



Research and
Development Center

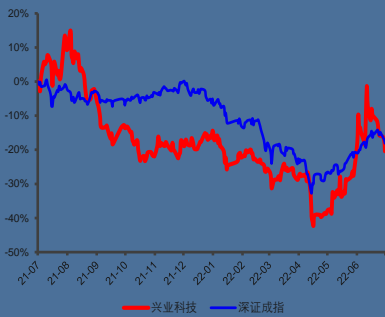
皮革产业深耕细作，新能源车助力腾飞

—兴业科技（002674.SZ）深度报告

2022年7月20日

汲肖飞 纺服化妆品首席分
析师
S1500520080003
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理
liyuan@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
兴业科技 (002674.SZ)
投资评级 买入


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价: 11.09

52周内股价波动区间(元): 7.87-15.68

最近一月涨跌幅(%): 1.34

总股本(亿股): 2.92

流通A股比例(%): 98.97

总市值(亿元): 32

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

皮革产业深耕细作，新能源车助力腾飞

2022年07月20日

本期内容提要:

- ◆ **天然皮革龙头企业，盈利能力持续提升。**公司主要从事天然牛头层皮革的研发、生产和销售，产品包括鞋面、包袋、家具用皮革和特殊功能皮革，具备年产近1.5亿平方英尺头层牛皮产能。公司拥有完善的生产体系和齐全的产品品类，能够向客户提供立体化服务和定制化解决方案，现已与国内外知名品牌建立合作。2022年公司通过收购并增资，持有宏兴皮革56%股权，正式切入汽车内饰用材料新领域。21年公司实现营收、归母净利润17.26亿元、1.81亿元，同增18.21%、56.93%；22Q1公司实现营收、归母净利润2.59亿元、0.04亿元，同增-5.83%、-80.55%，主要系21Q1在20年疫情影响下，下游处于补库存阶段，因此营收高基数。
- ◆ **皮革市场逐步回暖，新能源车型高端化利好真皮内饰。**1) 从皮革市场规模看，疫情过后下游需求有所改善，皮革市场逐步回暖，2021年我国皮革企业收入额同增9.16%至11057.2亿元。从鞋面革市场格局看，近年来一方面原料皮价格持续上涨对鞋面革企业带来较大成本压力，另一方面在运动鞋、休闲鞋逐步替代影响下，国内皮鞋消费景气度相对低迷，因此部分中小企业退出市场，头部皮革企业凭借在研发、规模、成本控制等方面优势，进一步扩大市场份额。2) 汽车内饰皮革方面，随着汽车消费量、配套产业链逐步向亚太地区转移，近年来中国汽车革产量稳步增长。从格局看，国内汽车皮革企业凭借在产品、服务和客户资源方面优势，在汽车皮革市场崭露头角。未来一方面随着本土供应链技术水平、创新能力不断提升，汽车品牌开始与更多本土供应商合作，实现国产化替代；另一方面新能源汽车渗透率快速提升，在本土新能源汽车高端化趋势下，真皮汽车内饰占比有望持续提升。
- ◆ **品质稳定生产高效，全球布局规模优势强。**公司多年来聚焦主业、深耕细作，全方面巩固皮革行业龙头地位。1) 研发工艺方面，公司依托双研发体系持续开发新技术、新工艺，为下游客户提供全面的研发与技术支持。公司成功攻关具有高技术壁垒的电子包覆皮工艺，进一步拓展品类矩阵，带来新的业绩增长点。2) 生产管理方面，智能化生产设备和扁平化管理模式为高质高效生产赋能。公司多次参与智能设备开发，确保高效生产与稳定品质；分事业部管理机制推动公司实现扁平化管理，推动交货周期由28天缩短至7天，适应服装鞋履龙头品牌商小单快反的业务模式。3) 产能布局方面，公司积极拓展国际业务，引入服务国际品牌经验丰富的技术和销售团队，并在东南亚布局产能，近距离服务客户，持续加强海外客户拓展，21年出口销售额同增106.61%至2.23亿元。未来公司有望凭借优质产品品质、稳定质量控制、生产快速反应等领先优势，抓住国内外新兴市场消费机遇，进一步强化规模优势。
- ◆ **切入汽车皮革、蛋白原料业务，打造新增长曲线。**2022年6月公司通过收购增资宏兴皮革，共持有其56%股权。宏兴皮革主营汽车内饰用材料生产、裁切和销售，下游客户为蔚来、理想等国内头部新能源汽车企业，21年实现营收1.2亿元，同增近100%。一方面宏兴皮革覆盖由原皮加工到裁切的全产业链布局，能够较好的把控产品品质、控制成本；另一方面汽车产业链有较高的资质壁垒和3-5年供应商审核周期，宏兴皮革凭借优质的产品品质、服务以及在新能源汽车内饰领域先发优势，现已成为众多知名新能源汽车品牌的供应商。通过收购宏兴皮革，公司快速切入蓬勃增长的新能源汽车内饰皮革行业。此外公司通过投资新设的方式，持有宝泰皮革51%的股权，引入胶原蛋白业务，充分挖掘皮革副产物经济价值，切入稀缺的化妆品、医用敷料、保健品生物蛋白原料领域，打造新的业绩

增长点。

◆**盈利预测与投资评级：**我们看好公司传统主业稳健增长，收购宏兴皮革、新设宝泰皮革切入汽车内饰皮革、胶原蛋白等新兴领域，收购完成后持续扩张产能、客户资源逐步拓展，推动业绩增长，我们预计 2022-2024 年公司收入为 20.38/27.82/32.18 亿元，同增 18.04%/36.51%/15.70%，归母净利为 1.90/2.51/2.80 亿元，同增 4.96%/31.68%/11.93%，看好未来业绩成长性。目前估值处于近两年较低水平。我们认为公司竞争优势明显，短期业绩快速增长、长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**原材料价格波动风险、新冠疫情风险、汇率波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,460	1,726	2,038	2,782	3,218
增长率 YoY %	-8.0%	18.2%	18.0%	36.5%	15.7%
归属母公司净利润 (百万元)	116	181	190	251	280
增长率 YoY%	-2.1%	56.9%	5.0%	31.7%	11.9%
毛利率%	18.8%	24.4%	20.1%	20.3%	20.7%
净资产收益率 ROE%	5.4%	7.9%	7.6%	9.1%	9.3%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.62	0.65	0.86	0.96
市盈率 P/E(倍)	32.30	18.08	17.01	12.92	11.54
市净率 P/B(倍)	1.73	1.42	1.30	1.18	1.07

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 7 月 20 日收盘价

目录

公司概况：天然皮革龙头企业，盈利能力持续提升	6
基本情况：一站式皮革材料供应商，拓展业务至汽车皮革领域	7
财务分析：产品结构优化，盈利能力持续提升	8
公司治理：实控人对公司掌控力强，管理团队皮革行业经验丰富	10
行业分析：皮革市场逐步回暖，新能源车高端化利好真皮内饰	11
皮革行业：皮革市场稳中承压，2021 年低谷过境逐步回暖	11
汽车内饰：汽车产业向国内转移，内饰皮革市场稳步扩张	13
竞争格局：国际龙头占据主导，国内龙头崭露头角	14
胶原蛋白：细分领域快速发展，打开胶原蛋白市场天花板	15
竞争壁垒：品质稳定生产高效，全球布局规模优势强	17
研发工艺：“开发团队+技术中心”双研发体系，新产品丰富品类矩阵	17
生产管理：“智能化设备+扁平化管理”为高效高质生产赋能	17
规模效应：皮革龙头布局海外产能，深化全球化战略	18
发展前景：切入汽车皮革、蛋白原料业务，打造新增长曲线	19
切入汽车内饰皮革新领域，享细分赛道成长红利	19
挖掘副产物二层牛皮，切入高速成长的胶原蛋白行业	20
盈利预测及假设	21
估值与投资评级	22
风险因素	23

表目录

表 1：公司管理层情况介绍	10
表 2：汽车内饰材料对比	13
表 3：近年来公司头层牛皮产销量占美国牛皮出口比重测算	19
表 4：公司业绩与盈利预测（百万元）	22
表 5：可比公司 EPS 及估值对比	22

图目录

图 1：近年来公司发展历程	7
图 2：公司产品下游应用于鞋、家具、电子、箱包	7
图 3：公司销售网络遍布全国	7
图 4：公司国内外品牌商客户	8
图 5：近年来公司国内外销售收入占比	8
图 6：近年来公司前五大客户及收入占比	8
图 7：近年来公司营业收入及增速	9
图 8：近年来公司内外销收入及外销占比情况（百万元）	9
图 9：近年来公司毛利率变化情况	9
图 10：近年来公司费用率变化情况	9
图 11：近年来公司归母净利润增长情况	10
图 12：近年来公司存货及存货周转天数情况	10
图 13：公司实际控制人持股结构图（截至 2022 年 6 月）	10
图 14：2021 年国内皮革行业下游细分市场规模占比	11
图 15：近年来国内皮鞋、运动鞋市场规模和增速情况	11
图 16：近年来国内皮革毛皮羽毛及制品和制鞋业营收（亿元）	12
图 17：近年来国内皮革毛皮羽毛及制品和制鞋业利润（亿元）	12
图 18：近年来皮革行业出口金额（亿美元）	12
图 19：2020 年国内皮革行业出口分区域占比情况	12
图 20：皮革行业上中下游产业链	13
图 21：国内皮革毛皮羽毛及制品和制鞋业企业单位数	13
图 22：近年来中国汽车产量增长情况	14
图 23：近年来中国汽车皮革产量增长情况	14
图 24：汽车皮革行业国际龙头情况	14
图 25：2020 年国内汽车皮革行业格局情况	14
图 26：2022 年各类汽车品牌新能源车型布局	15
图 27：近年来国内新能源汽车销量及增速	15
图 28：不同生产方式生产胶原蛋白环节	15
图 29：动物提取和基因工程两大提取方式优劣性对比	15
图 30：胶原蛋白下游应用于医药、化妆品、食品领域	16
图 31：2019 年全球、全国胶原蛋白终端应用结构	16

图 32: 胶原蛋白市场增长三原力	16
图 33: 2017-2027 年胶原蛋白市场规模及增速情况	16
图 34: 近年来公司荣获多项研发荣誉	17
图 35: 公司多项在研项目和进展情况	17
图 36: 公司有较强的品质管控能力	18
图 37: 组织改革后公司交货周期大幅缩短	18
图 38: 2018-2021 年公司产销量情况	18
图 39: 近年来美国整张牛皮外销量情况	18
图 40: 近年来境外销售额及占比 (百万元)	19
图 41: 与 CV.CISARUA 成立印尼公司联华皮革	19
图 42: 真皮生产工艺流程	20
图 43: 宏兴皮革众多下游客户	20
图 44: 宏兴皮革产能扩建节奏	20
图 45: 近年来国内新能源汽车渗透率情况	20
图 46: 胶原蛋白产品下游应用领域广泛	21
图 47: 近年来国内胶原蛋白产量及增速	21

