

2023年04月23日

证券研究报告·2022年报及23年一季报点评

明新旭腾 (605068) 汽车

买入 (维持)

当前价: 22.04元

目标价: 29.10元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## Q1 产能利用率下滑，费用增长影响利润

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报及 23 年一季报, 22 全年实现营收 8.56 亿元, 同比 +4.2%; 归母净利润 1 亿元, 同比 -38.8%。其中 22Q4 实现营收 3.22 亿元, 同比 +30.6%, 环比 +26.8%; 归母净利润 0.45 亿元, 同比 +123%, 环比 +8.5%。23Q1 实现营收 1.49 亿元, 同比 +10.4%, 环比 -53.4%; 归母净利润 -0.06 亿元, 同比 -133.3%, 环比 -112.5%; 毛利率 21%, 同比 -7pp, 环比 -13.4pp; 净利率 -3.8%, 同比 -16.4pp, 环比 -17.8pp。
- **产能利用率下滑, Q1 毛利率受影响。** 23Q1 受政策退出影响, 乘用车行业销量同比 -7.3% (中汽协批发), 公司核心客户一汽-大众销量同比 -27.9%, 环比 -14.3%, 公司产能利用率下降, 此外, Q1 总费用率 30.4%, 同比/环比分别 +4.5pp/+14.7pp, 进一步影响利润水平。随着新车型逐渐上市, 行业定价企稳, 消费者观望情绪释放, 预计 Q2 起行业销量有望回暖, 将带动公司毛利率回升。
- **客户结构不断优化。** 公司是国内汽车内饰皮革优质供应商, 近年来积极开发新客户, 22 年 3 和 6 月公告拿到两家国内知名新能源主机厂合计 8 亿元的真皮革项目定点; 3 月公告拿到某知名品牌主机厂 3 亿元的全新产品绒面超纤革项目定点; 23 年 1 月公告拿到国内某知名新能源主机厂 5.3 亿元的真皮定点。22 年前五大客户销售额占比 84%, 同比 -7.1pp, 对单一大客户的依赖程度降低。
- **构建多元产品类别, 水性超纤放量迅速。** 22 年为公司“技术创新主题年”, 从单一的汽车真皮制造商延展为真皮、超纤、PU 等多元化的一站式材料供应商, 在原有“MINGXIN”全植鞣真皮、“MENORCA”全水性绒面超纤量产基础上, 又增添了“VERSTAR”全水性超纤革、“HURONGO”全水性合成革等新的水性家族成员, 不断巩固和提升核心竞争力。水性超纤产品具备环保、舒适、安全等优点, 22 年共销售 119.1 万平方米, 同比 +229%, 营收 1.48 亿元, 同比 +184%, 占比 17.3%, 同比 +10.9pp, 增长迅速。随着募投项目 800 万平方米全水性定岛超纤逐步投产, 公司持续构建第二增长曲线, 国产替代空间大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.97/1.54/2.23 元, 对应 PE 为 23/14/10 倍, 未来三年归母净利润年复合增速达 53.6%。给予 2023 年 30 倍估值, 对应目标价 29.1 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 核心客户产销低于预期的风险; 新客户开拓低于预期的风险; 原材料价格上涨的风险; 产能扩张不及预期的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	855.55	1135.06	1437.28	1778.15
增长率	4.24%	32.67%	26.63%	23.72%
归属母公司净利润(百万元)	100.26	157.56	249.85	363.55
增长率	-38.63%	57.14%	58.58%	45.51%
每股收益 EPS(元)	0.62	0.97	1.54	2.23
净资产收益率 ROE	5.21%	8.25%	11.73%	14.88%
PE	36	23	14	10
PB	1.87	1.88	1.68	1.47

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: 021-58351905  
邮箱: faz@swsc.com.cn

联系人: 白臻哲  
电话: 010-57758530  
邮箱: bzzyf@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)	1.63
流通 A 股(亿股)	0.53
52 周内股价区间(元)	16.7-34.14
总市值(亿元)	35.87
总资产(亿元)	25.81
每股净资产(元)	10.59

### 相关研究

1. 明新旭腾 (605068): 产能利用率回升, Q3 环比大幅好转 (2022-11-03)
2. 明新旭腾 (605068): Q2 为业绩低点, H2 改善可期 (2022-07-15)
3. 明新旭腾(605068):国内汽车革领军者, 新品放量助力公司成长加速 (2022-06-13)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：** 真皮业务新客户放量，预计 23-25 年销量为 3789/4557/5029 万平方英尺，同比增长 39.5%/20.3%/10.4%；原材料成本压力缓解，23-25 年毛利率分别为 40%/41%/42%；

**假设 2：** 超纤业务快速增长，预计 23-25 年销量为 199/296/434 万平米，同比增长 67%/49%/47%；规模效应带动盈利能力提升，预计 23-25 年毛利率分别为 42%/43%/45%。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
真皮	收入	620.61	795.66	956.98	1106.34
	增速	-12.65%	28.21%	20.28%	15.61%
	成本	382.45	477.40	564.62	641.68
	毛利率	38.38%	40.00%	41.00%	42.00%
超纤	收入	147.93	258.46	399.35	590.86
	增速	183.88%	74.71%	54.52%	47.95%
	成本	106.68	149.90	227.63	324.97
	毛利率	33.26%	42.00%	43.00%	45.00%
其他业务	收入	80.94	80.94	80.94	80.94
	增速	39.17%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	79.98	79.98	79.98	79.98
	毛利率	1.19%	1.19%	1.19%	1.19%
合计	收入	855.55	1135.06	1437.28	1778.14
	增速	4.24%	32.67%	26.63%	23.72%
	成本	577.58	707.28	872.23	1046.63
	毛利率	32.49%	37.69%	39.31%	41.14%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 11.35 亿元 (+32.7%)、14.37 亿元 (+26.6%) 和 17.78 亿元 (+23.7%)，归母净利润分别为 1.58 亿元 (+57.1%)、2.5 亿元 (+58.6%)、3.63 亿元 (+45.5%)，EPS 分别为 0.97/1.54/2.23 元，对应动态 PE 为 23/14/10 倍。

综合考虑业务范围，选取了汽车内外饰行业 3 家上市公司作为估值参考，其中继峰股份和明新旭腾是汽车座椅领域企业，产品相对聚焦；新泉股份、岱美股份是汽车内外饰企业，品类相对丰富。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603179.SH	新泉股份	184.40	37.84	0.97	1.55	2.18	2.87	49.63	24.47	17.35	13.20
603730.SH	岱美股份	158.49	16.83	0.70	0.85	1.09	-	32.23	19.84	15.44	-
603997.SH	继峰股份	142.02	12.61	-1.27	0.34	0.64	1.03	-12.04	36.91	19.56	12.23

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
平均值								40.93	27.07	17.45	8.48
605068.SH	明新旭腾	39.85	25.37	0.62	0.97	1.54	2.23	36	23	14	10

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看, 公司 2023 年估值为 23 倍, 行业平均值为 27 倍, 低于行业平均估值水平。伴随公司未来新产品持续放量, 叠加客户结构不断优化、效率提升和规模效应等因素, 业绩将呈现高质量增长趋势, 看好利润端进一步的弹性释放, 给予 2023 年 30 倍估值, 对应目标价 29.1 元, 维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	855.55	1135.06	1437.28	1778.15	净利润	99.80	157.56	249.85	363.55
营业成本	577.58	706.30	871.51	1046.25	折旧与摊销	48.83	47.95	47.95	47.95
营业税金及附加	6.28	8.34	10.55	13.06	财务费用	3.79	2.27	0.00	0.00
销售费用	14.33	20.43	24.43	28.45	资产减值损失	-5.62	-3.00	-3.00	-3.00
管理费用	56.55	227.01	258.71	293.39	经营营运资本变动	-47.28	-17.70	-140.11	-161.48
财务费用	3.79	2.27	0.00	0.00	其他	-17.82	19.61	4.38	4.96
资产减值损失	-5.62	-3.00	-3.00	-3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>81.70</b>	<b>206.69</b>	<b>159.08</b>	<b>251.99</b>
投资收益	2.85	0.00	0.00	0.00	资本支出	-184.96	-120.00	-100.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-250.51	17.43	17.43	17.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-435.46</b>	<b>-102.57</b>	<b>-82.57</b>	<b>-62.57</b>
<b>营业利润</b>	<b>111.12</b>	<b>173.71</b>	<b>275.07</b>	<b>399.99</b>	短期借款	-109.03	-194.16	550.00	100.00
其他非经营损益	-1.50	-0.65	-0.63	-0.66	长期借款	60.06	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>109.62</b>	<b>173.06</b>	<b>274.44</b>	<b>399.33</b>	股权融资	-1.53	0.00	0.00	0.00
所得税	9.82	15.51	24.59	35.78	支付股利	-49.98	-20.05	-31.51	-49.97
净利润	99.80	157.56	249.85	363.55	其他	607.17	-187.91	-37.65	-37.65
少数股东损益	-0.46	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>506.69</b>	<b>-402.13</b>	<b>480.84</b>	<b>12.38</b>
归属母公司股东净利润	100.26	157.56	249.85	363.55	<b>现金流量净额</b>	<b>153.02</b>	<b>-298.00</b>	<b>557.35</b>	<b>201.79</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	914.77	616.77	1174.12	1375.91	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	435.73	494.97	651.06	811.43	销售收入增长率	4.24%	32.67%	26.63%	23.72%
存货	629.51	693.46	772.05	877.48	营业利润增长率	-40.77%	56.33%	58.35%	45.41%
其他流动资产	317.05	280.64	288.41	295.62	净利润增长率	-38.81%	57.87%	58.58%	45.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-21.68%	36.76%	44.25%	38.67%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	643.98	733.63	803.29	852.95	毛利率	32.49%	37.77%	39.36%	41.16%
无形资产和开发支出	150.22	133.80	117.38	100.96	三费率	8.73%	22.00%	19.70%	18.10%
其他非流动资产	217.69	199.07	180.45	161.83	净利率	11.66%	13.88%	17.38%	20.45%
<b>资产总计</b>	<b>3308.94</b>	<b>3152.34</b>	<b>3986.76</b>	<b>4476.17</b>	ROE	5.21%	8.25%	11.73%	14.88%
短期借款	244.16	50.00	600.00	700.00	ROA	3.02%	5.00%	6.27%	8.12%
应付和预收款项	349.17	434.20	533.85	644.56	ROIC	8.04%	10.47%	14.48%	18.28%
长期借款	60.06	60.06	60.06	60.06	EBITDA/销售收入	19.14%	19.73%	22.47%	25.19%
其他负债	738.54	697.27	663.70	628.82	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1391.93</b>	<b>1241.53</b>	<b>1857.61</b>	<b>2033.44</b>	总资产周转率	0.29	0.35	0.40	0.42
股本	166.60	162.74	162.74	162.74	固定资产周转率	2.13	2.52	3.43	4.57
资本公积	921.56	925.42	925.42	925.42	应收账款周转率	2.34	2.61	2.62	2.56
留存收益	716.69	854.19	1072.53	1386.12	存货周转率	0.95	1.05	1.17	1.25
归属母公司股东权益	1917.01	1910.81	2129.15	2442.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.42%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1917.01</b>	<b>1910.81</b>	<b>2129.15</b>	<b>2442.73</b>	资产负债率	42.07%	39.38%	46.59%	45.43%
负债和股东权益合计	3308.94	3152.34	3986.76	4476.17	带息债务/总负债	59.15%	50.68%	63.48%	62.91%
					流动比率	3.77	4.20	2.51	2.46
					速动比率	2.74	2.81	1.84	1.82
					股利支付率	49.85%	12.73%	12.61%	13.75%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.62	0.97	1.54	2.23
					每股净资产	11.78	11.74	13.08	15.01
					每股经营现金	0.50	1.27	0.98	1.55
					每股股利	0.31	0.12	0.19	0.31
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	163.74	223.93	323.03	447.94					
PE	35.77	22.76	14.36	9.87					
PB	1.87	1.88	1.68	1.47					
PS	4.19	3.16	2.50	2.02					
EV/EBITDA	19.11	14.12	9.82	6.89					
股息率	1.39%	0.56%	0.88%	1.39%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@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