

兴业科技 (002674.SZ)

2022年07月27日

制革龙头切入汽车内饰，围绕一张牛皮三极增长

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

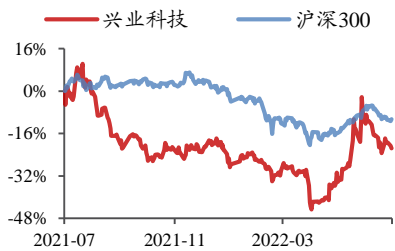
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/7/26
当前股价(元)	10.80
一年最高最低(元)	16.10/7.60
总市值(亿元)	31.52
流通市值(亿元)	31.20
总股本(亿股)	2.92
流通股本(亿股)	2.89
近3个月换手率(%)	88.24

股价走势图



数据来源：聚源

● 制革龙头切入汽车内饰，三极增长成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级

公司深耕制革行业30年，主营天然牛头层皮革的研产销，产品定位中高端领域并广泛应用于鞋面/包袋/军用/家具及特殊功能性皮革。围绕一张牛皮纵横拓宽产品品类，主业龙头地位稳固的同时汽车内饰和二层皮成长路径明确，2022年4月收购宏兴皮革股权并增资（股权56%）切入汽车真皮内饰领域，收购宝泰切入胶原蛋白领域。预计2022-2024年归母净利润为2.1/2.5/3.1亿元，EPS为0.7/0.9/1.1元，当前股价对应PE为15.1/12.6/10.0倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 制革主业：客户品类优化提振需求，全链生产及国际化产能布局优化供给

主业龙头地位稳固，鞋面革市场占有率多年居国内第一，2017年积极改革以来业绩逐渐复苏，未来增长动力为：(1)品类及客户结构优化下需求提升毛利率改善，家具用皮及3C电子包覆皮等新品类拓展弥补鞋面皮需求，2021年抓住外销订单回流机会窗口期开拓海外客户，外销收入翻倍占比提升至13%；(2)布局海外产能适应业务发展，与阿迪达斯供应商共设印尼工厂并入越南工厂。

● 汽车内饰：收购宏兴皮革，成本改善&轻资产运营&产能释放下成长可期

汽车内饰的真皮需求在消费升级、车型高端化下企稳回升，随着新能源车快速成长2025年国内真皮内饰市场规模有望破百亿。汽车内饰供应体系壁垒高粘性强，国外供应商市占率过半但快速响应&服务不及本土供应商，国产替代进程持续。

宏兴先发优势明显：2009年供应传统汽车内饰，2018年切入新能源车链，目前独供蔚来/理想/零跑/金康/小鹏/马自达/吉利等客户的部分车型，绑定高成长性新势力并正拓展新客户比亚迪/广汽。**收购后体现协同效应业绩可期：**宏兴在原材料成本改善、轻资产运营、产能释放三重积极因素下业绩明显改善，2022Q2月产能已从2021年底100万SF提升至250万SF，净利率自2022Q1的4.7%提升至10%，下游旺盛订单需求持续释放，预计2022/2023年收入4.7/7.4亿元，贡献净利润0.3/0.5亿元，长期净利率有望提升至15%。

● 胶原蛋白产业链：投资福建宝泰，切入前景广阔的胶原蛋白原材料市场

公司投资福建宝泰从二层皮中提取制备原料切入胶原蛋白市场。据Statista，2021年我国胶原蛋白产品市场规模达288亿元，预计2022-2027年保持34%至1700亿元。目前宝泰处于建厂阶段，预计2022H2释放收入，2023年贡献利润，未来有望涉及广泛应用于宠物/食品/化妆品/保健品等领域的胶原蛋白肽产业链。

● **风险提示：**原材料价格波动，收购标的业绩及产能不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,460	1,726	2,198	2,818.8	3,449
YOY(%)	-8.0	18.2	27.3	28.2	22.3
净利润(百万元)	116	181	208	251	314
YOY(%)	-2.1	56.9	14.9	20.5	25.1
毛利率(%)	18.8	24.4	20.9	22.0	23.0
净利率(%)	7.9	10.5	9.5	8.9	9.1
ROE(%)	5.4	7.8	8.5	9.7	11.2
EPS(摊薄/元)	0.40	0.62	0.71	0.86	1.08
P/E(倍)	27.3	17.4	15.1	12.6	10.0
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、制革龙头切入汽车内饰，围绕一张牛皮三极增长.....	5
1.1、财务部分：行业需求下滑下积极改革，2021 年业绩重回增长轨道.....	5
1.2、股权结构：家族企业持股集中，管理层赤诚不改深耕皮革.....	10
2、皮革主业坚持优化客户、扩展品类，成效初显、增长可期.....	11
2.1、主业变革：推行“管理+研发+设备”三项举措积极求变.....	11
2.2、行业：真皮用量回升利好，产品多样化需求下夯实小单快反能力.....	12
2.2.1、真皮用量预计回升，下游景气度有望改善.....	12
2.2.2、“经销+直销”模式覆盖下游客户，响应差异化产品需求.....	13
2.3、客户品类优化提振需求，全链生产及国际化产能布局优化供给.....	14
2.3.1、业务：以“优化客户、扩展品类”为基点开拓新业务.....	14
2.3.2、生产：全流程工艺下效率、环保、区位、设备优势凸显.....	16
2.3.3、产能：积极布局国内外产能以适应业务增长.....	17
3、汽车真皮内饰：收购宏兴皮革，新能源赛道开启第二增长级.....	18
3.1、行业端：国内汽车真皮内饰百亿市场规模，国产替代正当时.....	18
3.1.1、汽车内饰行业概况：真皮内饰企稳回升，国内真皮内饰市场有望突破百亿.....	18
3.1.2、需求端：新能源汽车快速增长，高端化趋势下真皮内饰需求加大.....	20
3.1.3、供给端：汽车内饰供应体系壁垒高粘性强，本土供应商受益国产替代趋势.....	20
3.2、宏兴皮革：新能源汽车真皮内饰龙头，先发优势领先同业.....	23
3.2.1、新能源汽车真皮内饰龙头，新能源赛道卡位优势领先同业.....	23
3.2.2、蔚来、理想真皮配饰体系第一大核心供应商，兴业收购后协同作用显现.....	24
3.3、强强联合开启第二增长曲线，6月并表后兴业科技有望再启航.....	26
4、投资福建宝泰切入胶原蛋白市场，业务增长可期.....	27
4.1、生牛皮到二层皮，再到牛胶原蛋白的技术路径.....	27
4.2、胶原蛋白下游应用广泛，行业增长潜力十足.....	27
4.3、二层皮中提取胶原蛋白，新业务增长可期.....	29
5、盈利预测与投资建议.....	30
5.1、关键假设.....	30
5.2、相对估值.....	31
6、风险提示.....	32
附：财务预测摘要.....	33

图表目录

图 1：公司主营天然牛头层皮革研产销，纵向延伸下游场景、横向扩充产品品类.....	5
图 2：历经 2017-2020 年改革期，2021 年收入重回正增长（单位：百万元）.....	6
图 3：2012-2016 年利润承压，2021 年净利润重回正增长（单位：百万元）.....	6
图 4：公司营业成本与收入保持一致趋势（单位：百万元）.....	6
图 5：公司原材料成本占比较高，但皮料成本有下降趋势.....	6
图 6：美国牛皮出口价格 2021 年呈现大幅反弹，2022 年初以来回落（美分/磅）.....	7
图 7：公司 2021 年净利率 10.6%，为上市以来最佳水平.....	7
图 8：公司销售/管理/研发费用率维持 1%/5%3%的水平.....	7
图 9：汇率波动带来汇兑损失、减值计提及投资理财产品等导致净利润端承压.....	8
图 10：公司牛皮革销售业务毛利率区间为 8-24%.....	8

图 11: 汽车内饰毛利率明显高于兴业科技主业毛利率.....	8
图 12: 公司应收账款 2015 年达峰, 2020 年受疫情影响有所提升但 2021 年回归健康 (单位: 百万元)	9
图 13: 上市以来应收账款周转天数逐年提高.....	9
图 14: 制革行业应收/应付账款周转天数普遍较高.....	9
图 15: Q3 存货增加系秋季皮质优, Q4 消化库存较多 (单位: 百万元)	9
图 16: 公司存货周转天数约为 100-170 天.....	9
图 17: 公司经营性现金净额表现出周期性但 2017 年以来波动已有收窄.....	10
图 18: 实控人家族持股 54.71%, 股权与管理权集中 (截至 2022 年一季度末)	10
图 19: 主业变革: 优化客户、扩展品类下成效初显示.....	11
图 20: 2021 年起中国皮革行业收入同比转正.....	12
图 21: 2021 年起中国皮革行业利润同比转正.....	12
图 22: 2018-2021 年皮革行业企业数量逐年下降.....	13
图 23: 鞋面为皮革的首要应用场景.....	13
图 24: 中国真皮鞋渗透率稳步上升.....	13
图 25: 预计 2025 年中国真皮鞋市场规模增至 38.24 亿元.....	13
图 26: 经销模式有利于公司深化“定制化+快反”能力.....	14
图 27: VF 旗下品牌数量多, 未来切入其他品牌机会大.....	14
图 28: 切入海外运动、户外品牌供应链, 扩展 Timberland 等新客户.....	14
图 29: 中国沙发、椅子市场规模稳步提升.....	15
图 30: 真皮为最受消费者欢迎的沙发材质.....	15
图 31: 电子包覆皮产品可用于苹果 iwatch 产品.....	15
图 32: 电子包覆皮产品已承接华为保时捷二代订单.....	15
图 33: 全流程生产体系有利于公司管理质量、控制成本、提升生产效率.....	16
图 34: 公司拥有先进环保处理设备及充足环保资源、荣获多项环保荣誉.....	16
图 35: 通过进口、自研多种先进生产设备, 公司荣获多项技术创新、品质管控荣誉.....	17
图 36: 国内工厂年产牛头层皮近 1.5 亿平方英尺, 印尼、越南工厂产能逐步释放.....	18
图 37: 2021 年乘用车销量有所回升.....	20
图 38: 2021-2022H1, 新能源乘用车销量增长较快.....	20
图 39: 2022H1, 新能源汽车中起步价 30 万以上车型渗透率为 16.0%.....	20
图 40: 新进入者面临供应商认证壁垒、资金壁垒等多重壁垒.....	21
图 41: 公司真皮应用于座椅、方向盘、扶手、头枕、门板等部件的装饰覆盖.....	23
图 42: 理想 L9 汽车内饰采用宏兴所供应的 Nappa 材料.....	24
图 43: 二层皮是介于头层牛皮和皮下组织之间的网状结构.....	27
图 44: 生皮通过剥皮得到二层牛皮, 运用酸法/酶法提取胶原蛋白原料.....	27
图 45: 2017-2021 年中国胶原蛋白产品市场规模高速上升.....	28
图 46: 医疗健康是胶原蛋白产品的首位应用领域.....	29
图 47: 2017-2021 年中国功能性敷料市场规高速上升.....	29
图 48: 公司持有福建宝泰 51% 股份.....	29
图 49: 二层皮提取胶原蛋白可用于狗咬产品.....	29
表 1: 公司高管团队管理层行业经验丰富.....	11
表 2: 各类革材料属性对比下, 天然革具有透气性、耐用性等特性, 多用于中高端车型.....	19
表 3: 预计 2025 年我国乘用车真皮市场规模有望超百亿.....	19
表 4: 国际真皮供应商市占率较高, 服务客户多为国外传统车企.....	22
表 5: 国内皮革供应商客户主要为国内车企, 其中宏兴皮革客户多为新能源造车新势力.....	22

表 6: 宏兴为蔚来、理想真皮配饰体系内第一大核心供应商.....	25
表 7: 产能互补助推产能扩张, 2022 年全年产能预计提升至 3000 万 SF.....	26
表 8: 从单车价值看, 宏兴全皮单车价值为 3000-6000 元, SUV 为 5000-6000 元.....	26
表 9: 与同业相比, 宏兴皮革利润率仍有较大提升空间.....	26
表 10: 胶原蛋白优质生物学性能优越, 产品下游应用场景丰富.....	28
表 11: 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.1/2.5/3.1 亿元, 同比增长 15%/21%/25%.....	31
表 12: 截至 2022/7/26 兴业科技 PE 为 15.1X, 存在估值提升空间.....	32

1、制革龙头切入汽车内饰，围绕一张牛皮三极增长

兴业科技深耕牛头层皮制革行业 30 年，主业龙头地位稳固，汽车内饰和二层皮成长路径明确。成立于 1992 年，2012 年上市，主营天然牛头层皮革的研发、生产与销售，产品定位中高端领域并广泛应用于鞋面、包袋、军用、家具及特殊功能性皮革。围绕一张牛皮纵横拓宽产品品类，2022 年 4 月收购宏兴皮革股权并增资（股权占比 56%）并增资切入汽车真皮内饰领域，新设宝泰切入以二层皮为原料的高附加值产品领域。公司现有安海本部（140 万张成品）、安东厂区（150 万张成品）、全资子公司瑞森皮革（120 万蓝湿皮产能）和兴宁皮业（30 万张成品、140 万张蓝湿皮）四大生产基地，年产能 1.5 亿平方英尺（320 万张），并入股越南工厂及新设印尼工厂布局东南亚产能。

图1：公司主营天然牛头层皮革研产销，纵向延伸下游场景、横向扩充产品品类

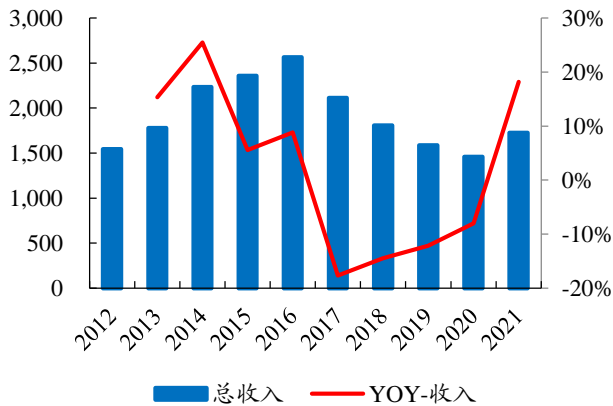


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.1、财务部分：行业需求下滑下积极改革，2021 年业绩重回增长轨道

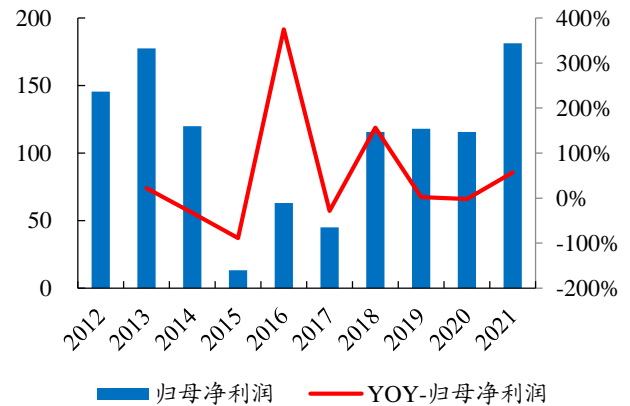
(1) 2012-2016 年上市后扩产带来产销量提升但利润承压。2012-2016 年收入 CAGR 为 14%，主要系募投项目投产及收购兴宁皮业带来的产能扩充，期间产/销量的 CAGR 分别为 17%/15%，产销率保持 96% 以上。(2) 2017-2020 年产品/客户/生产研发端积极改革，收入跌幅逐年收窄。2015 年开始皮革整体市场因中低端产品过剩而市场萎缩而低迷，2018 年孙辉永先生任总裁后积极采取改革措施，改革成效显著，三年改革期内收入跌幅收窄趋势明显，2017-2020 年收入跌幅分别为 -18%/-13%/-4%/-1%。(3) 2021 年随着疫情好转业绩呈现复苏，收入及利润重回正增长。2021 年在海外订单回流，产能利用率较 2020 年的 66.3% 提升 4.26pct 至 70.53%，收入/净利润增长 18%/57%，同时牛皮价格大幅上扬，2021 年产品单价提升 5%。

图2: 历经 2017-2020 年改革期, 2021 年收入重回正增长 (单位: 百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

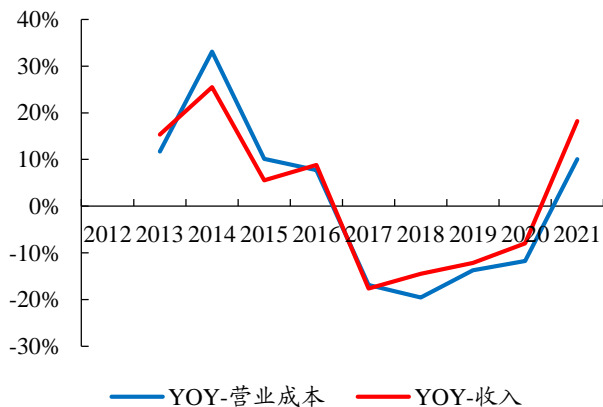
图3: 2012-2016 年利润承压, 2021 年净利润重回正增长 (单位: 百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

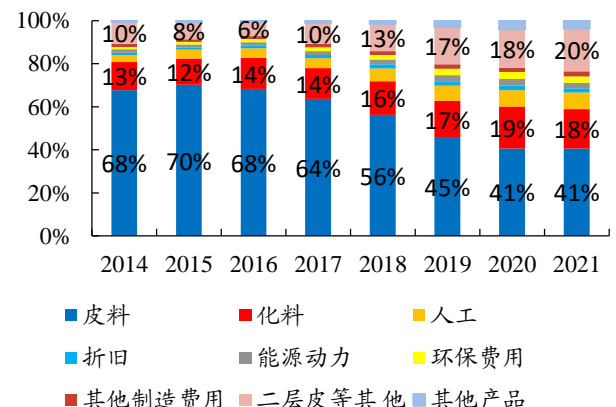
公司营业成本与收入保持一致趋势, 成本中原材料占比较高。公司成品革生产所需原材料包括牛原皮、牛蓝皮及化工原料等, 主要以美元采购于美国等地, 皮料及化料的采购成本最高可占营业成本 84% (2013 年), 但 2017 年以来皮料占比逐渐下降, 2021 年营业成本中皮料占比为 41%, 化料占比为 18%, 合计占比 59%。

图4: 公司营业成本与收入保持一致趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 公司原材料成本占比较高, 但皮料成本有下降趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司 2012-2022 年平均毛利率为 15.57%, 影响公司毛利率的因素包括: 原材料价格波动及汇率波动带来的成本上升、产能利用率不足、产品结构等。

(1) 进口毛皮价格处于长期上行周期内, 公司传导机制不畅通且低价库存消耗殆尽。公司产品定价主要通过成本加成法确定基准价, 2013 年美国牛皮出口价出现上行趋势, 期间原皮采购成本同比提升 13%, 虽然单价仅提升 2%但牛皮革销售毛利率+2.75pct, 主要受益于前期的低价库存消耗; 2014 年涨价趋势持续, 原皮采购成本/单价分别提升 27%/4%, 传导不畅叠加牛皮革采购成本提高, 销售毛利率-5.06pct。

(2) 汇率波动影响原材料采购成本。公司原料采购以美元计价, 但其他业务以人民币结算, 若人民币贬值则公司毛利率承压。(3) 下游需求疲软, 产能利用率下降。2013 年下游需求开始疲软, 募投的安东基地产能利用率未及预期。(4) 产品、客户结构处于优化阶段。过去几年公司对产品和客户结构开始主动调整, 逐渐放弃

低附加值产品，拓展高毛利率的产品占比。

图6: 美国牛皮出口价格 2021 年呈现大幅反弹, 2022 年初以来回落 (美分/磅)

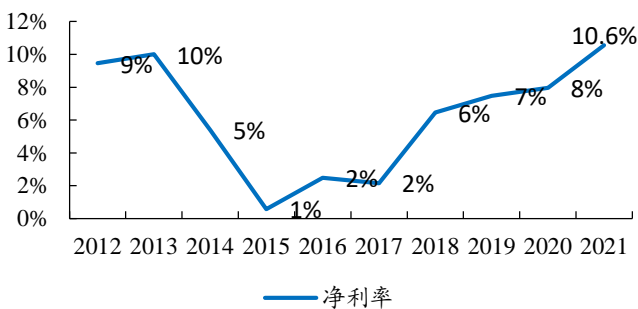


数据来源: Wind、开源证券研究所

费用端: 公司销售/管理/研发费用率基本维持在 1%/5%/3%的水平, 财务费用率有所波动主要系汇兑损失及贷款利息波动受汇率波动影响。

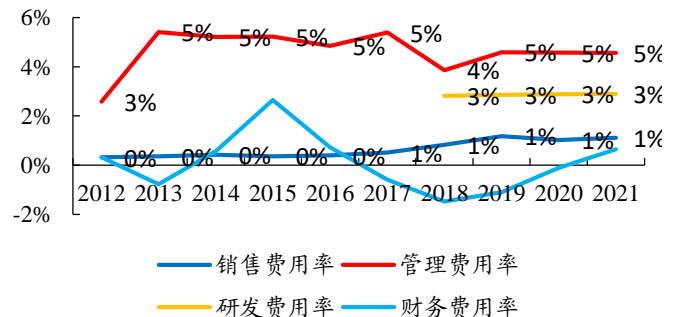
净利润端: 公司 2012-2022 年平均净利率为 6.89%, 影响公司净利率的因素包括汇率波动带来汇兑损失、减值计提及投资理财产品等。2015-2017 年人民币快速贬值, 期间公司汇兑损失分别为 4298/971/101 万元; 2020-2021 年公司计提的资产减值损失 3162/5940 万元; 2022Q1 公司投资的私募基金产品损失 850 万元, 均对净利润端造成较大压力。

图7: 公司 2021 年净利率 10.6%, 为上市以来最佳水平



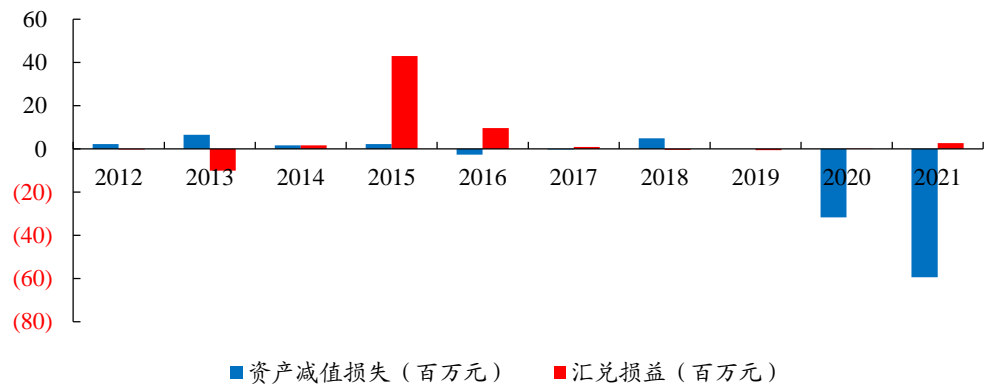
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 公司销售/管理/研发费用率维持 1%/5%/3%水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 汇率波动带来汇兑损失、减值计提及投资理财产品等导致净利润端承压

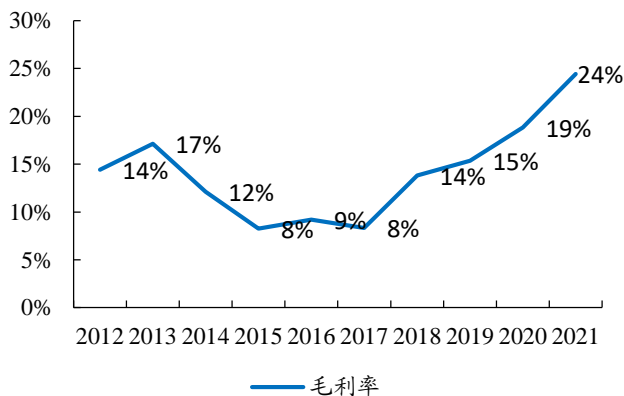


数据来源: Wind、开源证券研究所

高毛利新业务叠加采取有效传导机制疏通及汇率管控措施, 盈利能力有望改善。

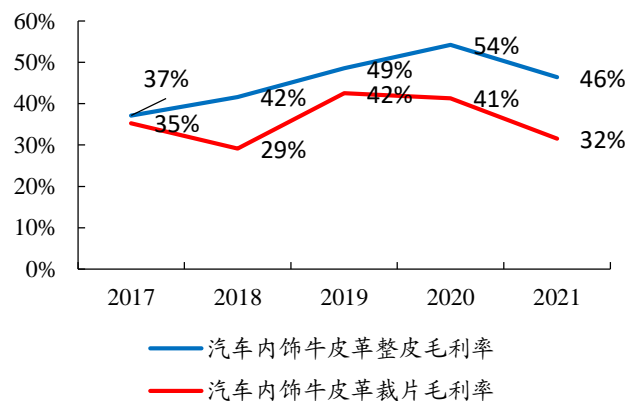
(1) 切入高毛利率的汽车内饰领域。公司 2022 年 4 月收购并注资的宏兴汽车皮革正常毛利率 30% 左右, 净利率 15% 左右, 同时参考主营汽车内饰的明新旭腾 2017-2021 年牛皮革整皮及材料毛利率为 30-55% 之间, 明显高于兴业科技主业毛利率, 因此预计 2022 年 6 月宏兴并表后公司业绩将有所改善。(2) 成本传导机制理顺。2021 年公司毛利率为 25.29%, 同比+5.68pct, 创上市以来新高主要系在原材料上行周期数次成功上调了公司成品皮革售价, 采购成本/单价分别+10%/+5%。(3) 产能利用率提升。受益于过去几年的品类、客户优化, 产能利用率上升预计摊薄固定成本, 2019-2021 年产能利用率分别为 63.82%/66.27%/70.53%。

图10: 公司牛皮革销售业务毛利率区间为 8-24%



数据来源: Wind、开源证券研究所

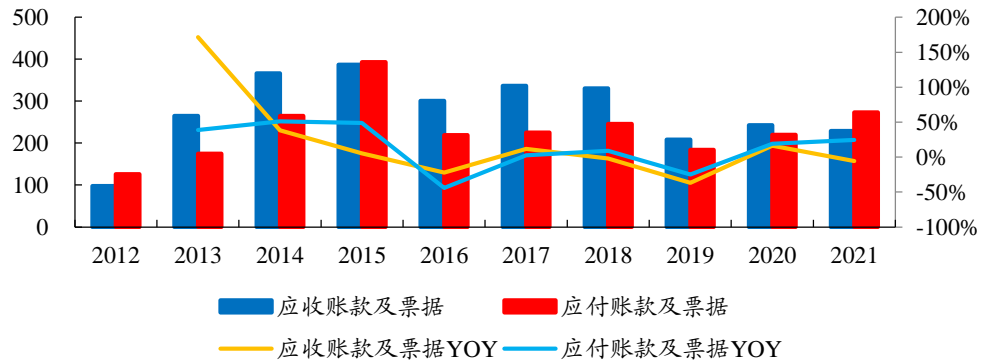
图11: 汽车内饰毛利率明显高于兴业科技主业毛利率



数据来源: Wind、开源证券研究所

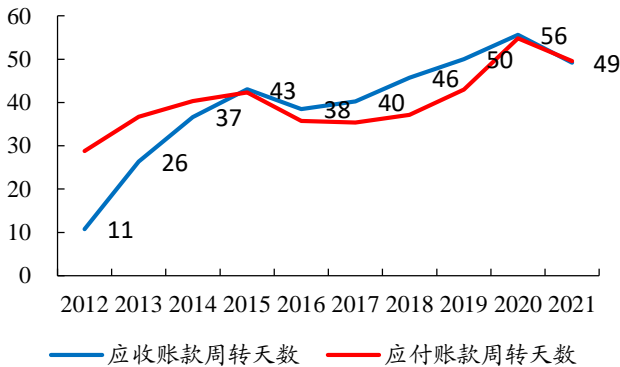
应收账款: 2015 年公司应收账款达到峰值, 改革期内品类、客户优化下 2017-2019 年收入降幅收窄的同时应收账款增速下降, 2020 年由于疫情影响应收账款有所提升但 2021 年回归健康水平。从应收/应付账款周转天数看: 制革行业应收/应付账款周转天数普遍较高, 公司上市以来应收账款周转天数虽逐年提高, 应付账款总体也呈上升趋势, 但仍为行业内最优水平。

图12: 公司应收账款 2015 年达峰, 2020 年受疫情影响有所提升但 2021 年回归健康 (单位: 百万元)



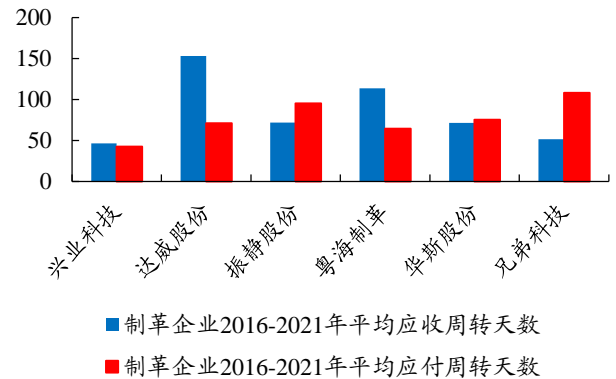
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 上市以来应收账款周转天数逐年提高



数据来源: Wind、开源证券研究所

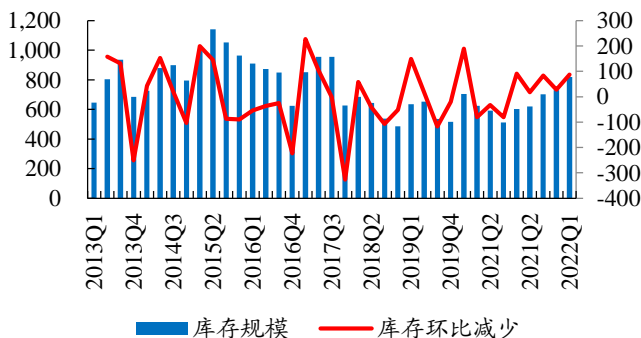
图14: 制革行业应收/应付账款周转天数普遍较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

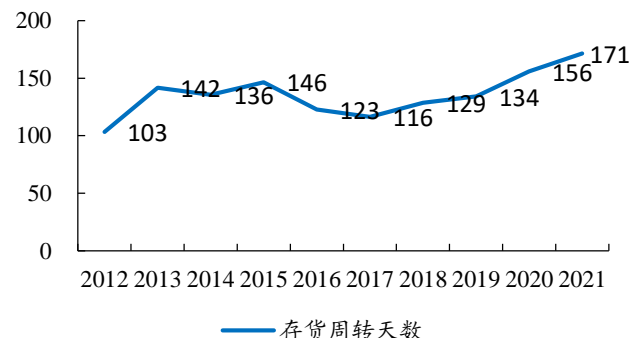
存货: 2021 年存货规模为 7.3 亿元 (+43%), 从存货周转天数看, 存货周转天数约为 100-170 天, 主要系公司采取超额库存管理, 原材料采购周期 6 个月左右, 同时分季节采购, Q3 存货规模一般较高主要系秋季皮质优, 而 Q4 消化库存较多。

图15: Q3 存货增加系秋季皮质优, Q4 消化库存较多 (单位: 百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

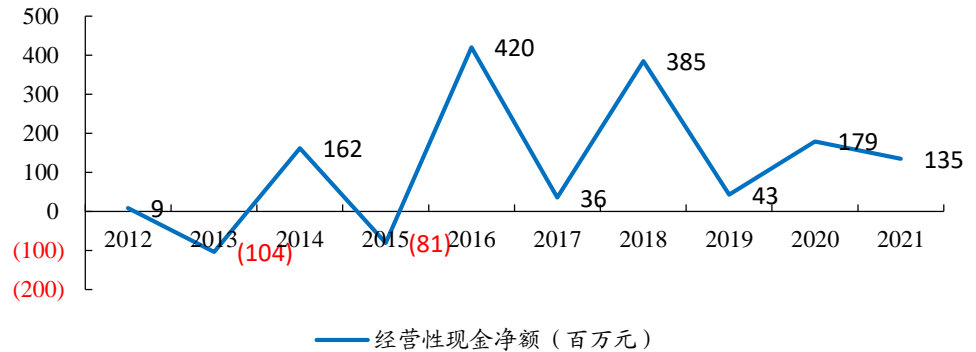
图16: 公司存货周转天数约为 100-170 天



数据来源: Wind、开源证券研究所

经营性现金流净额：公司经营性现金净额表现出周期性但 2017 年以来波动已有收窄，2021 年为 1.35 亿元，较 2020 年减少约 4400 万，主要系增加采购导致经营活动现金流出额同比增长 31.5%。

图17: 公司经营性现金净额表现出周期性但 2017 年以来波动已有收窄

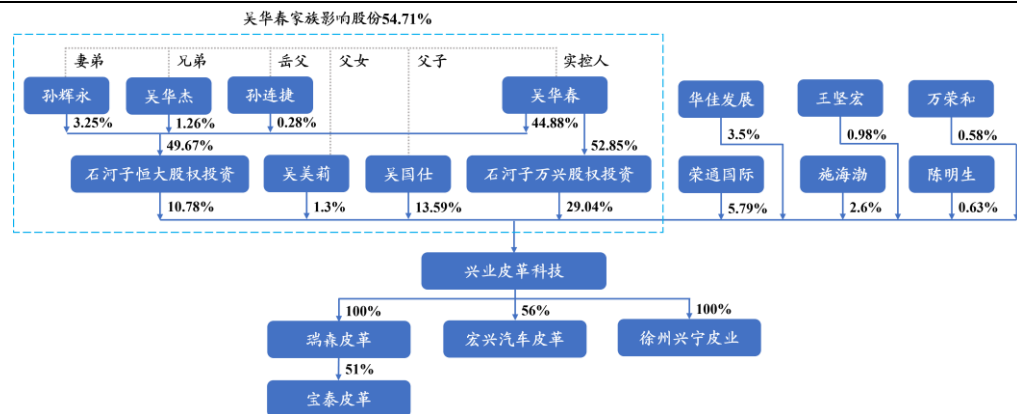


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、股权结构：家族企业持股集中，管理层赤诚不改深耕皮革

实控人家族持股 54.71%，股权与管理权集中，有利于公司战略落地。公司实控人为吴华春，截至 2022Q1 末，吴华春、吴国仕（父子）、吴美莉（父女，任副总裁/董秘）三人直接、间接合计持有股份 43.93%，其中实控人吴华春通过持股石河子万兴股权投资合伙企业、石河子恒大股权投资合伙企业 52.85%/44.88%持有公司股份 20.19%，吴国仕持有股份 13.59%，吴美莉持有股份 1.3%。此外，实控人亲属孙辉永（妻弟，任 CEO）、吴华杰（兄弟）、孙连捷（岳婿）三人在大股东石河子恒大股权投资合伙企业中合计持股 49.67%，实控人家族持股 54.71%，股权与管理权集中有利于公司战略的执行与贯彻。

图18: 实控人家族持股 54.71%，股权与管理权集中（截至 2022 年一季度末）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

管理层业务能力出众，赤诚不改深耕皮革陪伴公司成长。董事长吴华春、CEO 孙辉永深耕皮革行业近三十载，分别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、全国皮革工业标准化技术委员会副主任委员。董事与高管等 12 人在公司平均任职时长超过 17 年，行业经验丰富，团队磨合时间长，协作配合度高，陪伴公司成长，有利于协调一致落实公司各项战略计划与保障公司内部稳定。

表1: 公司高管团队管理层行业经验丰富

姓名	职务	履历
吴华春	董事长	1960年出生，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。1992年起任公司董事长。
孙辉永	董事、CEO	1970年出生，现任全国皮革工业标准化技术委员会副主任委员。1992年起历任公司生产总监、副总裁、董事，2018年起任公司CEO。
蔡一雷	副总裁	1963年出生，曾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及营销部副经理。2005年起在公司任职，历任公司营销副总监、董事，2016年起任公司副总裁。
吴美莉	副总裁、董秘	1985年出生。2007年至今在公司任职，2010年起任公司董事会秘书，2012年起任公司副总裁。
李光清	CFO	1965年出生，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等。2007年起担任公司财务总监。

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2、皮革主业坚持优化客户、扩展品类，成效初显、增长可期

2.1、主业变革：推行“管理+研发+设备”三项举措积极求变

“管理+研发+设备”三项举措支持“优化客户，扩展品类”的主业变革。2018年孙辉勇总裁上任后调整经营理念与策略，通过优化事业部管理，建立双研发体系，进行数字化、智能化改造等三项举措来（1）服务客户：围绕客户需求，加快反应速度、缩短交货周期，提升对客户的服务能力；（2）开发新品：研发3C电子包覆皮等新产品以积极拓展产品品类，优化订单结构；（3）改善利润：摒弃通过规模效应实现盈利的传统思路，借助产品设计及服务、降本增效来提升来实现产品利润最大化。

图19: 主业变革：优化客户、扩展品类下成效初显示



资料来源：公司官网、开源证券研究所

优化事业部管理：公司进行组织架构变革，划分事业部管理。扁平化组织下，公司对事业部经理充分授权，减少管理层级，提升管理效率。**事业部根据产品和市场定位划分，每个事业部都有不同风格的主打产品对接市场。**差异化管理下大事业

部：负责生产常规产品，通过规模效应降低生产成本。另外公司根据对市场需求的调研合理备货半成品，与备货原皮的方式相比节省生产时间、缩短交期；**小事业部：**攻克个性化定制产品，根据客户需求做到迅速打样、提升样品准确率、实现对接市场的快速反应。

“开发团队+技术中心”双重体系强化研发能力：不同产品生产划分事业部管理后，事业部产品开发团队专注于洞察市场产品流行趋势，加强与下游客户及设计师的沟通，并且借助技术中心的研发优势协助下游客户进行新产品开发；**公司总部技术中心**专注于前沿性开发及皮革基础性研究；

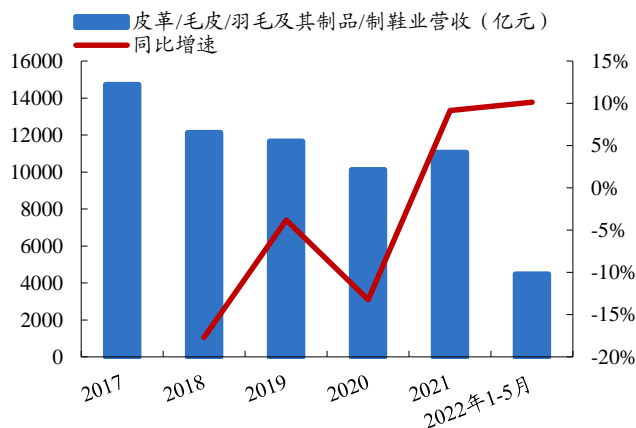
数字化、智能化设备改造：引入智能制造设备改革生产线，实现制革流程的自动化、信息化、智能化，提高生产效率、产品质量，减少能源损耗、生产成本。

2.2、行业：真皮用量回升利好，产品多样化需求下夯实小单快反能力

2.2.1、真皮用量预计回升，下游景气度有望改善

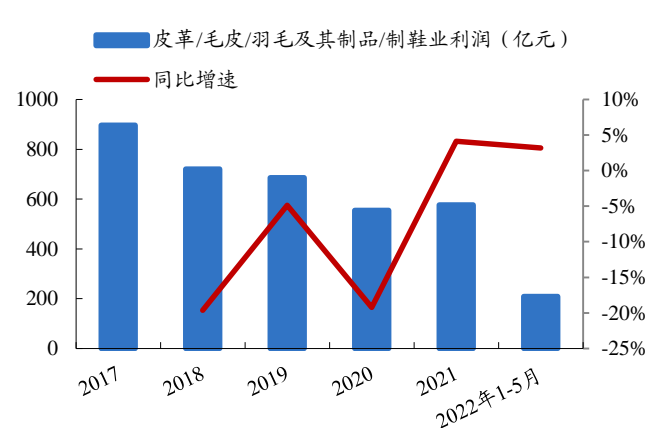
2021年以来随着疫情改善，行业收入及利润同比转正。受疫情下出口业务受阻、皮革原材料、海运成本上升等因素影响，2020年行业收入利润跌至最低点，分别为10129亿元/554亿元。2021年起收入/利润同比转正，2022年1-5月收入/利润为4484亿元(+10.14%)/209亿元(+3.2%)，净利率为4.66%。

图20：2021年起中国皮革行业收入同比转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2021年起中国皮革行业利润同比转正

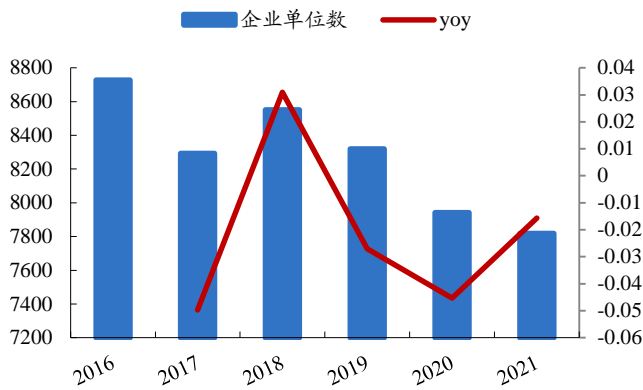


数据来源：Wind、开源证券研究所

业内企业数下降，龙头份额有望提升。2016-2021年皮革企业数由8727家下降至7818家，业内企业规模小、数量多，市场集中度低。目前皮革行业整体品牌影响力弱、产品附加值低、中低端产品过剩。头部企业逐步加大研发投入、提升智能制造水平、开发绿色环保产品的驱使下，市场马太效应加剧，龙头份额预计提升。

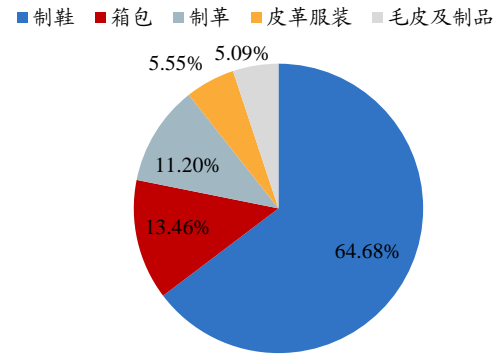
鞋面为皮革下游最主要应用场景。根据华经产业研究院，皮革下游产品中真皮鞋销售收入占比高达64%，鞋面为皮革的主要应用场景。**皮鞋行业市场规模预计提升，下游景气度有望改善。**2017-2019年，中国真皮鞋市场规模由38.67亿元下降至36.94亿元，系流行趋势向运动、休闲转变，鞋面真皮材料被替代，运动鞋需求上升后抢占皮鞋市场份额所致。2021年真皮鞋市场规模为38亿元，随着真皮鞋渗透率上升、皮质商务休闲鞋需求增加，下游产品用皮量预计增加，真皮鞋市场规模有望提升。**根据statista预测，2025年真皮鞋市场规模将回升至38.24亿元，恢复流行趋势转变前水平。**

图22: 2018-2021年皮革行业企业数量逐年下降



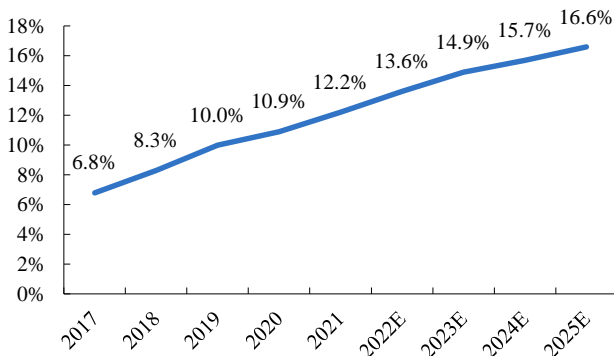
数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 鞋面为皮革的首要应用场景



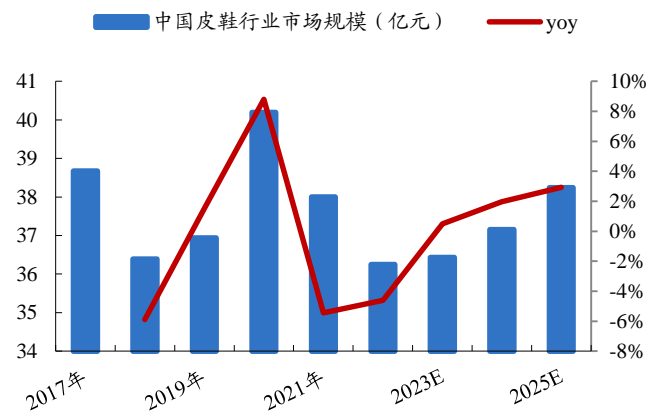
数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

图24: 中国真皮鞋渗透率稳步上升



数据来源: Statista、开源证券研究所

图25: 预计2025年中国真皮鞋市场规模增至38.24亿元



数据来源: Statista、开源证券研究所

2.2.2、“经销+直销”模式覆盖下游客户，响应差异化产品需求

直销模式围绕大客户提供全方位服务以增强合作黏性。针对大的品牌客户，公司采取直销模式，以技术和服务作为切入点：**服务上**，积极与客户建立联系，及时了解客户需求；**技术上**，提供设计团队配合客户做定制化产品研发，根据围绕客户需求提供材料解决方案。在与百丽公司的合作中，公司提供“研发+产品+销售”的立体化服务，研发方面帮助百丽进行材料创新；产品方面满足其多品牌矩阵下的产品差异化服务。

经销模式开阔区域市场，深化“定制化+快反”能力。公司围绕桐乡、丹阳等互联网直播带货、网购代工厂集中的区域开发独家经销商来开扩市场，借助经销商渠道整合市场上小而散的订单，了解中小客户的需求和产品特点，有针对性地抓取流行趋势、消费动向、产品反馈等；**点对点合作模式**下，公司打造产品定制化技术开发团队和专项生产线，深化定制化与快反能力，进一步提升产品研发水平。2021年公司经销渠道收入占比为44.28%，其中前经销五大客户合计销售收入达3.51亿元，客户CR5达45.93%。

图26: 经销模式有利于公司深化“定制化+快反”能力



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2.3、客户品类优化提振需求，全链生产及国际化产能布局优化供给

2.3.1、业务：以“优化客户、扩展品类”为基点开拓新业务

优化客户：积极开发海外客户以赋能国内品牌。抓住外销窗口期，收入迅速提升。2021年公司抓住外销订单回流入国内的机会，借助原材料批量采购的资源优势、生产平台的规模优势，持续发力出口端；同期外销收入达 2.23 亿元（+106.62%），收入占比为 12.92%。

切入海外运动、户外品牌供应链。公司头部外销客户为 Timberland, Columbia 和 OLUKAI。Timberland 品牌归属于美国威富集团（VF Corporation），旗下拥有 The North Face, Vans, Supreme 等众多知名运动、户外品牌。目前公司已经切入 Timberland 高端鞋型的皮革供应链，未来深化合作、扩展 VF 旗下其他品牌的机会较大。

借助外销经验赋能国内品牌。国内鞋品的流行趋势整体上追随欧美，切入欧美供应链可提升公司对接品牌、抓取流行趋势的能力，再配合定制化的产品研发，公司可借助外销经验更好地服务国内品牌。

图27: VF 旗下品牌数量多，未来切入其他品牌机会大



资料来源: VF Corporation 官网

图28: 切入海外运动、户外品牌供应链, 扩展 Timberland 等新客户

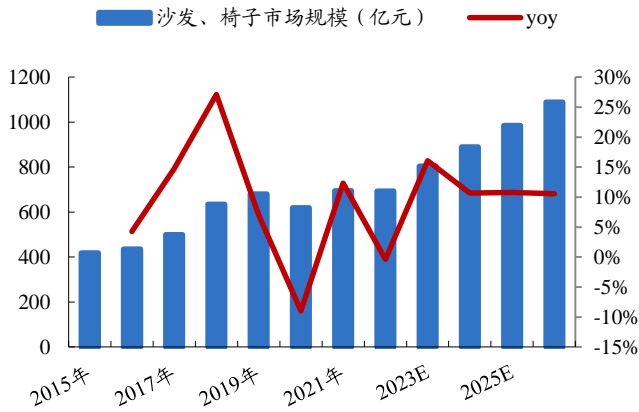


资料来源: 公司官网、公司公告

扩展品类：发力家居用皮、3C 电子包覆皮等新领域。为应对鞋品类消费趋势改变，开拓家具用皮革市场。随着大众穿衣风格从商务时尚转变为休闲时尚，下游皮鞋销量波动风险大。流行趋势变化下，公司于 2019 年起开拓沙发、椅用皮革市场。下游沙发行业市场规模稳步增长，真皮材质最受欢迎。2015-2021 年沙发、椅子行业

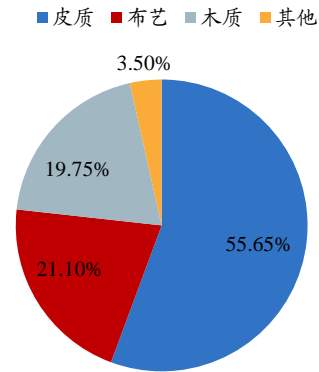
市场规模由 417.6 亿元增长至 694.8 亿元 (CAGR=8.86%)，根据 Statista 预测，2026 年市场规模将突破千亿元。根据《中国沙发舒适健康白皮书》显示，钟爱皮质沙发的消费者比例高达 55.65%。皮质沙发、椅子市场增长潜力较大，利好公司家用皮革业务发展。

图29: 中国沙发、椅子市场规模稳步提升



数据来源: Statista、开源证券研究所

图30: 真皮为最受消费者欢迎的沙发材质



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

强研发投入推动电子包覆皮产品取得突破性进展。华为、苹果等 3c 产品包覆皮材料市场潜力大，功能性要求、研发壁垒高。公司从 2018 年开始进行生态型电子器械包覆革研究，旨在提高材料机械性能、生态性能、得革率与利用率，使产品具备强功能性、高附加值、高生态性等多重优势。目前公司已成为全球唯二的电子包覆皮供应商，产品竞争优势强。2021 年电子包覆革销售额突破 1500 万，2022 年获得华为保时捷二代外壳订单，该板块业务表现可期。

图31: 电子包覆皮产品可用于苹果 iwatch 产品



资料来源: 苹果公司官网

图32: 电子包覆皮产品已承接华为保时捷二代订单



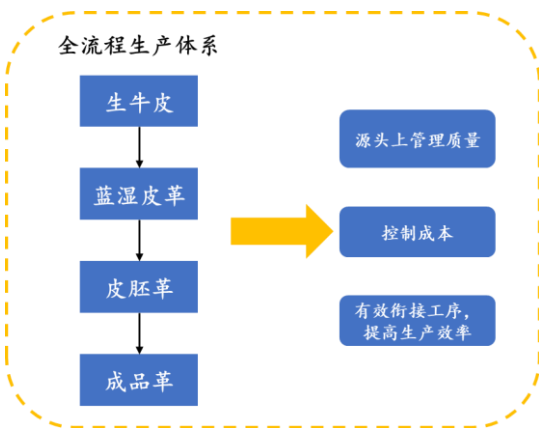
资料来源: 华为公司官网

2.3.2、生产：全流程工艺下效率、环保、区位、设备优势凸显

采购议价能力强。公司每年生牛皮采购量占据美国原皮出口量的 10%，较大采购量下公司对供应商议价能力强，有利于降低生产成本。**物流采购中心进行高效库存管理。**采购中心分拆年度经营计划，结合原材料库存，统一制定年度采购计划；同时密切跟踪原材料市场供需变化和价格波动，结合产品销售、需求情况，适时调整年度采购计划。除满足正常生产经营的日常采购外，公司在市场供需、价格等因素波动时主动预测原材料价格变化趋势、做出战略性储备采购。

全流程工艺加持下公司具备四项生产优势：（1）生产效率高、交货周期短。公司已开发完整生产体系，生产线涵盖从生牛皮到成品革的全流程。全流程生产有利于公司从源头上进行质量管理和成本控制，有效衔接前后段工序来提升生产效率。高生产效率配合扁平化事业部管理，新产品打样周期短、供货快，满足下游客户少批量、多批次、快交货需求。**（2）拥有先进环保处理设备、环保资源充足。**设备设施上，公司引进先进环保处理设备，建立完善的制革水处理和巡回利用体系；环保资源上，公司拥有的环保指标可完全覆盖产能扩张节奏，保障生产产能需求。随着未来环保督察愈加严格，业内众多不符合环保要求的中小企业将被淘汰，规范大企业从中受益。

图33：全流程生产体系有利于公司管理质量、控制成本、提升生产效率



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图34：公司拥有先进环保处理设备及充足环保资源、荣获多项环保荣誉



资料来源：公司官网

（3）区位优势下紧抓流行趋势。公司地处福建省泉州晋江市，毗邻两大经济发展区（长三角、大湾区）和四大皮制品制造基地（广州、温州、泉州、成都）。得天独厚的地理优势下，公司能够及时获取时尚潮流趋势与消费升级需求，迅速调整产品结构以响应市场需求，持续开发新客户对接不同类别产品，做到及时交货、售后等。**（4）进口、自研多种先进生产设备。**公司从意大利、法国、巴西、韩国等地引进了智能控制染色转鼓、转鼓自动供料加料系统、电脑全自动片皮机、高精度削匀机等多种先进生产设备；主动参与制革过程中的智能 AI 蓝皮等级检测机、AGV 无人运输小车、自动输送线等自动设备。伴随更多智能化、自动化设备的使用，公司生产效率与产品品质将进一步提升。

图35: 通过进口、自研多种先进生产设备, 公司荣获多项技术创新、品质管控荣誉



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

2.3.3、产能: 积极布局国内外产能以适应业务增长

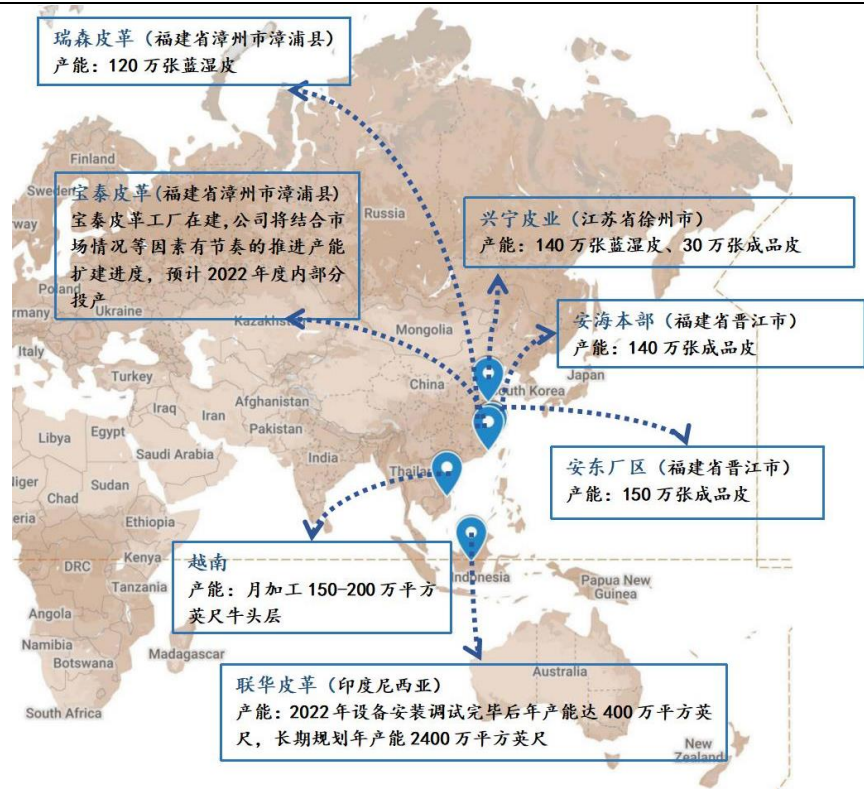
公司现有安海本部、安东厂区、全资子公司瑞森皮革和兴宁皮业四大生产基地, 具备年产牛头层皮近 1.5 亿平方英尺的生产能力。着手布局印尼、越南地区产能以适应国际品牌生产节奏, 海外地区产品规划和生产工序较简单, 管理及作业难度较小, 规模效应明显。

国内 (年产能约 320 万张成品皮, 合计 1.5 亿平方英尺): 公司现有安海本部 (年产能 140 万张成品皮)、安东厂区 (年产能 150 万张成品皮)、瑞森皮革 (年产能 120 万张蓝湿皮)、兴宁皮业 (年产能 140 万张蓝湿皮、30 万张成品皮) 等四大生产基地。

印尼 (2022 年设备安装调试完毕后预计年产能达 400 万平方英尺, 长期规划年产能 2400 万平方英尺): 公司全资子公司兴业国际联合运动品牌阿迪达斯供应商 CV.CISARUA 设立联华皮革工业有限公司, 其中兴业投资国际有限公司持股比例 90%。依托于多年牛皮革生产管理经验丰富及技术研发优势, 借助 CV.CISARUA 作为著名运动品牌供应商的销售渠道, 公司可提升对运动、休闲鞋服的时尚趋势的抓取能力, 扩展牛皮革市场领域、提高鞋面革业务收入。

越南 (预计月产能 150-200 万平方英尺): 公司于 2020 年收购部分在越南设立工厂的客户的股权, 进一步巩固与下游制造商的合作。目前越南工厂月产能为 150-200 万平方英尺, 基本处于满产状态。

图36: 国内工厂年产牛头层皮近 1.5 亿平方英尺, 印尼、越南工厂产能逐步释放



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3、汽车真皮内饰: 收购宏兴皮革, 新能源赛道开启第二增长级

2022年4月, 兴业科技通过收购股权和增资持有宏兴皮革56%的股权, 切入汽车真皮内饰行业。我们认为此次收购将为公司新能源赛道开启第二增长极: (1) 卡位优势显著: 宏兴皮革2018年切入新能源车供应链, 卡位优势明显, 拥有蔚来、理想、零跑、金康、马自达、吉利等客户, 为蔚来、理想真皮内饰第一大供应商。(2) 协同作用助推产能扩张: 兴业科技给予宏兴原材料、资金、产线等方面帮助, 助推其产能扩张, 预计2022年产能将由2021年的600万SF提升至3000万SF, 2023年预计爬坡至4800-5400万SF。(3) 6月并表后有望贡献靓丽业绩: 协同效应产能扩张下预计2022/2023年收入为4.7/7.4亿元, 未来毛利率可提升至30%, 净利率可达约15%。

3.1、行业端: 国内汽车真皮内饰百亿市场规模, 国产替代正当时

3.1.1、汽车内饰行业概况: 真皮内饰企稳回升, 国内真皮内饰市场有望突破百亿

汽车内饰材料主要采用织物、天然皮革、人造革(PU、PVC、超纤革), 其中织物、PVC革、PU革多用于中低端车型; 天然皮革具有透气性、耐用性等特性, 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。真皮覆盖用量上看, 若全车采用真皮内饰, 轿车/SUV净用皮约为5/12 m², 其中座椅用皮量较大, 例如, 轿车座椅部分净用皮约为1.5-2 m², 而轿车方向盘/门板和仪表盘净用皮约0.25-0.5/1.5 m²。

表2: 各类革材料属性对比下, 天然革具有透气性、耐用性等特性, 多用于中高端车型

属性	天然革	PVC			PU 革	
		普通 PU 革		生态功能性 PU 革		PU 超纤革
原料	牛皮、羊皮等	PVC 树脂、针织布、机织布、无纺布			PVC 树脂、超细纤维无纺布	
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	
手感弹性	优良	较差	较差	良好	优良	
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	
利用率	50%左右	75%左右	75%左右	75%左右	75%左右	
功能性	透气性	较好	较差	一般	较好	较好
	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
	产品健康安全性	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
生态环保性	生产过程中环境污染	较大	一般	一般	较小	苯减量工艺有部分污染
	产品环保性	可降解	难降解	可降解	可降解	可降解

资料来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

真皮内饰目前处于底部企稳回升状态。我们预计目前真皮占比约为 15-20%，PVC/PU/织物占比约为 60%/15%/5%，未来真皮占比将有一定提升。2015-2018 年由于生态保护观念盛行及车企成本控制，真皮被 PVC、PU 材料大幅替代，充分替代后真皮内饰需求目前处于底部。在材料选择时，国内消费者对真皮的偏好更强，例如蔚来 ET7 真皮内饰选配场景下消费者选配比例近 90%，因此汽车消费升级趋势下，预计真皮内饰呈现底部企稳回升态势。

2025 年我国汽车真皮市场规模有望超百亿。据中国皮革协会，2010 年乘用车汽车革产量约 3 亿平方英尺，至 2019 年底达 4.16 亿平方英尺。根据中汽协披露的乘用车产量及明新旭腾、巨星农牧披露的销售单价，进行汽车革市场规模区间估算，假定：（1）2025 年我国乘用车产量将达 2506 万辆；（2）单车汽车革用量以 2pct 的速度增长。（2）以明新旭腾、巨星农牧 2017-2021 年平均单位售价作为行业参考销售单价，此后每年销售单价为之前五年平均售价。预计 2025 年我国乘用车真皮市场规模为 66-104 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 6.3%-8.8%。

表3: 预计 2025 年我国乘用车真皮市场规模有望超百亿

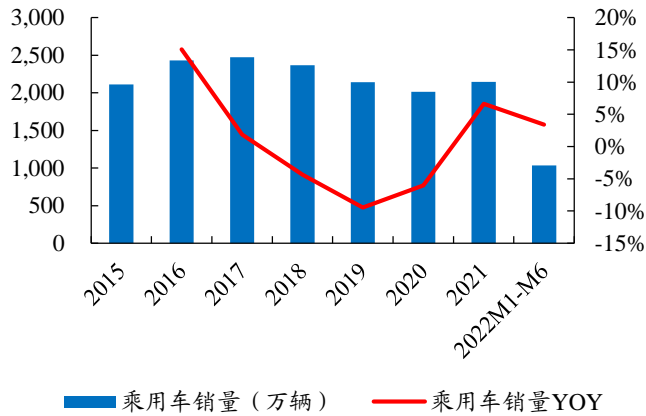
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全国汽车革产量 (万平方英尺)	49400*	48100*	41600*	39648	43402	46041	48840	51810	55015
全国乘用车产量 (万辆)	2483*	2349*	2134*	1994*	2140*	2226	2315	2407	2506
单车汽车革用量 (平方英尺)	19.9*	20.5*	19.5*	19.9	20.3	20.7	21.1	21.5	22.0
销售单价 (元, 以巨星农牧价格为参考)	13.3*	13.3*	15.0*	10.9*	11.1*	12.7	12.6	12.4	11.9
行业规模 (万元)	657514	639249	622336	431550	480242	584809	614425	644428	656546
YOY		-2.8%	-2.6%	-30.7%	11.3%	21.8%	5.1%	4.9%	1.9%
销售单价 (元, 以明新旭腾价格为参考)	17.6*	18.0*	18.8*	19.2*	18.9*	18.5	18.7	18.8	18.9
行业规模 (万元)	869938	866912	782080	763172	821997	852874	913657	976294	1037169
YOY		-0.3%	-9.8%	-2.4%	7.7%	3.8%	7.1%	6.9%	6.2%

数据来源: 中国皮革协会、中汽协、明新旭腾招股说明书、明新旭腾及巨星农牧公司公告、开源证券研究所 (注: 标*处为真实值, 未标星处为预测值)

3.1.2、需求端：新能源汽车快速增长，高端化趋势下真皮内饰需求加大

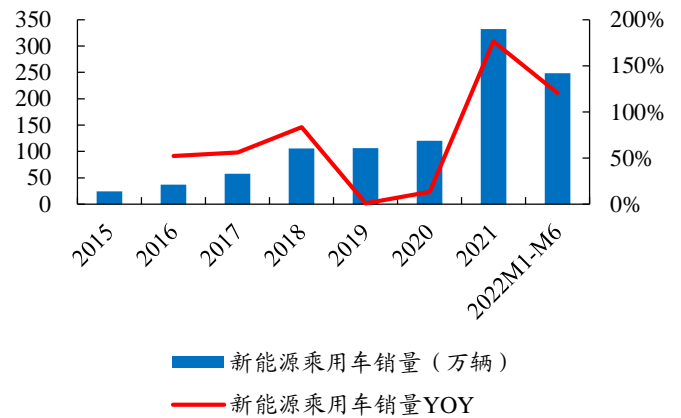
2021年乘用车销量回升，其中新能源乘用车增幅领先，为真皮内饰供应商提供广阔市场空间。据中汽协，2021/2022H1 新能源乘用车销量分别为 332、249 万辆，同比增长 176.4%/120.6%，相较整体乘用车 2021/2022H1 6.6%/3.4%的增速更快。伴随新能源汽车渗透率不断提升，新能源汽车将继续成为整体车市回暖的助推因素，也为真皮供应商提供广阔市场空间。

图37：2021年乘用车销量有所回升



数据来源：中汽协、开源证券研究所

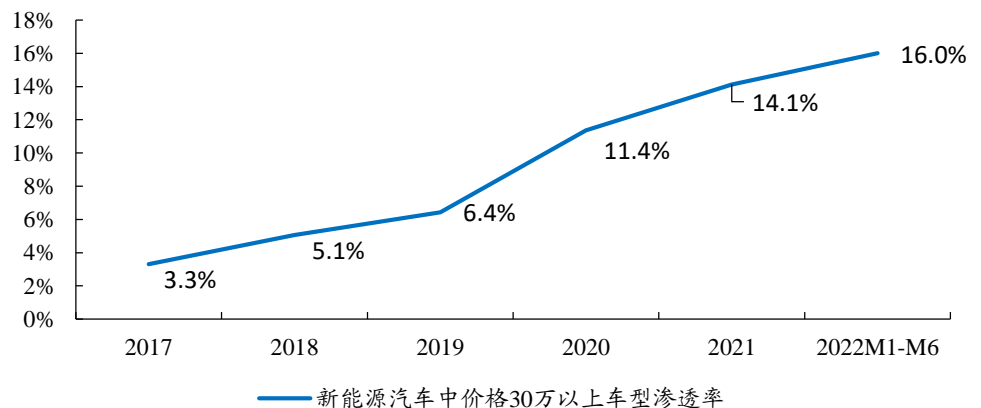
图38：2021-2022H1，新能源乘用车销量增长较快



数据来源：中汽协、开源证券研究所

新能源车型加速向中高端领域渗透，消费升级下真皮内饰需求加大。2017-2022 H1，新能源汽车中起步价 30 万以上车型渗透率由 3.3% 提升至 16.0%；车型品牌分布看，国内新能源车企高端车型占比较高，蔚来 2021/2022H1 高端车型占整体高端新能源车型比分别为 19.9%/13.2%；理想 2021/2022H1 高端车型占整体高端新能源车型比为 19.4%/15.2%；国内消费升级下购车者更注重驾乘体验及车内环境，真皮内饰能够进一步提升车辆高端调性，中高端车型的真皮配置比例有望提升。

图39：2022H1，新能源汽车中起步价 30 万以上车型渗透率为 16.0%



数据来源：中汽协、开源证券研究所

3.1.3、供给端：汽车内饰供应体系壁垒高粘性强，本土供应商受益国产替代趋势

汽车内饰供应体系的进入壁垒高，短期难以出现新进入者。通常情况下，整车厂会就同一型号产品确定 1-2 名供应商集中采购，进入整车配套体系的汽车革供应

商与整车厂之间已形成稳固的合作关系，不会轻易解除合作；同时整车厂对备选供应商的资金、技术、管理、环保等方面要求较高，加剧进入壁垒。

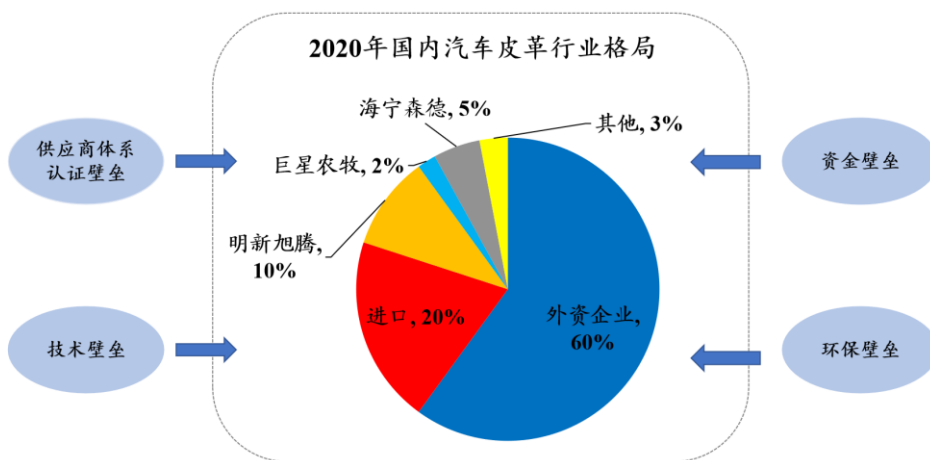
(1) 供应商体系认证壁垒：汽车革作为汽车重要零配件之一，整车厂对其产品质量、供货稳定性及交货时效性有着较高要求，因此汽车革供应商如想获得整车厂某一款车型的定点生产意向，需面临繁杂的评估、反馈和改进程序及审核等严格的供应商遴选流程，认证时间通常长达 3-5 年。且进入整车厂合格供应商名录后，生产过程中还需持续接受客户对其过程控制、质量可靠性及稳定性等综合考核。

(2) 技术壁垒：近年来新车研发和上市周期不断缩短、汽车功能逐渐多样化，为更好地响应整车厂要求，作为内饰件材料提供商，汽车革供应商需要具备同步研发能力，能够深度参与新车型的设计环节，确保所提供产品能够满足特定需求。

(3) 资金壁垒：汽车革生产工序复杂，为满足整车厂在生产设施、库存管理、人员和技术研发等方面的严格要求，汽车革制造商需要在生产经营过程中投入大量的资金。

(4) 环保壁垒：制革行业对生产过程中污染物的处置和排放都有着严格的要求，现增环保产能可能性很小，政府支持龙头企业做大做强，多余指标会优先分配给行业内大企业，为新进入者带来较大不利。

图40: 新进入者面临供应商认证壁垒、资金壁垒等多重壁垒



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

行业内国际真皮供应商市占率过半，其客户多为国外传统车企。据华经产业研究院，2020年国内汽车真皮中约 20%由海外进口，60%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，其中国际龙头德国柏德、美国鹰革、日本美多绿收入体量较大，市占率合计约为 60%。国内厂商中明新旭腾市占率约为 10%，海宁森德、振静股份（巨星农牧）市占率约 5%、2%。

表4: 国际真皮供应商市占率较高, 服务客户多为国外传统车企

公司名称	简介	中国合资公司概况	客户
德国柏德皮革 (Bader leather)	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。	2004 年, 在中国大连投资设立柏德皮革 (中国) 有限公司, 从事汽车皮革及汽车真皮内饰部件生产等业务。	奥迪、奔驰、宝马、大众、通用等世界主流汽车。
美国鹰革公司 (Eagle Ottawa)	具有 150 年的历史, 是目前全球最大的汽车皮革生产商, 于 2015 年被全球知名汽车座椅生产商美国李尔 (Lear) 收购。	2003 年, 在华设立鹰革沃特华汽车皮革 (中国) 有限公司。	宝马、奥迪、凯迪拉克、奔驰、丰田、英菲尼迪、马自达、沃尔沃、现代和起亚等客户。
美多绿汽车皮革 (广州) 有限公司	日本美多绿汽车皮革株式会社设立中外合资公司, 主要从事皮革制造、销售。	2000 年, 设立美多绿汽车皮革 (广州) 有限公司, 占领了中国日系车市场的主要份额。	丰田、本田、日产、马自达、三菱、富士重工、铃木、英菲尼迪、讴歌、广汽传祺、广菲克、比亚迪。
Boxmark (博世革斯马克)	始于 1780 年, 生产植鞣和化工鞣制皮革, 总部位于欧洲奥地利。	2012 年, 于浙江嘉兴设立浙江博世革汽车内饰有限公司。	主要客户有大众-奥迪汽车, 福特汽车, 通用汽车, 法拉利汽车, 欧洲空客公司以及国内高铁用户等。
美国杰仕地皮革 (GST Autoleather)	成立于 1832 年, 为全球最大最先进的皮革制造商之一。	2000 年, 在中山市、沈阳市和嘉兴市设立子公司。	宝马、奔驰、保时捷、克莱斯勒、雷克萨斯等中高端汽车制造商。

资料来源: 国家企业信用信息公示系统、公司官网、猎聘网、开源证券研究所

受益于国产替代及国内车企快速增长, 国内供应商份额或将不断提升。此前外资供应商市占率较高主要系欧美车企偏好于选择各自国家的供应商, 近年来, 汽车制造中心由传统的欧美等发达国家市场逐步向日益活跃的新兴市场转移, 我国也陆续出台汽车行业相关政策法规推动国产化替代, 如《中国制造 2025》鼓励形成从关键零部件到整车的完整工业体系和创新体系。且中国本土供应商反应更快、更灵活、服务更加到位, 如当客户想要调整产品理化性能的时候国内供应商较国外供应商可以更快响应, 本土真皮供应商国际竞争力不断增强, 未来份额或将不断提升。

表5: 国内皮革供应商客户主要为国内车企, 其中宏兴皮革客户多为新能源造车新势力

公司名称	简介	客户
明新旭腾	成立于 2005 年, 是国内领先的汽车内饰新材料供应商, 2018 年开发新产品超纤革并于 2021 年量产。	美国 Chrysler、德国大众等国际主流车厂, 一汽大众、上汽通用、上汽大众、吉利、长城、长安、宝沃、比亚迪、奇瑞、一汽轿车、广汽等国内整车厂。
海宁森德皮革	成立于 2002 年, 主要从事汽车座垫革及革皮制品制造、加工等业务。	一汽大众、上海大众、上海通用、长安福特等大型跨国主机厂, 及一汽轿车、北京汽车、上海汽车、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车等国内大型主机厂。
四川振静股份 (现为巨星农牧)	成立于 2013 年, 主要从事中高档天然皮革的研发、制造与销售, 产品运用于汽车座椅及内饰和鞋面等, 现已通过购买巨星农牧资产跨入养殖业。	广汽集团部分车型以及比亚迪汉。
宏兴皮革	成立于 2009 年, 主要从事皮革制品制造及汽车装饰用品制造, 在国内新能源汽车内饰材料中占比较高。	蔚来、理想、合众、金康、零跑、马自达、吉利等。

资料来源: 国家企业信用信息公示系统、海宁森德公司官网、Wind、开源证券研究所

3.2、宏兴皮革：新能源汽车真皮内饰龙头，先发优势领先同业

3.2.1、新能源汽车真皮内饰龙头，新能源赛道卡位优势领先同业

宏兴皮革是国内新能源汽车真皮内饰龙头，主要客户包括蔚来、理想、合众、金康等新能源车企，同时也是传统车企长安马自达以及吉利汽车的内饰材料供应商。2014-2015年由于股东保守决策错失一定市场机会，且2016-2017年传统汽车真皮内饰被取代的趋势较为明显，宏兴皮革在此阶段发展不佳；2018年切入新能源车供应链，现已成为蔚来、理想等新能源车企真皮内饰第一大供应商。

图41：公司真皮应用于座椅、方向盘、扶手、头枕、门板等部件的装饰覆盖



资料来源：蔚来汽车官网

思考 1：宏兴皮革为什么能成为蔚来、理想等新能源车企真皮内饰主要供应商？

（1）汽车内饰进入壁垒高、黏性强：新切入汽车产业链需要 3-5 年时间，原因在于：①客户需要对公司的战略和发展规划进行明确确认，品牌销量爬坡下车企对供应商产能规模有明确要求，避免交期风险；②汽车内饰使用期在 10 年以上，涉及安全、环保、材料等的稳定性，因此厂家的审核、材料验证周期较长，进入难度高，进入后不会轻易替换。

（2）布局上具有先发优势：宏兴皮革成立于 2009 年，初期以切入传统车企供应链为主，行业中布局较早、经验积累足；2018 年起切入新能源车赛道之时，市场对造车新势力存有疑虑，公司接触并服务造车新势力客户，现已成为国内新能源汽车内饰的主要供应商。**新切入汽车产业链需要 3-5 年时间，宏兴先发优势明显。**且宏兴与车企合作从研发开始进行配合，客户订单为第一手订单，不通过压低价格抢单。

（3）技术研发带来领先型产品：公司研发团队来自日系、欧美顶尖公司，合作沉淀多年，成功研发并量产无铬鞣与铬鞣产品，其中无铬鞣迭代至更为稳定的全植鞣产品，此技术在全球只有两家能做到。无铬鞣产品可以满足国家环保要求和汽车产业链的发展需求，在汽车行业需求量较大，领先型产品享有溢价。宏兴供应理想 L9 的 Nappa（植鞣工艺）较为成功，理想 L9 预售时针对该材料进行宣传说明，随后较多整车厂找到宏兴了解 Nappa 皮产出效果。

图42: 理想 L9 汽车内饰采用宏兴所供应的 Nappa 材料



资料来源: 理想汽车官网

思考 2: 与国际真皮供应商相比, 宏兴的竞争优势何在?

(1) **全产业链生产提高产品稳定性、及时响应客户调整需求:** 宏兴在汽车内饰材料真皮领域为全产业链生产(毛皮-成品-裁切), 过程控制到位、质量稳定性高, 当客户想要调整产品理化性能的时候可以迅速响应; 而外资的产品链不长, 调整起来相对不及时。

(2) **反应快、服务更好:** 原来主流真皮材料供应商为外资企业, 但欧美供应商服务意识和时效性不及本土供应商, 相比外资供应商, 本土供应商反应更快、更灵活、服务更加到位。

3.2.2、蔚来、理想真皮配饰体系第一大核心供应商, 兴业收购后协同作用显现

蔚来和理想真皮配饰体系内第一大核心供应商, 渠道优势显著:

(1) **现有客户中, 新能源车企客户方面,** 公司为蔚来、理想、合众、金康、零跑核心车款汽车皮革的核心供应商, 其中宏兴在蔚来、理想真皮配饰体系内为第一大核心供应商, 蔚来与理想在宏兴 2021 年收入占比超 50%; 传统车企客户为马自达、吉利等, 公司对传统车企供应量不大。

(2) **新客户:** 开拓中的客户为比亚迪、广汽, 广汽传祺 GS8 将使用真皮内饰; 比亚迪正进一步研发中高端车型, 公司目前已进入其中高端新车型的真皮供应体系专家组评审环节。

表6: 宏兴为蔚来、理想真皮配饰体系内第一大核心供应商

客户	份额	车型	真皮独供	部分内饰	单车价值	2021年累计销量	2022 H1 销量	22年预计收入贡献(亿元)
蔚来	一供	ET7	✓		4000	-	6912	1.5 第一大客户
		ES6	✓			41474	23534	
		EC6	✓			29905	12359	
		ET5			✓	尚未交付, 蔚来史上订单量最高		
		ES8			✓	5000	20050	
金康	一供	问界 M5		主接触真皮	1000	-	20220	第二大客户
理想	一供	One		座椅侧边	1000	90491	60403	1
		L9	✓		1000	尚未交付		第三大客户
合众	一供	哪吒 S 系列轿车		主接触、方向盘、内饰真皮	1000	尚未交付		
零跑	一供	C11		内饰	1000	4021	18915	0.3-0.5
		C01		座椅	1000	尚未交付		
小鹏				方向盘皮料				
马自达	一供	CX4				19383	-	
		CX5				25363	10594	
		海外 CX30				15379	6264	
		CX8				1127	901	
吉利	一供						0.3	
比亚迪	开拓中							
广汽		传祺 GS8						

数据来源: 公司公告、太平洋汽车网、开源证券研究所

但由于原股东资本金不足, 宏兴皮革面临产能、原材料、资金不足等问题, 业务扩张受限, 此背景下兴业科技收购宏兴皮革, 多方面赋能, 两者协同有望把握造车新势力崛起机会, 加快提升宏兴市占率。

(1) 原材料价格、质量及稳定性得到更优保障: ①规模优势降低原材料成本: 兴业科技采购规模大, 与屠宰场的合作时间长, 原材料价格端有一定的议价力、期货质量稳定性较高。②原材料质量提升: 汽车皮革裁片较大, 对皮革等级要求较高。兴业科技统货采购, 目前会将等级高的皮料供应宏兴, 以实现更好的资源配置。

(2) 资金支持助力宏兴业务进一步拓展: 2022年1-3月虽然兴业科技还未正式收购宏兴皮革, 但已帮助其沟通银行解决采购端的信用证, 资金加持下原料储备具有保障; 2022年4月兴业科技对宏兴皮革增资3000万, 主要用于购买设备, 资金及设备支持下宏兴市占率有望更进一步。

(3) 产能互补助推产能扩张: 兴业科技现有产能生产线与汽车皮革生产线可共用, 2021年兴业科技产能利用率70.53%, 子公司瑞森的闲置产能帮助宏兴进行前段半成品加工, 半成品随后运至宏兴进行涂饰和裁切。公司助力下宏兴实现快速扩产, 预计目前宏兴产能利用率为100%, 2022Q2月产能已从2021年底100万SF提升至250万SF, 预计2022Q4产能会爬坡至300-350万SF/月, 2023H2产能为400-450万SF/月。公司或将于2023H1规划出2024-2025年部分产能, 新建与宏兴体量相同的新工厂, 给予宏兴皮革产能配套。

表7: 产能互补助推产能扩张, 2022年全年产能预计提升至3000万SF

	2021年	2022年	2023年
计划产能 (万平方英尺)	2021年底产能为100万SF/月, 2021年全年产能约为600万SF	2022年5-6月产能约为250万SF/月, 预计2022Q4到2023H2产能爬坡至300-350万SF/月, 全年产能约为3000万SF	预计2022Q4到2023H2预计产能为400-450万SF, 年产能预计为4800-5400万SF

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.3、强强联合开启第二增长曲线, 6月并表后兴业科技有望再启航

宏兴未来订单量有望再上台阶。2022年蔚来、理想、金康公司前三大客户, 且由于公司和新能源汽车头部品牌有着前期合作, 不仅对于未来取得新车型订单有一定帮助, 而且间接证明了公司的供应能力, 使得开展新客户更快。新能源汽车目前维持较快增长势能, 且汽车量产的周期通常为3-5年, 宏兴大部分订单获益将持续至2025年, 目前最长的订单持续至2027年。订单提升+汽车长量产周期下公司持续受益。

表8: 从单车价值看, 宏兴全皮单车价值为3000-6000元, SUV为5000-6000元

	2022年	2023年	长期
预计宏兴收入(亿元)	4.7	7.4	18-22
YOY		50%	
均价	20-22元/平方英尺		
全车净用量	SUV: 12平米=129SF, 考虑45%裁切率需287SF; 轿车: 5平米=53.75SF, 考虑45%裁切率需119SF		
全车价值	SUV全皮单车价值5000-6000元, 以SUV为例: 287*20=5740元; 轿车全皮单车价值3000-4000元。非全车的单车价值为1000-1500。		
年产能(万平方英尺)	3000	4800-5400	9600

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

产能扩张下收入有望稳健增长, 盈利能力未来仍有较大提升空间:

(1) 收入端: 2020/2021年宏兴收入约为0.4/1.3亿元, 拓客户扩产能下预计2022/2023年收入为4.7/7.4亿元, 收入有望稳健增长。长期看若月产能达到800万SF, 将带来每年约18-22亿销售收入。

(2) 盈利端: 宏兴销售中70%为裁片, 同业的明新旭腾裁片比例在15%以下。裁片工序多、裁切难度高、附加值高, 宏兴被收购后智能化、自动化提高下载切率提升, 净利率已由收购前的约6%左右提升至2022H1的10%+。与同业相比, 宏兴皮革盈利能力仍有较大提升空间, 之后利润率有望在兴业科技的资金、原材料、设备等支持下持续提升, 预计未来宏兴毛利率可提升至30%, 净利率可达15%左右。

表9: 与同业相比, 宏兴皮革利润率仍有较大提升空间

	2018	2019	2020	2021
明新旭腾-毛利率(%)	37.9	45.3	49.1	40.2
明新旭腾-净利率(%)	19.0	27.3	27.3	19.9
净利率-宏兴皮革	-	-	-	5.9%

数据来源: Wind、开源证券研究所

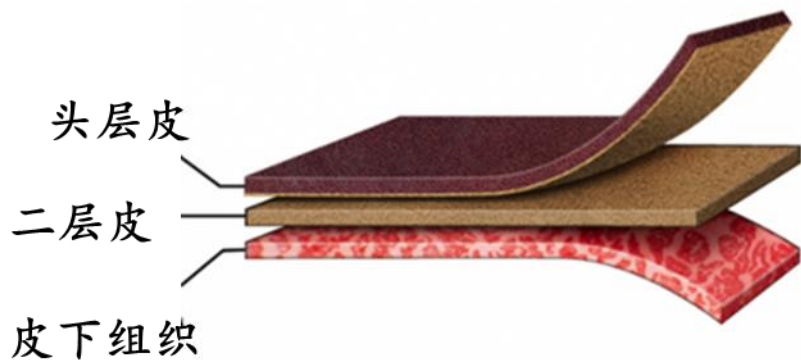
目前兴业科技控股宏兴56%, 之后视发展情况或将继续扩大控股比例至60%+, 宏兴皮革6月并表后有望贡献靓丽业绩, 助力兴业科技再启航。

4、投资福建宝泰切入胶原蛋白市场，业务增长可期

4.1、生牛皮到二层皮，再到牛胶原蛋白的技术路径

二层皮原为制备头层牛皮的脚料，成本、品质相对低廉。二层皮是介于头层牛皮和皮下组织之间的网状结构，与头层牛皮比较品质较差，价格相对低廉。传统工艺中通常将二层皮表面涂一层PU树脂，但所得产品透气性不佳、牢固程度低。二层皮经过加工处理可制备出胶原蛋白。新鲜牛皮在经过皮毛预处理、酶解、去除固形颗粒物、分离耦合、纳滤浓缩、喷雾干燥等步骤后可得到易被人体吸收的胶原蛋白产品。

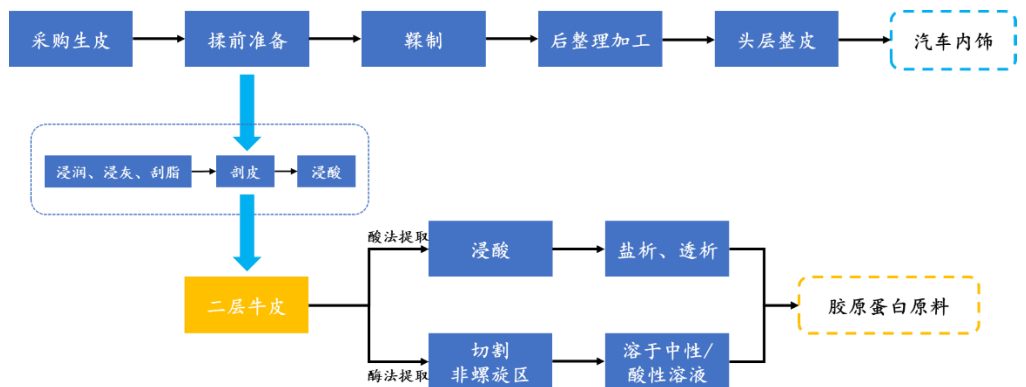
图43：二层皮是介于头层牛皮和皮下组织之间的网状结构



资料来源：Mattstudio 官网

胶原蛋白是人体重要营养成分，兼具医用及食用价值。胶原蛋白占全身蛋白质30%以上，富含人体必备的甘氨酸、脯氨酸、羟脯氨酸，具有紧肤平皱、保湿滋润、修复组织、美白淡斑等功效。牛胶原蛋白价值远高于鱼胶原蛋白。胶原蛋白可从牛皮及海洋生物鱼皮重提取，其中牛皮中羟脯氨酸含量明显高于鱼皮，因此临床认证牛胶原蛋白生理功效强于鱼胶原蛋白。

图44：生皮通过剖皮得到二层牛皮，运用酸法/酶法提取胶原蛋白原料



资料来源：巨子生物招股书、开源证券研究所

4.2、胶原蛋白下游应用广泛，行业增长潜力十足

得益于胶原蛋白优质的生物学性能，产品下游应用场景丰富。胶原蛋白应用领域有医疗健康、食品和饮料、美容等，中国市场各领域占比分别为47.8%/6.6%/13.6%/32.1%，其中医疗健康领域占比最大。**医疗健康方面**，胶原蛋白可用于制备创面敷料、止血材料、药物载体等；**美容方面**，胶原蛋白可用于制备功能性敷料、功能性护肤品、注射性填充材料等；**食品饮料方面**，胶原蛋白可用于制备胶原蛋白饮、胶原蛋白粉、人造胶原肠衣等。

表10: 胶原蛋白优质生物学性能优越，产品下游应用场景丰富

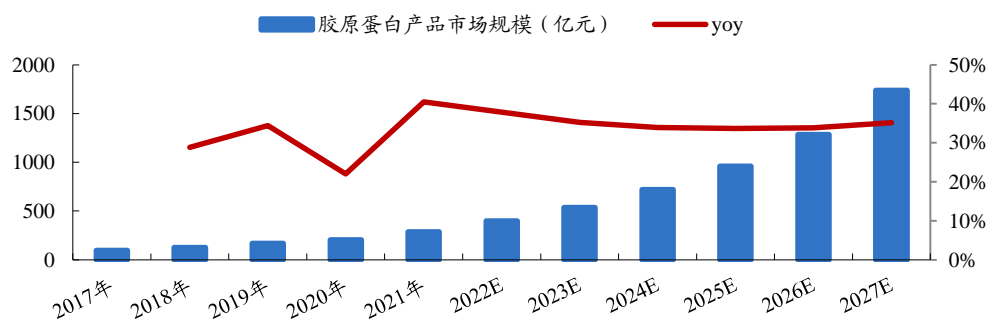
领域	产品	功效
医药领域	创面敷料	胶原作为创面敷料具有黏附性好、适于肉芽组织和上皮细胞形成、减小伤口挛缩和抗原反应、止血性能好、具备类似真皮的物理形态结构和可适度交联及被组织吸收等优点， 可用于烧伤、外力所致的伤口、腿部溃疡和褥疮等的治疗。
	止血材料	胶原止血剂在 治疗细胞组织器官如肝或脾的创伤止血方面效果明显 。这些组织一般缺乏纤维组织的支持，在出血、渗出、细胞表面的修复过程中，十分需要纤维蛋白构架维持稳定。
	药物载体	胶原 被用于抗生素药物的局部释放载体 。目前常用的胶原药物载体系统主要包括眼科用的胶原罩、烧伤和创伤科用的胶原海绵、用于基因释放的微球以及透皮释放的控制材料等。
美容领域	注射填充材料	胶原 注射到凹陷性皮肤缺损后可起支撑填充作用、消除较深的皱纹皱褶。
	功能性化妆品	胶原通过酪氨酸残基竞争与酪氨酸酶的活性中心结合，减少多巴的生成， 抑制黑色素的形成；
	功能性护肤品	通过整合铜离子，使酪氨酸酶失活， 减少黑色素的沉积，达到美白的作用。
食饮领域	人造肠衣	人造胶原肠衣具有 良好的透气性和透明度，可食用且有较好口感； 同时具有厚度均匀、拉伸强度高、稳定性强、氨基酸含量高优点， 在运输过程中节省空间、节约成本。

资料来源：《胶原蛋白行业市场规模及下游应用领域前景分析预测》、开源证券研究所

胶原蛋白产品市场规模高速增长，预计2026年规模突破千亿。2017-2021年中国胶原蛋白产品市场规模由97亿元高速上升至288亿元(CAGR=31.3%)。根据弗若斯特沙利文预测，2022E-2027E胶原蛋白市场规模复合增长率达34%，2026年市场规模有望突破千亿元，**胶原蛋白产品市场维持高增长主要系下游产品需求快速增长：**

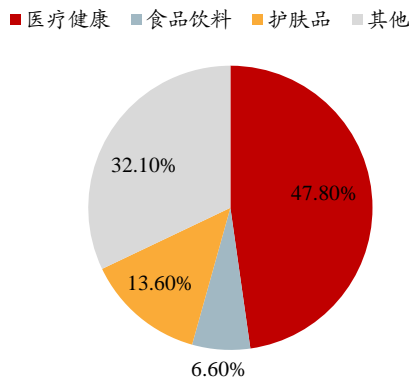
(1) 单从功能性敷料产品看，2021年中国功能性敷料市场规模约为259亿元，预计于2027年达到980亿元；

(2) 单从功能性护肤品看，2021年中国功效性护肤品市场中重组胶原蛋白规模约46亿元，预计于2027年提升至645亿元。

图45: 2017-2021年中国胶原蛋白产品市场规模高速上升


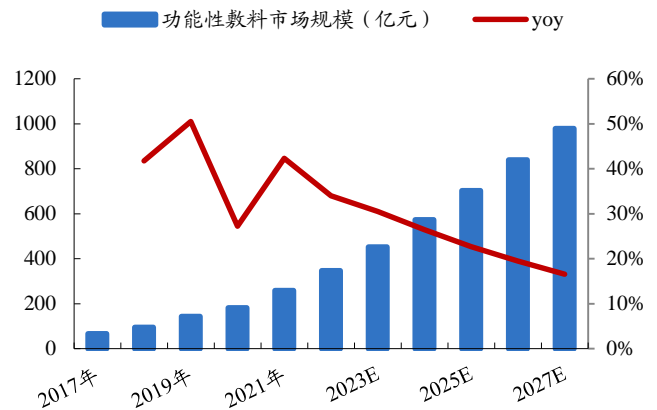
数据来源：巨子生物招股书、开源证券研究所

图46: 医疗健康是胶原蛋白产品的首位应用领域



数据来源: Grand View Research、开源证券研究所

图47: 2017-2021年中国功能性敷料市场规高速上升



数据来源: 巨子生物招股书、开源证券研究所

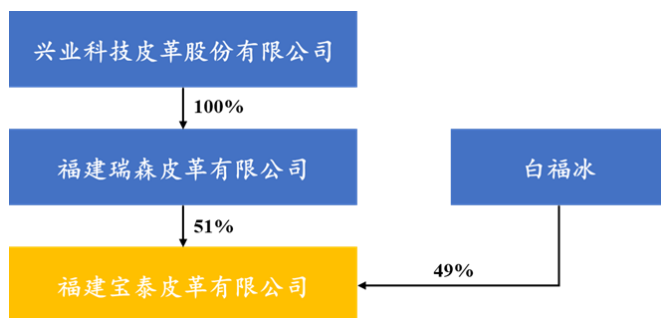
4.3、二层皮中提取胶原蛋白，新业务增长可期

合作投资福建宝泰，通过二层皮深加工提取胶原蛋白原料。从前公司销售收入来源于头层牛皮加工后的皮革产品。在发现二层牛皮可提取出胶原蛋白原料，且下游应用广泛、盈利水平可观后，公司投资福建宝泰皮革有限公司，经营二层皮深加工业务，进军胶原蛋白原料领域。合作模式上，公司以合资形式持有宝泰 51% 股份；白富兵先生持有剩余 49% 股份。

战略规划：目前宝泰计划开展狗咬胶半成品等业务，白富兵先生拥有多年二层皮深加工业务经验，业务资源丰富，未来宝泰业务有望涉及广泛应用于宠物、食品、化妆品、保健品等领域的胶原蛋白肽产业链。宝泰目前处于厂房建造阶段，车间仍需改造以申请认证符合食品生产要求，拟划分胶原蛋白原料（食品、医疗）/鞋面材料两块生产厂区。

宝泰竞争优势明显：材料质量上，公司重视产品安全、严格把控皮料中的金属含量，打消终端消费者对食品安全性的顾虑，致力解决下游客户痛点；**提取技术上，**公司通过烘干、破碎的方式让生牛皮易于运输，以此保留更多胶原蛋白含量，提高提取效率、降低材料成本。**研发上与高校紧密合作，业务放量可期。宝泰与高校合作开展二层皮研发计划：**(1) 评估产品性能，调研胶原蛋白原料下游市场竞争格局，挖掘更有发展前景的应用领域；(2) 开发二层灰皮，提高蛋白萃取含量。

图48: 公司持有福建宝泰 51% 股份



资料来源: 企查查、开源证券研究所

图49: 二层皮提取胶原蛋白可用于狗咬产品



资料来源: 公司公告

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

兴业科技深耕制革行业 30 年，围绕一张牛皮横纵拓宽产品品类，主业龙头地位稳固的同时汽车内饰和二层皮成长路径明确，我们预计公司业绩成长性强，主要有三个方面：

(1) 主业：兴业科技市场份额稳固，短期看 2022 年以来内需疲软导致销量下滑、牛皮价格下降、疫情导致泉州基地产能利用率下降，2022H1 业绩预告同比下滑 52.52% -61.16%，但考虑近期原材料价格趋平，内外销订单需求复苏（量）、行业库存高企下单价保持高位（价），预计全年收入持平。长期看，行业真皮需求有所提升下主业品类扩张至 3C 电子、家具用皮领域，并抓住 2021 年订单回流机会开拓外销市场优化客户结构，业绩有望成长。预计 2022-2024 年净利润 1.81/1.89/1.99 亿元，同比持平/4.2%/5.1%。

(2) 宏兴：我们预计 2022-2024 年收入 4.7/7.4/11.5 亿元，同比增长 57%/55% 同时考虑到兴业科技对其成本端改善较大（低采购成本/产线共用），预计宏兴净利率已从 2022Q1 的 4.1% 提升至目前 10% 左右，预计其 2022-2024 年净利率 10%/13%/15%，对应归母净利润为 0.5/0.9/1.7 亿元，兴业科技持股 56%，预计汽车内饰业务将为兴业科技增厚 0.3/0.5/1.0 亿元净利润。

价：全皮单车价值量 3000-6000 元，其中 SUV 全皮单车价值 5000-6000 元，小轿车全皮单车价值 3000-4000 元；

量：绑定高成长性新势力并积极开拓新客户，蔚来、理想、金康、合众、零跑、马自达、吉利，积极开拓比亚迪、广汽等新客户，受益客户放量；

产能快速爬坡，增长匹配订单增速：2021 年底月产能约为 250 万 SF，预计 2022Q4 月产能爬坡至 350 万 SF。

(3) 宝泰：我们预计 2022 年建厂基本完成，2023-2024 年贡献收入 3/4.5 亿元，考虑 2023-2024 年仍处于产能爬坡阶段预计 2023-2024 年净利率 6%/8%，兴业科技持股 51%，因此宝泰将为兴业科技增厚 0.09/0.18 亿元净利润。

费用率：公司控费能力较好，因此预测 2022-2024 年销售/管理/研发费用率基本维持在 1%/5%/3% 的水平。

综上，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 21.98/28.19/34.49 亿元，同比增长 27%/28%/23%，归母净利润分别为 2.1/2.5/3.1 亿元，同比增长 15%/21%/25%，EPS 分别为 0.7/0.9/1.1 元。

表11: 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.1/2.5/3.1 亿元, 同比增长 15%/21%/25%

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入 (亿元)		14.60	17.26	21.98	28.19	34.49
YOY		-8%	18%	27%	28%	22%
归母净利润(亿元)		1.16	1.81	2.08	2.51	3.14
YOY		-2%	57%	15%	21%	25%
毛利率		19%	24%	21%	22%	23%
净利率		8%	10.5%	9.5%	8.9%	9.1%
A.牛皮革	收入 (亿元)	14.14	16.80	16.82	17.33	18.03
	YOY	-9%	19%	0.1%	3%	4%
	销量 (万 SF)	9278.2	10527.2	10474.64	10684.1	11004.6
		3	8		4	6
	YOY	-1%	13%	-1%	2%	3%
	单价 (元)	15.24	15.96	16.06	16.22	16.38
	YOY	-7%	5%	1%	1%	1%
A.其他主营收入	收入 (亿元)	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46
	归母净利润 (亿元)	1.16	1.81	1.81	1.89	1.99
	YOY	-2%	57%	0.1%	4.2%	5.1%
	净利率	7.9%	10.5%	10.5%	10.6%	11%
B.汽车皮革内饰	收入 (亿元)			4.7	7.4	11.5
	YOY				57%	55%
	归母净利润 (亿元)			0.3	0.5	1.0
	净利率			10%	13%	15%
C.二层皮	收入 (亿元)				3	4.5
	YOY					50%
	归母净利润 (亿元)				0.09	0.18
	净利率				6%	8%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

5.2、相对估值

估值方面, 我们采用分部估值法, 针对主业制革和汽车内饰两个部分:

(1) 汽车: 主要选取相关的汽车内饰领域相关公司明新旭腾、新泉股份、安利股份、旷达科技的平均 PE25.66, 由于宏兴汽车皮革卡位汽车内饰赛道, 客户/产品竞争力强同时产能爬坡迅速, 因此可以享受一定估值溢价。(2) 主业: 参考可比上市公司百隆东方、新澳股份、华孚时尚、兄弟科技的平均估值 9.85, 同时考虑到公司制革行业内的龙头地位稳固并有望开发二层皮业务贡献新增长, 因此给予一定程度的估值溢价。

截至 2022/7/26, 当前股价对应 2022PE 为 15.1, 存在估值提升空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表12: 截至 2022/7/26 兴业科技 PE 为 15.1X, 存在估值提升空间

	2022/7/26	市值(截至 7.26)	2021	2022	2023	2024	2022PE
605068.SH	明新旭腾	48.15	1.63	1.81	2.66	3.51	26.60
603179.SH	新泉股份	165.93	2.84	4.80	6.78	8.78	34.60
300218.SZ	安利股份	26.99	1.32	2.69	2.57	3.24	10.04
002516.SZ	旷达科技	83.25	1.89	2.65	2.86		31.41
	平均		1.92	3.04	3.77	5.24	25.66
601339.SH	百隆东方	79.65	13.71	13.25	13.86	15.28	6.01
603889.SH	新澳股份	31.57	2.98	3.87	4.81	5.72	8.15
002042.SZ	华孚时尚	62.59	5.70	6.12	6.92	7.78	10.23
002562.SZ	兄弟科技	68.66	0.28	4.57	6.15	6.97	15.02
	平均		5.67	6.95	7.94	8.94	9.85
002674.SZ	兴业科技	31.52	1.81	2.08	2.55	3.17	15.1

数据来源: Wind、开源证券研究所, 兴业科技、明新旭腾盈利预测来源于开源证券研究所, 其他均为 Wind 一致盈利预测

6、风险提示

原材料价格波动, 收购标的业绩及产能不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2326	2512	2701	3268	3760
现金	1302	823	1048	1345	1645
应收票据及应收账款	243	229	0	0	0
其他应收款	2	2	3	3	4
预付账款	26	46	45	72	72
存货	511	731	924	1168	1359
其他流动资产	242	681	681	681	681
非流动资产	763	795	911	1060	1196
长期投资	101	106	120	133	146
固定资产	482	480	580	713	832
无形资产	55	52	52	53	54
其他非流动资产	125	157	159	162	165
资产总计	3089	3307	3612	4328	4957
流动负债	911	632	868	1491	1950
短期借款	580	210	660	1273	1729
应付票据及应付账款	220	274	0	0	0
其他流动负债	111	148	208	219	222
非流动负债	36	349	298	249	198
长期借款	0	300	248	199	148
其他非流动负债	36	50	50	50	50
负债合计	947	981	1166	1740	2148
少数股东权益	10	26	26	25	25
股本	292	292	292	292	292
资本公积	1267	1267	1267	1267	1267
留存收益	531	712	780	934	1087
归属母公司股东权益	2133	2300	2421	2563	2784
负债和股东权益	3089	3307	3612	4328	4957

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	179	135	12	71	243
净利润	115	181	208	251	314
折旧摊销	58	59	54	70	90
财务费用	-2	11	10	33	55
投资损失	-28	-18	-21	-20	-22
营运资金变动	-18	-168	-239	-263	-193
其他经营现金流	54	69	0	-0	-1
投资活动现金流	-81	-558	-149	-200	-203
资本支出	40	76	156	207	212
长期投资	-63	-497	-14	-13	-13
其他投资现金流	21	15	21	20	23
筹资活动现金流	-81	-75	-89	-188	-195
短期借款	210	-370	450	612	456
长期借款	0	300	-52	-49	-51
普通股增加	-10	0	0	0	0
资本公积增加	-91	0	0	0	0
其他筹资现金流	-190	-5	-487	-751	-600
现金净增加额	17	-501	-225	-316	-156

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1460	1726	2198	2819	3449
营业成本	1185	1305	1739	2198	2655
营业税金及附加	11	13	16	21	25
营业费用	15	19	24	31	38
管理费用	67	79	100	128	156
研发费用	42	50	64	80	98
财务费用	-2	11	10	33	55
资产减值损失	-32	-59	-29	-58	-82
其他收益	5	11	10	8	8
公允价值变动收益	0	3	1	1	1
投资净收益	28	18	21	20	22
资产处置收益	-1	-1	-1	-1	-1
营业利润	139	220	246	297	370
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	6	10	6	7	8
利润总额	133	210	240	290	363
所得税	18	29	32	39	49
净利润	115	181	208	251	314
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-1
归属母公司净利润	116	181	208	251	314
EBITDA	188	277	304	393	507
EPS(元)	0.40	0.62	0.71	0.86	1.08

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-8.0	18.2	27.3	28.2	22.3
营业利润(%)	2.2	58.1	11.8	20.8	24.6
归属于母公司净利润(%)	-2.1	56.9	14.9	20.5	25.1
获利能力					
毛利率(%)	18.8	24.4	20.9	22.0	23.0
净利率(%)	7.9	10.5	9.5	8.9	9.1
ROE(%)	5.4	7.8	8.5	9.7	11.2
ROIC(%)	8.9	14.2	13.0	13.5	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	30.6	29.7	32.3	40.2	43.3
净负债比率(%)	-32.8	-12.3	-2.2	8.4	11.6
流动比率	2.6	4.0	3.1	2.2	1.9
速动比率	1.9	2.6	1.9	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	6.5	7.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.6	7.3	21.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.62	0.71	0.86	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.46	0.04	0.24	0.83
每股净资产(最新摊薄)	7.31	7.88	8.29	8.78	9.54
估值比率					
P/E	27.3	17.4	15.1	12.6	10.0
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.8	8.5	8.5	7.2	5.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn