

2023年04月18日

万丰股份（603172.SH）

投资要点

- ◆ 本周五（4月21日）有一家主板上市公司“万丰股份”询价。
- ◆ **万丰股份（603172）**：公司主要从事分散染料及其滤饼的研发、生产及销售，产品以中高端分散染料为主。公司2020-2022年分别实现营业收入5.16亿元/5.64亿元/5.45亿元，YOY依次为-23.25%/9.15%/-3.28%，三年营业收入的年复合增速-6.77%；实现归母净利润0.87亿元/0.75亿元/0.68亿元，YOY依次为-28.74%/-14.10%/-9.90%。公司预计2023年1-3月可实现归属于母公司所有者的净利润区间为1,554.86万元至1,668.33万元，同比增长1.85%至9.28%。
- ◆ **投资亮点：**1、公司处国内分散染料行业领先地位，产品定位中高端领域。分散染料主要用于涤纶及其混纺织物的染色和印花，是我国产销量最大的染料品种，2021年我国染料总产量中分散染料产量占比达到45.57%；公司主要产品为分散染料及其滤饼，根据中国染料工业协会统计，2019-2021年公司均位列全国分散染料行业排名前十。公司定位中高端分散染料市场，目前已开发高牢度系列、特色系列及常规系列三大产品线，其中重点产品高牢度系列分散染料已应用于安踏、李宁、阿迪达斯、耐克、优衣库、迪卡侬等客户的产品中。2、公司与全球化工龙头亨斯迈具有十余年的合作历史，在技术及客户资源上得到支持；虽然其于22年8月将旗下纺织染化事业部出售给昂高集团，但预计相关业务的合作仍将延续。1) 亨斯迈是全球化工龙头之一，公司与其自2010年便展开合作，合作内容包括托拉司产品合作和其他染料、滤饼的销售，其他染料、滤饼的合作方式为正常的购销业务；基于良好的合作历史，公司与亨斯迈集团签订协议共同开发高水洗分散染料市场，合作研发了可用于户外运动服及登山服等特种功能纺织物印染的高水洗WW系列。2) 亨斯迈集团于2022年8月9日宣布拟将其纺织染化事业部出售给SK Capital Partners旗下的昂高（Archroma），昂高是色彩及特种化学品领域的全球性企业，其主要生产的酸性染料、活性染料与亨斯迈集团的分散染料形成产品互补；根据中介机构2023年3月1日对昂高染化事业部亚洲区采购总监进行的进一步访谈，昂高预计对亨斯迈集团相关业务完成收购后，将与公司继续保持合作关系。
- ◆ **同行业上市公司对比：**公司主要从事分散染料及其滤饼的研发、生产及销售，主要产品包括分散染料、滤饼以及染料中间体。根据产品结构、应用用途的相似性，选取浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其、福莱蒽特为可比上市公司。从上述可比公司来看，行业平均收入规模（TTM）为62.98亿元，可比PE-TTM（剔除负值/算术平均）为27.81X，销售毛利率为20.92%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均，但销售毛利率高于行业平均水平。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	516.4	563.7	545.2
同比增长(%)	-23.25	9.15	-3.28

新股覆盖研究

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	100.00
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙

 SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告

- 三博脑科-新股专题覆盖报告（三博脑科）
 -2023年第65期-总第262期 2023.4.13
 晶合集成-新股专题覆盖报告（晶合集成）
 -2023年第64期-总第261期 2023.4.12
 美利信-新股专题覆盖报告（美利信）-2023年第61期-总第258期 2023.4.1
 晶升股份-新股专题覆盖报告（晶升股份）
 -2023年第62期-总第259期 2023.4.1
 中船特气-新股专题覆盖报告（中船特气）
 -2023年第63期-总第260期 2023.4.1



营业利润(百万元)	95.5	86.7	75.7
同比增长(%)	-33.39	-9.21	-12.67
净利润(百万元)	87.4	75.1	67.6
同比增长(%)	-28.74	-14.10	-9.90
每股收益(元)	0.87	0.75	0.68

数据来源：华金证券研究所

内容目录

一、万丰股份	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2021 年世界各国及地区进口中国分散染料金额及占比 (单位: 万美元/%)	5
图 6: 2010-2021 年中国染料工业总产值 (单位: 亿元)	6
图 7: 2010-2021 年中国分散染料产量 (单位: 亿元)	7
 表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	8

一、万丰股份

公司主要从事分散染料及其滤饼的研发、生产及销售，产品以中高端分散染料为主，包括高牢度系列、特色系列、常规系列等多个系列，广泛应用于涤纶及其混纺织物的染色和印花，客户覆盖安踏、李宁、阿迪达斯、耐克、优衣库、迪卡侬等国内外知名运动休闲服饰品牌。

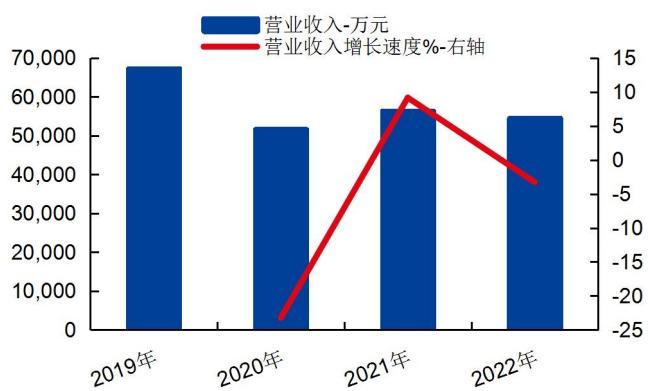
公司持续进行工艺创新，经过十几年的发展，已经形成了一系列先进的核心技术，积累了丰富的配方数据库，能够及时响应客户需求，快速实施颜色和性能多样化和个性化的产品研发。2016年，公司成功加入 Bluesign 认证体系，截至 2023 年 3 月末，公司 110 项产品获得了 Bluesign 认证；公司也是 ZDHC 联盟成员，获得了“CNTAC-ZDH 供应链化学品管理创新 2020 行动 ZDHC 网关化学品模块先锋试点企业”称号。

(一) 基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 5.16 亿元/5.64 亿元/5.45 亿元，YOY 依次为 -23.25%/9.15%/-3.28%，三年营业收入的年复合增速-6.77%；实现归母净利润 0.87 亿元/0.75 亿元/0.68 亿元，YOY 依次为-28.74%/-14.10%/-9.90%。

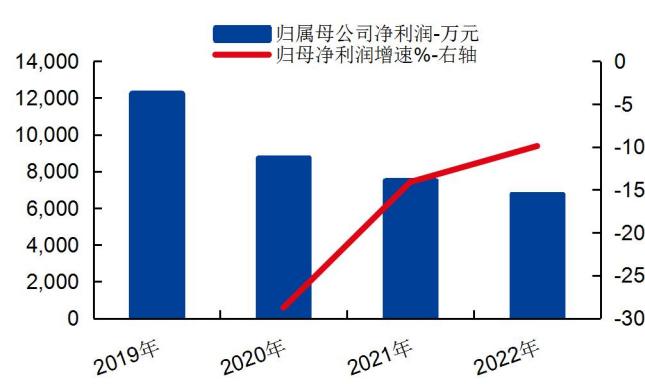
2022 年，公司主营业务收入可分为三大板块，分别为分散染料（4.72 亿元，88.31%）、滤饼（0.62 亿元，11.59%）、染料中间体（0.005 亿元，0.10%）。2020 年至 2022 年报告期间，分散染料始终为公司的主要业务及首要收入来源，销售收入占比始终维持在 86%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



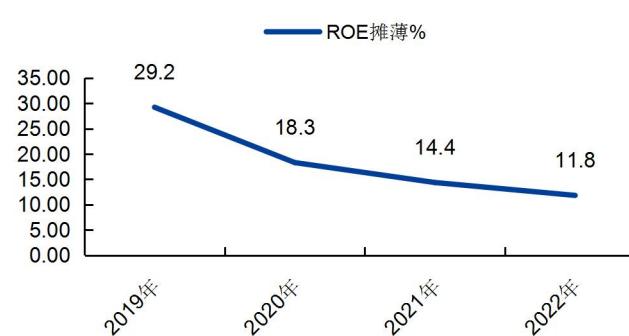
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 4: 公司 ROE 变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

(二) 行业情况

公司主营业务为分散染料及其滤饼的研发、生产及销售；按照业务类型，公司属于染料行业。

1、全球染料行业

随着世界纺织纤维工业以及印染工业的发展，全球的染料行业保持平稳的增长趋势。近年全球染料工业逐步向亚洲国家集中，亚洲各国染料公司之间的竞争逐渐开始显现，主要集中在中国、印度等国家。同时，市场竞争迫使国际上主要染料公司进行结构分化重组；营销上，产品系列向高档化发展；生产上，由原本独立从事染料的化学合成，变为进口中国、印度两国的染料粗品或染料的滤饼来加工生产高附加值染料产品进行贴牌销售。2021年从中国进口分散染料的世界各国和地区中，印度尼西亚、中国台湾以及韩国等东亚、东南亚区域居前列。其中印度尼西亚、中国台湾进口分散染料金额均超过1亿美元；韩国、土耳其、巴基斯坦及越南的进口金额也均超过了4,000万美元。

图 5: 2021 年世界各国及地区进口中国分散染料金额及占比 (单位: 万美元/%)

序号	区域	进口数量	占比	进口金额	占比	单位: 吨、万美元
1	印度尼西亚	15,550.40	15.42%	10,861.55	15.25%	
2	中国台湾	13,188.43	13.07%	10,790.17	15.15%	
3	韩国	12,402.22	12.30%	6,328.31	8.89%	
4	土耳其	10,843.60	10.75%	5,968.65	8.38%	
5	巴基斯坦	9,531.22	9.45%	4,355.06	6.12%	
6	越南	7,385.49	7.32%	4,709.52	6.61%	
7	埃及	4,549.50	4.51%	2,040.32	2.87%	
8	巴西	3,692.82	3.66%	1,919.99	2.70%	
9	孟加拉国	3,591.08	3.56%	2,330.19	3.27%	
10	泰国	3,068.53	3.04%	2,686.37	3.77%	
其他		17,064.83	16.92%	19,210.41	26.98%	
合计		100,868.11	100%	71,200.54	100%	

资料来源: 《2021 中国染料工业年鉴》，华金证券研究所

消费者购买力不断增强，对纺织品的需求呈现个性化、舒适化、品牌化以及功能化的趋势，推动印染企业进行产业升级，推出各种新型纤维和混纺面料产品。随着国际染料企业的相对竞争

力逐渐下降，中高端染料市场开始出现空白，国内下游企业对于中高端染料需求的进一步提升将刺激我国染料行业转型升级，中高端染料的研发与生产将是染料行业发展重点。

2、国内染料行业

中国的纺织染料制造业伴随着下游纺织印染工业的发展不断成长。全国染料产量方面，2016年产量为92.8万吨，2017年产量为99.0万吨，2018年产量为81.2万吨，2019年产量为79.0万吨，2020年产量为76.9万吨，2021年产量为85.6万吨；2018年-2020年，受到严格的环保政策影响，不少环保设施不达标的染料制造企业被限产甚至停产，导致染料制造业的整体开工率及产量呈下滑的趋势；2021年，我国染料产量开始回升，已超过2018年的染料产量。

2018年至2021年，我国染料行业绩效总体提升，染料工业总产值分别为687.5亿元、709.8亿元、670.5亿元和699.3亿元，销售收入分别为681.5亿元、688.3亿元、609亿元和641.5亿元。虽然2018-2019年因环保问题小幅度下降，但国内染料行业产业结构得到优化，具有环保安全技术优势的企业获得进一步发展空间。

图6：2010-2021年中国染料工业总产值（单位：亿元）



资料来源：中国染料工业协会，华金证券研究所

根据染料性质及应用方法，可将染料分为分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料、酸性染料、直接染料、阳离子染料等几大类；其中，分散染料是我国产销量最大的染料。我国可生产的染料品种超过1,200个，每年生产的分散染料、活性染料和酸性染料的品种超过100个。2021年，我国染料总产量为85.6万吨，其中，分散染料产量占比最大，达到45.57%，活性染料占比30.51%。

图 7: 2010-2021 年中国分散染料产量 (单位: 亿元)



资料来源: 中国染料工业协会, 华金证券研究所

(三) 公司亮点

1、公司处国内分散染料行业领先地位，产品定位于中高端领域。分散染料主要用于涤纶及其混纺织物的染色和印花，是我国产销量最大的染料品种，2021年我国染料总产量中分散染料产量占比达到45.57%；公司主要产品为分散染料及其滤饼，根据中国染料工业协会统计，2019-2021年公司均位列全国分散染料行业排名前十。公司定位中高端分散染料市场，目前已开发高牢度系列、特色系列及常规系列三大产品线，其中重点产品高牢度系列分散染料已应用于安踏、李宁、阿迪达斯、耐克、优衣库、迪卡侬等客户的产品中。

2、公司与全球化工龙头亨斯迈具有十余年的合作历史，在技术及客户资源上得到支持；虽然其于22年8月将旗下纺织染化事业部出售给昂高集团，但预计相关业务的合作仍将延续。1)亨斯迈是全球化工龙头之一，公司与其自2010年便展开合作，合作内容包括托拉司产品合作和其他染料、滤饼的销售，其他染料、滤饼的合作方式为正常的购销业务；基于良好的合作历史，公司与亨斯迈集团签订协议共同开发高水洗分散染料市场，合作研发了可用于户外运动服及登山服等特种功能纺织物印染的高水洗WW系列。2)亨斯迈集团于2022年8月9日宣布拟将其纺织染化事业部出售给SK Capital Partners旗下的昂高(Archroma)，昂高是色彩及特种化学品领域的全球性企业，其主要生产的酸性染料、活性染料与亨斯迈集团的分散染料形成产品互补；根据中介机构2023年3月1日对昂高染化事业部亚洲区采购总监进行的进一步访谈，昂高预计对亨斯迈集团相关业务完成收购后，将与公司继续保持合作关系。

