

相关研究

《PU合成革龙头企业,引领行业升级转型》2022.4

# 疫情影响扣非利润, 期待未来业绩拐点

2022年8月28日

**事件:** 公司 2022H1 实现收入 9.88 亿元、同增 3.77%, 实现归母净利 1.78 亿元、同增 160.80%, 扣非净利 0.17 亿元、同降 74.51%, EPS 为 0.83 元。上半年受国内疫情反复、俄乌冲突等影响, 收入增速相对较低, 土地房产等收储确认投资收益导致净利增速显著较高。2022Q2 公司实现收入 5.04 亿元、同降 1.15%, 实现归母净利 0.09 亿元、同降 78.16%, 扣非净利 0.04 亿元、同降 89.90%, 国内疫情反复导致公司收入同比下降, 毛利率下降导致利润显著下滑。

**点评:**

- **下游环保要求升级, 生态功能性合成革收入保持增长。**2022H1 公司生态功能性合成革实现收入 8.57 亿元、同增 1.12%, 疫情影响下公司积极应对低迷市场需求, 推动产品、客户结构升级, 下游客户环保要求不断提升, 公司生态功能性合成革收入保持增长。公司普通合成革实现收入 7044.80 万元、同降 0.41%, 受疫情影响收入同比略有下降。
- **原材料成本影响毛利率, 财务费用率同比下降。**1) 2022H1 公司毛利率同降 6.98PCT 至 17.28%, 主要由于原材料价格同比上涨约 20%-40%, 天然气平均价格同涨 38.5%, 产品提价速度、幅度相对较慢。2022Q2 毛利率为 16.23%, 受疫情影响同降 8.54PCT。2) 2022H1 公司销售、管理、研发、财务费用率同增-0.08PCT、0.23PCT、1.21PCT、-0.67PCT 至 3.00%、4.09%、7.14%、0.74%, 公司加大研发投入、促进产品、客户结构升级, 人民币贬值产生汇兑收益导致财务费用率下降。3) 2022H1 公司经营活动现金流净额为 1.88 亿元, 较 2021H1 的-1476.83 万元显著提升, 主要由于收入规模增加、加强应付账款管控。4) 2022H1 公司金寨路厂区土地、房产收储金额 2.05 亿元, 确认投资收益 1.59 亿元。
- **短期主业业绩有望迎来拐点, 长期成长空间仍较大。**上半年受国内疫情扩散、俄乌冲突等影响, 下游客户订单减少, 公司产能利用率相对较低, 且原油、能源价格上涨带来较大成本压力。公司为国内生态功能性 PU 革行业龙头, 积极拓展运动鞋、汽车、电子等赛道优质品牌客户, 下半年下游订单有望逐步恢复, 且产品提价应对成本上涨, 主业业绩预计将恢复增长。未来行业环保、安全、职业健康等要求不断提高, 公司加速与真皮、纺织品、TPU 等复合材料融合, 提升产品技术含量, 抢占海外竞争对手市场份额, 长期成长空间较大。
- **盈利预测与投资建议:** 由于疫情反复、俄乌冲突短期影响公司业绩表现, 我们下调公司 2022-2024 年 EPS 预测为 1.03/0.92/1.13 元 (原值为 1.58/1.24/1.50 元), 目前股价对应 22 年 11.74 倍 PE。我们看好公司研发创新能力较强, 产品、客户结构不断升级, 汽车、电子等新兴领域拓展及产能释放推动业绩增长, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格波动风险、海外及国内疫情反复、人民币汇率波

动风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,547	2,046	2,211	2,696	3,135
增长率 YoY %	-8.7%	32.3%	8.1%	21.9%	16.3%
归属母公司净利润 (百万元)	50	132	223	200	244
增长率 YoY%	-29.0%	161.4%	69.3%	-10.4%	22.1%
毛利率%	19.3%	22.9%	19.9%	23.4%	24.6%
净资产收益率ROE%	4.7%	11.7%	17.2%	14.2%	15.9%
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.61	1.03	0.92	1.13
市盈率 P/E(倍)	43.96	28.46	11.74	13.10	10.73
市净率 P/B(倍)	2.07	3.33	2.02	1.86	1.71

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年8月26日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>1,011</b>	<b>1,124</b>	<b>1,384</b>	<b>1,650</b>	<b>1,972</b>	
货币资金	393	294	483	586	751	
应收票据	1	0	2	2	3	
应收账款	162	214	231	282	328	
预付账款	2	4	3	4	4	
存货	343	472	486	567	649	
其他	110	139	178	208	236	
<b>非流动资产</b>	<b>1,069</b>	<b>1,079</b>	<b>1,024</b>	<b>983</b>	<b>904</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	915	881	865	835	780	
无形资产	50	45	45	45	45	
其他	104	153	114	104	79	
<b>资产总计</b>	<b>2,080</b>	<b>2,203</b>	<b>2,407</b>	<b>2,633</b>	<b>2,876</b>	
<b>流动负债</b>	<b>742</b>	<b>775</b>	<b>797</b>	<b>905</b>	<b>1,014</b>	
短期借款	210	180	150	160	170	
应付票据	8	0	11	13	14	
应付账款	289	374	411	479	548	
其他	234	221	226	254	282	
<b>非流动负债</b>	<b>156</b>	<b>173</b>	<b>173</b>	<b>173</b>	<b>173</b>	
长期借款	80	100	100	100	100	
其他	77	73	73	73	73	
<b>负债合计</b>	<b>898</b>	<b>948</b>	<b>970</b>	<b>1,078</b>	<b>1,187</b>	
少数股东权益	113	128	137	145	154	
归属母公司	1,069	1,127	1,300	1,411	1,535	
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,080</b>	<b>2,203</b>	<b>2,407</b>	<b>2,633</b>	<b>2,876</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,547	2,046	2,211	2,696	3,135	
同比 (%)	-8.7%	32.3%	8.1%	21.9%	16.3%	
归属母公司净利润	50	132	223	200	244	
同比 (%)	-29.0%	161.4%	69.3%	-10.4%	22.1%	
毛利率 (%)	19.3%	22.9%	19.9%	23.4%	24.6%	
ROE%	4.7%	11.7%	17.2%	14.2%	15.9%	
EPS (摊薄)(元)	0.23	0.61	1.03	0.92	1.13	
P/E	43.96	28.46	11.74	13.10	10.73	
P/B	2.07	3.33	2.02	1.86	1.71	
EV/EBITDA	11.42	13.89	13.22	8.19	6.59	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	<b>1,547</b>	<b>2,046</b>	<b>2,211</b>	<b>2,696</b>	<b>3,135</b>	
营业成本	1,248	1,578	1,771	2,066	2,363	
营业税金及附加	15	16	21	26	30	
销售费用	51	69	75	102	141	
管理费用	65	83	99	124	147	
研发费用	85	128	155	189	219	
财务费用	31	25	1	-1	-3	
减值损失合计	-15	-12	0	0	0	
投资净收益	3	5	143	13	16	
其他	24	7	11	13	13	
<b>营业利润</b>	<b>64</b>	<b>146</b>	<b>242</b>	<b>217</b>	<b>265</b>	
营业外收支	-10	-6	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>55</b>	<b>140</b>	<b>242</b>	<b>217</b>	<b>265</b>	
所得税	2	6	10	9	11	
<b>净利润</b>	<b>52</b>	<b>135</b>	<b>232</b>	<b>208</b>	<b>254</b>	
少数股东损	2	3	9	8	9	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>50</b>	<b>132</b>	<b>223</b>	<b>200</b>	<b>244</b>	
EBITDA	195	274	185	287	333	
EPS (当	0.23	0.61	1.03	0.92	1.13	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>150</b>	<b>137</b>	<b>173</b>	<b>234</b>	<b>287</b>	
净利润	52	135	232	208	254	
折旧摊销	108	104	95	98	99	
财务费用	26	22	7	7	7	
投资损失	-3	-5	-143	-13	-16	
营运资金变动	-56	-153	-19	-65	-58	
其它	23	34	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-92</b>	<b>-84</b>	<b>103</b>	<b>-45</b>	<b>-4</b>	
资本支出	-96	-91	-40	-58	-20	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	3	7	143	13	16	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-65</b>	<b>-149</b>	<b>-87</b>	<b>-87</b>	<b>-117</b>	
吸收投资	25	15	0	0	0	
借款	340	340	-30	10	10	
支付利息或股息	-50	-47	-57	-97	-127	
<b>现金流净增加额</b>	<b>-12</b>	<b>-97</b>	<b>189</b>	<b>103</b>	<b>165</b>	

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。