

2021年08月26日

客户结构改善带来净利率持续提升

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:	22.5/8.14
目标价格:	30	总市值(亿)	41.53
最新收盘价:	20.8	自由流通市值(亿)	41.40
		自由流通股数(百万)	216.28

事件概述

2021H1, 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 9.52/0.68/0.67 亿元、同比增长 72%/525%/424%、较 19H1 增长 18%/278%/738%, 符合预期。21Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.1/0.41/0.39 亿元、同比增长 95%/601%/485%、较 19Q2 增长 19%/172%/195%、收入较 21Q1 提速 (21Q1 同比 19Q1 增长 17%)。

分析判断:

定价能力显著提升。2021H 公司主营业务收入同比增长 68.8%，拆分来看，量/价分别增长 49.2%/13.1%，我们分析，1) 量增主要来自客户开拓带来的产能利用率提升 (我们估计上半年产能利用率在 80%左右、较 20H 大幅提升); 2019 年公司的第一条水性无溶剂产线投产后，2020 年相继拓展苹果、NIKE 等高毛利国际客户; 2) 单价提升主要来自产品结构优化，生态功能性合成革占比进一步提升，公司的定价能力发生了本质性变化: 2021H 生态功能性合成革/普通合成革收入分别为 8.47/0.71 亿元、同比增长 77%/9%，生态功能性合成革收入占比达 92%。

大客户占比提升及产品结构优化贡献毛利率大幅提升。尽管上半年原材料上涨、汇率升值，但公司 2021H1 毛利率为 24.26%、同比增长 5.9PCT、较 19H1 提高 4.31PCT，其中生态功能性合成革/普通合成革毛利率分别为 25.41%/18.63%、同比提高 5.82/7.32PCT。我们分析，毛利率提升主要由于得益于大客户占比提升以及产品结构优化，我们分析上半年增长较多来自家居贡献，我们估计目前大客户占比接近 20%。

21Q2 净利率环比持续提升。2021H1 净利率为 7.32%、同比提高 10.4PCT、较 19H1 提高 5.06PCT，21Q2 净利率为 8.29%、同比提高 11.37PCT、较 19H1 提高 4.7PCT，环比 21Q1 持续提升 (21Q1 为 6.32%)，我们分析主要来自毛利率提升以及费用率改善。从费用率看，2021H 公司销售/管理/研发/财务费用率 3%/4%/6%/1%、同比下降 2/1/2/1PCT、较 19H1 下降 1/1/0/0PCT，费用率下降主要来自收入增长带来的规模效应。投资收益/收入为 1%、同比提高 1PCT，主要由于远期结售汇到期交割收益; 信用减值损失/收入为 1%、同比提高 1PCT，主要由于应收账款坏账准备增加; 营业外收入/收入为 1%、同比提高 1PCT，主要来自处置固定资产。

2021H 末公司应收账款为 2.32 亿元、同比增长 58%，平均应收账款周转天数为 37 天、同比减少 10 天、较 19H1 减少 1 天。经营现金流/净利为-22%、较 19H1 提高 149PCT，经营现金流为负主要由于存货、应收增加以及应付减少。

投资建议

我们判断，公司下半年仍有望延续净利率提升趋势; 公司 2021 年的增长主要来自 Ashley 和苹果贡献、明年增量来自 NIKE 放量以及新能源汽车企业。维持 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.69/0.98/1.36 元、对应 PE 为 28/20/14X。维持目标价 30 元，维持“买入”评级。

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; 员工持股计划解禁风险; 系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,695	1,547	2,020	2,544	3,138
YoY (%)	0.9%	-8.7%	30.6%	25.9%	23.4%
归母净利润(百万元)	71	50	150	214	296
YoY (%)	208.6%	-29.0%	196.7%	42.7%	38.5%
毛利率 (%)	19.9%	19.3%	26.9%	27.7%	28.5%
每股收益 (元)	0.33	0.23	0.69	0.98	1.36
ROE	6.8%	4.7%	12.3%	14.9%	17.1%
市盈率	58.41	82.32	28.06	19.65	14.18

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：

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,547	2,020	2,544	3,138	净利润	52	156	223	308
YoY (%)	-8.7%	30.6%	25.9%	23.4%	折旧和摊销	108	120	128	137
营业成本	1,248	1,478	1,840	2,245	营运资金变动	-56	-19	-73	-82
营业税金及附加	15	20	25	31	经营活动现金流	150	293	306	390
销售费用	51	101	127	157	资本开支	-96	-111	-132	-157
管理费用	149	238	305	373	投资	0	0	0	0
财务费用	31	3	-7	-14	投资活动现金流	-92	-107	-127	-151
资产减值损失	-15	-17	-18	-20	股权募资	25	0	0	0
投资收益	3	4	5	6	债务募资	-40	-210	-80	0
营业利润	64	188	265	363	筹资活动现金流	-65	-223	-83	0
营业外收支	-10	-11	-12	-13	现金净流量	-12	-37	96	239
利润总额	55	177	253	350					
所得税	2	21	30	42	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	52	156	223	308	成长能力				
归属于母公司净利润	50	150	214	296	营业收入增长率	-8.7%	30.6%	25.9%	23.4%
YoY (%)	-29.0%	196.7%	42.7%	38.5%	净利润增长率	-29.0%	196.7%	42.7%	38.5%
每股收益	0.23	0.69	0.98	1.36	盈利能力				
					毛利率	19.3%	26.9%	27.7%	28.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	3.4%	7.7%	8.8%	9.8%
货币资金	393	356	453	692	总资产收益率 ROA	2.4%	7.1%	9.0%	10.6%
预付款项	2	3	4	4	净资产收益率 ROE	4.7%	12.3%	14.9%	17.1%
存货	343	388	486	595	偿债能力				
其他流动资产	273	304	379	465	流动比率	1.36	1.74	1.82	2.05
流动资产合计	1,011	1,051	1,321	1,756	速动比率	0.90	1.09	1.15	1.35
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.53	0.59	0.62	0.81
固定资产	915	895	887	894	资产负债率	43.2%	36.3%	33.9%	33.4%
无形资产	50	50	50	50	经营效率				
非流动资产合计	1,069	1,049	1,041	1,048	总资产周转率	0.74	0.96	1.08	1.12
资产合计	2,080	2,100	2,362	2,804	每股指标 (元)				
短期借款	210	0	0	0	每股收益	0.23	0.69	0.98	1.36
应付账款及票据	297	348	434	529	每股净资产	4.93	5.62	6.60	7.97
其他流动负债	234	257	291	330	每股经营现金流	0.69	1.35	1.41	1.80
流动负债合计	742	605	725	858	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	80	80	0	0	估值分析				
其他长期负债	77	77	77	77	PE	82.32	28.06	19.65	14.18
非流动负债合计	156	156	77	77	PB	2.07	3.41	2.91	2.41
负债合计	898	762	802	935					
股本	217	217	217	217					
少数股东权益	113	119	128	140					
股东权益合计	1,182	1,338	1,560	1,869					
负债和股东权益合计	2,080	2,100	2,362	2,804					

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，11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。

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。