

2025年08月25日

# 海外收入增长靓丽，宏兴利润率进一步提升

## 兴业科技(002674)

评级:	买入	股票代码:	002674
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	14.93/7.72
目标价格:		总市值(亿)	40.40
最新收盘价:	13.67	自由流通市值(亿)	39.99
		自由流通股数(百万)	292.56

### 事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 13.39/0.31/0.27/1.38 亿元，同比增长 6.16%/-45.32%/-51.41%/-23.34%，剔除资产及信用减值损失、其他收益、投资净收益、公允价值变动、资产处置收益影响后归母净利 0.9 亿元，同比下降 4.3%；经营现金流高于归母净利主要由于经营性应收减少、资产减值增加。25Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 7.12/0.12/0.10 亿元、同比增长 7.16%/-45.3%/-54.9%，剔除减值损失及汇兑损益后 Q2 归母净利 0.56 亿元，同比下降 23%。

### 分析判断:

**主业收入略有下降，但净利受减值计提影响亏损。**（1）25H1 主业鞋包带用皮革收入为 8.52 亿元，同比增长-0.06%，总产能利用率 65.64%、同比增加 10.38PCT，国外销售收入 1.66 亿元、同比增加 99.92%，从而推出内销收入 6.86 亿元，同比下降 11%。我们分析主要受新客户 adidas 贡献增量；主业毛利率为 15.68%，同比降低 2.19PCT；根据我们测算，主业净利/净利率分别为-0.21 亿元/-4.2%，同比下降 350%/5.9PCT，剔除汇兑损益及资产减值损失影响后主业净利/净利率分别为 0.87 亿元/10.3%，同比下降 15%/1.8PCT。

**宏兴受益于下游主机厂客户车型销量增长，净利率提升。**（1）汽车内饰用皮革收入为 3.81 亿元，同比增长 29.53%；毛利率 34.34%，同比增加 4.43PCT。其中宏兴汽车收入/净利分别为 3.75/0.77 亿元，同比增长 26.9%/30.9%，宏兴净利率为 20.4%，同比提升 0.6PCT，并表贡献净利 0.46 亿元。（2）客户方面，宏兴主要客户为国内的新能源品牌，目前已与国内多家汽车品牌建立合作关系，如理想汽车、蔚来汽车、奇瑞汽车、吉利汽车等，并已供应上述主机厂的多款车型。

**宝泰净利率有所提升。**25H1 二层皮胶原产品原料/其他用皮革收入为 0.49/0.41 亿元，同比增长-30.25%/24.02%；子公司宝泰皮革收入/净利为 3.05/0.04 亿元，同比增长-2.0%/32.2%，净利率为 1.2%，同比增加 0.3PCT，并表贡献净利 0.019 亿元。二层皮胶原产品原料/其他用皮革毛利率为 13.11%/0.44%，同比增加 4.9/17.08PCT。

**印尼子公司联华皮革亏损，越南子公司尚处于建设中。**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%，2024 年联华皮革亏损-1097.8 万元。2025 年半年度联华皮革还处于产能扩建过程中，未来随着联华皮革产能扩建的完成，以及业务的逐步拓展，其产能将有序增加。公司子公司兴业国际 2025 年 4 月完成收购越南富源科技有限公司 100% 股权，收购后变更公司名称为兴业皮革（越南）有限公司。2025 年半年度兴业皮革（越南）有限公司尚处于建设过程中，未来随着产能扩建的完成，以及业务的逐步拓展，其产能将有序增加。

**25Q2 净利率下滑主要受费用率提升、其他收益及投资收益占比下降及信用减值计提增加影响。**（1）25H1 公司毛利率为 20.5%、同比增加 0.1PCT，25H1 公司归母净利率/扣非归母净利率为 2.3%/2.0%、同比下降 2.2/2.4PCT，毛利率提升但净利率下降主要由于销售费用率提升 0.3PCT、管理费用率提升 0.7PCT、研发费用率提升 0.4PCT，其他收益占比下降 0.2PCT、投资净收益占比下降 0.3PCT、资产减值损失计提 0.8PCT。（2）25Q2 毛利率/归母净利率为 20.3%/1.7%、同比下降 0.2PCT/1.7PCT，净利率降幅高于毛利率主要由于销售费用率提升 0.3PCT、管理费用率提升 1.6PCT、研发费用率提升 0.6PCT、其他收益下降 0.5PCT、投资净收益下降 0.8PCT、信用减值计提 0.8PCT。

**库存有所增加。**公司 25H1 末存货金额为 13.39 亿元，同比增加 8.36%，其中原材料/在产品/库存商品分别为 2.73/2.47/1.23 亿元，同比增长 17.1%/8.7%/35.6%；公司存货周转天数 224 天，同比增加 1 天。应收账款为 4.67 亿元，同比增加 16.84%，应收账款周转天数 69 天，同比增加 9 天。应付账款为 3.50 亿元，同比增加 20.28%，应付账款周转天数 62 天，同比增加 8 天。

### 投资建议

我们分析，（1）公司对美国出口主要为间接出口，对等关税对公司原材料采购存在一定影响，美国是公司原料皮采购的主要来源地之一，25 年 4 月对美牛皮采购关税从 5% 加征至 130%，但公司仍有低价库存 7-8 月，后续如关税影响持续，公司有望从南美、欧洲、澳洲及国内采购原材料；2）短期来看，我们认为外销有望维持高增，主要由于新客户 adidas 目前体量仍较小，存在较大份额提升空间，有望持续贡献新增量；（2）宏兴客户中理想占比较高，24 年受纯电版减少影响，但今年可能有所恢复；（3）贸易战下，公司有望凭借印尼及越南布局优势实现份额提升。下调 25-27 年收入预测 32.14/35.47 亿/39.07 亿元至 31.07/34.30/38.34 亿元；下调 25-27 年归母净利预测 1.81/2.17/2.62 亿元至 1.19/1.62/2.15 亿元，对应调整 25-27 年 EPS 0.61/0.74/0.89 元至 0.40/0.55/0.73 元，2025 年 8 月 25 日收盘价 13.67 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 34/25/19X，维持“买入”评级。

### 风险提示

汽车客户销量低于预期风险，原材料价格波动风险，拟收购和增资项目尚未完成，存在不确定性，系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,700	2,951	3,107	3,430	3,834
YoY (%)	35.8%	9.3%	5.3%	10.4%	11.8%
归母净利润 (百万元)	186	142	119	162	215
YoY (%)	23.7%	-24.0%	-15.8%	35.6%	33.2%
毛利率 (%)	21.4%	21.4%	21.5%	22.0%	22.5%
每股收益 (元)	0.64	0.48	0.40	0.55	0.73
ROE	7.8%	5.9%	4.8%	6.1%	7.5%
市盈率	15.04	28.21	33.86	24.97	18.75

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,951	3,107	3,430	3,834	净利润	207	134	197	269
YoY(%)	9.3%	5.3%	10.4%	11.8%	折旧和摊销	80	110	107	116
营业成本	2,319	2,438	2,674	2,970	营运资金变动	-138	81	-391	-43
营业税金及附加	16	23	25	28	经营活动现金流	310	476	63	500
销售费用	40	53	51	50	资本开支	-220	-201	-203	-215
管理费用	124	222	246	250	投资	97	-79	-92	-104
财务费用	31	55	56	63	投资活动现金流	-110	-266	-278	-305
研发费用	78	99	93	100	股权募资	15	0	0	0
资产减值损失	-126	-93	-91	-98	债务募资	249	0	0	0
投资收益	14	15	16	15	筹资活动现金流	12	-115	-73	-74
营业利润	242	157	230	313	现金净流量	202	96	-288	122
营业外收支	-6	-2	-2	-2					
利润总额	237	155	228	311	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	30	21	31	43	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	207	134	197	269	营业收入增长率	9.3%	5.3%	10.4%	11.8%
归属于母公司净利润	142	119	162	215	净利润增长率	-24.0%	-15.8%	35.6%	33.2%
YoY(%)	-24.0%	-15.8%	35.6%	33.2%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.48	0.40	0.55	0.73	毛利率	21.4%	21.5%	22.0%	22.5%
					净利率	4.8%	3.8%	4.7%	5.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	3.2%	2.6%	3.3%	4.2%
货币资金	760	856	567	689	净资产收益率 ROE	5.9%	4.8%	6.1%	7.5%
预付款项	73	86	94	105	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	1,310	1,342	1,564	1,681	流动比率	1.89	1.90	1.92	2.03
其他流动资产	986	907	1,188	1,160	速动比率	0.97	0.96	0.90	0.94
流动资产合计	3,129	3,191	3,414	3,635	现金比率	0.46	0.51	0.32	0.38
长期股权投资	232	274	327	385	资产负债率	40.2%	39.8%	39.3%	37.5%
固定资产	694	651	616	551	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	110	129	156	190	总资产周转率	0.69	0.68	0.72	0.76
非流动资产合计	1,359	1,410	1,476	1,544	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	4,488	4,601	4,889	5,179	每股收益	0.48	0.40	0.55	0.73
短期借款	706	706	706	706	每股净资产	8.17	8.39	8.94	9.67
应付账款及票据	440	382	489	496	每股经营现金流	1.05	1.61	0.21	1.69
其他流动负债	514	595	579	593	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,659	1,682	1,774	1,795	<b>估值分析</b>				
长期借款	75	75	75	75	PE	28.21	33.86	24.97	18.75
其他长期负债	72	72	72	72	PB	1.16	1.63	1.53	1.41
非流动负债合计	147	147	147	147					
负债合计	1,806	1,829	1,921	1,941					
股本	295	295	295	295					
少数股东权益	277	291	327	380					
股东权益合计	2,682	2,772	2,969	3,237					
负债和股东权益合计	4,488	4,601	4,889	5,179					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。