投资逻辑

公司主要从事天然头层牛皮革的研发、生产与销售，产品包括鞋面用革、包袋用皮革、家具用皮革以及特殊功能性皮革。传统主业方面，公司研发创新能力较强，以双研发体系为支撑向下游客户提供研发与服务支持；智能化生产设备和扁平化管理机制为公司产品稳定和高效运营赋能。作为全球最大的天然皮革鞋面材料供应商，公司有望凭借优质产品品质、稳定的质量控制和小单快反的高效生产优势，持续强化规模优势，抓住国内外市场消费机遇，推动传统皮革收入稳定增长。

短期来看，2022年6月公司收购宏兴皮革，快速切入新能源汽车内饰的高成长赛道。宏兴皮革具有全产业链一体化布局，生产流程覆盖原皮加工到裁切，能够有效控制成本、把握产品品质。此外宏兴皮革在新能源汽车内饰领域具有较强的先发优势，与国内多家知名新能源整车厂深度合作。短期随着公司产能快速爬坡，客户资源顺利拓展，业绩成长性较强。

长期来看，公司传统主业所处的鞋面革市场马太效应凸显，在原材料价格波动、皮鞋终端市场需求景气度相对低迷的背景下，行业内中小企业陆续退出市场，公司作为头部鞋面革企业，有望持续提升市场份额，扩大收入体量。此外公司通过投资新设宝泰皮革，切入胶原蛋白业务，通过精细化管理和技术改造深入挖掘皮革副产物价值。未来随着胶原技术的持续升级，公司有望进入化妆品、食品添加剂等新兴业务领域，打开业绩成长天花板。

与市场不同的观点：

市场对公司认知度不高，认为公司体量小、发展空间有限，但我们分析后认为：

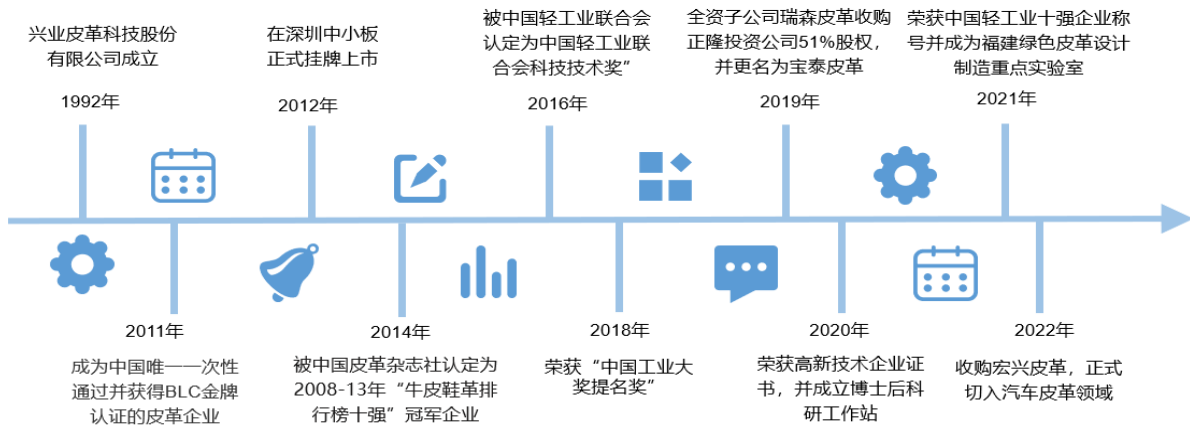
- 1) 公司多年来聚焦主业，重视研发创新，拥有一流的研发能力，帮助公司持续开拓新工艺和新技术，拓展产品品类，提升产品附加值，提高盈利能力。此外公司标准化、可复制的分事业部管理制度和智能化生产设备助力公司实现小单快反，以较快的反应速度积极响应下游客户的需求，高筑竞争壁垒。
- 2) 公司通过收购宏兴皮革，快速切入新能源汽车内饰领域。在新能源汽车渗透率持续提升的背景下，公司有望凭借宏兴皮革在新能源汽车供应链方面的优先布局、优质客户资源以及一体化产业链，获得新的业绩增长。
- 3) 胶原蛋白市场需求高景气度持续，公司通过深入挖掘副产物二层牛皮的价值，开拓新业务领域，未来有望切入胶原蛋白原料供应领域，享胶原蛋白市场的增长红利，业绩增长前景可期。

公司概况：天然皮革龙头企业，盈利能力持续提升

基本情况：一站式皮革材料供应商，拓展业务至汽车皮革领域

公司主要从事天然牛头层皮革的研发、生产与销售，主要产品包括鞋面用皮革、包袋用皮革、家具用皮革以及特殊功能性皮革。公司致力于成为一站式皮革材料供应商，为客户提供定制化解决方案，现已成为众多国内外知名品牌的战略合作伙伴。公司总部位于福建晋江，已建立安海本部、安东厂区、子公司瑞森皮革和兴宁皮业四个生产基地，具备年产头层牛皮产能近 1.5 亿平方英尺。2022 年 4 月公司通过收购增资持有宏兴皮革 56% 股权，正式切入汽车内饰用材料新领域。

图 1：近年来公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司具有完整的产业链，生产线涵盖由生牛皮到湿蓝皮革到皮胚革再到成品皮革的制革工艺全流程。作为天然皮革行业龙头企业，公司拥有完善的生产体系和齐全的天然牛皮革产品品类，下游应用领域广泛，包括鞋类、箱包、家具和电子包覆皮生产制造，其中鞋类皮革销售占比近 70%。从鞋面革销售来看，公司渠道以直销和经销为主，军工和团购订单为辅，销售网络遍布全国多省市地区。直销方面，公司以技术和服务为切入点，配合品牌商客户进行领先产品的开发，提供一站式的材料解决方案。经销方面，公司积极在互联网直播带货以触达代工厂集中区域的客户，通过区域独家代理的模式，整合零散订单，提供点对点服务，挖掘市场潜力。

图 2：公司产品下游应用于鞋、家具、电子、箱包



图 3：公司销售网络遍布全国



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

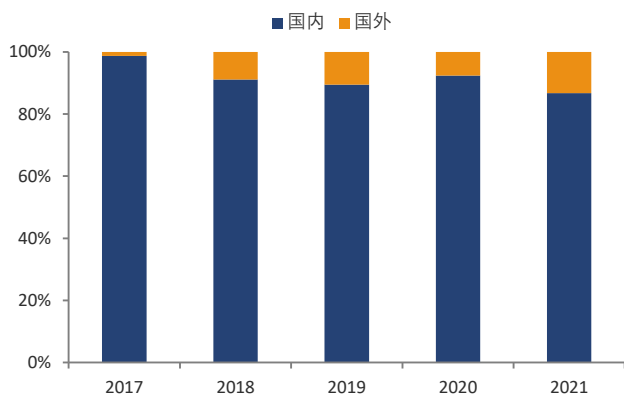
凭借先进的研发体系，公司能够配合下游客户进行产品的定制化研发，为客户提供全方位服务，现已与国内外知名品牌建立合作，包括百丽集团、哥伦比亚、添柏兰、宝姿、奥康、红蜻蜓等。此外公司从研发、产品和销售服务等方面，向客户提供立体化服务，持续巩固与头部客户合作基础，客户粘性较强，近年来前五大客户销售占比逐年提升，2021年前五大客户销售占比达 23.19%，同增 8.67PCT。公司积极推进全球化布局，通过引进经验丰富的国际品牌技术、销售团队，逐步拓展海外市场，外销占比逐年提升，2021 年外销占比达 12.92%，同增 5.53PCT。

图 4：公司国内外品牌商客户



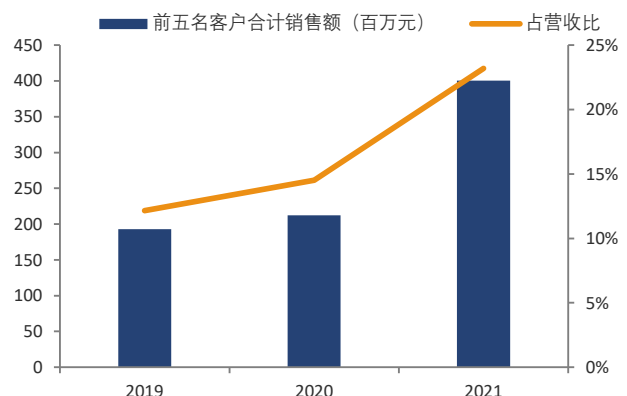
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：近年来公司国内外销售收入占比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：近年来公司前五大客户及收入占比



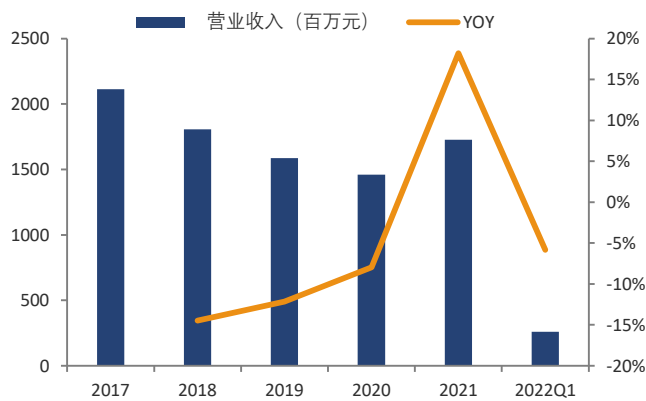
资料来源：Wind，信达证券研发中心

财务分析：产品结构优化，盈利能力持续提升

近年来公司收入呈现波动态势，2017年后公司营收逐步下滑，2020年营收为 14.60 亿元，2017-20 年年均复合增速为 -11.58%，主要系一方面皮鞋行业受到运动鞋产品冲击，下游品牌商收入增速下降，且公司自 2017 年后不断优化产品结构，精简 SKU，减少盈利水平较低的产品销售；另一方面 2020 年在全球新冠疫情影响下，终端消费需求下降，拖累公司全年营收。2021 年疫情得到有效管控，行业景气度逐步恢复，公司国内市场需求修复，广泛

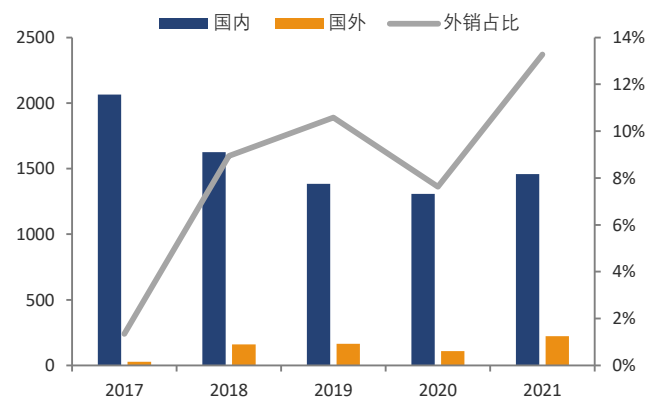
拓展海外客户，推动2021年营收同增18.21%至17.26亿元。2022Q1公司收入同降5.83%至2.59亿元，主要由于Q1通常为销售淡季以及21Q1在20年疫情影响下，下游处于补库存阶段，因此营收高基数。

