

厚积薄发，聚氨酯复合材料龙头扬帆起航

——隐形冠军深度系列 3

增持|首次评级

报告要点:

● 深耕新型材料二十余载，中高端 PU 革及复合材料龙头企业

公司主营生态功能性聚氨酯合成革复合材料，与耐克、彪马、迪卡侬、亚瑟士、安踏、李宁、特步、361°、匹克、宜家、芝华仕、爱室丽等国内外知名运动休闲和沙发家居品牌，建立了良好、长期的合作关系，是全球功能鞋材和沙发家居领域的主力供应商。2020 年生态功能性合成革业务实现营收 13.5 亿元，占比总营收近 88%。公司为研发驱动型企业，累计拥有有效专利权 423 项，是全国同行业拥有专利最多、自主创新能力最强的企业。管理团队兼具研发能力与管理能力，创新驱动公司产品质量及附加值提升。

● 高端化绿色化发展，生态功能性 PU 革及复合材料迎契机

短期催化因素来看，2020 年 Q3 以来，日韩、台湾地区部分核心 PU 革生产商受新冠疫情影响，导致交货出现延迟或停产，因此国内企业承接相关订单。中长期驱动力来看，国内厂商产品质量稳定，与核心客户建立的合作关系有望长期保持并深化，或逐步替代日韩、台湾地区供应商。消费升级浪潮下，供应有限且对环境污染较为严重的动物皮革市场规模增速或进入下滑通道，性价比更高的优质替代品 PU 革及复合材料市场规模预计将以两位数增长，企业间盈利水平将出现分化。国家环保政策趋严，将加速淘汰落后产能，国内 PU 革行业集中度预计将进一步提高，头部企业迎来发展契机。

● 公司竞争优势显著，新产能投放将进一步夯实龙头地位

我们预计 2023 年安利股份生态功能性聚氨酯合成革及复合材料产能将达 1 亿米左右，将巩固公司的国内最大 PU 革及复合材料龙头企业地位，营收规模增长可期，市占率将进一步提升。公司研发能力与产品质量处于全球行业领先水平，已与核心头部客户达成战略合作，且于 2020 年已逐步进入业绩收获期。公司部分高技术含量产品毛利率达 40%-60%，功能鞋材、沙发家居、电子产品、汽车内饰等领域的高端产品持续放量，利润弹性有望增强。

● 投资建议与盈利预测

新增产能释放在即，核心客户订单再获新进展，公司成长路径清晰，业绩有望保持较快增长。预计公司 2021-2023 年分别实现营收 20.86/25.42/29.40 亿元，同比增长 34.91%/21.83%/15.66%；归母净利润为 1.56/2.22/2.90 亿元，同比增长 209.33%/41.94%/30.69%；对应 EPS 分别为 0.72/1.02/1.34 元，当前股价对应 PE 为 30.5/21.5/16.4 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

汇率大幅波动；原材料价格大幅波动；产能投放进度不及预期。

当前价：21.90 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 21.90 / 7.91

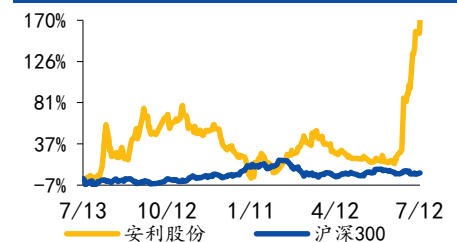
A 股流通股 (百万股): 216.28

A 股总股本 (百万股): 216.99

流通市值 (百万元): 4492.14

总市值 (百万元): 4506.88

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1694.84	1546.59	2086.54	2542.00	2940.00
收入同比 (%)	0.92	-8.75	34.91	21.83	15.66
归母净利润(百万元)	71.11	50.46	156.54	222.19	290.38
归母净利润同比 (%)	208.63	-29.05	210.25	41.94	30.69
ROE (%)	6.76	4.72	12.96	16.45	19.01
每股收益 (元)	0.33	0.23	0.72	1.02	1.34
市盈率(P/E)	67.07	94.53	30.47	21.47	16.42

资料来源: Wind, 国元证券研究所

目录

1.深耕新型材料二十余载，中高端PU革及复合材料龙头	4
1.1 产品：生态功能性PU革及复合材料引领者，产销两旺且品牌力强	4
1.2 产能：公司产能超八千万米，“国内+海外”双轮驱动	7
1.3 管理层：专注复合新材料研发，聚焦新兴品类拓展	8
2.高端化绿色化发展，生态功能性PU革及复合材料迎契机	11
2.1 市场概况：整体需求稳步向上，结构化增长趋势明显	12
2.2 下游需求：下游消费持续升级，“新场景”驱动行业发展	13
2.3 竞争格局：政策趋紧淘汰提速，竞争格局将持续优化	18
3.站在当前时点，公司的核心看点是什么？	21
3.1 新增产能逐步释放，业绩弹性将增强	22
3.2 通过核心客户认证，公司进入收获期	23
3.3 规模优势逐步增强，产品或量价齐升	27
4.投资建议与盈利预测	28
5.风险提示	29

图表目录

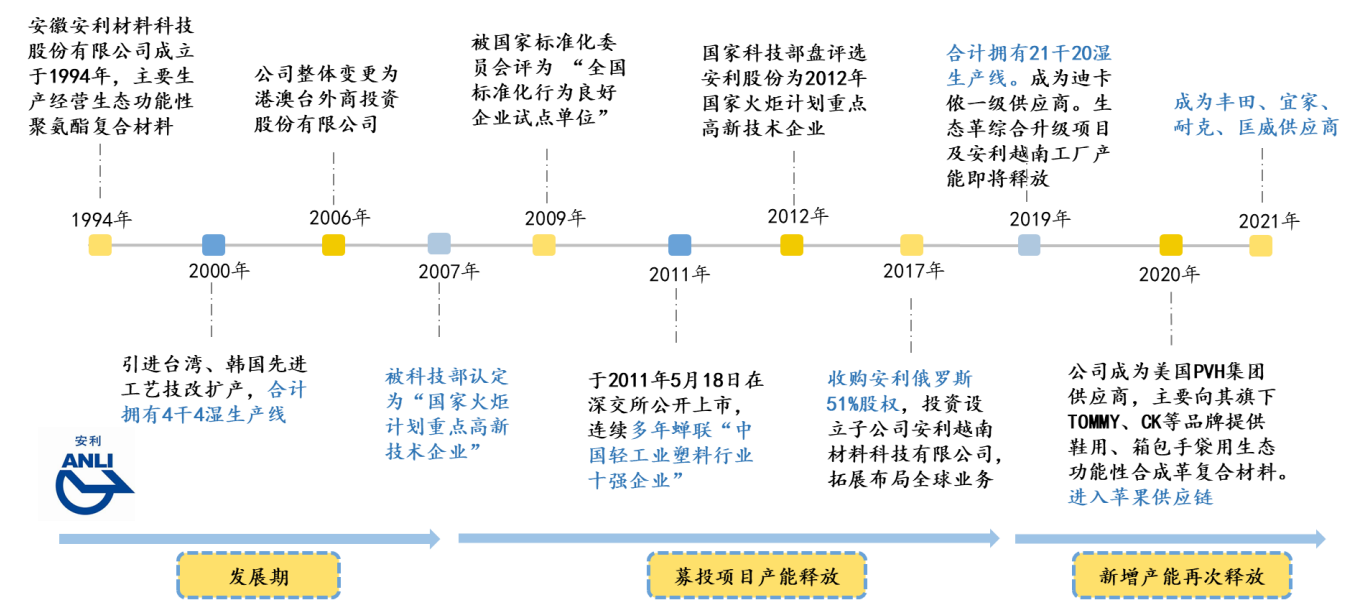
图 1：安利股份发展历程	4
图 2：PU合成革产业链概况	5
图 3：2011-2020 年公司营业总收入及 YoY	5
图 4：2011-2020 年公司归母净利润及 YoY	5
图 5：2012-2020 年公司营收结构（百万元）	6
图 6：2020 年公司产品销售结构	6
图 7：生态功能性PU合成革及复合材料应用场景	6
图 8：2011-2020 年公司毛利率及净利率	7
图 9：2012-2020 年公司合成革销售米数及价格	7
图 10：2011-2020 年公司产能 CAGR 为 6.27%	7
图 11：公司产能扩建项目计划建设期为 1.5 年	7
图 12：公司营收分布概况（按区域分）	8
图 13：安利国际化布局再下一城	8
图 14：截止 2021Q1 公司股权结构图	8
图 15：公司研发支出占比领先同行企业（%）	10
图 16：公司研发人员数量占比（%）	10
图 17：2015-2021 年公司所获资质荣誉颇丰	11
图 18：PU革行业增长逻辑梳理	12
图 19：2005-2017 年我国人造革合成革需求量及增速	12
图 20：2009-2019 年国内人造革合成革产量及增速	12
图 21：我国皮革毛皮行业利润总额下滑趋势明显	13
图 22：我国皮革毛皮行业亏损企业数目及增速	13

图 23: 天然皮革于人造革合成革对比	14
图 24: 2018 年我国人造革、合成革消费量构成 (亿米)	14
图 25: 人造革合成革行业的增长驱动因素	15
图 26: 我国沙发市场规模及增速	15
图 27: 我国居民人均可支配收入与城镇化率均显著提升	15
图 28: 功能性沙发市场正蓬勃发展	16
图 29: 全球运动鞋市场规模及增速	17
图 30: 2020 年全球主要运动鞋品牌商营收及净利润	17
图 31: 高性能无溶剂合成革加速应用于汽车中	17
图 32: 2020-2025 年全球新能源汽车销量预测 (万辆)	17
图 33: 全球汽车内饰皮革市场规模及增速	18
图 34: 全球人造革合成革产业链转移路径	19
图 35: 2019 年我国人造革合成革产量分布 (按区域分)	21
图 36: 行业内主要企业产能情况 (万米)	21
图 37: 海外 PU 合成革主要生产厂商	21
图 38: 安利股份持续正循环增长逻辑	22
图 39: 公司生态功能性聚氨酯合成革及复合材料总产能预计达 1 亿米	23
图 40: 公司主要产品销售均价及毛利率概况	23
图 41: 2018 年各国制造业工人工资对比 (美元/月)	23
图 42: 越南鞋类产量及出口金额	23
图 43: 与核心客户达成战略合作的认证周期通常为 3 年及以上	24
图 44: 公司核心客户矩阵	24
图 45: 公司成为耐克唯一中资鞋用材料合格供应商	25
图 46: 2010-2020 年耐克营业收入结构 (亿美元)	25
图 47: 2001-2020 年宜家全球年收入及增速	25
图 48: 2020 年全球家居用品零售市场份额	25
图 49: 我国新能源汽车产量及增速	26
图 50: 公司汽车领域潜在客户增加	26
图 51: 苹果官方商城部分皮革配件	26
图 52: 公司 PU 合成革主要原材料采购金额比重	27
图 53: 公司 PU 树脂主要原材料采购金额比重	27
图 54: PU 树脂主要原材料平均价格 (元/吨)	27
图 55: 公司单位成本及售价变化趋势	27
表 1: 高管团队从业经验丰富	9
表 2: 各类革种相关指标概况	14
表 3: 汽车内饰真皮与 PU 革成本对比	18
表 4: 制革行业相关政策梳理	20
表 5: 安利股份收入预测	28
表 6: 安利股份盈利预测	28

1.深耕新型材料二十余载，中高端PU革及复合材料龙头

安利股份成立于1994年，是全国聚氨酯复合材料的领导品牌。公司产品在国内享有较高知名度，并出口海外70多个国家和地区。公司与耐克、彪马、迪卡侬、亚瑟士、安踏、李宁、特步、361°、鸿星尔克、匹克、宜家、芝华仕、爱室丽等国内外知名运动休闲和沙发家居品牌，建立了良好、长期的合作关系，是全球功能鞋材和沙发家居领域的主力供应商。随着产品的下游应用范围拓宽，公司已成为耐克、苹果、宜家、丰田、长城汽车等行业领军品牌的供应商。2014年至2020年，公司连续7年蝉联“中国轻工业塑料行业（人造革合成革）十强企业”且综合排序第一名。

