

汽车内饰业务动能持续，盈利能力有所提升

2023 年 11 月 5 日

事件：公司发布 2023 年三季报，2023 年前三季度公司实现收入 19.41 亿元，同增 38.56%，实现归母净利润 1.74 亿元，同增 31.74%，扣非净利润 1.56 亿元，同增 33.31%，EPS 为 0.59 元。23Q3 公司实现收入 7.44 亿元，同增 12.82%，实现归母净利润 0.81 亿元，同增 0.47%，实现扣非净利润 0.74 亿元，同增-4.39%，宏兴皮革客户持续放量，23Q3 公司净利率为 13.31%，环比提升 3.24PCT，规模效应驱动盈利增长。

点评：

- **收入端，2023 年前三季度公司鞋包带用皮革收入呈低速增长，主要系终端消费疲软。汽车内饰皮革方面，汽车销售进入旺季，受新能源汽车销量快速增长驱动，2023 年前三季度宏兴皮革收入快速增长。宝泰皮革方面，伴随产能投放、生产效率提升，2023 年前三季度宝泰皮革收入贡献较大。**
- **利润端，1) 2023 年前三季度公司整体毛利率为 21.58%，同增 1.88PCT。其中汽车皮革内饰、宝泰皮革毛利率持续爬坡。2) 2023 年前三季度公司销售、管理、研发、财务同增 0.01PCT、-0.38PCT、-0.13PCT、0.37PCT 至 1.08%、3.40%、2.37%、0.52%，收入规模快速扩张，各项期间费用率维持稳定。3) 2023 年前三季度公司经营活动现金流净额为 555.99 万元同降 88.50%，主要系支付职工薪酬增加所致。**
- **主业、汽车皮革业务优势协同，持续提升市场份额。**传统主业方面，2023 年前三季度终端需求放缓，公司拥有多年鞋包带用皮革研发生产经验，持续拓展海外市场，有望带动主业快速增长。汽车皮革方面，公司具有全产业链生产、加工能力，一方面公司持续加深与老客户合作，产品放量驱动订单增长，另一方面基于多年来优质客户合作背书，公司持续与主机厂新客户开展合作，有望持续提升汽车内饰皮革市场份额。
- **盈利预测与投资建议：**我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测为 2.32/2.94/3.54 亿元（原值为 2.32/2.93/3.63 亿元），目前股价对应 23 年 15.10 倍 PE。我们看好公司新能源汽车订单放量，胶原蛋白业务成长空间大，维持“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格大幅波动、劳动力成本上升。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,726	1,988	2,689	3,125	3,557
增长率 YoY %	18.2%	15.1%	35.3%	16.2%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	181	151	232	294	354
增长率 YoY%	56.9%	-17.0%	54.3%	26.5%	20.6%
毛利率%	24.4%	19.5%	21.2%	22.7%	24.0%
净资产收益率 ROE%	7.9%	6.4%	9.0%	10.2%	11.0%
EPS(摊薄)(元)	0.62	0.52	0.80	1.01	1.21
市盈率 P/E(倍)	18.08	20.95	15.10	11.94	9.90
市净率 P/B(倍)	1.42	1.34	1.36	1.22	1.09

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	利润表					单位:百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,512	2,797	2,772	3,021	3,053	营业总收入	1,726	1,988	2,689	3,125	3,557
货币资金	823	823	756	815	688	营业成本	1,305	1,600	2,120	2,415	2,702
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及 附加	13	13	19	22	25
应收账款	229	412	368	428	487	销售费用	19	22	32	41	53
预付账款	46	89	81	92	103	管理费用	79	82	113	141	178
存货	731	1,016	1,102	1,207	1,282	研发费用	50	55	75	94	107
其他	682	457	465	479	492	财务费用	11	10	12	25	30
非流动资产	795	990	1,380	1,635	1,809	减值损失合 计	-59	-29	-60	-50	-50
长期股权投资	106	115	205	265	315	投资净收益	18	17	32	47	60
固定资产	480	529	746	858	914	其他	11	5	35	31	36
无形资产	52	51	119	187	255	营业利润	220	200	325	417	508
其他	157	296	311	326	326	营业外收支	-10	-4	0	0	0
资产总计	3,307	3,787	4,152	4,656	4,862	利润总额	210	196	325	417	508
流动负债	632	1,180	1,268	1,418	1,191	所得税	29	28	49	62	76
短期借款	210	317	328	396	89	净利润	181	168	277	354	432
应付票据	115	24	174	199	222	少数股东损 益	0	17	44	60	78
应付账款	159	296	261	298	333	归属母公司	181	151	232	294	354
其他	148	543	505	526	547	EBITDA	270	266	378	471	556
非流动负债	349	129	129	129	129	EPS (当	0.62	0.52	0.80	1.01	1.21
长期借款	300	75	75	75	75						
其他	50	54	54	54	54						
负债合计	981	1,309	1,397	1,547	1,320						
少数股东权 益	26	128	172	232	310						
归属母公司	2,300	2,350	2,583	2,877	3,231						
负债和股东 权益	3,307	3,787	4,152	4,656	4,862						
重要财务指 标					单位:百 万元	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	135	-111	387	314	407
营业收入	1,726	1,988	2,689	3,125	3,557	净利润	181	168	277	354	432
同比	18.2%	15.1%	35.3%	16.2%	13.8%	折旧摊销	60	62	85	91	96
归属母公司 净利润	181	151	232	294	354	财务费用	26	20	22	24	18
同比	56.9%	-17.0%	54.3%	26.5%	20.6%	投资损失	-18	-17	-32	-47	-60
毛利率 (%)	24.4%	19.5%	21.2%	22.7%	24.0%	营运资金变 动	-168	-400	-25	-158	-129
ROE%	7.9%	6.4%	9.0%	10.2%	11.0%	其它	55	57	60	50	50
EPS (摊 薄)(元)	0.62	0.52	0.80	1.01	1.21	投资活动现 金流	-558	18	-443	-298	-210
P/E	18.08	20.95	15.10	11.94	9.90	资本支出	-75	-163	-385	-285	-220
P/B	1.42	1.34	1.36	1.22	1.09	长期投资	-497	166	-90	-60	-50
EV/EBITDA	10.98	11.41	9.17	7.37	5.92	其他	14	15	32	47	60
						筹资活动现 金流	-75	104	-11	44	-324
						吸收投资	19	38	0	0	0
						借款	624	463	11	68	-306
						支付利息或 股利	-23	-110	-22	-24	-18
						现金流净增 加额	-501	15	-67	59	-127

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； 增持： 股价相对强于基准5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。