

明新旭腾 (605068.SH)

一站式材料供应商，“环保+美学”双理念引领汽车内饰革命

国内稀缺汽车材料龙头，业绩筑底回升。公司聚焦汽车内饰真皮和超纤业务，与终端主机厂客户一汽大众深度合作，供应车型主要包括速腾、探岳、探歌、奥迪Q5L、奥迪Q3等。公司上市后由于原材料涨价导致盈利能力阶段性有所下滑，但是2022Q3业绩筑底回升；并且已经成功开拓各类新能源客户。未来随着原材料价格回落以及新客户释放，业绩有望迎来高速增长。

“环保+美学”引领内饰变革，超纤开启第二成长曲线。①水性贴面超纤兼具环保性和经济性，有望替代传统PU及PVC，目前已应用于一汽大众迈腾、探岳等终端车型，渗透率有望加速提升。②绒面超纤立足美学需求，国产替代以及渗透率快速提高，前景广阔。绒面超纤可以增添豪华感与时尚感，但技术壁垒较高，严重依赖进口，目前国内仅有公司具备车用高端绒面超纤生产能力，随着国产化驱动平价，有望实现国产替代及快速渗透。③公司超纤产品主打“水性”工艺，环保优势明显，2022年发行可转债募集资金加速产能扩张。

皮革行业总体保持稳定，公司市占率有望提升。①在环保和成本驱动下，部分车企开始弃真皮化，但真皮在中高端车型中应用具备黏性，自主品牌及新势力高端化趋势有望带动真皮应用，我们认为22-25年汽车真皮行业总体保持稳定。②行业格局集中，外资占据主导地位，国产替代空间广阔。③公司真皮业务优势明显，客户资源优质，具备同步开发快速响应能力，随公司新客户开拓及IPO募投产能释放，公司市占率有望进一步提升。

盈利预测及估值：预计22-24年公司营业收入7.8/12.24/16.9亿元；归母净利润1.0/2.5/3.6亿元，三年复合增速88%，考虑业务高成长性，按照相对估值给予2023年30倍，对应股价44.50元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：客户集中度高、原材料价格波动、新业务拓展不达预期、行业竞争加剧、估值风险等。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	808	821	784	1,224	1,688
增长率(%)	23%	2%	-4.5%	56.1%	37.9%
净利润(百万元)	221	163	103	249	364
增长率(%)	23%	-26%	-36.9%	141.9%	45.8%
EPS(元/股)	1.32	0.98	0.62	1.50	2.18
市盈率(P/E)	23.8	32.2	51.0	21.1	14.4
市净率(P/B)	3.1	3.0	2.9	2.6	2.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

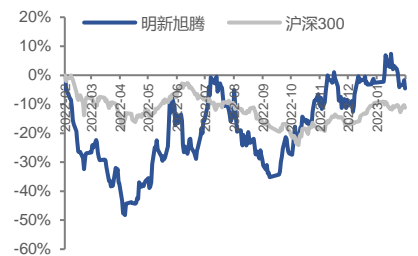
买入(首次覆盖)

当前价格：31.53元
 目标价格：44.50元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	167/57
总市值/流通市值(百万元)	5253/1781
每股净资产(元)	10.45
资产负债率(%)	41.32
一年内最高/最低(元)	34.14/16.45

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：樊夏沛
 执业证书编号：S0210522120001
 邮箱：fxp3989@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键假设

1) **真皮**: 预计 2022-2025 年国内汽车真皮市场规模分别为 81.23 亿元、79.54 亿元、77.85 亿元、76.16 亿元。随着公司新客户开拓及新增产能释放, 公司真皮市占率将进一步提升。

2) **超纤**: 预计 2022-2025 年车用贴面超纤国内市场规模分别为 8.10 亿元、16.53 亿元、30.21 亿元、53.38 亿元; 车用绒面超纤国内市场规模分别为 6.45 亿元、11.79 亿元、19.44 亿元、28.85 亿元。随着公司可转债募投产能释放, 公司超纤营收将稳步提升。

3) **毛利率**: 随着原材料价格下降及公司规模效应体现, 假设 22-24 年公司真皮产品毛利率触底回升, 分别为 39%、42%、41%; 随着公司产能利用率提升及技术成熟度提高, 假设公司超纤产品毛利率逐步提高, 分别为 29%、35%、38%。

我们区别于市场的观点:

1) 真皮是公司传统业务, 市场认为行业空间会受到挤压, 我们认为在自主品牌及新势力高端化综合作用下, 真皮市场会保持稳定, 但公司作为汽车革龙头, 随着新客户开拓及新增产能释放, 公司市占率会进一步提升。

2) 超纤是公司主要增量来源, 市场认为超纤产品作为新材料, 市场空间不明朗, 我们认为公司的绒面超纤是内饰美学设计的核心材料之一, 在平价国产替代方案出来后会快速提高渗透率; 其次, 公司主打水性概念, 在环保趋势下有望加速替代油性材料。

3) 美学设计将是更高维度的“竞争力”, 市场暂时没有意识到这个层面。公司为一站式材料供应商, 自主掌握全工序生产技术, 可以将真皮、贴面超纤、绒面超纤结合做设计, 为客户提供全面美学设计方案, 这将是公司更高维度的竞争力所在。

基于环保和美学双理念设计, 为客户提供一站式汽车内饰解决方案, 是公司潜在长期竞争力。

股价上涨的催化因素:

新客户拓展超预期; 超纤业务客户开发顺利, 订单饱满; 汽车整体销量超预期。

估值和目标价格：

预计 22-24 年公司收入分别为 7.84 亿元、12.24 亿元、16.89 亿元，同比增速分别为-4.45%、56.12%、37.92%，三年复合增速 47%；归母净利润 1.03 亿元、2.49 亿元、3.64 亿元，三年复合增速 88%。参考可比公司估值及公司业务高成长性，给予公司 2023 年 30 倍 PE 估值，对应股价 44.50 元。

风险提示

客户集中度高、原材料价格波动、新业务拓展不达预期、行业竞争加剧、估值风险等。

正文目录

一、	国内汽车材料龙头，真皮超纤双轮驱动	6
1.1	专注汽车内饰材料开发，一站式材料供应商	6
1.2	短期业绩承压，长期超纤和真皮产能释放拉动增长	7
二、	“环保+美学”引领内饰变革，超纤开启第二成长曲线	10
2.1	水性超纤加速渗透，环保驱动成长	10
2.1.1	超纤性能优势显著，水性技术有望成为主流工艺	10
2.1.2	贴面超纤兼具环保性和经济性，渗透率加速提升	11
2.2	绒面超纤立足美学需求，国产替代前景广阔	13
2.3	公司为水性材料引领者，募投加速产能扩张	15
2.3.1	主打水性工艺，产品技术优势明显	15
2.3.2	持续开拓新客户，募投加速产能扩张	16
三、	皮革行业保持稳定，公司市占率有望提升	17
3.1	真皮性能优异，无铬鞣有望成为主流技术路径	17
3.2	外资占据主导，国产替代空间广阔	19
3.3	公司真皮优势显著，产能扩张助力市场份额提升	20
3.3.1	客户订单优质，真皮盈利能力较强	20
3.3.2	产品相对高端，为一站式材料供应商	22
3.3.3	产能持续扩张，公司市占率有望进一步提升	23
四、	盈利预测	23
五、	风险提示	24

图表目录

图表 1:	公司发展历程	6
图表 2:	公司主要产品及应用	6
图表 3:	2021H1 公司主要客户结构	7
图表 4:	公司近年营收及增速	8
图表 5:	公司近年归母净利润及增速	8
图表 6:	公司近年毛利率和净利率	8
图表 7:	公司近年期间费用	8
图表 8:	近五年一汽大众和奥迪品牌销量	9
图表 9:	近三年原材料价格走势	9
图表 10:	2021 年牛皮革整皮成本构成	9
图表 11:	2021 年超纤产品成本构成	9
图表 12:	公司业务结构	10
图表 13:	公司分业务毛利率	10
图表 14:	人造革性能及应用领域	10
图表 15:	基于水性聚氨酯含浸的超纤革制备工艺	11
图表 16:	真皮和超纤性能对比	11
图表 17:	国内超纤革市场规模测算	12
图表 18:	超纤革主要竞争对手	12
图表 19:	华峰超纤 Laedana 应用于上汽途昂 X	13
图表 20:	福建天守汽车内饰方案	13
图表 21:	蔚来 ET7 顶棚绒面超纤	13
图表 22:	奥迪皮和 Alcantara 超纤绒混搭座椅	13
图表 23:	绒面超纤竞争格局	14

