

高档汽车真皮内饰标杆 消费升级风向标

——明新旭腾 (605068.SH)

汽车/汽车零部件



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

明新旭腾专注于汽车内饰皮革的开发、清洁生产和销售,是国内领先的汽车内饰皮革供应商。公司主营产品包括整皮和裁片,主要供应中高档汽车座椅、方向盘、仪表盘、门板等汽车内饰件,营收占比超过93%。2019年,公司市场占有率约8%。

- **业绩突出。**2016-2019年营收CAGR约12%,归母净利润CAGR约48%,关键盈利指标如ROE(20%)、毛利率(48%)、净利率(28%)等,均大幅领先行业平均(2020Q3)。
- **客户高端。**公司已实现对奥迪、一汽-大众等主流豪华/合资品牌覆盖。
- **股权结构清晰,产能扩张有序,潜力可期。**公司董事长直接和间接持股45%,设有员工持股平台,激励完善;产能饱和,分布贴近客户,扩张后预计翻倍。

好赛道:消费升级背景下的内饰豪华化趋势

- **大背景:消费升级,内饰差异化、豪华化趋势凸显。**皮革作为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、提高驾乘人员舒适性体验方面扮演着重要的角色,对提升汽车的美观和档次不可或缺。
- **竞争格局:集中度不高、外资主导、内资企业加速追赶。**外资占高端,内资占中低端,明新旭腾依托对一汽-大众、奥迪供货,实现中高端突破,市场份额超过8.2%,有望随产能扩张和新客开拓进一步提升份额。
- **大趋势:消费升级加速反转,真皮内饰百亿空间可期。**真皮内饰市场向好,本质由于消费升级带来的需求改善,豪华品牌份额扩张和自主品牌加速升级加速了真皮市场的成长。预计2025年国内汽车皮革市场有望达100-120亿,5年CAGR约7-12%。

好公司:盈利能力突出+客户优质集中+扩产空间可期

- **盈利能力突出,经营研发实力出众。**公司主业集中,营收归母净利润持续高增(增30%、44%);毛利率48%、净利润28%(20Q3),大幅领先行业 and 同类公司;期间费率稳中有降;注重研发,持续维持高投入(6-7.2%),设有院士工作站并与高校合作,维持了在无铬鞣制等专业领域的领先优势。
- **上游原材料价格平稳,下游客户产品单价提升,高盈利有望持续。**上游原材料主要是原皮和化料,原皮价格平稳低位,化料价格稳定;下游产品单价由于配套奥迪等豪华车型,持续走高。
- **客户优质集中,增长稳健确定性强。**公司配套知名一级供应商,供货一汽-大众、上汽大众、通用、吉利等主流车企的核心车型;超九成产品供给一汽-大众,依托其在乘用车市场份额第一的地位和稳定的客户基础,增长确定性强。
- **扩产空间可期,新客拓展优化供应结构。**公司现有产能饱和,2020Q3为96%,新增产能预期实现产能翻倍;在手订单充裕,依托高端配套的技术积累,已成功开辟上汽大众、上汽通用等优质新客,宝马、丰田、本田、上汽集团等正在接触,使得公司客户结构持续完善,业绩弹性增厚;未来在自主品牌和海外市场的扩张潜力,有望为公司提供长期增长动力。

投资建议:

我们预计公司2020-2022年的营业收入分别为8.13亿元、9.91亿元和12.3亿元,归属于上市公司股东净利润分别为2.29亿元、2.71亿元和3.27亿元,

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入(首次)

2021年03月16日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2021.03.15

总市值/流通市值(亿元)	53.4/13.35
总股本(万股)	16,600.0
资产负债率(%)	38.31
每股净资产(元)	6.21
收盘价(元)	32.17
一年内最低价/最高价(元)	27.8/47.58

公司股价表现走势图



资料来源:申港证券研究所

相关报告

证券研究报告

每股收益分别为 1.38 元、1.67 元和 1.97 元，对应 PE 分别为 23.33X、19.7X 和 16.33X。

公司作为产能饱和的行业龙头，业绩充分受益于消费升级带来的豪华真皮内饰的需求提升，随新项目投产后业绩增长确定性高，综合可比公司估值水平，**2021 年给予公司 30 倍 PE 的估值，合理股价为 50.4 元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。**

风险提示：

汽车销量不及预期，客户拓展进度不及预期，原材料成本提升，行业竞争加剧的风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	570.36	658.13	813.28	991.94	1,230.40
增长率 (%)	3.49%	15.39%	23.57%	21.97%	24.04%
归母净利润 (百万)	108.11	179.32	228.91	271.14	327.05
增长率 (%)	13.27%	65.87%	27.66%	18.44%	20.62%
净资产收益率 (%)	24.89%	29.22%	25.90%	23.47%	22.07%
每股收益(元)	0.87	1.44	1.38	1.63	1.97
PE	36.98	22.34	23.33	19.70	16.33
PB	9.22	6.53	6.04	4.62	3.60

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 高档汽车真皮内饰标杆 质地优秀潜力可期	5
1.1 业绩优秀的汽车真皮内饰专家	5
1.2 股权结构清晰 产能扩张有序 潜力可期	5
2. 好赛道：消费升级背景下的内饰豪华化趋势	7
2.1 大背景：消费升级 内饰差异化、豪华化趋势凸显	7
2.2 竞争格局：集中度不高 外资主导 内资企业加速追赶.....	8
2.3 大趋势：消费升级加速市场反转 真皮内饰百亿空间可期	9
3. 好公司：盈利能力突出+客户优质集中+扩产空间可期	10
3.1 盈利能力突出 经营研发实力出众	10
3.2 客户优质集中 增长稳健确定性强	13
3.3 扩产空间可期 新客拓展优化供应结构	14
4. 盈利预测与估值	15
4.1 关键假设.....	15
4.2 可比公司估值	16
4.3 盈利预测.....	16
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司产品及用途	5
图 2：公司股权结构	6
图 3：公司基地布局分布	6
图 4：汽车内饰件行业上下游情况	7
图 5：公司产品上下游及公司专注领域	8
图 6：2019 年国内汽车革市场主流厂商份额（估算）	8
图 7：明新旭腾汽车革产量及市占率变化情况（万平方英尺）	8
图 8：奥迪 A6L 真皮内饰	9
图 9：疫情期间消费者购车考虑因素 TOP10	9
图 10：中国历年汽车产量（万辆）	9
图 11：2019 年各国汽车保有量（每千人）	9
图 12：各类品牌市场份额	10
图 13：主流合资及自主品牌历年上市新车指导价（万元）	10
图 14：2016-2020Q3 公司各业务营收占比	11
图 15：2016-2020Q3 公司营收及增速	11
图 16：2016-2020Q3 公司归母净利润及增速	11
图 17：公司与行业、可比公司毛利率（%）对比	11
图 18：公司与行业、可比公司净利率（%）对比	11
图 19：2016-2020Q3 公司期间费用率	12
图 20：2016-2020Q3 公司研发费用及费率	12
图 21：公司主要原材料原皮价格走势	12
图 22：公司产品销售均价	12
图 23：2020H1 公司直接客户及营收份额	13
图 24：2020H1 公司最终客户及营收份额	13
图 25：一汽-大众历年销量及业绩增速	14

图 26: J.D power 2020 中国新车购买意向研究	14
图 27: 公司历年产能利用率.....	14
图 28: 自主品牌 吉利博越真皮内饰	15
图 29: 自主品牌 长城 VV7 真皮内饰.....	15
表 1: 公司主要客户合作情况	13
表 2: 募投项目完成后公司产能分布	14
表 3: 公司主要已配套车型及生命周期情况.....	15
表 4: 可比公司盈利预测与估值情况（截止 2020.3.15）	16
表 5: 公司盈利预测表	17

1. 高档汽车真皮内饰标杆 质地优秀潜力可期

1.1 业绩优秀的汽车真皮内饰专家

明新旭腾专注于汽车内饰皮革的开发、清洁生产和销售，是国内领先的汽车内饰皮革供应商。公司主营产品包括整皮和裁片，主要供应中高档汽车座椅、方向盘、仪表盘、门板等汽车内饰件，营收占比超过 93%。2019 年，公司市场占有率约 8%。

- ◆ **业绩突出。**公司受益于国内汽车销量攀升和消费升级，经营状况持续向好，营收及利润水平稳步提升。2016-2019 年营收 CAGR 约 12%，归母净利润 CAGR 约 48%，关键盈利指标如 ROE (20%)、毛利率 (48%)、净利率 (28%) 等，均大幅领先行业平均 (2020Q3)。
- ◆ **客户高端。**公司依托较强的研发和市场能力，率先实现了对奥迪、一汽-大众等主流豪华和合资品牌的覆盖，正逐步开拓宝马、丰田、本田、上汽、吉利、长城等其他豪华和中端主流品牌客户。

图1：公司产品及用途



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

1.2 股权结构清晰 产能扩张有序 潜力可期

公司股权结构清晰集中。董事长庄君新是公司控股股东、实际控制人，长期专注于公司治理，同时担任公司技术负责人之一。公司第二大股东庄严系庄君新胞弟。

公司第四大股东旭腾投资系公司的员工持股平台，核心管理团队均有持股。完善的激励政策有利于公司管理稳定，助力公司行稳致远。

2. 好赛道：消费升级背景下的内饰豪华化趋势

2.1 大背景：消费升级 内饰差异化、豪华化趋势凸显

汽车内饰件是汽车零部件领域规模最大的细分市场之一，2019 年全球汽车内饰市场规模约 4200 亿元，我国汽车内饰市场规模接近 2800 亿元。

随着消费升级，除了传统的安全要求，消费者在购买汽车时的关注点更多地等转向了舒适性和驾乘体验，内饰的品质高低逐渐成为汽车的重要卖点之一。在造车技术日趋完善的背景下，同等价位车型在油耗、空间及动力方面差距甚微，各品牌开始寻求内饰和造型上的差异化，部分品牌凭借独特的内饰风格以及车内氛围营造来强化自身品牌价值。以 BBA 为代表的豪华品牌中，奔驰中控台、氛围灯等家族设计语言与悬浮式中央屏结合，体现奢华风格；宝马中控整体向驾驶员方向倾斜，在视觉上更注重驾驶者，契合运动品牌形象；奥迪内饰更具有科技感与前瞻性，现代感较强，符合其前沿的定位。

图4：汽车内饰件行业上下游情况

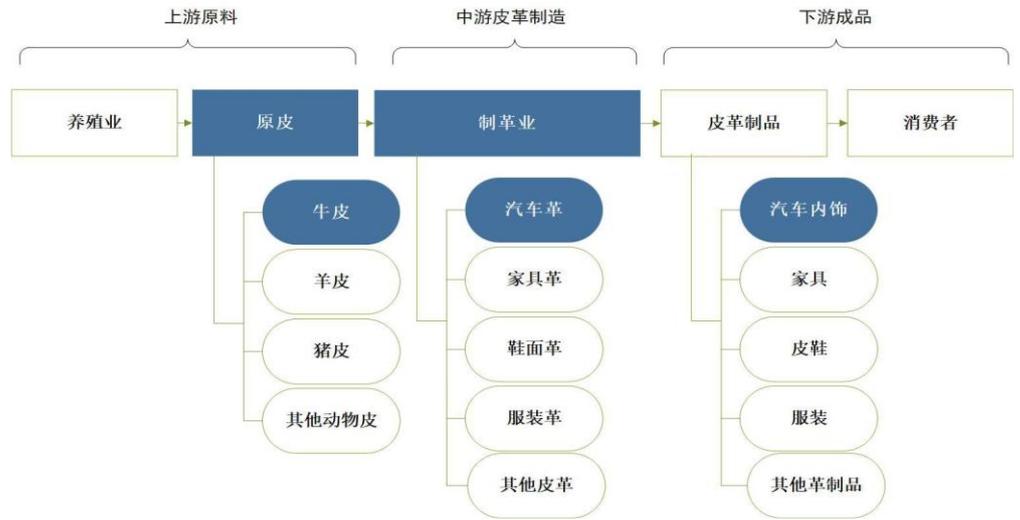


资料来源：头豹研究院，申港证券研究所

在众多提升内饰品质感的路径中，采用更高品质的材质是最直接的方法。常见的汽车内饰材料包括塑料、纺织面料和皮革。皮革作为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、提高驾乘人员舒适性体验方面扮演着重要的角色，对提升汽车的美观和档次不可或缺。

皮革源于动物皮毛，是畜牧业加工后的副产品。相对于塑料、织物等内饰材料，其生物特性使得皮革制品在环保、透气性、耐用程度和易保养程度上拥有不可比拟的优势，已经成为中高端车型选择内饰材料首选。

图5：公司产品上下游及公司专注领域



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

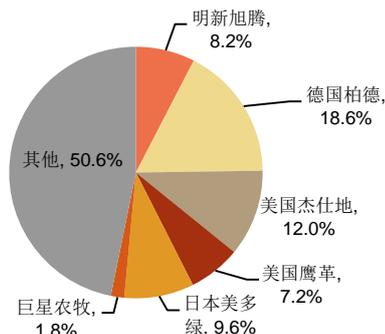
2.2 竞争格局：集中度不高 外资主导 内资企业加速追赶

汽车皮革与一般的皮革制品差异较大，具备一定的技术难度。外资或合资供应商依托技术和规模优势，占据了豪华和合资品牌市场，主要厂家包括德国柏德 (Bader leather)、美国杰仕地 (GST Autoleather)、美国鹰革 (Eagle Ottawa)、日本美多绿 (Midori Autoleather) 等。内资企业大多数为中小企业，技术水平与外资存在差距，主要配套中低端合资品牌、自主品牌和售后市场，如明新旭腾、四川巨星农牧等。

我们结合各外资公司环境评价报告所披露的设计产能和明新旭腾、巨星农牧两家国内上市公司的公告，估算了 2019 年国内汽车革市场的竞争格局。除德国柏德市占率约为 18.6% 外，拥有一定技术积累的内资皮革龙头明新旭腾与美国杰仕地、美国鹰革、日本美多绿等外资企业在市场份额上已经接近。

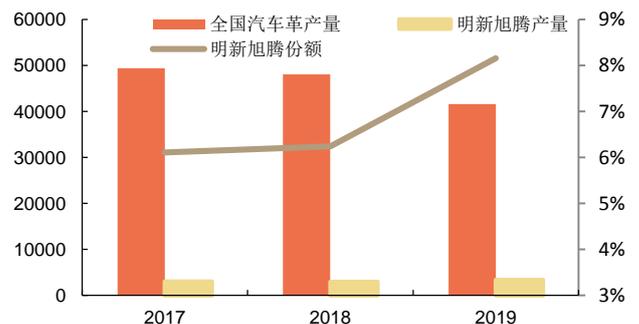
2017-2019 年，随着公司配套一汽-大众、奥迪的高端产品加速上量，公司市场份额已逐年提升至 8.2%，我们预计随着公司产能扩张和客户开拓，市场份额有望进一步提升。

图6：2019 年国内汽车革市场主流厂商份额（估算）



资料来源：各公司建设项目环境影响评价报告，公司公告，申港证券研究所

图7：明新旭腾汽车革产量及市占率变化情况（万平方米）



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

2.3 大趋势：消费升级加速市场反转 真皮内饰百亿空间可期

真皮内饰市场的持续向好本质上是由于消费升级背景下消费者对于舒适和豪华感的追求。客观上得益于汽车市场复苏，而豪华品牌份额扩张和自主品牌加速升级，加速了真皮市场的成长。

本质推动力：消费升级带来的需求改善。相对于更廉价的织物和塑料内饰，皮革内饰更能给消费者带来豪华感和舒适感。此外，高档皮革相对织物和塑料异味较小、更为环保和亲肤，能够有效减少消费者对于异味不适感。值得一提的是，在疫情期间 J.D Powerd 调研表明，车内空气安全、健康，已成为购车者考虑购车的重要因素之一。消费者对与豪华、舒适、健康和环保的追求，是推动真皮内饰份额逐步提升的本质原因。

图8：奥迪 A6L 真皮内饰



资料来源：汽车之家，申港证券研究所

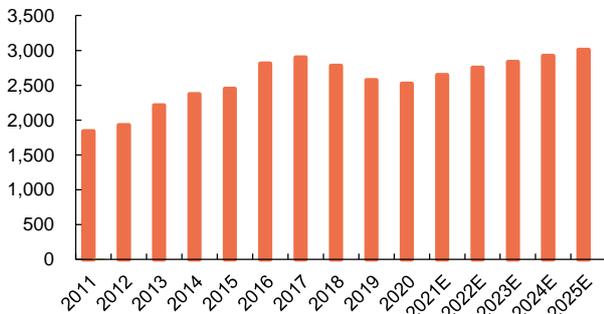
图9：疫情期间消费者购车考虑因素 TOP10



资料来源：J.D Power，申港证券研究所

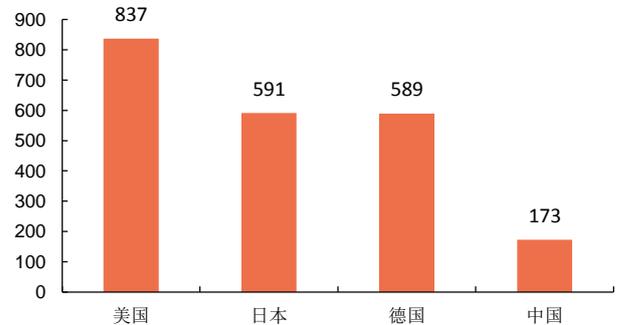
基本变量：市场复苏拐点确定，汽车总体产销稳步复苏。2020 年中国汽车产销量受疫情影响出现明显低点，但疫情后迅速反弹，全年汽车销量降幅降至 2% 以内，汽车销量达到低点，我们预计 2021 年全年汽车产销预计增速约 5%，乘用车销量将超 10%，到 2025 年，汽车产销预计将达 3000 万辆。对比美、日、德等汽车工业发达国家，我国汽车人均保有量尚处低位，向上空间依旧巨大。

图10：中国历年汽车产量（万辆）



资料来源：中汽协，申港证券研究所

图11：2019 年各国汽车保有量（每千人）

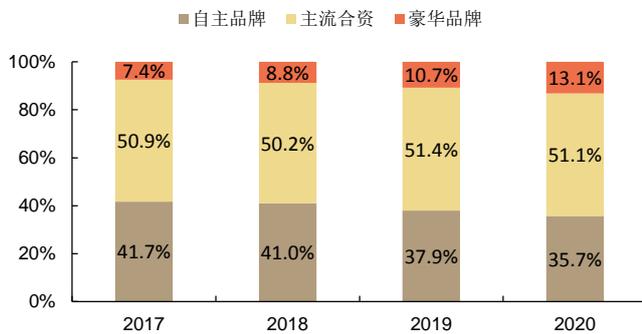


资料来源：车聚网，申港证券研究所

催化剂：豪华品牌份额扩张，自主品牌加速升级，加速催化真皮市场的成长。得益于居民收入水平提升，中国豪华车市场销量份额持续扩张，已由 2016 年的 7.4% 提升至 2020 年的 13.1%，真皮内饰在豪华车用量显著高于中低端车型，市场预计将

随之增长；同时，自主品牌加速品牌向上，新车指导价不断攀升，有空间增加真皮内饰等豪华配置以提升品牌竞争力。

图12：各类品牌市场份额



资料来源：乘联会，申港证券研究所

图13：主流合资及自主品牌历年上市新车指导价（万元）



资料来源：智研咨询，申港证券研究所

结合明新旭腾招股书中关于市场份额和汽车革产能的描述，我们推算 2019 年全国汽车革市场规模约为 70 亿元。基于上述汽车皮革市场确定性扩张的预期，我们预计 2025 年，国内汽车皮革市场有望达到 100~120 亿空间，CAGR 达约 7~12%。假设前提如下：

- ◆ 2020 年乘用车产量 1945 万辆，2025 年达 2500 万辆。
- ◆ 2020 年豪华品牌渗透率 13.1%，2025 年达 18.2%（Markline 预测）。
- ◆ 豪华品牌汽车革单车用量、单价保持稳定。

3. 好公司：盈利能力突出+客户优质集中+扩产空间可期

3.1 盈利能力突出 经营研发实力出众

近年来，公司受益于核心客户销量攀升、消费升级和原材料成本下降，营收及利润水平逐年攀升，盈利能力行业领先。

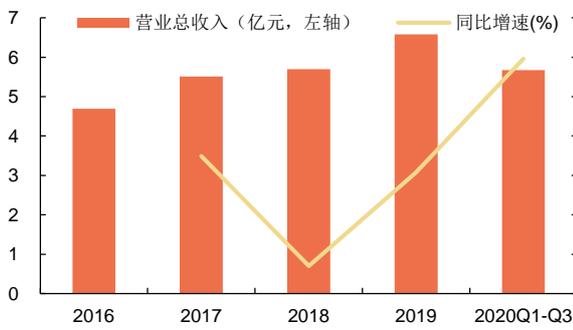
主业集中，营收、归母净利润持续高增。公司长期聚焦于汽车皮革制造领域，整皮和裁片作为主业占比始终高于 93%，持续受益于行业扩张。2016-2019 年营收和归母净利润 CAGR 分别达 12%和 48%。2020Q1-Q3，公司营收和归母净利润分别为 5.67 和 1.59 亿元，相比 19 年同期增速达 30%和 44%，主要得益于 2019 年下半年起公司主供的合资及豪华品牌车型如奥迪 Q5L、奥迪 Q3、速腾、探岳、探歌等销售向好。

图14: 2016-2020Q3 公司各业务营收占比



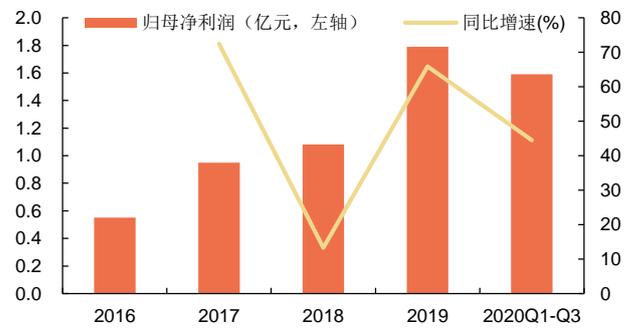
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图15: 2016-2020Q3 公司营收及增速



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

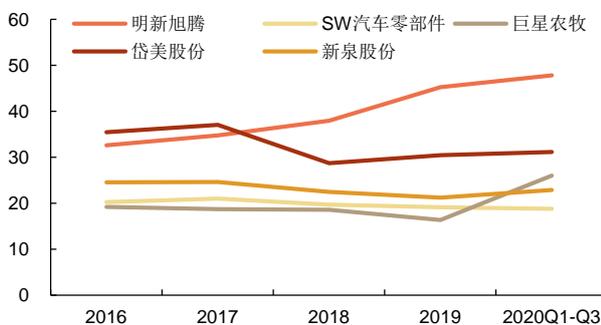
图16: 2016-2020Q3 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

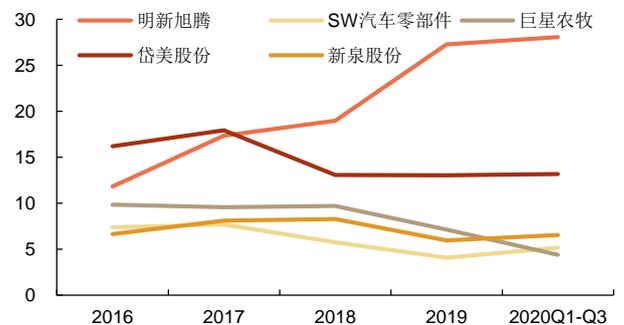
毛利率、净利率大幅领先行业。公司受益于其高水平客户和规模优势, 加之原材料成本维持低位, 2020Q1-Q3 公司毛利率和净利率分别为 48%和 28%, 远高于同期 SW 汽车零部件行业平均的 19%和 5%的水平, 也大幅高于同类公司巨星农牧以及同属汽车内饰行业的岱美股份、新泉股份等。

图17: 公司与行业、可比公司毛利率 (%) 对比



资料来源: Wind, 各公司公告, 申港证券研究所

图18: 公司与行业、可比公司净利率 (%) 对比



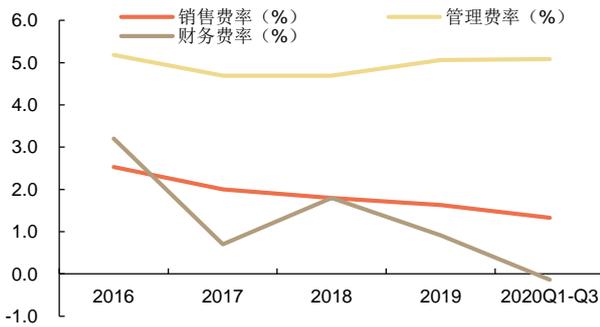
资料来源: Wind, 各公司公告, 申港证券研究所

期间费用随公司经营扩张而增长, 费率稳中有降。公司销售费用、管理费用和研发费用均有所增长, 而银行借款的减少使得财务费用下降, 总体费率稳中有降。管理费用随职工薪酬增长与上市辅导服务费有所增长; 销售费用的增长主要是由供给一

汽-大众东北 (长春) 及华北基地 (天津) 产品物流费用增长所致; 财务费用则主要受汇兑损益和借款利息支出影响。

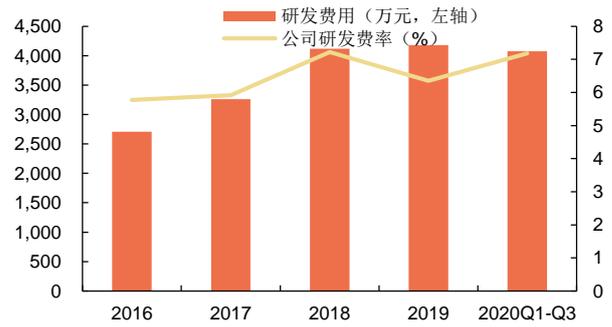
注重研发, 高投入带来高回报。公司研发费用投入逐年攀升, 近三年维持在 6%-7.2% 之间, 相较行业维持高位。公司设有院士工作站, 并与北京化工大学等高校建立了合作关系, 开展相关领域的先进技术研究 and 实践。持续的研发投入, 维持了公司在无铬鞣制技术、低 VOC 排放技术等行业前沿领域的领先优势, 使得公司拥有与主机厂同步开发的能力, 稳定了公司与核心客户持续服务的合作关系, 也为公司拓展新客户奠定了坚实基础。

图19: 2016-2020Q3 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图20: 2016-2020Q3 公司研发费用及费率

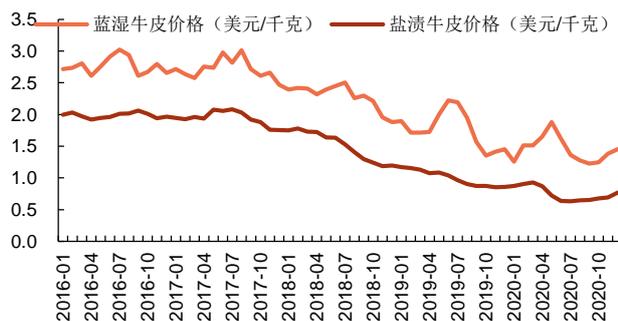


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

上游原材料价格平稳, 下游客户产品单价提升, 高盈利有望持续。

- ◆ **上游平稳。**公司上游原材料主要是原皮和化料, 各占营业成本的约 35%(2020H1)。原皮主要包括蓝湿牛皮和盐渍牛皮, 由巴西和澳大利亚进口, 近年来由于供大于求, 原皮价格持续走低, 目前处于平稳状态。化料主要是各类化学制剂, 主要由德国和美国进口, 化料市场已经相对成熟, 价格基本稳定。
- ◆ **下游提价。**公司客户主要是合资和豪华品牌, 平均销售单价较高。以 2019 年为例, 公司产品销售均价为 18.84 元/平方英尺, 同期主要供应自主品牌的巨星农牧销售均价为 14.96 元/平方英尺。随着合资和豪华品牌供应量的上涨, 公司销售均价逐年提升。2020 年上半年, 公司配套豪华车型奥迪 Q5L 的整皮产品收入占整皮产品总收入的比例由 22.4% 提升至 39.8%, 该类产品价格较高, 带动了公司销售均价持续提升。

图21: 公司主要原材料原皮价格走势



资料来源: 海关总署, 申港证券研究所

图22: 公司产品销售均价



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

3.2 客户优质集中 增长稳健确定性强

公司产品定位于中高端轿车及 SUV 市场，配套知名一级供应商，深度绑定优质整车企业。公司与麦格纳、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，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。公司已成为一汽-大众、上汽大众、通用、吉利等主流整车制造企业多款新车型定点供应商。

表1: 公司主要客户合作情况

客户名称	既有项目	现有项目	现有项目主要终端客户
富维系	速腾、宝来	探岳、奥迪 Q3	一汽-大众
国利系	GL8、东风汽车、标志云逸	奥迪 Q5L、探歌	一汽-大众
廊坊华安系	速腾	探岳、奥迪 Q3	一汽-大众
继峰系	-	奥迪 Q5L、奥迪 Q3	一汽-大众
奥托立夫系	上汽通用 618、奇瑞艾瑞泽、宝骏	宝骏 360、戴姆勒奔驰 V213	上汽通用五菱、戴姆勒、吉利、长城
吉中系	长城 H6 Coupe、VV5、VV6	博越	吉利
延锋系	广汽 GS4、别克凯越	博越、帝豪	吉利

资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

核心客户集中，超九成产品供给一汽-大众，业绩确定性强。公司直接客户包括富维系、国利系、继峰股系、廊坊华安、延锋系及奥托立夫系，最终供给客户主要是一汽-大众，公司产品直接由一汽-大众定点。2020H1 公司供给一汽-大众产品份额已提升至 94% 以上，涵盖了速腾、探岳、奥迪 Q5L 等核心车型，相对于其他车企，一汽-大众经营业绩更为稳健确定，能够支撑公司业绩持续提升。

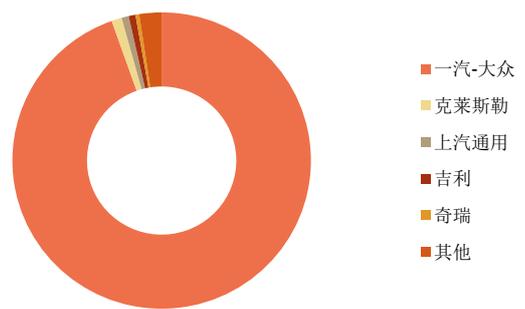
- ◆ 一汽-大众乘用车市场份额第一，连续逆市增长。随着探岳、探歌等 SUV 车型的推出及奥迪等豪华车型热销，一汽-大众销量在 2017-2020 年实现连续逆市增长，业绩表现优异，2019、2020 年蝉联乘用车市场份额第一。
- ◆ 一汽-大众客户基础稳定，新客购车意向高。由于布局中国较早，一汽-大众旗下大众，奥迪品牌拥有稳定的客户基础和良好的客户口碑，根据 J.D Power 中国新车购买意向研究结果，在一汽-大众和奥迪品牌分列主流车品牌影响力第一和豪华车品牌影响力第三。

图23: 2020H1 公司直接客户及营收份额



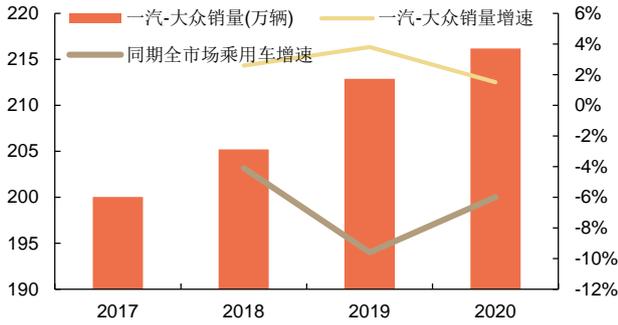
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图24: 2020H1 公司最终客户及营收份额



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图25: 一汽-大众历年销量及业绩增速



资料来源: 中汽协, 申港证券研究所

图26: J.D power 2020 中国新车购买意向研究

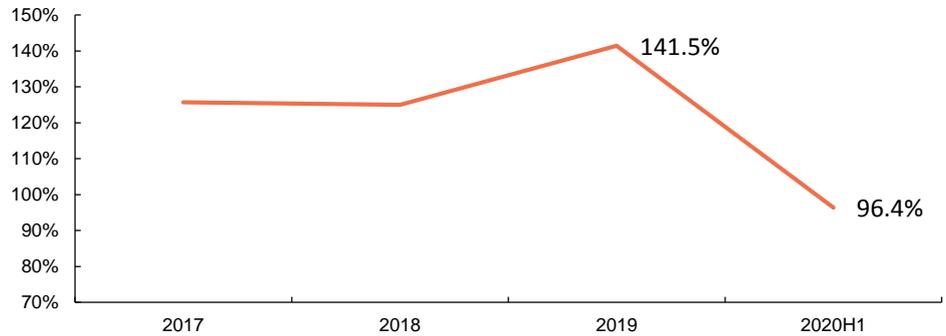


资料来源: J.D Power, 申港证券研究所

3.3 扩产空间可期 新客拓展优化供应结构

现有产能饱和, 扩产后产能翻倍。公司目前产能处于饱和状态, 2019 年产能利用率超过 140%, 2020H1 在疫情影响下也达到了 96%, 已经成为公司扩张的瓶颈。公司上市后新增募投 2 个生产项目, 包括年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业 4.0 建设项目和年产 110 万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目, 建成后公司产能实现翻倍增长。

图27: 公司历年产能利用率



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

表2: 募投项目完成后公司产能分布

生产基地	现有产能	毛皮鞣制工段	复鞣染色整理工段	后整饰工段	裁片工段
辽宁阜新	现有产能	50	50	-	-
浙江嘉兴		-	-	50	5
合计		50	50	50	5
辽宁阜新	募投新增	50	50	50	5
浙江嘉兴			60	60	10
合计		50	110	110	15
辽宁阜新	最终产能	100	100	50	5
浙江嘉兴			60	110	15
合计		100	160	160	20

资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

在手订单充裕，依托高端配套的技术积累，成功开辟上汽大众、上汽通用等优质新客户。公司现有一汽-大众相关订单周期较长，能够支撑公司现阶段稳定供应。依托配套合资和豪华品牌客户积累的技术能力，公司已成为上汽通用、上汽大众旗下多款新车型的定点供应商，未来三年新增量产配套供货项目包括途观（已供货）、辉昂、途昂、Lounge SUVe、朗逸以及昂科威等车型。这类车型均是客户旗下核心走量车型，预计将给公司业绩带来可观增量。此外，公司目前正与宝马、丰田、本田、上汽集团等接触，有望凭借服务和技术优势扩大份额，完善公司客户结构，增厚业绩弹性。

表3：公司主要已配套车型及生命周期情况

配套车型	发包提名时间	量产时间	预计生命周期结束时间
奥迪 Q5L	2016/11/25	2018 年	2024 年
奥迪 Q3	2017/10/20	2018 年	2026 年
探岳	2017/1/20	2018 年	2025 年
探歌	2017/1/20	2018 年	2026 年
新速腾	2017/7/28	2018 年	2029 年

资料来源：公司招股书，申港证券研究所

自主品牌和海外市场，提供广阔想象空间。公司拥有与吉利、长城、广汽等优质自主品牌配套的能力，随着自主品牌，特别是新能源品牌加速向上，高端豪华真皮内饰渗透率有望持续提升。此外，公司已经设立欧创中心，专注扩展海外业务，积极寻求与全球汽车零部件供应商建立并发展长期业务合作的关系。我们认为，自主品牌和海外市场有望提供长期增长动力。

图28：自主品牌 吉利博越真皮内饰



资料来源：汽车之家，申港证券研究所

图29：自主品牌 长城 VV7 真皮内饰



资料来源：汽车之家，申港证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 关键假设

公司作为行业龙头，业绩充分受益于消费升级带来的豪华真皮内饰的需求提升，直接与一汽-大众等核心客户及豪华和合资品牌乘用车的销量成长相关。考虑到 20 年低基数及公司核心客户一汽-大众增长的确定性，结合公司新项目投产周期和在手订单情况，我们预测公司产品增速如下：

- ◆ 整皮产品：2020-2023 年增速分别为+22%、+22%、+25%和 23%。
- ◆ 裁片产品：2020-2023 年增速分别为+22%、+25%、+22%和+20%。

4.2 可比公司估值

公司业务相对单一，我们选择与公司同为皮革供应商的巨星农牧，同属汽车内饰领域的优质企业岱美股份、新权股份、继峰股份、宁波华翔作为可比公司。公司作为市占率 8% 的行业内资龙头，客户优质，增长确定性高，且客观上毛利、净利和 ROE 等关键指标显著高于可比公司，存在一定的溢价空间。

表4：可比公司盈利预测与估值情况（截止 2020.3.15）

可比公司	收盘价(元)	市值(亿元)	PE			EPS		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
巨星农牧	14.63	68.5	53.62	28.00	24.00	0.27	1.05	1.20
岱美股份	22.58	130.9	24.34	13.06	11.48	0.93	0.63	0.72
新泉股份	32.21	118.5	53.56	18.85	15.21	0.60	0.61	0.75
继峰股份	8.28	84.6	-45.31	48.00	40.70	-0.18	1.82	2.27
宁波华翔	18.03	112.9	13.68	27.66	22.57	1.32	1.42	1.73
均值		103.05	-	27.11	22.79	-	1.11	1.33
明新旭腾	32.17	53.4	23.33	19.70	16.33	1.38	1.67	1.97

资料来源：Wind，申港证券研究所 注：除明新旭腾外其他公司预测均来自 Wind 一致预测

4.3 盈利预测

基于上述假设，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 8.13 亿元、9.91 亿元和 12.3 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.29 亿元、2.71 亿元和 3.27 亿元，每股收益分别为 1.38 元、1.67 元和 1.97 元，对应 PE 分别为 23.33X、19.7X 和 16.33X。

公司产能饱和，随新项目投产后业绩增长确定性高，综合可比公司估值水平，2021 年给予公司 30 倍 PE 的估值，合理股价为 50.4 元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

5. 风险提示

汽车销量不及预期，客户拓展进度不及预期，原材料成本提升，行业竞争加剧的风险。

表5: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	570	658	813	992	1230	流动资产合计	414	570	712	831	1000
营业成本	354	360	457	566	711	货币资金	23	34	37	45	56
营业税金及附加	7	7	9	11	13	应收账款	133	202	220	268	333
营业费用	10	11	11	13	16	其他应收款	0	0	0	0	0
管理费用	27	33	43	51	64	预付款项	2	3	11	4	5
研发费用	41	42	52	63	78	存货	196	201	404	464	545
财务费用	10	6	(1)	(5)	(10)	其他流动资产	8	2	3	5	7
资产减值损失	2	(2)	(10)	(6)	(8)	非流动资产合计	291	374	889	1034	1074
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	固定资产	170	212	265	327	385
营业利润	123	208	265	314	379	无形资产	89	86	83	80	78
营业外收入	0	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1	其他非流动资产	0	10	46	27	9
利润总额	122	207	265	314	378	资产总计	705	943	1601	1864	2075
所得税	14	28	36	43	51	流动负债合计	219	217	603	595	478
净利润	108	179	229	271	327	短期借款	109	79	373	412	257
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	61	87	153	115	145
归属母公司净利润	108	179	229	271	327	预收款项	0	0	1	1	1
EBITDA	237	320	293	346	410	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS (元)	0.87	1.44	1.38	1.63	1.97	非流动负债合计	52	113	114	114	115
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	271	330	717	709	593
营业收入增长	3.5%	15.4%	23.6%	22.0%	24.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业利润增长	11.1%	70.1%	27.4%	18.4%	20.6%	实收资本(或股本)	125	125	166	166	166
归属于母公司净利润增长	13.3%	65.9%	27.7%	18.4%	20.6%	资本公积	82	82	82	82	82
获利能力						未分配利润	209	377	592	848	1156
毛利率(%)	37.9%	45.3%	43.8%	43.0%	42.2%	归属母公司股东权益合计	434	614	884	1155	1482
净利率(%)	19.0%	27.2%	28.1%	27.3%	26.6%	负债和所有者权益	705	943	1601	1864	2075
总资产净利润(%)	15.3%	19.0%	14.3%	14.5%	15.8%	现金流量表					
ROE(%)	24.9%	29.2%	25.9%	23.5%	22.1%	单位:百万					
偿债能力						经营活动现金流	153	145	193	138	230
资产负债率(%)	38.4%	35.0%	44.8%	38.0%	28.6%	净利润	108	179	229	271	327
流动比率	1.89	2.62	1.18	1.40	2.09	折旧摊销	19	23	28	37	41
速动比率	1.00	1.70	0.51	0.62	0.95	财务费用	10	6	(1)	(5)	(10)
营运能力						应付账款减少	(1)	(69)	(18)	(48)	(64)
总资产周转率	0.80	0.80	0.64	0.57	0.62	预收账款增加	(0)	(0)	0	0	0
应收账款周转率	4.29	3.92	3.85	4.06	4.09	投资活动现金流	(45)	(97)	(525)	(175)	(74)
应付账款周转率	6.30	8.89	6.79	7.39	9.45	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.44	1.38	1.63	1.97	投资收益	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
每股净现金流(最新摊薄)	0.14	0.09	0.02	0.05	0.07	筹资活动现金流	(91)	(37)	335	45	(146)
每股净资产(最新摊薄)	3.49	4.93	5.32	6.96	8.93	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	36.98	22.34	23.33	19.70	16.33	普通股增加	0	0	42	0	0
P/B	9.22	6.53	6.04	4.62	3.60	资本公积增加	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	17.26	12.66	19.36	16.48	13.51	现金净增加额	17	11	3	8	11

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和贵任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上