

2022年03月29日

Q4 提价转嫁压力，推出三期员工持股计划

安利股份(300218)

| | | | |
|--------|------|--------------|-----------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 300218 |
| 上次评级: | 买入 | 52 周最高价/最低价: | 22.5/9.27 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 28.64 |
| 最新收盘价: | 13.2 | 自由流通市值(亿) | 28.55 |
| | | 自由流通股数(百万) | 216.28 |

事件概述

2021 年公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 20.46/1.32/1.21 亿元、同比增长 32%/161%/239%，符合预期，归母净利增速低于扣非增速主要由于政府补助、投资收益、营业外收入减少。21Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.58/0.33/0.27 亿元、同比增长 12%/0%/11%，环比改善。每股派发现金红利 0.21 元，分红率为 33.8%。

公司推出第三期员工持股计划，参加员工总人数不超过 500 人，拟筹集资金总额上限为 4755 万元（其中不超过 1100 万元为员工自筹，不超过 3655 万元为控股股东提供的借款），购买均价为 10.54 元，若 2022 年扣非净利同比增长不低于 25%，则权益归属比例为 100%；若增长率低于 25%，则权益归属比例为 80%。本员工持股计划存续期为不超过 36 个月，所获标的股票的锁定期为 12 个月。

分析判断:

价增大于量增贡献，Q4 继续提价。根据公告，拆分来看，公司主营革产品销量、单价分别为 0.66 亿米、29.47 元/米，同比增长 12.3%、15%：（1）量增主要来自扩产和产能利用率提升，21 年公司投产 1 条干法生产线，产能从 83 百万米提升至 85 百万米，我们测算 2021 年产能利用率为 78%、同比提高 6.6PCT。（2）价格上涨主要来自产品结构优化、高附加值产品比重加大以及原材料涨价贡献。我们测算，21Q4 单价为 34.66 元，同比增长 28%、环比继续增长 20%。

Q4 毛利率环比改善。2021 年公司净利率为 6.45%、同比提高 3.2PCT，主要来自毛利率提升。2021 年公司毛利率为 22.87%、同比提高 3.57PCT，主要来自产品结构改善。从费用率来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.39%/4.03%/6.24%/1.24%、同比提高 0.1/-0.2/0.8/-0.8PCT，研发费用率提升主要由于公司加大水性、无溶剂、生物基、硅基、可回收可降解等新材料、新工艺和新产品的开发。21Q4 净利率为 6.13%、同比下降 0.76PCT、环比提高 0.4PCT，同比下降主要来自销售、研发费用率大幅提升 3/4PCT 至 3.6%/7.8%；21Q4 毛利率为 22.15%、同比提高 6.78PCT、环比提高 1PCT，毛利率环比改善。

计提存货和应收账款减值准备。经营现金流为 1.37 亿元、同比减少 8%，经营现金流/归母净利为 104%、同比下降 193PCT，主要由于应收账款有所增长。2021 年存货为 4.72 亿元、同比增长 38%，计提减值 1229 万元，存货跌价损失/存货为 2.6%；应收账款为 2.14 亿元、同比增长 31%，应收账款周转天数为 33 天、同比下降 3 天，公司计提坏账损失 854 万元，坏账损失/应收账款为 4%；应付账款为 3.74 亿元、同比增长 26%，应付账款周转天数为 76 天、同比下降 6 天。

投资建议

我们认为，（1）短期来看，公司 3 月仍受到疫情带来的发货影响，此外原材料持续上涨、公司毛利率有所承压；（2）公司越南 2 条生产线有望今年上半年投产，此外根据公告，公司计划新增 3 条干法生产线（含 1 条开发实验线）；（3）苹果由于缺芯、NIKE 及芝华士受到海外疫情对供应链的影响，21 年低于预期，且新能源车客户仍处于打基础阶段，有望在 22 年下半年成为重要增长动力；（4）土地收储奖励有望贡献收益 1.7 亿元，有望在今年上半年确认。

维持 2022/2023 年收入为 25.44/31.38 亿元、新增 24 年收入为 38.33 亿元，维持 22/23 年归母净利分别为 1.84/2.46 亿元、新增 24 年归母净利为 3.2 亿元，维持 22/23 年 EPS 分别为 0.85/1.13 元、新增 24 年 EPS 为

1.47 元，2022 年 3 月 28 日收盘价 13.2 元对应 PE 为 16/12/9X，中长期仍看好水性无溶剂产品带来的客户结构和盈利能力改善，维持“买入”评级。目前劲达企业、香港敏丰已减持至 6.82%、5.53%；21 年 9 月、22 年 1 月公司进行 2 次回购，分别回购 325、126 万股，回购均价分别为 15.39 元、15.88 元，目前已回购完毕。

风险提示

疫情发展的不确定性；客户拓展不及预期；产能拓展不及预期；财务投资股东减持风险；系统性风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,547 | 2,046 | 2,544 | 3,138 | 3,833 |
| YoY (%) | -8.7% | 32.3% | 24.4% | 23.3% | 22.1% |
| 归母净利润(百万元) | 50 | 132 | 184 | 246 | 320 |
| YoY (%) | -29.0% | 161.4% | 39.2% | 33.8% | 30.3% |
| 毛利率 (%) | 19.3% | 22.9% | 23.4% | 23.7% | 23.9% |
| 每股收益 (元) | 0.23 | 0.61 | 0.85 | 1.13 | 1.47 |
| ROE | 4.7% | 11.7% | 14.0% | 15.8% | 17.1% |
| 市盈率 | 56.77 | 21.70 | 15.60 | 11.66 | 8.95 |

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：

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO:

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) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业总收入 | 2,046 | 2,544 | 3,138 | 3,833 | 净利润 | 135 | 191 | 256 | 333 |
| YoY (%) | 32.3% | 24.4% | 23.3% | 22.1% | 折旧和摊销 | 104 | 2 | 4 | 6 |
| 营业成本 | 1,578 | 1,949 | 2,394 | 2,917 | 营运资金变动 | -153 | -6 | -75 | -90 |
| 营业税金及附加 | 16 | 24 | 25 | 31 | 经营活动现金流 | 137 | 220 | 215 | 277 |
| 销售费用 | 69 | 102 | 126 | 148 | 资本开支 | -91 | -28 | -33 | -39 |
| 管理费用 | 83 | 102 | 126 | 153 | 投资 | 0 | -4 | -4 | -5 |
| 财务费用 | 25 | 14 | 8 | 2 | 投资活动现金流 | -84 | -27 | -31 | -37 |
| 资产减值损失 | -12 | -14 | -18 | -19 | 股权募资 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 5 | 5 | 6 | 8 | 债务募资 | -67 | -37 | -143 | 0 |
| 营业利润 | 146 | 210 | 282 | 367 | 筹资活动现金流 | -149 | -55 | -155 | -8 |
| 营业外收支 | -6 | -6 | -7 | -8 | 现金净流量 | -97 | 138 | 29 | 232 |
| 利润总额 | 140 | 203 | 275 | 358 | | | | | |
| 所得税 | 6 | 12 | 19 | 25 | 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 净利润 | 135 | 191 | 256 | 333 | 成长能力 | | | | |
| 归属于母公司净利润 | 132 | 184 | 246 | 320 | 营业收入增长率 | 32.3% | 24.4% | 23.3% | 22.1% |
| YoY (%) | 161.4% | 39.2% | 33.8% | 30.3% | 净利润增长率 | 161.4% | 39.2% | 33.8% | 30.3% |
| 每股收益 | 0.61 | 0.85 | 1.13 | 1.47 | 盈利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 22.9% | 23.4% | 23.7% | 23.9% |
| | | | | | 净利率 | 6.6% | 7.5% | 8.2% | 8.7% |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 总资产收益率 ROA | 6.0% | 7.6% | 9.1% | 10.0% |
| 货币资金 | 294 | 432 | 461 | 693 | 净资产收益率 ROE | 11.7% | 14.0% | 15.8% | 17.1% |
| 预付款项 | 4 | 4 | 5 | 6 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 472 | 521 | 638 | 780 | 流动比率 | 1.45 | 1.61 | 1.88 | 2.03 |
| 其他流动资产 | 353 | 413 | 508 | 619 | 速动比率 | 0.81 | 0.97 | 1.11 | 1.25 |
| 流动资产合计 | 1,124 | 1,370 | 1,612 | 2,098 | 现金比率 | 0.38 | 0.51 | 0.54 | 0.67 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 43.0% | 42.2% | 38.3% | 37.8% |
| 固定资产 | 881 | 901 | 923 | 948 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 45 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.93 | 1.05 | 1.17 | 1.20 |
| 非流动资产合计 | 1,079 | 1,054 | 1,076 | 1,102 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 2,203 | 2,469 | 2,733 | 3,244 | 每股收益 | 0.61 | 0.85 | 1.13 | 1.47 |
| 短期借款 | 180 | 143 | 0 | 0 | 每股净资产 | 5.19 | 6.04 | 7.17 | 8.65 |
| 应付账款及票据 | 374 | 459 | 564 | 687 | 每股经营现金流 | 0.63 | 1.01 | 0.99 | 1.28 |
| 其他流动负债 | 221 | 247 | 293 | 348 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 775 | 849 | 857 | 1,035 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 100 | 100 | 100 | 100 | PE | 21.70 | 15.60 | 11.66 | 8.95 |
| 其他长期负债 | 73 | 73 | 73 | 73 | PB | 3.33 | 2.19 | 1.84 | 1.53 |
| 非流动负债合计 | 173 | 173 | 173 | 173 | | | | | |
| 负债合计 | 948 | 1,022 | 1,030 | 1,208 | | | | | |
| 股本 | 217 | 217 | 217 | 217 | | | | | |
| 少数股东权益 | 128 | 136 | 146 | 160 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,256 | 1,447 | 1,703 | 2,036 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 2,203 | 2,469 | 2,733 | 3,244 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

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。