

## 皮革龙头业绩释放，新能源汽车业务扩张

2023年7月14日

**事件:** 公司 2023 年上半年实现归母净利润 8800 万元-1.03 亿元、同增 71.23%-100.41%，扣非净利 8100 万元-9600 万元、同增 102.27%-139.72%，EPS 为 0.30 元-0.35 元。23Q2 公司实现归母净利 0.60-0.75 亿元、同增 27.66%-59.57%，业绩增长亮眼。

**点评:**

- **鞋包皮革收入恢复增长，汽车内饰皮革保持高景气度。**2023 年防疫政策调整后社交场景恢复，皮鞋等产品需求增加，下游品牌商收入同比实现增长，公司鞋包袋用皮革销量同比增长，且毛利率同比改善。23 年公司新增并表宏兴皮革，且受益于下游新能源汽车销量增加，汽车内饰皮革销售同比快速增长，盈利能力显著改善。
- **皮鞋业务收入逐步恢复，宏兴皮革新能源汽车订单快速放量。**公司发布股权激励计划，2023-2025 年 100%行权的净利润目标为至少同增 50%/40%/40%，有望提升员工积极性，彰显未来增长信心。宏兴皮革为理想等头部新能源品牌核心供应商，订单增长确定性较强，并积极拓展比亚迪、极氪、上汽等新客户，业绩成长空间大，宝泰皮革拓展胶原蛋白业务，逐步实现产能释放、业绩贡献。此外国内防疫政策调整优化后下游皮鞋消费逐步修复，公司积极拓展头部品牌客户，且中小企业受环保等影响退出行业，公司皮鞋业务皮革收入有望保持增长。
- **盈利预测与投资建议:** 我们维持公司 2023-25 年 EPS 预测为 0.79/1.01/1.24 元，目前股价对应 23 年 15.97 倍 PE，估值相对于业绩增速处于较低水平。考虑到公司新能源汽车订单快速放量，股权激励业绩增长目标较高，未来业绩弹性较大，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格波动风险、汇率波动风险、新能源汽车订单低于预期风险等。

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	15.97	12.62	10.21
市净率 P/B(倍)	1.42	1.34	1.43	1.29	1.14

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 7 月 13 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>2,512</b>	<b>2,797</b>	<b>2,732</b>	<b>2,929</b>	<b>2,897</b>	
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	
<b>非流动资产</b>	<b>795</b>	<b>990</b>	<b>1,380</b>	<b>1,635</b>	<b>1,809</b>	
长期股权投资	106	115	205	265	315	
固定资产(合计)	480	529	746	858	914	
无形资产	52	51	119	187	255	
其他	157	296	311	326	326	
<b>资产总计</b>	<b>3,307</b>	<b>3,787</b>	<b>4,112</b>	<b>4,564</b>	<b>4,706</b>	
<b>流动负债</b>	<b>632</b>	<b>1,180</b>	<b>1,256</b>	<b>1,414</b>	<b>1,192</b>	
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	
<b>非流动负债</b>	<b>349</b>	<b>129</b>	<b>129</b>	<b>129</b>	<b>129</b>	
长期借款	300	75	75	75	75	
其他	50	54	54	54	54	
<b>负债合计</b>	<b>981</b>	<b>1,309</b>	<b>1,385</b>	<b>1,543</b>	<b>1,321</b>	
少数股东权益	26	128	145	146	146	
归属母公司股东权益	2,300	2,350	2,582	2,876	3,239	
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,307</b>	<b>3,787</b>	<b>4,112</b>	<b>4,564</b>	<b>4,706</b>	

#### 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	15.97	12.62	10.21
P/B	1.42	1.34	1.43	1.29	1.14
EV/EBITDA	10.98	11.41	9.97	8.21	6.64

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>1,726</b>	<b>1,988</b>	<b>2,612</b>	<b>3,038</b>	<b>3,451</b>	
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	
减值损失合计	-59	-29	-5	-5	-5	
投资净收益	18	17	31	46	59	
其他	11	5	34	30	35	
<b>营业利润</b>	<b>220</b>	<b>200</b>	<b>353</b>	<b>376</b>	<b>427</b>	
营业外收支	-10	-4	-60	-30	0	
<b>利润总额</b>	<b>210</b>	<b>196</b>	<b>293</b>	<b>346</b>	<b>427</b>	
所得税	29	28	44	52	64	
<b>净利润</b>	<b>181</b>	<b>168</b>	<b>249</b>	<b>294</b>	<b>363</b>	
少数股东损益	0	17	17	1	0	
<b>归属母公司</b>	<b>181</b>	<b>151</b>	<b>232</b>	<b>293</b>	<b>363</b>	
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>135</b>	<b>-111</b>	<b>391</b>	<b>286</b>	<b>336</b>
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
营运资金变动	-168	-400	2	-113	-87
其它	55	57	65	35	5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-558</b>	<b>18</b>	<b>-504</b>	<b>-329</b>	<b>-211</b>
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
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-75</b>	<b>104</b>	<b>-11</b>	<b>44</b>	<b>-324</b>
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
<b>现金流净增加额</b>	<b>-501</b>	<b>15</b>	<b>-123</b>	<b>0</b>	<b>-200</b>

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，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》研究金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
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@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	孙瞳	18610826885	sun tong@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
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。