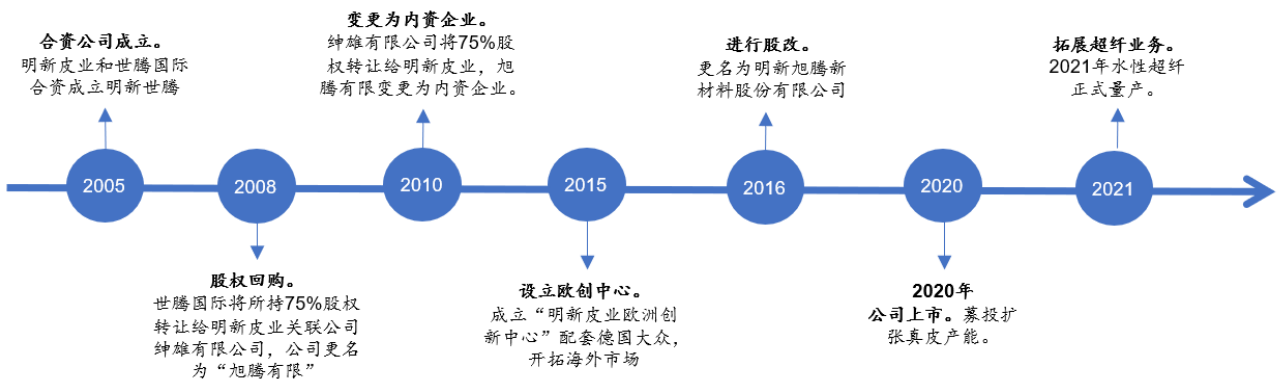
图表 24: 国内汽车内饰绒面超纤市场规模测算.....	14
图表 25: 公司收购四家二级子公司提高超纤新材料自研力度.....	15
图表 26: 2017-2022Q1-3 公司研发费用及占比.....	16
图表 27: 2020H1-2021 年公司研发人员占比.....	16
图表 28: 公司水性超纤产能规划.....	16
图表 29: 铬鞣工艺流程.....	17
图表 30: 无铬鞣工艺流程.....	17
图表 31: 部分标配真皮座椅车型.....	17
图表 32: 国内汽车真皮内饰市场规模测算.....	19
图表 33: 2019 年汽车皮革行业格局.....	19
图表 34: 汽车真皮领域主要竞争对手.....	20
图表 35: 公司与同业配套车型整皮单价 (元/平方米).....	21
图表 36: 公司皮革类产品单位售价.....	21
图表 37: 公司皮革类产品皮料和化料单位成本.....	21
图表 38: 公司毛利率与同业对比.....	21
图表 39: 公司客户集中度.....	22
图表 40: 上汽大众辉昂 Nappa 真皮座椅.....	22
图表 41: 蔚来 ET7 Nappa 真皮座椅.....	22
图表 42: IPO 募投项目扩张真皮产能.....	23
图表 43: 公司分业务收入预测 (百万元).....	24
图表 44: 可比公司归属净利润及估值 (亿元).....	24
图表 45: 财务预测摘要.....	26

一、国内汽车材料龙头，真皮超纤双轮驱动

1.1 专注汽车内饰材料开发，一站式材料供应商

合资公司起家，深耕汽车内饰材料。公司前身明新世腾最早于 2005 年由明新皮业与世腾国际合资成立，其中世腾国际持股 75%，明新皮业持股 25%，合资时点，世腾集团为全球知名的汽车革集团。2008 年在金融危机及明新世腾连年亏损背景下，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。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，开拓海外客户。2016 年公司进行股改，更名明新旭腾。2020 年公司上市。2021 年拓展超纤业务，2021 年水性超纤正式量产。

图表 1：公司发展历程



数据来源：招股说明书，年报，华福证券研究所

聚焦汽车真皮和超纤业务，为国内自主汽车革龙头企业。公司专注于汽车内饰新材料研发、清洁生产和销售，主要产品为汽车真皮和水性超纤，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) 汽车真皮**是公司传统产品，主要包括牛皮革整片和牛皮革裁片；**2) 水性超纤**是公司的新增产品，包括水性超纤绒、水性超纤革和水性 PU。

图表 2：公司主要产品及应用

主要产品	产品视图			产品用途
真皮产品				
水性超纤革				
水性超纤绒				

数据来源：公司官网，招股说明书，华福证券研究所

客户资源优质，深度合作终端主机厂一汽大众。公司主要产品为内饰新材料，属于 tier2 供应商，直接客户为汽车座椅等 tier1 供应商。公司客户集中度较高，2021 年上半年前五大直接客户分别为浙江国利、一汽富维、继峰股份、奥托立夫、廊坊华安，占比分别为 44.6%、31.04%、5.08%、3.41%、2.05%，合计占比为 86.17%。终端客户深度合作一汽大众，在公司营收占比约 82.82%，主要配套车型为探岳、探歌、速腾、奥迪 Q5L、奥迪 Q3 等；其次为上海通用和德国大众，占比分别为 6.57%和 1.92%。

图表 3：2021H1 公司主要客户结构

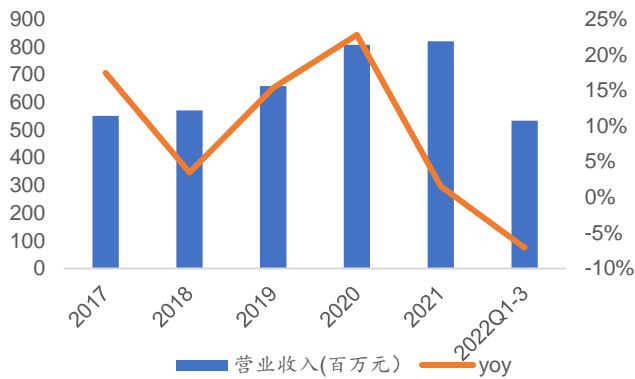
终端客户	主要产品	营收占比	指定 Tier1	终端车型
一汽大众	整皮+裁片 +超纤	82.82%	浙江国利 一汽富维 继峰股份 廊坊华安	速腾、探岳及新奥迪 Q3 奥迪 Q5L 和奥迪 Q3 等
上汽通用	整皮	6.57%	-	昂科威
德国大众	裁片	1.92%	-	VW276

数据来源：可转换公司债券募集说明书，华福证券研究所

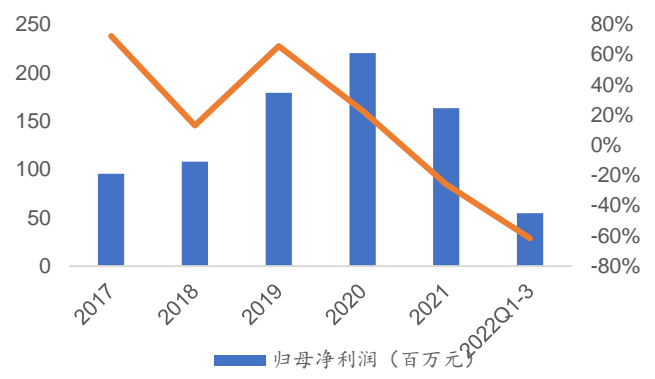
公司作为一站式汽车内饰材料供应商，提供基于美学和环保双理念解决方案。公司自主掌握全工序生产技术，具备真皮、贴面超纤及绒面超纤生产能力，可以结合真皮和超纤材料做设计，帮助车企加强美学设计。此外，公司超纤产品全系采用水性技术；真皮则主要采用无铬鞣生产工艺，满足环保理念要求，为客户提供基于美学和环保的全面汽车内饰解决方案，将形成公司潜在长期竞争力。

1.2 短期业绩承压，长期超纤和真皮产能释放拉动增长

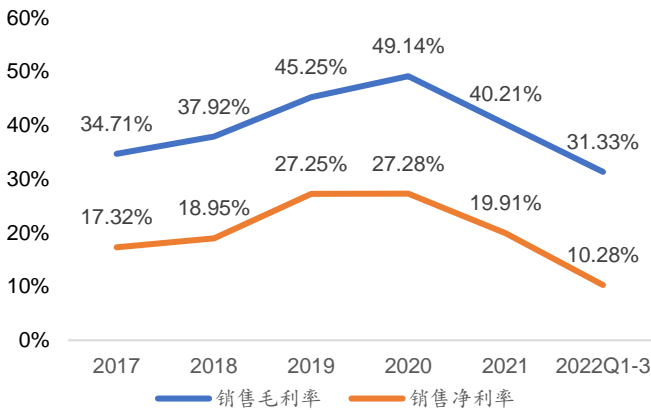
短期业绩承压，2022Q3 单季度同比环比明显提升。2021 年公司营收 8.21 亿元，受需求端影响同比无明显增长，归母净利润 1.63 元，同比-25.91%；2022 年前三季度营收 5.34 亿元，同比-7.06%，归母净利润 0.55 亿元，同比-61.63%；2022Q3 单季度营收 2.54 亿元，同比+26.08%，环比+75.4%，归母净利润 0.42 亿元，同比+2.68%，环比+1129%。我们看到公司自从 2021 年下半年开始受到原材料价格上涨、客户缺芯销量下滑、传统燃油车市场下滑、疫情封控等综合因素影响导致业绩受到压力，但是 Q3 明显改善，筑底回升。

图表 4：公司近年营收及增速


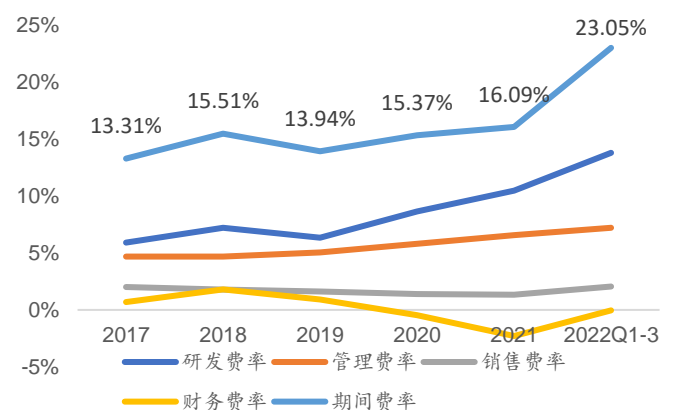
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 5：公司近年归母净利润及增速


数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 6：公司近年毛利率和净利率


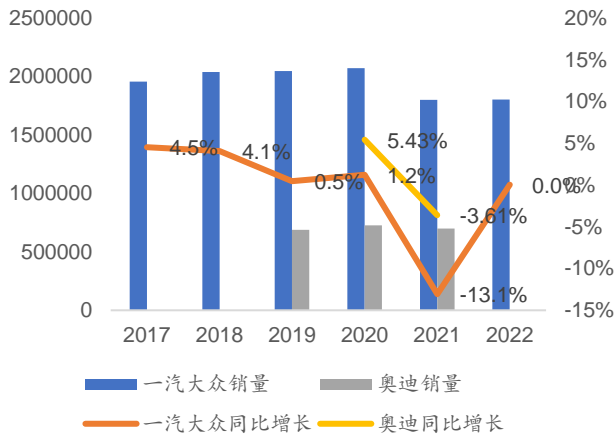
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 7：公司近年期间费用


数据来源：Wind，华福证券研究所

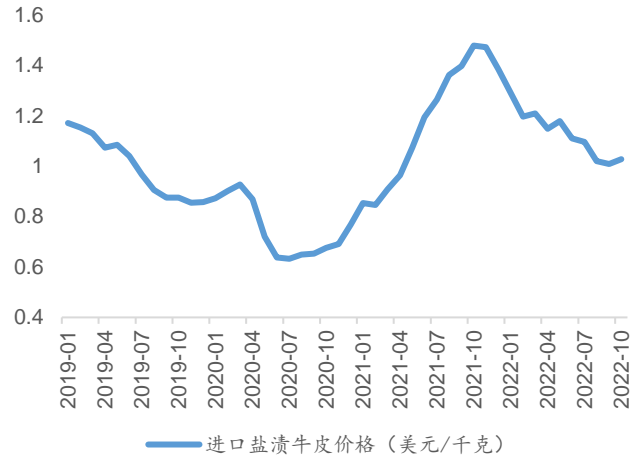
受原材料价格上涨和需求端影响公司短期业绩承压，具体原因有：**1)国内新冠疫情防控形势严峻**，长春及上海地区受疫情影响物流停滞。**2)2021年全球汽车芯片短缺严重**，主机厂销量下滑造成公司订单减少。公司主要客户一汽大众集团2021年全年销量下降13.1%，其中奥迪品牌全年销量下降3.6%；2022年一汽大众集团销量整体与2021年持平。**3)原材料价格上涨导致销售毛利率下降**。真皮原材料主要是皮料和化料，2021年占成本比重约66%；超纤原材料主要是无纺布及化料，2021年直接材料占比约38%。2021年公司主要原材料进口盐渍牛皮均价同比上涨58%，2022Q1-3均价同比增长6%，原材料成本显著增加。**4)公司加大对水性超纤的研发投入**。2021年研发费用同比增长23%，2022年前三季度研发费用同比增长33%。

图表 8：近五年一汽大众和奥迪品牌销量



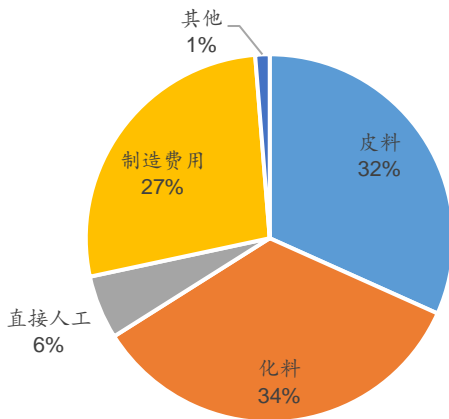
数据来源：一汽大众官网，乘联会，华福证券研究所

图表 9：近三年原材料价格走势



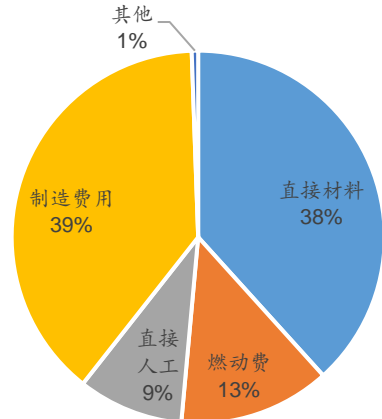
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 10：2021 年牛皮革整皮成本构成



数据来源：可转债募集说明书，公司财报，华福证券研究所

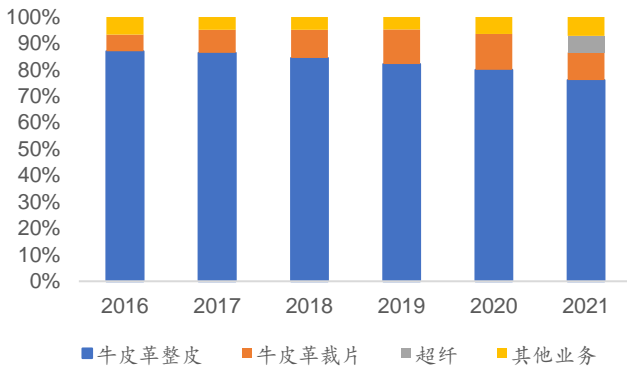
图表 11：2021 年超纤产品成本构成



数据来源：可转债募集说明书，公司财报，华福证券研究所

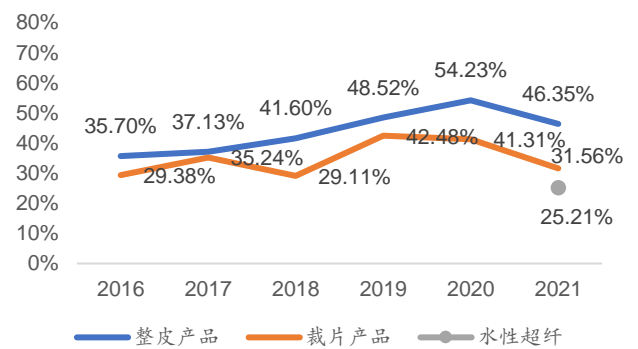
长期来看，真皮以及水性超纤产能释放有望拉动公司业绩增长。1)真皮业务。公司真皮产品包括整皮和裁片，整皮产品毛利率高，是公司主要的营收来源，约占总营收比重 76.16%。目前公司真皮业务客户拓展顺利，已成功开拓小鹏、蔚来、理想、哪吒、比亚迪等新能源客户。新能源客户有望从 2023 年陆续批产，带来业绩新动量。2)水性超纤业务。2021 年超纤产品实现营收 0.52 亿元，占总营收比重 6.35%。超纤产品目前已经获得一汽大众速腾、探岳、奥迪 Q 系列，问界 M5、M7，捷途大圣等多项目定点，随着 200 万平方米水性超纤项目以及可转债募投 800 万平方米水性超纤项目产能逐步释放，长期有望拉动业绩持续增长。

图表 12: 公司业务结构



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 13: 公司分业务毛利率



数据来源: Wind, 华福证券研究所

二、“环保+美学”引领内饰变革，超纤开启第二成长曲线

2.1 水性超纤加速渗透，环保驱动成长

2.1.1 超纤性能优势显著，水性技术有望成为主流工艺

水性超纤性能显著优于 PU 和 PVC，与真皮相似。根据技术迭代划分，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为基布，制成类似真皮的三维立体网状结构，并填充水性聚氨酯作为弹性体，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 革在外观组织结构及耐磨、耐寒、透气、质感上与真皮差距较大，但由于其价格便宜，仍占合成革很大的比重。未来随着消费升级和工艺创新，超纤凭借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。

图表 14: 人造革性能及应用领域

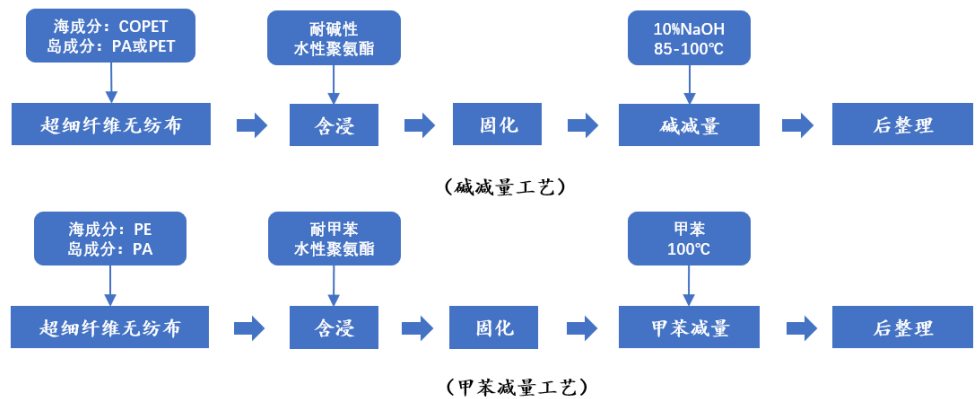
人造革种类	优势	劣势	应用领域
第一代 PVC 革	价格低廉	透气性差、舒适性差、耐高温性和热稳定性较差，不利于人体健康。	低端鞋类、家具、汽车内饰、服装、箱包等
第二代 PU 革	价格较低，但高于 PVC	相较 PVC 在韧性、透气性和耐磨性得到加强，但相较真皮在质感、透气性等多方面逊色。	中高端鞋类、家具、汽车内饰、服装、箱包等
第三代超纤革	仿真性高，透气性、吸湿性、耐磨性，耐寒性强。价格 80-160 元/平方米。本质是基于 PU 革的一次提升。	成本相对较高	高端汽车内饰、鞋类、家具等

数据来源: 《用于汽车内部的环保型人造皮革及其制造方法》，王智霖，汽车维修网，华福证券研究所

水性技术环保优势明显，有望成为主流技术路线。超纤革制备工艺包括聚氨酯树脂含浸、固化、减量及后整理等工段，其中含浸是超纤革制备的关键工艺。含浸是将

聚氨酯溶液以压轧方式将浸渍用聚氨酯均匀分散到基布中粘接纤维，使基布从宏观上形成有机的整体结构。根据含浸工艺所用聚氨酯溶剂不同，可分为油性工艺和水性工艺。油性工艺主要溶剂叫二甲基甲酰胺(DMF)，对环境以及人体有害；水性工艺采用氢氧化钠或者水做溶剂进行生产，大幅减少有害物质的排放。在环保监管趋严的背景下，水性工艺有望成为主流技术路线，公司超纤产品均为水性超纤。

图表 15：基于水性聚氨酯含浸的超纤革制备工艺



数据来源：《超纤革含浸用水性聚氨酯研究进展》，盛军德等，华福证券研究所

2.1.2 贴面超纤兼具环保性和经济性，渗透率加速提升

超纤产品按质感划分可分为贴面超纤和绒面超纤。贴面超纤是指表面具有荔枝纹等纹路的合成革；绒面超纤触感像真皮，表面没有花纹，与麂皮绒面相类似，而力学性能高于麂皮和起绒纺织品，且绒感细腻，耐磨性好，技术难度较光面难。

水性贴面性能优异，兼具环保及成本优势，主要取代高端PU。在性能方面，水性贴面超纤手感、表面花纹近似真皮，相比PU具有更好的仿真性，相比真皮具有更好的透气性和耐用性。在环保性方面，水性超纤采用水性工艺，相较于真皮和PU生产更具环保性。在成本方面，水性贴面超纤价位上大约介于PU革和真皮之间，在100元/平方米左右，相较于真皮更具成本优势。随着消费升级对品质追求提升以及环保要求的提高，水性贴面有望逐步替代部分高端PU及真皮。

图表 16：真皮和超纤性能对比

种类	环保性	透气性	理化性质	价格
真皮	使用大量化学用料处理皮料，对环境有较大压力	具有良好透气性	手感良好	150-300 元/平米
超纤	油性工艺污染环境；水性加工过程中不使用甲苯、DMF 等有机溶剂，属于环境友好型材料	透气比真皮高很多，即使有涂层透气性也比真皮高	可以人工调节软硬程度，耐用性比真皮强 1-2 倍	贴面超纤:100 元/平方米左右

数据来源：汽车维修网，华福证券研究所

环保驱动下，水性贴面超纤终端应用不断拓展。在绿色环保趋势下，部分车企开始逐步去油性路线，公司水性材料成为最优选择。此外，在消费升级观念下，超纤相

比PU具有更好的质感和舒适性，有望取代传统PU仿皮。在终端主机厂中，特斯拉明确只采用“水性”环保材料；一汽大众、一汽奥迪、比亚迪、长安汽车等多款车型，也开始应用超纤。鉴于水性贴面超纤具有优质的性能表现、成本优势和环保特点，预计未来将在更多终端车型方向盘、座椅等方面应用。我们预计到2025年贴面超纤国内市场规模约53.4亿元，21-25年四年复合增速88%。相关假设如下：

- 1)根据乘联会数据，预测2022年国内广义乘用车产量2369万辆，假设2023-2025年乘用车产量每年同比增长2%；
- 2)参考中汽协2022年1-11月20万元以上乘用车销量占比约31.4%，假设到2025年20万元以上的车型中有80%会适配贴面超纤，渗透率可以提升至25%；
- 3)2021年平均超纤革价格100元/平方米，假设未来价格随技术成熟而下降；
- 4)假设平均单车配备超纤面积从2021年2平米到2025年提升至10平米。

图表 17：国内超纤革市场规模测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内乘用车产量（万辆）	2131	2369	2416	2465	2514
贴面超纤渗透率	10%	12%	15%	20%	25%
单车配备超纤面积（平米）	2	3	5	7	10
贴面超纤单价(元/平米)	100	95	91	88	85
车用贴面超纤国内市场规模（亿元）	4.26	8.10	16.53	30.21	53.38

数据来源：乘联会，中汽协，华福证券研究所

竞争格局上看，相较于绒面超纤，贴面超纤技术壁垒相对较低。日本东丽，可多丽等国外厂商对国内高端产品的垄断主要在绒面超纤，贴面超纤相对进入壁垒不高，国内参与者主要包括明新旭腾、华峰超纤、福建天守等。但是国内多数厂商仍采用油性工艺，且只能用于消费领域，无法进入高壁垒汽车领域。在车用水性贴面超纤方面，与公司直接竞争的主要是华峰超纤，其在2021年成立汽车内饰全水性超纤材料品牌Laedana。但华峰超纤整体产品较为工业化，集中在超纤基布。公司贴面超纤已经在2021年落地生产，具备前瞻性。随着公司超纤技术逐渐成熟，规模效应体现，公司贴面超纤业务有望迎来爆发式增长。

图表 18：超纤革主要竞争对手

供应商	主要产品	汽车领域客户	应用领域	产能
明新旭腾	真皮+超纤	一汽大众、上汽通用、上汽大众等	汽车领域	水性超纤200万平方米产能逐步释放；2022募投800万平方米
华峰超纤	超纤基布+超纤革	长安汽车、一汽大众、一汽奥迪、红旗、上海大众、比亚迪、蔚来、威马等车企80余款车型	汽车、鞋、手套、沙发等	拥有超纤年产10,000万米，扩建5,000万米产业用非织造超纤材料项目将逐步开始释放产能
福建天守	PVC、PU、超纤革	奔驰、宝马等	汽车内饰、航天军工、鞋服、箱包等	2400万米超纤新材料

数据来源：公司财报，华峰超纤财报，福建天守官网，华福证券研究所

图表 19: 华峰超纤 Laedana 应用于上汽途昂 X



数据来源: Laedana 公众号, 华福证券研究所

图表 20: 福建天守汽车内饰方案



数据来源: 福建天守官网, 华福证券研究所

2.2 绒面超纤立足美学需求, 国产替代前景广阔

绒面超纤常用作装饰材料增添豪华感与时尚感。绒面超纤触感舒适、外观高雅, 车用绒面超纤与普通绒面织物相比要求具备更好的绒感、耐磨性和色牢度等。车用绒面超纤一般用于高档车顶棚、门板、车内仪表盘、扶手、头枕、座椅上, 常作为装饰性材料使用, 增添豪华感与时尚感。目前, 蔚来 ES8、ET7、ET5 顶棚、奥迪 Q3 座椅等已采用超纤维; 并且根据 CNKI, 高端车中的玛莎拉蒂、保时捷、奔驰、宝马以及中端车中的雷克萨斯、通用、大众等品牌都采用了类麂皮新材料配置内饰。

图表 21: 蔚来 ET7 顶棚绒面超纤



数据来源: 蔚来官网, 华福证券研究所

图表 22: 奥迪皮和 Alcantara 超纤维混搭座椅



数据来源: 汽车之家, 华福证券研究所

高端绒面超纤依赖进口, 外资垄断严重。绒面超纤技术壁垒较高, 根据 CNKI, 车用绒面超纤在针刺非织造布的生产以及染色环节等均存在较高的技术壁垒。长期以来, 我国高端超纤市场被日本、意大利、韩国等外企垄断, 尤其是绒面超纤。世界上中高端品牌汽车内饰面料绝大部分采用意大利 Alcantara 绒面超纤产品, 为行业标杆, 同时为油性工艺; 日本本土生产的汽车一般采用东丽的绒面超纤“Ultrasuede”, 主要应用于豪华品牌汽车内饰。目前国内仅有明新旭腾具备车用高端绒面超纤生产能力, 有望打破国外垄断。

图表 23：绒面超纤竞争格局

供应商	情况简介
日本东丽	东丽（TORAY）株式会社成立于 1926 年，是世界著名的以有机合成、高分子化学、生物化学为核心技术的高科技跨国企业，在全球 19 个国家和地区拥有 200 家附属和相关企业，年销售额超过 120 亿美元。其超纤产品主要通过奥司维 Ultrasuede 品牌运营。
意大利欧缔兰	欧缔兰（Alcantara）由日本东丽与意大利 ENI 集团合资成立，超纤产品广泛用于航空航天（母公司日本东丽）、汽车、家具、游艇、奢侈品时尚等行业，其中汽车行业近年来营收占比达 50% 以上。
日本可多丽	可多丽公司隶属于日本帝人集团，其在全球范围经营材料，医药医疗，纤维，IT 等方面业务。可多丽开发的环保型人工皮革 loeler ii，属于水性超纤，生产过程中不使用有机溶剂。

数据来源：东丽官网，汽车之家，中国皮革网，华峰超纤年报，华福证券研究所

国产化驱动平价，国产替代率&渗透率双向驱动高速增长。绒面超纤国外价格比较昂贵，达到 300 元/平方米左右，品质差一些约 200-250 元/平方米，而国内的绒面超纤价格仅 150-200 元/平方米，目前仅有小部分供货。近年来公司成功研制出水性超纤新材料，并于 2021 年开始对一汽大众迈腾、探岳等中高端车型供货。公司 2021 年绒面超纤平均价格 144 元，相较于国外进口绒面超纤，具有显著成本优势。未来随着规模效应体现，国产绒面超纤价格有望进一步趋于平价，有利于推动国产化替代进程。

绒面超纤不仅具有超纤产品的透气性、吸湿性等优点，而且绒面细腻，外观高雅，可以满足个性化和美学需求。**随着国产化替代驱动平价，绒面超纤作为美学设计材料，有望加速渗透**，我们认为未来在 20 万元左右的车型也会逐渐应用绒面超纤。预计到 2025 年国内汽车内饰绒面超纤市场规模约 29 亿元，21-25 年四年复合增速约为 76%。相关假设如下：

- 1)根据乘联会数据，预测 2022 年国内广义乘用车产量 2369 万辆，假设 2023-2025 年乘用车产量每年同比增长 2%；
- 2)参考中汽协 2022 年 1-11 月 20 万元以上乘用车销量占比约 31.4%，假设到 2025 年 20w 元以上的乘用车都会应用到绒面超纤做美学装饰性材料，渗透率达到 30%；
- 3)参考公司 2021 年绒面超纤 144 元/平方米，假设 2021 年绒面超纤均价为 144 元/平方米，未来随着技术成熟价格下降；
- 4)假设平均单车配备面积从 1 平方米到 2025 年提升至 3 平方米。

图表 24：国内汽车内饰绒面超纤市场规模测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内乘用车产量（万辆）	2131	2369	2416	2465	2514
绒面超纤渗透率	10%	13%	18%	24%	30%
单车配备面积（平方米）	1	1.5	2	2.5	3
绒面超纤单价(元/平方米)	144	140	135	131	127
车用绒面超纤国内市场规模（亿元）	3.07	6.45	11.79	19.44	28.85

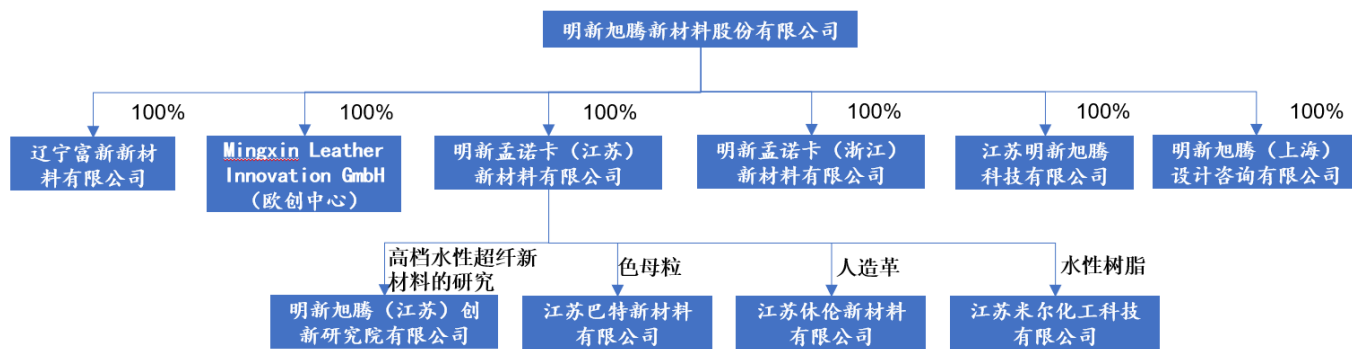
数据来源：乘联会，中汽协，华福证券研究所

2.3 公司为水性材料引领者，募投加速产能扩张

2.3.1 主打水性工艺，产品技术优势明显

1)技术优势。公司是国内首家在汽车领域研发出水性超纤绒的企业。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；2020年成功研发水性超纤绒，并在江苏孟诺卡开展“年产200万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”；2021年全水性定岛超纤正式量产，其工艺技术复杂，跨越了纤维制造、非织造布、精细化工以及染色后整理加工等四大产业环节，为目前国际超纤革研究较高水平。近几年，公司坚持在水性超纤产品保持较高研发投入，并在2021年收购旭腾研究院、巴特新材、休伦新材、米尔化工四家二级子公司，在水性树脂、色母粒等核心化料方面进行自研。

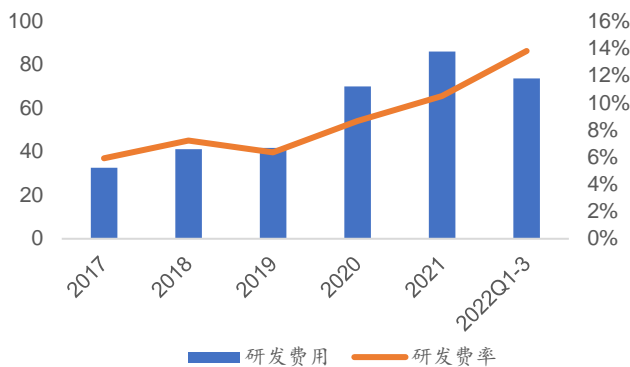
图表 25： 公司收购四家二级子公司提高超纤新材料自研力度



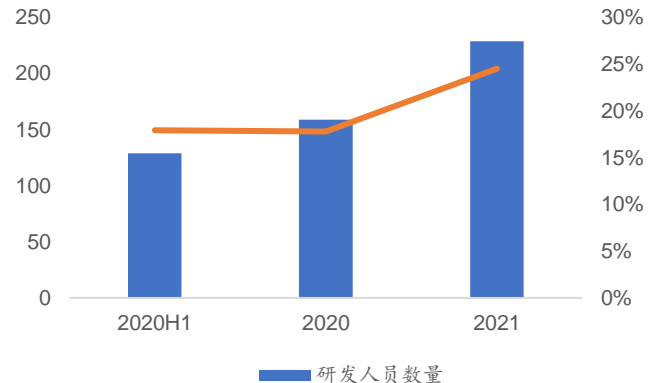
数据来源：可转债募集说明书，华福证券研究所

2)环保优势。公司主打水性工艺，超纤产品环保优势显著。公司全水性定岛超纤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，使用定岛超细纤维进行碱减量、水减量工艺，工艺简单环保，以环保型水性聚氨酯为有机溶剂，不含DMF和其他有毒有害的有机溶剂，是超越国内苯减量不定岛超纤和溶剂型苯减量定岛超纤的新一代超纤合成革，代表着当今世界超细纤维合成革发展方向。此外，在染色环节，公司采用色母粒纺丝，将颜色通过色丝的方法来实现，解决了后续印染废水量大的难题，环保性更强。

3)快速响应优势。公司具备一站式研发设计能力，可以快速响应终端定制化需求。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。公司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，具有快速响应能力。

图表 26: 2017-2022Q1-3 公司研发费用及占比


数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 27: 2020H1-2021 年公司研发人员占比


数据来源: Wind, 华福证券研究所

2.3.2 持续开拓新客户, 募投加速产能扩张

真皮行业影响力深厚。公司在真皮领域耕耘多年, 积累了深厚的客户资源, 已进入一汽大众、上汽通用、上汽大众、神龙汽车、上汽通用五菱等国内主流整车厂以及美国 Chrysler、德国大众、法国 PSA 等国际主流车厂供应体系。上市后又开拓了诸多国内新能源客户。

公司超纤产品新客户拓展顺利。利用公司在真皮领域的影响力, 深入挖掘车用客户在超纤产品领域的需求。公司超纤产品 2021 年顺利量产, 除一汽大众、一汽奥迪、上汽大众等客户外, 公司还成功开拓比亚迪、华为问界 M5、M7、阿维塔 11、奇瑞捷途大圣等新客户。根据公司公告, 2022 年 3 月公司获得某知名品牌主机厂绒面超纤项目定点。根据公司现有订单情况, 公司 200 万平方米超纤产能将到 2023 年达到饱和。未来公司将加大对现有客户订单的争取力度, 并加大新客户开发力度, 进而消化新增产能。

募投加速产能扩张。2021 年公司“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。随着消费升级和环保监管趋严, 对质感佳、环保性强的超纤革市场需求快速增长。目前国内超纤革市场供不应求, 高端超纤主要依赖进口, 国产替代空间大。为抓住市场机遇、填补国内供需缺口, 公司于 2022 年公司发行可转债募集资金开展“年产 800 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”, 项目总投资 6.23 亿元。该项目建成后将形成总计 1000 万平方米的水性超纤产能。

图表 28: 公司水性超纤产能规划

项目	资金来源	新增产能	投产时间
年产 200 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目	自有资金	200 万平方米水性超纤	2021 年投产 预计 2023 年满产
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	拟用募集资金 4.8 亿, 总投资 6.23 亿	400 万平方米超纤革 400 万平方米绒面超纤	建设期三年, 预计 2025 年投产

数据来源: 公司可转债募集说明书, 华福证券研究所

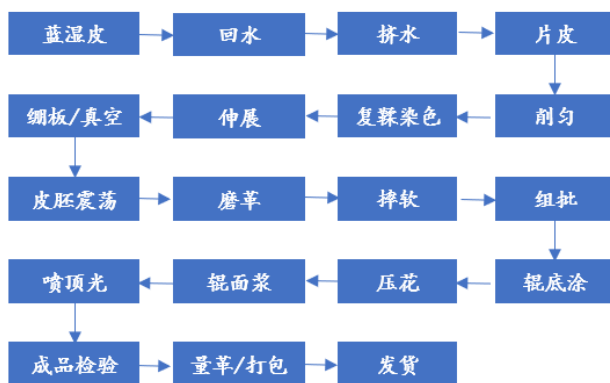
三、 皮革行业保持稳定，公司市占率有望提升

3.1 真皮性能优异，无铬鞣有望成为主流技术路径

天然皮革特有的结构赋予其无可比拟的生物学、力学特性和卫生性能。真皮主要是指由动物原皮经过鞣制整理加工出的天然胶原纤维紧密编织的具有三维多孔结构的柔性材料，其表面因具有一层特殊的粒面层而呈现出自然粒纹和光泽，手感舒适。与人造革相比，真皮具有更好的人体亲合性、回弹滞后性、透气性和透湿性等。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。

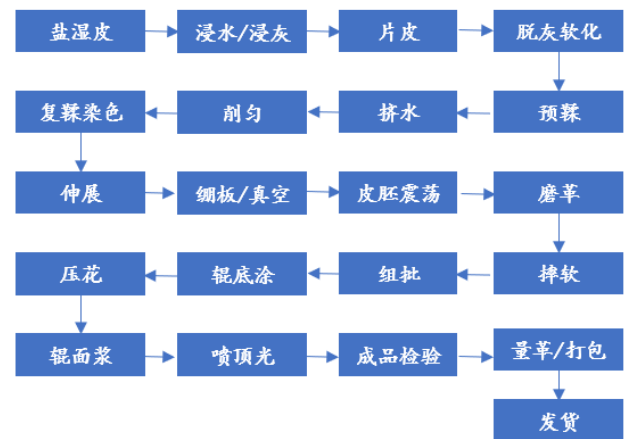
铬鞣法污染严重且铬资源短缺，无铬鞣有望成为主流技术路径。鞣制是皮革加工工艺中的关键工序，通过加入鞣剂使生皮转化为带有水分的熟皮（即半成品革），从而赋予皮革饱满、柔软、坚韧等各种特性。根据使用的鞣剂不同，皮革主要分为植鞣革、铬鞣革和其他鞣制皮革。其中铬鞣革质地柔软且富有伸缩性，褪色和缩水程度都小，自出现一直占据统治地位，但由于六价铬毒性强环境污染严重且铬资源短缺，未来无铬鞣有望替代铬鞣成为主流技术路径。

图表 29：铬鞣工艺流程



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 30：无铬鞣工艺流程



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

真皮性能优异，主要应用于中高端汽车内饰。真皮具有自然舒适的手感、特有的透气吸湿性、耐磨性、耐磨性等，由于原料毛皮具备稀缺性，真皮价格较高，主要应用于中高端轿车和 SUV 汽车内饰，尤其是 30 万元以上的豪华品牌车型倾向于使用真皮提升汽车内饰质感和豪华性。燃油汽车一汽奥迪 A6L、A4L，上汽大众帕萨特、辉昂，上汽通用昂科威、君威等以及新能源汽车比亚迪汉、唐、海豹，广汽 AION LX，蔚来 ES8、ES7、ET7，理想 ONE、L9、L8，极氪 001 等中高端车型均有标配真皮座椅。

图表 31：部分标配真皮座椅车型

车企	车型	级别	方向盘	座椅	价位 (万元)
一汽奥迪	奥迪 A6L	C 级轿车	真皮	真皮/皮和绒面超纤混搭	42.79-65.68
上汽大众	帕萨特	B 级轿车	塑料/真皮	仿皮/真皮	18.19-25.29
	辉昂	B 级轿车	真皮	真皮	34.30-44.90

	昂科威	B 级 SUV	塑料/真皮	真皮/皮和织物混搭	20.99-30.99
上汽通用	君威	B 级轿车	真皮	真皮/皮和翻毛材质混搭	19.68-24.98
	君越	B 级轿车	真皮	真皮	21.98-28.98
比亚迪	汉	C 级轿车	真皮	仿皮/真皮	21.78-33.18
	唐	B 级 SUV	皮质	仿皮/真皮	20.98-34.28
	海豹	B 级轿车	皮质/真皮	仿皮/真皮	21.28-28.98
蔚来	ES8	C 级 SUV	皮质/真皮	仿皮/真皮	49.60-65.60
	ES7	C 级 SUV	皮质/真皮	仿皮/真皮	46.80-54.80
	ET7	C 级轿车	真皮	仿皮/真皮	45.80-53.60
	EC7	C 级 SUV	皮质/真皮	仿皮/真皮	48.80-57.80
理想	L9	D 级 SUV	真皮	真皮	45.98
	L8	C 级 SUV	真皮	真皮	35.98-39.98
理想	L7	C 级 SUV	真皮	真皮	33.98-37.98
	ONE	C 级 SUV	真皮	真皮	34.98
小鹏	P7	B 级轿车	真皮	真皮	23.99-28.59
极氪	极氪 001	C 级轿车	真皮	真皮	30.00-40.30
广汽	AION LX	B 级 SUV	真皮	真皮	28.66-46.96

数据来源：汽车之家，华福证券研究所

在绿色环保趋势及新能源汽车品牌高端化趋势下，真皮市场总体保持平稳。真皮主要由动物原皮经过鞣制整理而成，生产过程中使用的化学制品会造成环境污染。在环保趋势下，一汽大众、一汽奥迪、宝马等品牌部分车型已从真皮切入超纤或人造革，特斯拉也明确只采用水性环保材料。但由于真皮无可比拟的生物学、力学特性和卫生性能，往往象征高档和豪华，在中高端车型中仍具备一定黏性，主要驱动因素是自主品牌和新势力高端化趋势。我们认为在中高端车型逐步放量以及部分车型弃真皮化综合作用下，未来三到五年汽车真皮内饰市场将保持平稳。预计到 2025 年，国内汽车真皮市场规模 76 亿元，总体保持平稳，核心假设如下：

- 1)根据乘联会数据，预测 2022 年国内广义乘用车产量 2369 万辆，假设 2023-2025 年乘用车产量每年同比增长 2%；
- 2)根据公司招股说明书，2019 年公司真皮销量为 3326 万平方英尺，能满足约 47.5 万辆车对座椅真皮的需求，计算得平均单车真皮用量约 7 平方米。
- 3)根据公司可转债募集说明书，2020 年公司真皮销量为 4373 万平方英尺，市占率 11.18%，推测国内乘用车市场真皮渗透率约为 24.5%，假设到 2025 年真皮渗透率小幅下滑至 23%。
- 4)根据公司 2021 年年报，公司牛皮革平均价格 204 元/平方米，假设 22-25 年真皮客户多元化后价格有所下降，逐年下降 2%。

图表 32：国内汽车真皮内饰市场规模测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内乘用车产量（万辆）	2131	2369	2416	2465	2514
真皮内饰汽车渗透率	24.5%	24.5%	24.0%	23.5%	23.0%
单车真皮用量（平方米）	7	7	7	7	7
真皮单价（元/平方米）	204.0	199.9	195.9	192.0	188.2
国内汽车真皮市场规模（亿元）	74.55	81.23	79.54	77.85	76.16

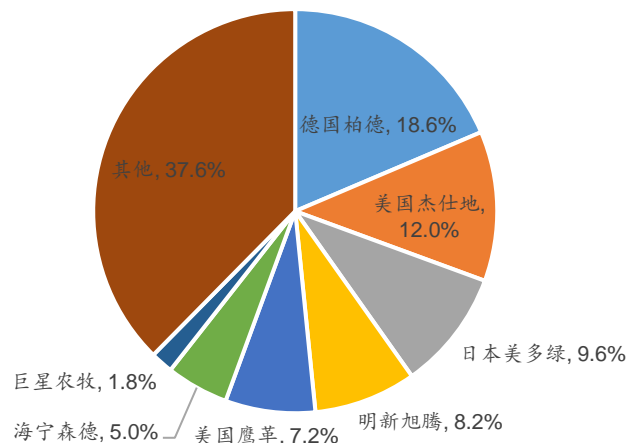
数据来源：乘联会，中汽协，公司招股说明书，可转债募集说明书，华福证券研究所

3.2 外资占据主导，国产替代空间广阔

供应商管理体系相对稳定，存在较高进入壁垒。汽车真皮内饰行业具备较高的进入壁垒，主要体现在：**1) 供应商体系认证壁垒**。整车厂对合格供应商的考核标准非常严格，主要包括第三方认证及整车厂二次认证。对于新进入者来说，一方面认证周期较长，另一方面现有供应商配套体系合作关系相对稳定，轻易解除合作会增加双方运营过程的不稳定性，存在较高进入壁垒。**2) 技术壁垒**。汽车内饰在个性化、美观性和环保性等方面需求日益显著，要求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，迅速响应特定需求。**3) 环保壁垒**。在环保监管趋严的背景下，落后产能被逐渐淘汰，对新进入者环保技术研发、管理和资金投入提出较高要求。**4) 资金壁垒**。汽车真皮内饰行业头部玩家深耕厚植多年，新进入者需具备较大规模，才能具备成本优势，满足客户大批量、多样化订单需求。

行业格局集中，外资占据主导地位。汽车皮革与一般皮革制品相比，在柔韧性、透气性、耐磨性、阻燃性等方面要求较高，具备更高的技术壁垒和供应商认证壁垒。目前国内汽车真皮行业主要由外资及合资企业主导，占据国内市场份额约 80%，主要包括德国柏德、美国杰仕地、日本美多绿、美国鹰革等，据公司债券评级报告，2019 年，四大海外皮革巨头国内市占率分别为 18.6%、12.6%、9.6%、7.2%；而国内自主厂商合计占约 20%的市场份额，明新旭腾 2020 年市场份额约为 11.18%。

图表 33：2019 年汽车皮革行业格局



数据来源：公司可转债信用评级报告，华福证券研究所

自主厂商奋起直追，国产替代优势明显。四大海外皮革巨头在汽车皮革领域深耕多年，具备雄厚的技术积累和稳定的客户群，在市场竞争中占据主导。其中德国柏德主要配套一汽大众、华晨宝马等德系品牌；美国杰仕地主要配套一汽丰田、宝马、通用；日本美多绿主要配套丰田、本田等日系品牌。而本土自主零部件厂商起步较晚，技术水平和生产、配套能力相对较弱，在对外竞争中处于相对较弱的地位，主要配套合资或自主品牌，其中明新旭腾主要配套一汽大众；海宁森德主要配套上汽大众；巨星农牧主要配套广汽和比亚迪。考虑到本土自主厂商技术、服务和响应能力快速提升，与国际巨头技术水平差距不断缩小，同时具备一定的成本优势，整车厂出于降本及多元化供应商等需求而选择自主厂商，有望推动汽车真皮国产替代进程。

