

股权激励考核高目标彰显信心，双轮驱动增长可期

核心观点

公司两大主业蓄势待发，股权激励高解锁目标彰显信心。1) 汽车皮革：22年4月公司收购宏兴皮革56%股权切入汽车内饰市场，6月完成并表，22年6-12月汽车内饰业务营收3.08亿元，宏兴净利率约9.5%。宏兴已是理想、蔚来等造车新势力的核心内饰供应商，公司收购后助力其产能快速扩张，23年有望加速放量。2) 鞋/包带用皮革：22年营收15.6亿元/-3.0%，毛利率为19.5%/-5.8pct，系22年牛皮价格下降背景下高价原材料库存拖累，随着高价原材料库存出清，23Q1毛利率已较大回升。公司拟收购并增资联华皮革（印尼工厂子公司），对联华持股比例将由90%升至99%，预计客户将瞄准运动鞋服等品牌，后续产能扩张弹性可期。

事件

公司发布2023年一季报：23Q1营收4.64亿元/+79.0%，归母净利润2,837.8万元/+629.6%，扣非归母净利润2,266.0元/+1501.3%；经营活动现金流净额-2.28亿元/-834.9%，EPS为0.10元/+630.8%。

公司发布2022年年报：22年营收19.88亿元/+15.1%，归母净利润1.51亿元/-17.0%，扣非归母净利润1.32亿元/-22.2%；经营活动现金流净额-1.11亿元/-182.4%，EPS为0.52元/-17.0%，ROE为6.5%/-1.7pct。拟每10股派发现金红利5.00元，分红比例96.9%。

其中，22Q4公司实现营收5.87亿元/+19.6%，归母净利润0.19亿元/+373.9%，扣非归母净利润0.14亿元/+325.7%。

拟进行股权激励：本次激励对象为董事、中高层管理人员及核心骨干共251人，拟授予股权1670万份，占总股本的5.72%，行权价格为每份8.19元，股票来源为公司向激励对象进行定向发行。激励计划的行权目标为：1) 100%行权：2023、2024、2025年业绩同比增速分别不小于50%、40%、40%；2) 80%行权：2023、2024、2025年业绩同比增速分别不小于30%、20%、20%。

拟收购并增资联华皮革（印尼工厂子公司），兴业对联华持股比例将由90%升至99%。

简评

23Q1传统业务复苏叠加宏兴并表营收高增，原材料成本改善盈利能力大幅回升。23Q1公司营收4.6亿元/+79.0%，系传统皮革

兴业科技(002674.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:s1440519030001

SFC 编号:BOT812

发布日期：2023年04月26日

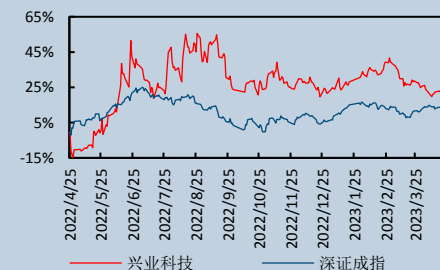
当前股价：10.86元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-4.82/-4.48	-4.57/-4.89	8.60/2.49
12月最高/最低价(元)		13.82/7.87
总股本(万股)		29,186.29
流通A股(万股)		28,886.67
总市值(亿元)		31.70
流通市值(亿元)		31.37
近3月日均成交量(万)		176.93
主要股东		
星河子万兴股权投资合伙企业(有限合伙)		29.04%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-25 【中信建投轻工纺织及教育】兴业科技(002674):传统业务毛利率环比改善,汽车皮饰业务快速增长
- 2022-08-13 【中信建投轻工纺织及教育】兴业科技(002674):掘金新能源汽车皮饰,开辟成长新蓝海

业务下游需求复苏及宏兴并表（22 年 6 月并表，22Q1 尚未并表），预计宏兴营收约 1 亿元，传统业务营收约 3.5 亿元/+35%。毛利率为 17.8%/+5.4pct，系 1）原材料成本下降；2）高毛利率宏兴并表，预估宏兴毛利率约 30%，对毛利率提升贡献约 3.8pct。销售、管理、研发费用率分别为 1.1%/-0.1pct、4.0%/-1.3pct、2.3%/-0.7pct，净利率增加 5.5pct 至 7.0%，业绩同比增速达到 630%、扣非达 1501%。

22 年并购宏兴皮革切入新能源汽车内饰市场。分业务来看，汽车内饰业务 22 年营收 3.08 亿元，汽车内饰业务来自于 22 年 4 月收购的宏兴皮革（持股 60%，4 月收购 56%股权，12 月增持 4%），宏兴皮革 6 月并表，6-12 月营收 3.12 亿元，净利润 2,934 万元，汽车皮革业务毛利率为 23.9%，净利率约为 9.5%。

传统皮革业务受高价原材料库存影响毛利率承压，费用率稳中有降。鞋/包带用皮革业务 22 年营收 15.6 亿元/-2.98%，系疫情影响下下游需求较为疲软。鞋/包带用皮革毛利率为 19.48%/-5.77pct，系 22 年牛皮价格下降背景下，22H1 高价原材料库存拖累，在此影响下 22 年公司整体毛利率 19.5%/-4.9pct。费用端，销售、管理、研发费用率分别为 1.1%/-0.02pct、4.1%/-0.44pct、2.8%/-0.1pct。毛利率下降影响下 22 年公司净利率下降 2.1pct 至 8.4%。

未来展望 1: 宏兴目前已是理想、蔚来、问界、哪吒、吉利等汽车厂商的真皮内饰供应商，已取得理想 L7/L8/L9、蔚来 ET7/ES6/EC6、问界 M5 增程版和纯电版等多款新能源汽车车型的皮饰的供应资格。兴业完成收购后助力宏兴产能快速扩张，23 年有望快速放量。23Q1 理想、蔚来、问界销量分别为 52,584 量/+65.8%、31,041 量/+20.5%、11,659 量/+282.9%，核心客户销量保持高增。

未来展望 2: 二层皮业务产能投放，营收即将开始快速放量。公司此前的鞋、包及汽车内饰用皮革主要使用头层牛皮，剩余的二层皮主要作为边角料销售处理，未做充分利用。二层牛皮主要用于：1）鞋用二层皮；2）深加工提取胶原蛋白原料，其低端应用为狗咬胶、人造肠衣等，高端应用为创面敷料、医美产品原材料等。兴业通过合作方式开启对二层牛皮深加工，于具有丰富行业经验的白富兵先生成立合资公司，初期产品主要以鞋用二层皮、狗咬胶、人造肠衣等为主，未来持续拓展高端应用。公司于 19 年通过收购获得宝泰皮革 51%的股份，随后与持股 49%的白富兵先生持续增资，22 年宝泰产能投放叠加二股东部分业务平移至宝泰体内，营收快速放量至 2.17 亿元（21 年仅 305 万元），其中，二层皮胶原产品原料业务营收 5,066.8 万元/+74.4%，鞋用二层皮营收约 1.7 亿元，宝泰净利率约为 3.6%。随着产能投放，预计 23 年二层皮业务仍将大幅增长。

未来展望 3: 印尼新建工厂强化国际运动品牌开拓，23 年产能开始快速投放，预计总规划产能弹性可观。公司传统客户以皮鞋品牌为主，公司于 21 年在印度尼西亚设立联华皮革（持股 90%，23 年 4 月拟增持至 99%），联华皮革 23 年预计年产能达到 800 万平方英尺产能，预计后续仍有较大产能提升空间。联华皮革预计为印尼首家获得国际认证的头层皮厂商，在国际品牌客户的鞋类代工厂不断在印尼设厂情况下，联华的皮革供应产能较为稀缺，国际品牌客户有望实现快速开拓。

盈利预测: 预计公司 2023-2025 年营收为 27.6、34.8、43.3 亿元，同增 38.8%、26.2%、24.4%；归母净利润为 2.27、3.07、3.73 亿元，同比增长 50.5%、35.3%、21.8%，对应 PE 为 14.0、10.3、8.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示:

原材料价格波动风险: 公司产品主要原材料为北美生牛皮，材料成本占主营业务成本比例较高。如果未来原材料价格出现大幅波动，公司无法及时将原材料价格波动的风险向下游转移，将存在因原材料价格波动带来的毛利率下降、业绩下滑的风险。

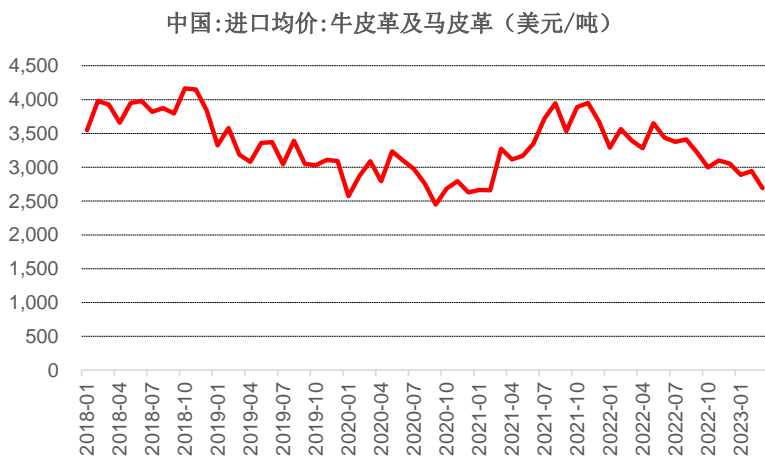
投产不及预期风险: 公司汽车内饰业务产能在快速投产阶段，业务营收及业绩增长与产能投放节奏直接相关，若产能投放进展不及预期，将影响公司业绩表现。

下游需求不及预期风险: 公司产品的销量及价格均取决于下游市场的需求情况，若下游需求不及预期，将影响公司的订单量及产品价格，进而影响公司的收入及毛利率水平。

图 1: 兴业科技营收及业绩拆分 (百万元)

兴业科技营收拆分 (人民币百万元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收	1,587	1,460	1,726	1,988	2,760	3,483	4,333
YOY	-12.2%	-8.0%	18.2%	15.1%	38.8%	26.2%	24.4%
1.传统皮革产品	1,547	1,414	1,677	1,591	1,802	2,121	2,524
YOY	-13.4%	-8.6%	0.0%	-5.2%	13.3%	17.7%	19.0%
国内产能贡献收入	1,547	1,414	1,677	1,591	1,718	1,821	1,894
YOY					8.0%	6.0%	4.0%
印尼产能贡献收入 (联华, 持股99%)					84	300	630
YOY						257.1%	110.0%
2.汽车内饰皮革 (宏兴, 持股60%)				309	768	1,020	1,224
YOY				0%	149%	33%	20%
3.二层皮业务 (宝泰, 持股51%) 其中鞋面二层皮业务重复包含在传统皮革业务中				218	402	604	906
YOY				0.0%	85.0%	50.0%	50.0%
兴业科技业绩拆分 (人民币百万元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总归母净利润	118	116	181	151	227	307	373
YOY	2.0%	-2.1%	56.9%	-17.0%	50.5%	35.3%	21.8%
1.传统皮革产品	115	112	175	125	162	191	227
YOY				-28.6%	29.5%	17.7%	19.0%
占比	97.3%	96.7%	96.7%	83.2%	71.6%	62.3%	60.8%
2.汽车内饰皮革 (宏兴, 持股60%)				18	60	100	120
YOY					240.3%	66.9%	20.0%
占比				11.7%	26.4%	32.6%	32.1%
宏兴净利润				29	92	143	171
宏兴持股比例				60%	65.0%	70.0%	70.0%
3.二层皮业务 (宝泰, 持股51%) 其中鞋面二层皮业务重复包含在传统皮革业务中				3.9	10.3	31	46
YOY					160.1%	200.0%	50.0%
宝泰净利润			0.6	7.7	20	60	91
宝泰持股比例			51%	51%	51.0%	51.0%	51.0%

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 2: 中国牛皮革及马皮革进口均价 (美元/吨)


数据来源: 海关总署, Wind, 中信建投证券

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,512	2,797	3,875	4,859	5,816	营业收入	1,726	1,988	2,760	3,483	4,333
现金	823	823	1,538	1,941	2,415	营业成本	1,305	1,600	2,181	2,753	3,405
应收票据及应收账款合计	229	412	400	640	644	营业税金及附加	13	13	19	25	30
其他应收款	2	6	5	9	8	销售费用	19	22	36	38	48
预付账款	46	89	98	138	156	管理费用	79	82	137	160	195
存货	731	1,016	1,365	1,641	2,077	研发费用	50	55	83	99	130
其他流动资产	681	451	468	491	516	财务费用	11	10	43	95	131
非流动资产	795	990	1,183	1,345	1,522	资产减值损失	-59	-29	-3	-35	-35
长期投资	106	115	126	137	148	公允价值变动收益	3	-12	-	-	-
固定资产	480	529	718	869	1,032	其他收益	11	27	4	7	8
无形资产	52	51	51	51	50	投资净收益	18	17	8	16	15
其他非流动资产	157	296	289	288	292	营业利润	220	200	277	376	460
资产总计	3,307	3,787	5,058	6,205	7,338	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	632	1,180	2,353	3,299	4,148	营业外支出	10	4	5	6	7
短期借款	210	317	1,730	2,467	3,211	利润总额	210	196	271	370	454
应付票据及应付账款合计	274	320	419	534	675	所得税	29	28	39	54	66
其他流动负债	148	543	204	298	262	净利润	181	168	232	316	388
非流动负债	349	129	131	129	129	少数股东损益	-0	17	6	10	15
长期借款	300	75	78	76	75	归属母公司净利润	181	151	227	307	373
其他非流动负债	50	54	54	54	54	EBITDA	277	255	366	536	677
负债合计	981	1,309	2,484	3,429	4,277	EPS (元)	0.62	0.52	0.78	1.05	1.28
少数股东权益	26	128	134	143	158						
股本	292	292	292	292	292	主要财务比率					
资本公积	1,267	1,267	1,267	1,267	1,267	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
留存收益	712	775	834	976	1,097	成长能力					
归属母公司股东权益	2,300	2,350	2,441	2,633	2,903	营业收入(%)	18.2	15.1	38.8	26.2	24.4
负债和股东权益	3,307	3,787	5,058	6,205	7,338	营业利润(%)	58.1	-9.1	38.4	35.9	22.5
						归属于上市公司股东的净利润(%)	56.9	-17.0	50.5	35.3	21.8
						获利能力					
						毛利率(%)	24.4	19.5	21.0	21.0	21.4
						净利率(%)	10.5	7.6	8.2	8.8	8.6
						ROE(%)	7.8	6.8	9.1	11.4	12.6
						ROIC(%)	14.4	9.6	11.6	13.9	14.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	29.7	34.6	49.1	55.3	58.3
						净负债比率(%)	-13.4	-4.9	11.2	22.5	29.2
						流动比率	4.0	2.4	1.6	1.5	1.4
						速动比率	2.8	1.5	1.1	1.0	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	7.3	6.2	6.8	6.7	6.8
						应付账款周转率	7.3	7.0	7.3	7.0	7.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.62	0.52	0.78	1.05	1.28
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	-0.69	0.11	0.33	0.74
						每股净资产(最新摊薄)	7.71	7.93	8.21	8.91	9.90
						估值比率					
						P/E	17.5	21.1	14.0	10.3	8.5
						P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
						EV/EBITDA	8.4	11.3	9.0	6.8	5.8

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	135	-111	33	95	217
净利润	181	168	232	316	388
折旧摊销	59	60	65	89	113
财务费用	11	10	43	95	131
投资损失	-18	-17	-8	-16	-15
经营性应收项目的减少	28	-202	2	-279	-22
经营性应付项目的增加	83	-35	51	204	100
其他经营现金流	-126	-129	-301	-110	-379
投资活动现金流	-558	18	-254	-235	-276
资本支出	76	163	1,599	889	908
长期投资	-497	226	-11	-11	-12
其他投资现金流	-978	408	1,334	642	621
筹资活动现金流	-75	104	-477	-195	-210
短期借款	-370	107	-	-	-
长期借款	300	-225	3	-2	-1
普通股增加	-	-	-	-	-
资本公积增加	-	-	-	-	-
其他筹资现金流	-5	222	-480	-193	-209
现金净增加额	-501	15	-698	-335	-270

资料来源:公司公告、中信建投预测

分析师介绍

叶乐

中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、家居、造纸包装、美护、黄金珠宝、教育等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

研究助理

魏中泰

weizhongtai@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk