

兴业科技 (002674.SZ)

汽车内饰业务快速发展，激励计划彰显发展信心

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,726	1,988	2,621	3,074	3,550
增长率 yoy (%)	18.2	15.1	31.9	17.3	15.5
归母净利润(百万元)	181	151	213	266	329
增长率 yoy (%)	56.9	-17.0	41.4	24.8	23.7
ROE (%)	7.8	6.8	9.2	10.4	11.5
EPS 最新摊薄(元)	0.62	0.52	0.73	0.91	1.13
P/E (倍)	17.4	20.9	14.8	11.8	9.6
P/B (倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

2022 年营收同比增加 15.14%，23Q1 业绩表现亮眼。2022 年公司营业收入为 19.88 亿元，同比+15.14%；归母净利润 1.51 亿元，同比-16.96%；扣非后净利润 1.32 亿元，同比-22.19%；基本每股收益为 0.52 元，去年同期为 0.62 元。分季度来看，公司 2022Q4 实现营业收入 5.87 亿元，同比+19.60%，归母净利润 0.19 亿元，同比+373.86%；扣非后净利润 0.14 亿元，同比+325.74%。同时，公司公告一季度业绩，2023Q1 实现营业收入 4.64 亿元，同比+78.99%，归母净利润 0.28 亿元，同比+629.59%；扣非后净利润 0.23 亿元，同比+1501.28%。

22 年毛利率下降同时费用率微降，23Q1 净利率上升。公司 2022 年毛利率为 19.51%，同比-4.90pct。费用端，公司 2022 年期间费用率为 8.46%，同比-0.75pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.10%/4.11%/2.77%/0.48%，分别同比 -0.02pct/-0.44pct/-0.13pct/-0.17pct。公司 2022 年净利率为 8.43%，同比-2.05pct。分季度来看，公司 2022Q4 净利率为 4.56%，同比+3.76pct；2023Q1 净利率为 7.03%，同比+5.47pct。

汽车内饰业务快速放量，直销渠道营收增长迅速。分产品来看，鞋、包带用皮革/汽车内饰用皮革/二层皮胶原产品原料分别实现营收 15.61 亿元/3.09 亿元/0.516 亿元，占比 78.51%/15.52%/2.55%。鞋、包带用皮革/二层皮胶原产品原料营收同比-2.98%/+74.39%；毛利率为 19.48%/14.07%，同比-5.77pct/-9.11pct。2022 年度公司通过收购和增资的方式取得宏兴汽车皮革的控股权，借助宏兴汽车皮革的客户渠道，快速切入汽车内饰用皮革市场。2022 年度随着国内新能源车销售的快速增长，汽车内饰用皮革销量大幅度增长，毛利率达 23.85%。分渠道来看，公司直销/经销分别实现营收 12.93 亿元/6.95 亿元，同比+34.41%/-9.11%；毛利率为 19.25%/19.99%，同比-6.18pct/-3.12pct。

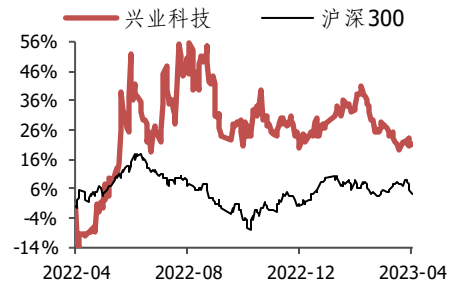
经营活动现金流量净额减少，存货周转速度减慢。现金流方面，2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为-1.11 亿元，去年同期为 1.35 亿元，主要系本报告期购买原材料支付货款增加所致。2022 年公司存货为 10.16 亿元，同比+39.12%，主要系本报告期新增控股子公司合并报表所致；存货周转天数

买入 (维持评级)

股票信息

行业	中小市值
2023 年 4 月 24 日收盘价(元)	10.86
总市值(百万元)	3,169.63
流通市值(百万元)	3,137.09
总股本(百万股)	291.86
流通股本(百万股)	288.87
近 3 月日均成交额(百万元)	20.58

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

分析师 黄淑妍

执业证书编号: S1070514080003

邮箱: huangsy@cgws.com

相关研究

- 《受益宏兴汽车并表，Q3 单季度营收同比增长 52.84%—兴业科技 (002674) 公司动态点评》2022-10-26
- 《天然皮革制造龙头，收购宏兴切入汽车内饰市场，第二增长曲线已成型—兴业科技 (002674) 公司深度报告》2022-10-10
- 《上半年业绩受疫情影响较大，宏兴汽车盈利能力改善明显—兴业科技 (002674) 公司动态点评》2022-08-25

为 196.56 天，同比增加 25.27 天，存货周转速度减慢。

拟收购联华皮革部分股权并向其增资，实现海外产能扩充和市场拓展。 公司子公司兴业国际于 2021 年 11 月份与 PT. CISARUA CIANJUR ASR 共同在印度尼西亚设立联华皮革工业有限公司，兴业国际持股比例 90%。联华皮革 2023 年度预计将具备天然牛头层皮革年加工 800 万平方英尺的生产能力，未来随着联华皮革业务的逐步拓展，其产能将有序扩张。2023 年 4 月 24 发布公告，兴业国际拟以人民币 50 万元收购 PT.CISARUACIANJUR ASRI 持有的联华皮革 5% 的股权，并向联华皮革增资人民币 4000 万元，本次股权转让和增资事项完成后，兴业国际将持有联华皮革 99% 的股权。

拟实施 2023 年股票期权激励计划，彰显发展信心。 本激励计划拟授予的股票期权数量 1670 万份，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 5.72%。其中首次占 80.24%，预留占 19.76%。股票期权的行权价格为每份 8.19 元，激励对象为董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干人员共计 251 人。有效期自股票期权首次授权之日起至激励对象获授的股票期权全部行权或注销之日止，最长不超过 60 个月。本激励计划首次授予部分股票期权业绩考核为以上一年度净利润为基数，具体目标如下表所示：

图表 1: 公司层面业绩考核要求

行权安排	对应考核	业绩考核目标	公司层面行权比例 (M)
第一个行权期	2023 年度较 2022 年度净利润增长率为 X1	$X1 \geq 50\%$	100%
		$50\% > X1 \geq 30\%$	80%
		$X1 < 30\%$	0
第二个行权期	2024 年度较 2023 年度净利润增长率为 X2	$X2 \geq 40\%$	100%
		$40\% > X2 \geq 20\%$	80%
		$X2 < 20\%$	0
第三个行权期	2025 年度较 2024 年度净利润增长率为 X3	$X3 \geq 40\%$	100%
		$40\% > X3 \geq 20\%$	80%
		$X3 < 20\%$	0

资料来源: 2023 年股票期权激励计划 (草案), 长城证券产业金融研究院

投资建议: 公司主要从事天然牛头层皮革的研发、生产与销售，拥有四大生产基地，采购与产量规模较大，拥有较强议价能力。面对下游市场变化，公司积极推动组织变革，调整客户结构和产品结构，有效扩充产品品类，同时通过技术中心针对制革工艺、产品开发进行研发，提升公司竞争力。由于疫情及环保等原因，中小厂商逐步出清，公司市场份额有望进一步提升。公司通过收购宏兴汽车皮革进入汽车内饰市场，弯道超车把握新能源汽车行业发展机遇，随着国产新势力品牌崛起，宏兴有望乘借行业东风实现快速发展，成为公司第二增长曲线。公司二层皮革及胶原蛋白业务稳步推进，未来有望成为公司第三增长极。测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.73 元、0.91 元、1.13 元，对应 PE 分别为 15X、12X、10X，维持“买入”的投资评级。

风险提示: 环保政策的风险，产品创新与技术进步的风险，主要原材料价格波动的风险，汇率风险，技术失密及核心技术人员流失的风险，流行趋势变化致使天然皮革在鞋面用皮革使用量减少的风险，中美贸易战的风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2512	2797	3311	3763	4251
现金	823	823	1086	1273	1471
应收票据及应收账款	229	412	434	558	587
其他应收款	2	6	4	8	6
预付账款	46	89	89	119	121
存货	731	1016	1247	1355	1615
其他流动资产	681	451	451	451	451
非流动资产	795	990	1144	1225	1296
长期投资	106	115	127	138	150
固定资产	480	529	677	752	817
无形资产	52	51	50	50	49
其他非流动资产	157	296	290	284	281
资产总计	3307	3787	4455	4988	5546
流动负债	632	1180	1560	1743	1867
短期借款	210	317	916	1033	1068
应付票据及应付账款	274	320	449	435	574
其他流动负债	148	543	195	275	224
非流动负债	349	129	128	117	105
长期借款	300	75	74	63	51
其他非流动负债	50	54	54	54	54
负债合计	981	1309	1688	1861	1972
少数股东权益	26	128	166	216	283
股本	292	292	292	292	292
资本公积	1267	1267	1267	1267	1267
留存收益	712	775	1025	1342	1738
归属母公司股东权益	2300	2350	2601	2911	3291
负债和股东权益	3307	3787	4455	4988	5546

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	135	-111	176	261	356
净利润	181	168	251	316	396
折旧摊销	59	60	64	82	98
财务费用	11	10	13	28	26
投资损失	-18	-17	-17	-17	-17
营运资金变动	-168	-400	-191	-216	-222
其他经营现金流	69	69	55	68	75
投资活动现金流	-558	18	-205	-155	-158
资本支出	76	163	206	152	157
长期投资	-497	226	-12	-12	-12
其他投资现金流	15	-44	12	9	11
筹资活动现金流	-75	104	-307	-36	-36
短期借款	-370	107	599	117	36
长期借款	300	-225	-1	-10	-12
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5	222	-904	-143	-60
现金净增加额	-501	15	-336	70	162

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1726	1988	2621	3074	3550
营业成本	1305	1600	2073	2383	2719
营业税金及附加	13	13	17	20	23
销售费用	19	22	29	34	39
管理费用	79	82	108	126	146
研发费用	50	55	73	85	98
财务费用	11	10	13	28	26
资产和信用减值损失	-61	-38	-51	-60	-69
其他收益	11	27	27	27	27
公允价值变动收益	3	-12	-5	-8	-6
投资净收益	18	17	17	17	17
资产处置收益	-1	-0	-0	-0	-0
营业利润	220	200	297	374	467
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	10	4	4	4	4
利润总额	210	196	293	370	463
所得税	29	28	42	54	67
净利润	181	168	251	316	396
少数股东损益	-0	17	38	51	67
归属母公司净利润	181	151	213	266	329
EBITDA	276	266	372	482	589
EPS (元/股)	0.62	0.52	0.73	0.91	1.13

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	18.2	15.1	31.9	17.3	15.5
营业利润 (%)	58.1	-9.1	48.6	25.9	24.9
归属母公司净利润 (%)	56.9	-17.0	41.4	24.8	23.7
获利能力					
毛利率 (%)	24.4	19.5	20.9	22.5	23.4
净利率 (%)	10.5	8.4	9.6	10.3	11.2
ROE (%)	7.8	6.8	9.2	10.4	11.5
ROIC (%)	6.6	5.7	7.3	8.6	9.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.7	34.6	37.9	37.3	35.5
净负债比率 (%)	-12.3	-4.0	-2.0	-4.4	-8.9
流动比率	4.0	2.4	2.1	2.2	2.3
速动比率	2.6	1.4	1.2	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	7.3	6.2	6.2	6.2	6.2
应付账款周转率	7.3	7.0	7.0	7.0	7.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.62	0.52	0.73	0.91	1.13
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	-0.38	0.60	0.89	1.22
每股净资产 (最新摊薄)	7.88	8.05	8.78	9.69	10.82
估值比率					
P/E	17.4	20.9	14.8	11.8	9.6
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.5	10.9	8.0	6.1	4.8

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686