

产品升级+产能扩张双轮驱动，有望延续高景气

投资要点

- 业绩摘要：**公司发布2021年年报和2022年一季报。2021年公司实现营收42.6亿元，同比增长70.2%，其中Q1-Q4营收增速分别为57.9%/84.3%/103.1%/43%，季度增速保持亮眼趋势。21年归母净利润4.6亿元，同比增长287.3%，其中Q4归母净利润0.87亿，同比增217.5%。2022年Q1实现营收9.5亿元，同比增长27.9%，实现归母净利润1.2亿元，同比增长17.2%，延续增长态势。
- 费控持续优化，盈利能力逐步修复。**2021年公司毛利率为25.5%，同比提升3.8pp，主要受益于产能爬坡和高毛利率产品占比提升。分别来看，锦纶长丝/锦纶坯布/锦纶成品面料/涤纶坯布/涤纶成品面料毛利率分别为24.3%/31.6%/28.9%/9.3%/19.2%，分别同比+3pp/+9.6pp/-0.5pp/-6.1pp/+4.3pp。费用率方面，2021年公司总费用率为12.1%，同比减少2.7pp，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为1.3%/4.7%/5.1%/1.1%，分别同比-0.1pp/-0.9pp/-0.5pp/-1.1pp，公司费控持续优化。受益于毛利率提升叠加费控优化，21年公司净利率达10.9%，同比提升6.1pp。
- 主营业务业绩亮眼，内外需均发力。**分产品来看，2021年锦纶长丝贡献营收18亿元，同比提升113.7%，营收占比42%（+8pp），业绩亮眼，主要受益于长丝新建产能爬坡；锦纶坯布/涤纶坯布分别贡献营收11.1亿元/0.8亿元，分别同比+67.1%/-23.2%，主要受产品结构调整影响；锦纶成品面料/涤纶成品面料分别贡献营收6.3亿元/4.4亿元，分别同比增长47.7%/21.6%，主要受市场需求增加带动。从区域来看，21年国内、外市场均发力，分别贡献营收35.5亿元/6亿元，分别同比增长65.2%/86.4%。
- 产能持续扩张，产品结构进一步优化。**2021年锦纶长丝新建产能投产，带来产销量双增，其中产量达13.2万吨，同比增长71%，销售量达12.7万吨，同比增长66.6%。同时公司进一步优化产品结构，21年公司提升了高毛利率锦纶坯布产量，减少低毛利率涤纶坯布产量，两者产量分别同比+44.6%/-44.3%。产能扩张与产品结构优化有望进一步带动公司整体业绩提升。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年EPS分别为0.69元、0.98元和1.26元，对应PE分别为13倍、9倍和7倍。考虑到公司作为国内锦纶龙头具备垂直一体化生产及研发优势，随着产能扩张及产品升级，未来业绩有望保持较快增长趋势，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示：**行业需求不及预期的风险；产能释放不及预期的风险；汇率波动的风险。

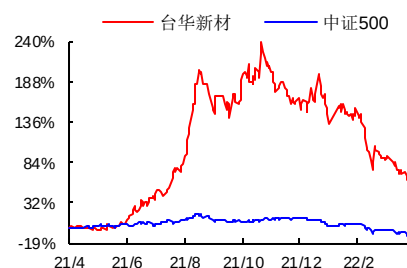
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4256.57	5109.96	6433.21	7760.67
增长率	70.19%	20.05%	25.90%	20.63%
归属母公司净利润（百万元）	463.71	599.01	847.62	1097.96
增长率	287.26%	29.18%	41.50%	29.54%
每股收益EPS（元）	0.53	0.69	0.98	1.26
净资产收益率ROE	12.49%	14.21%	17.24%	18.92%
PE	17	13	9	7
PB	2.16	1.93	1.65	1.40

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

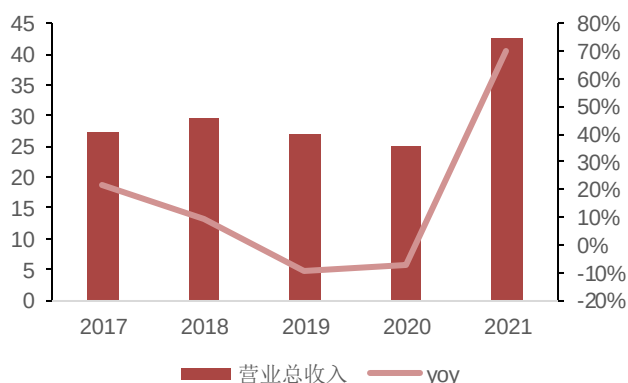
总股本(亿股)	8.69
流通A股(亿股)	8.05
52周内股价区间(元)	5.95-20.63
总市值(亿元)	79.94
总资产(亿元)	65.08
每股净资产(元)	4.12

相关研究

1 锦纶行业龙头，疫情后业绩突飞猛进

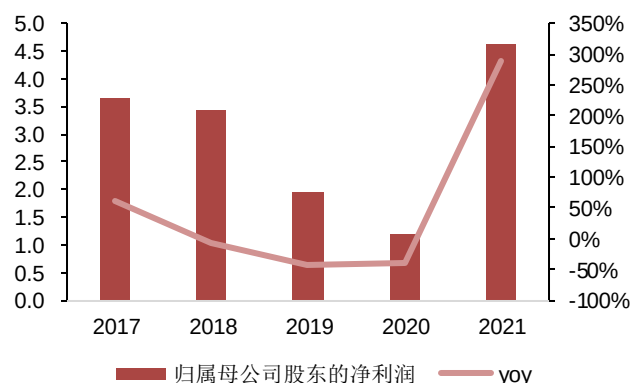
锦纶行业龙头，疫情后业绩突飞猛进。公司为国内锦纶行业龙头，拥有完整的研发、纺丝、织造、染整及销售一体的产业链，是国内少有的能够生产高档尼龙 66-FDY 产品的企业。2017 年公司于上交所上市。收入端来看，2017-2021 年公司营业收入从 27.3 亿元增长到 2021 年的 42.6 亿元，年均复合增长率达到 11.8%。2021 年营收较上年同期增长 70.2%，创历史新高。公司归母净利润从 2017-2021 年复合年均增速为 6.1%。2021 年较上年同期增长 287.3% 达到 4.6 亿元，营收和净利润增速均处于加速上行趋势。

图 1：2017-2021 年公司营收（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

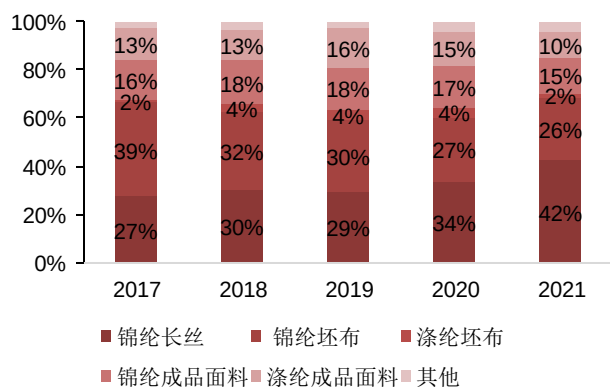
图 2：2017-2021 年公司归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

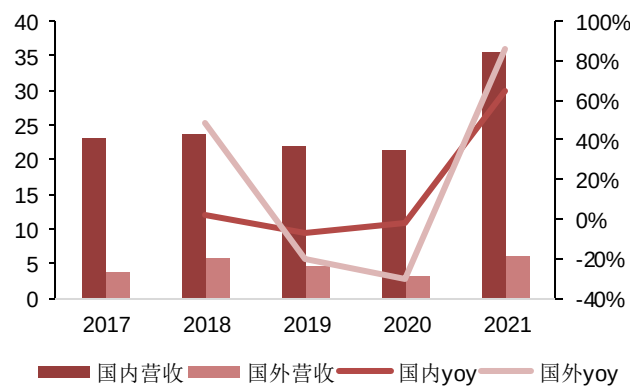
锦纶产品贡献主要营收，内外销齐发力。分产品来看，锦纶产品为公司主营产品，截止 2021 年，锦纶相关产品共占比超过 80%，其中锦纶长丝为增长最快产品，2017-2021 年 GAGR 达 24.7%。具体来看，2021 年锦纶长丝/锦纶坯布/锦纶成品面料/涤纶坯布/涤纶成品面料/其他分别贡献营收 18 亿元/11.1 亿元/6.3 亿元/0.8 亿元/4.4 亿元/1.9 亿元，2017-2021 年 GAGR 分别为 24.7%/1.2%/9.7%/14.9%/5.3%/23.9%，营收占比分别为 42%/26%/15%/2%/10%/5%。分市场来看，公司主要以国内市场为主，常年营收占比超过 80%。2021 年国内/国外市场分布贡献营收 35.5 亿元/6 亿元，2017-2021 年 GAGR 分别为 11.3%/11.4%，占主营业务收入比重比分别为 85%/15%。

图 3：2017-2021 年公司主要产品构成



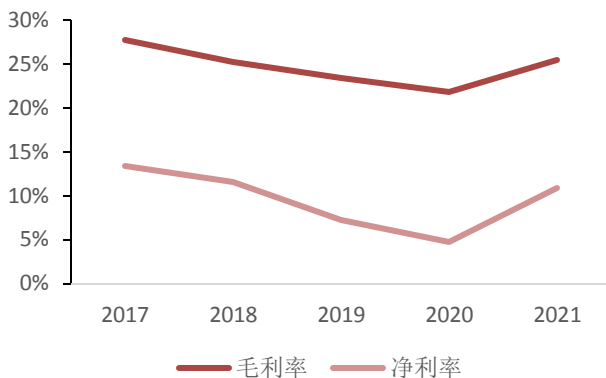
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：2017-2021 年公司外销/内销收入及增速

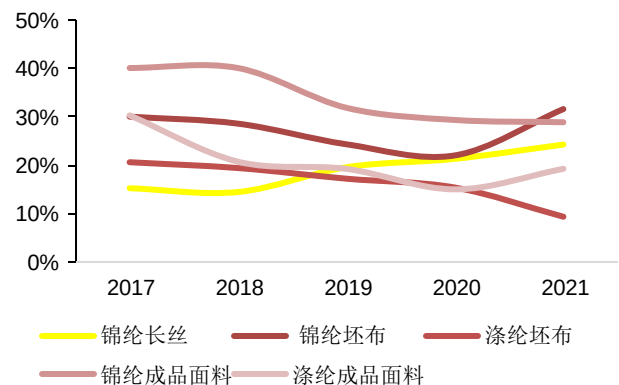


数据来源：公司年报，西南证券整理

产品结构调整，毛利率回升。2021 年公司毛利率为 25.5%，较 2017 年下降 2.2pp，但较 2020 年提升 3.8pp。毛利率下降主要受高毛利率产品营收占比下降，如毛利率高的锦纶坯布营收占比从 2017 年 39% 降至 2021 年 26%。分产品来看，锦纶长丝/锦纶坯布/锦纶成品面料/涤纶坯布/涤纶成品面料毛利率分别为 24.3%/31.6%/28.9%/9.3%/19.2%，较 2017 年分别+9.1pp/+1.6pp/-11.2pp/-11.3pp/-11.1pp。但 21 年公司的产品结构有明显改善，毛利率较高的锦纶长丝占比明显提升。随着公司锦纶核心产品的锦纶 66 产能与可再生锦纶产能逐步投产，公司的毛利率有望进一步回升。

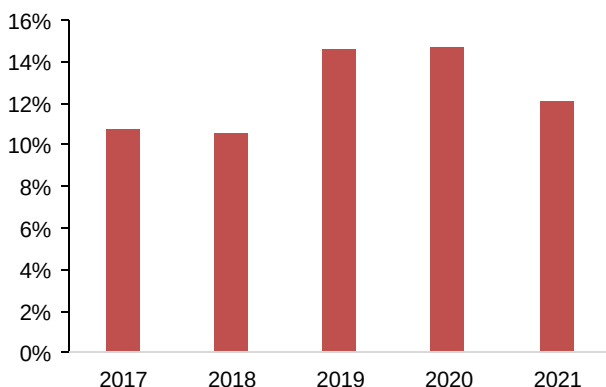
图 5：2017-2021 年公司毛利率及归母净利率


数据来源：公司年报，西南证券整理

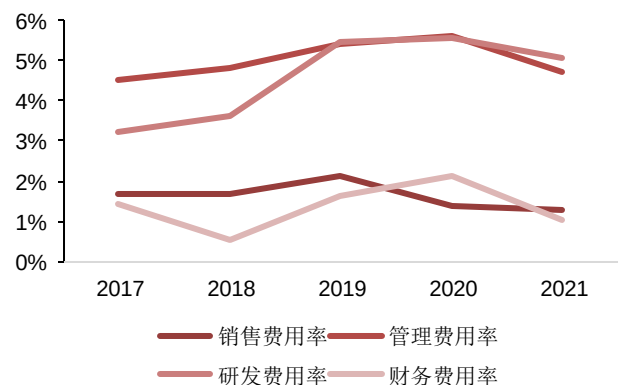
图 6：2017-2021 年公司主要产品毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

费控持续优化，盈利能力逐步回升。2021 年公司总费用率为 12.1%，较 2017 年提升 1.3pp，其中 2017-2019 年受公司规模扩张影响，总费用率提升 3.8pp，2019 年以来公司费控持续优化，总费率共下降 2.5pp。分拆来看，21 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.3%/4.7%/5.1%/1.1%，较 2017 年分别-0.4pp/+0.2pp/+1.9pp/-0.4pp。管理费用率上升与公司规模扩张一致，研发费用率增幅最大，公司重视研发提升技术优势。总体来看，公司 17-21 年净利率先降后升，21 年净利率较 2017 年减少 2.5pp，但较 2019 年提升 3.6pp。

图 7：2017-2021 年公司总费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2017-2021 年公司期间费用率分拆


数据来源：公司年报，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：锦纶长丝受益于 12 万吨高性能环保锦纶纤维项目良率和产能利用率稳步提升叠加淮安募投项目一期预计于 2023 年投产，其产能持续提升；

假设 2：受益于公司产品升级叠加结构优化，毛利率有望稳中有升，预计 22-24 年毛利率分别为 25.8%、26.3%、26.7%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	4,256.57	5110.0	6433.2	7760.7
yoy	17.3%	20.0%	25.9%	20.6%
营业成本	3,169.27	3793.2	4740.4	5687.4
毛利率	25.5%	25.8%	26.3%	26.7%
锦纶长丝				
收入	1,797.40	2156.9	2803.9	3420.8
yoy	113.7%	20.0%	30.0%	22.0%
成本	1,361.62	1628.4	2100.2	2555.3
毛利率	24.25%	24.50%	25.10%	25.30%
锦纶坯布				
收入	1,113.21	1335.9	1669.8	2003.8
yoy	67.1%	20.0%	25.0%	20.0%
成本	761.34	908.4	1127.1	1342.5
毛利率	31.61%	32.00%	32.50%	33.00%
涤纶坯布				
收入	77.93	85.7	96.0	108.5
yoy	-23.2%	10.0%	12.0%	13.0%
成本	70.70	77.8	87.0	98.2
毛利率	9.28%	9.30%	9.40%	9.50%
锦纶成品面料				
收入	631.03	769.9	962.3	1204.8
yoy	47.8%	22.0%	25.0%	25.2%
成本	448.79	546.6	678.4	843.4
毛利率	28.88%	29.00%	29.50%	30.00%
涤纶成品面料				
收入	442.98	509.4	585.8	644.4
yoy	21.6%	15.00%	15.00%	10.00%
成本	357.85	412.6	473.4	518.8

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	19.22%	19.00%	19.20%	19.50%
其他				
收入	194.0	252.2	315.3	378.3
yoy	92.4%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	169.0	219.4	274.3	329.2
毛利率	12.91%	13.00%	13.00%	13.00%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以同类型业态的伟星股份、新澳股份作为可比公司，考虑到公司作为国内锦纶龙头具备垂直一体化生产及研发优势，随着产能扩张及产品升级，未来业绩有望保持较快增长趋势，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
002003.SZ	伟星股份	13.41	0.66	0.79	19.9	16.6
603889.SH	新澳股份	5.87	0.75	0.92	7.8	6.4
平均值					13.9	11.5
603055.SH	台华新材	9.2	0.69	0.98	13	9

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4256.57	5109.96	6433.21	7760.67	净利润	463.26	590.01	834.02	1080.41
营业成本	3169.27	3793.25	4740.36	5687.36	折旧与摊销	302.66	468.45	502.28	541.07
营业税金及附加	20.43	29.64	37.18	43.64	财务费用	44.75	29.97	14.66	-2.48
销售费用	54.08	66.43	84.92	104.77	资产减值损失	-57.12	-50.00	-50.00	-50.00
管理费用	199.94	485.45	578.99	675.18	经营营运资本变动	-306.27	43.16	-350.20	-224.83
财务费用	44.75	29.97	14.66	-2.48	其他	-93.54	79.94	26.12	53.37
资产减值损失	-57.12	-50.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	353.73	1161.54	976.88	1397.53
投资收益	5.58	5.30	5.03	4.78	资本支出	-249.50	-520.00	-520.00	-525.00
公允价值变动损益	0.52	0.70	0.88	0.84	其他	-204.96	6.56	6.36	5.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-454.46	-513.44	-513.64	-519.87
营业利润	518.16	661.23	933.01	1207.83	短期借款	15.50	67.48	-52.55	-305.70
其他非经营损益	-1.63	-3.37	-3.08	-3.18	长期借款	23.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	516.53	657.86	929.93	1204.65	股权融资	291.02	0.00	0.00	0.00
所得税	53.27	67.85	95.91	124.24	支付股利	-41.24	-119.33	-148.26	-205.86
净利润	463.26	590.01	834.02	1080.41	其他	-98.59	-106.14	-24.25	-6.62
少数股东损益	-0.45	-9.00	-13.60	-17.55	筹资活动现金流净额	189.80	-157.99	-225.06	-518.18
归属母公司股东净利润	463.71	599.01	847.62	1097.96	现金流量净额	87.56	490.12	238.18	359.48
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	429.68	919.79	1157.98	1517.46	成长能力				
应收和预付款项	840.10	1092.86	1339.86	1629.95	销售收入增长率	70.19%	20.05%	25.90%	20.63%
存货	1381.29	1617.31	2048.07	2451.82	营业利润增长率	297.81%	27.61%	41.10%	29.45%
其他流动资产	264.61	181.06	165.28	205.82	净利润增长率	306.05%	27.36%	41.36%	29.54%
长期股权投资	2.83	2.83	2.83	2.83	EBITDA 增长率	106.81%	33.98%	25.03%	20.45%
投资性房地产	34.57	34.01	33.55	34.04	获利能力				
固定资产和在建工程	3048.88	3113.23	3145.65	3141.65	毛利率	25.54%	25.77%	26.31%	26.72%
无形资产和开发支出	264.93	253.06	239.29	228.14	三费率	7.02%	11.39%	10.55%	10.02%
其他非流动资产	160.97	160.05	159.13	158.20	净利率	10.88%	11.55%	12.96%	13.92%
资产总计	6427.88	7374.21	8291.64	9369.92	ROE	12.49%	14.21%	17.24%	18.92%
短期借款	290.77	358.25	305.70	0.00	ROA	7.21%	8.00%	10.06%	11.53%
应付和预收款项	1286.40	1793.77	2079.18	2589.30	ROIC	10.87%	11.98%	15.31%	17.77%
长期借款	631.93	631.93	631.93	631.93	EBITDA/销售收入	20.33%	22.69%	22.54%	22.50%
其他负债	510.26	439.30	438.12	437.41	营运能力				
负债合计	2719.36	3223.24	3454.92	3658.64	总资产周转率	0.72	0.74	0.82	0.88
股本	868.87	868.88	868.88	868.88	固定资产周转率	1.51	1.76	2.27	2.77
资本公积	1050.23	1050.23	1050.23	1050.23	应收账款周转率	7.54	6.91	6.87	6.80
留存收益	1790.07	2269.76	2969.11	3861.21	存货周转率	2.62	2.50	2.55	2.50
归属母公司股东权益	3709.72	4161.17	4860.52	5752.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.25%	—	—	—
少数股东权益	-1.20	-10.20	-23.80	-41.35	资本结构				
股东权益合计	3708.52	4150.97	4836.72	5711.27	资产负债率	42.31%	43.71%	41.67%	39.05%
负债和股东权益合计	6427.88	7374.21	8291.64	9369.92	带息债务/总负债	40.58%	36.33%	32.38%	22.22%
					流动比率	1.56	1.60	1.81	2.06
					速动比率	0.82	0.92	1.02	1.19
					股利支付率	8.89%	19.92%	17.49%	18.75%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	865.57	1159.65	1449.95	1746.42	每股收益	0.53	0.69	0.98	1.26
PE	17.24	13.34	9.43	7.28	每股净资产	4.27	4.78	5.57	6.57
PB	2.16	1.93	1.65	1.40	每股经营现金	0.41	1.34	1.12	1.61
PS	1.88	1.56	1.24	1.03	每股股利	0.05	0.14	0.17	0.24
EV/EBITDA	9.90	6.98	5.38	4.08					
股息率	0.52%	1.49%	1.85%	2.58%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn