

产能利用率回升, Q3 环比大幅好转

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季度报, 22Q1-3 实现营收 5.3 亿元, 同比-7.1%; 归母净利润 5487.2 万元, 同比-61.6%; 毛利率 31.3%, 同比-13.1pp; 净利率 10.2%, 同比-14.7pp。其中 22Q3 实现营收 2.5 亿元, 同比+26.1%, 环比+75.4%; 归母净利润 4182.6 万元, 同比+2.7%, 环比+1129%; 毛利率 38%, 同比-2.1pp, 环比+15.2pp; 净利率 16.4%, 同比-3.8pp, 环比+19.3pp。
- **产能利用率回升, 营收及业绩大幅好转。** Q2 受疫情影响, 乘用车行业销量同比-2.2% (中汽协批发), 公司作为二三级供应商受影响较大; 在利好政策刺激下, Q3 行业快速回暖, 销量同比+36.6%, 其中公司核心客户一汽-大众在同期低基数背景下销量同比+64.9%。受益于产能利用率回升, 公司 Q3 营收及业绩环比实现大幅好转。受高价库存原材料影响, Q3 盈利能力同比仍有下滑, 预计随着库存逐步消化, 未来毛利率有望企稳回升。
- **国内优质汽车革供应商, 新客户新产品放量可期。** 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, 今年 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, 均将于明年量产。公司新产品水性超纤革具备环保、舒适、安全等优点, 国产替代空间大, 21 年首次实现量产交付, 贡献收入 0.52 亿元, 占比 6.3%, 随着募投项目 800 万平方米全水性定岛超纤逐步投产, 产能扩张与订单释放共振, 有望成为中长期新增长点。
- **回购增持彰显管理层信心。** 公司 22H1 审议通过以集中竞价的方式使用自有资金回购部分公司 A 股股份, 拟回购总金额 1-2 亿元, 截至 22Q3 期末, 已累计回购股份 49.9 万股。公司控股股东、实际控制人及部分董事、监事及高级管理人员计划于 22 年 3 月 14 日起 12 个月内增持公司 0.5%-1% 股份, 截至 22Q3 期末, 共计增持公司股份 6.61 万股, 因受市场波动、窗口期、资金安排等因素, 导致本次股份增持计划进展缓慢, 之后将会继续履行增持计划。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.68/1.39/2.18 元, 对应 PE 为 38/18/12 倍, 未来三年归母净利润年复合增速达 30.5%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 核心客户产销恢复低于预期的风险; 新客户开拓低于预期的风险; 汇率波动风险; 原材料价格风险; 产能扩张不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	820.77	886.41	1324.25	1705.22
增长率	1.55%	8.00%	49.40%	28.77%
归属母公司净利润(百万元)	163.39	112.60	230.81	363.02
增长率	-25.91%	-31.09%	104.99%	57.28%
每股收益 EPS(元)	0.98	0.68	1.39	2.18
净资产收益率 ROE	9.25%	6.11%	11.26%	15.33%
PE	26	38	18	12
PB	2.42	2.32	2.08	1.80

数据来源: Wind, 西南证券

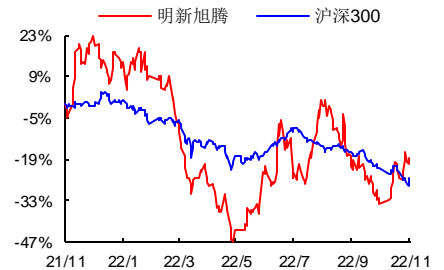
西南证券研究发展中心

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)	1.67
流通 A 股(亿股)	0.57
52 周内股价区间(元)	16.7-39.06
总市值(亿元)	42.32
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): Q2 为业绩低点, H2 改善可期 (2022-07-15)
2. 明新旭腾(605068): 国内汽车革领先者, 新品放量助力公司成长加速 (2022-06-13)

关键假设

假设 1: 公司牛皮革业务较快增长，预计 22-24 年公司牛皮革销量为 4278/4978/5953 万平方英尺，同比增长 1.6%/42.3%/13.4%，对应均价为 19.0/19.5/20.0 元/平方英尺；

假设 2: 原材料成本压力有所缓解，叠加规模效应，明后年公司牛皮革业务毛利率持续改善，22-24 年整皮和裁片毛利率分别为 37%/40%/45%和 24%/30%/35%；

假设 3: 新产品全水性定岛超纤革快速放量，预计 22-24 年销量为 69/130/245 万平米，同比增长 92%/88%/88%，对应均价为 150/160/170 元/平米。规模效应带动盈利能力提升，预计 22-24 年毛利率分别为 27%/35%/40%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
整皮产品	收入	625.11	629.91	899.02	1033.38
	增速	-3.4%	0.8%	42.7%	14.9%
	成本	335.37	396.8	539.4	568.4
	毛利率	46.4%	37.0%	40.0%	45.0%
裁片产品	收入	85.4	94.12	158.65	196.83
	增速	-22.1%	10.2%	68.6%	24.1%
	成本	58.44	71.5	111.1	127.9
	毛利率	31.6%	24.0%	30.0%	35.0%
超纤产品	收入	52.11	104.21	208.42	416.85
	增速	-	100.0%	100.0%	100.0%
	成本	38.97	76.1	135.5	250.1
	毛利率	25.2%	27.0%	35.0%	40.0%
其他业务	收入	58.2	58.16	58.16	58.16
	增速	12.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	58.0	57.9	57.9	57.9
	毛利率	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
合计	收入	820.8	886.4	1324.3	1705.2
	增速	1.6%	8.0%	49.4%	28.8%
	成本	490.8	602.3	843.8	1004.3
	毛利率	40.2%	32.0%	36.3%	41.1%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取了行业中与明新旭腾业务最为相近的四家汽车内外饰件公司，分别是继峰股份、岱美股份、上海沿浦、新泉股份，2022 年四家公司的平均 PE 为 53 倍，2023 年平均 PE 为 23 倍。明新旭腾未来最大的看点有三个：1) 国内领先的中高端汽车革供应商，未来 2-3 年产能扩张较快，产能瓶颈将缓解；2) 超纤产品快速放量，毛利率提升；3) 疫情、芯

片短缺、原材料价格上涨等不利因素缓解，公司盈利能力有望逐步修复。结合对标公司的估值和目前明新旭腾的业务布局和扩张节奏，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 11 月 1 日收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
603997.SH	继峰股份	11.57	0.11	0.12	0.51	0.79	142.40	96.96	23.75	15.30
603730.SH	岱美股份	15.63	0.57	0.68	0.81	1.02	40.60	25.29	21.19	16.88
605128.SH	上海沿浦	45.30	0.88	1.04	2.50	3.60	44.02	47.20	19.56	13.62
603179.SH	新泉股份	36.80	0.76	0.96	1.45	1.98	57.12	42.25	27.93	20.45
平均值							45.75	52.93	23.11	16.56

