

相关研究

《皮革产业深耕细作，新能源车助力腾飞》2022.07

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

短期疫情影响业绩，汽车内饰有望助力拐点

2022年8月23日

事件: 公司 2022H1 实现收入 7.41 亿元、同降 7.84%，实现归母净利 0.51 亿元、同降 55.64%，扣非净利 0.40 亿元、同降 62.85%，EPS 为 0.18 元。2022Q2 公司实现收入 4.81 亿元、同降 8.89%，实现归母净利、扣非归母净利 0.48 亿元、0.42 亿元，同增 -50.44%、-52.74%。2022 年 3-4 月受多地疫情扩散等影响，公司下游客户订单同比减少，收入同比下滑，利润端受毛利率下滑、资产减值损失增加等影响降幅较大。

点评:

- **疫情影响皮革收入表现，收购宏兴皮革拓展汽车内饰市场。**2022H1 公司鞋包带用皮革、二层皮胶原产品原料、其他用皮革、其他业务实现收入为 6.53 亿元、1057.96 万元、1348.28 万元、1964.50 万元，同增 -13.53%、-11.01%、-14.93%、-3.64%，主要由于疫情影响，汽车内饰用皮革实现收入 4360.62 万元，2022 年 6 月公司收购宏兴皮革 56% 股权，进入汽车内饰皮革领域。分区域来看，2022H1 公司国内、出口实现收入 6.15 亿元、1.26 亿元，同增 -10.67%、9.08%，公司出口业务持续拓展优质品牌客户，收入保持增长。
- **毛利率同比下降，费用率下降，经营现金流净额同比减少。**1) 2022H1 公司毛利率同降 9.76PCT 至 16.16%，主要由于新冠疫情反复导致公司产能利用率下降，2022Q2 毛利率为 18.17%，环比增加 5.76PCT，盈利能力有所改善。2) 2022H1 公司销售、管理、研发、财务费用率为 1.11%、4.12%、2.65%、-0.31%，同增 0.01PCT、-0.74PCT、-0.16PCT、-0.68PCT，费用率基本保持稳定，汇兑收益增加导致财务费用率下降较大。3) 2022H1 公司经营现金流净额为 2192.54 万元、同降 77.69%，主要由于收到货款同比减少。
- **疫情影响逐步修复，宏兴皮革积极拓展新能源汽车客户。**展望下半年，国内疫情控制后消费逐步修复，公司积极拓展国内外品牌客户，鞋包皮革业务收入增速有望改善。宏兴皮革主要客户为蔚来、理想、问界、哪吒等头部新能源汽车品牌，行业内较早布局新能源汽车赛道，具有先发优势，2021 年实现收入 1.28 亿元、净利润 756.38 万元。宏兴皮革借助公司产能、研发等优势推动新能源汽车订单快速放量，并表后下半年预计将推动公司收入快速增长。
- **盈利预测与投资建议:** 我们维持公司 2022-2024 年 EPS 预测为 0.65/0.86/0.97 元，目前股价对应 22 年 19.88 倍 PE。我们看好下半年公司新能源汽车订单放量、迎来业绩拐点，未来新能源汽车皮革、胶原蛋白业务成长空间大，维持“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、新能源汽车订单低于预期风险等。

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	283
增长率 YoY%	-2.1%	56.9%	5.0%	31.7%	12.9%
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%	9.4%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.62	0.65	0.86	0.97
市盈率 P/E(倍)	32.30	18.08	19.88	15.09	13.36
市净率 P/B(倍)	1.73	1.42	1.52	1.38	1.25

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 8 月 22 日收盘价

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	3,356	
货币资金	1,302	823	834	833	827	
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	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	4,164	
流动负债	911	632	694	855	748	
短期借款	580	210	200	200	0	
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	1,097	
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	3,024	
负债和股东权益	3,089	3,307	3,575	3,989	4,164	

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	283	
同比 (%)	-2.1%	56.9%	5.0%	31.7%	12.9%	
毛利率 (%)	18.8%	24.4%	20.1%	20.3%	20.7%	
ROE%	5.4%	7.9%	7.6%	9.1%	9.4%	
EPS (摊薄)(元)	0.39	0.62	0.65	0.86	0.97	
P/E	32.30	18.08	19.88	15.09	13.36	
P/B	1.73	1.42	1.52	1.38	1.25	
EV/EBITDA	17.67	10.98	11.68	9.31	7.97	

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	16	
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	333	
营业外收支	-6	-10	0	0	0	
利润总额	133	210	241	298	333	
所得税	18	29	36	45	50	
净利润	115	181	205	253	283	
少数股东损益	0	0	14	3	0	
归属母公司净利润	116	181	190	251	283	
EBITDA	168	270	295	371	409	
EPS (当年)(元)	0.39	0.62	0.65	0.86	0.97	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	179	135	105	70	241	
净利润	115	181	205	253	283	
折旧摊销	58	60	55	57	60	
财务费用	18	26	34	34	29	
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	-229	
吸收投资	3	19	0	0	0	
借款	701	624	-10	0	-200	
支付利息或股息	-196	-23	-34	-34	-29	
现金流净增加额	17	-501	11	-2	-6	

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，四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	hanqiyue@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	jjali@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

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。