

兴业科技 (002674)

产能利用率、毛利率提升，共促业绩靓丽

增持 (首次)

2022 年 04 月 11 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	1,460	1,752	2,005	2,243
同比	-7.98	19.96	14.43	11.89
归属母公司净利润 (百万元)	116	197	234	274
同比	-2.11	70.18	19.17	16.84
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.40	0.67	0.80	0.94
P/E (现价&最新股本摊薄)	24.91	14.64	12.28	10.51

投资要点

■ **国内牛皮革生产龙头。**兴业科技为牛皮革优质生产商，拥有安海本部、安东厂区、全资子公司瑞森皮革和兴宁皮业四个生产基地，牛头层产能 1.5 亿平方英尺。公司以内销为主，近年积极拓展外销，2021H1 出口收入占比 14%。2020 年受疫情影响，收入、归母净利润分别同比-7.98%、-2.11%。2021 年以来随着疫情好转业绩呈现复苏，前三季度收入 yoy+44.91%/较 2019 年同期+12.71%、归母净利润 yoy+290.15%/较 2019 年同期+88.32%，归母净利润增幅较高主要受益于毛利率大幅提升。公司业绩预告 2021 年归母净利润 1.85-2.1 亿元、同增 60.12 -81.76%。

■ **产能利用率回升促收入增长。**公司近年来产能维持稳定，产能利用率波动较大。2019 年受中美贸易摩擦影响 (公司原材料牛原皮主要从美国进口)、产能利用率同比-8.3pct 至 63.8%，2020 年受疫情影响产能利用率为 66.3%，2021 年受益于需求复苏、东南亚订单转移，2021H1 产能利用率同比提升 33pct 至 74.15%，我们预计全年产能利用率有望显著改善、有效拉动收入增长。此外受到原材料价格上行影响，2021 年公司产品售价有所提升，对收入增长亦形成贡献。

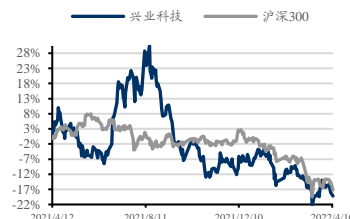
■ **2021 年牛原皮涨价促毛利率大增。**2021 年前三季度公司毛利率同比提升 8.89pct 至 26.14%，主要受益于牛原皮价格上涨。公司原材料牛原皮主要依赖进口，近年来海外牛皮供给平稳、但需求端景气度不高，导致进口牛原皮价格逐年下行，2014-2020 年进口盐渍牛皮从月均价 3.13 美元/千克的高位降至 2020/07 的 0.63 美元/千克。随着疫情好转、需求回暖、牛皮价格恢复上行，2021 年从 0.85 上涨至 1.39 美元/千克、涨幅达 62%。公司产品采用原材料加成定价模式，原材料价格波动对毛利率影响较大，在原材料价格上行过程中，产品售价上行、而公司具备相对低价库存，有利于毛利率提升。另外 2021 年毛利率提升还受益于产能利用率上升摊薄固定成本、扩充高毛利产品品类贡献。牛原皮价格目前仍处历史低位，但 2021 年涨幅较大，我们预计 2022 年有望维持稳定。

■ **品类、客户持续扩充，进行多元化投资。**1) **品类扩充：**公司近两年在原有的鞋面、包袋基础上扩充军工、沙发家具、电子产品包覆皮革等品类，其中军工和电子包覆皮毛利率较高、有望促进盈利能力提升。2) **客户扩充：**2021/08 公司全资子公司入股 HARVEST GLORY LIMITED，HG 与多家国际鞋服品牌保持稳定合作关系、目前是公司重要客户，对公司拓展海外市场起到促进作用。3) **多元化投资：**2021/10 公司参与投资设立厦门兴牛博芮基金 (公司认缴其 98%份额)、12 月收购安玉口腔医疗 4.388%股权，拓宽投资渠道。

■ **盈利预测与投资评级：**公司为国内牛皮革生产龙头，2021 年业绩呈现复苏。皮革行业环保监管趋严长期有望促行业集中度提升，公司作为龙头有望受益。当前公司产能利用率 70%+仍有提升空间，2021 年毛利率有望随品类扩充继续改善。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别同比增 70.2%/19.2%/16.8%，EPS 分别为 0.67/0.80/0.94 元/股，对应 PE 分别 15/12/11X，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动、汇率波动、疫情反复、环保趋严等。

股价走势



市场数据

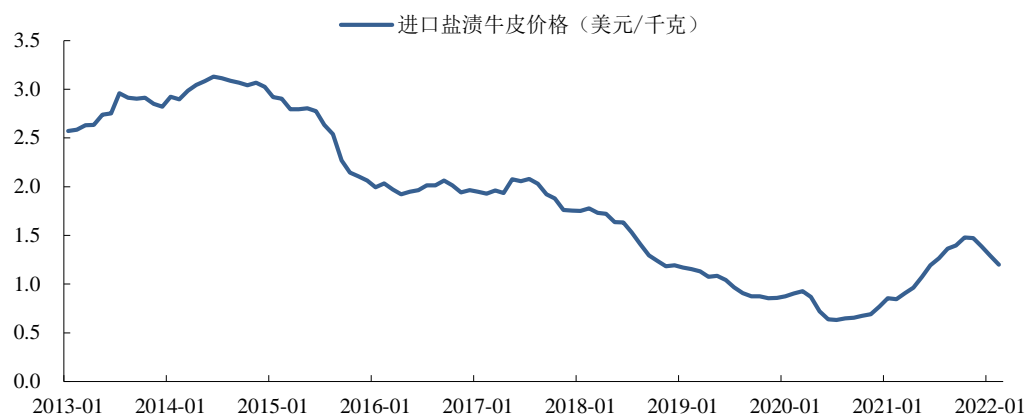
收盘价(元)	9.71
一年最低/最高价	9.38/15.68
市净率(倍)	1.23
流通 A 股市值(百万元)	2,804.90
总市值(百万元)	2,833.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.87
资产负债率(% ,LF)	27.91
总股本(百万股)	291.86
流通 A 股(百万股)	288.87

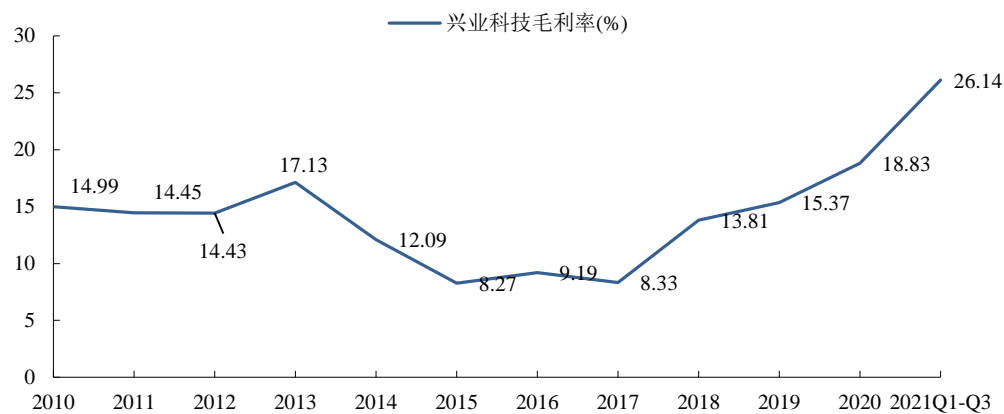
相关研究

图1: 进口盐渍牛皮价格走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 公司毛利率波动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

兴业科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,326	2,504	2,732	3,020	营业总收入	1,460	1,752	2,005	2,243
货币资金及交易性金融资产	1,364	1,441	1,553	1,744	营业成本(含金融类)	1,185	1,331	1,518	1,694
经营性应收款项	409	492	563	630	税金及附加	11	14	16	18
存货	511	517	552	573	销售费用	15	21	24	27
合同资产	0	0	0	0	管理费用	67	88	100	112
其他流动资产	41	54	64	72	研发费用	42	54	62	70
非流动资产	763	824	893	952	财务费用	-2	0	5	4
长期股权投资	101	101	101	101	加:其他收益	5	9	10	11
固定资产及使用权资产	482	545	601	652	投资净收益	28	14	20	27
在建工程	35	34	32	31	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	55	65	75	85	减值损失	-35	-30	-30	-30
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-1	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	139	236	280	327
其他非流动资产	90	79	84	83	营业外净收支	-6	-5	-5	-5
资产总计	3,089	3,328	3,625	3,972	利润总额	133	231	275	322
流动负债	911	953	1,017	1,090	减:所得税	18	35	41	48
短期借款及一年内到期的非流动负债	580	580	580	580	净利润	115	196	234	273
经营性应付款项	220	247	294	352	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	7	8	9	10	归属母公司净利润	116	197	234	274
其他流动负债	104	119	134	148	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.40	0.67	0.80	0.94
非流动负债	36	36	36	36	EBIT	113	244	285	323
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	171	302	349	394
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.83	24.00	24.30	24.50
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.91	11.22	11.69	12.20
其他非流动负债	36	36	36	36	收入增长率(%)	-7.98	19.96	14.43	11.89
负债合计	946	989	1,052	1,125	归母净利润增长率(%)	-2.11	70.18	19.17	16.84
归属母公司股东权益	2,133	2,329	2,563	2,837					
少数股东权益	10	10	9	9					
所有者权益合计	2,143	2,339	2,573	2,846					
负债和股东权益	3,089	3,328	3,625	3,972					

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	179	209	254	322	每股净资产(元)	7.31	7.98	8.78	9.72
投资活动现金流	-81	-510	-319	-207	最新发行在外股份 (百万股)	292	292	292	292
筹资活动现金流	-81	-23	-23	-23	ROIC(%)	3.62	7.34	7.97	8.35
现金净增加额	17	-324	-88	91	ROE-摊薄(%)	5.42	8.44	9.14	9.65
折旧和摊销	58	59	65	71	资产负债率(%)	30.64	29.71	29.03	28.33
资本开支	-39	-125	-125	-125	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.91	14.64	12.28	10.51
营运资本变动	-18	-91	-87	-60	P/B (现价)	1.35	1.24	1.12	1.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>