

## 研究部

文姬

jwen@cebm.com.cn

## 关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

[www.caixininsight.com](http://www.caixininsight.com)

## 本周投资要点

- **公司深耕皮革领域近二十年，成为国内优质真皮及水性超纤产品供应商：**公司成立于 2005 年，现专注于汽车内饰新材料研发、清洁生产和销售，已生产出一系列符合安全环保要求、美观与舒适兼备的汽车内使用天然皮革产品。2008 年，公司收购美国 Seton 并更名为“浙江明新旭腾皮业有限公司”；2010 年，公司与一汽大众合作，并于 2018 年开始为奥迪 Q5L、探岳、探歌等多款车型批量供货；2020 年，公司于上交所主板上市；2021 年，公司公布可转债预案，用于建设全水性定岛超纤革产品，计划年产能 800 万平；2022 年，公司产品覆盖蔚小理、问界等多款高端新能源车型。
- **公司客户覆盖主流整车厂及配套零部件供应商：**国际客户供应体系，公司配套美国 Chrysler、德国大众、法国 PSA 等；国内客户供应体系，公司配套一汽大众、上汽通用、上汽大众、吉利、比亚迪、奇瑞等；零部件供应商中，公司与麦格纳（墨西哥）、富维安道拓、延锋安道拓、国利真皮内饰、吉中汽车内饰件、李尔、奥托立夫、延锋百利得等建立了长期稳定的合作关系。公司已覆盖 T-ROC（德国大众）、RT Minivan（美国 Chrysler）、宝来、速腾、奥迪 Q3、奥迪 Q5L、探岳、探歌、秦（比亚迪）等国内外主流车型。
- **公司为汽车真皮内饰行业自主龙头，新旧客户切换有望提升公司市占率：**公司已配套奥迪 Q5L、奥迪 Q3、问界 M5 等多款中高档车型，随着乘用车市场新能源渗透率提升，公司客户结构迎来新旧切换，自主新能源车型将为公司汽车真皮内饰业务带来新增量，相应真皮内饰业务营收占比逐年上行，2022/2023/2024 分别为 12%/40%/50%。
- **公司为超纤革汽车内饰细分赛道自主龙头，国产替代空间广阔，市占率有望快速提升：**公司已覆盖迈腾、奥迪 A6、奥迪 Q3、问界 M5/M7、比亚迪海豹等多款车型。公司水性超纤革产品具备高性价比及环保特性，是替代真皮的不二选择。随着新旧客户切换超纤革产品意愿逐渐走强，公司市占率有望由不足 1%快速突破 10%，预计 2022/2023/2024 带来营收 1.05/4.07/7.02 亿元。
- **业绩预测：2022 年公司营收约 8.7 亿元，2024 年营收或将突破 16 亿。**2022-2024 年公司营收规模分别为 8.7、12.9、16.5 亿元，增长率分别为 5.4%、49.2%、28.2%。2022-2024 年公司净利润规模分别为 1.16、2.43、3.84 亿元，增长率分别为-28.6%、108.5%、58.0%。



## 目录

<b>一、国内中高端汽车真皮自主龙头，超纤扩展渐加码</b> .....	<b>5</b>
（一）专注汽车皮革内饰产品，超纤革产品开辟新版图.....	5
（二）营收增长稳健，盈利能力亮眼.....	6
<b>二、真皮内饰格局稳定，高端新能源车型加速赋能</b> .....	<b>8</b>
（一）公司为汽车真皮内饰行业自主龙头.....	8
（二）行业壁垒高筑，参与者相对固定.....	9
（三）客户结构切换，高端新能源车型持续渗透.....	9
<b>三、超纤革内饰优势明显，国产替代正当时</b> .....	<b>11</b>
（一）公司为汽车超纤革内饰细分赛道自主龙头.....	11
（二）绒面超纤特性出众，国产替代前景广阔.....	13
<b>四、成本下探叠加规模效应，盈利弹性可期</b> .....	<b>16</b>
（一）原材料成本波动驱动公司盈利能力变化.....	16
（二）原皮成本下行，真皮业务盈利显著改善.....	16
（三）规模效应提升推动超纤革产品盈利释放.....	17
（四）化料自主建厂，盈利能力有望再上新台阶.....	18
<b>五、盈利预测</b> .....	<b>19</b>
（一）真皮业务稳定增长，超纤革业务打开增量空间.....	19
（二）盈利预测与结论.....	20

## 图表目录

图表 1：明新旭腾深耕皮革领域近二十年.....	5
图表 2：公司产品覆盖汽车高级真皮及超纤革.....	5
图表 3：公司皮革内饰产品已进入高端车型供应体系.....	6
图表 4：公司核心业务为汽车真皮内饰.....	7
图表 5：超细纤维超真皮业务为新增业务.....	7
图表 6：公司研发投入持续增加.....	7
图表 7：2021 年公司毛净利率有所下滑.....	7
图表 8：2022H2 配套新车型销量可观（单位：万辆）.....	7
图表 9：2022 年配套新车型超纤革营收贡献约为 1.2 亿.....	7
图表 10：汽车真皮内饰应用区域.....	8
图表 11：汽车真皮内饰分区域使用面积.....	8
图表 12：2020 年公司市占率为 10%.....	8
图表 13：四家海外企业为公司真皮业务主要竞争对手.....	8
图表 14：汽车革内饰行业壁垒高筑.....	9
图表 15：真皮内饰车型单车价值量.....	10
图表 16：传统车型销量逐年下滑.....	10
图表 17：预计 2024 年国内汽车真皮内饰市场空间在 93.8 亿元.....	10
图表 18：超纤革性能优势明显.....	11
图表 19：超纤革是替代真皮的理想材料.....	11
图表 20：绒面超纤特性出色.....	12
图表 21：汽车超纤革内饰分区域使用面积.....	12
图表 22：绒面超纤工艺相对复杂且价格相对更高.....	12
图表 23：光面超纤工艺相对简单且价格相对更低.....	13
图表 24：外资在国内绒面超纤汽车内饰市场占据垄断地位.....	13
图表 25：绒面超纤内饰单车价值量.....	14
图表 26：绒面超纤适配新车型销量逐月走高.....	14
图表 27：预计 2024 年国内汽车绒面超纤内饰市场空间在 69.7 亿元.....	14
图表 28：绒面超纤广泛应用于高端新能源车型汽车内饰.....	15
图表 29：整皮产品毛利率最高.....	16

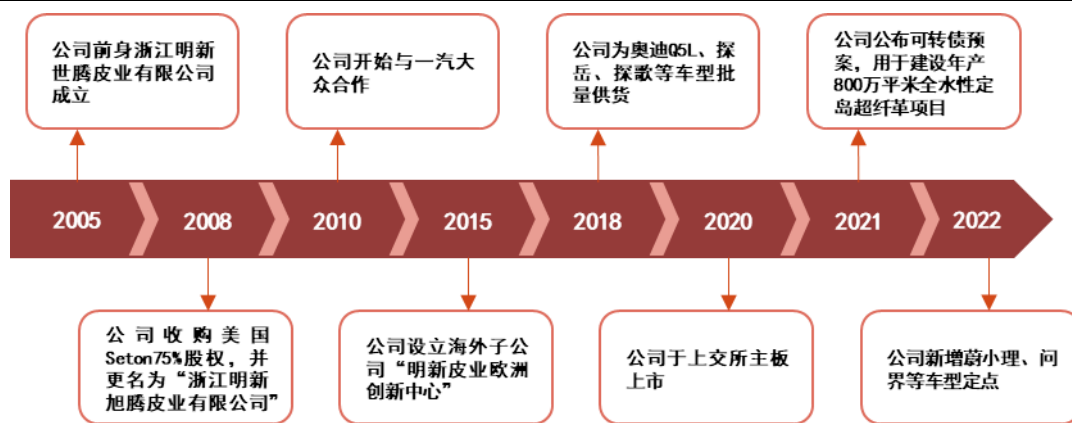
图表 30：公司直接材料费用占比逐年下降.....	16
图表 31：原皮价格波动较大（单位：美元/千克） .....	16
图表 32：皮料成本主导直接成本 .....	16
图表 33：2022-2024 年皮料成本占比逐渐减少 .....	17
图表 34：2022 年公司真皮业务毛利率触底反弹 .....	17
图表 35：制造费用主导公司超纤革产品成本 .....	17
图表 36：制造费用下行推动超纤革产品毛利率上行.....	17
图表 37：中观情景直接材料占比下降至 25%.....	18
图表 38：中观情景整体业务毛利率提升 3.9pct .....	18
图表 39：2022-2024 年公司真皮业务稳定增长 .....	19
图表 40：2022-2024 年真皮业务毛利率稳步上行 .....	19
图表 41：2022-2024 年公司超纤革业务快速增长 .....	19
图表 42：2022-2024 年公司超纤革业务毛利率持续提升.....	19
图表 43：2022-2024 年公司其余业务营收基本稳定 .....	20
图表 44：2022-2024 年公司其余业务营收占比逐年下滑.....	20
图表 45：2023-2024 年公司营收 CAGR 为 38.3%.....	20
图表 46：2023-2024 年公司净利润 CAGR 为 81.9% .....	20

## 一、国内中高端汽车真皮自主龙头，超纤扩展渐加码

### （一）专注汽车皮革内饰产品，超纤革产品开辟新版图

公司深耕皮革领域近二十年，成为国内优质真皮及水性超纤产品供应商。公司成立于 2005 年，现专注于汽车内饰新材料研发、清洁生产和销售，已生产出一系列符合安全环保要求、美观与舒适兼备的汽车内使用天然皮革产品。2008 年，公司收购美国 Seton 并更名为“浙江明新旭腾皮业有限公司”；2010 年，公司与一汽大众合作，并于 2018 年开始为奥迪 Q5L、探岳、探歌等多款车型批量供货；2020 年，公司于上交所主板上市；2021 年，公司公布可转债预案，用于建设全水性定岛超纤革产品，计划年产能 800 万平方米；2022 年，公司产品覆盖蔚小理、问界等多款高端新能源车型。

图表 1：明新旭腾深耕皮革领域近二十年

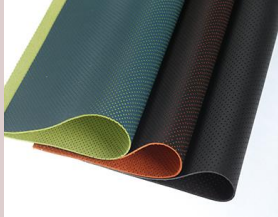


来源：公司官网，公司公告，莫尼塔研究

公司主营产品为车用高级真皮、绒面超纤等产品。公司为汽车内饰材料供应商，其真皮及超纤产品主要应用于中高端汽车的座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表、门板等汽车内饰件。真皮产品包括高级全粒面纳帕真皮、高级小荔枝真皮、高级汽车真皮，产品具有饱满触感、低 VOC 等特点；超纤产品分为绒面超纤 MENORCA 和光面超纤 VERSTAR 两种，产品无甲苯、DMF 等有机溶剂，无其他挥发性溶剂的过程污染，具有低雾化，低 VOC，低气味等环保特性，绒面超纤更是具有与人体接触无刺激、真皮质感优越、绒毛质软等突出特征。

图表 2：公司产品覆盖汽车高级真皮及超纤革

产品名称	应用	产品描述	产品图示
高级全粒面纳帕真皮 高级小荔枝真皮 高级汽车真皮	主要用于中高端汽车座椅、头枕、方向盘，其次用于仪表盘、扶手、门板、遮阳板、立柱等	采用进口原材料，经过无铬鞣/铬鞣工艺加工，生产出具有饱满真皮触感和优异气味/低 VOC 的优质真皮	
绒面超纤 MENORCA	主要用于中高端汽车顶棚、立柱，其次用于座椅、方向盘等其他汽车内饰	超细纤维无纺布通过浸渍聚氨酯再经过开纤等工序形成表面具有麂皮效果的高档面料。超纤全过程无甲苯、DMF 等有机溶剂，无其他挥发性溶剂的过程污染，低雾化，低 VOC，低气味。理化性能优良，与人体接触无刺激，真皮质感优越，绒毛质软	

<p>光面超纤 VERSTAR</p>	<p>广泛用于中低端座椅、方向盘、顶棚等汽车内饰</p>	<p>超纤贝斯经过滚涂压花等工序形成表面具有纹理效果的高档面料。超纤全过程无甲苯、DMF 等有机溶剂，无其他挥发性溶剂的过程污染，低雾化，低 VOC，低气味</p>	
-------------------------	------------------------------	--	---

来源：公司官网，莫尼塔研究

**深耕主流合资与中高端品牌客户，积淀良好品质工艺。**国际客户供应体系，公司配套美国 Chrysler、德国大众、法国 PSA 等；国内客户供应体系，公司配套一汽大众、上汽通用、上汽大众、吉利、比亚迪、奇瑞等；零部件供应商中，公司与麦格纳（墨西哥）、富维安道拓、延锋安道拓、国利真皮内饰、吉中汽车内饰件、李尔、奥托立夫、延锋百利得等建立了长期稳定的合作关系。公司已覆盖 T-ROC（德国大众）、RT Minivan（美国 Chrysler）、宝来、速腾、奥迪 Q3、奥迪 Q5L、探岳、探歌、秦（比亚迪）等国内外主流车型。

图表 3：公司皮革内饰产品已进入高端车型供应体系

业务领域	主要客户
国际客户供应体系	美国 Chrysler、德国大众、法国 PSA 等
国内客户供应体系	一汽大众、上汽通用、上汽大众、神龙汽车、上汽通用五菱、广汽菲亚特、吉利、长城、长安、宝沃、比亚迪、奇瑞、一汽轿车、广汽等
零部件供应商	麦格纳（墨西哥）、富维安道拓、延锋安道拓、国利真皮内饰、吉中汽车内饰件、李尔、奥托立夫、延锋百利得等
配套车型	
T-ROC（德国大众）、RT Minivan（美国 Chrysler）、宝来、速腾、奥迪 Q3、奥迪 Q5L、探岳、探歌、传祺、高尔夫嘉旅、帝豪、博越、VV5（长城）、秦（比亚迪）、昂科拉、科帕奇	

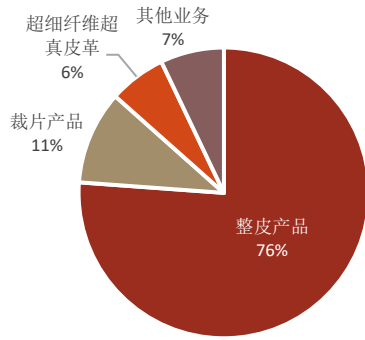
来源：公司年报，莫尼塔研究

## （二）营收增长稳健，盈利能力亮眼

**公司核心业务为汽车真皮内饰，2021 年营收占比近九成：**公司主营业务由真皮产品和超纤革产品构成，其中，真皮产品又分为整皮产品和裁片产品。2021 年，真皮产品业务营收 7.2 亿元，占比为 87%，属于公司核心业务；超细纤维超真皮革业务为新增业务，营收 0.5 亿元，占比为 6%，属于公司次核心业务。2017-2020 年，公司整皮产品营收稳步增长，由 4.8 亿元增长至 6.5 亿元，CAGR 为 8%；裁片产品营收快速增长，由 0.5 亿元增长至 1.1 亿元，CAGR 为 22.9%；2021 年，真皮产品营收小幅回落，系汽车产业链芯片短缺，牛皮革销售订单减少所致。

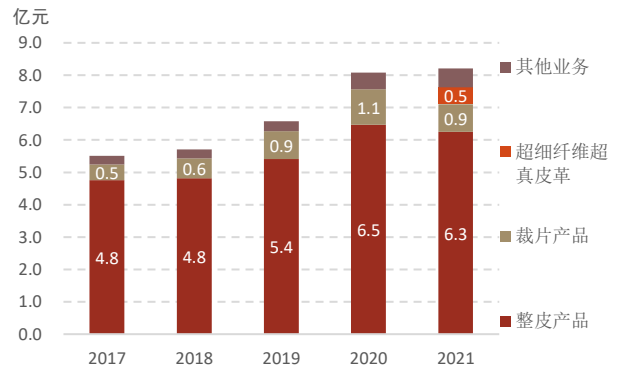
**公司费用管控能力较强，研发投入力度持续增加。**2017-2021 年，公司持续加大对水性超纤革产品研发投入，研发支出由 0.33 亿元增加至 0.86 亿元，CAGR 为 21.4%，研发支出占比由 5.9% 增长至 10.5%；三费支出稳步增加，由 0.41 亿元增加至最高 0.54 亿元，CAGR 为 7.4%，三费占比较为稳定，近三年保持在 5%-8% 水平，并呈现逐年下降的趋势。利润方面，2017-2020 年公司毛净利率逐年上升，2021 年毛净利率有所下滑，主要系原皮采购价格波动所致。

