

相关研究

《PU合成革龙头企业,引领行业转型升级》2022.4

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

Q3 收入恢复增长, 盈利能力持续改善

2023 年 11 月 05 日

事件: 2023 年前三季度公司实现收入 14.31 亿元、同降 4.97%, 实现归母净利润 0.42 亿元、同降 77.38%, 扣非净利 0.29 亿元、同增 45.94%, EPS 为 0.19 元。公司 2023Q3 实现收入 5.57 亿元、同增 7.50%, 实现归母净利润 0.41 亿元、同增 558.56%, 扣非净利 0.38 亿元、同增 1188.96%。公司 2023Q3 汽车内饰业务放量, 带动收入快速增长, 盈利能力显著改善, 经营情况明显好于去年同期, 2023 年以来业绩逐季度提高, 生产经营态势向好。

点评:

- **23 年前三季度下游需求偏弱, 销售表现环比有所改善。**在市场需求不振、国内外体育运动品牌去库存、房地产市场低迷的大环境下, 下游需求偏弱。2023 前三季度公司主营革产品销售收入同比下降 1.32%, 主要系销量同比下降 2.09%, 但降幅较半年度进一步收窄。其中 23Q3 公司主营革产品销量同比增长 12.16%, 收入同比增长 10.19%, 销售情况整体呈现上升趋势。
- **产品结构优化抬升毛利率, 越南项目运营初期拖累盈利水平。**1) 2023 年前三季度公司毛利率同增 2.91PCT 至 19.98%, 主要由于公司与品牌客户合作进一步加大, 产品结构优化, 高附加值产品比重加大。2) 2023Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率同增 1PCT、-0.24PCT、0.07PCT、0.44PCT 至 4.12%、4.47%、6.71%、0.91%, 各项费用率基本保持平稳。3) 2023 前三季度公司归母净利润同比大幅下降, 主要系一方面上年同期确认非经常性损益 1.59 亿元, 另一方面境外子公司安利越南投产初期员工、市场开发等投入较大, 2023 年前三季度亏损同比扩大 712.52%至 1557.61 万元。
- **转型升级成效初显, 核心技术空间广阔。**公司转型升级成效初显, 核心技术持续发力, 产销水平快速爬升, 2023 Q3 公司 TPU 产量创季度新高, 2023 年 9 月公司汽车内饰产品当月产量, 创公司成立以来月度新高。截至 23 年三季度公司新建汽车内饰材料生产专区已投入使用, 并将积极推进本部 3 条、安利越南 2 条生产线建设、设备轻量化改进以及柔性提升等设备技改升级。公司重点开拓汽车内饰新兴市场领域, 与较多新能源汽车品牌客户的开发合作, 扩大业务规模、提升市场份额。公司预计未来汽车内饰品类将呈现“低基数、较高增速”的发展态势, 形成较强增长动能。
- **盈利预测与投资建议:** 我们下调公司 2023-24 年归母净利润预测, 为 0.82/1.68 亿元 (原值为 2/2.44 亿元), 同增-43%/103.3%, 并增加 2025 年归母净利润预测为 2.65 亿元, 同增 58.4%, 目前股价对应 23 年 32.86 倍 PE。我们看好公司研发创新能力较强, 产品、客户结构不断升级, 汽车、电子等新兴领域拓展及产能释放推动业绩增长, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格上涨风险、产能扩建不及预期、下游需求不及

预期

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,046	1,953	2,050	2,578	3,156
同比 (%)	32.3%	-4.6%	5.0%	25.7%	22.4%
归属母公司净利润	132	145	82	168	265
同比 (%)	161.4%	9.7%	-43.0%	103.3%	58.4%
毛利率 (%)	22.9%	15.9%	19.6%	22.5%	24.4%
ROE (%)	11.7%	11.3%	6.3%	12.1%	17.3%
EPS (摊薄) (元)	0.61	0.67	0.38	0.77	1.22
P/E	28.46	14.87	32.86	16.16	10.21
P/B	3.33	1.70	2.07	1.95	1.77
EV/EBITDA	13.89	23.11	15.22	9.54	6.36

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 11 月 3 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,124	1,240	1,385	1,679	2,100
货币资金	294	428	552	659	876
应收票据	0	0	2	2	3
应收账款	214	209	215	270	330
预付账款	4	4	3	4	5
存货	472	379	453	549	655
其他	139	220	162	195	232
非流动资产	1,079	1,051	993	951	869
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产 (合计)	881	968	897	839	769
无形资产	45	43	43	43	43
其他	153	40	53	68	57
资产总计	2,203	2,291	2,378	2,629	2,969
流动负债	775	795	846	1,010	1,190
短期借款	180	168	200	248	300
应付票据	0	0	10	12	15
应付账款	374	423	382	463	553
其他	221	204	254	287	323
非流动负债	173	71	71	71	71
长期借款	100	0	0	0	0
其他	73	71	71	71	71
负债合计	948	866	917	1,081	1,262
少数股东权益	128	147	152	160	174
归属母公司股东权益	1,127	1,277	1,310	1,387	1,533
负债和股东权益	2,203	2,291	2,378	2,629	2,969

重要财务指标		单位: 百万元			
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,046	1,953	2,050	2,578	3,156
同比 (%)	32.3%	-4.6%	5.0%	25.7%	22.4%
归属母公司净利润	132	145	82	168	265
同比 (%)	161.4%	9.7%	-43.0%	103.3%	58.4%
毛利率 (%)	22.9%	15.9%	19.6%	22.5%	24.4%
ROE (%)	11.7%	11.3%	6.3%	12.1%	17.3%
EPS (摊薄) (元)	0.61	0.67	0.38	0.77	1.22
P/E	28.46	14.87	32.86	16.16	10.21
P/B	3.33	1.70	2.07	1.95	1.77
EV/EBITDA	13.89	23.11	15.22	9.54	6.36

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,046	1,953	2,050	2,578	3,156
营业成本	1,578	1,643	1,647	1,998	2,384
营业税金及附加	16	16	19	24	30
销售费用	69	72	74	93	114
管理费用	83	104	107	134	158
研发费用	128	130	139	178	221
财务费用	25	10	-6	-5	-7
减值损失合计	-12	-14	0	0	0
投资净收益	5	-1	4	5	6
其他	7	199	16	21	25
营业利润	146	162	90	182	288
营业外收支	-6	-6	1	2	4
利润总额	140	156	90	184	291
所得税	6	0	4	8	12
净利润	135	156	87	176	279
少数股东损益	3	11	4	9	14
归属母公司净利润	132	145	82	168	265
EBITDA	274	87	161	251	351
EPS (当年) (元)	0.61	0.67	0.38	0.77	1.22

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	137	216	179	203	299
净利润	135	156	87	176	279
折旧摊销	104	102	98	101	102
财务费用	22	9	3	3	4
投资损失	-5	1	-4	-5	-6
营运资金变动	-153	107	-3	-70	-76
其它	34	-158	-1	-2	-4
投资活动现金流	-84	10	-35	-51	-10
资本支出	-91	9	-39	-56	-16
长期投资	0	0	0	0	0
其他	7	0	4	5	6
筹资活动现金流	-149	-101	-21	-45	-72
吸收投资	15	6	0	0	0
借款	340	170	32	48	52
支付利息或股息	-47	-64	-53	-93	-124
现金净增加额	-97	137	123	107	217

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，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。

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。