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	820.77	886.41	1324.25	1705.22	净利润	163.11	112.60	230.81	363.02
营业成本	490.78	602.32	843.81	1004.28	折旧与摊销	40.33	34.96	34.96	34.96
营业税金及附加	6.66	7.19	10.74	13.83	财务费用	-18.86	7.14	8.86	19.45
销售费用	10.95	13.30	19.86	25.58	资产减值损失	-12.12	-3.00	-3.00	-3.00
管理费用	53.85	132.96	185.40	238.73	经营营运资本变动	-177.94	134.70	-175.78	-153.80
财务费用	-18.86	7.14	8.86	19.45	其他	70.09	-0.94	4.64	3.25
资产减值损失	-12.12	-3.00	-3.00	-3.00	经营活动现金流净额	64.62	285.45	100.49	263.88
投资收益	-0.99	0.00	0.00	0.00	资本支出	-75.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-208.30	-72.54	-72.54	-72.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-283.86	-72.54	-72.54	-72.54
营业利润	187.60	126.50	258.58	406.35	短期借款	323.87	-303.19	550.00	100.00
其他非经营损益	-5.28	-0.64	-0.58	-0.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	182.33	125.86	258.00	405.79	股权融资	11.08	0.00	0.00	0.00
所得税	19.22	13.27	27.20	42.78	支付股利	-124.50	-32.68	-22.52	-46.16
净利润	163.11	112.60	230.81	363.02	其他	-23.87	8.71	12.72	2.12
少数股东损益	-0.28	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	186.58	-327.15	540.20	55.96
归属母公司股东净利润	163.39	112.60	230.81	363.02	现金流量净额	-31.97	-114.24	568.15	247.31
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	831.35	717.11	1285.26	1532.56	成长能力				
应收和预付款项	324.55	312.27	475.49	618.00	销售收入增长率	1.55%	8.00%	49.40%	28.77%
存货	564.74	588.14	743.70	837.97	营业利润增长率	-26.64%	-32.57%	104.41%	57.14%
其他流动资产	120.27	24.90	41.26	53.84	净利润增长率	-26.03%	-30.97%	104.99%	57.28%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-25.61%	-19.36%	79.36%	52.37%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	485.76	463.41	441.05	418.69	毛利率	40.21%	32.05%	36.28%	41.11%
无形资产和开发支出	107.01	95.04	83.08	71.11	三费率	5.60%	17.31%	16.17%	16.64%
其他非流动资产	235.75	307.64	379.54	451.44	净利率	19.87%	12.70%	17.43%	21.29%
资产总计	2669.43	2508.51	3449.38	3983.62	ROE	9.25%	6.11%	11.26%	15.33%
短期借款	353.19	50.00	600.00	700.00	ROA	6.11%	4.49%	6.69%	9.11%
应付和预收款项	293.74	344.42	501.02	593.78	ROIC	14.16%	11.36%	22.92%	31.94%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.47%	19.02%	22.84%	27.02%
其他负债	259.46	271.69	297.67	322.29	营运能力				
负债合计	906.39	666.11	1398.69	1616.07	总资产周转率	0.34	0.34	0.44	0.46
股本	166.60	166.60	166.60	166.60	固定资产周转率	2.77	2.71	4.34	6.03
资本公积	923.09	923.09	923.09	923.09	应收账款周转率	2.93	2.84	3.44	3.19
留存收益	666.41	746.32	954.61	1271.47	存货周转率	0.98	1.02	1.24	1.25
归属母公司股东权益	1746.08	1825.44	2033.73	2350.58	销售商品提供劳务收到现金营业收入	111.02%	—	—	—
少数股东权益	16.96	16.96	16.96	16.96	资本结构				
股东权益合计	1763.04	1842.40	2050.69	2367.55	资产负债率	33.95%	26.55%	40.55%	40.57%
负债和股东权益合计	2669.43	2508.51	3449.38	3983.62	带息债务/总负债	38.97%	7.51%	42.90%	43.31%
					流动比率	2.78	4.09	2.29	2.33
					速动比率	1.92	2.63	1.62	1.68
					股利支付率	76.20%	29.02%	9.76%	12.72%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	209.08	168.60	302.40	460.76	每股收益	0.98	0.68	1.39	2.18
PE	25.90	37.58	18.33	11.66	每股净资产	10.48	10.96	12.21	14.11
PB	2.42	2.32	2.08	1.80	每股经营现金	0.39	1.71	0.60	1.58
PS	5.16	4.77	3.20	2.48	每股股利	0.75	0.20	0.14	0.28
EV/EBITDA	16.88	19.35	10.49	6.41					
股息率	2.94%	0.77%	0.53%	1.09%					

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	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
	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	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn