

2022 年 07 月 22 日

明新旭腾 (605068.SH)

内饰材料龙头，迎全新机遇

■ **汽车真皮行业龙头，新业务加速扩张。**公司前身是中外合资企业，创立伊始就具有国际先进的管理经验、严格的质量管控和领先的技术水平，目前已经成为国内汽车真皮行业龙头。公司主营产品包括真皮和新材料，主要应用于乘用车的座椅、门板、头枕等内饰件，其中：真皮是公司的核心主业，公司是大众、奥迪、比亚迪等优秀车企的供应商，客户优质；新材料包括超纤、硅胶革等，其中超纤于 2021 年首次量产并带来显著收入增量，未来有望成为公司业绩高速增长的主要来源。公司对未来发展信心坚定，积极推动高管增持和股票回购计划，也实施了股权激励方案。

■ **超纤产品优势显著，未来有望持续高速增长。**超纤革是第三代合成革，其具有强度高、质量均一性好等特点，目前正逐步向中低端车型渗透，我们测算预计 2025 年国内汽车内饰用超纤材料的市场规模有望达 80 亿元，21-25 年 CAGR 约 40%。目前国内超纤行业由外资供应商如东丽和 Alcantara 等主导，未来随着内资企业的加入，行业现有格局有望被打破，超纤产品渗透率也有望加速提升。公司超纤产品具有：技术、环保、低成本、客户优质等核心优势。未来数年，公司超纤业务有望持续高增长：公司已经进入大众、奥迪、比亚迪、阿维塔等配套体系，新项目正逐步量产，未来还有望拓展更多优质客户；随着公司产能利用率逐步提升，毛利率有望持续改善。公司现有超纤产能 200 万平方米，预计 2025 年可达 1000 万平方米，我们预计 2025 年公司超纤业务有望实现营收 6.5 亿元左右，占总收入的比例接近 35%。

■ **真皮业务稳步增长，毛利率有望回升。**真皮具有良好的透气性、透湿性、耐磨性等特点，是中高端汽车内饰的理想材料。我们预计 2025 年国内汽车真皮市场规模有望突破 100 亿元，21-25 年 CAGR 约 6%。目前真皮行业由外资占主导，其市占率约为 65%，主要包括柏德、杰仕地、鹰革、美多绿等；内资供应商主要包括明新旭腾、宏兴等，未来随着自主品牌整车的崛起，内资供应商市占率有望不断提升。公司真皮产品具有四大核心优势：成本优势、客户优势、技术优势、国际化布局优势。未来，公司真皮业务的盈利有望稳步增长：新客户拓展顺利，公司陆续拿到头部新势力项目定点，未来 1 年内将逐步量产；原材料毛皮价格呈现下行趋势，公司真皮业务毛利率有望不断回升。结合公司真皮产能扩张计划和客户拓展情况，我们预计，2025 年公司真皮出货量有望达到 135 万张，实现营收约 12.3 亿元。

■ **投资建议：维持“买入-A”评级。**我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.8/2.0/2.8 亿元，对应当前市值，PE 分别为 57.8/22.5/15.8 倍。维持“买入-A”评级，6 个月目标价 40 元/股。

■ **风险提示：**原材料价格波动、客户集中度高、环保支出、疫情、假设不及预期等。

100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	8.1	8.2	8.6	12.5	15.6
净利润	2.2	1.6	0.8	2.0	2.8
每股收益(元)	1.32	0.98	0.46	1.19	1.70
每股净资产(元)	10.24	10.48	10.91	11.87	13.23

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	20.3	27.4	57.8	22.5	15.8
市净率(倍)	2.6	2.6	2.5	2.3	2.0
净利润率	27.3%	19.9%	9.0%	15.8%	18.1%
净资产收益率	12.9%	9.4%	4.3%	10.0%	12.9%
股息收益率	2.8%	1.1%	0.3%	0.9%	1.3%
ROIC	34.3%	16.6%	9.4%	3.1%	2.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

汽车零部件

投资评级 **买入-A**

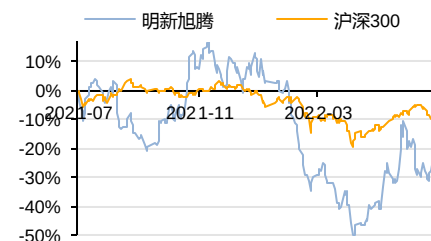
维持评级

6 个月目标价：**40 元**
 股价 (2022-07-21) **26.85 元**

交易数据

总市值(百万元)	4,473.21
流通市值(百万元)	1,517.03
总股本(百万股)	166.60
流通股本(百万股)	56.50
12 个月价格区间	16.70/39.06 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.14	27.95	-7.36
绝对收益	2.09	34.19	-15.52

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002
 xuhx@essence.com.cn

相关报告

明新旭腾：业绩迎拐点，
 增持显信心/徐慧雄 2022-03-13

内容目录

1. 真皮业务稳步增长，超纤有望打造第二增长曲线	5
1.1. 深耕汽车内饰材料，成功拓展新产品	5
1.2. 公司业绩短期承压，长期有望持续高增长	6
1.3. 股权激励助发展，增持回购显信心	7
1.3.1. 股权激励计划，考核条件严格	8
1.3.2. 高管增持彰显信心	8
1.3.3. 公司积极推动股票回购计划	9
2. 行业升级，超纤内饰材料有望加速放量	9
2.1. 水性超纤：空间大、格局优	9
2.1.1. 汽车内饰消费需求升级，水性超纤渗透率有望持续提升	9
2.1.2. 超纤市场规模有望加速扩张	11
2.1.3. 目前行业竞争格局较好	12
2.2. 产品优势明显，公司水性超纤有望加速放量	13
2.2.1. 公司产品优势显著	13
2.2.2. 持续拓展新客户，产能持高速扩张	14
3. 真皮业务收入持续增长，成本有望下行	15
3.1. 行业规模持续扩张，格局较好	15
3.1.1. 真皮优势显著，无铬鞣有望成为主流技术路径	15
3.1.2. 真皮渗透率有望持续提升，行业规模加速扩张	17
3.1.3. 行业壁垒较高，外资占主导地位	19
3.2. 持续拓展新客户，真皮业务有望稳步增长	21
3.2.1. 公司真皮业务优势显著，客户优质	21
3.2.2. 持续拓展新客户，新产能逐步落地	22
3.2.3. 原材料成本下降，真皮业务毛利率有望回升	25
4. 盈利预测与估值简析	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：公司主要产品	5
图 2：2021 年公司收入结构	5
图 3：公司部分客户	5
图 4：公司发展历程	6
图 5：公司近五年营收（单位：亿元）	7
图 6：公司近五年归母净利润（单位：亿元）	7
图 7：一汽-大众近五年大众品牌销量（单位：万辆）	7
图 8：一汽-大众近五年奥迪品牌销量（单位：万辆）	7
图 9：2021 年原材料价格上涨	7
图 10：近五年公司研发费用（单位：亿元）	7
图 11：公司股权结构	8
图 12：绒面超纤制作流程	10
图 13：贴面超纤制作流程	10

图 14: 蔚来 ET7 全系标配绒面超纤顶棚	11
图 15: 华峰超纤 MFL®-nature 产品	11
图 16: 福建天守贴面超纤产品	11
图 17: 汽车内饰绒面超纤市场规模测算 (单位: 亿元)	12
图 18: 汽车内饰贴面超纤市场规模测算 (单位: 亿元)	12
图 19: 东丽“Ultrasuede”绒面超纤产品	12
图 20: 公司绒面超纤产品	13
图 21: 公司贴面超纤产品	13
图 22: 超纤产品化料成本占比较高	14
图 23: 公司超纤产品销量预测 (单位: 万平方米)	15
图 24: 公司超纤产品营收预测 (单位: 亿元)	15
图 25: 无铬鞣工艺流程	16
图 26: 铬鞣工艺流程	16
图 27: 真皮行业上下游	17
图 28: 17-19 年全国汽车真皮产量 (单位: 万平方英尺)	18
图 29: 国内乘用车汽车内饰真皮市场规模 (单位: 亿元)	19
图 30: 2020 年国内汽车真皮市场份额	20
图 31: 内资企业明新旭腾市场份额持续提升	21
图 32: 公司真皮产品	22
图 33: 近两年新势力车企销量 (单位: 万辆)	23
图 34: 公司真皮销量预测 (单位: 万平方英尺)	25
图 35: 公司真皮营收预测 (单位: 亿元)	25
图 36: 近期真皮价格呈下行态势 (单位: 美元/千克)	25
图 37: 公司近五年毛利率	25
表 1: 2021 年限制性股票激励计划分配情况	8
表 2: 2021 年限制性股票激励计划业绩考核目标	8
表 3: 2021 年限制性股票激励计划费用摊销	8
表 4: 公司高管增持基本情况	9
表 5: 2022 年公司回购股份数量的测算情况	9
表 6: 人造革的种类	10
表 7: 超纤的种类	10
表 8: 汽车内饰超纤部分供应商	13
表 9: 公司有望通过自制从而实现化料成本降低	14
表 10: 公司可转债募集资金基本情况	14
表 11: 年产 800 万平方米全水性定岛超纤项目建设进度	15
表 12: 年产 800 万平方米全水性定岛超纤项目经济效益预测	15
表 13: 真皮相比于普通人造革优势显著	16
表 14: 根据鞣制方法对真皮进行分类	16
表 15: 部分选配/标配真皮座椅的新能源车型	18
表 16: 汽车真皮行业进入壁垒高	19
表 17: 国内汽车真皮主要供应商	20
表 18: 公司与主流主机厂都建立过合作关系	21
表 19: 公司核心优势	22

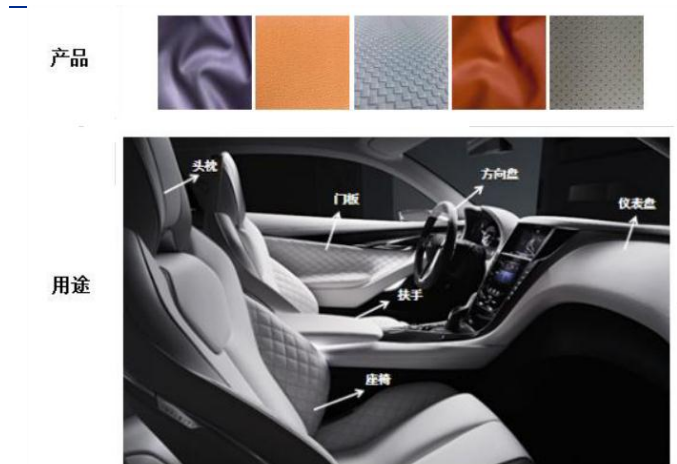
表 20: 公司主要客户.....	23
表 21: 公司近期接到的真皮项目定点.....	24
表 22: IPO 募投项目提升真皮产能.....	24
表 23: 公司真皮产能利用率高（单位：万平方英尺）.....	24
表 24: 公司超纤和真皮营收预测.....	26
表 25: 明新旭腾可比公司估值对比表.....	26

1. 真皮业务稳步增长，超纤有望打造第二增长曲线

1.1. 深耕汽车内饰材料，成功拓展新产品

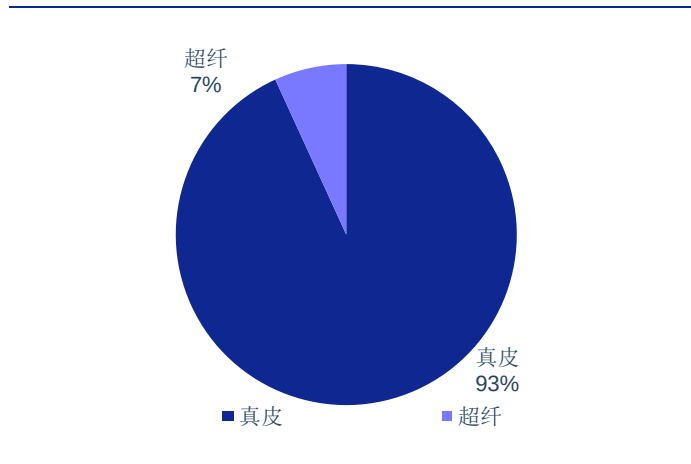
公司是国内领先的汽车内饰材料供应商之一，主要产品包括真皮和新材料，主要应用于中高端汽车的汽车座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表盘、门板等汽车内饰件。其中：**1) 真皮**是公司的传统产品，是公司目前主要的收入和利润来源，且市场份额占比较高，2020 年公司真皮市场占有率约为 11%（资料来源：公司可转债公告）；**2) 公司的新材料包括超纤和硅胶革等**，其中超纤已经实现量产，超纤是人造革的一种，其手感近似真皮，同时具有优秀的耐磨、耐寒、透气、耐老化性能，主要应用于遮阳板、门板、顶棚等汽车内饰件，于 2021 年实现量产并实现营收 5200 万元左右，约占公司总营收 7%。

图 1：公司主要产品



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

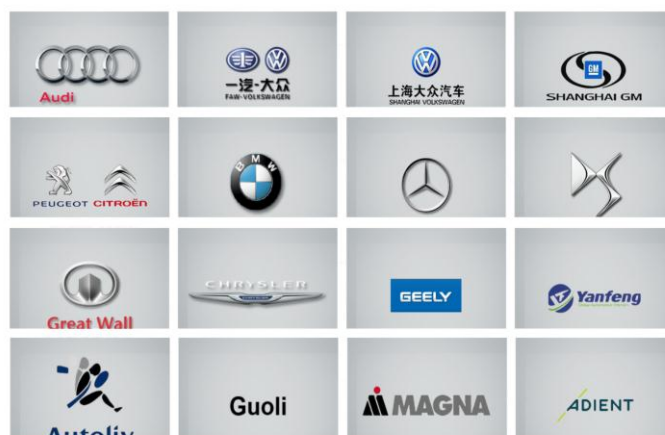
图 2：2021 年公司收入结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

汽车真皮领域龙头，客户覆盖主流主机厂。公司是国内最早进入汽车内饰材料细分市场的内资企业之一，深耕行业十余年，在无铬鞣制、低 VOC 排放、全水性定岛超纤等领域掌握了核心技术，环保优势显著，成功进入以奥迪为代表的豪华车供应商体系，打破多年外资企业的垄断。公司客户资源优质，目前公司终端客户已经实现覆盖克莱斯勒、德国大众、法国 PSA 等国际主流车厂，以及一汽大众、一汽奥迪、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、广汽等自主品牌，其中一汽大众和一汽奥迪营收是公司重要的整车厂客户。

图 3：公司部分客户



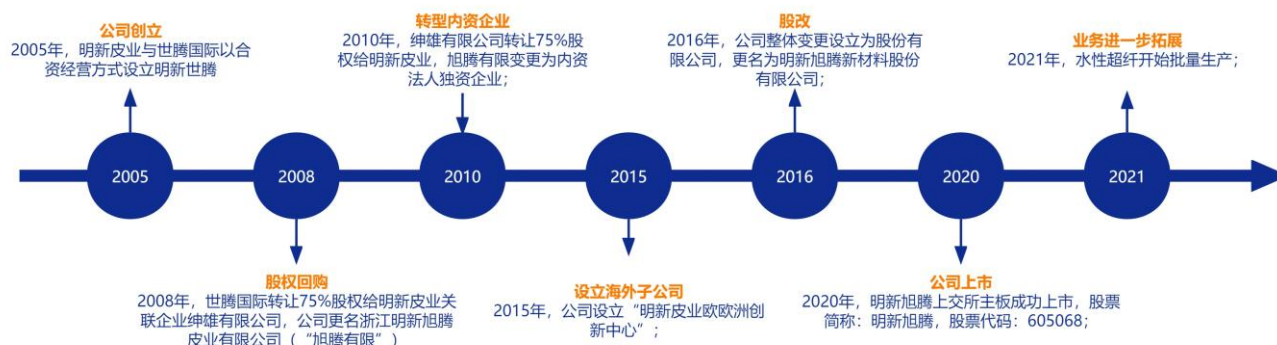
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2005 年，公司前身明新世腾成立，由明新皮业与世腾国际合资经营，其中世腾国际持股 75%，明新皮业持股 25%，合资时点世腾国际为全球知名的汽车革企业，明新皮业为内资民营制革企业。2010 年，世腾集团被另一家全球知名汽车革企业 GST 公司收购；2008 年由于全球

金融危机，世腾国际将其股权转让给明新皮业的关联企业绅雄有限，公司更名旭腾有限，同年公司与部分合资厂商初步建立合作意向；2010年，绅雄有限将其持有的旭腾有限75%的股权转让给明新皮业，公司变更为内资企业。

2015年，公司在德国设立全资子公司欧创中心，毗邻德国大众的主要生产基地，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，进而扩展公司在海外市场影响力；2016年，公司股改，更名明新旭腾；2018年，公司开始对探岳、探歌、奥迪Q5L等一汽大众多款新车型的批量供货；2020年，公司上市，募集资金用于扩充真皮产能以及超纤等新技术的研发；2021年，公司新产品水性超纤正式进入量产。

图4：公司发展历程



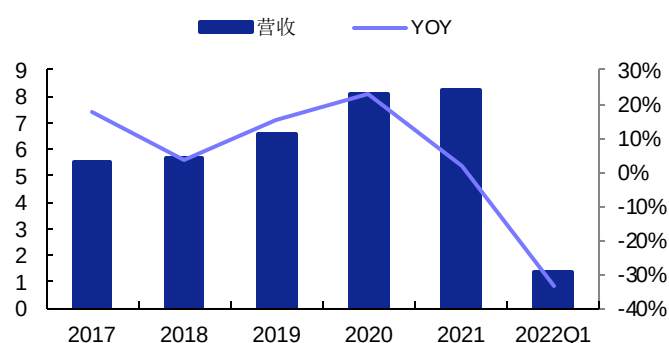
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 公司业绩短期承压，长期有望持续高增长

2021年公司实现营收8.21亿元，同比增长约2%，实现归母净利润1.63亿元，同比下滑26%；2022年Q1公司实现营收1.35亿元，同比下滑约34%，实现归母净利润0.17亿元，同比下滑约76%。公司营收与业绩短期承压的原因是：1）全球芯片短缺，公司主要客户一汽大众和一汽奥迪销量下滑，2021年销量分别同比下滑约23%和4%；2）原材料价格上涨，2021年期间公司的主要原材料进口盐渍牛皮和蓝湿牛皮价格分别涨价62%和83%；3）研发费用增加，为进一步开发新产品超纤和提升公司真皮产品的竞争力，公司研发费用的绝对值以及占比持续增加；4）防疫措施导致的供应链紧张，物流成本上升。

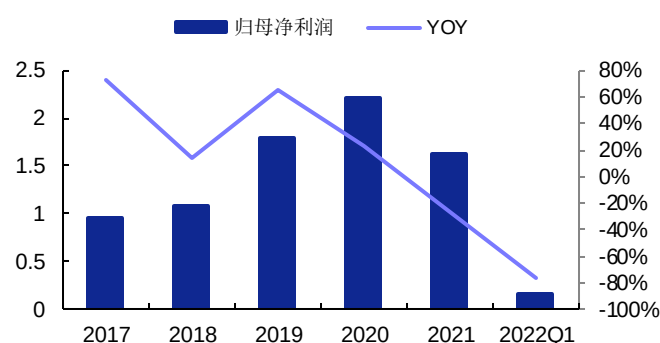
我们认为，长期来看公司的营收与利润有望持续高增长，驱动因素包括：1）全球芯片短缺逐步缓解，公司客户销量有望恢复增长；2）公司真皮业务客户拓展顺利，目前已经成功进入头部新能源汽车企业，以及上汽大众、上汽通用、长安等主流主机厂，IPO募资建设的真皮产能逐步落地；3）新产品超纤逐步进入量产，目前已经获得一汽大众、一汽奥迪、比亚迪、长安等客户的定点，可转债募资建设的水性超纤产能逐步落地；4）原材料价格逐步下行，2022年5月份进口盐渍牛皮和蓝湿牛皮价格相比2021年12月份下降约15%；5）营收高速增长带来的费用摊薄效应逐渐显著，公司研发费用占比有望出现下降。

图 5：公司近五年营收（单位：亿元）



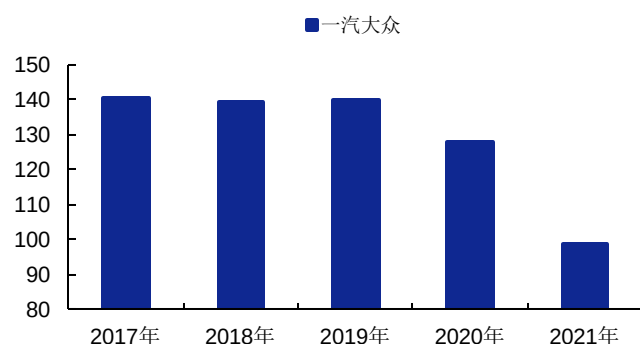
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：公司近五年归母净利润（单位：亿元）



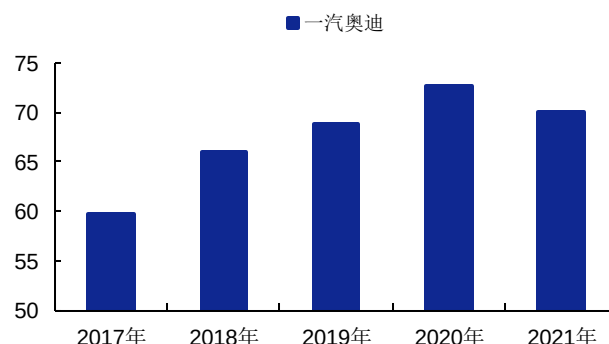
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：一汽-大众近五年大众品牌销量（单位：万辆）



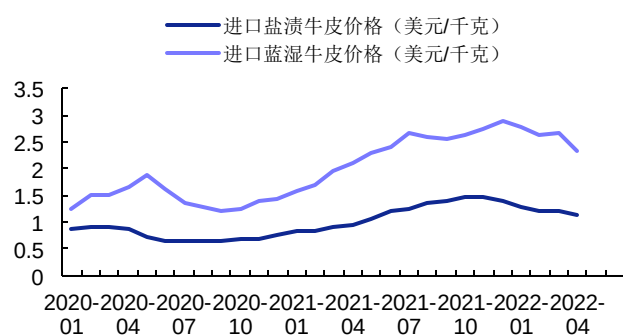
资料来源：一汽大众，安信证券研究中心

图 8：一汽-大众近五年奥迪品牌销量（单位：万辆）



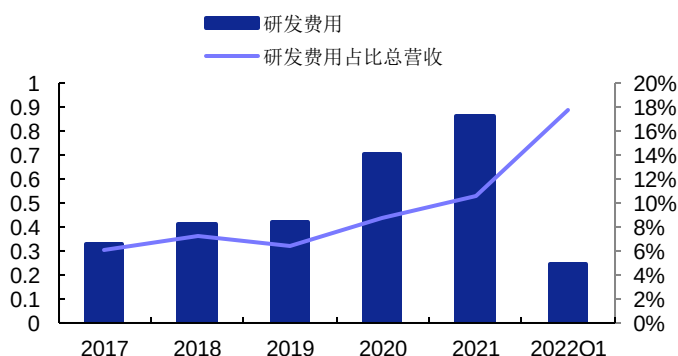
资料来源：一汽大众，安信证券研究中心

图 9：2021 年原材料价格上涨



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：近五年公司研发费用（单位：亿元）

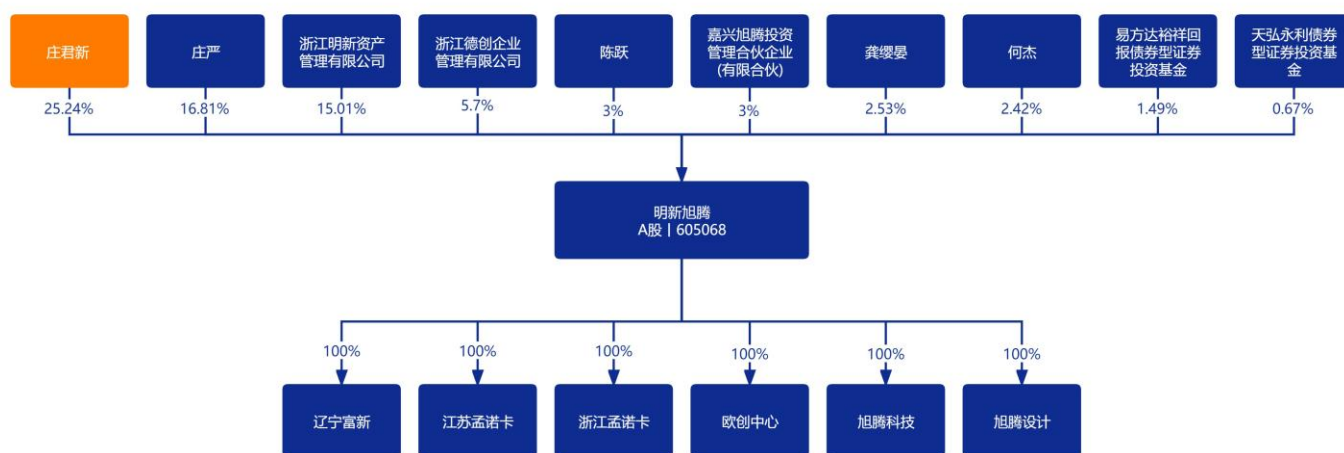


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 股权激励助发展，增持回购显信心

公司控股股东与实际控制人是公司董事长、总经理庄君新先生，其直接或间接方式合计持有公司 34.5%左右的股权；公司的第六大股东嘉兴旭腾持股 3%，其股东主要是公司高管，公司核心管理层稳定。公司的主要子公司中辽宁富新主营业务是毛皮的加工；江苏孟诺卡和浙江孟诺卡的主营业务是水性超纤的生产与研发，包括其化工原材料色母粒、水性树脂等。

图 11：公司股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3.1. 股权激励计划，考核条件严格

2021 年 12 月 4 日，公司发布关于向激励对象首次授予限制性股票的公告，拟授予 4 名激励对象 75 万份限制性股票，首次授予 60 万份，约占授予日公司总股本的 0.36%，授予价格 17.63 元，业绩考核目标是公司营业收入增长率和净利润增长率。此次股权激励将公司与核心高管的利益深层绑定，充分调动高管积极性，共享公司发展红利，助力公司发展。

表 1：2021 年限制性股票激励计划分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总 量的比例	占本计划公告日公司 股本总额的比例
胥兴春	董事、董事会秘书、财务 总监	15.00	20.00%	0.09%
刘贤军	董事、副总经理	15.00	20.00%	0.09%
赵成进	副总经理	15.00	20.00%	0.09%
沈丹	副总经理	15.00	20.00%	0.09%
预留		15.00	20.00%	0.09%
合计		75.00	100.00%	0.45%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：2021 年限制性股票激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	同时满足以下考核指标：以 2021 年营业收入为基准，2022 年营业收入增长率不低于 20.00%；以 2021 年净利润为基准，2022 年净利润增长率不低于 10.00%
第二个解除限售期	同时满足以下考核指标：以 2021 年营业收入为基准，2023 年营业收入增长率不低于 44.00%；以 2021 年净利润为基准，2023 年净利润增长率不低于 21.00%
第三个解除限售期	同时满足以下考核指标：以 2021 年营业收入为基准，2024 年营业收入增长率不低于 72.80%；以 2021 年净利润为基准，2024 年净利润增长率不低于 33.10%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3：2021 年限制性股票激励计划费用摊销

摊销的总费用（万元）	2021 年（万元）	2022 年（万元）	2023 年（万元）	2024 年（万元）	2025 年（万元）
1,218.00	50.03	600.30	371.93	165.30	30.44

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3.2. 高管增持彰显信心

2022 年 3 月 14 日，公司发布高管增持公告，公司高管拟计划于 2022 年 3 月 14 日起 12 个月内使用个人自有资金增持公司股份，增持比例合计不低于公司总股本的 0.5%且不超过 1%，价格为不高于 30.00 元。2022 年 4 月 21 日-22 日，公司控股股东、实际控制人庄君新先生共计增持公司股份 2.5 万股，占公司已发行股份总数的 0.015%，增持金额为人民币 50.7 万

元；2022 年 4 月 25 日，公司控股股东、实际控制人庄君新先生、董事余海洁女士、副总经理赵成进先生、董事会秘书马青芳先生、财务总监吕庆庆先生共计增持公司股份 3.7 万股，占公司已发行股份总数的 0.022%，增持金额为人民币 69.4 万元。

表 4：公司高管增持基本情况

日期	姓名	职务	本次增持前持股数量（股）	本次增持数量（股）	本次买入均价（元/股）	本次增持后持股数量（股）	增持后持股比例（%）
4 月 25 日	庄君新	董事长、总经理	42,025,000	24,000	18.84	42,049,000	25.2395
	余海洁	董事	0	10,000	18.55	10,000	0.0060
	赵成进	副总经理	150,000	1,000	19.17	151,000	0.0906
	马青芳	董事会秘书	0	1,000	18.98	1,000	0.0006
	吕庆庆	财务总监	0	1,000	18.50	1,000	0.0006
	合计		42,175,000	37,000	-	42,212,000	25.3373
4 月 22 日	庄君新	董事长、总经理	42,000,000	25,000	20.28	42,025,000	25.23
	合计		42,000,000	25,000	20.28	42,025,000	25.23

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3.3. 公司积极推动股票回购计划

2022 年 4 月 16 日，公司发布回购公告，拟以自有资金或自筹资金通过集中竞价交易方式回购部分公司 A 股股份，用于减少公司注册资本。根据回购方案，资金总额不低于人民币 1 亿元（含 1 亿元），不超过人民币 2 亿元（含 2 亿元），回购价格不超过人民币 30 元/股。

表 5：2022 年公司回购股份数量的测算情况

回购价格	资金总额	回购数量及比例	说明
基于公司回购股份价格上限人民币 30 元/股	资金总额上限 2 亿元	预计可回购股份数量不低于 666 万股，回购股份比例约占公司现有总股本 16,660 万股的 4.00%。	测算数据仅供参考
	资金总额下限 1 亿元	预计可回购股份数量不低于 333 万股，回购股份比例约占公司现有总股本 16,660 万股的 2.00%。	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 行业升级，超纤内饰材料有望加速放量

2.1. 水性超纤：空间大、格局优

2.1.1. 汽车内饰消费需求升级，水性超纤渗透率有望持续提升

超纤革性能优势显著，渗透率有望提升。从技术迭代的角度，人造革可以分为 PVC 革、PU 革和超纤革，其中超纤革是第三代合成革，是使用与真皮蛋白纤维细度一致的超细纤维，制成类似真皮的三维立体网状结构，填充聚氨酯作为弹性体，经过一系列处理制成的材料，在外观、结构和性能上与天然皮革相似。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 革由于其价格便宜，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。

随着人们消费水平的提高以及对品质的更高追求，以及技术和工艺的创新升级，质感近似真皮、强度高、环保性好的超纤将成为更好的选择，以其媲美天然皮革柔软、吸湿性的特点以及超越天然革的强度等优点逐渐对其他合成革进行代替，并逐渐运用于服装和汽车内饰等高端领域。

表 6：人造革的种类

人造革种类	优势	劣势	应用领域
第一代 PVC 革	成本低、加工方便；	手感硬、皮感差、舒适性及耐老化差、气味重；	低端箱包、鞋、球、汽车内饰等领域
第二代 PU 革	成本低、加工方便；	普通 PU 革采用织物为基布，仿真性、耐折性差；	中高档服装、家具、鞋、汽车内饰领域
第三代超纤革	质感近似真皮、强度高、环保性好	成本较高；	高档汽车内饰、鞋球、家具等领域

资料来源：招股说明书，环球聚氨酯网，安信证券研究中心

水性超纤环保优势显著，有望成为主流技术路径。1) 从加工的终端来讲，超纤可分为绒面和贴面超纤，其中贴面超纤是指表面为荔枝纹等纹路的合成革，而绒面超纤表面没有花纹，触感像真皮，表面与麂皮绒面相类似，绒感细腻，耐磨，而力学性能高于麂皮和起绒纺织品。2) 从制造工艺来讲，超纤可分为油性和水性超纤，其中油性超纤使用 DMF 作为溶剂，DMF 废水量大，回收成本高，且环保风险高；水性超纤使用水作为溶剂，技术壁垒更高，在使用过程中没有使用 DMF 等有害物质，生产过程环保优势显著，终端产品无有害物质残留，符合目前环保绿色合成革的发展方向，有望成为未来的主流技术路径。

表 7：超纤的种类

分类方式	种类	区别	优势
加工终端	绒面超纤	表面没有花纹，与麂皮绒面类似；	抗撕裂性、色牢度等性能好；
	贴面超纤	表面为荔枝纹等纹路；	
制造工艺	水性超纤	使用水作为溶剂	环保性能更强；
	油性超纤	使用 DMF 作为溶剂	

资料来源：盖世汽车，安信证券研究中心

超纤的主要原材料包括聚氨酯 (PU) 树脂涂层，以及作为基布的超细纤维无纺布，具体制造流程：超细纤维短纤通过梳理针刺制成三维结构网络的无纺布，再经过湿法加工，PU 树脂含浸，碱减量，磨皮染整等工艺最终制成超细纤维皮革。超纤产品的上游是化工、机械业，分别提供超纤加工过程中所需的各种化工原料和生产设备，其中汽车内饰超纤产品要求较高，化料和设备主要以进口为主，化料供应商主要是巴斯夫、斯塔尔、司马等；下游行业为汽车零部件制造业及整车制造业。

图 12：绒面超纤制作流程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13：贴面超纤制作流程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

内饰消费需求升级，水性超纤渗透率有望持续提升。随着生活方式发生改变，汽车作为“第二个家”的属性愈发明显，一方面上班通勤时间以及外出游玩需求增加；另一方面，越来越多的用户将汽车用于休息和放松的空间。这些改变对汽车内饰材料的美感、舒适性、安全性和环保性等提出了更高的要求，此外，在车内密闭狭小的空间内，特别是在夏季，温度高且车窗紧闭，车内化学物质更易散发，汽车内饰材料还会影响到驾驶员和乘客的健康问题。水性超纤与其他人造革相比，结构与真皮更相似，透气性、舒适性以及仿真性更好；与真皮相比，基本不存在重大的性能缺陷，在耐用性、环保性方面更具优势，并且由于生产过程中没有使用 DMF，终端产品中无有害物质残留。我们认为，随着汽车内饰消费需求的升级，水性超纤凭借其优秀性能有望加速进入汽车内饰领域，可以广泛应用于座椅主辅料、门板、方向盘、仪表板、顶棚等几乎全部内饰部分，渗透率有望持续提升。

2.1.2. 超纤市场规模有望加速扩张

中高端车型持续放量，绒面超纤有望快速放量。目前，绒面超纤市场价格较高，高端绒面超纤价格甚至要高于纳帕真皮，主要应用于B级车以上豪车的遮阳板、仪表板、门板、颈枕等内饰件，尤其是在顶棚和立柱替代原有的织布，更显豪华感与时尚感，比如蔚来ET7的顶棚、以及比亚迪汉的遮阳板和门板均采用了绒面超纤。我们认为，未来随着中高端车型持续放量，绒面超纤有望实现快速放量，同时叠加规模优势的逐步体现，绒面超纤价格有望逐步下降，渗透率有望进一步提高。

图 14：蔚来 ET7 全系标配绒面超纤顶棚



资料来源：蔚来官网，安信证券研究中心

贴面超纤应用前景广阔，有望实现快速放量。目前贴面超纤价位大约在PU革和普通真皮之间，其手感、表面花纹近似真皮，且具有比真皮强度高、质轻、保形性好等优点，应用前景广阔。阻碍贴面超纤渗透率提升的因素是价格，相较于真皮，贴面超纤的价格优势不够突出；相较于高端PVC和PU革，贴面超纤价格过于昂贵。目前国内明新旭腾、华峰超纤和福建天守等企业均成功研发出车规级贴面超纤产品，未来随着生产流程的逐步优化和规模优势的逐步体现，贴面超纤价格有望逐步下降，有望逐步替代部分高端PVC、PU以及真皮份额，实现快速放量。

图 15：华峰超纤 MFL®-nature 产品



资料来源：华峰超纤官网，安信证券研究中心

图 16：福建天守贴面超纤产品



资料来源：福建天守官网，安信证券研究中心

超纤具有真皮柔软、吸湿性好等优点，同时在机械强度、耐化学性、质量均一性、自动化剪裁加工适应性方面更优于天然皮革，具有比天然皮革强度高、质轻、保形性好等优点，渗透率有望加速提升，我们假设：

1) 到 2025 年，绒面超纤在中型以上车型单车平均使用量可达 2 平方米左右（21 年在 1 平方米），紧凑型车型单车平均使用量可达 1 平方米；贴面超纤在中型以上车型单车平均使用量可达 4 平方米左右（21 年在 1 平方米），紧凑型车型单车平均使用量可达 2 平方米（21

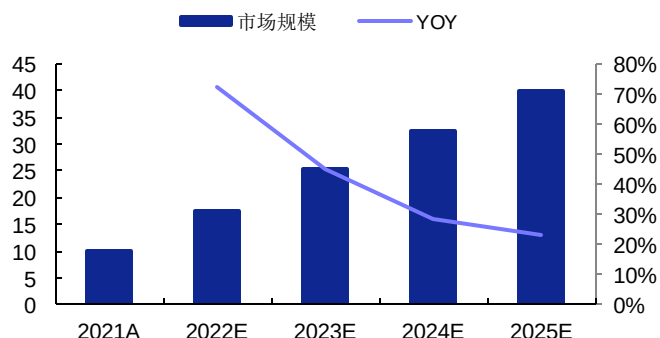
年在 0.5 平方米)，小型及以下车型单车平均使用量可达 1 平方米；

2) 随着工艺流程和物料配方的优化，我们假设绒面超纤的平均单价在 2025 年下降至 130 元/平方米左右，贴面超纤的平均单价下降到 60 元/平方米左右。

3) 根据我们 2022 年度策略报告中预测数据，2025 年国内汽车销量约为 2600 万辆，我们假设到 2025 年小型及以下/紧凑型/中型及以上车型的比例为 10%/50%/40%。

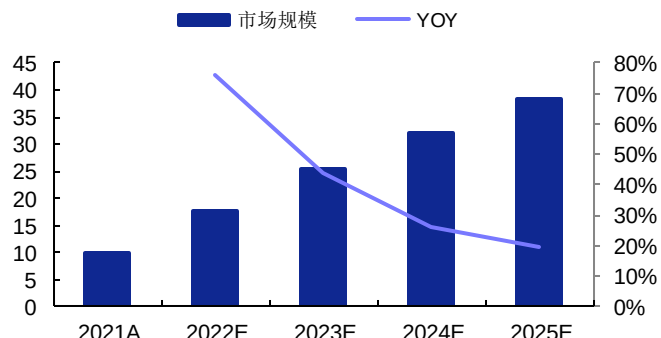
根据不同车型对应的超纤单车使用量，我们估算 2025 年国内汽车内饰绒面超纤的市场规模在 40 亿左右，21 到 25 年的 CAGR 约为 41%；贴面超纤的市场规模在 38 亿左右，21 到 25 年的 CAGR 约为 40%。

图 17：汽车内饰绒面超纤市场规模测算（单位：亿元）



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

图 18：汽车内饰贴面超纤市场规模测算（单位：亿元）



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

2.1.3. 目前行业竞争格局较好

目前汽车内饰超纤行业的主要参与者是日本东丽和东丽控股的意大利 Alcantara，以及内资企业明新旭腾，其余参与者包括可乐丽、福建华阳、浙江繁盛、华峰超纤、福建天守等。由于技术壁垒高、投资大，高端超纤革仍需依赖进口，高端产品领域国内市场被日本东丽等外企垄断，其中东丽在国内的主要产品是绒面超纤“Ultrasuede”，主要应用于豪华品牌汽车内饰，如蔚来的顶棚、斯巴鲁的座椅等。国内市场供需缺口较大，内资企业中，除明新旭腾可以提供水性绒面超纤、逐步切入中高端车型以外，其他厂商目前主要产品主要以技术壁垒相对较低的贴面超纤为主。

图 19：东丽“Ultrasuede”绒面超纤产品



资料来源：东丽官网，安信证券研究中心

表 8：汽车内饰超纤部分供应商

厂商	主要产品	客户	性质
东丽	绒面超纤；	主流主机厂	外资
可乐丽	人造 PU 革、超纤皮、高档绒面超纤面料；	主流主机厂	外资
明新旭腾	整张汽车革（内饰真皮，用于汽车座椅，方向盘，仪表盘，门板等），汽车切割皮件，汽车绒面超纤，超纤革，PU；	直接配套：国内：上汽通用，广州本田，一汽大众，一汽奥迪，东风汽车，比亚迪，神龙汽车，广汽丰田，长城汽车，一汽丰田等；国外：GM, Chrysler	内资
福建华阳	超纤汽车内饰皮革，汽车坐垫革，胶原蛋白皮；	宇通，海马，北汽，红旗 H5，东南 DX3，瑞虎 7，汉腾 B15，东风小康，吉利帝豪，奔驰，韩国现代，福特	内资
浙江繁盛	水性 PU 碱减量超纤革；仿麂皮；高阻燃木纤维无纺布；	前途汽车，吉利汽车	内资
山东凯仕利	超纤革；	一汽、吉利、郑州日产、现代	内资

资料来源：盖世汽车，安信证券研究中心

2.2. 产品优势明显，公司水性超纤有望加速放量

2.2.1. 公司产品优势显著

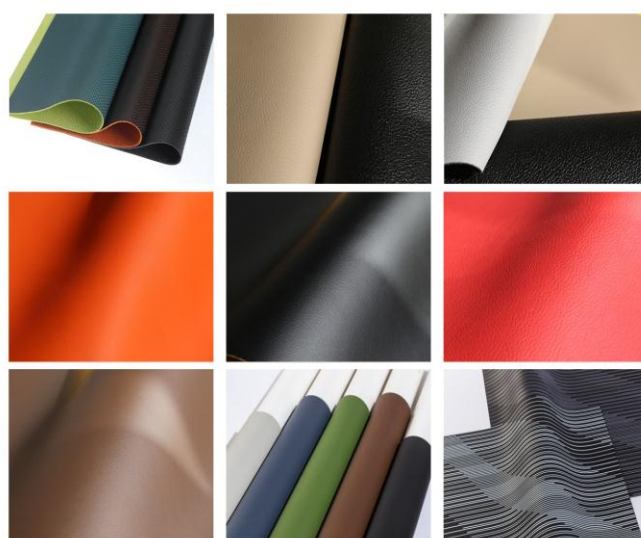
公司开始研发水性超纤的时间较早，目前已经成功量产并且已实现部分核心化料的自研自制。2018 年 6 月，公司与嘉兴学院签订《技术开发（委托）合同》进行高端车用绒面染色超纤革的研发；2019 年公司成功研发水性超纤，并于当年拿到一汽大众和一汽奥迪部分车型的定点；2020 年公司设立江苏孟诺卡，“年产 200 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”启动，水性超纤生产线正式落地于江苏新沂；2021 年，水性超纤正式量产，为一汽大众和一汽奥迪部分车型批量供货，实现营收 5 千万左右。此外，公司坚持在水性超纤产品研发保持较高投入，公司旗下共有四家超纤相关的二级子公司包括旭腾研究院、巴特新材、米尔化工以及休伦新材，在水性丙烯酸、水性聚氨酯、色母粒等方面进行自研。目前公司已经形成两款水性超纤产品，超纤（绒面超纤）和超纤革（贴面超纤）。

图 20：公司绒面超纤产品



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 21：公司贴面超纤产品



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司超纤产品优势显著，主要包括：

- 1) 产品环保优势：**公司的超纤产品均采用水性定岛技术路线，符合目前环保绿色合成革发展方向，与公司的主要竞争对手东丽采用的油性技术路线相比，生产过程环保优势显著；且由于没有使用 DMF、甲苯等有害物质，在终端使用过程中不存在有害物质的残留，可以保护驾驶员和乘客的健康。
- 2) 产品成本及价格优势：**公司近几年始终保持对研发的高度关注和投入，不断推动超纤技

术难点的攻破以及产业链的延伸，如优化工艺流程以及物料配方，公司旗下共有四家超纤相关的二级子公司，其中米尔化工、巴特新材和休伦新材分别负责水性树脂、色母粒等的研发和生产，目前已经实现核心材料水性聚氨酯的自研自制，有利于提升公司毛利率、净利率。

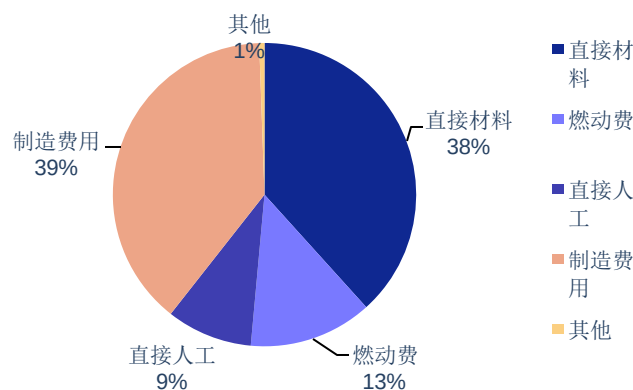
3) 客户资源优势：公司深耕汽车内饰材料行业十余年，品牌优势、运营优势显著，在汽车内饰材料行业的品牌效应和客户认同度高，已经进入了国内主流主机厂的供应商体系，有望逐步导入公司真皮产品客户，客户拓展顺利。

表 9：公司有望通过自制从而实现化料成本降低

公司名称	成立时间	主营业务
旭腾研究院	2020 年 10 月 23 日	高档水性超纤新材料的研究
米尔化工	2020 年 6 月 17 日	水性树脂
巴特新材	2020 年 6 月 23 日	色母粒
休伦新材	2021 年 1 月 7 日	人造革

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22：超纤产品化料成本占比较高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2.2. 持续拓展新客户，产能持高速扩张

公司水性超纤产品新客户拓展顺利。根据公司公告，公司于 2022 年 3 月接到某知名品牌主机厂绒面超纤定点项目，该项目预计于 2023 年开始量产，生命周期总金额约为人民币 3 亿元。目前公司绒面超纤已经为一汽大众、一汽奥迪部分车型批量供货，包括迈腾以及奥迪 Q3 等，并且已经获得了比亚迪、阿维塔（资料来源：公司上证 e 互动）等客户的定点。未来有望逐步导入公司真皮业务的客户，如：上汽通用、上汽大众等合资品牌，吉利、奇瑞、长安等自主品牌，以及蔚来、理想、小鹏等新势力。

公司产能持续扩张。1) 2021 年，公司自有资金建设的“年产 200 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”顺利量产，但是一方面，由于消费升级和环保趋严，品质更好、生产工艺更环保的水性绒面超纤市场需求高速增长；另一方面，由于水性超纤技术壁垒高、投资大，目前能够量产水性绒面超纤的企业较少。2) 为满足不断增长的市场需求，公司于 2022 年 3 月发布公开发行人可转换公司债券公告，计划募资 6.73 亿元用于建设“年产 800 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”，项目建成后可实现年产 800 万平方米的全水性定岛超纤新材料的生产能力。此外，该项目预计建设期为 3 年，项目建成且产能达满情况下，年贡献收入可达约 9.2 亿元。

表 10：公司可转债募集资金基本情况

序号	项目名称	总投资金额	拟使用募集资金
1	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	62,309.91	48,000.00
2	补充流动资金	19,300.00	19,300.00
合计		81,609.91	67,300.00

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 11：年产 800 万平方米全水性定岛超纤项目建设进度

序号	建设内容	月 份											
		3	6	9	12	15	18	21	24	27	30	33	36
1	项目前期准备	*	*										
2	装修改造			*	*	*	*	*					
3	设备选型采购、安装及调试				*	*	*	*	*	*	*		
4	人员招聘与培训									*	*	*	*
5	试生产												*

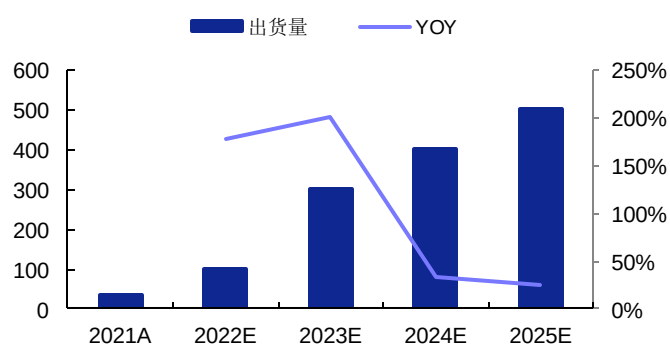
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 12：年产 800 万平方米全水性定岛超纤项目经济效益预测

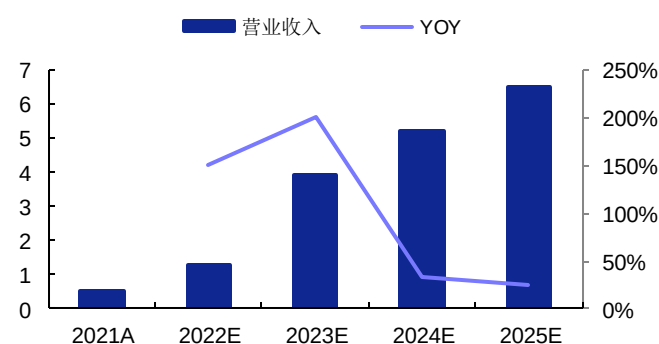
序号	经济指标	计算值
1	年均销售收入（万元）	92,000.00
2	年均税后利润（万元）	21,458.38
3	静态投资回收期（年）（税后）	7.40
4	内部收益率（税后）	19.14%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

我们对公司已经进入的车型，以及未来有机会拓展的车型的销量做了预测，综合考虑单车超纤用量以及公司产能，我们认为公司在 2023 年有望打满现有产能，超纤销售量有望实现约 300 万平方米，营收有望达 3.9 亿左右；2025 年超纤销售量有望达到约 500 万平方米，有望实现营收 6.5 亿元左右。

图 23：公司超纤产品销量预测（单位：万平方米）


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

图 24：公司超纤产品营收预测（单位：亿元）


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

3. 真皮业务收入持续增长，成本有望下行

3.1. 行业规模持续扩张，格局较好

3.1.1. 真皮优势显著，无铬鞣有望成为主流技术路径

真皮主要是指由动物原皮经过鞣制整理而成的天然皮革，是由天然胶原纤维紧密编织的具有三维多孔结构的柔性材料，按原料皮来源划分，皮革可分为牛皮革、羊皮革、猪皮革等，其中本文所提到的真皮特指牛皮革。

真皮特有的三维多孔结构赋予其无可比拟的生物学、力学特性和卫生性能，与普通的人造合成革相比，天然皮革制品的透气性、透湿性、耐磨性、吸潮性、耐寒性更强，千百年来深受人们的青睐且长盛不衰，广泛应用于座椅、方向盘、扶手、头枕、门板、仪表盘等汽车内饰件，以及箱包、家具、皮鞋等领域。

表 13: 真皮相比于普通人造革优势显著

性能	具体优势
与人体的亲合性	动物皮革和人的皮肤主要成分相同，均由胶原蛋白组成，只要在加工过程中控制好化工材料的使用比例，所有皮革均可与人体零距离紧密接触，贴身使用，不会出现任何不利于人体的不良反应，这是任何化学纤维难以比拟的。
良好的回弹滞后性	皮革具有一定的弹力，但不同于塑料和橡胶，拉伸到一定长度后，回弹并不随着外力的消除而直线产生，皮革按照其特定曲线缓慢恢复原状，这就是皮革的回弹滞后性。这种独特的力学性能，使皮革制品使用时舒适贴体，对身体没有压迫感。
卫生性能	皮革具有良好的透气性和吸湿排湿性。自然状态下，完全干透的皮革仍含有 10% 左右的水份，正常的绒面革载水量达其重量的 70% 时，其革面仍能保持干爽 的无潮湿感。同时皮革本身是一种蛋白质纤维三维交织的超大比表面的多孔体。每平方英寸约有 100 万个微孔，这种结构带来皮革良好的透气性，在 1mm 汞柱的压力下每平方米每小时透气量达 1000 多升。这种宝贵的吸湿排湿性和透气性赋予皮革制品化学纤维面料无可比拟的穿着舒适性和卫生性。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

鞣制是皮革加工工艺中的关键工序，鞣制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，真皮主要分为植鞣革、铬鞣革和其他鞣制皮革。

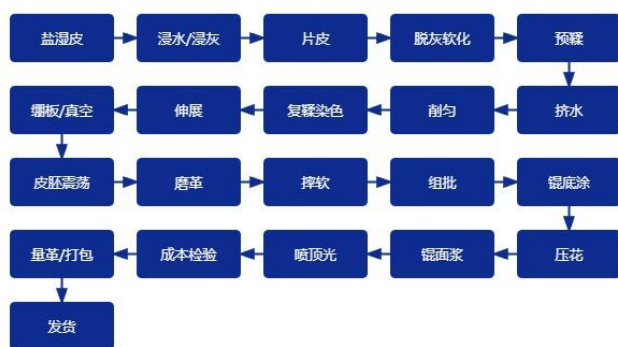
铬鞣法的环保性、经济性较差，无铬鞣有望成为主流技术路径，主要原因包括：1）六价铬毒性较强，铬盐的使用会对生态环境、人畜构成威胁；2）传统的铬鞣法中由于铬鞣废铬屑无法得到有效利用，使得制革工业中产生的废胶原大量损失，且带来了严重的固废污染；3）我国铬资源短缺，制革所用铬几乎全靠进口，而近年来国防及一些高新产业中铬的需求日益增大，导致铬盐的价格逐年攀高。

表 14: 根据鞣制方法对真皮进行分类

种类	鞣剂	特征
植鞣革	植鞣剂（主要成分为单宁） 从植物中萃取	采用植鞣法加工后的皮革为淡棕黄色，使用一段时间后因氧化、日照等因素的影响颜色会逐渐变深。植鞣革质地一般比较厚实、坚韧，较容易吸收液体，吸水后便于立体塑形。
铬鞣革	硫酸铬等铬盐	鞣制的时间和成本都比植鞣革节省得多，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。
其他鞣制皮革（包括油鞣法、醛鞣法和铝鞣法等）	采用单一鞣剂或者两种或以上鞣剂	通过不同组合最终加工出具有不同特性的皮革，广泛应用于多种日常皮革用品的生产。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 25: 无铬鞣工艺流程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

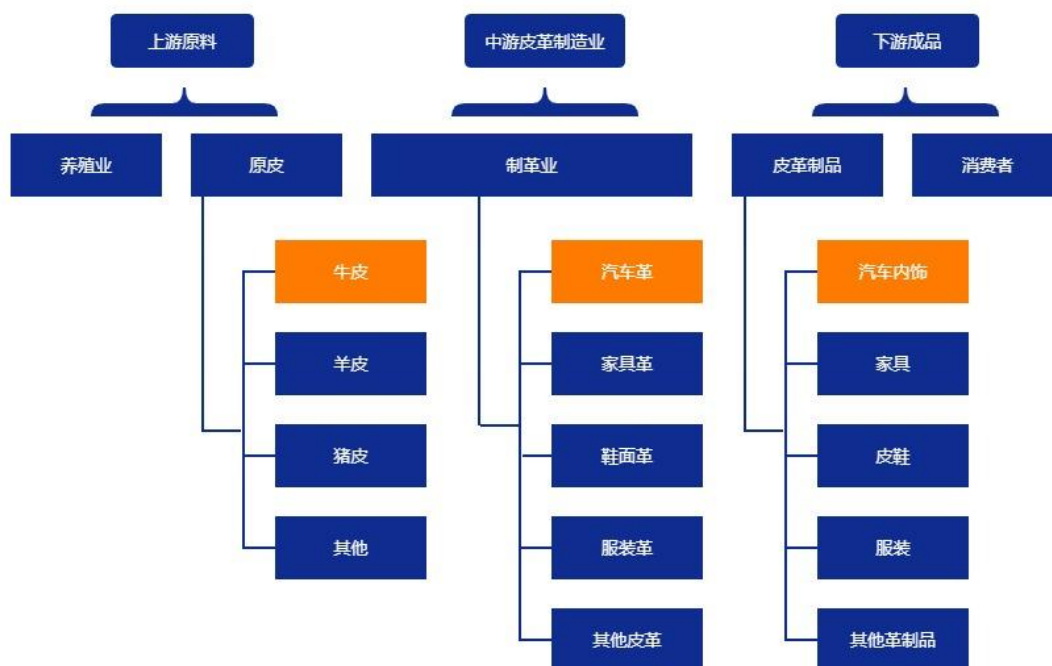
图 26: 铬鞣工艺流程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

汽车内饰真皮行业的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本行业生产所需的原材料，主要供应商为美国和澳大利亚的大型屠宰场如 JBS、Tyson 等；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；下游行业为汽车零部件制造业及整车制造业。

图 27：真皮行业上下游



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.2. 真皮渗透率有望持续提升，行业规模加速扩张

真皮性能优异，广泛应用于中高端汽车内饰。真皮具有透气性、经久耐用和易保养等优良特性，是中高档汽车内饰的理想材料，不仅可以增强汽车内饰的外观观赏性、提高驾驶员和乘客的舒适性，还可以提升汽车的美观和档次，主要用于座椅、方向盘、扶手、头枕、门板、仪表盘等汽车内饰件的装饰覆盖。由于原料毛皮的稀缺性，真皮作为汽车内饰材料主要用于轿车和 SUV 等中高端乘用车的内饰。随着我国居民收入水平的提高，以及汽车内饰的消费需求升级，未来汽车革将成为皮革行业重点发展的市场。

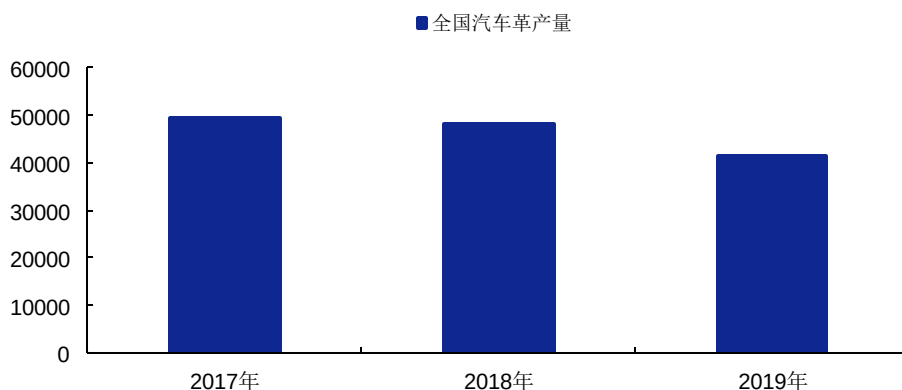
近十年中国汽车真皮产量持续增长，中国皮革协会统计显示，2010 年汽车真皮产量约 3 亿平方英尺，至 2018 年底已超过 4.8 亿平方英尺，年复合增长率超过 6.08%。虽然近几年由于新冠疫情以及汽车缺芯影响，全国汽车真皮产量有所下滑。但是，我们认为未来三五年汽车真皮的需求量将实现稳定增长，主要驱动因素是自主品牌和新势力的高端化趋势，尤其是 20 万以上大部分新能源车型均采用真皮作为座椅材料、单车真皮使用面积大，根据汽车之家，理想 ONE、小鹏 P7、极氪 001、广汽埃安 AION LX 等中高端新能源车型均是全系标配真皮座椅。

表 15：部分选配/标配真皮座椅的新能源车型

车企	车型	级别	车型	方向盘	座椅	价位（万元）	
新势力	蔚来	ET7	C	轿车	真皮	真皮/仿皮	<u>45.80-53.60</u>
		EC6	B	SUV	真皮	真皮/织物混搭	<u>37.80-53.60</u>
		ES7	C	SUV	真皮/皮质	真皮/仿皮	<u>46.80-54.80</u>
		ES8	C	SUV	真皮	真皮	<u>47.80-63.40</u>
	理想	ONE	C	SUV	真皮	真皮	<u>34.98</u>
		L9	D	SUV	真皮	真皮	<u>45.00-50.00</u>
	小鹏	P7	B	轿车	真皮	真皮	<u>23.99-42.99</u>
		P5	A	轿车	真皮	真皮/仿皮	<u>17.79-24.99</u>
自主	合众	哪吒 S	C	轿车	真皮	真皮/翻毛材质混搭	<u>33.88</u>
	吉利	极氪 001	C	轿车	真皮	真皮	<u>29.90-38.60</u>
	广汽	AION LX	B	SUV	真皮	真皮	<u>28.66-46.96</u>
	比亚迪	汉	C	轿车	真皮/皮质	真皮/仿皮	<u>21.48-32.98</u>
		唐	B	SUV	皮质	真皮/仿皮	<u>21.48-32.98</u>
		海豹	B	轿车	真皮/皮质	真皮/仿皮	<u>21.28-28.98</u>

资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

图 28：17-19 年全国汽车真皮产量（单位：万平方英尺）



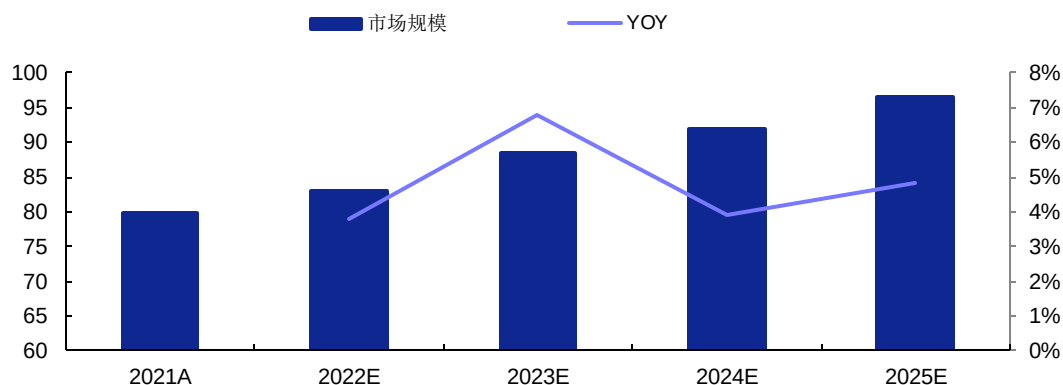
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

受益于内资主机厂逐步崛起、中高端车型逐步放量，且内资主机厂更偏好真皮内饰，尤其是 20 万以上的新能源车型，包括蔚来、理想、小鹏等新势力，以及广汽、吉利等自主品牌，我们认为未来汽车真皮市场将快速扩容，为估算 2025 年汽车真皮市场规模，我们做出以下假设：

- 1) 汽车销量，根据我们 2022 年度策略报告中预测数据，2025 年国内乘用车销量约为 2600 万辆；
- 2) 单车真皮用量，2017 年到 2020 年国内单车真皮使用量在 19.5 平方英尺左右，随着中高端车型的陆续推出以及真皮价格的逐步下降，我们预测乘用车单车真皮使用量每年增长 3%，到 2025 年可以实现单车用量 22.5 平方英尺；
- 3) 真皮价格，近期乘用车真皮的均价在 19 元/平方英尺左右，由于毛皮价格正处于历史高点，且近期呈现下行趋势，我们假设每年下降约 1%，到 24 年可以实现单价 18.2 元/平方英尺左右；

我们测算，2025 年国内乘用车真皮市场规模约达 100 亿元，CAGR 约为 6%。

图 29：国内乘用车汽车内饰真皮市场规模（单位：亿元）



资料来源：乘联会，公司公告，安信证券研究中心测算

3.1.3. 行业壁垒较高，外资占主导地位

汽车真皮行业进入壁垒较高，具体包括五个方面：**1）供应商体系认证壁垒**，需要通过主机厂对其产品质量、技术水平、售后服务和管理能力等多方面的严格评审。**2）技术壁垒**，汽车革供应商需要具备同步研发能力，能够深度参与新车型的设计环节，确保所提供产品能够满足特定需求。**3）专业人才壁垒**，专业化的生产、管理和技术人才储备成为衡量汽车革制造企业综合水平的重要因素。**4）资金壁垒**，汽车革制造商需要在生产经营过程中投入大量的资金，并且具备相当的规模才能降低综合成本，还能满足客户大批量、多样化的订单需求，更易获得较多优质客户资源。**5）环保壁垒**，汽车革企业需要投入大量的人员和资金进行环保设施的升级改造，通过不断提升清洁生产和污水治理水平，来满足政府和社会的要求。

表 16：汽车真皮行业进入壁垒高

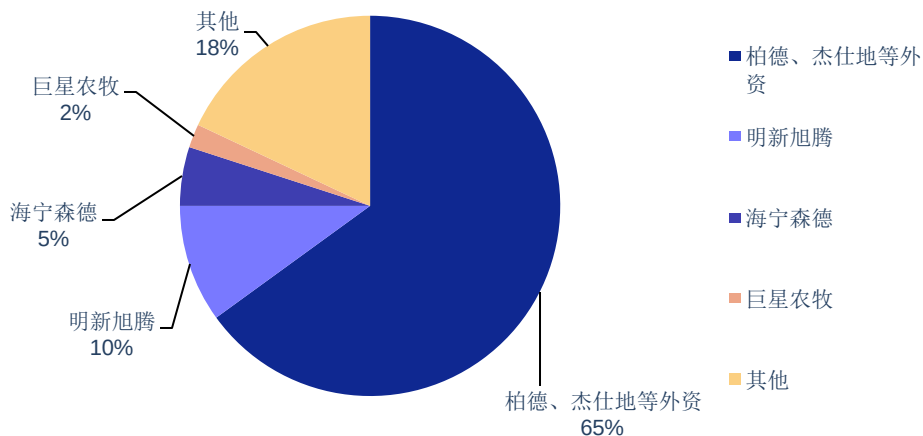
行业壁垒	具体内容
供应商认证壁垒	产品必须得到整车厂的直接认可，并通过整车厂严格的外观评价、材料测试及功能测试。进入整车厂合格供应商名录后，生产过程中还需持续接受客户对其过程控制、质量可靠性及稳定性、成本控制、安全生产及环保状况等进行的持续综合考核。
技术壁垒	为更好的响应整车厂要求，作为内饰件材料提供商，汽车革供应商需要具备同步研发能力，能够深度参与新车型的设计环节，确保所提供产品能够满足特定需求，通过在这一阶段的双向反馈，减少双方沟通成本，为批量稳定供货建立稳定的合作基础。
专业人才壁垒	生产方面，为配合整车厂对库存储备和产品质量的严格要求，汽车革制造商需要具备优秀的生产组织和管理水平，能够有效组织生产、避免效率低下和重复返工造成的资源浪费；设计方面，汽车革企业的研发人员需同时了解和掌握皮革和整车设计双重领域的技术特点。
资金壁垒	汽车革生产工序复杂，为满足整车厂在生产设施、库存管理、人员和技术研发等方面的严格要求，汽车革制造商需要在生产经营过程中投入大量的资金。同时，作为汽车零配件提供商，具有较大规模的汽车革企业也具有较强的竞争优势，不仅能够降低综合成本，还能满足客户大批量、多样化的订单需求，更易获得较多优质客户资源。
环保壁垒	制革行业对生产过程中污染物的处置和排放都有着严格的要求，同时，随着我国经济增长模式的转变和可持续发展战略的全面实施，国家环保政策日益完善，环境污染治理标准不断提高，环保督查力度和居民的环保意识也在逐渐加强。汽车革企业需要投入大量的人员和资金进行环保设施的升级改造，通过不断提升清洁生产和污水治理水平，来满足政府和社会的要求。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

国内汽车真皮行业的主要参与者是外资企业，在国内中高端合资品牌乘用车车型配套市场拥有较强的竞争力，内资汽车革企业大多数为中小型企业，平均技术水平与外资企业相比有一定差距，主要为低端合资乘用车品牌车型、国内自主品牌整车厂商和售后市场配套，在中高端车型配套市场份额中的比重还比较低。

从市场份额来说，德国柏德、美国杰仕地、美国鹰革、日本美多绿和国内明新旭腾这五家企业在国内汽车真皮行业市占率较高，合计市场份额约占 75% 左右，其中明新旭腾的市场份额约在 10% 左右。

图 30：2020 年国内汽车真皮市场份额



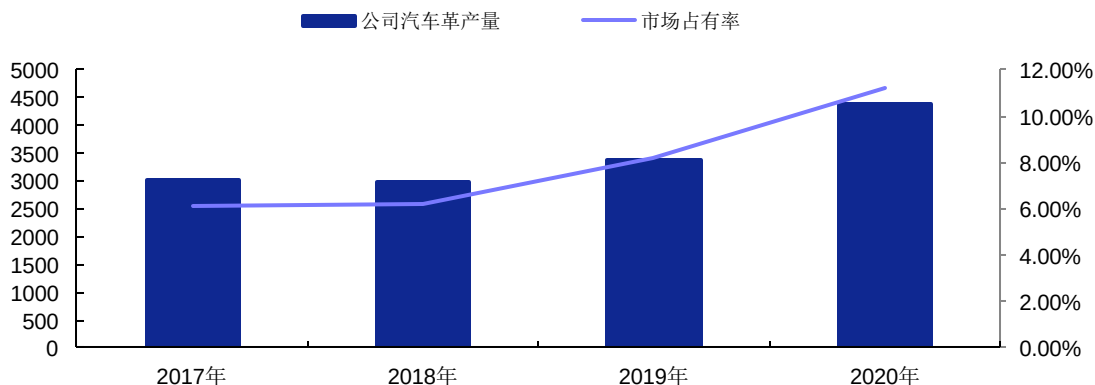
资料来源：盖世汽车，公司公告，安信证券研究中心

表 17：国内汽车真皮主要供应商

类型	名称	介绍
外资/合资	柏德	德国柏德皮革成立于 1872 年，最早从事鞋面革业务，后转型为汽车皮革生产商。柏德皮革（中国）有限公司是德国柏德皮革于 2004 年在中国大连投资设立的汽车皮革制造工厂，注册资本 1,970 万美元，现有员工 880 人，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。
	杰仕地	美国杰仕地皮革成立于 1832 年，是美国第一家进入丰田体系的供应商。美国杰仕地于 2000 年进入中国市场，并在中山市、沈阳市和嘉兴市设立了子公司，包括中山杰仕地、沈阳杰仕地、派致汽车皮革（嘉兴）有限公司（原杰仕地汽车皮革（嘉兴）有限公司，2021 年 6 月更名）。
	鹰革	鹰革沃特华汽车皮革（中国）有限公司是美国鹰革公司（EagleOttawa）于 2003 年在华设立的汽车皮革制造厂，注册资本 4,170 万美元，主要从事皮革后整饰新技术加工等业务。美国鹰革公司具有 150 年的历史，是目前全球最大的汽车皮革生产商，于 2015 年被全球知名汽车座椅生产商美国李尔（Lear）收购。
	博世革斯马克	博世革斯马克公司是一家始于 1780 年的生产植鞣和化工鞣制皮革的跨国公司。公司总部位于欧洲奥地利。2012 年进入中国市场，于浙江嘉兴设立了浙江博世革汽车内饰有限公司，注册资本为 300 万欧元，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。
	美多绿	美多绿汽车皮革（广州）有限公司是日本美多绿汽车皮革株式会社于 2000 年在中国设立的中外合资公司，主要从事皮革制造、销售，注册资本 9,200 万元。美多绿占领了中国日系车市场的主要份额。
	明新旭腾	自设立以前，明新旭腾始终秉承“成为最具价值和受人尊重的公司”的企业愿景，以成为“世界汽车内饰新材料领导者”为使命，一直专注于汽车内饰材料业务，经过不断的技术研究、新品开发和市场拓展，采用绿色制革技术，生产出一系列符合安全环保要求且舒适美观的汽车内饰材料，形成了从材料研究、工艺开发、清洁生产到销售推广和终端应用的汽车革一体化业务体系，经过十余年的发展公司已成为国内汽车内饰材料领域领先企业。
内资	海宁森德	海宁森德皮革有限公司成立于 2002 年，注册资本 20,815.0217 万元，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。
	宏兴皮革	宏兴汽车皮革（福建）发展有限公司，2008 年 11 月 15 日成立，主要产品有座椅、方向盘、排挡头、手刹车等皮革产品，主要客户有马自达、吉利、FCA 等自主品牌，以及蔚来、理想、零跑、小鹏、威马等新势力。
	巨星农牧	乐山巨星农牧股份有限公司（603477.SH），原名四川振静股份有限公司，成立于 2013 年，注册资本 50,609.3443 万元，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。

资料来源：公司公告，盖世汽车，安信证券研究中心

明新旭腾、宏兴等内资企业近几年发展迅速，市场份额不断提升，以真皮产量为统计口径，明新旭腾的市占率从 2017 年的 6.1% 提升到了 2020 年的 11.2%。驱动因素包括：1) 产品研发技术实力逐步接近，明新旭腾等内资企业通过加大研发投入+聘请外资技术专家，不断提升产品研发实力，产品性能逐步接近外资供应商；2) 响应速度更快，内资企业规模较小，能够快速响应主机厂的需求；3) 成本管控能力更强。我们认为，未来随着自主品牌的加速崛起，以及内资企业技术的逐步追赶，内资企业有望凭借成本优势和服务优势进入更多主机厂，逐步渗透自主品牌和新势力的中高端车型，市场份额稳步提升。

图 31：内资企业明新旭腾市场份额持续提升


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 持续拓展新客户，真皮业务有望稳步增长

3.2.1. 公司真皮业务优势显著，客户优质

公司量产经验丰富，和主流主机厂均建立过合作关系。公司前身为合资企业明新世腾，成立初期研发团队和技术实力较为成熟，迅速切入一汽大众、一汽奥迪、克莱斯勒等知名主机厂。2010 年，公司与麦格纳建立合作关系，为克莱斯勒 DX9 项目供应裁片；2010 年，公司与上汽通用建立合作关系，2010 年切入上汽通用 GL8 和 SGM618 项目，2011 年切入别克凯越；2011 年，公司与一汽大众建立合作关系，2011 年切入一汽大众速腾，2012 年切入一汽大众新宝来，2017 年切入探歌、探岳；2016 年公司与一汽奥迪建立合作关系，逐步切入奥迪 Q5L 和奥迪 Q3 等项目；同时，公司也和长城、东风、吉利等自主品牌建立了合作关系，2015 年切入长城 H6 Coupe，并陆续切入长城 VV5、VV6、吉利博越、标致云逸等。此外，公司 2015 年接到德国大众 SUV 车型 VW276 定点，2017 年开始供货头层无铬鞣裁片。

此外，公司积极致力于提升天然皮革绿色制造技术，推进建立生产过程清洁化体系，目前已经成功掌握无铬鞣制、低 VOC 排放等汽车革行业前沿技术，目前公司无铬鞣汽车革产品销售额占全部销售额的 70% 以上。

表 18：公司与主流主机厂都建立过合作关系

主机厂	建立合作关系时间	合作车型
克莱斯勒	2010 年	克莱斯勒 DX9
上汽通用	2010 年	GL8、SGM618、别克凯越等
一汽大众	2011 年	速腾、宝来、探歌、探岳等
长城	2015 年	H6 Coupe、VV5、VV6 等
德国大众	2015 年	VW276 等
一汽奥迪	2016 年	Q5L、Q3 等
奔驰	2010 年后	戴姆勒奔驰 V213 等
东风	2010 年后	标志云逸等
奇瑞	2011 年后	艾瑞泽等
上汽通用五菱	2010 年后	宝骏 360 等
广汽	2011 年后	传祺 GS4 等
吉利	2011 年后	吉利博越、吉利帝豪

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 32：公司真皮产品



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司在汽车内饰真皮领域优势显著，主要包括：1) 成本优势，公司掌握真皮的全产业链生产能力，掌握制皮革鞣制、涂饰、裁切等工艺的多项核心技术，并通过设立设计院实现产业链的向上延伸；2) 整车厂认证优势，公司为主流合资和内资主机厂均进行过合作，并成为了奥迪等高端系列车型的牛皮革供应商，为奥迪 Q3 和奥迪 Q5L 等中高端车型批量供货。3) 技术优势，掌握天然皮革绿色制造技术，包括无铬鞣制、低 VOC 排放等前沿技术，符合汽车真皮行业绿色发展趋势；另一方面，公司能够配合主机厂进行同步研发，深度参与新车型的设计环节；4) 国际化布局优势，公司目前已经与克莱斯勒以及德国大众建立合作关系，供货时间超过 10 年，是少数成功开拓国际整车厂市场的内资供应商，在去年受疫情影响较为严重的环境下，境外收入仍然超过 1200 万元，未来随着疫情和汽车缺芯的缓解，公司的境外收入有望高速增长。

表 19：公司核心优势

公司优势	说明
成本优势	公司掌握真皮的全产业链生产能力，掌握制皮革鞣制、涂饰、裁切等工艺的多项核心技术，并通过设立设计院实现产业链的向上延伸。
整车厂认证优势	由于整车厂复杂严苛的供应商审核体系，零配件供应商一旦进入整车配套体系与整车厂建立合作关系后不会轻易变更。整车配套体系下，整车厂通常会就特定型号产品指定要求 1-2 家合格供应商供货，被指定的供应商负责满足客户对该型号产品的所有需求。
研发优势	整车厂的研发过程需要零部件供应商密切配合，及时提供新样品进行试验，并对整车厂的反馈进行实时响应和迅速改进。因此，整车厂的研发活动对供应商的技术水平提出了较高要求，能否向整车厂及时提供样品、保证产品质量、减少反馈的次数和响应时间。
国际化布局优势	公司的前身为中外合资企业，在发展过程中一直保持着国际化的经营团队和管理理念，十分注重国际市场的开拓。报告期内，公司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。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2.2. 持续拓展新客户，新产能逐步落地

■有望拓展自主品牌和新势力

公司初期作为合资企业，拥有成熟的研发开发能力和客户拓展能力，叠加前期不断的人力、物力及资金投入，公司成功通过大众的供应商认证评审、进入大众供应商名录。从 2011 年起，公司陆续为一汽大众配套宝来、速腾、高尔夫、奥迪 Q5L、探歌、探岳、新奥迪 Q3 等多款车型的内饰真皮。

汽车行业因行业分工精细化程度较高及特殊的零部件供应商管理体系原因，整车厂客户对零部件供应商的产品质量、供货稳定性及交货时效性等要求较高。公司在配套服务一汽大众期间，凭借丰富的生产经验、精湛的技术工艺、稳定的产品质量及快速响应能力，在保证配套车型内饰真皮产品供货的安全、及时、稳定、可靠的能力方面，已通过一汽大众多年检验，双方已建立起较为稳定的合作关系。

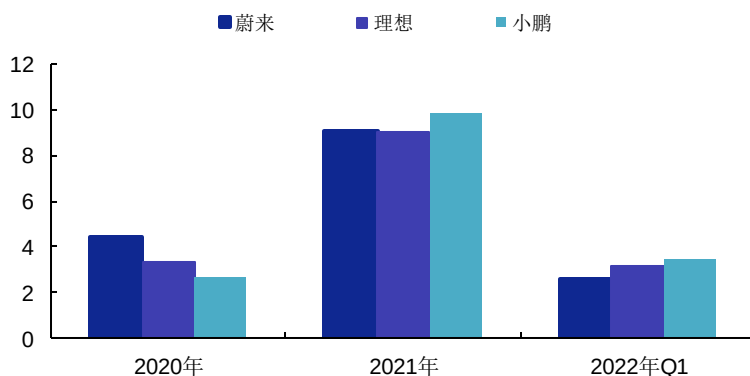
表 20：公司主要客户

客户名称	合作情况
富维系	自主开发。2012 年由一汽大众新宝来项目开始合作，期间合作过速腾、宝来项目，目前合作探岳、奥迪 Q3 等项目。
国利系	自主开发。2010 年由上汽通用 GL8 项目开始合作，期间合作过东风汽车、标致云逸等项目，目前合作奥迪 Q5L、探歌等项目。
奥托立夫系	自主开发。2010 年由上汽通用 SGM618 项目开始合作，期间合作过奇瑞艾瑞泽、上汽通用五菱宝骏等项目，目前合作宝骏 360、戴姆勒奔驰 V213 等项目。
吉中系	自主开发。2015 年有长城 H6Coupe 项目开始合作，期间合作过长城 VV5、VV6 等项目，目前合作吉利博越项目。
延锋系	自主开发。2011 年由别克凯越项目开始合作，期间合作过广汽 GS4 等项目，目前合作吉利博越、吉利帝豪系列等项目。
廊坊华安汽车装备有限公司 Magna Seating Systems of Acuna	自主开发。2011 年由一汽大众速腾项目开始合作，目前合作探岳、奥迪 Q3 等项目。
继峰系	自主开发。2010 年起一直合作克莱斯勒项目。
继峰系	自主开发。2016 年开始至今主要合作奥迪 Q5L 和奥迪 Q3 等项目。

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

自主品牌和新势力高端化加速。随着国内新势力车企和自主车企的品牌力和新能车的产品力加速崛起，中高端车型持续放量。2021 年蔚来、小鹏和理想合计销售车型约 38 万辆，同比增速超过 250%，其中蔚来车型主要包括 EC6、ES6 和 ES8，其主要价格区间在 40~60 万元；理想 ONE 的价格约 35 万元；小鹏主要车型有 P7，价格在 20 万元以上。自主品牌中，比亚迪汉、极氪 001 等车型定价也均在 20 万元以上，经过 5 年的高速发展，国内车企的新能车型迎来高端化的契机，随着产品力和消费者偏好的变化，国内车企的中高端新能源车占比有望持续提升。

图 33：近两年新势力车企销量（单位：万辆）



资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

公司加速进入自主品牌和新势力中高端车型。公司的生产经验、技术工艺、产品质量及快速响应能力已通过一汽大众等合资品牌的多年检验，可以满足自主品牌和新势力对于产品质量、供货稳定性及交货时效性等要求，有望进入自主品牌和新势力的中高端车型。

2022 年 3 月 24 日和 2022 年 6 月 14 日，公司发布真皮定点公告，两个定点均是国内知名新能源主机厂，量产时间均在 2023 年，生命周期订单金额均约为 4 亿元。随着新势力和自主品牌的中高端车型加速放量，公司有望获得更多新能源真皮项目定点。

表 21：公司近期接到的真皮项目定点

定点时间	主机厂	定点金额	量产时间
2022 年 3 月	国内某知名新能源主机厂	约为人民币 4 亿元	2023 年
2022 年 6 月	国内某知名新能源主机厂	约为人民币 4 亿元	2023 年

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

■公司产能稳步扩张

为了应对自主和新势力等新客户需求的高速增长，以及汽车真皮绿色制造趋势、智能化和自动化趋势、多样化趋势发展，1) 2020 年公司启动了“年产 110 万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目”，建设内容包括淘汰原有毛皮鞣制工段落后产能，对现有复鞣工段和后整饰工段进行清洁化、智能化、自动化提升改造同时增加部分裁片工段产能。项目建设期为 2 年，预期于 2021 年 12 月完成，完成本次技术改造后，公司将新增 60 万张牛皮汽车革产能，满产可以提供 4.6 亿收入。

2) 为完善公司产品结构，增强公司核心竞争力，满足下游客户对环保型汽车革的需求，2020 年公司启动“年加工 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革”项目，项目建设期为 3 年，预期于 2023 年 12 月完成，项目建成后，公司每年将新增 50 万张高档无铬鞣汽车革产能，满产可以提供 4.5 亿收入。

表 22：IPO 募投项目提升真皮产能

序号	项目名称	实施单位	项目总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	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	21,850	21,850
2	年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业 4.0 建设项目	辽宁富新	39,800	39,800
3	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	5,550	5,550
4	补充流动资金	明新旭腾	20,000	20,000
合计			87,200	87,200

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

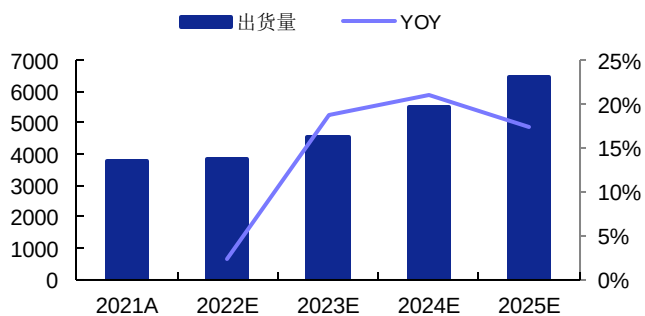
表 23：公司真皮产能利用率高（单位：万平方英尺）

年度	产品	总产能	产量	销量	产销率	产能利用率
2021 年 1-6 月	牛皮革	1,920.00	1,837.89	1,641.40	89.31%	95.72%
2020 年度	牛皮革	3,840.00	4,373.25	3,930.49	89.88%	113.89%
2019 年度	牛皮革	2,400.00	3,396.02	3,326.01	97.94%	141.50%
2018 年度	牛皮革	2,400.00	3,000.22	3,012.01	100.39%	125.01%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

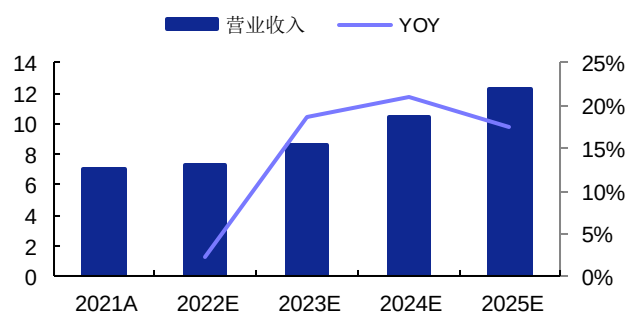
我们对公司真皮产品已经进入的车型，以及未来有机会拓展的车型的销量做了预测，综合考虑单车真皮用量以及公司产能，我们认为公司在 2023 年真皮销售量有望超过 4500 万平方英尺（约为 95 万张），有望实现营收 8.6 亿元左右；2025 年真皮销售量有望达约 6500 万平方英尺（约为 135 万张），有望实现营收 12.3 亿元左右。

图 34：公司真皮销量预测（单位：万平方英尺）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

图 35：公司真皮营收预测（单位：亿元）

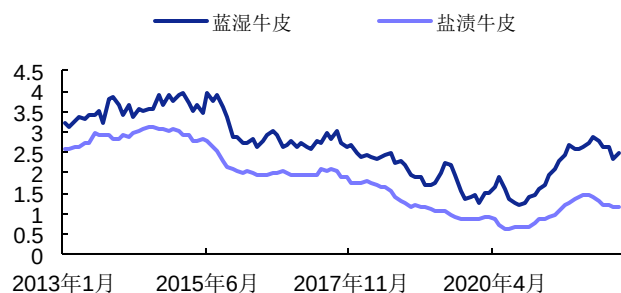


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

3.2.3. 原材料成本下降，真皮业务毛利率有望回升

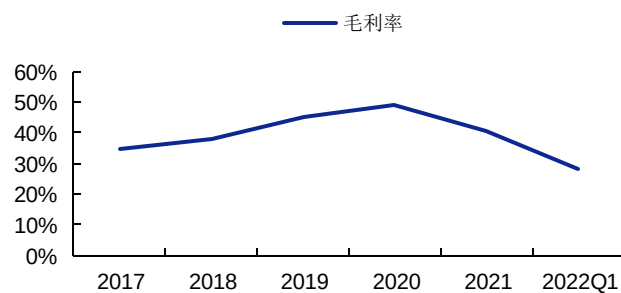
我们认为，未来公司真皮业务毛利率有望回升，主要驱动因素是原材料毛皮价格的下行。2017 年至 2020 年，公司皮料成本占比呈现下降趋势，与毛皮进口价格走势大致相似；2021 年公司皮料成本占比约 32%，同比增加 2.7 个百分点，主要原因是毛皮价格的急剧上升，2021 年 12 月份毛皮价格达到近期峰值水平。2022 年 1-5 月毛皮价格持续下滑，至 2022 年 5 月份进口盐渍牛皮和蓝湿牛皮价格已经下降约 15%，目前仍处于周期高点，我们认为未来真皮价格有望进一步下降，真皮业务毛利率有望回升。

图 36：近期真皮价格呈下行态势（单位：美元/千克）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 37：公司近五年毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测与估值简析

目前公司的新产品超纤已经为一汽大众、一汽奥迪部分车型批量供货，包括迈腾以及奥迪 Q3 等，并且已经获得了比亚迪、阿维塔等客户的定点，未来有望逐步导入公司真皮客户，包括上汽通用、上汽大众等合资品牌，吉利、奇瑞、长安等自主品牌，以及蔚来、理想、小鹏等新势力。随着客户和产能的逐步落地，有望实现快速放量。

公司真皮业务的主要客户是一汽大众、一汽奥迪、上汽大众以及上汽通用等合资品牌，生产经验、技术工艺、产品质量及快速响应能力已通过合资品牌的多年检验，可以满足自主品牌和新势力对于产品质量、供货稳定性及交货时效性等要求。自主品牌和新势力的高端化趋势明确，大部分中高端新能源车型均采用真皮作为座椅材料，公司有望进入蔚来、理想、小鹏等新势力客户，以及长安、吉利等自主品牌的中高端新能源车型，实现产品的快速放量。我们根据公司现有定点客户以及未来可拓展客户情况，对公司未来三五年分拆收入结构和预测。我们认为未来几年真皮和超纤产品有望加速放量，实现营收的高速增长，随着原材料价格企稳以及公司产品规模效应的体现，我们预计公司盈利能力会持续改善，公司盈利能力逐步恢复，到 2025 年预计净利率可恢复到 21% 左右的水平。

表 24：公司超纤和真皮营收预测

		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
真皮	营业收入	7.10	7.27	8.63	10.45	12.26
	YOY		2%	19%	21%	17%
	毛利率	45%	32%	37%	37%	37%
	毛利润	3.17	2.33	3.19	3.87	4.54
超纤	营业收入	0.52	1.30	3.90	5.20	6.50
	YOY		150%	200%	33%	25%
	毛利率	25%	27%	33%	37%	40%
	毛利润	0.13	0.35	1.30	1.90	2.60

资料来源：wind，安信证券研究中心

我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.8/2.0/2.8 亿元，对应当前市值，PE 分别为 57.8/22.5/15.8 倍。维持“买入-A”评级，6 个月目标价 40 元/股。

表 25：明新旭腾可比公司估值对比表

代码	简称	股价	EPS	PE				
		7 月 21 日	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603035.SH	常熟汽饰	17.53	1.36	1.69	2.01	12.92	10.40	8.73
603179.SH	新泉股份	29.51	0.98	1.39	1.80	29.99	21.22	16.39
601799.SH	星宇股份	174.36	4.66	6.15	7.78	37.40	28.33	22.41
	平均数					26.77	19.98	15.84
605068.SH	明新旭腾	26.85	0.46	1.19	1.70	57.80	22.50	15.80

资料来源：wind 一致预期，安信证券研究中心

5. 风险提示

- 1) 原材料采购成本波动风险：公司主要产品为汽车内饰新材料，主要原材料是原皮和化料，原材料占产品成本比例接近 70%，占比较高，原皮价格的波动对公司主要原材料价格有较大影响，从而影响公司的经营业绩。
- 2) 客户集中度较高的风险：公司的经营业绩与主要客户经营情况相关性较高，如果未来主要客户的下游需求下降，公司将面临客户订单减少或流失等风险，进而直接影响公司生产经营，对公司的经营业绩造成不利影响。
- 3) 环保支持风险：如果未来政府对制革行业实行更为严格的污染管制标准或规范，对企业排放标准也将相应提高，公司需要进一步加大环保投入，增加环保支出。
- 4) 新冠疫情风险：若新冠疫情出现反复，公司将可能在采购、销售及管理方面受到影响，尤其若因疫情影响导致整车厂生产将受到干扰，会影响公司销售订单的稳定性。
- 5) 假设不及预期风险：超纤是公司未来的主要核心增量，若超纤渗透率提升不及预期，或对公司业绩造成影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E	100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8.1	8.2	8.6	12.5	15.6	成长性					
减:营业成本	4.1	4.9	5.9	8.0	9.9	营业收入增长率	22.8%	1.6%	4.4%	46.3%	24.9%
营业税费	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	营业利润增长率	22.8%	-26.6%	-54.1%	156.2%	42.9%
销售费用	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	净利润增长率	23.0%	-25.9%	-52.6%	156.2%	42.9%
管理费用	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8	EBITDA 增长率	33.0%	-27.6%	275.0%	101.4%	49.0%
研发费用	0.7	0.9	0.9	1.1	1.3	EBIT 增长率	33.9%	-33.8%	-40.0%	118.5%	39.3%
财务费用	-0.0	-0.2	0.2	0.2	0.2	NOPLAT 增长率	17.6%	-30.7%	-34.4%	118.5%	39.3%
资产减值损失	-0.2	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	43.0%	16.0%	557.9%	90.9%	33.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	178.0%	3.3%	4.1%	8.7%	11.4%
投资和汇兑收益	0.0	-0.0	-	-	-						
营业利润	2.6	1.9	0.9	2.2	3.1	利润率					
加:营业外净收支	-0.0	-0.1	-	-	-	毛利率	49.1%	40.2%	31.2%	35.8%	36.9%
利润总额	2.5	1.8	0.9	2.2	3.1	营业利润率	31.6%	22.9%	10.0%	17.6%	20.1%
减:所得税	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	净利润率	27.3%	19.9%	9.0%	15.8%	18.1%
净利润	2.2	1.6	0.8	2.0	2.8	EBITDA/营业收入	37.9%	27.0%	97.0%	133.6%	159.4%
						EBIT/营业收入	34.3%	22.4%	12.8%	19.2%	21.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	104	130	1,170	2,140	2,666
						流动营业资本周转天数	208	272	225	225	238
						流动资产周转天数	479	750	564	390	397
						应收账款周转天数	99	124	100	100	100
						存货周转天数	136	213	206	192	189
						总资产周转天数	685	1,053	2,246	3,265	3,920
						投资资本周转天数	344	430	1,679	2,899	3,554
						投资回报率					
						ROE	12.9%	9.4%	4.3%	10.0%	12.9%
						ROA	10.3%	6.1%	1.0%	1.3%	1.5%
						ROIC	34.3%	16.6%	9.4%	3.1%	2.3%
						费用率					
						销售费用率	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
						管理费用率	5.8%	6.6%	6.2%	5.5%	5.3%
						研发费用率	8.7%	10.5%	10.0%	9.0%	8.0%
						财务费用率	-0.5%	-2.3%	2.8%	1.6%	1.3%
						四费/营业收入	15.4%	16.1%	20.3%	17.4%	15.9%
						偿债能力					
						资产负债率	20.0%	34.0%	77.1%	86.4%	88.5%
						负债权益比	25.0%	51.4%	336.9%	637.7%	771.9%
						流动比率	5.21	2.78	0.25	0.53	0.43
						速动比率	3.86	1.92	0.13	0.27	0.23
						利息保障倍数	-72.00	-9.73	4.59	12.02	16.75
						分红指标					
						DPS(元)	0.75	0.30	0.09	0.24	0.34
						分红比率	56.5%	30.6%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	2.8%	1.1%	0.3%	0.9%	1.3%
资产负债表											
	2020	2021	2022E	2023E	2024E						
货币资金	7.2	8.3	0.7	1.0	1.3						
交易性金融资产	0.5	-	-	-	-						
应收账款	2.4	3.2	1.5	5.4	3.3						
应收票据	-	-	-	-	-						
预付账款	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0						
存货	4.1	5.6	4.2	9.2	7.2						
其他流动资产	1.5	1.2	2.0	3.0	4.0						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	-	-	-	-	-						
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	2.5	3.4	52.3	96.6	135.1						
在建工程	1.6	1.5	5.7	7.9	8.9						
无形资产	0.8	1.1	10.7	19.9	28.8						
其他非流动资产	0.6	2.4	3.0	4.0	5.0						
资产总额	21.3	26.7	80.2	147.1	193.6						
短期债务	0.3	3.5	29.3	29.9	30.7						
应付账款	1.9	1.9	2.5	3.5	3.9						
应付票据	0.5	0.7	0.6	1.2	1.0						
其他流动负债	0.4	0.5	1.0	1.0	1.0						
长期借款	-	-	25.4	87.6	129.9						
其他非流动负债	1.2	2.4	3.0	4.0	5.0						
负债总额	4.3	9.1	61.8	127.1	171.4						
少数股东权益	-	0.2	0.2	0.2	0.2						
股本	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7						
留存收益	15.4	15.9	16.5	18.1	20.4						
股东权益	17.1	17.6	18.4	19.9	22.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2.2	1.6	0.8	2.0	2.8	EPS(元)	1.32	0.98	0.46	1.19	1.70
加:折旧和摊销	0.3	0.4	7.2	14.3	21.6	BVPS(元)	10.24	10.48	10.91	11.87	13.23
资产减值准备	0.2	0.2	-	-	-	PE(X)	20.3	27.4	57.8	22.5	15.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.6	2.6	2.5	2.3	2.0
财务费用	-0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	P/FCF	-43.6	12.9	-6.5	26.4	24.6
投资损失	-0.0	-0.0	-	-	-	P/S	5.5	5.4	5.2	3.6	2.9
少数股东损益	-	-0.0	-	-	-	EV/EBITDA	15.2	24.1	11.5	9.4	8.0
营运资金的变动	-2.0	-1.7	3.3	-8.4	3.4	CAGR(%)	-3.5%	20.2%	-24.4%	-3.5%	20.2%
经营活动产生现金流量	1.0	0.6	11.5	8.1	28.0	PEG	-5.9	1.4	-2.4	-6.5	0.8
投资活动产生现金流量	-2.4	-2.8	-70.0	-70.0	-70.0	ROIC/WACC	4.0	1.9	1.1	0.4	0.3
融资活动产生现金流量	8.2	1.9	50.8	62.2	42.3	REP	1.3	2.6	1.3	3.2	4.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034