

孚日股份 (002083) 覆盖报告：主业稳健，依托自身优势切入高潜赛道

2022年8月23日

推荐/首次

孚日股份

公司报告

孚日股份创立于1987年，主要从事毛巾、床上用品及其他家纺产品的研发设计及生产销售。发展至今，孚日已经成为一家以家用纺织品为主导产业，集国内外贸易、热电、电机、新化工材料等多元产业于一体的综合性企业集团。孚日股份的发展史反映了我国纺织行业发展史，也体现了传统制造业对于新发展方向的探索史。公司主营毛巾、床品等家纺用品外销，并通过打造自有品牌发展内销，同时开始尝试多元化业务等，寻找新的增长点。从业绩表现看，公司自2012年起走出业绩低谷，2020年又遇到疫情影响，2022年上半年业绩表现出回升态势，随着新业务的贡献，今年有望成为公司业绩增长拐点。

我国是家纺出口大国，公司主业优势明显。我国是全球最大的家用纺织品出口国。家用纺织品需求量巨大，在欧美家用纺织品在所有纺织品中的占比超过了服装用纺织品。作为日常消费品，毛巾及床品的消费具备一定韧性，同时随着全球经济的企稳，以及国内消费升级，毛巾市场的增长仍值得期待。从外销看，公司在生产端打造产业链群，在销售端打造对全球市场高度敏感的营销体系，公司在主要外销市场保持着优势市场地位，拥有较强的溢价能力、抗风险能力和市场话语权。内销方面，公司自主品牌“孚日”“玉洁”调整升级，将有效承接国内消费升级对于高品牌家纺品的需求。公司有望凭借优势在外销、内销业务上取得稳健增长。

依托产业配套优势，新材料、新能源业务打开公司增长空间。从2021年开始公司筹备筹建了大化工和高端装备制造项目。公司借助配套热电厂、自来水厂等产业链群，具备发展其他产业的基础，同时也将加强成本端的优势，助力在新业务领域快速占领市场。公司主要的新业务包括：孚日宣威公司的功能涂层业务，孚日新能源公司的电池级VC等新材料业务。

- 工业涂层属于典型的技术密集型产业，具有良好的应用前景。孚日宣威具备技术基础及一定的客户基础，尤其在热屏蔽节能降温防腐涂层材料等材料领域，其技术水平达到国内领先，有较好的军工应用经验。本次合资公司的建设项目，将产能扩大至5万吨，目前项目投产及业务拓展进度良好，未来有望贡献超10亿级收入。
- 新能源材料业务，赛道景气持续。孚日新能源的项目主要围绕电池级VC和电池级FEC产品开展，VC和FEC均为锂电池电解液的重要添加剂，决定着电池的综合性能。随着动力电池及储能行业的快速发展，电池电解液也将持续快速增长。孚日新能源将有望依托公司的化工基础及产业配套优势，快速切入电解液添加剂赛道。目前公司规划产能未VC精制产品、FEC产品各1万吨/年，目前VC首期已联动调试，未来业绩贡献可期。

公司简介：

公司一家以家用纺织品为主导产业，集国内外贸易、热电、水处理、电机等多元产业于一体的综合性企业集团。作为一家大型家用纺织品制造商，公司致力于向全球市场提供品质卓越、健康环保的家纺产品，拥有国家级技术中心、实验室和博士后科研工作站，配套完备的中试基地及检测实验室，形成了强大的技术研发能力。

资料来源：公司公告、Wind

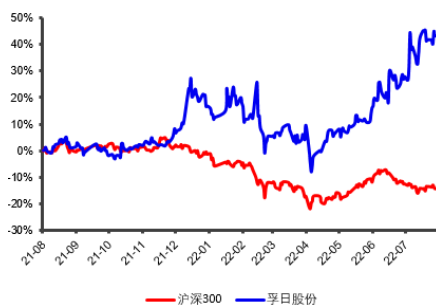
未来3-6个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：无交易数据

52周股价区间(元)	3.52-5.56
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	44.34
总股本/流通A股(万股)	82136 / 80921
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	2.15

52周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

盈利预测及投资评级：孚日股份在家纺用品领域根基深厚、优势突出，公司围绕主业打造全产业链条，配套产业为新业务开展打下基础，未来竞争优势得以强化。我们看好公司主业稳健发展，及在功能涂层材料、新能源材料领域的发展潜力。预计随着未来新业务占比的提升，公司的业绩及估值有望双升。预计公司 2022-2024 年营业收入为 54.92/63.69/78.04 亿元，同比增长 6%、16%、23%；归母净利润为 3.0、4.09 和 5.65 亿元，同比增长 9.73%、36.35%和 38.33%，对应 PE 为 14.78、10.50、7.32 倍。首次覆盖，给与“推荐”评级。

风险提示：汇率波动、经济复苏低于预期、新模式发展不确定性高、政策风险、终端零售恶化、人力成本持续攀升、新业务领域竞争趋于激烈。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,432	5,157	5,492	6,369	7,804
增长率（%）	-11.13%	16.36%	6.48%	15.98%	22.53%
归母净利润（百万元）	223	273	300	409	565
增长率（%）	-39.48%	22.25%	9.73%	36.35%	38.33%
净资产收益率（%）	6.11%	7.22%	6.99%	9.09%	11.76%
每股收益（元）	0.25	0.33	0.37	0.52	0.75
PE	21.92	16.61	14.78	10.50	7.32
PB	1.36	1.32	1.05	1.00	0.94

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

1. 孚日股份：主业稳健，勇于创新	4
1.1 主营业务：毛巾主业稳健，新业务萌芽放量	4
1.2 公司股权结构较为分散，管理团队焕发新机	6
2. 我国是家纺出口大国，公司主业优势明显	7
2.1 家纺偏必需消费品需求量大，孚日具备产能及技术优势	7
2.2 外销、内销均衡发展，未来市场仍有扩容空间	9
3. 依托产业配套优势，新材料、新能源业务打开公司增长空间	10
3.1 热电、水处理配套完善，筹建大化工基地优势明显	10
3.2 新材料业务，孚日宣威优势突出未来业绩贡献乐观	11
3.3 新能源业务，赛道优势突出	13
4. 盈利预测与投资评级	15
4.1 财务分析：财务指标整体健康	15
4.2 盈利预测与投资评级	16
5. 风险提示	17

插图目录

图 1：公司业务构成及家纺业务占比	5
图 2：公司其他业务构成	5
图 3：孚日内销、外销收入情况，及外销占比	5
图 4：家纺业务及其他业务的毛利率（%）	5
图 5：内外销毛利率（%）	5
图 6：营业收入持续提高（单位：亿元，增速%）	6
图 7：归母净利润呈升势（单位：增速%）	6
图 8：孚日股份股权结构	7
图 9：纺织纱线、织物及制品出口金额（单位：亿美元）	8
图 10：床上、餐桌、盥洗及厨房用的织物制品出口（单位：亿美元）	8
图 11：孚日股份外销收入稳中有升，毛利率整体平稳	9
图 12：人民币对美元汇率	10
图 13：海运费价格	10
图 14：公司构建了多业务板块的产业布局	11
图 15：涂层材料的分类	13
图 16：2015~2021 年中国锂电池产量和同比增速	15
图 17：全球锂电池电解液需求量预测	15

表格目录

表 1：孚日股份重要里程碑事件.....	4
表 2：孚日股份管理团队.....	7
表 3：孚日股份毛巾系列和床品系列的生产量和销售量.....	8
表 4：万仁热电历年收入、利润.....	11
表 5：孚日宣威的业务领域及优势.....	12
表 6：孚日宣威的业务领域及优势.....	14
表 7：公司主要的财务指标.....	16
表 8：盈利预测表.....	16

