

安利股份 (300218.SZ) /  
 纺织服饰

证券研究报告/公司点评

2022年4月27日

**评级：买入（维持）**

市场价格：11.84（元）

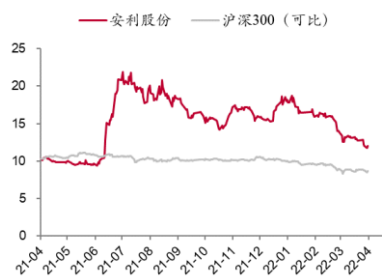
分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

Email: wangys@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 217   |
| 流通股(百万股)  | 217   |
| 现价(元)     | 11.84 |
| 市值(百万元)   | 2567  |
| 流通市值(百万元) | 2567  |

**股价与行业-市场走势图**

**相关报告**

- 《安利股份深度报告：十年耕耘终不负，规模与盈利双提速》2021.7.14
- 《安利股份 2021H1 业绩预告点评：大客户放量持续确认，盈利能力加速提升》2021.7.19
- 《安利股份 2021H1 点评：产品结构持续升级，兑现高质量成长》2021.8.25
- 《安利股份 2021Q3 点评：原材料大幅上涨下 Q3 业绩承压，客户结构高端化升级趋势不变》2021.10.26
- 《安利股份 2021 业绩预告点评：高毛利率大客户陆续放量，产品结构加速升级》2022.1.17
- 《安利股份 2021 年报点评：客户&产品结构升级战略持续兑现，员工持股计划彰显信心》2022.3.29
- 《安利股份 2022Q1 业绩预告点评：疫情&海运拖累销售，短期盈利能力承压》

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1547   | 2,046  | 2,474  | 3,037  | 3,592 |
| 增长率 yoy%  | -8.7%  | 32.3%  | 20.9%  | 22.7%  | 18.3% |
| 净利润(百万元)  | 50     | 132    | 330    | 259    | 324   |
| 增长率 yoy%  | -29.0% | 161.4% | 150.5% | -21.7% | 25.5% |
| 每股收益(元)   | 0.23   | 0.61   | 1.52   | 1.19   | 1.50  |
| 每股现金流量    | 0.69   | 0.63   | 2.30   | 1.29   | 1.66  |
| 净资产收益率    | 4.3%   | 10.5%  | 20.7%  | 13.9%  | 14.8% |
| P/E       | 50.92  | 19.48  | 7.78   | 9.93   | 7.91  |
| PEG       | -1.75  | 0.12   | 0.05   | -0.46  | 0.31  |
| P/B       | 2.40   | 2.28   | 1.76   | 1.49   | 1.26  |

备注：股价为 2022 年 4 月 27 日收盘价

**报告摘要**

- 公司发布 2022Q1 业绩，期内实现收入 4.84 亿元 (+9.44%)，实现归母净利润 1.69 亿元 (+512.3%)，实现扣非后归母净利润 0.13 亿元 (-52.81%)。二者差异主要系报告期内完成金寨路厂区收储交接工作，确认资产处置净收益约 1.59 亿元
- 疫情影响短期销售，客户合作持续深入。期内收入同增 9.44%，其中产量+1.6%，而销量同降约 2.62%，主要因国内各地疫情爆发下封控升级，影响短期发货所致。但在公司优质大客户战略持续兑现下，销售单价仍同比提升。虽短期受疫情扰动，但公司仍持续投入产品研发，加深与苹果、Ashely 等存量客户的合作，同时也积极推进与 nike、比亚迪、丰田等增量客户的合作。并且优化产能，拟升级改造 4 条生态功能性聚氨酯合成革产线（产能 1800 万米/年），同时越南 2 条产线已安装完毕，拟于 2022H1 投产。我们预计，随疫情向好，及新产能的释放，后续增长有望提速。
- 疫情下原材料涨价传导滞后，影响短期盈利能力。一季度毛利率 18.36%，同比下降 5.32pcts，一方面因报告期内原材料（+约 20-40%）和能源（冬季天然气+28%）涨价明显，价格传导有一定滞后。另一方面也受当期疫情影响，需求偏弱下，部分客户调价幅度小于成本上涨幅度。费用方面，期内销售费用率/管理费用率分别为 2.78%/3.37%，分别同降-0.2/-0.45pcts，而期内公司仍积极投入研发，研发费用率同增 1.55pcts 至 7.7%。综合来看，扣非后净利率为 2.69% (-3.63pcts)，但因期内自产处置净收益约 1.59 亿元，因此整体净利率大增至 37.1%。
- 现金流健康，运营稳健。一季度末公司库存为 5 亿元，环比 2021 年末略有提升，我们预计主要受发货延迟所致。同期存货周转天数 153.53 天 (+16.87 天)，应收账款周转天数 4.88 天 (+5.01 天)。此外，经营活动产生的现金流量净额为 3024 万元 (+147%)，保持健康水平。
- 投资建议：公司为全球生态功能性 PU 革龙头，立足研发，逐鹿外资高端 PU 革市场，步入大客户梯次放量期。高毛利率大客户放量，叠加规模效应，公司步入高成长、高质量发展通道。短期看，发货和原材料供应受国内疫情，以及海运影响，2022H1 部分客户订单或有延后（如芝华士、Ashley 等），同时上游原材料价格涨幅明显，预计短期毛利率有所承压，而同时公司资产出售收益约 1.59 亿元，综合来看，我们预计 2022/23/24 年归母净利润 3.3/2.59/3.24 亿元，同比增长 150.5%/-21.7%/25.5%，对应估值分别为 8/10/8 倍。若不考虑一次性资产处置收益，则 2022 净利润为 1.71，2022/23 年分别同增 29.5%/51.5%，维持“买入”评级。
- 风险提示：原材料、天然气大幅波动风险；东南亚疫情影响越南投产进度；下游客户需求下降。研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。



**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                  |
|------|----|-------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上      |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间   |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。