

**事件。**2024年5月21日，公司发布公告称，安利股份近日收到德国阿迪达斯(adidas)官方邮件通告，安利股份和安利越南同时成为德国阿迪达斯合格供应商，供应商代码分别为Q4E001(China)、Q4E002(Vietnam)，主要向其鞋类产品提供聚氨酯合成革、TPU、水性透气皮、超细纤维聚氨酯合成革等鞋用材料系列产品。

**公司积极开拓客户订单，越南工厂效益持续兑现。**受制于前期员工、产品和市场开发等投入较大，以及折旧因素，安利越南2023年产销量未达到盈亏平衡点，共亏损2062万元。但随着客户订单的逐步增加，产能实现逐步释放，安利越南下半年销量较上半年同比增长约316%，2023Q4以来，安利越南产销量平稳增长，整体态势向好。2024年以来，公司先后通过了美国耐克公司(24年2月)、美国乐至宝公司(24年4月)的供应商认证，其中安利越南占耐克的内部采购比例较小，未来发展空间较大。安利越南目前正在积极推进耐克实验室认证，有望在2024年下半年获得实质性订单，形成收入贡献。

**阿迪达斯全球影响力显著，经济效益增长值得期待。**德国阿迪达斯(adidas)成立于1949年，总部位于德国，旗下拥有运动表现系列performance(三条纹)、运动传统系列originals(三叶草)和运动时尚系列neo(圆球型LOGO)三大系列，是全球具有重要影响力的体育运动和休闲品牌。2022年、2023年实现总营收分别为1670.87亿元、1683.99亿元，其中鞋类收入分别为921亿元、954亿元。24年5月，德国阿迪达斯公司本部+越南工厂双双认证通过，系公司增长的新动能、新增长点。一方面，这表明了公司在产品研发设计、工艺技术、质量管理、生产管控等方面的综合实力水平，再一次得到了国际一流运动品牌的认可，有利于进一步扩大公司鞋类国际运动休闲品牌客户群体；另一方面，阿迪达斯的规模化订单形成后，有望进一步增长公司销售收入，实现更好的经济效益。

**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2.02、2.62、3.16亿元，EPS分别0.93、1.21、1.46元，现价(2024年5月21日)对应PE分别为17x、13x、11x，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。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**15.96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)2023年年报点评：三四季度业绩持续改善，看好公司合成革发展前景-2024/03/30
- 2.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

**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	2,504	3,057	3,580
增长率(%)	2.4	25.2	22.1	17.1
归属母公司股东净利润(百万元)	71	202	262	316
增长率(%)	-51.0	185.6	29.4	20.9
每股收益(元)	0.33	0.93	1.21	1.46
PE	49	17	13	11
PB	2.7	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年5月21日收盘价)

## 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	2,504	3,057	3,580
营业成本	1,583	1,931	2,357	2,760
营业税金及附加	18	22	27	32
销售费用	86	93	110	125
管理费用	87	100	119	140
研发费用	126	158	193	226
EBIT	104	219	274	325
财务费用	11	15	13	12
资产减值损失	-11	-13	-16	-19
投资收益	-1	-1	-1	-2
营业利润	73	192	246	296
营业外收支	-9	-9	-9	-9
利润总额	64	184	238	287
所得税	-3	-9	-11	-14
净利润	67	192	249	301
归属于母公司净利润	71	202	262	316
EBITDA	213	331	391	448

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	447	586	673	789
应收账款及票据	271	286	350	410
预付款项	4	4	5	6
存货	326	384	469	549
其他流动资产	169	207	246	283
流动资产合计	1,216	1,468	1,743	2,037
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	896	948	1,000	1,051
无形资产	41	41	41	41
非流动资产合计	976	1,024	1,074	1,124
资产合计	2,192	2,493	2,817	3,161
短期借款	133	151	151	151
应付账款及票据	480	586	715	837
其他流动负债	101	118	143	167
流动负债合计	714	854	1,009	1,155
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	72	71	71	71
非流动负债合计	72	71	71	71
负债合计	786	924	1,079	1,226
股本	217	217	217	217
少数股东权益	140	130	117	101
股东权益合计	1,406	1,568	1,738	1,936
负债和股东权益合计	2,192	2,493	2,817	3,161

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	2.43	25.17	22.09	17.11
EBIT 增长率	789.53	111.16	25.25	18.64
净利润增长率	-51.03	185.62	29.42	20.89
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.86	22.86	22.88	22.90
净利润率	3.54	8.08	8.56	8.84
总资产收益率 ROA	3.23	8.12	9.29	10.01
净资产收益率 ROE	5.59	14.06	16.15	17.25
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.70	1.72	1.73	1.76
速动比率	1.11	1.12	1.11	1.14
现金比率	0.62	0.69	0.67	0.68
资产负债率 (%)	35.87	37.09	38.32	38.77
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	43.22	40.08	37.46	38.18
存货周转天数	80.09	66.14	65.13	66.37
总资产周转率	0.89	1.07	1.15	1.20
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.33	0.93	1.21	1.46
每股净资产	5.84	6.63	7.47	8.46
每股经营现金流	1.40	1.53	1.59	1.86
每股股利	0.13	0.37	0.47	0.57
<b>估值分析</b>				
PE	49	17	13	11
PB	2.7	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.16	9.75	8.24	7.20
股息收益率 (%)	0.81	2.29	2.97	3.59

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	67	192	249	301
折旧和摊销	109	112	117	122
营运资金变动	78	-7	-54	-55
经营活动现金流	304	331	345	404
资本开支	-15	-168	-173	-178
投资	-40	0	0	0
投资活动现金流	-54	-173	-174	-180
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-137	18	0	0
筹资活动现金流	-233	-19	-85	-108
现金净流量	18	140	86	117

## 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