

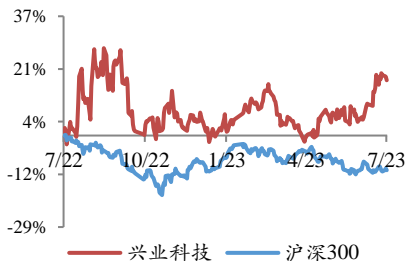
传统主业持续复苏，汽车内饰革释放成长弹性

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-07-13

收盘价(元)	12.17
近12个月最高/最低(元)	13.22/10.09
总股本(百万股)	292
流通股本(百万股)	289
流通股比例(%)	98.97
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	35

公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

电话：15110377548

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **以牛皮革为核心，车内饰、皮胶原驱动成长。**兴业科技三十年专注中高端天然牛头层皮，覆盖下游鞋服、箱包等国内外头部客户。汽车内饰及皮胶原释放成长弹性，公司分别于2019年和2022年收购宝泰皮革、宏兴皮革，开拓二层皮和汽车内饰皮革业务。2022年公司实现收入19.88亿元，同比+15.14%，其中宏兴汽车皮革并表后6-12月收入/净利润分别为3.1亿元/2933.5万元，宝泰皮革2022年营收/净利润分别为2.2亿元/773.7万元。23Q1需求复苏，叠加汽车革和二层皮业务贡献业绩增量，公司收入/归母净利润同比分别+78.99%/+629.59%。皮包带传统下游形成复苏趋势，汽车内饰皮革及皮胶原扩产驱动增长。
- **牛皮革主业根基深厚，利用率复苏、海外产能投产。**天然皮革使用寿命长，安全性、透气性和舒适程度无法被人造皮革取代，广泛运用于高端鞋服箱包领域。下游需求回暖带动国内皮革市场复苏，根据国家统计局数据，2022年规模以上皮革企业收入同增7.5%至1.13万亿元。兴业科技是国内牛皮革行业龙头，服务于百丽、奥康、红蜻蜓、哥伦比亚、天伯伦等国内外优质品牌客户。当前伴随国内终端持续复苏，产能利用率有望逐步回升，公司与阿迪达斯供应商合资成立的印尼联华预计2023年将具备年加工800万平方英尺天然牛头层皮革产能，公司海外收入占比已经从2017年的1.3%提升至2022年的10.8%，后续仍将持续拓展国际客户带动海外收入增长。
- **子公司宏兴皮革有客户优势，产能扩张迎接新能源客户放量。**新能源汽车快速增长驱动汽车内饰皮革需求增加，QYResearch测算当前全球市场规模约400亿元。汽车皮革对于产品品质要求更高，主机厂考察严格，工艺及资质壁垒高于传统皮革业务，市场由外资和进口产品占据主要份额，近年国内汽车皮革企业份额不断提升，汽车内饰革享受国产替代及需求高增速双重驱动。公司子公司宏兴皮革，是理想、蔚来、问界等主机厂供应商，具备成熟客户资源渠道，6月并表后贡献2022年合并报表收入3.11亿元，盈利能力高于传统鞋包带上游，并具有提升空间。公司具备皮革技术积累、规模采购优势和资金优势，助力汽车皮革有序扩产，产能扩张打开接单瓶颈。
- **拓展胶原蛋白原材业务，成长潜力可期。**公司二级子公司福建宝泰通过二层皮加工提取胶原蛋白原材，切入胶原蛋白市场。胶原蛋白具备高拉伸强度、低抗原活性、低刺激性等优异性能，广泛用于医疗、护肤和食品领域。据Grand View Research的预计，2027年全球和中国胶原蛋白市场规模分别达到226.22亿美元和15.76亿美元，市场前景广阔。宝泰皮革于2022年正式投产，已有胶原蛋白制作肠衣产品出口至澳洲，属于增量业务，2022年皮胶原收入5067万元。二层皮提取胶原蛋白原材系公司主业副产品，依托皮革资源优势，伴随产能投放及下游市场拓展，市场潜力带来盈利弹性可期。
- **盈利预测**
公司是国内牛皮革行业龙头，鞋包带皮革稳健增长，通过印尼扩产和设

立越南贸易子公司挖掘海外市场。汽车革方面，宏兴皮革具备客户优势，借力公司皮革积淀和规模优势有序扩产并持续拓客。宝泰皮革挖掘二层皮价值，二层革和胶原蛋白原材业务伴随产能投放和客户拓展有望释放产值。公司主业持续复苏，汽车内饰和胶原蛋白原材等新业务释放盈利弹性，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.3/2.9/3.6 亿元，对应 PE 为 16/12/10 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格波动；产能扩张不及预期；下游需求下滑。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1988	2516	3083	3659
收入同比 (%)	15.1%	26.6%	22.6%	18.7%
归属母公司净利润	151	228	289	356
净利润同比 (%)	-17.0%	51.7%	26.3%	23.5%
毛利率 (%)	19.5%	20.7%	21.3%	21.6%
ROE (%)	6.4%	9.4%	10.6%	11.6%
每股收益 (元)	0.52	0.78	0.99	1.22
P/E	20.95	15.55	12.31	9.97
P/B	1.34	1.46	1.31	1.15
EV/EBITDA	11.41	8.72	7.07	5.86

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 以牛皮革为核心，车内饰、皮胶原驱动成长.....	6
1.1 三十年深耕牛皮革行业，拓展至汽车皮革和二层皮胶原业务.....	6
1.2 公司股权集中，实控人家族掌控力强.....	8
1.3 利润率上行，得益于结构优化和成本控制.....	11
2 牛皮革主业根基深厚，利用率复苏、海外产能投产.....	16
2.1 天然皮革行业需求回暖，环保趋严出清低端产能.....	17
2.2 主业根基深厚，优选客户、稳定发展.....	19
3 依托皮革积淀切入汽车皮革和胶原蛋白赛道，打造第二增长曲线.....	22
3.1 汽车内饰皮革产品附加值高、国产替代持续推进.....	22
3.2 收购宏兴汽车皮革，双向赋能拓展汽车皮革内饰业务.....	26
3.3 福建宝泰拓展胶原蛋白原材业务，成长潜力可期.....	27
4 盈利预测和估值探讨.....	29
风险提示：.....	31
财务报表与盈利预测.....	32

图表目录

图表 1 兴业科技历史沿革	6
图表 2 公司收入及增速	7
图表 3 公司归母净利润及增速	7
图表 4 公司牛皮革传统主业收入及增速	8
图表 5 公司 2022 年分产品收入占比	8
图表 6 公司分地区收入占比	8
图表 7 公司分渠道收入占比	8
图表 8 公司股权结构	9
图表 9 宝泰皮革股权结构	10
图表 10 宏兴皮革股权结构	10
图表 11 兴业科技高管及经历	10
图表 12 公司股权激励对象及分配情况	11
图表 13 公司股权激励目标	11
图表 14 可比公司杜邦分析	12
图表 15 公司 2017-23Q1 杜邦分析	12
图表 16 可比公司销售毛利率	12
图表 17 可比公司销售净利率	12
图表 18 生牛皮进口价格及公司毛利率波动	13
图表 19 公司分地区毛利率	13
图表 20 可比公司销售费用率	13
图表 21 可比公司管理费用率	13
图表 22 可比公司财务费用率	14
图表 23 可比公司研发费用率	14
图表 24 可比公司存货周转率	14
图表 25 兴业科技存货 (亿元)	14
图表 26 公司经营活动产生的现金流量净额 (百万元)	15
图表 27 皮革行业产业链	16
图表 28 全球真皮革比重	17
图表 29 中国真皮革比重	17
图表 30 21H1 中国皮革行业规上企业收入占比结构	17
图表 31 中国皮鞋产量及增速	17
图表 32 天然革和人造革的差别	18
图表 33 规模以上皮革毛皮羽毛制品及制鞋业利润总额	18
图表 34 规模以上皮革毛皮羽毛制品及制鞋业收入总额	18
图表 35 兴业科技产能梳理	19
图表 36 公司产能及产能利用率 (百万平方英尺, %)	19
图表 37 公司产销量 (百万平方英尺)	19
图表 38 公司拥有海内外优质品牌客户	20
图表 39 兴业科技前五大客户集中度	21
图表 40 公司海外收入及增速	21
图表 41 汽车内饰	22

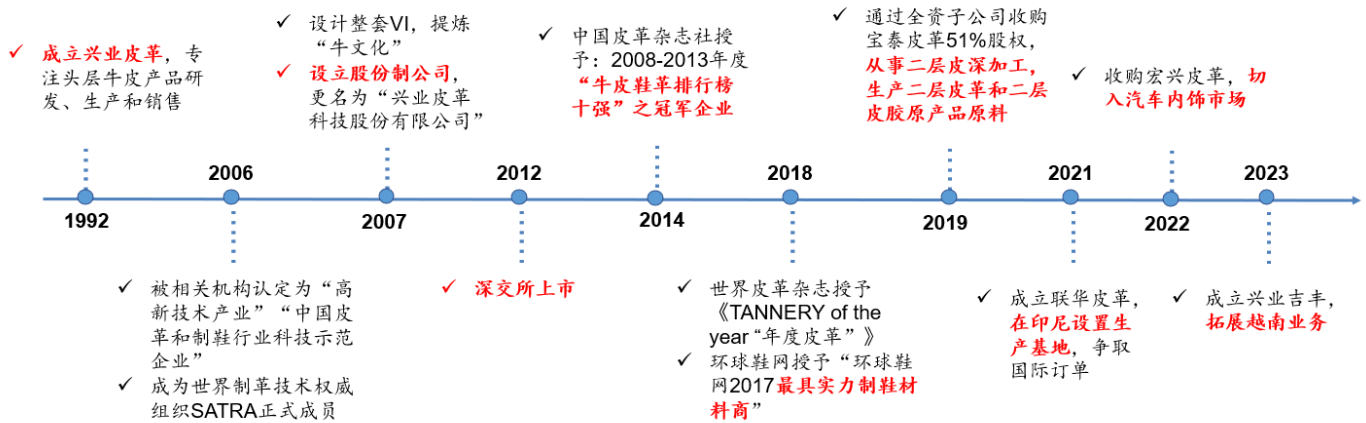
图表 42 中国汽车产量及增速.....	23
图表 43 中国新能源车产量及增速.....	23
图表 44 汽车内饰皮革供应商资质考核要求.....	23
图表 45 皮革行业毛利率对比 (%).....	24
图表 46 明新旭腾汽车革单价高于兴业科技传统牛皮革单价.....	24
图表 47 海内外汽车内饰企业梳理.....	25
图表 48 2022 年国内汽车内饰企业产能梳理.....	25
图表 49 2020 年国内汽车内饰皮革行业格局.....	25
图表 50 汽车内饰企业收入及增速 (亿元, %).....	26
图表 51 汽车内饰企业净利润及增速 (亿元, %).....	26
图表 52 宏兴汽车皮革进入多家整车厂供应体系.....	26
图表 53 理想汽车营收及增速.....	27
图表 54 蔚来汽车收入及增速.....	27
图表 55 全球胶原蛋白市场规模.....	28
图表 56 中国胶原蛋白市场规模.....	28
图表 57 胶原蛋白应用领域.....	28
图表 58 公司收入预测.....	30
图表 59 公司近三年 PE-TTM 变动.....	30
图表 60 可比公司估值.....	31

1 以牛皮革为核心，车内饰、皮胶原驱动成长

1.1 三十年深耕牛皮革行业，拓展至汽车皮革和二层皮胶原业务

州载耕耘牛皮革行业，以皮革为核心，拓展业务边际。兴业科技成立于 1992 年，专注于中高端天然牛头层皮产品研发、生产与销售，公司皮革产品广泛应用于鞋服、箱包等产品，获得百丽、思加图、红蜻蜓、BALLY、Giorgio Armani 等海内外优质品牌客户青睐，并且开发功能性皮革用于智能手表表带、手机壳、家具家居等下游产品。公司是国内天然皮革鞣制龙头，形成了安海本部、安东厂区、全资子公司瑞森皮革和兴宁皮业等生产基地。公司 2021 年收购的控股子公司宏兴皮革从事汽车内饰皮革的研发、生产和销售，供给蔚来汽车、理想汽车、吉利汽车等多家主机厂的多款车型。公司全资子公司瑞森皮革 2019 年收购的控股子公司宝泰皮革从事二层皮深加工以及胶原蛋白原材业务。

图表 1 兴业科技历史沿革



资料来源：公司官网，华安证券研究所

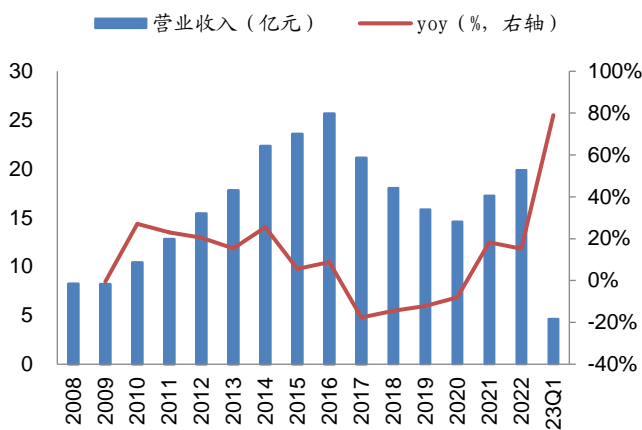
公司业绩波动，2021 年伴随疫情好转有所复苏。

- **2012 年之前**伴随国内纺织服饰行业发展，呈现量利齐升态势。由于国内纺织服装行业快速发展以及公司制革技术领先，兴业科技 2008-2012 年收入和归母净利润 CAGR 分别为 16.99%和 21.74%，基本呈现逐年递增的趋势。
- **2012-2016 年**：上市后扩产能带来收入增加，利润部分承压。兴业科技于 2012 年上市，募资扩产 150 万张高档牛皮加工项目，募投项目投产带动公司产销提升，2012-2016 年收入 CAGR 为 13.55%。公司 2014 和 2015 年净利润下滑明显，主要是下游需求疲软以及原材料价格波动，同时电商平台的发展带动市场向廉价低端产品倾斜，进一步加剧了市场竞争。公司 2014 和 2015 年归母净利润分别下滑-32.41%和-88.91%，2012-2016 年净利润 CAGR 为-18.83%。
- **2017-2020 年**：关闭产线+优化结构，通过业务调整收窄利润降幅。由于市

场需求疲软，公司在 2018 年终止了“福建瑞森皮革有限公司年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目”。行业中低端产能过剩，公司不断优化产品结构、提升研发能力，通过精简附加值相对较低的产品保障盈利能力稳定。公司 2017-2020 年收入 CAGR 为-11.58%，归母净利润 CAGR 为 36.79%，主要是精简产线收窄规模，同时优化产品结构提升利润率，2017 至 2020 年公司销售毛利率从 8.33%提升至 18.83%。

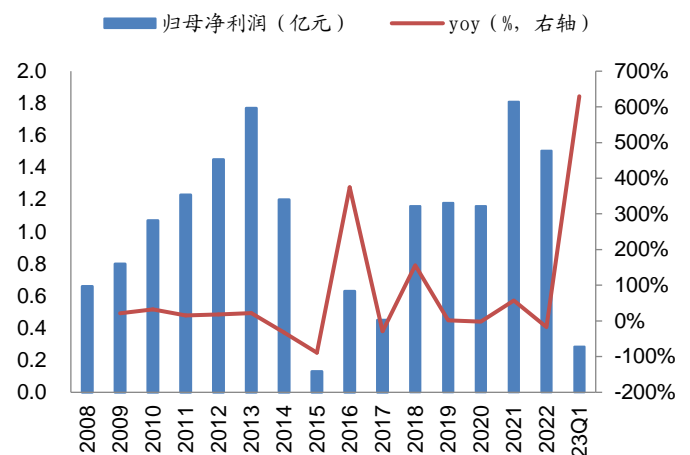
- **2021 年至今：需求恢复叠加业务拓展，公司业绩持续增长。**2021 年海外订单回流，兴业科技营业收入 17.26 亿元，同比+18.21%；归母净利润 1.81 亿元，同比+56.93%。2022 年宏兴皮革并表贡献收入增量，但受公共卫生事件以及传统鞋包带皮革需求下滑的影响，公司收入和归母净利润同比分别+15.14%和-15.96%。23Q1 汽车革和二层皮业务贡献业绩增量，公司收入和归母净利润同比分别+78.99%和+629.59%。

图表 2 公司收入及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

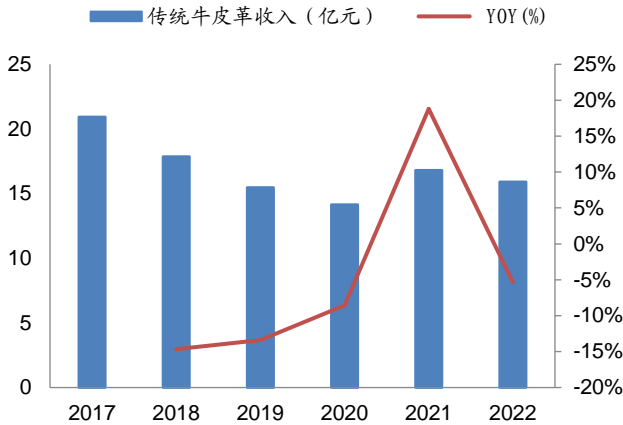
图表 3 公司归母净利润及增速



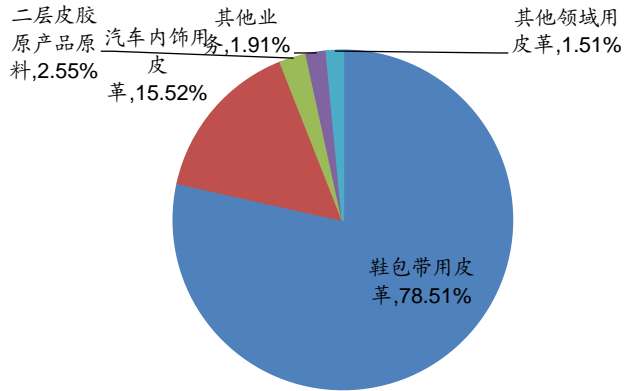
资料来源：wind，华安证券研究所

牛皮革为公司主营业务，自 2022 年由传统鞋包带产品向汽车内饰等拓展。公司以牛皮革业务为主，最初供给下游鞋包带厂商皮革，2019 和 2022H1 分别通过收购孙公司宝泰皮革和子公司宏兴皮革拓展二层皮胶原业务和汽车内饰用皮革业务。目前鞋包带皮革仍为公司最主要的收入来源，2022 年业务收入占比 78.51%；22H1 公司切入汽车内饰市场，汽车内饰用皮革可用于汽车座椅、方向盘、中控台等表面材料，宏兴皮革是蔚来、理想、吉利等多家主机厂的供应商，公司的牛皮革积淀后续将赋能汽车内饰皮革业务，持续拓展汽车内饰市场，提升收入和盈利能力。

图表 4 公司牛皮革传统主业收入及增速



图表 5 公司 2022 年分产品收入占比

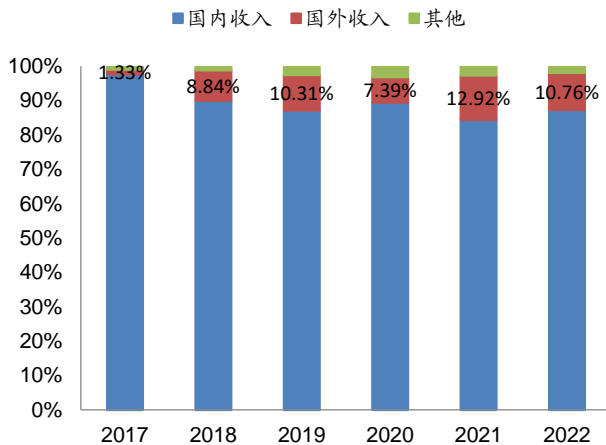


资料来源: wind, 华安证券研究所; 注: 包括鞋包带皮革和其他用皮革, 剔除 2022 年并入的汽车皮革和皮胶原业务

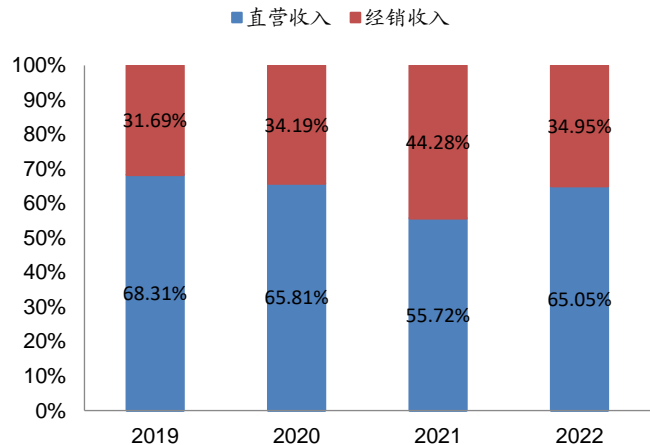
资料来源: wind, 华安证券研究所

公司供给海内外优质客户, 直销+经销拓展市场。公司产品主要在国内市场销售, 占比超过 80%, 公司今年积极拓展海外市场, 2017 年至 2022 年海外收入 CAGR 达到 50.14%, 尤其是 2021 年由于海外疫情订单回流海外收入占比从上年的 7.39% 增加至 12.92%, 2022 年海外收入占比 10.76%, 海外优质客户包括哥伦比亚、天柏伦、OLUKAI 等。公司采用直销加经销的销售模式, 围绕粤闽、川渝、温州等国内主要皮革产品生产基地搭建销售渠道, 2019 年至 2022 年以来公司经销渠道收入占比从 31.69% 提升至 34.95%, 通过经销渠道拓展区域市场, 了解市场中小客户的需求和产品特点, 针对性的开发产品进行销售。

图表 6 公司分地区收入占比



图表 7 公司分渠道收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

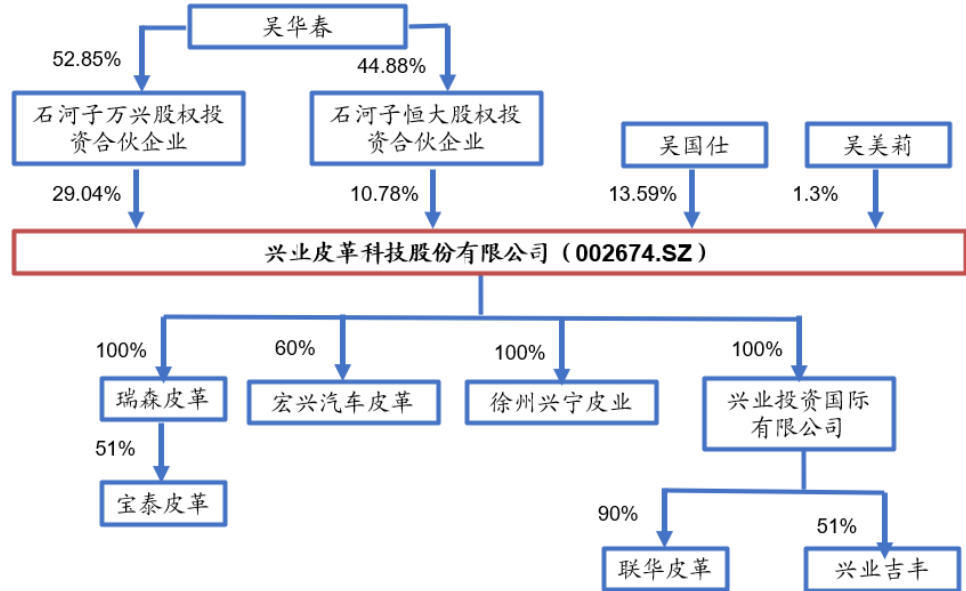
资料来源: wind, 华安证券研究所

1.2 公司股权集中, 实控人家族掌控力强

实控人为吴华春家族, 公司股权集中。公司董事长吴华春通过石河子万兴股权

投资合伙企业 and 石河子恒大股权投资合伙企业合计持有公司股份 20.2%。公司第二大股东系吴华春之子吴国仕，持股比例 13.6%，吴华春之女吴美莉持有公司 1.3% 的股份，合计持股 35.1%。公司股权集中，吴氏家族对于公司股权和管理权的掌控力较强。公司借助子公司进行业务拓展：收购宏兴皮革和宝泰皮革分别切入汽车皮革和二层皮胶原业务，设立联华皮革开展印尼业务。

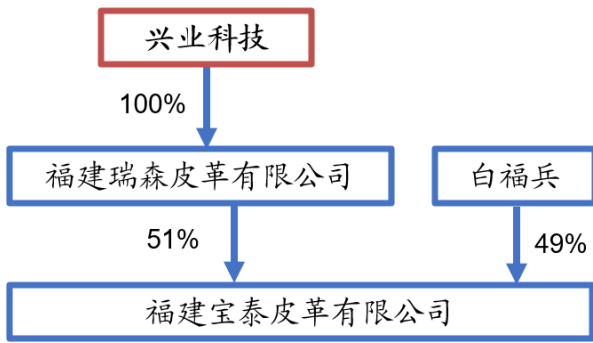
图表 8 公司股权结构



资料来源：公司官网，华安证券研究所

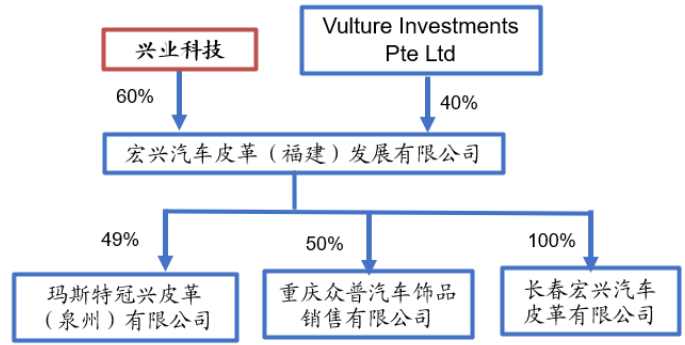
通过宝泰皮革和宏兴皮革分别拓展二层皮胶原和汽车皮革业务。宝泰皮革的前身福建正隆投资由吴国仕（51%）和白福兵（49%）共同持有，在福建省漳浦县赤湖皮革园区拥有 4.32 万平方米的土地使用权。2019 年兴业科技全资子公司瑞森皮革收购吴国仕所持有的 51% 股权，并将福建正隆投资更名为宝泰皮革，并通过宝泰皮革拓展二层皮领域和胶原蛋白原材领域。宏兴汽车皮革在公司收购之前已经在天然汽车内饰用皮革领域深耕多年，进入蔚来、理想、金康等新能源汽车供应链。公司在 2022 年 4 月公告以 5400 万元收购福建冠兴皮革持有的宏兴汽车皮革 45% 的股权后又对其增资，目前共持有宏兴汽车皮革 60% 的股权。

图表 9 宝泰皮革股权结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 宏兴皮革股权结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

核心高管经验丰富，深耕皮革行业与公司共成长。公司董事长吴华春及总裁孙辉永（吴华春妻弟）在兴业皮革成立之初即加入公司，具有近三十年的皮革行业生产及经营管理经验。其余核心高管亦在公司工作多年，高管团队磨合时间长，伴随公司共同成长。

图表 11 兴业科技高管及经历

姓名	职务	个人简历
吴华春	董事长	1992年12月起任公司董事长兼总经理，具有20多年的制革经验，指导参与了公司多项技术革新与研发，是公司多项外观设计专利、实用新型专利及发明专利的设计人、发明人。
孙辉永	总裁	现任全国皮革工业化技术委员会副主任委员。1992年至今在公司工作，具有二十多年的皮革经营管理经验。曾先后获得“轻工企业管理现代化创新成果奖”、“泉州市科学技术进步二等奖”、“福建省科学技术三等奖”
吴美莉	副总裁、董事会秘书	毕业于上海复旦大学，获经济学学士学位。曾在泉州市安溪县地方税务局任职。2007年至今在公司工作。
蔡宗泽	副总裁	福建师范大学工商管理专业，华侨大学MBA总裁研究班结业。2016年起在兴业皮革科技股份有限公司任职，现任事业部总经理。
李光清	财务总监	曾任三明市审计局科长、三明市国有资产投资经营公司董事兼财务总监、福耀玻璃工业集团股份有限公司审计长、上海泰盛集团副总经理等职务。2007年起在公司工作。

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

股权激励绑定核心骨干。公司在2022年4月公告股权激励计划，激励对象包括公司总裁孙永辉、财务总监李光清、副总裁蔡宗泽三位高级管理人员以及中层管理人员和核心骨干人员248人。据公司股权激励公司层面的考核，公司2023-2025年归母净利润增速分别不低于50%/40%/40%方可100%行权，公司通过股权激励绑定核心骨干，激发团队活力。

图表 12 公司股权激励对象及分配情况

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数的比例	占目前总股本的比例
孙辉永	董事、总裁	63	3.77%	0.22%
李光清	财务总监	38	2.28%	0.13%
蔡宗泽	副总裁	38	2.28%	0.13%
中层管理人员、核心骨干人员 (248人)		1201	71.92%	4.11%
预留		330	19.76%	1.13%
合计 (251人)		1670	100.00%	5.72%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 公司股权激励目标

行权安排	对应考核	业绩考核目标	公司层面行权比例	行权比例 100%对应 PE
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%	16
		$50\% > X1 \geq 30\%$	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%	11
		$40\% > X2 \geq 20\%$	80%	
		$X2 < 20\%$	0	
第三个行权期	2025 年度较 2024 年度	$X3 \geq 40\%$	100%	8
		$40\% > X3 \geq 20\%$	80%	
		$X3 < 20\%$	0	

资料来源：公司公告，华安证券研究所；注：股价为 2023/7/5 收盘价

1.3 利润率上行，得益于结构优化和成本控制

我们选取的可比公司，业务上具备可比性：安利股份和云中马和公司同属纺织制造行业，主要产品分别为合成革和革基布，和公司生产的牛皮革产品有相同的下游。明新旭腾从事汽车内饰皮革生产，主要原材料为牛皮革，和公司汽车皮革业务相似；继峰股份和旷达科技从事汽车内饰业务，产品分别为汽车内饰配件及配件材料，和公司汽车内饰皮革下游相近。

兴业科技 2022 年和 23Q1 的 ROE 分别为 6.48% 和 1.20%，高于行业平均水平。纵向来看，2017-2021 年公司 ROE 中枢上行，主要是销售净利率不断提升，公司精简 SKU 及优化产品结构见成效，2022 年受公共卫生事件影响，下游需求疲软，公司 ROE 有所下滑，但我们认为伴随需求恢复、公司业务拓展，后续收益质量具备修复空间。

图表 14 可比公司杜邦分析

2022年	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
兴业科技	6.48%	8.43%	0.56	1.53
明新旭腾	5.47%	11.66%	0.29	1.63
旷达科技	5.59%	11.02%	0.42	1.19
安利股份	12.03%	7.97%	0.87	1.87
继峰股份	-35.00%	-8.14%	1.13	3.91
云中马	11.44%	5.34%	1.08	1.98
23Q1	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
兴业科技	1.20%	7.03%	0.12	1.63
明新旭腾	-0.30%	-3.82%	0.05	1.75
旷达科技	0.88%	10.20%	0.07	1.17
安利股份	-1.10%	-3.58%	0.19	1.78
继峰股份	1.69%	1.27%	0.33	4.38
云中马	1.53%	4.22%	0.23	1.57

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 公司 2017-23Q1 杜邦分析

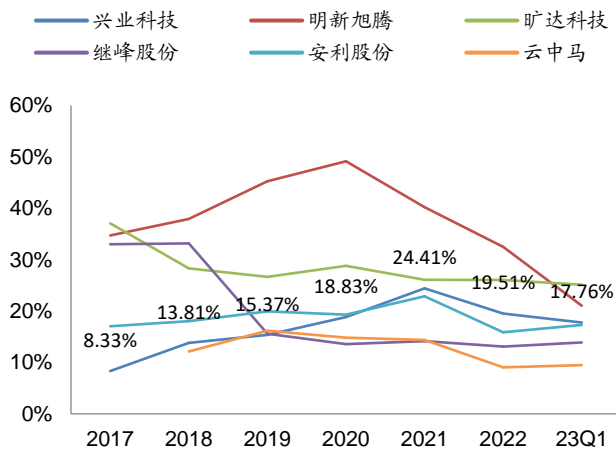
兴业科技	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
2017	1.92%	2.14%	0.79	1.13
2018	4.96%	6.41%	0.64	1.20
2019	5.11%	7.42%	0.53	1.29
2020	5.21%	7.90%	0.48	1.37
2021	8.18%	10.48%	0.54	1.44
2022	6.48%	8.43%	0.56	1.53
23Q1	1.20%	7.03%	0.12	1.63

资料来源: wind, 华安证券研究所

公司 2017-2021 年盈利能力中枢上行。2014-2016 年下游需求疲软以及原材料价格波动, 同时电商平台的发展带动市场向廉价低端产品倾斜等影响, 公司利润率下行。2018 年以来随着市场消费升级, 公司加大研发投入, 优化产品结构, 提升整体盈利能力; 同时完善管理机制, 通过事业部负责制实现生产流程管控、成本控制, 提升质量管理水平降本增效, 2017-2021 年利润率水平逐年递增。2022 年受到疫情冲击盈利能力有所下滑, 毛利率 19.51%, 同比-4.9pcts。23Q1 公司盈利能力同比改善, 毛利率 17.76%, 较上年同期+5.35pcts。横向对比来看, 公司的盈利能力处于行业中位数水平。分地区来看, 2022 年公司内销和外销毛利率分别为 20.62%和 13.49%。我们认为伴随公司产品结构调整, 盈利能力更高的汽车革占比提升, 有望带动整体毛利率提升。

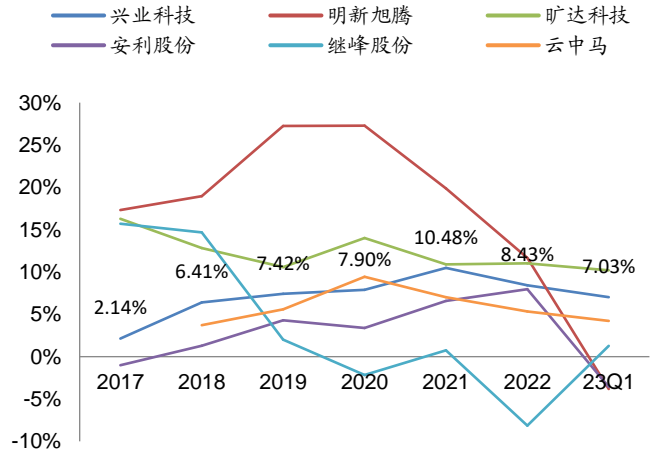
结合原材料波动来看, 2020-2021 年原材料价格上涨对公司毛利率有积极影响, 主要是公司会根据市场情况研判皮革价格走势提前采购低价原材料, 但定价则会依据时价, 因此在原材料价格上涨初期有利于公司毛利率提升。21Q4 至 22Q2 原皮价格下跌, 叠加公共卫生事件抑制下游采购需求, 导致 22H1 的毛利率下滑, 但伴随高价原皮的消化, 22H2 公司盈利能力有所回升。

图表 16 可比公司销售毛利率



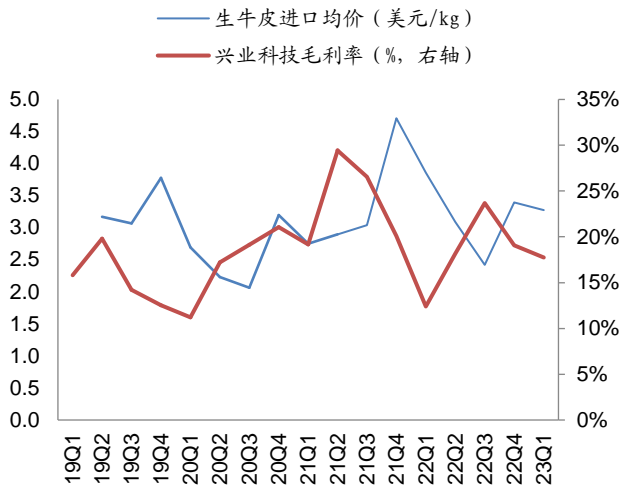
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 17 可比公司销售净利率



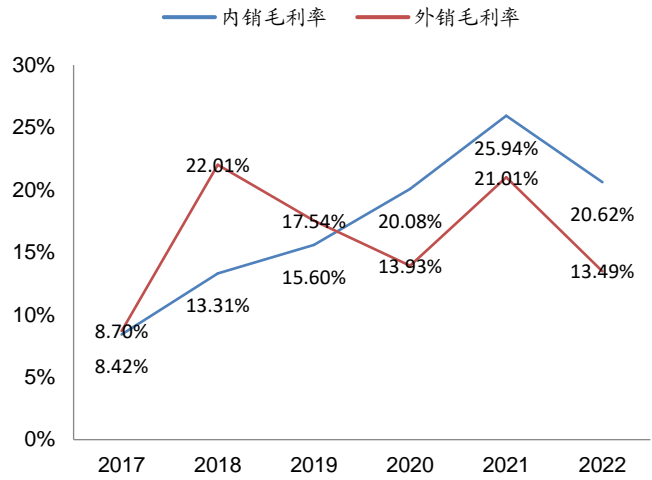
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 18 生牛皮进口价格及公司毛利率波动



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 19 公司分地区毛利率

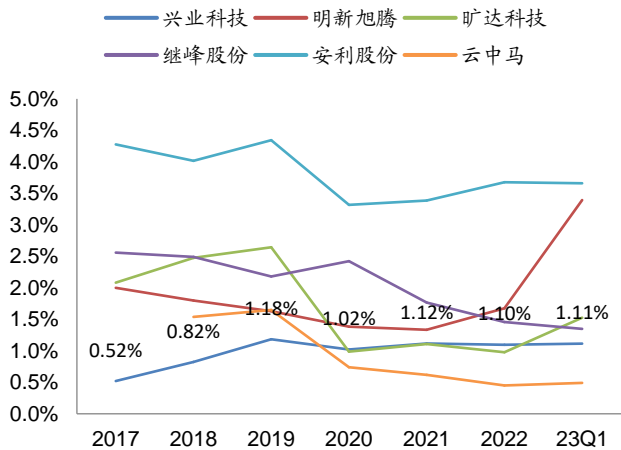


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

销售费用率: 公司处于产业链中游, 主要客户为服饰、箱包等品牌客户和生产商客户, 营销、推广等费用支出较少, 销售费用的组成主要是销售人员薪酬。2022年公司销售费用率 1.10%, 同比保持相对稳定。

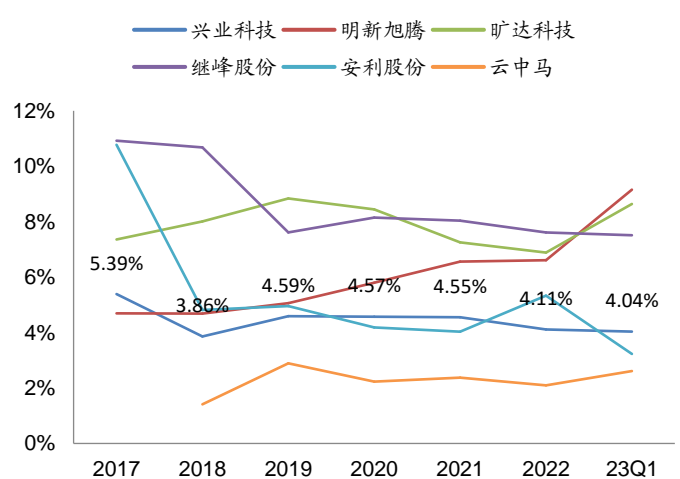
管理费用率: 公司近年销售规模扩大, 管理费用率从 2017 年的 5.39% 减少至 2022 年的 4.11%。

图表 20 可比公司销售费用率



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 21 可比公司管理费用率

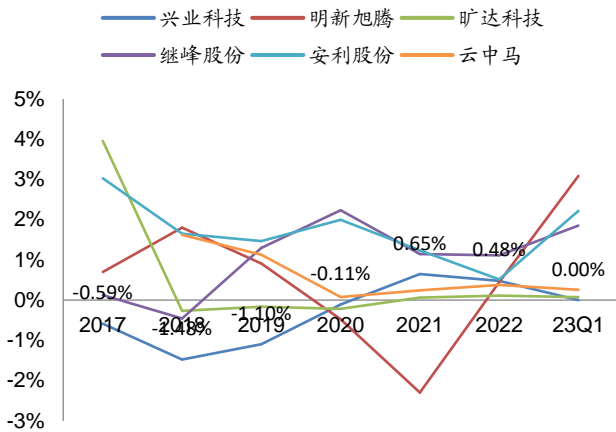


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

财务费用率: 公司历年财务费用率低于行业平均水平, 2022 年公司财务费用率 0.48%, 主要是人民币兑美元贬值带来 293 万元的汇兑收益。

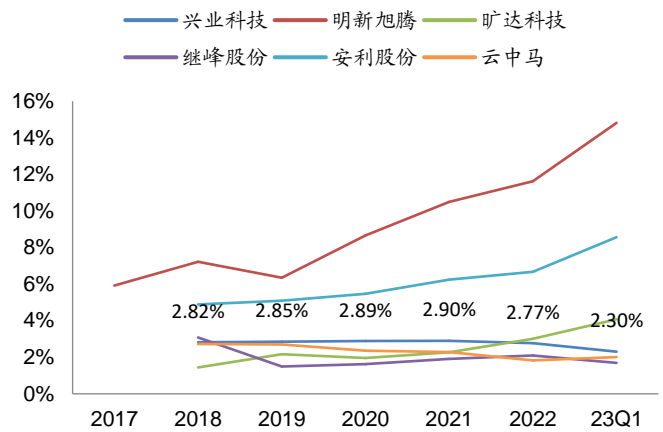
研发费用率: 公司已经形成了较为完善的皮革技术研发体系, 研发费用率低于行业平均, 2022 年研发费用率 2.77%, 同比-0.13pct。

图表 22 可比公司财务费用率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

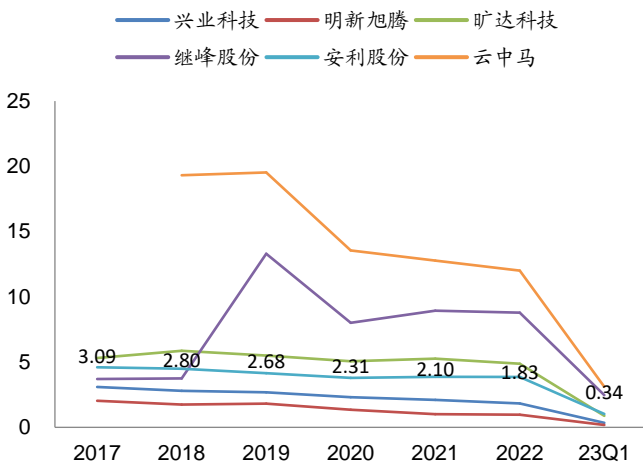
图表 23 可比公司研发费用率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

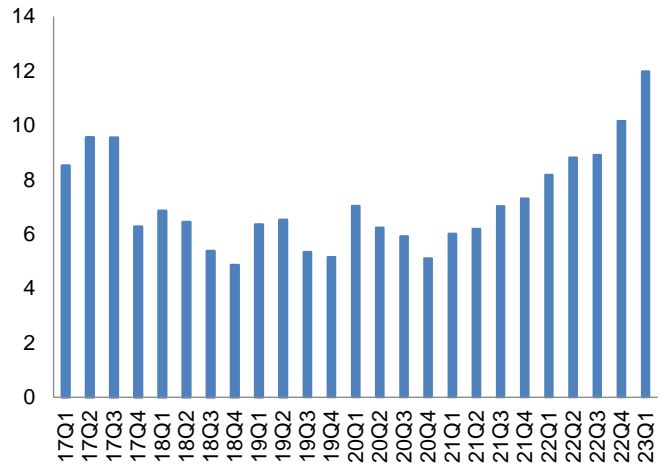
周转效率良好，2022 年以来受疫情及子公司并表影响存货增加。公司周转效率较好，处于行业中间水平，2017-2021 年存货周转率始终保持在 2 以上，2022 年以来生产和物流受到疫情影响库存积压，行业周转率普遍下降。兴业科技原材料除日常采购外也会预测原材料价格波动进行战略性采购和备货，结合 22Q3-23Q1 原皮价格下滑，我们认为公司做出了大量的原材料备货，叠加 2022 年 6 月宏兴汽车皮革并表导致存货增加，2022 年存货周转率降低至 1.83，伴随客户拓展和去库存加速，存货周转率有望改善。

图表 24 可比公司存货周转率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

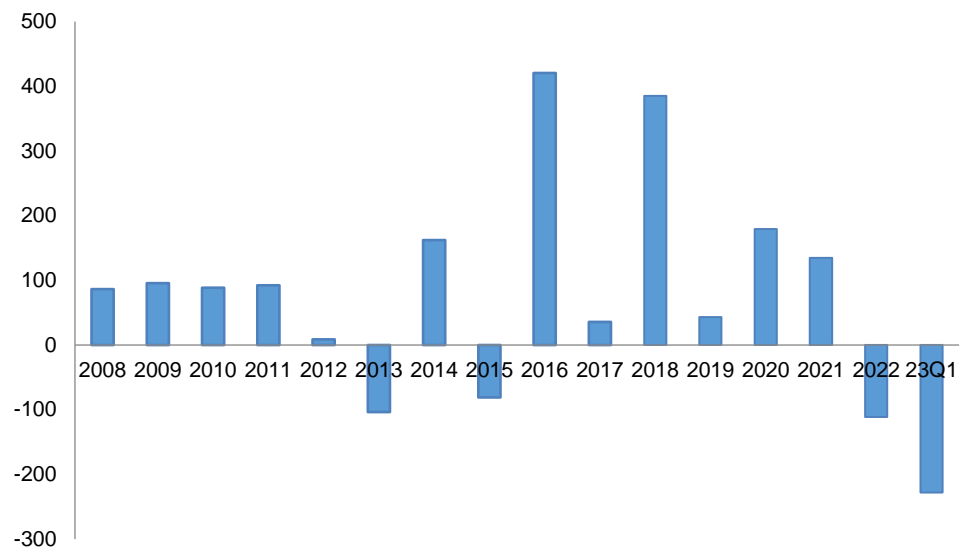
图表 25 兴业科技存货 (亿元)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

经营性现金流净额呈现周期性波动。公司 2022 和 23Q1 经营活动产生的现金流量净额分别为-1.11 亿元和-2.28 亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金同比分别+12.15%和+120.49%，尤其是 Q1 由于春节放假等因素是公司传统销售淡季，现金流入较低。

图表 26 公司经营活动产生的现金流量净额 (百万元)

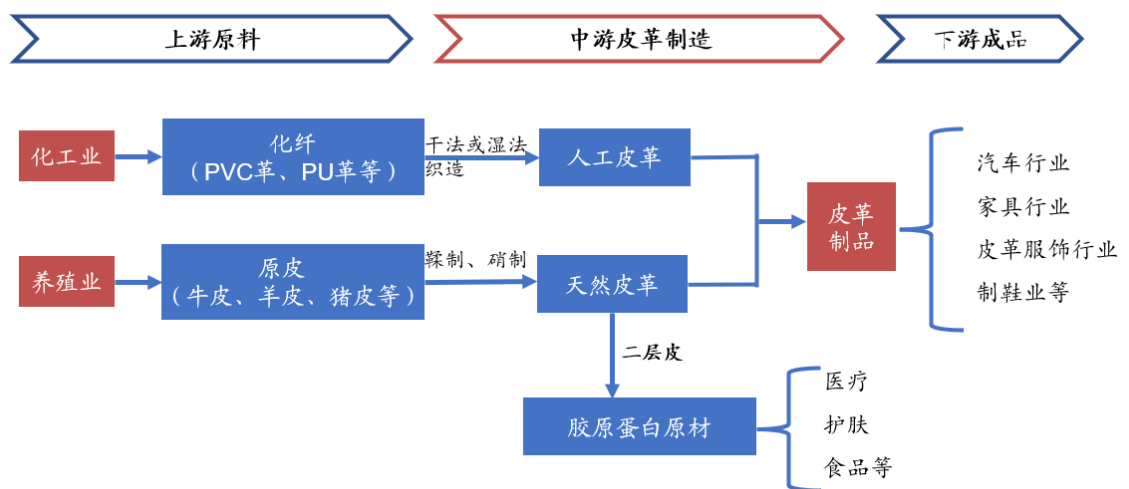


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

2 牛皮革主业根基深厚，利用率复苏、海外产能投产

皮革分为天然皮革和人工皮革，下游包括鞋包、服饰、汽车等。真皮主要指天然头层皮，即原皮中位于最外面一层，可看到皮肤的肌理；二层皮则是原皮横切后的第二层，可以从二层皮中提取皮胶原或者在其表面附着 PU 材料加工制成二层皮革。公司以头层牛皮革为主业，下游涵盖服饰、鞋包、家具、汽车内饰等行业，近年来伴随智能手机的发展亦拓展智能手表表带、手机壳等 3C 场景应用。二层皮作为鞋面材料一般用于运动鞋，另外由于二层皮中含有丰富的胶原蛋白，可加工提取为胶原蛋白原料，供给下游提取胶原蛋白，用于生产食品添加剂、宠物食品等。公司二层皮业务主要产品为二层皮及胶原蛋白原料。

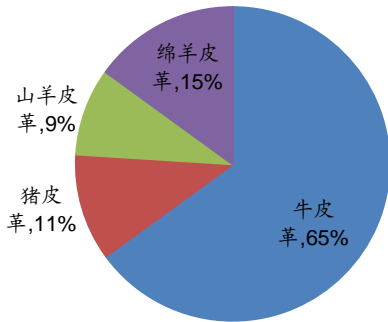
图表 27 皮革行业产业链



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

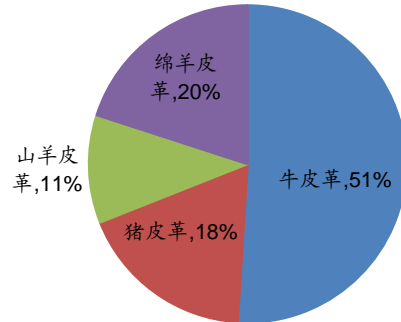
天然皮革可以分为牛皮、猪皮、羊皮等，其中以黄牛革为主。根据明新旭腾招股说明书，全球猪牛羊皮革制品中以牛皮为主，约占 65%，中国牛皮革约占 51%。牛皮革又分为黄牛革、水牛革和牦牛革，其中黄牛革占比约 90%。直接屠宰后扒下来的天然皮革一般称为毛皮，为防止毛皮腐烂、掉毛，一般用盐腌制起来为盐湿皮，能保存 3~5 个月，毛皮和盐湿皮都统称为生皮。将生皮进行去油、去脂、脱毛和铬鞣处理后即为蓝湿皮（熟皮）。

图表 28 全球真皮革比重



资料来源：明新旭腾招股说明书，华安证券研究所

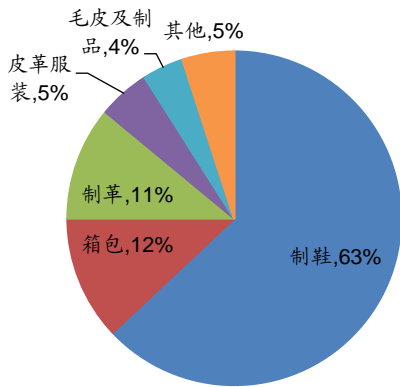
图表 29 中国真皮革比重



资料来源：明新旭腾招股说明书，华安证券研究所

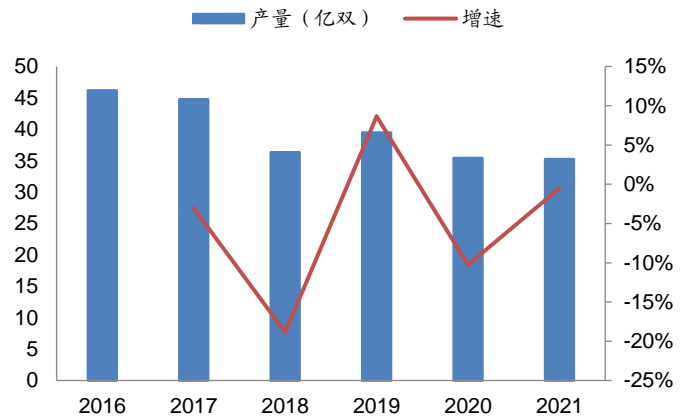
制鞋业仍为皮革产业链下游主力产业。根据前瞻产业研究院的数据，21H1 我国皮革行业规模以上企业 63% 的收入来自制鞋，箱包和皮革服装占比分别为 12% 和 5%。根据华经产业研究院的数据，2016 年以来中国皮鞋产量有所下滑，2021 年降幅收窄，皮鞋产量 35.24 亿双，同比-0.51%。

图表 30 21H1 中国皮革行业规上企业收入占比结构



资料来源：国家统计局，中国皮革协会，前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 31 中国皮鞋产量及增速



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

2.1 天然皮革行业需求回暖，环保趋严出清低端产能

相较于人造皮革，天然皮革售价相对较高，但使用寿命长、安全性透气性更好。天然皮革特有的结构赋予其无可比拟的生物学、力学特性和卫生性能，与人造合成革相比，天然皮革制品具有自然舒适的手感、特有的透气性、透湿性、耐磨性、吸潮性、耐寒性等。但天然皮革的价格远超人造革，是普通 PVC 革、PU 革的 10 倍以上，因此天然革符合消费升级趋势，赛道内具备高端产品生产能力和品牌影响力的公司更具机会。

图表 32 天然革和人造革的差别

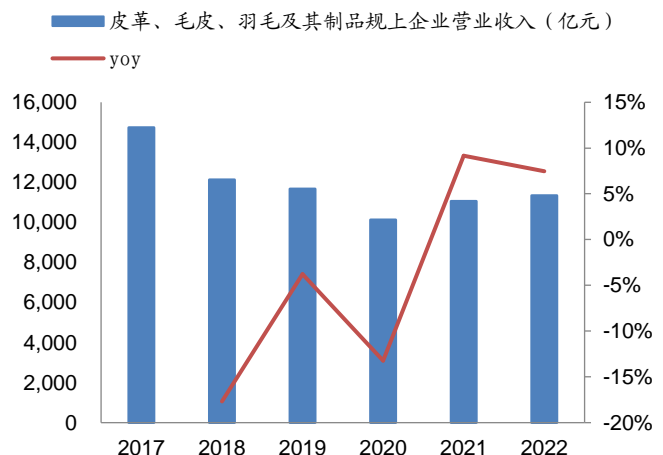
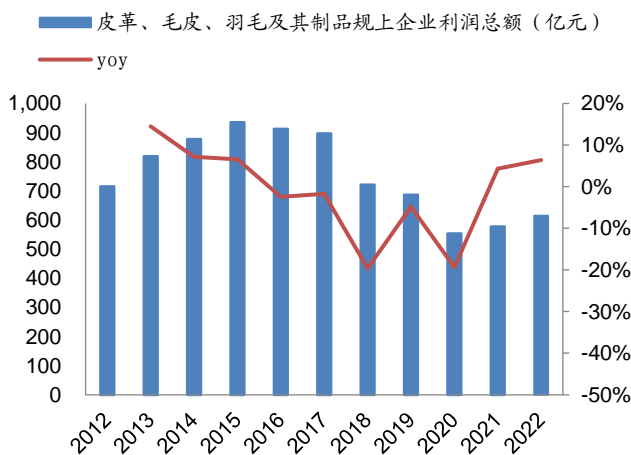
属性	天然革	人造革				
		PVC 革	普通 PU 革	生态功能性 PU 革	PU 超纤革	
原料	猪皮、牛皮、羊皮等	PVC 树脂、针织布、机织布、无纺布	PU 树脂、针织布、机织布、无纺布	PU 树脂、针织布、机织布、无纺布	PU 树脂、超细纤维无纺布	
手感、弹性	优良	较差	较差	良好	优良	
制备工艺	鞣制和硝制	干法	干法及湿法	干法及湿法	超纤维织造、干法、湿法、减量	
使用寿命	5-10 年	2-5 年	2-5 年	2-10 年	2-10 年	
价格 (元/米)	100-200	6-15	7-25	12-60	50-100	
功能性	透气性	较好	较差	一般	较好	较好
	耐化学腐蚀性	较差	较好	一般	较好	一般
	撕裂强度	良好	一般	一般	较好	一般
	耐高温性	较好	一般	较好	良好	较好
	耐磨性	一般	较好	一般	良好	一般
	健康安全	比较安全	有部分危害	比较安全	安全	苯减量工艺有部分污染

资料来源：华经情报网，华安证券研究所

伴随行业需求回暖，2021-2022 年皮革行业收入利润同比增长。2021 年之前行业受到制造业产业转移、运动鞋类抢占市场份额、低端产能过剩等因素影响市场规模波动较大，2021 年国内供应链疫后恢复较快，订单回流，2022 年规模以上皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业工业企业的总收入和利润分别为 1.13 万亿元和 614.40 亿元，同比分别+7.5%和+6.4%。

图表 33 规模以上皮革毛皮羽毛制品及制鞋业利润总额

图表 34 规模以上皮革毛皮羽毛制品及制鞋业收入总额



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

环保政策趋严，规下企业逐步出清。根据国家发改委《产业结构调整指导目录（2019 本）》，“年加工生皮能力 20 万张牛皮以下的生产线，年加工蓝湿皮能力

10 万标张牛皮以下的生产线”属于限制类、“年加工生皮能力 5 万标张牛皮、年加工蓝湿皮能力 3 万标张牛皮以下的制革生产线”属于淘汰类。随着环保、节能政策趋严和国内各项成本持续上升，未来在产品、能耗、技术等方面缺乏竞争力的中小企业将被淘汰出局。行业正加速低端产能出清，中小企业逐步被淘汰，而环保达标、质量优良、技术创新能力强的皮革生产企业将获得份额提升的机会。

2.2 主业根基深厚，优选客户、稳定发展

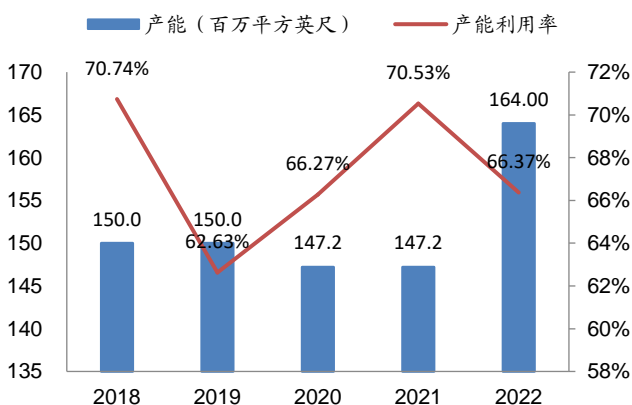
优化事业部管理模式，差异化产品满足客户需求。兴业科技位于福建省泉州晋江市，毗邻我国四大皮制品制造基地“三州一都”（广州、温州、泉州和成都），为拓展海外客户，顺应纺织制造产业链向东南亚转移的趋势，公司亦在印度尼西亚成立子公司扩展产能，预计 2023 年印尼子公司头层牛皮产能达到 800 万平方英尺。公司贴近下游市场，可以及时获取和深入了解时尚潮流趋势和客户需求方向，并根据客户需求生产不同颜色、纹理、功能的皮革产品，满足下游的多样化需求。针对不同类型的产品需求，公司实行分事业部制管理模式，充分授权事业部总经理来提高管理效率，并针对不同事业部进行差异化管理：1) 大事业部负责常规产品，根据市场需求适当备货以缩短交期，并通过规模采购、规模生产降低成本；2) 小事业部负责定制化产品，以快速反应直面市场。

图表 35 兴业科技产能梳理

地点	厂区	产能
福建	安海本部	1.5 亿平方英尺产能，主要用于皮鞋、箱包、沙发等公司传统主业
福建	安东厂区	
福建	瑞森皮革	
江苏徐州	兴宁皮业	
福建	宏兴汽车皮革	2023 年全年产量预计超过 3000 万平方英尺汽车内饰皮革
印度尼西亚	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

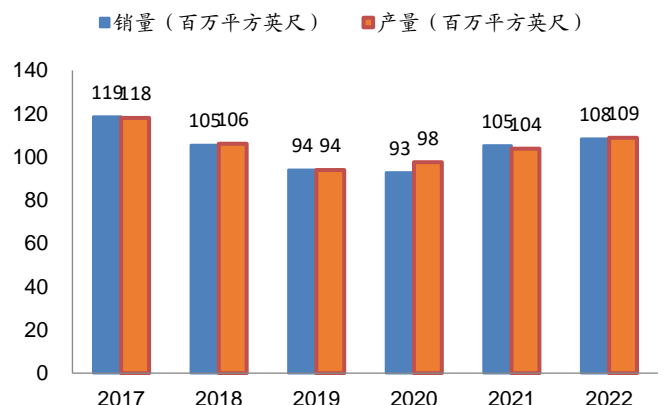
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 公司产能及产能利用率（百万平方英尺，%）



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 37 公司产销量（百万平方英尺）



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

公司是国内服饰鞋包皮革龙头，服务于海内外优质客户。兴业科技对于优质大

客户采取直销模式，直接同客户联系了解其需求，针对大客户进行定制化的研发、生产，提供全方位的服务。公司新产品打样周期短、供货快能够满足下游客户订单少批量、多批次、交期快的需求。迄今为止，公司获得海内外众多优质大客户认可，包括百丽、奥康、红蜻蜓、哥伦比亚、天伯伦在内的优质鞋服箱包品牌均为公司客户。

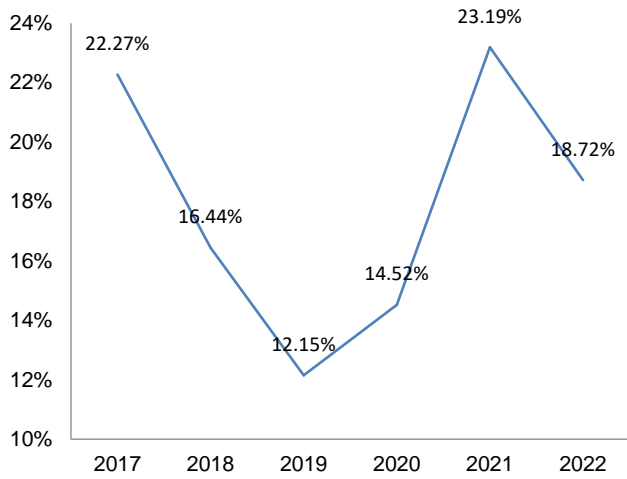
图表 38 公司拥有海内外优质品牌客户

国外品牌客户			国内品牌客户		
Calvin Klein	FOSSIL	鹰牌	AOKANG 奥康	RED DRAGONFLY 红蜻蜓	DISSONA
BALLY	TED BAKER LONDON	M&S EST. 1884	盾王	天创时尚 TOPSCORE	HONGU
Dr. Martens	TORY BURCH	GUESS	KANGNAI 康奈	木森 MULINSEN 木林森	WANLIMA
Vera Bradley	ALDO	SAFETY SHOES UNIPRESS DO SAFETY SHOES IMPORTER	SENDA 森达	利郎 LILANZ	COZY STEPS
POLO RALPH LAUREN	FRYE	earth	足力健老人鞋	新兴际华集团	FIGINI The way you are
			金螳螂 Gold Mantis	Belle 百麗國際 International	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

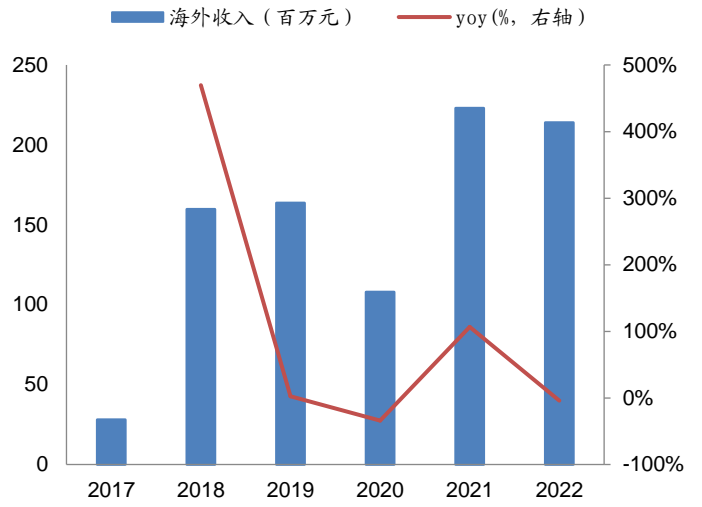
持续推进客户拓展，海外建厂挖掘市场。针对市场上众多的中小客户，公司借助经销商渠道了解市场中小客户的需求和产品特点，有针对性的开发产品，挖掘有效市场。根据年报，公司客户集中度较低，前五大客户占比在 25%以内，有效地规避了客户集中的风险。另外，为适应下游向东南亚转移的趋势，公司 2021 年与阿迪达斯供应商、制革企业 CV.CISARUA 合资成立联华皮革拓展印尼业务，2023 年公告在越南合资设立兴业吉丰开拓当地品牌客户。一方面东南亚人口众多、人力成本较低，有利于公司拓展东南亚产能；另一方面，有利于公司获取当地订单，拓展海外业务、提升快反能力，满足海外品牌客户的需求。

图表 39 兴业科技前五大客户集中度



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 40 公司海外收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 依托皮革积淀切入汽车皮革和胶原蛋白赛道， 打造第二增长曲线

3.1 汽车内饰皮革产品附加值高、国产替代持续推进

汽车内饰皮革属于汽车零部件，市场规模约 400 亿元。汽车内饰皮革包括汽车座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表盘、门板等部位中所使用的天然皮革。根据 QYResearch 的数据，2019 年全球汽车内饰皮革市场规模为 400 亿元，预计 2026 年达到 405 亿元，CAGR 为 3.8%。汽车内饰皮革用于座椅的市场份额最大，约占 49%，其次用于顶棚，约占 17%。

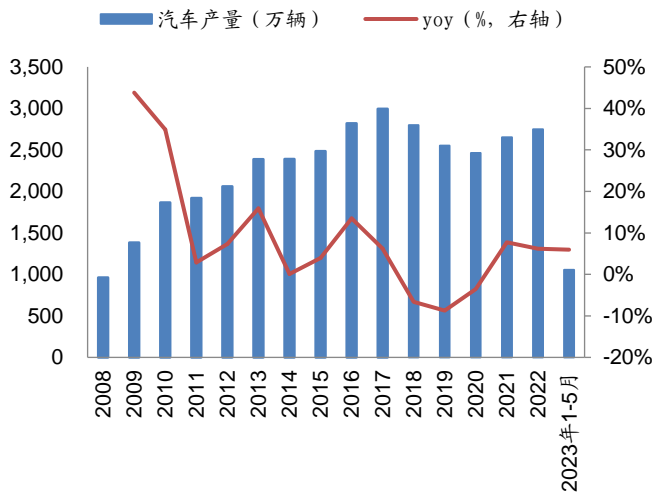
图表 41 汽车内饰



资料来源：明新旭腾招股说明书，华安证券研究所

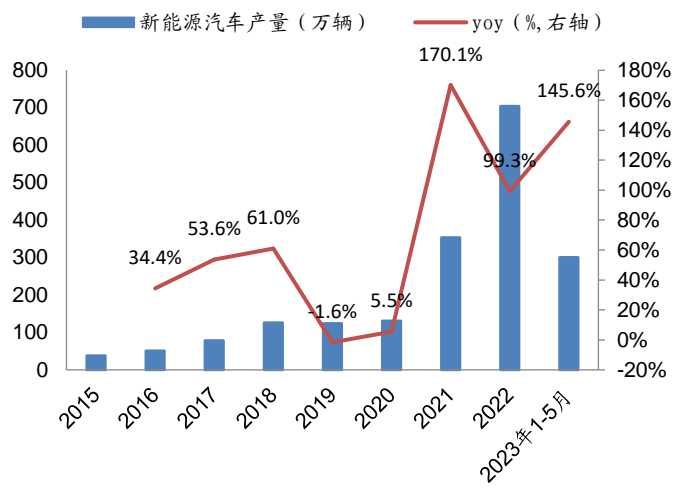
国内汽车产业发展，国产新能源车增势旺盛。根据智研咨询的数据，2015-2019 年全球每年的汽车销量在 9000 万辆以上，2021 年疫后复苏在低基数下实现高增长。从国内来看，2021 年以来国内汽车尤其是新能源车产量持续增长，2023 年 1-5 月汽车和新能源车产量增速分别为 5.99% 和 145.61%。国内新能源汽车的高速发展带动上游汽车内饰皮革需求增长。

图表 42 中国汽车产量及增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 43 中国新能源车产量及增速



资料来源：中汽协，华安证券研究所

整车厂考察严格,汽车内饰皮革行业工艺及资质壁垒更高。据华经产业研究院,汽车皮革相对于普通皮革在柔韧性、透气性、耐磨性、阻燃性等性能方面要求更高,工艺难度更大,因此进入壁垒更高。另外,汽车内饰皮革需要通过汽车主机厂指定的严格的考察和商务定点流程才能获得供应商资质,需要满足对于技术工艺、品质保障、成本控制、快反能力等各种测试和考核,只有通过较长时间的评估、反馈和开进程序后才能获得整车厂某一车型的定点生产意向,进入供应商名录。正因为考核流程严格、持续时间长,一般合作关系锁定后不会轻易更改。据明新旭腾招股说明书,某种车型的皮革产品通常仅锁定 1-2 名供应商集中采购,合格供应商与整车厂建立稳定的合作关系,可以在相应的生产周期内获得稳定且大量的优质订单,保障企业的持续运营。

图表 44 汽车内饰皮革供应商资质考核要求

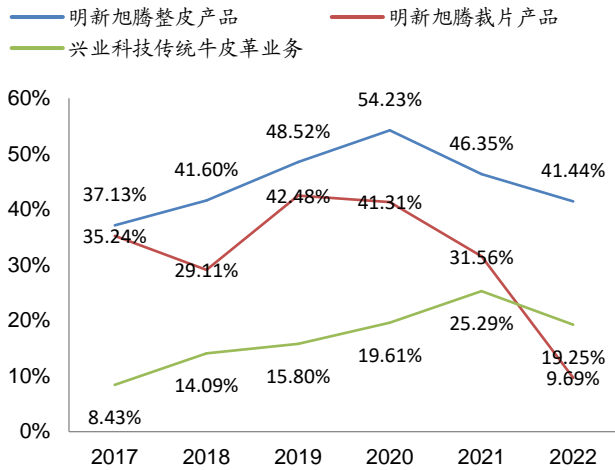
编号	要求
1	熟练掌握成熟的汽车皮革制造技术和工艺流程
2	严格规范质量管理体系、环境管理体系、职业健康安全管理体系并取得第三方机构认证
3	通过对应客户对其产品质量、技术水平、售后服务和管理能力等多方面的严格评审
4	通过整车厂严格的外观评价、材料测试及功能测试
5	进入整车厂合格供应商名录后,生产过程中还需持续接受客户对其过程控制、质量可靠性及稳定性、成本控制、安全生产及环保状况等进行的持续综合考核。

资料来源：明新旭腾招股说明书，华安证券研究所

汽车内饰皮革的附加值高于传统鞋包带皮革。兴业科技 22H1 并表宏兴汽车皮革,尽管业务占比较低,但 2022 年汽车内饰用皮革毛利率已经达到 23.85%,高于同期公司传统牛皮革主业(包括鞋包带皮革+其他皮革)的毛利率 19.25%。以从事汽车皮革内饰业务的明新旭腾作为对比,2017-2022 年公司整皮产品平均毛利率

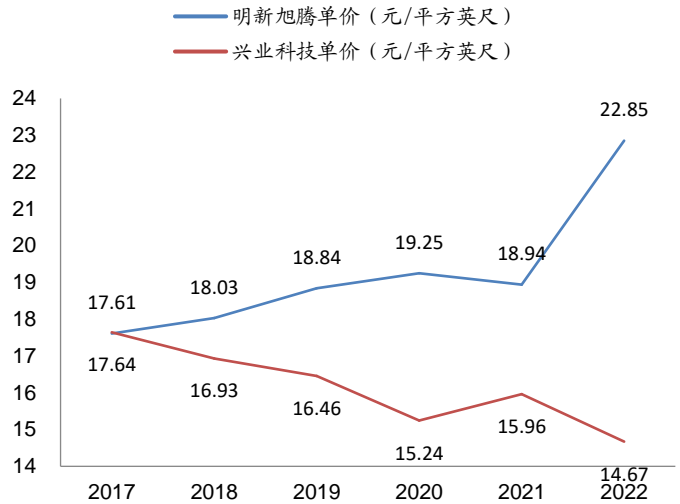
44.88%，裁片产品平均毛利率 31.57%，可见兴业科技在汽车内饰产品的毛利率仍然具备提升空间。从价格上来看，2022 年主营汽车内饰皮革的明新旭腾牛皮革产品均价 22.85 元/平方英尺（包含整皮和裁片），而兴业科技的传统牛皮革产品均价仅 14.67 元/平方英尺。

图表 45 皮革行业毛利率对比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 46 明新旭腾汽车革单价高于兴业科技传统牛皮革单价



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

国内汽车内饰皮革，有国产替代及新能源车放量，两大驱动力。由于欧美和日本汽车产业发展较早，汽车革供应商以海外龙头为主，根据华经产业研究院的数据，2020 年国内汽车皮革约 20%由海外进口，约 60%由外资公司生产，德国柏德、美国鹰革、日本美多绿收入体量较大。国内相关企业如海宁森德皮革、振静股份（后重组为巨星农牧）、明新旭腾等市占率较低，且主要客户为长城、吉利、奇瑞、红旗等国内车企，近年来国内汽车革企业通过多年深耕，产品质量不断优化且获得海外车企认可，如明新旭腾已进入奥迪、克莱斯勒等海外豪车的供应链体系。我们认为国内汽车革企业具备两大增长驱动：1) 凭借产品品质和快反能力进入海外车企在国内的供应链，抢占市场份额；2) 国产车产量持续提升，汽车革企业和国内车企深度绑定，伴随国产汽车行业共同发展。

图表 47 海内外汽车内饰企业梳理

公司	业务	主要客户
宏兴皮革	真皮汽车内饰皮革	蔚来、理想、合众、金康问界等
海宁森德皮革	真皮汽车内饰皮革	一汽大众、上海大众、上海通用、长安福特、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车等
明新旭腾	真皮、超纤、超纤革汽车内饰材料	奥迪、一汽大众、上海大众、雪铁龙、克莱斯勒等
安利股份	PU 合成革 (可用于汽车内饰)	丰田、长城、比亚迪等
振静股份	真皮汽车内饰皮革	广汽集团、比亚迪等
旷达科技	汽车内饰面料、汽车内饰生态合成革、汽车座套、汽车坐垫等	一汽红旗
德国博德	成立于 1872 年, 最早从事鞋面革业务, 后转型为汽车皮革制造商	一汽大众、华晨宝马、北京奔驰、上海通用、上海大众、沃尔沃等
美国杰仕地	成立于 1832 年, 2018 年起由康涅狄格州黑钻资本管理有限公司控股	宝马、奔驰、通用、丰田等
美国鹰革	是全球最大的汽车皮革生产商, 2015 年被汽车座椅生产商美国李尔收购	-
博世革斯马克	始于 1780 年的生产植鞣和化工鞣制皮革的跨国公司, 在国际皮革生产领域享有良好的信誉和很高的知名度	-
日本美多绿	主要从事皮革制造、销售	占领了中国日系车市场的主要份额

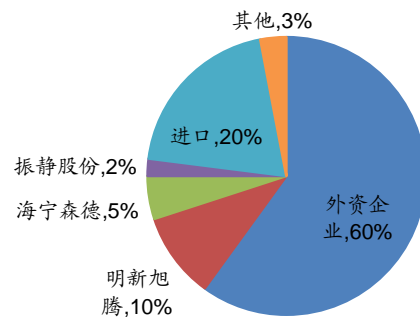
资料来源: 各公司官网及公告, 华经产业研究院, 华安证券研究所

图表 48 2022 年国内汽车内饰企业产能梳理

公司	产能
明新旭腾	年产 3840 万平方英尺的牛皮革
安利股份	年产生态功能性聚氨酯合成革及复合材料 8500 万米
旷达科技	年产 623 万米合成革、15.9 万套座套、120 万米超纤产品

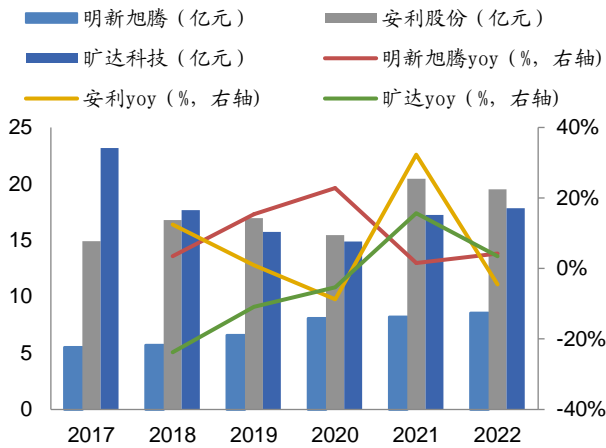
资料来源: 各公司 2022 年报, 华安证券研究所

图表 49 2020 年国内汽车内饰皮革行业格局



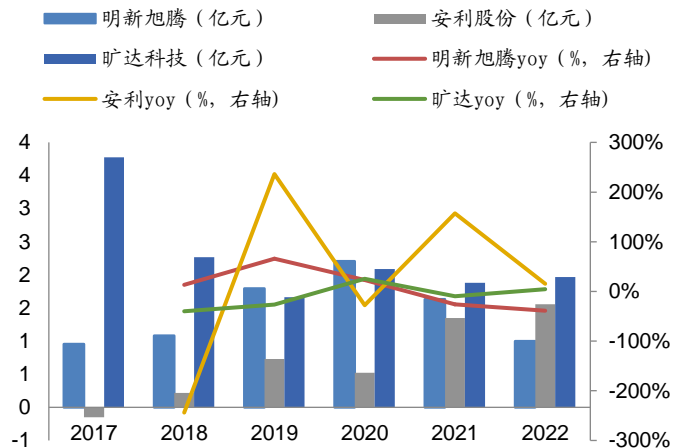
资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

图表 50 汽车内饰企业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 51 汽车内饰企业净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

3.2 收购宏兴汽车皮革, 双向赋能拓展汽车皮革内饰业务

宏兴汽车皮革成立于 2009 年, 是理想、蔚来等汽车内饰皮革供应商。兴业科技于 2022H1 收购宏兴汽车皮革 59% 的股份, 根据公司公告, 宏兴汽车皮革已经进入了蔚来、理想、金康问界、合众哪吒等新能源车企以及马自达、吉利等传统汽车品牌供应链体系, 已取得理想 L7、L8、L9 车型, 蔚来 ET7、ES6、EC6 车型, 问界 M5 增程版和纯电版等多款热销新能源汽车的内饰皮革材料供应资格。据公告, 宏兴汽车皮革 2022 年 6 月并表, 当月实现营业收入 4360.62 万元, 净利润 434.82 万元, 净利润率 9.74% (汽车皮革毛利率 19.96%), 2022 年全年宏兴汽车皮革实现营业收入 3.11 亿元, 净利润 2933.50 万元, 净利润率 9.42%。除现有客户外, 公司在积极开拓比亚迪、广汽、上汽、极氪等新客户。我们认为随着汽车革扩产以及上市公司管理模式赋能, 汽车内饰皮革逐步具备规模效应, 收入规模和盈利能力将持续提升。

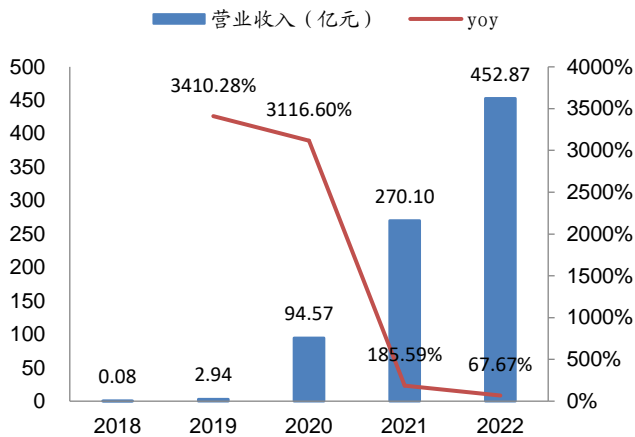
图表 52 宏兴汽车皮革进入多家整车厂供应体系



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

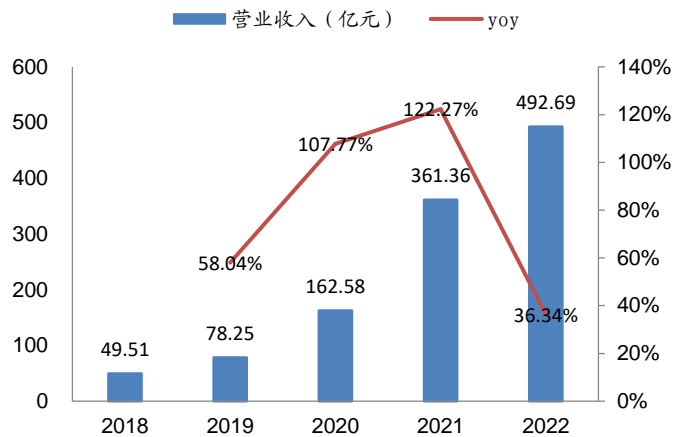
主要客户近年业绩增速快，新能源汽车高速发展带动汽车内饰皮革需求提升。上文提到近两年新能源汽车快速发展、国产造车新势力崛起，我们以宏兴皮革的客户理想和蔚来为例，近年收入规模均实现较高增长，2022 年理想和蔚来收入分别为 452.87 亿元和 492.69 亿元，同比分别+67.67%和+36.34%。

图表 53 理想汽车营收及增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 54 蔚来汽车收入及增速



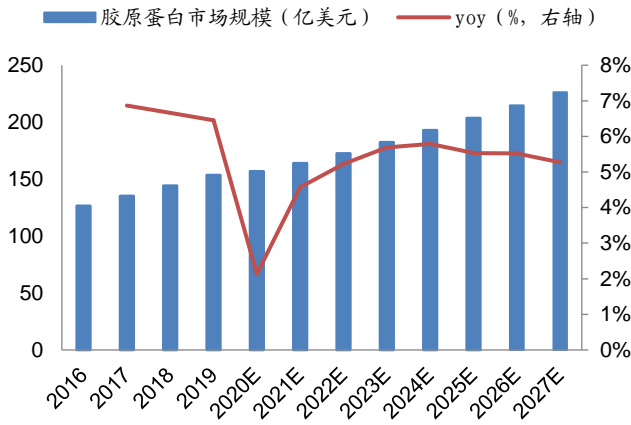
资料来源：公司财报，华安证券研究所

公司皮革积淀、资金优势赋能宏兴皮革，实现共同成长。兴业科技是国内皮革行业龙头，产能预计从 1.5 亿平方英尺扩张至 1.8 亿平方英尺，具备充足的资金、技术和原材料供应商积淀，且汽车皮革和公司传统主业所用皮革可通用。宏兴汽车皮革拥有汽车革制造全工序的研发、生产和交付能力，能够根据客户需求提供成品整皮或成套的裁片，已凭借产品研发、品质管控、稳定供应和快速响应等优势获得了蔚来汽车、理想汽车、塞力斯问界汽车、哪吒汽车等新能源汽车品牌和马自达、吉利等传统汽车品牌的供应商资质并批量供货，弥补了兴业科技在汽车革领域的空缺。根据兴业科技公告，宏兴汽车皮革未来将借助公司的资金、环保产能以及原材料采购的优势进行有序扩产，以满足客户逐步增加的订单需求，确保稳定供应。

3.3 福建宝泰拓展胶原蛋白原材业务，成长潜力可期

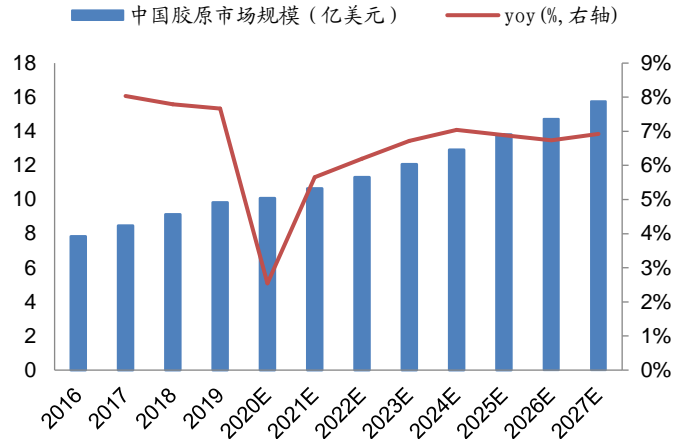
胶原蛋白可以用于医药、皮肤护理和食品领域，市场前景广阔。胶原（又称胶原蛋白）分为重组胶原和天然胶原，其中天然胶原主要从动物的结缔组织如皮下组织、肌腱中提取。胶原蛋白具备高拉伸强度、生物降解性能、低抗原活性、低刺激性等优异性能，在医疗、护肤和食品领域均有应用。全球胶原蛋白市场规模持续提升，且中国增速高于全球整体，根据 Grand View Research 的预计，2027 年全球和中国胶原蛋白市场规模分别达到 226.22 亿美元和 15.76 亿美元，2016-2027 年 CAGR 预计分别为 5.42%和 6.54%。根据创尔生物招股书（申报稿），目前工业化生产的重组胶原主要基于微生物发酵，尚无证据表明具有类似天然胶原的、可耐受蛋白酶的、稳定的三螺旋结构，目前牛类仍然是胶原最主要的材料来源，占据超过三分之一的市场份额，且占比在逐年缓慢提升。

图表 55 全球胶原蛋白市场规模



资料来源: Grand View Research, 创尔生物招股书申报稿, 华安证券研究所

图表 56 中国胶原蛋白市场规模



资料来源: Grand View Research, 创尔生物招股书申报稿, 华安证券研究所

胶原蛋白下游应用广泛。

1) 医疗领域: 胶原蛋白具有促进角质形成细胞生长的作用, 有效促进创伤愈合, 用作创面敷料具有黏附性好、减小伤口挛缩和抗原反应、止血性能好等优势; 胶原可促进凝血因子活化, 可作为止血材料; 胶原的低抗原性和良好的生物相容性可以作为面部轮廓矫正、皱纹和瘢痕修复的注射填充材料; 胶原可在不同酸碱度、温度等条件下呈现多种形态, 可以结合不同的药物达到不同的治疗效果, 因而可作为药物载体。

2) 皮肤护理领域: 天然胶原可进行水合作用, 帮助皮肤锁水并获取营养, 胶原能够抑制黑色素的产生, 可以作为保湿、美白等功效的护肤品使用。

3) 食品领域: 胶原蛋白一般在食品中作为人造肠衣, 在天然肠衣的功能之外具有厚度均匀、拉伸强度高、稳定性强、氨基酸含量高优点; 水解胶原可作为功能性食品直接食用, 如咀嚼片、运动员所需蛋白质粉和肠内营养制剂等; 动物胶原蛋白食品具有保水性, 并且可以改善食品的口感, 延长保质期和保持颜色, 可以作为肉类、糖果和乳制品等食品的食用添加剂。

图表 57 胶原蛋白应用领域

领域	2019 年占比	应用	原理
医药	49.83%	创面敷料, 包括皮肤修复、口腔修复、神经外科修复等	胶原具有明显促进角质形成细胞生长的作用, 可以延迟伤口收缩、加速创伤修复
		止血材料	胶原可促进凝血因子活化, 促进血小板的凝血作用。
		注射填充材料, 可用于面部轮廓矫正、皱纹和瘢痕修复	去除端肽的未变性胶原具有低抗原性、良好的生物相容性和可生物降解性
		药物载体	胶原在不同条件下可呈现多种形态, 通过结合抗生素、蛋白类和基因等药物, 可以构建出多样化的药物释放体系, 从而达到不同的释放要求和治疗效果。
皮肤护理	12.93%	保湿护肤品	天然胶原含有大量羟基, 可进行水合作用, 从而具有良好的保湿、锁水功能
		美白护肤品	胶原蛋白能抑制黑色素的产生
		医美	医用胶原 (目前主要是动物源胶原蛋白) 注射到凹陷性皮肤缺损后可起支撑填充作用, 还能诱导受术者自身组

			织重建
食品	30.74%	人造胶原肠衣	人造胶原肠衣还具有厚度均匀、拉伸强度高、稳定性强、氨基酸含量高等优点
		功能性营养品	水解胶原可作为功能性食品直接食用，如咀嚼片、运动员所需蛋白质粉和肠内营养制剂等
		调味品	动物胶原蛋白食品具有独特的保水性，并且可以改善食品的口感，延长保质期和保持颜色

资料来源：创尔生物招股书申报稿，Grand View Research，华安证券研究所

兴业科技通过宝泰皮革切入胶原蛋白领域，新业务拓展可期。兴业科技 2019 年收购宝泰皮革，以合资形式持有宝泰皮革 51% 的股份，成功切入二层皮革领域以及胶原蛋白原材领域，在原有头层牛皮业务的基础上进行产业延伸，对于二层牛皮进行深加工。宝泰皮革 2022 年开始正式投产，据公告，目前已有提供胶原蛋白制作肠衣产品出口到澳洲。2022 年宝泰皮革实现营收 2.17 亿元，实现净利润 773.7 万元，其中二层皮胶原产品原料收入 5067 万元，毛利率为 14.07%。

4 盈利预测和估值探讨

收入假设：1) 传统牛皮革方面，据公告，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，预计 2023-25 年产能利用率分别为 68%/75%/80%，基于产品结构优化，传统皮革均价预计逐年增加 2%。**2) 汽车皮革方面**，汽车内饰革受国产替代及需求高增速双重驱动，宝泰是多家新能源汽车主机厂供应商，2022 年 6 月并表后依托上市公司资源赋扩产能和拓展客户，公司公告宏兴汽车皮革产能预计在 2023-2025 年内有序释放，结合新能源客户高速增长的行业环境，预计 2023-25 年汽车皮革收入同比分别+97%/+34%/+26%。**3) 二层皮胶原**作为公司新业务，当前正在起步阶段，基数相对较低，但二层皮及皮胶原作为公司主业的副产品，成长潜力及弹性较大，后续伴随技术提高和产品结构优化成为公司新的业绩增长点，预计 2023-25 年皮胶原收入同比分别+137%/+117%/+73%。

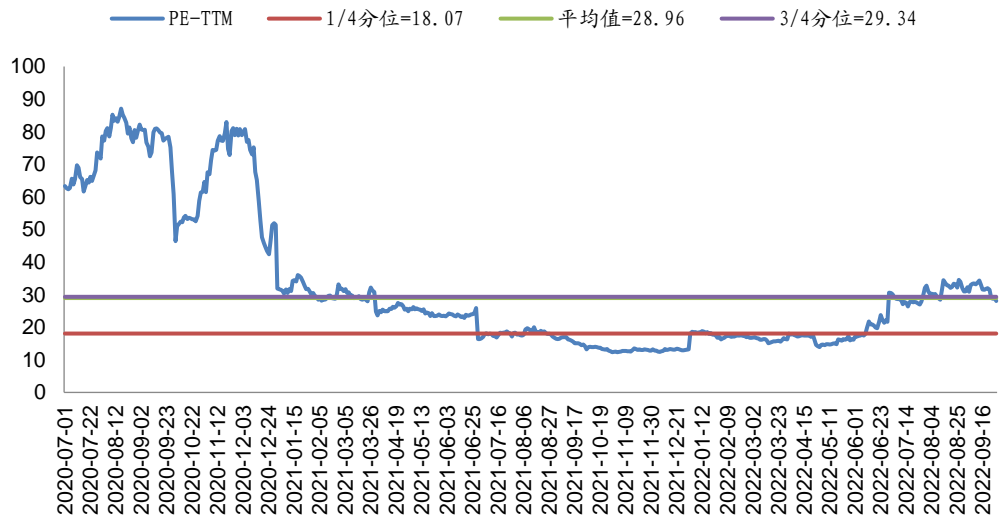
图表 58 公司收入预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1460	1726	1988	2516	3083	3659
收入YOY (%)		18%	15%	27%	23%	19%
其中:						
传统牛皮革收入 (百万元)	1414	1680	1591	1750	1969	2142
YOY (%)		19%	-5%	10%	13%	9%
销量 (百万平方英尺)	93	105	108	117	129	138
单价 (元/平方英尺)	15.2	16.0	14.7	15.0	15.3	15.6
汽车皮革收入 (百万元)			309	607	816	1029
YOY (%)				97%	34%	26%
皮胶原原料收入 (百万元)			51	120	260	450
YOY (%)				137%	117%	73%
毛利率 (%)	18.83%	24.41%	19.51%	20.70%	21.28%	21.58%

资料来源: 华安证券研究所

截至 2023/7/12 收盘, 公司 PE 为 20.5, 低于历史三年平均值, 估值具备性价比。我们看好公司皮革主业稳健发展、汽车内饰革新业务打造第二增长曲线, 预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.3/2.9/3.6 亿元, 对应 PE 为 16/12/10 倍, 参考 A 股合成革上市公司安利股份、云中马及汽车内饰上市公司明新旭腾、继峰股份和旷达科技, 给予传统皮革业务 15X 汽车内饰皮革业务 25X 估值, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 59 公司近三年 PE-TTM 变动



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 60 可比公司估值

公司	股价	市值	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
兴业科技	12.17	35.52	0.62	0.78	0.99	1.22	20.95	15.55	12.31	9.97
明新旭腾	24.44	39.72	0.60	1.07	1.57	2.04	49.30	22.77	15.53	11.97
继峰股份	13.40	152.21	-1.27	0.33	0.65	1.03	-	40.40	20.63	12.99
旷达科技	4.85	71.34	0.14	-	-	-	50.39	-	-	-
汽车内饰均值							49.84	31.59	18.08	12.48
安利股份	9.49	20.59	0.67	1.24	1.50	0.00	15.00	7.65	6.33	-
云中马	22.40	31.36	0.72	-	-	-	38.10	-	-	-
皮革行业均值							26.55	7.65	6.33	-

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：股价为 2022/7/12 收盘价，其中兴业科技为模型预测值，其余为一致预期均值

风险提示：

原材料价格波动：公司主要原材料为天然牛皮，2022 年头层皮料采购占公司营业成本的比重为 40.91%，化料采购成本占 15.93%。原材料尤其是皮料的价格波动将对公司盈利能力带来影响；

产能扩张不及预期：公司在建工程包括宝泰皮革工厂和印尼联华皮革工厂等生产基地，公司产能投放不及预期将影响后续实际收入水平；

下游需求下滑：皮革下游为鞋类、服装、包袋等传统行业，需求波动受到收入水平及替代品合成革的影响，下游需求下滑对于公司业绩具有不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2797	2858	3189	3635	营业收入	1988	2516	3083	3659
现金	823	690	585	599	营业成本	1600	1995	2427	2869
应收账款	412	442	552	668	营业税金及附加	13	17	21	25
其他应收款	6	5	7	8	销售费用	22	30	37	44
预付账款	89	86	111	133	管理费用	82	118	145	172
存货	1016	1149	1440	1706	财务费用	10	-8	-6	-4
其他流动资产	451	486	494	520	资产减值损失	-29	0	0	0
非流动资产	990	1104	1203	1292	公允价值变动收益	-12	0	0	0
长期投资	115	124	132	141	投资净收益	17	25	31	38
固定资产	529	562	586	601	营业利润	200	318	404	491
无形资产	51	49	48	46	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	296	369	437	504	营业外支出	4	13	9	9
资产总计	3787	3962	4392	4927	利润总额	196	305	395	482
流动负债	1180	1227	1323	1444	所得税	28	43	56	68
短期借款	317	282	238	223	净利润	168	263	339	414
应付账款	296	322	394	476	少数股东损益	17	34	51	58
其他流动负债	567	624	691	746	归属母公司净利润	151	228	289	356
非流动负债	129	140	135	135	EBITDA	266	406	509	609
长期借款	75	84	79	79	EPS (元)	0.52	0.78	0.99	1.22
其他非流动负债	54	56	56	56					
负债合计	1309	1367	1458	1579					
少数股东权益	128	162	213	271	主要财务比率				
股本	292	292	292	292	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1267	1267	1267	1267	成长能力				
留存收益	792	874	1162	1519	营业收入	15.1%	26.6%	22.6%	18.7%
归属母公司股东权	2350	2432	2721	3077	营业利润	-9.1%	59.1%	26.9%	21.5%
负债和股东权益	3787	3962	4392	4927	归属于母公司净利	-17.0%	51.7%	26.3%	23.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	19.5%	20.7%	21.3%	21.6%
					净利率 (%)	7.6%	9.1%	9.4%	9.7%
					ROE (%)	6.4%	9.4%	10.6%	11.6%
					ROIC (%)	5.5%	7.8%	9.4%	10.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	34.6%	34.5%	33.2%	32.0%
					净负债比率 (%)	52.8%	52.7%	49.7%	47.1%
					流动比率	2.37	2.33	2.41	2.52
					速动比率	1.35	1.24	1.16	1.18
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.65	0.74	0.79
					应收账款周转率	6.20	5.90	6.21	6.00
					应付账款周转率	7.04	6.46	6.78	6.60
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.52	0.78	0.99	1.22
					每股经营现金流薄)	-0.38	0.89	0.53	0.80
					每股净资产	8.05	8.33	9.32	10.54
					估值比率				
					P/E	20.95	15.55	12.31	9.97
					P/B	1.34	1.46	1.31	1.15
					EV/EBITDA	11.41	8.72	7.07	5.86

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-111	259	155	233
净利润	168	263	339	414
折旧摊销	62	109	120	131
财务费用	20	15	13	12
投资损失	-17	-25	-31	-38
营运资金变动	-400	-114	-296	-296
其他经营现金流	624	389	644	720
投资活动现金流	18	-207	-198	-191
资本支出	-163	-212	-208	-208
长期投资	166	-21	-21	-21
其他投资现金流	15	26	31	38
筹资活动现金流	104	-186	-62	-28
短期借款	107	-35	-44	-16
长期借款	-225	9	-5	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	222	-160	-13	-12
现金净增加额	15	-134	-105	14

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队，2021年加入华安证券研究所，2022年水晶球轻工造纸行业（公募榜）第五名，2022年新浪金麒麟纺织服装最佳分析师，2022年Choice轻工制造行业最佳分析师。以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。