

汽车内饰业务动能强劲，股权激励彰显信心

2023年4月28日

事件： 公司发布2022年年报，2022年实现收入19.88亿元，同增15.14%，归母净利润为1.51亿元，同增-16.96%，扣非净利润为1.32亿元，同增-22.19%，EPS为0.5159元，同增-16.95%。2022Q4实现营收5.87亿元，同增19.60%，归母净利润1882.70万元，同增373.86%。公司皮革主业受疫情影响收入下滑，新增宏兴皮革收入并表推动整体收入增长。23Q1实现营收4.64亿元，同增78.99%，归母净利润2837.76万元，同增629.60%，营收状况改善。

点评：

- **鞋包带用皮革营收小幅下降，汽车内饰用皮革势能强。**分产品看，2022年鞋包带用皮革实现营收15.61亿元，同增-2.98%，主要系市场终端消费疲软导致收入小幅下降。牛皮层皮革销售量为1.08亿平方英尺，同增2.98PCT，产量为1.09亿平方公尺，同增4.84%，基本实现产销相抵，库存量同增49.38%至1570.95万平方英尺，系收购宏兴汽车皮革所致。2022年6月公司收购宏兴汽车皮革，开拓汽车内饰用皮革业务，该项业务22年贡献营收3.09亿元，营业收入占比达15.52%，为公司贡献新增长。宝泰皮革方面，22年宝泰二层皮业务分别贡献收入、净利润2.18、0.08亿元，伴随厂房、设备持续建设，有望贡献新的收入增量。
- **单价下滑成本上涨毛利率承压、各项费用持续优化。**1) 受公司主要牛皮产品销售单价的下滑和单位原材料成本的增长影响，2022年整体毛利率同降4.90PCT至19.51%。分产品看，22年鞋包带用皮革、二层皮胶原原料毛利率分别为19.48%、14.07%，同比下滑5.77PCT、9.17PCT，汽车内饰皮革毛利率为23.85%。23Q1毛利率同增5.35PCT至17.76%，盈利能力上升。2) 2022年公司严格把控各项费用，实现稳中有降，销售、管理、研发、财务费用率为1.10%、4.11%、2.77%、0.48%，同增-0.02PCT、-0.44PCT、-0.13PCT、-0.17PCT。3) 2022年公司经营现金流净额为-1.11亿元，同增-182.43%，主要系2022年购买原材料支付货款增加所致。
- **主业、汽车皮革业务优势协同，打造业绩第二增长曲线。**2022年国内经济放缓、消费市场低迷，公司在传统主业方面，持续深入挖掘市场，巩固技术优势，并实现分事业部管理机制，在为客户开发新品面料的同时，实现多批次、短交期、柔性化供应，巩固鞋包用皮革行业龙头优势。新业务方面，22年公司乘新能源汽车销量快速成长红利，发挥宏兴汽车皮革渠道优势与公司原材料资源、制造和资金优势的协同效应，打开新的业绩增长点。
- **发布股权激励彰显业绩增长信心。**公司发布股票期权激励计划草案，拟授予股票期权1670万份，激励人数为251人，行权价格为8.19元，条件为对23-25年三个行权期内，实现净利润同增50%/40%/40%+执行行权比例100%，实现净利润同增30-50%/20-40%/20-40%执行行权比

例 80%，彰显业绩增长信心，同时公司现金流稳健，实本计划施本计划对日常经营影响较小。

- **盈利预测与投资建议：**我们调整公司 2023-2024 年 EPS 预测为 0.79/1.01 元（原值为 0.87/0.98 元），新增 2025 年 EPS 预测为 1.24 元，目前股价对应 23 年 14.46 倍 PE。我们看好公司新能源汽车订单放量，疫情管控调整后未来新能源汽车皮革、胶原蛋白业务成长空间较大，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)	1,726	1,988	2,612	3,038	3,451
增长率 YoY %	18.2%	15.1%	31.4%	16.3%	13.6%
归属母公司净利润(百万元)	181	151	232	293	363
增长率 YoY%	56.9%	-17.0%	54.1%	26.5%	23.7%
毛利率%	24.4%	19.5%	20.6%	20.9%	21.4%
净资产收益率 ROE%	7.9%	6.4%	9.0%	10.2%	11.2%
EPS(摊薄)(元)	0.62	0.52	0.79	1.01	1.24
市盈率 P/E(倍)	18.08	20.95	14.46	11.43	9.24
市净率 P/B(倍)	1.42	1.34	1.30	1.17	1.04

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	2,512	2,797	2,732	2,929	2,897	
货币资金	823	823	700	700	500	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	229	412	358	416	473	
预付账款	46	89	79	91	103	
存货	731	1,016	1,132	1,246	1,332	
其他	682	457	463	476	489	
非流动资产	795	990	1,380	1,635	1,809	
长期股权投资	106	115	205	265	315	
固定资产	480	529	746	858	914	
无形资产	52	51	119	187	255	
其他	157	296	311	326	326	
资产总计	3,307	3,787	4,112	4,564	4,706	
流动负债	632	1,180	1,256	1,414	1,192	
短期借款	210	317	328	396	89	
应付票据	115	24	171	198	223	
应付账款	159	296	256	296	334	
其他	148	543	501	524	546	
非流动负债	349	129	129	129	129	
长期借款	300	75	75	75	75	
其他	50	54	54	54	54	
负债合计	981	1,309	1,385	1,543	1,321	
少数股东权益	26	128	145	146	146	
归属母公司	2,300	2,350	2,582	2,876	3,239	
负债和股东权益	3,307	3,787	4,112	4,564	4,706	

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	1,726	1,988	2,612	3,038	3,451	
同比 (%)	18.2%	15.1%	31.4%	16.3%	13.6%	
归属母公司净利润	181	151	232	293	363	
同比 (%)	56.9%	-17.0%	54.1%	26.5%	23.7%	
毛利率 (%)	24.4%	19.5%	20.6%	20.9%	21.4%	
ROE%	7.9%	6.4%	9.0%	10.2%	11.2%	
EPS (摊薄) (元)	0.62	0.52	0.79	1.01	1.24	
P/E	18.08	20.95	14.46	11.43	9.24	
P/B	1.42	1.34	1.30	1.17	1.04	
EV/EBITDA	10.98	11.41	9.03	7.45	6.01	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,726	1,988	2,612	3,038	3,451	
营业成本	1,305	1,600	2,076	2,403	2,712	
营业税金及附加	13	13	18	21	24	
销售费用	19	22	31	39	52	
管理费用	79	82	110	152	190	
研发费用	50	55	73	91	104	
财务费用	11	10	12	25	31	
减值损失合	-59	-29	-5	-5	-5	
投资净收益	18	17	31	46	59	
其他	11	5	34	30	35	
营业利润	220	200	353	376	427	
营业外收支	-10	-4	-60	-30	0	
利润总额	210	196	293	346	427	
所得税	29	28	44	52	64	
净利润	181	168	249	294	363	
少数股东损益	0	17	17	1	0	
归属母公司	181	151	232	293	363	
EBITDA	270	266	373	461	554	
EPS (当年) (元)	0.62	0.52	0.79	1.01	1.24	

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	135	-111	391	286	336	
净利润	181	168	249	294	363	
折旧摊销	60	62	85	91	96	
财务费用	26	20	22	24	18	
投资损失	-18	-17	-31	-46	-59	
营运资金变	-168	-400	2	-113	-87	
其它	55	57	65	35	5	
投资活动现金流	-558	18	-504	-329	-211	
资本支出	-75	-163	-445	-315	-220	
长期投资	-497	166	-90	-60	-50	
其他	14	15	31	46	59	
筹资活动现金流	-75	104	-11	44	-324	
吸收投资	19	38	0	0	0	
借款	624	463	11	68	-306	
支付利息或股息	-23	-110	-22	-24	-18	
现金流净增加额	-501	15	-123	0	-200	

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。