



2023年8月22日

受益理想高增长趋势，宏兴表现靓丽

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:	13.53/9.55
目标价格:		总市值(亿)	36.48
最新收盘价:	12.50	自由流通市值(亿)	36.48
		自由流通股数(百万)	292

事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 11.96/0.93/0.83/-0.63 亿元，同比增长 61.50%/80.64%/106.10%/-389.0%，净利处于预告下限。剔除宏兴并表影响，我们估计主业 23H1 收入/归母净利增长 30%/16%。归母净利增速高于收入增速主要由于毛利率提升；经营现金流为负、低于归母净利主要由于存货增加及应收项目增加。

23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 7.32/0.64/0.60 亿元、同比增长 52.07%/35.69%/44.83%。

分析判断:

23H1 收入增长主要受益于宏兴汽车皮革及宝泰皮革销售增长。(1)分产品来看，23H1 鞋、包带用皮革/汽车内饰用皮革/二层皮胶原产品原料/其他领域用皮革收入分别为 8.55/2.43/0.60/0.23 亿元，同比增长 30.9%/457.3%/468.7%/73.9%，宏兴高增主要由于并表时间差异及受益于理想高增长。23H1 总产能为 9360 万平方英尺，同比增长 23%、我们分析扩产主要来自宏兴，产能利用率为 64.79%，同比增加 7PCT。(2)分地区/渠道看，国内/国外销售收入为 10.97/0.99 亿元、同比增长 78%/-21%，海外业务受去库存影响；直销/经销销售收入为 7.57/4.39 亿元、同比增长 88%/30%。(3)2023H1 宏兴汽车皮革收入/净利为 2.46/0.34 亿元，毛利率/净利率 27.3%/13.9%、提升 7.3/4.0PCT，扩产、在优质客户份额提升、净利率改善逻辑均得以兑现，在新能源车销量承压背景下受益于理想高增长。

宏兴毛利率大幅提升，政府补助及投资收益下降、财务费用率上升导致净利率增幅低于毛利率。(1)23H1 公司毛利率/归母净利率/扣非净利率为 20.26%/7.76%/6.9%、同比增长 4.1/0.82/1.5PCT。分产品来看，23H1 鞋、包带用皮革/汽车内饰用皮革/二层皮胶原产品原料/其他领域用皮革毛利率分别为 19.07%/27.30%/13.04%/19.36%，同比提升 2.59/7.34/-0.85/3.61PCT。从费用来看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.0%/3.57%/2.32%/0.71%，同比下降 0.09/0.55/0.33/-1.02PCT，财务费用率增长主要由于利息支出及汇兑损失增加。政府补贴及投资收益/收入同比减少 1.86PCT；公允价值变动损益/收入同比增长 0.62PCT，减值损失/收入同比增长 0.76PCT；营业外净收入/收入同比增长 0.29PCT；所得税率增长 0.81PCT；少数股东损益/收入同比增长 0.82PCT。(2)23Q2 公司毛利率/归母净利率/扣非净利率分别为 21.85%/8.81%/8.2%，同比增加 3.68/-1.06/-0.4PCT，净利率下降主要由于财务费用率上升、公允价值损失及资产减值损失增加，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.96%/3.27%/2.33%/1.17%，同比减少 0.08/0.17/0.15/-1.99PCT。公允价值变动损益/收入同比下降 1.08PCT；资产减值损失/收入同比增长 1.09PCT；所得税率同比增长 0.81PCT。(2)23H1 子公司瑞森皮革/兴宁皮业/宏兴汽车皮革/宝泰皮革分别实现净利润-43.2/-380.4/3428.3/-15.85 万元，净利率分别为-0.5%/-3.3%/13.9%/-0.0%。

存货增长，应收账款增长。23H1 存货为 12.10 亿元，同比增长 37%，存货周转天数 210 天、同比减少 24 天，从库存结构来看，原材料/在产品/产成品占比为 6.9%/27.0%/66.1%，同比下降 0.2/15.9/-16.1PCT。应收账款为 4.41 亿元、同比增长 28.27%，应收账款周转天数为 64 天、同比减少 6 天。应付账款为 3.17 亿元、同比增长 42.21%，应付账款周转天数为 58 天、同比增加 3 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。

维持此前盈利预测，预计 23-25 年收入为 26.7/30.4/33.8 亿元，预计 23/24/25 年归母净利润为 2.38/2.86/3.46 亿元，对应 23-25 年 EPS 为 0.82/0.98/1.19 元，2023 年 8 月 21 日收盘价 12.50 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 15/13/11X，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	24.23	15.33	12.76	10.54

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%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.0%	5.7%	6.3%	6.8%
货币资金	823	1,173	1,016	1,464	净资产收益率 ROE	6.4%	9.2%	9.9%	10.7%
预付款项	89	74	82	89	偿债能力				
存货	1,016	1,029	1,294	1,299	流动比率	2.37	2.41	2.64	2.73
其他流动资产	868	876	1,053	1,113	速动比率	1.35	1.48	1.50	1.69
流动资产合计	2,797	3,152	3,445	3,965	现金比率	0.70	0.90	0.78	1.01
长期股权投资	115	122	129	137	资产负债率	34.6%	34.4%	31.7%	31.0%
固定资产	529	522	520	519	经营效率				
无形资产	51	50	49	48	总资产周转率	0.56	0.67	0.70	0.70
非流动资产合计	990	1,030	1,082	1,141	每股指标 (元)				
资产合计	3,787	4,182	4,527	5,106	每股收益	0.52	0.82	0.98	1.19
短期借款	317	317	317	317	每股净资产	8.05	8.87	9.85	11.03
应付账款及票据	320	446	412	523	每股经营现金流	-0.38	1.72	0.06	2.30
其他流动负债	543	546	576	613	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,180	1,308	1,305	1,453	估值分析				
长期借款	75	75	75	75	PE	24.23	15.33	12.76	10.54
其他长期负债	54	54	54	54	PB	1.34	1.22	1.10	0.98
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。