图表 34：汽车真皮领域主要竞争对手

供应商	情况简介	主要汽车客户
德国柏德	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，生产基地遍布欧洲、非洲、北美、南美和亚太地区，全球员工近 10000 名。2014 年于中国大连投资设厂成立柏德皮革（中国）有限公司，现有员工 880 人。	奥迪、奔驰、宝马、大众、通用等世界主流汽车生产商
美国杰仕地	美国杰仕地皮革成立于 1832 年，是全球最大的皮革制造商之一，全球员工超过 5000 名。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，国内员工合计超过 680 人。	宝马、丰田、通用等世界主流汽车生产商
美国鹰革	美国鹰革创始于 1917 年，全球市场份额达 20%，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，于 2003 年在华设立鹰革沃特华汽车皮革（中国）有限公司，主要从事皮革后整饰新技术加工等业务。	为全球 30 多家客户提供皮革产品
Boxmark (博世革斯马克)	Boxmark 始于 1780 年，是生产植鞣和化工鞣制皮革的跨国公司。公司总部位于奥地利，员工超 7000 人，年产值约 60 亿人民币。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。	
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，美多绿占领了中国日系车市场的主要份额。	丰田、本田、日产等日系客户
海宁森德	海宁森德皮革成立于 2002 年，主要从事汽车坐垫革（限后整理）及革制品制造、加工等业务。	上海大众、一汽大众、上海通用、长安福特、北汽、上汽、长城、吉利、奇瑞等
巨星农牧	公司成立于 2013 年，主要从事中高档天然皮革业务，产品运用于制造中高档家私、汽车座椅及内饰和鞋面等。	主要配套广汽和比亚迪等

数据来源：招股说明书，各公司官网，华福证券研究所

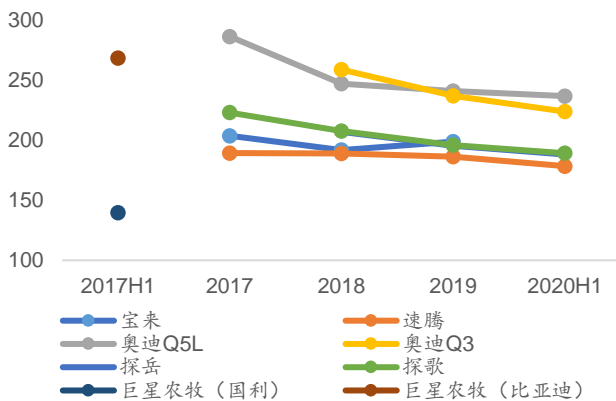
3.3 公司真皮优势显著，产能扩张助力市场份额提升

3.3.1 客户订单优质，真皮盈利能力较强

公司配套车型偏中高端，毛利率水平较高。一汽大众是公司的第一大终端客户，双方自 2011 年开始合作，合作关系稳定。公司主要通过富维系和国利系客户配套大众探岳、探歌、速腾、奥迪 Q3、奥迪 Q5L 车型，配套车型偏中高端，客户订单

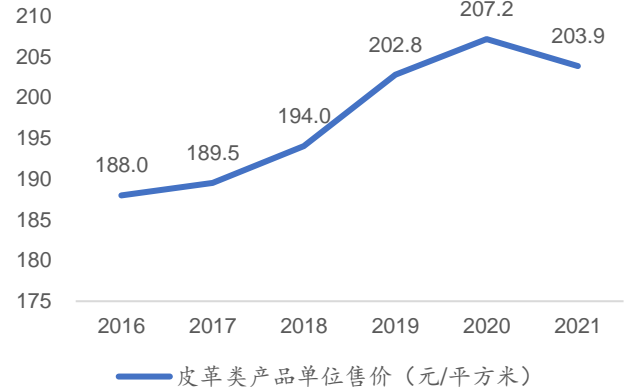
优质，2021年皮革类产品销售单价约204元/平方米，牛皮革销售单价整体较高，受益于优质客户结构，公司毛利率水平明显高于同业。在成本方面，皮料和化料单位成本分别约38元/平方米和40元/平方米，直接材料占成本比例约为66%，公司牛皮革产品毛利对原材料价格波动较为敏感，近两年受原材料及疫情等影响，公司真皮毛利率有所下降，未来随着原材料价格回落，公司毛利率有望回升。

图表 35: 公司与同业配套车型整皮单价(元/平方米)



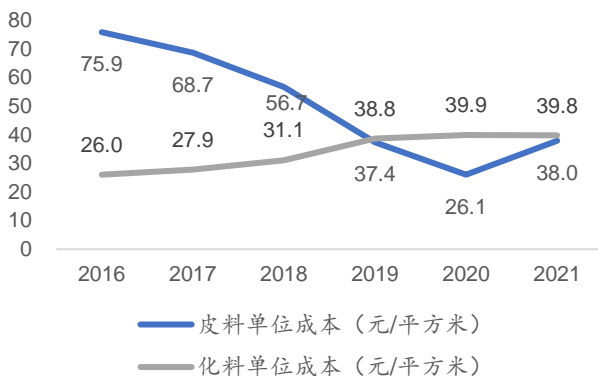
数据来源: 公司招股说明书, 公司财报, 华福证券研究所

图表 36: 公司皮革类产品单位售价



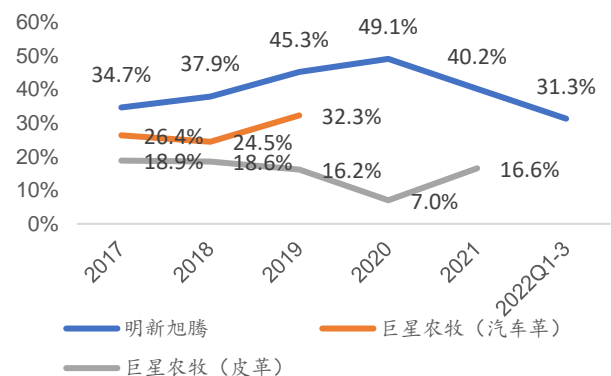
数据来源: 公司招股说明书, 公司财报, 华福证券研究所

图表 37: 公司皮革类产品皮料和化料单位成本



数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

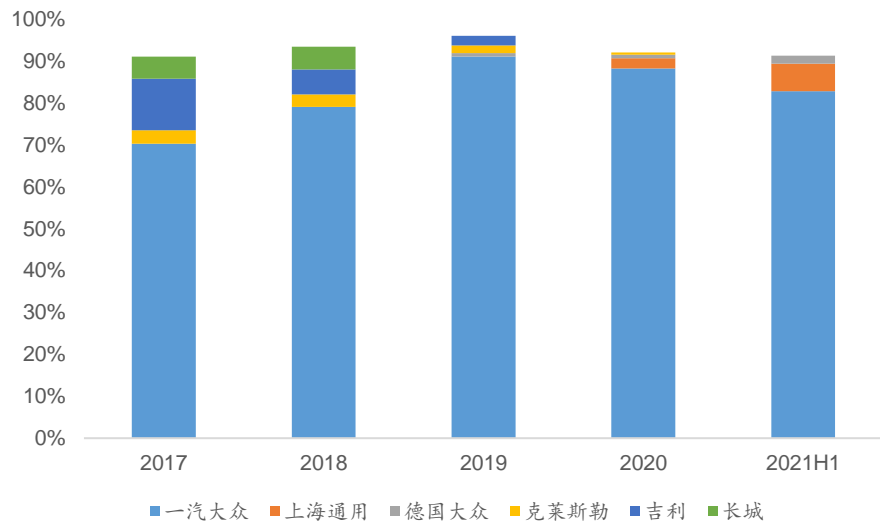
图表 38: 公司毛利率与同业对比



数据来源: Wind, 公司招股说明书, 华福证券研究所

深入合作一汽大众，新客户拓展顺利，客户集中度有望下降。2018年、2019年、2020年、2021H1，一汽大众产品销售收入占比分别为79.11%、91.06%、88.29%和82.82%，客户集中度较高。在配套车型方面从2017年以一汽大众宝来、速腾为主拓展到奥迪Q5L、奥迪Q3、探岳、探歌等；2019年拓展上汽大众途观、辉昂途昂及德国大众VW276等多款车型，2020年拓展上汽通用昂科威等车型，第一大客户集中度近两年有所下降。**2022年公司新客户拓展超预期，成功开拓比亚迪、华为问界、蔚来、小鹏、理想、哪吒等国内众多新能源客户，新客户将在2023年陆续批产带来业绩增量。**

图表 39：公司客户集中度



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

3.3.2 真皮高端化技术路线具备显著优势

公司真皮产品走高端路线，具备无铬鞣全粒面纳帕真皮生产能力。纳帕真皮是高档和豪华的代名词，是指采用特殊工艺处理的头层牛皮，触感柔软细腻，表面光滑平整，价格昂贵，多用于中高档及豪华车型。公司无铬鞣全粒面纳帕真皮汽车皮革是汽车内饰皮革领域公认的高端产品，技术含量较高，公司经过 6 年的产品自主研发，已全面掌握了该类产品的加工工艺并实现批量生产，成功打破外资竞争对手在纳帕真皮内饰皮革领域的垄断。

图表 40：上汽大众辉昂 Nappa 真皮座椅



数据来源：汽车之家，华福证券研究所

图表 41：蔚来 ET7 Nappa 真皮座椅



数据来源：蔚来汽车官网，华福证券研究所

公司依托技术优势，具备较强的共同开发能力及快速响应能力。公司同时掌握皮革鞣制、涂饰、裁切工艺中多项核心技术，并成功掌握无铬鞣制、低 VOC 排放等前沿生产技术，具备较强的研发能力，能够深度参与新车型的设计环节，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，快速响应客户需求。

3.3.3 产能持续扩张，公司市占率有望进一步提升

公司现有产能约 3840 万平方英尺/年，为了满足自主和新势力客户高速增长的真皮需求，顺应汽车真皮绿色制造、智能化、自动化发展趋势，公司 2020 年开展募投项目“年产 110 万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目”及“年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业 4.0 建设项目”，旨在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高档牛皮产能，IPO 项目全部投产后将具备 160 万张真皮产能，对应产值可达 15-16 亿。2020 年公司市占率约 11.18%，新客户开拓及产能扩张助力公司市占率进一步提升。

图表 42：IPO 募投项目扩张真皮产能

项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金	新增产能	预计可使用日期
年产 110 万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目	21850	21850	60 万张皮	2023 年 12 月
年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业 4.0 建设项目	39800	39800	50 万张皮	2023 年 12 月
合计	61650	61650	110 万张皮	-

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

四、 盈利预测

真皮业务：根据招股说明书，公司真皮产品主要供应一汽大众速腾、探岳、奥迪 Q5L、奥迪 Q3、探歌以及上汽通用昂科威等车型。2022 年公司新客户拓展超预期，成功开拓小鹏、蔚来、理想、比亚迪、哪吒等新能源客户。随着公司新客户开发及新增产能逐步释放，23-24 年公司真皮业务有望持续增长。从市占率角度看，由于 2021-2022 年开始大客户销量开始下滑，根据我们测算市占率在 2022 年下滑到 7.4% 左右，后续随着新客户兑现，有望在 2024 年达到 12%。目前公司毛利率和净利率处于历史底部，预计 23-24 年随着牛皮革原材料价格回落及公司规模效应体现，公司毛利率有望回升，假设 22-24 年公司真皮毛利率分别为 39%、42%、41%。

超纤：水性超纤产品兼具性能优势、环保优势和成本优势，在消费升级和环保趋势下，贴面超纤有望取代 PU 及部分真皮产品，绒面超纤可以提升汽车美观性和豪华性，国产替代有望加速。根据招股说明书，公司超纤产品主要供应一汽大众迈腾、探岳、速腾，奥迪 Q3、A6L 等车型，并成功开拓问界 M5、M7，阿维塔 11，比亚迪等新客户。公司目前超纤产能 200 万平方米，根据公司现有订单，预计 2023 年满产满销；2022 年公司发行可转债募集资金新增 400 万平方米贴面超纤产能和 400 万平方米绒面超纤产能。2021 年公司超纤毛利率 25.21%，23-24 年随公司产能利用率提高、规模效应体现、以及部分原材料自研，公司超纤产品毛利率会逐步提升，假设 22-24 年公司超纤产品毛利率分别为 29%、35%、38%。

图表 43：公司分业务收入预测（百万元）

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
真皮	营业收入	756.56	710.51	601.50	785.44	942.53
	yoy	21%	-6%	-15.34%	30.58%	20.00%
	毛利率	52.4%	44.6%	39.0%	42.0%	41.0%
超纤	营业收入		52.11	127.74	383.93	691.07
	yoy			145.14%	200.56%	80.00%
	毛利率		25.2%	29.0%	35.0%	38.0%
其他业务	营业收入	51.67	58.16	55.00	55.00	55.00
	yoy	65%	13%	-5.43%	0.00%	0.00%
	毛利率	2.0%	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%
收入合计		808.23	820.78	784.24	1,224.37	1,688.60
yoy		22.81%	1.55%	-4.45%	56.12%	37.92%

数据来源：华福证券研究所

综上所述，我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 7.84 亿元、12.24 亿元、16.89 亿元，同比增速分别为-4.45%、56.12%、37.92%，三年复合增速 47%；归母净利润分别 1.03 亿元、2.49 亿元、3.64 亿元，同比增速分别为-36.89%、141.92%、45.78%，三年复合增速 88%；每股收益分别为 0.62 元/股、1.50 元/股、2.18 元/股，对应 PE 估值为 50.7 倍、20.96 倍、14.38 倍，参考可比公司估值及公司业务高成长性，给予公司 2023 年 30 倍 PE 估值，对应股价 44.50 元。

图表 44：可比公司归属净利润及估值（百万）2023 年 2 月 23 日

代码	公司简称	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润					
603997.SH	继峰股份	126.37	113.53	539.32	863.95
603179.SH	新泉股份	284.01	470.91	735.45	1029.60
603035.SH	常熟汽饰	420.27	524.99	676.58	815.95
605068.SH	明新旭腾	163.39	103.00	249.46	363.66
对应 PE					
603997.SH	继峰股份	133.73	148.86	31.34	19.56
603179.SH	新泉股份	75.35	45.44	29.10	20.78
603035.SH	常熟汽饰	19.75	15.81	12.27	10.17
	均值	76.28	70.04	24.23	16.84
605068.SH	明新旭腾	32.20	51.00	21.10	14.40

数据来源：Wind，华福证券研究所

注：明新旭腾为华福证券预测，其余为 Wind 一致预期

五、风险提示

（1）客户集中度较高

公司的第一大终端客户为一汽大众，2019 年、2020 年和 2021H1 公司向

一汽大众销售金额占比分别为 91.06%、88.29%、82.82%。公司的经营业绩与主要客户汽车销量及产品需求息息相关，公司可能面临客户偏好转变、订单减少或流失的风险。

(2) 原材料价格波动

公司主要产品为汽车真皮和超纤，其中真皮产品主要原材料为盐渍牛皮或蓝湿牛皮及化料，直接材料占总成本约 65%-75%；超纤产品主要原材料为无纺布及化料，直接材料占总成本约 50%，公司原材料价格上涨向下游客户传递有限，因此原材料价格波动对公司经营业绩影响较大。

(3) 新业务拓展不及预期

超纤是公司新拓展业务，2021 年开始贡献收入，是公司增量主要来源。若超纤渗透率提升不及预期，导致公司订单量不足，可转债募投资金新增产能产能利用率不及预期，将对公司业绩造成影响。

(4) 行业竞争加剧的风险。

汽车真皮行业相对成熟，竞争激烈，外资企业占据主导，公司与国际公司竞争市场份额；汽车贴面超纤竞争壁垒相对绒面超纤较低，可能存在竞争加剧的风险，影响公司盈利能力。

(5) 估值风险。

未来如果业绩受到大客户销量、原材料影响不达预期，可能存在估值下降的风险，影响公司股价。

图表 45：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	831	1,197	998	900	营业收入	821	784	1,224	1,688
应收票据及账款	318	260	416	596	营业成本	491	512	759	1,039
预付账款	4	4	6	8	税金及附加	7	6	5	7
存货	565	461	771	1,062	销售费用	11	9	12	17
合同资产	0	0	0	0	管理费用	54	52	61	84
其他流动资产	123	105	170	238	研发费用	86	78	98	118
流动资产合计	1,841	2,027	2,360	2,804	财务费用	-19	4	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-4	-3	-3	-2
固定资产	339	349	358	366	资产减值损失	-12	-15	-10	-15
在建工程	147	157	167	177	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	107	98	98	100	投资收益	-1	1	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	14	12	12	12
其他非流动资产	236	237	238	240	营业利润	188	118	283	413
非流动资产合计	829	840	861	884	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	2,669	2,867	3,221	3,687	营业外支出	6	1	0	0
短期借款	353	0	0	0	利润总额	182	117	283	413
应付票据及账款	248	234	354	497	所得税	19	14	34	50
预收款项	0	0	0	0	净利润	163	103	249	363
合同负债	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	-1
其他应付款	11	11	11	11	归属母公司净利润	163	103	249	364
其他流动负债	51	52	55	62	EPS (按最新股本摊薄)	0.98	0.62	1.50	2.18
流动负债合计	663	296	421	571					
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
应付债券	0	502	502	502		2021A	2022E	2023E	2024E
其他非流动负债	243	243	243	243	成长能力				
非流动负债合计	243	745	745	745	营业收入增长率	1.6%	-4.5%	56.1%	37.9%
负债合计	906	1,041	1,166	1,316	EBIT 增长率	-34.9%	-25.9%	137.7%	45.2%
归属母公司所有者权益	1,746	1,809	2,039	2,356	归母公司净利润增长率	-25.9%	-36.9%	141.9%	45.8%
少数股东权益	17	17	16	16	获利能力				
所有者权益合计	1,763	1,826	2,056	2,372	毛利率	40.2%	34.7%	38.0%	38.5%
负债和股东权益	2,669	2,867	3,221	3,687	净利率	19.9%	13.1%	20.3%	21.5%
					ROE	9.3%	5.6%	12.1%	15.3%
					ROIC	7.9%	5.2%	11.2%	14.5%
					偿债能力				
					资产负债率	34.0%	36.3%	36.2%	35.7%
					流动比率	2.8	6.8	5.6	4.9
					速动比率	1.9	5.3	3.8	3.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5
					应收账款周转天数	123	133	99	108
					存货周转天数	357	361	292	317
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.98	0.62	1.50	2.18
					每股经营现金流	0.39	1.94	-0.62	0.19
					每股净资产	10.48	10.86	12.24	14.14
					估值比率				
					P/E	32	51	21	14
					P/B	3	3	3	2
					EV/EBITDA	37	44	22	16

现金流量表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	65	324	-103	31
现金收益	185	159	306	422
存货影响	-156	104	-310	-291
经营性应收影响	-64	73	-148	-167
经营性应付影响	22	-14	121	143
其他影响	79	3	-72	-75
投资活动现金流	-284	-63	-73	-76
资本支出	-138	-63	-71	-74
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-146	0	-2	-2
融资活动现金流	187	105	-24	-52
借款增加	329	149	0	0
股利及利息支付	-132	-59	-89	-111
股东融资	12	10	0	0
其他影响	-22	5	65	59

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn