



2023年4月25日

宏兴维持稳健，股权激励有望提振信心

兴业科技(002674)

评级:	买入	股票代码:	002674
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	14.2/7.4
目标价格:		总市值(亿)	31.70
最新收盘价:	10.86	自由流通市值(亿)	31.70
		自由流通股数(百万)	292

事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为19.88/1.51/1.32/-1.11亿元，同比下降-15.14%/16.96%/22.19%/182.43%，业绩低于市场预期主业由于主业Q4受到疫情影响，加回公允价值损失、资产减值损失后净利/扣非净利为1.92/1.73亿元，同比下降19%/23%；扣非净利低于净利主要由于政府补助(0.27亿元)同比增长(149%)；经营现金流为负、低于净利主要由于宏兴皮革购买原材料增加支付货款较大。22Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为5.87/0.19/0.15亿元、同比增长19.6%/373.9%/400%，剔除宏兴并表影响我们估计主业收入下降10%以上。22年每10股派发现金红利5元，股息率为4.60%。22年4月/11月公司分别受让宏兴汽车皮革45%/4%的股权，持有宏兴汽车皮革分别增至56%/60%，并于22年6月主导宏兴汽车的财务和经营管理。

2023Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为4.64/0.28/0.23亿元、同比增长78.99%/629.59%/1501.28%，净利增长好于收入主要由于毛利率提升、费用率下降、公允价值变动净收益增加。

公司发布股权激励计划草案，拟授予股票期权1,670万份。本次激励计划首次授权的激励对象总人数为251人，行权条件对应2023年-2025年净利增速最高行权目标为40% CAGR、80%行权目标为20-40% CAGR，行权价格为8.19元，本次激励计划需摊销总费用为0.42亿元，预计23/24/25/26年分别分摊0.15/0.18/0.07/0.02亿元。

公司公告拟收购“联华皮革”5%的股权、并增资4,000万元，完成后兴业国际将持有联华皮革99%的股权，有助于公司进一步拓展印尼市场，提高联华皮革产能。

分析判断:

主业Q4受到下游客户去库存影响。(1)分产品来看，鞋、包带用皮革/二层皮胶原产品原料/汽车内饰用皮革/其他领域用皮革收入分别为15.6/0.51/3.1/0.3亿元，同比增长-2.98%/74.39%/无/-29.88%。22年牛皮革销量/单价同比增长2.98%/12.7%，产能利用率为66.37%，下降4PCT。(2)分地区/渠道看，国内/国外销售收入为17.71/2.17亿元、同比增加18%/-3%；直销/经销销售收入为12.93/6.95亿元、同比增加34%/-9%。

(3)23Q1收入为4.64亿元，同比增长78.99%，主要由于相对22年同期新增子公司宏兴汽车。剔除宏兴并表影响，我们估计主业22Q4/23Q1收入增长-11%/14%。

宏兴汽车业绩符合市场预期。2022年6-12月宏兴汽车皮革收入/净利为3.1/0.29亿元，按还原股权比例计算宏兴自身同比增长221%/347%，净利率9.4%、提升3.4PCT，扩产、在优质客户份额提升、净利率改善逻辑均得以兑现。

控费、政府补助导致净利率降幅低于毛利率。(1)22年公司毛利率/净利率为19.51%/7.57%、同比下降4.9/2.1PCT，净利率下降主要由于毛利率下降及减值损失增加，资产减值/收入同比增加1.1PCT，信用减值/收入同比增加0.5PCT；22年销售/管理/研发/财务费用率分别为1.1%/6.88%/2.77%/0.48%，同比下降0.02/0.57/0.13/0.17PCT，其他收益/收入同比减少0.6PCT。22Q4公司净利率/毛利率分别为3.2%/19.0%，同比增加2.4/-1.2PCT，净利率增长好于毛利率主要由于Q4资产减值损失同比减少72%；销售/管理/研发/财务费用率分别为1.2%/4.97%/3.4%/1.3%，同比减少0.06/-0.04/-0.67/0.13PCT。23Q1公司净利率/毛利率分别为6.03%/17.7%，同比增加4.5/5.3PCT；销售/管理/研发/财务费用率分别为1.11%/6.34%/2.30%/0%，同比减少0.1/2.0/0.7/0.6PCT。(2)22年子公司瑞森皮革/兴宁皮业/宏兴汽车皮革(6-12月)分别实现净利润930.87/555.57/2933.50万元，净利率分别为4.06%/3.42%/9.42%。

存货增长，应收账款增长。22 年末存货为 10.16 亿元，同比增长 39.12%，存货周转天数 196.6 天、同比增加 25 天。应收账款为 4.12 亿元、同比增长 79.5%，应收账款周转天数为 58.1 天、同比增加 9 天。存货高企主要由于宏兴并表和宝泰新设，以及公司低价储备原材料。23Q1 存货为 11.98 亿元，同比增长 46.46%，周转天数为 261.1 天，同比减少 46 天。应收账款为 3.51 亿元、同比增长 123%，应收账款周转天数为 74 天，同比增加 7 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，宏兴皮革在收购后有望继续扩产，叠加净利率改善，尽管今年新能源车降价压力较大、市场观望气氛浓厚，但公司主要客户理想销售仍好于行业；（2）中期来看，宝泰皮革明年有望开始贡献利润；（3）长期来看，宏兴有望充分受益于汽车内饰国产替代的趋势，未来有望与主业收入占比各半。

下调 23/24 年收入预测 27.6/31.1 亿元至 26.7/30.4 亿元，新增 25 年收入预测 33.8 亿元，调整 23/24 年归母净利预测 2.36/2.81 亿元至 2.38/2.86 亿元，新增 25 年归母净利预测 3.46 亿元，对应调整 EPS0.081/0.96 元至 0.82/0.98 元，新增 25 年 EPS 为 1.19 元，2023 年 4 月 24 日收盘价 10.86 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 13/11/9X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情的不确定性，汽车客户销量低于预期风险，原材料价格波动风险，拟收购和增资项目尚未完成，存在不确定性，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,726	1,988	2,670	3,040	3,384
YoY (%)	18.2%	15.1%	34.3%	13.9%	11.3%
归母净利润(百万元)	181	151	238	286	346
YoY (%)	56.9%	-17.0%	58.1%	20.2%	21.0%
毛利率 (%)	24.4%	19.5%	21.0%	23.9%	25.0%
每股收益 (元)	0.62	0.52	0.82	0.98	1.19
ROE	7.9%	6.4%	9.2%	9.9%	10.7%
市盈率	17.48	21.05	13.32	11.08	9.16

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,988	2,670	3,040	3,384	净利润	168	266	349	431
YoY (%)	15.1%	34.3%	13.9%	11.3%	折旧和摊销	62	80	92	104
营业成本	1,600	2,109	2,313	2,537	营运资金变动	-400	147	-426	112
营业税金及附加	13	19	22	25	经营活动现金流	-111	501	19	671
销售费用	22	30	85	108	资本开支	-163	-101	-122	-141
管理费用	82	149	160	130	投资	166	-46	-53	-61
财务费用	10	15	9	13	投资活动现金流	18	-119	-143	-190
研发费用	55	80	94	102	股权募资	38	0	0	0
资产减值损失	-29	0	0	0	债务募资	156	0	0	0
投资收益	17	28	32	13	筹资活动现金流	104	-32	-33	-33
营业利润	200	312	407	503	现金净流量	15	350	-157	448
营业外收支	-4	-3	-3	-3					
利润总额	196	309	404	500	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	28	42	55	68	成长能力				
净利润	168	266	349	431	营业收入增长率	15.1%	34.3%	13.9%	11.3%
归属于母公司净利润	151	238	286	346	净利润增长率	-17.0%	58.1%	20.2%	21.0%
YoY (%)	-17.0%	58.1%	20.2%	21.0%	盈利能力				
每股收益	0.52	0.82	0.98	1.19	毛利率	19.5%	21.0%	23.9%	25.0%
					净利率	7.6%	8.9%	9.4%	10.2%
					总资产收益率 ROA	4.0%	5.7%	6.3%	6.8%
					净资产收益率 ROE	6.4%	9.2%	9.9%	10.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	823	1,173	1,016	1,464	流动比率	2.37	2.41	2.64	2.73
预付款项	89	74	82	89	速动比率	1.35	1.48	1.50	1.69
存货	1,016	1,029	1,294	1,299	现金比率	0.70	0.90	0.78	1.01
其他流动资产	868	876	1,053	1,113	资产负债率	34.6%	34.4%	31.7%	31.0%
流动资产合计	2,797	3,152	3,445	3,965	经营效率				
长期股权投资	115	122	129	137	总资产周转率	0.56	0.67	0.70	0.70
固定资产	529	522	520	519	每股指标 (元)				
无形资产	51	50	49	48	每股收益	0.52	0.82	0.98	1.19
非流动资产合计	990	1,030	1,082	1,141	每股净资产	8.05	8.87	9.85	11.03
资产合计	3,787	4,182	4,527	5,106	每股经营现金流	-0.38	1.72	0.06	2.30
短期借款	317	317	317	317	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	320	446	412	523	估值分析				
其他流动负债	543	546	576	613	PE	21.05	13.32	11.08	9.16
流动负债合计	1,180	1,308	1,305	1,453	PB	1.34	1.22	1.10	0.98
长期借款	75	75	75	75					
其他长期负债	54	54	54	54					
非流动负债合计	129	129	129	129					
负债合计	1,309	1,437	1,434	1,582					
股本	292	292	292	292					
少数股东权益	128	156	219	304					
股东权益合计	2,478	2,745	3,093	3,525					
负债和股东权益合计	3,787	4,182	4,527	5,106					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。