

短期业绩承压，看好超纤业务未来成长

2023年4月28日

事件： 公司发布2022年年报，报告期实现收入8.56亿元，同增4.24%，归母净利润为1.00亿元，同增-38.63%，扣非净利润为363.70万元，同增-97.67%，EPS为0.60元，每10股派息1元(含税)。22Q4实现营收3.22亿元，同增30.56%，归母净利润为4539.03万元，同增122.87%，扣非净利润-3454.78万元，同增-273.43%，由盈转亏。公司水性超纤产品获得客户认可，收入快速增长，毛利率上升、研发及管理费用率下降推动归母净利润增长。23Q1实现营收1.49亿元，同增10.38%，归母净利润为-569.15万元，同增-133.26%，扣非净利润为-1135.66万元，同增-231.55%，盈利下滑。

点评：

- **牛皮革业务承压，超纤业务表现亮眼。**分产品看，2022年牛皮革整皮实现营收5.61亿元，同增-10.32%，系受主机厂对车用牛皮革需求萎缩影响。2022年超纤革实现营收2477.33万元，同增12533.39%；绒面超纤实现营收1.23亿元，同增137.26%，超纤产品实现销售量119.08万平方米，同比增长229.31%，超纤业务发展动能强劲。超纤产品22年共销售119.1万平方米，同增229%，实现营收1.48亿元，同增184%，占比17.3%，同增10.9PCT，增长迅速。
- **产品结构调整毛利率有所下滑，可转债发行计提财务费用增加。**1) 由于产品结构调整、新冠疫情等影响，2022年公司毛利率同降7.72PCT至32.49%。分产品看，真皮整皮、裁片、绒面超纤、超纤革毛利率分别为41.44%、9.69%、33.26%、1.19%，同增-4.91%、-21.87%、7.95%、-0.22%。23Q1毛利率同降6.92PCT至21.04%，主要由于乘用车需求同比减少、产能利用率下降影响。2) 2022年公司保持各项费用基本稳定，销售、管理、研发、财务费用率为1.68%、6.61%、11.62%、0.44%，同增0.35PCT、0.05PCT、1.13PCT、2.74PCT。其中公司持续加强研发投入，不断加强新材料和核心化料的开发；财务费用增加主要系报告期内公开发行可转债，计提财务费用增加。3) 2022年公司经营现金流净额为0.82亿元，同增26.43%，现金流有所改善。
- **深耕新能源汽车内饰市场，打造“水性超纤”第二增长曲线。**公司继续聚焦汽车内饰材料行业主航道，以中高端市场为重心、低端市场为补充，深耕新能源汽车市场，增强品牌竞争力。2022年公司先后获得两家国内知名新能源主机厂合计8亿元真皮革项目定点、3亿元全新产品绒面超纤革项目定点，进一步巩固核心竞争优势。短期受汽车行业价格竞争等影响公司收入业绩承压，我们预计未来行业需求将逐步改善，公司皮革、超纤产品竞争力突显，订单释放后业绩有望改善。
- **盈利预测与投资建议：**我们下调公司2023-2024年EPS预测为1.08/1.59元(原值为1.30/1.79元)，新增2025年EPS预测为2.01元，目前股价对应23年21.54倍PE。我们看好公司在汽车内饰行业运营经验丰富，为本土优质供应商，长期发展空间大，维持“买入”评

级。

➤ **风险因素：**原材料价格大幅波动、劳动力成本上升。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	821	856	1,106	1,403	1,706
增长率 YoY %	1.6%	4.2%	29.2%	26.9%	21.6%
归属母公司净利润(百万元)	163	100	176	258	327
增长率 YoY%	-25.9%	-38.6%	75.8%	46.6%	26.6%
毛利率%	40.2%	32.5%	33.4%	35.8%	39.3%
净资产收益率 ROE%	9.4%	5.2%	8.8%	12.0%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	0.98	0.60	1.08	1.59	2.01
市盈率 P/E(倍)	36.89	49.45	21.54	14.69	11.60
市净率 P/B(倍)	3.45	2.58	1.90	1.77	1.61

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月28日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,841	2,297	3,369	3,641	3,935	
货币资金	831	915	1,560	1,623	1,761	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	318	395	444	626	774	
预付账款	4	4	5	6	7	
存货	565	630	904	908	902	
其他	123	354	455	478	490	
非流动资产	829	1,012	1,120	1,202	1,244	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	339	465	569	635	661	
无形资产	107	150	175	200	225	
其他	383	397	376	367	358	
资产总计	2,669	3,309	4,489	4,844	5,179	
流动负债	663	609	1,039	1,239	1,367	
短期借款	353	244	270	310	325	
应付票据	70	118	116	152	183	
应付账款	178	203	363	420	454	
其他	62	44	290	358	406	
非流动负债	243	783	1,456	1,456	1,456	
长期借款	0	60	60	60	60	
其他	243	723	1,396	1,396	1,396	
负债合计	906	1,392	2,495	2,695	2,823	
少数股东权益	17	0	0	0	0	
归属母公司	1,746	1,917	1,994	2,149	2,356	
负债和股东权益	2,669	3,309	4,489	4,844	5,179	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	821	856	1,106	1,403	1,706	
同比(%)	1.6%	4.2%	29.2%	26.9%	21.6%	
归属母公司净利润	163	100	176	258	327	
同比(%)	-25.9%	-38.6%	75.8%	46.6%	26.6%	
毛利率(%)	40.2%	32.5%	33.4%	35.8%	39.3%	
ROE%	9.4%	5.2%	8.8%	12.0%	13.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.98	0.60	1.08	1.59	2.01	
P/E	36.89	49.45	21.54	14.69	11.60	
P/B	3.45	2.58	1.90	1.77	1.61	
EV/EBITDA	26.18	29.55	14.12	10.25	7.32	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	821	856	1,106	1,403	1,706	
营业成本	491	578	737	901	1,035	
营业税金及附加	7	6	6	7	9	
销售费用	11	14	17	21	26	
管理费用	54	57	61	77	94	
研发费用	86	99	100	126	154	
财务费用	-19	4	10	13	13	
减值损失合计	-12	-6	-4	-5	-5	
投资净收益	-1	3	1	0	2	
其他	9	16	83	101	60	
营业利润	188	111	256	353	434	
营业外收支	-5	-1	-49	-49	-49	
利润总额	182	110	207	304	385	
所得税	19	10	31	46	58	
净利润	163	100	176	258	327	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	163	100	176	258	327	
EBITDA	216	168	273	374	507	
EPS(当年)(元)	0.98	0.60	1.08	1.59	2.01	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	65	82	452	404	493	
净利润	163	100	176	258	327	
折旧摊销	46	55	87	103	117	
财务费用	14	41	34	42	44	
投资损失	0	-3	-1	0	-2	
营运资金变动	-163	-120	124	-4	13	
其它	4	8	32	4	-6	
投资活动现金流	-284	-435	-373	-234	-206	
资本支出	-187	-279	-244	-234	-208	
长期投资	-97	-158	-130	0	0	
其他	0	2	1	0	2	
筹资活动现金流	187	507	566	-106	-149	
吸收投资	12	0	-4	0	0	
借款	403	1,000	26	40	15	
支付利息或股息	-132	-60	-129	-146	-164	
现金流净增加额	-32	153	645	63	139	

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。

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	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@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	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	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@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
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。