

Q1 收入基本维稳，长期业绩增长趋势不改

买入|维持

——安利股份 2022 年一季报点评

事件：

公司发布 2022 年一季报：2022 年第一季度实现营收 4.84 亿元，同比增长 9.44%；实现归母净利润 1.69 亿元，同比增长 512.32%；实现扣非归母净利润 0.13 亿元，同比减少 52.81%；基本每股收益 0.79 元。

国元观点：

● **疫情背景下销量下滑致营收承压，Q1 确认非经常性损益致利润高增**
 归因于三月份以来疫情反复致物流受阻与需求端收缩，22Q1 公司销量同比下滑 2.62%，实现营收 4.84 亿元，同比增长 9.44%，环比减少 13.24%；实现归母净利润 1.69 亿元，同比增长 512.32%，环比增长 407.96%，归母净利润高增主要系公司确认资产处置净收益 1.59 亿元；同时受原材料价格上涨和汇率波动等因素影响，利润端有一定承压，扣除非经常性损益后归母净利润为 0.13 亿元，同比减少 52.81%，环比减少 52.59%。**成本端看**，受地缘政治因素及疫情影响，Q1 原辅料与能源价格高位盘整，化工原料与天然气均实现约 30% 的价格涨幅，成本压力较大；**利润端看**，产品售价虽总体呈现上涨趋势，但由于下游部分客户调价幅度低于原料价格涨幅，利润空间受到挤压。**展望未来**，公司已实现年产聚氨酯合成革及复合材料 8500 万米的生产经营能力，未来在技术创新加持下，将持续推进水性、无溶剂、TPU、赛丽康、可回收、可降解等新材料、新技术、新工艺的开发应用。

● **毛利率受不利因素扰动边际下滑，持续加码研发创新**

受宏观因素与成本端的多重不利因素影响，2022Q1 毛利率同比下滑 5.32pcts 至 18.36%，较去年 Q4 环比下滑 3.79pcts；净利率受确认资产处置净收益影响同比增长 30.90pcts 至 37.10%。期间费用方面，22Q1 销售费用率/管理费用率分别同比减少 0.20pcts/0.44pcts 至 2.78%/3.37%；财务费用率增长 0.15pcts 至 1.31%。公司保持研发驱动战略，并加大与头部客户的新产品研发力度，22Q1 实现研发费用 0.37 亿元，较去年同期增长 36.99%，研发费用率同比增长 1.55pcts 至 7.70%，未来公司将不断提升高技术含量、高附加值产品占比来加强技术壁垒，提升市场份额。

● **全球化产能布局+绑定头部大客户，清晰成长路径打开业绩增量空间**

安利越南 2 条生产线投产在即，产能释放叠加创新驱动产品迭代，公司未来成长路径清晰。预计 2023 年，公司生态功能性聚氨酯合成革及复合材料产能将达 1 亿米。公司在增强与现有存量客户绑定关系的同时，积极联系和推进与新兴增量品牌的合作进程，并持续开拓国内外优质客户资源。在头部客户的下游应用推动下，高毛利产品有望持续放量，伴随宏观因素与成本压力边际改善，公司利润端表现有望回暖。

● **投资建议与盈利预测**

公司为 PU 合成革龙头企业，伴随产品力的不断提升，叠加与下游客户的深入合作，公司未来成长可期，根据报告期内确认资产处置收益与原材料波动等因素，我们调整盈利预测，预计 2022-2024 年分别实现营收 25.04/30.26/36.11 亿元，归母净利润为 1.93/2.31/2.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.89 /1.06/1.26 元，当前股价对应 PE 为 13.46/11.25/9.49 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

汇率大幅波动；原材料价格大幅波动；下游需求不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1546.59	2045.86	2503.81	3026.12	3610.81
收入同比 (%)	-8.75	32.28	22.38	20.86	19.32
归母净利润(百万元)	50.46	131.90	192.85	230.75	273.50
归母净利润同比 (%)	-29.05	161.42	46.21	19.65	18.53
ROE (%)	4.72	11.70	14.53	15.20	15.69
每股收益 (元)	0.23	0.61	0.89	1.06	1.26
市盈率(P/E)	51.44	19.68	13.46	11.25	9.49

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：21.9 / 9.4

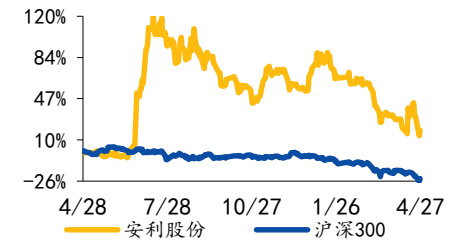
A 股流通股 (百万股)：213.03

A 股总股本 (百万股)：216.99

流通市值 (百万元)：2522.24

总市值 (百万元)：2569.13

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-安利股份(300218) 2021 年年报
 点评：客户结构持续优化，量价齐升打开成长空间》
 2022.03.29

报告作者

分析师 徐偲
 执业证书编号 S002052105003
 电话 021-51097188
 邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 许元琨
 邮箱 xuyuankun@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1011.05	1124.14	1433.74	1739.22	2100.33
现金	392.59	294.30	509.21	636.79	809.35
应收账款	161.87	214.22	237.74	287.34	342.85
其他应收款	2.05	2.41	3.25	3.93	4.69
预付账款	2.42	4.33	4.01	4.74	5.45
存货	342.86	472.31	565.15	689.48	818.29
其他流动资产	109.25	136.59	114.37	116.94	119.69
非流动资产	1068.68	1079.11	1079.25	1067.28	1040.74
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	915.16	881.31	947.57	972.68	967.48
无形资产	49.78	44.70	38.24	31.78	25.32
其他非流动资产	103.75	153.10	93.44	62.82	47.94
资产总计	2079.73	2203.25	2512.99	2806.49	3141.07
流动负债	741.52	775.02	875.81	968.53	1062.35
短期借款	210.20	179.86	223.47	223.47	223.47
应付账款	289.39	373.82	428.00	505.31	580.97
其他流动负债	241.92	221.34	224.35	239.75	257.90
非流动负债	156.29	172.73	175.30	175.30	175.30
长期借款	79.60	100.00	100.00	100.00	100.00
其他非流动负债	76.69	72.73	75.30	75.30	75.30
负债合计	897.80	947.75	1051.11	1143.83	1237.65
少数股东权益	112.86	128.37	134.60	144.64	159.75
股本	216.99	216.99	216.99	216.99	216.99
资本公积	361.64	361.64	361.64	361.64	361.64
留存收益	495.01	603.04	795.90	986.65	1212.29
归属母公司股东权益	1069.07	1127.14	1327.28	1518.03	1743.67
负债和股东权益	2079.73	2203.25	2512.99	2806.49	3141.07

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	149.70	137.24	267.16	341.38	417.45
净利润	52.39	134.68	199.08	240.79	288.61
折旧摊销	107.76	104.48	108.98	126.97	142.54
财务费用	30.85	25.27	4.57	57.65	80.88
投资损失	-3.28	-4.62	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-55.83	-153.28	-59.43	-93.15	-103.52
其他经营现金流	17.80	30.71	13.95	9.12	8.94
投资活动现金流	-92.34	-84.19	-98.56	-116.15	-116.15
资本支出	96.47	148.53	120.00	120.00	120.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	4.13	64.34	21.44	3.85	3.85
筹资活动现金流	-64.89	-149.02	46.32	-97.65	-128.74
短期借款	-70.14	-30.34	43.61	0.00	0.00
长期借款	-74.20	20.40	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	79.38	-139.08	2.71	-97.65	-128.74
现金净增加额	-12.14	-97.15	214.92	127.58	172.56

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1546.59	2045.86	2503.81	3026.12	3610.81
营业成本	1248.16	1577.99	1911.55	2256.85	2594.79
营业税金及附加	14.66	15.69	25.04	30.26	36.11
营业费用	51.30	69.27	85.13	111.97	155.26
管理费用	64.74	82.50	112.67	121.04	155.26
研发费用	84.58	127.70	160.00	200.00	272.00
财务费用	30.85	25.27	4.57	57.65	80.88
资产减值损失	-15.27	-12.29	-12.29	-12.29	-12.29
公允价值变动收益	4.28	-2.18	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.28	4.62	0.00	0.00	0.00
营业利润	64.32	146.27	205.56	249.06	317.21
营业外收入	1.15	1.59	10.00	10.00	0.00
营业外支出	10.74	7.42	7.97	7.97	15.00
利润总额	54.73	140.43	207.59	251.09	302.21
所得税	2.34	5.75	8.51	10.29	13.60
净利润	52.39	134.68	199.08	240.79	288.61
少数股东损益	1.93	2.78	6.23	10.04	15.11
归属母公司净利润	50.46	131.90	192.85	230.75	273.50
EBITDA	202.94	276.01	319.11	433.67	540.63
EPS (元)	0.23	0.61	0.89	1.06	1.26

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.75	32.28	22.38	20.86	19.32
营业利润 (%)	-20.34	127.39	40.54	21.16	27.37
归属母公司净利润 (%)	-29.05	161.42	46.21	19.65	18.53
获利能力					
毛利率 (%)	19.30	22.87	23.65	25.42	28.14
净利率 (%)	3.26	6.45	7.70	7.63	7.57
ROE (%)	4.72	11.70	14.53	15.20	15.69
ROIC (%)	8.19	13.61	16.02	22.08	27.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.17	43.02	41.83	40.76	39.40
净负债比率 (%)	45.14	35.73	36.37	33.42	30.89
流动比率	1.36	1.45	1.64	1.80	1.98
速动比率	0.89	0.84	0.98	1.07	1.20
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.96	1.06	1.14	1.21
应收账款周转率	8.86	9.65	9.82	10.23	10.17
应付账款周转率	4.42	4.76	4.77	4.84	4.78
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.61	0.89	1.06	1.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.69	0.63	1.23	1.57	1.92
每股净资产 (最新摊薄)	4.93	5.19	6.12	7.00	8.04
估值比率					
P/E	51.44	19.68	13.46	11.25	9.49
P/B	2.43	2.30	1.96	1.71	1.49
EV/EBITDA	13.46	9.89	8.56	6.30	5.05

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188