



Research and
Development Center

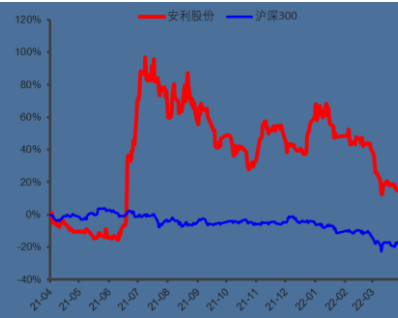
PU 合成革龙头企业，引领行业升级转型

—安利股份（300218.SZ）深度报告

2022年4月10日

汲肖飞 纺服&化妆品行业分析师
S1500520080003
jixiaofei@cindasc.com

张燕生 化工行业分析师
S1500517050001
zhangyansheng@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
安利股份
投资评级 买入

公司主要数据

收盘价(元)	12.01
52周内股价	9.4-21.9
波动区间(元):	
最近一月涨跌幅	-20.40
(%)	
总股本(亿股)	2.17
流通A股比例(%)	99.54
总市值(亿元):	26

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDASECURITIESCO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

PU合成革龙头企业，引领行业升级转型

2022年4月10日

本期内容提要：

- ◆PU合成革行业龙头，深耕行业20多年。**公司成立于1994年，主要从事生态功能性聚氨酯合成革及其复合材料的研发、生产、销售与服务，产品下游应用场景广泛。公司是创新研发驱动型企业，经过二十余年的整合优化，现已成为全球生态功能性聚氨酯合成革产销量最大的企业之一。公司顺应全球化产业发展趋势，布局海外市场。受益于公司持续推进产品技术创新，积极布局海外市场，近年来公司业绩快速增长，2021年实现营收20.46亿元，同增32.28%，实现归母净利润1.32亿元，同增161.42%。
- ◆下游应用领域拓展迅速，拉动合成革市场需求快速提升。**公司为PU合成革行业龙头，生态功能性PU合成革将成为行业发展主流：1)生态功能性PU合成革及复合材料特点鲜明、环保优势明显，并受到国家产业政策鼓励和支持，加速替代天然皮革、PVC人造革、纺织品、塑料等传统材料。2)伴随消费升级趋势和消费者环保意识的增强，下游国内外品牌正在逐步减少或淘汰部分含DMF的材料和溶剂型产品，扩大水性、无溶剂等环保生态产品的应用，公司中高端生态功能性聚氨酯合成革产品需求增长明显。3)合成革下游应用领域不断拓展，已经从鞋、箱包手袋、服装、沙发家居、球类、票夹、腰带、证件文具等传统领域，逐步扩大到电子产品、包装、汽车内饰、户外运动、工程装饰等新兴领域。
- ◆多年研发投入比稳定，逐渐形成产业技术壁垒。**公司为研发驱动型企业，注重产品研发，多年来研发投入行业领先，并取得显著成果，在生态功能性聚氨酯合成革、无溶剂聚氨酯合成革、水性聚氨酯合成革、生物基材料等前沿设备和工艺技术布局较早，具备较强的先发优势，占据全球行业竞争制高点。此外，在环保政策的压力下，公司积极开发国际先进的工艺技术，对落后的产能进行全面迭代升级。
- ◆优质客户资源，产品结构持续升级，奠定成长基础。**公司深耕主业20余年，凭借先进的技术工艺和较强的研发创新能力，先后同苹果、耐克、丰田、宜家、长城汽车、威富集团、哥伦比亚、TOMMY、CK、比亚迪、谷歌、欧派等国内外知名品牌客户达成战略合作。此外公司持续改善产品结构，向附加值较高的产品领域进行拓展，目前水性无溶剂产能占比约为25%。预计随着公司改造和新增水性无溶剂聚氨酯的产能投产后，2025年末其营收占比提升至40%，产品结构的改善将推动公司客户订单、盈利能力稳步提升。
- ◆盈利预测与投资评级。**我们看好公司受益于下游行业高景气度持续，公司有望凭借其较强的研发创新能力和工艺技术水平，持续优化产品结构，带动整体毛利率的提升。新兴应用领域、新客户的拓展以及产能的陆续释放将有望为公司带来新的业绩增长点。我们预计2022-24年公司收入同比增长21.1%/17.2%/16.2%，归母净利润同比增长159.2%/21.4%/21.4%。公司目前股价对应2022年7.56倍，可比公司2022年平均PE估值为17.56倍，估值处于较低水平。综合绝对估值、相对估值法，我们给予公司目标价25.08元，看好公司未来长期业绩成长性，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆风险因素：**原材料价格波动风险、海外及国内疫情反复、人民币汇率出现大幅度升值。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,547	2,046	2,477	2,902	3,368
增长率 YoY%	-8.7%	32.3%	21.1%	17.2%	16.1%
归属母公司净利润 (百万元)	50	132	342	269	326
增长率 YoY%	-29.0%	161.4%	159.2%	-21.4%	21.4%
毛利率%	19.3%	22.9%	23.9%	25.6%	26.9%
净资产收益率 ROE%	4.7%	11.7%	24.1%	16.8%	18.1%
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.61	1.58	1.24	1.50
市盈率 P/E(倍)	43.96	28.46	7.56	9.57	7.89
市净率 P/B(倍)	2.07	3.33	1.88	1.67	1.47

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 4 月 8 日收盘价

投资逻辑

公司专注于生态功能性聚氨酯合成革及复合材料的研发、生产和销售，产品应用领域广泛，下游客户为海内外知名鞋服、家居、汽车、电子等知名品牌。公司积极顺应全球化趋势，布局海内外业务，在越南、俄罗斯设立子公司以进一步利用区位优势拓展海外业务。公司产品生产壁垒高，在生态聚氨酯合成革方面具有深厚的技术经验，产能不断扩张，未来成长确定性强。

短期来看，公司研发创新能力、产品工艺水平处于行业领先的地位。公司与时俱进，顺应行业趋势，进行技术工艺的升级迭代，布局环境友好的水性、无溶剂聚氨酯合成革产能，先发优势强劲。凭借多年技术工艺的沉淀，公司先后同国内外知名品牌达成合作，进入快速成长通道。

长期来看，未来公司将持续提高产品力、制造水平，推动公司产品向高附加值方向发展，进一步提升产品价格、盈利水平；在量方面，伴随公司生态性聚氨酯合成革提标升级项目完成、越南工厂产能扩建项目的落地，公司向 2025 年具备生态功能性合成革 1 亿米产能的目标更进一步，并且随着产品下游应用领域的不断拓展，公司未来业绩成长空间巨大。

与市场不同的观点：

市场认为公司下游需求的预期不够明确，以及担心公司客户结构改善后，其单价提升不达预期但我们分析后认为：

- 1) **客户迎来丰收期，21Q3 营收增长明显。**伴随消费升级和环保意识的增强，传统合成革难以满足国内外品牌严格的环保要求，水性无溶剂合成革产品将成为行业大趋势，公司中高端生态功能性聚氨酯合成革产品需求将持续增长。公司于 21 年开始迎来优质客户的丰收期，21 年营收同比增长 32%。
- 2) **客户升级以及产品结构优化提高盈利能力。**公司客户转型升级和产品结构优化显著成效，高技术含量、高附加值产品比重上升，推动合成革单价持续上涨，有望延续量价齐升，盈利能力将进一步提高。
- 3) **产能扩建进一步打开成长天花板。**伴随 22 年公司两条水性、无溶剂产线顺利投产，公司距 2025 年 1 亿平米的产能目标又迈进一步。产能的扩建将助力公司充分受益于高毛利的汽车内饰、电子产品等新兴领域需求的拓展，进一步完善“2+4 市场格局”版图，业绩成长空间大。

目录

公司分析：致力于打造聚氨酯复合材料龙头企业	7
基本概况：PU合成革行业龙头，深耕该行业20多年	7
财务分析：走出疫情阴霾，2021年业绩快速增长	8
公司治理：股权结构稳定，回购彰显信心	9
行业分析：生态功能性聚氨酯合成革成为全球行业发展主流	11
市场需求：下游应用拓展迅速，拉动合成革市场需求快速增长	11
行业格局：行业格局仍相对分散，市场有望向龙头聚拢	13
行业趋势：水性、无溶剂工艺成为大趋势，推动市场份额向头部集中	14
核心优势：多年研发投入比稳定，逐渐形成产业技术壁垒	17
设立海外子公司，巧借区位优势，拓展海外业务	17
技术工艺持续升级迭代，高附加值领域先发优势强劲	17
优质客户资源，奠定成长基础	17
未来成长：项目落地打破产能瓶颈，新领域拓展有望量价齐升	18
水性、无溶剂产能逐渐释放，工艺技术进一步升级	19
高毛利新应用产品逐渐放量，带动未来业绩持续增长	20
盈利预测及假设	22
估值与投资评级	23
风险因素	22

表目录

表 1：公司管理层基本情况介绍	11
表 2：各类革种相关指标概况	12
表 3：当前聚氨酯（PU）合成革的主要类型及其优劣势	14
表 4：公司主要核心技术研发情况	16
表 5：公司水性、无溶剂产品布局	17
表 6：公司近几年自主开发的新客户	18
表 7：安徽省的现有/潜在客户	22
表 8：公司收入与盈利预测（百万元）	23
表 9：可比公司 EPS 及估值对比	23

图目录

图 1：公司主要发展历程	7
图 2：PU合成革上下游产业链示意图	8
图 3：2015-2021 年公司营业总收入及增速	8
图 4：2015-2021 年公司归母净利润及增速	8
图 5：2015-2021 年公司各类产品收入（亿元）	9
图 6：2021 年公司营收按地区（亿元）	9
图 7：近年来公司毛利率、净利率变动情况	9
图 8：近年来公司各项费用率变动情况	9
图 9：公司股权结构图	10
图 10：皮革产品分类示意图	12
图 11：合成革下游应用分布情况	12
图 12：2016-2025 年全世界合成革市场规模预测	13
图 13：2016-2025 年中国人造革合成革产销量	13
图 14：国内人造革合成革市场竞争格局	13
图 15：同业情况对比分析	13
图 16：聚氨酯聚合物泡沫人造革及合成革出口额（亿美元）	15
图 17：公司形成全球化业务布局	15
图 18：近年来公司研发费用及研发费用率	16
图 19：研发费用率基本领先于同行企业水平	16
图 20：公司“2+4”市场格局	17
图 21：公司在不同领域与众多国内外知名品牌合作	17
图 22：全球运动鞋服市场规模（亿美元）	19



图 23: 2015-2021 耐克营收 (亿美元)	19
图 24: 2015-2020 年中国沙发市场规模 (亿元)	19
图 25: 2015-21Q3 宜家营收 (亿欧元)	19
图 26: 近年来公司产能、产量、单价情况	20
图 27: 近年来公司产销率、产能利用率情况	20
图 28: 近年来我国汽车产量走势	21
图 29: 近年来中国汽车皮革产量变化情况	21
图 30: 我国新能源汽车产量走势 (万辆)	21
图 31: 蔚来采用无溶剂聚氨酯合成革于 ES6 座椅	21
图 32: 合成革应用于电子产品的场景	22

公司分析：致力于打造聚氨酯复合材料龙头企业

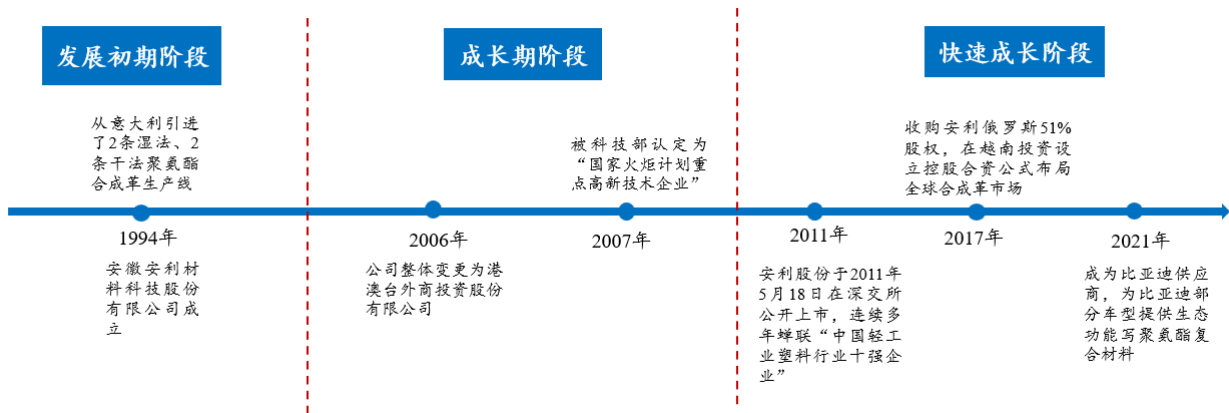
基本概况：PU 合成革行业龙头，深耕该行业 20 多年

公司成立于 1994 年，主要从事生态功能性聚氨酯合成革及复合材料的研发、生产、销售与服务。公司产品主要为生态功能性聚氨酯合成革及复合材料，应用于功能鞋材、沙发家居、电子产品、汽车内饰、体育装备、工程装饰、手袋箱包、腰带票夹、文具证件等领域。公司坚持品牌引领、创新驱动的发展战略，积极顺应全球产业发展态势，2017 年开始布局俄罗斯、越南以开拓海外市场，通过与国内外头部企业深度合作，公司现已成为全球生态功能性聚氨酯合成革产销量最大的企业之一。

复盘公司发展历程，可大致分为如下阶段：

- (1) 发展初期阶段（1994-1999 年）：公司积极引进国外先进设备、工艺技术，确认了以生产经营 PU 合成革为主营业务，奠定了公司国内聚氨酯合成革行业的先入优势。
- (2) 成长期阶段（1999-2007 年）：公司积极引进国外先进技术，不断提高自主创新能力，成功实现了主营产品逐渐从普通 PU 合成革向技术含量更高、功能性更突出的高物性合成革和功能性 PU 合成革过渡。
- (3) 快速成长阶段（2007 年-至今）：公司充分发挥自主创新优势，全面推进生态功能性 PU 合成革业务，行业领先地位进一步巩固。2017 年公司开始布局海外市场，扩大与下游国际品牌企业合作。

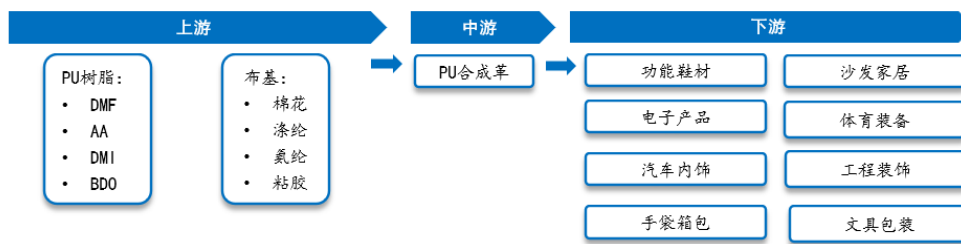
图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

生态功能性聚氨酯合成革及复合材料是一种以非织造布（无纺布）、机织布、针织弹力布等纤维织布为基材，以生态功能性聚氨酯（PU）树脂涂覆表层，以湿法、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材料。该产品既具有优异的物性和功能，又具备良好的生态环保性，是 PU 合成革中高端产品，代表聚氨酯合成革未来发展方向之一。

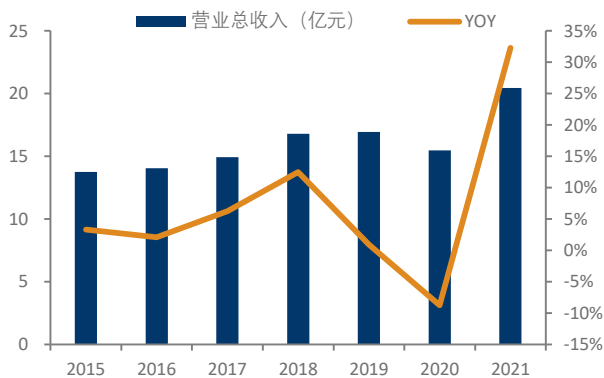
从产业链来看，公司上游产品为 DMF、AA、MDI、BOO 等大宗化工原料，来自于石油、煤、天然气等相关衍生品和副产品，其价格会随着本身供求关系和石油、煤、天然气价格波动而波动。公司下游产品为功能鞋材、沙发家居、电子产品、体育装备、汽车内饰等，并且随着聚氨酯合成革工艺技术的不断发展和成熟，合成革下游应用领域也在不断拓展。

图 2: PU 合成革上下游产业链示意图


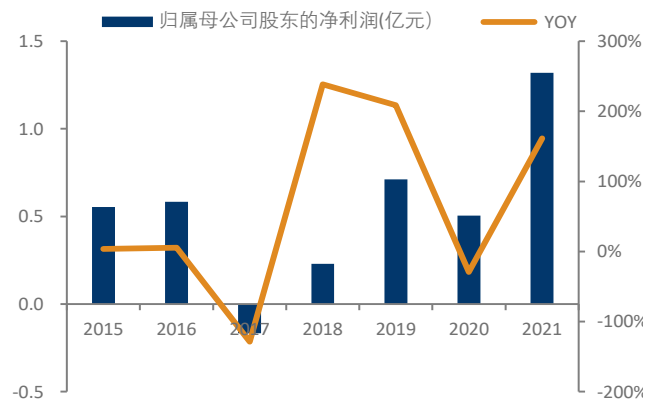
资料来源: 信达证券研发中心整理

财务分析: 走出疫情阴霾, 2021 年业绩快速增长

近年来公司收入整体呈现稳定增长态势, 2021 年公司实现营收 20.46 亿元, 同增 32.28%, 主要系 2020 年疫情影响下公司收入低基数。公司处于人造革合成革研发、生产环节, 净利润受原材料价格波动影响较大, 2017 年由于原辅材料、能源价格大幅上涨导致公司盈利出现亏损。而后受益于公司产品结构不断优化、费用管控有效改善, 公司盈利能力持续提升, 2021 年公司实现归母净利润 1.32 亿元, 同增 161.42%。

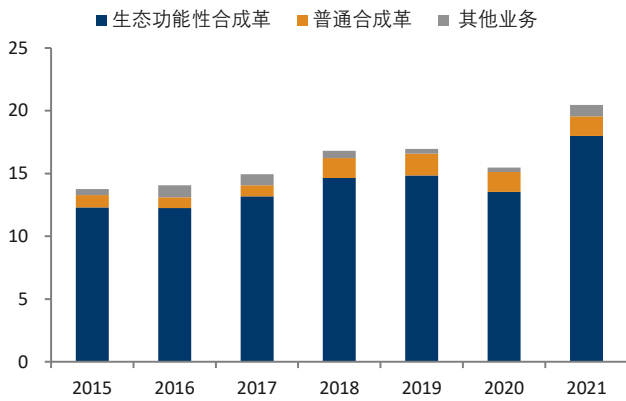
图 3: 2015-2021 年公司营业总收入及增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

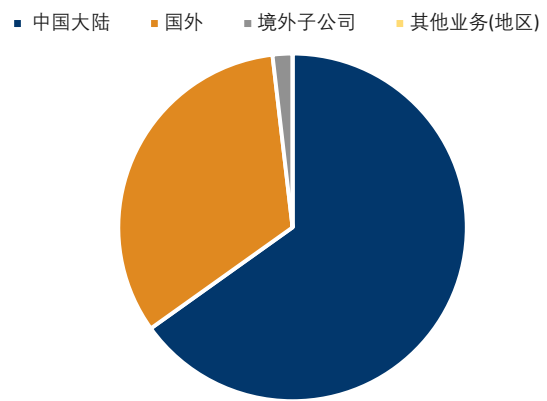
图 4: 2015-2021 年公司归母净利润及增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从收入结构看, 公司主要业务收入来源于生态功能性合成革产品, 2021 年生态功能性合成革业务贡献营收 18 亿元, 占营收比为 87.97%。从收入地区分布看, 公司主要以内销为主, 2021 年来自中国大陆营收占比为 65%, 海外及其他地区营收占比为 35%。

图 5：2015-2021 年公司各类产品收入（亿元）


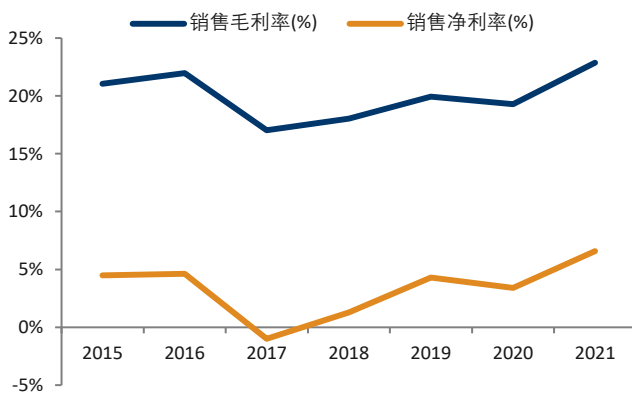
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：2021 年公司营收按地区（亿元）


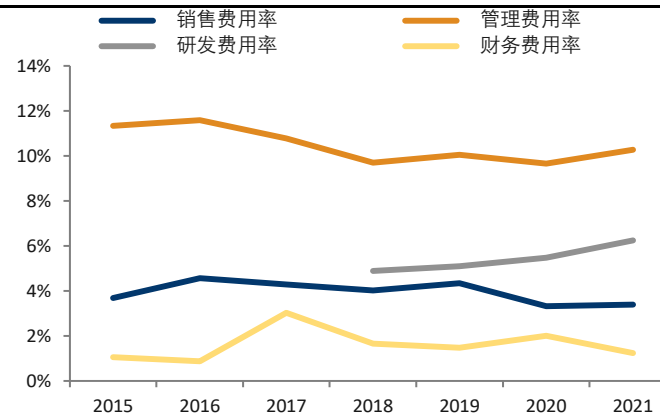
资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率、净利率同步变动，短暂下滑后稳步提升。2017 年受原材料价格上涨、人民币美元汇率波动和固定资产计提等因素影响，公司盈利水平有所下滑，毛利率、净利率分别为 17.04%、-1.01%，同降 4.93PCT、5.63PCT。随着公司技术水平不断提高，生产工艺降本增效、产品结构向高附加值方向发展，公司盈利能力持续提高，2021 年公司毛利率、净利率分别为 22.87%、6.58%，同增 3.57PCT、3.19PCT。

公司近年来各项费用率基本保持稳定，2021 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 3.39%、10.27%、6.24%、1.24%。近年来公司销售费用率基本维持在 4% 左右，财务费用率自 2018 年后维持在 2% 左右。公司研发费用率平稳增长，主要系公司重视研发，持续加强重点产品的开发与改进，推进新材料、新技术和新工艺的开发与运用。

图 7：近年来公司毛利率、净利率变动情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：近年来公司各项费用率变动情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

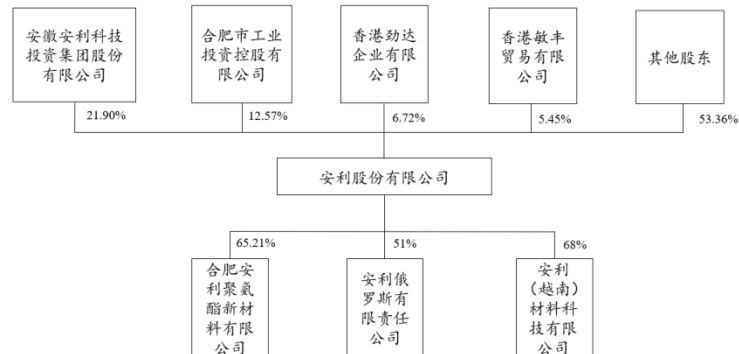
公司治理：股权结构稳定，回购彰显信心

公司第一大股东为安徽安利科技投资集团股份有限公司，持股比例为 21.90%。公司管理层于 2019 年签订《一致行动人协议书》，共同通过安利投资间接控制公司，其中，姚和平、王义峰、杨淦光、陈茂祥、黄万里、李道鹏、胡东卫、刘兵分别持股 22.85%、13.16%、12.10%、7.7%、2.89%、2.44%、1.84%、1.84%，为公司的共同实际控制人。

公司子公司合肥安利聚氨酯新材料、安利俄罗斯和安利越南主要从事聚氨酯树脂及生态功能性聚氨酯合成革的研发、生产和销售。安利俄罗斯方面专注于东欧市场的销售拓展，安利越南利用越南区位优势发展海外业务，根据越南与欧盟签订的自由贸易协定，在协调生

效后的十年内，双方货品 99%的关税将被陆续取消，此外安利越南可帮助企业规避中美贸易冲突风险，化解中美关税壁垒。子公司助力公司顺应全球化趋势，进一步扩大与下游国际品牌的合作。

图 9：公司股权结构图（截至 2021 年）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司于 2022 年 2 月 11 日至 2022 年 3 月 7 日间，完成了第二期股份回购方案，累计通过股票回购专用账户以集中竞价交易方式回购公司股份 1259100 股，占公司总股本的 0.58%，最高、最低成交价分别为 15.99 元/股、15.4 元/股，支付总金额为 19997023 元。回购股份主要用于未来实施员工持股计划或者股权激励，股份回购充分彰显管理层对于公司中长期发展的信心。

公司员工整体素质良好，管理团队从业和研发经验丰富。公司现有员工 2500 多人，其中本科 470 多人，硕士、博士 80 多人。管理层及骨干员工结构稳定，大部分骨干员工拥有 10 年以上的聚氨酯复合材料生产经营和管理经验，多名核心团队成员获得过多项荣誉奖项。核心管理团队具备丰富的技术研发、财务、销售等方面的从业经验，对市场和技术发展趋势具有前瞻把握能力，助力公司保持长期健康、稳定的发展。

表 1: 公司管理层基本情况介绍

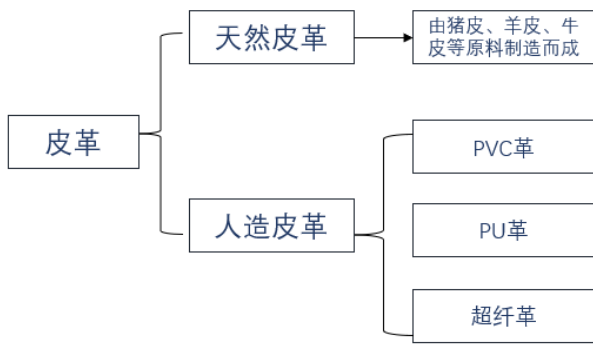
姓名	职务	简历
姚和平	董事长、总经理	1985 年参加工作，教授级高级工程师、中国资深注册会计师、注册企业法律顾问，享受国务院特殊津贴专家；三届安徽省人大代表（第十三届、第十二届、第十一届），安徽省第十三届人大财经委员会委员，合肥市第十二届政协委员；是安徽省学术和技术带头人、安徽省技术领军人才，入选“安徽省首批创新创业领军人才特殊支持计划”；2020 年 11 月被中共中央、国务院表彰为全国劳动模范，是全国轻工行业劳动模范，是国家人社部、全国工商联、全国总工会表彰的全关爱员工优秀民营企业家，是 2021 年 4 月安徽省委、省政府表彰的安徽省优秀民营企业家，是安徽省政府表彰的安徽省优秀企业家；是安徽省轻工业协会首任会长、安徽工业经济联合会副会长、合肥市工商联副主席、是三所大学兼职硕士生导师、兼职教授。 曾先后荣获“安徽省优秀青年企业家”、“安徽省外商投资企业优秀企业家”、“安徽省轻工系统十五发展创新工程功臣”、“安徽省‘115’产业创新团队带头人”、“安徽省第二届优秀中国特色社会主义事业建设者”、“合肥市高质量发展贡献奖先进个人”、“合肥市优秀共产党员”、“合肥市先进个人”、“合肥市专业技术拔尖人才”、“合肥市优秀企业家”等荣誉称号。
王义峰	董事、副总经理	1985 年参加工作，先后荣获“安徽省劳动模范”、“安徽省轻工业系统劳动模范”、“安徽省节能先进个人”、“合肥市五一劳动奖章”、“合肥市优秀共产党员”荣誉称号，以及全国企业管理创新成果二等奖、全国轻工企业管理现代化创新成果二等奖、安徽省企业管理进步成果一等奖等奖励。
杨淦光	董事、副总经理	1982 年参加工作，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”、“安徽省十一五节能先进个人”、“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”的表彰等奖励。
陈茂祥	副总经理	1988 年参加工作，曾先后荣获全国企业管理创新成果二等奖、全国轻工企业管理现代化创新成果二等奖、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”。
刘松霞	副总经理、董事会秘书	2002 年进入公司工作，曾先后两次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等奖励，荣获“合肥市五一巾帼标兵”、“肥西经开区三八红旗手”、“安徽省优秀董秘”、“安徽省勋章董秘”等荣誉称号。现任本公司副总经理、董事会秘书，安利越南监事长，安利投资董事。
陈薇薇	副总经理、财务总监	1995 年进入公司工作，荣获“肥西经开区三八红旗手”荣誉称号。
黄万里	副总经理	1996 年参加工作，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、合肥市科技进步二等奖、合肥市科技进步三等奖、中国工商联科技进步二等奖等奖励。
胡东卫	副总经理	1985 年参加工作，曾获得全国企业管理创新成果二等奖、全国轻工企业管理现代化创新成果二等奖、安徽省第四届企业管理进步成果一等奖等奖励。

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

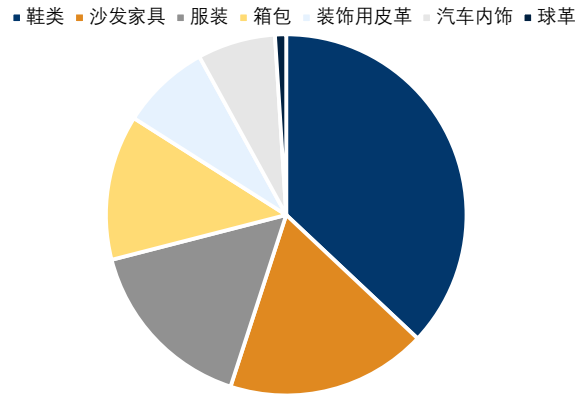
行业分析：生态功能性聚氨酯合成革成为全球行业发展主流

市场需求：下游应用拓展迅速，拉动合成革市场需求快速增长

生态功能性 PU 合成革优势明显，空间广阔。人造革合成革产品主要分为 PU 合成革、PVC 合成革，其中 PU 合成革占比为 42%，目前下游应用领域大致占比为：鞋类 25%，服装 17%，手袋箱包 18%，沙发 25%。与天然皮革和 PVC 人造革相比，生态功能性 PU 合成革具有更优异的生态环保性，且颜色、纹路、效果多样、尺寸规整、易于剪裁、性价比高。与纺织品相比，生态功能性 PU 合成革更易打理，耐水解，具有优异的防水防污性能，叠加受到国家产业政策的支持，因此生态功能性 PU 合成革正加速替代天然皮革、PVC 人造革、纺织品、塑料等传统材料，优势逐渐显现，市场空间广阔。

图 10: 皮革产品分类示意图


资料来源：华经产业研究，信达证券研发中心

图 11: 2021 年合成革下游应用分布情况


资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

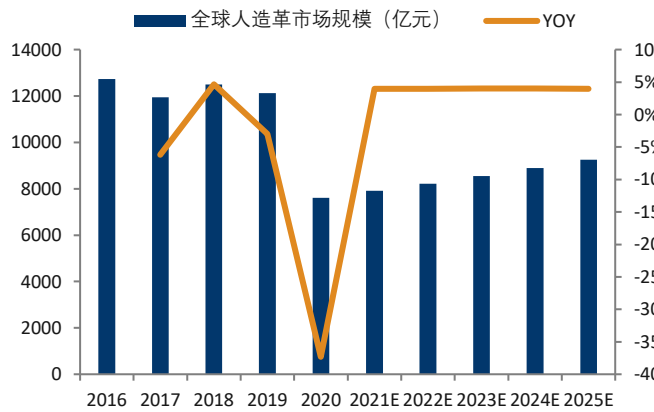
表 2: 各类革种相关指标概况

项目	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	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	超纤维织造、湿法、减量、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	2-10 年
价格	100-200 元/m ²	6-15 元/m ²	7-25 元/m ²	50-100 元/m ²	12-60 元/m ²
原料的环保性	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
生产加工过程中对环境的污染	较大	一般	一般	苯减量工艺有一定污染	较小
产品的健康安全性	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
产品的环保型	可降解	难降解	可降解	可降解	可降解
废弃物的处理难度	较大	较大	一般	一般	较好
能耗	能耗一般	能耗一般	能耗较低	能耗高	能耗较低

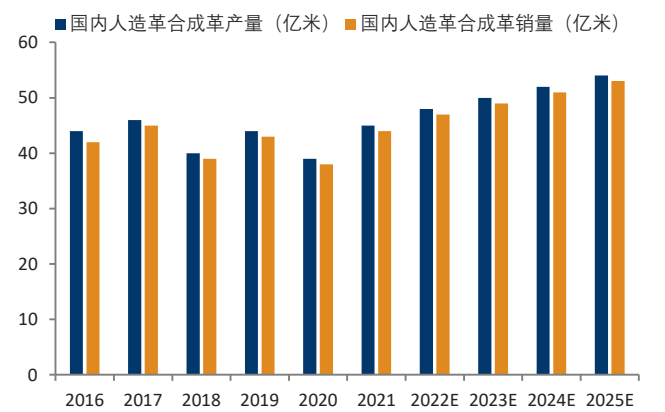
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

从全球市场来看，人造革合成革市场规模呈现波动增长态势，近两年在疫情等因素影响下市场规模有所下滑，从 2019 年的 12130 亿元下降到 2021 年的 7908 亿元，未来将有望恢复增长态势，据中研预测，到 2025 年全球合成革人造革市场规模将达到 9250 亿元，2021-25 年年均复合增速为 4%。

从国内市场来看，中国是全球聚氨酯合成革及其复合材料最大的生产国、出口国和消费国，目前国内人造革合成革规模以上企业约 450 家左右，年产量近 45 亿平方米。未来随着合成革下游应用领域的不断拓展，将由鞋服、箱包、沙发家居、球类、文具等传统领域，逐渐在电子产品、汽车内饰、工程装饰等领域普及，新应用的拓展将为合成革行业带来新的空间和机遇。

图 12: 2016-2025 年全世界合成革市场规模预测


资料来源: 中研网, 信达证券研发中心

图 13: 2016-2025 年中国人造革合成革产销


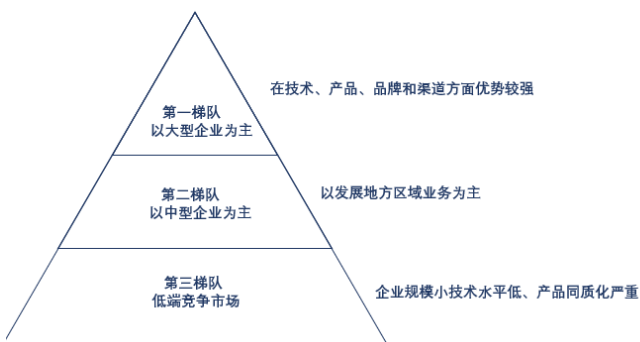
资料来源: 观研天下, 信达证券研发中心

行业格局: 行业格局仍相对分散, 市场有望向龙头聚拢

人造革合成革行业处于充分竞争状态, 市场分散且集中度低。

国内市场方面, 行业以中小企业居多, 按照规模可以将行业参与者分成三个梯队, 第一梯队主要为大型企业, 凭借在技术、产品、品牌和渠道等方面的优势, 在行业中占据了主导地位; 第二梯队主要以中型企业为主, 受其规模的限制, 主要发展区域业务; 第三梯队的企业主要竞争低端市场, 其规模较小、技术水平较低, 产品同质化现象严重, 依靠低价策略争夺市场份额。公司是国内专业研发生态功能性聚氨酯合成革及复合材料规模最大的企业, 2020 年公司在国内人造革合成革市场综合市场占有率大约为 5%, 部分细分市场占有率超过 20%。

从全球市场来看, 合成革市场可以分成几大区域板块。欧洲方面, 合成革企业主要位于意大利、西班牙和葡萄牙等国家, 其产品主要应用于下游高端奢侈品市场; 亚洲方面, 高端合成革主要集中于日本、韩国和中国台湾等地区, 其产品主要应用于运动休闲鞋、汽车内饰、电子产品等中高端市场, 其中日本企业如日本帝国、日本可乐丽, 韩国企业如韩国伯成、韩国德成, 中国台湾企业如台湾三芳、台湾南亚等占据了中高端市场的主要份额, 是公司的主要竞争对手。

图 14: 国内人造革合成革市场竞争格局


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 15: 同业情况对比分析

国家或地区	主要公司	优势行业
日本	帝国、可乐丽、世联	功能鞋材、汽车内饰
韩国	伯产、德成、大元	功能鞋材、汽车内饰
中国台湾	三芳、南亚	功能鞋材、体育装备
中国大陆	安利股份	功能鞋材、沙发家居、电子产品、汽车内饰、体育装备

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

行业趋势：水性、无溶剂工艺成为大趋势，推动市场份额向头部集中

2010年德国BSAF公司首次在中国深圳展出无溶剂合成革样品。此后，无溶剂聚氨酯合成革技术快速发展，德国BAYER与日韩企业相继开发出无溶剂合成革，公司在国内最早开发出无溶剂聚氨酯合成革，开启了行业发展新篇章。

目前市场上聚氨酯主要可分为三大类：

(1)溶剂型聚氨酯合成革：溶剂型生产过程中采用大量二甲基甲酰胺（DMF）做溶剂，DMF挥发造成严重的生态环境污染，危害人们身体健康。

(2)水性聚氨酯合成革：以水替代有机溶剂作为分散介质，符合绿色环保要求。但后期水介质去除需耗费大量能量，导致生产成本大幅提升，且合成革物理效应也有所降低。

(3)无溶剂聚氨酯合成革：无需使用任何有机挥发溶剂，属于绿色环保型产品。生产过程简洁，机械自动化程度高，降本增效。无溶剂为全新系统，目前业内缺少设备，公司作为业内龙头企业，坚持自主创新，将引领行业持续发展。

表 3：当前聚氨酯（PU）合成革的主要类型及其优劣势

合成革类别	市场份额	优势	劣势
溶剂型聚氨酯合成革	最大	性能优异，成本低廉	制备过程中需要加入大量二甲基甲酰胺（DMF）溶剂，而且溶剂难以完全回收
水性聚氨酯合成革	较小	以水取代有机溶剂作为分散介质，在合成和应用过程中不使用或少量使用有机溶剂，符合绿色环保要求	后期水介质的去除需要耗费大量能量，导致生产成本大幅提升，同时合成革的物理性能也有所降低
无溶剂聚氨酯合成革	较小，但市场处于快速增长阶段	无需加入溶剂，通过直接挤出反应成型，对环境友好，低挥发性有机化合物（VOC）排放，符合未来“绿色化工”的发展需求	全新系统，目前市面很少有定型的原料和设备

资料来源：《无溶剂聚氨酯合成革技术的研究发展》、《合成革用水性聚氨酯的无溶剂合成与性能》，信达证券研发中心

受益于绿色、生态、环保属性，水性、无溶剂聚氨酯逐步替代传统溶剂型聚氨酯合成革。由于水性、无溶剂聚氨酯合成革生产过程中有害物质排放量低，产品绿色、生态、环保，目前国内外品牌，如耐克（NIKE）、阿迪达斯（ADIDAS）、H&M、ZARA、宜家（IKEA）等，开始逐步扩大使用水性、无溶剂聚氨酯合成革。此外，生态环境部2020年发布的《挥发性有机物治理攻坚方案》、《重污染天气重点行业绩效分级实施细则》文件指出要“大力推动低（无）VOCs原辅材料生产和替代”，“将使用水性、无溶剂等环保树脂制备聚氨酯合成革和超纤合成革的企业引入引领型企业”，新规明确提出鼓励发展水性、无溶剂等工艺技术。

随着国家环保监管愈加严格、下游品牌商的环保意识逐渐增强，行业面临升级转型，污染性强、环境不友好的落后产能将出清，行业内头部企业凭借其先进的研发、生产和制造能力，能够率先完成对技术创新和产能升级，有望在新一轮行业变革中，抢占更多市场份额。

核心优势：多年研发投入比稳定，逐渐形成产业技术壁垒

公司以创新为驱动，深耕行业多年，不断提升产品市场占有率。经过多年的经验积累，公司拥有较强的研发创新优势，推动产品结构不断向高附加值方向发展，带动盈利水平持续提升。公司积极拓展海外业务，积累了众多优质的客户资源。未来伴随公司高端产线产能的进一步扩大、产品应用领域进一步拓展，公司头部效应愈发凸显，综合竞争力进一步提升。

设立海外子公司，巧借区位优势，拓展海外业务

近年来中国人造革及合成革海外出口金额逐年稳定上升，2021 年实现人造革合成革出口额 2.89 亿美元，2018-2021 年年均复合增长率为 36.83%。为响应国家“一带一路”、“走出去”战略规划和全球合成革行业及下游市场的发展趋势，公司积极布局全球化战略，进军海外市场，以顺应合成革产业转移变化，从而更好地贴近市场、贴近客户，提升市场响应速度和客户服务效率，合理布局资源，扩大国际品牌合作。

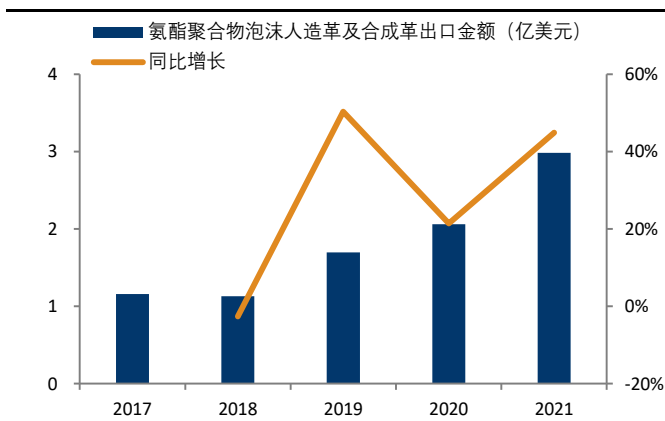
在俄罗斯市场布局方面：公司于 2017 年 3 月根据发展战略布局，以及稳定和发展客户关系，投资收购安利俄罗斯 51% 股权，将其成为公司控股子公司。

收购安利俄罗斯对公司而言：（1）以投资促进贸易，扩大东欧市场销售；（2）发挥本地化制造、本地化采购和本地化用工优势，一定程度降低成本和费用，提升公司在俄罗斯市场竞争力；（3）巩固和发展公司营销渠道，完善产业布局。

在越南市场布局方面：公司于 2017 年 7 月决定在越南合资设立控股子公司，计划共建 4 条生产线，待全部建立达产后，将新增年产生态功能性聚氨酯合成革及复合材料 1200 万米的生产经营能力。

公司在越南布局主要原因是：（1）越南与美国、欧盟、东盟等国签订自贸协议，多重机遇叠加，机遇众多，市场空间广阔；（2）适应国际品牌产能转移的趋势，更好地对接、服务国际品牌，扩大市场份额。越南是目前中国合成革出口第一大国，近年来聚氨酯合成革及复合材料下游运动休闲、沙发家居等国际一线知名品牌客户，如耐克、阿迪达斯、彪马、亚瑟士、ZARA、爱室丽等纷纷向越南转移，在越南投资建厂；（3）积极化解国际贸易冲突带来的关税风险；（4）发挥本地制造优势，劳动力成本低廉，降低人工成本；（5）越南地理位置优越，位于东南亚心脏地带，有便利的海港和机场，是中国“一带一路”战略的重要支点。

图 16: 人造革及合成革出口额 (亿美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

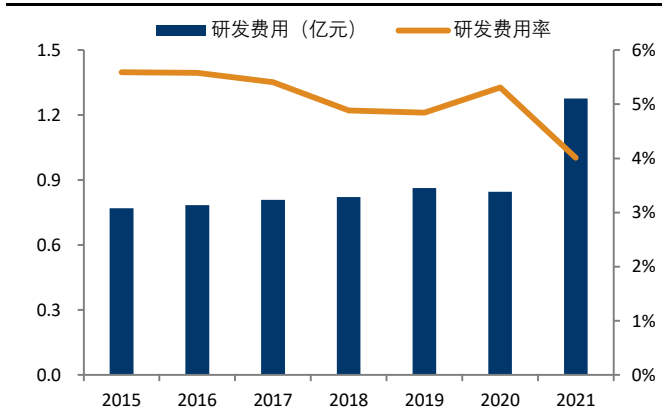
图 17: 公司形成全球化业务布局



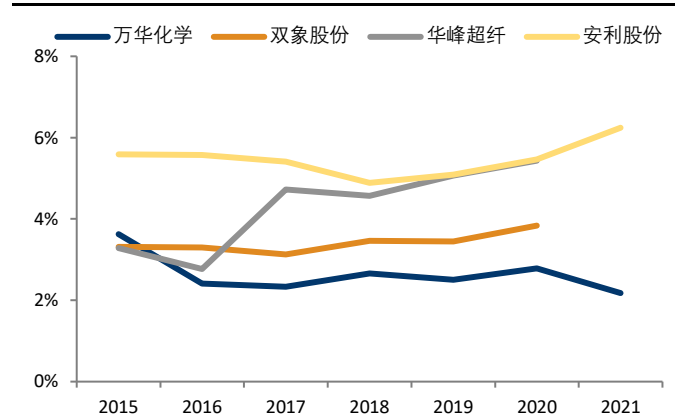
资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

技术工艺持续升级迭代，高附加值领域先发优势强劲

公司重视研发支持，近年来研发投入行业领先，研发费用率均保持在 4.5% 以上。高研发投入为公司带来较高的成果转化率，截至 2021 年 12 月，公司拥有有效专利权 494 项，其中发明专利 112 项，实用新型专利权 267 项，外观设计专利权 115 项；公司主持制定或参与制定国家和行业标准 50 余项，是目前国内同行业拥有专利最多的企业，也是目前全国同行业制定国家和行业标准最多的企业。

图 18: 近年来公司研发费用及研发费用率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 研发费用率基本领先于同行企业水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 4: 公司主要核心技术研发情况

时间	新研发工艺技术	取得方式
2013 年	易去污功能性沙发家具革	自主研发
2014 年	植真皮粉聚氨酯合成革	自主研发
2015 年	弹力耐水解牛巴革 (SN 系列); 开发出无溶剂 EPU 系列革等新产品新工艺	自主研发
2016 年	绒面休闲 (金伯利) 鞋面用聚氨酯合成革	自主研发
2017 年	“柔感透气家具用聚氨酯合成革”	自主研发
2018 年	高耐磨警用战术鞋用聚氨酯合成革、高光 PET 镜面聚氨酯合成革、无溶剂聚氨酯汽车革、五年耐水解沙发革用高塑性湿法聚氨酯树脂	自主研发
2019 年	防虹吸 48 小时耐水解聚氨酯合成革、高阻燃性无溶剂聚氨酯合成革	自主研发
2020 年	低 DMF 含量高耐磨沙发家具革、无溶剂型耐高温耐黄变聚氨酯合成革	自主研发

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司工艺技术持续迭代升级。公司与时俱进，顺应行业趋势，坚持“环保至上、绿色发展”的理念，先后投入 2 亿元用以引进国际先进的环保技术和设备，多次被授予国家级和省级绿色环保荣誉，环保技术设备处于行业领先水平。此外公司积极开发应用水性、无溶剂、生物基、可回收、可降解等国际先进的工艺技术，以减少或淘汰部分含 DMF 的材料和溶剂型产品，积极推进落后产能的升级迭代。公司是国家工信部认定的“国家绿色工厂”、“全国工业产品绿色设计示范企业”。

水性、无溶剂技术布局较早，保证工艺技术领先优势。公司在生态功能性聚氨酯合成革、无溶剂聚氨酯合成革、水性聚氨酯合成革、生物基材料等前沿设备和工艺技术布局较早，成效显著。公司攻克了无溶剂水性绿色功能性配方和工艺等关键技术，公司“水性无溶剂生态功能性聚氨酯合成革”被国家工信部认定为“国家绿色设计产品”，生物基生态环保聚氨酯合成革于 2021 年 2 月获得美国农业部 (USDA) 生物基产品标签认证批准，公司水性、无溶剂产品获北京中轻联认证中心组织发起、国家认证认可监督管理委员会批准的“水性和无溶剂人造革合成革产品认证”，该项产品生产工艺技术处于国际领先水平。公司凭借在水性、无溶剂技术方面较强的先发优势，不断提高市场占有率，目前在国内水性、无溶剂产品市场占有率达 15%。公司不断占领全球技术高点和市场高点，巩固长期竞争优势。

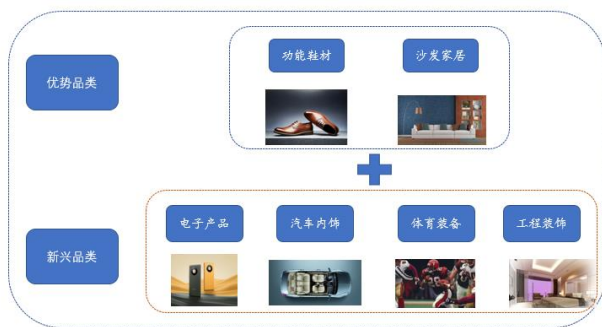
表 5: 公司水性、无溶剂产品布局

时间	水性、无溶剂聚氨酯发展事件
2017 年	“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”项目获得安徽省科技重大专项项目立项
2018 年	自主研发“无溶剂聚氨酯汽车革”
2019 年	自主研发“高阻燃性无溶剂聚氨酯合成革”；完成第 1 条水性无溶剂生产线设备安装调试
2020 年	第 1 条水性无溶剂生产线投入量产；第 2 条水性无溶剂生产线完成设备安装调试
2021 年	第 2 条水性无溶剂生产线投入量产；公司拥有 7 条水性、无溶剂生产线，产品营收占比约 17.25%；安利越南规划建设 2 条水性无溶剂生产线

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

优质客户资源，奠定成长基础

聚焦资源拓展新兴品类市场，下游迎来优质客户丰收期。公司在巩固功能鞋材、沙发家居传统优势领域的基础上，持续拓展电子产品、体育装备、汽车内饰、工程装饰等新兴品类市场。公司坚持品牌引领、创新驱动，积极开拓全球中高端市场，经过多年技术工艺的沉淀，先后与苹果、耐克、丰田、宜家、长城汽车、威富集团、哥伦比亚、TOMMY、CK、比亚迪、谷歌、欧派等国内外知名品牌达成合作，同国内外一线品牌的合作有望助力公司步入高速、高质的成长通道。

图 20: 公司“2+4”市场格局


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21: 公司在不同领域与众多国内外知名品牌合作


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 6: 公司近几年自主开发的新客户

开始合作时间	客户名称	合作事件
2014 年	美国耐克公司	安利于 2014 年下半年通过美国耐克公司审核认证, 成为耐克全球主材料合格供应商。
2019 年	迪卡侬 (DECATHLON)	经过一年的严格审核, 安利成为法国迪卡侬一级供应商。
2020 年	苹果公司 (Apple Inc.)	安利自 2019 年 3 月开始与美国苹果公司进行前期合作沟通及产品开发, 先后通过苹果公司审核认证, 取得供应商资格, 签订《开发与供应框架性协议》。
2020 年	长城汽车	安利于 2019 年初开始, 与长城汽车股份有限公司及相关方进行技术和商务沟通交流, 先后通过审核认证, 取得供应商资格, 签署《配套产品采购合同》。
2020 年	TOMMY HILFGER & CALVIN KLEIN	安利通过美国 PVH 集团严格审核认证, 成为合格供应商, 向旗下 TOMMY HILFGER、CALVIN KLEIN 等品牌提供鞋用、箱包手袋用生态功能性合成革复合材料。
2020 年	美国威富 (VF)	安利通过美国威富 (VF) 严格审核认证, 成为合格供应商, 向旗下系列国际品牌产品提供鞋用、箱包手袋用生态功能性合成革复合材料。
2020 年	美国哥伦比亚 (Columbia)	安利通过美国哥伦比亚运动服装公司严格审核认证, 成为合格供应商, 向旗下系列品牌提供鞋等户外运动装备产品用生态功能性合成革复合材料。
2021 年	瑞典宜家家居 (IKEA)	安利先后通过宜家家居审核认证, 成为宜家家居战略性合作供应商, 并于近期完成框架性协议签署, 为宜家家居沙发家具类产品制定的代工厂和相关企业提供生态功能性聚氨酯酯复合材料。
2021 年	一汽丰田汽车	安利通过 3 年左右努力, 成为天津一汽丰田战略合作供应商, 为天津一汽丰田部分车型提供生态功能性聚氨酯酯复合材料。
2021 年	美国耐克公司	安利于 2010 年 10 月与耐克签订《通用材料框架性采购协议》, 于 2021 年 3 月正式成为耐克公司唯一中童鞋用聚氨酯酯合成革和聚氨酯酯膜合格供应商。安利以高分通过美国耐克公司授权委托的第三方机构和美国耐克公司的严格审核认证, 并取得美国耐克公司实验室认证证书。
2021 年	美国匡威 (Converse)	安利于 2021 年 6 月正式成为美国匡威公司供应商, 向其旗下产品提供鞋用生态功能性聚氨酯酯合成革及复合材料。
2021 年	比亚迪	安利与比亚迪全资子公司深圳市比亚迪供应链管理有限公司签订《乘用车生产性物料采购通则》, 为比亚迪部分车型提供生态功能性聚氨酯酯复合材料。
2021 年	谷歌公司 (Google Inc.)	安利与谷歌公司签订《硬件供应协议》, 主要为其提供生态功能性聚氨酯酯复合材料。
2021 年	欧派家居	公司与欧派家居及其七家子公司签订《采购协议》, 主要为其部分产品提供生态功能性聚氨酯酯复合材料。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

客户认证壁垒高, 带来较强的合作粘性。知名品牌商准入要求非常严格, 需要供应商有良好的渠道资源和介入契机, 且对于产品开发设计、生产工艺技术与管理、品质管控、安全、环境、以及生产全过程需要经过严格的准入审核流程。从成为合格供应商到实现实质订单, 再到成为主力供应商, 每个环节的验证周期较长, 国内品牌约 6 个月至 1 年左右, 国外品牌约 2 至 3 年左右。因此品牌商对于合格供应商的信任度较高、依赖性较强, 能够为公司带来稳定的订单需求, 并且能够帮助公司快速把握前沿市场动态, 为业绩稳定增长提供保障。

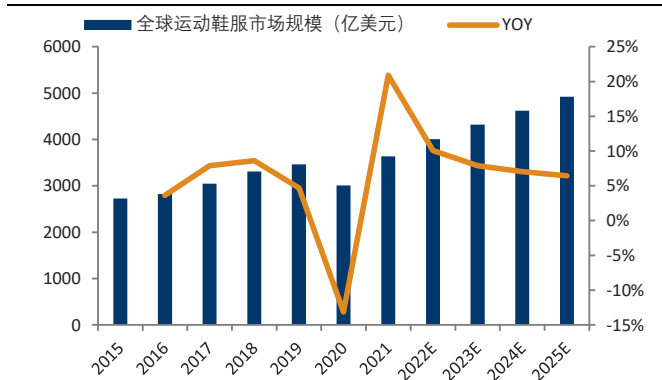
2021 年公司与运动鞋服龙头耐克、家居龙头宜家开启深度合作, 打开业绩成长天花板。

作为人造革合成革应用最广的领域, 鞋服市场高景气度持续。尽管在疫情影响下, 2020 年全球运动鞋服市场呈现负增长态势, 但在疫情影响逐步修复和消费升级趋势之下, 全球运动鞋服市场有望迎来持续增长。根据欧睿咨询预测, 2025 年全球运动鞋服市场规模可达

4921 亿美元，2021-2025 年年均复合增速为 7.85%。

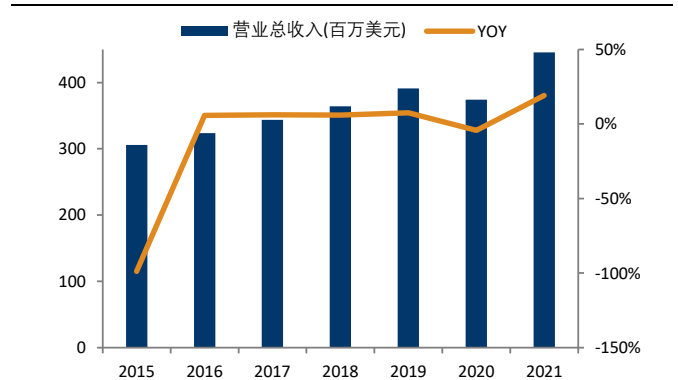
继 2014 年与耐克开展体育装备材料合作后，公司进一步深化同耐克的合作，2021 年公司成为耐克全球鞋用材料合格供应商。作为耐克唯一中资鞋用聚氨酯合成革和聚氨酯膜合格供应商，公司将充分受益于运动鞋服赛道头部品牌耐克订单的逐步释放，驱动公司业绩快速增长。

图 22: 全球运动鞋服市场规模 (亿美元)



资料来源: EUROMONITOR, 信达证券研发中心

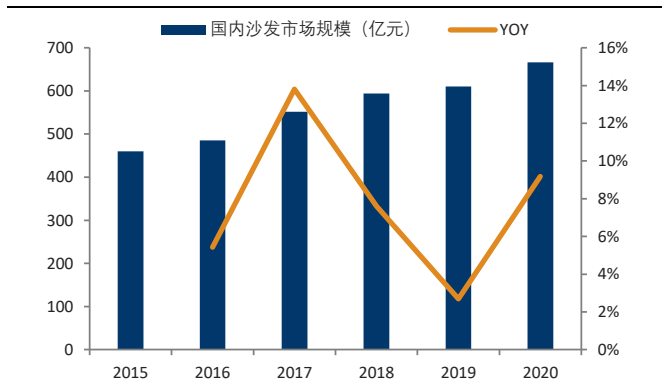
图 23: 2015-2021 耐克营收 (亿美元)



资料来源: 耐克年报, 信达证券研发中心

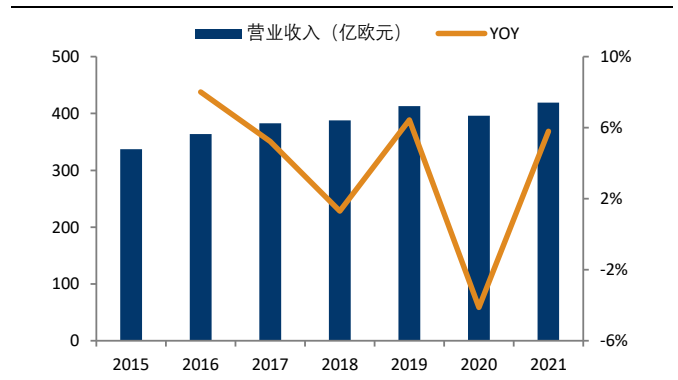
公司同家居市场龙头宜家展开深度合作。国内沙发市场规模从 2015 年的 460 亿元增长至 2020 年的 666 亿元，CARG 为 7.68%。2021 年 1 月公司正式成为宜家家居的战略合作伙伴，宜家作为全球最大的家具家居用品企业，在中国采购量占其全球采购总量约 18%，排名首位。公司作为宜家重要生态功能性聚氨酯材料供应商，凭借先进的技术优势和差异化的产品矩阵，将受益于宜家家居业务的快速发展，持续深化战略合作。

图 24: 2015-2020 年中国沙发市场规模 (亿元)



资料来源: 华经产业研究, 信达证券研发中心

图 25: 2015-2021 年宜家营收 (亿欧元)

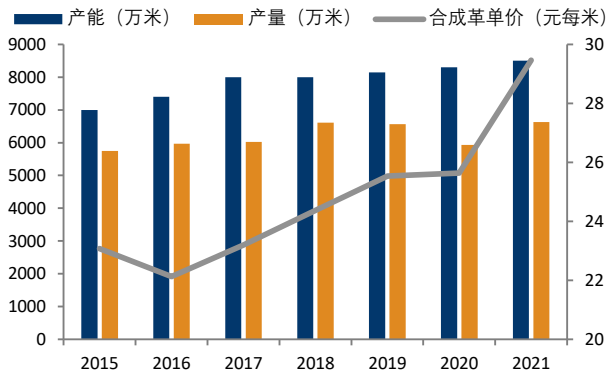


资料来源: 宜家年报, 信达证券研发中心

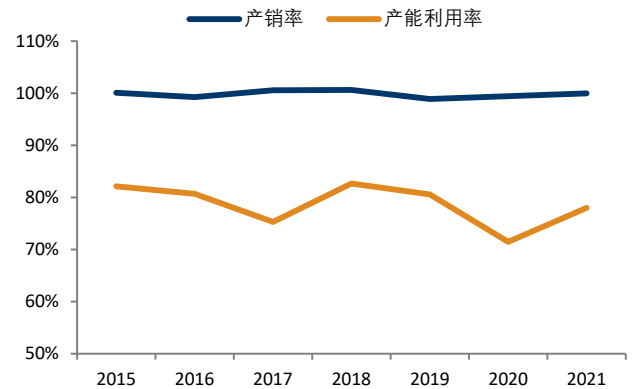
未来成长: 项目落地打破产能瓶颈, 新领域拓展有望量价齐升

水性、无溶剂产能逐渐释放, 工艺技术进一步升级

公司目前拥有生态功能性聚氨酯合成革产能 8500 万平米, 已建设 7 条水性、无溶剂生产线, 产能占比约 25%, 较去年同期有明显提升, 是国内专业研发生产生态功能性聚氨酯合成革最大的企业。从产能利用率来看, 由于公司采取以销定产、订单驱动的经营模式, 近年来产销率近几年超过 100%, 2020 年产能利用率明显下滑, 同降 9.11PCT 至 71.47%, 主要系东南亚疫情反复以及越南产能处于爬坡阶段。而后随着疫情影响减弱, 预计公司产能利用率会恢复。

图 26: 近年来公司产能、产量、单价情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 27: 近年来公司产销率、产能利用率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

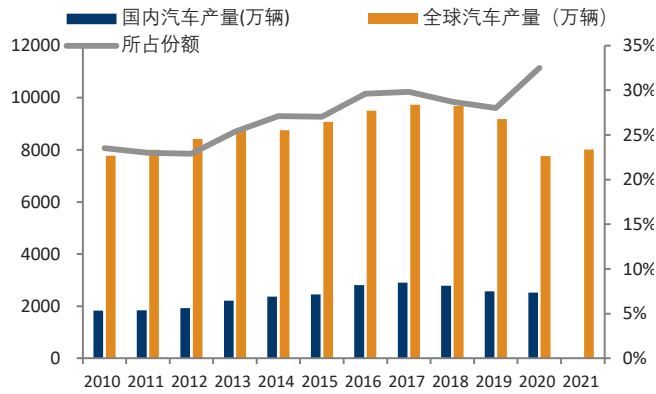
公司计划在 2025 年末形成年产生态功能性聚氨酯合成革及复合材料 1 亿米左右的生产经营能力，其水性、无溶剂营收占比提升至 40% 左右；实现产值 40-50 亿元左右；新兴品类营收占总营收比重约 40% 左右。为实现这一目标，公司计划在越南工厂新增 4 条生产线，其中 2 条水性、无溶剂生产线原计划于 2021 年下半年完成并投产，现因疫情影响，推迟到 2022 年上半年调试投产；剩余 2 条生产线计划于 2023 年投产。待越南产线完全投产后，公司总产能为 1 亿米左右。此外公司积极对工业园生产线进行优化调整，计划改造或新增水性、无溶剂产品生产线。随着公司水性、无溶剂产线逐步落地，公司产品结构显著优化，高技术含量、高附加值产品比重上升，推动合成革单价持续上涨，有望延续量价齐升，盈利能力将进一步提升。

高毛利新应用产品逐渐放量，带动未来业绩持续增长。

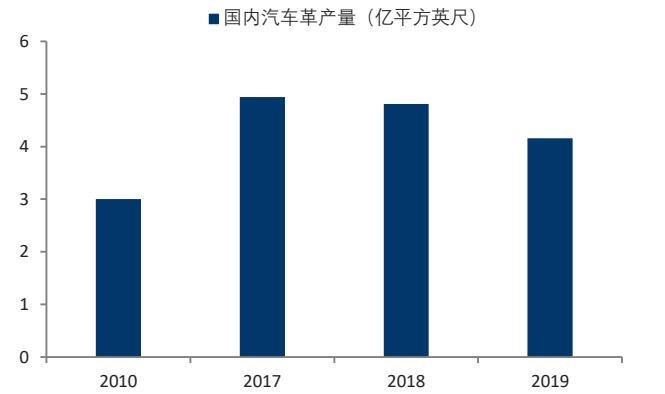
公司在汽车内饰、电子产品等新兴领域产品毛利率较高，部分产品可达 30%-50%。

汽车内饰领域：

汽车产业作为我国国民经济支柱产业之一，产销量已连续多年领先全球市场，且仍将保持较好的发展趋势，我国汽车革产量从 2010 年 3 亿平方英尺增长至 2019 年 4.16 亿平方英尺。目前应用于汽车内饰的合成革主要分为 PVC 革和 PU 革，随着汽车国产化率的提升，以及消费者对汽车内饰功能、环保等要求，汽车内饰革的档次和质量将持续提高，进一步加速 PU 合成革在汽车内饰中的研发应用。在这一大趋势下，性能多样、环境友好的聚氨酯材料（PU 合成革）将在汽车内饰及配套产品领域发挥更大价值。公司作为国内水性、无溶剂产品研发生产的领先企业，其差异化定位将助力公司从竞争对手中脱颖而出，充分受益于日益扩容的汽车内饰领域市场需求。

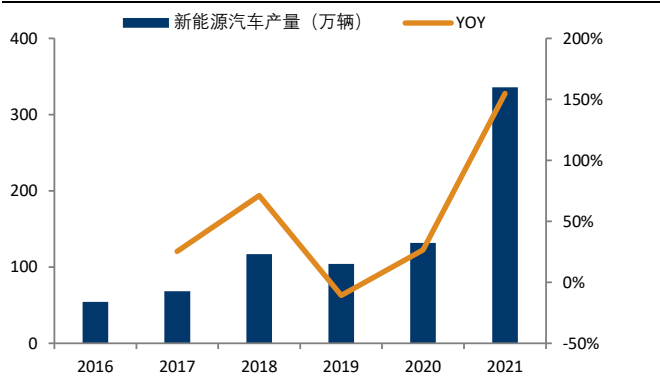
图 28: 近年来我国汽车产量走势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29: 近年来中国汽车皮革产量变化情况


资料来源: 华经产业研究, 信达证券研发中心

聚氨酯合成革及复合材料在汽车应用领域的扩容, 既符合新能源汽车对于车身轻量化的发展趋势, 也能满足汽车内饰在安全、环保、舒适等方面的要求。我国新能源产量从 2016 年 54.5 万辆增长至 2021 年 336.1 万辆。根据《合肥市“十四五”新能源汽车产业发展规划》数据统计, 预计新能源车在 2025 年销量将达到 500 万辆。每一辆车大约需要 5-10 米聚氨酯合成革用于汽车内饰、座椅、门护板、仪表盘等部位, 广阔的聚氨酯合成革需求驱动聚氨酯合成革在新能源车领域渗透率加速提升。公司先后进入长城汽车、一汽丰田和比亚迪供应商体系, 与其签订框架性采购合同, 助力未来业绩增长。随着公司积极与潜在新能源汽车相关品牌企业展开密切合作, 公司在汽车应用领域市场份额将有望逐渐扩大。

图 30: 我国新能源汽车产量走势 (万辆)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31: 蔚来采用无溶剂聚氨酯合成革于 ES6 座椅


资料来源: 蔚来官网, 信达证券研发中心

公司将充分受益于新能源汽车大省—安徽省带来的地域优势。安徽省覆盖绝大部分新能源汽车产业链, 比亚迪、蔚来、大众等知名新能源汽车企业均在合肥布局发展, 更有智能网联汽车产业以及氢燃料电池汽车产业在安徽省蓬勃发展, 将为公司在新能源汽车领域加快发展创造了有利条件。

表 7: 安徽省的现有/潜在汽车品牌商客户

开始合作时间	合作事件
比亚迪	比亚迪于 2021 年 8 月在安徽芜湖设立新电池子公司。
蔚来	蔚来中国总部坐落于安徽合肥。并于 2021 年成立蔚来驱动科技控股（安徽）有限公司。
大众汽车	大众汽车于 2021 年 9 月在安徽合肥设立电池系统工厂。
江淮汽车	江淮与蔚来于 2021 年在安徽合肥成立新合资公司。
特斯拉	特斯拉在安徽合肥成为特斯拉汽车销售服务（合肥）有限公司。
奇瑞(巢湖)	奇瑞于 2017 年在安徽合肥合巢经开区花山工业园开展新能源汽车项目。
安凯汽车	安徽安凯汽车于 2010 年开展新能源汽车项目。
长安汽车	合肥长安汽车有限公司于 2010 年正式入住合肥高新区南岗科技园。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

电子产品领域：

电子产品对于合成革需求逐渐增加，公司先后进入苹果和谷歌供应链。公司于 2014 年开始与三星电子等客户在手机等电子产品领域上开展合作，2016 年开始与华为及华为供应链企业建立合作关系，2020 年成为美国苹果供应商并开展合作，2021 年与谷歌签订硬件供应协议，并积极推进与小米等客户的合作。此外公司积极推进自主开发项目“将合成革应用于 VR/AR 头显领域”，在电子产品领域的持续布局将助力公司进一步开拓其电子产品领域市场份额。

图 30: 合成革应用于电子产品的场景


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们预计：

- 1) 收入方面，公司积极与国际一线品牌达成深度合作，并且随着水性无溶剂聚氨酯合成革下游应用场景的扩容，以及公司明年越南新增产能持续投放，销量同比有望提升；产品价格来看，高附加值产品比重提升将推动公司销售单价同比上升。公司积极与国际一线品牌达成深度合作，优质客户面临丰收期。
- 2) 毛利率方面：公司高技术含量、高附加值产品比重上升，以及积极开拓高毛利新兴品类市场，预计 2022-2024 年毛利率呈现上升趋势。
- 3) 费用率方面：公司是研发驱动型企业，研发费用率预计将有增长。公司产能持续扩张，

有望凭借规模效应控制费用率。我们预计 2022-2024 年期间公司费用率将持续处于合理水平。

综上，我们预计 2022-2024 年公司收入为 24.77/29.02/33.68 亿元，同增 21.1%/17.2%/16.1%，归母净利为 3.42/2.69/3.26 亿元，同增 159.2%/-21.4%/21.4%，看好未来业绩成长性。

表 8: 公司收入与盈利预测 (百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	1,547	2,046	2,477	2,902	3,368
增速	-8.7%	32.3%	21.1%	17.2%	16.1%
归母净利	50	132	342	269	326
增速	-29.0%	161.4%	159.2%	-21.4%	21.4%
毛利率	19.3%	22.9%	23.9%	25.6%	26.9%
EPS	0.23	0.61	1.58	1.24	1.50

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

估值与投资评级

相对估值：公司主要生产生态功能性聚氨酯合成革及复合材料，下游应场景主要包括功能鞋材、沙发家居、电子产品、汽车内饰、体育装备等领域，可比上市公司包括华峰超纤、双象股份、明新旭腾等，我们预计公司 2022 年 EPS 为 1.58 元，目前股价对应 7.56 倍 PE，可比公司平均 PE 估值为 2022 年 17.56 倍，考虑到公司产品下游应用市场持续扩容，并且随着产品结构改善，价格有望持续提升，业绩弹性更大。我们认为可以给与一定估值溢价，合理估值为 2022 年 18 倍，对应目标价为 28.44 元。

表 9: 可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
605080.SH	浙江自然	52.5	53	25	23.65	17.52	13.39	2.1	2.22	3	3.92
605068.SH	明新旭腾	22.04	37	24.77	19.87	14.67	11.34	1.33	1.11	1.5	1.94
300806.SZ	斯迪克	36.21	69	34	30.36	20.48	13.99	1.53	1.19	1.77	2.59
	行业平均			19.59	24.63	17.56	12.91				
300218.SZ	安利股份	12.01	26	43.96	28.46	7.56	9.57	0.23	0.61	1.58	1.24

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2022 年 4 月 8 日收盘价；浙江自然、斯迪克、明新旭腾为 wind 一致预期

绝对估值：

我们假设无风险收益率为 2.8%、风险溢价率为 4.77%、永续增长率为 1%，通过 DCF 估值模型计算公司合理市值为 54.42 亿元，对应目标价为 25.08 元。

估值结论及投资评级

综上，我们给予公司目标价 25.08 元，看好公司短期业绩快速增长、长期空间较大，目前估值处于较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

人民币汇率出现大幅升值：安利越南产线投放进度由于海外疫情进度受阻，进而产生产能投放及爬坡进度不及预期风险。国内新冠肺炎疫情呈现点多、面广和频发的特点，国内局部封闭运行，物流不畅，运输受限。如若疫情短期内不能得到有效控制，将持续影响中国进出口及全球供应链的运转。

海外及国内疫情反复：公司出口业务占比较重，2020年海外营业收入占比总收入的31%，并且公司部分原材料需从海外进口。如果后续人民币汇率和国际外汇市场发生大波动，会对公司经营业绩和财务状况产生较大不利影响。

原材料价格波动风险：公司主要原材料价格会随着本身供求关系和石油、煤、天然气价格波动而波动。如果原材料持续上升，增大产品销售成本基数，从而引发公司毛利率和利润指标下降。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,011	1,124	1,395	1,715	2,114
货币资金	393	294	418	591	827
应收票据	1	0	2	2	3
应收账款	162	214	259	304	353
预付账款	2	4	4	4	5
存货	343	472	517	593	676
其他	110	139	195	222	251
非流动资产	1,069	1,079	1,024	983	904
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	915	881	865	835	780
无形资产	50	45	45	45	45
其他	104	153	114	104	79
资产总计	2,080	2,203	2,419	2,699	3,018
流动负债	742	775	685	776	877
短期借款	210	180	0	0	0
应付票据	8	0	11	13	15
应付账款	289	374	437	500	571
其他	234	221	237	263	291
非流动负债	156	173	173	173	173
长期借款	80	100	100	100	100
其他	77	73	73	73	73
负债合计	898	948	858	949	1,050
少数股东权益	113	128	141	152	164
归属母公司股东权益	1,069	1,127	1,419	1,598	1,804
负债和股东权益	2,080	2,203	2,419	2,699	3,018

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,547	2,046	2,477	2,902	3,368
同比(%)	-8.7%	32.3%	21.1%	17.2%	16.1%
归属母公司净利润	50	132	342	269	326
同比(%)	-29.0%	161.4%	159.2%	-21.4%	21.4%
毛利率(%)	19.3%	22.9%	23.9%	25.6%	26.9%
ROE%	4.7%	11.7%	24.1%	16.8%	18.1%
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.61	1.58	1.24	1.50
P/E	43.96	28.46	7.56	9.57	7.89
P/B	2.07	3.33	1.88	1.67	1.47
EV/EBITDA	11.42	13.89	7.98	5.96	4.56

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,547	2,046	2,477	2,902	3,368
营业成本	1,248	1,578	1,884	2,158	2,462
营业税金及附加	15	16	24	28	32
销售费用	51	69	84	110	152
管理费用	65	83	111	133	158
研发费用	85	128	173	203	236
财务费用	31	25	2	-1	-4
减值损失合计	-15	-12	0	0	0
投资净收益	3	5	160	6	7
其他	24	7	12	15	13
营业利润	64	146	371	291	354
营业外收支	-10	-6	0	0	0
利润总额	55	140	371	291	354
所得税	2	6	16	12	15
净利润	52	135	355	279	339
少数股东损益	2	3	13	10	12
归属母公司净利润	50	132	342	269	326
EBITDA	195	274	296	368	429
EPS(当年)(元)	0.23	0.61	1.58	1.24	1.50

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	150	137	240	319	374
净利润	52	135	355	279	339
折旧摊销	108	104	95	98	99
财务费用	26	22	6	5	5
投资损失	-3	-5	-160	-6	-7
营运资金变动	-56	-153	-57	-57	-62
其它	23	34	0	0	0
投资活动现金流	-92	-84	120	-52	-13
资本支出	-96	-91	-40	-58	-20
长期投资	0	0	0	0	0
其他	3	7	160	6	7
筹资活动现金流	-65	-149	-236	-95	-125
吸收投资	25	15	0	0	0
借款	340	340	-180	0	0
支付利息或股息	-50	-47	-56	-95	-125
现金流净增加额	-12	-97	124	173	236

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

张燕生，基础化工行业首席分析师，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团7年管理经验。2015年3月正式加盟信达证券研究看法中心，从事化工行业研究，曾获2019年第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙懂	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。