

安利股份 (300218.SZ) 老树开新花，新产品与新需求助力公司二次成长

2024年03月05日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

金益腾（分析师）

蒋跨越（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

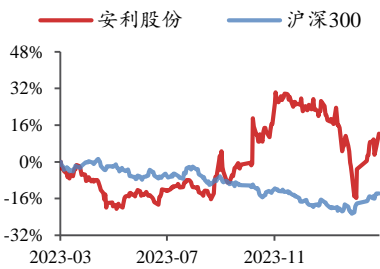
jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790523120001

日期	2024/3/4
当前股价(元)	12.02
一年最高最低(元)	14.47/8.25
总市值(亿元)	26.08
流通市值(亿元)	26.00
总股本(亿股)	2.17
流通股本(亿股)	2.16
近3个月换手率(%)	109.86

股价走势图



数据来源：聚源

● 老树开新花，PU合成革龙头有望迎来新一轮腾飞

公司为国内PU合成革龙头企业，在成本、客户、技术等方面具备显著的竞争优势。未来伴随下游功能鞋材传统需求的边际改善、TPU产品与汽车等新兴领域需求的加速释放，公司业绩有望维持高速增长。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.73、1.86、2.60亿元，EPS分别为0.33、0.86、1.20元，当前股价对应PE分别为35.9、14.1、10.0倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● PU合成革行业：供给格局分散，新兴领域前景可期

供给端，国内PU合成革行业竞争格局分散，目前行业内规上企业有500多家，且多以小企业为主，低端市场充分竞争，产品同质化严重。未来伴随行业竞争的逐步加剧，落后的中小企业产能或将持续出清，龙头企业有望进一步增强定价能力、享受品牌溢价。**需求端**，合成革下游需求以鞋材、服装及家具箱包为主。展望2024年，尽管沙发家居需求或受地产竣工端表现不佳有所拖累，但伴随下游库存的逐步去化，功能鞋材需求有望迎来边际改善。另外，以汽车、电子产品、体育装备与工程装饰等新兴高端领域需求正在加速释放，未来有望为PU合成革贡献重要的需求增量。其中，根据我们的测算，在保守与乐观的情形下，2030年国内新能源汽车用PU合成革市场规模分别可达到24、160亿元。

● 安利股份：多举措构筑竞争优势，新产品与新需求助力公司二次成长

成本端，公司PU合成革产能位居行业前列，具备显著的规模优势，且子公司自供原料PU树脂，进一步降低生产成本。**客户端**，公司坚持做大做强功能鞋材、沙发家居两大优势品类，积极培育电子产品、汽车内饰、体育装备、工程装饰四项新兴品类，并在此过程中积累了大量优质客户。其中，在汽车领域，公司是丰田、长城、小鹏、比亚迪等知名汽车品牌供应商，获得部分定点项目并量产。**技术端**，公司积极布局生态功能性、水性、无溶剂聚氨酯合成革等新工艺、新技术，以及TPU等新产品，未来有望为公司贡献关键的业绩增量。

● **风险提示**：下游需求不及预期、原材料价格大幅波动、能源成本大幅波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,046	1,953	2,155	2,533	2,811
YOY(%)	32.3	-4.6	10.4	17.5	11.0
归母净利润(百万元)	132	145	73	186	260
YOY(%)	161.4	9.7	-49.8	155.6	40.3
毛利率(%)	22.9	15.9	20.5	22.6	24.6
净利率(%)	6.4	7.4	3.4	7.3	9.3
ROE(%)	10.7	10.9	5.1	12.1	14.9
EPS(摊薄/元)	0.61	0.67	0.33	0.86	1.20
P/E(倍)	19.8	18.0	35.9	14.1	10.0
P/B(倍)	2.3	2.0	2.0	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司为国内 PU 合成革龙头企业	4
1.1、 产业历史悠久，股权结构稳定清晰	4
1.2、 产能规模稳步扩张，国内与海外基地同步布局	5
1.3、 经营模式稳健成熟，采用“以销定产、订单驱动”的生产模式	7
1.4、 新兴领域与新产品需求加速释放，2023 年公司业绩触底反弹	7
1.5、 积极推动股份回购和员工持股计划，彰显公司长期发展信心	10
2、 PU 合成革行业：新兴需求驱动成长，前景未来可期	10
2.1、 PU 合成革属于人造革合成革，产品性能优异、优点众多	10
2.2、 供给：行业竞争格局分散，大中小型企业处境分化	12
2.3、 需求：各领域表现有所差异，新兴领域需求加速释放	14
2.3.1、 人造革合成革下游需求以鞋材、服装等为主，市场规模稳步增长	14
2.3.2、 沙发家居：2024 年地产竣工或将承压，重点关注保交接进展	14
2.3.3、 功能鞋材：下游终端逐步去库，2024 年需求有望迎来边际改善	15
2.3.4、 新兴领域：新能源汽车需求加速释放，新兴领域未来可期	16
3、 安利股份：多举措构筑竞争优势，新产品与新需求助力公司二次成长	19
3.1、 成本：产能位居行业前列，成本优势显著	19
3.2、 客户：深度绑定下游优质客户，“2+4”战略布局日益完善	20
3.3、 技术：充分重视研发创新，TPU 及水性、无溶剂产品值得期待	21
3.3.1、 公司在研项目众多，研发投入持续提升	21
3.3.2、 水性、无溶剂聚氨酯合成革优势显著，公司积极布局、技术领先	22
3.3.3、 公司积极推进 TPU 产品客户认证，未来有望贡献重要的业绩增量	24
4、 盈利预测与投资建议	25
5、 风险提示	26
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1： 公司产业历史悠久	4
图 2： 公司股权结构稳定清晰	5
图 3： 公司产品质量优异、优点众多	5
图 4： 公司产品应用领域广泛	5
图 5： 公司产能规模稳步扩张	6
图 6： 公司销售模式以直销为主、经销商和贸易商为辅	7
图 7： 2011 年至 2022 年，公司营收总体呈上升趋势	8
图 8： 2011 年至 2022 年，公司扣非归母净利润有所波动	8
图 9： 2023H1，生态功能性合成革营收占比为 92.28%	8
图 10： 2023H1，生态功能性合成革毛利占比为 94.77%	8
图 11： 2022 年公司海外营收占比 38.22%	9
图 12： 2022 年公司海外毛利占比 37.88%	9
图 13： 公司期间费用率保持合理水平	9
图 14： PU 合成革的上游原料主要为基布、聚氨酯树脂等	11
图 15： 传统的聚氨酯合成革生产工艺分为湿法工艺与干法工艺	12

图 16: 国内 PU 合成革行业大中小型企业处境分化	13
图 17: 2015-2022 年人造革合成革市场规模稳步增长	14
图 18: 人造革合成革下游以鞋材、服装及家具箱包为主	14
图 19: PU 合成革可用于沙发	14
图 20: PU 合成革可用于床头软包	14
图 21: 2023 年国内地产新开工面积与竣工面积分化严重	15
图 22: PU 合成革可用于各类鞋材	15
图 23: Nike 库存于 2022 年 8 月底达到峰值	16
图 24: Adidas 库存于 2022 年 9 月底达到峰值	16
图 25: 李宁库存仍处于高位	16
图 26: 安踏库存 2023H1 下降显著	16
图 27: PU 合成革可用于汽车内饰、座椅、门护板、仪表盘等	17
图 28: 2023 年新能源汽车销量同比增长 37.9%	18
图 29: 2023 年 12 月新能源汽车渗透率达到 37.74%	18
图 30: PU 合成革可应用于电子产品、体育装备、工程装饰等新兴领域	19
图 31: 2022 年公司合成革产品营业成本中, 原材料占比 66.84%	20
图 32: 公司“2+4”战略布局日益完善	20
图 33: 2022 年公司研发支出占营收比例达到 6.67%	22
图 34: 2022 年公司研发人员数量占比达到 17.27%	22
图 35: 公司的水性/无溶剂复合型环保聚氨酯合成革的制备方法实现技术创新	24
图 36: 耐克篮球鞋鞋面使用 TPU 材质	25
图 37: 李宁跑步鞋鞋面使用 TPU 材质	25
表 1: 公司经营模式稳健成熟	7
表 2: 公司积极推进股份回购和员工持股计划	10
表 3: 生态功能性 PU 合成革具有皮感、手感、弹性优良, 色彩、花纹、品种众多、环保可降解等优点	11
表 4: 人造革合成革起源于 20 世纪初期	13
表 5: 车用 PU 合成革各项指标优异	17
表 6: 乐观情形下, 2030 国内新能源汽车用 PU 合成革市场规模可以达到 160 亿元	18
表 7: 公司深度绑定下游优质客户	21
表 8: 截至 2022 年底, 公司拥有多个在研项目	22
表 9: 无溶剂聚氨酯合成革生产工艺优势明显	23
表 10: 公司业绩拆分与盈利预测	25
表 11: 预计 2025 年公司 PE 低于可比公司平均 PE	26

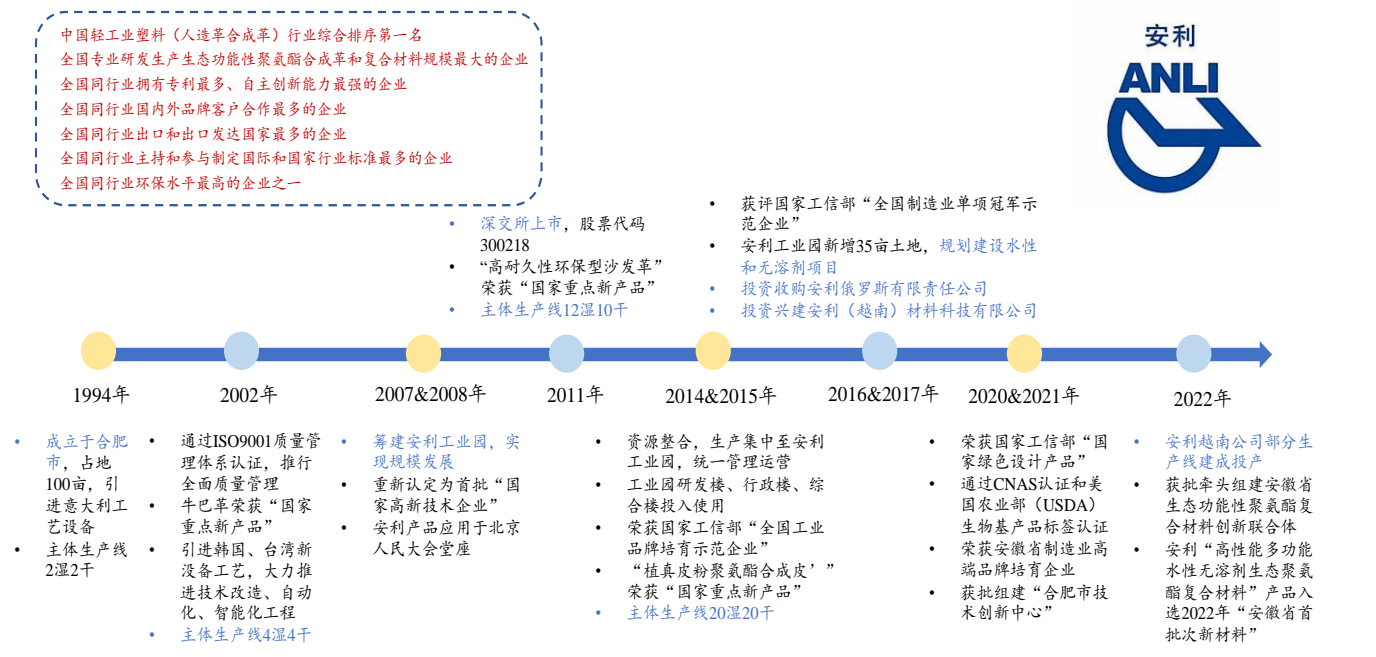
1、公司为国内 PU 合成革龙头企业

1.1、产业历史悠久，股权结构稳定清晰

安徽安利材料科技股份有限公司（以下简称“安利股份”或“公司”）成立于 1994 年，总部位于安徽合肥。自成立以来，公司始终专注于聚氨酯（PU）合成革业务。经过近二十载的艰苦奋斗，公司于 2011 年 5 月在深交所公开上市，正式登陆资本市场。

上市以后，一方面公司不断扩大产能建设、巩固行业龙头地位，另一方面投建海外基地、拓展布局全球业务。2017 年，公司投资收购安利俄罗斯有限责任公司，同时投资兴建安利越南材料科技有限公司，开始布局越南基地。2021 年 3 月，公司与科思创签订了《战略合作协议》，在水性聚氨酯基复合材料的研发、应用和市场推广等方面计划建立合作伙伴关系。2022 年 3 月，公司拟投资“生态功能性聚氨酯合成革技改提标升级项目”，项目技改提标升级后，4 条聚氨酯合成革生产线的生态功能性聚氨酯合成革年计划产量为 1800 万平米/年。2022Q4 开始，公司子公司安利越南的部分生产线分批建成投产。

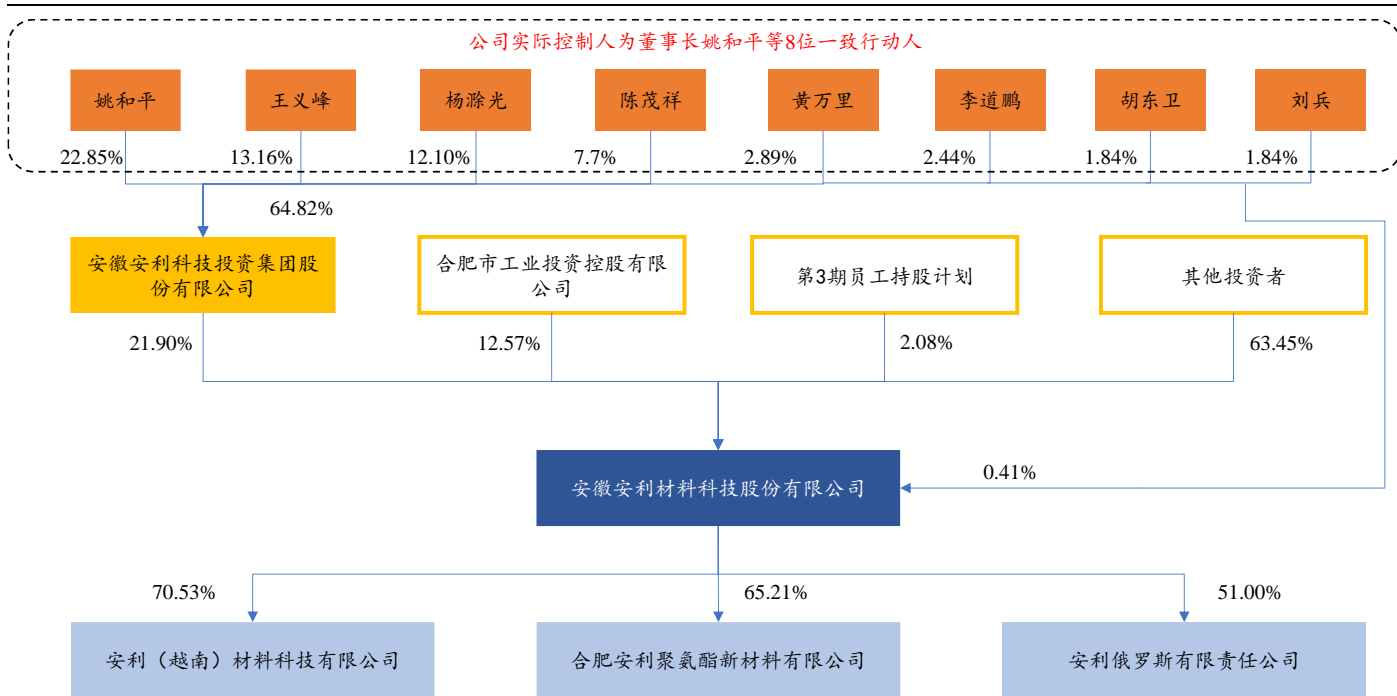
图1：公司产业历史悠久



资料来源：公司宣传材料、开源证券研究所

公司股权结构稳定清晰。根据 Wind 数据，截至 2023Q3 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%。同时根据公司公告，姚和平、王义峰、杨滁光、陈茂祥、黄万里、胡东卫、刘兵、李道鹏等 8 人为一致行动人，也是公司的实际控制人，其共同直接持有安利投资 64.82%的股权，并且合计直接持有安利股份 0.41%的股权。

图2：公司股权结构稳定清晰



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：截至 2023Q3 数据

1.2、产能规模稳步扩张，国内与海外基地同步布局

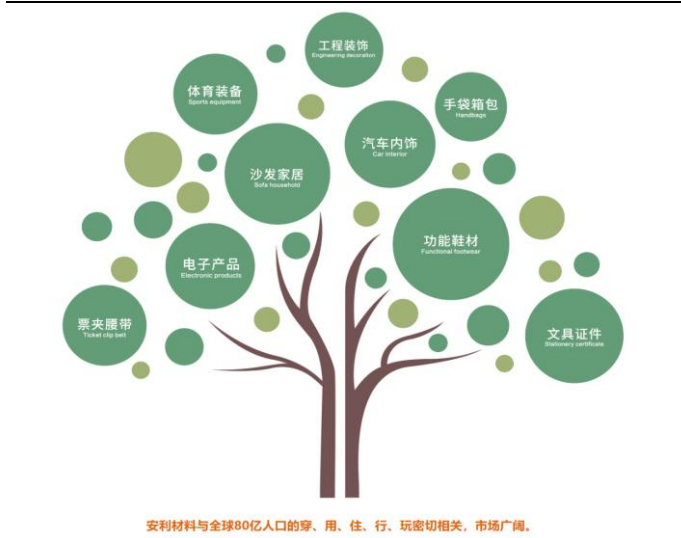
公司主营业务为生态功能性聚氨酯合成革及复合材料的研发、生产、销售与服务，主要产品为生态功能性聚氨酯合成革及复合材料，广泛应用于功能鞋材、沙发家居、电子产品、汽车内饰、体育装备、工程装饰、手袋箱包等领域。

图3：公司产品质量优异、优点众多



资料来源：公司官网

图4：公司产品应用领域广泛



资料来源：公司官网

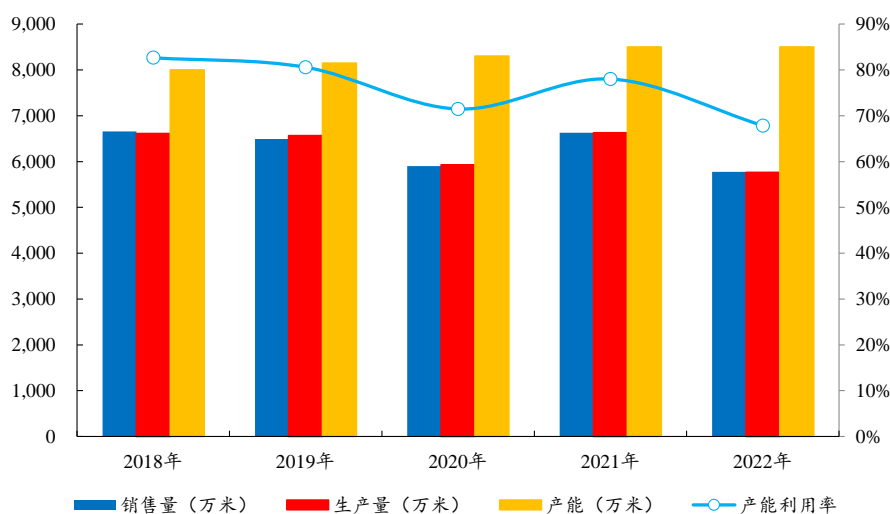
生产基地方面，公司国内与海外基地同步布局，目前主要拥有三大生产基地：

- **合肥本部基地：**位于安徽合肥经开区的安利工业园，是公司目前主要的产能所在地。
- **越南基地：**安利越南合计规划建设 4 条生产线，建成达产后，计划形成年产 1200 万米聚氨酯合成革和复合材料的生产经营能力，其中 2 条生产线于 2022Q4 末调试投产（由于在投产初期，员工、市场开发等投入较大，目前产销量未达盈亏平衡点，有一定亏损），剩余 2 条生产线计划于 2024H2 投产。
- **俄罗斯基地：**安利俄罗斯拥有 1 条干法生产线，目前生产经营整体稳定，处于保本微盈状态。

公司积极推进客户与产品的转型升级，产能规模稳步扩张。根据公司公告，2018-2022 年间，公司产能规模稳步扩张，由 8000 万米/年逐步提升至 8500 万米/年。同期，公司销量总体保持稳定，维持在 6000-6500 万米/年（其中 2022 年受国内外需求疲软影响，销量为 5773 万米），这主要系公司积极推进客户与产品的转型升级，中高端品牌客户、高附加值与高技术含量产品占比逐步提升，同时一些中低端、量大的普通型“大路货”产品有所减少。

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。同时根据公司投资者关系活动记录，“十四五”期间，公司期望通过努力拼搏，计划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。**未来伴随公司产能规模的持续扩张以及下游传统领域需求回暖、新兴领域需求加速释放，公司产销量水平有望稳步增长。**

图5：公司产能规模稳步扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、经营模式稳健成熟，采用“以销定产、订单驱动”的生产模式

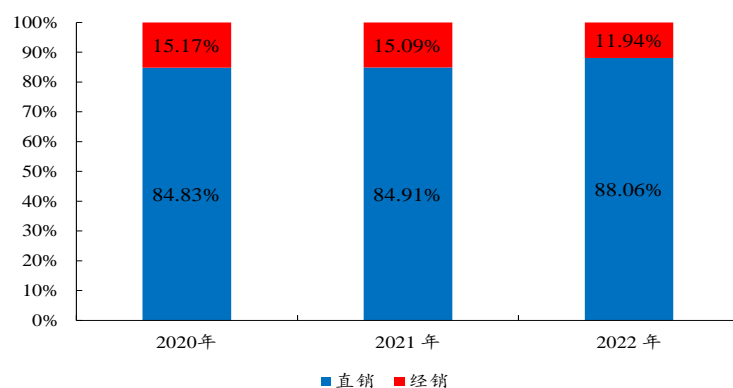
公司经营模式稳健成熟。销售方面，公司以直销为主、经销商和贸易商为辅，根据公司公告，2022年公司直销收入占总营收的88.06%。开发方面，公司一方面结合市场需求、公司产品优势和特点进行自主开发；另一方面与客户共同谋划，定向开发。采购方面，公司根据市场需求、合同和订单预测等因素，结合材料的消耗水平、仓储水平、供应商生产交货时间等，合理采购和储备一定数量的原材料，确保原材料合理的订货期和安全储备量。生产方面，由于公司聚氨酯合成革及复合材料在应用领域、性能指标和定制化需求等方面有一定差异性，因此公司主要采用“以销定产、订单驱动”的生产模式。

表1：公司经营模式稳健成熟

分类	基本情况介绍
销售模式	公司的销售模式以直销为主、经销商和贸易商为辅。直销模式是指公司与下游客户及其指定的代工厂，直接签订销售合同/订单实现销售的业务模式。
开发模式	公司坚持品牌引领、创新驱动，坚持以市场为导向、以客户为中心的开发，一是结合市场需求、公司产品优势和特点进行自主开发；二是与客户共同谋划，定向开发。
采购模式	公司根据市场需求、合同和订单预测等因素，结合材料的消耗水平、仓储水平、供应商生产交货时间等，合理采购和储备一定数量的原材料，确保原材料合理的订货期和安全储备量。
生产模式	由于公司聚氨酯合成革及复合材料在应用领域、性能指标和定制化需求等方面有一定差异性，因此公司主要采用“以销定产、订单驱动”的生产模式。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图6：公司销售模式以直销为主、经销商和贸易商为辅



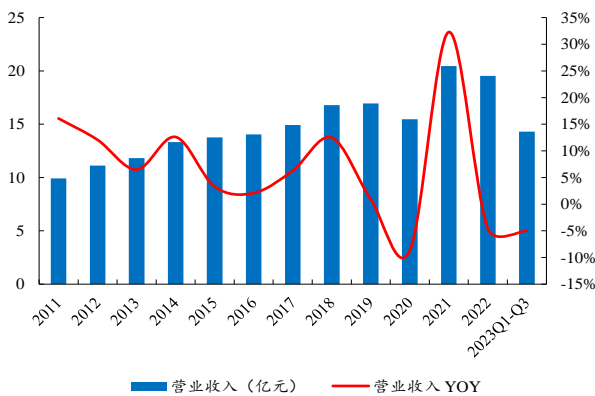
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.4、新兴领域与新产品需求加速释放，2023年公司业绩触底反弹

2011年至2022年间，公司营收总体呈上升趋势，扣非归母净利润有所波动。营收方面，2011年至2022年间，公司营收由9.91亿元增长至19.53亿元，年均复合增速为6.36%，总体呈现上升趋势。但2020年和2022年，受国内公共卫生事件、国内外需求疲软等因素影响，公司营收有所下滑，增速分别下滑至-8.75%、-4.55%。利润

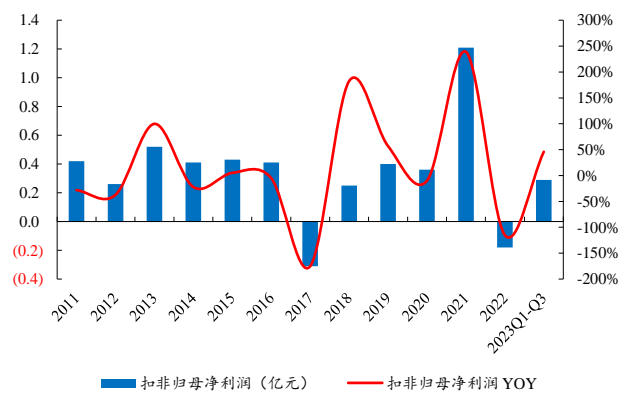
方面，2011年至2022年间，受下游需求及原材料价格与能源成本波动等因素影响，公司扣非归母净利润有所波动。其中，2017年公司扣非归母净利润同比下降达到175.34%，主要系原辅材料与能源价格大幅上涨、美元贬值使得公司出口业务受损、“煤改气”清洁能源项目导致公司处置燃煤锅炉损失及计提固定资产减值准备等原因；2021年公司扣非归母净利润同比增长239.10%，主要得益于下游需求逐步复苏与产品结构的逐步优化。2023年前三季度，受益于汽车等新兴领域需求及TPU等新产品的快速放量，尽管公司营收14.31亿元，同比下降4.97%，但扣非归母净利润达到0.29亿元，同比增长高达45.94%。

图7：2011年至2022年，公司营收总体呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

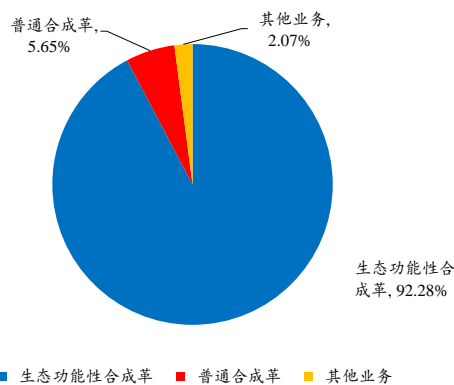
图8：2011年至2022年，公司扣非归母净利润有所波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

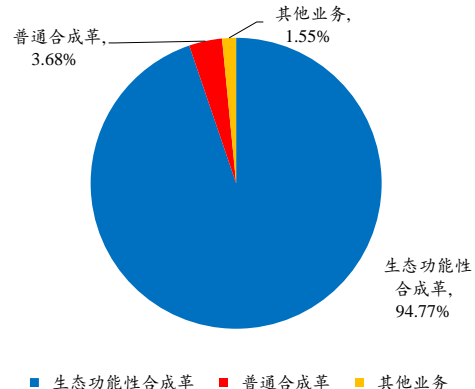
分产品来看，合成革是公司主要的营收、毛利来源，其中2023H1生态功能性合成革贡献了90%以上的营收和毛利。根据Wind数据，2023H1公司生态功能性合成革与普通合成革分别实现营收8.07、0.49亿元，分别占比92.28%、5.65%。毛利方面，2023H1公司生态功能性合成革与普通合成革分别贡献毛利1.54、0.06亿元，分别占比94.77%、3.68%。

图9：2023H1，生态功能性合成革营收占比为92.28%



数据来源：Wind、开源证券研究所

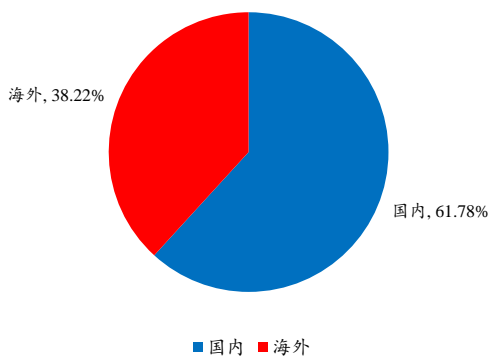
图10：2023H1，生态功能性合成革毛利占比为94.77%



数据来源：Wind、开源证券研究所

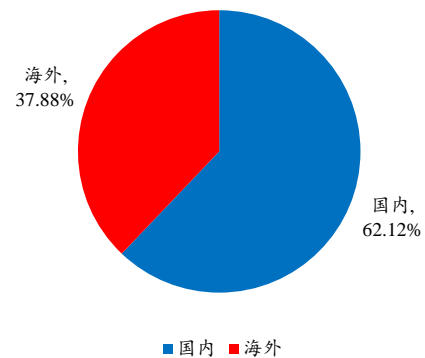
分地区看，2022年公司海外营收与毛利占比均接近四成。公司国内下游客户主要集中在华东、华南等地区，产品主要出口欧美、东南亚等70多个国家和地区。营收方面，根据Wind数据，2022年公司营收结构中，国内占比61.78%，海外（出口及海外子公司）占比38.22%；毛利方面，2022年公司国内毛利占比62.12%，海外（出口及海外子公司）占比37.88%。近年来，公司顺应全球下游市场产业转移趋势，通过并购或投资设立海外子公司，布局海外业务。截至2023Q3，公司子公司安利越南2条生产线已投产创收，并积极推进另外2条生产线的洽谈、采购，预计于2024年投产。未来，随着安利越南已投产产能不断爬坡与筹建产能的陆续落地，公司的海外业务的营收与毛利有望实现同步增长。

图11: 2022年公司海外营收占比38.22%



数据来源: Wind、开源证券研究所

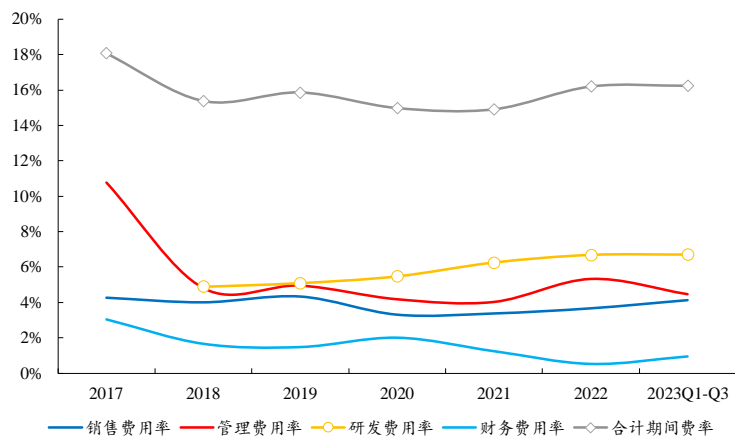
图12: 2022年公司海外毛利占比37.88%



数据来源: Wind、开源证券研究所

创新驱动与运营提效并举，公司加大研发投入的同时仍将期间费用率整体控制在合理水平，运营管理有的放矢。在经营管理方面，2018至今公司一方面深耕技术创新，加大研发投入；另一方面精进费用管控，不断推进降本增效。根据公司公告，2023年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率与财务费用率分别为4.14%、4.47%、6.69%、0.94%，合计期间费用率为16.24%，整体处于合理水平。

图13: 公司期间费用率保持合理水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.5、积极推动股份回购和员工持股计划，彰显公司长期发展信心

公司积极推动股份回购和员工持股计划，彰显长期发展信心。根据公司公告，2015 年至今，公司分别累计实施了三次股份回购与三次员工持股计划。这不仅向市场传递了积极向好的情绪、彰显公司长期发展信心，还持续完善公司治理结构，有助于提高员工工作积极性，助力公司中长期发展。

表2：公司积极推进股份回购和员工持股计划

分类	事件	具体事项
股份回购	第一次股份回购	2021 年 10 月 29 日，公司公告拟首次回购公司股份，2021 年 12 月 24 日回购事项实施完毕，公司累计回购公司股份 324.97 万股，占公司总股本约 1.50%。
	第二次股份回购	2022 年 1 月 11 日，公司公告拟第二次使用自有资金或自筹资金以集中竞价交易方式回购公司股份，2022 年 3 月 7 日实施完毕，累计通过回购股份 125.91 万股，占公司总股本约 0.58%。
	第三次股份回购	2023 年 6 月 27 日，公司再次公告拟回购股份用于股权激励或员工持股计划，2023 年 8 月 9 日实施完毕，累计回购公司股份 315.77 万股，占公司总股本约 1.46%。
员工持股计划	第 1 期员工持股计划	2015 年 3 月 27 日，公司公告拟开展第 1 期员工持股计划。2015 年 7 月 3 日购买完成，“华林证券—安利股份第 1 期员工持股定向资产管理计划”通过集中竞价方式累计买入公司股票 453.43 万股，购买均价约 12.90 元/股，占公司总股本的比例为 2.09%。
	第 2 期员工持股计划	2017 年 3 月 25 日，公司公告拟开展第 2 期员工持股计划。2017 年 9 月 22 日购买完成，“申万宏源—安利股份第 2 期员工持股定向资产管理计划”通过集中竞价方式累计买入公司股票 562.82 万股，占公司总股本的 2.59%，成交均价为 10.65 元/股。
	第 3 期员工持股计划	2022 年 3 月 29 日，公司公告拟开展第 3 期员工持股计划。“安徽安利材料科技股份有限公司回购专用证券账户”所持有的 450.88 万股公司股票，于 2022 年 6 月 8 日以非交易过户的方式过户至“安徽安利材料科技股份有限公司-第 3 期员工持股计划”证券账户，过户股份数量占公司当前总股本的 2.08%。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、PU 合成革行业：新兴需求驱动成长，前景未来可期

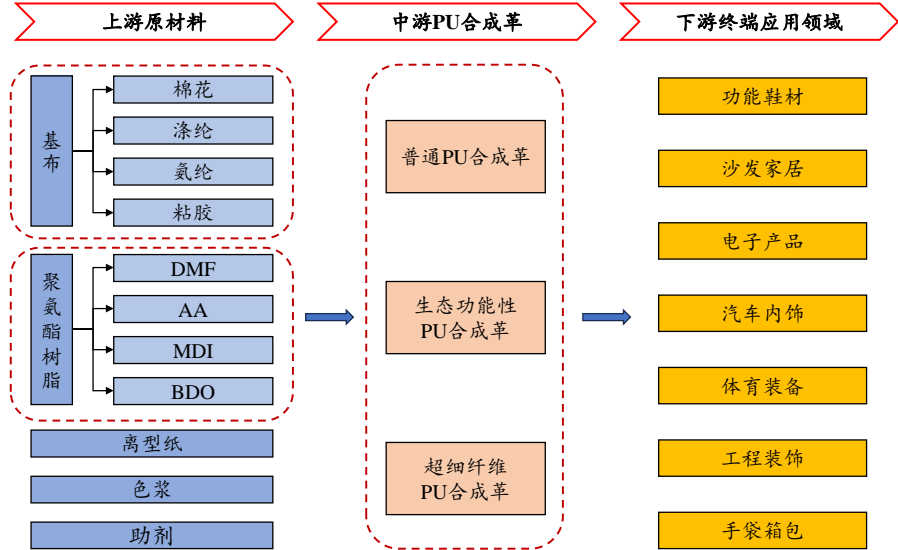
2.1、PU 合成革属于人造革合成革，产品性能优异、优点众多

人造革合成革主要包括 PVC 人造革与 PU 合成革。人造革合成革是塑料工业的重要组成部分，作为天然皮革的替代材料，已被广泛应用于各行各业。同时，根据原材料和加工工艺的不同，人造革合成革行业主要细分为聚氯乙烯人造革（PVC 人造革）和聚氨酯合成革（PU 合成革）。其中，PU 合成革是以人工合成方式在机织布、针织布、无纺布等基材上通过浸渍聚合物浆料和涂层加工而制成的一种新型高分子复合材料。

从产业链来看，PU 合成革可分为上、中、下游三个环节。上游环节，PU 合成革原材料为基布、聚氨酯树脂、离型纸、色浆、助剂等，其中聚氨酯树脂的主要原料为 DMF、AA、MDI、BDO 等，基布的主要原料为棉花、涤纶、氨纶、粘胶等。中游环节，主要为 PU 合成革产品，根据工艺、性能的不同，又可以细分为普通 PU 合成革、生态功能性 PU 合成革、超细纤维 PU 合成革。下游环节，主要为 PU 合成

革的终端应用领域，包括功能鞋材、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。

图14: PU合成革的上游原料主要为基布、聚氨酯树脂等



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表3: 生态功能性 PU 合成革具有皮感、手感、弹性优良，色彩、花纹、品种众多、环保可降解等优点

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、超细纤维布、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

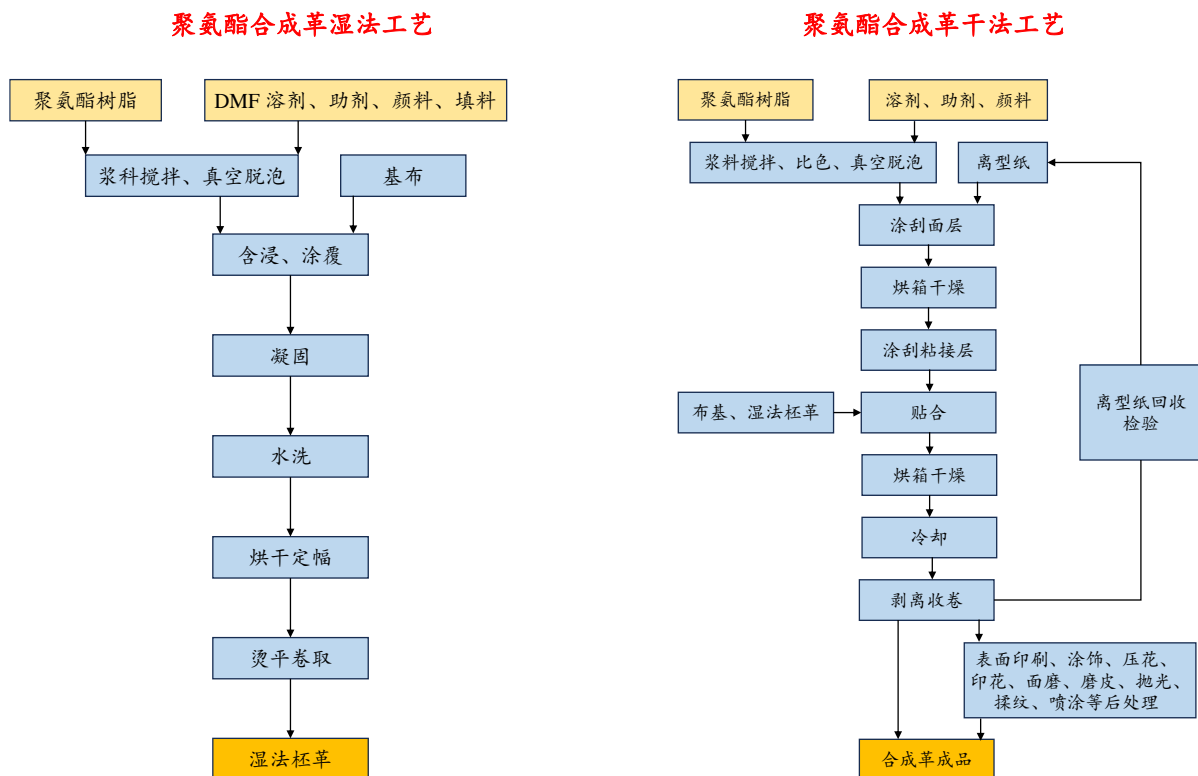
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

从生产工艺来看，传统的聚氨酯合成革生产工艺分为湿法工艺与干法工艺：

- **湿法工艺：**将聚氨酯树脂溶于 DMF 溶液中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、而与聚氨酯树脂不亲和的液体（如水）中置换出溶剂（DMF），使聚氨酯树脂逐渐凝固，从而形成多孔性的皮膜，即微孔聚氨酯粒面层。习惯上称这一微孔聚氨酯粒面层为贝斯，意为基材，即湿法聚氨酯半成品革，贝斯表面经整饰后最终成为聚氨酯合成革成品。
- **干法工艺：**是将聚氨酯浆料用刮刀涂覆在离型纸上，经过干燥、冷却工艺后，再涂覆上粘合层底料，然后利用基布发送贴合装置将基布与底料复合，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。

目前大部分企业采用的是湿法和干法相结合的工艺技术，先经过湿法生产聚氨酯合成革贝斯，再用干法贴面成型，或再经过压花、印花、磨皮、喷涂、揉纹、转移等后处理工艺，生产出各种类型和花纹、效果的 PU 合成革。

图15：传统的聚氨酯合成革生产工艺分为湿法工艺与干法工艺



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、供给：行业竞争格局分散，大中小型企业处境分化

长期以来，为弥补天然皮革在环保、高物性及功能性等方面的不足，人类一直致力于研究开发天然皮革的替代材料。人造革合成革产业起源于 20 世纪初期，初代产品为用硝酸纤维素溶胶涂覆织物所制成的硝酸纤维素漆布是人造革合成革的先驱。此后，伴随相关生产技术的逐步成熟，PVC 人造革与 PU 合成革产品陆续涌现。其中，PU 合成革在产品质量、品种及产量上都进步迅速，性能越来越接近天然皮革，某些性能甚至超过天然皮革。同时产品多样化、功能性、时尚性、生态环保也逐渐

成为 PU 合成革行业发展的大趋势。

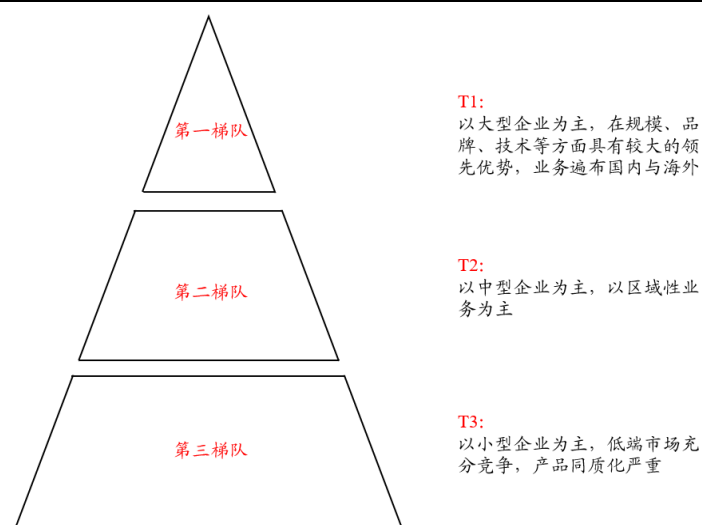
表4: 人造革合成革起源于 20 世纪初期

序号	事件
1	20 世纪初期, 用硝酸纤维素溶胶涂覆织物所制成的硝酸纤维素漆布是人造革合成革的先驱。
2	1931 年, 聚氯乙烯的工业化生产及 PVC 贴合法的生产工艺, 推动了 PVC 人造革的出现。随着 PVC 人造革生产技术的成熟, 其生产逐步实现产业化, 并被迅速应用于各个领域。
3	继 PVC 人造革之后, 经过科技专家的研究和开发, PU 合成革作为天然皮革的理想替代品, 取得了突破性的技术进步。PU 涂于织物表面最早于 20 世纪 50 年代出现在市场上。
4	1964 年, 美国杜邦公司开发出了一种用作鞋帮的 PU 合成革, 这种合成革用合成纤维无纺布为底基, 无纺布纤维交织形成的毛细管使其部分表现出天然革的呼吸特征。
5	1965 年日本可乐丽公司研制出取消了中间织物的双层结构合成革, 加强了成品的柔软性。
6	发展至今, PU 合成革在产品质量、品种及产量上都进步迅速, 性能越来越接近天然皮革, 某些性能甚至超过天然皮革。同时产品多样化、功能性、时尚性、生态环保也逐渐成为 PU 合成革行业发展的趋势。

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

国内 PU 合成革行业竞争格局分散, 大中小型企业处境分化。由于国内 PU 合成革行业是完全开放、市场化的行业, 市场规模较大, 且普通 PU 合成革生产面临的技术、资金等壁垒并不高, 因而相关生产企业数量众多、行业集中度相对较低。根据安利股份投资者问答消息, 目前国内 PU 合成革行业规上企业有 500 多家。按照规模、品牌、技术等标准, 大致可以将其分为三个梯队: (1) 以大型企业为主, 在规模、品牌、技术等方面具有较大的领先优势, 业务遍布国内与海外; (2) 以中型企业为主, 以区域性业务为主; (3) 以小型企业为主, 低端市场充分竞争, 产品同质化严重。展望未来, 我们认为伴随行业竞争的逐步加剧, 落后的中小企业产能或将持续出清。在此背景下, 龙头企业也有望进一步增强定价能力、享受品牌溢价。

图16: 国内 PU 合成革行业大中小型企业处境分化



资料来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

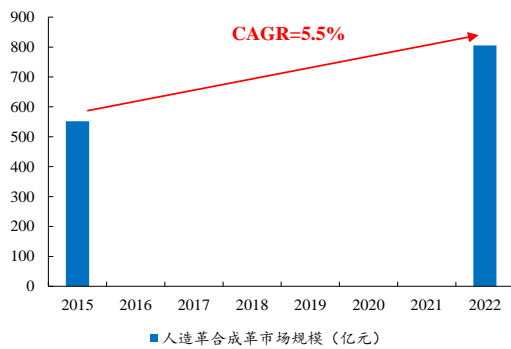
2.3、需求：各领域表现有所差异，新兴领域需求加速释放

2.3.1、人造革合成革下游需求以鞋材、服装等为主，市场规模稳步增长

国内人造革合成革市场规模稳步增长，PU合成革占比超四成。根据智研咨询数据，2015年至2022年间，国内人造革合成革市场规模由553.15亿元增长至805.44亿元，CAGR达到5.5%，同时其预计2023年国内人造革合成革市场规模将达到813.94亿元，同比增长1.06%。分产品来看，人造革合成革主要分为PVC人造革与PU合成革，其中PU合成革市场规模占比约为42%。

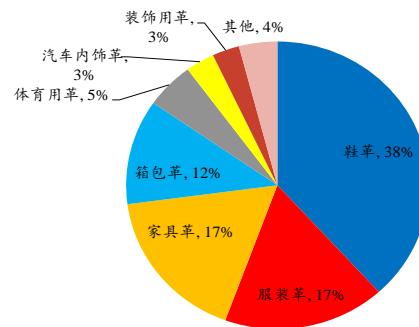
国内人造革合成革下游需求以鞋材、服装及家具箱包为主。根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会与华经产业研究院数据，2022年国内人造革合成革下游需求来源中，鞋材、服装、家具与箱包领域分别占比38%、17%、17%、12%。

图17：2015-2022年人造革合成革市场规模稳步增长



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图18：人造革合成革下游以鞋材、服装及家具箱包为主



数据来源：中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会、华经产业研究院、开源证券研究所

2.3.2、沙发家居：2024年地产竣工或将承压，重点关注保交楼进展

PU合成革可用于沙发、床头软包等家居领域。在沙发家居领域，PU合成革具有视觉感好、手感丰满、质感强、耐用、物理性能卓越、阻燃性强、去污便捷等诸多优点，目前正在被越来越广泛的应用。

图19：PU合成革可用于沙发



资料来源：京东官网

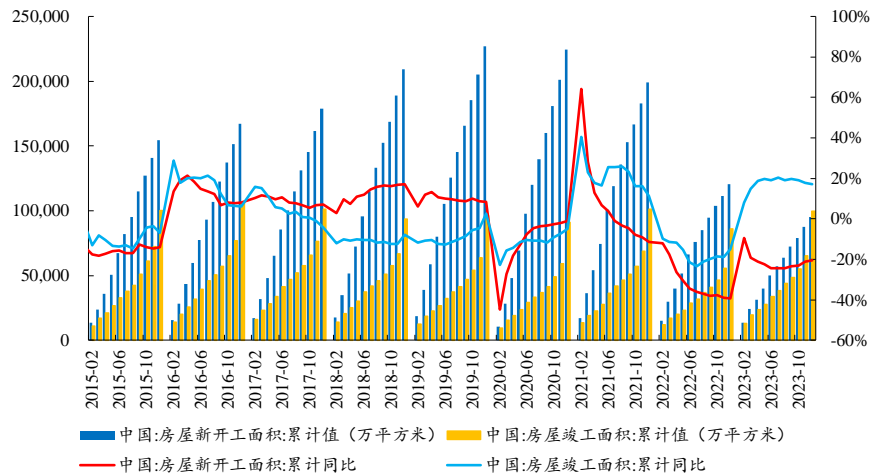
图20：PU合成革可用于床头软包



资料来源：京东官网

2024 年地产竣工或将承压，重点关注保交楼进展。沙发家居作为重要的地产后周期产业，其需求与地产竣工面积息息相关。根据 Wind 数据，受保交楼及公共卫生事件导致 2022 年原定交楼项目有所推迟的影响，2023 年国内地产竣工面积累计达到 9.98 亿平方米，同比增长 17.0%。但在新开工面积方面，2022 年与 2023 年国内新开工面积分别为 12.06 亿平方米、9.54 亿平方米，分别同比下降 39.4%、20.4%。在此背景下，我们预计受地产竣工端影响，沙发家居领域需求或将有所承压，建议后续重点关注保交楼进展。

图21：2023 年国内地产新开工面积与竣工面积分化严重



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.3、功能鞋材：下游终端逐步去库，2024 年需求有望迎来边际改善

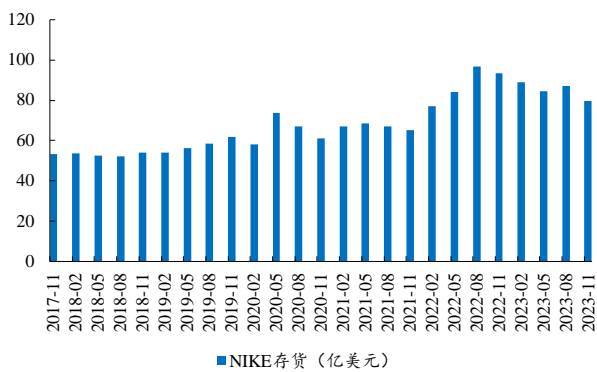
2020 年至 2022 年上半年间，受公共卫生事件影响，海内外运动品牌生产经营活动受到剧烈冲击，库存规模持续走高。此后 2022 年下半年开始，各品牌厂商纷纷开启去库周期，自身库存水平逐步改善，但在此过程中，上游原材料（如 PU 合成革）生产企业的客户需求随之受到一定压制，经营情况也面临一定压力。

图22：PU 合成革可用于各类鞋材

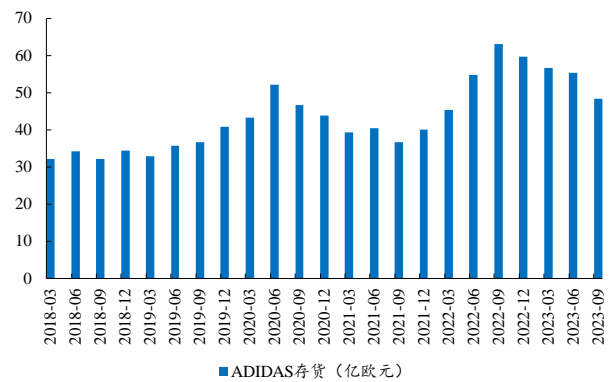


资料来源：公司招股说明书

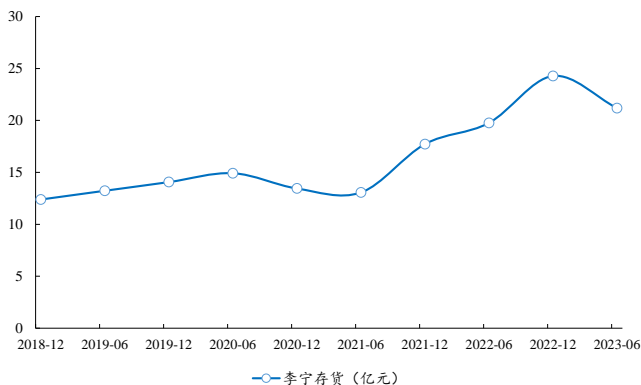
PU 合成革下游功能鞋材客户正在逐步去库，2024 年需求有望迎来边际改善。海外方面，以 Nike、Adidas 为例，根据各公司财报，2022 年 8 月底 Nike 存货规模达到峰值 96.62 亿美元，随后三个季度连续下降，截至 2023 年 11 月底降至 79.79 亿美元，较峰值下降 17.42%；Adidas 存货规模于 2022 年 9 月底达到峰值 63.15 亿欧元，此后四个季度连续下降，截至 2023 年 9 月底降至 48.49 亿欧元，较峰值下降 23.2%。国内方面，以李宁、安踏为例，二者库存均由 2023 年开始去化，根据各公司财报，截至 2023 年 6 月底，二者库存分别降至 21.20 亿元、64.87 亿元，分别较 2022 年底峰值下降 12.7%、23.6%。展望未来，我们认为伴随海内外终端企业库存逐步去化，上游 PU 合成革需求也有望随之迎来边际改善。

图23: Nike 库存于 2022 年 8 月底达到峰值


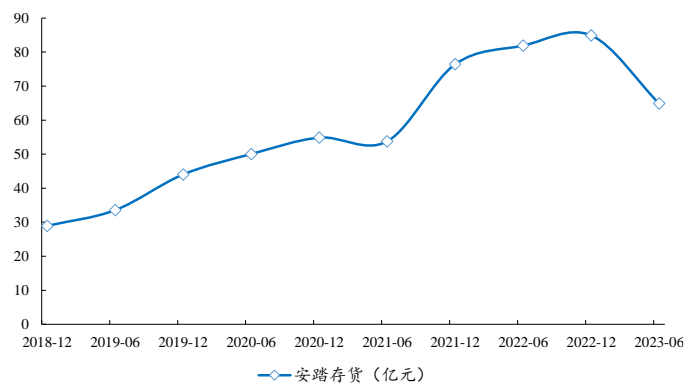
数据来源: Nike 财报、开源证券研究所

图24: Adidas 库存于 2022 年 9 月底达到峰值


资料来源: Adidas 财报、开源证券研究所

图25: 李宁库存仍处于高位


数据来源: 李宁财报、开源证券研究所

图26: 安踏库存 2023H1 下降显著


数据来源: 安踏财报、开源证券研究所

2.3.4、新兴领域: 新能源汽车需求加速释放, 新兴领域未来可期

PU 合成革可用于汽车内饰、座椅、门护板、仪表盘等领域。传统汽车座椅及内饰件表层材质多以真皮、PVC 人造革、布等为主，伴随新能源汽车产业的高速发展，PU 合成革凭借优异的性能，逐步开始崭露头角。

表5: 车用 PU 合成革各项指标优异

指标	具体介绍
视觉感	表面花纹立体感强，纹理定型
包覆性	手感丰满弹性佳，质感好，具有优良的包覆性，成型美观
效果佳	具有卓越的表面色泽，呈现靓丽自然的表面色彩和光泽，纹路多变
环保性能	采用创新的无溶剂加工工艺，环保性能卓越，不含有机锡、重金属、偶氮、多环芳烃等，不含 PFCs
气味性	无不良气味，气味性能优良，尤其适用于汽车内饰的封闭空间
触感	触感细腻，自然滑爽，具有更好的肤感和人体亲和性
耐久性	提供卓越的耐水解及耐久性能
耐磨	提供卓越的表面耐磨性能，全面超越汽车内饰材料表面耐磨要求
多功能性	易去污、阻燃性好、抗菌防霉
综合性能	一撕裂强度高、拉断强度高、曲挠强度高 一接缝强度高，接缝滑移性能好 一耐光性好，耐老化性能好 一色牢度好，不易掉色，防汗渍 一耐化学性能好，耐溶剂性能好

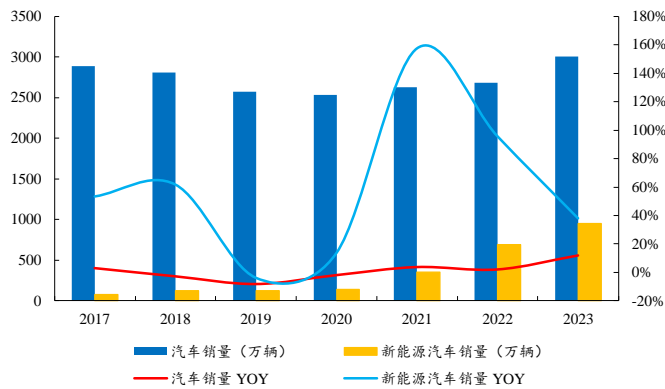
资料来源：公司官网、开源证券研究所

图27: PU 合成革可用于汽车内饰、座椅、门护板、仪表盘等


资料来源：公司官网

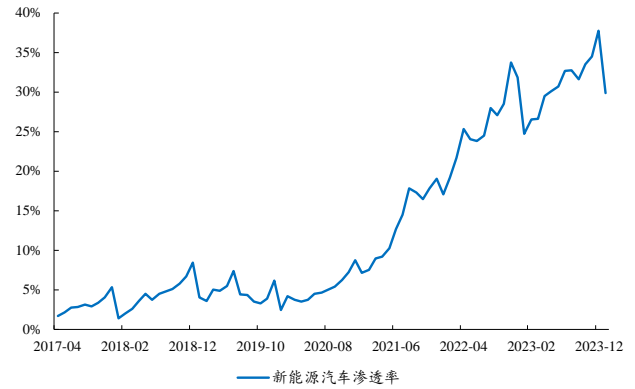
新能源汽车渗透率持续提升，PU 合成革需求加速释放。根据 Wind 数据，2023 年国内汽车销量 3009.4 万辆，累计同比增长 12.0%，其中新能源汽车销量 949.52 万辆，累计同比增长高达 37.9%。与此同时，2023 年新能源汽车全年整体渗透率已经达到 31.55%，其中 2023 年 12 月单月渗透率达到 37.74%。未来伴随新能源汽车销量的持续提升，PU 合成革需求有望迎来快速释放期。

图28：2023年新能源汽车销量同比增长37.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2023年12月新能源汽车渗透率达到37.74%



数据来源：Wind、开源证券研究所

基于以下主要假设，我们对2030年国内新能源汽车用PU合成革市场规模进行了测算：

- (1) 根据GGII数据，假设2030年国内新能源汽车销量达到2500万辆；
- (2) 敏感性假设，到2030年PU合成革渗透率分别为40%、60%、80%；
- (3) 敏感性假设，到2030年单车PU合成革用量为3、5、7、10米；
- (4) 假设新能源汽车用PU合成革单价80元/米；

经过测算，我们得出：保守情形下，2030年国内新能源汽车用PU合成革市场规模为24亿元；乐观情形下，2030年国内新能源汽车用PU合成革市场规模可以达到160亿元。

表6：乐观情形下，2030国内新能源汽车用PU合成革市场规模可以达到160亿元

2030年国内新能源汽车用PU合成革远期市场规模测算												
新能源汽车销量 (万辆)	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500
PU合成革渗透率	40%			60%				80%				
单车PU合成革用量 (米)	3	5	7	10	3	5	7	10	3	5	7	10
单价 (元/米)	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
单车价值量 (元)	240	400	560	800	240	400	560	800	240	400	560	800
新能源汽车用PU合成革市场规模 (亿元)	24.0	40.0	56.0	80.0	36.0	60.0	84.0	120.0	48.0	80.0	112.0	160.0

数据来源：GGII、公司公告、开源证券研究所

PU合成革还可应用于电子产品、体育装备、工程装饰等新兴领域。近年来，PU合成革凭借自身诸多优点，逐步在电子产品、体育装备、工程装饰等新兴领域替代其他材质被广泛应用。未来伴随上述领域需求的持续释放，PU合成革生产企业有望充分受益。

图30：PU合成革可应用于电子产品、体育装备、工程装饰等新兴领域



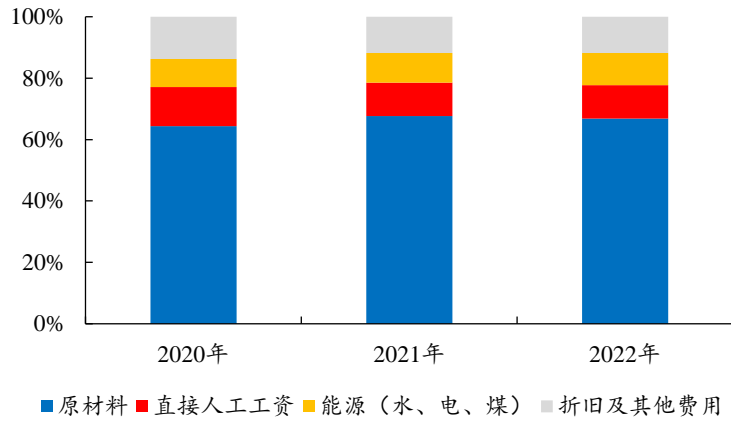
资料来源：公司官网、开源证券研究所

3、安利股份：多举措构筑竞争优势，新产品与新需求助力公司二次成长

3.1、成本：产能位居行业前列，成本优势显著

公司产能位居行业前列，规模优势显著。据中国塑料加工工业协会有关数据统计，公司聚氨酯合成革产品国内市场占有率约5.3%，其中生态功能性聚氨酯合成革产品细分市场占有约25%左右，为国内第一。同时根据公司公告，2022年公司合成革产品营业成本中，原材料、人工、能源、折旧及其他费用分别占比66.84%、10.90%、10.42%、11.84%。较大的产能规模可以为公司在原辅材料采购、折旧等固定成本分摊等方面带来相应的成本优势，进而降低产品的综合生产成本、获取行业超额收益。

图31：2022年公司合成革产品营业成本中，原材料占比66.84%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司 PU 树脂自供，进一步降低生产成本、保障原料供应稳定性。根据公司公告，公司控股子公司安利新材料（持股 65.21%）拥有年产 7 万吨 PU 树脂的生产经营能力。公司 PU 合成革和 PU 树脂一体化研发生产，这不仅有助于进一步降低产品生产成本，还可以保障原料供应稳定性。

3.2、客户：深度绑定下游优质客户，“2+4”战略布局日益完善

做大做强优势品类，积极培育新兴品类，公司“2+4”战略布局日益完善。公司深耕行业多年，坚持以市场为导向、以客户为中心，深化“2+4”市场布局，坚持做大做强功能鞋材、沙发家居两大优势品类，积极培育电子产品、汽车内饰、体育装备、工程装饰四项新兴品类。根据公司公告，功能鞋材和沙发家居两大优势品类合计营收占比约 80%左右；电子产品、汽车内饰、体育装备、工程装饰四项新兴品类占比合计约 20%左右。

图32：公司“2+4”战略布局日益完善



资料来源：公司公告、各公司官网、开源证券研究所

公司深度绑定下游优质客户，客户粘性较高。根据公司公告，在沙发家居领域，公司目前品牌大客户主要有爱室丽、芝华仕、顾家、宜家、欧派等；在功能鞋材领域，公司是 NIKE 唯一中资鞋用聚氨酯合成革及复合材料合格供应商，是 PUMA、ASICS 等品牌的核心供应商，同时正积极培育国际斐乐、匡威、锐步、威富集团、哥伦比亚、TOMMY、爱步等国际运动休闲品牌，正积极联系阿迪达斯、NB、UA、昂跑、HOKA 等国际运动休闲品牌，作为驱动公司未来中长期发展的储备客。在汽车领域，公司是比亚迪、丰田、长城、小鹏等知名汽车品牌供应商，获得部分定点项目并量产；在电子产品领域，公司下游客户涵盖苹果、三星、Beats、小米、谷歌、OPPO、VIVO 等知名企业。对于下游客户而言，尤其是新兴领域的客户，公司产品需经过多轮严格认证，因此一旦进入下游客户供应链体系，其并不会轻易更换供应商，这有助于增强公司客户粘性、巩固先发优势地位。

表7：公司深度绑定下游优质客户

下游领域	客户情况
沙发家居	爱室丽、芝华仕、顾家、宜家、欧派等
功能鞋材	耐克、彪马、亚瑟士、安踏、李宁、特步、H&M、ZARA、361 度、中乔、匹克等
汽车	比亚迪、小鹏、丰田、长城等
电子产品	苹果、三星、Beats 小米、谷歌、OPPO、VIVO 等
体育装备	耐克装备、迪卡侬装备等

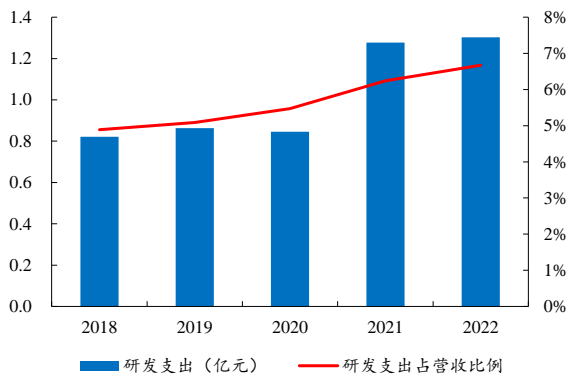
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、技术：充分重视研发创新，TPU 及水性、无溶剂产品值得期待

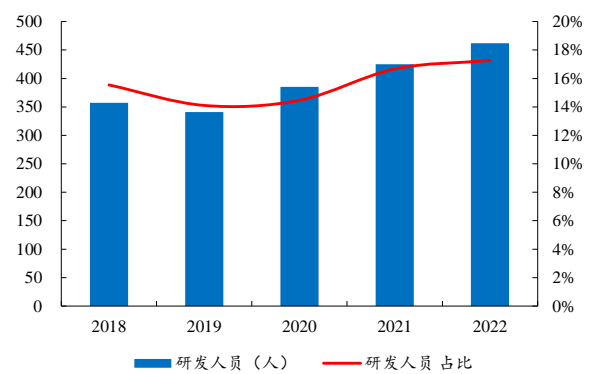
3.3.1、公司在研项目众多，研发投入持续提升

公司为行业领头标兵，是同行业拥有专利最多、制定国家和行业标准最多的企业。根据公司公告，截至 2023 年三季度末，公司及控股子公司拥有有效授权专利 554 项，其中国际授权专利 1 项；制定国家和行业标准 51 项，是目前国内同行业拥有专利最多、制定国家和行业标准最多的企业。同时公司是“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”，获“中国专利优秀奖”，是全国同行业唯一一家“中国轻工业科技百强企业”。

充分重视研发创新，研发投入持续提升。根据 Wind 数据，2018 年至 2022 年间公司研发支出由 0.82 亿元持续增长至 1.30 亿元，年均复合增速达到 12.24%。截至 2022 年，公司研发支出占营收比例已经达到 6.67%。同时，在研发人员方面，2022 年公司研发人员数量达到 462 人，占比达到 17.27%。

图33：2022 年公司研发支出占营收比例达到 6.67%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2022 年公司研发人员数量占比达到 17.27%


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司在研项目众多，为长期发展打下坚实基础。根据市场对新材料、新技术、新工艺的需求，公司持续加强对功能鞋材、汽车内饰、电子产品、沙发家居等下游领域适用的聚氨酯合成革产品的研发力度、根据公司公告，截至 2022 年底，公司在研项目包括“汽车内饰用聚氨酯合成革产品开发”、“电子产品用水性无溶剂聚氨酯合成革产品开发”、“沙发家居用硅基聚氨酯生态皮”、“TPU 热塑性聚氨酯产品开发”和“生物基聚氨酯合成革产品开发”等。

表8：截至 2022 年底，公司拥有多个在研项目

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、开源证券研究所

3.3.2、水性、无溶剂聚氨酯合成革优势显著，公司积极布局、技术领先

随着人们生态环保意识的逐步增强，国内外品牌客户越来越关注产品的高性能、多功能、生态环保和资源可循环利用。如耐克、阿迪达斯、H&M、宜家等客户均在积极开发推广和应用新型生态功能性材料，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。在此背景下，水性、无溶剂、生物基、硅基、回收再生等聚氨酯合成革及复合材料已经成为

行业发展的**大趋势**。

目前市场上聚氨酯合成革主要可分为三大类：**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，该产品性能优异，且成本低廉。但溶剂型聚氨酯合成革在制备过程中需要加入大量有害的DMF溶剂，而且溶剂难以完全回收。水性聚氨酯合成革虽然以水取代有机溶剂作为分散介质可避免大量有害有机溶剂的引入，但后期水介质的除去需耗费大量能量，导致生产成本大幅提高，同时合成革的物理性能也会有所降低。无溶剂聚氨酯合成革在生产加工中无需加入溶剂，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“绿色环保”的发展需求。尽管当前无溶剂聚氨酯合成革的市场份额不算很大，但市场正处于快速成长期。

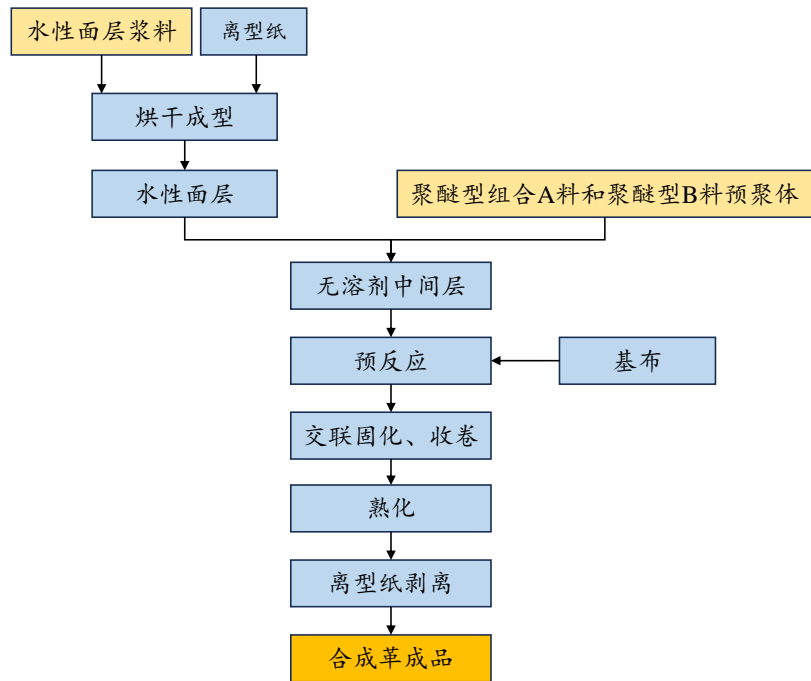
表9：无溶剂聚氨酯合成革生产工艺优势明显

类别	优点	缺点
溶剂型聚氨酯合成革	产品性能优异,且成本低廉	在制备过程中需要加入大量有害的DMF溶剂,而且溶剂难以完全回收;
水性聚氨酯合成革	以水取代有机溶剂作为分散介质可避免大量有害有机溶剂的引入	后期水介质的除去需耗费大量能量,导致生产成本提高,同时合成革的物理性能会有所降低
无溶剂聚氨酯合成革	在生产加工中无需加入溶剂,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	生产工艺不同于溶剂型或水性聚氨酯合成革,属于一个全新的系统,目前很少有定型的原料和设备

资料来源：石磊等（2021年）《无溶剂聚氨酯合成革技术的研究进展》、开源证券研究所

公司积极布局生态功能性、水性、无溶剂聚氨酯合成革等新工艺、新技术。公司积极推行清洁生产工艺和绿色生产，持续开展水性、无溶剂聚氨酯合成革研发生产，采用水性、无溶剂材料替代溶剂型材料。早在2015年9月29日，公司便申请了一项名为《一种水性/无溶剂复合型环保聚氨酯合成革的制备方法》的专利，其制备过程不使用任何有机溶剂，实现了合成革生产加工及成品的零溶剂使用及健康环保；同时将水性聚氨酯树脂与无溶剂聚氨酯树脂的优点结合，获得的合成革产品不仅花纹立体感强、手感柔软，耐水解等物理性能优越，而且肌肤感及皮感与天然真皮相当。同时根据公司公告，2022年公司生态功能性合成革营收占比89%，其中水性、无溶剂产品营收占比约20%左右。公司该产品也被国家工信部认定为“国家绿色设计产品”、被省经信厅认定为“安徽省首批次新材料”。

图35：公司的水性/无溶剂复合型环保聚氨酯合成革的制备方法实现技术创新



资料来源：《一种水性/无溶剂复合型环保聚氨酯合成革的制备方法》、开源证券研究所

展望未来，水性、无溶剂聚氨酯合成革需求增长可期，公司有望充分受益。政策层面，2016年7月13日，工信部、财政部联合下发了《重点行业挥发性有机物削减行动计划》，计划明确将在11个重点行业加快VOCs削减进度，其中明确提出：合成革行业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。供需层面，根据中国化工报消息，耐克、阿迪达斯等22家国际品牌主导成立ZDHC（有害化学物质零排放）组织已经于2021年全面停止使用溶剂型合成革。中国虽然合成革产量占全球的73%，但其中水性合成革仅占1%。未来水性、无溶剂聚氨酯合成革需求仍有较大空间，公司也有望随之充分受益。

3.3.3、公司积极推进TPU产品客户认证，未来有望贡献重要的业绩增量

TPU因具有轻薄、轻量化、生态环保、能耗低、耐折、耐曲挠等性能优势，受到亚瑟士、安踏、特步等国内外运动休闲品牌客户青睐，被逐步推广应用于高端运动休闲鞋中。根据公司公告，公司按照计划目标积极推进TPU产品在功能鞋材领域的开发与营销工作。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，份额稳步提升。另外，目前公司与耐克、彪马、361度、中乔等客户在TPU产品的合作上处于起步阶段，其他客户如李宁、匹克等也正在推进协调中。根据公司公告，2023年以来公司TPU产品逐步放量，其中三季度TPU产量创季度新高（8月TPU产量创月度新高）。我们认为，TPU产品作为行业发展的新动能，具有高技术壁垒、高毛利等特点，未来有望为公司贡献重要的业绩增量。

图36: 耐克篮球鞋鞋面使用 TPU 材质


商品名称: 耐克Nike Kyrie 5 Low 欧...
货号: Ou4qw640V
适用性别: 男

商品编号: 10090923994426
鞋面材质: TPU
闭合方式: 旋钮扣

资料来源: 京东官网、开源证券研究所

图37: 李宁跑步鞋鞋面使用 TPU 材质


产品信息
INFORMATION

款号: ARMT043
性别: 男
系列: 跑步系列

鞋面: 纺织品+TPU
鞋底: 橡胶

资料来源: 京东官网、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

针对公司盈利预测，我们主要做出以下假设：

- 1、考虑到汽车、体育装备、电子产品、TPU 等新产品与新兴领域的放量，预计 2023-2025 年公司合成革营收分别同比+12.7%、+17.1%、+10.9%。
- 2、同时鉴于上述新产品及新兴领域的毛利率较高，假设 2023-2025 年公司合成革毛利率逐步提升，分别为 20.9%、23.1%、25.2%。

表10: 公司业绩拆分与盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合成革					
营业收入 (亿元)	19.54	18.59	20.95	24.53	27.21
营业收入 YOY		-4.9%	12.7%	17.1%	10.9%
营业成本 (亿元)	14.91	15.53	16.57	18.85	20.35
毛利 (亿元)	4.63	3.06	4.38	5.68	6.86
毛利率	23.7%	16.5%	20.9%	23.1%	25.2%
其他业务					
营业收入 (亿元)	0.92	0.94	0.60	0.80	0.90
营业收入 YOY		2.0%	-35.8%	33.3%	12.5%
营业成本 (亿元)	0.87	0.90	0.55	0.75	0.85
毛利 (亿元)	0.05	0.04	0.05	0.05	0.05
毛利率	5.1%	4.2%	8.3%	6.3%	5.6%
合计					
营业收入 (亿元)	20.46	19.53	21.55	25.33	28.11
营业收入 YOY		-4.6%	10.4%	17.5%	11.0%
营业成本 (亿元)	15.78	16.43	17.12	19.60	21.20

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

25/29

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利 (亿元)	4.68	3.10	4.43	5.73	6.91
毛利率	22.9%	15.9%	20.5%	22.6%	24.6%

数据来源: Wind、开源证券研究所

公司为国内 PU 合成革龙头企业, 在成本、客户、技术等方面具备显著的竞争优势。未来伴随下游功能鞋材传统需求的边际改善、TPU 产品与汽车等新兴领域需求的加速释放, 公司业绩有望维持高速增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.73、1.86、2.60 亿元, EPS 分别为 0.33、0.86、1.20 元, 当前股价对应 PE 分别为 35.9、14.1、10.0 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

同时, 我们选取了同样涵盖汽车革业务或者鞋材业务的上市公司明新旭腾与华利集团进行估值比较。我们预计公司当前股价对应 2023 年 PE 为 35.9 倍, 高于可比公司 24.4 倍的平均 PE, 但是到 2025 年预计公司当前股价对应 PE 为 10.0 倍, 低于可比公司 15.1 倍平均 PE。

表11: 预计 2025 年公司 PE 低于可比公司平均 PE

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
605068.SH	明新旭腾	29	17.76	0.60	0.64	1.07	-	49.3	27.8	16.6	-
300979.SZ	华利集团	661	56.65	2.77	2.69	3.11	3.76	20.6	21.1	18.2	15.1
			平均值					35.0	24.4	17.4	15.1
300218.SZ	安利股份	26	12.02	0.67	0.33	0.86	1.20	15.0	35.9	14.1	10.0

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 1、除安利股份与华利集团数据来自开源证券研究所外, 其余公司盈利预测与估值来自 Wind 一致预期; 2、估值数据以 2024 年 3 月 4 日收盘价为基础。

5、风险提示

- (1) 下游需求不及预期: 以新能源汽车为代表的新兴领域或放量不及预期。
- (2) 原材料价格大幅波动: MDF、MDI 等主要原材料价格若大幅波动, 或对公司产品成本造成影响。
- (3) 能源成本大幅波动: 天然气等能源价格若大幅波动, 或对公司产品成本造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1124	1240	1245	1431	1878
现金	294	428	369	377	763
应收票据及应收账款	214	209	329	394	409
其他应收款	2	78	66	79	108
预付账款	4	4	5	6	6
存货	472	379	335	434	449
其他流动资产	136	142	142	142	142
非流动资产	1079	1051	1025	1050	1027
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	881	968	945	974	957
无形资产	45	43	41	37	32
其他非流动资产	153	40	39	39	38
资产总计	2203	2291	2270	2481	2905
流动负债	775	795	750	801	990
短期借款	180	168	160	200	240
应付票据及应付账款	374	423	433	478	581
其他流动负债	221	204	156	123	169
非流动负债	173	71	71	71	71
长期借款	100	0	0	0	0
其他非流动负债	73	71	71	71	71
负债合计	948	866	821	872	1061
少数股东权益	128	147	149	159	173
股本	217	217	217	217	217
资本公积	362	352	352	352	352
留存收益	603	703	749	869	1043
归属母公司股东权益	1127	1277	1300	1449	1671
负债和股东权益	2203	2291	2270	2481	2905

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	137	216	189	157	505
净利润	135	156	75	195	274
折旧摊销	104	102	99	109	121
财务费用	25	10	17	19	22
投资损失	-5	1	0	0	0
营运资金变动	-153	107	-14	-176	78
其他经营现金流	31	-159	12	10	10
投资活动现金流	-84	10	-73	-134	-98
资本支出	149	71	73	134	98
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	64	80	0	0	0
筹资活动现金流	-149	-101	-175	-15	-21
短期借款	-30	-12	-8	40	40
长期借款	20	-100	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-9	0	0	0
其他筹资现金流	-139	20	-167	-55	-61
现金净增加额	-97	137	-60	8	386

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2046	1953	2155	2533	2811
营业成本	1578	1643	1712	1960	2120
营业税金及附加	16	16	16	18	20
营业费用	69	72	90	95	100
管理费用	83	104	95	100	110
研发费用	128	130	130	135	150
财务费用	25	10	17	19	22
资产减值损失	-12	-14	-25	-10	-10
其他收益	17	21	20	20	20
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
投资净收益	5	-1	0	0	0
资产处置收益	0	187	0	0	0
营业利润	146	162	77	206	290
营业外收入	2	0	4	4	4
营业外支出	7	6	2	2	2
利润总额	140	156	79	208	292
所得税	6	-0	5	12	17
净利润	135	156	75	195	274
少数股东损益	3	11	2	10	14
归属母公司净利润	132	145	73	186	260
EBITDA	254	255	177	317	409
EPS(元)	0.61	0.67	0.33	0.86	1.20

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	32.3	-4.6	10.4	17.5	11.0
营业利润(%)	127.4	10.5	-52.1	166.0	40.7
归属于母公司净利润(%)	161.4	9.7	-49.8	155.6	40.3
获利能力					
毛利率(%)	22.9	15.9	20.5	22.6	24.6
净利率(%)	6.4	7.4	3.4	7.3	9.3
ROE(%)	10.7	10.9	5.1	12.1	14.9
ROIC(%)	9.3	9.5	4.8	11.4	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	43.0	37.8	36.2	35.2	36.5
净负债比率(%)	9.3	-6.3	-9.6	-6.6	-24.6
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	0.8	1.0	1.2	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.1	1.0
应收账款周转率	10.9	9.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.8	4.1	8.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.67	0.33	0.86	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.99	0.87	0.72	2.33
每股净资产(最新摊薄)	5.19	5.89	5.99	6.68	7.70
估值比率					
P/E	19.8	18.0	35.9	14.1	10.0
P/B	2.3	2.0	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.3	10.5	14.8	8.4	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn