

2025年04月14日

24 年量价齐升，25 年成为 NIKE 战略合作伙伴

安利股份(300218)

评级:	买入	股票代码:	300218
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	20.86/11.97
目标价格:		总市值(亿)	29.88
最新收盘价:	13.77	自由流通市值(亿)	29.78
		自由流通股数(百万)	216.28

事件概述

2024 年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 24.03/1.94/1.92/2.92 亿元、同比增长 20.12%/174.19%/159.60/-4.17%，剔除 23 年信托产品计提导致的公允价值变动损失影响扣非净利为 2 亿元、同比增长 113%，业绩基本符合市场预期，公司产品结构优化，高技术含量、高附加值产品销售扩大、占比提高，主营产品量价齐升，销量、营收、利润大幅增长，创历史同期最好水平。非经主要为政府补助（23/24 年 0.18/0.12 亿元），经营性现金流高于净利主要由于折旧费用较高及经营性应付项目增加。

2024Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 6.01/0.44/0.54 亿元、同比增长 5.62%/50.47%/19.08%，24Q4 收入放缓和补库存后基数抬升有关，但 24Q4 扣非净利率为 9.0%延续改善趋势，为历史同期最高。

每股派发现金红利 0.25 元，对应 24 年分红率 28%，股息率 1.82%。

分析判断:

24 年量价齐增，25 年成为 NIKE 战略合作伙伴。（1）24 年合成革收入 23.63 亿元，同比增长 20.19%，分拆量价来看，销量/单价同比增长 9%/10%至 66.9 百万米/35.3 元/米；（2）分产品看，生态功能性革/普通合成革/其他收入分别为 22.55/1.08/0.40 亿元，同比增长 21.78%/-5.51%/16.12%。根据公司 25 年 2 月投资者交流，2024 年公司除沙发家居品类略有下降以外，功能鞋材、汽车内饰、电子产品、体育装备品类实现增长；

（3）24 年公司成为阿迪达斯、慕思、UA 装备供应商，通过耐克实验室认证；2025 年 1 月公司成为耐克公司战略合作伙伴。（4）24 年安利越南收入/净利 1.02/-0.17 亿元，同比减亏，根据公司 25 年 2 月投资者交流，力争 2025 年安利越南减亏、止亏，保本或略有盈亏；截至 24 年末安利越南 2 条生产线在产，目前正积极推进剩余 2 条线建设，计划于 2025 年上半年调试、下半年投产。

Q4 净利率增长主要受益于期间费用率下降及公允价值变动亏损减少（信托产品影响）。（1）24 毛利率为 24.12%、同比提升 3.25PCT，毛利率提升主要收益于客户结构与产品结构改善；24 归母净利率/扣非净利率为 8%/8%、同比增长 4.54/4.30PCT。从费用率来看，24 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.28%/4.11%/5.73%/0.07%，同比下降 0.04/0.22/0.58/0.5PCT，财务费用率下降主要因为汇兑收益较上年同期增加；同时本年度加强贷款管理，利率有所下降，融资成本有所下降。其他收益/收入为 1.13%同比增加 0.27PCT；公允价值变动净收益/收入为-0.33%，同比增加 0.67PCT，主要由于 23 年同期中融亏损较大；减值损失/收入合计同比增加 0.39PCT；营业外支出/收入同比下降 0.34PCT；所得税/收入同比增加 0.93PCT。（3）24Q4 公司毛利率/归母净利率/扣非净利率分别为 20.5%/7.3%/8.9%、同比提升-2.5/2.2/1.0PCT；四大费用率合计下降 1.7PCT；其他收益/收入为 1.76%，同比增加 1.2PCT；公允价值变动净收益/收入为同比增加 2.18PCT；减值损失/收入合计同比增加 0.25PCT；资产处置收益占比同比减少 0.3PCT；营业外支出/收入同比下降 1.36PCT；所得税/收入为同比增加 1.73PCT。

库存商品占比增加。24 年公司存货为 3.24 亿元，同比减少 0.41%，其中原材料/在产品/库存商品/其他存货占比为 43%/19%/25%/13%、同比提升-2.41/1.17/5.82/-4.58PCT。存货周转天数为 64 天、同比减少 16 天。公司应收账款为 3.70 亿元、同比增长 36.53%，平均应收账款周转天数为 48 天、同比增加 5 天。公司应付账款为 2.74 亿元、同比减少 42.92%，平均应付账款周转天数为 74 天、同比增减少 28 天。

投资建议

我们分析，就关税影响来看，2024 年公司出口/直接对美出口占比 38.67%/2.55%，虽然直接对美出口占比较低，但仍存在间接出口影响，但总体来说公司客户较为分散、且终端具备一定提价转嫁能力、公司也仍在进一步降本的空间。分品类来看，（1）基于国内外品牌大客户合作增多、内部份额占比提升，根据公司投资交流纪要，功能鞋材品类 2025 年有望实现较快增长。安利越南剩余 2 条线有望 25H1 完成安装调试、25H2 投产，全年预计减亏甚至微利；（2）预计汽车内饰有望高增，受益于大客户战略和新客户拓展：公司产品在比亚迪、丰田、赛力斯、小鹏、长城、江淮、奇瑞等品牌车型上实现应用，部分品牌定点车型增多，成效初显。25 年继续积极推进扩大现有车企定点项目，积极联系接洽新的车企品牌；（3）市场担心地产周期对沙发业务的影响，但我们分析，海外地产企稳、公司较多客户仍存在份额提升空间构成增量。（4）消费电子有望底部企稳，公司正在积极开发新型材料，拓展在电子产品中的用途，空间广阔，同时公司积极拓展新客户，提高市场份额。

维持 25-26 年收入预测 29.33/34.38 亿元，新增 27 年收入预测 39.7 亿元；维持 25-26 年归母净利预测 2.64/3.34 亿元，新增 27 年净利预测 3.95 亿元，对应 25-27 年 EPS 分别为 1.22/1.54/1.82 元，2025 年 4 月 14 日收盘价 13.77 元对应 PE 为 11/9/8X，长期看好公司客户和产品改善带来的盈利弹性，维持“买入”评级。

风险提示

客户拓展不及预期；运力紧张导致发货延迟风险；价格战风险；产能拓展不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,000	2,403	2,933	3,438	3,970
YoY (%)	2.4%	20.1%	22.1%	17.2%	15.5%
归母净利润(百万元)	71	194	264	334	395
YoY (%)	-51.0%	174.2%	35.9%	26.5%	18.2%
毛利率 (%)	20.9%	24.1%	24.6%	24.9%	25.1%
每股收益 (元)	0.35	0.91	1.22	1.54	1.82
ROE (%)	5.6%	13.6%	15.6%	16.5%	16.3%
市盈率	39.76	15.16	11.32	8.95	7.57

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,403	2,933	3,438	3,970	净利润	195	275	348	411
YoY (%)	20.1%	22.1%	17.2%	15.5%	折旧和摊销	104	116	117	117
营业成本	1,823	2,211	2,581	2,973	营运资金变动	-37	69	-63	-69
营业税金及附加	20	29	34	40	经营活动现金流	292	483	417	472
销售费用	103	125	147	170	资本开支	-72	-5	-6	-8
管理费用	99	117	138	159	投资	0	-4	-4	-5
研发费用	2	10	0	-6	投资活动现金流	-72	-4	-4	-5
财务费用	138	158	179	211	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-9	-10	-13	-15	债务募资	-8	-194	-92	0
投资收益	-2	6	7	8	筹资活动现金流	-51	-210	-99	-4
营业利润	215	298	376	445	现金净流量	175	269	314	463
营业外收支	-2	-2	-2	-3					
利润总额	213	296	374	442	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	19	21	26	31	成长能力				
净利润	195	275	348	411	营业收入增长率	20.1%	22.1%	17.2%	15.5%
归属于母公司净利润	194	264	334	395	净利润增长率	174.2%	35.9%	26.5%	18.2%
YoY (%)	174.2%	35.9%	26.5%	18.2%	盈利能力				
每股收益	0.91	1.22	1.54	1.82	毛利率	24.1%	24.6%	24.9%	25.1%
					净利率	8.1%	9.4%	10.1%	10.4%
					总资产收益率 ROA	8.1%	9.5%	10.6%	10.6%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净资产收益率 ROE	13.6%	15.6%	16.5%	16.3%
货币资金	630	899	1,212	1,676	偿债能力				
预付款项	6	4	5	6	流动比率	2.03	2.37	2.85	3.13
存货	324	596	694	800	速动比率	1.57	1.64	2.04	2.32
其他流动资产	504	457	538	626	现金比率	0.87	1.09	1.41	1.69
流动资产合计	1,464	1,955	2,450	3,107	资产负债率	35.0%	33.9%	30.9%	30.0%
长期股权投资	0	0	0	0	经营效率				
固定资产	835	722	609	497	总资产周转率	1.00	1.05	1.09	1.07
无形资产	41	41	41	41	每股指标 (元)				
非流动资产合计	939	826	714	602	每股收益	0.91	1.22	1.54	1.82
资产合计	2,403	2,782	3,163	3,709	每股净资产	6.58	7.80	9.33	11.15
短期借款	287	92	0	0	每股经营现金流	1.34	2.22	1.92	2.18
应付账款及票据	296	521	608	700	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	139	211	250	292	估值分析				
流动负债合计	721	825	858	993	PE	15.16	11.32	8.95	7.57
长期借款	50	50	50	50	PB	2.34	1.77	1.48	1.23
其他长期负债	69	69	69	69					
非流动负债合计	119	119	119	119					
负债合计	841	944	978	1,112					
股本	217	217	217	217					
少数股东权益	135	146	160	177					
股东权益合计	1,563	1,838	2,186	2,597					
负债和股东权益合计	2,403	2,782	3,163	3,709					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。