图表 4：公司核心业务为汽车真皮内饰



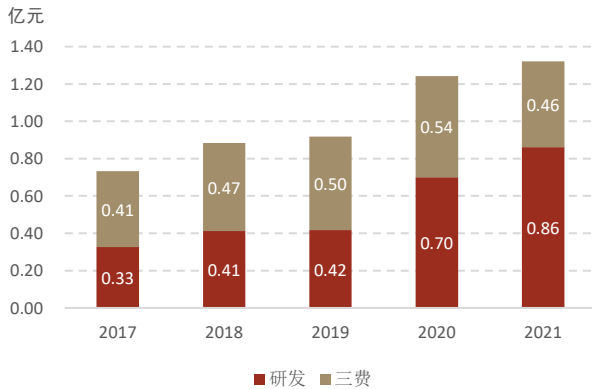
来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 5：超细纤维超真皮革业务为新增业务



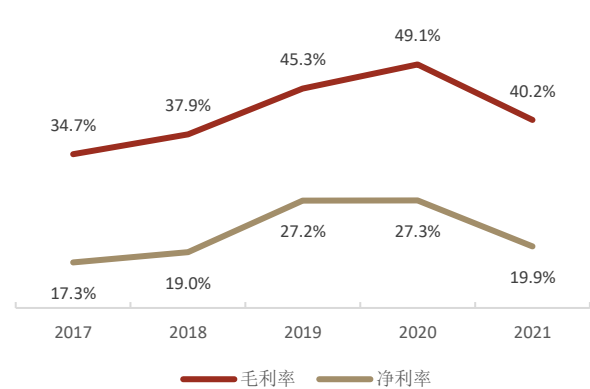
来源：公司招股书及年报，莫尼塔研究

图表 6：公司研发投入持续增加



来源：Wind，莫尼塔研究

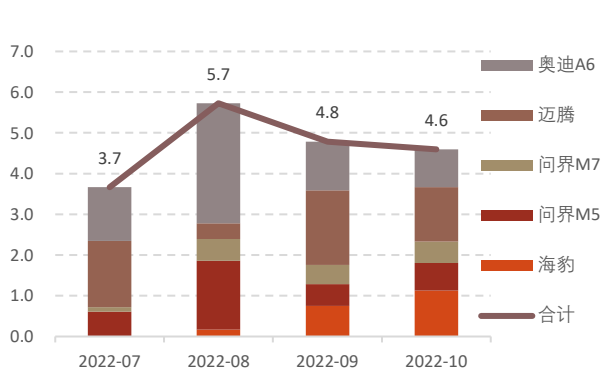
图表 7：2021 年公司毛净利率有所下滑



来源：Wind，莫尼塔研究

**超纤革业务开始贡献营收。**2022Q3 公司开始为奥迪 A6、迈腾、问界 M5/M7、比亚迪海豹等车型批量提供超纤革产品，随着新车型在 Q4 销量逐步走高，公司超纤革产品营收也将快速攀升，预计 2022 年新车型为公司超纤革业务带来超 1 亿的营收增量。

图表 8：2022H2 配套新车型销量可观（单位：万辆）



来源：乘联会，莫尼塔研究

图表 9：2022 年配套新车型超纤革营收贡献约为 1.2 亿

新车型	2022 年预计配套数量 (万辆)	营收规模 (亿元)
迈腾	6.2	0.694
问界 M5	2.6	0.186
奥迪 A6	4.1	0.154
问界 M7	2.2	0.124
海豹	2.2	0.033
合计	17.3	1.19

来源：莫尼塔研究

## 二、真皮内饰格局稳定，高端新能源车型加速赋能

### （一）公司为汽车真皮内饰行业自主龙头

**真皮是中高档汽车内饰的理想材料。**真皮具有透气性、经久耐用和易保养等优良特性，在增强汽车内饰的外观观赏性、提高驾驶员和乘客的舒适性方面扮演着重要的角色，对提升汽车的美观和档次也是不可或缺的。汽车内饰是皮革在汽车生产中的重要应用领域，主要用于座椅、头枕、方向盘、扶手、门板、中控台等汽车部件的装饰覆盖。平均来看，单一汽车内饰中，座椅真皮使用面积最大在 10-15 平方米；其次为顶棚，剔除天窗面积后的实际使用面积在 3.3-5 平方米；其他内饰面积合计约 3 平方米，对应真皮使用面积在 5 平方米。

**公司为汽车真皮内饰行业自主龙头。**我国汽车真皮行业由合资及外资把控，2020 年其国内市场份额高达 80%，明新旭腾在国内自主企业处于领先地位，2020 年市占率在 10%，与国内自主公司海宁森德、巨星农牧一并成为打破国内垄断的新力量。德国柏德、美国杰土地、美国鹰革、日本美多绿是公司的主要竞争对手，其中日本多美绿占据国内日系车的主要市场份额，德国柏德则占据国内包括一汽大众、华晨宝马在内的德系车市场份额。公司现已为德国大众供货，并成功切入以奥迪为代表的高端车型汽车真皮内饰供应链。

图表 10：汽车真皮内饰应用区域



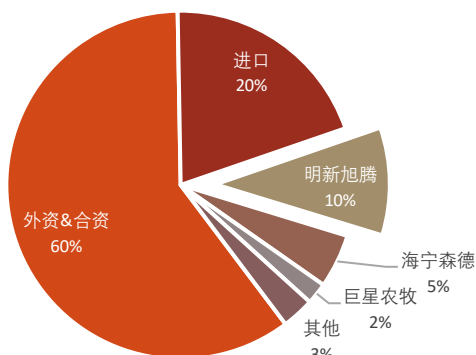
来源：公开资料整理，莫尼塔研究

图表 11：汽车真皮内饰分区域使用面积

单位：平方米		实际面积	天窗面积	材料利用率	真皮面积
立柱、中控台、方向盘、门板		3		60%	5
座椅头枕	5 座	6		60%	10
	6/7 座	9		60%	15
顶棚	轿车	4	2	60%	3.3
	SUV	5	2	60%	5

来源：公开资料整理，莫尼塔研究

图表 12：2020 年公司市占率为 10%



来源：公开资料整理，莫尼塔研究

图表 13：四家海外企业为公司真皮业务主要竞争对手

公司	简介
德国柏德	从事汽车皮革及汽车真皮内饰部件的生产等业务，占据国内德系车市场的主要份额
美国杰土地	从事汽车皮革制品、半成品、模具、皮革工业专用设备的生产、研发、销售等业务
美国鹰革	从事皮革后整饰新技术加工等业务，是目前全球最大的汽车皮革生产商
日本美多绿	从事皮革制造、销售业务，占据国内日系车市场的主要份额

来源：公司招股书，莫尼塔研究



## （二）行业壁垒高筑，参与者相对固定

行业壁垒重重，早期进入者先发优势明显。汽车革内饰行业具有供应商认证体系壁垒、技术壁垒、专业人才壁垒、资金壁垒和环保壁垒，早期进入市场的企业凭借其规模、研发及成本控制能力的突出优势，能够获得较好的利润水平。一方面，此类汽车革内饰企业具备较高的技术水平和服务能力，与整车厂建立了紧密的合作关系，能够深度参与新车型的设计环节，增加产品和服务的附加值，在议价环节中易于占据主动地位；另一方面，此类企业凭借规模化优势，能够有效降低单位成本，保证较为充分的利润空间。

图表 14：汽车革内饰行业壁垒高筑

<p><b>供应商体系 认证壁垒</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 需从第三方机构取得质量管理体系、环境管理体系、职业健康安全管理体系的认证</li> <li>• 必须取得整车厂的直接认可，并通过其严格的外观评价、材料测试及功能测试</li> <li>• 通过繁杂的评估、反馈和改进流程后，才可能获得整车厂某款车型的定点意向</li> <li>• 生产过程中还需持续接受客户的持续综合考核</li> <li>• 由于考核标准严格且持续时间长，一旦双方确定合作关系，不会轻易变动</li> </ul>
<p><b>技术壁垒</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 新车研发和上市周期不断缩短，汽车内饰件也成为竞争重点之一</li> <li>• 需要具备同步研发能力，能够深度参与新车型的设计环节，确保产品满足特定需求</li> <li>• 具备同步研发能力的零部件供应商将在行业竞争中占据更有力的地位</li> </ul>
<p><b>专业人才壁垒</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 研发和生产需要完全参考并配合整车厂的要求，标准和供货渠道均为一对一形式</li> <li>• 需具备优秀的生产组织和管理水平，避免效率低下和重复返工造成的资源浪费</li> <li>• 汽车革研发人员需同时掌握皮革和整车设计的技术特点</li> </ul>
<p><b>资金壁垒</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 为满足整车厂的严格要求，汽车革制造商需在生产经营中投入大量的资金</li> <li>• 拥有较大规模的汽车革企业具有较强的竞争优势，能够降低综合成本，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</li> </ul>
<p><b>环保壁垒</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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</li> <li>• 国家环保政策日益完善，环境污染治理标准不断提高</li> <li>• 需要投入大量的人员和资金进行环保设施升级改造，不断提升清洁生产和污水治理水平</li> </ul>

