

公司点评
丽臣实业(001218.SZ)
基础化工 | 化学制品
活性剂主业优势突出，高端发展路线成长空间广阔

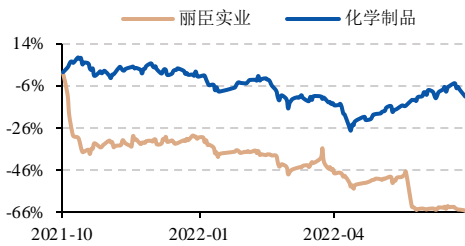
2022年07月19日

评级 增持

评级变动 首次

交易数据

当前价格(元)	22.63
52周价格区间(元)	22.36-65.53
总市值(百万)	2851.30
流通市值(百万)	712.90
总股本(万股)	12599.40
流通股(万股)	3150.00

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
丽臣实业	-1.39	-37.31	--
化学制品	0.79	3.45	-8.47

周策
分析师

 执业证书编号:S0530519020001
 zhouce67@hncasing.com

相关报告

预测指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	2370.66	2748.53	3023.39	3476.90	3650.74
净利润(百万元)	193.26	164.78	177.75	260.06	276.57
每股收益(元)	1.53	1.31	1.41	2.06	2.20
每股净资产(元)	7.19	16.04	17.38	19.33	21.41
P/E	14.82	17.38	16.11	11.01	10.35
P/B	3.16	1.42	1.31	1.18	1.06

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 公司拥有表面活性剂和洗涤用品两大主业，主要产品量价齐升，公司营收稳步增长。**截至2021年底，公司长沙、上海、东莞三大生产基地已形成31.6万吨表面活性剂和19.5万吨洗涤用品产能，主要产品产量位列全国前三。2021年公司实现营业收入27.49亿元，同比增长16%；实现归母净利润1.79亿元，同比下降20%；实现扣非后归母净利润1.65亿元，同比下降14%。其中，AES、LAS、K12销量分别为18.70、9.79、3.03万吨，分别同比涨跌7%、-0.4%、10%；价格分别为6857.79、8009.25、7129.61元/吨，分别同比增长23%、1%、10%。公司营收增长的主要原因系产品价格上升、产销量同比增长；归母净利润下滑主要受下半年原材料价格大幅上涨的影响。
- 成本支撑叠加需求旺盛，活性剂价格中枢上行。**2021年，表面活性剂主要原材料烷基苯、脂肪醇、AEO2醇醚均价分别同比增长13.25%、52.41%、35.32%，表面活性剂成本端支撑强劲。需求方面，“十三五”期间，国内合成洗涤剂产量累计达到5602.6万吨，较“十二五”期间增长约5%，洗涤用品市场的蓬勃发展有望带动表面活性剂下游需求持续增长。随着消费者对洗涤用品使用体验的要求日渐提高，行业未来将着重加强性能温和、生物降解性好的表面活性剂开发和应用。
- 募投项目稳步推进，绿色化、功能化、差异化转型提升产品附加值，打开长期成长空间。**公司募投项目按计划稳步推进，预计2023年将新增15万吨表面活性剂产能，2024年将新增12万吨表面活性剂产能，届时公司将形成63.1万吨表面活性剂产能，规模效应进一步凸显。表面活性剂行业的抗周期性、居民对洗涤用品需求的增长、落后小产能的持续退出及国际市场的开拓为公司新增产能的消化提供广阔空间。未来公司将在不断优化原有产品性能的同时，持续研发新型绿色化、功能化、差异化高附加值表面活性剂，开拓下游客户，提高中高端市场占有率，增强长期盈利能力。
- 盈利预测。**我们预计公司2022-2024年营业收入为30.23、34.76、36.50亿元，对应归属净利润分别为1.77、2.60、2.76亿元，对应EPS分别为1.41、2.06、2.20元。考虑公司的长期成长性以及同类型公司估值

水平在 12-16 倍 PE，给予公司 2022 年 18-20 倍 PE 估值，对应股价区间为 25.38-28.20 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

- 风险提示：原材料价格大幅上涨，产品价格大幅下降，下游需求不及预期，募投项目投产进度不及预期。

1 活性剂主业优势突出，高端发展路线成长空间广阔

公司拥有表面活性剂和洗涤用品两大主业，经数十年发展，现已形成三大生产基地、30余万吨生产能力的上下游一体化、规模化产业布局。

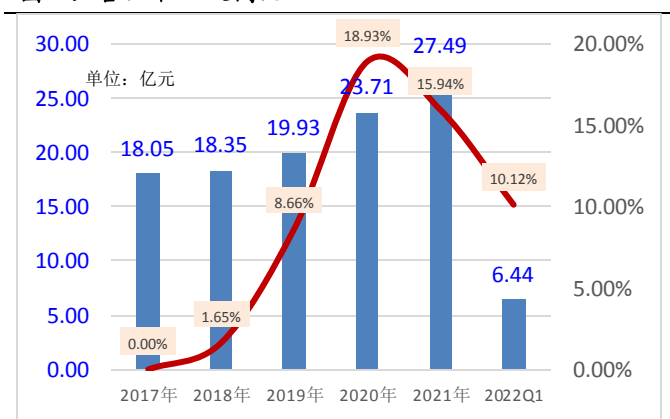
1.1 深耕活性剂行业数十年，三大生产基地辐射主要消费市场

公司前身是成立于1956年的全民所有制企业湖南日用化工厂，1993年更名为湖南丽臣实业总公司，1997年完成公司制改造，2010年完成股份制改造，2021年公司于深交所主板上市。1986年，公司首次实现表面活性剂AES工业化生产；2002-2005年，长沙基地相继建成3套3.8吨/小时表面活性剂生产装置；2009年，上海奥威日化有限公司成立；2011年，广东丽臣奥威实业有限公司成立。截至2021年底，公司三大生产基地已形成31.6万吨表面活性剂和19.5万吨洗涤用品产能，主要产品产量位列全国前三，辐射华东、华南、华中三大主要消费市场，服务的客户包括宝洁、蓝月亮、纳爱斯、欧莱雅、施华蔻、强生等。2022年，上海基地年产25万吨绿色表面活性剂项目开工建设，东莞基地2套7.2吨/小时表面活性剂装置即将竣工投产，公司行业领先地位进一步巩固。

1.2 产品量价齐升，营收稳步增长

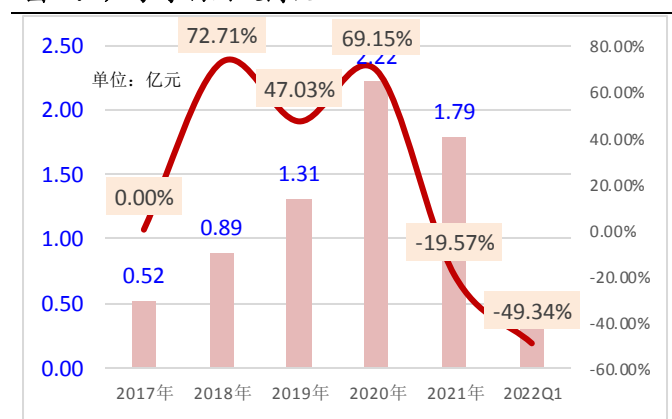
2021年公司实现营业收入27.49亿元，同比增长16%；实现归母净利润1.79亿元，同比下降20%；实现扣非后归母净利润1.65亿元，同比下降14%。其中，表面活性剂、洗涤用品分别实现营收25、2亿元，分别同比涨跌19%、-11%；营业成本分别为21.08、1.63亿元，分别同比涨跌23%、-7%；销售毛利率分别为16%、19%，分别同比下降3、4个百分点。AES、LAS、K12销量分别为18.70、9.79、3.03万吨，分别同比涨跌7%、-0.4%、10%；价格分别为6857.79、8009.25、7129.61元/吨，分别同比增长23%、1%、10%。公司营收增长的主要原因系产品价格上升、产销量增长；归母净利润同比下滑主要受下半年原材料价格大幅上涨的影响。

图 1：营业收入及同比



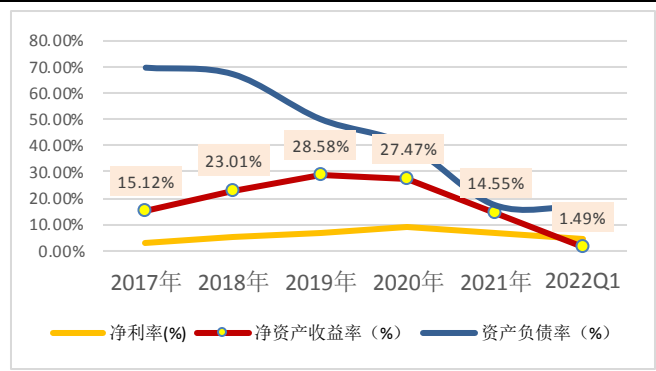
资料来源：公司公告，财信证券

图 2：归母净利润及同比



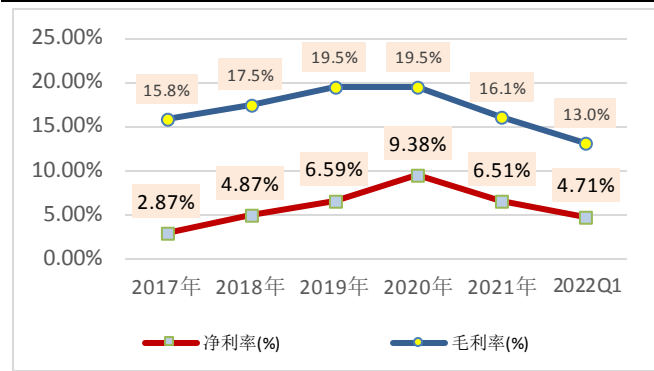
资料来源：公司公告，财信证券

图 3: ROE 情况



资料来源: 公司公告, 财信证券

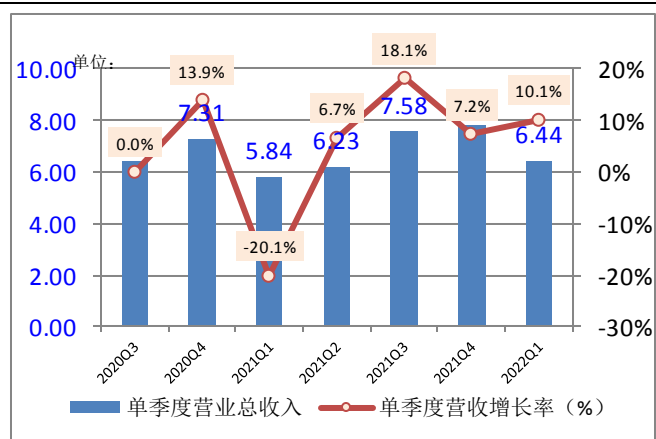
图 4: 利润率情况



资料来源: 公司公告, 财信证券

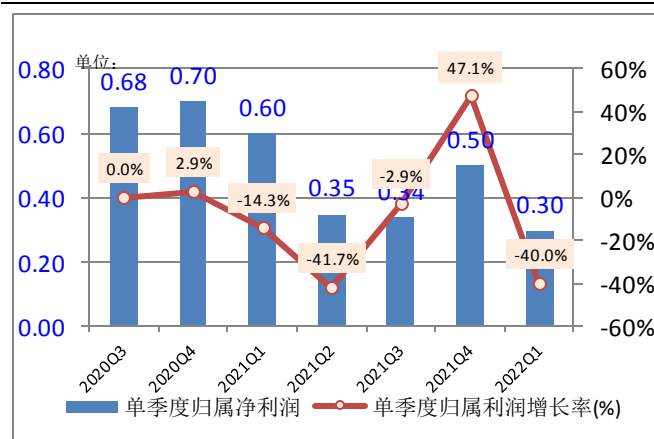
2022Q1 公司实现营业收入 6.44 亿元 (YoY+10.12%, QoQ-17.91%), 实现归母净利润 0.3 亿元 (YoY-49.34%, QoQ-39.03%); 实现扣非后归母净利润 0.28 亿元 (YoY-52.50%, QoQ-36.23%)。受脂肪醇等主要原材料价格上涨、新冠疫情以及市场竞争加剧等因素影响, 公司一季度盈利水平有所下滑。随着疫情防控形势稳中向好, 国内下游需求恢复叠加大宗商品价格回落, 未来公司业绩有望恢复正增长。

图 5: 单季度营业收入及同比



资料来源: 公司公告, 财信证券

图 6: 单季度归母净利润及同比



资料来源: 公司公告, 财信证券

1.3 成本支撑叠加需求旺盛, 活性剂价格中枢上行

成本端支撑强劲, 活性剂价格上行。2021 年, 表面活性剂主要原材料烷基苯、脂肪醇、AEO2 醇醚均价分别为 10074.71、12791.55、11808.72 元/吨, 分别同比增长 13.25%、52.41%、35.32%。阴离子表面活性剂行业平均生产成本同比增长 38% 至 7847 元/吨, 产品价格同比增长 29% 至 8340 元/吨。大幅波动的原料价格及全球经济形势的不确定性增加, 对表面活性剂行业的发展造成一定冲击, 行业利润空间有所收窄。

洗涤用品市场蓬勃发展带动活性剂消费需求稳步增长。“十三五”期间, 国内合成洗涤剂产量累计达到 5602.6 万吨, 较“十二五”期间增长约 5%。近年来, 受新冠肺炎疫情的影响及居民个人清洁卫生关注度的提高, 洗涤用品使用量不断增加, 主要洗涤用品厂商产销量及营收均实现正增长。2021 年宝洁的产品销量同比增长约 3%, 营收同比增长 15%, 欧莱雅、蓝月亮、花王、宝莹的营收分别同比增长 16%、9%、5%、4%。2021

年我国表面活性剂表观消费量同比增长 13%，洗涤用品市场的蓬勃发展有望带动表面活性剂下游需求持续增长。

居民消费结构升级，性能温和、天然绿色的活性剂为未来发展方向。随着消费者对洗涤用品使用体验的要求日渐提高，以及社会环境保护呼声的日益高涨，行业未来将着重加强性能温和、生物降解性好的表面活性剂开发和应用，加强以天然油脂等可再生资源为原料的表面活性剂的研究、开发和应用。

1.4 募投项目扩能增效，长期成长空间广阔

募投项目稳步推进，高端产品产能提升。公司募投项目按计划稳步推进，预计 2023 年将新增 15 万吨表面活性剂产能，2024 年将新增 12 万吨表面活性剂产能，届时公司将形成 63.1 万吨表面活性剂产能，规模效应进一步凸显。尽管我国宏观经济增长趋缓，但表面活性剂行业的抗周期性较强，宏观经济波动对其需求影响较小。其次，我国人均活性剂消费量为 3kg/年，仅为美国人均消费量的三分之一，随着居民生活水平提升，活性剂在我国市场潜力空间可观。此外，在我国环保和安全生产政策的压力下，一些生产规模较小、技术水平较低、污染程度较高的小型表面活性剂生产企业将逐步退出市场，市场空间逐步向技术先进、规模效应明显的龙头企业集聚。而随着国内龙头生产企业综合实力的壮大，我国企业与国外先进化工巨头的差距逐步减小，更为广阔的国际市场有待开发，足以消化新增产能。

绿色化、功能化、差异化转型提升产品附加值，打开长期成长空间。公司主要活性剂产品以天然油脂等为核心原料，多定位于中高端洗涤护理市场。目前公司拥有发明专利 29 项，采用国际领先的生产设备和检测装置，能够满足各类客户的高品质要求和特定化需求。未来公司将在不断优化原有产品性能的同时，持续研发新型绿色化、功能化、差异化高附加值表面活性剂，开拓下游客户，提高中高端市场占有率，增强长期盈利能力。

表 1：公司募投项目

项目名称	投资额（亿元）	主要产品和产能规模	建设期	项目进度
广东丽臣奥威实业有限公司 15 万吨绿色表面活性剂项目	3.86	15 万吨/年绿色表面活性剂	18 个月	于 2022 年 6 月 6 日-2023 年 3 月 5 日进入试生产阶段
上海奥威日化有限公司 8 万吨新型绿色表面活性剂材料建设项目	1.87	8 万吨/年绿色表面活性剂	一期 6 个月，二期 21 个月	一期项目于 2020 年 9 月初步建成并投入运行，二期项目将于 2022-2023 年实施
长沙经济技术开发区丽奥科技有限公司绿色液体洗涤剂生产线建设项目	1.74	5 万吨/年液体洗涤剂	12 个月	视市场变化情况确定具体实施时间
湖南丽臣实业股份有限公司信息化系统建设项目	0.50	—	48 个月	进行项目前期准备工作

上海奥威 25 万吨新型绿色表面活性剂生产基地及总部建设项目	5	25 万吨/年新型绿色表面活性剂	一期 12 个月	一期项目已通过当地政府的准入预审和设计方案审核，目前正在进行环评、安评等前期工作
合计	12.97	48 万吨/年绿色表面活性剂，5 万吨/年液体洗涤剂	—	—

资料来源：公司公告，财信证券

2 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 30.23、34.76、36.50 亿元，对应归属净利润分别为 1.77、2.60、2.76 亿元，对应 EPS 分别为 1.41、2.06、2.20 元。考虑公司的长期成长性以及同类型公司估值水平在 12-16 倍 PE，给予公司 2022 年 18-20 倍 PE 估值，对应股价区间为 25.38-28.20 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

3 风险提示

烷基苯、脂肪醇、AEO2 醇醚等原材料价格大幅上涨，表面活性剂价格大幅下降，下游需求不及预期，募投项目投产进度不及预期。

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2370.66	2748.53	3023.39	3476.90	3650.74	费用率					
减:营业成本	1908.77	2306.99	2600.11	2920.59	3066.62	毛利率	0.19	0.16	0.14	0.16	0.16
营业税金及附加	10.01	10.22	12.33	14.18	14.89	三费/销售收入	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
销售费用	37.24	42.21	68.11	78.32	82.24	EBIT/销售收入	0.09	0.07	0.07	0.09	0.09
管理费用	100.49	107.74	120.30	138.34	145.26	销售净利率	0.08	0.06	0.06	0.07	0.08
财务费用	8.01	5.28	-11.33	-18.16	-23.90	投资回报率					
资产减值损失	-3.31	-0.61	0.00	0.00	0.00	ROE	0.21	0.08	0.08	0.11	0.10
加:投资收益	1.16	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.16	0.08	0.09	0.12	0.11
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.20	0.15	0.09	0.12	0.13
其他经营损益	-92.24	-99.45	0.00	0.00	0.00	增长率					
营业利润	218.36	177.27	233.87	343.62	365.63	销售收入增长率	0.19	0.16	0.10	0.15	0.05
加:其他非经营损益	-3.48	-0.47	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	0.42	-0.18	0.21	0.47	0.05
利润总额	214.88	176.81	233.87	343.62	365.63	EBITDA 增长率	0.36	-0.11	0.79	0.24	0.03
减:所得税	21.62	13.11	56.12	83.56	89.06	净利润增长率	0.55	-0.15	0.08	0.46	0.06
净利润	193.26	163.69	177.75	260.06	276.57	总资产增长率	0.15	0.67	0.07	0.13	0.07
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股东权益增长率	0.27	1.23	0.08	0.11	0.11
归母净利润	193.26	164.78	177.75	260.06	276.57	营运资本增长率	0.16	0.17	-0.08	0.12	0.07
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资本结构					
货币资金	98.70	705.40	1321.47	1799.24	2238.80	资产负债率	0.34	0.13	0.12	0.13	0.11
应收和预付款项	333.12	392.38	452.56	517.46	501.06	投资资本/总资产	0.83	0.85	0.82	0.70	0.62
存货	224.51	310.04	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.53	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	9.43	60.28	60.28	60.28	60.28	流动比率	1.40	4.87	6.40	6.42	8.77
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.91	3.81	6.36	6.39	8.74
投资性房地产	47.39	44.84	39.47	34.09	28.72	股利支付率	0.16	0.00	0.05	0.05	0.05
固定资产	570.23	650.68	453.74	256.80	59.86	收益留存率	0.84	1.00	0.95	0.95	0.95
无形资产	76.84	74.98	65.01	55.04	45.07	营运能力					
其他非流动资产	36.11	91.53	91.35	91.18	91.00	总资产周转率	1.70	1.18	1.22	1.24	1.21
资产总计	1396.34	2330.13	2483.89	2814.09	3024.80	固定资产周转率	4.29	4.30	6.66	13.54	60.99
短期借款	250.25	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	7.67	7.3	7.5	7.1	8.2
应付和预收款项	221.22	299.38	286.71	370.48	319.11	存货周转率	8.50	7.4	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他负债	2.85	2.01	0.00	0.00	0.00	EPS	1.53	1.31	1.41	2.06	2.20
负债合计	474.31	301.39	286.71	370.48	319.11	BPS	7.19	16.04	17.38	19.33	21.41
股本	67.50	90.00	90.00	90.00	90.00	PE	14.82	17.38	16.11	11.01	10.35
资本公积	339.72	1253.92	1253.92	1253.92	1253.92	PEG	1.42	N/A	N/A	N/A	0.00
留存收益	498.23	677.01	845.45	1091.89	1353.97	PB	3.16	1.42	1.31	1.18	1.06
母公司股东权益	905.44	2020.93	2189.36	2435.80	2697.88	PS	1.21	1.04	0.95	0.82	0.78
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PCF	13.15	17.35	4.69	6.10	6.72
权益合计	905.44	2020.93	2189.36	2435.80	2697.88	EBIT	182.14	221.20	324.12	340.39	0.00
负债和权益合计	1379.76	2322.32	2476.08	2806.28	3016.99	EV/EBIT	8.07	10.96	8.51	4.90	3.58

现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
经营性现金净流量	217.76	610.37	469.54	426.47	0.00	EV/EBITDA	6.54	8.24	4.34	2.96	2.20
投资性现金净流量	-150.40	2.35	2.35	2.35	0.00	EV/NOPLAT	8.90	11.86	11.19	6.47	4.72
筹资性现金净流量	-83.62	3.36	5.88	10.75	0.00	EV/IC	1.54	1.01	0.93	0.80	0.65
						ROIC-WACC	0.20	0.15	0.07	0.11	0.13

资料来源：财信证券，iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438