(四) 募投项目投入

公司本轮IPO募投资金拟投入2个项目以及补充流动资金。

1、**年产1万吨分散染料技改提升项目**：本项目拟利用现有的工艺技术对年产1万吨分散染料项目进行技改提升扩建，购置各种反应釜、压滤机、砂磨机、打浆泵、喷雾干燥塔等生产设备，新增1万吨/年分散染料产能，技改后全厂达到年产2万吨分散染料的生产能力。本项目投产后，税后投资内部收益率为24.21%，税后静态投资回收期为5.83年。

(含两年建设期), 预计 100%达产后, 项目可实现年销售收入为 65,752 万元, 可实现年净利润 9,669 万元。

2、研发中心建设项目: 本项目拟利用厂区现有空余土地新建研发中心, 主要包括研发实验室和工艺开发实验室、小试实验室。项目购置有光照牢度测试仪、微电脑恒温恒湿测试仪、激光粒径仪、光谱分析仪、高效液相色谱仪、快速筛选量热仪等精密设备, 主要开展以下五方面的研发: 1、新型高档分散染料的应用技术研发; 2、高档分散染料商品化技术和专有性能分散染料的研发; 3、分散染料配套助剂的研发; 4、新型功能染料的研发; 5、减少染料生产过程中对环境的影响, 提出合理的污染控制技术, 减少废水和废气的排放。

表 1: 公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	年产 1 万吨分散染料技改提升项目	36,000.00	35,900.00	2 年
2	研发中心建设项目	8,000.00	7,900.00	2 年
3	补充流动资金	11,000.00	11,000.00	—
	总计	55,000.00	54,800.00	—

资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

(五) 同行业上市公司指标对比

2022 年度, 公司实现营业收入 5.45 亿元, 同比下降 3.28%; 实现归属于母公司净利润 0.68 亿元, 同比下降 9.90%。根据初步测算, 公司预计 2023 年 1-3 月可实现营业收入区间为 13,327.35 万元至 14,124.35 万元, 同比增长 0.66%至 6.70%; 预计 2023 年 1-3 月可实现归属于母公司所有者的净利润区间为 1,554.86 万元至 1,668.33 万元, 同比增长 1.85%至 9.28%; 扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润区间为 1,541.86 万元至 1,645.64 万元, 同比增长 1.36%至 8.18%。

公司主要从事分散染料及其滤饼的研发、生产及销售, 主要产品包括分散染料、滤饼以及染料中间体。根据产品结构、应用用途的相似性, 选取浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其、福莱蒽特为可比上市公司。从上述可比公司来看, 行业平均收入规模 (TTM) 为 62.98 亿元, 可比 PE-TTM (剔除负值/算术平均) 为 27.81X, 销售毛利率为 20.92%; 相较而言, 公司的营收规模低于行业平均, 但销售毛利率高于行业平均水平。

表 2: 同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年收入增速	2022 年归母净利润 (亿元)	2022 年净利润增长 率	2022 年销售毛利 率	2022 年 ROE 摊薄
600352.SH	浙江龙盛	347.46	11.57	212.26	27.41%	30.03	-10.99%	30.11%	9.34%
002440.SZ	闰土股份	88.01	12.27	61.87	6.22%	7.17	-20.33%	22.41%	7.46%
603980.SH	吉华集团	32.55	-59.49	20.99	-6.05%	-0.55	-123.19%	10.21%	-1.26%
300067.SZ	安诺其	32.56	59.39	8.44	-20.42%	0.55	-43.16%	23.51%	2.36%
605566.SH	福莱蒽特	30.27	28.01	11.36	2.54%	1.08	-45.33%	18.37%	5.37%

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年 收入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 摊 薄
603172.SH	万丰股份	/	/	5.45	-3.28%	0.68	-9.90%	26.51%	11.82%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

备注: 由于可比公司闰土股份、吉华集团、安诺其、福莱蒽特均尚未披露 2022 年报, 其财务数据 (TTM) 范围为 2021Q4-2022Q3, 浙江龙盛、万丰股份数据取自 2022 年报。

(六) 风险提示

上游原材料价格波动的供应风险、环境保护的风险、“能耗双控”引发的经营风险、亨斯迈集团纺织染化事业部被昂高收购带来的合作风险、毛利率持续下滑的风险、产品价格变动导致存货跌价的风险、汇率波动风险、技术人才流失和核心技术失密的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn