

2025年08月26日

价格延续提升趋势，安利越南如期减亏

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:	25.3/11.97
目标价格:		总市值(亿)	49.21
最新收盘价:	22.68	自由流通市值(亿)	49.05
		自由流通股数(百万)	216.28

事件概述

2025H1 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 10.99/0.93/0.89/0.39 亿元、同比增长-2.40%/0.91%/5.53%/-19.98%，公司 Q2 受关税影响海外需求及内需低迷影响。非经主要为政府补助，经营性现金流低于净利主要由于存货、应收增加及应付减少。2025Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.44/0.47/0.44 亿元、同比增长-7.01%/-8.41%/-4.26%。

基于公司海外业务拓展及未来发展需求，为推动国际化战略实施，公司以自有资金在新加坡设立全资子公司，注册资本 20 万美元，投资总额不超过 50 万美元。

分析判断:

价格仍维持提升趋势即高附加值产品占比提升，安利越南减亏。（1）25H1 合成革收入 10.81 亿元，同比下降 2.20%，平均销售单价同比增长 7.4%。（2）分产品看，生态功能性革/普通合成革/其他收入分别为 10.34/0.47/0.18 亿元，同比下降 1.30%/18.56%/12.74%。以耐克为代表的高端功能鞋材订单总体较快增长，高端体育运动、电子产品、汽车内饰等高技术含量、高附加值产品销售扩大、占比提高，25H 产品销售单价同比增长 7.4%；沙发家居前期受房地产市场不景气以及美国关税政策影响有一定的波动，总体止跌回稳。（3）25H1 子公司安利越南规划建设 4 条生产线，其中剩余的 2 条生产线于 8 月已完成设备安装调试及试生产，正式投产。25H1 安利越南收入/净利为 6940/-545.3 万元，同比增长 66.34%/减亏 577.4 万元，根据公司 25 年 8 月投资者交流纪要，安利越南 4 条生产线全部建成达产后将形成年产生态功能性聚氨酯合成革及复合材料 1800 万米的生产经营能力。由于前期折旧、员工薪酬、产品和市场开发投入较大，且品牌客户对安利越南验厂认证周期等原因，安利越南产销量未达盈亏平衡点，经营有一定亏损。

Q2 净利率下降主要由于期间费用率上升。（1）25H1 毛利率为 26.07%、同比提升 0.14PCT，分产品来看，25H1 生态功能性革/普通合成革毛利率分别为 26.68%/16.27%，同比提升 0.12/-4.03PCT。（2）25H1 归母净利率/扣非净利率为 8.48%/8.06%、同比增长 0.28/0.61PCT。从费用率来看，25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.53%/4.33%/7.05%/0.12%，同比增长 0.22/0.01/0.09/-0.22PCT，财务费用率下降主要由于现金流充足，压缩贷款，利息支出下降同时本期收到融资贴息。信用减值损失占比冲回 0.65PCT；营业外净收入占比增长 0.12PCT；少数股东损益/收入同比增长 0.12PCT，主要由于子公司安利越南亏损减少。（3）25Q2 公司毛利率/归母净利率/扣非净利率分别为 25.31%/8.60%/8.11%、同比提升 0.94/-0.13/0.23PCT；四大费用率同比上升 1.75PCT；信用减值损失占比冲回 0.85PCT；营业外净收入占比上升 0.07PCT；少数股东损益占比同比增长 0.28PCT。

公司存货同比下降。25H1 公司存货为 3.25 亿元，同比下降 3.88%，其中原材料/在产品/库存商品/其他存货占比为 62.03%/11.58%/23.55%/2.84%、同比提升 18.78/-7.51/-1.75/-10.33PCT。存货周转天数为 72 天、同比增加 0 天。公司应收账款为 3.88 亿元、同比增长 7.59%，平均应收账款周转天数为 62 天、同比增加 12 天。公司应付账款为 2.13 亿元、同比增长-54.97%，平均应付账款周转天数为 54 天、同比减少 49 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。我们对下半年谨慎乐观，分品类来看，（1）基于国内外品牌大客户合作增多、内部分额占比提升，计划功能鞋材品类 2025 年实现较快增长。安利越南剩余 2 条线年底已经投产，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。

考虑到市场需求下降及越南爬坡影响，下调 25-27 年收入预测 29.33/34.38/39.7 亿元至 25.00/27.95/31.24 亿元；下调 25-27 年归母净利润预测 2.64/3.34/3.95 亿元至 2.04/2.60/3.03 亿元，对应下调 25-27 年 EPS 1.22/1.54/1.82 元至 0.94/1.20/1.40 元，2025 年 8 月 26 日收盘价 22.68 元对应 PE 为 24/19/16X，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	2,500	2,795	3,124
YoY (%)	2.4%	20.1%	4.0%	11.8%	11.8%
归母净利润(百万元)	71	194	204	260	303
YoY (%)	-51.0%	174.2%	5.1%	27.6%	16.5%
毛利率 (%)	20.9%	24.1%	24.6%	24.9%	25.1%
每股收益 (元)	0.35	0.91	0.94	1.20	1.40
ROE (%)	5.6%	13.6%	12.5%	13.8%	13.8%
市盈率	39.76	24.97	24.11	18.90	16.22

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	2,500	2,795	3,124	净利润	195	213	271	316
YoY (%)	20.1%	4.0%	11.8%	11.8%	折旧和摊销	104	116	117	117
营业成本	1,823	1,884	2,098	2,339	营运资金变动	-37	115	-41	-48
营业税金及附加	20	25	28	31	经营活动现金流	292	466	363	400
销售费用	103	107	119	134	资本开支	-72	-5	-6	-8
管理费用	99	100	112	125	投资	0	-4	-4	-5
研发费用	2	10	0	-6	投资活动现金流	-72	-5	-5	-6
财务费用	138	155	155	172	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	5	6	6	筹资活动现金流	-51	-210	-99	-4
营业利润	215	231	294	342	现金净流量	175	252	259	389
营业外收支	-2	-2	-2	-3					
利润总额	213	229	292	340	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	19	16	20	24	成长能力				
净利润	195	213	271	316	营业收入增长率	20.1%	4.0%	11.8%	11.8%
归属于母公司净利润	194	204	260	303	净利润增长率	174.2%	5.1%	27.6%	16.5%
YoY (%)	174.2%	5.1%	27.6%	16.5%	盈利能力				
每股收益	0.91	0.94	1.20	1.40	毛利率	24.1%	24.6%	24.9%	25.1%
					净利率	8.1%	8.5%	9.7%	10.1%
					总资产收益率 ROA	8.1%	7.8%	9.1%	9.3%
					净资产收益率 ROE	13.6%	12.5%	13.8%	13.8%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	630	881	1,140	1,530	流动比率	2.03	2.49	3.08	3.40
预付款项	6	4	4	5	速动比率	1.57	1.78	2.27	2.59
存货	324	506	562	626	现金比率	0.87	1.23	1.63	1.95
其他流动资产	504	394	446	504	资产负债率	35.0%	32.0%	28.6%	27.7%
流动资产合计	1,464	1,785	2,152	2,665	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	1.00	0.96	0.98	0.96
固定资产	835	722	609	497	每股指标 (元)				
无形资产	41	41	41	41	每股收益	0.91	0.94	1.20	1.40
非流动资产合计	939	826	714	602	每股净资产	6.58	7.52	8.72	10.12
资产合计	2,403	2,612	2,865	3,266	每股经营现金流	1.34	2.15	1.67	1.84
短期借款	287	92	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	296	444	494	551	估值分析				
其他流动负债	139	181	205	233	PE	24.97	24.11	18.90	16.22
流动负债合计	721	717	700	784	PB	2.34	3.02	2.60	2.24
长期借款	50	50	50	50					
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	836	819	903					
股本	217	217	217	217					
少数股东权益	135	144	155	167					
股东权益合计	1,563	1,776	2,047	2,363					
负债和股东权益合计	2,403	2,612	2,865	3,266					

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。