

兴业科技 (002674.SZ)

2024年04月25日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/4/24
当前股价(元)	12.22
一年最高最低(元)	13.75/8.40
总市值(亿元)	35.67
流通市值(亿元)	35.30
总股本(亿股)	2.92
流通股本(亿股)	2.89
近3个月换手率(%)	54.85

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《Q3 汽车内饰皮革量价齐升, 新定点奠定2024年增长信心—公司信息更新报告》-2023.11.15

《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

第二曲线快速增长且盈利亮眼, 延续高分红比例

—公司信息更新报告

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

● 第二曲线快速增长且盈利亮眼, 延续高分红比例, 维持“买入”评级

2023 年收入/归母净利润为 27/1.86 亿元, yoy+35.81%/+23.74%, 2024Q1 收入/归母净利润为 5.97/0.35 亿元, yoy+28.6%/+22.0%, 2023 年拟派现金分红比例 94%。考虑股权激励费用, 我们下调 2024-2025 并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 2.7/3.4/4.0 亿元 (原为 2.9/3.5 亿元), 对应 EPS 为 0.9/1.2/1.4 亿元, 当前股价对应 PE 为 13.2/10.5/9.0 倍, 公司坚定一站式牛皮革材料供应商战略, 主业受益于内需复苏及外销开拓&汽车内饰新车型及改款支撑高速发展&宝泰收入保持增长势头, 股权激励目标彰显信心, 维持“买入”评级。

● 主业: 深耕国内市场, 加大投入印尼产能抢占产业链配套先机

2023 年牛皮革销售增长+31.6%, 量+14.3%/价+15.2%。母公司 2023 年收入 14.57 亿元 (+5.6%), 毛利率 20.4% (+0.6pct), 净利润为 1.34 亿元 (-10.8%), 净利率 9.2%。2024Q1 收入 2.97 亿元 (+10.34%), 净利润 0.2 亿元 (-22.5%), 毛利率 18.65% (+0.41pct), 主业深耕国内市场的同时扩产海外市场: (1) 其他领域用皮革逐渐放量: 2023 年收入 0.7 亿元 (+133.15%), 占比 2.6%, 占比 +1.09pct, 毛利率明显提升至 18% (+10.9pct)。 (2) 拓展印尼产能进行全球化布局: 2023 年进入 VF、COLEHAAN 供应链, 2024Q1 进入阿迪达斯供应链, 2023 年主业外销业务占比双位数, 预计 2024 年主业外销增长快于内销。

● 汽车内饰皮革业绩靓丽, 盈利能力好于预期, 宝泰增长势头预计延续

宏兴/宝泰 2023 年收入 6.06/4.89 亿元 (+48.7%/+125%), 净利润 0.988/0.13 亿元 (+192%/+69%), 净利率为 16.3%/2.7%。2024Q1 收入 1.53/1.35 亿元, 同比 +38.8%/+98.5%, 净利润 2469/24.06 万元, 同比 +60%/+106%。 (1) 宏兴盈利大幅提升主要系毛利率提升、降本增效及税率下致, 预计 2024 年在理想 L6 及改款车型带动下, 收入增长 30%+至 8-9 亿元。 (2) 宝泰预计 2024 年维持增长势头。

● 2023 年毛利率同比改善, 期间费用率提升主要系主业投入及股权激励费用

毛利率: 2023 年及 2024Q1 毛利率为 21.41% (+1.90pct)、20.24% (+2.48pct); 费用端: 2023 年及 2024Q1 期间费用率+0.5/+0.62pct, 2023 年提升主要系股权激励费用增加, 2024Q1 提升主要系主业差旅费增多及新品打样提升研发费用以及理财收入减少, 2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率+0.12/+0.33/-0.08/+0.24pct, 2023 年及 2024Q1 归母净利率为 6.9% (-0.67pct)、5.8% (-0.31pct)。营运能力: 2023 年经营活动现金流量净额 0.25 亿元 (+122.69%), 截至 2024Q1, 存货周转天数 237 天 (环比+45 天), 应收账款周转天数 65 天 (+8 天)。

● 风险提示: 汽车用革订单及产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,988	2,700	3,097	3,539	3,980
YOY(%)	15.1	35.8	14.7	14.3	12.5
归母净利润(百万元)	151	186	270	341	395
YOY(%)	-17.0	23.7	44.8	26.5	15.7
毛利率(%)	19.5	21.4	21.9	22.6	23.6
净利率(%)	7.6	6.9	8.7	9.6	9.9
ROE(%)	6.8	8.9	10.7	12.5	13.0
EPS(摊薄/元)	0.52	0.64	0.92	1.17	1.35
P/E(倍)	23.7	19.1	13.2	10.5	9.0
P/B(倍)	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 践行一站式牛皮革材料供应商战略，延续高分红比例.....	3
2、 2023 年汽车内饰盈利能力亮眼，股权激励费用影响费用率.....	4
3、 2023 年完成第二档股权激励，印尼工厂落地后外销有望扩容.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	6
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1： 2023 年收入为 27.00 亿元（+35.8%）.....	3
图 2： 2024Q1 收入 5.97 亿元，同比+28.6%.....	3
图 3： 2023 归母净利润 1.86 亿元（+23.74%）.....	3
图 4： 2023Q4/2024Q1 归母净利润 0.13/0.35 亿元，同比-32.3%/+22.0%.....	3
图 5： 2023 销售毛利率/归母净利率为 21.41%（+1.9pct）/6.9%（-0.67pct）.....	5
图 6： 2024Q1 销售毛利率/归母净利率为 20.24%（+2.48pct）/5.8%（-0.31pct）.....	5
图 7： 2023 期间费用率为 8.96%（+0.5pct）.....	5
图 8： 2024Q1 期间/销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.62/+0.12/+0.33/-0.08/+0.24pct.....	5
图 9： 2023 年存货规模为 12.49 亿元（+22.9%）.....	5
图 10： 2023 年公司应收账款 4.44 亿元（+7.78%）.....	5
表 1： 2023 汽车内饰用皮革收入 3.09 亿元，占比 15.52%，主业主要下游仍为鞋包袋用革，占比 78.51%.....	4
表 2： 公司层面业绩考核要求，彰显长期发展信心.....	6
表 3： 2023 年控股公司并表后总产能扩张.....	6

1、践行一站式牛皮革材料供应商战略，延续高分红比例

公司 2023 年收入为 27.00 亿元（同比+35.8%，下同），归母净利润 1.86 亿元（+23.74%），分季度看，2023Q1-2024Q1 实现营业收入 4.64/7.32/7.44/7.59/5.97 亿元，同比分别 +79.0%/+52.1%/+12.8%/+29.2%/+28.6%，实现归母净利润 0.28/0.64/0.81/0.13/0.35 亿元，同比分别+629.6%/+35.7%/+0.5%/-32.3%/+22.0%。

图1：2023 年收入为 27.00 亿元（+35.8%）

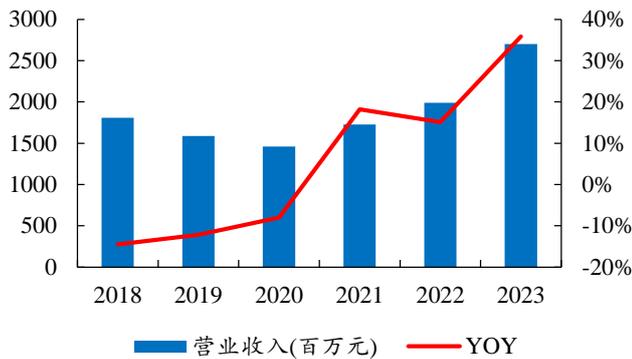
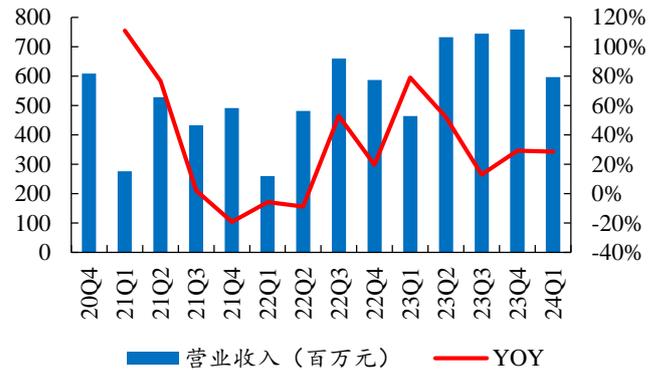


图2：2024Q1 收入 5.97 亿元，同比+28.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 归母净利润 1.86 亿元（+23.74%）

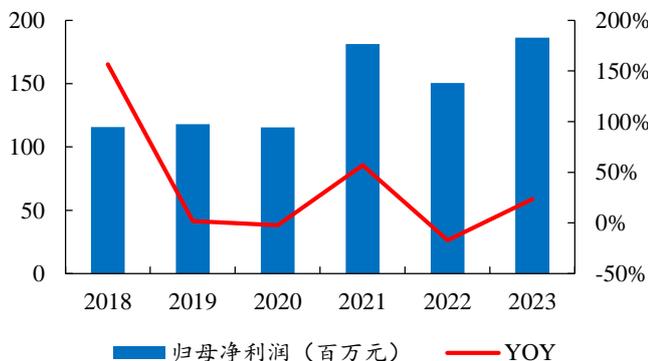


图4：2023Q4/2024Q1 归母净利润 0.13/0.35 亿元，同比-32.3%/+22.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

收入按下游应用拆分：

(1) 鞋包袋皮革：2023 年鞋包袋用皮革收入为 18.66 亿元，同比+19.6%，收入占比 69.13%。客户包括国内外知名品牌丽荣、森达、TIMBERLAND、COLEHAAN、POLO、ALDO、ROCKY、CLARKS、红蜻蜓、迪桑娜、菲安妮、利郎、万里马、际华集团、康奈、奥康、宝姿、千百度、雅氏等。

(2) 汽车用皮革：2023 年汽车内饰用皮革收入 5.99 亿元，同比+94.21%，收入占比 22.2%。控股宏兴汽车皮革目前供应理想/问界/蔚来/马自达/吉利/奇瑞等品牌。

2023 年全年宏兴汽车皮革收入为 6.06 亿元（+48.71%），净利润约 9878.58 万元（+192%），主要系理想、蔚来、华为问界等自主品牌中高端新能源车型销量的增加，带动汽车内饰用皮革需求增长。

(3) 二层皮胶原：2023 年二层皮胶原产品原料收入 1.35 亿元（+165.5%），占

比 4.98%。

(4) 其他用皮革：2023 年收入 0.7 亿元 (+133.2%)，占比 2.6%。

表1：2023 汽车内饰用皮革收入 3.09 亿元，占比 22.2%，主业主要下游仍为鞋包袋用革，占比 69.13%

	2023	收入占比	毛利率	2022	收入占比	收入 YOY	占比 YOY	毛利率 YOY
鞋包袋用皮革	18.66	69.13%	19.67%	15.61	78.5%	19.59%	-9.38 pct	+0.19pct
汽车内饰用皮革	5.99	22.20%	29.91%	3.09	15.5%	94.21%	+6.68pct	+6.06pct
二层皮胶原产品 原料	1.35	4.98%	12.17%	0.51	2.55%	165.5%	+2.43 pct	-1.90pct
其他用皮革	0.7	2.60%	18.00%	0.30	1.51%	133.2%	+1.09pct	+10.90pct
牛皮革行业	26.70	98.91%	21.55%	19.5	98.09%	36.94%	+0.82pct	+1.71pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2023 年汽车内饰盈利能力亮眼，股权激励费用影响费用率

毛利率：公司 2023 年毛利率为 21.41% (+1.90pct)。分季度看 2023Q1-Q4 毛利率分别为 17.76%/21.85%/23.68%/20.99%，分别同比+5.35/+3.68/+0.01/+1.92pct，2024Q1 毛利率 20.24%，同比提升 2.48pct。

2023 年毛利率按业务拆分：

(1) 鞋包袋用皮革毛利率为 19.67%，同比+0.19pct；

(2) 汽车内饰用皮革毛利率为 29.91%，同比+6.06pct，毛利率高于传统主业，收入占比提升对毛利率正向贡献；

(3) 二层皮胶原产品原料毛利率为 12.17%，同比-1.90pct。

费用端：2023 年期间费用率为 8.96% (+0.5pct)，拆分看，2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.32%/4.22%/2.67%/0.75%，同比+0.22/+0.11/-0.1/+0.3pct，股权激励费用导致销售及管理费用提升。

(1) 销售费用中销售人员薪酬、中介服务费、皮展费、租赁等费用增长较多。

(2) 管理费用中管理人员薪酬、中介费、差旅费、折旧等费用增长较多。

(3) 研发费用增长主要系子公司宏兴汽车皮革加大研发投入所致。

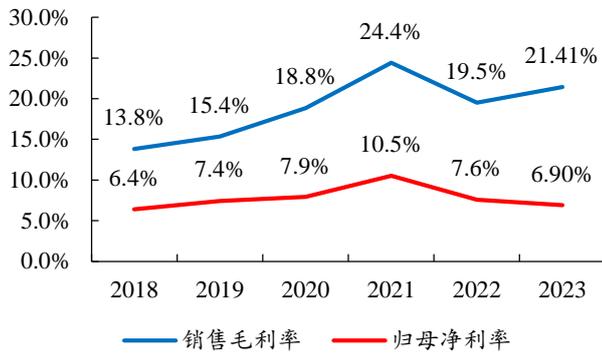
(4) 财务费用增长主要系利息支出及汇兑损失增加所致。

2024Q1 期间费用率分别为 8.07% (+0.62pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.12/+0.33/-0.08/+0.24pct。

资产减值：2023 年资产减值损失 0.75 亿元 (+159%)，占收入比 2.8%，损失占比同比-1.3pct，主要系存货跌价准备计提。

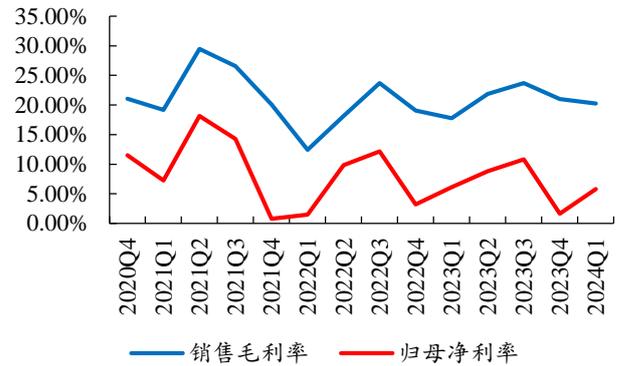
净利率：2023 年归母净利率为 6.9% (-0.67pct)，2024Q1 年归母净利率 5.8% (-0.31pct)。分子公司看，宏兴汽车皮革、宝泰皮革净利润分别为 0.988/0.131 亿元，净利率分别为 16.29%/2.67%，宏兴汽车皮革净利润同比增长 236.75%，主要系毛利率提升、降本增效、所得税率下降所致。

图5：2023 销售毛利率/归母净利率为 21.41% (+1.9pct) /6.9% (-0.67pct)



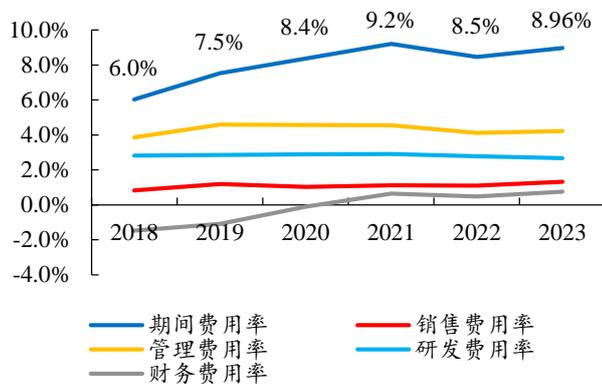
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024Q1 销售毛利率/归母净利率为 20.24% (+2.48pct) /5.8% (-0.31pct)



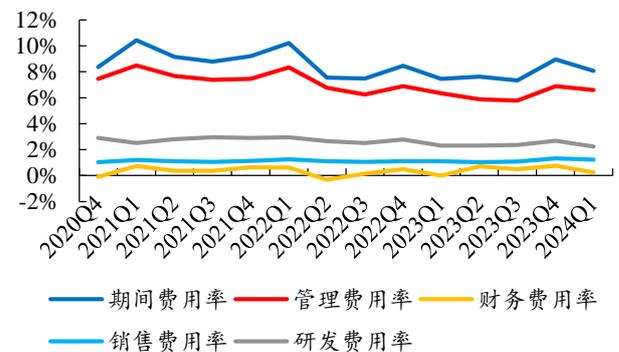
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023 期间费用率为 8.96% (+0.5pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

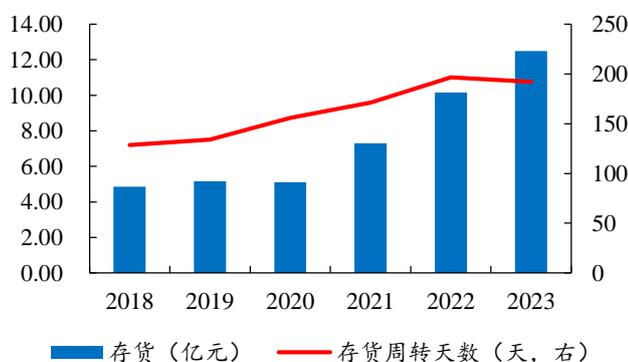
图8：2024Q1 期间/销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.62/+0.12/+0.33/-0.08/+0.24pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

营运能力：2023 年经营活动现金流量净额 0.25 亿元 (+122.69%)，主要系销售商品收到的现金较去年增加较多。截至 2023 年 12 月 31 日，存货规模为 12.49 亿元 (+22.9%)，存货周转天数 192 天 (-4 天)；应收账款 4.44 亿元 (+7.78%)，应收账款周转天数 57 天 (-1 天)。

图9：2023 年存货规模为 12.49 亿元 (+22.9%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023 年公司应收账款 4.44 亿元 (+7.78%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、2023 年完成第二档股权激励，印尼工厂落地后外销有望扩容

2023 年完成第二档股权激励，股权激励彰显长期发展信心。2023 年股票期权激励计划（草案），拟向激励对象授予股票期权数量总计 1,670 万份/股，占本激励计划草案公告日公司总股本的 5.72%。其中：首次授予 1330 万份/股，行权价格为 7.69 元/份，预留行权价格与首次行权价格一致。此次激励设置公司业绩、个人绩效考核层次，其中公司层面业绩指标，以上一年净利润为基数，行权比例 100% 对应的 2023-2025 年归母净利润增长分别不低于 50%/40%/40%，行权比例 80% 对应的增长为 30%/20%/20%。

考虑 2023 年股权激励费用 1151 万元，若加回，2023 年归母净利润达成 1.98 亿元，对应 31% 增长，归属于第二档行权比例。

表2：公司层面业绩考核要求，彰显长期发展信心

行权安排	对应考核	业绩考核目标	公司层面行权比例(M)
第一个行权期	2023 年度较 2022 年度净利润增长率为 X1	X1≥50%	100%
		50%>X1≥30%	80%
		X1<30%	0
第二个行权期	2024 年度较 2023 年度净利润增长率为 X2	X2≥40%	100%
		40%>X2≥20%	80%
		X2<20%	0
第三个行权期	2025 年度较 2024 年度净利润增长率为 X3	X3≥40%	100%
		40%>X3≥20%	80%
		X3<20%	0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2023 年控股公司并表、宝泰工厂建设后总产能扩张、产能利用率提升。2023 年总产能 18720 万平方英尺（+14%），产能利用率 68.23%（+1.86pct），预计 2023 年主业产能利用率 60%+，宏兴产能利用率 80-90%，预计宏兴 2024 年月产能 350-400 万平方英尺，对应年产能 4000 平方英尺以上。

公司传统主业国内市占率稳步提升，收购增资印尼工厂，海外市场有望扩容。公司子公司兴业国际与 PT. CISARUA CIANJUR ASR 共同在印度尼西亚设立联华皮革工业有限公司，兴业国际持股比例 90%，在国际品牌在东南亚市场越来越多采用本土供应链趋势下，公司有望利用联华皮革（印尼）实现印尼当地交货，缩短交期提高响应速度，争取更多国际市场订单。印尼工厂预计 2024Q3 建设完毕，2024Q4 有望投产，对应产值预计 2 亿美金。

表3：2023 年控股公司并表后总产能扩张

	2021 年	2022 年	2023 年	同比
总产能（万平方英尺）	14,720	16,400	18,720	+14%
产能利用率	70.53%	66.37%	68.23%	+1.86pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

考虑股权激励费用，我们下调 2024-2025 并新增 2026 年盈利预测，预计

2024-2026年归母净利润为2.7/3.4/4.0亿元(原为2.9/3.5亿元),对应EPS为0.9/1.2/1.4亿元,当前股价对应PE为13.2/10.5/9.0倍,公司坚定一站式牛皮革材料供应商战略,主业受益于内需复苏及外销开拓&汽车内饰新车型及改款支撑高速发展&宝泰收入保持增长势头,股权激励目标彰显信心,维持“买入”评级

5、风险提示

汽车用革订单及产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动。

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