

安利股份 (300218.SZ)

期待产品升级与利润加速

买入

核心观点

安利股份披露年报。2021 全年实现营收 20.46 亿元 (+32.28%)，归母净利润 1.32 亿元 (+161.42%)，扣非归母净利润 1.21 亿元 (+239.1%)。其中四季度单季营收 5.58 亿元 (+12.1%)，归母净利润 3327 万元 (-0.4%)，公司业绩保持较快增长，收入和扣非利润增速逐季提升。公司拟每 10 股派发现金红利 2.1 元 (含税)。

业绩基本符合预期，产品升级正当时。全年营收增长主要为量价齐升，销量上 21 年较上年同期增加 12.3%，同时考虑到公司 21 年放量的单价更高、更为环保的无溶剂产品比例提升，公司产品结构优化，主营革产品销售单价较上年同期增长 15%。

全年毛利率显著提升，原材料价格影响下半年毛利率表现。受益于产品与客户的双重进步，公司全年毛利率有所提升，达到 22.9%，同比 2020 年提升 3.6 个百分点。公司采购成本约占主营业务成本 60%以上，原材料中石油制品衍生品较多，考虑到 21 年下半年起原材料价格涨势，21 年下半年公司毛利率环比略有下降，21 年 Q1-Q4 的毛利率分别为 23.7%、24.8%、21.1%、22.2%。

长期看突破环保型产品值得期待。传统合成革不论是湿法或是干法工艺，都需要大量有机物参与反应，导致生产过程释放、产成品中残留大量 VOC (挥发性有机物)，影响工人与消费者的健康。过去数年大量头部品牌与监管均对 VOC 的残留浓度进行了严格规定，市场对环保型产品的需求扩大。安利股份于国内领先研发出无溶剂 PU 合成革产品，该产品可做到 VOC 低残留与耐磨性提升，与当前需求相符。受益于无溶剂型产品占比的提升，近年来公司优质客户的占比和直销占比逐步提高，与苹果、耐克、彪马、亚瑟士等国内外头部企业建立了良好的合作关系，我们期待未来客户、价格与利润的双击。

风险提示：客户环保敏感度下降；客户开辟不及预期；产能扩张不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。公司 21 年财报符合预期，我们维持 2022-2023 年 2.26、2.97 亿元的盈利预测，新增公司 2024 年盈利预测 3.87 亿元，2022-2024 年归母净利润增速分别为 71.7%、31.1%、30.5%，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,547	2,046	2,869	3,604	4,470
(+/-%)	-8.7%	32.3%	40.2%	25.6%	24.0%
净利润 (百万元)	50	132	226.44	296.80	387.27
(+/-%)	-29.0%	161.4%	71.7%	31.1%	30.5%
每股收益 (元)	0.23	0.61	1.04	1.37	1.78
EBIT Margin	10.8%	14.7%	10.3%	11.1%	11.6%
净资产收益率 (ROE)	4.7%	11.7%	17.8%	20.2%	22.5%
市盈率 (PE)	56.8	21.7	12.6	9.7	7.4
EV/EBITDA	13.7	9.4	11.0	9.2	7.9
市净率 (PB)	2.68	2.54	2.25	1.95	1.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

基础化工 · 塑料

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	13.20 元
总市值/流通市值	2864/2851 百万元
52 周最高价/最低价	22.50/9.27 元
近 3 个月日均成交额	30.82 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《安利股份-300218-深度报告：产品升级正当时，高端材料迎来收获期》——2021-11-25

《安利股份-300218-布局新兴市场，订单显著提升》——2016-07-19

《安利股份-300218-2016 年第 1 季度点评：销售收入稳定提升，隐蔽资产持续升值》——2016-04-27

《安利股份-300218-2015 年业绩快报点评：业绩低谷已经过去，未来净利润成倍提升》——2016-02-23

《安利股份-300218-2015 年业绩预告点评：人民币贬值、新客户放量，业绩大幅提升》——2016-01-11

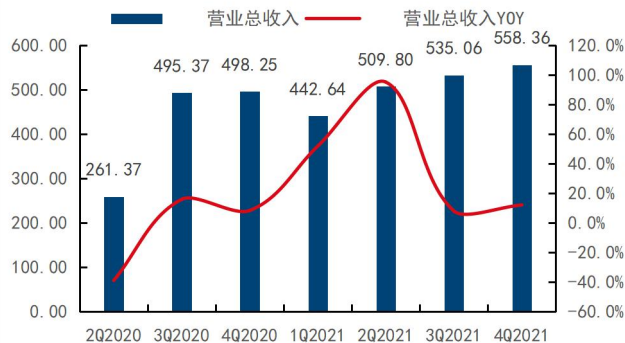
安利股份披露年报。2021 全年实现营收 20.46 亿元（+32.28%），归母净利润 1.32 亿元（+161.42%），扣非归母净利润 1.21 亿元（+239.1%）。其中四季度单季营收 5.58 亿元（+12.1%），归母净利润 3327 万元（-0.4%），公司业绩保持较快增长，收入和扣非利润增速逐季提升。公司拟每 10 股派发现金红利 2.1 元（含税）。

图1：安利股份营业收入及增速（单位：百万、%）



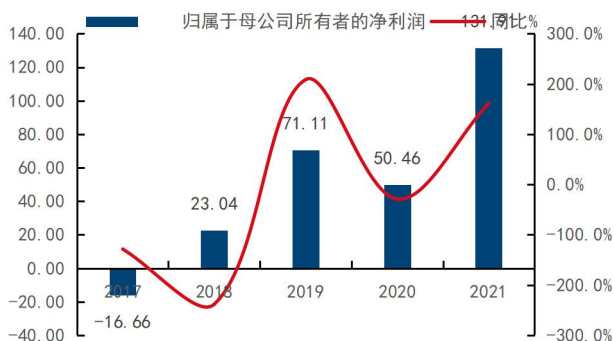
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：安利股份单季营业收入及增速（单位：百万、%）



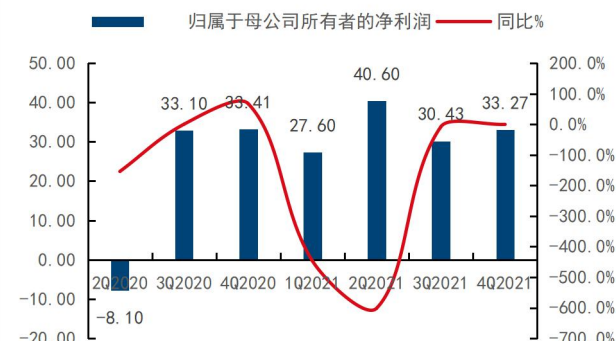
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：安利股份归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：安利股份单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

业绩基本符合预期，产品升级正当时。全年营收增长主要为量价齐升，销量上 21 年较上年同期增加 12.3%，同时考虑到公司 21 年放量的单价更高、更为环保的无溶剂产品比例提升，公司产品结构优化，主营革产品销售单价较上年同期增长 15%。

全年毛利率显著提升，原材料价格影响下半年毛利率表现。受益于产品与客户的双重进步，公司全年毛利率有所提升，达到 22.9%，同比 2020 年提升 3.6 个百分点。公司主要原材料为基布（原材料为棉花、涤纶、氨纶等）、聚氨酯树脂（原材料为 DMF、AA、MDI、BDO 等）、离型纸、色浆、助剂等，采购成本约占主营业务成本 60%以上。原材料中石油制品衍生品较多，考虑到 21 年下半年起原材料价格涨势，21 年下半年公司毛利率环比略有下降，21 年 Q1-Q4 的毛利率分别为 23.7%、24.8%、21.1%、22.2%。公司年报表示，公司为行业内的龙头企业，可考

虑适时提高单价，以传到成本压力。若后续原材料价格回复正常，则将对公司利润率大幅减压。

长期看突破环保型产品值得期待。公司所处市场为 PU 合成革市场，为合成革的主流产品。PU 合成革在代替真皮、PVC 合成革方面具有显著优势。传统合成革不论是湿法或是干法工艺，都需要大量有机物参与反应，导致生产过程释放、产成品中残留大量 VOC（挥发性有机物），影响工人与消费者的健康。过去数年大量头部品牌与监管均对 VOC 的残留浓度进行了严格规定，市场对环保型产品的需求扩大。安利股份于国内领先研发出无溶剂 PU 合成革产品，该产品可做到 VOC 低残留与耐磨性提升，与当前需求相符。

客户结构改善持续。受益于无溶剂型产品占比的提升，近年来公司优质客户的占比和直销占比逐步提高，与苹果、彪马、亚瑟士、安踏、李宁、特步等国内外品牌客户建立了良好合作关系，与耐克、宜家、丰田、长城、比亚迪、谷歌、欧派等国内外品牌客户合作，我们认为随着与上述客户间的合作逐步深入，公司产品的价格与利润率都有望继续上行。

投资建议：维持“买入”评级。公司 21 年财报符合预期，我们维持 2022-2023 年 2.26、2.97 亿元的盈利预测，新增公司 2024 年盈利预测 3.87 亿元，2022-2024 年归母净利润增速分别为 71.7%、31.1%、30.5%，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	393	294	594	776	1079	营业收入	1547	2046	2869	3604	4470
应收款项	165	217	290	377	465	营业成本	1248	1578	2187	2715	3345
存货净额	343	472	608	790	982	营业税金及附加	15	16	26	32	36
其他流动资产	110	141	201	252	311	销售费用	51	69	95	119	148
流动资产合计	1011	1124	1693	2196	2836	管理费用	65	83	269	341	426
固定资产	963	999	1087	1116	1132	财务费用	31	25	37	47	54
无形资产及其他	50	45	43	91	89	投资收益	3	5	31	30	20
投资性房地产	56	35	35	35	35	资产减值及公允价值变动	20	10	(9)	(7)	(9)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(95)	(144)	2	2	2
资产总计	2080	2203	2858	3438	4093	营业利润	64	146	279	375	475
短期借款及交易性金融负债	326	239	285	283	269	营业外净收支	(10)	(6)	(8)	(11)	(12)
应付款项	297	374	521	662	813	利润总额	55	140	271	364	463
其他流动负债	119	163	371	464	574	所得税费用	2	6	35	55	68
流动负债合计	742	775	1178	1409	1656	少数股东损益	2	3	9	12	8
长期借款及应付债券	80	100	200	350	500	归属于母公司净利润	50	132	226	297	387
其他长期负债	77	73	71	69	71	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	156	173	271	419	571		2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	898	948	1449	1828	2227	净利润	50	132	226	297	387
少数股东权益	113	128	135	143	148	资产减值准备	0	6	4	1	0
股东权益	1069	1127	1274	1467	1719	折旧摊销	108	104	101	115	125
负债和股东权益总计	2080	2203	2858	3438	4093	公允价值变动损失	(20)	(10)	9	7	9
关键财务与估值指标						财务费用	31	25	37	47	54
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(56)	(68)	90	(89)	(74)
每股收益	0.23	0.61	1.04	1.37	1.78	其它	(0)	(4)	2	7	5
每股红利	0.23	0.22	0.37	0.48	0.62	经营活动现金流	83	160	433	338	453
每股净资产	4.93	5.19	5.87	6.76	7.92	资本开支	0	(154)	(200)	(200)	(150)
ROIC	10%	18%	16%	20%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	5%	12%	18%	20%	23%	投资活动现金流	0	(154)	(200)	(200)	(150)
毛利率	19%	23%	24%	25%	25%	权益性融资	(5)	15	0	0	0
EBIT Margin	11%	15%	10%	11%	12%	负债净变化	(74)	20	100	150	150
EBITDA Margin	18%	20%	14%	14%	14%	支付股利、利息	(50)	(47)	(79)	(104)	(136)
收入增长	-9%	32%	40%	26%	24%	其它融资现金流	154	(65)	47	(2)	(14)
净利润增长率	-29%	161%	72%	31%	30%	融资活动现金流	(99)	(104)	67	44	0
资产负债率	49%	49%	55%	57%	58%	现金净变动	(16)	(98)	300	182	303
息率	1.7%	1.6%	2.8%	3.6%	4.7%	货币资金的期初余额	409	393	294	594	776
P/E	56.8	21.7	12.6	9.7	7.4	货币资金的期末余额	393	294	594	776	1079
P/B	2.7	2.5	2.2	2.0	1.7	企业自由现金流	0	170	247	165	343
EV/EBITDA	13.7	9.4	11.0	9.2	7.9	权益自由现金流	0	125	361	273	433

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032