

兴业科技 (002674)

22 年报及 23Q1 业绩点评：汽车内饰业务提升明显，期待主业国际化扩张+新业务持续成长

增持（维持）

2023 年 04 月 25 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书：S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

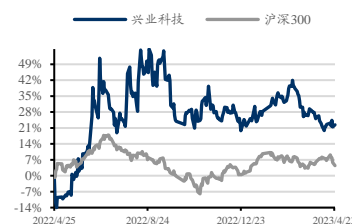
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1,988	2,506	3,041	3,555
同比	15%	26%	21%	17%
归属母公司净利润（百万元）	151	208	259	317
同比	-17%	38%	25%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.52	0.71	0.89	1.09
P/E（现价&最新股本摊薄）	21.05	15.27	12.23	9.99

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- 公司公布 2022 年报及 23Q1 业绩：1) 2022 年：**营收 19.88 亿元/yoy+15.14%、归母净利 1.51 亿元/yoy-16.96%，10 派 5 元。疫情扰动下收入增速较为稳健，利润回落主要系毛利率同比 -4.9pct 所致。分季度看，22Q1-Q4 收入分别同比 -5.83%/+8.89%/+52.84%/+19.60%、归母净利润分别同比 -80.55%/+50.44%/+30.67%/+373.86%，上半年疫情影响致需求承压，下半年需求有所回暖、宏兴皮革并表后增厚业绩。**2) 23Q1：**营收 4.64 亿元/yoy+78.99%、归母净利 0.28 亿元/yoy+629.59%，国内传统皮革需求回暖+宏兴皮革&宝泰皮革新业务并表贡献及继续放量带动收入提升，利润端大幅提升主要系毛利率改善。
- 原有主业：22 年承压、23Q1 恢复较好，国际业务持续拓展。**22 年皮革主业（剔除汽车内饰及二层皮业务）实现收入 15.91 亿元、同比-3.68%、占比 80%。23Q1 收入约 3.5 亿元、同增超 20%，下游需求改善下复苏势头较好。**1) 分量价看，疫情扰动致销量下滑。**22 年鞋包带用/其他收入同比分别-2.98%/-29.88%，占比为 78.5%/1.5%，预计收入回落主要由于疫情影响下销量-9%所致，整体产能利用率同比-4.16pct 至 66.37%。**2) 分地区看，目前以内销为主，增资印尼工厂加码国际业务。**22 年内销/外销占比约为 89%/11%，公司于印尼建设联华皮革工厂、加码拓展国际业务，主要服务国际户外、运动鞋品牌，23/24 年有望新增 800/6000 万平方英尺海外产能、较 22 年 16,400 万平方英尺产能提升 5%/37%。
- 新业务：22 年宏兴皮革贡献主要业绩增量，期待宝泰二层皮业务放量。**22 年汽车内饰（宏兴皮革）及二层皮（宝泰皮革）业务分别实现营收 3.09/0.51 亿元、同比分别为新增业务/+74.39%、占比 15.52%/2.55%。**1) 宏兴皮革：**22 年 4 月取得宏兴皮革 56%股权、6 月并表、12 月再次收购其 4%股权。宏兴皮革为蔚来、理想、问界、哪吒、吉利、马自达等多款新能源车及传统汽车车型的独供商，并表后公司持续在原材料、产能、资金方面对宏兴进行赋能，22 年 6-12 月收入/净利分别为 3.11/0.29 亿元（并表贡献利润约为 0.17 亿元）、较 21 年全年分别增 140%/+280%+、毛利率约 24%、净利率提升 3pct 至 9%，协同作用下宏兴皮革业绩显著提升、贡献公司 22 年主要业绩增量。23Q1 收入约为 1.1 亿元、毛利率继续提升至 30%，业绩增长持续兑现。**2) 宝泰皮革：**22 年 3 月公司增持持有宝泰皮革 51%股权，探索二层皮产业链。22 年收入/净利润分别实现 2.18/0.08 亿元、净利率为 4%，目前宝泰部分厂房设备仍处于建设过程中，有望贡献较大收入增量。
- 毛利率下滑致净利率承压。1) 毛利率：**22 年同比-4.90pct 至 19.51%，毛利率下降主因疫情扰动致产能利用率降低，同时原材料进口牛皮价格经历 21H2 快速提涨，22 年持续回落、全年较 21H2 价格-18.6%，公司库存周期约 6 个月，22H1 消化高价库存毛利率承压、H2 成本压力缓解。23 Q1 毛利率同比+5.35pct 至 17.76%、主要系成本压力有所改善。**2) 期间费用率：**22 年同比-0.76pct 至 8.46%，整体变动不大。23Q1 同比-2.76pct 至 7.45%，费控能力优化。**3) 归母净利率：**结合毛利率、费用率变动及非经常性损益（主要为政府补助同增 0.16 亿元），22 年归母净利率 7.57%/yoy-2.93pct。23Q1 净利率同比+4.61pct 至 6.11%（资产减值同增 900 万元冲减部分利润）。
- 盈利预测与投资评级：**公司为国内皮革制造龙头，22 年上半年受高基数+疫情反复+高价库存影响、业绩承压，下半年宏兴皮革并表贡献业绩、叠加成本压力缓解、整体业绩改善。23 年以来国内疫情放开后下游订单明显回暖、海外有望于 23H2 出现需求拐点，同时目前原材料价格仍处历史低位、或逐渐企稳向上，利好公司盈利能力改善。长期来看：公司皮革主业方面，国内发展较为稳健、龙头竞争地位稳固，增资印尼工厂产能大幅扩张、国际业务持续拓展；汽车皮革内饰业务随着新能源车订单放量及宏兴皮革盈利能力持续提升，有望持续贡献业绩增量；宝泰皮革工厂完全建成投产后二层皮业务有望开辟成长新蓝海。2023/4/24 公司发布股权激励、行权比例 100%对应 23-25 年净利润同增 50%/+40%/+40%+，彰显业绩增长信心。22 年公司分红率超 90%、股息率约 4.6%，低估值下分红率较高。考虑疫情扰动致 22 年业绩低于预期，我们将 23、24 年归母净利从 2.49、2.83 亿元下调至 2.08、2.59 亿元、预计 25 年归母净利 3.17 亿元，对应 PE 为 15/12/10X，维持“增持”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动、疫情反复、新能源汽车客户订单不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.86
一年最低/最高价	7.60/14.20
市净率(倍)	1.35
流通 A 股市值(百万元)	3,137.09
总市值(百万元)	3,169.63

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.02
资产负债率(% ,LF)	35.00
总股本(百万股)	291.86
流通 A 股(百万股)	288.87

相关研究

《兴业科技(002674)：2022 年中报点评：疫情扰动下业绩承压，新能源汽车内饰业务提升明显》

2022-08-24

《兴业科技(002674)：产能利用率、毛利率提升，共促业绩靓丽》

2022-04-12

图1: 进口盐渍牛皮价格走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 公司股权激励考核目标

对应考核	业绩考核目标	行权比例
2023 年净利润同比增速为 X1	$X1 \geq 50\%$	100%
	$50\% > X1 \geq 30\%$	80%
	$X1 < 30\%$	0
2024 年净利润同比增速为 X2	$X2 \geq 40\%$	100%
	$40\% > X2 \geq 20\%$	80%
	$X2 < 20\%$	0
2025 年净利润同比增速为 X3	$X3 \geq 40\%$	100%
	$40\% > X3 \geq 20\%$	80%
	$X3 < 20\%$	0

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

兴业科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,797	3,005	3,416	3,762	营业总收入	1,988	2,506	3,041	3,555
货币资金及交易性金融资产	1,108	1,610	1,607	1,959	营业成本(含金融类)	1,600	1,971	2,395	2,769
经营性应收款项	569	480	595	662	税金及附加	13	25	30	36
存货	1,016	815	1,101	1,030	销售费用	22	38	40	50
合同资产	0	0	0	0	管理费用	82	113	128	153
其他流动资产	102	101	113	112	研发费用	55	75	91	110
非流动资产	990	1,065	1,111	1,152	财务费用	10	5	-5	-6
长期股权投资	115	118	121	124	加:其他收益	27	8	9	7
固定资产及使用权资产	533	568	599	625	投资净收益	17	13	15	18
在建工程	93	113	133	153	公允价值变动	-12	0	0	0
无形资产	51	54	57	60	减值损失	-38	-27	-47	-54
商誉	24	52	56	60	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	200	272	340	415
其他非流动资产	173	158	143	128	营业外净收支	-4	-4	-5	-5
资产总计	3,787	4,071	4,527	4,914	利润总额	196	268	335	410
流动负债	1,180	1,228	1,391	1,420	减:所得税	28	38	47	57
短期借款及一年内到期的非流动负债	627	627	627	627	净利润	168	231	288	353
经营性应付款项	320	403	542	550	减:少数股东损益	17	23	29	35
合同负债	7	39	48	55	归属母公司净利润	151	208	259	317
其他流动负债	225	158	174	187	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.52	0.71	0.89	1.09
非流动负债	129	134	139	144	EBIT	204	292	367	453
长期借款	75	80	85	90	EBITDA	266	364	444	534
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.51	21.33	21.25	22.11
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	7.57	8.28	8.52	8.93
其他非流动负债	53	53	53	53	收入增长率(%)	15.14	26.07	21.37	16.89
负债合计	1,309	1,362	1,530	1,564	归母净利润增长率(%)	-16.96	37.82	24.89	22.46
归属母公司股东权益	2,350	2,558	2,817	3,135					
少数股东权益	128	151	180	215					
所有者权益合计	2,478	2,709	2,997	3,350					
负债和股东权益	3,787	4,071	4,527	4,914					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-111	647	118	470	每股净资产(元)	8.05	8.76	9.65	10.74
投资活动现金流	18	67	-8	-105	最新发行在外股份(百万股)	292	292	292	292
筹资活动现金流	104	-12	-13	-13	ROIC(%)	5.81	7.62	8.87	10.02
现金净增加额	15	701	98	351	ROE-摊薄(%)	6.41	8.11	9.20	10.13
折旧和摊销	62	71	76	81	资产负债率(%)	34.55	33.45	33.80	31.83
资本开支	-163	-153	-130	-130	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.05	15.27	12.23	9.99
营运资本变动	-400	309	-301	-23	P/B(现价)	1.35	1.24	1.13	1.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

