

安利股份 (300218.SZ)

短期因素影响盈利，客户结构向好趋势延续

核心观点：

- **事件：**安利股份发布 2021 年三季报，实现营业收入 14.88 亿元，同比增长 41.89%，实现归母净利润 9863 万元，同比增长 478.63%。
- **Q3 单季度业绩稳定，短期因素对盈利能力带来负面影响。**公司 21Q3 实现营收 5.35 亿元，实现归母净利润 3043 万元，环比 21Q2 有所下滑。盈利能力方面，公司 21Q3 毛利率 21.14%，净利率 5.74%，盈利能力环比略有下滑。影响公司盈利能力持续提升的主要是一些短期因素，包括限产限电政策，原材料及能源价格大幅上涨，国内局部地区疫情，出口海运费上涨等。以上短期因素是目前中游加工工业企业普遍面临的逆境，预计后续有望逐步消除。
- **产品与客户结构升级趋势未变，中长期发展动能充足。**公司在生态功能性、水性、无溶剂聚氨酯合成革等新工艺、新技术上布局早，走在全球行业前列；积极开发应用 TPU、再生纤维、生物基、硅基、可回收、可降解等新材料、新工艺，不断构建新优势，增强发展新动力。2021 年 9 月，公司成为比亚迪供应商，与比亚迪全资子公司签订框架性采购协议。报告期内，公司与苹果、彪马、亚瑟士、迪卡侬、爱室丽、安踏、李宁、特步、361 度、鸿星尔克、匹克、中乔体育等国内外品牌客户的开发与合作保持良好态势；积极培育新动能、新增增长点，与耐克、丰田、长城、比亚迪、宜家、威富集团、哥伦比亚等品牌客户合作有序推进，态势向好。21Q3 公司在建工程大幅增长，越南产能建设进入加速期。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 21-23 年 EPS 为 0.66/1.13/1.69 元/股。考虑公司业绩增速，参考可比公司估值水平，我们给予 2021 年 30 倍 PE 估值，对应合理价值 19.69 元/股，维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**汇率大幅波动；贸易争端不确定性；订单大幅下滑。

盈利预测：

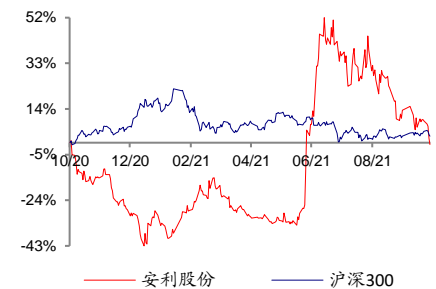
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,695	1,547	2,092	2,522	2,804
增长率（%）	0.9	-8.7	35.3	20.5	11.2
EBITDA（百万元）	190	191	261	400	527
归母净利润（百万元）	71	50	142	245	367
增长率（%）	208.6	-29.0	182.2	72.1	49.7
EPS（元/股）	0.33	0.23	0.66	1.13	1.69
市盈率（P/E）	24.23	43.95	21.72	12.62	8.43
ROE（%）	6.8	4.7	11.7	16.6	19.7
EV/EBITDA	9.26	11.68	11.56	7.15	4.70

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	14.25 元
合理价值	19.69 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-29

相对市场表现



分析师：	何雄
	SAC 执证号：S0260520050004
	021-38003591
	hexiong@gf.com.cn
分析师：	邓先河
	SAC 执证号：S0260521040006
	dengxianhe@gf.com.cn
分析师：	吴鑫然
	SAC 执证号：S0260519070004
	SFC CE No. BPW070
	0755-88286915
	wuxr@gf.com.cn

请注意，何雄、邓先河并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

安利股份 (300218.SZ) : 顺应行业趋势，提质增速，经营持续向好	2021-08-27
安利股份 (300218.SZ) : 21Q2 业绩靓丽，客户结构升级带动盈利能力持续提升	2021-07-20
安利股份 (300218.SZ) : 盈利持续向好，客户升级效果显著	2021-04-27

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	948	1,011	1,186	1,302	1,694
货币资金	409	393	500	521	910
应收及预付	154	166	190	229	254
存货	316	343	385	440	418
其他流动资产	70	110	111	111	112
非流动资产	1,100	1,069	1,119	1,198	1,258
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	981	915	927	958	969
在建工程	22	48	88	138	188
无形资产	53	50	48	47	46
其他长期资产	44	56	56	56	56
资产总计	2,048	2,080	2,305	2,500	2,952
流动负债	672	742	810	736	787
短期借款	280	210	232	90	100
应付及预收	321	297	386	443	477
其他流动负债	71	234	192	203	210
非流动负债	231	156	156	156	156
长期借款	154	80	80	80	80
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	77	77	77	77	77
负债合计	903	898	966	892	943
股本	217	217	217	217	217
资本公积	362	362	362	362	362
留存收益	471	495	646	905	1,290
归属母公司股东权益	1,052	1,069	1,220	1,479	1,865
少数股东权益	93	113	119	129	144
负债和股东权益	2,048	2,080	2,305	2,500	2,952

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	161	150	239	347	538
净利润	73	52	148	255	382
折旧摊销	113	108	94	100	105
营运资金变动	-64	-56	-21	-26	37
其它	39	45	18	18	13
投资活动现金流	-112	-92	-136	-170	-149
资本支出	-99	-96	-138	-178	-158
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-13	3	2	8	8
筹资活动现金流	-23	-65	4	-156	0
银行借款	495	340	22	-142	10
股权融资	24	25	0	0	0
其他	-543	-430	-18	-14	-10
现金净增加额	24	-12	107	21	388
期初现金余额	374	399	393	500	521
期末现金余额	399	386	500	521	910

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	0.9%	-8.7%	35.3%	20.5%	11.2%
营业利润增长	334.0%	-20.3%	151.5%	89.7%	48.6%
归母净利润增长	208.6%	-29.0%	182.2%	72.1%	49.7%
获利能力					
毛利率	19.9%	19.3%	21.8%	25.9%	28.4%
净利率	4.3%	3.4%	7.1%	10.1%	13.6%
ROE	6.8%	4.7%	11.7%	16.6%	19.7%
ROIC	4.7%	5.0%	8.5%	13.4%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	44.1%	43.2%	41.9%	35.7%	32.0%
净负债比率	78.9%	76.0%	72.2%	55.5%	47.0%
流动比率	1.41	1.36	1.46	1.77	2.15
速动比率	0.94	0.90	0.98	1.17	1.62
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.74	0.91	1.01	0.95
应收账款周转率	11.57	9.55	11.55	11.55	11.55
存货周转率	5.37	4.51	5.43	5.73	6.71
每股指标 (元)					
每股收益	0.33	0.23	0.66	1.13	1.69
每股经营现金流	0.74	0.69	1.10	1.60	2.48
每股净资产	4.85	4.93	5.62	6.82	8.59
估值比率					
P/E	24.23	43.95	21.72	12.62	8.43
P/B	1.64	2.07	2.53	2.09	1.66
EV/EBITDA	9.26	11.68	11.56	7.15	4.70

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,695	1,547	2,092	2,522	2,804
营业成本	1,357	1,248	1,636	1,868	2,006
营业税金及附加	17	15	19	23	26
销售费用	74	51	62	75	84
管理费用	84	65	80	101	112
研发费用	86	85	129	155	154
财务费用	25	31	16	12	7
资产减值损失	-9	-15	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资净收益	7	3	2	8	8
营业利润	81	64	162	307	456
营业外收支	-6	-10	3	-7	-7
利润总额	75	55	165	300	450
所得税	2	2	16	45	67
净利润	73	52	148	255	382
少数股东损益	2	2	6	10	15
归属母公司净利润	71	50	142	245	367
EBITDA	190	191	261	400	527
EPS (元)	0.33	0.23	0.66	1.13	1.69

广发基础化工行业研究小组

- 何 雄：联席首席分析师，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 邓 先 河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 齐 坤：高级研究员，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 丁 续：同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。