

► **事件。**2024 年 3 月 30 日，公司发布 2023 年年报。2023 年全年，公司实现营收 20.00 亿元，同比增长 2.43%；实现归母净利润 0.71 亿元，同比降低 51.03%；实现扣非后归母净利润 0.74 亿元，同比增长 507.44%。其中 4Q2023，公司实现营收 5.69 亿元，同比增长 27.41%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比增长 174.08%；实现扣非后归母净利润 0.45 亿元，同比增长 218.37%。

► **主营产品量价齐升，经营业绩逐季改善。（1）归母净利润下降主要系非生产经营性原因所致。**2023 年公司归母净利润同比下降 51.03%，主要原因系 1) 去年同期确认金寨路老厂区土地房产收储净收益 1.59 亿元；2) 公司购买的中融信托产品共计 4000 万元人民币，因产品逾期、尚未兑付，确认公允价值变动损失 2000 万元；3) 境外子公司安利越南全年产销量尚未达到盈亏平衡点，亏损 2062 万元，但随着客户订单逐步释放，安利越南 2023 年下半年销量较上半年增长约 316%，趋势向好。**（2）扣非后归母净利润实现扭亏为盈主要系主营产品量价齐升。**2023 年公司主营产品量价齐升，且随着公司与品牌客户合作加深，高单价、高附加值的产品占比提升，全年主营产品毛利率达到 21.01%，较同期提升 4.55 个百分点，下半年主营产品销售毛利率达 22.89%，较上半年提升 4.26 个百分点，较同期提升 8.17 个百分点。**特别是下半年以来，公司经营业绩逐季度好转，全年经营利润取得大幅度提升，2023Q1-Q4，公司归母净利润分别实现-0.18 亿元、0.09 亿元、0.38 亿元、0.45 亿元，增长势头显著。**

► **公司积极进行市场开拓，本部+越南产能持续投放中。**2023 年，公司“2+4”全品类齐头并进，大客户战略成效初步显现。报告期内，公司成为爱步战略合作供应商，首次通过李宁实验室认证，通过 NIKE、匡威、SATRA、安踏、鸿星尔克等实验室复审。2024 年 1 月，公司与安踏集团首次签订品牌材料合作伙伴战略协议，成为安踏集团战略伙伴；2 月，公司成为美国安德玛公司装备部供应商，安利越南成为美国耐克公司鞋用材料合格供应商。同时，公司也在积极推进本部生态功能性聚氨酯合成革技改提标升级项目建设（其中 1 条水性无溶剂聚氨酯合成革生产线和 2 条干法复合型聚氨酯合成革生产线已投产），以及安利越南剩余 2 条生产线的建设投产，预计两项目均将于 2024 年内建设完成并投产。

► **投资建议：**公司是国内 PU 合成革企业，未来生态环保型新产品的需求增长及下游客户的拓展释放，再加上越南工厂即将迈入产能释放期，未来公司业绩有望实现较大增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.10、2.60、3.10 亿元，EPS 分别 0.97、1.20、1.43 元，现价（2024 年 3 月 29 日）对应 PE 分别为 14x、11x、9x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动的风险、天然气供应和成本费用提升的风险、产能无法充分利用的风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,000	2,247	2,396	2,556
增长率 (%)	2.4	12.4	6.6	6.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	71	210	260	310
增长率 (%)	-51.0	196.6	23.6	19.4
每股收益 (元)	0.33	0.97	1.20	1.43
PE	41	14	11	9
PB	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.36 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 李金凤

执业证书：S0100122070041

邮箱：lijinfeng@mszq.com

相关研究

1.安利股份 (300218.SZ) 深度报告：PU 合成革龙头企业，鞋材、汽车迎来业绩释放期-2023/12/13

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,000	2,247	2,396	2,556
营业成本	1,583	1,788	1,883	1,982
营业税金及附加	18	20	21	23
销售费用	86	100	103	110
管理费用	87	102	105	110
研发费用	126	142	151	161
EBIT	104	116	155	194
财务费用	11	-1	-2	-4
资产减值损失	-11	0	0	0
投资收益	-1	1	1	1
营业利润	73	191	236	281
营业外收支	-9	0	0	0
利润总额	64	191	236	281
所得税	-3	-9	-11	-13
净利润	67	200	247	295
归属于母公司净利润	71	210	260	310
EBITDA	213	225	264	303

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	447	565	713	887
应收账款及票据	271	260	277	296
预付款项	4	4	4	5
存货	326	438	462	486
其他流动资产	169	198	209	222
流动资产合计	1,216	1,466	1,666	1,896
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	896	898	900	901
无形资产	41	41	41	41
非流动资产合计	976	976	976	976
资产合计	2,192	2,442	2,642	2,872
短期借款	133	133	133	133
应付账款及票据	480	542	571	601
其他流动负债	101	117	124	131
流动负债合计	714	793	828	865
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	72	72	72	72
非流动负债合计	72	72	72	72
负债合计	786	864	900	937
股本	217	217	217	217
少数股东权益	140	129	116	101
股东权益合计	1,406	1,578	1,742	1,935
负债和股东权益合计	2,192	2,442	2,642	2,872

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.43	12.36	6.63	6.66
EBIT 增长率	789.53	12.13	33.21	24.97
净利润增长率	-51.03	196.60	23.57	19.39
盈利能力 (%)				
毛利率	20.86	20.43	21.43	22.44
净利润率	3.54	9.35	10.83	12.12
总资产收益率 ROA	3.23	8.60	9.83	10.79
净资产收益率 ROE	5.59	14.50	15.97	16.90
偿债能力				
流动比率	1.70	1.85	2.01	2.19
速动比率	1.11	1.14	1.30	1.47
现金比率	0.62	0.71	0.86	1.03
资产负债率 (%)	35.87	35.40	34.05	32.62
经营效率				
应收账款周转天数	43.22	42.55	40.39	40.38
存货周转天数	80.09	76.90	86.05	86.05
总资产周转率	0.89	0.97	0.94	0.93
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.97	1.20	1.43
每股净资产	5.84	6.68	7.49	8.45
每股经营现金流	1.40	0.86	1.22	1.42
每股股利	0.13	0.38	0.47	0.56
估值分析				
PE	41	14	11	9
PB	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.16	11.47	9.78	8.52
股息收益率 (%)	0.97	2.84	3.51	4.20

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	67	200	247	295
折旧和摊销	109	109	110	110
营运资金变动	78	-54	-17	-18
经营活动现金流	304	186	266	307
资本开支	-15	-36	-32	-27
投资	-40	0	0	0
投资活动现金流	-54	-35	-31	-26
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-137	0	0	0
筹资活动现金流	-233	-32	-87	-106
现金净流量	18	118	148	175

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026