

PU 合成革龙头企业，鞋材、汽车迎来业绩释放期

2023 年 12 月 13 日

► **国内 PU 合成革龙头企业，生产经营态势向好。**公司成立于 1994 年，主营业务为生态功能性聚氨酯合成革及复合材料的研发、生产、销售和服务，2022 年年产能为 8500 万米，广泛应用于功能鞋材、沙发家居、电子产品、汽车内饰、体育装备、工程装饰、手袋箱包等领域。近年来公司业绩呈现逐年增长的态势，尤其 2023Q3 业绩实现显著改善。2022 年实现营业收入 19.53 亿元，同比降低 4.55%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比增长 9.65%；2023Q3，公司转型升级成效初显，实现营业收入 5.57 亿元，同比增长 7.5%，环比增长 26.3%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比增长 558.56%，环比增长 173.33%。

► **生态功能革成为行业主流，新兴市场贡献增长新动能。**我国是世界人造革合成革产品的制造中心，近年来产销量维持相对稳定的态势。经过研究我们发现，人造革合成革行业在政策、工艺等因素的影响，呈现出两个比较明显的发展趋势：**(1) 生态环保+功能性要求提升——生态功能性合成革成为行业主流；(2) 下游应用领域拓展——由传统的鞋材、家居领域拓展到汽车、电子等高毛利、高技术的新兴领域。**这些趋势的变化意味着率先掌握相关领域行业资源、技术的企业，在未来行业集中度提升的大背景下，将享有一定的先发优势，安利股份即是人造革合成革行业中兼具两种行业资源的重点标的。

► **鞋材、汽车释放期将至，新产品+新产能助力公司业绩增长。(1) 客户：**公司不断深化“2+4”市场布局，尤其在鞋材、汽车领域成长空间较为明显，未来有望充分受益下游头部品牌订单的释放。**(1) 耐克：**公司与耐克装备部合作稳定，与鞋部的合作尚处于初步阶段，未来有望成为公司发展的新动能；

(2) 比亚迪：比亚迪已有多款车型在公司定点，鉴于公司进入供应商体系的时间较晚，未来仍具备较大的提升空间；**(2) 研发：**公司多年来研发投入一直处于较高水平，在水性、无溶剂、TPU 等生态功能型产品的布局较早，享有先发优势，2022 年营收占比达 20%；**(3) 越南工厂：**越南工厂区位优势突出，1200 万米生态功能性聚氨酯人造革、合成革项目的前两条线已于 2022 末建成投产，公司正在积极推进安利越南耐克供应商验证，同时也在积极推进剩余 2 条线的建设，计划于 2024 年下半年投产，有望实现量价齐升。

► **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 2023-2025 年归母净利润分别为 0.84、2.07、3.16 亿元，EPS 分别 0.39、0.95、1.46 元，现价（2023 年 12 月 13 日）对应 PE 分别为 34x、14x、9x，首次覆盖，给予“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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,953	2,120	2,761	3,183
增长率 (%)	-4.6	8.6	30.2	15.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	145	84	207	316
增长率 (%)	9.7	-41.9	145.7	53.2
每股收益 (元)	0.67	0.39	0.95	1.46
PE	20	34	14	9
PB	2.2	2.2	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 12 月 13 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

13.12 元


分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 李金凤

执业证书：S0100122070041

电话：18853881252

邮箱：lijinfeng@mszq.com

目录

1 国内 PU 合成革龙头企业，生态经营态势向好	3
1.1 国内 PU 合成革规模领先，发展迈入新阶段	3
1.2 业绩呈现稳定增长，成本费用把控严格	5
1.3 股权结构合理，股份回购提振公司信心	7
2 生态功能革成为行业主流，新兴市场贡献增长新动能	9
2.1 人造革合成革：天然皮革替代品，性能优势突出	9
2.2 行业趋势：生态环保 PU 革成为行业主流	13
2.3 汽车、电子等新兴领域成为行业需求的新动能	17
2.4 行业格局较为分散，市场资源逐步向头部集中	22
3 鞋材、汽车释放期将至，新产品+新产能助力公司业绩增长	26
3.1 客户结构不断优化，鞋材、汽车迎来业绩释放期	26
3.2 研发投入稳步提升，水性、无溶剂等新产品引领行业趋势	29
3.3 越南区位优势突出，产能释放有望带来量价提升	32
4 盈利预测与投资建议	34
4.1 盈利预测假设与业务拆分	34
4.2 估值分析	34
4.3 投资建议	35
5 风险提示	36
插图目录	38
表格目录	38

1 国内 PU 合成革龙头企业，生态经营态势向好

1.1 国内 PU 合成革规模领先，发展迈入新阶段

国内 PU 合成革龙头企业，规模处行业领先地位。公司成立于 1994 年，主营业务为生态功能性聚氨酯合成革及复合材料的研发、生产、销售和服务，截至 2022 年底，公司及控股子公司具有年产生态功能性聚氨酯合成革及复合材料 8500 万米、年产聚氨酯树脂 7 万吨的生产经营能力，是目前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，连续多年蝉联中国轻工业联合会评定的“中国轻工业塑料行业（人造革合成革）十强企业”。

其中，生态功能性聚氨酯合成革及复合材料属于国家重点支持发展的新材料行业，它是一种以非织造布（无纺布）、机织布、针织弹力布等纤维织物，以及热塑性聚氨酯弹性体薄膜等为基材，以生态功能性聚氨酯（PU）树脂涂覆表层，与不同的基材进行组合，通过干法、湿法或者湿法+干法的工艺制得的 PU 合成革产品，其具有剥离强度、撕裂强度、耐磨、耐寒、耐溶剂性、耐水解、耐酸碱、抗菌防霉、防污、阻燃等高性能、多功能的优化组合，应用范围广泛，增长态势良好，市场前景广阔。

公司产品处于 PU 合成革产业链的中游，上游主要为大宗原料，下游应用较为广泛。从产业链来看，公司产品的上游原材料为基布、聚氨酯树脂和助剂，均属于技术成熟、产销规模较大的纺织品或化工产品，原材料供应及质量具有充足的保障；PU 树脂的主要原料为 DMF、AA、MDI、BDO 等，其价格则由本身的供求关系及上游石油、煤、天然气的价格波动决定；公司产品下游广泛应用于功能鞋材、沙发家居、汽车内饰、电子产品、体育装备、工程装饰、手袋箱包等领域，并且随着聚氨酯合成革技术的不断发展和成熟，其下游应用领域还在不断扩展。

图1：公司产品应用领域



资料来源：公司官网，民生证券研究院

回顾公司发展历史沿革，我们认为可以将公司分为三个阶段：发展初期阶段（1994-1999年）、成长期阶段（1999-2011年）、快速成长阶段（2011-至今）。

（1）发展初期阶段（1994-1999年）：公司成立于1994年，自成立之初，公司便从意大利引入2条湿法、2条干法聚氨酯合成革生产线，当时正处于国际先进水平，公司也成为了国内较早使用意大利生产设备、工艺技术，以离型纸转移法生产聚氨酯合成革的企业之一。发展初期，公司虽然远离原材料供应地、客户销售地，但工艺技术先进，且国内合成革行业处于起步阶段，公司生产的聚氨酯合成革产品主要为湿法聚氨酯合成革产品，作为区别于PVC人造革的新型材料，仍然处于市场供不应求的阶段；

（2）成长期阶段（1999-2011年）：20世纪末，国内合成革行业迎来快速发展，从最开始的不足10家发展至近200家，公司一方面吸收消化国外先进技术，集成创新并不断提升自主创新能力，不断提升产品品质，努力开发适销对路的功能性和高物性的产品，先后自主成功研发出了涂饰革、含浸革、含浸涂饰革、DD革、DB革等若干系列近百个品种，其中DC、DD系列及DB系列均为国内首创；另一方面，公司制定“立足本土、面向国际”的发展策略，产品开发上坚持“国内开发、国际销售”以及“国际开发、国内带动”的双轮驱动战略，在保持国内市场不断增长的前提下，不断加大对国际市场的开拓力度，产品的出口市场覆盖率和占有率不断提升，出口额也从最初的几十万美元增长至近千万美元。

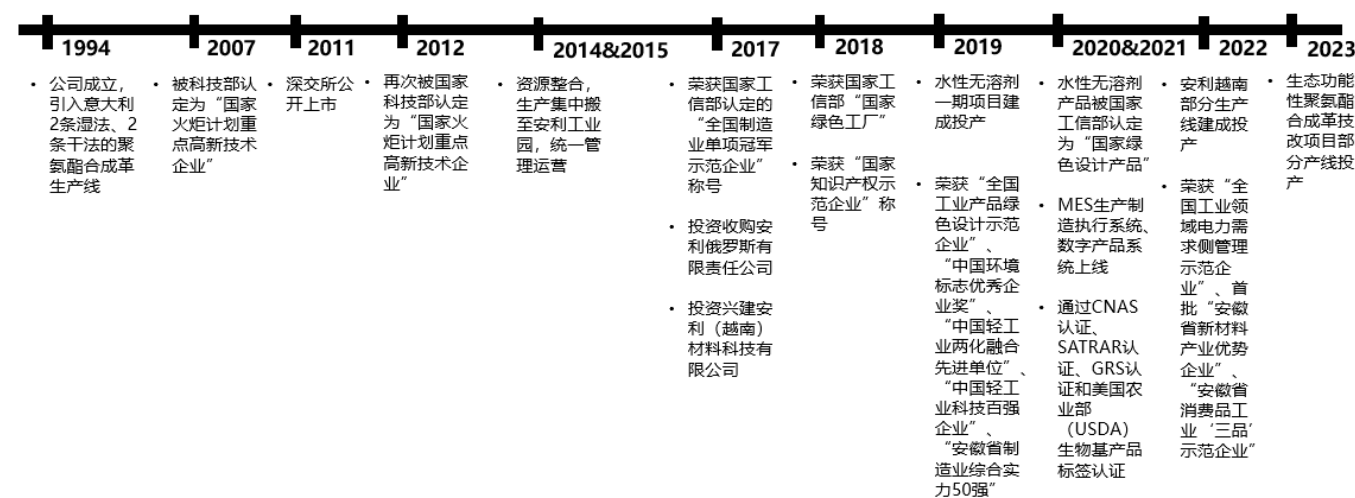
这一阶段，得益于公司创新能力的不断提升和出口导向的发展战略，公司产品品质和产销量得以快速提升，原金寨路厂区规模有限，公司开始筹建新厂区安利工业园，进一步扩大产能规模；同时，公司还成功实现了主营产品由普通PU合成革向技术含量较高、功能较为突出的高物性合成革和功能性PU合成革过渡，市场地位迎来进一步提升；

（3）快速成长阶段（2011-至今）：公司于2011年5月在深交所创业板上市，进入快速发展的新通道。随着经济水平的不断发展和人们生活水平的不断提升，消费者对于PU合成革产品的环保性、舒适性和功能性要求也在逐步提升，公司充分发挥自主创新优势，致力于研发经营生态环保、高功能化的PU合成革，率先在国内开始研发水性、无溶剂的工艺技术。其中生态功能性PU合成革即为公司近年来通过自主研发并享有自主知识产权的中高档合成革产品，已经成为行业发展的主流，特别是水性、无溶剂聚氨酯合成革兼具生态环保性和功能多样性优势，市场发展空间广阔。公司主要产品的生态环保性指标和功能性指标可达到或优于欧盟REACH、RoHS等国际先进标准和国家合成革产品技术标准，突破欧美等国家地区苛刻的“绿色壁垒”，远销欧盟、美国等贸易壁垒最多的国家和地区，行业领先地位得到进一步巩固。

此外，公司于2017年开始积极拓展海外市场，完善产业经营布局。2017年公司现金不超过210万美元（其中股权受让款不超过198.6万美元）投资收购

俄罗斯企业 ANLI RUS, LLC (安利俄罗斯有限责任公司) 51%的股权, 以投资促贸易, 进一步开拓俄罗斯及周边国际市场; 同年, 公司在越南平阳省新加坡工业园投资设立控股合资公司安利(越南)材料科技有限公司 (ANLI(VIETNAM) MATERIAL TECHNOLOGY CO.,LTD), 以顺应合成革行业的产业投资转移变化, 更好地贴近市场、客户, 规避贸易风险, 提升市场响应速度和客户服务效率, 扩大与国际品牌的合作。

图2: 公司自成立以来历史沿革

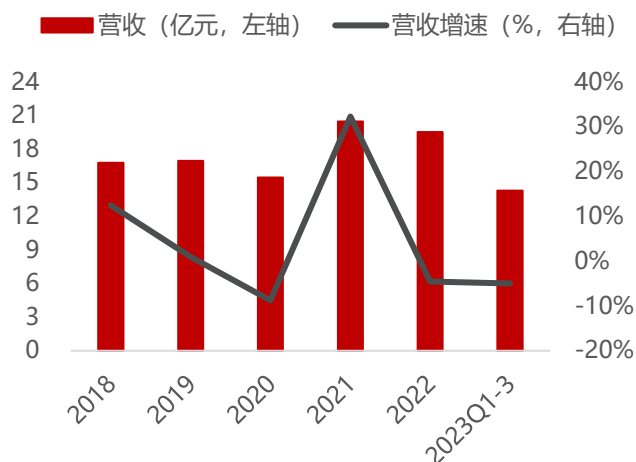


资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

1.2 业绩呈现稳定增长, 成本费用把控严格

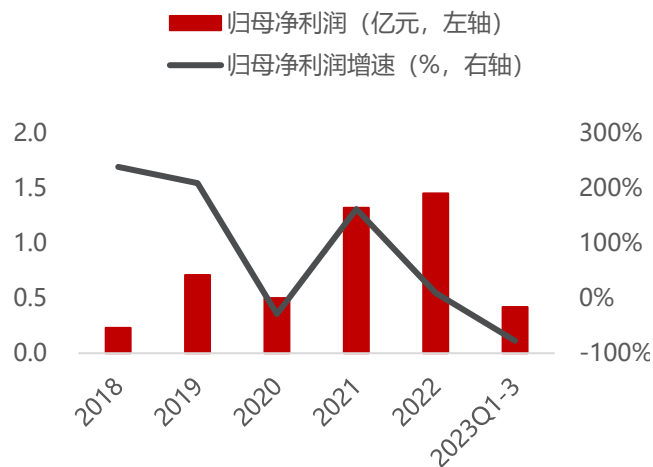
近年来公司营收及归母净利润逐年增长, 23Q3 单季度业绩显著改善。据公告, 2018-2022 年, 公司营收从 16.79 亿元增长至 19.53 亿元, CAGR 为 3.85%; 归母净利润由 0.23 亿元增长至 1.45 亿元, CAGR 为 58.46%。公司处于人造革合成革产业链的生产加工环节, 生产成本容易受到原辅料及天然气价格影响。2022 年, 面对原辅料价格、物流及天然气成本的上涨, 公司对内外加强管理、积极开拓市场, 全年实现营收 19.53 亿元, 同比降低 4.55%; 实现归母净利润 1.45 亿元, 同比增长 9.65%。而随着公司在市场、客户与技术上的长期积累和沉淀, 公司转型升级成效初显, 2023 年三季度订单回暖向好, 业绩逐季度稳步提升。2023Q3, 公司实现营业收入 5.57 亿元, 同比增长 7.50%, 环比增长 26.31%; 实现归母净利润 0.41 亿元, 同比增长 558.58%, 环比增长 172.06%。

图3：2018-2023 前三季度公司营业收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2018-2023 前三季度公司归母净利润及同比增速

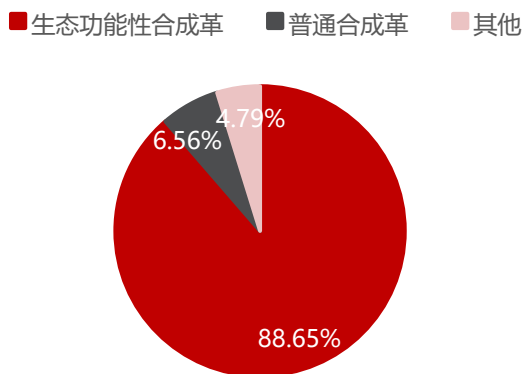


资料来源：wind，民生证券研究院

从收入结构来看，公司主要产品为生态功能性聚氨酯合成革产品和复合材料。

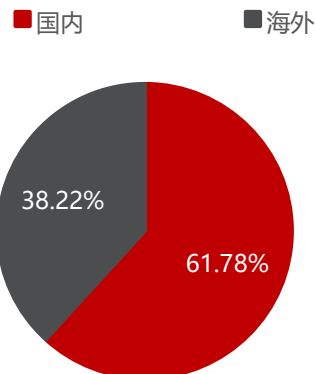
2022 年生态功能性聚氨酯合成革产品收入实现 17.31 亿元，收入占比 88.65%，普通合成革实现收入 1.28 亿元，收入占比为 6.56%；从收入地区来看，公司主要收入地区为国内，2022 年国内收入实现 12.06 亿元，占比 61.78%，国外（出口及境外子公司）收入实现 7.46 亿元，占比为 38.22%。

图5：2022 年公司各产品收入占比



资料来源：wind，民生证券研究院

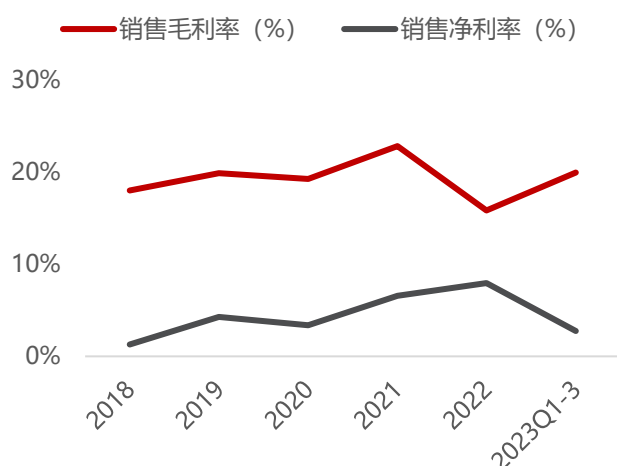
图6：2022 年公司收入地区占比



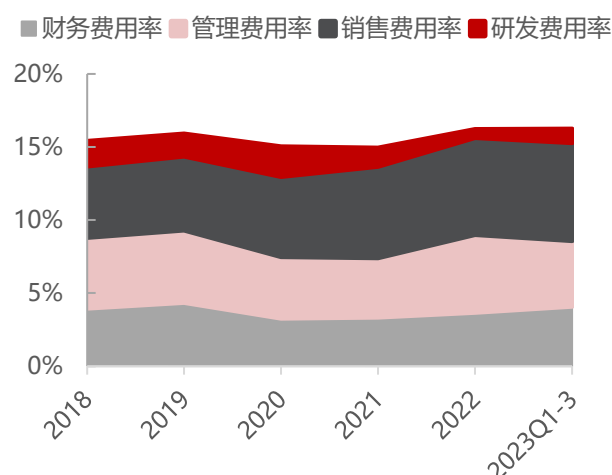
资料来源：wind，民生证券研究院

毛利率、净利率水平 2022 年短暂调整，后呈现稳步提升态势。2022 年之前，公司毛利率及净利润呈现稳步提升的态势，2021 年公司毛利率实现 22.87%，较 2015 年提升了 4.84 个百分点；净利率实现 6.58%，较 2015 年提升了 5.29 个百分点。2022 年受行业不利因素叠加，加之国内卫生事件、天然气涨价等原因，公司毛利率及净利率水平小幅下滑，分别实现 15.87%、7.97%，而进入 2023 年特别是下半年，公司积极进行品牌客户开拓，加强内外成本管控，2023 年前三季度毛利率与净利率获得逐季改善，2023Q3 公司毛利率与净利率分别为

22.27%、7.27%。从费用端来看，除 2022 年费用率短暂提升外，公司期间费用率（除研发费用外）整体呈现稳定趋势，表明了公司对费用控制的良好把握。

图7：2018-2023 前三季度毛利率、净利率变动情况


资料来源：wind，民生证券研究院

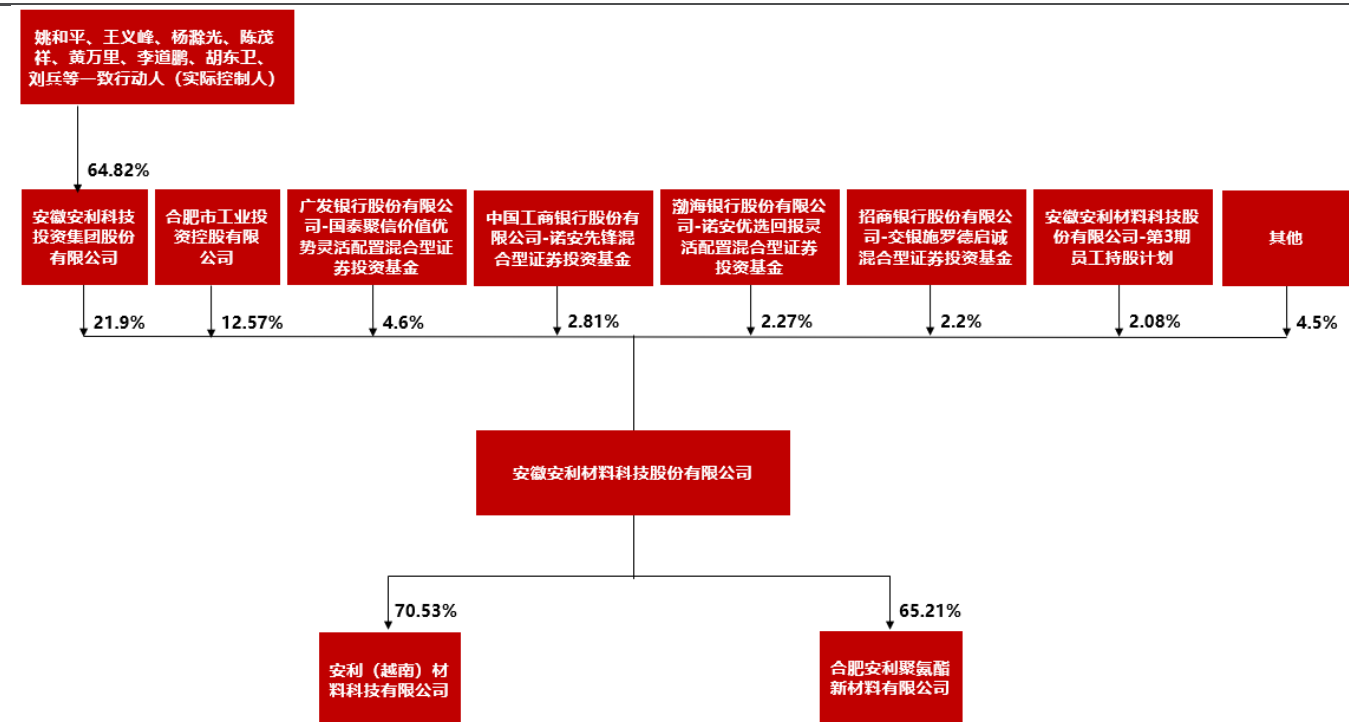
图8：2018-2023 前三季度期间费用率变动情况


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 股权结构合理，股份回购提振公司信心

公司股权结构较为集中，股份回购彰显价值信心。据wind，截至2023年11月29日，公司姚和平、王义峰、杨淦光、陈茂祥等8位一致行动人通过安利投资间接控制公司，为公司的共同实际控制人。此外，2023年6月27日，公司拟使用自有资金以集中竞价交易的方式回购公司部分社会公众股票，此次股份回购实际回购区间为2023.7.5-2023.8.9，截至2023年8月9日，公司累计回购公司股份315.77万股，约占公司总股本的1.46%，其中最高成交价为9.79元/股，最低成交价为9.29元/股，支付总金额为0.30亿元。我们认为，股份回购是基于对公司未来发展的信息和投资价值的认可，有利于增强投资者信心，并进一步完善公司的长效激励机制。

图9：公司股权结构图



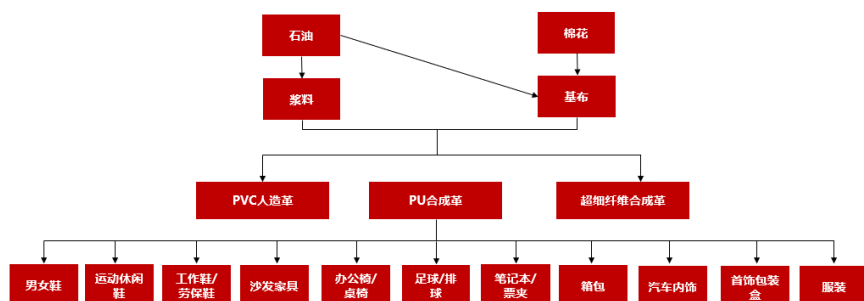
资料来源：wind，民生证券研究院

2 生态功能革成为行业主流，新兴市场贡献增长新动能

2.1 人造革合成革：天然皮革替代品，性能优势突出

人造革合成革是天然皮革的替代产品。天然皮革以其优良特性被广泛应用于日常工业和生活中，但由于动物原皮资源的匮乏及加工成本的提升，天然皮革的供给难以支撑日益增长的皮革需求，人造革合成革作为天然皮革的替代品应运而生。19 世纪 20 年代，消化纤维漆布人造革率先得到发展，但因其强度低、不耐老化等缺点，仅用于照相机机壳、各种盒子及文具封底、封面等一些要求不高的日用品；二战后，PVC 人造革得以迅速发展，被广泛应用于生产汽车坐垫、家居、箱包、鞋材等领域中；1963 年，美国杜邦推出聚氨酯（PU）合成革，因其外观与内部结构都与真皮更接近，引起了广泛重视。发展到现在，人造革合成革的原料来源已经相当丰富，许多产品性能已经达到甚至超过天然皮革，特别是聚氨酯合成革兼具绿色环保优势，因此得到全球消费者的认可，广泛应用于鞋材、沙发、箱包、运动、汽车等领域，发展前景广阔。

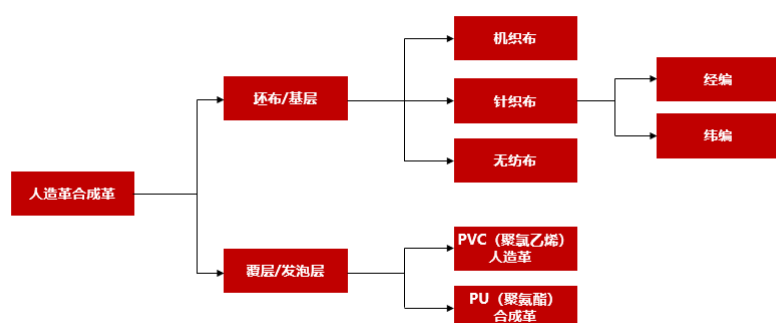
图10：人造革合成革产业链



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

人造革合成革指的是以人工合成的方式，以机织布、针织布、无纺布为底布，以 PU（聚氨酯）、PVC（聚氯乙烯）等树脂为涂层，外观类似天然皮革的多层结构制品。目前应用较为广泛的是 PVC 革和 PU 革，其中超纤革和生态功能性聚氨酯合成革是 PU 革的中高端产品，其中超纤革即以超细纤维无纺布为基布的 PU 革，而生态功能性聚氨酯合成革是一种多功能、高性能的生态复合新材料，既具备良好的生态环保性，又具备良好的功能性，可以使其呈现不同的花纹图案而有更为美观的装饰效果，其中，水性、无溶剂聚氨酯工艺技术是生态环保性工艺技术。

图11：人造革合成革分类



资料来源：沙利文咨询，民生证券研究院

从生产工艺来看，PVC 人造革主要生产工艺为压延贴合，PU 合成革主要工艺为干法和湿法两种。

PVC 人造革主要是将 PVC 树脂浆料用溶液、悬浮液、增速溶胶或薄膜等形式涂覆于织物底基上制得，常见加工工艺主要有直接涂覆法、转移涂覆法、压延贴合法（主要）及挤出贴合法四种工艺。

（1）**直接涂覆法**是利用刮刀或者滚筒，将 PVC 增塑溶液直接涂覆到预处理过的基布上，再经塑化、轧花、冷却等制造 PVC 人造革，这种生产方法具有设备简单、投资费用少、生产效率高的特点，但因需要大量树脂、产品质量控制不易，因此仅用于生产薄型人造革；

（2）**转移涂覆法**是利用刮刀或滚筒将 PVC 增塑溶胶涂覆于载体上预凝胶化，再将半凝胶化的涂层与织物贴合在一起，然后经过完全塑化、冷却、剥离、表面处理、轧花、冷却、卷取生产步骤来生产 PVC 人造革的生产工艺，这种生产方法主要适合于以针织布或非纺织为基布的泡沫人造革生产，使用的载体主要有钢带、金属网、离型纸、硅橡胶带等，我国目前多采用离型纸法；

（3）**压延贴合法**是将 PVC 粉末、增塑剂、填料和其他添加剂充分混合后，将该混合物压延成薄膜或片材，再与预热的基布贴合，后面经过轧压花、冷却等过程制成制品，**压延贴合法是人造革的主要生产方法**，适用于生产不同布基的各种人造革，具有生产效率高、原料易解决的特点；

（4）**挤出贴合法**是将压延好的薄膜或片材通过胶粘剂和基布粘合在一起的方法，一种可以通过将粘合剂涂到 PVC 片材然后贴上底基；一种则是利用热塑性塑料的热熔性将预热的片材和基布贴合，这种生产工艺具有操作简单、灵活、可多层贴合的特点，因此适用于生产较厚的产品，如地板革、传送带等。

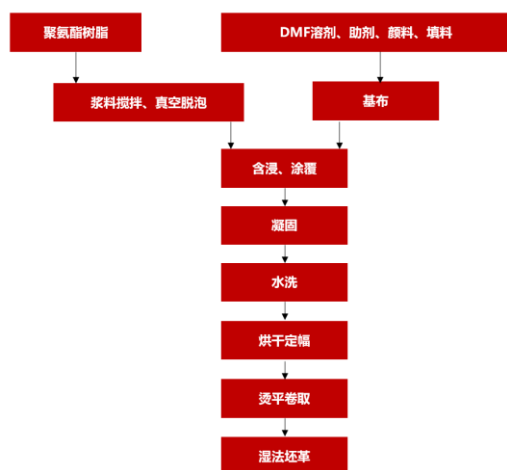
PU 合成革主要生产工艺分为干法、湿法两种，大部分企业采用的是湿法+干法结合的方式——先经过湿法生产 PU 合成革贝斯，再经干法贴合成型，后面再

经过压花、印花、磨皮、喷涂、揉纹、转移等后处理工艺，以生产不同花纹，不同类型的 PU 合成革。

(1) 湿法：湿法 PU 合成革的生产工艺是指，先将 PU 树脂溶于 DMF 溶液并添加各种助剂制成浆料，再将其浸渍或涂覆于基布上，然后放入与溶剂（DMF）亲和、与 PU 树脂不亲和的液体（如水）中，将溶剂（DMF）置换出来，使得 PU 树脂逐渐凝固形成多孔性的皮膜，这就是湿法聚氨酯半成品革，习惯上将这一微孔聚氨酯粒面层称为贝斯（英文 Base 谐音），贝斯经过后处理后最终成为聚氨酯合成革成品。湿法工艺又可以分为单涂覆法、浸渍法和含浸涂覆法三种，使用的基布主要有有机织布、无纺布和经纬编布，湿法 PU 革近似天然皮革，被广泛应用于制造鞋材、沙发家居、手袋箱包、服装、汽车内饰等；

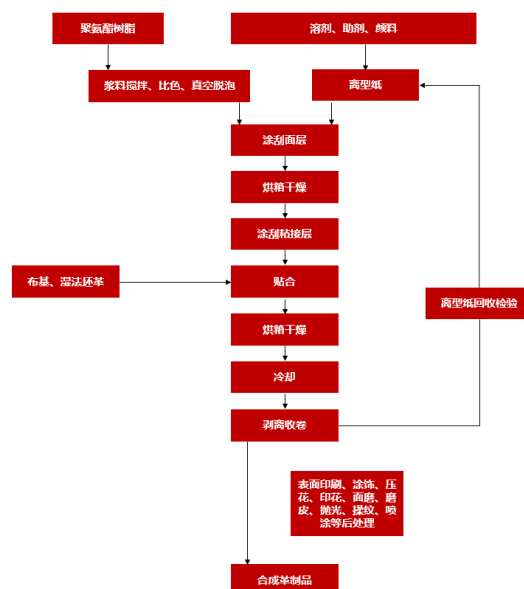
(2) 干法：干法 PU 革是将 PU 浆料涂覆在离型纸上，经干燥、冷却等工艺后，在涂覆上粘合层底料，利用基布发送贴合装置将基布与底料复合，再经过干燥、冷却后，利用剥离装置将成品合成革与离型纸分别成卷制得。干法合成革基布通常采用针织布或平织布及单面起绒布为基布，根据不同的产品用途采取不同的工艺选择，干法合成革更加适合制作鞋、手袋箱包和服装等，现也拓展到沙发家具、汽车内饰等领域。

图12：干法 PU 合成革生产工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图13：湿法 PU 合成革生产工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

从天然皮革与人造革的性能特点来看，**(1) 天然皮革（又叫真皮）**具有柔软、透气、耐磨、高强度、高吸湿性等优点，但其资源有限、加工成本高，且生产过程中存在污染严重的问题；且真皮性状厚薄不均匀，表面容易存在伤残；**(2) 人造革**产品的均一性较好，容易裁剪加工，**PVC 人造革**还具有价格便宜、色彩丰富、花纹繁多等优点，但基布粘接牢度差而易于剥离，耐候性差、手感僵硬，且加工

原料中含有增塑剂，生产过程不环保，已被列入国家限制发展行业名录；**(3) PU 合成革**更接近皮质面料，皮感强，手感弹性好，且色彩丰富、花纹繁多、耐久使用、价格适中，能够有效替代 PVC 人造革和真皮；**(4) 超纤革**作为第三代人工皮革，在外观、手感和内在结构都接近真皮，在耐酸耐碱性、耐黄变性、剥离强度、顶破强度等物性甚至高于真皮，可广泛应用于高档服装、沙发家居、箱包等行业，但存在加工成本高、能耗大、环境污染治理难度大等问题；**(5) 生态功能性 PU 合成革**的生态环保性和功能性都较为优异，具有性价比高、高物性、多功能性、生态环保等优势，下游应用份额逐步提升，已经逐渐替代 PVC 人造革、普通 PU 合成革和天然皮革制品。

表1：天然皮革与人造革合成革的性能比较

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
原料		猪皮、牛皮、羊皮等	PVC 树脂、针织布、机织布、无纺布	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布	PU 树脂、超细纤维无纺布	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布
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/米 ²	6-15 元/米 ²	7-25 元/米 ²	50-100 元/米 ²	12-60 元/米 ²
生态环保性	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	比较安全	有一定危害	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
	废弃物的处理难度	较大	较大	一般	一般	较好
	能耗（能耗占生产成本比重）	能耗一般（约 5%）	能耗一般（约 5-7%）	能耗较低（约 4-6%）	能耗高（约 8-11%）	能耗较低（约 4-8%）
功能性	透气性	较好	较差	一般	较好	较好
	阻燃性	较好	较好	较差	一般	较好
	耐溶剂性/耐化学腐蚀性	较差	较好	一般	一般	较好
	耐光性/耐黄变性	较好	较好	一般	较好	较好
	耐酸	较差	较好	一般	较好	良好

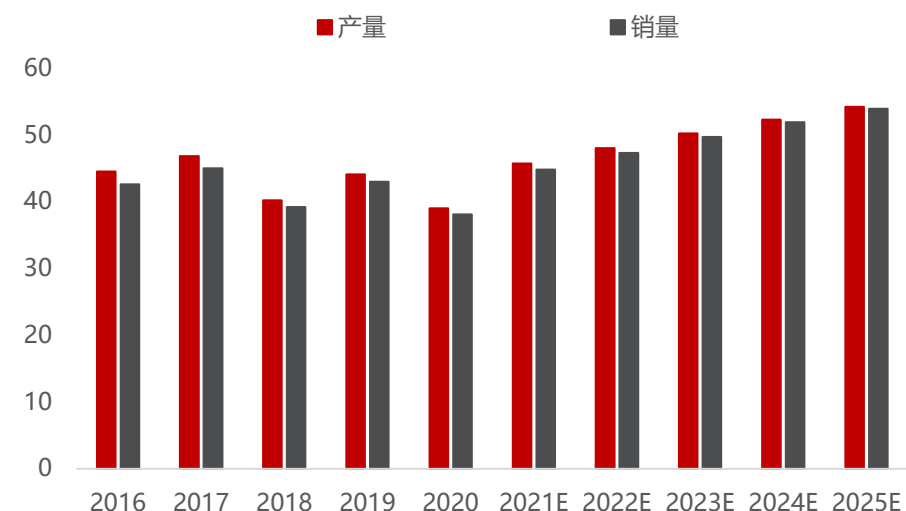
耐碱	较差	较好	一般	较好	良好
耐水解	一般	较好	一般	较好	良好
耐久耐用性	较好	一般	较差	较好	良好
色牢度	较差	一般	优于 PVC	一般	良好
抗菌防霉性	较差	一般	一般	一般	较好
耐常温曲挠性	良好	较差	一般	一般	良好，有的甚至优于天然皮革
耐低温曲挠性	一般	差	一般	较好	较好
撕裂强度	良好	一般	一般	一般	较好
剥离强度	优良	一般	一般	较好	良好
拉断强度	较好	一般	一般	一般	较好
顶破强度	较好	一般	一般	较好	较好
缝合强度	良好	较差	一般	较好	良好
耐高温性	较好	一般	较好	较好	良好
耐磨性	一般	较好	一般	一般	良好
抗皱性	较好	较差	一般	一般	较好
质量均匀性	不好	良好	良好	良好	良好
可裁剪性	不好	良好	良好	良好	良好
易加工性	不好	良好	良好	良好	良好

资料来源：中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会著《我国人造革合成革现状及发展趋势(二)》，民生证券研究院

2.2 行业趋势：生态环保 PU 革成为行业主流

我国人造革合成革市场整体呈现稳定增长的局面。20 世纪 50 年代起，世界人造革合成革主产地逐步由欧洲转向亚洲，经过了近半个世纪的建设，**我国已逐步成为世界人造革合成革产品的制造中心**。十三五期间受原料价格、环保政策等因素的影响，我国人造革合成革的产销波动幅度较大，2018 年的中美贸易摩擦开始、2020 年国际卫生事件，均对中国人造革合成革产业造成较大的影响，据沙利文咨询统计，2020 年我国人造革合成革产量、销量分别实现 39.0 亿米、38.1 亿米，2016-2020 年 CAGR 分别为-3.24%和-2.75%。未来随着国内纺丝实力的整体提升，沙利文预计 2025 年中国人造革合成革产量和销量分别将达到 54.2 亿米、53.9 亿米，2020-2025 年期间的 CAGR 达到 6.80%和 7.18%。

图14：2016-2025 年中国人造革合成革市场规模及预测（单位：亿米）



资料来源：沙利文咨询、中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会，云中马招股说明书，民生证券研究院

环保法规逐步收紧，生态环保性受到广泛重视。近年来，国家及各级政府陆续出台和实施大气污染防治计划、人造革合成革行业整治实施方案、人造革合成革行业环境准入条件等环境保护措施，其中国家发改委 2019 年发布的《产业结构调整指导目录》，PVC 革因其生产工艺中需要添加增塑剂 DOP 以及含铅、铬等金属元素的稳定剂，易对环境带来污染，被列入限制类发展项目，普通 PU 革在生产过程中大量使用的聚氨酯和 DMF 等溶剂会产生挥发性有机化合物（VOCs），同样不宜大力推广，而环保绿色合成革能够从生产工艺源头上减少甚至消除有机溶剂的污染，以实现人造革合成革的清洁生产，因此受到了行业的广泛关注。

(1) 国内外政策：发达国家相继提出了“绿色革命”的概念，并开始采取措施推动生态产品和环境友好型生产技术的开发和推广，如欧洲、美国、日本等国家和地区对产品的环保要求越来越高，颁布法律法规和强制性标准，明确规定各类产品必须达到生态标准后方可进入当地市场；与此同时，中国也在大力推动生态皮革的发展，其中中国塑料加工工业协会、人造革专业委员会向国家市场监督管理总局申请注册了“中国生态合成革”和“中国生态超纤维合成革”商标，并在行业内大力推行生态皮革的生产标准，开启生态皮革认证，以促进中国人造革合成革产业积极健康发展。

(2) 下游客户：国内外知名鞋服、家居品牌企业如耐克、阿迪达斯、H&M、宜家等积极开发应用新型生态功能性产品，要求产品 DMF 含量低、VOC 含量低，不含重金属、偶氮、甲醛、有机锡、PFOS、多环芳香烃等禁用有害物质，这推动了水性无溶剂、生物基、硅基、回收再生等 PU 合成革及复合材料的快速发展，成为行业发展的新动能。

生态环保型 PU 树脂性能优异，成为未来行业发展主流。对比 PVC 革，生态功能性 PU 树脂的高性能、多功能和生态环保性优势突出，受到国家政策鼓励和

支持,形成为对天然皮革、PVC 人造革和纺织品的良好替代,其应用领域也已从传统的鞋材、沙发、家居、箱包等,拓展至汽车内饰、电子产品、军用警用、游艇游轮、医疗健康等众多新型领域,成为未来行业发展趋势,市场空间广阔。

表2: 聚氨酯合成革的生态性能指标

项目	单位	中国生态合成革标志产品技术指标	国家环境标志产品技术要求	欧盟环保标准	生态功能性聚氨酯合成革
PH 值		未要求	3.5-7.5	4.0-9.0	5.0-7.5
禁用偶氮染料	mg/kg	≤20	≤30	≤30	≤20
致敏性分散染料	mg/kg	未要求	未要求	≤60	≤60
致癌染料	mg/kg	未要求	未要求	≤60	≤60
甲醛	mg/kg	≤300	≤20	≤20	≤20
可萃取重金属	锑 (Sb)	未要求	≤30	≤30	≤30
	砷 (As)	未要求	≤1.0	≤1.0	≤1.0
	铅 (Pb)	未要求	≤0.8	≤0.2	≤0.2
	镉 (Cd)	≤0.1	≤0.1	≤0.1	≤0.1
	铬 (Cr)	未要求	未要求	≤60.0	≤60.0
	钴 (Co)	未要求	≤1.0	≤1.0	≤1.0
	汞 (Hg)	未要求	≤0.02	≤0.02	≤0.02
	铜 (Cu)	未要求	≤25.0	≤25.0	≤25.0
	镍 (Ni)	≤4.0	≤1.0	<0.5ug/cm2 /week	<0.5ug/cm2 /week
总镉含量	mg/kg	未要求	未要求	≤1.0	≤1.0
六价铬 (Cr ⁶⁺)	mg/kg	≤0.5	≤5.0	≤0.5	≤0.5
五氯苯酚 (PCP)	mg/kg	≤0.5	≤0.05	≤0.05	≤0.05
四氯苯酚 (TeCP)	mg/kg	未要求	≤0.05	≤0.05	≤0.05
邻苯基苯酚 (OPP)	mg/kg	未要求	≤0.5	≤0.05	≤0.05
邻苯二甲酸酯	DOP	未要求	未要求	≤1000	≤500
	DBP				
	DINP				
	DIDP				
	DEHP				
多氯联苯 (PCBs)	BBP	未要求	未要求	≤2.0	≤2.0
	多溴联苯 (PBBs)				
	多溴联苯醚 (PBDEs)				
	壬基酚 (NP)				
	辛基酚 (OP)				
壬基酚聚氧乙烯醚 (NPEO)	壬基酚聚氧乙烯醚 (NPEO)	未要求	未要求	≤1000	≤1000
	富马酸二甲酯				
有机锡化合物	三丁基锡 (TBT)	未要求	≤0.5	≤0.05	≤0.05

二丁基锡 (DBT)			≤1.0	≤0.05	≤0.05
单丁基锡 (MBT)			≤1.0	≤1.0	≤1.0
全氟辛酸磺酸 (PFOS)	mg/kg	未要求	未要求	≤50.0	≤50.0
多环芳香烃化合物 (PAHs)	mg/kg	未要求	未要求	≤10.0	≤10.0
氯化苯、氯化甲苯	mg/kg	未要求	≤1.0	≤1.0	≤1.0
杀虫剂 (56 种禁用农药)	mg/kg	未要求	未要求	≤1.0	≤1.0
REACH38 项高度关注物质 (SVHC)	mg/kg	未要求	未要求	≤1000	≤1000

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

目前环保绿色的发展方向主要是水性、无溶剂和 TPU 三个方面。PU 合成革主要可以分为溶剂型聚氨酯合成革、水性聚氨酯合成革和无溶剂聚氨酯合成革，其中市场份额最大的是溶剂型聚氨酯合成革，这种产品具有性能优异、成本低廉的特点，但溶剂型 PU 合成革因在制备过程中需要添加大量有害的 DMF 溶剂，且溶剂难以完全回收，废气废水产生较多，无法做到清洁生产；**水性 PU 合成革**以水取代有机溶剂作为分散介质，环境友好程度更高，但是后期为了去除水介质消耗的能量较大，生产成本低，且传统水性聚氨酯合成革的机械性能、耐溶剂性和剥离强度等尚且不令人满意，仍有进步空间；**无溶剂 PU 革**在生产过程中无须添加有毒的溶剂，通过物理挤出直接成型，能够实现全过程有机溶剂零排放，同时还具备更好的综合物理性能，符合未来“绿色化工”的发展需求；**TPU 合成革**属于完全环保型的产品，且产品通过涂覆密度及特殊处理可以达到透气和半透气效果，TPU 合成革透气性一般、原料价格偏高，但其丰富多彩的表面效果、良好的耐老化性能、轻量化、减量化，以及清爽触感，目前多用于高端运动鞋材、电子产品中。

表3：水性无溶剂产品与溶剂型产品的区别

指标	溶剂型产品	水性、无溶剂产品
特点	优势： 性能优异、成本低廉； 劣势： 生产过程需要添加大量有害的 DMF 溶剂，且溶剂难以完全回收，废气废水产生较多，无法做到清洁生产	优势： 生产过程无味、净味，不含铅、汞、钴、镉、砷、六价铬等及芳香胺偶氮、多氯联苯、邻苯二甲酸酯、富马酸二甲酯、有机锡化合物、PFCS 等有毒有害物质； 劣势： 相对于部分油性产品，水性、无溶剂部分产品在透气透湿性和压花定型效果方面欠佳
需求客户	国内功能鞋材客户	国际功能鞋材品牌客户以及国内外的沙发家居、电子产品、汽车内饰等品牌客户
单价、毛利率水平	一般来说，水性、无溶剂产品的价格、毛利率会高于溶剂型产品，但并非所有溶剂型产品都是低单价、低毛利率（部分国内功能鞋材品牌客户使用的溶剂型产品毛利率水平较好）	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：巴斯夫 TPU 合成革专用 ELASTOLLAN®TPU 粒子介绍



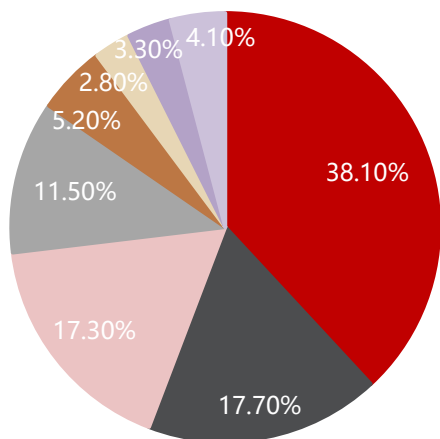
资料来源：巴斯夫官网，民生证券研究院

2.3 汽车、电子等新兴领域成为行业需求的新动能

人造革合成革下游应用范围广泛。人造革合成革的应用涉及到人们生活的方方面面，广泛应用于男女鞋、运动休闲鞋、童鞋、时装鞋、服装、手袋箱包、沙发家居、球和体育用品、文具证件、首饰盒、工艺品包装等，而随着人造革合成革工艺技术的不断发展和成熟，其下游也在不断的拓展，逐步扩大到汽车内饰、体育装备、工程装饰、电子产品、医疗健康等新的应用领域，市场前景广阔。

图16：2020 年中国人造革合成革下游应用占比（按产量，单位：%）

■ 鞋革 ■ 服装革 ■ 家具 ■ 箱包 ■ 体育用革 ■ 装饰用革 ■ 汽车内饰革 ■ 其他



资料来源：沙利文咨询，民生证券研究院

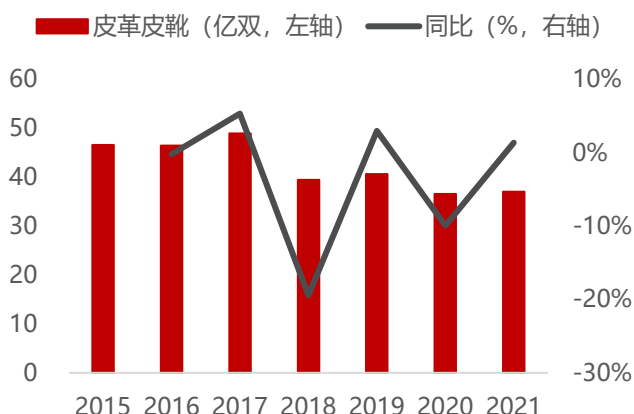
2.3.1 存量：鞋材市场、沙发家居等传统需求相对稳定

鞋类市场是人造革合成革最大的需求市场。人造革合成革主要应用于鞋面、鞋舌和鞋里，用于生产男女鞋、运动休闲鞋和童鞋等，其中不同的应用领域对人造革合成革的功能性具有不同的要求。男女鞋革主要性能指标有：拉伸强度、撕裂强度、剥离强度、耐水解、耐寒、耐曲挠性能、耐黄变、耐磨性能等；运动休闲鞋革性能指标主要有拉伸强度、撕裂强度、剥离强度、顶破强度、耐水解、耐寒、耐曲挠性能、耐黄变、耐磨性能等；一些休闲鞋用革，对革的弹性、柔软度、可压花性、可鞣制性也提出要求。此外，运动休闲鞋的设计趋势趋向于用料多元、色彩丰富、流行性强、轻量化、减量化等特点，因此人造革合成革的丰富的表面效果及加工技术，能够更加迎合品牌设计理念及市场需求。

沙发家居市场是人造革合成革另外一个需求较大的市场。沙发家居革要求表面美观、典雅，手感柔软、丰满、舒适，厚薄均匀，手感一致，无明显部位色差、色斑，涂饰层耐光、耐刮耐磨、耐干湿擦，物理机械强度好。性能指标主要包括弹性手感、拉断强度、撕裂强度、剥离强度、缝合强度、耐磨强度、表面摩擦色牢度、耐光性、耐水解老化性、阻燃性、抗菌防霉性、易去污性等。

鞋材、沙发家居等传统领域需求增长较为稳定。中国是世界上最大的鞋类、沙发生产国，家具行业全球产值占比将近 40%，过去我国鞋材及家具增长呈现相对稳定的增长态势，据国家统计局数据，2015-2021 年，我国皮革皮靴产量由 46.56 亿双下降至 37.07 亿双，CAGR 为-3.73%；我国家具产量由 7.79 亿件增长至 11.48 亿件，CAGR 为 6.68%。未来随着线上零售各种消费渠道的发展，居民收入水平和消费意愿的不断提升，未来我国鞋业和家具的销量有望实现快速增长，据前瞻产业研究院数据预测，预计 2023-2028 年中国鞋类行业市场规模 CAGR 将达到 **4.40%**，到 2028 年市场规模将达到 6119 亿元；2021-2027 年我国家具行业 CAGR 将达到 **7.00%**，到 2027 年行业销售规模有望超过 11000 亿元。

图17：2015-2021 年中国皮革皮靴产量及同比

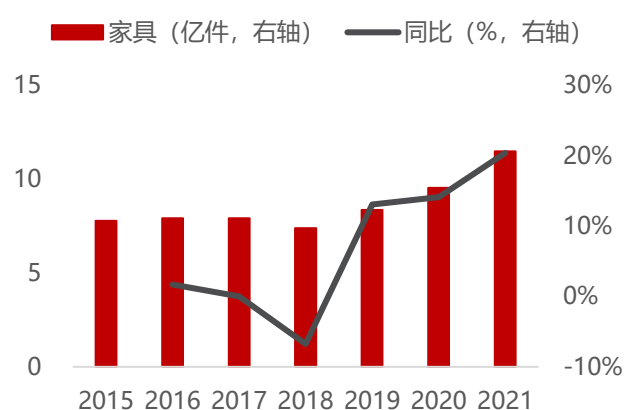


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

注：(1) 国家统计局于 2021.12 月停止披露该指标数据；

(2) 因原始数据存在缺失，故年度数据指标均采用年化处理

图18：2015-2021 年中国家具产量及同比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

注：(1) 国家统计局于 2021.12 月停止披露该指标数据；

(2) 因原始数据存在缺失，故年度数据指标均采用年化处理

2.3.2 增量：汽车内饰、电子产品等新兴领域快速增长

汽车革需求逐步增加，物性+环保要求再提升。随着国内经济的不断发展和国民经济消费水平的不断提升，汽车消费量稳步提升，同时人们对于汽车内饰的要求也逐步提升。对于汽车革而言，除了一些基本的理化指标，汽车革与一般的沙发家具革相比，还需要表现出更高的强度、更高的坚牢度性能，如抗水性、耐磨性、阻燃性、耐溶剂腐蚀、耐黄变、低雾化等性能和功能，其中耐磨性指标比沙发革要高 10 倍以上。而且，随着近年来特别是新环保法的颁布以来，人们的环保意识逐步增强，各种有害化学品指标的限制也将逐步增多，未来新的功能要求也会被不断提出。

表4：汽车人造坐垫革的主要技术指标

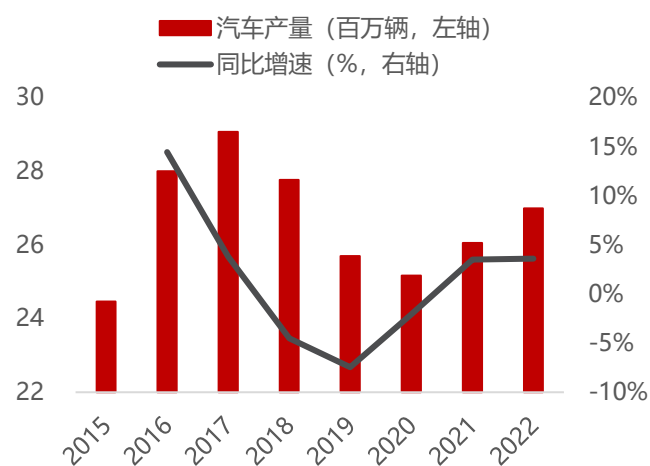
主要指标	指标限值（按生产工艺）		标准依据
	干法	湿法	
阻燃性/（mm/min）	≤100/50	≤100/50	GB8410
挥发减量/%	≤4	≤3	GB4689
气味（80±2）℃	无刺激性	无刺激性	
耐磨性/mg	≤50	≤50	
撕裂强度/N	≥25	≥25	GB8949
拉伸强度/MPa	≥5	≥6	QB3812
雾化值/%	≤18	≤15	

资料来源：丁小良等著《现代汽车内饰材料研究》，民生证券研究院

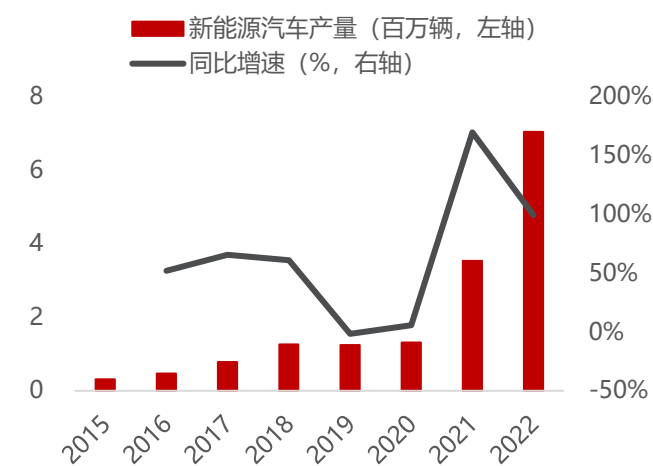
人造革合成革正在逐步取代真皮，成为汽车内饰主要材料。目前在汽车座椅内应用的材料有真皮座椅、织物座椅和人造革合成革座椅。高档汽车座椅皮革多采用美观、舒适且豪华的天然皮革，具有易清洗、耐用且透气性好的优点，然而天然皮革价格相对较高，且资源较为短缺，人造革合成革不仅拥有利用率高、耐磨性强、容易裁剪的特点，还很好地解决我国真皮资源紧张的问题。随着我国汽车产量的不断提升，人造革合成革的使用量也在不断攀升。

在汽车内饰革中，（1）PVC 人造革具有价格低、生产周期短、均质性好且出裁简单易行等优点，但较 PU 合成革而言，其存在手感硬、皮感差、舒适性差、耐老化性能差、气味重、增塑剂易迁移等缺陷，**目前汽车内饰中的 PVC 人造革正逐步被 PU 合成革所取代**；与 PVC 人造革相比，（2）PU 合成革手感质地更为柔软，外观丰富多样，耐折性较强，且其磨性强、使用寿命较长、生态环保性能优异，一般价格要高于 PVC 人造革；（3）超细纤维合成革作为 PU 革的一种，具有外观效果丰富、质地柔软、耐磨性、耐寒性及抗压性相对较强的特点，且其触感舒适，与天然皮革极为相似，但价格相对较高。

汽车行业作为我国的支柱产业之一，近年来产量增长迅速，尤其是新能源汽车的兴起和发展为我国汽车行业的崛起注入了强大的动力。**而新能源汽车的快速发展，对内饰材料的生态环保性要求也在逐步提升，这也为生态环保型聚氨酯合成革提供了广阔的市场空间。**据 wind 援引自中国汽车工业协会数据，2022 年我国全年生产汽车 2700 万辆，同比增长 3.61%，2015-2022 年 CAGR 为 1.42%；2022 年我国全年生产新能源汽车 704 万辆，同比增长 99.3%，2015-2022 年 CAGR 为 56.15%。据公司公告，每一辆车大约需要使用 2-15 米的聚氨酯合成革及复合材料，这也意味着未来伴随着汽车尤其是新能源汽车市场的快速放量，聚氨酯合成革需求将迎来翻倍增长。

图19：2015-2022 年我国汽车产量及同比增速


资料来源：wind，中国汽车工业协会，民生证券研究院

图20：2015-2022 年我国新能源汽车产量及同比增速


资料来源：wind，中国汽车工业协会，民生证券研究院

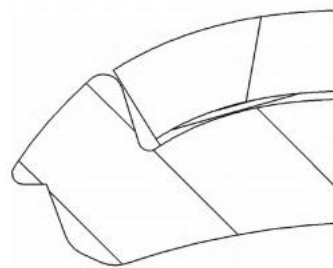
除了汽车内饰，消费电子对于 PU 革的需求也在逐步增大。苹果、三星、华为等均开始定制**手机、平板或笔记本的皮革保护套壳**，其能够起到良好的视觉效果和防滑作用。其中，皮革类材料中主要有五类：真皮、再生皮、人造革、合成革、塑料材质压花皮革纹理，而合成革材料作为模拟天然皮革的组成和结构的材料，在手机的保护壳、保护套的应用中愈发广泛，成为合成革需求的重要支撑；此外，**素皮类手机**的出现和推广也在快速拉动合成革产品的消费。近年来，手机后盖材质中广泛应用的素皮类后盖频繁出现在中高端机型上，其结构由上往下依次为“PU 皮料（厚度约 0.50mm）-热熔胶（厚度约 0.05mm）-塑胶后盖（注塑成型，厚度约 0.75mm）”，具有几乎不影响信号收发、手感细腻、不沾指纹及耐摔等优点。伴随着皮革保护套壳、素皮类手机等电子新兴领域的推广和应用，合成革的需求迎来快速提升。

图21: HUAWEI Mate 60 RS 非凡大师星钻保护壳



资料来源：华为官网，民生证券研究院

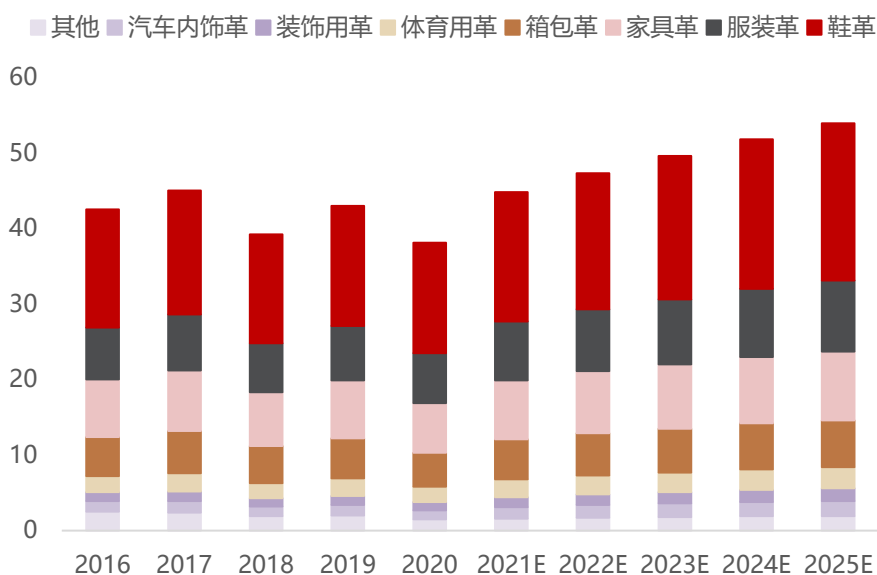
图22: 素皮手机后盖叠层结构



资料来源：林协源著《手机后盖材质的发展研究》，民生证券研究院

我国人造革合成革未来发展空间广阔。未来，随着人造革合成革工艺技术的不断发展和成熟，下游传统的稳步增长以及新兴领域的不断扩张，我国人造革合成革市场未来发展空间广阔。据云中马招股说明书援引自沙利文咨询的数据显示，未来伴随我国人均可支配收入提升、消费升级等因素，预计 2025 年我国人造革合成革最大的三大类应用领域依然是鞋履、服装和家居，预计 2025 年将分别达到 20.8 亿米、9.4 亿米、9.1 亿米，2020-2025 年的 CAGR 分别为 7.34%、7.33%、6.63%；剩下的箱包革、体育用革、装饰用革及汽车内饰革和其他类型，2025 年将分别达到 6.2 亿米、2.8 亿米、1.7 亿米、2 亿米、1.9 亿米，2020-2025 年的 CAGR 分别为 6.62%、6.96%、9.10%、10.76%、4.84%。

图23: 2016-2025 年中国人造革合成革销量情况及预测（按应用划分，亿米）



资料来源：沙利文咨询、中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会，云中马招股说明书，民生证券研究院

2.4 行业格局较为分散，市场资源逐步向头部集中

中国已经成为世界上最大的人造革合成革产地。20 世纪 50 年代，人造革合成革的主要地位于欧美地区，而随着经济的不断发展，人造革合成革的生产重心开始向亚洲转移，首先转向了日本、韩国、中国台湾等国家和地区，继而转向中国大陆地区，中国现已发展成全球最大的人造革合成革产地，2019 年合成革浆料产量占全球近 85%。目前，全球人造革合成革产业的主要生产基地包括中国大陆、日本、中国台湾、韩国和意大利等。

意大利：作为全球的时尚之都，意大利是全球时尚人造革合成革的生产基地。意大利的 PU 合成技术更加注重产品的外观和真皮质感，产品较多受到了真皮加工技术的影响，对产品的设计性和市场性有所讲究，在产品的花纹、色彩设计方面引领了世界的流行趋势，意大利的人造革合成革产品主要用于生产高档服装、箱包以及时尚鞋等时尚型产品。

日本：日本人造革合成革的成就一直位于世界领导地位，从超细纤维的研发到特殊树脂的合成，从最初的舒适性产品到环保需求的回收材料再利用，从水性 PU 量化产品到防霉抗菌型产品，都取得了卓越的成果。凭借多年来的生产经验和技术积累，日本的超细纤维合成革市场已经取得了较快的发展，主要生产企业有可乐丽、东丽、旭化成、帝人和世联等；

韩国及中国台湾：韩国及中国台湾地区的企业在中高档 PU 合成革的生产技术上位于世界领先水平，较为注重在产品性能上模仿真皮，并依托化工、化纤和纺织等黑科技，对 PU 树脂、基布及纤维的研究和开发较为深入，讲究产品的强度、透湿性、PU 成膜结构等内在性能，技术含量高，具备较强的市场竞争力，主要生产企业有韩国伯产、德成、大元，台湾三芳、南亚。

表5：同行业可比公司情况

区域	可比公司	优势下游
西欧	-	高端奢侈品
日本	帝人、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、部分电子产品
中国大陆	安利股份、华峰超纤、双象股份、同大股份	功能鞋材、沙发家居、汽车内饰、电子产品、体育装备等

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表6：同行业可比公司主营业务及业绩经营情况

区域	同业公司	主营业务介绍	主要客户	各产品及收入占比	毛利率	人造革合成革产能/产量	2022 年收入	2022 年净利润
日本	帝人	材料： 制造、销售高性能材料和复合成型材料，如芳纶、碳纤维、汽车用复合材料、树脂等； 保健： 制造、销售医药品和医疗器械以及提供家庭医疗服务的医疗保健； 纤维及制品： 制造、销售纺织品的纺织品及制品； IT： 以从事系统软件开发等信息相关业务的 IT 业务为中心；此外还开展设备的制造、销售、维护、再生医疗等产品及嵌入式医疗设备的开发制造、销售等业务。	-	材料：4560.00 亿日元，占比 44.76%； 纤维及制品：3218.00 亿日元，占比 31.59%； 保健：1524.00 亿日元，占比 14.96%； IT：305.00 亿日元，占比 5.69%	24.36%	-	10187.51 亿日元	-176.95 亿日元
	可乐丽	乙酸乙烯酯、异戊二烯系列、功能材料、纤维、新事业	-	纤维相关：455.70 亿日元，占比 32.00%； 树脂、化学品及相关：982.60 亿日元，占比 68.00%	24.35%	-	1438.30 亿日元	36.58 亿日元
韩国	世联	“综合纤维制造商” ，具备从天然纤维到合成纤维，从纱线到最终纤维产品的企划、制造、销售一条龙功能。 汽车内饰： 制造、销售用于汽车座椅、汽车仪表盘及安全气囊的材料； 高级时装材料： 设计、生产、销售各类服装产品和材料，包括时尚和运动服装材料； 电子材料： 包括各类导电材料、高强度纱线、半导体及光通信用硅片等； 环境生活资材： 生产制造环境友好型材料、产品； 医用材料： 包括化妆品及药品用相关材料、护理材料等；	-	车辆内饰：820.85 亿日元，占比 62.01%； 高级时装：215.42 亿日元，占比 14.98%； 电子材料：110.43 亿日元，占比 7.68%； 环境与生活材料：97.30 亿日元，占比 6.76%； 医用材料：71.11 亿日元，占比 4.94%	27.76%	-	1323.64 亿日元	110.23 亿日元
	伯产	主要产品是合成皮革，大部分用于运动鞋及电子产品外壳、汽车内部材料等	阿迪达斯、耐克、reebok	合成革：4004.91 亿韩元，占比 84.16%； 收费加工：217.55 亿韩元，占比 4.57%； DMF：164.94 亿韩元，占比 3.47%；	19.96%	4182 万米 /2478 万米	2267.78 亿韩元	-255.81 亿韩元

		货物：326.00 亿韩元，占比 6.85%				
德成	合成革 ：主要生产销售用于体育用品、家居、汽车内饰、IT 配件等领域的合成革； 合成树脂 ：生产合成革的主要原料； 材料事业部：电子材料、医疗器械	耐克、锐步、阿迪达斯	合成革：823.88 亿韩元，占比 61.81%； 合成树脂：125.23 亿韩元，占比 9.40%； 货物：364.80 亿韩元，占比 27.37%	14.53%	957 万米/479 万米	1332.97 亿韩元 -25.15 亿韩元
	主要生产用于鞋、球和汽车内饰的合成革。此外，控股公司从事从聚氨酯合成革加工过程中提炼、加工和销售 DMF 有机化学溶剂的业务，同时经营墙纸业务	耐克、阿迪达斯、斯伯丁、威尔逊	合成革（产品）：1227.33 亿韩元，占比 83.61%； 合成革（货物）：134.79 亿韩元，占比 9.18%； 墙纸：43.33 亿韩元，占比 2.95%； 精炼（货物）：33.10 亿韩元，占比 2.25%； 精炼（收费处理）：29.50 亿韩元，占比 2.01%	11.42%	1140 万米/946 万米	1468.05 亿韩元 -96.21 亿韩元
三芳	生产、销售各种 PU 皮革、薄膜材料、机能纤维	-	湿式合成皮革：50.40 亿新台币，占比 60.17%； 干式合成皮革：23.40 亿新台币，占比 27.93%	17.58%	4481 万米/3172 万米	72.48 亿新台币 -0.23 亿新台币
中国台湾	经营销售各类塑料加工产品、塑料原料产品、电子材料产品、聚酯产品及机电工程类产品	-	电路板：664.47 亿新台币，18.20%； 聚酯纤维：579.60 亿新台币，16.32%； 环氧树脂：340.60 亿新台币，9.59%； 铜箔基板：309.58 亿新台币，8.72%； ... PU 合成革：18.23 亿新台币 0.51%	15.18%	2743 万米/1072 万米	3551.83 亿新台币 194.79 亿新台币
中国大陆	安利股份 主营业务为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，主要产品为生态功能性聚氨酯合成革及复合材料	苹果、彪马、亚瑟士、迪卡侬、安踏、李宁、特步、361 度、鸿星尔克、中乔、匹克、芝华仕、爱室丽、比亚迪、小鹏、长城、丰田等	生态功能性合成革：17.31 亿元，占比 88.65%； 普通合成革：1.28 亿元，占比 6.56%	生产功能性合成革：17.00% 综合毛利率：15.87%	8500 万米/5767 万米	19.53 亿元 1.45 亿元
	华峰超纤 专注于超纤材料研发、生产、销售	安踏、FILA、斯潘迪、ECCO、lululemon、长安汽车、一汽大众、一汽奥迪、红旗、上海大众、比亚迪、蔚来	超细纤维底坯：18.85 亿元，占比 44.47%； 尼龙 8.00 亿元，占比 18.88%； 超细纤维合成革：5.31 亿元，占比 12.54%； 绒面材料：3.84 亿元，占	超纤：14.16% 综合毛利率：14.34%	-	42.39 亿元 -3.54 亿元

来		比 9.05%;					
		软件服务—技术开发业务					
		0.75 亿元, 占比 1.79%;					
		移动支付分润 1.30 亿元,					
		占比 3.09%;					
		移动营销 1.26 亿元, 占比					
		2.98%					
双象 股份	主要业务分为人造革合成革 业务板块, 主要经营 PU 超纤 革, 以及光学级 PMMA 材料 业务板块	PMMA: 7.11 亿元, 占比					
		51.02%;					
		超纤: 4.37 亿元, 占比		超纤: -	(超		
		31.39%;		9.04%	纤)		
		PMMA 板材: 1.22 亿元,			1800 万	13.93 亿	-0.45 亿
		占比 8.75%;		综合毛利	米	元	元
同大 股份	主营业务为超细纤维合成革 的研发、生产、销售与服务	MS 板材: 0.66 亿元, 占比		率:	/1207		
		4.75%;		3.54%	万米		
		PU: 0.41 亿元, 占比					
		2.94%					
		LV、CLARKS、		超纤绒面			
		UA、ZARA、		革:			
同大 股份	主营业务为超细纤维合成革 的研发、生产、销售与服务	ECCO、		13.05%			
		COLOMBO、		超纤光面			
		SHIMANO、百		革:	产量:		
		丽、安踏、		4.49%	1256 万	4.64 亿元	0.11 亿
		361°、奥康、红			平方米		元
		蜻蜓、KUBOTA		综合毛利			
同大 股份	主营业务为超细纤维合成革 的研发、生产、销售与服务	SLUGGER、		率:			
		比 18.58%		9.74%			
		奔驰、宝马、大					
		众、现代、吉					
		利、爱驰					

资料来源: 各公司 2022 年年报, 各公司官网, 民生证券研究院

注: (1) 毛利率: 毛利率优先提供合成革领域毛利率, 没有的公司以综合毛利率列示; 日本可乐丽毛利率披露口径为母公司;

(2) 中国台湾公司合成革产能/产量单位为码, 表中已根据码和千米的换算关系转换; 同大股份产量单位为平方米, 为考虑幅宽后的单位数据

行业高度竞争, 未来市场集中度有望逐步提升。我国人造革合成革属于完全开放和高度竞争的行业, 市场规模大、企业数量多, 企业规模小成为行业的突出特点, 据公司公告, 全国聚氨酯合成革规模以上企业共有 500 多家, 安利股份作为目前国内专业研发生产生态功能性聚氨酯合成革及复合材料最大的公司, 在国内人造革合成革综合市场的市占率也仅有约 5.3%, 其中生态功能性聚氨酯合成革产品细分市场占有率为 25 % 左右, 为国内第一。随着近年来国家环保和安全要求进一步趋严, 国际环保标准如欧盟 REACH、RoHs 等的要求越来越高, 而国内许多人造革合成革中小企业的粗放式经营难以适应形势, 促使行业整合升级加速, 未来行业集中度将进一步提升。公司产品通过了 REACH、RoHS、EN14362、Oeko-Tex100 等国际先进环保标准要求, 是“中国生态合成革”“中国环境标志产品”和“国际绿叶标志产品”, 未来行业资源逐步向安利股份这类规模实力突出、环保工艺领先的优势大企业转移。

3 鞋材、汽车释放期将至，新产品+新产能助力公司业绩增长

3.1 客户结构不断优化，鞋材、汽车迎来业绩释放期

深化“2+4”市场布局，下游客户品牌影响力显著提升。公司坚持以市场为导向、以客户为中心，积极深化“2+4”市场布局，做大做强功能鞋材、沙发家居两大优势品类，积极培育汽车内饰、电子产品、体育装备、工程装饰四项新兴品类，截至2022年年底，两大优势品及四项新兴品类的营收占比约为80%/20%左右。通过一体化的高效销售网略，推行大客户战略和重点项目突破策略，公司优质客户的占比与直销比例占比逐步提升，与苹果、彪马、亚瑟士、安踏、李宁、特步、爱室丽、芝华仕、顾家等国内外品牌客户均建立了良好的合作关系，与耐克、宜家、丰田、长城、比亚迪、谷歌、欧派、H&M 国内外品牌客户牵手合作，积极联系接洽阿迪达斯、NB、UA、昂跑、HOKA、蔚来、理想等品牌客户，作为公司中长期发展的储备客户，在行业内的全球品牌影响力逐步增强。

图24：公司“2+4”市场布局及营收占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表7：公司主要的品牌客户

品类	主要客户
功能鞋材	(国内) 安踏、特步、李宁、361°、鸿星尔克、匹克、中乔； (国外) PUMA、ASICS、耐克、威富集团、哥伦比亚、TOMMY、爱步等
沙发家居	芝华仕、顾家、爱室丽、欧派、宜家等
电子产品	苹果、华为、三星、谷歌、VIVO、OPPO、小米、Realme、Beats 等
汽车内饰	比亚迪、长城、小鹏、丰田等

资料来源：公司公告，民生证券研究院

客户拓展迈入收获期——功能鞋材、沙发家居分享行业红利，汽车内饰、电子产品高毛利、新品类带来成长新空间。

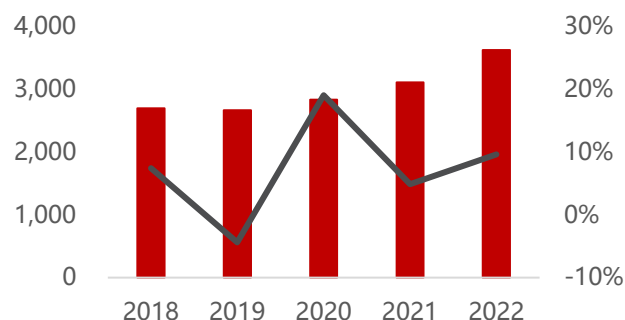
(1) 功能鞋材方面，公司在国内运动休闲领域基本实现全覆盖，与安踏、特步、李宁、361 度等运动休闲品牌均有合作，口碑、声誉良好，品牌效应显著，但公司在较多品牌客户中的内部份额，以及革料、超纤、TPU 产品的开发应用，仍具备较大的提升空间；国际运动休闲鞋材领域，公司是 PUMA、ASICS 重要供应商；公司是耐克装备部核心供应商，合作较为稳定；同时也在积极推进与耐克鞋部的合作，先后进入耐克特材和通材体系，**是耐克在中国大陆唯一一家中资鞋用聚氨酯合成革及复合材料供应商**，目前尚处于打基础阶段，未来公司将充分受益运动鞋材头部品牌耐克订单的逐步释放，有望成为公司未来的强劲发展的新动能，预计未来耐克鞋材收入占比将呈现“低基数、较高增速”的态势。

(2) 沙发家居方面，公司在国内、美线市场覆盖了较多知名品牌，欧线市场有待挖掘和扩大，与芝华仕、顾家、爱室丽、欧派等品牌深化合作，同时有较多年销售额在 500 万-2000 万左右量级的品牌客户，打造了梯队式的客户群体，未来增长可期。

以功能鞋材的耐克、沙发家居的敏华-芝华仕头部品牌客户为代表，2018-2022 年两家公司的收入 CAGR 分别达到 7.67%、11.62%，公司未来的增长也将充分受益于下游品牌客户订单的释放，驱动公司业绩稳步增长。

图25：耐克 2018-2022 年收入及同比增速

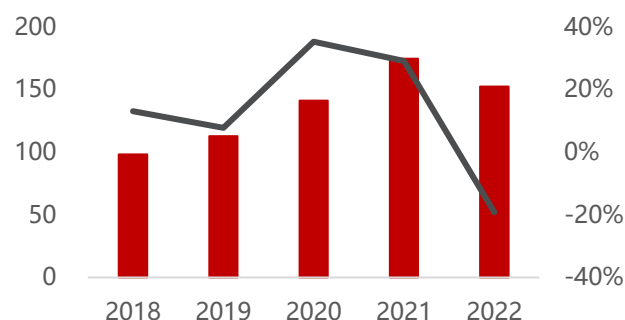
■ 营业收入（亿元，左轴） — 同比增速（%，右轴）



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：敏华控股 2018-2022 年收入及同比增速

■ 营业收入（亿元，左轴） — 同比增速（%，右轴）



资料来源：wind，民生证券研究院

(3) 汽车内饰方面，作为公司重点开拓的新兴市场领域，公司于 2015 年进入汽车内饰领域，最早与合肥本土品牌江淮汽车展开合作，但因市场机会少、渠道因素有限等因素，汽车内饰收入规模较小；经过长期蓄势积能，公司已在汽车内饰领域获得初步成效，现已通过丰田、长城、比亚迪、小鹏、集度等供应商认证，并已获得部分订单项目且试单货量产，在 2023 年下半年开始逐步放量，预计今明两年，汽车内饰品类将呈现出“低基数、较高增速”的态势。

公司汽车内饰营收贡献较大的客户主要是比亚迪。比亚迪作为新能源汽车的龙头企业，目前有多款车型在公司定点，部分车型已量产，部分仍处于开发阶段，年底还会有新车型上市。鉴于公司进入比亚迪体系较晚，份额占比较小，未来仍具备较大的提升空间；同时，公司也在积极接洽众多其他汽车品牌，努力扩大定点项目，以获取更多订单。

汽车品牌客户认证壁垒高，具备一定的行业门槛及客户粘性。

一方面，汽车品牌客户验证周期较长，粘性较强。首先，进入汽车品牌供应商体系需要经过联系接洽、验厂审核等程序，国内品牌通常需要 6 个月-1 年时间，国际品牌通常需求 1-2 年甚至更久的时间；然后，进入供应商名录到实际订单落地，需要经过开发验证、打样放样、试产、量产等程序，通常还需要 1-2 年，甚至更长时间；在后续的合作阶段，终端客户会持续对主要供应商进行考核，以满足其相关认证要求。由于聚氨酯合成革和复合材料的品质会直接影响下游产品品质，下游客户更换供应商存在成本高、风险大的不利因素，因此通常通过认证的供应商，被列入合格供应商名录后，一般不会轻易更换，客户粘性较高，能够为公司带来稳定的订单需求保障；

另一方面，汽车革需要保持不断的研发、创新，具有小批量、多品种的要求。汽车内饰产品具有类型多样、应用领域可拓展性强的特点，因此作为产业链生产环节，聚氨酯合成革和复合材料同样需要保持相应的创新质量和节奏，以呈现出多品种、小批量、多样化、定制化、个性化、时尚化、高品质、快交货等特征，迎合现代消费者对于新质感、新视觉、新体感不断变化的需求。公司采取以销定产、订单驱动的经营模式，向客户提供定制化产品，交货期一般为 3-15 天左右，能够为客户提供小批量、多品种、交期紧、变化快、难度高等要求的产品，以满足汽车客户的要求。

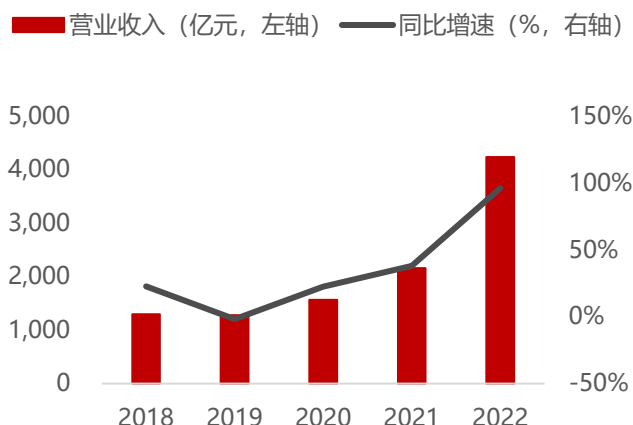
(4) 电子产品：同样是公司未来发展的重要新动能，公司与苹果、华为合作稳定，苹果主要应用于键盘、平板保护套、头戴式耳机、无线充电器等产品，华为于 2016 年开始建立合作关系，公司素皮材料应用于华为 Mate30、Mate40、Mate50、Mate60、X2、X5 等；同时，公司还在积极联系和拓展 Beats、三星、谷歌、OPPO、VIVO 等电子产品相关品牌企业，以不断提升市场份额，保持盈利能力稳定增长。

图27：公司在电子领域的具体应用

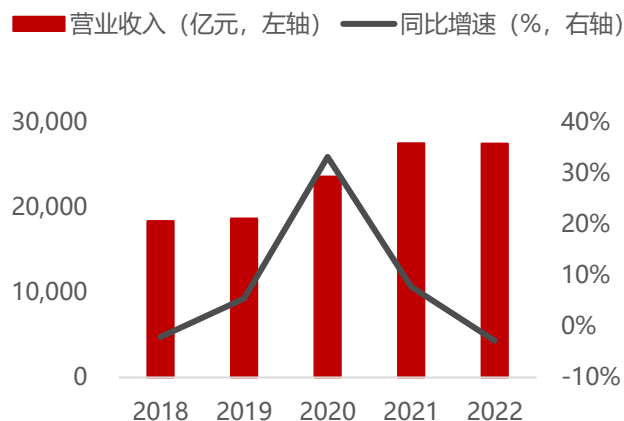


资料来源：公司官网，民生证券研究院

以汽车内饰的比亚迪、电子产品的苹果头部品牌客户为代表，2018-2022 年两家公司的收入 CAGR 分别达到 34.38%、10.58%，目前公司在汽车内饰、电子领域的体量还较小，受益下游客户需求增长，两大应用新领域未来发展空间广阔。

图28：比亚迪 2018-2022 年收入及同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图29：苹果 2018-2022 年收入及同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 研发投入稳步提升，水性、无溶剂等新产品引领行业

趋势

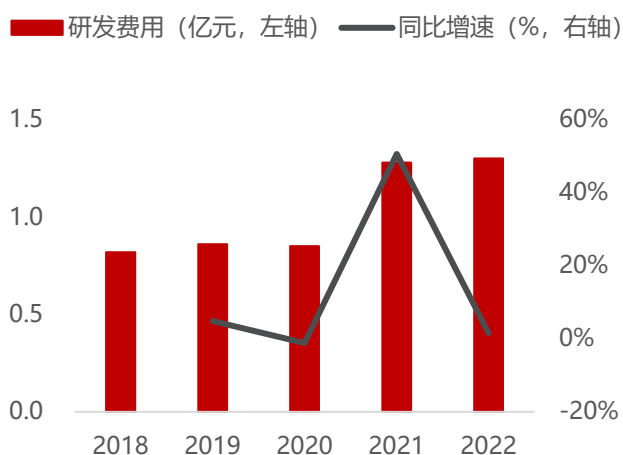
3.2.1 坚守长期主义，自主研发能力突出

公司坚持长期主义，致力于中高档聚氨酯合成革材料的研发、生产。研发模式上，公司主要以自主创新为主，消化吸收创新、集成创新和产学研合作创新并存的研发模式，在产品开发上始终坚持“经营一代、开发一代、储备一代、谋划一代”的思想，打造有后劲、有竞争力的产品工艺技术。**一方面，公司自主研发能力突出**，公司是“国家重点高新技术企业”“国家认定企业技术中心”“国家知识产权示范企业”和“国家工业企业知识产权运用试点企业”，拥有“国家级博士后科研工作站”，通过国家 CNAS 实验室认可、STARA 认证，通过耐克、安踏、李宁、特步、中乔、丰田等实验室认证，研发管理体系完备，储备了一支经验丰富、高效精干的核心技术研发团队，截至 2022 年年底，研发人员共 462 余人，其中本科学历占比 35.9%，硕士学历占比 6.5%；**另一方面，公司坚持合作创新并存**，公司密切与合肥工业大学、中国科技大学、安徽大学、中科院合肥物质科学研究院等高校院所，以及同国内外著名同行企业，如日本 NPU、三井、三菱、美国陶氏、德国巴斯夫等公司进行技术合作和技术交流，以不断提升公司技术创新能力。

加大研发力度，研发费用率位于行业较高水平。从公司的研发费用投入来看，公司 2018-2022 年期间研发费用及研发费用率呈现逐年提升的态势，2022 年公司研发费用为 1.3 亿元，同比增长 1.56%，2018-2022 年 CAGR 为 12.21%；

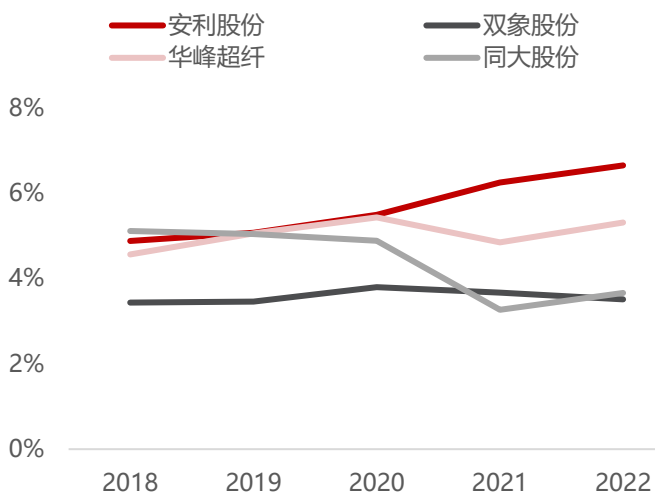
2018-2022 年研发费用率分别为 4.88%、5.07%、5.49%、6.26%、6.66%，毛利率位于行业平均水平以上。

图30：2018-2022 年公司研发费用及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图31：2018-2022 年公司与同行公司研发费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

表8：公司主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来的发展影响
汽车内饰用聚氨酯合成革产品开发	主要用于汽车座椅、门板和仪表台等包覆制作	已有项目完成并量产，继续开发其他新项目	满足座椅、门板、仪表板产品开发及生产加工要求	有利于公司在汽车内饰领域提高产品竞争力
电子产品用水性无溶剂聚氨酯合成革产品开发	用于手机套、平板电脑保护套、键盘以及其他电子产品	已有项目完成并量产，继续开发其他新项目	满足电子产品项目物性要求及加工要求	有利于公司在电子产品领域提高产品竞争力
沙发家居用硅基聚氨酯生态皮	主要用于沙发家居、工程装饰	已有项目完成并量产，继续开发其他新项目	满足沙发家居柔软、皮感强、高耐久耐用性等特性	有利于公司在沙发家居领域提高产品竞争力
TPU 热塑性聚氨酯产品开发	用于运动休闲鞋	已有项目完成并量产，继续开发其他新项目	使用国产 TPU 开发，组合产品价格，满足客户要求	有利于公司在功能鞋材领域提高产品竞争力
生物基聚氨酯合成革产品开发	主要用于女鞋、箱包、电子产品等领域	已有项目完成并量产，继续开发其他新项目	满足女鞋、箱包、电子产品等物性和生物基要求，并满足加工要求	有利于公司在女鞋、箱包、电子产品等领域提高产品竞争力

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2.2 水性、无溶剂、TPU 新产品布局较早，先发优势突出

水性、无溶剂技术布局较早，享有行业先发优势。近年来，随着人们对环保、绿色的追求越来越高，聚氨酯合成革材料中的水性、无溶剂技术成为行业发展的新趋势。公司在生态功能性、水性、无溶剂聚氨酯合成革等新工艺、新技术布局早、开发能力强，尤其在水性、无溶剂工艺技术上走在国际前列，率先实现了水性、无溶剂工艺的产业化。**公司 2011 年即开始布局水性、无溶剂生产技术，于**

2015 年左右实现了技术方面的突破，后经过 2-3 年的验证和批量试产，于 2018 年实现量产，而后随着公司积极推进客户和产品的转型升级，公司与国内外客户的合作逐步增多，水性、无溶剂产品的产量于 2020 年左右逐步提升。

公司水性无溶剂产品被国家工信部认定为“国家绿色设计产品”，2021 年获得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”。公司在水性无溶剂方面具备较强的先发优势，**2022 年水性、无溶剂产品营收占比约 20%左右；在“十四五”期间，公司水性、无溶剂产品营收占比期望提升至 40%左右，以巩固长期竞争护城河。**

表9：公司水性、无溶剂产品的进展

时间	重要事件
2011 年	● 开始布局水性、无溶剂生产工艺技术
2016 年	● 实现水性聚氨酯材料新工艺新技术应用
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”项目获安徽省重大专项项目立项
2019 年	● “水性及无溶剂型生态功能性聚氨酯合成革综合升级项目”完成 1 条无溶剂生产线设备安装调试 ● 公司自主研发的“高阻燃性无溶剂聚氨酯合成革”产品通过安徽省新产品认定
2020 年	● 自主研发产品“水性无溶剂生态功能性聚氨酯合成革”入选国家工信部认定的“国家绿色设计产品” ● 公司再生材料水性无溶剂生态功能性聚氨酯合成革产品通过全球回收标准 GRS 认证 ● “水性及无溶剂型生态功能性聚氨酯合成革综合升级项目”2 条水性无溶剂生产线全部安装并投产，其中第 1 条线于 2020 年正式投入量产，第 2 条线完成设备安装调试
2021 年	● 公司承担的“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，通过安徽省重大科技专项验收； ● 与科思创签订水性材料战略合作协议； ● 公司水性无溶剂关键技术通过安徽省揭榜攻关任务评估，9 项产品通过安徽省新产品认定； ● 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”； ● “水性及无溶剂型生态功能性聚氨酯合成革综合升级项目”第 2 条线于 2021 年正式投入量产
2022 年	● 公司水性无溶剂产品被省经信厅认定为“安徽省首批次新材料”； ● 水性、无溶剂产品营收占比约 20%左右；
2023 年	● 生态功能性聚氨酯合成革技改提标升级项目的 1 条水性无溶剂聚氨酯合成革生产线和新增的 1 条干法复合型聚氨酯合成革生产线实现投产，另外新增的 2 条干法复合型聚氨酯合成革生产线正在建设中

资料来源：公司公告，民生证券研究院

继续推进水性、无溶剂产能扩张，进一步扩大市场占有率。为有效满足未来生态功能性聚氨酯合成革市场的需求，进一步提升公司的水性、无溶剂的市场占有率，2022 年 3 月，公司拟投资约 4000 万元，对部分聚氨酯合成革生产线实施技改提标升级项目，建设 1 条水性无溶剂聚氨酯合成革生产线、3 条干法复合型聚氨酯合成革生产线，**项目升级后，4 条聚氨酯合成革生产线的生态功能性聚氨酯合成革计划产量为 1800 万米/年。**目前，提标升级的 1 条水性无溶剂型聚氨酯合成革生产线已于 2022 年投产，新增的 1 条干法复合型聚氨酯合成革生产线已于 2023 年上半年投产。公司正在积极推进剩余新增 2 条生产线的建设，其中一条正在推进安装，另外一条正在推进洽谈、采购，为未来客户和产品结构的转型

升级蓄势积能。

TPU 材料工艺技术领先，有望贡献新的增长极。除水性、无溶剂产品外，公司同样较早地布局了 TPU 材料的研发、生产，目前已经可以稳定生产并快速转化为竞争优势，是公司未来重要的增长点之一。与传统的聚氨酯合成革相比，公司研发生产的 TPU 材料工艺水平领先，具有色彩艳丽、花纹多样、成型美观、轻薄、轻量化、生态环保、能耗低、耐折、耐曲挠等优异的性能特点，具备较高的技术含量及附加值，目前主要应用于功能鞋材和电子产品中。

表10：公司 TPU 产品的进展

时间	重要事件
2014 年	公司开始研发生产 TPU 产品，用于在亚瑟士（ASICS）跑鞋中，合作时间较长，但内份额仍有较大提升空间
2020 年	公司成功进入苹果公司供应商体系，将安利 TPU 产品应用在苹果妙控键盘及相关配件中
2021 年-至今	公司加大 TPU 产品开发和市场开拓力度，应用领域进一步拓展。2022 年下半年开始，公司与安踏、特步等国内外运动品牌，进行 TPU 开发打样，2023 年 6 月逐步量产，处于稳步上升期；与耐克、彪马、361 度、中乔等，在 TPU 产品的合作处于起步阶段；其他如李宁、匹克等，正在推进协商中。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 越南区位优势突出，产能释放有望带来量价提升

越南工厂布局存在多重优势。2017 年，公司在越南平阳省新加坡工业园合资设立安利（越南）公司，截至 2023 年 12 月 13 日，公司共持有越南公司的 70.53% 的股份。越南工厂的布局具有突出优势，体现在：一是越南与美国、欧盟、东盟等国签订自贸协定，多重机遇叠加，机遇众多，市场空间广阔；二是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(近年来，耐克、阿迪达斯、彪马、亚瑟士、ZARA、爱室丽等下游运动休闲、沙发家居等知名品牌客户，在越南投资建厂)；三是积极化解国际贸易冲突带来的关税风险。

图32：安利越南厂区



资料来源：公司官网，民生证券研究院

越南部分前两条线产能已落地，新产能释即将迎来释放。2019 年 3 月，安利越南 1200 万米生态功能性聚氨酯合成革项目开始建设；2020-2021 年受全球卫生事件的影响，相关机器设备运输、安装受到阻碍，建设进展缓慢；2022 年四季度，安利越南前两条生产线调试投产，但因为前期投入较多人力费用、开发费用，以及开始计提折旧费用，且公司定位于全球中高端市场，品牌客户需对安利越南进行验厂审核、试单，所以当前订单较少、产销量较低；目前，公司正在积极推进剩余 2 条生产线的洽谈、采购，计划将于 2024 年下半年投产。

公司积极开拓市场，争取与功能鞋材、沙发家居等国内外的客户合作。德国和美国彪马、ROOMS TO GO (美国最大沙发家居面料渠道商)、爱室丽、乐至宝、敏华、顾家等国内外知名体育运动和沙发家居品牌客户高频率、多人次地餐馆访问越南；鞋材方面，公司正在积极推进安利越南的耐克供应商认证，截至 2023 年 11 月，安利越南已通过耐克总部 SHAPE 审核和 VOA 质量审核，正在推进废水和 RSL（禁用物质）的培训评估，以及最终的供应商准入标准，**安利越南有望正式成为耐克鞋部的供应商。**

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

PU 合成革：公司现有 PU 合成革产能约 8500 万米/年，按照本部提标升级项目及越南工厂二期的投产进度，我们预计 2023-2025 年公司产品销量为 6085、7435、8050 万米。公司未来新产品汽车内饰、电子产品将逐步提升，参考 2022 年全年 PU 合成革的单价，我们假设 2023-2025 年公司 PU 合成革的价格呈现稳步提升的趋势，2023-2025 年的税后价格分别为 33 元/米、36 元/米、38 元/米。毛利率方面，参考往年数据，预计 2023-2025 年 PU 合成革的毛利率分别为 21%、24%、27%。

表11：公司主要产品营业收入预测

业务板块		2022	2023E	2024E	2025E
PU 合成革	收入(百万元)	1859	2018	2648	3059
	毛利率 (%)	16%	21%	24%	27%
	毛利(百万元)	306	424	644	830
其他	收入(百万元)	94	103	113	124
	毛利率 (%)	4%	6%	6%	6%
	毛利(百万元)	4	6	7	7
合计	收入(百万元)	1953	2120	2761	3183
	毛利率 (%)	16%	20%	24%	26%
	毛利(百万元)	310	429	651	837

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

核心财务数据预测

我们假设公司 2023-2025 年销售费用率为 3.7%、3.7%、3.7%，管理费用率为 4.5%、4.2%、4.2%，研发费用率为 6.7%、6.7%、6.7%。综上假设，我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 21.20、27.61、31.83 亿元，归母净利润分别为 0.84、2.07、3.16 亿元，对应 EPS 预测分别为 0.39、0.95、1.46 元。

4.2 估值分析

公司是国内 PU 合成革龙头企业，主营业务为生态功能性聚氨酯合成革及复合材料的研发、生产、销售和服务。公司在市场上有同业务类型公司，具备使用 PE 估值法的条件，因此我们选取 PE 估值法对公司进行估值。我们选取业务有类似业务的斯迪克和明新旭腾进行对比。

斯迪克：公司是国内领先的功能性涂层复合材料供应商。凭借多年持续高投入形成的创新研发、精密制造和快速市场响应能力，公司能够根据市场和客户的不同需求，利用自身的技术优势为客户提供高质量、高性能的功能性涂层复合材料产品和技术工艺支持。

明新旭腾：公司是一家专注于汽车革研发、清洁生产和销售的高新技术企业。公司自设立以来一直专注于汽车革业务，经过不断的技术研究、新品开发和市场拓展，采用绿色制革技术，生产出一系列符合安全环保要求且舒适美观的汽车内饰用天然皮革，形成了从材料研究、工艺开发、清洁生产到销售推广和终端应用的汽车革一体化业务体系。

可比公司 2023-2025 年 PE 平均值为 34 倍、19 倍、12 倍，而安利股份 2023-2025 年公司 EPS 预测分别为 0.39、0.95、1.46 元，现价（2023 年 12 月 13 日）对应 PE 分别为 34 倍、14 倍、9 倍。2024 年公司估值为 14X，低于行业平均值 18X，具备投资价值。

表12：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300806.SZ	斯迪克	14.85	0.52	0.41	0.75	1.16	45	37	20	13
605068.SH	明新旭腾	22.35	0.60	0.74	1.31	2.05	49	30	17	11
	行业平均						47	34	19	12
300218.SZ	安利股份	13.12	0.67	0.39	0.95	1.46	20	34	14	9

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 12 月 13 日

4.3 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 2023-2025 年归母净利润分别为 0.84、2.07、3.16 亿元，EPS 分别 0.39、0.95、1.46 元，现价（2023 年 12 月 13 日）对应 PE 分别为 34x、14x、9x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 原材料价格波动的风险。公司主要原料为基布、聚氨酯树脂、离型纸、色浆、助剂，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，基布的主要原材料为棉花、涤纶、氨纶、粘胶等。聚氨酯树脂与基布的主要原料来自于石油、煤、天然气等相关衍生品和副产品，其价格会随本身的供求关系和石油、煤、天然气的波动而波动，如果公司无法及时应对价格变化，调整产品价格，可能会对盈利能力产生影响；

2) 天然气供应和成本费用提升的风险。公司 2017 年完成动力系统升级，更换燃煤锅炉为燃气锅炉，由合肥燃气供应天然气。天然气能源与煤炭等传统能源相比，价格相对较高，且市场存在一定的垄断性，在天然气使用旺季，国家和合肥地区可能会因为供应短缺存在“限供”，且 2023 年伴随着俄乌冲突等地缘政治紧张局势，可能还会引发国际原油供应紧张和天然气价格的上涨，国内外天然气市场的变化，将会直接增加公司的经营成本费用，从而影响公司的利润水平；

3) 产能无法充分利用的风险。公司正在积极推进安利越南投产运营以及安利工业园的技改提标升级改造项目，继续提升产能，做大做强公司产品规模。新增项目投产后，会增加固定资产折旧、无形资产摊销金额，还会增加公司的运行成本和费用。如果新增项目未能如期产生效益，将会在一定程度上影响公司经营业绩；此外，随着新增项目的投产和业务扩大，如果市场需求发生变化或者市场开拓不及预期，那也会对项目的经济效益产生影响，从而进一步影响公司业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,953	2,120	2,761	3,183
营业成本	1,643	1,691	2,110	2,346
营业税金及附加	16	18	23	26
销售费用	72	78	102	119
管理费用	104	95	115	135
研发费用	130	141	184	212
EBIT	-15	110	245	365
财务费用	10	5	5	5
资产减值损失	-14	-17	-22	-24
投资收益	-1	3	4	4
营业利润	162	90	222	340
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	156	90	222	340
所得税	0	0	0	0
净利润	156	90	222	340
归属于母公司净利润	145	84	207	316
EBITDA	87	214	361	493

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	428	433	426	626
应收账款及票据	209	215	280	322
预付款项	4	4	5	6
存货	379	436	544	605
其他流动资产	220	211	272	312
流动资产合计	1,240	1,300	1,527	1,872
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	968	977	978	981
无形资产	43	44	45	46
非流动资产合计	1,051	1,066	1,070	1,074
资产合计	2,291	2,366	2,598	2,946
短期借款	168	168	168	168
应付账款及票据	423	435	543	604
其他流动负债	204	228	159	177
流动负债合计	795	831	870	949
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	71	69	69	69
非流动负债合计	71	69	69	69
负债合计	866	900	939	1,018
股本	217	217	217	217
少数股东权益	147	154	169	193
股东权益合计	1,425	1,466	1,659	1,928
负债和股东权益合计	2,291	2,366	2,598	2,946

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.55	8.59	30.20	15.31
EBIT 增长率	-108.90	828.85	123.20	49.02
净利润增长率	9.65	-41.87	145.68	53.17
盈利能力 (%)				
毛利率	15.87	20.24	23.58	26.29
净利率	7.41	3.96	7.48	9.94
总资产收益率 ROA	6.31	3.55	7.95	10.74
净资产收益率 ROE	11.32	6.41	13.87	18.24
偿债能力				
流动比率	1.56	1.56	1.76	1.97
速动比率	1.04	1.02	1.11	1.32
现金比率	0.54	0.52	0.49	0.66
资产负债率 (%)	37.81	38.05	36.14	34.56
经营效率				
应收账款周转天数	39.11	38.51	38.51	38.51
存货周转天数	84.15	97.89	97.89	97.89
总资产周转率	0.87	0.91	1.11	1.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	0.39	0.95	1.46
每股净资产	5.89	6.05	6.86	7.99
每股经营现金流	0.99	0.82	1.13	1.87
每股股利	0.23	0.13	0.33	0.50
估值分析				
PE	20	34	14	9
PB	2.2	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	30.98	12.56	7.46	5.46
股息收益率 (%)	1.75	1.02	2.50	3.83

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	156	90	222	340
折旧和摊销	102	105	116	129
营运资金变动	107	-45	-129	-103
经营活动现金流	216	178	245	406
资本开支	9	-118	-121	-132
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	10	-116	-117	-128
股权募资	6	0	0	0
债务募资	-71	-2	-101	0
筹资活动现金流	-101	-57	-136	-77
现金净流量	137	5	-8	200

插图目录

图 1: 公司产品应用领域	3
图 2: 公司自成立以来的历史沿革	5
图 3: 2018-2023 前三季度公司营业收入及同比增速	6
图 4: 2018-2023 前三季度公司归母净利润及同比增速	6
图 5: 2022 年公司各产品收入占比	6
图 6: 2022 年公司收入地区占比	6
图 7: 2018-2023 前三季度毛利率、净利率变动情况	7
图 8: 2018-2023 前三季度期间费用率变动情况	7
图 9: 公司股权结构图	8
图 10: 人造革合成革产业链	9
图 11: 人造革合成革分类	10
图 12: 干法 PU 合成革生产工艺流程图	11
图 13: 湿法 PU 合成革生产工艺流程图	11
图 14: 2016-2025 年中国人造革合成革市场规模及预测 (单位: 亿米)	14
图 15: 巴斯夫 TPU 合成革专用 ELASTOLLAN®TPU 粒子介绍	17
图 16: 2020 年中国人造革合成革下游应用占比 (按产量, 单位: %)	17
图 17: 2015-2021 年中国皮革皮靴产量及同比	18
图 18: 2015-2021 年中国家具产量及同比	18
图 19: 2015-2022 年我国汽车产量及同比增速	20
图 20: 2015-2022 年我国新能源汽车产量及同比增速	20
图 21: HUAWEI Mate 60 RS 非凡大师星钻保护壳	21
图 22: 素皮手机后盖叠层结构	21
图 23: 2016-2025 年中国人造革合成革销量情况及预测 (按应用划分, 亿米)	21
图 24: 公司“2+4”市场布局及营收占比	26
图 25: 耐克 2018-2022 年收入及同比增速	27
图 26: 敏华控股 2018-2022 年收入及同比增速	27
图 27: 公司在电子领域的具体应用	28
图 28: 比亚迪 2018-2022 年收入及同比增速	29
图 29: 苹果 2018-2022 年收入及同比增速	29
图 30: 2018-2022 年公司研发费用及增速	30
图 31: 2018-2022 年公司与同行公司研发费用率	30
图 32: 安利越南厂区	32

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 天然皮革与人造革合成革的性能比较	12
表 2: 聚氨酯合成革的生态性能指标	15
表 3: 水性无溶剂产品与溶剂型产品的区别	16
表 4: 汽车人造坐垫革的主要技术指标	19
表 5: 同行业可比公司情况	22
表 6: 同行业可比公司主营业务及业绩经营情况	23
表 7: 公司主要的品牌客户	26
表 8: 公司主要研发项目	30
表 9: 公司水性、无溶剂产品的进展	31
表 10: 公司 TPU 产品的进展	32
表 11: 公司主要产品营业收入预测	34
表 12: 可比公司 PE 数据对比	35
公司财务报表数据预测汇总	37

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。	公司评级	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