图1：安利股份发展历程

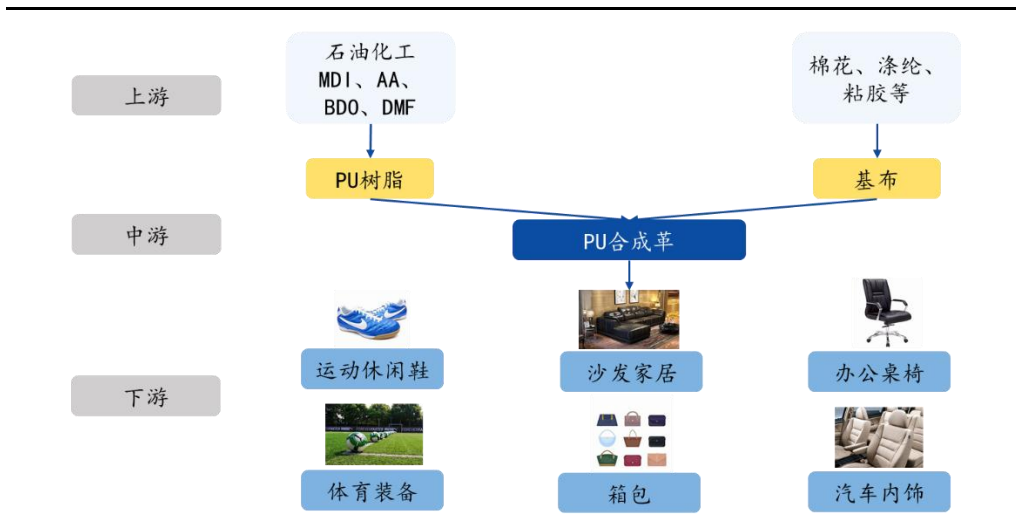


资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

1.1 产品：生态功能性PU革及复合材料引领者，产销两旺且品牌力强

主营中高档聚氨酯（PU）合成革和复合材料。生态功能性PU革，主要以无纺布、机织布、针织弹力布、TPU膜、超纤维布等为基材，使用聚氨酯树脂涂覆表层，经湿法、干法或湿法加干法等工艺制成的多功能、高性能的生态复合新材料。公司上游为DMF、纯MDI、BDO和己二酸等化工大宗品，均来自于石油、煤、天然气等相关衍生品和副产品，其价格会随着本身供求关系和石油、煤、天然气价格变化而波动。其中，聚氨酯树脂在聚氨酯合成革生产成本中约占40%，MDI在聚氨酯树脂生产成本中约占12%。下游为功能鞋材、沙发家居、电子产品、汽车内饰、体育装备、工程装饰、手袋箱包等消费品领域，产品在下游客户成本中占比较小，因此议价优势较为突出。

图 2：PU 合成革产业链概况

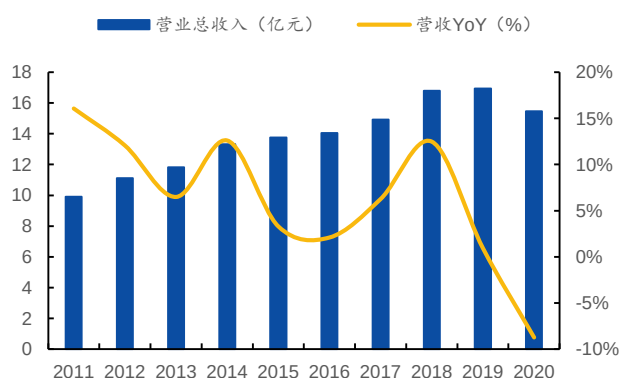


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

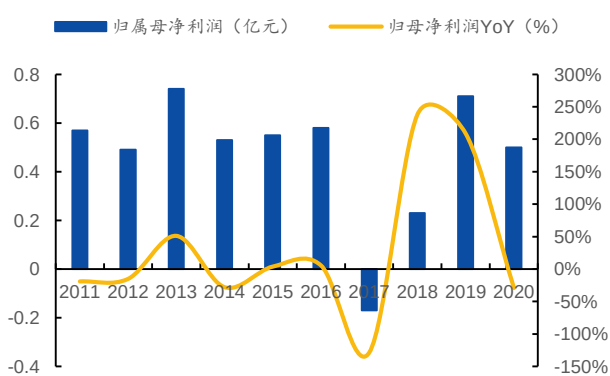
公司营收稳步向上，利润起伏较大系原材料价格波动。根据公司公告，公司营收从 2011 年的 9.9 亿元升至 2020 年 15.5 亿元，CAGR 为 5.1%，保持稳步增长的态势。由于公司原材料成本与石油价格关联度高，且环保趋紧背景下主要原材料价格维持高位运行，使得公司归母净利润出现大幅波动。其中，2017 年出现亏损，一是主要化工材料价格上涨约 30%-50%，基布价格上涨约 10%-20%，能源价格上涨约 50%；二是由于 2017 年海外业务收入占比为 36.3%，全年美元贬值幅度达 6.51%，因记账汇率调整等因素导致汇兑损失 1901 万元；三是“煤改气”导致固定资产处置费用及能源成本上升。行业原材料成本上行期加速淘汰中小产能，促进行业格局优化。新增产能逐步落地，高附加值产品占比提升，公司在 2018 年和 2019 年实现扭亏，业绩重回上行通道。

图 3：2011-2020 年公司营业总收入及 YoY

图 4：2011-2020 年公司归母净利润及 YoY



资料来源：公司公告，国元证券研究所

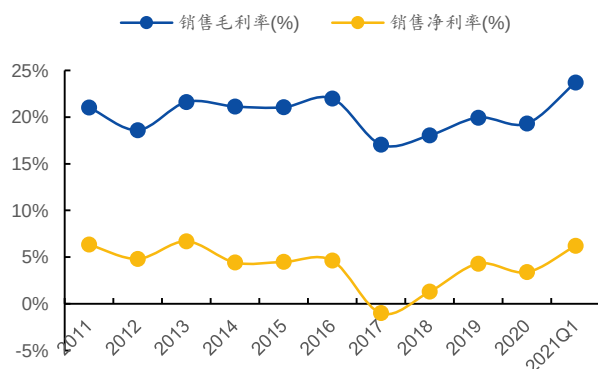


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020 年生态功能性合成革业务实现营收 13.5 亿元，占比总营收近 88%。安利专注于研发和生产高技术含量、高附加值的生态功能性 PU 合成革和复合材料，顺应消费升级以及产品高端化趋势，中高端产品为公司毛利率的长期提升打下基础。从产品销

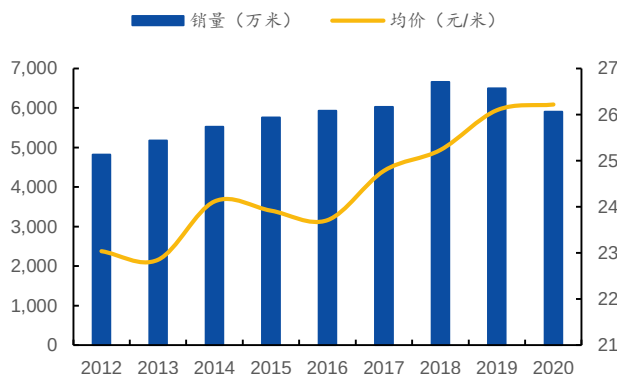
格大幅上涨，公司成本转移能力较强，使得销售均价保持稳定，同比增加 0.1 元/米为 26.2 元/米。

图 8：2011-2020 年公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 9：2012-2020 年公司合成革销售米数及价格

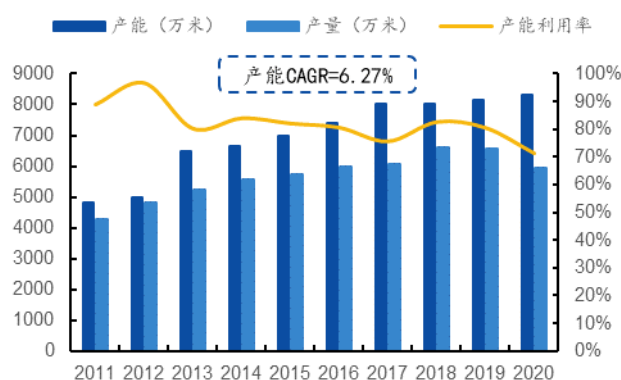


资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2 产能：公司产能超八千万米，“国内+海外”双轮驱动

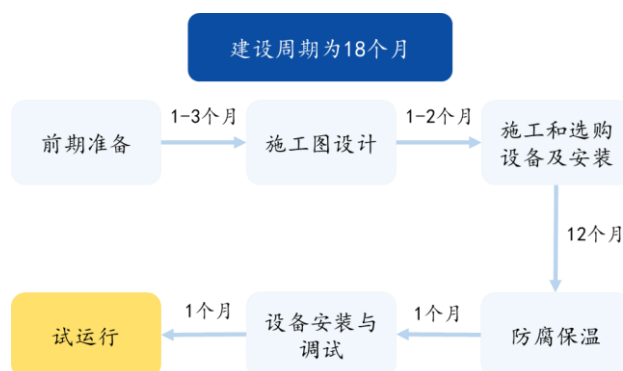
海外布局再落一子，越南产线全部建成后公司总产能将达 1 亿米左右。截止 2020 年底，公司具有年产聚氨酯合成革及复合材料 8300 万米、聚氨酯树脂 7 万吨的生产经营能力。根据公司公告，21Q1 公司 2 条水性无溶剂生产线的升级项目已完成并已投产。且越南 2 条生产线预计于 2021 年下半年安装完成并投产，剩余 2 条产线于 2022 年完成建设并投产，预计新增 1200 万米生态功能性 PU 革及复合材料产能。

图 10：2011-2020 年公司产能 CAGR 为 6.27%



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 11：公司产能扩建项目计划建设期为 1.5 年



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

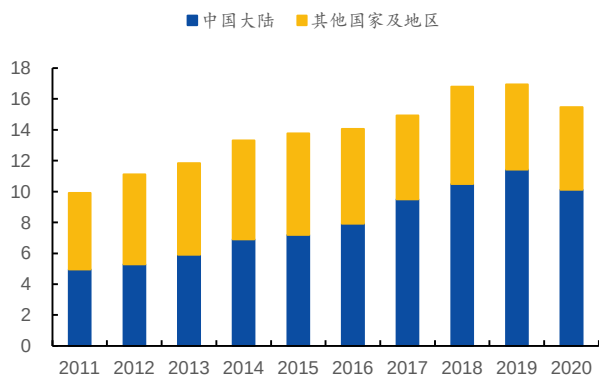
注：以安利股份年产 3150 万米生态功能性聚氨酯合成革建设项目为例

国际化布局加速推进，越南市场税收政策具有相对优势，多维度利于公司发展海外业务。根据越南与欧盟签订的《越南与欧盟自由贸易协定》协定，欧盟将免除越南输往欧盟 85.6% 税项货品关税，并在后续 7 年期间将废除税项比例提升到 99%。下游全球知名品牌制造企业如耐克、阿迪达斯、彪马、亚瑟士、爱室丽、芝华仕、永艺等

均在越南设有工厂，安利越南将带动公司进入越南国际品牌制造商业圈，加速国际品牌认证与合作，拓展客户结构并提升市占率。此外，越南出口至美国主要产品关税较低，有利于公司扩大美国市场的业务规模，公司“立足本土、面向全球”的发展策略更进一步。

图 12：公司营收分布概况（按区域分）

图 13：安利国际化布局再下一城



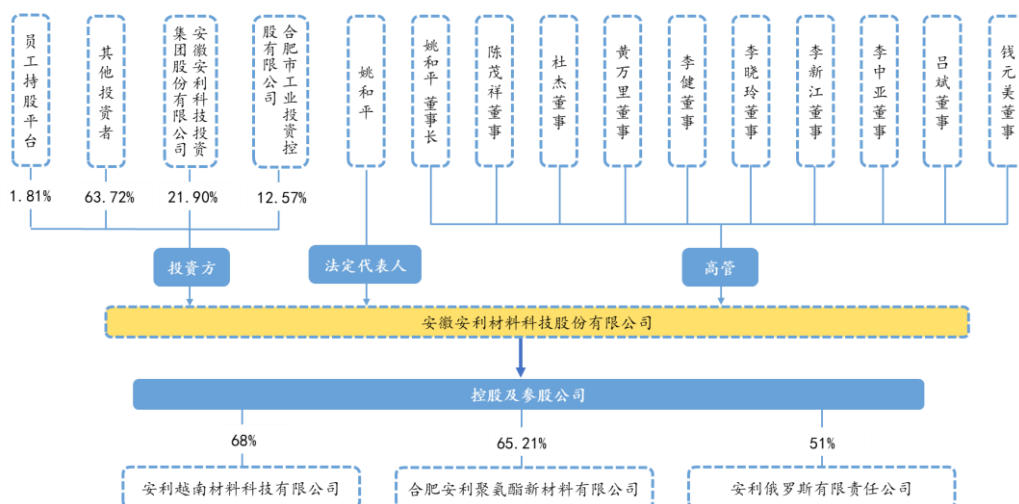
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

1.3 管理层：专注复合新材料研发，聚焦新兴品类拓展

股权结构稳定，管理层为公司的共同实际控制人。2019 年，董事长姚和平等八名公司核心人员共同签署了《一致行动人协议书》，通过安徽安利科技投资集团股份有限公司间接持有公司 21.9%的股权，有利于提升经营管理的一致性，保证了公司长期稳定发展和持续健康经营。公司第三大股东劲达企业有限公司、第四大股东香港敏丰贸易有限公司均为财务投资人，不参与公司日常经营。因此，其减持计划系自身资金需求，减持决策与公司的长期战略方向、业绩相关性极弱。

图 14：截止 2021Q1 公司股权结构图



资料来源：公司公告，国元证券研究所

管理团队兼具研发能力与管理能力，创新驱动公司产品质量提升。董事长姚和平、副总经理王义峰等管理层及骨干员工，拥有多年的人造革合成革生产经营及管理经验，多人获得全国工商联科技进步奖、省级科技进步奖。此外，公司核心技术人员结构稳定，多名员工自公司成立以来任职至今。公司是国家科技部认定的“国家重点高新技术企业”，是国家发改委、科技部、财政部、海关总署、国家税务总局等五部委认定的“国家认定企业技术中心”，是国家知识产权局认定的“国家知识产权示范企业”，荣获“中国专利优秀奖”，拥有“国家级博士后科研工作站”；是国家工信部认定的“国家级绿色工厂”和“全国工业产品绿色设计示范企业”，自主研发产品“水性无溶剂生态功能性聚氨酯合成革”2020年入选国家工信部认定的“国家绿色设计产品”；2017年，公司“无溶剂水性复合工艺生态聚氨酯合成革关键技术及产业化”入选安徽省科技重大专项。2021年2月，“生物基生态环保聚氨酯合成革产品”获美国农业部生物基产品标签认证批准。

表 1：高管团队从业经验丰富

姓名	职务	从业经历	持股比例
姚和平	董事长	1985 年参加工作，历任中国安利人造革有限公司部门副经理、经理，安徽安利合成革有限公司副总经理、常务副总经理、总经理，本公司副董事长、总经理，现任公司董事长、总经理。研究生学历，教授级高级工程师、中国资深注册会计师、注册企业法律顾问，是 2020 年 11 月中共中央、国务院表彰的“全国劳动模范”，享受国务院特殊津贴专家，是第三届安徽省人大代表，是安徽省人大财经委员会委员，是安徽省政府表彰的安徽省优秀企业家，是国家人社部、全国工商联、全国总工会表彰的“全国关爱员工优秀民营企业”；是安徽省学术和技术带头人，安徽省技术领军人才，入选“安徽省首批创新创业领军人才特殊支持计划”，安徽省“115”产业创新团队带头人，为安徽纳米材料及应用产业技术创新战略联盟副理事长。获得安徽省科技进步一等奖一次，全国工商联科技进步二等奖一次，安徽省科技进步二等奖二次，合肥市科学技术杰出发献奖一次，多次获得合肥市科技进步奖。是合肥市工商联副主席，三所大学兼职硕士生导师、兼职教授。	5.07%
	总经理		
王义峰	董事	1985 年参加工作，历任安利人造革车间主任、部门经理，安利有限副总经理。负责、参与多项新产品的研发工作，获得安徽省科技成果奖、安徽省科技进步二等奖等。先后荣获“安徽省劳动模范”、“安徽省轻工系统劳动模范”、“安徽省节能先进个人”、“合肥市五一劳动奖章”等荣誉。	2.95%
	副总经理		
杨滌光	董事	历任安利人造革车间主任、部门经理，安利有限副总经理。曾多次主持并参与公司设备的重大技改项目，荣获安徽省政府“安徽省节能先进个人”、“合肥市五一劳动奖章”以及合肥市政府“在离型纸人造革生产线工作中做出突出成绩”的表彰。获得安徽省科技进步二等奖、合肥市科技进步一等奖、全国企业管理创新成果二等奖、安徽省企业管理进步成果一等奖等奖励	2.72%
	副总经理		
陈茂祥	董事	1988 年参加工作，先后任职于安徽国际经济技术合作公司、本公司部门副经理、经理，总经理助理。先后荣获全国企业管理创新成果二等奖、安徽省企业管理进步成果一等奖、安徽省科技进步二等奖、合肥市科技进步二等奖等奖励，荣获“合肥市五一劳动奖章”。	1.76%
	副总经理		
黄万里	董事	1996 年参加工作，历任安利有限车间技术员、实验室主任、技术开发部经理，本公司技术开发部经理、技术开发总监，曾负责或参与多项新产品的研发工作，获得中国专利优秀奖、安徽省专利金奖、安徽省科技成果奖、安徽省科技进步一等奖、安徽省科技进步二等奖、安徽省科技进步三等奖、合肥市科技进步一等奖等奖励。	0.67%
	副总经理		

胡东卫	副总经理	1985 年参加公司，历任安利人造革车间班长、值班长、车间调度员、统计员、材料员，安利有限生产调度、后处理车间主任、仓库主任、贸易部副经理、国内营销部经理，本公司营销总监，曾获得全国企业管理创新成果二等奖、安徽省企业管理进步成果一等奖等荣誉。	/
刘兵	副总经理	1997 年参加工作，历任公司技术员、车间主任、副经理、经理、总监、高级总监，曾负责或参与多项新产品的研发工作，获得中国专利优秀奖、全国企业管理创新成果二等奖、安徽省企业管理进步成果一等奖等荣誉、安徽省科技进步一等奖、安徽省科技进步二等奖等荣誉。	/
李道鹏	成本管控高级总监、监事	1995 年参加工作，历任安利有限车间主任、技术开发部主任、副经理，本公司技术开发部副经理。曾获得安徽省科技成果奖多项、安徽省科技进步二等奖、安徽省科技进步三等奖、安徽省科技进步四等奖、合肥市科技进步一等奖、合肥市科技进步二等奖、合肥市科技进步三等奖、中国轻工业联合会科技创新鼓励奖等奖励，是肥西县特聘专家。	/

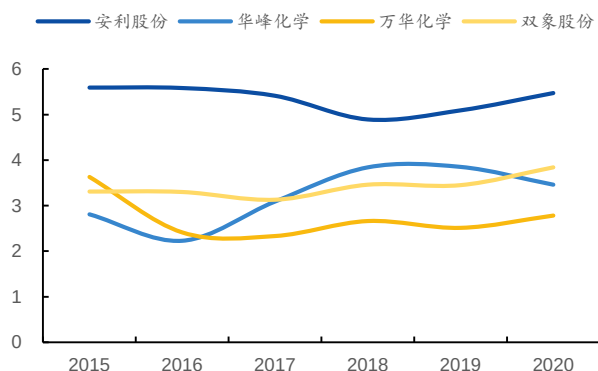
资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：持股比例数据为 21Q1 数据

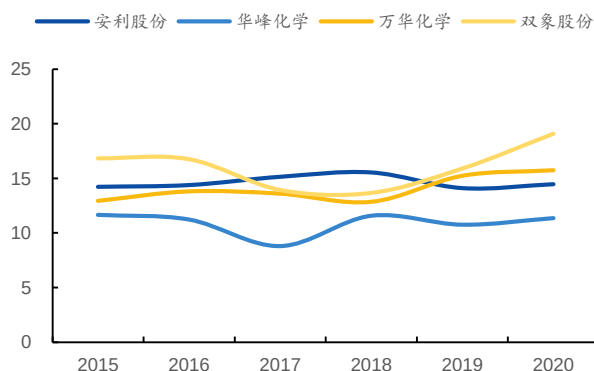
研发支出占比总营收 5.5%，公司科研创新投入稳定。截至 2020 年，公司研发人员共 385 人，占比总员工数 14.5%。2020 年公司研发投入为 8457 万元，占比总营收 5.5%，近五年研发支出占比遥遥领先同行，科研创新能力的持续提升有利于公司产品加速迭代。根据公司官网，截至 2020 年末，公司及控股子公司安利新材料累计拥有有效专利权 423 项，是全国同行业拥有专利最多、自主创新能力最强的企业。

图 15：公司研发支出占比领先同行企业（%）

图 16：公司研发人员数量占比（%）

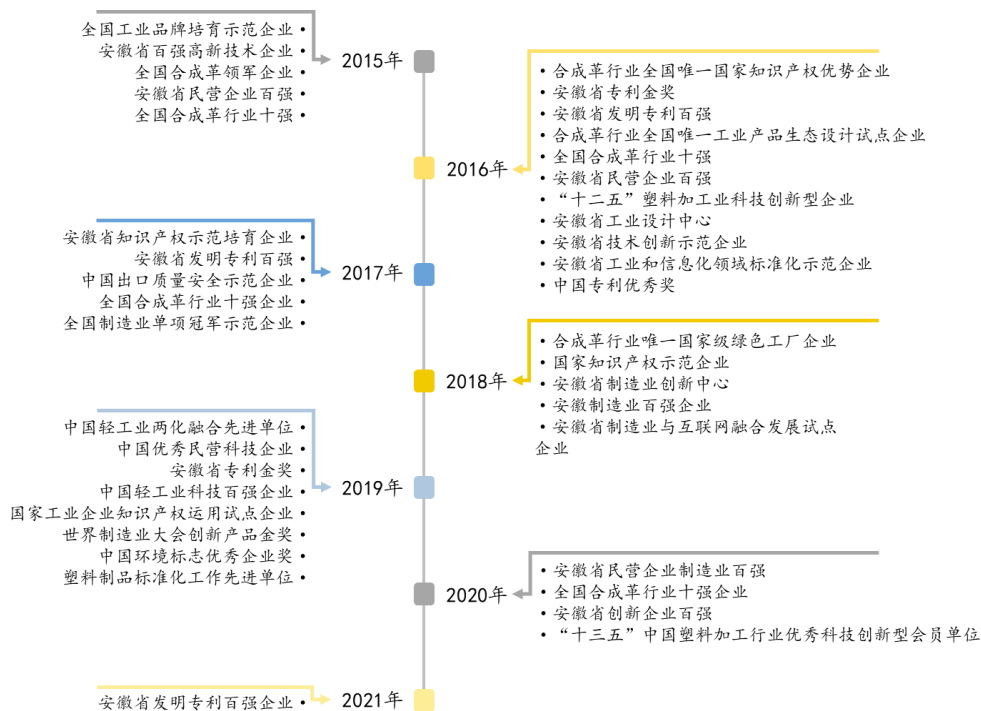


资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 17：2015-2021 年公司所获资质荣誉颇丰

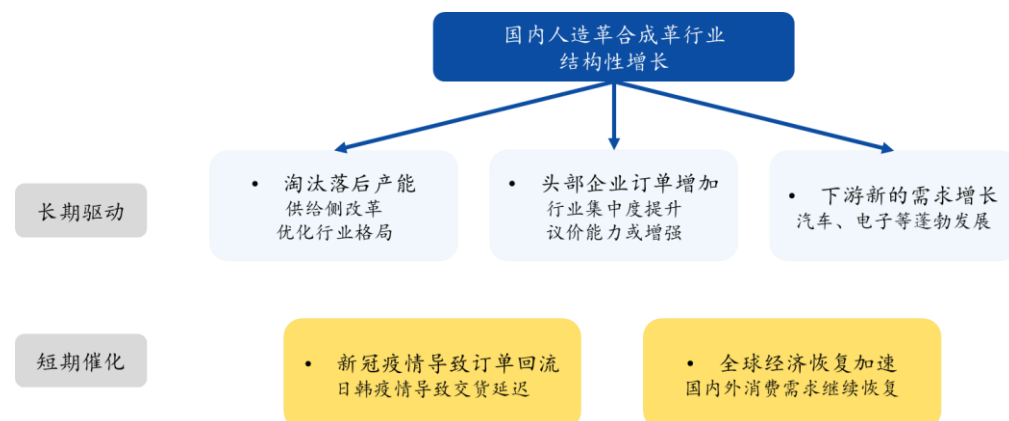


资料来源：公司官网，国元证券研究所

2. 高端化绿色化发展，生态功能性 PU 革及复合材料迎契机

短期催化因素来看，2020 年 Q3 以来，受新冠疫情影响，印度市场的部分纺织服装订单回流至中国大陆。我们推断日韩、台湾地区核心 PU 革生产商同样受到疫情的困扰，因此国内企业承接了部分生产订单。**中长期驱动力来看**，国内厂商产品质量稳步提高，有望长期与核心客户保持合作关系，或逐步替代日韩、台湾地区供应商。由于中国为 PU 革和复合材料的产销大国，产地销的模式也利于头部品牌企业提升经营效率，因此我们认为我国 PU 革行业中长期增长势能充足，逻辑清晰。

图 18: PU 革行业增长逻辑梳理

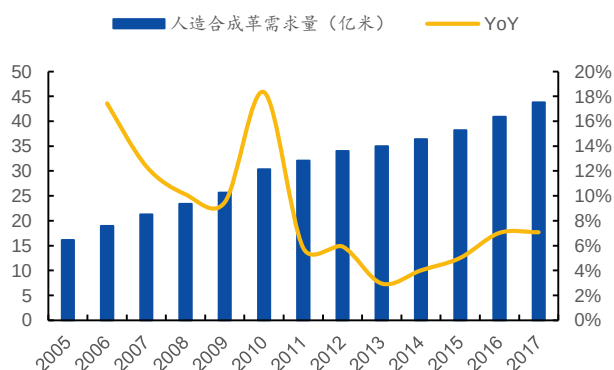


资料来源：国元证券研究所

2.1 市场概况：整体需求稳步向上，结构化增长趋势明显

我国人造革合成革需求量稳步向上，国内市场进入结构性增长。根据华峰超纤、华富新材料等公开数据，预计到“十四五”末，国内人造革合成革行业消费量预计达到 55 亿平方米左右，产值或突破千亿元。根据国家统计局数据，我国 2014 年人造革合成革产量达近 10 年峰值 375 万吨。受环保政策影响，部分中小企业的落后产能被逐步淘汰，叠加产业链逐步向劳动力更廉价的东南亚转移，我国人造革合成革行业进入了结构性增长阶段。

图 19: 2005-2017 年我国人造革合成革需求量及增速



资料来源：华峰超纤，华富新材料，中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会，国元证券研究所

图 20: 2009-2019 年国内人造革合成革产量及增速



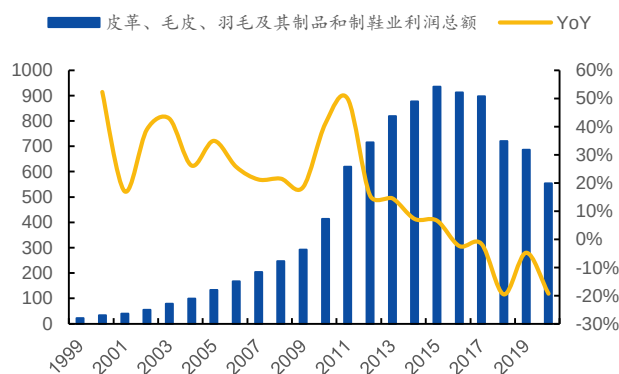
资料来源：Wind，中国塑料加工工业协会，国元证券研究所

我国皮革行业进入衰退期，人造革合成革成为行业新增长极。2000 年，我国皮革行业开启了“黄金发展期”，人均 GDP 的提升带动了皮革消费，供给端也开始高速扩张，行业利润总额由 33 亿元跃迁至 2015 年的 935 亿元，CAGR 为 24.9%。但皮革行业上游为动物皮革、化工原料与纤维等，动物皮革制作所产生的污染较大，环保政

策趋紧。同时，在供给侧改革的持续推动下，叠加行业增长出现天花板，企业盈利水平开始出现拐点。2020 年新冠疫情加速了行业的洗牌，亏损企业数量超两千家，同比增长 67.2%。我们认为，消费升级的浪潮下，供应有限且对环境污染较为严重的动物皮革市场规模增速或进入下滑通道，性价比更高的优质替代品 PU 革及复合材料市场规模预计将以两位数增速增长。

图 21：我国皮革毛皮行业利润总额下滑趋势明显

图 22：我国皮革毛皮行业亏损企业数目及增速



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

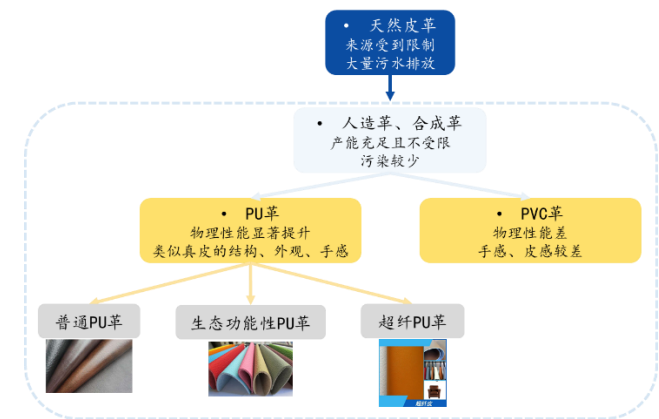
注：年度数据为各月平均数量

2.2 下游需求：下游消费持续升级，“新场景”驱动行业发展

PU 革及复合材料正加速替代真皮、PVC 人造革、纺织品、塑料、合金等传统材料。人造革合成革以织物为底基，涂覆合成树脂及各种助剂添加制成，按照原材料和生产工艺的区别，分为 PU 革和 PVC 革。性能上，PU 革物理性能比 PVC 革更优良，耐曲折、柔软度好、抗拉强度大、具有透气性，环保性能更加优异。价格上，PU 革价格为 PVC 革的两倍及以上，差异化更为显著的超纤 PU 革和生态功能性 PU 革附加值更高。20 世纪中，PVC 人造革兴起时占据超 80% 市场份额，2019 年仅为 35%。目前超纤革和生态合成革的市场占比分别为 10%、25%，未来替代空间广阔。

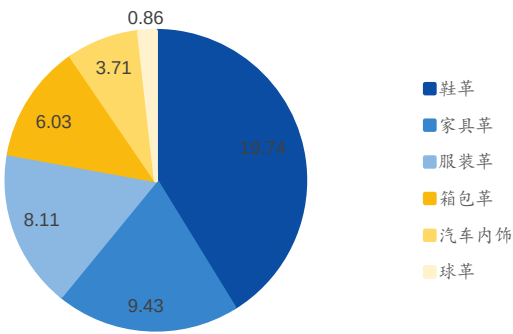
公司研发生产的生态功能性 PU 革及复合材料环保性能及性价比突出。欧盟、美国、日本等发达国家相继提出“绿色革命”，环保可降解成为了应用新材料的核心要点。手感和环保性上，生态功能性 PU 合成革手感较 PVC 革和普通 PU 革更接近于真皮，且原材料更为环保，可降解性优于 PVC 革。性价比来看，超纤 PU 革价格多在 50-100 元/米，而生态功能性 PU 革价格在 20-100 元/米，下游产品应用更加广泛和高频。综上，相较于其他 PU 革，生态功能性 PU 革更为优异。生态功能性聚氨酯合成革及复合材料逐渐与真皮、纺织品、TPU 等复合材料融合，正加速替代真皮、PVC 人造革、纺织品、塑料、合金等传统材料。

图 23：天然皮革于人造革合成革对比



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

图 24：2018 年我国人造革、合成革消费量构成（亿米）



资料来源：公司公告，中国塑料加工工业协会人造革专业委员会，国元证券研究所

生态功能性 PU 革及复合材料成为当前产业发展主流。生态功能性 PU 合成革及复合材料性能优异，具有耐刮耐磨、耐水解、耐老化、高机械强度、高弹性、耐腐蚀、抗菌防霉、环保性能优异等特性。相较于超纤革的类真皮触感，生态功能性合成革更侧重于多功能、高性能、优异的环保性能与高性价比，在成本、生态、工艺上相对均衡，是合成革当前的主流发展方向。

表 2：各类革种相关指标概况

	天然皮革	PVC 人造革	普通 PU 合成革	PU 超纤合成革	生态功能性 PU 合成革
主要原料	猪皮、牛皮、羊皮等	PVC 树脂、针织布、机织布、无纺布等	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布等	PU 树脂、超细纤维无纺布等	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布等
皮感	优良	较差	一般	优良	良好
手感、弹性	优良	较差	较差	良好	优良
色彩、花纹、品种	一般	一般	较多、较好	一般 超纤织造、湿法、减量、干法工艺	较多、较好
制备工艺	鞣制和硝制等	干法工艺	湿法和干法工艺	湿法和干法工艺	湿法和干法工艺
使用寿命	5-10 年	2-5 年	2-5 年	2-10 年	2-20 年
价格	100-200 元/m²	6-15 元/m²	7-25 元/m²	50-100 元/m²	20-100 元/m²
原料环保性	主要原料可再生，但辅料污染严重	有一定污染	优于 PVC 人造革	一般	良好
产品健康安全性	比较安全	有一定的危害	比较安全	苯减量工艺有一定危害	安全
产品的环保性	可降解	难降解	可降解	可降解	可降解
耐磨性	一般	较好	一般	一般	良好
耐久耐用性	较好	一般	较差	较好	良好
色牢度	较差	一般	优于 PVC 人造革	一般	良好

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

功能鞋材、沙发家居为两大基本盘，电子产品、汽车内饰、体育装备、工程装饰驱动行业再增长。根据有关方面不完全统计，国内人造革合成革规模以上企业约 450 家

左右，2020 年主营业务收入约 720 亿元左右，其中，PU 合成革（含超纤）占比约 42%。我们认为行业最核心的驱动因素源于两个方面：1) 消费升级背景下，中高端 PU 革的单位价值量提升；2) PU 合成革下游应用的拓展，电子产品、汽车内饰、体育装备、工程装饰等领域的高速发展将提升 PU 合成革及复合新材料的使用量。

图 25：人造革合成革行业的增长驱动因素

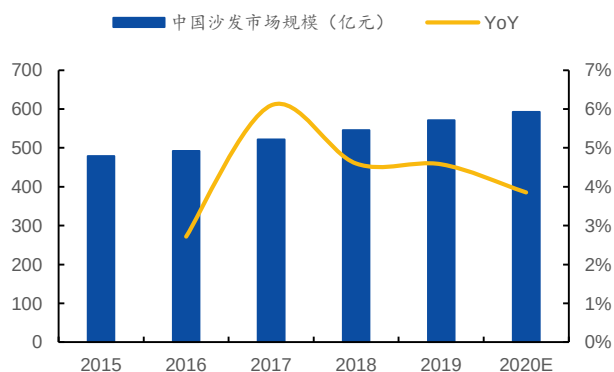


资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

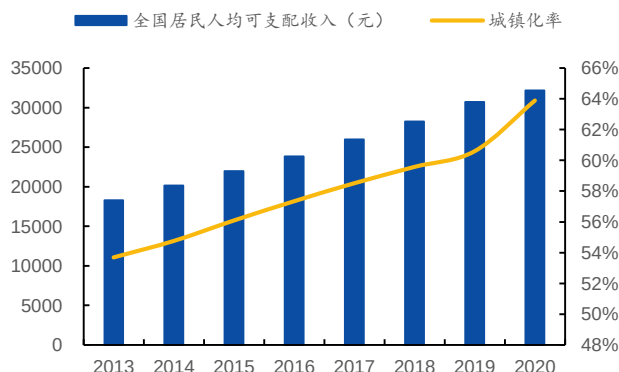
消费升级或拉动中高端沙发家居销量，PU 革对于真皮的替代空间广阔。我国沙发制造行业保持良好的发展态势，2013 年沙发市场规模突破 400 亿元，2018 年市场规模增至 571 亿元，同比增长 4.6%，行业逐渐步入稳定发展期。以顾家家居沙发为例，直接材料占成本 72.8%，皮革占成本 32.4%，PU 合成革替代真皮及 PVC 革的市场空间广阔。2013 年我国居民人均可支配收入为 1.8 万元，提升至 2020 年 3.2 万元，CAGR 为 8.4%，下游消费者支付能力显著提升。我国家居行业仍以扩大内需、拉动城市消费为主，居民消费水平及城镇化率提升有利于中高端沙发销售额增长。在保证手感及皮感接近于真皮的基础上，PU 革易于清洁、保养且耐磨耐刮性、耐水解更强，颜色、花纹多样，环保性能更优，兼具抗菌防霉等功能，因此替代真皮及 PVC 革的长期趋势清晰。

图 26：我国沙发市场规模及增速

图 27：我国居民人均可支配收入与城镇化率均显著提升



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

功能化、高端化沙发家居兴起。相较于传统沙发，功能性沙发配备电机及其他智能设施，让产品在原有的坐卧功能上进行了延伸拓展。用户可以自由调节沙发靠背与腿托，使用加热、按摩等功能，以达到舒适、场景化的使用体验。根据官方数据，安利股份合作伙伴芝华仕在 2021 年 618 期间全网销售额突破 5.6 亿，同比增长 23%，功能沙发市场占有率为 78%。根据智研咨询数据，2020 年我国功能性沙发市场规模达 96 亿元，2011 年以来 CAGR 达 15.37%。根据欧睿国际数据，美国功能性沙发渗透率为 40.3%，是同期中国市场的 3.3X。我们看好沙发家居行业高端化、功能化发展趋势，头部企业预计将延续高速发展的态势，PU 革制造企业有望持续分享行业增长红利。

图 28：功能性沙发市场正蓬勃发展

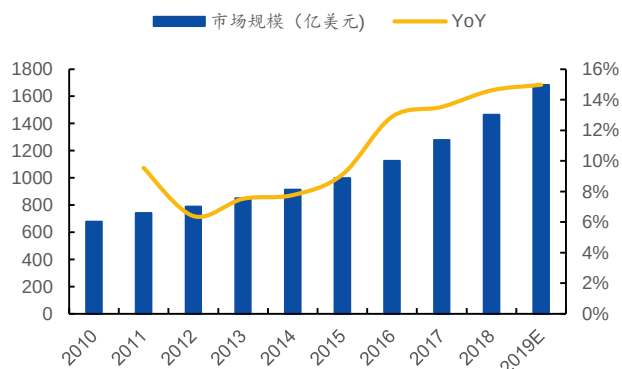


资料来源：欧睿国际，智研咨询，天猫，国元证券研究所

全球鞋类市场规模低个位数增长，中国为第一大鞋品出口国。根据《世界鞋业年报》，2019 年全球共制造 243 亿双鞋，创历史新高，自 2010 年以来年均增长率为 2.2%。我国是世界上最大的鞋类出口国，2019 年中国鞋类出口额 450.5 亿美元，占全球鞋类出口总额的 30.9%，产量中约 70.8% 的鞋类用于出口。

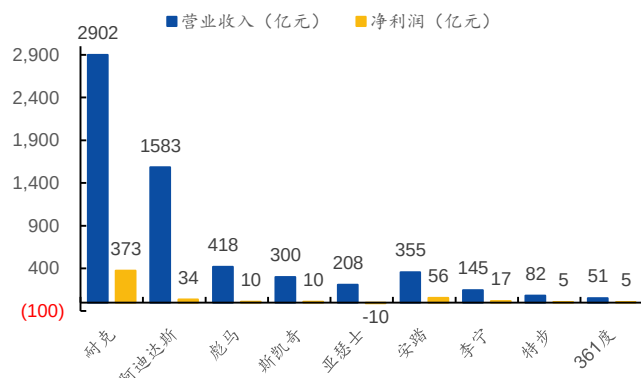
耐克和阿迪达斯市占率合计占比 39%，可降解、可回收材料产品热销，PU 合成革备受青睐。其中，运动休闲鞋市场规模近十年 CAGR 显著高于鞋类整体，预计 2019 年市场规模达 1685 亿美元，同比增长 15%。目前，运动休闲鞋市场头部企业领先优势明显，耐克/阿迪达斯市占率为 23%/16%，显著高于第三名彪马 4%。根据麦肯锡数据，2021 年全球 2/3 的消费者将“是否使用可持续性的材料”作为重要的购买决策因素，因此过去 4 年，以 PU 革、纤维材料为代表的可降解、可回收材料制成的产品销售额 CAGR 为 58%。

图 29：全球运动鞋市场规模及增速



资料来源：GrandViewResearch，艾媒数据，国元证券研究所

图 30：2020 年全球主要运动鞋品牌商营收及净利润



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：1 美元=6.515 人民币，1 欧元=7.977 人民币，1 日元=0.063 人民币

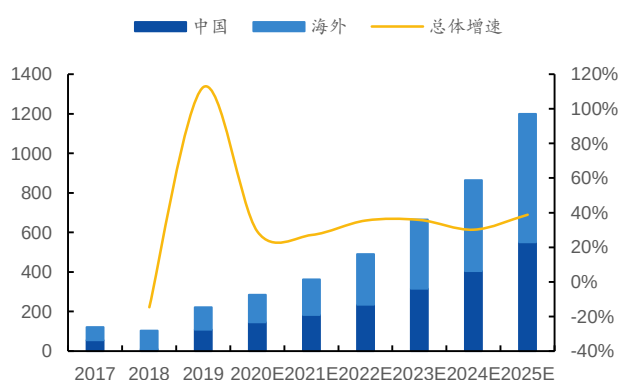
汽车内饰销量增长迅猛，PU 革厂商应绑定头部企业，分享行业增长红利。近年来，日系、韩系乘用车和新能源汽车厂商，积极扩大聚氨酯合成革在汽车内饰中的应用。根据不同品牌车型和使用部位，一辆车大约需要 5-10 米 PU 革，用于汽车内饰、座椅、门护板、仪表盘等部位，PU 材料性能优异且应用范围在不断拓宽拓展。新能源汽车爆款不断，叠加政策支持，根据 EVTank 数据，全球新能源乘用车的销量将由 2019 年的 221 万辆增长到 2025 年的 1200 万辆，年均复合增长率将达到 32.6%。我们预计定制化、差异化的汽车内饰产品将呈现量价齐升的发展趋势，与新能源“先锋”企业建立战略合作伙伴关系，绑定头部客户，有利于增强对下游的议价能力。头部企业动作频频，纷纷加码布局汽车内饰业务，根据日本帝人公司公告，2018 年公司收购了葡萄牙领先汽车复合材料供应商 Inapal Plasticos SA，并预计到 2030 年，其汽车复合材料业务销售额将达 20 亿美元。

图 31：高性能无溶剂合成革加速应用于汽车中



资料来源：新材料在线，浙江禾欣，国元证券研究所

图 32：2020-2025 年全球新能源汽车销量预测（万辆）



资料来源：EVTank，国元证券研究所

PU 革相对真皮具有成本优势。PU 革座椅面套由于单价低且利用率高，相对头层牛皮具有明显的成本优势，成本降低约 78%。此外，真皮在裁剪加工过程中需人工挑选以避免缺陷，而 PU 革品质一致性较好，缩减流程工序且降低了成本。据 QYResearch

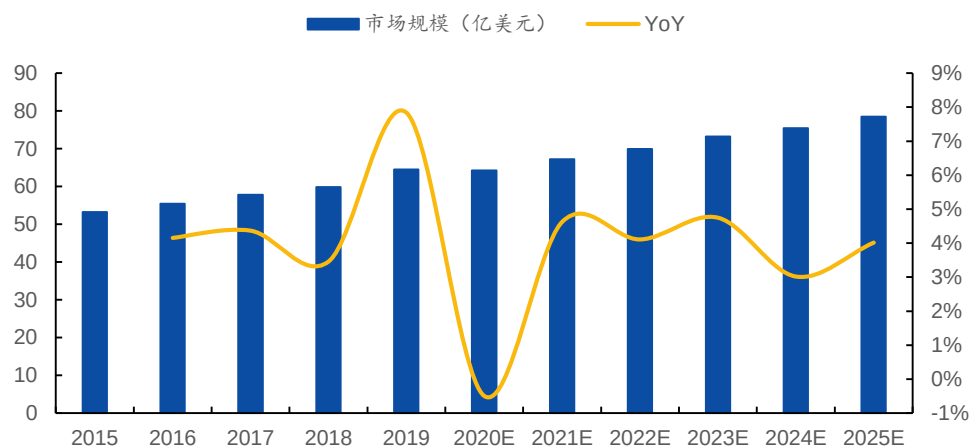
数据，预计 2025 年全球皮革内饰市场规模为 78.5 亿美元，PU 革对其的替代空间广阔。

表 3：汽车内饰真皮与 PU 革成本对比

对比项目	头层牛皮	PU 革
单价（元/平方米）	190	58
利用率（%）	55	75
理论用量（平方米）	1.95	1.95
实际用量（平方米）	3.55	2.6
面套成本（元/套）	673	151

资料来源：韩冰、付丹等《PU 革替代真皮在汽车座椅上的应用》（2020），国元证券研究所

图 33：全球汽车内饰皮革市场规模及增速

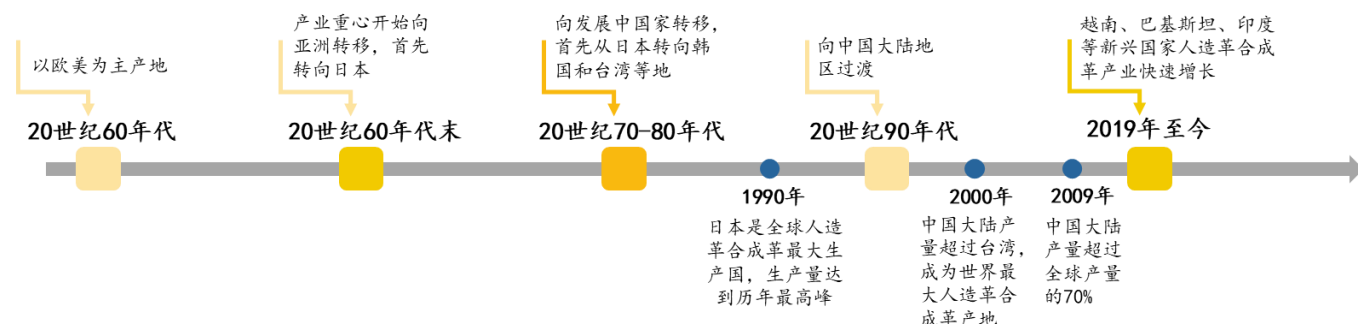


资料来源：QYResearch，国元证券研究所

2.3 竞争格局：政策趋紧淘汰提速，竞争格局将持续优化

PU 革源于欧美，盛于中国。上世纪 60 年代，人造革合成革起源于欧美，历经十年快速发展后产业重心转移至亚洲，日韩、中国台湾等国家及地区。2000 年，中国大陆的人造革合成革产量超过中国台湾地区，成为世界上最大的人造革合成革产地，2009 年底产量占比全球产量的 70% 以上。越南、印度等新兴国家经济延续高增长态势，且人力成本更为低廉、产业政策更为宽松，人造革合成革产能迁移迹象明显。

图 34：全球人造革合成革产业链转移路径



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

生态功能性 PU 革及复合材料属于新材料领域。国内人造革、合成革市场在 2005-2014 年迅速发展，环保政策促进了行业格局优化。我国针对环保和资源利用方面进行了要求，使得人造革、合成革行业在原材料、能源等方面受到愈加严格的限定。中小型工厂环保水平较差、污染重、产品附加值低、创新能力较弱、产品外观和性能较差，随着环保政策的落地实施，落后产能将逐步“出清”。**国家环保政策趋严，将加速淘汰落后产能，国内 PU 革行业集中度进一步提高，头部企业将持续受益。**

天然皮革供给量的收缩为 PU 革的发展提供了机会。工信部 2014 年公布《制革行业规范条件》，真皮行业因环保问题，大量落后产能被强制关停。根据中国皮革协会数据，2019 年我国真皮产量减少至 5.74 亿平方米，较 2012 年减少 23.16%。此外，国际环保标准如欧盟 REACH 等要求提高，人造革合成革行业面临转型升级，进入深度调整的新阶段。生态功能性 PU 革水性、无溶剂工艺技术因其突出的环保优势将成为未来合成革发展的关键驱动力之一，逐步受到下游优质品牌客户青睐。

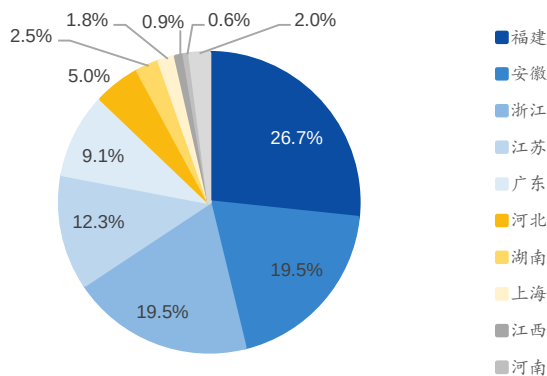
表 4：制革行业相关政策梳理

时间	部门	政策名称	主要内容
2009/11	工信部	《关于制革行业结构调整的指导意见》	淘汰年加工 3 万标张以下制革生产线，严格限制年加工 10 万标张以下的制革项目，淘汰落后技术和产能，到 2011 年淘汰落后制革产能 3000 万标张
2010/04	国务院	《国务院关于进一步加强的淘汰落后产能工作的通知》	淘汰 R531 型酸性老式粘胶纺丝机、年产 2 万吨以下粘胶生产线、湿法及 DMF 溶剂法氨纶生产工艺、DMF 溶剂法腈纶生产工艺、涤纶长丝锭轴长 900 毫米以下的半自动卷绕设备、间歇法聚酯设备等落后化纤产能
2014/03	生态环境部	《制革及毛皮加工工业水污染物排放标准》	总体控制要求与国外发达国家平均排放控制水平相当。预计行业 COD、氨氮排放总量分别降至 11800 吨、2380 吨，比 2010 年排放量分别减少 57.2%、67.4%
2014/05	工信部	《制革行业规范条件》	新建（改扩建）制革企业，生产成品皮革的，年加工能力不低于 30 万标准张牛皮，真皮行业因环保问题大量落后产能被强制关停
2016/07	工信部 财政部	《重点行业挥发性有机物削减行动计划》	重点推进水性与无溶剂聚氨酯，热塑性聚氨酯弹性体和聚烯烃类热缩弹性体树脂，替代有机溶剂树脂制备人造革、合成革、超纤革
2020/06	生态环境部	《2020 年挥发性有机物治理攻坚方案》	深化园区和集群整治，促进产业绿色发展，尤其是要重点排查以制药、农药、涂料、油墨、胶粘剂、染料、日用化工、化学助剂、合成革、橡胶轮胎制造、有机化学原料制造等化工行业等
2021/02	国务院	《国务院关于加强建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	推进工业绿色升级，尤其要加快实施钢铁、石化、化工、有色、建材、纺织、造纸、皮革等行业绿色化改造；加快农业绿色发展；
2021/03	国家发改委	《关于加快推动制造业高质量发展发展的意见》	对制造业进行绿色化改造，推动提高钢铁、石化、化工、有色、建材、纺织、造纸、皮革等行业绿色化水平

资料来源：国务院，发改委，工信部，生态环境部，国元证券研究所

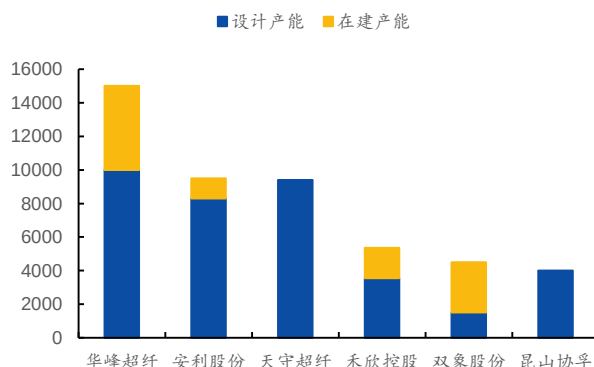
我国人造革合成革产能集中在福建、安徽、浙江三省，头部三家企业合计产能近 3 亿米。根据中国塑料加工工业协会数据，截至 2019 年底，人造革合成革行业全国规模以上企业达 455 家，福建、安徽、浙江三地产量合计 215 万吨，占比总产量 65.7%。从国内头部 PU 革企业产能来看，未来两年，华峰超纤作为超细纤维 PU 革企业的代表企业，新产线投产后总产能将达 1.5 亿米；安利股份作为国家工信部认定的“全国制造业单项冠军示范企业”和国内研发生产生态功能性聚氨酯合成革规模最大的企业，产能预计达 1 亿米左右。我们预计头部企业产能将进一步扩张，格局优化与盈利能力提升将同步进行。由于我国将“聚氯乙烯普通人造革生产线”列入了限制类发展项目，而欧美日等“绿色壁垒”国家也极大地限制了 PVC 人造革的消费。因此在未来的发展中，我们预计我国生态功能性 PU 合成革的需求增速将明显高于行业平均水平。

图 35：2019 年我国人造革合成革产量分布（按区域分）



资料来源：中国塑料加工工业协会，国元证券研究所

图 36：行业内主要企业产能情况（万平米）



资料来源：公司公告，公司官网，买购网，国元证券研究所

国内企业主要竞争对手主要为日本、韩国和中国台湾等地的 PU 革企业。目前，合成革行业分布比较分散为完全竞争行业，行业内竞争者主要分布大致为：西班牙、葡萄牙、意大利等欧洲国家主要约有 20 家企业，韩国约有 10 家企业，中国台湾约有 8 家企业。由于日韩在汽车内饰、功能鞋材领域发展位于全球前列，中国台湾地区在功能鞋材领域具有先发优势。因此，该地区合成革企业如日本的帝人、可乐丽、世联，韩国的德成、伯产、大元、大字，台湾三芳等与国际高端品牌及其代工厂渠道关系和客户关系密切，国内企业切入核心供应链存在一定难度。

图 37：海外 PU 合成革主要生产厂商



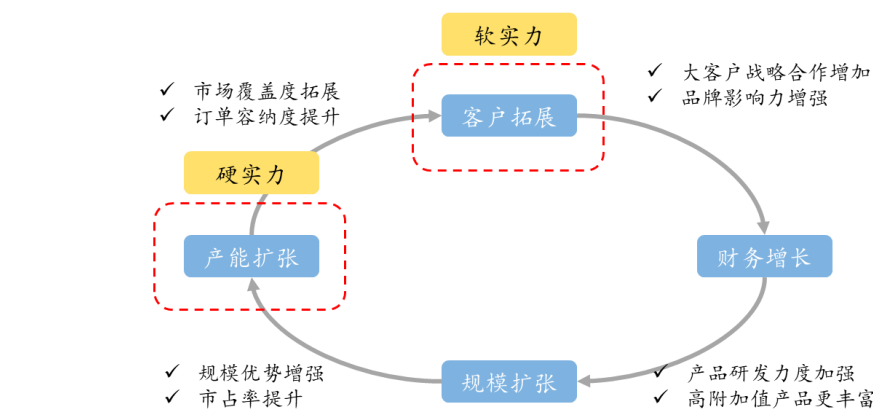
资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

3.站在当前时点，公司的核心看点是什么？

生态功能性 PU 革发展前景广阔，对于真皮、PVC 革的替代效应逐步增强。作为中游制造商，产能扩张带来的业务规模提升是公司发展的首要驱动力。绑定核心客户且所获订单量稳健增长，是公司长期发展的核心要点。公司研发能力领先同行，国内及海外产线双轮驱动营收增长，高技术含量、高附加值产品不断推出。叠加供给侧改革

带来的竞争格局优化，集中度提升利于增强公司议价能力。我们认为行业长期趋势向好与公司自身良性迭代形成共振，规模优势与盈利能力均将得到强化。

图 38：安利股份持续正循环增长逻辑

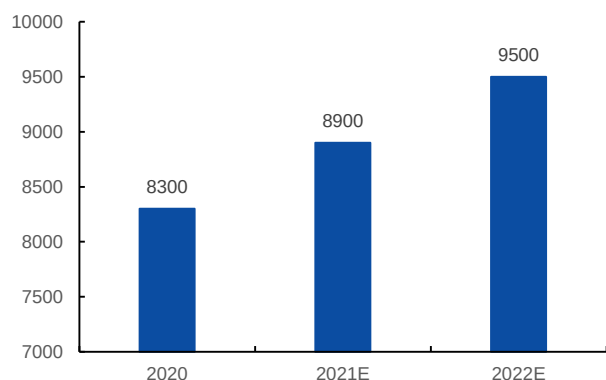


资料来源：国元证券研究所

3.1 新增产能逐步释放，业绩弹性将增强

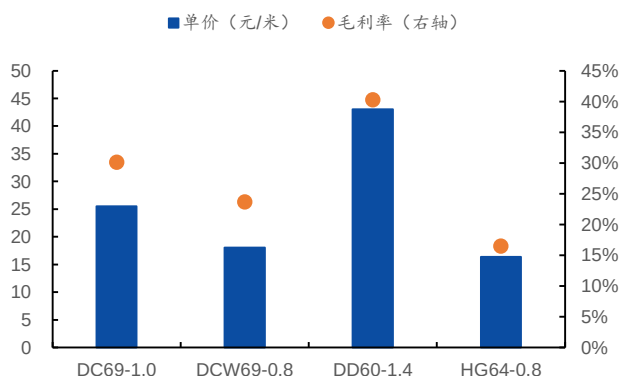
越南产线完全投产后公司总产能预计达 1 亿米左右，公司研发能力全球行业领先，差异化、定制化、高附加值产品占比提升将增强利润弹性。根据公司公告，20Q4 至 21Q1，公司产能利用率约为 91%，且 4 月与 5 月主营产品销售收入同比创历史最高纪录，订单量充足。截至 21Q1，公司已有 7 条水性、无溶剂生产线，安利越南产线规划建设 4 条干法或水性无溶剂生产线。其中 2021 年下半年投产 2 条，2022 年投产 2 条，全部建成达产后，将新增年产生态功能性聚氨酯合成革及复合材料 1200 万平米的产能。根据 PU 革行业各头部企业扩产计划，我们预计 2023 年安利股份产能将达 1 亿米左右，公司作为国内最大 PU 革及复合材料龙头企业地位将得到进一步巩固，市占率将进一步提升，营收规模增长可期。此外，我们对比分析发现高售价产品拥有更高的毛利率，我们推断系产品定制化、差异化方案致附加值较高，因此推升毛利率。公司目前部分高技术含量产品的毛利率达 40%-60%，我们认为功能鞋材、沙发家居、电子产品、汽车内饰等高端产品持续放量，将显著增强公司利润弹性，公司毛利率提升空间充足。

图 39：公司生态功能性聚氨酯合成革及复合材料总产能
预计达 1 亿米



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 40：公司主要产品销售均价及毛利率概况

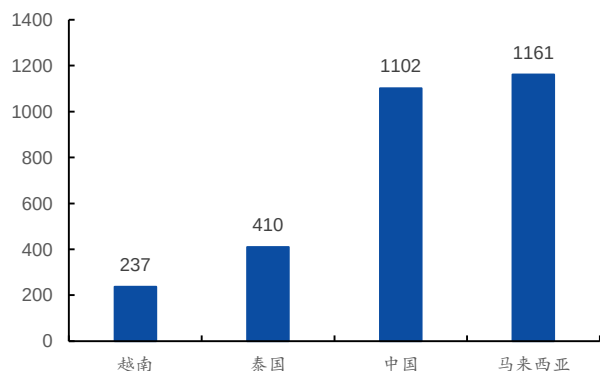


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：1) 横坐标为产品型号名称；2) 为 2008-10 年直销模式下的经营数据平均值

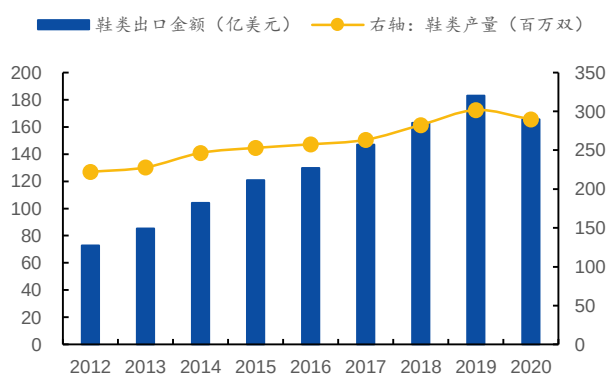
越南制鞋产业具有“天时地利人和”，公司产线布局正当时。人工成本/原材料占终端售价 4.6%/8.9%，制造端的代工企业利润率提升则需压低两项成本支出。根据特纳唐逊工程项目咨询数据，2018 年越南制造业工人的平均工资为 237 美元/月，而马来西亚的工资则高出 3.9 倍，中国高出 3.7 倍，泰国高出 1.7 倍。人工成本具有相对优势，叠加越南贸易政策保持开放，全球鞋类产能向越南加速转移。根据 Wind 数据，2012 年至 2020 年越南鞋类出口金额/鞋类产量 CAGR 为 10.8%/3.4%，台湾制鞋大厂宝成、丰泰、钰齐也纷纷在越南布局新产线。

图 41：2018 年各国制造业工人工资对比（美元/月）



资料来源：特纳唐逊工程项目咨询，国元证券研究所

图 42：越南鞋类产量及出口金额



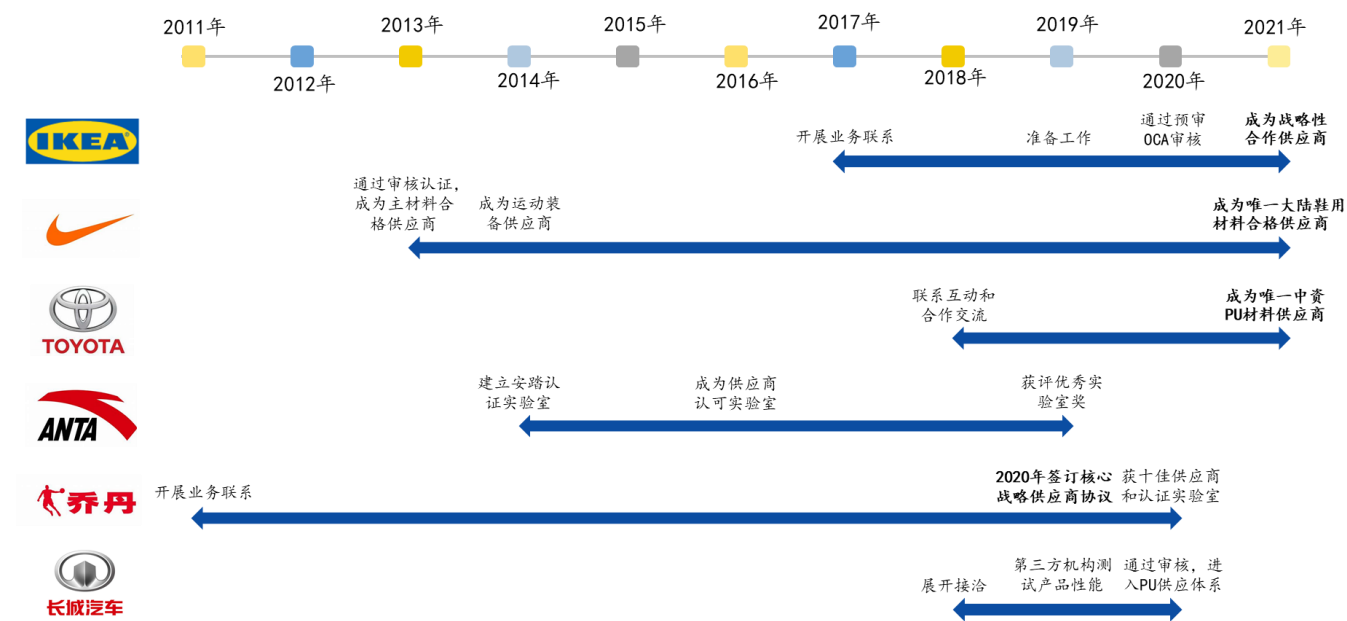
资料来源：Wind，国元证券研究所

3.2 通过核心客户认证，公司进入收获期

过去 5-10 年，公司在下游应用领域进行了充分布局，已成为多个核心客户的战略合作伙伴。公司与耐克合作 8 年后，成为唯一的大陆鞋用材料供应商。公司于 2017 年便与宜家开展业务联系，通过了产品开发、IWAY 审核（环保、消防、安全、健康、

人力资源、社会责任等)、质量、财务、OCA（潜在供应商合规性）等正式审核，在2021年4月成为宜家战略合作供应商，双方合作将进一步深化，安利股份将获得更多的订单。此外，公司在电子产品与汽车领域客户拓展成效显著，与苹果、丰田接洽并推进，均通过3年的审核期后达成合作。我们推断系2020年日韩新冠疫情反复，导致部分核心厂商交货周期延迟，使得品牌厂商将部分订单转至国内。叠加公司研发能力与产品质量处于国内领先水平，相应审核流程进入尾声，因此加快了与头部客户达成战略合作，步入高成长、高质量发展通道，市场空间巨大，综合竞争优势日益显现，发展动能充足。

图 43：与核心客户达成战略合作的认证周期通常为 3 年及以上



资料来源：公司官网，公司公告，公开资料整理，国元证券研究所

图 44：公司核心客户矩阵



资料来源：公司公告，各公司官网，国元证券研究所

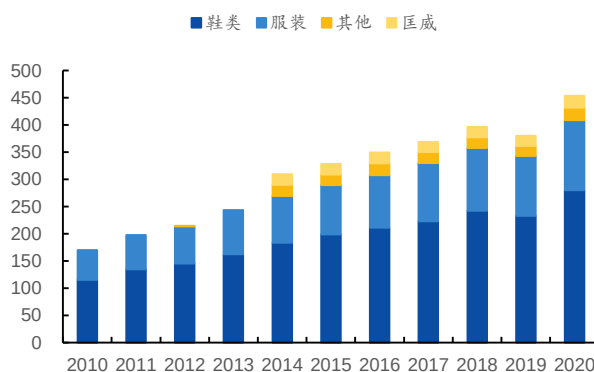
安利是耐克在中国大陆唯一中资鞋用 PU 革及复合材料合格供应商。公司于 2014 年成为美国耐克公司运动装备供应商，已持续 7 年为其提供足球、高尔夫装备、篮球、运动包袋等体育装备材料。根据公司公告，2020 年耐克实现营收 445.4 亿美元，同比增长 19.1%，其中鞋类产品营收占比 62.9%。此外，公司于 2021 年 6 月 1 日成为耐克旗下子公司美国匡威的供应商，2020 年美国匡威销售额约 22.1 亿美元，鞋类年销量约 8000 万双。目前与耐克合作处于开发阶段，预计三四季度正式量产，预计 2022 年进入业绩释放期。我们预计未来 5 年，耐克将成为安利业绩增长的强劲动能。

图 45：公司成为耐克唯一中资鞋用材料合格供应商

图 46：2010-2020 年耐克营业收入结构（亿美元）



资料来源：安利股份公司官网，国元证券研究所

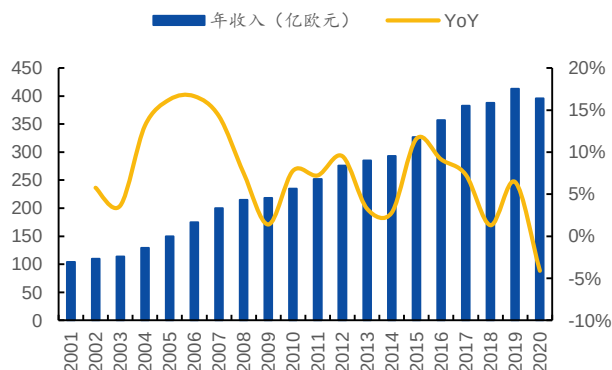


资料来源：Wind，国元证券研究所

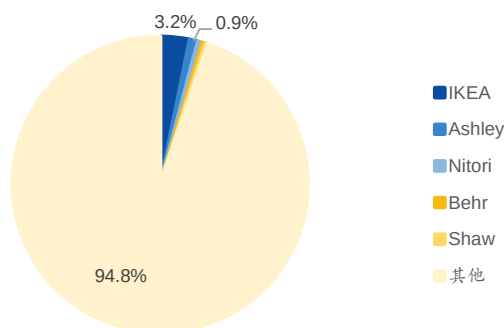
全球家居用品市场市占率前两名的零售品牌商均为公司核心客户。2021 年 1 月，公司成为瑞典宜家家居战略合作供应商，为宜家家居沙发家居类产品（包括沙发、软床、办公椅、休闲椅、餐椅等）的指定代工厂和相关企业提供生态功能性 PU 复合材料。截至 2020 年 8 月 31 日，宜家家居全球 445 家门店及电商总销售额为 396 亿欧元。根据公司官网，宜家采取全球化的采购模式，其在中国的采购量已占总量 18% 的以上。中国已成为宜家最大的采购市场和业务增长最重要的空间之一，在宜家的全球战略中具有举足轻重的地位。此外，全球知名沙发家居品牌芝华仕、爱室丽为公司沙发家居业务核心客户，我们预计安利股份为其供货金额将突破亿元。

图 47：2001-2020 年宜家全球年收入及增速

图 48：2020 年全球家居用品零售市场份额



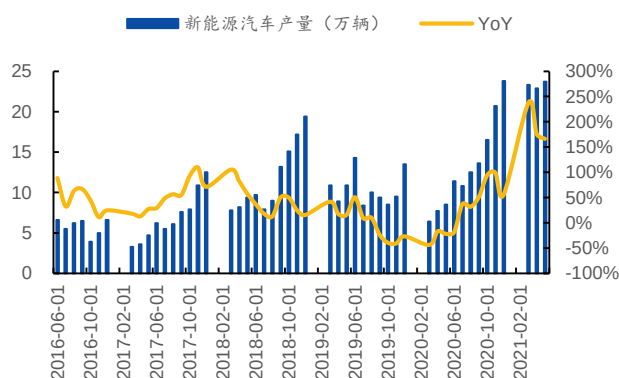
资料来源：宜家，艾媒数据，国元证券研究所



资料来源：欧睿国际，国元证券研究所

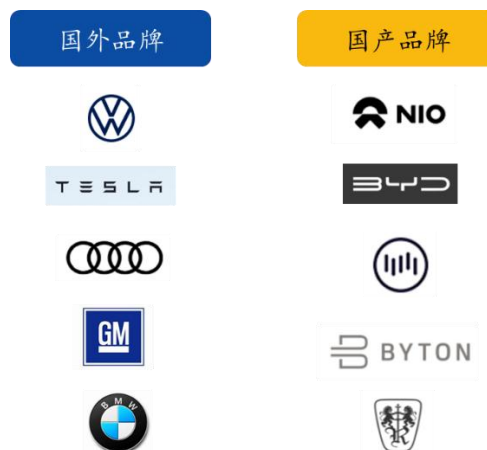
汽车内饰领域发展如火如荼，公司潜在客户众多。汽车内饰领域，公司已成为一汽丰田、长城汽车、江淮汽车、奔驰重卡的生态功能性 PU 复合材料供应商，并且积极与新能源汽车品牌接洽，期望建立合作。我们认为公司潜在客户群体广阔，包括传统汽车领域的大众、奥迪、宝马，以及造车新势力蔚来、威马、特斯拉等新能源汽车品牌。根据中汽协数据，国内新能源汽车 2021 年 3 月-5 月连续三个月产量突破 22 万辆。整体来看，我国新能源汽车支持政策预计将持续推出，对环保更为严格欧美地区也在积极推进“绿色革命”，公司与头部企业合作有望充分受益于行业增长红利。

图 49：我国新能源汽车产量及增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 50：公司汽车领域潜在客户增加



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

电子产品领域，目前公司占苹果公司内部分额逐步扩大，正逐渐成为主力供应商。包括苹果、华为在内的电子产品品类，正逐步成为公司业绩的新动能和新增长点。我们认为公司电子产品领域潜在客户的开拓有望提升公司在电子产品领域市占率。

图 51：苹果官方商城部分皮革配件

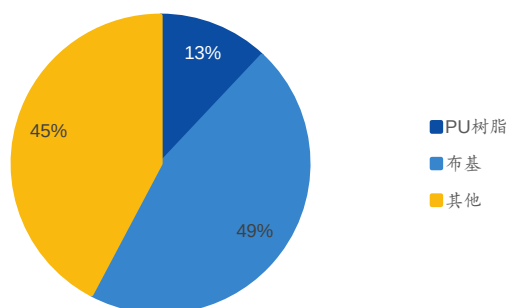


资料来源：苹果官网，国元证券研究所

3.3 规模优势逐步增强，产品或量价齐升

公司产能稳步扩张，规模优势不断强化。公司产品的主要原材料采购成本约占主营业务成本 60% 以上。其中，聚氨酯树脂的主要原材料为 DMF、AA、MDI、BDO 等，基布主要原材料为棉花、涤纶、氨纶、粘胶等，均为石油、煤、天然气等相关衍生品和副产品，因此价格波动较大。越南工厂建成后，公司规模优势增强，将实现降本增效，盈利水平稳步提升。此外，行业集中度提升有利于头部企业议价能力增强，在原材料成本上涨时能够将压力转移至下游。

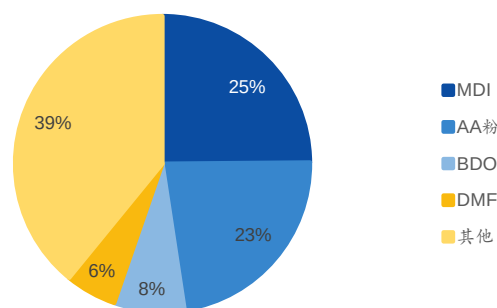
图 52：公司 PU 合成革主要原材料采购金额比重



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：数据为 2008-2010 年主要原材料采购金额比重的均值

图 53：公司 PU 树脂主要原材料采购金额比重

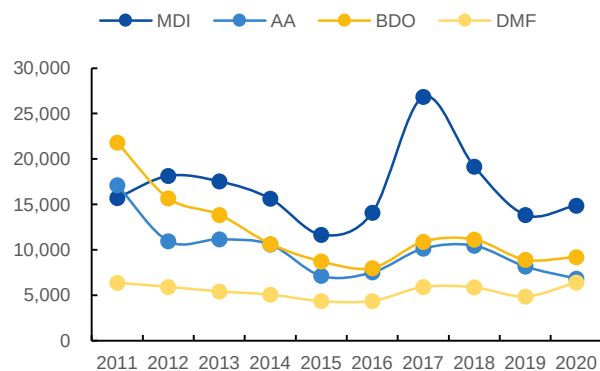


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：数据为 2008-2010 年主要原材料采购金额比重的均值

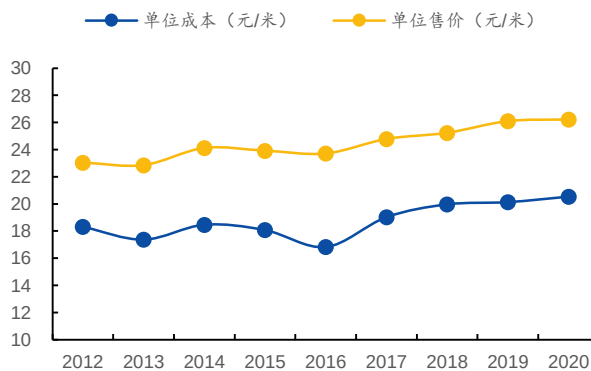
转型策略成效显著，产品量价齐升。根据公司公告及 Wind 数据，2011-2016 年主要原材料价格呈现下跌趋势，由于产品结构相对稳定，高附加值产品占比较低，公司产品单位售价保持平稳。但 2017 年以来，公司进行转型升级，与彪马、亚瑟士、迪卡侬、威富集团、哥伦比亚、CK、TOMMY、李宁、苹果、宜家、丰田、长城汽车等开展合作，差异化、定制化产品数量增加，因此单位售价呈逐年上升的趋势。我们认为随着公司客户矩阵逐渐扩展，定制化差异化产品占比将提升，公司毛利率有望持续提升。

图 54：PU 树脂主要原材料平均价格（元/吨）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 55：公司单位成本及售价变化趋势



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 投资建议与盈利预测

安利股份作为国内生态功能性 PU 革及复合材料全球行业领先企业，稳步发展两大优势品类功能鞋材和沙发家居市场，并培育四项新兴品类电子产品、汽车内饰、体育装备和工程装饰领域的新动能、新增长极。伴随着公司成为耐克、苹果、宜家、丰田等国际著名企业的合作伙伴，潜在客户范围不断拓宽，产品应用领域也在持续延展。我们认为公司在强大的研发能力、稳步扩张的产能基础上，差异化、定制化、高技术含量、高附加值产品将抬升公司整体毛利率中枢，盈利能力有望持续增强。

核心假设：随着越南产线建设陆续完工并投产，公司 2022 年底产能预计达 1 亿米左右。此外，在环保政策的推动下，行业落后产能淘汰将持续进行，集中度提升背景下，公司产品销售有望迎来量价齐升。我们预计 2021-2023 年公司合成革收入分别为 20.52/25.06/29.03 亿元，同比增长 35.6%/22.2%/15.8%。

表 5：安利股份收入预测

项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
合成革	营业收入（百万元）	1405	1622	1659	1513	2051.54	2506
	增长率（%）		15.4%	2.3%	-8.8%	35.63%	22.15%
	营业成本（百万元）	1153	1320	1322	1218	1599	1943
	增长率（%）		14.6%	0.1%	-7.9%	31.30%	21.51%
	毛利率（%）	18.0%	18.6%	20.3%	19.5%	22.06%	22.47%
其他业务	营业收入（百万元）	88	58	36	34	35	36
	增长率（%）		-34.4%	-37.5%	-5.7%	3.2%	2.9%
	营业成本（百万元）	86	56	35	30	31	31
	增长率（%）		-34.4%	-38.2%	-13.0%	0.7%	2.6%
	毛利率（%）	1.9%	1.9%	3.0%	10.5%	12.6%	12.8%

资料来源：公司公告，国元证券研究所预测

新增产能释放在即，核心客户订单再获新进展，公司成长路径清晰，业绩有望保持较快增长。我们预计公司 2021-2023 年分别实现营收 20.86/25.42/29.40 亿元，同比增长 34.91%/21.83%/15.66%；归母净利润为 1.56/2.22/2.90 亿元，同比增长 209.33%/41.94%/30.69%；对应 EPS 分别为 0.72/1.02/1.34 元，当前股价对应 PE 为 30.5/21.5/16.4 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 6：安利股份盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1694.84	1546.59	2086.54	2542.00	2940.00
收入同比（%）	0.92	-8.75	34.91	21.83	15.66
归母净利润（百万元）	71.11	50.46	156.54	222.19	290.38
归母净利润同比（%）	208.63	-29.05	210.25	41.94	30.69
ROE（%）	6.76	4.72	12.96	16.45	19.01
每股收益（元）	0.33	0.23	0.72	1.02	1.34
市盈率（P/E）	67.07	94.53	30.47	21.47	16.42

资料来源：公司公告，国元证券研究所预测

5.风险提示

- 1、汇率大幅波动风险，2020 年公司海外业务占比约 35%，越南产线投产后预计占比将持续提升，汇率大幅波动将影响公司盈利能力。
- 2、原材料价格大幅波动风险，主要原材料价格与石油价格紧密相关，大幅波动将影响公司毛利率水平。
- 3、产能投放进度不及预期风险，海外疫情尚存不确定性，产能释放节奏或受影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	947.86	1011.05	1251.82	1433.55	1690.94
现金	408.55	392.59	536.02	585.98	730.51
应收账款	146.51	161.87	188.49	229.64	265.59
其他应收款	2.13	2.05	2.71	3.30	3.82
预付账款	2.23	2.42	6.36	7.70	8.84
存货	315.83	342.86	408.00	494.33	567.38
其他流动资产	72.61	109.25	110.24	112.61	114.80
非流动资产	1100.00	1068.68	1081.86	1081.63	1086.78
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	980.78	915.16	952.26	965.38	977.90
无形资产	53.09	49.78	47.53	45.28	43.03
其他非流动资产	66.13	103.75	82.07	70.98	65.86
资产总计	2047.86	2079.73	2333.68	2515.18	2777.73
流动负债	672.27	741.52	901.34	983.56	1059.97
短期借款	280.34	210.20	276.00	276.00	276.00
应付账款	275.56	289.39	341.73	414.03	475.22
其他流动负债	116.37	241.92	283.62	293.52	308.74
非流动负债	230.93	156.29	106.39	56.39	56.39
长期借款	153.80	79.60	29.60	-20.40	-20.40
其他非流动负债	77.13	76.69	76.79	76.79	76.79
负债合计	903.21	897.80	1007.73	1039.95	1116.36
少数股东权益	92.51	112.86	117.75	124.69	133.76
股本	216.99	216.99	216.99	216.99	216.99
资本公积	361.57	361.64	361.64	361.64	361.64
留存收益	470.59	495.01	627.68	770.03	947.10
归属母公司股东权益	1052.14	1069.07	1208.19	1350.55	1527.61
负债和股东权益	2047.86	2079.73	2333.68	2515.18	2777.73

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	160.87	149.70	273.17	306.73	398.81
净利润	72.82	52.39	161.43	229.13	299.45
折旧摊销	112.81	107.76	106.71	121.22	135.85
财务费用	24.84	30.85	12.25	6.79	0.81
投资损失	-6.57	-3.28	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-64.08	-55.83	-11.95	-55.88	-41.92
其他经营现金流	21.04	17.80	4.73	5.47	4.62
投资活动现金流	-111.70	-92.34	-115.87	-120.15	-140.15
资本支出	99.60	96.47	120.00	120.00	140.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-12.10	4.13	4.13	-0.15	-0.15
筹资活动现金流	-23.32	-64.89	-13.87	-136.63	-114.12
短期借款	-59.90	-70.14	65.80	0.00	0.00
长期借款	153.80	-74.20	-50.00	-50.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.92	0.08	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-118.14	79.38	-29.67	-86.63	-114.12
现金净增加额	24.32	-12.14	143.43	49.96	144.53

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1694.84	1546.59	2086.54	2542.00	2940.00
营业成本	1356.89	1248.16	1629.60	1974.40	2266.20
营业税金及附加	16.90	14.66	19.40	23.64	27.34
营业费用	73.62	51.30	81.17	98.88	114.37
管理费用	84.00	64.74	101.20	122.52	140.24
研发费用	86.28	84.58	86.36	88.48	90.31
财务费用	24.84	30.85	12.25	6.79	0.81
资产减值损失	-9.31	-15.27	-11.38	-11.38	-11.38
公允价值变动收益	0.00	4.28	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.57	3.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	80.74	64.32	173.18	243.90	317.36
营业外收入	0.13	1.15	0.45	0.45	0.45
营业外支出	5.75	10.74	5.00	5.00	5.00
利润总额	75.12	54.73	168.63	239.35	312.81
所得税	2.30	2.34	7.20	10.22	13.36
净利润	72.82	52.39	161.43	229.13	299.45
少数股东损益	1.71	1.93	4.89	6.94	9.07
归属母公司净利润	71.11	50.46	156.54	222.19	290.38
EBITDA	218.40	202.94	292.14	371.91	454.01
EPS (元)	0.33	0.23	0.72	1.02	1.34

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	0.92	-8.75	34.91	21.83	15.66
营业利润 (%)	333.96	-20.34	169.23	40.84	30.12
归属母公司净利润 (%)	208.63	-29.05	210.25	41.94	30.69
获利能力					
毛利率 (%)	19.94	19.30	21.90	22.33	22.92
净利率 (%)	4.20	3.26	7.50	8.74	9.88
ROE (%)	6.76	4.72	12.96	16.45	19.01
ROIC (%)	9.32	8.19	15.74	20.40	25.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.10	43.17	43.18	41.35	40.19
净负债比率 (%)	49.33	45.14	41.78	35.68	33.24
流动比率	1.41	1.36	1.39	1.46	1.60
速动比率	0.93	0.89	0.93	0.95	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.75	0.95	1.05	1.11
应收账款周转率	10.70	8.86	10.58	10.79	10.54
应付账款周转率	5.00	4.42	5.16	5.22	5.10
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.23	0.72	1.02	1.34
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.74	0.69	1.26	1.41	1.84
每股净资产 (最新摊薄)	4.85	4.93	5.57	6.22	7.04
估值比率					
P/E	67.07	94.53	30.47	21.47	16.42
P/B	4.53	4.46	3.95	3.53	3.12
EV/EBITDA	22.24	23.93	16.62	13.06	10.70

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188