

## 兴业科技 (002674.SZ)

## 原材料价格下降致业绩如期反转，汽车皮革快速增长

2022年10月25日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

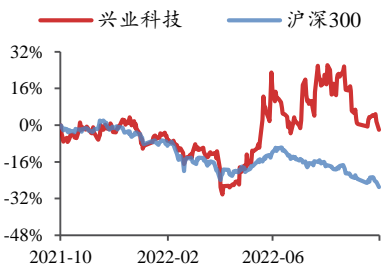
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/10/24
当前股价(元)	10.73
一年最高最低(元)	14.20/7.60
总市值(亿元)	31.32
流通市值(亿元)	31.00
总股本(亿股)	2.92
流通股本(亿股)	2.89
近3个月换手率(%)	94.14

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《新能源汽车内饰用皮革业务加速成长，全年增长可期——公司信息更新报告》-2022.8.23

《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》-2022.7.28

### ● 业绩符合预期，主业经营稳健、汽车皮革快速增长，维持“买入”评级

2022Q3 公司主业经营稳健、汽车皮革业务快速增长，实现收入 6.599 亿元 (+52.84%)，归母净利润 0.803 亿元(+30.67%)，扣非净利润 0.77 亿元(+32.8%)。2022Q1-Q3 收入 14.01 亿元 (+13.37%)，净利润 1.32 亿元 (-25.71%)，我们预计主业产能利用率将随着秋冬用皮量提升而有所改善，同时原材料进口价格下降利好利润端修复，宏兴皮革在手订单充足、产能扩张及新客户持续推进中，我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 2.1/2.7/3.6 亿元，对应 EPS 为 0.7/0.9/1.2 亿元，当前股价对应 PE 为 15.0/11.8/8.8 倍，继续维持“买入”评级。

### ● 制革主业：2022Q3 经营稳健，原材料进口价格下降利好利润端修复

收入端：预计主业收入同比增长主要系秋冬旺季用皮量提升带动，同时持续发力 3C 电子包覆皮等新品类，公司供应的华为 Mate 50 保时捷设计版手机壳覆皮 9 月上市发售。成本端：自 2022 年 6 月开始，盐渍牛皮单月进口均价开始回落，6-8 月当月均价分别同比-14%/-29%，随着 2022Q4 主业的高价原材料库存继续消化，预计主业原材料结转成本将呈下降趋势，利好利润端修复。

### ● 汽车皮革：2022Q3 盈利能力稳定，新主机厂认证及产能扩张持续推进中

收入端：2022Q1-Q3 宏兴皮革收入 2.66 亿元 (+108.3%)，净利润 2069 万元 (+173.6%)，净利率提升 1.9pct 至 7.8%，预计 6 月并表后收入约 2 亿元，截至 2022Q3 预计理想/蔚来/问界收入占比 70% 左右，定点多款车型 2022H2 逐渐交付（蔚来 ET5/理想 L8/问界 M5 EV/哪吒 S/零跑 C01/自游家 NV 等），2023 年仍有改款及新车型储备。盈利端：预计 2022Q3 公司对宏兴皮革的持股比例以及汽车业务净利率保持稳定，效率提升、精细化管理下，长期净利率有望进一步提升。

### ● 公司 2022Q3 毛/净利率降幅较 2022H1 大幅缩窄，期间费用率同比下降 0.76pct

盈利端：2022Q3 毛利率为 23.67% (-2.86pct)，净利率为 12.18% (-2.07pct)，毛/净利率降幅较 2022H1 的 -9.76pct/-7.48pct 大幅收窄，期间费用率为 7.36% (-0.76pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比持平/-0.2pct/+0.34pct/-0.9pct。营运端：截至 2022Q3 应收账款 4.36 亿元 (+89.96%) 主要系宏兴皮革并表所致；存货为 8.91 亿元(+26.8%)，较 2022H1 库存水平+1%；经营性活动现金流净额为 0.48 亿元 (-34.35%) 主要系到贷款收入减少。

### ● 风险提示：宏兴产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动、市场竞争加剧。

### 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	3,499
YOY(%)	-8.0	18.2	27.3	28.2	24.1
归母净利润(百万元)	116	181	208	265	356
YOY(%)	-2.1	56.9	14.9	27.2	34.1
毛利率(%)	18.8	24.4	20.9	22.2	25.0
净利率(%)	7.9	10.5	9.5	9.4	10.1
ROE(%)	5.4	7.8	8.5	10.2	12.4
EPS(摊薄/元)	0.40	0.62	0.71	0.91	1.22
P/E(倍)	27.1	17.3	15.0	11.8	8.8
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

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2326	2512	2702	3262	3763
现金	1302	823	1048	1345	1669
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	74
存货	511	731	924	1162	1335
其他流动资产	242	681	681	681	681
<b>非流动资产</b>	763	795	911	1059	1209
长期投资	101	106	120	132	144
固定资产	482	480	580	713	846
无形资产	55	52	52	53	54
其他非流动资产	125	157	159	162	165
<b>资产总计</b>	3089	3307	3613	4322	4972
<b>流动负债</b>	911	632	868	1471	1908
短期借款	580	210	660	1252	1687
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
<b>非流动负债</b>	36	349	298	249	200
长期借款	0	300	248	199	150
其他非流动负债	36	50	50	50	50
<b>负债合计</b>	947	981	1166	1720	2108
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	943	1115
<b>归属母公司股东权益</b>	2133	2300	2421	2577	2839
<b>负债和股东权益</b>	3089	3307	3613	4322	4972

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	179	135	12	91	300
净利润	115	181	208	265	355
折旧摊销	58	59	54	70	90
财务费用	-2	11	10	32	52
投资损失	-28	-18	-21	-19	-21
营运资金变动	-18	-168	-238	-255	-173
其他经营现金流	54	69	-1	-2	-5
<b>投资活动现金流</b>	-81	-558	-149	-200	-219
资本支出	40	76	156	207	228
长期投资	-63	-497	-14	-12	-12
其他投资现金流	21	15	21	19	21
<b>筹资活动现金流</b>	-81	-75	-89	-187	-191
短期借款	210	-370	450	592	434
长期借款	0	300	-52	-49	-49
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	-730	-576
<b>现金净增加额</b>	17	-501	-225	-296	-110

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1460	1726	2198	2819	3499
营业成本	1185	1305	1739	2193	2625
营业税金及附加	11	13	16	21	25
营业费用	15	19	23	30	37
管理费用	67	79	100	126	155
研发费用	42	50	64	81	101
财务费用	-2	11	10	32	52
资产减值损失	-32	-59	-30	-48	-110
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	19	21
资产处置收益	-1	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	139	220	246	313	418
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	6	10	6	7	8
<b>利润总额</b>	133	210	240	306	411
所得税	18	29	32	42	56
<b>净利润</b>	115	181	208	265	355
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-1
<b>归属母公司净利润</b>	116	181	208	265	356
EBITDA	188	277	304	409	554
EPS(元)	0.40	0.62	0.71	0.91	1.22

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-8.0	18.2	27.3	28.2	24.1
营业利润(%)	2.2	58.1	11.9	27.4	33.5
归属于母公司净利润(%)	-2.1	56.9	14.9	27.2	34.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.8	24.4	20.9	22.2	25.0
净利率(%)	7.9	10.5	9.5	9.4	10.1
ROE(%)	5.4	7.8	8.5	10.2	12.4
ROIC(%)	8.9	14.2	13.0	14.2	16.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.6	29.7	32.3	39.8	42.4
净负债比率(%)	-32.8	-12.3	-2.2	7.6	9.2
流动比率	2.6	4.0	3.1	2.2	2.0
速动比率	1.9	2.6	1.9	1.3	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.62	0.71	0.91	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.46	0.04	0.31	1.03
每股净资产(最新摊薄)	7.31	7.88	8.29	8.83	9.73
<b>估值比率</b>					
P/E	27.1	17.3	15.0	11.8	8.8
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.7	8.4	8.4	6.8	5.2

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，属于商业秘密材料，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