来源：公司招股书，莫尼塔研究

## （三）客户结构切换，高端新能源车型持续渗透

公司在汽车真皮内饰具备响应优势。公司在 2008 年收购全球第三名汽车真皮内饰公司美国 Seton，经过多年的整合与发展，企业具备车规级供应实力，与国内四家外资企业处于同一水平线上。虽然在价格层面公司并不具备突出优势，但在新能源厂商响应速度日趋加快的趋势下，公司在服务及整车厂合作过程中具备出色的响应优势，有利于公司在新能源车型抢占更高的市场份额。相较于国内自主品牌，公司在真皮内饰供应方面具备车规级能力，产品通过德国大众的测试，在质量及性能上可与外资企业媲美。

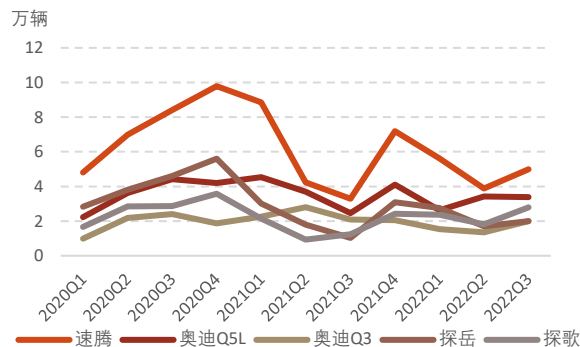
公司汽车真皮内饰定位新能源化与高端化。受到国内新能源化转型影响，传统车企燃油车销量开始下滑，公司传统客户汽车真皮内饰业务出现萎缩，为此公司将目标客户延伸至新能源车企，并承接多个新能源车型订单。与此同时，公司定位高端化，目标车型主力为 30 万以上自主新能源车型，包括问界 M5、蔚小理等多款车型。此类新能源车型在真皮选择上倾向于单价更高的 Nappa 真皮，同时单车真皮使用面积呈现扩大的趋势。以公司配套的奥迪 Q5L 为例，公司为其提供的单车真皮使用面积在 8.67 平方米，而公司为蔚来 ES8 车型提供的单车真皮使用面积近 20 平方米，单车价值量提升约 94.7%。

图表 15: 真皮内饰车型单车价值量

车型	单车使用面积 (平)	ASP (元)
问界M5	15	3000
蔚来ES8	20	4000
奥迪Q5L	8.7	2054
奥迪Q3	4.5	1001
探岳	3.7	696
速腾	3.9	691
探歌	1.9	364

来源: 公司招股书, 莫尼塔研究

图表 16: 传统车型销量逐年下滑



来源: 乘联会, 莫尼塔研究

公司汽车真皮内饰营收增量空间相对有限, 新旧客户切换有望提升公司市占率。我们假设 2022-2024 年全国乘用车销量增速分别在 7%/4.1%/6.4% (燃油车和新能源车加权而得), 20-50 万元车型销量占比分别为 29%/31%/32%, 50 万元以上车型销量占比保持在 3%, 选配率分别稳定在 50%/80%。经过测算 2022-2024 年, 我国汽车真皮内饰市场空间分别为 77.7/85.7/93.8 亿元, 公司市占率在 9.0%/9.5%/9.4%。市占率先降后升, 原因在于公司新旧客户切换过程中, 初期新能源客户营收增量不足以对冲燃油车客户营收流失, 而随着公司配套新能源车型放量, 市占率将逐步回升并趋于稳定。

图表 17: 预计 2024 年国内汽车真皮内饰市场空间在 93.8 亿元

	2021	2022E	2023E	2024E
全国乘用车销量 (万辆)	2148	2300	2395	2549
销量增速	6.5%	7.0%	4.1%	6.4%
20-50 万车型销量占比	24.7%	29%	31%	32%
装配率	50%	50%	50%	50%
50 万以上车型销量占比	2.8%	3%	3%	3%
装配率	80%	80%	80%	80%
单车使用面积 (平方米)	10	10	10	10
真皮内饰价格 (元/平方米)	200	200	200	200
真皮内饰市场空间 (亿元)	62.7	77.7	85.7	93.8
公司市占率	11.3%	9.0%	9.5%	9.4%

来源: 公开资料整理, 莫尼塔研究

### 三、超纤革内饰优势明显，国产替代正当时

#### (一) 公司为汽车超纤革内饰细分赛道自主龙头

人造革合成革分为 PVC 革、PU 革和超纤革。人造革合成革也叫仿皮或胶料，表面主要通常是以聚氯乙烯 (PVC) 或聚氨酯 (PU) 树脂涂层，基料是机织布、针织布或者无纺布。普通 PU 革以机织布、针织布或普通合成纤维无纺布为基布，而超纤皮革以超细纤维无纺布为基布。超纤皮革是在充分剖析天然皮革微观结构的基础上经过一系列加工工艺制造而成的新型材料，在外观、结构和性能上与天然皮革相似。新型 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。超纤革凭借质感近似真皮、强度高、环保性好等优点，成为汽车内饰材料更好的选择，应用范围与汽车真皮内饰近乎相同，并呈现替代真皮的趋势。

图表 18：超纤革性能优势明显

属性	真皮	PVC 革	普通 PU 革	油性超纤革	水性超纤革
手感	优良	一般	一般	优良	优良
透气性	良好	较差	一般	优良	优良
耐磨性	一般	优良	一般	良好	良好
撕裂强度	良好	一般	一般	优良	优良
耐高温性	良好	一般	良好	良好	良好
环保性	一般	良好	良好	一般	优良
价格 (元/平米)	200-500+	7-15	15-30	200-300	100+

来源：公开资料整理，莫尼塔研究

图表 19：超纤革是替代真皮的理想材料



	指标	PVC 革	PVC 耐磨革	超纤革	真皮
力学性能	拉伸强度 N(50mm)	横向：583 纵向：350	横向：603 纵向：674	横向：952 纵向：724	横向：753 纵向：731
	断裂伸长率 (%)	横向：49 纵向：222	横向：113 纵向：134	横向：51 纵向：91	横向：88 纵向：41
	撕裂强度 N	横向：54 纵向：45	横向：62 纵向：46	横向：79 纵向：82	横向：41 纵向：36
	缝纫强度 N(50mm)	横向：382 纵向：341	横向：432 纵向：374	横向：928 纵向：960	横向：411 纵向：357
耐磨性能	Taber 磨损 (CS10/1000g/1000r)	未磨破 轻微光泽变化 灰度卡评级：4 级	未磨破 轻微光泽变化 灰度卡评级：4/5 级	未磨破 轻微光泽变化 灰度卡评级：4/5 级	未磨破 轻微光泽变化 灰度卡评级：4/5 级
	马丁代尔磨损 (1600g/20000r)	光泽变化：1.7 亮度变化：1.39	光泽变化：0.3 亮度变化：0.97	光泽变化：0.4 亮度变化：0.91	光泽变化：0.3 亮度变化：0.97
颜色牢度	耐光色牢度 (级)	4	4/5	4/5	4
	摩擦色牢度 (级)	干态 a5b4 湿态 a5b4 酒精 a5b4	干态 a5b4 湿态 a5b4 酒精 a5b4	干态 a5b4 湿态 a5b4 酒精 a5b4	干态 a5b4 湿态 a5b4 酒精 a5b4

	耐污染性	汽油：无污染 水：无污染	汽油：无污染 水：无污染	汽油：无污染 水：无污染	汽油：无污染 水：无污染
环保性能	气味（级）	2.3	2.4	2.6	3
	VOC (mg/kg)	甲醛:0.44 乙醛:0.06 丙烯醛:ND 苯系:ND	甲醛:0.51 乙醛:0.10 丙烯醛:ND 苯系:ND	甲醛:0.77 乙醛:0.13 丙烯醛:0.22 苯系:ND	甲醛:0.10 乙醛:0.96 丙烯醛:0.06 苯系:ND
	雾化（%）	92.5%	93.7%	94.6%	93.8%
	阻燃（mm/min）	A-0	A-0	A-0	A-0

来源：《皮革材料在汽车座椅上的应用》，莫尼塔研究

**超纤革产品可分为绒面超纤和光面超纤，绒面超纤为主打产品。**绒面超纤具有类麂皮质感，凭借其真皮相媲美的出色性能以及较真皮具有更丰富的色彩表现，受到众多高端及豪华车型的青睐，其工艺也相对复杂，价格相对较高；光面超纤则有所不同，其具有皮革的纹理效果，质感上与绒面超纤有较大的差距，其工艺也相对简单，价格相对较低，略低于真皮，在性价比层面难以对真皮形成替代关系，多用于中低端车型。从内饰使用面积来看，座椅超纤革使用面积最大在 7.5-11.3 平方米；其次为顶棚，剔除天窗面积后的实际使用面积在 2.5-3.8 平方米；其他内饰实际超纤使用面积合计约 3.8 平方米。由于超纤革产品更加规则，相较于真皮其材料利用率更高，约在 75%-80%，因此在汽车内饰上的实际使用面积相对真皮内饰也会有所减少。

图表 20：绒面超纤特性出色

	特性	图示
绒面超纤	类麂皮效果 价格相对较高 高端以上车型为主	
光面超纤	皮革纹理效果 价格相对较低 中低端车型为主	

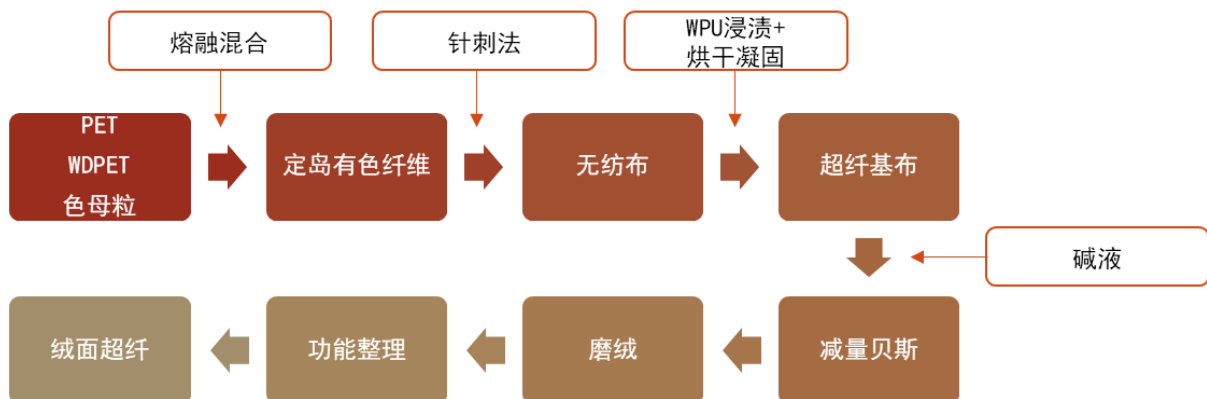
来源：公开资料整理，莫尼塔研究

图表 21：汽车超纤革内饰分区域使用面积

单位：平方米		实际面积	天窗面积	材料利用率	超纤面积
立柱、中控台、方向盘、门板		3		80%	3.75
座椅头枕	5 座	6		80%	7.5
	6/7 座	9		80%	11.25
顶棚	轿车	4	2	80%	2.5
	SUV	5	2	80%	3.75

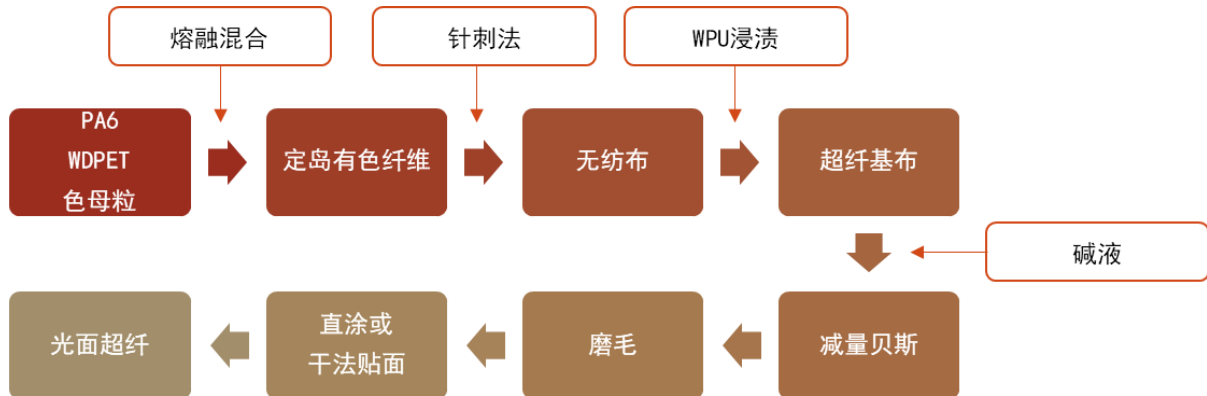
来源：公开资料整理，莫尼塔研究

图表 22：绒面超纤工艺相对复杂且价格相对更高



来源：公司调研，莫尼塔研究

图表 23：光面超纤工艺相对简单且价格相对更低



来源：公司调研，莫尼塔研究

公司为汽车超纤革内饰细分赛道竞争格局极佳。与真皮类似，国内汽车超纤革内饰行业由外资把控，国内自主品牌处于刚起步阶段，市场占有率极低，自主替代空间充分。日本东丽与意大利 Alcantara 是公司的主要竞争对手，其中日本东丽的奥司维（Ultrasuede）以及意大利欧缔兰（Alcantara，产品与公司同名）凭借其堪比高级麂皮的质感，耐久耐磨的特性，色彩及设计的高级程度，被广泛用于跑车及高性能车的汽车内饰。公司超纤革产品于 2021 年开始量产，现已为奥迪、迈腾、问界等车型供货，后续市场空间广阔。

图表 24：外资在国内绒面超纤汽车内饰市场占据垄断地位

	代表产品	产品描述	代表车型	市占率情况
日本东丽	奥司维 Ultrasuede	产品具有堪比高级麂皮的质感与触感、高透气性、阻燃、耐光照、高耐磨等特性，适用于家居设计、汽车、舰船以及飞机内部装饰，凭借其近百种的丰富色彩，也是时装、配饰、鞋类、工业用料、随身设备等领域的理想材料	雷克萨斯 LS、IS-F 系列 讴歌 RDX/ILX 英菲尼迪 QX80、QX50 法拉利 488 蔚来 ES8、ES6、EC6	两家公司垄断了国内汽车绒面超纤内饰细分市场，市占率在 95%+
意大利 Alcantara	欧缔兰 Alcantara	100%意大利制造，具有耐用、防刮、经久不褪色、透气、不易变形、轻巧、耐热耐寒、易保养等优良特性	兰博基尼、迈凯伦等超跑车型 BMW 7 系/M3/M4 Coupe 红旗 H9+/HS5/HS5 Red Power 等 领克 03+、WEY 摩卡、智己 L7 非凡 ER6、名爵 MG6 X POWER	

来源：产品官网，莫尼塔研究

## （二）绒面超纤特性出众，国产替代前景广阔

公司在汽车超纤革内饰具备价格优势及环保优势。1) 从价格层面来看，公司绒面超纤产品较外资企业更具有性价比优势。市场中，外资绒面超纤产品价格一般在 200-300 元区间，公司的水性绒面超纤产品价格一般在 100-200 元区间，明显低于竞争对手。2) 从环保特性来看，由于外资采用油性工艺，使用 DMF（N,N-二甲基甲酰胺）作为有机溶剂，其是一种有毒有害物质，对环境污染程度较大。公司则采用水性工艺路线，用水作为溶剂，不仅生产过程中不含有有毒有害物质，其最终产品无毒无害。

公司汽车超纤革内饰定位国产替代。国内汽车超纤革内饰尚处于起步阶段，中高端车型所使用的超纤面料几乎均来自于日本东丽和意大利 Alcantara 这两家公司。公司凭借多年的潜心研究，研制出水性超纤产品，打破外资企业的垄断市场格局。相较于外资的油性超纤产品，水性超纤在生产过程中不使用甲苯、DMF 等有机溶剂，亦无其他挥发性溶剂的过程污染，具备低雾化，低 VOC，低气味的环保特点。产品品质与外资超纤产品近乎相同，且在价格上更具有竞争力。公司汽车超纤革内饰的国产替代之路正加快脚步。

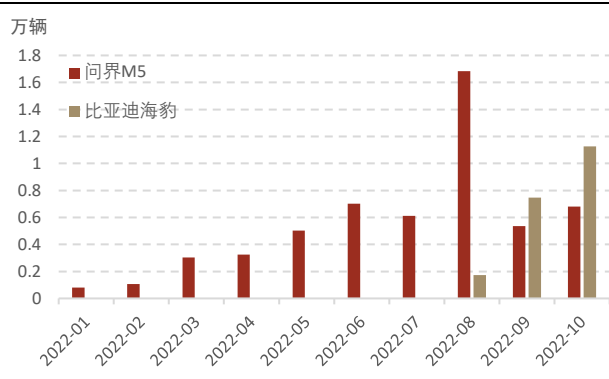
公司绒面超纤产品覆盖多款中高端车型。传统客户中，公司覆盖迈腾、奥迪 A6、奥迪 Q3 等车型，新客户中，公司为问界 M5/M7、比亚迪海豹等车型配套。从使用面积来看，迈腾平均单车使用面积最高，在 6.1 平方米，其次为问界 M5，在 4.75 平方米；从销量来看，传统车型销量相对较高，但逐年呈现下降趋势，新客户车型销量暂时较低，但未来或呈现走高的趋势。

图表 25：绒面超纤内饰单车价值量

车型	单车使用面积（平）	ASP（元）
问界M5	4.75	712.5
问界M7	3.75	562.5
比亚迪海豹	1	150
迈腾	6.11	916.9
奥迪A6	2.5	375
奥迪Q3	2.5	375

来源：公开资料整理，莫尼塔研究

图表 26：绒面超纤适配新车型销量逐月走高



来源：乘联会，莫尼塔研究

公司汽车超纤革内饰营收增量空间广阔，市占率有望快速提升。我们认为 20-50 万元车型为绒面超纤革内饰消费主力价格区间，假定材料利用率在 80%，选配率稳定在 60%，单位价格稳定在 150 元。经过测算 2022-2024 年，我国汽车绒面超纤内饰市场空间分别为 57.0/63.5/69.7 亿元，公司市占率在 2.5%/6.4%/10.0%。公司市占率快速上行，主要原因在于公司产品具备高性价比及环保特性，新旧客户切换汽车绒面超纤内饰意愿强烈。

图表 27：预计 2024 年国内汽车绒面超纤内饰市场空间在 69.7 亿元

	2021	2022E	2023E	2024E
全国乘用车销量（万辆）	2148	2300	2395	2549
销量增速	6.5%	7.0%	4.1%	6.4%
20-50 万车型销量占比	24.7%	29%	31%	32%
装配率	60%	60%	60%	60%
单车使用面积（平方米）	9.5	9.5	9.5	9.5
绒面超纤内饰价格（元/平方米）	150	150	150	150
绒面超纤内饰市场空间（亿元）	45.4	57.0	63.5	69.7
公司市占率	1.1%	1.8%	6.4%	10.1%

来源：公开资料整理，莫尼塔研究

图表 28：绒面超纤广泛应用于高端新能源车型汽车内饰

	版本	顶棚	座椅+头枕	方向盘	中控台	门板	扶手
蔚来	ET5	织物 (超纤绒)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)
	ET7	超纤绒	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)
	ET7 首发版	超纤绒	Nappa	Nappa	Nappa	Nappa	Nappa
	22 款 ES8	织物 (超纤绒)	真皮 (Nappa)	真皮	真皮 (Nappa)	真皮 (Nappa)	真皮 (Nappa)
	ES8 签名版/ 领航版	超纤绒	Nappa	真皮	Nappa	Nappa	Nappa
	领航版	超纤绒	Nappa	真皮	Nappa	Nappa	Nappa
	ES7	超纤绒	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)
	ES7 首发版	超纤绒	Nappa	Nappa	Nappa	Nappa	Nappa
	ES6 全版本	织物 (超纤绒)	Haptex (Nappa)	真皮	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)
	EC6 全版本	超纤绒	Haptex (Nappa)	真皮	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)	Haptex (Nappa)
理想	L8 Pro/Max	织物	Nappa	Nappa	皮革	皮革	皮革
	L9 Max	织物	Nappa	Nappa	皮革	皮革	皮革
	L7 Pro/Max	织物	Nappa	Nappa	皮革	皮革	皮革
	ONE	织物	Nappa	Nappa	皮革	皮革	皮革
小鹏	G9 570Plus		仿皮	真皮			
	G9 其他		Nappa	真皮			
	G3i	织物 (超纤绒)	皮革 (Nappa)	Nappa			
	P5	织物	皮革 (Nappa)	Nappa			
问界	P7		真皮 (Nappa)				
	M5 EV		超纤+PVC (真皮)+PVC	Nappa			
	M5 增程式		Nappa+PVC	Nappa			
极氪	M7		Nappa+PVC	Nappa			
	极氪 01 WE	超纤绒	Nappa	Nappa	皮革 (Alcantara)	皮革 (Alcantara)	皮革 (Alcantara)
	极氪 01 ME/YOU	超纤绒	Nappa	Nappa	Alcantara	Alcantara	Alcantara
阿维塔	极氪 09 WE/ME	Ultrasuede	Nappa	Nappa	Ultrasuede	Ultrasuede	Ultrasuede
	11 长续航 双电机	织物 (超纤绒)	超纤绒 (Nappa)	超纤绒 (Nappa)			
	11 奢享版	织物 (超纤绒)	Nappa	Nappa			

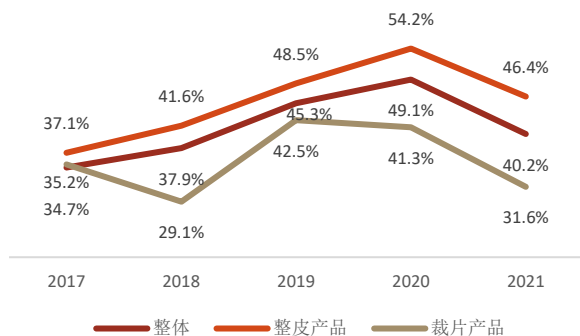
来源：产品官网，莫尼塔研究；注：括号内为选配

## 四、成本下探叠加规模效应，盈利弹性可期

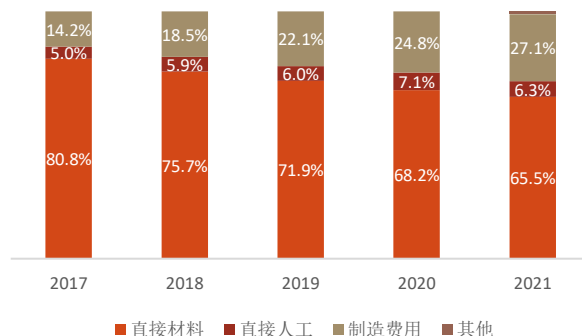
### （一）原材料成本波动驱动公司盈利能力变化

2017-2020 年公司毛利率持续提升，2021 年则有所下滑。2017-2020 年，公司整体毛利率由 35.2% 升至 49.1%，由于公司营业成本中直接材料成本占比约 70%，受益于原皮价格持续下行，营收占比近八成的整皮产品毛利率持续上行，推动公司整体毛利率上行。2021 年公司整体毛利率下滑至 40.2%，主要系原皮价格上涨，公司委外加工，制造费用成本占比上升所致。总的来看，公司整体毛利率走势与原皮价格变动相关性较高。

图表 29：整皮产品毛利率最高



图表 30：公司直接材料费用占比逐年下降



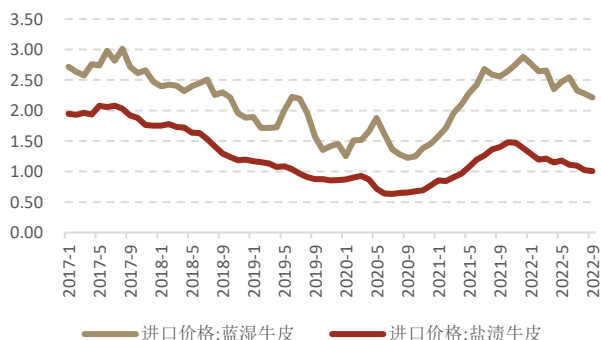
来源：Wind，莫尼塔研究

来源：公司招股书及年报，莫尼塔研究

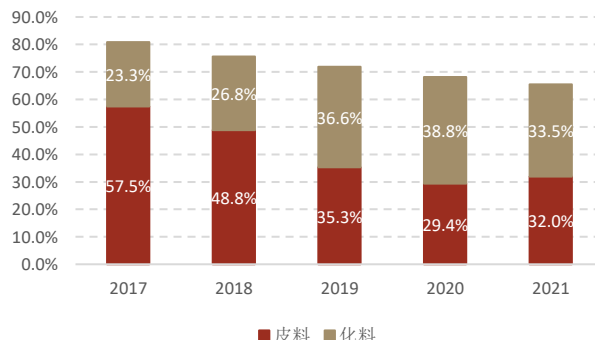
### （二）原皮成本下行，真皮业务盈利显著改善

原皮价格下降推动公司皮料成本占比下行。2017-2020 年，盐渍牛皮和蓝湿牛皮价格整体稳步下降，与之对应，公司直接材料成本中皮料占营收成本的比例由 2017 年的 57.5% 下降至 2020 年的 29.4%。2021 年，原皮价格快速上涨，公司采购价格同步上升，皮料营收成本占比升至 32%。化料方面，尽管化料成本占比有逐年扩大的趋势，但其绝对价格较为稳定。2018-2021 年单位价格在 3.5-3.7 万元/平方英尺，这说明化料成本占比主要受皮料成本价格变动的影响。综合来看，皮料采购成本变动是公司真皮业务毛利率变动的关键性因素。

图表 31：原皮价格波动较大（单位：美元/千克）



图表 32：皮料成本主导直接成本



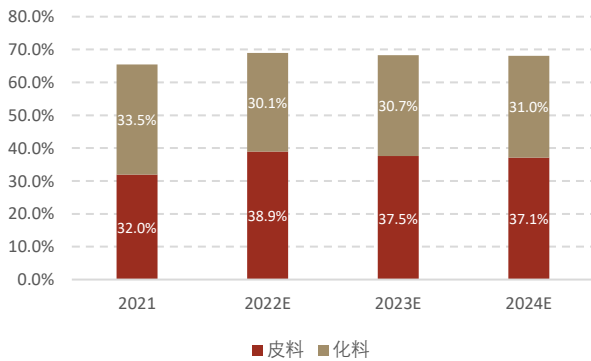
来源：Wind，莫尼塔研究

来源：公司招股书及年报，莫尼塔研究



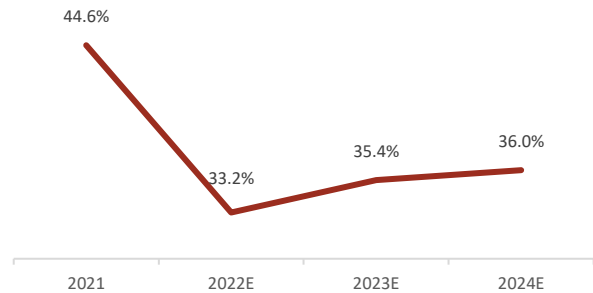
预计 2022-2024 年真皮业务毛率先降后升，恢复至 40%以上。我们假定 2023 年起皮料采购价格基本保持稳定，下探空间不大；由于公司在 2021 年在原皮价格相对高位进行采购，并在 2022 年以去库存为主，皮料价格虽然下降但其占比不高，皮料单位成本下降程度有限；2023 年，高价位皮料去库存完毕，新皮料价格将显著降低单位成本；2024 年全年皮料平均成本与现货价格保持一致，我们将看到真皮业务毛率先降后升，预计 2024 年毛利率水平回升至 36.04%。

图表 33：2022-2024 年皮料成本占比逐渐减少



来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 34：2022 年公司真皮业务毛利率触底反弹

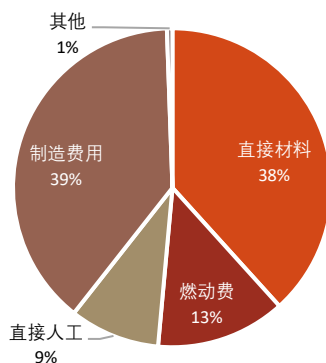


来源：公司年报，莫尼塔研究

### （三）规模效应提升推动超纤革产品盈利释放

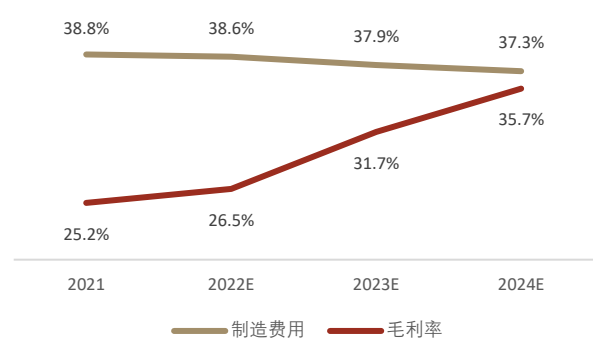
规模效应提升推动制造费用成本占比下行。2021 年，公司超纤革业务首次量产，年销售量在 36.16 万平方米，设计产能在 200 万平方米。水性超纤二期“年产 800 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”，在有序推进，预计 2025 年公司超纤革产能将升至 1000 万平方米。随着新客户需求的快速提升，公司超纤革业务实际产能也将快速爬坡。随着规模效应逐步释放，单位面积制造费用中的固定资产的折旧与摊销费用将随之下降，带动制造费用占比同步下行，毛利率同步上行。

图表 35：制造费用主导公司超纤革产品成本



来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 36：制造费用下行推动超纤革产品毛利率上行



来源：公司年报，莫尼塔研究

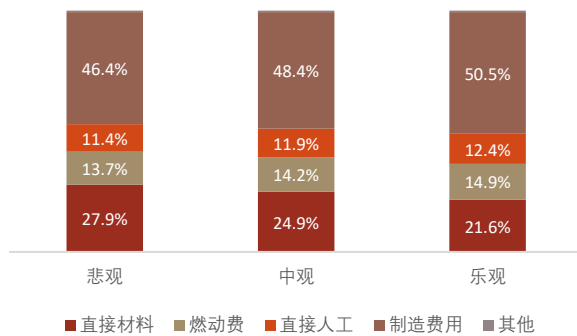
预计 2022-2024 年超纤革业务毛利率稳步上升至 30-35%。我们基于 2021 年的超纤革成本构成进行测算，并假定除制造费用外，其余包括直接材料、燃动费在内等单位成本相对稳定，制造费用受益于规模效应的释放给予 0.5%-2.0%的降幅，我们将看到超纤革业务毛利率的稳步上行，预计 2022-2024 年毛利率水平分别为 26.5%、31.7%、35.7%。

#### （四）化料自主建厂，盈利能力有望再上新台阶

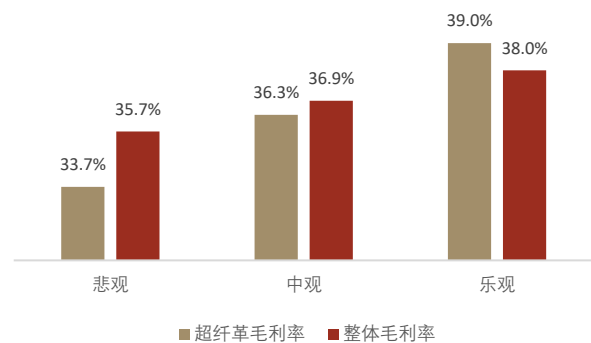
公司持续研发超纤原材料，或将新建化料厂自主生产。一方面，公司自主研发水性超纤革产品，色母粒、聚氨酯等核心原材料向外界采购存在质量不稳定且理化指标不完全匹配的风险。超纤革原材料自主生产将从原材料端把控产品品质，并能够与公司的研发新成果保持同步，最终更好地服务于产品特性的提升，巩固公司在水性超纤革产品的领先优势。另一方面，自主生产超纤革原料将显著降低公司的直接材料成本，进而提升公司整体的毛/净利率水平。

自主生产核心原材料或将提升公司整体毛利率 2.8-5.0pct。我们假设在悲观、中观、乐观情境下，自主生产超纤革原材料将分别降低超纤革业务直接成本 30%/40%/50%，由于自主建厂，假设由此引发人工成本和制造成本分别提升 20%/15%。基于 2023 年超纤革成本构成测算，在悲观、中观、乐观情境下，超纤革业务毛利率较 2023 年将分别提升 2.0/4.6/7.3pct，整体业务毛利率较 2023 年将分别提升 2.8/3.9/5.0pct。

图表 37：中观情景直接材料占比下降至 25%



图表 38：中观情景整体业务毛利率提升 3.9pct



来源：莫尼塔研究

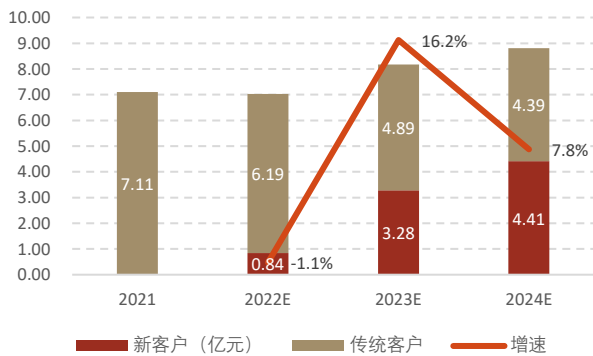
来源：莫尼塔研究

## 五、盈利预测

### （一）真皮业务稳定增长，超纤革业务打开增量空间

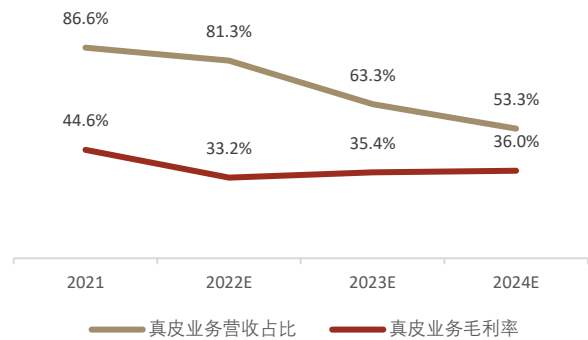
**假设 1：真皮业务增长稳定，内部结构风格切换。**一方面，传统客户如大众、奥迪等车型销量逐年下降，其真皮业务营收贡献同步萎缩。另一方面，新客户中，中高端新能源车型销量快速提升，单车价值量较传统客户显著提高。总体来看，新客户营收快速增长，接替传统用户营收空间，整体真皮业务营收呈现稳中有升的趋势。预计 2022-2024 年公司真皮业务营收分别为 7.03、8.17、8.81 亿元，毛利率为 33.2%、35.4%、36.0%。

图表 39：2022-2024 年公司真皮业务稳定增长



来源：公司年报，莫尼塔研究

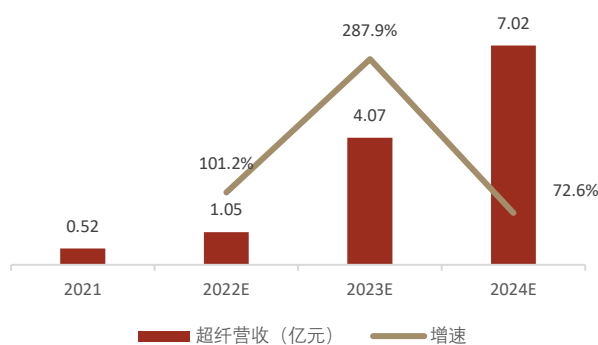
图表 40：2022-2024 年真皮业务毛利率稳步上行



来源：公司年报，莫尼塔研究

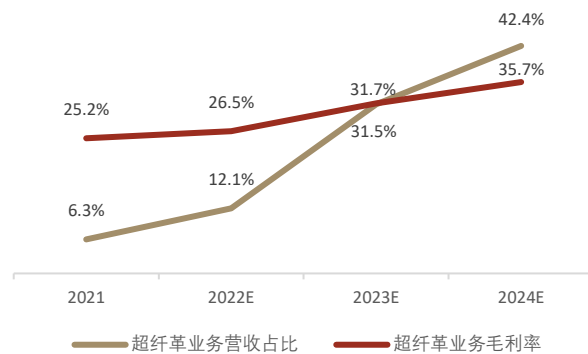
**假设 2：超纤革业务国产替代，打开成长空间。**公司超纤革业务分为绒面超纤和光面超纤，其中绒面超纤凭借其单价高、理化特性好等优势，成为公司重点发展业务。从客户来看，传统客户逐步采用公司绒面超纤产品，公司已配套迈腾、奥迪 A6、奥迪 Q3 等多款车型；新能源车型如问界 M5/M7，比亚迪海豹也已采用此产品，未来凭借绒面超纤的高性价比及环保特性，将为公司带来更多业务增量，国产替代逻辑明确。预计 2022-2024 年公司超纤革业务营收分别为 1.05、4.07、7.02 亿元，毛利率为 26.5%、31.7%、35.7%。

图表 41：2022-2024 年公司超纤革业务快速增长



来源：公司年报，莫尼塔研究

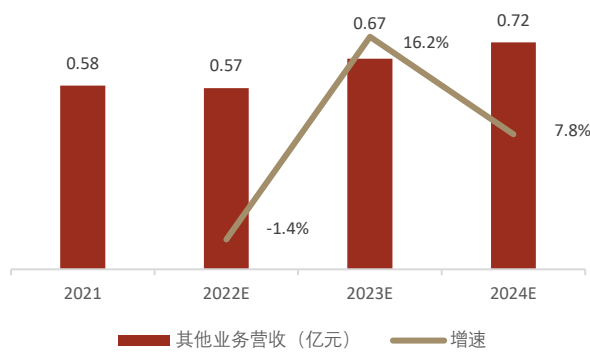
图表 42：2022-2024 年公司超纤革业务毛利率持续提升



来源：公司年报，莫尼塔研究

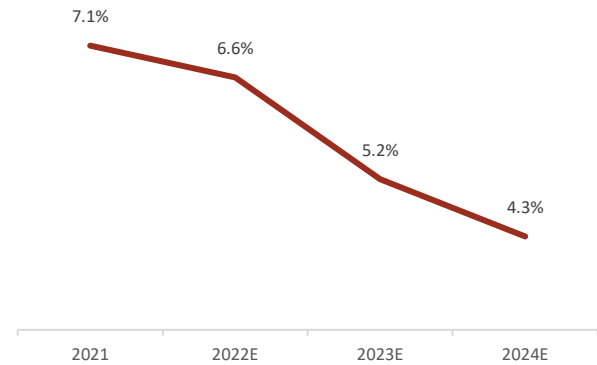
**假设 3：其余业务基本稳定。**公司其余业务主要包括副产品销售、半成品销售、材料销售、废品销售等。其中，副产品主要包含皮边以及削匀末等，主要产生于毛皮工序；半成品销售收入主要为二层灰皮和二层蓝皮的销售，公司在满足内部生产需求后，将多余的部分对外出售；材料销售收入主要来自于全厚度蓝皮的销售；而废品销售自 2018 年基本保持稳定。总的来看，其余业务与真皮业务走势基本一致。预计 2022-2024 年公司其余业务营收分别为 0.57、0.67、0.72 亿元。

图表 43：2022-2024 年公司其余业务营收基本稳定



来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 44：2022-2024 年公司其余业务营收占比逐年下滑

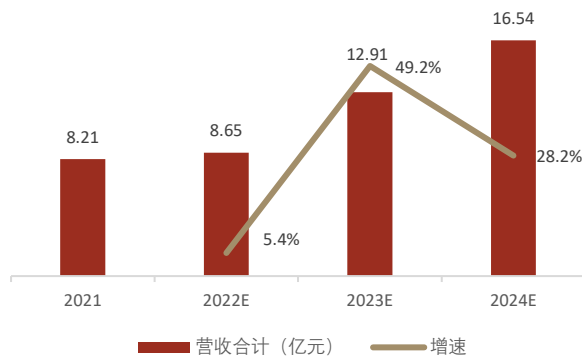


来源：公司年报，莫尼塔研究

## (二) 盈利预测与结论

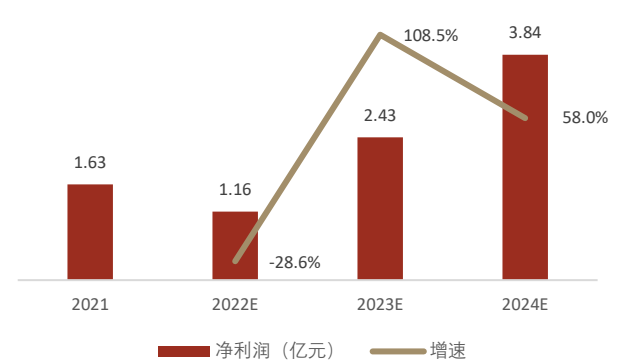
**2022 年公司营收约 8.7 亿元，2024 年营收或将突破 16 亿。**2022-2024 年公司营收规模分别为 8.7、12.9、16.5 亿元，增长率分别为 5.4%、49.2%、28.2%。2022-2024 年公司净利润规模分别为 1.16、2.43、3.84 亿元，增长率分别为-28.6%、108.5%、58.0%。

图表 45：2023-2024 年公司营收 CAGR 为 38.3%



来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 46：2023-2024 年公司净利润 CAGR 为 81.9%



来源：公司年报，莫尼塔研究

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

### 上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

### 纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询: [sales.list@cebm.com.cn](mailto:sales.list@cebm.com.cn)