为超纤产品推广可能不及预期。我们认为, 与国外竞争对手相比, 公司超纤革具备较明显的性价比优势, 国产替代空间大, 当前客户拓展顺利, 订单有望快速释放, 从而成为公司未来新增长点。2) 市场认为汽车革行业规模较小。我们认为, 汽车革行业属于汽车内饰细分领域, 参与者不多, 市场格局较好, 公司是小而美的国内细分龙头, 中长期成长空间可观。

股价上涨的催化因素

1) 公司是国内中高端汽车革细分龙头, 市场占有率已提升至 11.2%, 随着疫情好转, 核心客户一汽-大众产销逐步恢复, 新客户批量供货, 产能扩张顺利, 整皮与裁片业务将恢复至较快增长。2) 全水性定岛超纤革放量, 国产替代潜力大。产能扩张与订单释放共振, 未来水性超纤革业务有望放量增长, 成为公司中长期新增长点。

估值和目标价格

作为国内领先的汽车革供应商, 我们预计公司未来三年营业收入年复合增速达 27.0%, 归母净利润年复合增速为 33.3%。我们选取了行业中与明新旭腾业务最为相近的四家汽车内外饰件公司, 分别是继峰股份、岱美股份、福耀玻璃、新泉股份, 可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 25/18/14 倍。我们看好国内汽车革龙头的增长空间, 结合对标公司的估值和明新旭腾的业务布局, 我们认为, 给予公司 2022 年 25 倍 PE 是审慎合理的, 对应目标价 30.25 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

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。

目 录

1 公司概况：国内深耕汽车皮革领域的优质龙头	1
1.1 公司产品种类齐全，客户资源丰富	1
1.2 公司股权较为集中，决策运营效率较高	3
2 财务分析	3
2.1 营收保持平稳增长，超纤首次贡献收入	3
2.2 盈利能力持续提升，偿债能力较好	5
2.3 管理、研发费用率增幅较大，销售、财务费用率有所下降	6
2.4 在建工程增加，折旧与摊销快速增长	7
3 汽车内饰皮革市场大有可为，期待公司腾飞	8
3.1 公司产能扩张箭在弦上，市场份额有望持续提升	8
3.2 积极开发绿色环保皮革，公司产品结构提升可期	13
3.3 行业复苏叠加皮料价格回落，公司经营改善可期	19
4 盈利预测与估值	21
4.1 盈利预测	21
4.2 绝对估值	22
4.3 相对估值	23
5 风险提示	23

图 目 录

图 1: 公司真皮产品.....	1
图 2: 公司超纤产品.....	1
图 3: 公司超纤革产品.....	1
图 4: 公司主要客户.....	2
图 5: 2020 前三季度公司前五大客户销售额结构.....	2
图 6: 公司收入主要来自核心整车客户一汽大众.....	2
图 7: 公司最新股权结构图 (截止 2022 年 4 月 25 日).....	3
图 8: 公司营收情况.....	4
图 9: 公司分季度营收增速.....	4
图 10: 公司营收业务结构 (2021).....	4
图 11: 公司营收业务结构.....	4
图 12: 一汽-大众月销量下滑明显.....	4
图 13: 一汽-大众季度销量走势.....	4
图 14: 公司净利润情况.....	5
图 15: 公司分季度归母净利润增速.....	5
图 16: 公司毛利率与净利率走势.....	5
图 17: 公司分产品毛利率.....	5
图 18: 可比公司 ROE (平均) 比较 (%).....	6
图 19: 可比公司总资产周转率比较.....	6
图 20: 可比公司资产负债率比较 (%).....	6
图 21: 可比公司流动比率比较.....	6
图 22: 公司销售费用率和管理费用率走势.....	7
图 23: 公司研发费用率和财务费用率走势.....	7
图 24: 公司在建工程情况 (万元, %).....	7
图 25: 公司折旧与摊销金额持续快速增长.....	7
图 26: 汽车革产业链.....	8
图 27: 我国豪华品牌乘用车销量占比.....	9
图 28: 我国汽车革产量 (亿平方英尺).....	9
图 29: 我国汽车产量 (万辆).....	9
图 30: 全球汽车产量 (万辆).....	9
图 31: 全国汽车革市场规模预测 (亿元).....	10
图 32: 全球汽车革市场规模预测 (亿元).....	10
图 33: 公司汽车皮革领域主要竞争对手.....	10
图 34: 公司专利持续增多.....	11
图 35: 公司汽车革产能及利用率 (单位: 万平方英尺).....	12
图 36: 公司牛皮革产能将大幅提升 (单位: 万张).....	12
图 37: 公司汽车革产销量 (单位: 万平方英尺).....	12
图 38: 公司汽车革市场份额稳步提升 (按产量口径计算).....	12

图 39: 除了核心客户一汽-大众外, 公司积极寻求客户多元化	13
图 40: 公司业务国际化布局初步形成	13
图 41: 公司境外营收及增速	13
图 42: 皮革鞣制方法比较	14
图 43: 公司整皮与裁片业务毛利率走势	15
图 44: 公司牛皮革均价总体呈走高态势	15
图 45: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的整皮单价较高	15
图 46: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的裁片单价较高	15
图 47: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的整皮业务收入占比持续提升	15
图 48: 公司配套奥迪 Q5L/Q3 的裁片业务收入占比持续提升	15
图 49: 公司整皮业务头层无铬鞣产品销售额占比持续提升	16
图 50: 公司裁片业务头层无铬鞣产品销售额占比持续提升	16
图 51: 公司整皮业务头层无铬鞣产品单价较高 (元/平方英尺)	16
图 52: 公司裁片业务头层无铬鞣与铬鞣产品单价走势 (元/平方英尺)	16
图 53: 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均价 (元/平方英尺)	16
图 54: 绒面超纤	17
图 55: 贴面超纤	17
图 56: 积极研发新产品, 公司研发费用快速增长	18
图 57: 公司产品成本结构 (2021)	20
图 58: 进口毛皮价格指数走势	20
图 59: 进口盐渍牛皮均价走势	20
图 60: 进口蓝湿牛皮均价走势	20
图 61: 公司原材料储备增长明显 (万元)	20

表 目 录

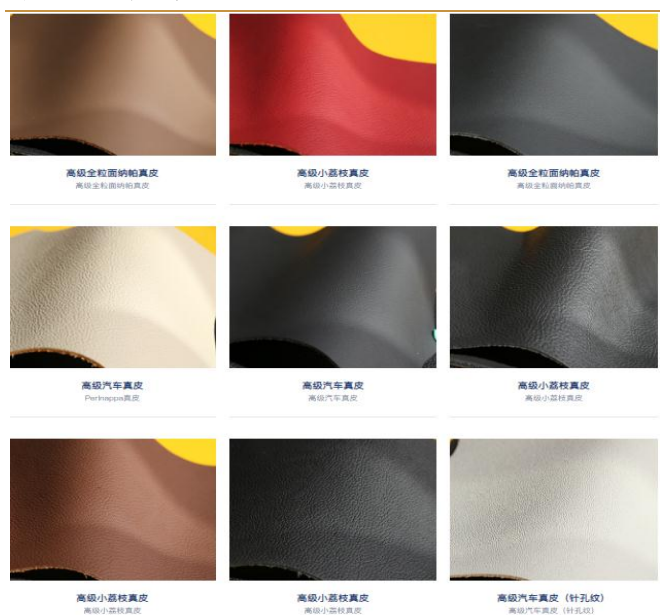
表 1: IPO 募投项目建设进展 (截止 2021.9.30)	8
表 2: 不同合成革产品对比	17
表 3: 公司拟发行的可转债募投项目	19
表 4: 分业务收入及毛利率	21
表 5: 绝对估值假设条件	22
表 6: FCFF 估值结果	22
表 7: FCFF 估值敏感性分析	22
表 8: 可比公司估值 (截止 6 月 10 日收盘)	23
附表: 财务预测与估值	24

1 公司概况：国内深耕汽车皮革领域的优质龙头

1.1 公司产品种类齐全，客户资源丰富

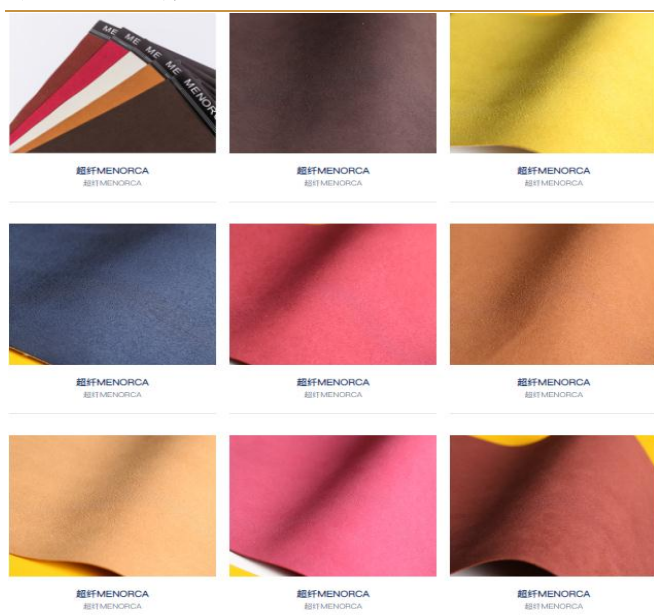
国内深耕汽车皮革领域的优质龙头。明新旭腾新材料股份有限公司成立于 2005 年，2020 年登陆上交所，是一家专注于汽车内饰新材料研发、清洁生产和销售的高新技术企业，主要产品为汽车内饰皮革，包括真皮（分为整皮、裁片）和超纤革，主要应用于中高端汽车的汽车座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表盘、门板等汽车内饰件。

图 1：公司真皮产品



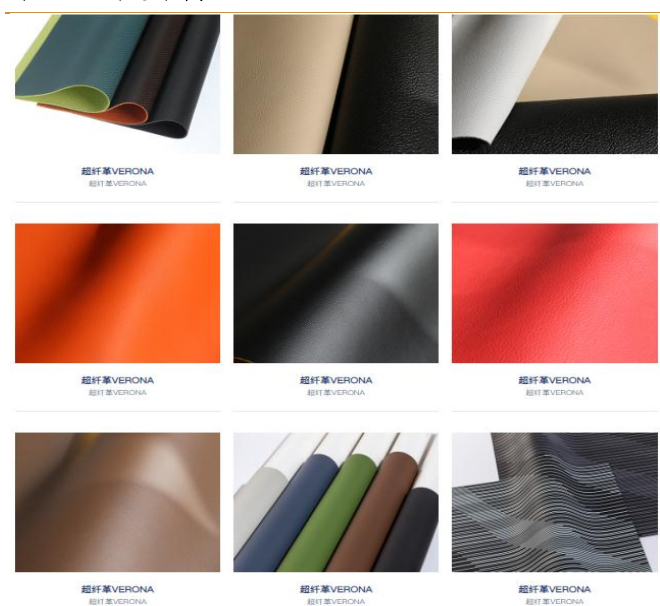
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司超纤产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：公司超纤革产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

最早进入汽车内饰材料细分市场的内资企业之一。公司在汽车皮革领域深耕十余年，尤其进入以奥迪品牌为代表的豪华车供应商体系，打破多年外资企业的垄断，并已成功为德国大众供货，标志着公司的能力已经获得国际车企认可。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。

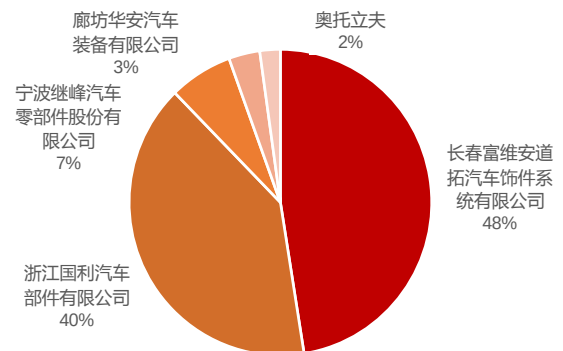
客户集中度较高。2020 年前三季度公司前五大客户分别为长春富维安道拓、浙江国利、继峰股份、廊坊华安、奥托立夫，销售额占比为 41.1%/34.8%/5.9%/2.9%/1.9%。穿透来看，公司通过第一与第二大客户富维系与国利系等给一汽-大众车型配套，故公司核心整车客户为一汽-大众，2019/2020H1 销售额占比为 91.06%/94.57%。

图 4：公司主要客户



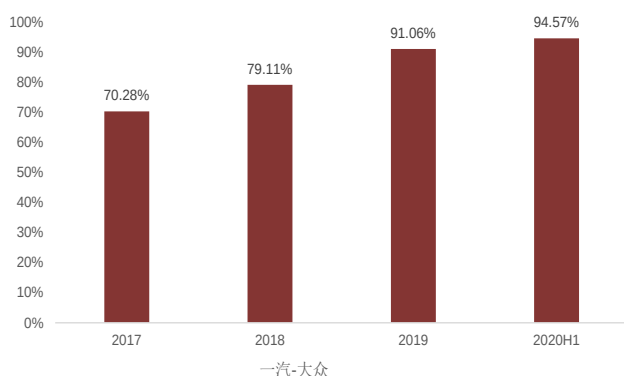
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 5：2020 前三季度公司前五大客户销售额结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司收入主要来自核心整车客户一汽大众

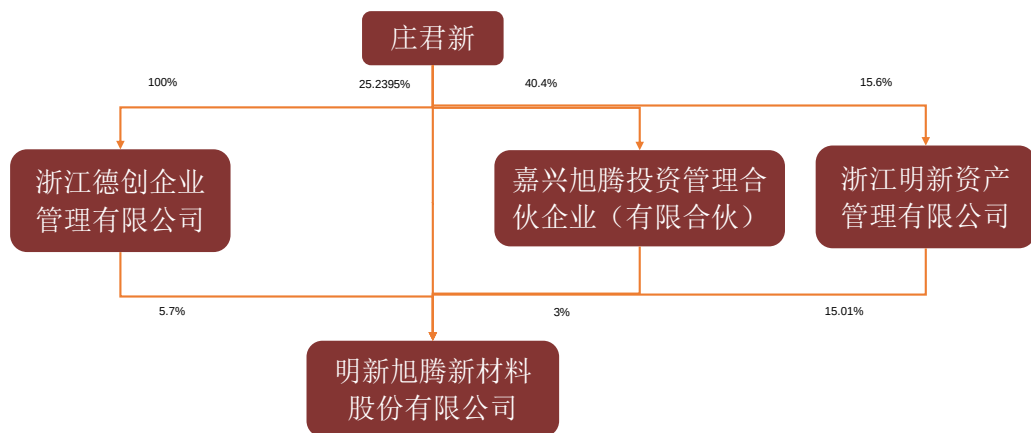


数据来源：公司招股书，西南证券整理

1.2 公司股权较为集中，决策运营效率较高

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 25.24% 的股份，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 5.7%、3% 股份，合计控制公司 33.94% 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 15.01% 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（截止 2022 年 4 月 25 日）



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 财务分析

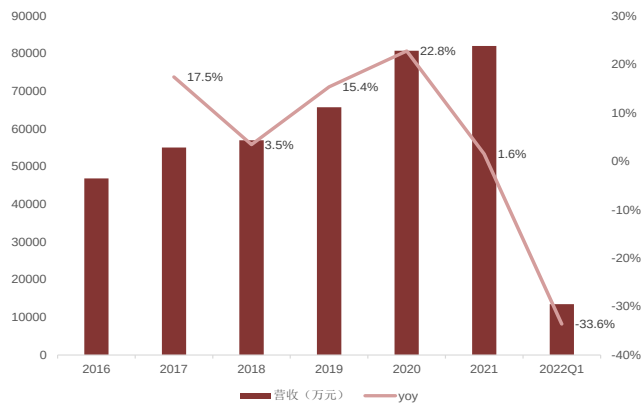
2.1 营收保持平稳增长，超纤首次贡献收入

2016-21 年公司营收由 4.7 亿元增至 8.2 亿元，年复合增速达 11.8%，明显高于同期乘用车产量增速水平（CAGR 为 -2.5%）。2022Q1 公司营收 1.35 亿元，同比 -33.6%，环比 -45.2%，低于同期乘用车产量表现（同比 +10.9%，环比 -18.6%），主要系公司核心客户一汽-大众因局部疫情停产影响导致 Q1 批发销量同环比下降 21.22%/12.32% 所致。

2016-21 年公司净利润由 0.55 亿元增至 1.63 亿元，年复合增速达 24.1%，21 年净利润同比下降 26.0% 至 1.63 亿元。2022Q1 公司实现净利润 0.17 亿元，同比 -76.5%，环比 -15.4%，主要是受疫情影响导致主要客户停减产、原材料成本及制造费用上升、水性超纤处于投入期且初步量产开工率尚低等因素所致。

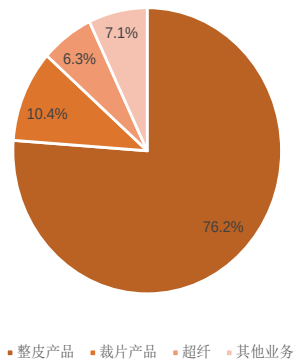
从业务结构上看，2021 年整皮、裁片、超纤收入为 6.25/0.85/0.52 亿元，占营收比重分别为 76%/10%/6%，是公司收入的主要来源，其中，超纤首年实现营收。

图 8：公司营收情况



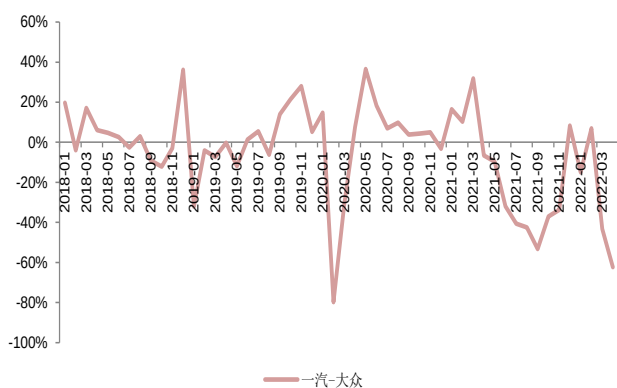
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司营收业务结构（2021）



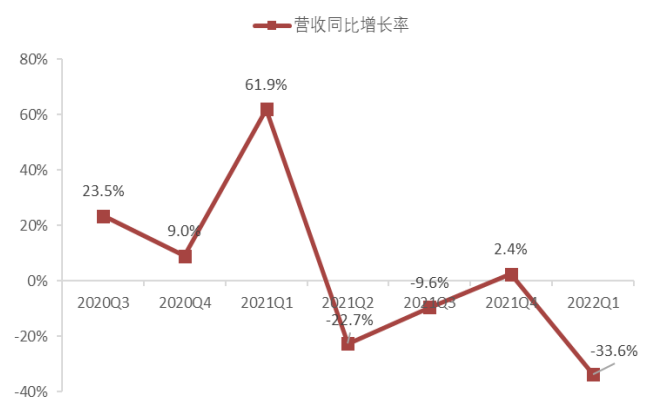
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：一汽-大众月销量下滑明显



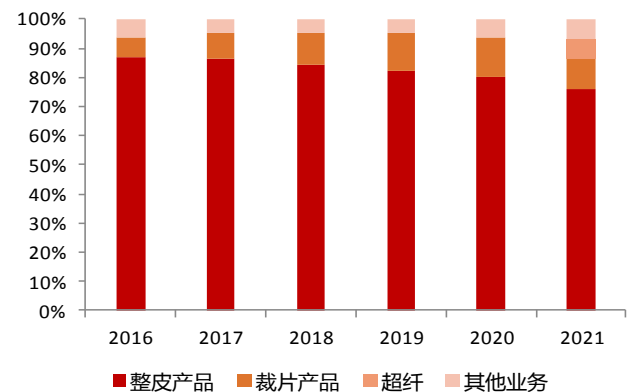
数据来源：乘联会，西南证券整理

图 9：公司分季度营收增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司营收业务结构



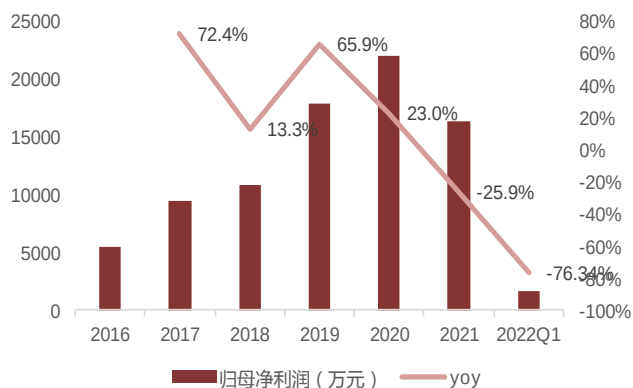
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：一汽-大众季度销量走势



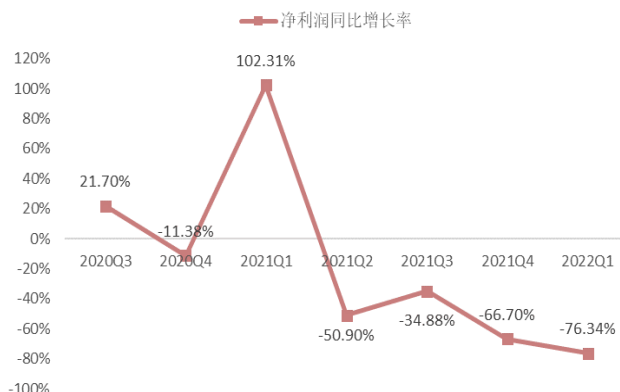
数据来源：乘联会，西南证券整理

图 14：公司净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：公司分季度归母净利润增速



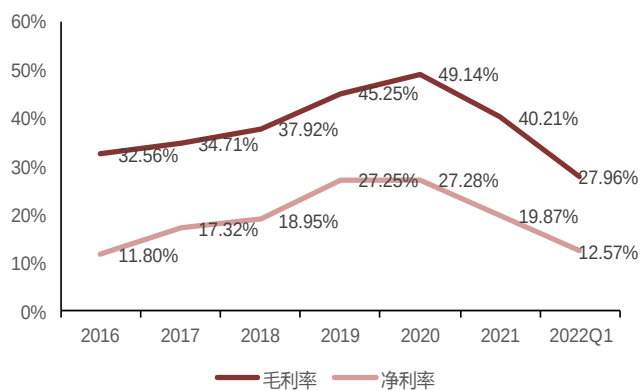
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 盈利能力持续提升，偿债能力较好

2016-20 年公司毛利率由 32.6%持续提升至 49.1%，净利率由 11.8%持续提升至 27.3%，主要系原材料成本下降、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。2021 年受原材料涨价及核心客户因缺芯致产销下滑从而致盈利能力有所下降，对应毛利率/净利率为 40.2%/19.9%，同比-8.9/-7.4pp。

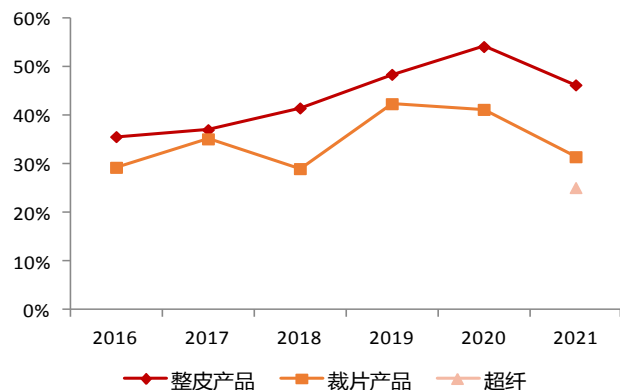
分产品来看，整皮产品的毛利率较高，由 2016 年的 35.7%提升至 2020 年的 54.2%，21 年降低 7.9pp 至 46.3%；裁片产品毛利率 2021 年降低 9.7pp 至 31.56%；21 年超纤毛利率为 25.2%。

图 16：公司毛利率与净利率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：公司分产品毛利率

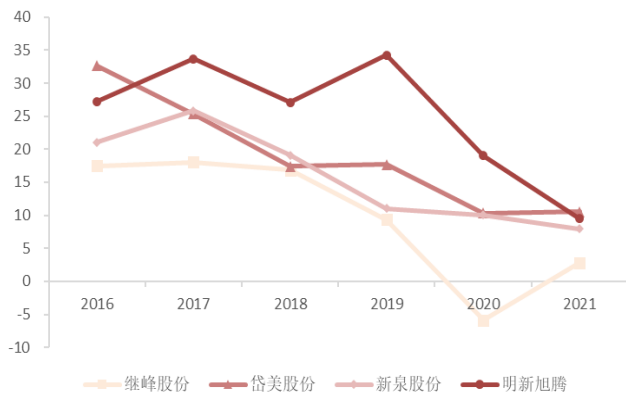


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 ROE（平均）在 2017-20 年一直显著高于行业可比公司，2021 年公司业绩承压较大，ROE（平均）明显下降，但仍然达到 9.47%，高于行业平均水平，主要受益于资产负债率提升（对应权益乘数提升），随着疫情缓解，公司销售情况改善，ROE（平均）有望快速回升。

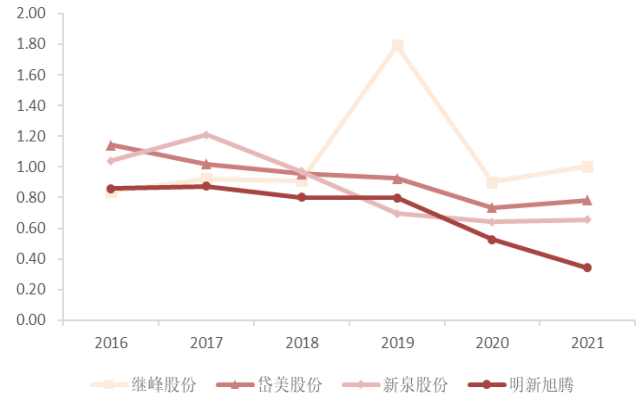
公司资产负债率处于可比公司较低水平, 最新 22Q1 资产负债率为 30.97%, 长期偿债能力较好。公司流动比率处于可比公司较高水平, 最新 22Q1 流动比率为 3.02, 短期偿债能力极好。

图 18: 可比公司 ROE (平均) 比较 (%)



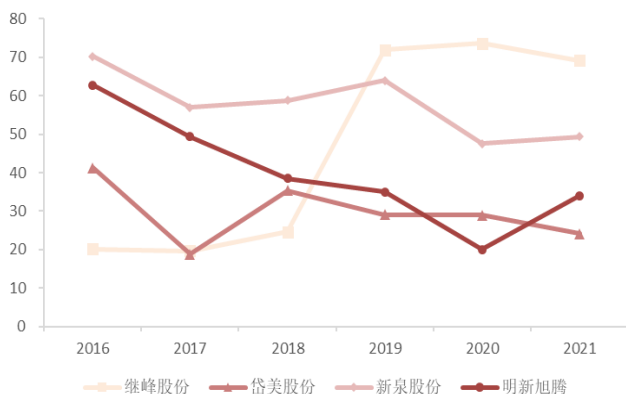
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 可比公司总资产周转率比较



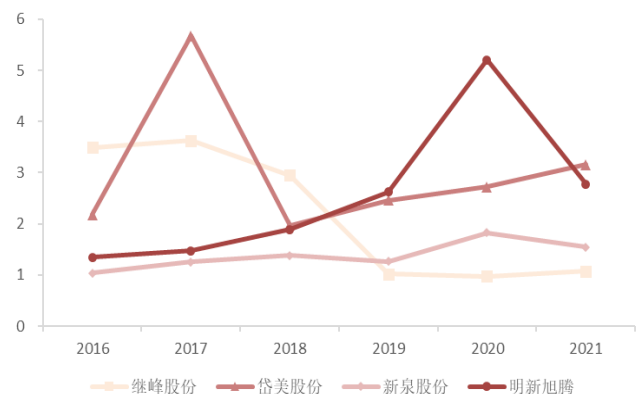
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 可比公司资产负债率比较 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 可比公司流动比率比较

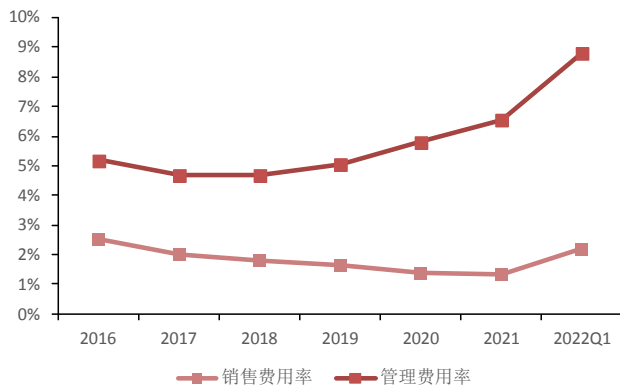


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.3 管理、研发费用率增幅较大, 销售、财务费用率有所下降

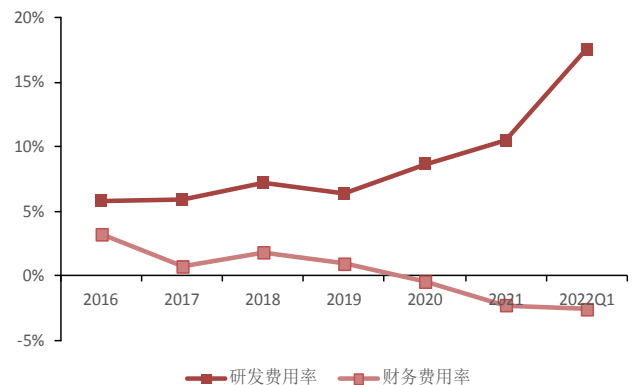
公司 2021 年管理费用率/研发费用率分别为 6.56%/10.49%, 最新 22Q1 分别 +3.54pp/+10pp 至 8.81%/17.55%。公司职工薪酬、中介费用增长导致管理费用率提升较大, 为开发高档牛皮革及全水性超纤革产品导致研发费用提升较大。公司销售和财务费用率处于低位, 公司销售和财务费用率处于低位, 21 年分别为 1.33%/-2.30%, 近年来销售顾问费等支出有所下降, 上市后募投资金增加, 财务费用率下降。

图 22：公司销售费用率和管理费用率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：公司研发费用率和财务费用率走势

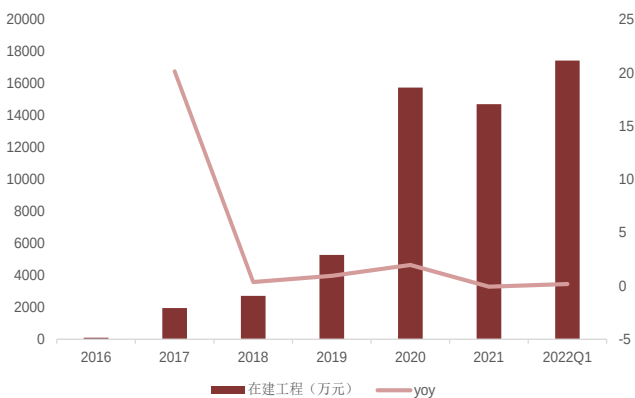


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.4 在建工程增加，折旧与摊销快速增长

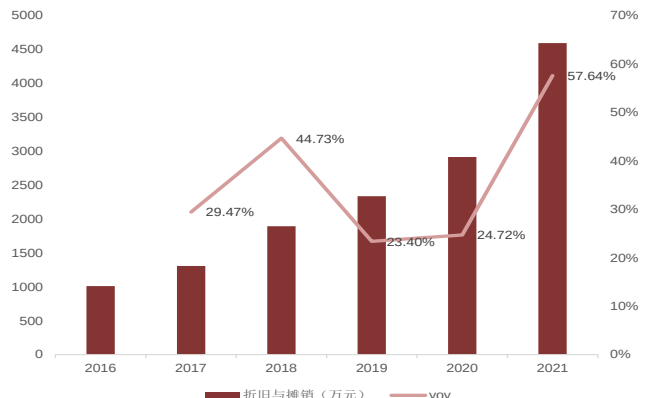
随着公司积极开拓市场，产销持续增长，2020 年产能利用率已达 113.89%，产能瓶颈凸显。因此，公司通过 IPO 与拟发行可转债募资，一方面扩产满足公司订单及未来成长需求，另一方面加快无铬鞣与超纤革产品开发提升产品结构，满足绿色环保及中高端需求。对应财务数据上，2020 年开始公司在建工程增长明显，随着项目陆续转固，折旧与摊销金额持续快速增长，未来需要通过新增产能的有效放量带动收入较快增长来消化对应的折旧摊销压力。公司目前经阶段性验收的真皮终端产能为 80 万张/年，在 IPO 募投项目全部投产情况下，公司真皮终端产能将达到 160 万张/年。从水性超纤产品来看，目前产能为 200 万平方米/年，可转债募投项目暨二期 800 万平方米/年全部投产后，公司水性超纤产能将达到 1000 万平方米/年。

图 24：公司在建工程情况（万元，%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：公司折旧与摊销金额持续快速增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1: IPO 募投项目建设进展 (截止 2021.9.30)

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	预计达产时间
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	8314.79	38.05%	2022.12
年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革 工业 4.0 建设项目	旭腾科技	39800.00	8902.5	22.37%	2023.12
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	565.1	10.18%	-

数据来源: 公司公告, 西南证券整理。备注: 2021 年 4 月将“年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业 4.0 建设项目”达到预定可使用状态的日期从 2021 年 4 月延期至 2022 年 12 月; 2021 年 9 月将该项目实施主体由公司的全资子公司辽宁富新变更为全资子公司旭腾科技, 实施地点相应由辽宁省阜新市皮革产业开发区变更为江苏省新沂市经济开发区; 同时根据项目变更增设募集资金账户, 将该项目预计达到预定可使用状态时间延期至 2023 年 12 月。

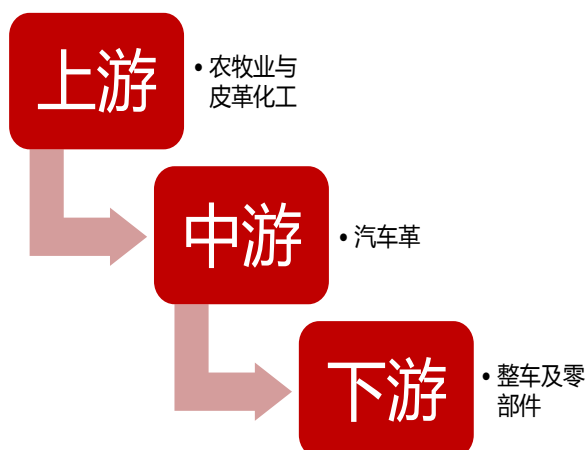
3 汽车内饰皮革市场大有可为, 期待公司腾飞

3.1 公司产能扩张箭在弦上, 市场份额有望持续提升

皮革是中高档汽车内饰的理想材料。目前常用的汽车内饰材料有塑料、皮革、纺织纤维等, 其中皮革/真皮/汽车革材料具有透气、经久耐用、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 26: 汽车革产业链



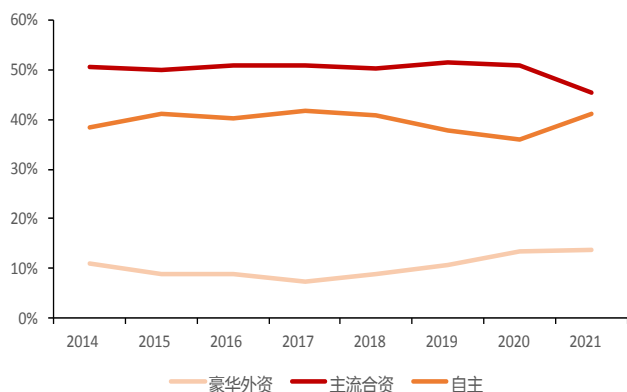
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.1.1 汽车革市场空间大，渗透率有望不断提升

汽车销量恢复推动汽车革需求量增长。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。但随着我国国民经济的持续发展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2020年底达3.91亿平方英尺，年复合增长率2.7%，18年以来受汽车产销下滑影响，汽车革产量有所下降。未来随着疫情好转，叠加政策刺激与鼓励，汽车市场有望复苏，汽车革需求量有望重回稳定增长的通道。

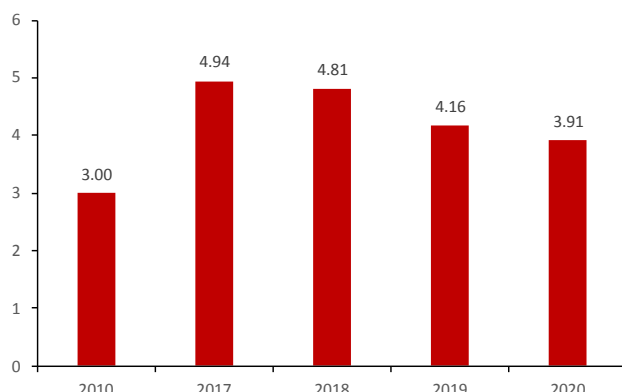
消费升级推动汽车革渗透率不断提升。在消费升级的趋势下，豪华车型占比不断提升，2021年我国豪华外资品牌乘用车销量占比为13.6%，同比+0.3pp，较2017年提升6.2pp，连续4年保持增长态势。随着电动智能汽车快速发展，内饰配置不断升级，从而推动汽车革销量持续增长。按照公司出货均价预测，到2025年全国/全球汽车革市场规模分别有望达93和299亿元，20到25年的CAGR分别为4.3%/5.2%。

图 27：我国豪华品牌乘用车销量占比



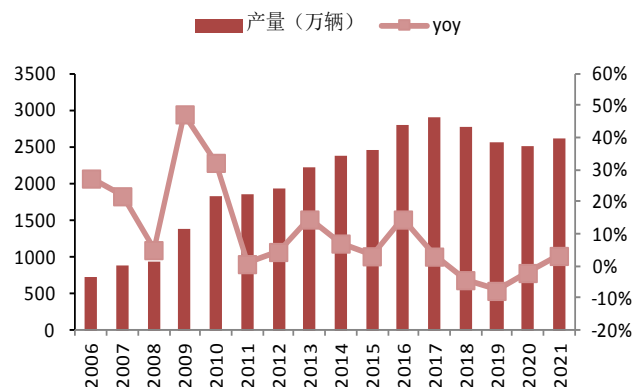
数据来源：乘联会，西南证券整理（豪华外资品牌包括：奔驰、宝马、奥迪、凯迪拉克、捷豹、路虎、沃尔沃、英菲尼迪、讴歌、特斯拉）

图 28：我国汽车革产量（亿平方英尺）



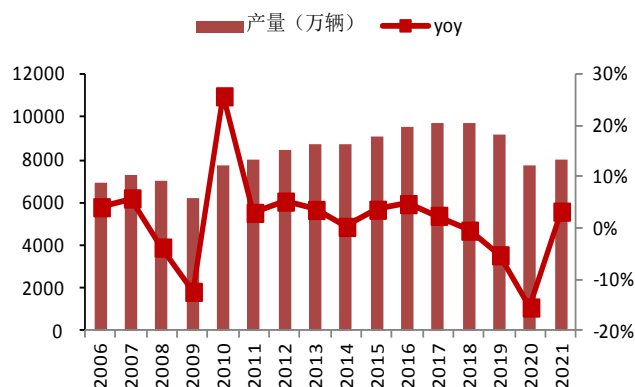
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：我国汽车产量（万辆）



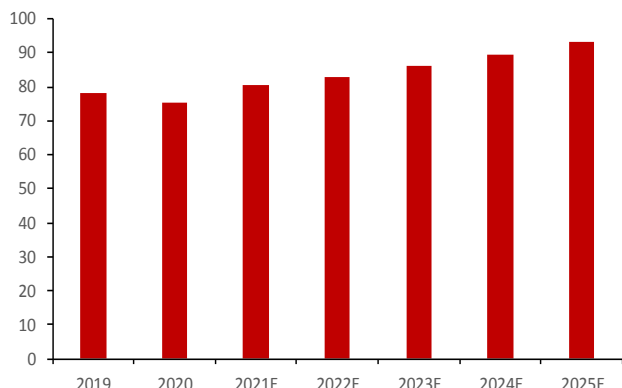
数据来源：Wind，西南证券整理

图 30：全球汽车产量（万辆）



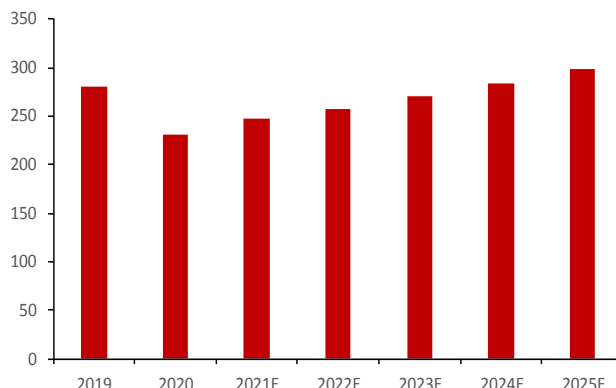
数据来源：Wind，西南证券整理

图 31：全国汽车革市场规模预测（亿元）



数据来源：西南证券整理

图 32：全球汽车革市场规模预测（亿元）



数据来源：西南证券整理

3.1.2 当前外资占据优势，公司具备国产替代潜力

外资/合资品牌占据竞争优势。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/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，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、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。

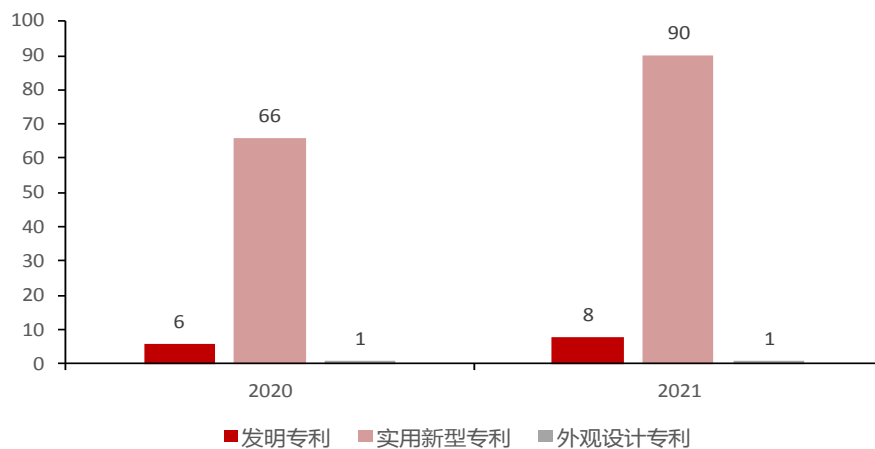
图 33：公司汽车皮革领域主要竞争对手



数据来源：公司招股书，西南证券整理

掌握核心技术，研发投入不断增长。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 17 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 年底，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 90 项、外观设计专利 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。

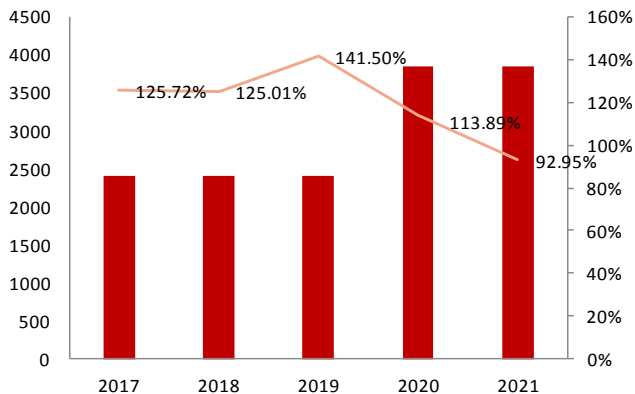
图 34：公司专利持续增多



数据来源：公司公告，西南证券整理

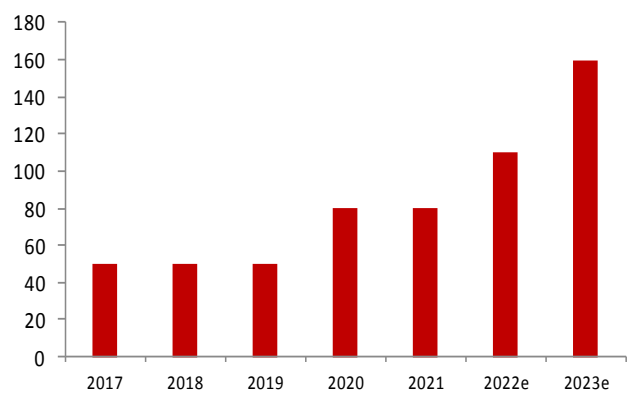
加快产能布局，即将迎来投产释放。除了加强研发外，公司通过积极开发市场，实现了牛皮汽车革产销持续增长，明显优于下游汽车产销表现，尤其是在 2018-20 年车市连续三年下滑的情况下，公司仍能够实现逆势较快增长，对应市场份额持续提升，2020 年国内市占率 11.18%，同比+3pp。随着产销规模持续提升，公司产能出现瓶颈，对应产能利用率处于高位。根据招股书披露，公司先期自投的募投项目“年产 110 万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目”于 2020 年 8 月 31 日通过阶段性验收，产能由之前的 2400 万平方英尺/年提升至 3840 万平方英尺/年，在一定程度上缓解了公司产能过于紧张的情况。公司目前经阶段性验收的真皮终端产能为 80 万张/年，在 IPO 募投项目全部投产情况下，公司真皮终端产能将达到 160 万张/年，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 35：公司汽车革产能及利用率（单位：万平方英尺）



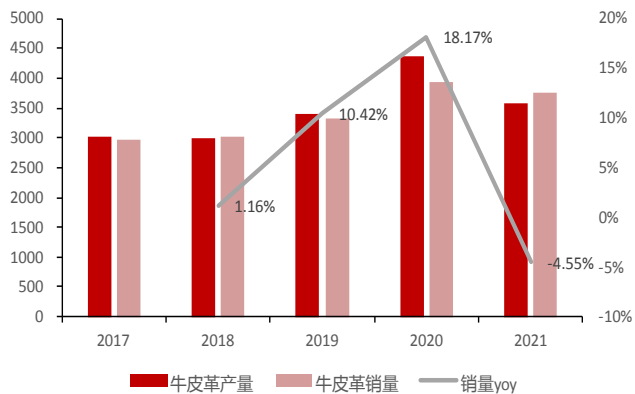
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：公司牛皮革产能将大幅提升（单位：万张）



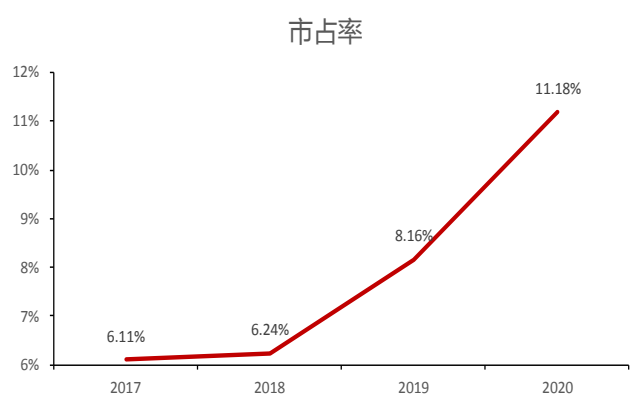
数据来源：公司公告，西南证券整理（注：2019 年公司 50 万张产能对应面积是 2400 万平方英尺，由此算出单张平均面积为 48 平方英尺）

图 37：公司汽车革产销量（单位：万平方英尺）



数据来源：公司公告，西南证券整理

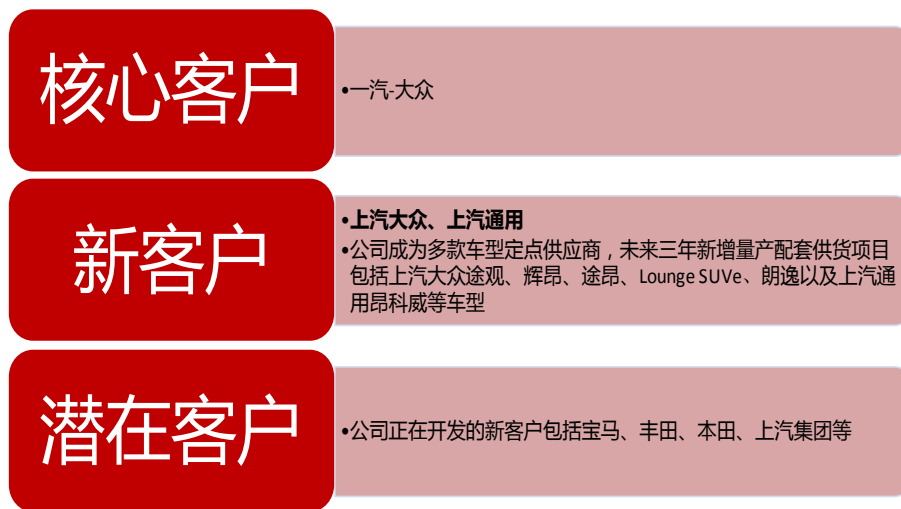
图 38：公司汽车革市场份额稳步提升（按产量口径计算）



数据来源：公司公告，西南证券整理

持续开拓新客户，市场空间放大。根据 2020 年底披露的公司招股书信息看，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，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 39：除了核心客户一汽-大众外，公司积极寻求客户多元化



数据来源：公司招股书，西南证券整理

国际化布局深入推进。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。

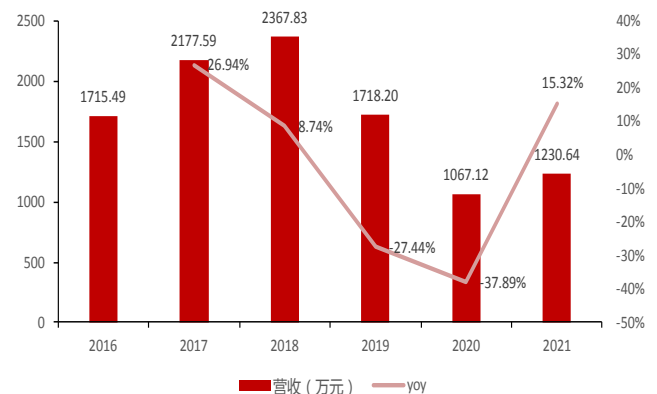
尽管 2019-20 年公司境外收入因北美克莱斯勒配套项目生命周期基本结束而明显减少，但依靠公司多年技术深耕与市场开拓，目前已经成功进入以奥迪为代表的豪华车供应体系，并给德国大众等国际车企供货，2021 年海外收入同比增长 15.3%，明显跑赢国内。随着国际化布局的深入推进，未来公司以欧洲与北美地区为主的海外业务开拓有望取得突破，对应收入有望实现较快增长，从而形成国际化经营团队与国际化市场布局的良性循环。

图 40：公司业务国际化布局初步形成



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 41：公司境外营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

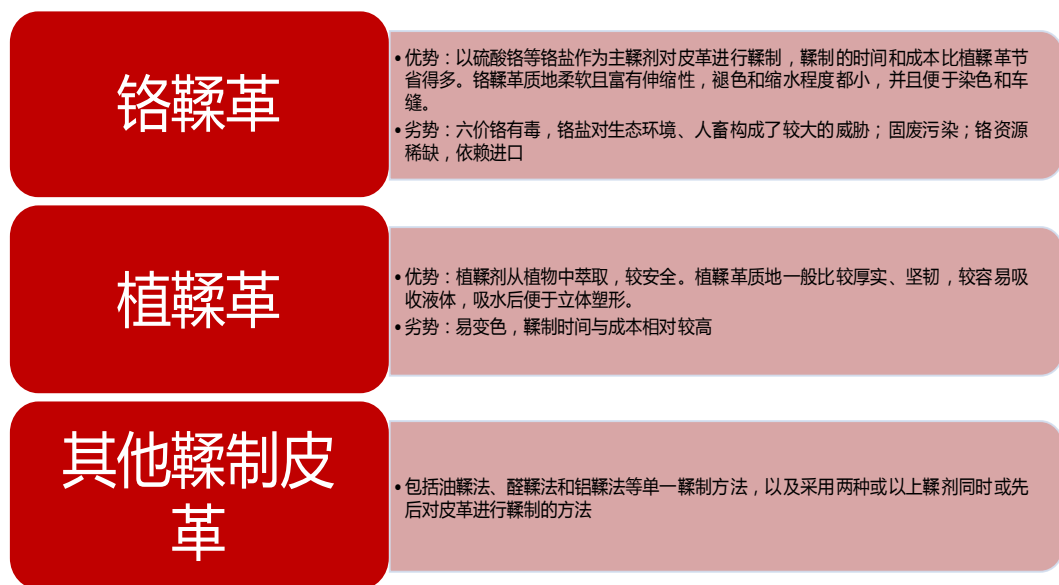
3.2 积极开发绿色环保皮革，公司产品结构提升可期

3.2.1 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。铬鞣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。

铬鞣革有致命缺陷。铬鞣革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 42：皮革鞣制方法比较

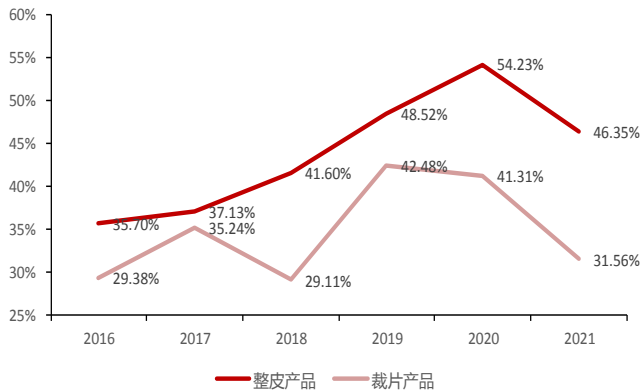


数据来源：公司公告，西南证券整理

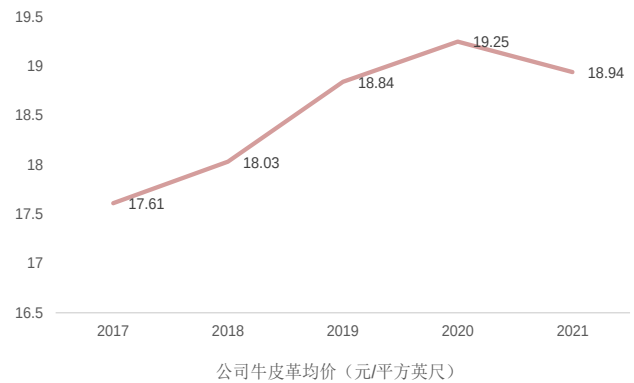
生态汽车革是汽车革行业未来的主要发展方向。生态汽车革的概念主要包括以下四个方面：第一、在生产制造过程中不给环境带来污染；第二、制造过程中不使用对人体有害的物质；第三、使用过程中对人体无害，对环境不产生污染；第四、产品使用后可以被降解，且降解产物不会对环境产生新的污染。

无铬鞣法生产皮革成为皮革行业发展趋势。无铬鞣指在皮革加工过程中不使用铬鞣材料生产的皮革生产技术。由于无铬鞣制相对铬鞣技术工艺更为复杂，环保效果更好，随着世界各国对环保日益重视，无铬鞣法生产皮革成为皮革行业发展趋势。但当前无铬鞣销售单价相对较高，主要用于供应中高端车型或新车型项目。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，2020H1 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

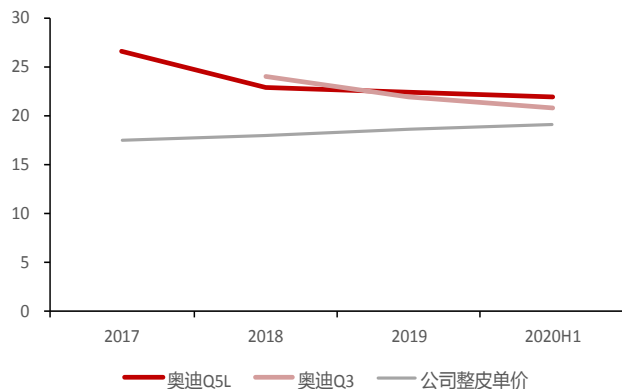
车型项目与产品结构持续改善，例如配套单价较高的奥迪 Q5L/Q3 收入占比 2018 年以来明显提升，带动公司产品均价稳步提升，公司毛利率在同步提升（2021 年毛利率下滑主要是受到皮料等原材料涨价影响）。随着未来无铬鞣皮革在中高端车型里持续渗透，公司产品结构有望持续改善，盈利能力有望稳步提升。

图 43：公司整皮与裁片业务毛利率走势


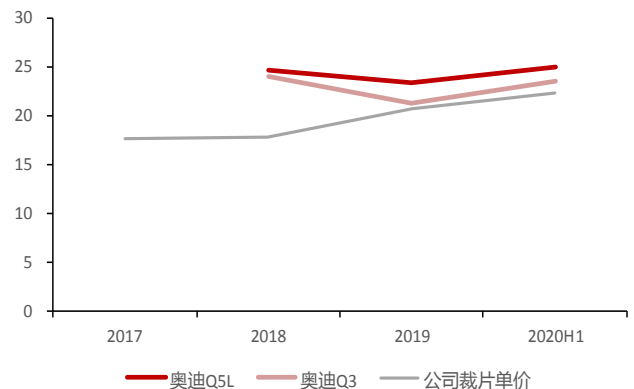
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：公司牛皮革均价总体呈走高态势


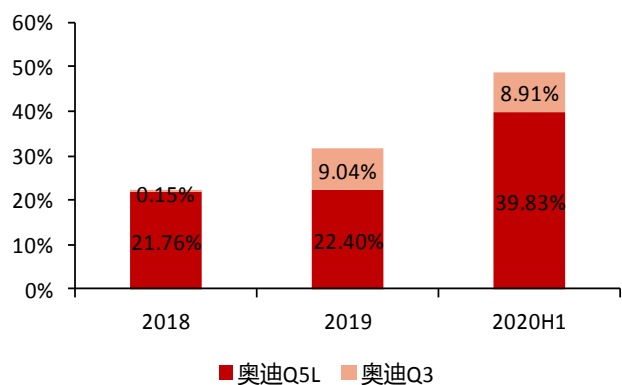
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：公司配套奥迪 Q5L/Q3 的整皮单价较高


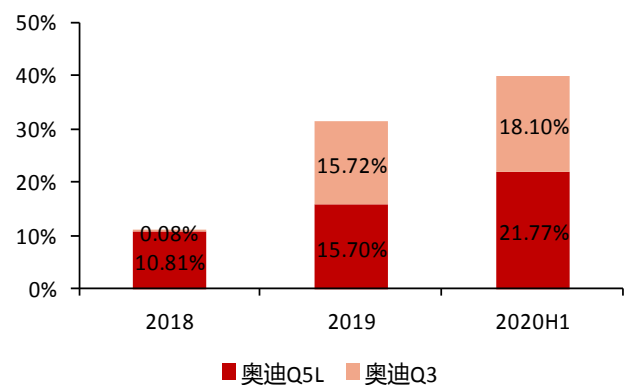
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 46：公司配套奥迪 Q5L/Q3 的裁片单价较高


数据来源：公司招股书，西南证券整理

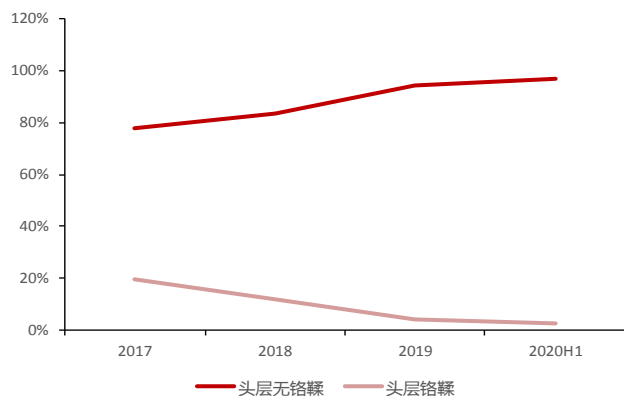
图 47：公司配套奥迪 Q5L/Q3 的整皮业务收入占比持续提升


数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 48：公司配套奥迪 Q5L/Q3 的裁片业务收入占比持续提升


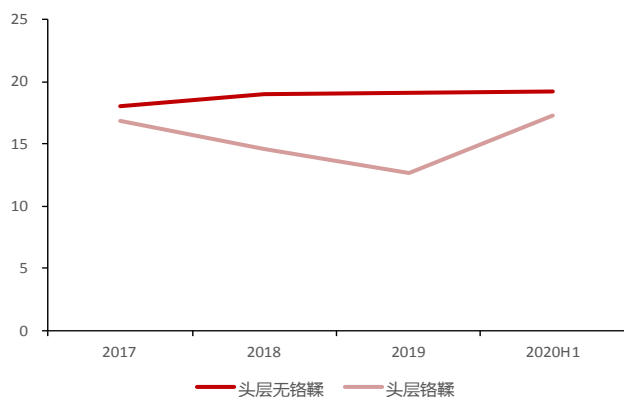
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 49：公司整皮业务头层无铬鞣产品销售额占比持续提升



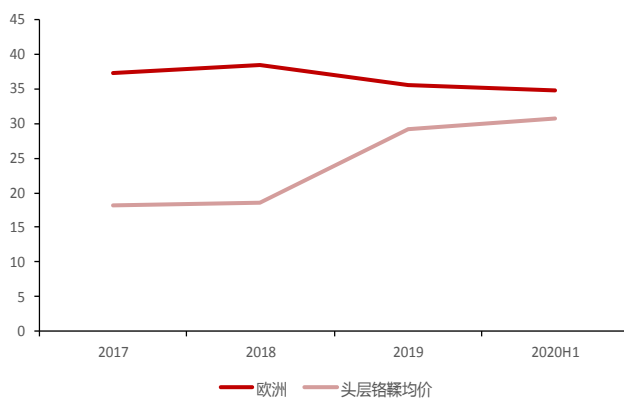
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 51：公司整皮业务头层无铬鞣产品单价较高（元/平方英尺）



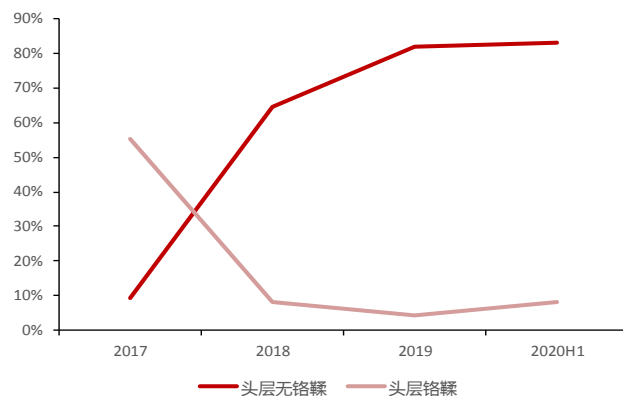
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 53：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均价（元/平方英尺）



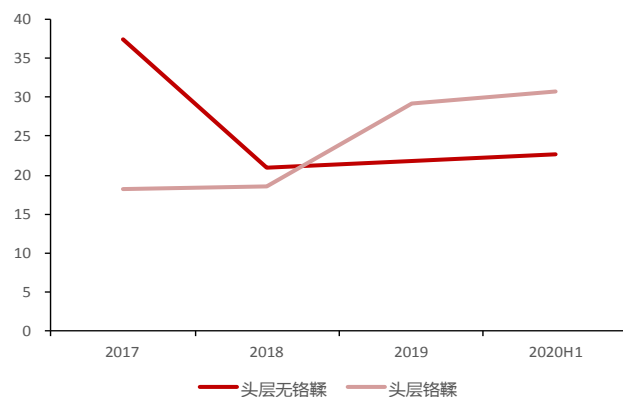
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 50：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，西南证券整理

图 52：公司裁片业务头层无铬鞣与铬鞣产品单价走势（元/平方英尺）



数据来源：公司招股书，西南证券整理（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）

3.2.2 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

高端合成革逐渐受到青睐。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。近年来，合成革产业持续升级，经历了 PVC（聚氯乙烯树脂、增塑剂、稳定剂等组成的混合物，涂覆或贴合在基底上得到的一种仿皮革塑料制品）-PU（聚氨酯树脂、助剂、填料等组成的混合物，涂覆或贴合在基底上得到的一种仿皮革塑料制品）-超纤革的发展阶段，超纤革相比于 PVC 和 PU 优势更明显，被认为是最新一代合成革的材料。

表 2：不同合成革产品对比

指标	PVC 人造革	PU 合成革	超细纤维 PU 合成革
基布	针织布，机织布	针织布、机织布或粗合成纤维无纺布	针刺制成三维结构网络的无纺布
含浸（涂层）	PVC 树脂	PU 树脂	高性能 PU 树脂
生产工艺	干法	湿法和干法	湿法
物理、化学性能	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感等指标差	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感等指标较好	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感等指标很好，最接近真皮，部分指标性能优于真皮
用途	一般装饰品，低档箱包革、球革、家具革、汽车内饰等	一般装饰品，低档箱包革、球革、家具革、汽车内饰等	高档鞋革、家具革、服装革、汽车内饰、球革、箱包革等
环保性能	有一定程度污染	容易降解、原料环保	容易降解、原料环保

数据来源：电子发烧友，西南证券整理

全水性定岛超纤革是合成革未来发展方向。超纤材料全称是超细纤维 PU 合成革，主要由超纤针刺无纺布基布通过含浸、贴面等工艺制作而成，其外观和性能与真皮材料最为接近。从表面处理划分，超纤分为绒面超纤和贴面超纤，贴面/光面超纤在绒面超纤的基础上再经过第二道贴面工艺，具有荔枝纹等纹路；绒面超纤由超细纤维无纺布作为基底，只经过第一道含浸工艺，然后通过上柔、染色、磨毛制成，更贴近真皮的反绒视觉和触感。绒面超纤又可以分为定岛绒面超纤和不定岛绒面超纤，定岛超纤具有更加稳定的性能，色牢度更强，更适合对品质有要求的应用领域。从制造工艺来讲，超纤分为油性超纤和水性超纤，其中油性超纤指使用二甲基酰胺（DMF）和其他有毒有害物质作为有机溶剂，造成较大环境污染，目前国内 90% 工艺都是油性，不属于国家支持的项目。水性超纤不用 DMF 而是用水作为溶剂，工艺难度要大很多，价格比油性超纤贵 10% 左右。目前欧美已出台相关政策限制未来合成革使用 DMF 溶剂，全水性定岛超纤革成为未来合成革的主要发展方向。

图 54：绒面超纤



数据来源：百度，西南证券整理

图 55：贴面超纤



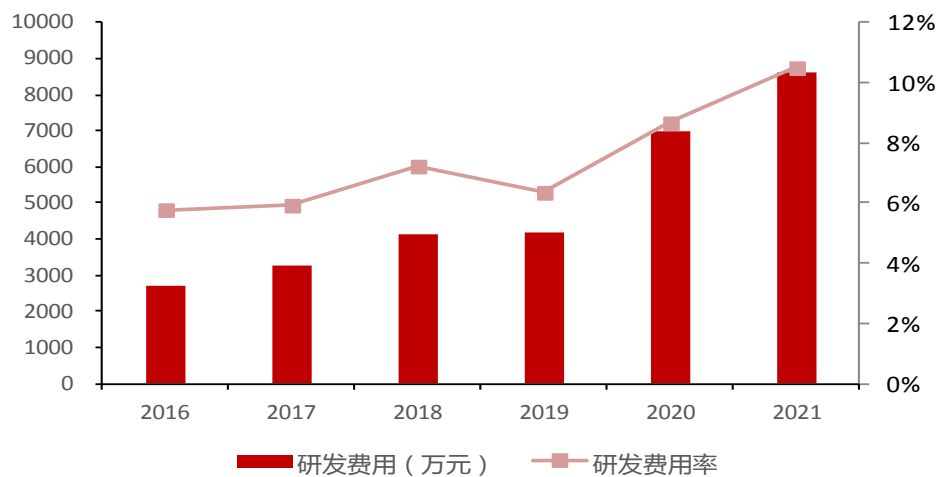
数据来源：百度，西南证券整理

公司是国内第一家研发出水性绒面超纤的企业。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，使用定岛超纤进行碱减量、水减量工艺，简单环保，同时浸渍的 PU 为环保型水性 PU，不含任何有毒有害物质作为溶剂，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。与真皮相比，全水性定岛超纤革具备环保、透气、安全、减重、耐用等优点，是超越国内苯减量不定岛超纤和溶剂型苯减量定岛超纤，能够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。

国内超纤革市场的供需缺口较大。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，如日本东丽、意大利欧缔兰（Alcantara）等，价格达 200-300 元/平米，价格较高，而 2021 年公司超纤革均价 144.1 元/平米，明显低于国外同行。凭借性价比优势，未来国内厂商具有较大的替代空间。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，增加供给成为重要任务。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（长度），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。2020/2021 公司研发费用同比增长 67.5%/23.0%，重回高增长，对应研发费用率提升至 8.7%/10.5%，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，为未来获取更多优质客户及订单打下坚实基础。

图 56：积极研发新产品，公司研发费用快速增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司加快水性超纤革产能建设。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。2021 公司首次实现了水性超纤产品的量产交付，贡献收入 0.52 亿元，占营收比例 6.3%，并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，公司公告拟发行可转债募资 6.73 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 万平方米的绒面超纤革与 400 万平米的贴面超纤革，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，属于高端超纤产品。总体来看，公司持续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 3：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	19300.00	19300.00
合计	81609.91	67300.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

整体来看，公司全水性定岛超纤革产品已实现量产供货，新项目屡有斩获，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重要业绩增量，成为公司中长期业绩的新增长点。

3.3 行业复苏叠加皮料价格回落，公司经营改善可期

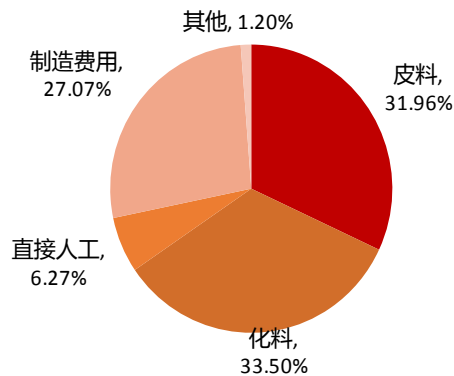
公司原材料主要来自进口。公司生产经营所需原材料为皮料、化料与五金备件等，目前采购的皮料主要为海外进口，毛皮主要来自澳大利亚和美国，蓝皮主要来自巴西和美国；同时，采购的化料大部分也是海外进口，主要来自德国、美国等地区。因此，由于进口原料采购周期长，公司一般需要提前两到三个月安排采购计划。

公司经营边际改善可期。从产品成本结构来看，根据 2021 年报数据，公司皮料/化料占比达 31.96%/33.5%，原材料价格波动对公司的利润影响较大。20 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，公司成本压力较大，是导致 21 年公司毛利率和净利率同比下降 8.9/7.4pp 的主要原因。22Q1 核心客户一汽-大众因局部疫情停产影响导致批发销量同环比大幅下降 21.2%/12.3%，叠加主要原材料价格上行与费用增长，共同导致公司营收与净利润同比大幅下降 33.6%/76.5%。我们认为，随着后续汽车芯片供应改善、政策刺激推动产销加快复苏等因素叠加，预计下半年开始公司收入有望明显改善。

今年初以来主要原材料价格高位回落，利好公司盈利能力改善。根据统计数据，今年初以来，进口盐渍牛皮与蓝湿牛皮均价高位持续回落。同时，公司从 19 年开始在原材料价格低位加大库存备货，起到了优化成本且保证生产供应的作用。尽管 21 年原材料价格上行确实侵蚀了公司盈利，但当前进口皮料价格逐步走低，将有利于降低公司成本压力，提升业务盈利能力。

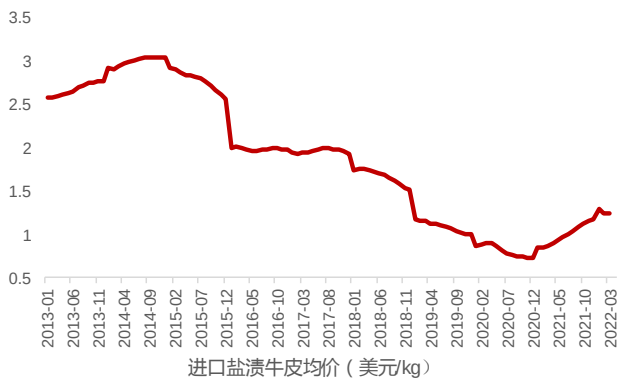
综上分析，考虑到当前汽车行业复苏与皮料价格回落，叠加公司积极开发新客户新产品，我们预计未来公司业绩改善的弹性大。

图 57：公司产品成本结构（2021）



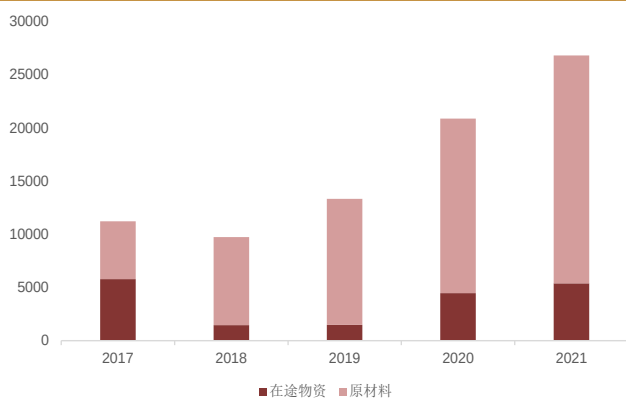
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 59：进口盐渍牛皮均价走势



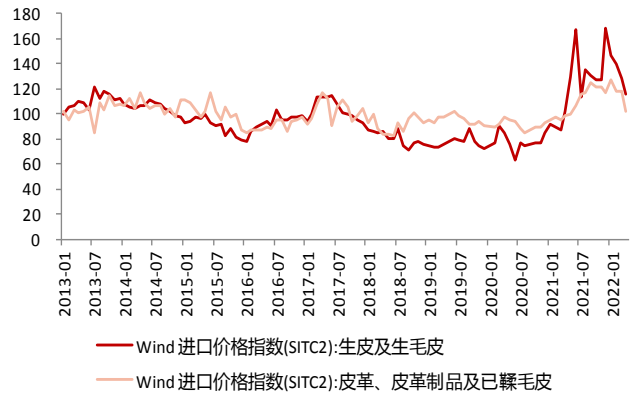
数据来源：Wind，西南证券整理

图 61：公司原材料储备增长明显（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 58：进口毛皮价格指数走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 60：进口蓝湿牛皮均价走势



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：疫情好转叠加政策刺激，一汽-大众产销复苏，新客户新项目批量供货，产能扩张顺利，公司牛皮革业务保持较快增长，预计 22-24 年公司牛皮革销量为 4278/4978/5953 万平方英尺，同比增长 14.0%/16.4%/19.6%，对应均价为 19.0/19.5/20.0 元/平方英尺；

假设 2：原材料成本压力有所缓解，叠加规模效应，明后年公司牛皮革业务毛利率持续改善，22-24 年整皮和裁片毛利率分别为 40%/45%/46%和 30%/35%/38%；

假设 3：随着产能投放，新产品全水性定岛超纤革快速放量，预计 22-24 年销量为 114.6/171.9/242.8 万平米，同比增长 217%/50%/41.2%，对应均价为 150/160/170 元/平米。规模效应带动盈利能力提升，预计 22-24 年毛利率分别为 32%/40%/45%。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
整皮产品	收入	625.11	718.9	862.7	1061.1
	增速	-3.4%	15.0%	20.0%	23.0%
	成本	335.37	431.3	474.5	573.0
	毛利率	46.4%	40.0%	45.0%	46.0%
裁片产品	收入	85.4	93.9	108.0	129.6
	增速	-22.1%	10.0%	15.0%	20.0%
	成本	58.44	65.8	70.2	80.4
	毛利率	31.6%	30.0%	35.0%	38.0%
超纤产品	收入	52.11	172.0	275.1	412.7
	增速	-	230.0%	60.0%	50.0%
	成本	38.97	116.9	165.1	227.0
	毛利率	25.2%	32.0%	40.0%	45.0%
其他业务	收入	58.2	64.0	70.4	77.4
	增速	12.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	58.0	62.7	69.0	75.9
	毛利率	0.3%	2.0%	2.0%	2.0%
合计	收入	820.8	1048.8	1316.2	1680.8
	增速	1.6%	27.8%	25.5%	27.7%
	成本	490.8	676.7	778.7	956.2
	毛利率	40.2%	35.5%	40.8%	43.1%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 10.5、13.2 和 16.8 亿元，CAGR 为 27.0%，归母净利润分别为 2.0、2.9 和 3.9 亿元，CAGR 为 33.3%，EPS 分别为 1.21、1.72 和 2.32 元，对应 PE 分别为 19、13 和 10 倍。

4.2 绝对估值

我们采用 FCFE 估值法进行绝对估值。

关键假设如下：

- 1) 无风险利率：10 年期国债到期收益率；
- 2) β 系数：公司上市以来相对于沪深 300 指数的 β 作为公司的无杠杆 β 系数近似值；
- 3) 有效税率：15%。

表 5：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	3
过渡期增长率	10%
永续期增长率	2.5%
无风险利率	2.76%
市场组合报酬率	10.91%
β 系数	0.91
债务资本比重	14.63%
债务资本成本	4.66%
有效税率	15.00%
股权资本成本	11.24%
无杠杆成本	10.15%
WACC	10.17%

数据来源：西南证券

表 6：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
股票价值	5207.76
总股本（百万股）	166.6
每股价值	31.26

数据来源：西南证券

表 7：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	8.67%	9.17%	9.67%	10.17%	10.67%	11.17%	11.67%
1.0%	32.81	31.12	29.63	28.30	27.11	26.04	25.07
1.5%	34.17	32.28	30.63	29.17	27.88	26.71	25.67
2.0%	35.72	33.60	31.76	30.15	28.73	27.46	26.32
2.5%	37.52	35.12	33.05	31.26	29.69	28.29	27.06
3.0%	39.65	36.88	34.54	32.52	30.77	29.23	27.87
3.5%	42.18	38.96	36.26	33.97	32.00	30.29	28.79
4.0%	45.25	41.43	38.29	35.66	33.42	31.49	29.82

数据来源：西南证券

根据 FCFF 估值的结果可得，公司每股内在价值约 31.26 元。

4.3 相对估值

我们选取了行业中与明新旭腾业务最为相近的四家汽车内外饰件公司，分别是继峰股份、岱美股份、福耀玻璃、新泉股份，2021 年四家公司的平均 PE 为 37 倍，2022 年平均 PE 为 25 倍。明新旭腾未来最大的看点有三个：1) 国内领先的中高端汽车革供应商，未来 2-3 年产能扩张较快，产能瓶颈将缓解；2) 超纤产品快速放量，毛利率提升；3) 疫情、芯片短缺、原材料价格上涨等不利因素缓解，公司盈利能力有望逐步修复。

结合对标公司的估值和目前明新旭腾的业务布局和扩张节奏，给予公司 2022 年 25 倍 PE，对应目标价 30.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值（截止 6 月 10 日收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
603997.SH	继峰股份	8.14	0.11	0.34	0.59	0.86	142.40	26.20	15.16	10.40
603730.SH	岱美股份	10.22	0.57	0.62	0.77	0.96	40.60	17.26	13.91	11.09
600660.SH	福耀玻璃	40.38	1.21	1.61	2.01	2.43	39.10	26.26	21.11	17.47
603179.SH	新泉股份	26.35	0.76	0.98	1.39	1.80	57.12	29.26	20.71	15.99
平均值							36.60	24.74	17.72	13.74

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

（1）核心客户产销恢复低于预期的风险。若疫情防控不及预期、汽车行业景气度持续低迷，核心客户一汽-大众产销复苏节奏将受到影响，从而对公司经营产生重要影响；

（2）新客户开拓低于预期的风险。除核心客户一汽-大众外，若新客户开拓进度较慢，公司客户依赖度过高风险仍将存在，从而不利于分散公司经营风险；

（3）汇率波动风险。公司原材料主要依赖进口，汇率波动将影响公司原材料成本及汇兑损益，进而对公司盈利造成不利影响；

（4）原材料价格波动风险。21 年原材料价格大幅上涨对公司盈利产生不利影响，若未来原材料价格继续上涨，公司盈利存在被侵蚀的风险；

（5）产能扩张不及预期的风险。当前公司产能整体偏紧，若公司真皮、超纤等新产能扩张不及预期，公司产出及订单交付将受到影响。

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	1048.76	1316.20	1680.82	净利润	163.11	201.81	287.29	387.10
营业成本	490.78	676.72	778.73	956.20	折旧与摊销	40.33	34.96	34.96	34.96
营业税金及附加	6.66	8.51	10.68	13.63	财务费用	-18.86	2.82	8.69	17.15
销售费用	10.95	13.63	19.74	26.89	资产减值损失	-12.12	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	53.85	125.85	181.64	238.68	经营营运资本变动	-177.82	43.94	-58.97	-155.98
财务费用	-18.86	2.82	8.69	17.15	其他	69.97	0.71	6.54	4.94
资产减值损失	-12.12	-5.00	-5.00	-5.00	经营活动现金流净额	64.62	279.25	273.51	283.17
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	226.23	321.72	433.27	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	225.59	321.14	432.72	股权融资	11.08	0.00	0.00	0.00
所得税	19.22	23.78	33.85	45.61	支付股利	-124.50	-32.68	-40.36	-57.46
净利润	163.11	201.81	287.29	387.10	其他	-23.87	13.03	12.88	4.43
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	-322.84	522.52	46.97
归属母公司股东净利润	163.39	201.81	287.29	387.10	现金流量净额	-31.97	-116.13	723.50	257.61
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	715.22	1438.72	1696.32	成长能力				
应收和预付款项	324.55	369.65	472.46	609.38	销售收入增长率	1.55%	27.78%	25.50%	27.70%
存货	564.74	662.53	685.13	797.10	营业利润增长率	-26.64%	20.59%	42.21%	34.67%
其他流动资产	120.27	29.46	41.01	53.07	净利润增长率	-26.03%	23.73%	42.36%	34.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-25.61%	26.27%	38.39%	32.84%
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%	35.47%	40.83%	43.11%
无形资产和开发支出	107.01	95.04	83.08	71.11	三费率	5.60%	13.57%	15.96%	16.82%
其他非流动资产	235.75	307.64	379.54	451.44	净利率	19.87%	19.24%	21.83%	23.03%
资产总计	2669.43	2642.95	3540.98	4097.12	ROE	9.25%	10.45%	13.19%	15.43%
短期借款	353.19	50.00	600.00	700.00	ROA	6.11%	7.64%	8.11%	9.45%
应付和预收款项	293.74	388.77	465.65	567.34	ROIC	14.16%	18.52%	27.26%	34.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.47%	25.17%	27.76%	28.88%
其他负债	259.46	272.56	296.79	321.59	营运能力				
负债合计	906.39	711.33	1362.44	1588.94	总资产周转率	0.34	0.39	0.43	0.44
股本	166.60	166.60	166.60	166.60	固定资产周转率	2.77	3.20	4.32	5.95
资本公积	923.09	923.09	923.09	923.09	应收账款周转率	2.93	3.09	3.20	3.17
留存收益	666.41	835.54	1082.46	1412.11	存货周转率	0.98	1.07	1.13	1.26
归属母公司股东权益	1746.08	1914.65	2161.58	2491.22	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	1931.62	2178.54	2508.19	资产负债率	33.95%	26.91%	38.48%	38.78%
负债和股东权益合计	2669.43	2642.95	3540.98	4097.12	带息债务/总负债	38.97%	7.03%	44.04%	44.05%
					流动比率	2.78	3.98	2.45	2.46
					速动比率	1.92	2.49	1.81	1.84
					股利支付率	76.20%	16.19%	14.05%	14.84%
					每股指标				
					每股收益	0.98	1.21	1.72	2.32
					每股净资产	10.48	11.49	12.97	14.95
					每股经营现金	0.39	1.68	1.64	1.70
					每股股利	0.75	0.20	0.24	0.34
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	209.08	264.01	365.37	485.38					
PE	23.22	18.80	13.20	9.80					
PB	2.17	1.98	1.75	1.52					
PS	4.62	3.62	2.88	2.26					
EV/EBITDA	14.78	10.71	7.06	4.84					
股息率	3.28%	0.86%	1.06%	1.51%					

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
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
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	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn