

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022年10月28日

市场数据

目前股价	26.15
总市值（亿元）	41.87
流通市值（亿元）	14.20
总股本（万股）	16,660
流通股本（万股）	5,650
12个月最高/最低	39.06/16.7

分析师

分析师：刘欢 S1070522060001

☎ 021-31829800

✉ liuhuan@cgws.com

联系人（研究助理）：王仕宏

S1070121080020

☎ 021-31829753

✉ wangshihong@cgws.com

联系人（研究助理）：吴铭杰

S1070122070020

☎ 021-31829556

✉ wumingjie@cgws.com

股价表现


数据来源：IFIND 数据

相关报告

<<旭日东升，腾龙九天，汽车座椅包覆材料领航者>> 2021-05-13

盈利能力显著改善，期待新客户量产贡献增量

——明新旭腾（605068）公司2022年三季度报点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	808	821	783	1086	1296
(+/-%)	22.8%	1.6%	-4.6%	38.7%	19.4%
归母净利润（百万元）	221	163	107	181	228
(+/-%)	23.0%	-25.9%	-34.3%	68.1%	26.4%
摊薄 EPS（元/股）	1.72	0.98	0.64	1.08	1.37
PE	15.2	26.7	40.6	24.1	19.1

资料来源：长城证券研究院

核心观点

事件：公司发布2022年三季度报，2022年前三季度公司实现营收5.34亿元，同比-7.06%，实现归母净利润0.55亿元，同比-61.63%，实现扣非归母净利润0.38亿元，同比-72%；其中22Q3单季度公司实现营收2.54亿元，同比+26.08%，实现归母净利润0.42亿元，同比+2.68%，实现扣非归母净利润0.38亿元，同比-7.41%。

对此我们点评如下：

- 收入端：22Q3 营收增速同比转正，扭转 22 前两个季度同比下滑的趋势。**公司对第一大客户一汽大众（含奥迪）销售占比达 94.57%（20H1，招股说明书数据），21 年拓展了上汽大众、上汽通用等客户，但预计一汽大众（含奥迪）收入仍占比约 80%。22H1 主要客户受到国内疫情及缺芯影响严重，导致公司的 22H1 收入下滑严重。22 年第三季度，汽车产业链开启恢复，公司营收增速也同比转正，同比+26.08%，不过考虑到去年基数较低，且今年第三季度汽车产销显著回暖的背景下，我们认为公司第三季度的恢复仍然较为疲软。预计与公司主要配套车型速腾、奥迪 Q5L、Q3 销量疲软有关。随着造车新势力的崛起，蔚小理及特斯拉都推出了奥迪 Q5L、Q3 的竞争车型，抢占了部分市场份额，而公司 21 年至今开拓的新势力客户订单量产时间预计在 23 年初。预计公司营收端 23 年会有比较好的表现。
- 利润端：盈利能力环比显著改善，同比仍有下滑。**22Q3 毛利率环比+15.23pct 至 38%，但同比仍-2.11pct。公司在 22 中报中披露仍面临原材料上涨的压力，新产品水性超纤的毛利率也低于传统皮革，水性超纤占比的提升也会拉低公司整体毛利率水平。22Q3 公司期间费用率为 18.54%，同比+5.01pct，其中销售费用率、研发费用率及财务费用率都出现一定程度上涨，分别同比+1.12pct、+1.05pct 及+2.92pct。公司当前正在积极进行新产品、新客户的开拓中，相应增加了配置人员及开支，因此费用率出现一定程度上涨，而去年公司发行了可转债，也导致今年利息支出增加，财务费用率上升。综合来看，22Q3 公司净利率为 16.43%，同比-3.80pct，

环比+19.31pct，盈利能力仍保持在较高水平。

- **投资建议:** 公司是国内汽车皮革的龙头企业，产品质量达到国际领先水平，受到合资客户的认可。公司新建产能逐步投产，客户开拓取得重大突破，全水性超纤革开始贡献业绩，预计在 23 年公司业绩有望重回增长态势。

预计公司 2022-2024 年营收分别为 7.83 亿元、10.86 亿元、12.96 亿元，增速依次为-4.6%、38.7%、19.4%；归母净利润分别为 1.07 亿元、1.81 亿元、2.28 亿元，增速依次为-34.3%、68.15%、26.4%，对应当前市值，PE 分别为 40.6 倍、24.1 倍、19.1 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示:** 新产品推进不及预期；新客户拓展不及预期；汽车销量不及预期；新产能爬坡不及预期

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位:百万元											
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	808.23	820.77	783.16	1085.88	1296.08	成长能力					
营业成本	411.08	490.78	506.26	674.77	800.23	营业收入增长	22.8%	1.6%	-4.6%	38.7%	19.4%
营业费用	11.18	10.95	15.66	19.55	20.74	营业成本增长	14.1%	19.4%	3.2%	33.3%	18.6%
管理费用	46.87	53.85	54.82	70.58	77.76	营业利润增长	22.8%	-26.6%	-39.8%	77.5%	33.8%
研发费用	69.98	86.11	86.15	108.59	116.65	利润总额增长	22.9%	-28.5%	-38.0%	77.5%	33.8%
财务费用	-3.85	-18.86	-7.83	-5.43	-6.48	净利润增长	23.0%	-25.9%	-34.3%	68.1%	26.4%
其他收益	8.16	13.52	8.16	8.16	8.16	获利能力					
投资净收益	0.34	-0.99	0.00	0.00	0.00	毛利率(%)	49.1%	40.2%	35.4%	37.9%	38.3%
营业利润	255.74	187.60	113.02	200.62	268.51	销售净利率(%)	31.6%	22.9%	14.4%	18.5%	20.7%
营业外收支	-0.81	-5.28	0.02	0.02	0.02	ROE(%)	12.9%	9.3%	5.8%	9.2%	10.8%
利润总额	254.93	182.33	113.04	200.64	268.53	ROIC(%)	57.3%	16.6%	9.5%	21.0%	36.0%
所得税	34.42	19.22	5.65	20.06	40.28	营运效率					
少数股东损益	0.00	-0.28	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	1.4%	1.3%	2.0%	1.8%	1.6%
净利润	220.51	163.39	107.39	180.57	228.25	管理费用/营业收入	5.8%	6.6%	7.0%	6.5%	6.0%
						研发费用/营业收入	8.7%	10.5%	11.0%	10.0%	9.0%
						财务费用/营业收入	-0.5%	-2.3%	-1.0%	-0.5%	-0.5%
						投资收益/营业利润	0.1%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
						所得税/利润总额	13.5%	10.5%	5.0%	10.0%	15.0%
						应收账款周转率	364.0%	293.2%	363.5%	800.0%	782.6%
						存货周转率	265.2%	168.7%	220.3%	1151.8%	1181.3%
						流动资产周转率	75.2%	48.0%	33.5%	36.5%	41.2%
						总资产周转率	52.6%	34.2%	24.8%	28.4%	31.9%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	20.0%	34.0%	49.2%	51.2%	48.5%
						流动比率	520.7%	277.5%	2710.3%	909.6%	1085.8%
						速动比率	386.2%	192.4%	2570.5%	897.3%	1025.3%
						每股指标 (元)					
						EPS	1.72	0.98	0.64	1.08	1.37
						每股净资产	10.24	10.48	11.00	11.66	12.58
						每股经营现金流	0.60	0.39	3.07	2.80	0.79
						每股经营现金/EPS	0.35	0.40	4.77	2.58	0.58
						估值比率					
						P/E	15.20	26.68	40.57	24.13	19.09
						PEG	-2.36	2.25	-2.58	-3.74	1.61
						P/B	2.55	2.50	2.38	2.24	2.08
						EV/EBITDA	16.43	25.97	22.72	12.16	9.45
						EV/SALES	5.77	6.49	4.29	2.79	2.39
						EV/IC	5.13	5.06	4.02	4.90	3.71
						ROIC/WACC	3.80	1.84	1.05	2.33	4.00
						REP	1.35	2.74	3.83	2.10	0.93

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1580.73	1840.92	2836.74	3109.73	3178.41
货币资金	719.96	831.35	2371.94	2659.40	2617.02
应收票据及应收账款合计	242.03	317.82	117.17	212.82	185.63
其他应收款	2.17	3.12	60.00	60.00	60.00
存货	408.33	564.74	146.25	42.31	177.13
非流动资产	551.90	828.52	800.26	905.17	925.82
固定资产	253.88	338.56	415.22	482.13	535.97
资产总计	2132.63	2669.43	3637.00	4014.91	4104.22
流动负债	303.60	663.36	104.67	341.87	292.72
短期借款	29.31	353.19	0.00	0.00	0.00
应付账款	185.90	188.73	41.44	178.79	196.27
非流动负债	123.04	243.04	1683.04	1713.04	1698.04
长期借款	0.00	0.00	1500.00	1500.00	1500.00
负债合计	426.64	906.39	1787.71	2054.90	1990.76
股东权益	1705.98	1763.04	1849.29	1960.00	2113.47
股本	166.00	166.60	166.60	166.60	166.60
留存收益	1540.13	1589.50	1665.73	1776.44	1929.90
少数股东权益	0.00	16.96	16.96	16.96	16.96
负债和股东权益	2132.63	2669.43	3637.00	4014.91	4104.22

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	100.17	64.62	512.17	465.70	131.61
其中营运资本减少	-200.05	-172.94	372.69	239.17	-152.94
投资活动现金流	-239.10	-283.86	-102.49	-115.10	-105.04
资本支出	102.70	18.97	142.52	159.89	129.84
筹资活动现金流	822.36	186.58	1130.92	-63.14	-68.95
现金净增加额	683.43	-32.67	1540.59	287.47	-42.38

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>