



中信证券研究部



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001



尹欣驰
汽车分析师
S1010519040002

核心观点

公司是国内汽车皮革领先供应商，2019年市占率约为8%，主要通过麦格纳、延锋安道拓等全球龙头一级供应商配套一汽大众等优质客户。公司产品技术领先，深度配套一汽大众；且已获得上汽大众、上汽通用等客户的新车型订单，有望加速替代外资，同样实现深度渗透。我们预测公司2020/21/22年EPS为1.34/1.64/2.12元，给予2021年30倍PE的估值，对应目标价49.2元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 公司是国内汽车皮革领先供应商。公司是国内领先的汽车皮革供应商，产品主要应用于中高端汽车的座椅、扶手、头枕、方向盘和门板等汽车内饰件的外表包覆。2019年，公司实现营收6.58亿元，同比+15.4%；实现归母净利润1.79亿元，同比+65.7%。2016-2019年，公司营业收入增长40.2%，4年CAGR为11.9%；归母净利润增长223.4%，四年CAGR为47.6%。2019年，公司整皮产品收入占总营收的比重为82%，裁片产品占比为13%。公司主要客户为安道拓、奥托立夫、格拉默、麦格纳等全球内饰和座椅龙头，终端客户为大众、PSA和克莱斯勒等。

■ 国内汽车皮革行业规模约为70亿元，自主品牌提升空间大。根据我们测算，2019年全球汽车皮革行业规模约为260亿元；国内行业规模约为70亿元，预计2025年可达100亿，6年CAGR约为6%。行业当前外资供应商占据主导地位，主要为德国柏德、美国鹰革和日本美多绿等全球龙头，其中柏德在国内市场份额约为18%，美多绿约为10%。随着消费者对汽车内饰的要求不断提升，未来汽车皮革单价、用量有望持续提升。汽车皮革属于人力密集型与重污染行业，海外供应商在成本端有天然劣势，国内规模较小的公司产品技术、生产工艺普遍落后，达不到智能环保生产要求，国内领先的优秀企业份额有望加速提升。

■ 注重研发投入，成本控制优秀。公司注重研发，由总经理庄君新亲自担任研发中心主任，不断推进新产品和新工艺的开发，近3年研发费用占营收比例为5.9%/7.2%/6.4%，显著高于行业水平。公司在无铬鞣汽车革成品和绿色制革工艺上优势显著，目前已拥有专利70项。同时，公司经营管理优秀，2019年公司毛利率为45.3%，净利率为27.2%，大幅高于行业平均水平；剔除原材料采购价格下降和折旧摊销因素，公司经营水平非常稳定。我们认为，公司通过优秀的成本控制能力有望实现市场份额的快速提升。

■ 产品持续升级，客户不断拓展。2017-2019年，公司裁片产品从17.7元提升至22.4元，整批产品从17.6元提升至19.11元。单价提升的主要原因为下游客户皮革要求提升，以及公司配套中高端车型产品比例提升，如2018年以来开始配套一汽大众探歌、探岳等中端车型以及奥迪Q3、Q5L等豪华车型。公司产品技术领先，成本优势显著，配套一汽大众的销售占比从2017年的65.7%上升至2020H1的87.3%，我们估算对其配套份额在40%以上。公司目前已获得上汽通用昂科威和上汽大众途观、辉昂、途昂、Lounge SUVe等新车型项目定点，未来有望实现对上汽通用和上汽大众的快速渗透。

| 明新旭腾 | 605068 |
|-----------|---------|
| 评级 | 买入（首次） |
| 当前价 | 41.10元 |
| 目标价 | 49.20元 |
| 总股本 | 166 百万股 |
| 流通股本 | 166 百万股 |
| 52周最高/最低价 | 47.58元 |
| 近1月绝对涨幅 | 40.72% |
| 近6月绝对涨幅 | 40.72% |
| 近12月绝对涨幅 | 40.72% |

- **风险因素：**国内汽车行业景气度不及预期；新客户拓展不及预期；原皮价格大幅上行；消费者对内饰偏好发生变化。
- **投资建议：**公司是国内汽车皮革领先供应商，2019 年市占率约为 8%，主要通过麦格纳、延锋安道拓等全球龙头一级供应商配套一汽大众等优质客户。公司产品技术领先，深度配套一汽大众；且已获得上汽大众、上汽通用等客户的新车型订单，有望加速替代外资，同样实现深度渗透。我们预测公司 2020/21/22 年 EPS 为 1.34/1.64/2.12 元，给予 2021 年 30 倍 PE 的估值，对应目标价 49.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

| 项目/年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业收入(百万元) | 570.36 | 658.13 | 813.30 | 964.58 | 1,209.36 |
| 营业收入增长率 | 3% | 15% | 24% | 19% | 25% |
| 净利润(百万元) | 108.11 | 179.32 | 222.18 | 272.62 | 352.29 |
| 净利润增长率 | 13% | 66% | 24% | 23% | 29% |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.87 | 1.44 | 1.34 | 1.64 | 2.12 |
| 毛利率% | 38% | 45% | 48% | 47% | 46% |
| 净资产收益率 ROE% | 24.89% | 29.22% | 12.36% | 13.17% | 14.54% |
| 每股净资产 (元) | 2.62 | 3.70 | 10.83 | 12.47 | 14.59 |
| PE | 47 | 29 | 31 | 25 | 19 |
| PB | 15.7 | 11.1 | 3.8 | 3.3 | 2.8 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 11 月 27 日收盘价

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 公司是国内汽车革行业的领先企业 | 1 |
| 优质汽车革生产商，业绩高速增长 | 1 |
| 配套全球主流一级供应商及主机厂，下游客户集中度高 | 2 |
| 汽车革行业规模大，自主品牌渗透率不断提升 | 3 |
| 国内汽车革行业规模有望超百亿，外资占据主导地位 | 3 |
| 行业成本敏感度提高，汽车革行业进入转型期 | 5 |
| 研发技术领先，成本控制优秀 | 6 |
| 公司注重研发，客户资源优质 | 6 |
| 公司经营优质，盈利能力强 | 7 |
| 产品持续升级，客户不断拓展 | 8 |
| 产品不断升级，客户结构持续向上 | 8 |
| 深度绑定一汽大众，客户不断拓展 | 9 |
| 风险因素 | 10 |
| 盈利预测和估值评级 | 10 |

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司产品及用途 | 1 |
| 图 2：2019 年公司各项业务占比 | 1 |
| 图 3：2016-2019 年公司营业收入及增速（单位：亿元） | 1 |
| 图 4：2016-2019 年公司归母净利润及增速（单位：亿元） | 1 |
| 图 5：明新旭腾股权结构 | 2 |
| 图 6：公司一级供应商客户 | 3 |
| 图 7：公司产品配套的整车厂客户 | 3 |
| 图 8：2020H1 公司前五大客户销售额结构（单位：亿元） | 3 |
| 图 9：2017-2020H1 公司前五大客户销售额占比 | 3 |
| 图 10：奥迪 Q3 内饰 | 4 |
| 图 11：一汽大众 Tayron 内饰 | 5 |
| 图 12：吉利博越内饰 | 5 |
| 图 13：明新旭腾工厂 | 5 |
| 图 14：公司研发投入占比较高 | 6 |
| 图 15：欧创中心 | 6 |
| 图 16：2017-2020H1 公司毛利率及净利率 | 7 |
| 图 17：2017-2020H1 公司折旧摊销占营业收入的比例 | 8 |
| 图 18：2017-2020H1 公司直接材料占营业收入的比例 | 8 |
| 图 19：公司前五大客户构成 | 9 |
| 图 20：公司产品单价逐步提升（单位：元/平方英尺） | 9 |
| 图 21：2019 年公司整皮产品主要配套车型 | 10 |
| 图 22：2019 年公司裁片产品主要配套车型 | 10 |
| 图 23：公司新增定点客户项目 | 10 |

表格目录

| | |
|------------------------------|----|
| 表 1：旭腾投资部分股东及其职务 | 2 |
| 表 2：国内汽车革行业规模测算（单位：亿元） | 4 |
| 表 3：国内汽车革行业生产商产能情况 | 4 |
| 表 4：公司前五大客户构成 | 8 |
| 表 5：公司营业收入预测（单位：亿元） | 11 |
| 表 6：可比公司估值情况 | 11 |
| 表 7：公司盈利预测和估值评级 | 11 |

公司是国内汽车革行业的领先企业

优质汽车革生产商，业绩高速增长

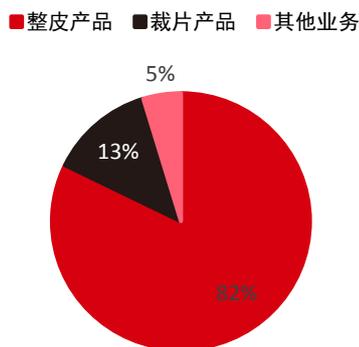
明新旭腾是国内汽车革行业的领先企业。公司是国内领先的汽车内饰真皮制造企业，产品主要应用于中高端汽车的汽车座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表盘、门板等汽车内饰件。2019年，公司整皮产品收入占总营收的比重为82%，裁片产品收入为13%，其中头层无铬鞣制品占两类产品销售额的比重分别为94.4%和82.1%，近三年其占比呈上升趋势。

图 1：公司产品及用途



资料来源：公司招股书

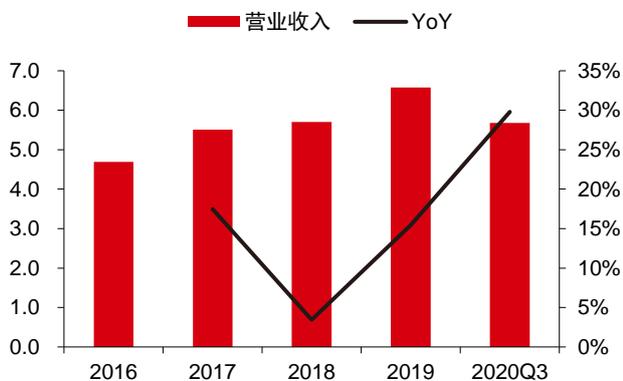
图 2：2019 年公司各项业务占比



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

公司营收、业绩均保持增长态势。2019年，公司实现营业收入6.58亿元，同比增长15.4%；实现归母净利润1.79亿元，同比增长65.7%。利润增速显著高于收入增速的主要原因是公司产品销售价格稳中有升，而主要原材料原皮采购价格呈现下降趋势，进而导致利润保持高速增长。2016年至2019年，公司营业收入增长40.2%，四年CAGR为11.9%；归母净利润增长223.4%，四年CAGR为47.6%。

图 3：2016-2019 年公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

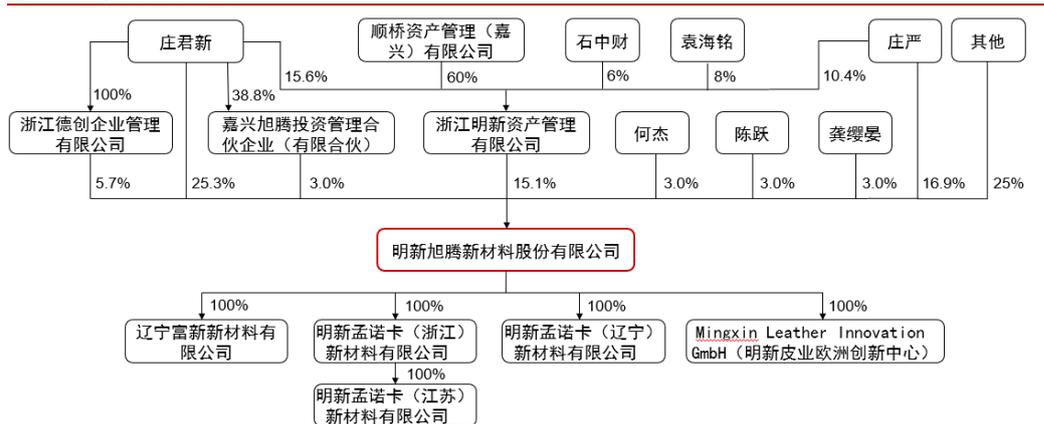
图 4：2016-2019 年公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

股权结构较为集中，逐步完善管理体系。公司控股股东、实际控制人为庄君新，合计持有 5734 万股，占总股本的 34.5%。关联自然人股东庄君新、庄严、余海洁合计持有 8844 万股，占总股本的 53.3%。庄君新为公司及其前身的第一大股东，长期担任董事长（执行董事）、总经理（经理）及法定代表人，在公司经营决策中发挥重要作用。公司现有 4 家控股子公司，其中明新皮业欧洲创新中心为设立在欧洲的研发中心，有利于公司进一步打开国际市场。

图 5：明新旭腾股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

建立员工持股平台，提升核心团队稳定性。2016 年，明新旭腾增资 2000 万元，旭腾投资认购 500 万股作为员工持股平台，现持股比例为 3%。旭腾投资股东均为企业员工，除董事长庄君新以外，还包括研发总监、财务总监、监事会主席等人。员工持股平台能形成有效激励，提升核心团队稳定性与积极性。

表 1：旭腾投资部分股东及其职务

| 合伙人 | 合伙人类别 | 认缴出资 (万元) | 实缴出资 (万元) | 出资比例 | 职务 |
|-----|-------|-----------|-----------|--------|---------------|
| 庄君新 | 普通合伙人 | 388 | 388 | 38.80% | 董事长、总经理 |
| 刘贤军 | 有限合伙人 | 108 | 108 | 10.80% | 董事、副总经理、研发部总监 |
| 余海洁 | 有限合伙人 | 100 | 100 | 10.00% | 董事 |
| 胥兴春 | 有限合伙人 | 62 | 62 | 6.20% | 董事、财务总监、董事会秘书 |
| 曹逸群 | 有限合伙人 | 32 | 32 | 3.20% | 监事会主席 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部

配套全球主流一级供应商及主机厂，下游客户集中度高

公司配套国内外主流一级供应商，客户资源优质。公司通过直接配套一级零部件供应商，实现对整车厂的供货。公司产品已逐步进入国内外知名整车厂及其配套供应商体系，客户资源优秀，与麦格纳、富维安道拓、延锋安道拓、国利真皮饰件、吉中汽车内饰等国内外知名汽车一级零部件供应商保持长期合作，并进入美国 Chrysler、德国大众、法国 PSA 等国际主流车厂和一汽大众、上汽通用、上汽大众、吉利、长城、长安等国内主流整车制造企业供应商体系，已成功为 T-ROC（德国大众）、RT Minivan（美国 Chrysler）、宝来、速腾、奥迪 Q3 等车型批量供货，并已成为上述整车制造企业多款新车型的定点供应商。

图 6: 公司一级供应商客户



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: logo 来自各公司官网

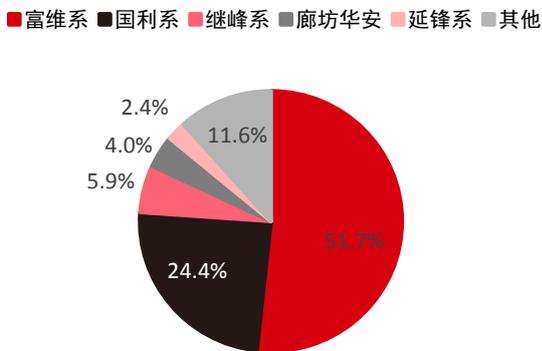
图 7: 公司产品配套的整车厂客户



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: logo 来自各公司官网

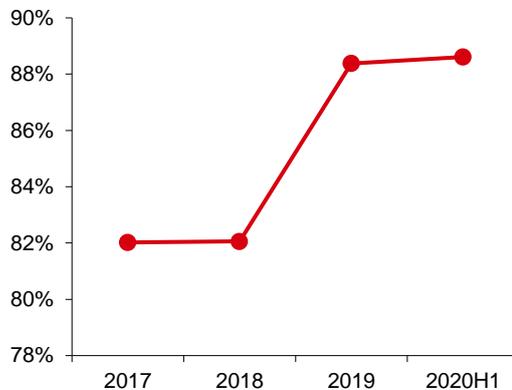
下游客户集中度高, 业绩预期稳定性强。公司的直接客户集中度较高, 2019 年, 公司前五大客户销售额占营业收入的比例为 88.4%, 较 2017 年提高 6.4%。2017 年至 2019 年, 第一大客户长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司的销售收入占比分别为 59.50%、44.15%、51.72%, 呈波动下滑。但从公司产品最终配套客户来看, 一汽大众占比由 2017 年的 70.3% 上升至 2020H1 的 94.6%, 保持上升趋势, 主要系因公司深度绑定下游优质客户, 对核心客户渗透率不断提升。公司深度绑定优质终端客户, 业绩稳定性强。

图 8: 2020H1 公司前五大客户销售额结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

图 9: 2017-2020H1 公司前五大客户销售额占比



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

汽车革行业规模大, 自主品牌渗透率不断提升

国内汽车革行业规模有望超百亿, 外资占据主导地位

皮革制品广泛应用于汽车内饰。皮革是由动物毛皮经过加工而产生的天然胶原纤维紧密编织的柔性材料, 具有透气性、经久耐用和易保养等优良特性, 是中高档汽车内饰的理想材料, 主要用于座椅、方向盘、扶手、头枕、门板、仪表盘等汽车部件的装饰覆盖。根据使用的鞣剂不同, 皮革可分为植鞣革、铬鞣革和其他鞣制皮革。

图 10：奥迪 Q3 内饰



资料来源：奥迪官网

国内汽车革行业规模 2025 年有望达 100 亿元。随着我国人均收入水平与汽车保有量的提升，消费者对汽车产品的需求从性能配置进一步延伸至外观与内饰设计方面，真皮内饰成为中高端汽车的标配。根据国内乘用车产量及汽车革产量，我们根据明新旭腾披露的乘用车汽车革单车用量及单价，估算了汽车革行业的市场规模，2019 年全国汽车革行业规模为 70 亿元，预计 2025 年可达 100 亿，6 年 CAGR 达 6%。

表 2：国内汽车革行业规模测算（单位：亿元）

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全国汽车革产量(万平方英尺) | 49,400 | 48,100 | 41,600 | 40,157 | 52,545 |
| 全国乘用车产量(万辆) | 2481 | 2353 | 2136 | 2008 | 2502 |
| 单车汽车革用量(平方英尺) | 20 | 20 | 19 | 20 | 21 |
| 销售单价(元) | 15.5 | 15.7 | 16.9 | 17.7 | 19.0 |
| 行业规模(亿元) | 76 | 75 | 70 | 71 | 100 |

资料来源：中汽协，中国皮革协会，公司招股书，中信证券研究部预测

外资厂商具有先发优势，国产供应商发展迅速。国内汽车革行业起步较晚，本土供应商的技术水平和生产、配套能力相对较弱，规模化程度较低，以德国柏德、美国杰仕地、美国鹰革、日本美多绿为代表的外资、合资企业在中高端合资品牌乘用车车型配套市场拥有更强的竞争力。经我们测算，柏德在国内汽车革行业的市场份额约为 18%，美多绿为 10%。近年来，具有较强产品研发技术实力的明新旭腾、巨星农牧等公司发展迅速，产销规模与技术水平有所提升，2019 年公司市场份额达 8%，未来有望进一步提升。

表 3：国内汽车革行业生产产能情况

| 公司 | 投产情况 | 现有产能(平方英尺) | 市场份额测算 |
|------|---|------------|--------|
| 明新旭腾 | 2019 年汽车革年产量 3396 万平方英尺，营业收入 6.58 亿元 | 3396.02 | 8% |
| 巨星农牧 | 2019 年汽车革年产量 767.9 万平方英尺，营业收入 1.15 亿元 | 767.90 | 2% |
| 柏德 | 2018 年柏德集团在苏通园区设立子公司，总投资约 1.8 亿美元，达产后年生产规模达 700 万平方米汽车真皮内饰，预计年产值达 20 亿元人民币。 | 7534.74 | 18% |
| 杰仕地 | 杰仕地汽车皮革(嘉兴)有限公司投资总额为 4050 万美元，年加工 100 万张皮革，预计 2021 年达产，产值预计达 8 亿元人民币。 | - | - |
| 美多绿 | 美多绿汽车皮革(广州)有限公司现有年产能为 4000 万平方英尺，预计扩建后年产量达 9000 万平方英尺 | 4000 | 10% |

资料来源：公司公告，各公司官网，中信证券研究部

行业成本敏感度提高，汽车革行业进入转型期

消费升级叠加中高端市场扩容，汽车革用量需求显著。从行业趋势来看，随着我国人均收入水平提高、消费需求升级，消费者对汽车内饰的质感及舒适度要求提高，促使整体真皮汽车革需求量增大；进一步而言，在汽车行业整体销量放缓的情况下，豪华车市场保持高速增长，而豪华车用皮量往往高于中低端车型，进一步加大对真皮革的需求；另一方面，自主品牌向上渗透趋势明显，内饰设计易被消费者感知，往往成为国产车型的主打亮点之一，因此自主品牌对内饰增配需求也显著增加。

图 11：一汽大众 Tayron 内饰



资料来源：一汽大众官网

图 12：吉利博越内饰



资料来源：吉利官网

皮革行业向智能制造、环保生产、精品战略转型，国产供应商迎来替代机遇。近年来，随着人力成本提升、皮革行业技术与材料升级以及环保政策的压力加大，我国皮革行业面临转型，从人工密集型、重污染、中低端产品结构向智能制造、环保生产、精品战略转变。同时，随着国内乘用车销量阶段性见顶，叠加电动化、智能化升级的技术趋势，预计内外饰等传统零部件的成本占比将随之降低，整车厂的成本压力将向上游进行传导。因此，未来整车厂在全球范围内都需要更有效率、性价比更高的供应商伙伴。以公司为代表的规模化汽车革生产企业，已具备较强的配套能力和快速响应能力，同时具有性价比优势，有望实现外资替代。

图 13：明新旭腾工厂



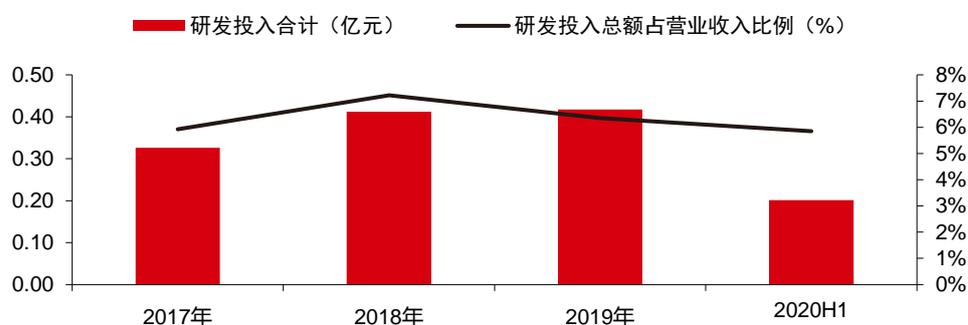
资料来源：易车网

■ 研发技术领先，成本控制优秀

公司注重研发，客户资源优质

公司重视研发，研发投入保持较高水平。公司注重研发，由总经理庄君新亲自担任研发中心主任，已建立较为完善的研发体系，引进国内外先进的实验、检测设备，组建了一批产品、工艺开发经验丰富的研发团队，不断推进新产品和新工艺的开发。公司研发中心被评定为首批中国轻工业工程技术研究中心、浙江省省级企业研究院，拥有 70 项相关专利。公司不断加大在无铬鞣制、低 VOC 排放等行业前沿生产技术领域的投入，近三年研发投入占营业收入的平均比重达 6.5%，技术水平在国内汽车革行业内处于领先地位。

图 14：公司研发投入占比较高



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

布局欧创中心，研发绿色制革技术。快速响应能力和配套研发能力是零部件厂商的核心竞争力，公司在德国设立欧创中心，毗邻大众集团的主要生产基地，有望通过同步参与整车厂的总部研发活动来建立直接合作关系，进而扩展海外市场。同时，公司不断推进新产品、新工艺的开发，在无铬鞣汽车革成品和绿色制革工艺上的优势尤其突出，自主研发低有机挥发物汽车皮革的生产与控制技术、无铬鞣全粒面纳帕真皮汽车皮革加工工艺等核心技术，并已实现量产。

图 15：欧创中心



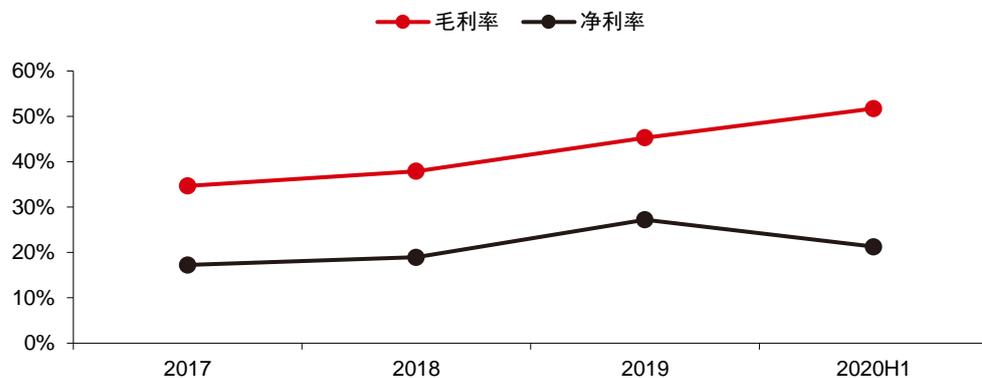
资料来源：公司官网

客户资源优质，保持深度合作。经过严格且持久的合格供应商认证评审，公司主要产品逐步进入国内外知名整车厂及其配套供应商体系，积累了优秀的客户资源。在国内市场中，公司产品主要应用于一汽大众、上汽通用、上汽大众、广汽菲亚特、吉利、长城、长安、比亚迪等诸多主流品牌的汽车内饰；在海外市场方面，公司通过了美国克莱斯勒、德国大众、法国 PSA 的供应商资格认证，成功进入欧洲及北美汽车市场，与 Magna Seating Systems of Acuna 等一级汽车零部件供应商开展合作。

公司经营优质，盈利能力强

公司盈利能力强，利润率水平高。公司毛利率与净利率水平较高，近三年保持上升趋势，2019 年公司毛利率为 45.3%，净利率为 27.2%，相较于竞争对手及行业平均水平，均处在高位，主要得益于公司客户结构的改善，近三年产品平均售价有所提升，同时原材料成本处于低位，因此即使在行业景气度下滑的 2018 年，公司利润率仍有提高。

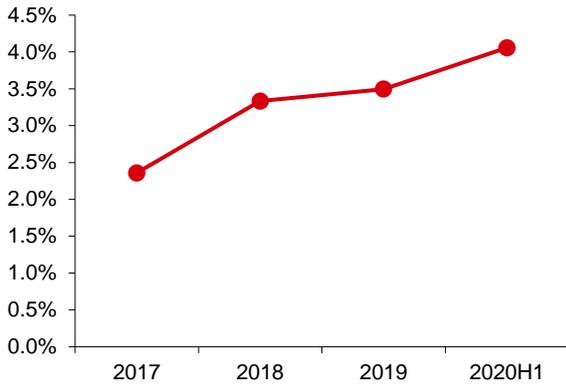
图 16：2017-2020H1 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

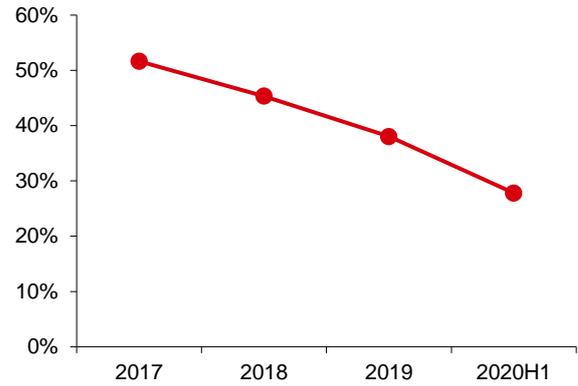
公司经营不断优化。2017-2020H1，由于原材料成本不断降低，直接材料成本占公司营业收入的比重不断降低，由 2017 年的 51.6% 下降至 2020H1 的 27.8%，绝对降幅约 24 个百分点。与此同时，公司折旧摊销占营业收入的比例有所上升，由 2017 年的 2.4% 上升至 2020H1 的 4.1%，绝对涨幅达 1.8 个百分点。但公司毛利率由 2017 年的 35.7% 上升至 2020H1 的 51.7%，绝对涨幅达 16 个百分点，高于由于原材料成本降低以及折旧摊销比例上升对毛利率的影响，主要系因公司自动化率不断升级，新订单毛利率显著提升

图 17: 2017-2020H1 公司折旧摊销占营业收入的比例



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 18: 2017-2020H1 公司直接材料占营业收入的比例



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

产品持续升级, 客户不断拓展

产品不断升级, 客户结构持续向上

合资客户占比持续提升, 客户结构优化。富维系、继峰系、国利系和廊坊华安的主要终端客户均为一汽大众, 延锋系、奥托立夫系的主要终端客户为吉利、长城、广汽、上汽通用五菱等整车厂商。2017 年公司前五大客户中仅有富维系和廊坊华安两家为一汽大众供货, 2019 年已涵盖 4 家, “一汽大众系” 销售额占比从 65.7% 上升至 87.3%, 客户结构有所优化。

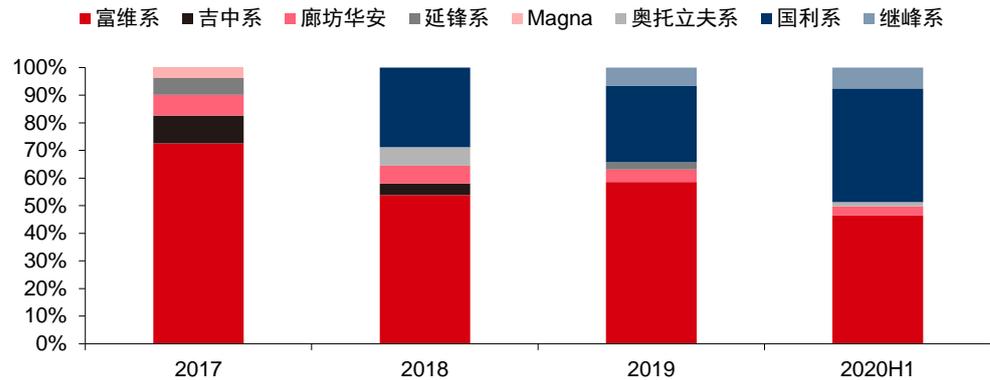
表 4: 公司前五大客户构成

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H1 |
|---------|-------|------------|-----------|------------|
| 富维系 | 59.5% | 富维系 44.2% | 富维系 51.7% | 富维系 41.2% |
| 吉中系 | 8.2% | 国利系 23.7% | 国利系 24.4% | 国利系 36.4% |
| 廊坊华安 | 6.2% | 奥托立夫系 5.5% | 继峰系 5.9% | 继峰系 6.7% |
| 延锋系 | 5.0% | 廊坊华安 5.2% | 廊坊华安 4.0% | 廊坊华安 2.9% |
| Magna | 3.1% | 吉中系 3.5% | 延锋系 2.4% | 奥托立夫系 1.3% |
| 一汽大众系合计 | 65.7% | 73.1% | 86.0% | 87.3% |

注: 标红公司的主要终端客户为一汽大众

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

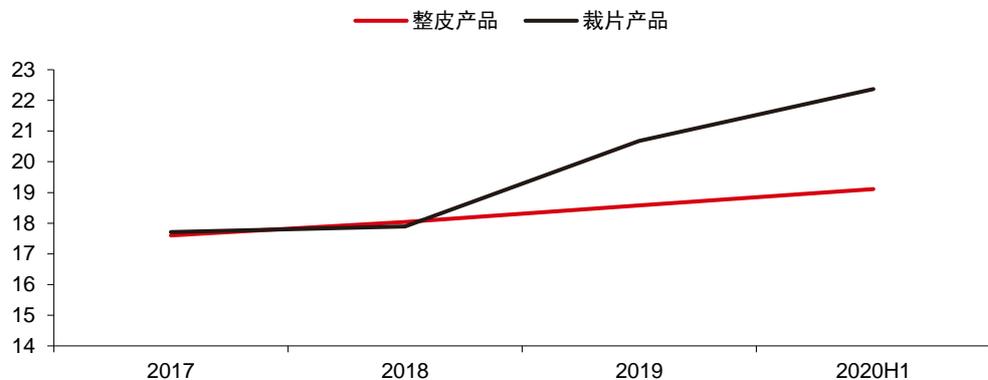
图 19：公司前五大客户构成



资料来源：公司官网，中信证券研究部

产品不断升级，单车价值量不断提升。普遍而言，相较于国产汽车品牌，合资品牌车型定位更高端、售价更稳定，传导至上游零部件厂商的表现即为零部件定价较高。2017年，公司主要配套项目以速腾、宝来、高尔夫等中端合资车型及吉利帝豪、长城哈佛和广汽传祺等自主热销品牌为主。2018年以来，公司配套的一汽大众探歌、探岳等中端车型和奥迪 Q3、Q5L 等高端车型开始量产，且销售占比逐步提高，对公司主要产品销售价格的提升起到了积极作用。

图 20：公司产品单价逐步提升（单位：元/平方英尺）

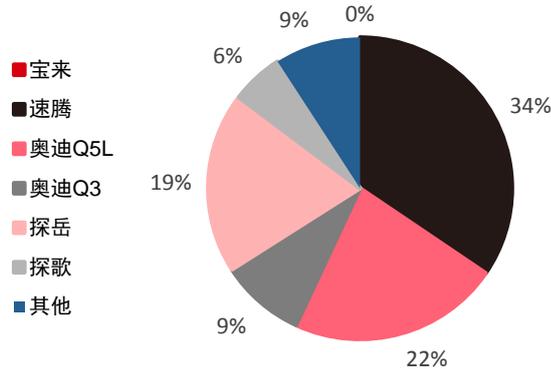


资料来源：公司招股书，中信证券研究部

深度绑定一汽大众，客户不断拓展

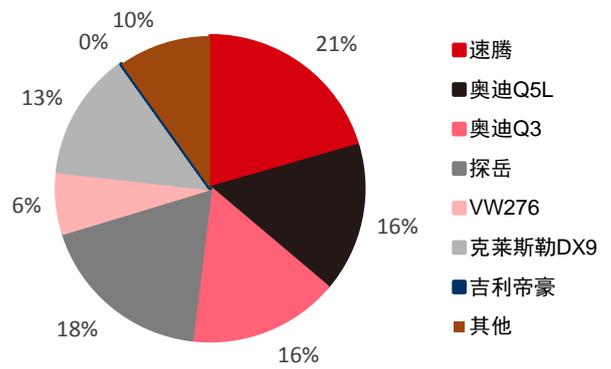
公司深度绑定一汽大众，渗透率达 40% 以上。2017 年至 2020H1，公司产品最终用于一汽大众车型的销售占比为 70.28%、79.11%、91.06% 和 94.57%。2019 年公司整皮产品与裁片产品主要配套车型均来自一汽大众，包括宝来、速腾、奥迪 QL5、探岳、探歌等，合计占比分别为 90.9% 和 90.2%，我们估算公司产品在一汽大众车型的渗透率已达到 40% 以上。

图 21：2019 年公司整皮产品主要配套车型



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 22：2019 年公司裁片产品主要配套车型



资料来源：公司公告，中信证券研究部

借助一汽大众背书，实现客户拓展。公司研发、设计、生产能力已获主流客户认可，深度配套过程中积累的经验、技术有望复制。结合公司战略布局及综合能力，公司主动开发新客户，优化客户结构，目前已成为上汽通用、上汽大众旗下多款新车型的定点供应商，未来三年新增量产配套供货项目包括上汽大众途观、辉昂、途昂、Lounge SUVe 以及上汽通用昂科威等车型。随着上述车型量产，预计公司对一汽大众的销售集中度将有效降低，主要客户将更加多元化。

图 23：公司新增定点客户项目

| | 上汽大众 | | | | 上汽通用 | |
|--------|-------------|---------|-------------|-------------|------------|-------------|
| | 途观 | 辉昂 | 途昂 | Lounge SUVe | 朗逸 | 昂科威 |
| 售价（万元） | 18.98-31.58 | 34-63.9 | 29.99-45.99 | >40 | 9.99-16.19 | 18.99-27.99 |



资料来源：公司招股书

■ 风险因素

国内汽车行业景气度不及预期；新产品开发不及预期；新客户拓展不及预期。

■ 盈利预测和估值评级

我们盈利预测的基本假设基于：

公司整皮产品受益于汽车行业下游销量回暖，叠加消费者对于汽车内饰要求不断升高，

单车真皮用量逐步提升，我们预计 2020/21/22/23 年整皮产品营收增速分别为 24%/21%/25%/23%。

公司裁片产品主要用以满足客户特殊需求，考虑到目前汽车内外饰等部件定制化需求不断提升，我们预计 2020/21/22/23 年整皮产品营收增速分别为 24%/21%/25%/23%。

表 5：公司营业收入预测（单位：亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 整皮产品 | 4.82 | 5.41 | 6.72 | 8.13 | 10.17 | 12.51 |
| YoY | 1.3% | 12.2% | 24.3% | 21.0% | 25.0% | 23.0% |
| 裁片产品 | 0.61 | 0.86 | 1.07 | 1.29 | 1.62 | 1.99 |
| YoY | 27.1% | 41.0% | 24.3% | 21.0% | 25.0% | 23.0% |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

综合参考可比标的，我们认为公司合理估值为 30 倍市盈率。公司经营领域为汽车零部件，具体业务为汽车内饰件的原料汽车革，因此我们选取岱美股份、继峰股份和新泉股份作为可比标的。岱美股份（603730.SH）是汽车内饰件细分领域遮阳板的全球龙头，主要产品包括遮阳板、头枕扶手和顶棚中央控制器等，当前股价对应 2019/20/21/22 年 PE 估值为 28/29/20/17 倍。继峰股份（603997.SH）是汽车内饰件供应商，主营产品包括头枕、座椅扶手等，当前股价对应 2019/20/21/22 年 PE 估值为 30/-32/14/11 倍。新泉股份（603179.SH）是国内汽车内饰件龙头供应商，主要供应国内主流整车品牌，当前股价对应 2019/20/21/22 年 PE 估值为 54/39/30/25 倍。

公司是国内汽车革行业的领先企业，2019 年市占率约为 8%，主要配套麦格纳、延锋安道拓等国际一流一级供应商和一汽大众等国内合资品牌。公司毛利率和净利率水平常年高于行业平均水平，2019 年公司毛利率为 45.3%，净利率为 27.2%，经营优质，盈利能力强，未来有望实现市占率的不断提升。考虑到公司细分领域市场国内龙头地位以及未来业务的持续快速成长，我们给予公司 2021 年 30 倍 PE 的估值。

表 6：可比公司估值情况

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | EPS (元/股) | | | | PE (倍) | | | | PB (倍) |
|-----------|------|------------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-----------|
| | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 603730.SH | 岱美股份 | 30.59 | 1.08 | 1.07 | 1.51 | 1.82 | 28 | 29 | 20 | 17 | 4.5 |
| 603997.SH | 继峰股份 | 8.82 | 0.29 | -0.28 | 0.65 | 0.80 | 30 | -32 | 14 | 11 | 2.3 |
| 603179.SH | 新泉股份 | 31.22 | 0.58 | 0.81 | 1.05 | 1.24 | 54 | 39 | 30 | 25 | 4.6 |
| 平均数 | | | 0.65 | 0.53 | 1.07 | 1.29 | 38 | 12 | 21 | 18 | 3.8 |
| 中位数 | | | 0.58 | 0.81 | 1.05 | 1.24 | 30 | 29 | 20 | 17 | 4.5 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 11 月 27 日收盘价

我们预测公司 2020/21/22 年 EPS 为 1.34/1.64/2.12 元，给予 2021 年 30 倍 PE 的估值，对应目标价 49.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：公司盈利预测和估值评级

| 项目/年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业收入(百万元) | 570.36 | 658.13 | 813.30 | 964.58 | 1,209.36 |
| 营业收入增长率 | 3% | 15% | 24% | 19% | 25% |

| 项目/年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润(百万元) | 108.11 | 179.32 | 222.18 | 272.62 | 352.29 |
| 净利润增长率 | 13% | 66% | 24% | 23% | 29% |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.87 | 1.44 | 1.34 | 1.64 | 2.12 |
| 毛利率% | 38% | 45% | 48% | 47% | 46% |
| 净资产收益率 ROE% | 24.89% | 29.22% | 12.36% | 13.17% | 14.54% |
| 每股净资产 (元) | 2.62 | 3.70 | 10.83 | 12.47 | 14.59 |
| PE | 47 | 29 | 31 | 25 | 19 |
| PB | 15.7 | 11.1 | 3.8 | 3.3 | 2.8 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 11 月 27 日收盘价

利润表 (百万元)

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 570 | 658 | 813 | 965 | 1,209 |
| 营业成本 | 354 | 360 | 424 | 516 | 655 |
| 毛利率 | 37.92% | 45.25% | 47.87% | 46.51% | 45.81% |
| 营业税金及附加 | 7 | 7 | 8 | 10 | 12 |
| 销售费用 | 10 | 11 | 14 | 15 | 18 |
| 营业费用率 | 1.80% | 1.63% | 1.75% | 1.60% | 1.50% |
| 管理费用 | 27 | 33 | 43 | 51 | 60 |
| 管理费用率 | 4.69% | 5.06% | 5.25% | 5.25% | 5.00% |
| 财务费用 | 10 | 6 | (4) | (12) | (26) |
| 财务费用率 | 1.80% | 0.91% | -0.43% | -1.22% | -2.15% |
| 投资收益 | (1) | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 123 | 208 | 258 | 315 | 407 |
| 营业利润率 | 21.48% | 31.66% | 31.71% | 32.67% | 33.68% |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 122 | 207 | 257 | 315 | 407 |
| 所得税 | 14 | 28 | 35 | 43 | 55 |
| 所得税率 | 11.43% | 13.56% | 13.50% | 13.50% | 13.50% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 108 | 179 | 222 | 273 | 352 |
| 净利率 | 18.95% | 27.25% | 27.32% | 28.26% | 29.13% |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 122 | 207 | 257 | 315 | 407 |
| 所得税支出 | -14 | -28 | -35 | -43 | -55 |
| 折旧和摊销 | 19 | 23 | 43 | 51 | 60 |
| 营运资金的变化 | 16 | -62 | -70 | -81 | -111 |
| 其他经营现金流 | 10 | 5 | 10 | -5 | -19 |
| 经营现金流合计 | 153 | 145 | 206 | 238 | 283 |
| 资本支出 | -45 | -97 | -220 | -80 | -100 |
| 投资收益 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资现金流合计 | -45 | -97 | -220 | -80 | -100 |
| 发行股票 | 0 | 0 | 962 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 787 | 424 | -79 | 0 | 0 |
| 股息支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资现金流 | -878 | -461 | 4 | 12 | 26 |
| 融资现金流合计 | -91 | -37 | 886 | 12 | 26 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 17 | 11 | 872 | 169 | 209 |

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 23 | 34 | 905 | 1,075 | 1,284 |
| 存货 | 196 | 201 | 229 | 276 | 355 |
| 应收账款 | 133 | 202 | 250 | 293 | 368 |
| 其他流动资产 | 63 | 133 | 133 | 134 | 136 |
| 流动资产 | 414 | 570 | 1,517 | 1,779 | 2,143 |
| 固定资产 | 170 | 212 | 373 | 402 | 437 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 89 | 86 | 86 | 86 | 86 |
| 其他长期资产 | 33 | 77 | 92 | 92 | 97 |
| 非流动资产 | 291 | 374 | 550 | 579 | 619 |
| 资产总计 | 705 | 943 | 2,067 | 2,358 | 2,762 |
| 短期借款 | 109 | 79 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 61 | 87 | 105 | 114 | 155 |
| 其他流动负债 | 49 | 51 | 52 | 62 | 72 |
| 流动负债 | 219 | 217 | 157 | 176 | 227 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 52 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 非流动性负债 | 52 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 负债合计 | 271 | 330 | 270 | 288 | 339 |
| 股本 | 125 | 125 | 166 | 166 | 166 |
| 资本公积 | 82 | 82 | 1,002 | 1,002 | 1,002 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 434 | 614 | 1,797 | 2,070 | 2,422 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 434 | 614 | 1,797 | 2,070 | 2,422 |
| 负债股东权益总计 | 705 | 943 | 2,067 | 2,358 | 2,762 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率 | 3.49% | 15.39% | 23.58% | 18.60% | 25.38% |
| 营业利润增长率 | 11.12% | 70.06% | 23.77% | 22.23% | 29.22% |
| 净利润增长率 | 13.27% | 65.87% | 23.90% | 22.70% | 29.22% |
| 毛利率 | 37.92% | 45.25% | 47.87% | 46.51% | 45.81% |
| EBITDA Margin | 26.00% | 35.62% | 36.49% | 36.72% | 36.52% |
| 净利率 | 18.95% | 27.25% | 27.32% | 28.26% | 29.13% |
| 净资产收益率 | 24.89% | 29.22% | 12.36% | 13.17% | 14.54% |
| 总资产收益率 | 15.32% | 19.01% | 10.75% | 11.56% | 12.76% |
| 资产负债率 | 38.44% | 34.96% | 13.05% | 12.23% | 12.29% |
| 所得税率 | 11.43% | 13.56% | 13.50% | 13.50% | 13.50% |
| 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalamal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》（《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。