图7：近年来公司营业收入及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图8：近年来公司内外销收入及外销占比情况（百万元）

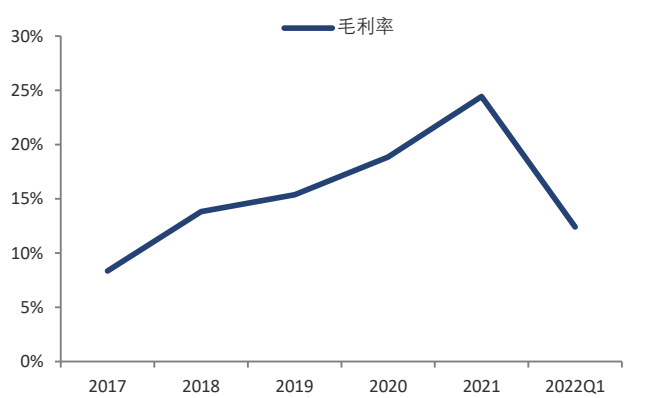


资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率方面，近年来公司毛利率显著增长，2017-2021年公司毛利率由8.33%增至24.41%，主要由于产品结构优化，且原材料牛皮价格持续下降，公司盈利能力持续提升，2022Q1受原材料价格上涨以及生产规模下降带来单位成本提升等因素的影响，公司毛利率同比下降6.76PCT至12.41%。

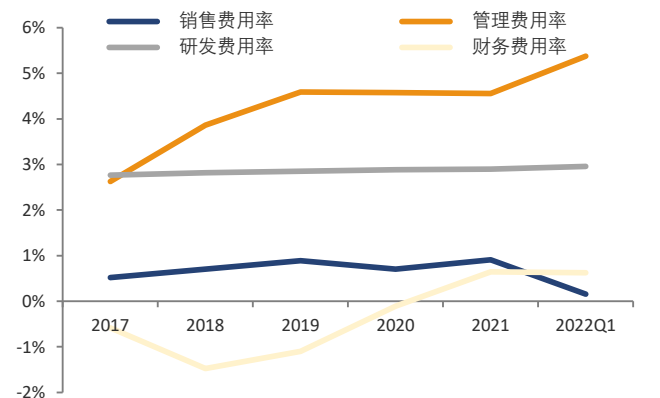
费用率方面，近年来公司财务、管理费用率有所增长，销售、研发费用率基本稳定。2020-21年公司汇兑损益增长导致财务费用率提升较大。公司重视研发投入，不断加快产品、技术的创新迭代，近年来研发费用率保持在2.8%以上。21年销售人员薪酬、广告宣传费大幅增长，带动销售费用同增29.23%，因收入规模大幅增长，公司销售费用率维持低位。

图9：近年来公司毛利率变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

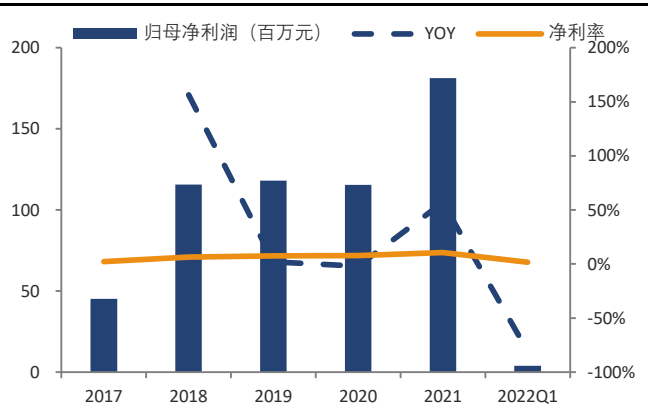
图10：近年来公司费用率变化情况



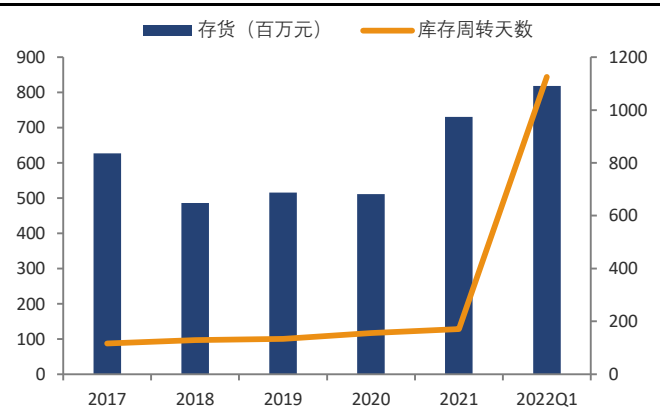
资料来源：Wind，信达证券研发中心

净利润方面，公司净利呈现波动增长态势，2017-21年公司归母净利由0.45亿元增至1.81亿元，年均复合增速为41.57%，毛利率提升推动净利增速较高，公司盈利能力提升。2022Q1公司归母净利同降80.55%至0.04亿元，主要系原材料价格上涨以及Q1公允价值变动。

存货方面，公司采购中心根据销售情况和原材料库存情况实时调整采购计划，生产部门根据客户需求，先打样并经客户确认后，按订单生产，公司具有较强的存货管理能力，2017-21年存货周转天数均保持在175天以内。22Q1在疫情影响下，全国物流受阻，公司销售受到影响，库存周转天数增长至1125天，同比增长6.53%。

图 11: 近年来公司归母净利润增长情况


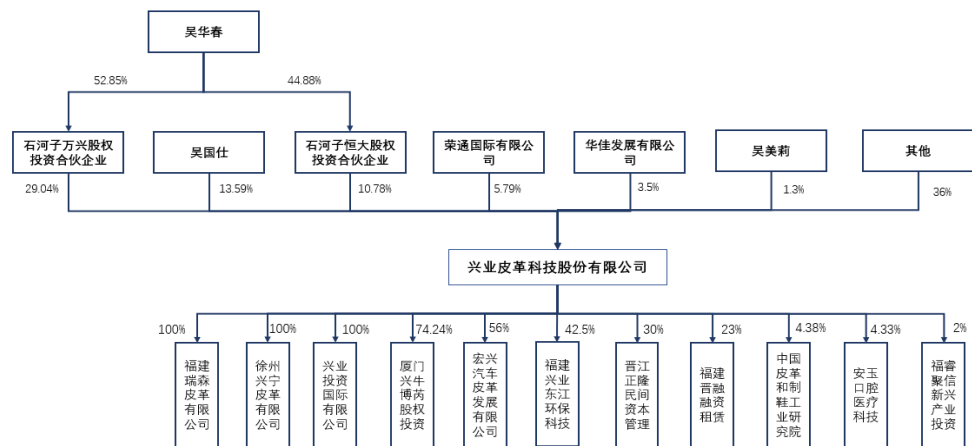
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 近年来公司存货及存货周转天数情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司治理：实控人对公司掌控力强，管理团队皮革行业经验丰富

公司实际控制人为董事长吴华春先生，分别通过石河子万兴股权投资和石河子恒大股权投资持有公司 15.35%、4.84%股份，合计持有公司 20.19%的股份，此外股东吴国仕、吴美莉为吴华春子女，分别持有公司 13.59%、1.3%股份，吴氏家族对公司掌控能力强。

图 13: 公司实际控制人持股结构图（截至 2022 年 6 月）


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司高管团队在皮革行业运营经验丰富，对皮革产业和专业市场有深刻理解。董事长吴华春 1992 年进入制革行业，指导参与公司多项技术革新与研发，是公司多项外观设计、实用新型专利及发明专利的设计人、发明人。董事兼总裁孙辉永为董事长妻弟，1992 年加入公司，2018 年出任总裁，上任后积极推行内部组织改革，执行分事业部制，实行扁平化管理策略，同时优化产品结构、客户结构，推动公司运营效率与盈利能力持续提升。

表 1: 公司管理层情况介绍

姓名	职务	学历	简介
吴华春	董事长	硕士	1960 年 9 月出生，先后毕（结）业于北京大学经济学院、香港国际商学院（MBA），高级经济师职称。1992 年 12 月起任公司董事长，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。先后获得“福建省优秀企业家”、“海西创业英才”、“泉州市慈善家”等称号。现任中国皮革协会理事会副理事长、中国皮革协会制革专业委员会主席、福建省工商业联合会（总商会）副会长、福建省第十二届政协委员、泉州市第十七届人大代表。
孙辉永	董事、总裁	硕士	1970 年 2 月出生，毕业于香港国际商学院（MBA），中国人民大学（MBA）、清华大学工商管理

(MBA) 硕士研究生课程结业，现任全国皮革工业标准化技术委员会副主任委员、全国皮革工业标准化技术委员会制革分技术委员会委员、中国皮革协会第八届理事会科技委员会常务委员、福建省企业与企业家联合会第八届理事会副会长、晋江市第十八届人大代表，军民两用产业发展战略联盟理事。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”、“段镇基科技创新项目二等奖”、“中国轻工业联合会科学技术进步二等奖”。

柯金鏞	董事	硕士	1975 年 10 月出生，毕业于华侨大学工商管理专业，厦门大学 (EMBA)。曾参加浙江大学“晋江青商学院青商财俊培训”。1999 年 2 月至今，在福建晋工机械有限公司任总经理。现任晋江市第十八届人大常委会委员，曾获得“福建省优秀青年企业家”、“泉州市科技工作先进工作者”、“第三届泉州青年五四奖章”、“晋江市慈善家”、“第八届福建五四青年奖章”、“福建省非公有制经济人士捐赠公益事业突出贡献奖”、“闽商建设海西突出贡献奖”等荣誉。
吴茉莉	副总裁、董秘	本科	1985 年 10 月出生，毕业于上海复旦大学，获经济学学士学位。曾在泉州市安溪地方税务局任职。2007 年 5 月至今在公司工作。获得“晋江市劳动模范”、“泉州市劳动模范”称号，现为晋江市第十四届政协常委。
蔡一雷	副总裁	本科	1963 年 12 月出生，毕业于南京大学理论物理专业，高级经济师。历任福州台美华纤维有限公司任副总经理，恒安集团安乡公司副总经理、营销部副经理，2005 年至今在公司任职。
李光清	财务总监	本科	1965 年 1 月出生，毕业于福州大学财经学院会计系，高级会计师、高级审计师。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、福建昌源投资股份有限公司董事、副总经理兼财务总监、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、福建凤竹纺织科技股份有限公司财务总监，2007 年 10 月至今在公司任职。

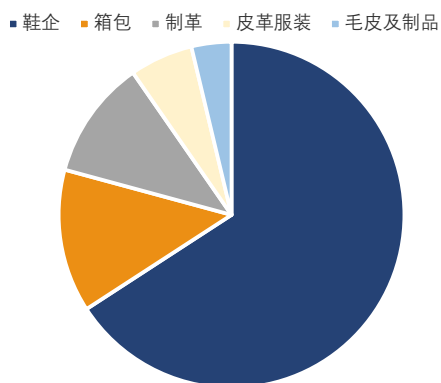
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

行业分析：皮革市场逐步回暖，新能源车高端化利好真皮内饰

皮革行业：皮革市场稳中承压，2021 年低谷过境逐步回暖

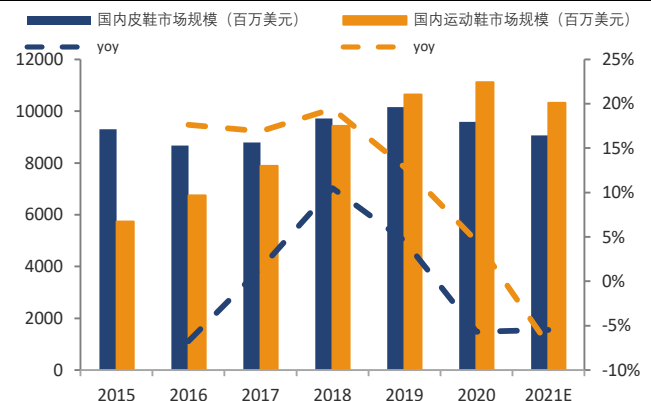
从下游市场来看，鞋面革销售收入占据主要皮革市场规模，据智研咨询统计，2021 年国内鞋企应用规模占皮革市场比重达 65.84%。从鞋类市场需求来看，相较于运动鞋市场，国内皮鞋市场需求相对疲软，2019 年后国内皮鞋终端需求规模逐年下滑，据 statista 统计，2021 年皮鞋市场规模为 90.61 亿美元，2015-21 年年均复合增速为 -0.43%，相比之下国内运动鞋终端规模 2015-21 年年均复合增速为 10.28%。

图 14：2021 年国内皮革行业下游细分市场规模占比



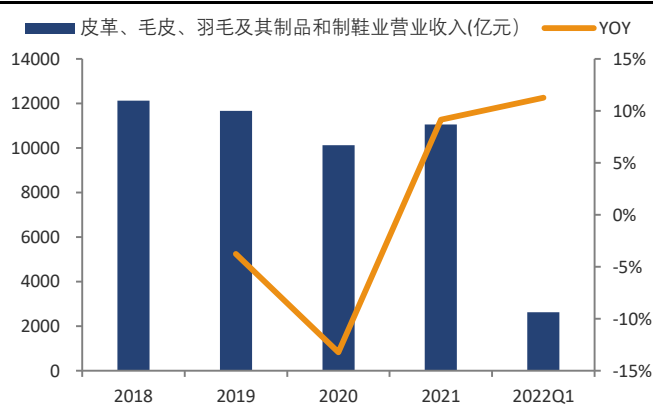
资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

图 15：近年来国内皮鞋、运动鞋市场规模和增速情况

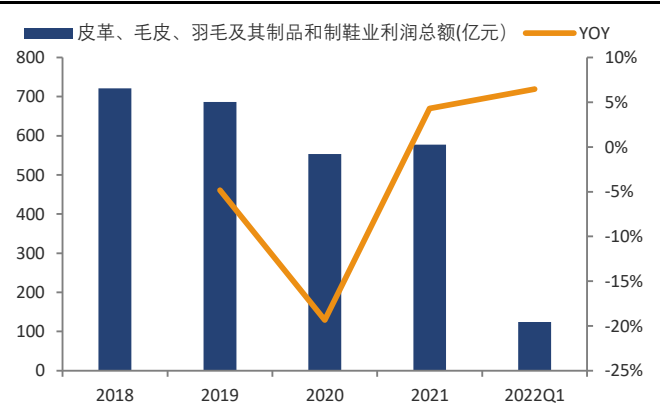


资料来源: Statista, 信达证券研发中心

从皮革行业市场来看，近年来皮革市场规模波动较大，2020 年在疫情影响下，国际业务受阻、皮革原材料价格与国际海运费价格大幅上涨，皮革行业企业营业收入、利润总额同比下滑 13.22%、19.35%至 10129.1 亿元、553.5 亿元。2021 年后皮革原材料价格阶段性见顶，皮革市场逐渐从疫情中恢复，2021、2022Q1 国内皮革行业企业收入达 11057.2 亿元、3506.9 亿元，同增 9.16%、9.93%；营业利润总额达 577.4 亿元、164.3 亿元，同增 4.32%、4.38%。

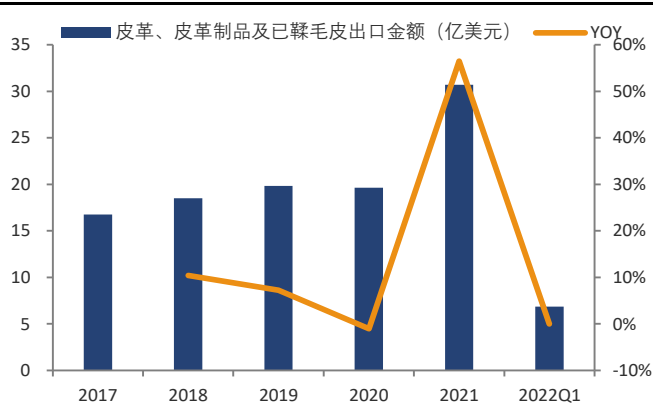
图 16: 近年来国内皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业营收 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

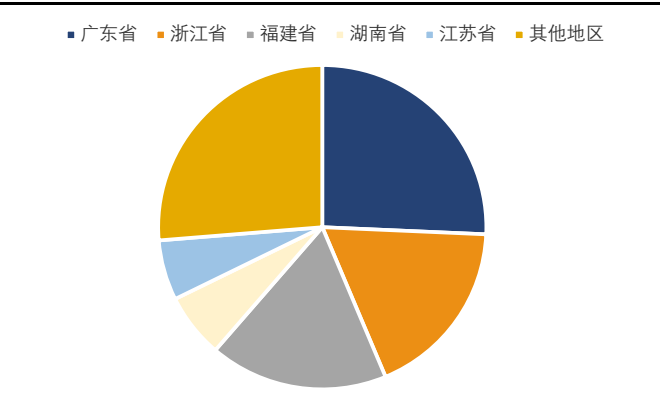
图 17: 近年来国内皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业利润 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从皮革制品出口看,国内皮革制品出口额自2017年至2019年持续恢复增长后,2020年在新冠疫情影响下,海外相关的皮革产品消费受到影响,终端需求下滑,拖累国内皮革出口总额同降1.05%至19.62亿美元。2021年国内皮革市场出口逐渐回暖,全年出口额同比增长56.46%至30.70亿美元。从全国各省出口情况看,2020年皮革出口主要集中于广东、浙江、福建三省,三省合计出口额占比达61.3%,其中鞋类出口主要集中于福建省,福建省超越广东、浙江成为出口额排名第一的省份。

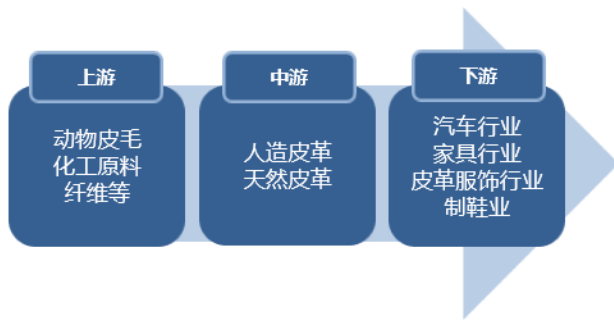
图 18: 近年来皮革行业出口金额 (亿美元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

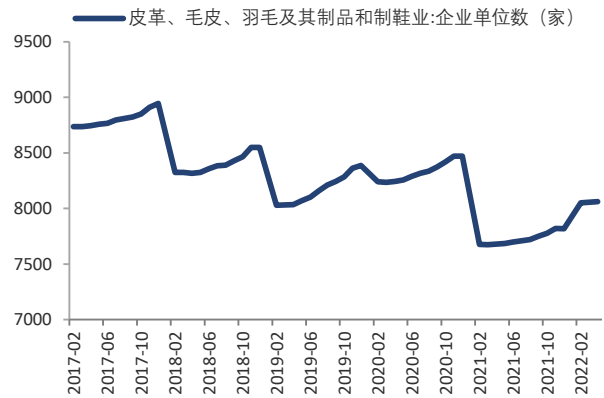
图 19: 2020 年国内皮革行业出口分区域占比情况


资料来源: 中国皮革协会, 信达证券研发中心

鞋面革赛道马太效应凸显。皮革生产制造企业处于皮革产业链中游,上游为动物皮毛、纤维等原料,下游面向众多皮革行业细分应用领域。从下游来看,国内皮革应用市场可以分为鞋面革、箱包、制革、皮革服装和毛皮及制品领域。近年来一方面原料皮价格大涨给鞋面革企业带来较大的成本压力,另一方面在运动鞋、休闲鞋逐步替代影响下,国内皮鞋消费景气度相对低迷,因此部分行业参与者退出市场。据国家统计局统计,近年来皮革企业单位数呈现波动下降趋势,截至2021年国内皮革单位数为7818家,同比下滑7.7%。头部鞋面革企业由于其在产品研发、成本控制和材料选择方面有一定优势,能够持续深耕鞋面市场,形成较强的规模和品牌效应,进一步扩大市场份额。

图 20: 皮革行业上中下游产业链


资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

图 21: 国内皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业企业单位数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

汽车内饰: 汽车产业向国内转移, 内饰皮革市场稳步扩张

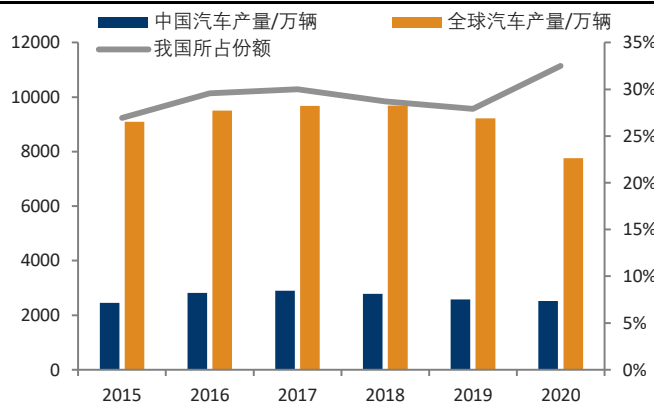
天然皮革由于其高端属性, 存在特定应用场景。汽车内饰主要使用织物、人造革、皮革等材料, 其中织物容易沾染污渍、美观度较差, 主要用于低端车型; 人造革包含 PVC 革、PU 革、超纤革等不同材质, PVC 革、PU 革多用于中端、低端车型, 超纤革在耐磨、色牢度、环保等方面接近真皮, 但在透气性、触感等方面相对较差。皮革具有其透气性、耐用性、易保养等特性, 主要用于中高端车型的座椅、方向盘、扶手、头枕、门板等部件的装饰覆盖, 提高汽车内饰观赏性、档次、乘员舒适性。

表 2: 汽车内饰材料对比

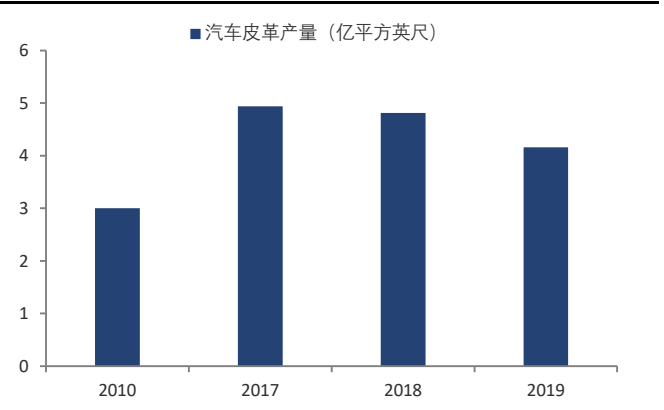
材料	材质	优势	劣势
织物	涤纶、锦纶、腈纶等	价格便宜、物理性能良好	难以清洗, 美观度、舒适性、亲肤性较差
人造革	PVC 革	纤维、聚氯乙烯	价格便宜 手感较硬, 舒适性、耐老化性较差
	PU 革	纤维、聚氨酯	手感舒适、结实耐用 美观度、档次较差
	超纤革	超细纤维、聚氨酯	物理性能、耐磨、色牢度、舒适性等方面具有优势 美观度、档次相对真皮较差
皮革	天然动物皮革	较易清洗, 亲肤性、透气性较好, 美观度、档次高	价格较高

资料来源: 公司招股说明书, 汽车之家, 信达证券研发中心

经过多年发展, 我国汽车产量逐年上升, 并于 2009 年成为全球汽车第一大生产大国, 2021 年中国汽车产量为 2608.2 万辆, 同比增长 3.4%, 国内汽车产量占全球汽车份额逐年上升。随着其他区域劳动力、原材料等要素成本优势显现, 以及中国汽车消费量、配套产业链快速发展, 汽车皮革产业逐步向亚太、南美洲等地区转移, 中国成为全球汽车皮革生产大国。2019 年中国汽车革产量达 4.16 亿平方英尺, 2010-19 年复合增速超过 3.5%。

图 22: 近年来中国汽车产量增长情况


资料来源: OICA, 信达证券研发中心

图 23: 近年来中国汽车皮革产量增长情况


资料来源: 华经研究, 中国皮革协会, 信达证券研发中心

竞争格局: 国际龙头占据主导, 国内龙头崭露头角

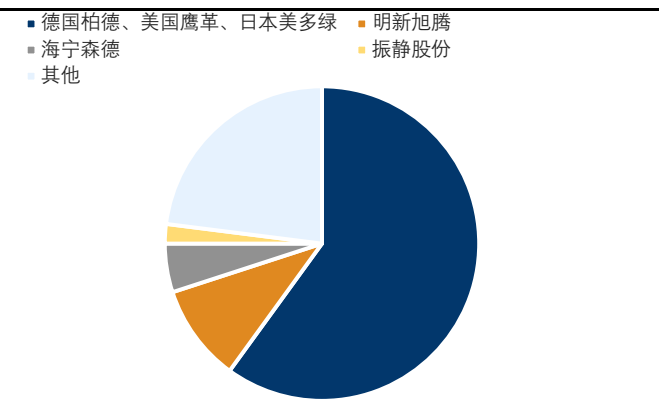
汽车皮革与一般皮革制品相比, 在柔韧性、透气性、耐磨性、阻燃性等方面要求较高, 工艺难度较大, 加工步骤较多且流程复杂, 因此具有较高的进入壁垒。目前国内汽车革企业数量较少, 供应商以外资或合资企业为主, 如德国柏德、美国杰仕地、美国鹰革、日本美多绿等, 国内公司包括明新旭腾、海宁森德、振静股份、宏兴皮革等, 与国际龙头相比发展时间较短, 汽车皮革收入体量相对较小。

2020年国内汽车皮革市场中, 约20%由海外进口, 50%以上由国内合资公司生产, 剩下约20%由国内厂商供货。汽车皮革行业集中度较高, 其中国际龙头中德国柏德、美国鹰革、日本美多绿收入体量较大, 市占率合计超50%。国内汽车皮革企业明新旭腾2020年市占率约为10%, 海宁森德、振静股份市占率约5%、2%, 在行业内属于追赶者的位置, 其中兴业科技子公司宏兴皮革在产品品质、服务质量、客户资源等方面具有较强优势, 有望凭借上市公司资源背书持续扩大市场份额, 提高汽车皮革产量占行业的比重。

图 24: 汽车皮革行业国际龙头情况

公司	基本介绍
德国柏德	成立于1872年, 最早从事鞋面革业务, 后转型为汽车皮革生产商。
美国杰仕地	成立于1832年。2000年进入中国市场, 并在中山市、沈阳市和嘉兴市设立了子公司。
美国鹰革	美国鹰革公司 (Eagle Ottawa) 于2003年在华设立的汽车皮革制造厂, 注册资本4,170万美元, 主要从事皮革后整饰新技术加工等业务。
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, 总部位于欧洲奥地利, 在国际皮革生产领域享有良好的信誉和很高的知名度, 2012年进入中国市场。
日本美多绿	是日本美多绿汽车皮革株式会社于2000年在中国设立的中外合资公司, 主要从事皮革制造、销售, 注册资本9,200万元。美多绿占领了中国日系车市场的主要份额。

资料来源: 明新旭腾招股说明书, 信达证券研发中心

图 25: 2020年国内汽车皮革行业格局情况


资料来源: OICA, 信达证券研发中心

政策与车企布局双驱动, 新能源汽车销量上行。政策方面, 为实现碳中和, 国家将能源结构转型上升到国家战略高度, 多次出台政策推动新能源汽车发展。为促进汽车消费, 2022年疫情后全国多地政府积极加大汽车消费的力度, 其中在广东, 从5月初至6月30日, 对个人消费者购买以旧换新的新能源汽车新车, 给予每辆8000元的补贴; 在湖北, 自6月至12月, 报废旧车并购买新能源汽车每辆补贴8000元、购买燃油汽车每辆补贴3000元。此外国内外传统车企加速布局电动化战略, 全球知名车企奔驰、宝马等陆续推出新能源汽车

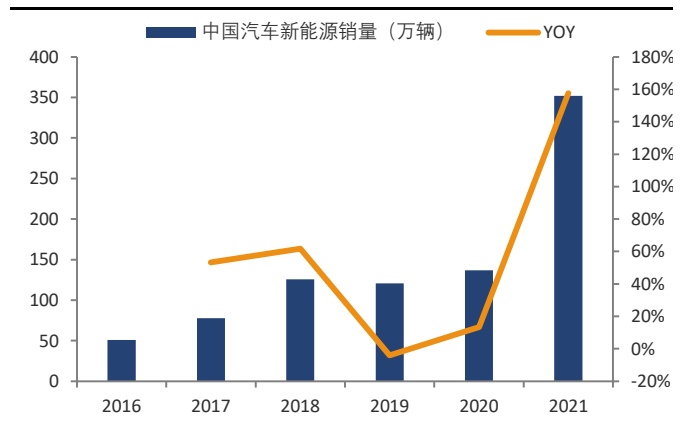
发展规划，不断提高新能源汽车比例。在政策与车企布局双驱动下，国内新能源汽车销量持续提升，2021年销量实现352.1万辆，同比增长157.57%。

图 26：2022 年各类汽车品牌新能源车型布局

类型	品牌	2022 新款车型	展示图	品牌	2022 新款车型	展示图
传统豪车	奥迪	e-tron GT、Q6 e-tron 和 Q4 e-tron		奔驰	EQE	
	保时捷	2022 款 cayenne		宝马	I4、I7 和纯电 3 系	
新能源	小鹏	G9、P7		蔚来	ES7	
	哪吒	V PRO		理想	X01	
自主老牌	吉利	极氪EF1E		长城	沙龙机甲龙	
	比亚迪	改款汉 EV、改款唐 EV 和海豹		长安	C385	

资料来源：信达证券研发中心整理

图 27：近年来国内新能源汽车销量及增速



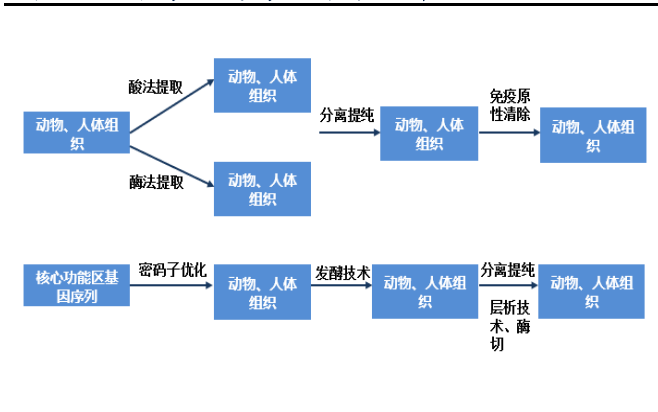
资料来源：中汽协，中商产业研究院，信达证券研发中心

国产新能源汽车高端化趋势驱动真皮内饰占比提升。国产新能源汽车品牌持续进行高端化市场的探索，国产自主品牌发展早期走性价比路线，近年来本土品牌相继推出高端车型，逐步提升单车盈利能力，实现向高端汽车市场的布局。在新能源行业加速的背景下，本土汽车品牌的高端化路径找到突破口。以理想、蔚来、小鹏为首的造车新势力车企加速布局新能源高端市场，2022 年理想和小鹏相继推出高端 SUV，比亚迪高端品牌星空加速推向市场，持续扩展新能源汽车市场份额。在以新能源汽车为引领的高端化趋势下，真皮汽车内饰占比有望持续提升。

胶原蛋白：细分领域快速发展，打开胶原蛋白市场天花板

胶原蛋白为人体内含量最多、分布最广的功能性蛋白，广泛分布于人体结缔组织中，如皮肤、骨头、韧带、角膜等，正常人 90% 的胶原蛋白存在于皮肤与骨头中。由胶原蛋白生产来看，目前商业化胶原蛋白制备方法主要为动物组织提取与基因工程提取两种方式，对比来看动物组织酶提取具有良好的生物相容性，基因工程发酵手段的免疫性、病毒性更占优。

图 28：不同生产方式生产胶原蛋白环节



资料来源：创尔生物、锦波生物招股书，信达证券研发中心

图 29：动物提取和基因工程两大提取方式优劣性对比

类型	重组人源胶原蛋白	动物提取胶原蛋白			
		天然胶原蛋白		水解胶原蛋白	
		酶法	酸法	明胶	水解胶原蛋白
生产方式	基因工程	酶法	酸法	高温 (变性)	高温+水解 (变性)
应用	医药：创面敷料等； 皮肤：保湿美白抗衰老等	医药：创面敷料、止血材料、注射填充剂、药物载体； 皮肤：保湿美白抗皱		止血材料药物载体； 肠衣、食品添加剂； 照相工业	保健食品、 化妆品等
优点	可加工性(如水溶性和乳化特性)强，病毒率低，免疫原性低	良好的生物活性(三螺旋结构)，反应速度快； 纯度度高； 理化性质好，可开发高附加值产品	较好的生物活性(三螺旋结构完整)，成本较低，经济价值高	操作简单	
缺点	生物学活性有争议； 种类偏少； 量产难度高	需严格控制条件降低免疫原性、 病毒率； 成本高		1) 无生物学活性； 2) 应用领域有限	

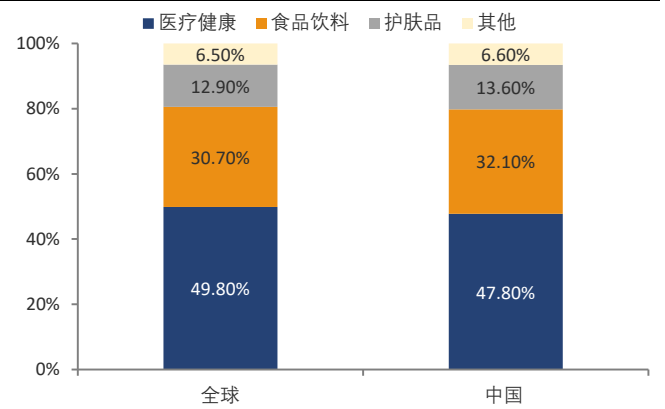
资料来源：创尔生物招股书，信达证券研发中心

胶原蛋白下游应用方面，由于胶原蛋白具有高拉伸强度、生物降解性能、低抗原活性、低刺激性和低细胞毒性等特征，以及其作为人工器官骨架和创伤敷料时促进细胞生长、促进细胞粘附等功效，广泛应用于医药、美容护肤以及食品领域。从细分应用市场占比看，2019年胶原蛋白在国内医疗健康、食品饮料、护肤品领域市场规模分别为4.7亿美元、3.15亿美元、1.33亿美元，占比分别为47.8%、32.1%、13.6%。相比于2019年全球胶原蛋白应用中医疗健康领域49.8%的比重，未来国内市场胶原蛋白在医疗健康板块具备进一步提升空间。

图 30: 胶原蛋白下游应用于医药、化妆品、食品领域

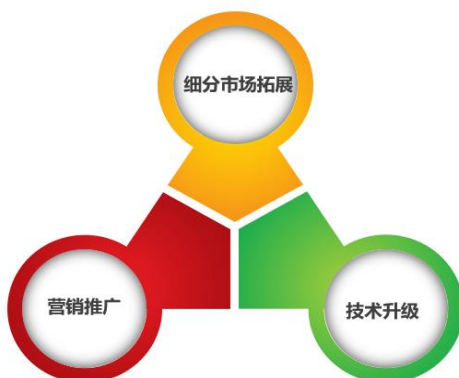
领域	作用	形态	原理
医药	创面敷料 (含医用面膜)，用于皮肤修复、口腔修复、神经外科修复	膜片、海绵状、粒状	促进角质形成细胞生长
	止血材料 ，尤其在肝、脾等创伤止血效果明显	粉状、片状、海绵状	纤维蛋白是诱导血栓形成的主要基质蛋白
	药物载体 ，结合抗生素、蛋白类、基因类药物，构建多样药物载体释放体系	胶原罩、海绵	不同条件下可发生聚集和组装等行为而呈现多种形态，如凝胶、膜、微球等
	注射填充材料 ，用于面部轮廓矫正、皱纹、瘢痕修复等医学美容	体内为胶体	去除端肽的未变性胶原具备低抗原性、良好生物相容性与可降解性，注入体内对宿主细胞诱导作用，促进成纤维细胞新合成胶原蛋白
化妆品	美白保湿等功效 ：小分子胶原蛋白肽扩散至皮肤浅层，暂时保湿护理性；大分子活性胶原通过物理透皮吸收和细胞介导进入角质层、真皮层，达到美白滋养皮肤等功效	原液、面膜、乳霜等	天然胶原中羧基团带来保湿性；活性胶原与组织细胞表皮分子识别，传导细胞信号，调控细胞生长等
食品	人造胶原肠衣、水解胶原作为功能性食品如咀嚼片、蛋白粉、肠内营养剂等；动物胶原蛋白作为食品添加剂	根据食品形态而定	1) 氨基酸含量高，食用口感好； 2) 透气性好，稳定性强

资料来源：创尔生物招股书，信达证券研发中心

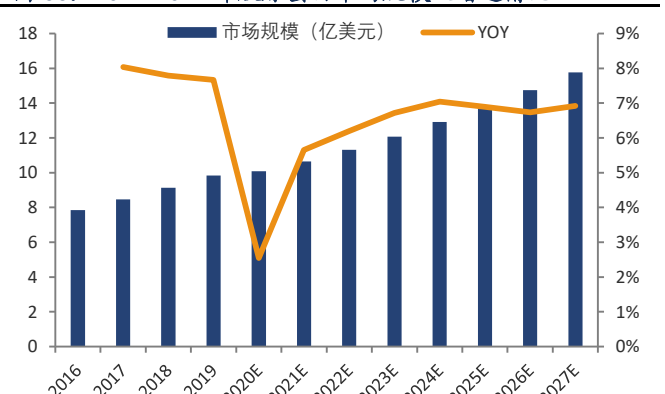
图 31: 2019 年全球、全国胶原蛋白终端应用结构


资料来源：Wind，信达证券研发中心

技术升级、营销加强、细分应用领域快速发展共同推动胶原蛋白市场规模增长。一方面当前胶原蛋白生产成本较高，远高于玻尿酸品类，且不同应用场景胶原价格差异较大，未来生产技术提升、交联技术不断突破有望降低上游成本推动行业发展；另一方面当前行业头部玩家集生产销售为一体，营销资源投放上有所保守，随着品牌商加大营销，终端消费者有望树立胶原消费心智，加速产业化进程。此外胶原下游细分领域蓬勃发展，以医用皮肤修复敷料为例，受益于医美需求上升，对应医用面膜需求旺盛，2019年我国医用皮肤修复敷料市场规模超50亿元，2017-19年年均复合增速超40%，呈现加速增长态势。2019年医用皮肤修复敷料市场中TOP3品牌市占率超50%，且胶原产品占比低于透明质酸钠产品，未来具备较大提升空间。因此以医用皮肤修复敷料为代表的细分应用领域快速发展将有望推动胶原蛋白市场规模快速增长。

图 32: 胶原蛋白市场增长三原力


资料来源：信达证券研发中心

图 33: 2017-2027 年胶原蛋白市场规模及增速情况


资料来源：Grand View Research，信达证券研发中心

竞争壁垒：品质稳定生产高效，全球布局规模优势强

公司多年来聚焦主业、精耕细作，双研发体系为公司向下游客户提供全面研发与服务支持提供基础，业内领先的技术实力推动公司攻关技术难题、提高技术壁垒的同时，丰富品类矩阵，带来新的业绩增长点。此外智能化的生产设备和扁平化的管理机制为稳定的产品质量、高效的运营机制赋能，作为全球最大的鞋面材料供应商企业，公司有望凭借优质产品品质、稳定质量控制等领先优势，在巩固国内市场的同时，抓住海外市场消费机遇，推进业务全球化战略，进一步强化规模优势。

研发工艺：“开发团队+技术中心”双研发体系，新产品丰富品类矩阵

公司由总部技术中心和事业部产品开发团队构成的双研发体系能够实现团队间研发信息共享、高效配合协作。1) 技术中心侧重于前沿的开发、皮革基础性的研究、储备新技术和新工艺，并设有制革固废与废水资源化、高档皮革绿色制造、制革工业现代化、胶原资源化高值转化等六个专业研究室，被国家发改委等部门认定为“国家企业技术中心”。2) 事业部开发团队侧重于根据市场流行趋势进行研发，借助公司的研发优势，通过加强同下游设计师沟通，协助下游客户进行产品开发，提供全面的研发与服务支持。

公司技术实力业内领先，多项新材料与新技术在研项目进展顺利，先后承担国家重点研发计划等国家级项目和地方科技计划项目。依托先进的研发平台和专业的研发团队，公司取得多项技术成果，曾获得福建省科技进步奖、中国轻工业科技进步奖等奖项，并主导、参与制定《箱包用皮革》等国家及行业标准 14 余项，截至 2021 年公司共获得授权专利 94 项、发明专利 67 项。凭借持续的研发投入，公司成为全球唯二攻关研发壁垒较高的电子包覆皮产品生产技术的企业，突破电子包覆皮对材料物理和化学性能的高要求，成功实现进口替代。新产品的问世助力公司进一步拓展产品品类，带来新的业绩增长点，2021 年公司电子包覆皮产品销售额达 1500 万。

图 34：近年来公司荣获多项研发荣誉



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 35：公司多项在研项目和进展情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
新产品开发与现有产品提升类项目	开发新产品与提升现有产品，通过绿色工艺设计提高产品品质与清洁生产水平，降低生产成本，提高其竞争力。	涉及新产品开发与现有产品性能提升项目6项，完成4项，开发了高端环保水性漆皮革、环保型高档平纹沙皮革、高性能黄牛鞋面革、多功能生态牛鞋面革等，改善了皮面缺陷，提高了机械性能、生态性能、产品等级、得革率及利用率等。
新技术、新材料、新工艺的引进、开发与应用类项目	引进与开发制革新技术、新材料，研发与应用制革新工艺，提高制革生产技术水平、清洁生产水平与绿色智造水平。	涉及新技术、新材料、新工艺的引进、开发与应用10项，完成6项，研发了多金属配合鞣、有机鞣等无铬鞣技术，引入抗菌除臭剂、纳米甲醛清除剂、负氧离子等新材料，开发了无铬鞣环保皮革、抗菌除臭功能皮革、高性能低甲醛生态皮革、负氧离子皮革等绿色制革新技术。
制革污染物处理与废弃物资源化类项目	突破制革清洁生产关键技术，从源头上减少污染物的排放，加强生产过程中的污染物处理与废弃物资源化利用	涉及制革污染物处理与废弃物资源化类项目2项，采用高效生物酶协同提取方法来突破废牛毛、废革屑高利用率不高的难题，建立分级利用提取产物、改性制备皮革精细化学品关键技术；在制革废弃物的处理与资源化利用方面取得一定进展。
基础研究、前沿研究与应用类项目	对制革生产过程中存在关键基础问题，开展基础研究和应用研究，研发前沿、先进技术，促进制革技术进步。	涉及基础研究、前沿技术开发与应用项目4项，初步揭示不同层级胶原原聚态结构体结构与性能的变化规律，并在海水制革工艺研究、季节转换对工艺影响以及皮胶原原聚态结构调控机制及其构效关系等方面取得了一定进展。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

生产管理：“智能化设备+扁平化管理”为高效高质生产赋能

智能化硬件设备方面，为保证产品质量与生产效率，公司积极与第三方机构合作，共同探索制革设备智能化改造。公司多次参与智能 AI 蓝皮等级检测机、滚光机配套自动收皮系统等智能化设备的开发，并将其投入生产制造流程。公司在全球范围内引进智能染色转鼓、电脑全自动片皮机、高精度削匀机和实验室检测分析仪等先进智能化生产仪器，先进的自动化硬件设备为公司高效生产与稳定质量赋能。

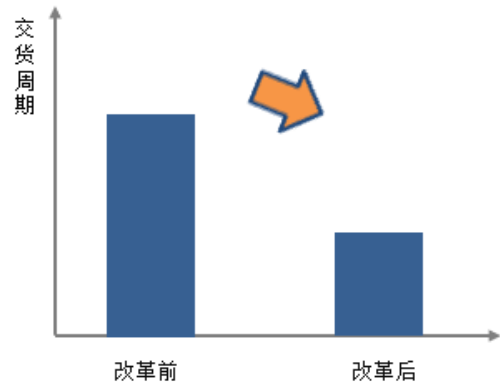
事业部改革方面，公司于2017年对事业部做出改革，根据各事业部的定位和产品实行差异化管理，即大事业部生产常规产品，有效利用规模优势降低成本，小事业部对接定制化产品，直面市场，加快打样速度、加强打样精准率。公司通过对各事业部总经理充分授权，减少管理层级，实现扁平化管理，从而加快市场反应速度。组织改革成功推动交货周期由最初的28天缩短至7天，部分产品交货周期可缩短至4天，充分满足下游客户订单少批量、多批次、交期快的需求。

图 36: 公司有较强的品质管控能力



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 37: 组织改革后公司交货周期大幅缩短

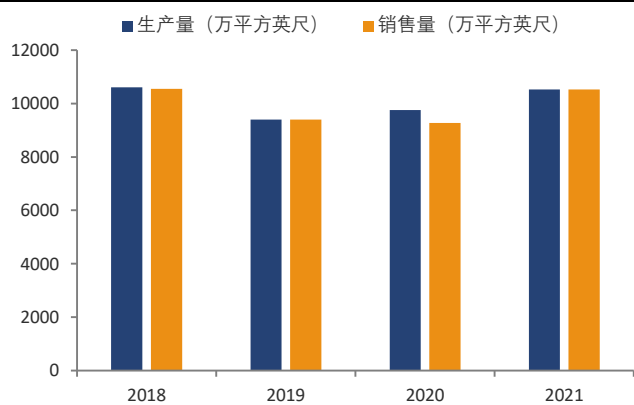


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

规模效应: 皮革龙头布局海外产能, 深化全球化战略

全球鞋面材料最大供应商企业, 规模效应凸显。公司为全球鞋面皮革最大的供应商企业, 四大生产基地安海本部、安东厂区、子公司瑞森皮革和兴宁皮业具备年产牛头层皮近 1.5 亿平方英尺的能力, 近年来头层牛皮的产销量均保持在 0.9 亿平方英尺以上, 2018-2021 年头层牛皮销量分别为 1.05、0.94、0.93、1.05 亿平方英尺。庞大的年产销规模使公司具有较大规模的原材料年采购量, 每年牛原皮采购量占美国牛原皮出口量超过 10%, 确保公司具有对上游供应链较强的议价能力, 此外庞大的生产规模能够分摊固定费用, 降低单位生产成本。因此公司凭借较强的规模优势, 有望进一步巩固皮革行业龙头地位。

图 38: 2018-2021 年公司头层牛皮产销量情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 39: 近年来美国整张牛皮外销量情况



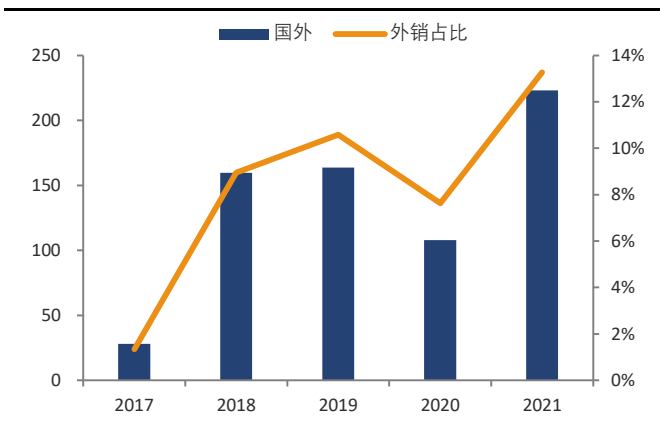
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 3: 近年来公司头层牛皮产销量占美国牛皮出口比重测算

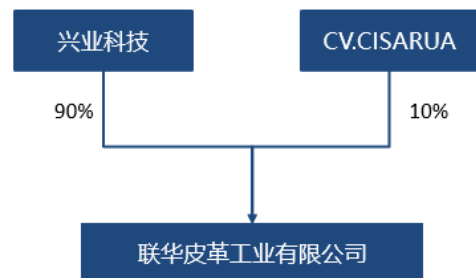
	2019	2020	2021
美国整张牛皮外销量/千张	74201.9	125530.3	120167.3
美国牛皮外销面积/亿平方英尺	40.07	67.79	64.89
公司头层牛皮销量/亿平方英尺	9.40	9.28	10.53
占比	23.46%	13.69%	16.23%

资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

布局海外产能, 加速推进全球化战略。为推进全球化、抓住新兴市场消费机遇, 2020 年公司引进具有丰富国际品牌服务经验的技术团队、销售团队, 调整公司服务方式, 使得公司生产和产品研发节奏逐步适合国际品牌需求, 国际业务拓展取得成效。公司现已成为国际领先户外品牌哥伦比亚、添柏兰的鞋面材料供应商, 2021 年公司整体出口销售额达 2.23 亿元, 同比增长 106.61%, 外销业务占比同比增长 5.53PCT 至 12.92%。产能布局方面, 为更有效的对接国际鞋服品牌, 公司陆续在东南亚市场布局产能, 在收购部分在越南设立工厂的客户的股权后, 公司的全资子公司兴业国际联合阿迪达斯合格供应商 CV.CISARUA 在印尼投资设厂, 并预计于 2022H2 试生产。凭借公司多年的牛皮革生产管理经验和技术研发优势, 以及 CV.CISARUA 为世界知名运动品牌供应商的销售渠道, 公司将有望深入联动当地的运动鞋制造企业, 拓展公司牛皮革市场领域, 扩大公司收入规模。

图 40: 近年来境外销售额及占比 (百万元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 41: 与 CV.CISARUA 成立印尼公司联华皮革


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

发展前景: 切入汽车皮革、蛋白原料业务, 打造新增长曲线

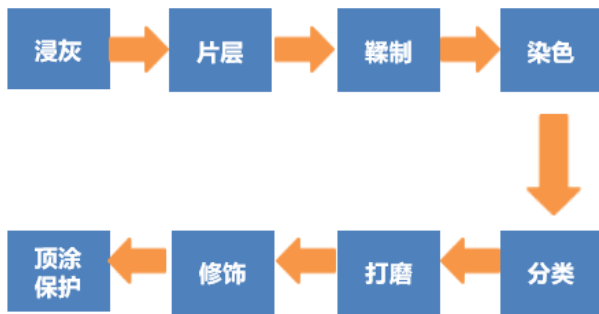
切入汽车内饰皮革新领域, 享细分赛道成长红利

2022 年 4 月公司以自有资金 0.54 亿元收购宏兴汽车皮革 45% 股权并增资 0.3 亿元, 共持有宏兴皮革 56% 股权。宏兴皮革主营汽车内饰用材料的生产、裁切和销售, 自 2009 年成立以来, 持续深耕汽车内饰用皮革领域, 积极参与国内新能源汽车品牌多款车型的内饰研发, 具有较强的全产业链优势和新能源领域布局的先发优势, 2021 年实现收入 1.2 亿元, 同比增长近 100%。

1) 全产业链一体化布局。宏兴皮革建立一体化全产业链, 全方位掌握汽车皮革生产流程, 汽车皮革生产主要分为前端、后端两大工序, 包括由毛皮加工处理成为蓝湿皮、白湿皮半成品, 并进一步加工制成产成品。公司生产流程覆盖从原皮加工到裁切的全产业链布局, 根据客户订单组织生产皮革成品, 并设有裁皮车间, 对产成品进行裁切处理, 供客户使用。全产业链一体化布局一方面可以控制成本, 另一方面有利于把控产品品质, 公司产业链一体化优势能够更好满足整车厂客户、消费者需求。

2) **新能源汽车领域先发优势强**。由于汽车产业链的特殊性，上游供应商企业需要整车厂3-5年的评估审核周期才能进入供应商名录。宏兴皮革多年来深入打磨技术实力，为下游新能源汽车整车厂提供优质的产品和服务，凭借优质的产品品质和服务以及在系能源汽车内饰领域较强的先发优势，宏兴皮革现已成为众多知名新能源汽车供应商、战略合作伙伴，如蔚来汽车、理想汽车、零跑汽车和金康汽车等。

图 42: 真皮生产工艺流程



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

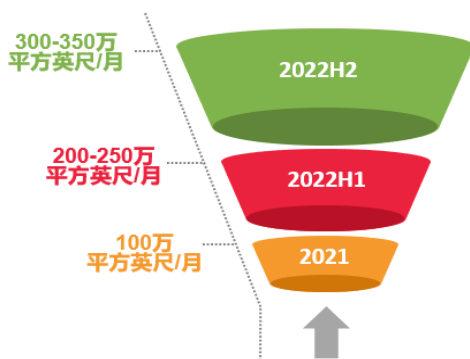
图 43: 宏兴皮革众多下游客户



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

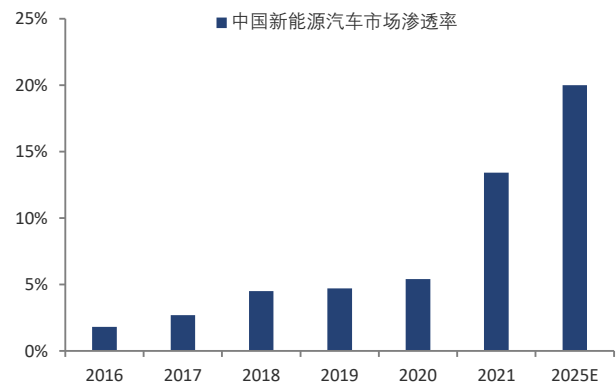
公司通过收购宏兴皮革，能够加速切入蓬勃增长的新能源汽车内饰皮革行业，通过整合宏兴皮革的客户渠道优势以及公司现有的品牌、资金和产能优势，一方面加速宏兴皮革突破产能瓶颈，完成产能爬坡，进一步拓展下游市场份额，另一方面公司有望充分受益于下游新能源汽车快速增长的市场机遇，加速拓展天然汽车内饰用皮革市场，打造公司业绩新增长曲线。

图 44: 宏兴皮革产能扩建节奏



资料来源: 信达证券研发中心

图 45: 近年来国内新能源汽车渗透率情况



资料来源: 中汽协, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

挖掘副产物二层牛皮，切入高速成长的胶原蛋白行业

从需求端看，国内胶原蛋白市场维持平稳增长。据 Grand View Research 报告，预计 2020 年国内胶原蛋白产量为 0.2 万吨，16-20 年年均复合增速为 5.8%，相比之下 2020 年全球胶原蛋白产量为 3.2 万吨，略高于全球胶原蛋白产量增速 4.8% 的年均复合增速，因此中国胶原蛋白市场景气度高于全球。胶原蛋白下游高端创伤敷料、医用皮肤修复敷料、胶原类医美注射剂、胶原类化妆品等高潜力细分市场有望扩宽天花板，为产业发展加速。从供给端看，胶原蛋白提取源主要来自牛、猪、鱼、海洋生物，口服胶原蛋白以牛和海洋生物胶原蛋白最为流行。由于牛胶原蛋白太羟脯氨酸含量高，因为临床认为二层牛皮提取胶原蛋白生理功效优于淡水鱼皮鱼鳞且优于深海鱼皮。

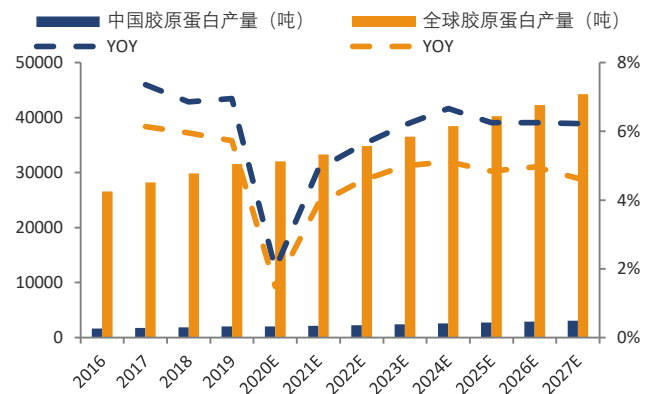
二层牛皮过去作为公司头层牛皮的边角料直接出售，公司现通过投资新设宝泰皮革，引入胶原蛋白业务，通过精细化管理和技术改造深入挖掘皮革副产物价值，进一步完善产业链，公司目前已有提供二层灰皮制作肠衣，产品出口到海外市场。未来随着胶原技术的持续升级，公司将有望进入宠物玩具、化妆品、食品添加剂等产业链供应等新业务领域，为公司带来新的业绩增长点。

图 46: 胶原蛋白产品下游应用领域广泛



资料来源: 信达证券研发中心

图 47: 近年来国内胶原蛋白产量及增速



资料来源: Grand View Research, 信达证券研发中心

盈利预测及假设

盈利预测及假设

我们预计:

1) 收入方面, 公司作为皮革供应商龙头企业, 鞋面革、箱包革主业在 2022 年受疫情影响下小幅回调后, 23-24 年有望呈现稳健增长态势。新拓展业务方面, 2022-2024 年随着子公司宏兴皮革产能逐步释放、客户陆续拓展, 汽车内饰皮革业务贡献营收规模有望实现显著增长。此外公司副产物牛二层皮提取生物蛋白原料业务有望带来新的营收增长引擎, 推动整体收入提升。

2) 毛利率方面, 随着公司产销规模扩大、收入体量提升, 规模效应凸显, 带动产品单位成本下降, 此外高毛利率的汽车皮革和生物蛋白业务的引入将带动整体毛利率的提升, 因此我们预计在疫情影响下 22 年公司整体毛利率下降, 23-24 年毛利率同比持续提升。

3) 费用率方面, 我们预计 2022-24 年在引入新业务的背景下, 公司一方面将持续增加销售投入, 以实现新客户的快速拓展, 另一方面将继续加大研发投入以攻关新技术、新工艺, 全面提升核心竞争壁垒, 因此期间费用率将小幅提升。

综上, 我们预计 2022-2024 年公司收入为 20.38/27.82/32.18 亿元, 同增 18.04%/36.51%/15.70%, 归母净利为 1.90/2.51/2.80 亿元, 同增 4.96%/31.68%/11.93%, 看好未来业绩成长性。

表 4: 公司业绩与盈利预测 (百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	1,460	1,726	2,038	2,782	3,218
增速	-8.0%	18.2%	18.0%	36.5%	15.7%
归母净利润	116	181	190	251	280
增速	-2.1%	56.9%	5.0%	31.7%	11.9%
毛利率	18.8%	24.4%	20.1%	20.3%	20.7%
EPS	0.39	0.62	0.65	0.86	0.96

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

估值与投资评级

相对估值: 将公司业务分为鞋面、箱包皮革业务和汽车内饰皮革业务, 鞋面、箱包皮革业务方面, 公司下游主要为皮鞋、箱包品牌商, 可比上市公司包括华利集团、安利股份等, 我们预计公司 2022 年这部分业务的净利率为 10%, 净利润为 1.71 亿元, 可比公司平均估值为 14.89 倍 PE, 由于公司为全球规模最大的天然皮革供应企业, 下游细分领域众多, 且公司持续开发新工艺、新技术, 新产品电子包覆皮革成长潜力较大, 因此我们给予公司这部分业务 25 倍 PE。汽车内饰皮革业务方面, 公司下游为汽车整车厂, 可比上市公司包括明新旭腾、继峰股份、岱美股份, 我们预计公司 2022 年这部分业务净利润为 0.28 亿元, 可比公司平均估值为 32.25 倍 PE, 由于公司在新能源汽车内饰皮革供应领域有一定先发优势, 因此我们公司这部分业务 35 倍 PE。综上根据分部估值法, 公司 2022 年合理市值为 48.20 亿元, 对应目标价 16.51 元。

表 5: 可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
605068.SH	明新旭腾	25.42	42.35	25.94	20.99	14.81	11.40	0.98	1.21	1.72	2.23
603997.SH	继峰股份	13.53	151.10	112.75	53.65	24.38	16.01	0.12	0.25	0.55	0.85
603730.SH	岱美股份	13.66	128.64	23.96	22.11	17.83	14.21	0.57	0.62	0.77	0.96
	行业平均			54.22	32.25	19.01	13.87				
300979.SZ	华利集团	64.40	751.55	26.29	21.58	17.56	14.63	2.45	2.98	3.67	4.40
300218.SZ	安利股份	12.94	28.08	21.27	8.19	10.44	8.63	0.61	1.58	1.24	1.50
	行业平均			23.78	14.89	14.00	11.63				
002674.SZ	兴业科技	11.09	32.37	17.85	17.01	12.92	11.54	0.62	0.65	0.86	0.96

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2022 年 7 月 20 收盘价; 明新旭腾、继峰股份、岱美股份、华利集团为 wind 一致预期

绝对估值:

我们假设无风险收益率为 2.84%、风险溢价率为 4.72%、永续增长率为 0.5%, 通过 DCF 估值模型计算公司合理市值为 44.63 亿元, 对应目标价为 15.29 元。

估值结论及投资评级

综上, 我们给予公司目标价 15.29 元, 看好公司短期业绩快速增长、长期空间较大, 目前估值处于近两年较低水平, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

原材料价格波动风险：公司主要原材料为牛原皮，因此牛原皮采购价格的变化会对公司经营业绩产生重要影响。如果牛原皮价格大幅波动，将给公司盈利能力带来不利影响。

新冠疫情影响风险：如果疫情不能得到有效控制，将影响鞋、服装和包袋等产品的销售，公司作为皮鞋、包袋等皮革面料供应商，业绩也会受到影响。

汇率波动风险：公司原皮主要通过进口采购且金额较大，以美元等外币结算，随着公司经营规模的扩大，对外采购金额也将进一步增加，因此汇率的变动将给公司收益带来影响。

资产负债表

		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	2,326	2,512	2,764	3,171	3,554	
货币资金	1,302	823	834	833	1,024	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	243	229	279	381	441	
预付账款	26	46	62	84	97	
存货	511	731	888	1,149	1,254	
其他	244	682	701	724	738	
非流动资产	763	795	810	818	808	
长期股权投资	101	106	111	111	111	
固定资产(合计)	482	480	477	471	464	
无形资产	55	52	50	48	46	
其他	125	157	172	187	187	
资产总计	3,089	3,307	3,575	3,989	4,362	
流动负债	911	632	694	855	948	
短期借款	580	210	200	200	200	
应付票据	19	115	134	182	210	
应付账款	201	159	201	273	315	
其他	111	148	160	200	223	
非流动负债	36	349	349	349	349	
长期借款	0	300	300	300	300	
其他	36	50	50	50	50	
负债合计	946	981	1,044	1,205	1,297	
少数股东权益	10	26	41	43	43	
归属母公司股东权益	2,133	2,300	2,490	2,741	3,022	
负债和股东权益	3,089	3,307	3,575	3,989	4,362	

重要财务指标

		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,460	1,726	2,038	2,782	3,218	
同比(%)	-8.0%	18.2%	18.0%	36.5%	15.7%	
归属母公司净利润	116	181	190	251	280	
同比(%)	-2.1%	56.9%	5.0%	31.7%	11.9%	
毛利率(%)	18.8%	24.4%	20.1%	20.3%	20.7%	
ROE%	5.4%	7.9%	7.6%	9.1%	9.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.62	0.65	0.86	0.96	
P/E	32.30	18.08	17.01	12.92	11.54	
P/B	1.73	1.42	1.30	1.18	1.07	
EV/EBITDA	17.67	10.98	9.83	7.84	6.64	

利润表

		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,460	1,726	2,038	2,782	3,218	
营业成本	1,185	1,305	1,629	2,216	2,552	
营业税金及附加	11	13	14	19	23	
销售费用	15	19	22	36	48	
管理费用	67	79	92	139	177	
研发费用	42	50	61	95	116	
财务费用	-2	11	14	18	19	
减值损失合计	-32	-59	-5	-5	-5	
投资净收益	28	18	20	28	32	
其他	0	11	20	17	19	
营业利润	139	220	241	298	330	
营业外收支	-6	-10	0	0	0	
利润总额	133	210	241	298	330	
所得税	18	29	36	45	49	
净利润	115	181	205	253	280	
少数股东损益	0	0	14	3	0	
归属母公司净利润	116	181	190	251	280	
EBITDA	168	270	295	371	409	
EPS(当年)(元)	0.39	0.62	0.65	0.86	0.96	

现金流量表

		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金	179	135	105	70	243	
净利润	115	181	205	253	280	
折旧摊销	58	60	55	57	60	
财务费用	18	26	34	34	34	
投资损失	-28	-18	-20	-28	-32	
营运资金变动	-18	-168	-174	-252	-104	
其它	34	55	5	5	5	
投资活动现金流	-81	-558	-50	-37	-18	
资本支出	-39	-75	-65	-65	-50	
长期投资	-63	-497	-5	0	0	
其他	20	14	20	28	32	
筹资活动现金流	-81	-75	-44	-34	-34	
吸收投资	3	19	0	0	0	
借款	701	624	-10	0	0	
支付利息或股息	-196	-23	-34	-34	-34	
现金流净增加额	17	-501	11	-2	192	

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。

李媛媛，复旦大学金融硕士，五年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

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	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	李若琳	13122616887	liruolin@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	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@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

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。