

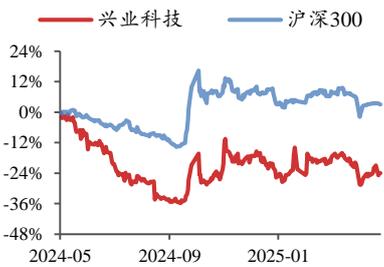
兴业科技 (002674.SZ)

2025年05月06日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2025/4/30
当前股价(元)	9.23
一年最高最低(元)	13.02/7.72
总市值(亿元)	27.25
流通市值(亿元)	26.97
总股本(亿股)	2.95
流通股本(亿股)	2.92
近3个月换手率(%)	90.23

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《Q3 外销与汽车皮革增速亮眼, 静待内需订单改善—公司信息更新报告》
-2024.10.30

《H1 资产减值拖累利润, 汽车内饰皮革盈利好于预期—公司信息更新报告》
-2024.8.22

主业内销需求疲软致业绩承压, 期待宏兴及外销发力 ——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 (分析师)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790524070006

● 主业内销需求疲软, 期待第二曲线及外销持续发力, 维持“买入”评级

2024 年收入/归母净利润为 29.5/1.4 亿元, yoy+9.3%/-24%, 2025Q1 收入/归母净利润为 6.3/0.19 亿元, yoy+5%/-45%, 2024 年拟派现金分红比例 31%。考虑主业内销需求承压, 我们下调 2025-2026 并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润为 1.7/2.1/2.5 亿元 (原为 2.6/3.0 亿元), 当前股价对应 PE 为 16.1/13.0/11.1 倍, 公司坚定一站式牛皮革材料供应商战略, 主业外销开拓顺利& 汽车内饰新车型及改款支撑收入高速增长, 维持“买入”评级。

● 主业: 2024 年外销拓展顺利, 预计仍将驱动 2025 年收入增长

2024 年母公司收入 14.4 亿元 (同比-1%, 下同), 国内客户销量下降、外销客户增长亮眼, 净利润为 0.57 亿元 (-49%), 2025Q1 收入 2.96 亿元 (-3%), 净利润 0.08 亿元, 受毛利率下降、销售费用及存货减值计提增加影响同比-61.8%。
海外客户拓展顺利:2024Q1 进入 Adidas 供应链, 外销收入占比双位数, 预计 2025 年随印尼及越南产能逐步投产, 外销业务有望驱动主业收入增长。
关税或推高原材料成本, 推进多元采购: 中对美关税反制下从美国进口牛原皮成本或提升, 公司原料储备充足且将加大南美洲/欧洲/澳洲渠道采购, 盈利能力预计好于行业。

● 汽车内饰皮革业绩靓丽, 盈利能力好于预期, 二层皮需求提升带动宝泰增长

(1) **宏兴汽车皮革** 2024 年收入 7.3 亿元 (+19.8%), 净利润 1.5 亿元 (+51%), 净利率为 20.5%, 同比+4.2pct, 2024 年盈利大幅提升主要系毛利率提升、销量增长带动规模效益以及内部管理提升生产效率, 预计 2025 年在江淮及其他新客户车型带动下收入有望达成双位数增长。
(2) **宝泰皮革:** 2024 年受益于二层皮需求提升收入 7.1 亿元 (+44.9%), 净利润 0.13 亿元 (+1.6%), 净利率 1.9% (-0.8pct), 预计 2025 年二层皮驱动下整体规模有望平稳。2025Q1 宏兴/宝泰收入 1.67/1.37 亿元, 同比+9%/+1.3%, 净利润 3790/220 万元, 同比+53.5%/+815%。

● 汽车皮革收入占比提升带动毛利率, 资产减值及财务费用增加影响净利率

毛利率: 2024 年及 2025Q1 毛利率为 21.4%/20.7%, 同比持平/+0.5pct; **费用端:** 2024 年及 2025Q1 期间费用率 9.2%/10.3%, 同比+0.3/+2.2pct, 其中财务费用率分别+0.3/+2.0pct, 主要系利息收入减少及汇兑损失增加, 2024 年/2025Q1 部分 1-2 年库龄的库存未消化导致资产减值损失增加, 占收入比分别+1.5/1.7pct, 2024 年及 2025Q1 归母净利率为 4.8% (-2.1pct)、3.0% (-2.8pct)。
营运能力: 2024 年经营性现金流净额 3.1 亿元 (+1128%), 截至 2025Q1, 存货规模 13.4 亿元 (+5.8%), 存货周转天数 240 天 (+2.2 天), 应收账款周转天数 71 天 (+5 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,700	2,951	3,042	3,245	3,443
YOY(%)	35.8	9.3	3.1	6.7	6.1
归母净利润(百万元)	186	142	170	210	245
YOY(%)	23.7	-24.0	19.7	24.1	16.3
毛利率(%)	21.4	21.4	22.2	22.7	23.3
净利率(%)	6.9	4.8	5.6	6.5	7.1
ROE(%)	8.9	7.7	8.5	9.7	10.3
EPS(摊薄/元)	0.63	0.48	0.57	0.71	0.83
P/E(倍)	14.6	19.2	16.1	13.0	11.1
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

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)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2980	3129	3879	4336	4259	营业收入	2700	2951	3042	3245	3443
现金	548	760	1569	1628	1725	营业成本	2122	2319	2367	2507	2642
应收票据及应收账款	444	562	431	633	508	营业税金及附加	14	16	17	18	19
其他应收款	7	11	4	13	5	营业费用	36	40	41	42	44
预付账款	76	73	105	77	112	管理费用	114	124	125	130	133
存货	1249	1310	1264	1459	1427	研发费用	72	78	81	85	90
其他流动资产	657	412	507	525	481	财务费用	20	31	27	26	26
非流动资产	1133	1359	1437	1528	1614	资产减值损失	-75	-126	-121	-107	-103
长期投资	154	232	274	327	385	其他收益	18	18	15	13	13
固定资产	666	694	683	688	683	公允价值变动收益	-12	1	-3	-3	-3
无形资产	52	110	164	216	267	投资净收益	12	14	14	15	15
其他非流动资产	260	323	317	297	280	资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
资产总计	4112	4488	5317	5865	5873	营业利润	265	242	291	355	413
流动负债	1011	1659	2261	2603	2313	营业外收入	4	1	1	1	1
短期借款	450	706	1652	1974	1651	营业外支出	2	7	7	7	7
应付票据及应付账款	332	440	353	461	413	利润总额	266	237	285	349	407
其他流动负债	229	514	255	169	249	所得税	35	30	36	44	51
非流动负债	488	147	123	112	100	净利润	231	207	249	305	356
长期借款	430	75	62	48	34	少数股东损益	45	65	80	95	111
其他非流动负债	58	72	61	64	66	归属母公司净利润	186	142	170	210	245
负债合计	1499	1806	2384	2716	2413	EBITDA	376	337	395	490	553
少数股东权益	212	277	357	451	562	EPS(元)	0.63	0.48	0.57	0.71	0.83
股本	292	295	295	295	295						
资本公积	1280	1307	1307	1307	1307	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	815	782	914	1147	1378	成长能力					
归属母公司股东权益	2401	2405	2576	2698	2898	营业收入(%)	35.8	9.3	3.1	6.7	6.1
负债和股东权益	4112	4488	5317	5865	5873	营业利润(%)	32.5	-8.5	20.1	21.8	16.4
						归属于母公司净利润(%)	23.7	-24.0	19.7	24.1	16.3
						获利能力					
						毛利率(%)	21.4	21.4	22.2	22.7	23.3
						净利率(%)	6.9	4.8	5.6	6.5	7.1
						ROE(%)	8.9	7.7	8.5	9.7	10.3
						ROIC(%)	8.0	6.4	6.5	7.6	8.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	36.4	40.2	44.8	46.3	41.1
						净负债比率(%)	14.1	15.6	6.4	13.9	0.2
						流动比率	2.9	1.9	1.7	1.7	1.8
						速动比率	1.4	0.9	1.0	1.0	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	6.3	5.9	6.1	6.1	6.0
						应付账款周转率	6.5	6.0	6.0	6.2	6.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.63	0.48	0.57	0.71	0.83
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	1.05	1.61	0.08	2.14
						每股净资产(最新摊薄)	8.13	8.15	8.72	9.13	9.81
						估值比率					
						P/E	14.6	19.2	16.1	13.0	11.1
						P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	7.8	9.5	7.5	6.8	5.5

现金流量表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	25	310	476	23	631
净利润	231	207	249	305	356
折旧摊销	71	76	71	77	85
财务费用	20	31	27	26	26
投资损失	-12	-14	-14	-15	-15
营运资金变动	-408	-148	143	-375	177
其他经营现金流	123	158	1	4	3
投资活动现金流	-299	-110	-222	-156	-130
资本支出	172	225	18	41	32
长期投资	-140	97	-42	-51	-58
其他投资现金流	-267	213	-246	-167	-156
筹资活动现金流	2	12	-607	-70	-49
短期借款	133	256	-215	58	33
长期借款	355	-355	-13	-13	-14
普通股增加	0	3	1	0	0
资本公积增加	14	27	0	0	0
其他筹资现金流	-499	82	-380	-115	-68
现金净增加额	-275	202	-353	-204	452

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3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