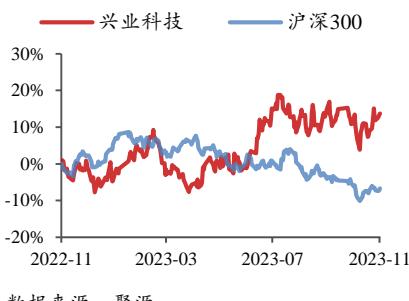


兴业科技 (002674.SZ)**Q3 汽车内饰皮革量价齐升，新定点奠定 2024 年增长信心**

2023 年 11 月 15 日

——公司信息更新报告**投资评级：买入（维持）**

日期	2023/11/15
当前股价(元)	12.54
一年最高最低(元)	13.24/10.39
总市值(亿元)	36.60
流通市值(亿元)	36.22
总股本(亿股)	2.92
流通股本(亿股)	2.89
近 3 个月换手率(%)	49.57

股价走势图**相关研究报告**

《2023H1 业绩靓丽，主业改善&汽车内饰用皮革高增—公司信息更新报告》 -2023.8.29

《2023H1 业绩预告高增，核心业务盈利能力提升—公司信息更新报告》 -2023.7.14

《第二曲线快速放量，股权激励彰显信心—公司信息更新报告》 -2023.4.28

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

张霜凝（联系人）

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790122070037

● 2023Q3 汽车内饰用皮革量价齐升并获新定点，维持“买入”评级

2023Q3 收入 7.44 亿元 (+12.8%)，归母净利润 0.81 亿元 (+0.5%)，2023Q1-Q3 收入 19.41 亿元 (+38.6%)，归母净利润 1.74 亿元 (+31.7%)。我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 2.2/2.9/3.5 亿元，对应 EPS 为 0.8/1.0/1.2 亿元，当前股价对应 PE 为 16.3/12.5/10.4 倍，看好主业内需改善及国际客户拓展&汽车内饰高速发展&宝泰规模提升及盈利改善，维持“买入”评级。

● 主业下滑系内需疲软，宏兴规模及盈利能力双升，宝泰盈利能力环比改善

(1) 鞋包带用皮革短期受内需疲软影响：预计 2023Q3 收入 3.85 亿元 (-11%)，主要系下游客户因消费疲软减少采购量，销量同比-17%，毛利率预计为 21%。(2) 汽车内饰用皮革量价齐升下，规模及利润双增：预计 2023Q3 收入 1.7 亿元 (+33%)，其中 ASP+20%以上，主要系 Q3 进入旺季以及定点车型销量明显增长，净利润 3400 万 (+213%)，毛利率 34% (+12pct) / 净利率 20% (+11pct)，盈利能力好于预期。(3) 宝泰盈利能力环比改善：预计 2023Q3 收入 1.37 亿元，环比+6%，净利润 1380 万，环比+260%，毛利率 15.5%，环比+4.3pct。

● 2023Q3 盈利能力提升，汽车内饰用皮革净利率超全年预期水平

(1) 盈利能力：2023Q3 毛利率 23.7%，同比基本持平，期间费用率 6.9% (-0.5pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.2/-0.2/+0.1/-0.5pct，净利率 10.8% (-1.3pct)。(2) 营运端：2023Q1-Q3 经营性现金流净额 0.06 亿元 (2022Q1-Q3 为 0.48 亿元)，下降主要系支付的职工薪酬增加。截止 2023Q3，存货规模为 12.18 亿元 (+36.7%)，前三季度存货周转天数 198 天 (+4 天)。

● 预计国内旺季及外销开拓促主业复苏&汽车皮革较快增长&宝泰盈利改善

(1) 鞋包带用皮革：Q4 迎来国内消费旺季，下游客户存在补订单需求，预计 Q4 业绩好转，同时 2023 年加大开拓海外品牌，为 2024 年提供增量，供给端预计印尼工厂 2024H2 陆续投产。(2) 汽车内饰用皮革：预计 Q4 理想每月交付量突破 4 万台，并开始交付奇瑞旗下星纪元轿车，预计 Q4 延续 Q3 高增长势头。预计 2024 年改款及新定点支撑较快增长，蔚来改款真皮选配变标配、问界 M5 改款升级，以及新定点理想 L6、奇瑞交付星纪元 SUV 车型。(3) 宝泰：随胶原蛋白和二层皮拓展，预计 2024 年规模及盈利能力进一步提升。

● 风险提示：新客户及新品类拓展、盈利能力提升不及预期。**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,726	1,988	2,660	3,203	3,769
YOY(%)	18.2	15.1	33.8	20.4	17.7
归母净利润(百万元)	181	151	224	292	353
YOY(%)	56.9	-17.0	48.8	30.2	20.9
毛利率(%)	24.4	19.5	22.0	22.6	23.0
净利率(%)	10.5	7.6	8.4	9.1	9.4
ROE(%)	7.8	6.8	10.2	13.3	14.7
EPS(摊薄/元)	0.62	0.52	0.77	1.00	1.21
P/E(倍)	20.2	24.3	16.3	12.5	10.4
P/B(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2512	2797	3038	4207	4447	营业收入	1726	1988	2660	3203	3769
现金	823	823	1171	1490	1838	营业成本	1305	1600	2074	2479	2903
应收票据及应收账款	229	412	387	566	589	营业税金及附加	13	13	15	18	21
其他应收款	2	6	1	8	3	营业费用	19	22	31	34	38
预付账款	46	89	44	119	89	管理费用	79	82	101	109	117
存货	731	1016	977	1496	1448	研发费用	50	55	71	80	90
其他流动资产	681	451	458	530	479	财务费用	11	10	9	30	32
非流动资产	795	990	1082	1198	1304	资产减值损失	-59	-29	-80	-48	-60
长期投资	106	115	125	135	146	其他收益	11	27	24	19	19
固定资产	480	529	674	768	851	公允价值变动收益	3	-12	-10	3	4
无形资产	52	51	47	44	41	投资净收益	18	17	17	20	23
其他非流动资产	157	296	236	251	267	资产处置收益	-1	-0	0	0	0
资产总计	3307	3787	4121	5405	5751	营业利润	220	200	311	448	553
流动负债	632	1180	1411	2439	2459	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	210	317	797	1638	1683	营业外支出	10	4	-1	-1	-1
应付票据及应付账款	274	320	432	486	582	利润总额	210	196	312	449	554
其他流动负债	148	543	182	315	193	所得税	29	28	48	70	86
非流动负债	349	129	113	108	96	净利润	181	168	264	379	468
长期借款	300	75	67	57	46	少数股东损益	-0	17	40	88	116
其他非流动负债	50	54	47	50	50	归属母公司净利润	181	151	224	292	353
负债合计	981	1309	1525	2546	2555	EBITDA	277	255	381	565	704
少数股东权益	26	128	168	255	371	EPS(元)	0.62	0.52	0.77	1.00	1.21
股本	292	292	292	292	292						
资本公积	1267	1267	1267	1267	1267	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	712	775	847	905	1005	成长能力					
归属母公司股东权益	2300	2350	2429	2604	2825	营业收入(%)	18.2	15.1	33.8	20.4	17.7
负债和股东权益	3307	3787	4121	5405	5751	营业利润(%)	58.1	-9.1	55.7	44.0	23.5
						归属于母公司净利润(%)	56.9	-17.0	48.8	30.2	20.9
						获利能力					
						毛利率(%)	24.4	19.5	22.0	22.6	23.0
						净利率(%)	10.5	7.6	8.4	9.1	9.4
						ROE(%)	7.8	6.8	10.2	13.3	14.7
						ROIC(%)	6.6	5.4	8.1	9.4	11.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	29.7	34.6	37.0	47.1	44.4
						净负债比率(%)	-12.3	-4.0	-10.3	8.7	-2.0
						流动比率	4.0	2.4	2.2	1.7	1.8
						速动比率	2.5	1.3	1.3	1.0	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	7.3	6.2	6.7	6.7	6.5
						应付账款周转率	5.3	5.4	5.5	5.4	5.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.62	0.52	0.77	1.00	1.21
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	-0.38	1.70	-0.41	2.04
						每股净资产(最新摊薄)	7.88	8.05	8.32	8.92	9.68
						估值比率					
						P/E	20.2	24.3	16.3	12.5	10.4
						P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
						EV/EBITDA	10.3	13.3	8.6	6.7	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

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形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9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