1. 孚日股份：主业稳健，勇于创新

孚日股份创立于 1987 年，原为山东高密毛巾厂，主要从事毛巾、床上用品及其他家纺产品的研发设计及生产销售。发展至今，孚日已经成为一家以家用纺织品为主导产业，集国内外贸易、热电、电机、新化工材料等多元产业于一体的综合性企业集团。公司拥有世界一流水平的织造、印染及后整理等各类生产设备，配套热电、自来水等关联企业，形成了研发设计、棉纺加工、家用纺织品制造、国内外销售一体化的完整产业链。毛巾系列产品生产能力居全球家纺行业第一位。公司与国际主要家纺品牌形成了长期紧密合作关系，产品出口多个国家和地区。同时，公司依靠多品牌战略布局国内市场，目前已形成“孚日”及“洁玉”两大成熟家用纺织品品牌，其中，孚日品牌向一站式“大家纺”发展，市场占有率处于国内领先地位。

孚日股份的发展史充分反映了我国纺织行业发展史，也体现了传统制造行业对于新发展方向的探索史。公司早期主要出口日本市场，这一阶段打造了公司扎实的产品品质，后中国加入 WTO 也助力公司打开欧美市场，出口业务迎来飞速发展。2008 年起公司家纺品出口业务发展受到压力，公司开始通过打造自有品牌，发展内销，同时开始尝试光伏等多元化业务等，寻找新的增长点。

表1：孚日股份重要里程碑事件

年份	公司大事件
1984	公司成立，高密织带厂改名为高密毛巾厂
1988	拓展国际业务，生产出第一批符合出口日本标准的白毛巾产品，企业开始走向国际市场
2001	中国加入世贸组织，孚日进入快速发展期
2004	城南电厂开工建设，开始产业配套建设
2006	IPO，在深圳证券交易所正式挂牌上市
2008	拓展光伏产业
2014	退出光伏产业
2017	发行可转债，募集 12 亿元建设年产 6500 吨高档毛巾产品等项目
2020	变更实控人，实际控制人将变更为高密市国有资产运营中心
2021	拓展新业务，成立孚日宣威及孚日新能源公司

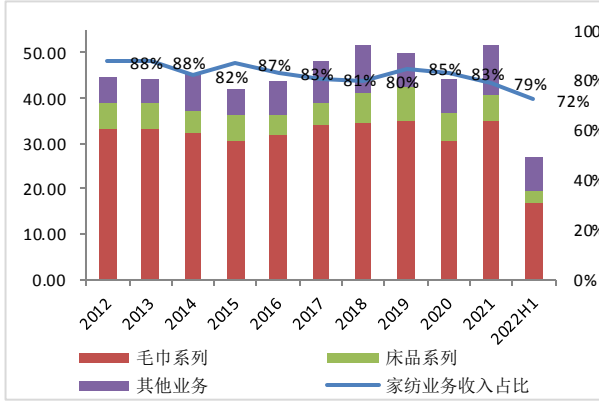
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.1 主营业务：毛巾主业稳健，新业务萌芽放量

公司业务构成较为多元，主业稳健。2021 年，公司实现营业收入 51.57 亿元，其中毛巾系列产品 34.85 亿元、床品系列 5.89 亿元、其他业务 共计 10.83 亿元，家纺产品的占比为 79%，仍占据十分高的比例。其他业务部分，公司配套产业齐全，同时也积极探索新的业务增长点，因此业务结构有所变化。以 2022 年上半年最新情况看，主要业务为热电、材料销售、化工产品、电机产品，收入规模分别为 3.56 亿元、1.47 亿元、1.22 亿元、1.08 亿元。

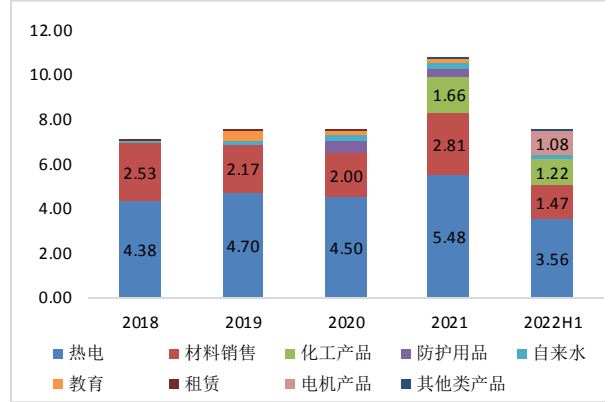
从业务地区分布看，公司产品销售以外销市场为主，内销市场为辅，但是近年来内销业务的增速好于外销，2021 年外销及内销占比分别为 62.55%及 37.45%。

图1: 公司业务构成及家纺业务占比



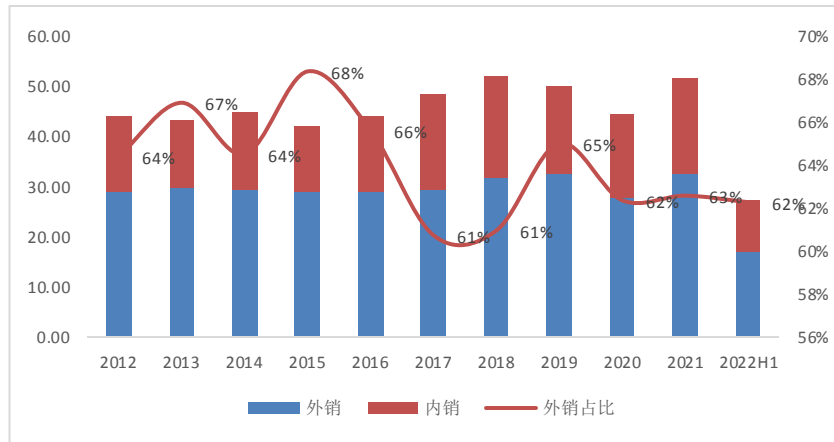
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图2: 公司其他业务构成



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

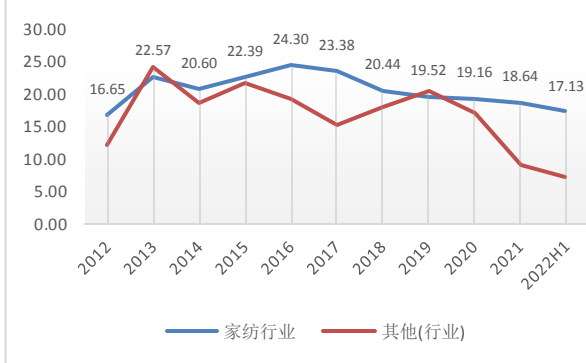
图3: 孚日内销、外销收入情况, 及外销占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

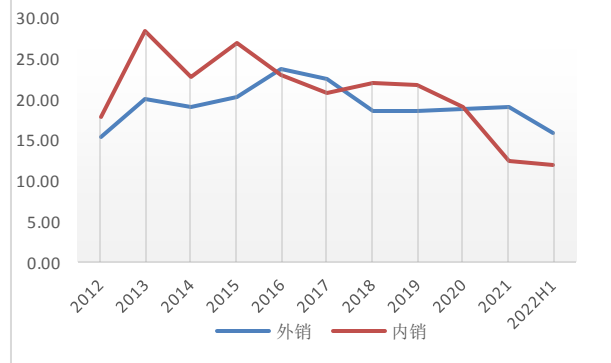
公司整体毛利率及净利率近两年有所压力, 仍待回升。从毛利率情况来看, 公司家纺业务的毛利率较为平稳, 约在 20%左右, 历史最好水平为 24.3%; 其他业务的毛利率因为业务结构有较大波动, 近年来有所走低。从内外销看, 外销业务因为均为家纺业务因此较为平稳, 内销业务整体因为其他业务近年来走低。

图4: 家纺业务及其他业务的毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

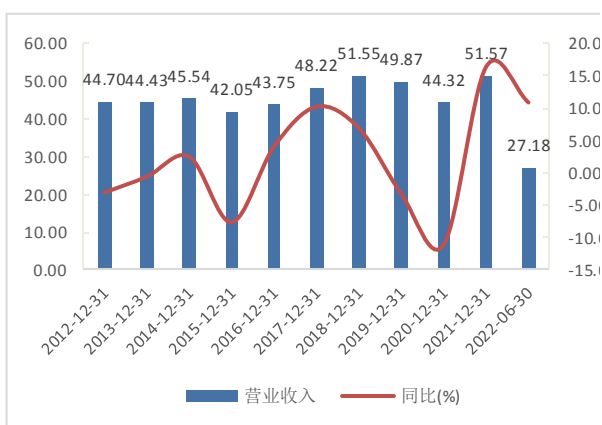
图5: 内外销毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

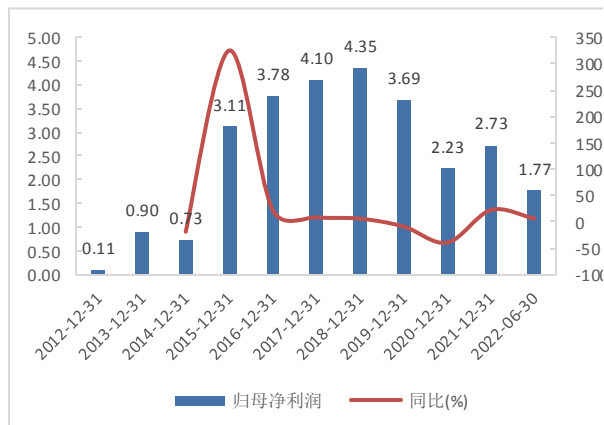
近年来公司收入平稳主要得益于家纺产能保持稳定，业绩从 2012 年走出低谷后近两年又受到疫情影响，2022 年有望成为业绩增长新拐点。2020 年在全球疫情影响下，公司订单受阻，叠加上游原材料涨价、人民币升值汇兑损失增加，以及棉花期货套期保值产生亏损，全年实现营收、归母净利润 44.32 亿元、2.23 亿元，同比下滑 11.13%、39.48%。2021 年公司实现营业收入、归母净利润 51.57 亿元、2.73 亿元，同增 16.36%、22.24%，主要系疫情缓解后欧美市场消费能力提升，公司毛巾产品贡献营收 34.86 亿元，同增 14.36%，推动全年营收快速增长。2022 年上半年实现收入 27.18 亿元，同比增长 10.86%，归母净利润 1.77 亿元，同比增长 6.34%，主要系上半年海外需求景气度较高，人民币贬值利好出口企业，公司收入、利润保持快速增长，新业务如电机、化工材料销售也贡献了可观收入。

图6：营业收入持续提高（单位：亿元，增速%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

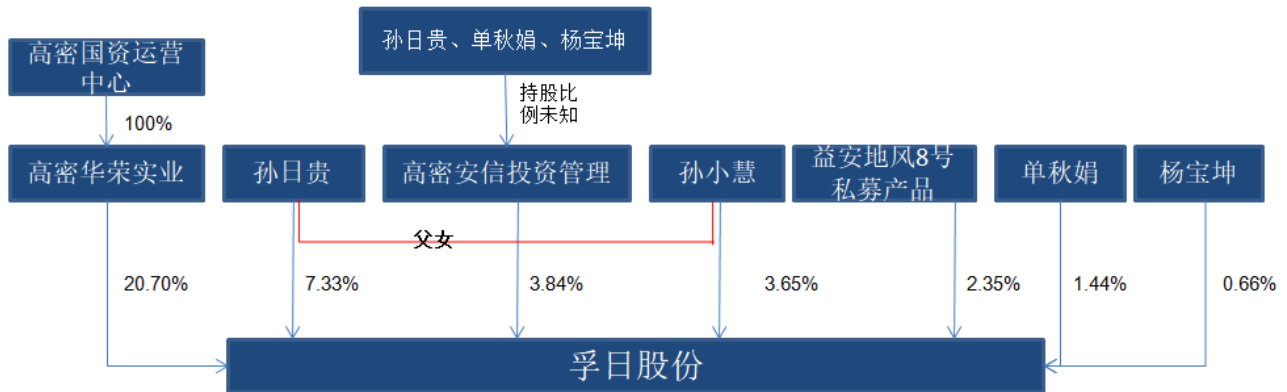
图7：归母净利润呈升势（单位：增速%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 公司股权结构较为分散，管理团队焕发新机

公司大股东为当地国资平台，创始人及一致行动人保留一定股权使得管理团队保持稳定。2020年6月，公司原控股股东孚日控股与华荣实业签署转让协议，孚日控股将其持有的18.72%公司股份转让给华荣实业，自此孚日股份的控股股东将变更为华荣实业，实际控制人将变更为高密市国有资产运营中心，经上市公司回购注销股份，目前华荣实业持股比例为20.70%。此次股份转让使得公司的股权结构进一步优化，国资的引入也有利于公司与股东的优势资源得以协同发展。而原实控人孙日贵先生及其一致行动人保留一定股权（不完全统计持股比例为16.92%），使得公司的管理团队保持稳定，有利于公司战略的延续性和执行。

图8: 孚日股份股权结构


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

新管理层团队年轻富有活力。董事长肖茂昌先生自 2020 年起担任董事长, 新任掌舵人深耕行业多年, 于 2010 年加入孚日股份, 拥有多年公司工作、管理经验, 出任董事长后带领公司积极融入“双循环”新发展格局, 加快产业升级步伐, 不断提高公司核心竞争力。新的管理层团队多数具有丰富的行业经验与专业知识, 在公司任职多年, 管理团队稳定。

表2: 孚日股份管理团队

姓名	公司任职	职责及经历
肖茂昌 43岁	董事长	1979年9月生, 汉族, 大学本科, 助理工程师。原从事日本神钢工程机械销售8年, 2010年在孚日电机入职, 2014年至今担任总经理职务。
张国华 53岁	总经理	1973年1月生, 汉族, 大学本科, 工程师。历任高密万仁热电有限公司车间主任, 客户服务中心主任, 副总经理, 高密市孚日地产有限公司总经理, 高密市新城热力公司总经理; 现任高密万仁热电有限公司总经理。
孙浩博 36岁	副总经理	汉族, 加拿大女王大学管理学硕士, 中山大学经济学学士。曾任中关村创投投资经理, 2016年2月起担任北京信远昊海投资有限公司总经理, 2018年8月起担任北京孚日教育投资公司总经理, 2019年9月起担任北京睿优铭管理咨询有限公司董事长。
陈维义 43岁	财务总监	注册税务师, 高级会计师。2014-2016年, 在山东水泥集团有限公司从事财务管理工作; 2016-2018年, 在力诺集团从事财务管理工作; 2019-2020年, 在水发集团有限公司从事财务管理工作。
彭仕强 42岁	董事会秘书	汉族, 大学本科, 助理会计师, 2003年7月至2007年11月任孚日集团股份有限公司财务部科员, 副科长, 2007年11月起任孚日集团股份有限公司证券部副科长。

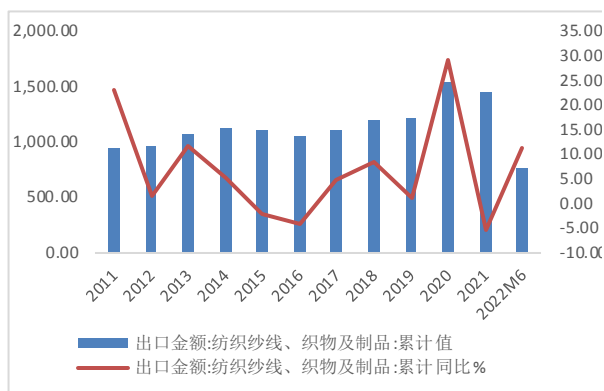
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 我国是家纺出口大国, 公司主业优势明显

2.1 家纺偏必需消费品需求量大, 孚日具备产能及技术优势

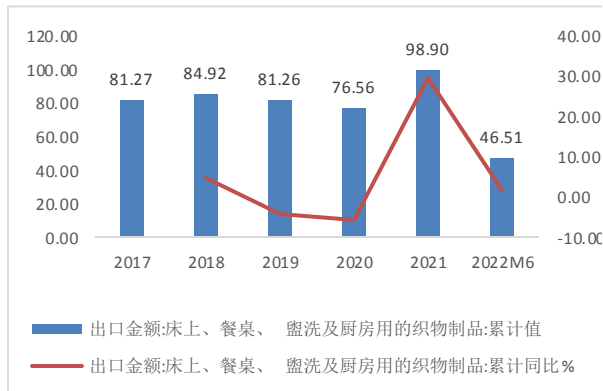
我国是全球最大的家用纺织品出口国。家用纺织品需求量巨大，在欧美家用纺织品在所有纺织品中的占比超过了服装用纺织品。作为日常消费品，毛巾及床品的消费具备一定韧性，同时随着全球经济的企稳，以及国内消费升级，毛巾市场的增长仍值得期待。从出口情况看，我国纺织纱线、织物及制品的出口量较大，且呈稳中有升的态势，自2020年疫情以来防疫用品及居家用品的增加，带来纺织纱线、织物及制品的增长。而具体到毛巾和床品方面，我们参考“床上、餐桌、盥洗及厨房用的织物制品”出口额，其在2021年增速达29%，出口金额达98.90亿美元，约合670亿人民币。

图9：纺织纱线、织物及制品出口金额（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图10：床上、餐桌、盥洗及厨房用的织物制品出口（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

近年来公司产能稳中有增。公司毛巾总产能维持6.5万吨左右，产销率持续维持高位。伴随着外销市场的逐步恢复及内销市场的进一步打开，公司开始逐渐扩张产能。2017年6月，公司发布可转换债券预案，募集资金12亿元，分别用于年产6500吨高档毛巾产品项目、高档巾被智能织造项目，后公司调整项目从3个项目增加为4个，在原有年产6500吨高档毛巾产品项目基础之上，增加了年产7500吨高档巾被制造项目。2018年产能开始逐步释放，公司的毛巾系列和床品系列的生产量整体呈上升态势。

公司毛巾、床品产品技术积累丰富。公司在中国上海设立了产品研发中心，并建立起以各子公司为主体的新产品研发设计团队，每个主销市场配套一个研发创新团队，有针对性地向客户提供整体研发设计方案，实现了研发设计与生产管理、市场销售的无缝对接。目前，公司已经拥有了以新型纤维应用、功能整理技术、组织结构设计为主线的600多个系列、数万个花型的产品体系。

表3：孚日股份毛巾系列和床品系列的生产量和销售量

		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
毛巾系列 (吨)	销售量	57242	60203	61597	61014	54488	64211
	生产量	54961	60492	61845	59804	54562	64957
	库存量	8132	9404	9258	8146	8564	9967
	产销率	104%	100%	100%	102%	100%	99%
床品系列 (吨)	销售量	10276	9134	13906	13548	12540	12054
	生产量	9824	8407	12526	12433	11570	11629
	库存量	1020	931	1158	1413	1381	1520
	产销率	105%	109%	111%	109%	108%	104%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

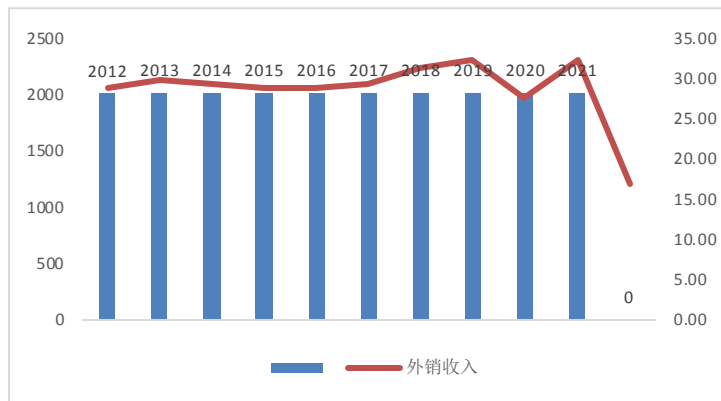
2.2 外销、内销均衡发展，未来市场仍有扩容空间

公司采取多元市场、均衡发展的全球销售模式，出口与内销并重，两个市场也均有增长潜力。

1、外销短期订单有压力，长期竞争力无虞

公司出口产品具备国际竞争力。在生产端，公司拥有从产品研发设计、纺纱、织造、印染、整理、包装、物流到全球贸易的完整生产链条，搭建起棉纺、毛巾、床上用品、装饰布艺以及配套热电厂、自来水厂等产业链群，可以满足世界各地不同风格的各种高档次、高价值订单的生产需求。在销售端，公司已经形成了市场与生产紧密结合、反应速度最快的产销一体化运营机制，能够将市场信息在最短的时间内反馈到生产工厂，提高了企业的市场灵敏度和反应速度，在最大程度上适应了多品种、小批量、快交货的市场形势。生产与销售体系的优势，使得公司在日本、美国、欧盟、中国以及澳大利亚、中东、东南亚等主销市场保持着优势市场地位，拥有较强的溢价能力、抗风险能力和市场话语权。

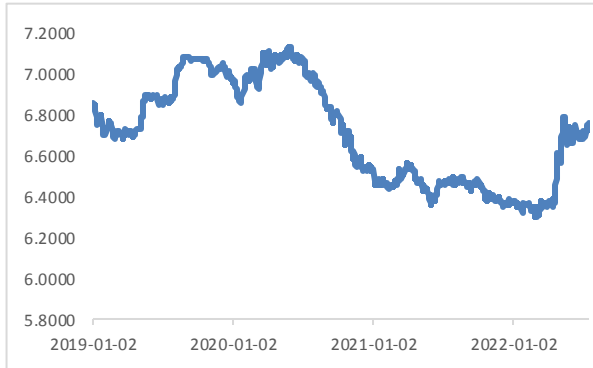
图11：孚日股份外销收入稳中有升，毛利率整体平稳



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从短期来看，外需在加息大背景下有一定压力，但是利润率有一定恢复性提升。2021年面对海运费急剧上涨、仓位异常紧缺、原材料价格高位运行等诸多不利因素影响下，公司凭借过硬的产品在主要市场取得较好成绩，美国市场毛巾出口跃上一个新台阶，日本市场占有率大幅提升，欧洲市场出口快速恢复，充分体现出乎日在全球产业链、供应链和价值链中的地位不断抬升，国际市场的领先优势不断增强。2022年，外部主要经济体加息对于外需形成一定压制，上半年外需整体稳健，但是下半年预计有一定压力，但是海运运费下降，及汇率变动，将对外销利润率形成一定提振。

图12：人民币对美元汇率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图13：海运费价格-波罗的海货柜运价价格指数



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2、内销：毛巾消费升级空间可期

在国内市场，公司拥有孚日、洁玉自主品牌，通过经销商、直销和线上渠道进行销售。经销商渠道目前形成了覆盖除西藏、台湾外的全国所有省份的销售网络。直销模式，公司截至上半年有 65 家直营门店，直营门店有很好的品牌展示和推广效果。电商业务，积极进行多元布局，目前已覆盖京东、天猫、拼多多等主流电商平台，以及在抖音、快手等新媒体上开展品牌展销活动，通过创新合作模式，产品盈利能力不断改善。公司自主品牌孚日入选“2021 中国纺织服装品牌竞争力优势企业”，品牌价值 57.08 亿元。

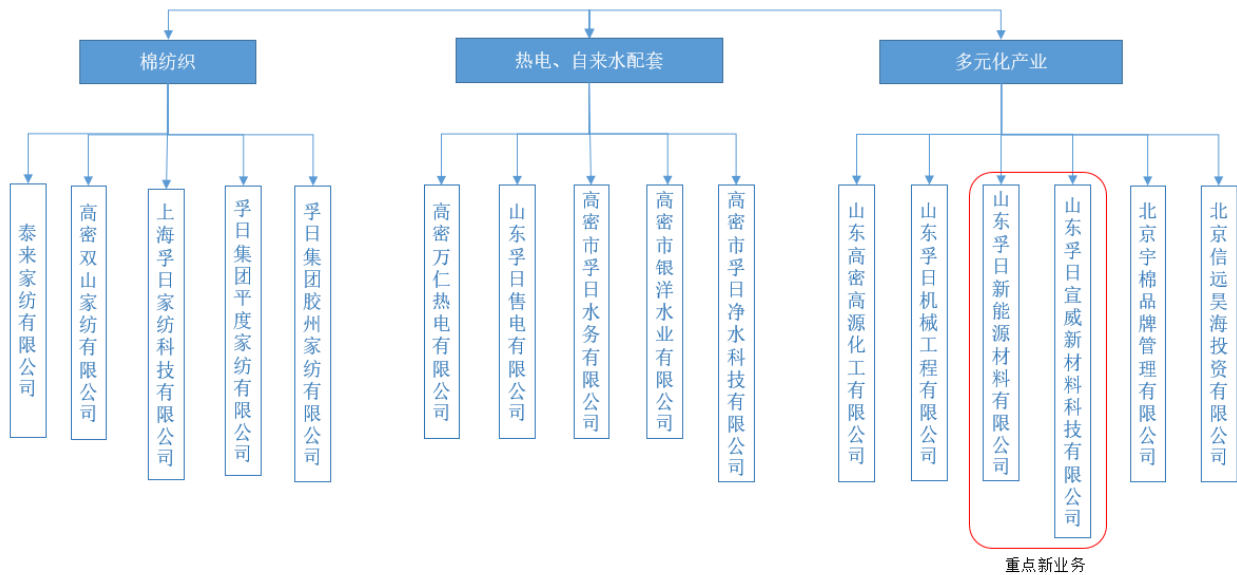
消费升级背景下，消费者对于健康品质生活的追求愈加迫切，对中高端毛巾的需求会进一步增加。毛巾行业前十品牌市场占有率约达 60%。品牌网数据显示，在 2022 年毛巾十大品牌排行榜中，排名前三的毛巾品牌分别是金号、洁丽雅、孚日洁玉，均为传统老牌企业，线上的品牌集中表明年轻人对于毛巾的品质和品牌有一定的追求。为了迎合现代消费者对于毛巾等日常消费品的升级需求，公司对量大品牌进行调整升级：“洁玉”品牌线下业务按照“保存量、攻增量，无缝隙、无空白”要求，持续推进新渠道拓展、新客户开发，全国销售网络基本实现全覆盖。“孚日”品牌线下业务加强直营渠道升级改造，调整优化营销团队，强化营销策划，完善服务体系，品牌运营基础持续巩固。公司自主品牌将有望成为家纺主业里重要的增长点。

3. 依托产业配套优势，新材料、新能源业务打开公司增长空间

3.1 热电、水处理配套完善，筹建大化工基地优势明显

从 2021 年开始公司筹备筹建了大化工和高端装备制造项目，同年分别新成立合资公司孚日宣威、孚日新能源，分别拓展功能涂层项目、新能源材料业务。公司借助配套热电厂、自来水厂等产业链群，具备发展其他产业的基础，同时也将助力新业务在成本端具备明显优势，公司有望在新业务领域快速占领市场。在 2020 年，山东审批省级化工园区落在了高密，宣威公司、新能源公司的新产能项目均在化工园区里边，整个化工园区的水电包括中水等配套产业可由孚日提供，公司的配套产业随着产业园的建设发挥越来越重要的作用。

公司从分公司梳理看，具备以下配套和业务板块：

图14：公司构建了多业务板块的产业布局


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

热电业务是公司优势配套产业，以及利润来源之一。2004 年公司城南电厂开工建设，并于 2008 年收购高源热电及其全资子公司万仁热电 100% 股权。目前公司共有三个热电厂（万仁热电，高源热电和城南热电），装机合计 15 万千瓦。目前，公司热电厂生产的电力和蒸汽约一半自用，一半销售。公司热电业务实施虚拟利润承包等机制，热电厂利润保持较好状态，且对外销售部分有政府补贴收入。公司作为高密的代表性企业，高密工业园区的建设使得孚日有望依托客户资源扩大客户群，扩大收益。2021 年受到煤炭价格大幅上升影响，万仁热电的利润受到影响，随着煤炭价格回落热电业务的利润率有望恢复。

表4：万仁热电历年收入、利润

万仁热电	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入（亿元）	7.15	6.78	6.53	7.22	7.75	-	7.87	9.81	5.79
净利润（亿元）	0.99	1.00	1.05	0.63	0.78	-	1.28	0.39	0.67
利润率	13.85%	14.80%	16.09%	8.67%	10.08%		16.21%	3.95%	11.55%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 新材料业务，孚日宣威优势突出未来业绩贡献乐观

2021 年 8 月孚日新设立控股子公司山东孚日宣威新材料科技有限公司。孚日宣威注册资本 1 亿元，孚日公司出资 5100 万元，占比 51%；李少香女士以“无形资产-知识产权”作价 3500 万元，持股比例 35%；青岛怡美盛世科技有限公司出资 1400 万元，占比 14%。孚日宣威涂层项目首期产能规划 5 万吨，产品以军民两用功能性涂层材料为主，包括热屏蔽节能降温涂层材料、海洋重防腐涂层材料、石化能源特种防腐涂层材料、水性工业防腐涂层材料等。

孚日宣威开展功能涂层材料业务的优势在于：

- **合资公司具备技术基础，在部分领域已经建立优势。**功能涂层材料领域是高分子化学、有机化学、无机化学、胶体化学、表面化学与表面物理、流变学、材料力学、光学和颜色学等多学科结合的综合应用技术领域。细分涂层材料产品种类繁多，不同细分涂层材料产品的基础原理、材料性能、生产工艺、应用条件区别较大，属于典型的技术密集型产业。李少香教授是青岛科技大学的教授，合资公司前身为青岛科技大学校办企业，企业有成熟的技术及产品工艺。
- **合资公司具备一定业务渠道基础，尤其在军工领域。**原企业的产能约在 1000-2000 吨，营业收入每年超过 5,000 万营收，具备业务团队和销售渠道。尤其在销售渠道方面，原企业具备军工销售资质，合资公司层面预计申请该资质较为顺利，后期随着产能增加，军工销售规模扩大可期。
- **高密工业园的配套设施加强产能规模及成本优势。**合资公司成立后，借助高密工业园区的优势，建设产能扩大至 5 万吨。我们认为孚日宣威在部分材料领域经历之前的企业的积累沉淀已经有技术优势，目前扩产后的合资公司将加强产能规模及成本优势。

表5：孚日宣威的业务领域及优势

材料领域	公司发展情况及优势
热屏蔽节能降温防腐涂层材料	经军方和山东省科技厅专家组鉴定，具有可见光、近红外隐身性能，具有优异的隔热降温节能效果，可使装备表面的温度降低 15°C 以上，内部温度降低 8-10°C，达到国内同领域领先水平；
海洋重防腐涂层材料	能够实现带湿带锈涂装和 underwater 固化施工，拥有几十个国内大型示范工程案例，服役 10 年以上防腐性能仍完好，综合技术水平经山东省科技厅组织鉴定达到国内领先水平，荣获青岛市科技进步一等奖；
石化能源特种防腐涂层材料	产品门类齐全、质量优异、性价比高；
水性工业防腐涂层材料	是公司未来重点发展领域，以学校理论研究为基础，突破共性关键技术，形成了可应用于海洋重防腐领域的高端水性集装箱涂层材料，相关技术领域曾荣获山东省科技进步二等奖。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

工业功能涂层材料应用广泛，行业前景广阔。涂料可分为建筑涂料、工业涂料、通用涂料及辅助材料三大类。其中工业涂料广泛应用于航空航天、船舶、汽车、电子、轻工等各个领域，为行业复杂程度最高、用途范围最广、技术难度最大、应用领域最全的涂料门类。2021 年中国涂料行业市场规模为 3257.39 亿元，工业涂料占比约为 67.11%，其市场规模达 2186.03 亿元。

中高端市场以及新兴工业领域的市场国产替代空间大。比较高端的应用包括是隐身材料加上防爆隔热，包括飞机、导弹箱、坦克、军舰。民用领域包括，桥梁码头引桥，储油罐，集装箱等需要防火防爆防腐的需求。工业涂层材料仍处于创新国产化替代的过程，作为国家重点扶持和发展的新材料产业，近年来，政府多个部门陆续出台相关产业政策，鼓励和支持功能性涂层复合材料行业发展。看好高端涂层材料国产替代持续突破，及新能源浪潮中新材料的新机遇。

图15: 涂层材料的分类

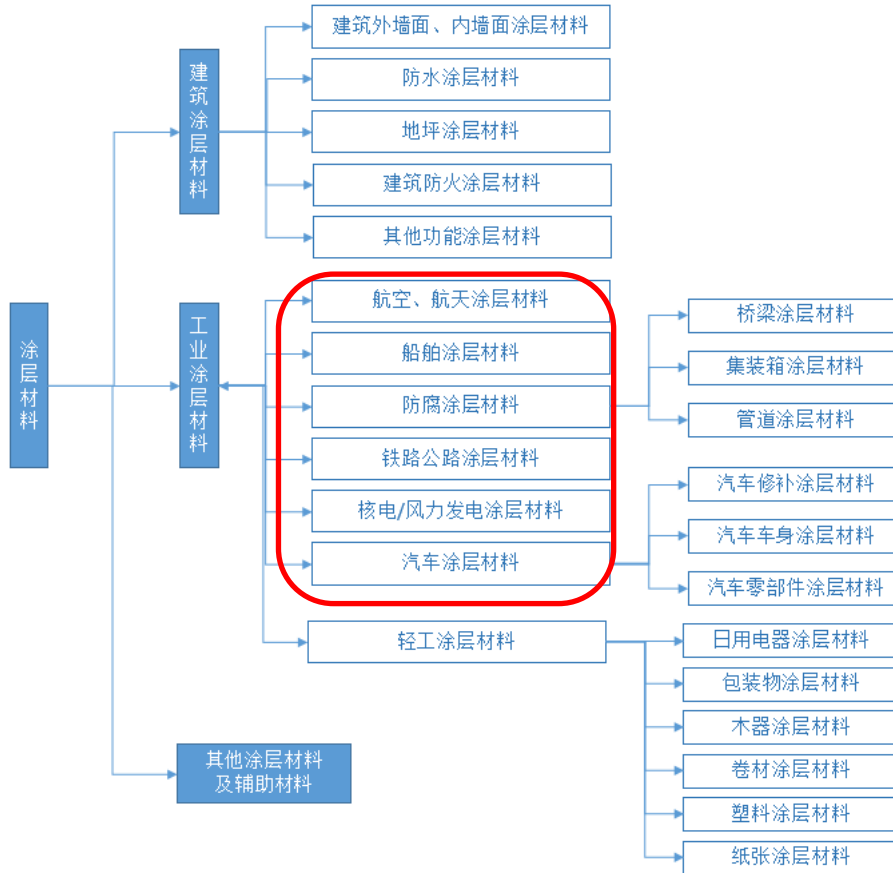


图16: 涂层材料

资料来源: 松井股份招股说明书, 东兴证券研究所

资料来源: 松井股份招股说明书, 东兴证券研究所

注: 红框表示孚日宣威产品应用的领域

宣威产能及订单进度预期良好, 未来预期贡献客观的收入、业绩。公司 5 万吨功能涂层材料项目已于 7 月份进入试生产, 目前处在产能爬坡期。今年全年乐观的可以实现 3000-4000 吨生产, 明年预计 1 万吨, 后年预计 5 万吨全部达产。客户开拓方面, 公司积极扩充业务团队, 除了军工行业资质申请和合作洽谈进行, 公司积极开拓其他领域客户, 包括新能源车等领域。**未来空间初步测算:** 参考行业产品价格, 功能涂层材料的价格约在 2-3 万元/吨, 未来 5 万吨全部达产后贡献收入约 10-15 亿收入。毛利率方面, 功能涂层材料业务的毛利率在 20%~30% (高端产品如飞机发动机用涂层材料的毛利率可达 60%, 以后孚日宣威不排除往更专精的方向转)。综上, 从目前的产品结构看, 公司未来收入规模可超 10 亿元, 毛利润额超 2 亿元。

3.3 新能源业务, 赛道优势突出

孚日新能源于 2021 年 11 月 16 日成立, 注册资本 1 亿元, 公司出资 5100 万元, 占比 51%; 青岛欧安新材料科技有限公司出资 4900 万元, 占比 49%。孚日新能源的项目主要围绕**电池级 VC 和电池级 FEC 产品**的技术研发、全产业链装置建设、生产和运营等方面开展生产经营活动。**VC 和 FEC 均为锂电池电解液的重要添加剂**, 电解液是电池四大材料之一。锂离子电池主要由正负极材料、隔膜和电解液构成, 电解液是电池中离子传输的载体, 是电池的“血液”, 决定着电池的综合性能。其中 VC 的添加比例在 1%-3%左右, FEC 添加比例在 2%-10%左右。

孚日新能源主要的产品及产能规划如下：

- 孚日新能源投资建设了 10000 吨/年 VC 合成装置，生产含量为 99.5% 的 VC 粗品，为 VC 精制项目提供原料；投资建设了 10000 吨/年 VC 精制项目，生产含量大于 99.995% 的电池级 VC 产品。目前，首期 2000 吨/年 VC 精制装置处于试生产准备阶段。
- 孚日新能源将陆续投资建设 10000 吨/年 FEC 装置，经分离精制得到 99.98% 以上含量的电池级 FEC 产品；使用新技术使 VC 合成装置主要原料实现系统内循环利用，降低原料和溶剂消耗。

电池液项目产能及进度表如下：

表6：孚日新能源的产能规划

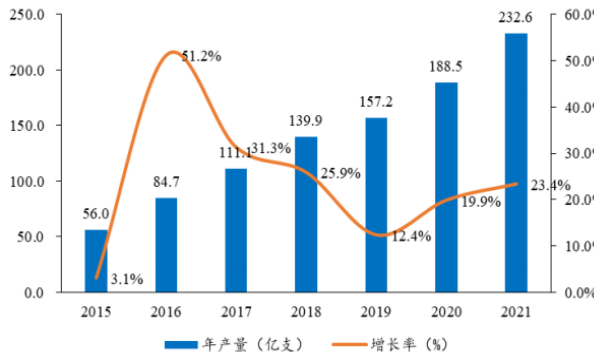
项目	产能	项目进度计划
CEC	40000 吨/年	设备安装完毕，2022 年底投产
VC 合成	10000 吨/年	首期 3000 吨/年已开始设备安装，第二期 4000 吨/年、第三期 3000 吨/年工程已开工建设
VC 精制	10000 吨/年	分两期建设，首期 2000 吨/年设备已联动调试、第二期和第三期共 8000 吨/年设备正在安装中
FEC	10000 吨/年	首期 3000 吨/年已开工建设

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

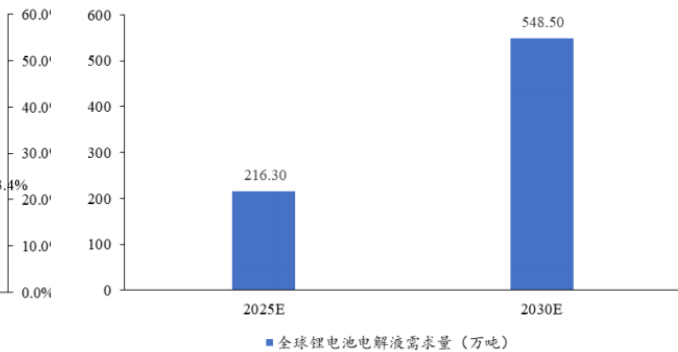
公司发展新能源材料主要优势在于：

- 1、孚日新能源的生产原料在内部得到协同。**公司利用自身液氯优势，在公司控股子公司山东高密高源化工有限公司厂区内投资建设了 40000 吨/年氯代碳酸乙烯酯（以下简称“CEC”）装置，生产含量为 99% 的 CEC 产品，为 VC 和 FEC 提供原料；利用自有技术，将副产盐酸加工成二氯代烯烃，解决副产盐酸的高值化利用问题。
- 2、产业配套齐全。**高密高密市省级化工园区内，具有良好的政策支持、产能拓展等综合优势，同时还可以用公司自有的能源供给、污水处理、中水回用等产业配套资源，充分释放成本、安全等比较优势，具有较强的市场竞争力。
- 3、公司具备化工材料的技术及人才基础。**孚日内部也有多年化工方面的技术积累和人才储备。孚日新能源电池液项目负责人为夏光明副教授，博士、硕士生导师，长期从事功能性有机分子材料分子设计与合成、有机材料合成方法学、光功能性分子材料的光化学、光物理性能等领域的研究和技术开发。

电池电解液添加剂行业需求好，业务具备较好发展前景。动力电池是电解液下游占比最大的应用领域，受益于新能源汽车产业的发展，中国动力电池的需求不断上升，带动了锂电池电解液的发展。2021 年我国动力电池产量累计 219.7GWh，同比累计增长 163.4%，2021 年我国动力电池装车量累计 154.5GWh，同比累计上升 142.8%，动力电池产量及装车量保持在较高水平。**储能市场**持续扩大，锂电储能发展提速也促使电池电解液需求扩大。预计 2025 年全球储能电池出货量为 404GWh，较 2021 年复合增速为 55%。下游需求旺盛拉动电池出货量增长，电解液需求提升。电解液添加剂作为电解液的重要组成部分，能优化电解液各类性能，如电导率、阻燃性能、过充保护、倍率性能等，也将迎来快速发展期。根据伊维经济研究院的数据，锂电池电解液需求量有望在 2025 年突破 200 万吨，并持续快速增长，在 2030 年突破 500 万吨。

图17: 2015~2021 年中国锂电池产量和同比增速


资料来源: 华盛锂电招股说明书, 东兴证券研究所

图18: 全球锂电池电解液需求量预测


资料来源: 华盛锂电招股说明书, 东兴证券研究所

行业产能预计集中释放, 未来或存在一定供给需求差, 价格回归正常。从供给来看, 电解液添加剂行业格局相对分散, 国内最大的生产企业为江苏盛华, 份额约 20.89%。国内需求及出口的提升也使得各厂商积极投产及扩产, 据不完全统计未来 1-2 年的 VC+FEC 产能将集中释放出超 16 万吨产能, 在未来两年行业预计一定程度上存在供给大于需求。价格方面, 2021 年由于下游需求快速提升, 电解液材料供不应求, VC 价格快速上涨最高至 50 万/吨, 目前随着新增产能投产, VC 价格回归至正常水平, 目前约 15 万/吨。

公司产能释放预计稳健, 未来产值贡献大。从公司 VC 及 FEC 项目爬坡进度看, 因青岛欧安公司的产品线尚未成熟, 未来预计产能爬坡期较长。公司预期前期投产 2000 吨 VC, 打通产品设计研发、生产及销售链条链条, 后面再加速产能建设及业务拓展步伐。根据目前 VC 及 FEC 的产品价格可粗略进行项目产值推算。VC 价格预计回落至合理价格后为 12-13 万元/吨, FEC 价格在 8-9 万元/吨, 以公司目前规划, 预计 5 年左右全部达产后, 产值可达 20 亿元。

4. 盈利预测与投资评级

4.1 财务分析: 财务指标整体健康

成长性方面: 除外部因素影响, 公司本身的增长较为稳健。从过去 5 年看, 除了 2019 年中美贸易摩擦带来的加征关税影响外贸, 以及 2020 年新冠疫情影响出口需求, 其他年份公司保持了较好的稳健增长, 我们认为公司本身呈现出较好的成长性。

盈利能力: 公司净利润维持在高个位数水平, 除 2020 年疫情影响明显, 其他年份盈利能尚可。净资产收益率看, 正常年份约在 10%左右。从今年上半年情况观察, 今年全年的利润率和净资产收益率展望乐观, 预计能回到疫情前正常水平。

运营能力: 公司主要运营指标存货周转天数今年来有所下降, 表明公司整体运营流程有所优化, 管理效率提升, 公司整体的业绩健康水平和持续性有所提升。

资产负债水平: 公司整体资产负债率偏高, 长期在 50%以上, 截至 2022.6.30 负债合计 44.73 亿元。从负债结构看, 公司主要负债为政策性银行的短期借款 (截至 2022.6.30 余额为 23.34 亿元), 资金成本较低, 因此公司的负债率并没有带来较高的债务成本。此外, 公司 2017 年发行的可转债 (截至 2022.6.30 余额为 5.86 亿元), 在今年预计有较大比例转股, 将进一步降低公司的资产负债率。

表7: 公司主要的财务指标

	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-06-30
成长性						
营业收入同比增长率 (%)	10%	7%	-3%	-11%	16%	11%
归属母公司股东的净利润 (%)	8%	6%	-9%	-39%	22%	6%
盈利能力						
销售毛利率 (%)	21.80%	20.00%	19.64%	18.79%	16.62%	14.37%
销售净利率 (%)	8.59%	7.88%	7.36%	4.34%	5.19%	6.44%
净资产收益率(加权) (%)	12.63%	12.95%	10.54%	5.87%	7.15%	4.62%
运营指标						
存货周转天数(天)	185.88	154.79	120.96	121.11	111.11	113.66
应收账款周转天数(天)	32.62		40.93	45.44	37.78	38.24
资产结构和流动性						
资产负债率 (%)	62.37	64.74	58.84	50.16	50.93	54.27
流动比率	1.03	1.06	1.24	1.38	1.2	1.09
速动比率	0.82	0.86	0.95	0.91	0.72	0.7

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

4.2 盈利预测与投资评级

收入假设: 毛巾及床品主业方面, 预计今年考虑加息背景下的外需及疫情影响下的内需, 收入略有降低。23/24 年随着内外需的回暖, 预计收入维持 10%左右增长。热电业务, 随着高密工业园各项项目的推进, 用电量提升带来热电业务每年 20%增长。新业务方面, 预计功能涂层材料业务、新能源材料业务开始贡献明显收入。

毛利率: 2022 年随着人民币汇率及海运运费变动, 毛巾及床品主业毛利率乐观。新业务功能涂层材料业务、新能源材料业务随着产能释放及产能利用率爬坡, 毛利率持续缓慢提升。

费用率方面, 公司收入持续扩张及规模效应显现, 预计 2022-2024 年期间费用率保在稳定。

表8: 盈利预测表

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入拆分						
家纺主业 (毛巾、床品)	42.31	36.83	40.74	40.74	44.82	49.30
YOY	-4%	-11%	16%	0%	10%	10%
热电	4.70	4.50	5.48	6.57	7.89	9.46
YOY	7%	-4%	22%	20%	20%	20%
材料销售	2.17	2.00	2.81	2.87	2.92	2.98
YOY	-14%	-8%	41%	2%	2%	2%

化工产品 (含功能涂层、 新能源材料)	0	0	1.66	2.77	6.18	12.41
YOY				67%	123%	101%
其他 (电机、自来水等)	0.69	0.99	0.88	1.97	1.88	3.88
YOY				123%	10%	10%
合计营业收入	49.87	44.32	51.57	54.92	63.69	78.04
总收入增速	-4%	-11%	16%	6%	16%	23%
毛利率						
家纺主业	19.52%	19.16%	18.64%	17.00%	18.50%	19.00%
热电	20.79%	21.31%	3.19%	3.19%	20.00%	20.00%
材料销售			14.56%	15.00%	15.00%	15.00%
化工产品			15.77%	22.68%	24.31%	27.14%
其他				25.00%	25.00%	25.00%
公司毛利率	19.64%	18.79%	16.62%	15.82%	19.28%	20.56%

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

盈利预测: 预计公司 2022-2024 年营业收入为 54.92/63.69/78.04 亿元, 同比增长 6%、16%、23%; 归母净利润为 3.0、4.09 和 5.65 亿元, 同比增长 9.73%、36.35%和 38.33%, 对应 PE 为 14.78、10.50、7.32 倍。

投资评级: 孚日股份在家纺用品领域根基深厚、优势突出, 公司围绕主业打造全产业链条, 配套产业为新业务开展打下基础, 未来竞争优势得以强化。我们看好公司主业稳健发展, 及在功能涂层材料、新能源材料领域的发展潜力。预计随着未来新业务占比的提升, 公司的业绩及估值有望双升。基于未来公司发展信心及目前的股价位置, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5. 风险提示

汇率波动、经济复苏低于预期、新模式发展不确定性高、政策风险、终端零售恶化、人力成本持续攀升、新业务领域竞争趋于激烈。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元						利润表				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	5188	3635	4006	4240	5349	营业收入	4432	5157	5492	6369	7804
货币资金	1757	1137	1694	1685	2236	营业成本	3599	4300	4623	5141	6199
应收账款	552	530	624	690	866	营业税金及附加	65	79	82	96	117
其他应收款	311	71	76	88	108	营业费用	137	133	156	181	221
预付款项	32	40	24	20	26	管理费用	173	181	204	230	285
存货	1208	1446	1553	1728	2083	财务费用	228	128	147	170	193
其他流动资产	40	34	33	28	28	研发费用	11	23	24	43	53
非流动资产合计	3707	4101	3776	3713	3607	资产减值损失	-69.97	-42.61	-20.00	-20.00	-20.00
长期股权投资	50	49	0	0	0	公允价值变动收益	-159.05	33.38	-36.92	0.00	0.00
固定资产	2728	2601	2393	2185	1977	投资净收益	45.76	24.09	34.93	29.51	32.22
无形资产	581	716	678	642	609	加:其他收益	288.88	9.72	149.30	30.00	50.00
其他非流动资产	167	296	231	264	248	营业利润	316	331	386	549	799
资产总计	8895	7736	7782	7953	8955	营业外收入	5.66	6.06	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4173	3035	3142	3081	3724	营业外支出	20.36	9.50	0.00	0.00	0.00
短期借款	3337	1846	1953	1897	2386	利润总额	301	328	386	549	799
应付账款	502	372	516	506	651	所得税	109	60	81	121	184
预收款项	0	0	-62	-99	-91	净利润	192	268	305	429	615
一年内到期的非流	22	387	387	387	387	少数股东损益	-31	-5	5	20	50
非流动负债合计	1061	906	316	320	318	归属母公司净利润	223	273	300	409	565
长期借款	380	200	200	200	200	主要财务比率					
应付债券	540	571	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	5234	3940	3458	3402	4042	成长能力					
少数股东权益	4	14	19	39	89	营业收入增长	-11.13%	16.36%	6.48%	15.98%	22.53%
实收资本(或股本)	908	908	821	821	821	营业利润增长	-36.89%	4.95%	16.36%	42.49%	45.40%
资本公积	1395	1395	1395	1395	1395	归属于母公司净利	-39.48%	22.25%	9.73%	36.35%	38.33%
未分配利润	1281	1526	1666	1824	2065	获利能力					
归属母公司股东权	3658	3782	4286	4492	4804	毛利率(%)	18.79%	16.62%	15.82%	19.28%	20.56%
负债和所有者权益	8895	7736	7771	7942	8944	净利率(%)	4.34%	5.19%	5.55%	6.73%	7.88%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.51%	3.53%	3.85%	5.14%	6.31%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	6.11%	7.22%	6.99%	9.09%	11.76%
经营活动现金流	892	560	505	557	595	偿债能力					
净利润	192	268	305	429	615	资产负债率(%)	59%	51%	44%	43%	45%
折旧摊销	357.42	355.76	251.29	248.97	246.80	流动比率		1.20	1.28	1.38	1.44
财务费用	228	128	147	170	193	速动比率		0.72	0.78	0.82	0.88
应收账款减少	15	22	-94	-65	-177	营运能力					
预收帐款增加	-101	0	-62	-36	8	总资产周转率	0.47	0.62	0.71	0.81	0.92
投资活动现金流	384	423	449	-138	-87	应收账款周转率	8	10	10	10	10
公允价值变动收益	-159	33	-37	0	0	应付账款周转率	9.10	11.79	12.37	12.47	13.49
长期投资减少	0	0	49	0	0	每股指标(元)					
投资收益	46	24	35	30	32	每股收益(最新摊	0.25	0.33	0.37	0.52	0.75
筹资活动现金流	-1320	-1006	-397	-428	43	每股净现金流(最新	-0.05	-0.03	0.68	-0.01	0.67
应付债券增加	32	31	-571	0	0	每股净资产(最新摊	4.03	4.17	5.22	5.47	5.85
长期借款增加	380	-180	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	-87	0	0	P/E	21.92	16.61	14.78	10.50	7.32
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.36	1.32	1.05	1.00	0.94
现金净增加额	-44	-23	557	-9	551	EV/EBITDA	8.35	8.44	6.82	5.47	4.23

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士。2019年7月加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责造纸、包装、电子烟等研究方向。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年4月加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他销售轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526