

2023年04月23日
明新旭腾 (605068.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

汽车零部件 III

短期业绩承压，超纤业务加速放量

事件：4月20日，公司发布2022年年报 & 2023年一季报，2022年实现营收8.56亿元，同比增长4.24%；实现归母净利润1亿元，同比下降38.63%；实现扣非归母净利润0.04亿元，同比下降97.67%。2023Q1公司实现营收1.49亿元，同比增加10.38%；归母净利润亏损0.06亿元。

2022年收入稳健增长，超纤业务表现亮眼：

真皮业务承压，新业务高速增长。公司2022年营收略有增长，主要来自于新材料的快速放量，2022年公司实现新材料营收1.54亿元，同比增长196%，其中绒面超纤/超纤革/PU分别实现营收1.23/0.25/0.06亿元。2022年公司真皮业务实现营收6.21亿元，同比下降12.65%，主要原因是公司核心客户一汽大众部分车型内饰材料减配，从真皮逐步切换至超纤革/PU/PVC等人造革。

低毛利产品放量，公司盈利能力下滑。2022年公司实现综合毛利率32.49%，同比下降7.72 pct；实现净利率11.66%，同比减少8.21 pct。公司2022年盈利能力下滑的主要原因是低毛利率产品的放量，公司裁片/绒面超纤/超纤革/PU的毛利率分别为9.69%/33.26%/1.19%/-39.41%，低于公司汽车真皮整皮业务41.44%的毛利率（同比21年下降4.91 pct，主要原因是库存价格较高）。此外，公司2022年转回预计负债0.91亿元（主要在第三、四季度），增厚了公司的毛利率，各季度毛利率分别为27.96%/22.78%/38.01%/34.41%。

研发投入持续增加。公司2022年销售/管理/研发/财务费用率分别为1.68%/6.61%/11.62%/0.44%，分别同比+0.35/0.05/1.13/2.74 pct，合计+4.27 pct。其中研发费用增加是由于开发新材料、推进核心化料的自制，财务费用增加是由于计提可转债利息。

新业务快速放量，2022Q4营收高速增长。2022Q4公司实现营收3.22亿元，同比增长30.56%，我们认为公司营收高速增长的主要原因是新业务的快速放量，奥迪、问界、捷途、哪吒等客户超纤绒项目陆续进入量产爬坡阶段（资料来源：上证e互动），2022H2公司超纤业务实现约1.2亿营收，占比总营收约21%（2022H1公司超纤业务营收约0.3亿元，占比总营收约10%，资料来源：上证路演、公司年报）。2022Q4公司实现综合毛利率34.41%，同比增加3.96 pct，我们认为公司毛利率增长主要是部分预计负债的转回。

2023Q1营收稳步增长，盈利能力有所承压：

真皮业务承压，新业务持续增长。公司目前真皮业务的主要客户还是大众、奥迪、通用等合资主机厂，受价格战影响，公司2023Q1真皮业务主要配套的车型销量表现一般，其中奥迪Q3/朗逸/昂科威的销量分别同比下滑34%/47%/19%。我们预计：1) 真皮业务销售收入同比下滑；2) 超纤业务收入占比进一步提高。

真皮产能利用率低叠加低毛利产品放量，公司盈利能力下滑。2023Q1公司实现综合毛利率21.04%，同比下降6.92 pct；实现净利率-3.82%，同比下

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

30元

股价 (2023-04-21)

22.04元

交易数据

总市值(百万元)	3,586.78
流通市值(百万元)	1,160.17
总股本(百万股)	162.74
流通股本(百万股)	52.64
12个月价格区间	16.7/34.14元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-24.6	-25.3	7.6
绝对收益	-23.4	-28.8	8.5

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

相关报告

业绩迎拐点，增持显信心	2022-03-14
内饰材料龙头，迎全新机遇	2022-07-22
3季度业绩好于预期，业绩拐点确立	2022-10-27

降 16.39 pct。2023Q1 公司盈利能力大幅下滑，我们预计主要是：1) 真皮业务产能利用率不高带来负规模效应；2) 裁片/绒面超纤/超纤革/PU 等低毛利产品的放量。

目 转型内饰材料综合解决方案供应商，公司未来有望保持高速增长：

我们认为，三大核心因素将驱动公司未来业绩高增长：1) **真皮业务客户结构的优化，以及原材料价格的回落**。公司真皮业务的传统客户包括大众、奥迪、通用等合资主机厂，近几年公司积极拓展自主品牌客户，已实现小鹏、哪吒、阿维塔等客户的配套供货（资料来源：上证 e 互动）。真皮原材料价格自 2022 年以来逐步回落，截止 2023 年 2 月，盐渍牛皮和蓝湿牛皮的进口价格相比于 2021 年的最高点分别已回落 32%和 45%（资料来源：wind），公司真皮业务的盈利能力有望逐步恢复。

2) **绒面超纤空间大、格局优，项目拓展极其顺利**。目前绒面超纤已逐步搭载于 10-20 万左右的主流车型，如海豚、海豹等。行业主要参与者是日本东丽、Alcantara，以及明新旭腾，并且公司具备环保、价格、本土化供应等优势。目前公司已实现配套大众、奥迪、阿维塔、问界、捷途等多家主机厂（资料来源：上证 e 互动）。公司积极推动绒面超纤核心化料的自制，目前已实现色母粒、丙烯酸等化料的自制，未来有望进一步实现核心化料水性聚氨酯的自制，盈利能力有望持续提高。

3) **逐步拓展其他内饰材料，转型内饰材料综合解决方案供应商**。公司目前已成功研发并实现贴面超纤、PU、PVC 等材料的量产，补齐在中低端产品的空缺，并且积极布局硅胶革等新材料的前沿研发。并且超纤、PU 和 PVC 的部分核心化料如水性聚氨酯等可以实现通用，从而可以实现规模效应、有效降低成本。

目 **投资建议**：我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 1.5、2.5 和 4.1 亿元（下调主要是因为行业竞争激烈、销量同比下滑，以及一季度业绩比我们预期要低），对应当前市值，PE 分别为 24.4、14.7 和 8.8 倍，维持“买入-A”评级，给予 2023 年 33 倍 PE，6 个月目标价 30 元/股。

目 **风险提示**：原材料采购成本波动风险，产品价格下降风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	8.2	8.6	12.5	17.9	24.6
净利润	1.6	1.0	1.5	2.4	4.1
每股收益(元)	1.00	0.62	0.90	1.50	2.51
每股净资产(元)	10.73	11.78	13.19	15.06	18.66

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	22.0	35.8	24.4	14.7	8.8
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.2
净利润率	19.9%	11.7%	11.8%	13.7%	16.5%
净资产收益率	9.4%	5.2%	6.9%	10.0%	13.4%
股息收益率	1.4%	0.0%	1.2%	1.4%	1.9%
ROIC	16.6%	9.9%	12.1%	17.1%	23.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8.2	8.6	12.5	17.9	24.6	成长性					
减:营业成本	4.9	5.8	8.2	11.4	15.4	营业收入增长率	1.6%	4.2%	46.4%	42.7%	37.9%
营业税费	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	营业利润增长率	-26.6%	-40.8%	45.3%	65.6%	67.0%
销售费用	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	净利润增长率	-25.9%	-38.6%	46.9%	65.7%	67.1%
管理费用	0.5	0.6	0.8	1.1	1.6	EBITDA 增长率	-27.6%	-29.4%	50.9%	59.3%	50.8%
研发费用	0.9	1.0	1.4	1.9	2.3	EBIT 增长率	-33.8%	-40.2%	64.8%	69.2%	57.6%
财务费用	-0.2	-	0.2	0.4	0.4	NOPLAT 增长率	-30.7%	-30.7%	57.5%	69.2%	57.6%
资产减值损失	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	投资资本增长率	16.0%	29.2%	19.4%	15.6%	21.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	3.3%	8.7%	12.0%	14.1%	23.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	1.9	1.1	1.6	2.7	4.5	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	-	-	-	-	毛利率	40.2%	32.5%	34.4%	36.1%	37.4%
利润总额	1.8	1.1	1.6	2.7	4.5	营业利润率	22.9%	13.0%	12.9%	15.0%	18.1%
减:所得税	0.2	0.1	0.1	0.2	0.4	净利润率	19.9%	11.7%	11.8%	13.7%	16.5%
净利润	1.6	1.0	1.5	2.4	4.1	EBITDA/营业收入	27.0%	18.3%	18.8%	21.0%	23.0%
						EBIT/营业收入	22.4%	12.8%	14.5%	17.1%	19.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	130	169	145	117	93
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	272	311	241	199	178
货币资金	8.3	9.1	12.5	13.4	16.0	流动资产周转天数	750	871	723	598	522
交易性金融资产	-	2.5	1.0	1.2	1.6	应收帐款周转天数	124	158	130	100	90
应收帐款	3.2	4.3	4.7	5.2	7.1	存货周转天数	213	251	203	192	181
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,053	1,258	1,024	831	707
预付帐款	-	-	0.1	0.1	0.1	投资资本周转天数	430	508	429	353	304
存货	5.6	6.3	7.9	11.2	13.7						
其他流动资产	1.2	0.7	1.1	1.0	0.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.4%	5.2%	6.9%	10.0%	13.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	3.0%	3.8%	5.5%	7.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	16.6%	9.9%	12.1%	17.1%	23.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3.4	4.6	5.5	6.1	6.7	销售费用率	1.3%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
在建工程	1.5	1.8	2.0	2.2	2.4	管理费用率	6.6%	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%
无形资产	1.1	1.5	1.7	1.9	2.1	研发费用率	10.5%	11.6%	11.5%	10.5%	9.5%
其他非流动资产	2.4	2.2	1.7	2.1	1.9	财务费用率	-2.3%	0.4%	1.6%	2.2%	1.5%
资产总额	26.7	33.1	38.2	44.3	52.5	四费/营业收入	16.1%	20.3%	21.2%	20.7%	18.8%
短期债务	3.5	2.4	7.7	8.0	8.2	偿债能力					
应付帐款	1.9	2.1	3.5	4.1	5.8	资产负债率	34.0%	42.1%	43.8%	44.7%	42.2%
应付票据	0.7	1.2	0.9	2.3	2.1	负债权益比	51.4%	72.6%	77.8%	80.8%	73.1%
其他流动负债	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	流动比率	2.78	3.77	2.19	2.17	2.39
长期借款	-	0.6	0.6	0.6	0.6	速动比率	1.92	2.74	1.56	1.41	1.56
其他非流动负债	2.4	7.2	3.6	4.4	5.1	利息保障倍数	-9.73	28.98	9.23	7.84	13.33
负债总额	9.1	13.9	16.7	19.8	22.2	分红指标					
少数股东权益	0.2	-	-	-	-	DPS(元)	0.31	-	0.26	0.30	0.41
股本	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	分红比率	30.6%	0.0%	29.0%	19.9%	16.3%
留存收益	15.9	16.4	19.8	22.9	28.7	股息收益率	1.4%	0.0%	1.2%	1.4%	1.9%
股东权益	17.6	19.2	21.5	24.5	30.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.00	0.62	0.90	1.50	2.51
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	10.73	11.78	13.19	15.06	18.66
净利润	1.6	1.0	1.5	2.4	4.1	PE(X)	22.0	35.8	24.4	14.7	8.8
加:折旧和摊销	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	PB(X)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.2
资产减值准备	0.2	0.1	-	-	-	P/FCF	10.3	13.7	59.0	46.0	32.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	4.4	4.2	2.9	2.0	1.5
财务费用	0.1	0.4	0.2	0.4	0.4	EV/EBITDA	24.1	28.0	13.0	8.0	5.0
投资收益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	14.3%	59.7%	-12.7%	14.3%	59.7%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	1.5	0.6	-1.9	1.0	0.1
营运资金的变动	-1.7	-1.0	-1.0	-1.8	-2.9	ROIC/WACC	1.6	1.0	1.2	1.7	2.3
经营活动产生现金流量	0.6	0.8	1.2	1.8	2.4	REP	3.1	3.3	1.6	0.9	0.5
投资活动产生现金流量	-2.8	-4.4	-0.2	-2.0	-2.2						
融资活动产生现金流量	1.9	5.1	2.4	1.1	2.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034