

安利股份 (300218.SZ)

PU合成革龙头企业，优质赛道不断切入

买入 (首次评级)

当前价格: 13.84元
目标价格: 16.81元

投资要点:

➤ **公司是国内PU合成革生产龙头企业。**公司主营生态功能性聚氨酯合成革和聚氨酯复合材料，规模全球领先，拥有干湿法生产线40条，年产生态合成革8850万米、PU树脂7万吨的生产能力。未来公司计划在十四五期间形成生态功能性聚氨酯合成革及复合材料年产1亿米左右的生产能力。

➤ **坚持持续的研发投入，水性无溶剂技术具有先发优势。**公司近三年的研发投入在1.3亿元左右，研发投入占收入比上升至6%以上。公司2011年开始布局水性无溶剂聚氨酯合成革研发生产，2015年取得技术突破，后经过2-3年的验证和批量试产，于2018年稳定量产，近年来随着公司积极推进客户和产品转型升级，与国内外品牌客户合作增多，水性无溶剂产品产量于2020年左右逐步提升，目前公司水性、无溶剂技术成熟，具有渠道优势，能够稳定生产并快速转换成竞争优势，是公司未来发展的重要增长点之一，当前公司水性无溶剂产品营收占比约20%。

➤ **产品不断升级，下游客户持续拓展。**依托生态功能性环保聚氨酯合成革和复合材料技术，公司持续在高端应用领域与下游达成合作。在汽车内饰领域，已成为丰田、比亚迪、小鹏、江淮、长城、奇瑞等国内外汽车品牌供应商，获得部分定点项目并量产。公司目前服务的汽车品牌逐渐增多，销售呈现“低基数、较高增速”的态势，未来提升空间广阔。在消费电子领域，公司2016年与华为建立合作关系，2020年与苹果签订开发与供应框架性协议，目前与三星、谷歌、ViVO、OPPO、小米、Realme、Beats等国内外品牌客户合作态势良好，电子中高端客户的开拓将助力公司加快完成产品市场双升级，打开新的成长空间。

➤ **布局越南工厂，海外业务成长可期。**公司顺应行业趋势，在越南合资设立控股子公司，利用越南区位优势布局海外业务发展，扩大国际市场份额。2017年投资设立安利越南公司，越南工厂2019年3月开工建设，规划建设4条生产线，其中两条生产线在2022年末投产，剩余两条生产线预计于2024年下半年建成，届时将形成年产1200万米的经营规模，产能释放将助推业绩增长。

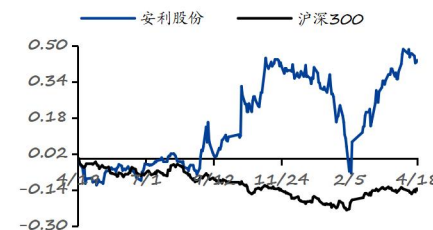
➤ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为22.44、24.55和27.35亿元，归母净利润分别为2.03、2.64和3.26亿元，对应EPS分别为0.93、1.22和1.50元，给予2024年18倍PE估值，对应目标价16.81元，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**新兴业务拓展不及预期风险、原材料价格大幅波动风险、新建产能建设不达预期风险、贸易摩擦风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险

基本数据

总股本/流通股(百万股)	216.99/216.28
流通A股市值(百万元)	2,993.27
每股净资产(元)	5.84
资产负债率(%)	35.87
一年内最高/最低价(元)	14.88/8.25

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 张汪强(S0210523100002)
zww30327@hfzq.com.cn
联系人: 韩锐贻(S0210122100073)
HRY3950@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,953	2,000	2,244	2,455	2,735
增长率	-5%	2%	12%	9%	11%
净利润(百万元)	145	71	203	264	326
增长率	10%	-51%	186%	30%	23%
EPS(元/股)	0.67	0.33	0.93	1.22	1.50
市盈率(P/E)	20.8	42.4	14.8	11.4	9.2
市净率(P/B)	2.4	2.4	2.1	1.8	1.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键假设

人造革合成革：公司现拥有年产人造革合成革 8850 万米，公司计划在越南投建 1200 万米合成革产线，其中两条生产线在 2022 年 4 季度末投产，剩余两条生产线预计于 2024 年下半年投产。随着公司产能的逐步释放，下游汽车内饰及消费电子领域等高端产品放量，公司产品结构优化，高附加值产品营收占比提升，公司盈利能力有望进一步增强。预计 24-26 年公司人造革合成革销量分别为 6500/7000/7700 万米，预计 24-26 年公司人造革合成革价格分别为 33.9/34.5/35.0 元/米，预计 24-26 年公司人造革合成革业务毛利率分别为 26.25%/27.54%/28.57%。

我们区别于市场的观点

市场认为合成革行业处于成熟期，公司成长空间有限。我们认为公司一方面通过长期的技术研发，布局更加环保的水性无溶剂聚氨酯合成革，现已拥有成熟的水性无溶剂技术，一方面在汽车内饰、消费电子等高端应用领域公司与下游达成合作，公司产品有望量价齐升。

市场认为行业竞争加剧，公司利润率将下滑。我们认为公司始终坚持持续的研发投入，技术创新保证了公司产品、技术和工艺的先进性，公司的无溶剂合成革、水性合成革等领域行业领先，另外公司加大对高端应用领域的拓展，都将助力公司盈利能力不断提升。

股价上涨的催化因素

下游大客户持续突破并放量、越南工厂盈利改善等

估值和目标价格

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 22.44、24.55 和 27.35 亿元，归母净利润分别为 2.03、2.64 和 3.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.93、1.22 和 1.50 元，给予 2024 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 16.81 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

新兴业务拓展不及预期风险、原材料价格大幅波动风险、新建产能建设不达预期风险、贸易摩擦风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险



正文目录

1 专注高端的生态功能性聚氨酯合成革行业龙头企业	4
1.1 主营生态合成革，向中高端应用迈进	4
1.2 产销量相对平稳，营收规模呈上升趋势	5
2 人造革合成革呈现高端化、绿色化与集中化趋势	7
2.1 人造革合成革行业持续更新换代，中国逐渐成为合成革产业中心	7
2.2 人造革合成革市场的发展趋势：高端化、绿色化与集中化	9
3 安利股份：依托技术优势，进入高端产品供应链	10
3.1 坚持持续的研发投入，水性无溶剂技术行业领先	10
3.2 汽车内饰与消费电子用材料是公司潜在增长点	11
4 建设越南工厂，开启国际化布局	12
5 盈利预测与投资建议	13
5.1 核心假设与盈利预测	13
5.2 估值及投资建议	14
6 风险提示	14

图表目录

图表 1: 公司产业链结构图	4
图表 2: 安利股份股权结构（2023 年年报）	4
图表 3: 安利股份合成革销售结构	5
图表 4: 安利股份下游高端市场拓展情况	5
图表 5: 安利股份合成革产销量	6
图表 6: 公司营收结构及增速	6
图表 7: 公司毛利润及增速	6
图表 8: 安利股份合成革毛利率情况	7
图表 9: 各类革材料对比	8
图表 10: 合成革国内产量增长情况	9
图表 11: 合成革全球产线分布	9
图表 12: 中国人造革合成革国内产量分布	9
图表 13: 合成革下游应用分布	9
图表 14: 中国人造革合成革产销量	9
图表 15: 近年合成革行业环保法规政策	10
图表 16: 公司研发投入稳步增长	11
图表 17: 无溶剂 PU 合成革基本工艺	11
图表 18: 全球汽车产量（万辆）	12
图表 19: 公司产品应用	12
图表 20: 2017-2021 中国对越南直接投资情况	13
图表 21: 2017-2021 越南吸收外国直接投资规模	13
图表 22: 越南鞋类出口总额（百万美元）	13
图表 23: 越南家具出口总额（百万美元）	13
图表 24: 公司分产品盈利预测	14
图表 25: 可比公司估值	14
图表 26: 财务预测摘要	16

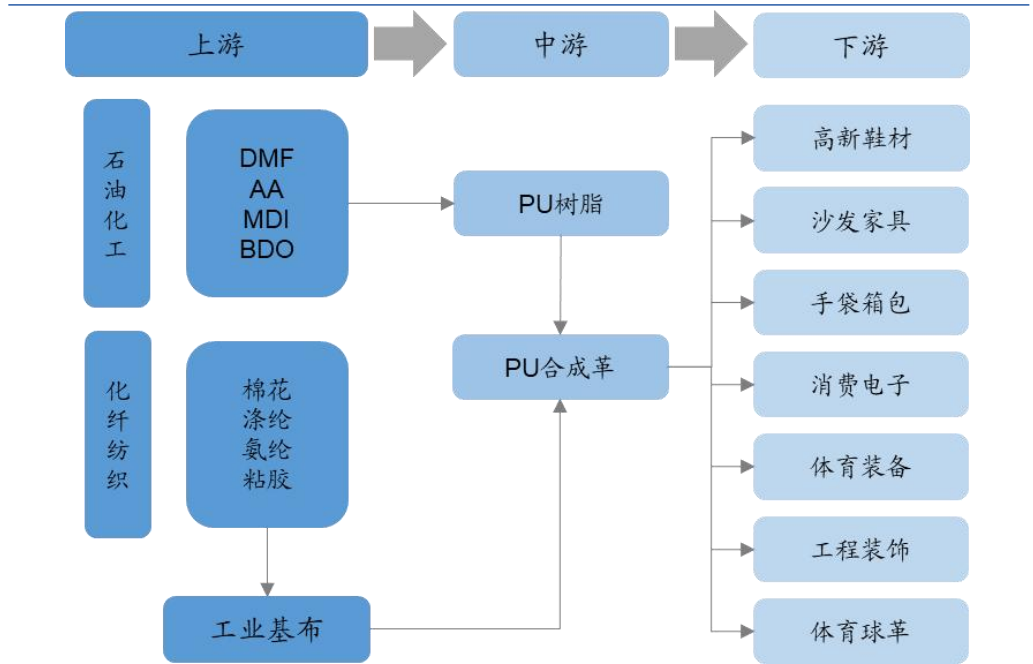


1 专注高端的生态功能性聚氨酯合成革行业龙头企业

1.1 主营生态合成革，向中高端应用迈进

安徽安利材料科技股份有限公司（简称“安利股份”）成立于1994年，并于2011年5月在深交所公开上市，地处合肥经济技术开发区桃花工业园，主营生态功能性聚氨酯合成革（简称“生态合成革”）和聚氨酯复合材料，目前是全国专业研发生产生态合成革规模最大的企业，是国家工信部认定的“全国制造业单项冠军示范企业”，连续七年蝉联“中国轻工业塑料行业（人造革合成革）十强企业”且综合排序第一。公司主营中高档聚氨酯（PU）合成革和聚氨酯复合材料，主要产品为生态合成革。生态合成革是以无纺布等纤维织物为基材，以PU树脂涂覆表层，以湿法、干法等工艺制成的一种多功能、高性能、环保型复合材料，广泛应用于鞋类、沙发家居、电子消费、汽车内饰、体育装备、工程装饰等领域。

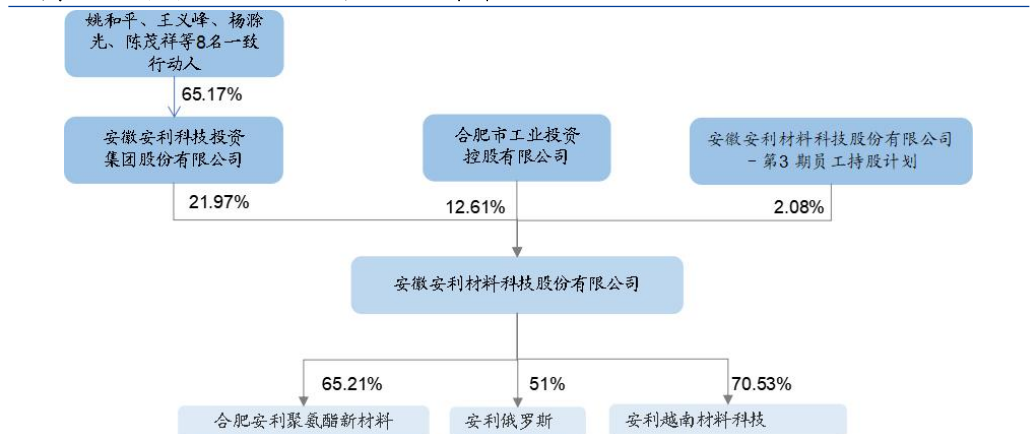
图表 1: 公司产业链结构图



数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

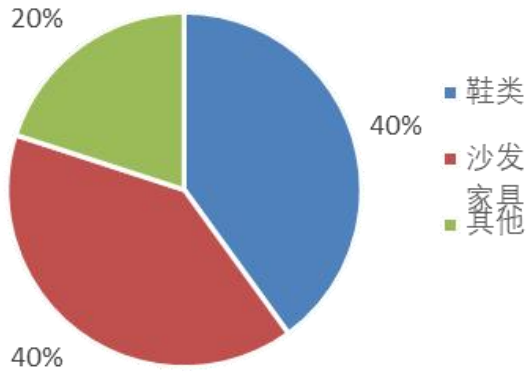
规模经济与工艺集成优势突出，行业规模全球领先。公司目前拥有年产生态合成革 8850 万米、PU 树脂 7 万吨的经营能力，“十四五”期间期望计划形成年产生态功能性聚氨酯合成革及复合材料 1 亿米左右的生产经营能力。公司产品结构丰富，具有以机织布、针织布、弹力布、无纺布、超纤等基材贴面后加工、水性、无溶剂等产品线，并已形成系列化、层次化的结构，满足不同市场、不同客户的需求，具备良好的工艺协同创新能力，PU 合成革和 PU 树脂一体化研发生产，助力合成革与纺织品、TPU、硅胶等新材料融合。

图表 2: 安利股份股权结构（2023 年年报）



数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，华福证券研究所

公司股权结构集中，安利科技投资集团是第一大股东。安徽安利科技投资集团股份有限公司是安利股份第一大股东，持股比例为 21.97%；公司实际控制人是公司管理团队姚和平、王义峰、杨淦光、陈茂祥、黄万里、胡东卫、刘兵、李道鹏等 8 人一致行动人，合计持有控股股东安利投资的股份比例为 65.17%，间接持有安利股份的股份比例为 14.31%。

图表 3：安利股份合成革销售结构


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 4：安利股份下游高端市场拓展情况


数据来源：公司公告，华福证券研究所

优势品类稳定增长，为公司发展注入源泉动力。近年来，在全球消费观念升级和消费水平提高的利好条件下，全球生活休闲、运动休闲、沙发家居市场规模保持高增长趋势，生态环保、健康舒适、青春时尚的生态功能性合成革材料，日益受到市场欢迎和广泛应用。受益于此，公司优势品类高新鞋材及沙发家居业务近几年稳定增长，实现国内运动品牌基本全覆盖，成为众多一线沙发家居品牌战略供应商，功能鞋材和沙发家居两项优势品类营收占比合计约 80%左右，持续为公司发展注入源泉动力。

新兴领域拓展加快，为公司发展提供新动能。在优势品类稳定发展的基础上，公司积极拓展电子消费、汽车内饰、体育装备及工程装饰等新兴领域，近两年呈现出良好的发展态势，汽车内饰、电子产品、体育装备和工程装饰四项新兴品类营收合计占比约 20%左右，成为苹果、三星、华为、比亚迪、耐克等高端品牌供应商，发展动能强劲，未来空间广阔。

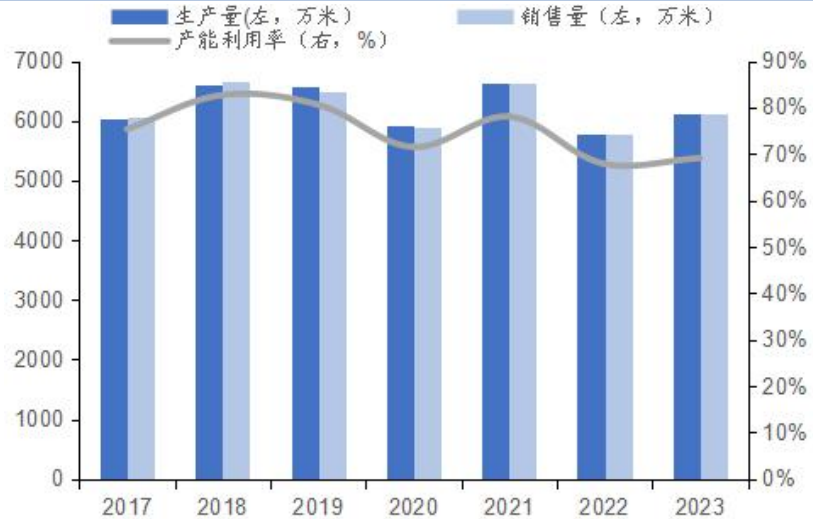
客户、市场双转型步伐加快，逐步迈向中高端。公司经过二十多年的深耕、积淀，占据鞋类、沙发家居、电子消费、汽车内饰、体育装备、工程装饰等全球中高端市场。一方面通过为原有客户提供完整有效的产品设计及应用方案，增强其用户粘性和深度合作，曾荣获“安踏最佳品质奖”、“特步十周年金牌供应商”、红蜻蜓“20 周年庆黄金伙伴奖”、“乔丹核心战力供应商”、“大东战略供应商”、“起步百亿梦想战略供应商”等荣誉；另一方面积极拓展市场渠道，加速品牌认证及合作进程，自 2015 年来陆续进入耐克装备、迪卡侬、苹果、华为、CK、TOMMY 等高端品牌供应商体系。

1.2 产销量相对平稳，营收规模呈上升趋势

项目投产及客户开拓稳步推进，产销量持续提升。2017-2023 年，公司合成革产销量平均在 0.6 亿以上，2020 年和 2022 年略低于平均水平，其中 2022 年外部环境错综复杂，叠加原材料和能源价格高企，货柜紧张、运费上升，环保费用上涨等不利因素影响下，产销短期下滑，产能利用率探底至 71.47%，公司近 7 年的产能利用率平均在 75%左右。



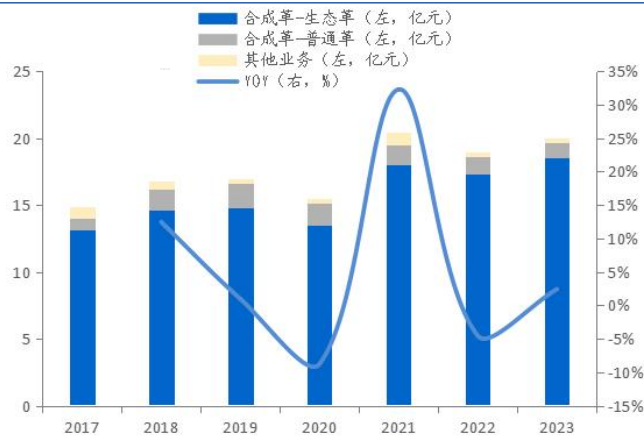
图表 5: 安利股份合成革产销销量



数据来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 公司官网, 华福证券研究所

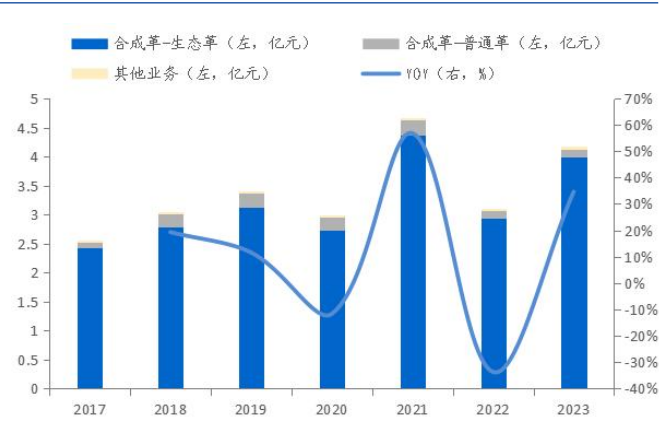
产销支撑业绩, 营收利润稳中有升, 产品市场双升级有望增厚公司利润。 2017-2023 年, 公司营业收入从 14.93 亿元增至 20.00 亿元, 年复合增长率 5.0%; 毛利润从 2.54 亿元增至 4.17 亿元, 年复合增长率 8.6%。公司毛利率受原油价格变动、市场环境、政策因素等影响略有波动, 毛利率平均在 20%左右, 2017-2021 年间盈利能力持续提升, 2022 年受原材料和能源涨价影响, 公司毛利同比短期承压, 近年来公司积极推进转型升级, 加大水性、无溶剂等高附加值生态革的研发力度和高端品牌市场的开拓力度, 优化产品结构和客户结构, 2023 年受原材料价格下降, 产品结构优化, 高单价、高毛利、高附加值产品占比提升影响, 公司盈利水平大幅回升。

图表 6: 公司营收结构及增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 7: 公司毛利润及增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所


图表 8: 安利股份合成革毛利率情况


数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

2 人造革合成革呈现高端化、绿色化与集中化趋势

2.1 人造革合成革行业持续更新换代，中国逐渐成为合成革产业中心

人造革合成革可以按照表层材料和基层材料分类。人造革合成革通常是以 PVC 或 PU 树脂为涂层，以机织布、针织布或无纺布为底布形成的多层结构制品。根据涂覆树脂不同，人造革合成革可以分为 PVC 革和 PU 革，其中以超细纤维无纺布为基布的 PU 革又称为超纤革。生态合成革是 PU 革的中高端产品，是一种多功能、高性能的生态复合新材料，既具有良好的生态环保性，又具备多种优良的功能性，代表 PU 合成革未来发展方向之一。

人造革合成革行业历经四代产业升级，生态合成革成为当前产业发展主流。人造革合成革是相对于天然皮革而言的，产业依次经历了 PVC 革、PU 革、超纤革和生态合成革的更新换代，向高物性、多功能和生态化的方向发展。相较 PVC 革和 PU 革而言，生态合成革和超纤革在外观触感、使用寿命、化学和机械强度等众多方面表现优异。而超纤革与生态合成革皆有所长，各具特色。超纤革基布纤维极其细腻，追求革切面与切口真皮效果，但工艺复杂成本较高且存在一定环境污染性；生态合成革追求高性能化、多功能化、生态化，达到了工艺性能价格环保多点平衡，成为当下合成革产品的主流发展方向。


图表 9: 各类革材料对比

属性	天然革	人造革合成革				
		PVC 革	普通 PU 革	生态功能性 PU 革	PU 超纤革	
原料	猪皮、牛皮、羊皮等	PVC 树脂、针织布、机织布、无纺布	PU 树脂、针织布、机织布、无纺布	PU 树脂、针织布、机织布、无纺布	PU 树脂、超细纤维无纺布	
手感、弹性	优良	较差	较差	良好	优良	
制备工艺	鞣制和硝制	干法	干法及湿法	干法及湿法	超纤维造、干法、湿法、减量	
使用寿命	5-10 年	2-5 年	2-5 年	2-10 年	2-10 年	
价格(元/米)	100-200	6-15	7-25	12-60	50-100	
生态环保性	原料环保型	原料可再生、辅料污染严重	有部分污染	优于 PVC 革	良好	一般
	生产过程中环境污染	较大	一般	一般	较小	苯减量工艺有部分污染
	产品环保性	可降解	难降解	可降解	可降解	可降解
功能性	透气性	较好	较差		较好	较好
	耐溶剂性/耐化学腐蚀性	较差	较好	一般	较好	一般
	撕裂强度	良好	一般	一般	较好	一般
	耐高温性	较好	一般	较好	良好	较好
	耐磨性	一般	较好	一般	良好	一般
产品健康安全	比较安全	有部分危害	比较安全	安全	苯减量工艺有部分污染	

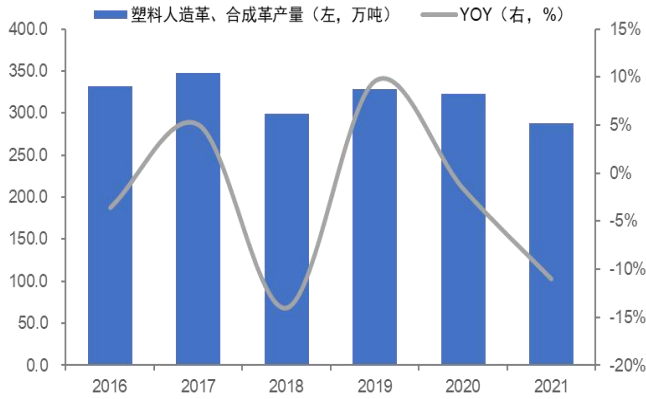
数据来源：智研咨询，华福证券研究所

产业转移趋势明显，中国逐渐成为合成革产业中心。合成革技术起源于 30 年代的德国，主要由美国和日本企业推动，90 年代后伴随着环境成本和人工费用的增加，以及中国市场的开放，产业出现转移。随着全球经济增速减缓，行业加速绿化转型进程，中美贸易战日趋焦灼，市场规模有所减小。

鞋类服装、家具制造等成为合成革最主要应用领域，合成革生产区域分布与下游产品区域分布具有协同性。据华经产业研究院，制鞋、箱包、服装和家具制造四个下游行业合成革应用占比之和达 84%。其中服装鞋类消费量最大，占比 53%，其次是家具和箱包，分别占 18%、13%。合成革生产的地域分布与制鞋、箱包、服装和家具等生产企业的地域分布呈明显的集聚效应。安徽、浙江、福建、江苏等省份是国内合成革生产较为集中的地区，合成革产量占比达 79%。

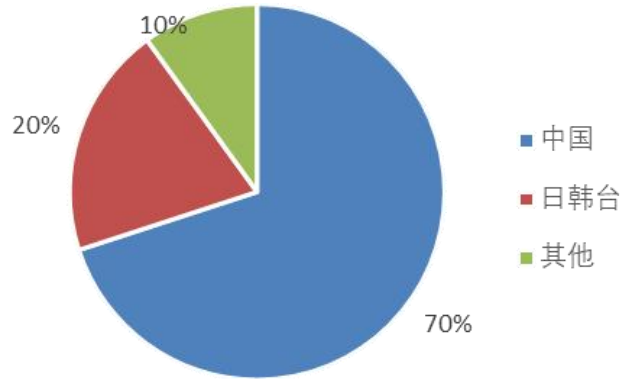


图表 10: 合成革国内产量增长情况



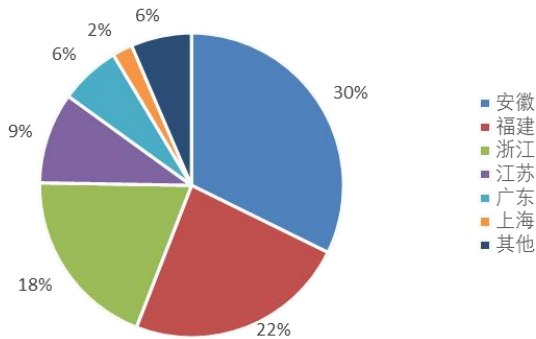
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 11: 合成革全球产线分布



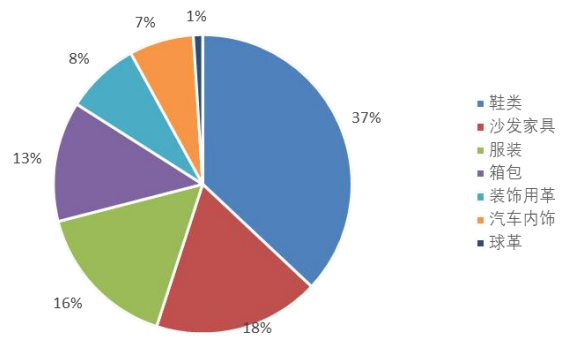
数据来源: 中国产业信息网, 智研咨询, 华福证券研究所

图表 12: 中国人造革合成革国内产量分布



数据来源: 中国塑料加工工业协会, 华经产业研究院, 华福证券研究所

图表 13: 合成革下游应用分布

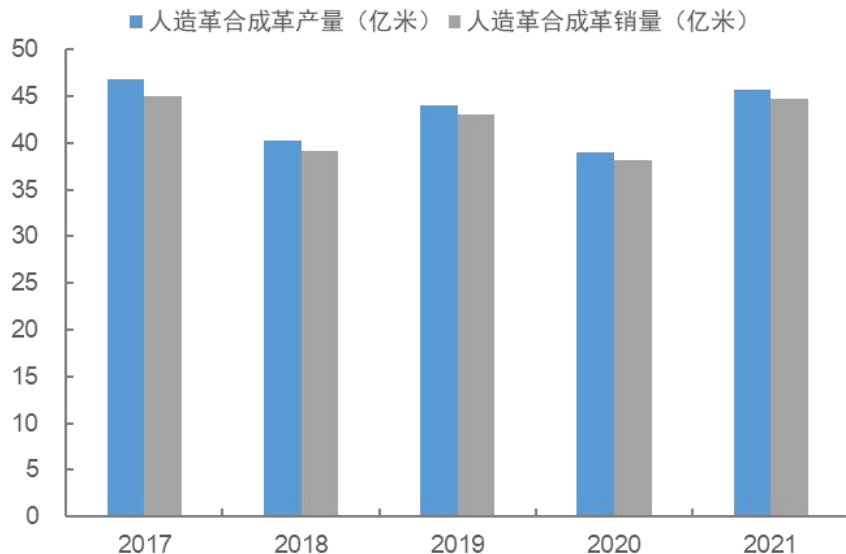


数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所

2.2 人造革合成革市场的发展趋势: 高端化、绿色化与集中化

中国人造革合成革产销量呈现平稳发展趋势。我国是世界人造革合成革产业中心, 行业内水性合成革、无溶剂合成革等生态功能性合成革的不断创新和普及, 人造革合成革的环保性大幅提升, 功能性进一步丰富。据华经产业研究院数据显示, 中国人造革合成革产销量呈现平稳发展趋势, 2021 年中国人造革合成革产量为 45.7 亿米, 销量为 44.8 亿米。

图表 14: 中国人造革合成革产销量



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, 华福证券研究所



行业呈现高端化趋势，生态合成革逐渐对其他合成革进行替代。伴随着消费升级和政策趋严，人们对产品质量、消费体验等要求越来越高，企业的低价高量模式逐步失效，一些同质化程度高、美观度和舒适度较差、安全生产和环保管控落后的产能陆续淘汰。

行业呈现绿色化发展趋势，环保法规逐渐收紧。近几年来，国家及地方政府部门陆续出台和实施大气污染防治计划、合成革行业整治实施方案、合成革行业环境准入条件等环境保护措施。PVC革因工艺中需加入增塑剂 DOP 和含铅、镉等重金属元素的稳定剂，容易对环境造成污染，已被《产业结构调整指导目录》列为限制性发展项目。而 PU 革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），也不宜大力推广。

图表 15：近年合成革行业环保法规政策

时间	部门	相关文件	内容
2015	温州市政府	《关于印发温州市合成革行业整治提升方案的通知》	规定 2015 年 12 月底前，龙湾区（含高新园区）、温州经济技术开发区合成革企业生产线削减 50% 以上，加速推动落后产能淘汰；据了解，2015-2016 年温州关停的人造革合成革企业达到 100 家，其中，温州龙湾区合成革产能占温州市近 80%，区内合成革企业 84 家，生产线 311 条，目前龙湾区 51.4% 的合成革企业生产线已实现停产，高新区科技园、党校周边和行政中心核心区已实现合成革企业全面退出。
2017	浙江丽水开发区	《合成革有机废气整治工作要求、监测技术及排放标准指导意见》	要求提升废气收集效率；完善末端尾气治理；企业要全部达到 VOCs 整治要求。浙江丽水近 30 家合成革企业被警告，达不到要求将停产。
2019	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	将超纤革列入调整目录之中，把超纤皮革为代表的生态合成革列入鼓励类项目，鼓励替代真皮。将聚氯乙烯普通人造革生产线列入限制类项目。
2019	工信部	皮革行业标准	皮革行业 7 项国家标准及 18 项行业标准团体标准清单）于 2019 年 7 月 1 日起实施，其中 7 项国家标准已正式印刷出版。

数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

行业呈现集中化发展趋势，政策与市场同步推动供给侧改革。目前国内合成革行业处于高端化、绿色化转型升级的过程中，市场过剩产能逐步出清，行业资源渐渐向优势企业转移，行业集中度未来有望进一步上升，安利股份作为规模庞大实力雄厚的行业龙头有望持续受益。

公司专注于聚氨酯合成革及复合材料，相比真皮、PVC 人造革、烫金布、棉麻布等材料，生态功能性聚氨酯合成革及复合材料具有颜值美丽、时尚流行、质感优良、功能出众、生态环保等优点，对聚氨酯合成革及复合材料的需求增长。公司在生态功能性、水性、无溶剂聚氨酯合成革等新工艺、新技术上布局早，具备先发优势；积极开发应用 TPU、生物基、硅基、可回收、可降解等新材料、新工艺，实现产品的高性能、多功能和生态、绿色、环保。聚氨酯合成革及复合材料应用领域逐步扩展，由过去的功能鞋材、沙发家居、手袋箱包等，拓展到全屋定制、电子产品、汽车内饰、体育装备、工程装饰、医疗健康等领域，市场空间广阔。

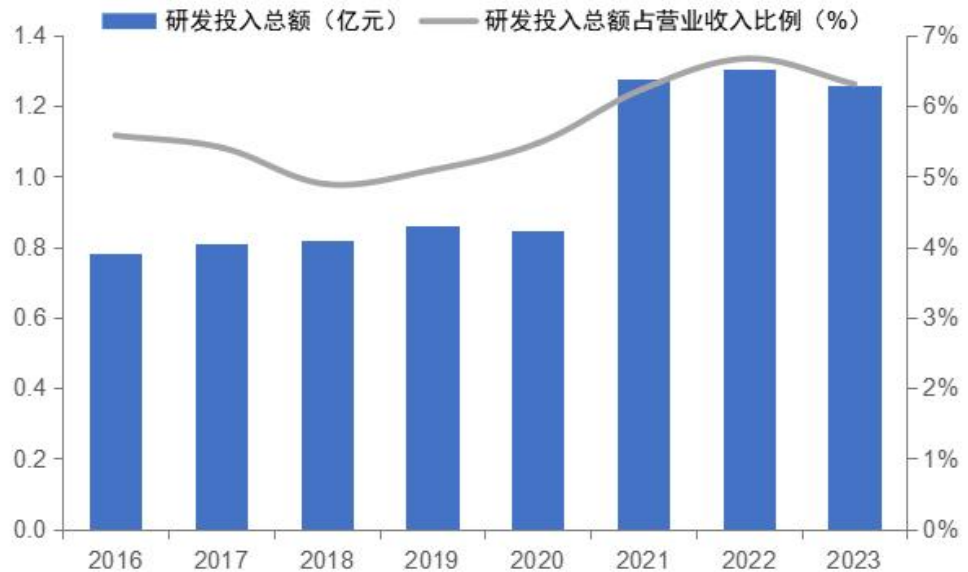
3 安利股份：依托技术优势，进入高端产品供应链

3.1 坚持持续的研发投入，水性无溶剂技术行业领先

研发支出稳步提升，费用率处于较高水平。公司 2020 年及以前研发投入在 8000 万元左右，2021 和 2022 年年研发支出上升至 1.3 亿元左右，研发投入占比上升至 6% 以上。据公司 2023 年年报，公司及控股子公司拥有有效授权专利 537 项，其中发明

专利 142 项（美国发明专利 1 项），制定国家和行业标准 52 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。企业技术创新和研发能力持续加强，保证了公司产品、技术和工艺的先进性，公司在无溶剂合成革、水性合成革、TPU 合成革、硅胶合成革等领域已走在世界前列，未来成长可期。

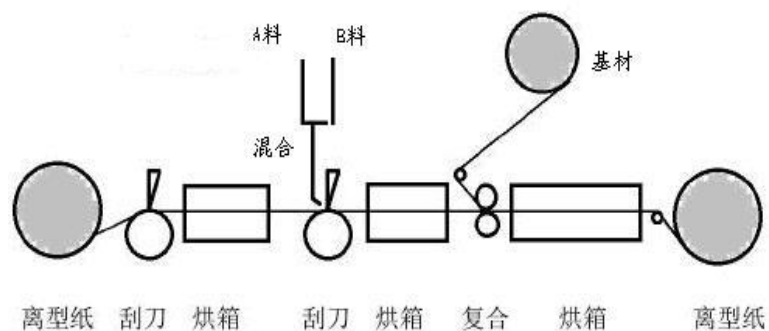
图表 16: 公司研发投入稳步增长



数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

公司水性无溶剂技术行业领先。PU 合成革常规产品结构一般由面层、发泡层和底布三层组成，因此水性及无溶剂生产线基本配置为“两涂三烘”，包括面料涂层、发泡涂层、基布复合等工序，生产和产品的稳定性控制尤为重要。公司 2011 年开始布局水性、无溶剂生产工艺技术，于 2015 年左右实现技术方面的突破，后经过 2-3 年的验证和批量试产，于 2018 年稳定量产。近年来，随着公司积极推进客户和产品转型升级，与国内外品牌客户合作增多，水性、无溶剂产品产量于 2020 年左右逐步提升。目前公司水性、无溶剂技术成熟，具有渠道优势，能够稳定生产并快速转换成竞争优势，是公司未来发展的重要增长点之一。

图表 17: 无溶剂 PU 合成革基本工艺



数据来源：齐鲁工业大学皮革与化学工程学院官网，华福证券研究所

3.2 汽车内饰与消费电子用材料是公司潜在增长点

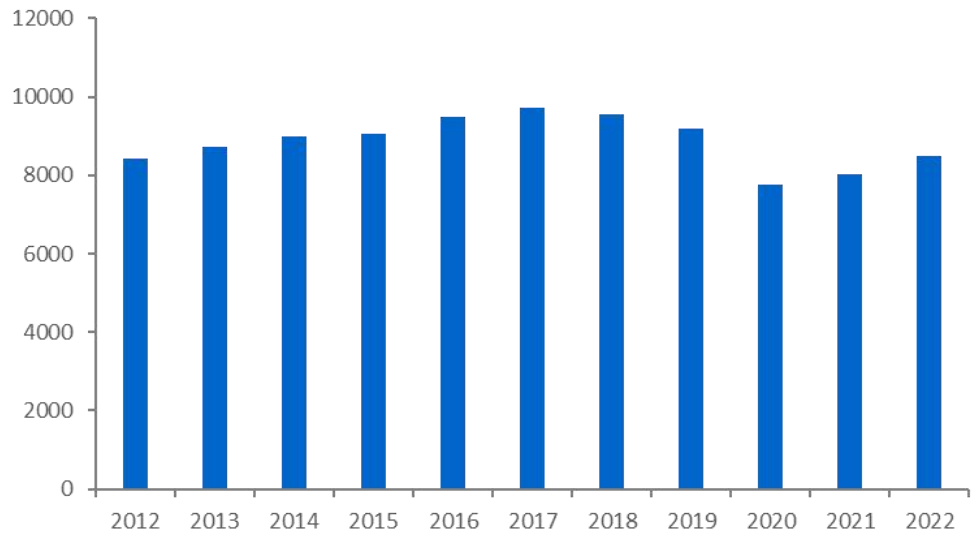
汽车内饰用合成革材料可替代性强，空间广阔。目前汽车座椅使用的材料有真皮座椅、织物座椅和合成革座椅。近年来 PU 革凭借高物性、可加工性、环保性等特点对真皮和 PVC 革形成良好替代，在汽车座椅、内饰领域的应用增长明显，目前中高档汽车中的合成革主要为无溶剂型生态合成革，其残留的挥发性有机化合物（VOC）含量低。据 GIR(GlobalInfoResearch)数据，2022 年全球汽车内饰皮革收入大约 60.37 亿美元，预计 2029 年达到 77.77 亿美元，复合增长率 CAGR 为 3.7%。

公司已进入部分车厂供应链。公司自 2019 年初开始与长城汽车接触，先后通过产品第三方全套性能测试和供应商准入审核，取得供应商资格，2020 年 9 月与长城汽车全资子公司签订框架性采购合同。此外，公司已经成为丰田、比亚迪、小鹏、



江淮、奇瑞等国内外汽车品牌供应商，获得部分定点项目并量产。公司目前服务的汽车品牌逐渐增多，销售呈现“低基数、较高增速”的态势，未来提升空间广阔。

图表 18: 全球汽车产量 (万辆)



数据来源: OICA, 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

消费电子领域是未来的重要新动能和增量空间。2016 年开始与华为公司建立合作关系, 2019 年起, 公司素皮材料应用于华为 Mate30、Mate40、Mate50、Mate60、X2、X5 系列手机。2020 年 8 月, 公司与苹果签订开发与供应框架性协议, 为其有关产品及配件指定的代工厂和相关企业提供生态革材料。电子中高端客户的开拓将助力公司加快完成产品市场双升级, 打开新的成长空间。当前公司与苹果、华为合作良好, 与三星、谷歌、ViVO、OPPO、小米、Realme、Beats 等国内外品牌客户牵手合作态势良好, 公司在电子消费领域开拓成效显著。

图表 19: 公司产品应用



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

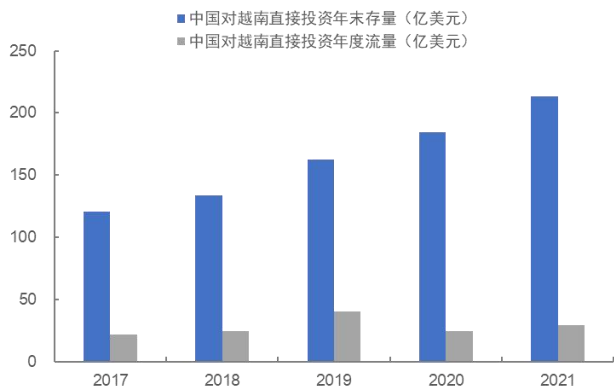
4 建设越南工厂, 开启国际化布局

越南经济环境向好, 积极参与贸易合作。越南是东南亚国家联盟和亚太经济合作组织成员和亚欧会议的创始成员, 积极参与双(多)边和区域贸易合作。2007 年越南加入了 WTO, 标志着越南全面融入全球经济。2017 年, 越南成功举办 APEC 领导人非正式会议; 2020 年, 越南担任东盟轮值主席国, 推动区域全面经济伙伴关系协定成功签署。2022 年, 越南政府在关于落实社会经济发展规划重点任务的决议中强调, 将“继续积极推动越南在多边机制, 特别是在东盟、联合国、APEC 和大湄公河次区域合作中发挥作用。”迄今为止, 越南已签署 15 项自由贸易协定, 包括《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》、RCEP、越欧自贸协定、越英自贸协定等, 通过签署自贸协定与其重要经贸合作伙伴建立起自由贸易关系, 为进一步促进双边贸易和投资以及促进地区和全球经济一体化做出贡献。

根据联合国贸发会议发布的《2022 年世界投资报告》显示, 截至 2021 年底, 越南吸收外资存量为 1925.7 亿美元, 2021 年越南吸收外国直接投资流量为 156.6 亿美元。根据越南计划投资部统计, 截至 2021 年底, 中国累计对越南投资 3325 个项目, 协议金额 213.3 亿美元, 分别占越南吸收外资项目总数和协议总额的 9.6%和 5.2%,

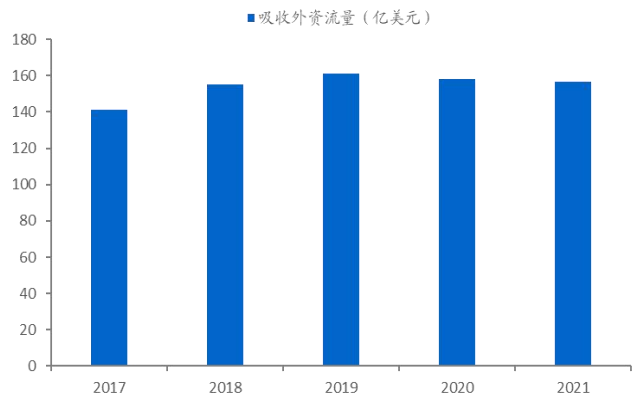
在 139 个对越南投资的国家/地区中排名第 7 位。

图表 20: 2017-2021 中国对越南直接投资情况



数据来源: 商务部, 越南计划投资部, 华福证券研究所

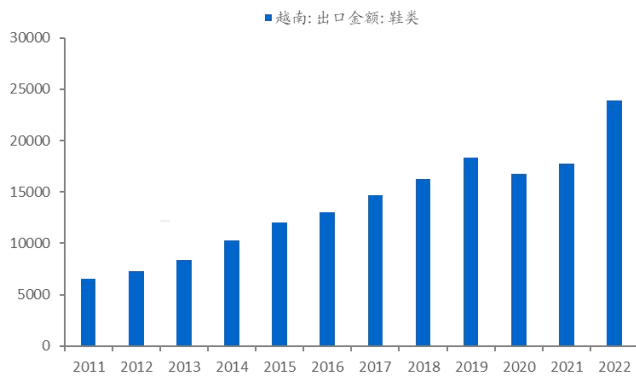
图表 21: 2017-2021 越南吸收外国直接投资规模



数据来源: 商务部, 联合国贸发会议《2022 年世界投资报告》, 华福证券研究所

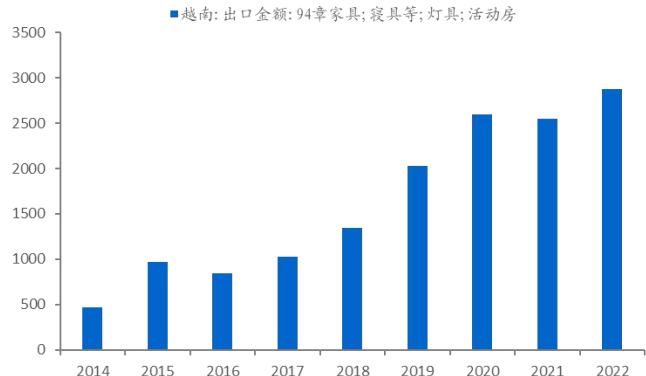
新一轮产业转移即将开启, 越南合成革市场需求旺盛。国内制造要素成本上升, 合成革产业向非洲、东南亚等其他发展中国家发生转移。2011 年-2022 年, 越南鞋类出口总额从 65.49 亿美元增长至 238.96 亿美元, 年复合增速达 12.5%; 越南家具类出口总额从 2014 年的 4.65 亿美元增长至 2022 年的 28.76 亿美元, 年复合增速高达 25.6%, 越南合成革市场需求旺盛。

图表 22: 越南鞋类出口总额 (百万美元)



数据来源: 越南统计局, 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 23: 越南家具出口总额 (百万美元)



数据来源: 海关总署, 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

建设越南工厂, 开启全球布局。公司及时顺应行业新趋势, 提早进行战略布局, 2017 年投资设立安利越南公司。越南工厂规划建设 4 条生产线, 其中两条生产线已于 2022 年末投产, 剩余两条预计于 24 年下半年建成, 届时将形成年产 1200 万平米的经营规模, 产能释放将助推业绩增长。

5 盈利预测与投资建议

5.1 核心假设与盈利预测

人造革合成革: 公司现拥有年产人造革合成革 8850 万平米, 公司计划在越南投建 1200 万平米合成革产线, 其中两条生产线在 2022 年 4 季度末投产, 剩余两条生产线预计于 2024 年下半年投产。随着公司产能的逐步释放, 下游汽车内饰及消费电子领域等高端产品放量, 公司产品结构优化, 高附加值产品营收占比提升, 公司盈利能力有望进一步增强。预计 24-26 年公司人造革合成革销量分别为 6500/7000/7700 万平米, 预计 24-26 年公司人造革合成革价格分别为 33.9/34.5/35.0 元/米, 预计 24-26 年公司人造革合成革业务毛利率分别为 26.25%/27.54%/28.57%。

费用假设: 考虑到公司目前已打入头部企业的供应链, 加之产能逐渐投放后形成规模效应, 后续销售费用率预计下降, 预计 24-26 年公司销售费率分别为 4.20%/3.90%/3.70%, 22 年由于股份支付导致管理费用偏高, 产能释放带来的规模效应以及越南工厂逐步投产, 预计后续管理费用下降, 预计 24-26 年公司管理费用率分别为 4.20%/4.10%和 4.10%, 预计财务费用率分别为 -0.31%/-0.54%/-0.56%, 公司坚持在研发上持续投入, 陆续开发新高附加值产品, 预计 24-26 年研发投入占营收比例分



别为 6.30%/6.30%/6.30%。

基于以上假设，预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 22.44、24.55 和 27.35 亿元，归母净利润分别为 2.03、2.64 和 3.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.93、1.22 和 1.50 元。

图表 24: 公司分产品盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
合计	营业收入 (亿元)	19.53	20.00	22.44	24.55	27.35
	同比增长	-4.6%	2.4%	12.2%	9.4%	11.4%
	毛利 (亿元)	3.10	4.17	5.83	6.70	7.75
	毛利率	15.9%	20.9%	26.0%	27.3%	28.3%
人造革 合成革	营业收入 (亿元)	18.59	19.66	22.04	24.15	26.95
	同比增长	-4.9%	5.7%	12.1%	9.6%	11.6%
	毛利 (亿元)	3.06	4.13	5.79	6.65	7.70
其他业务	营业收入 (亿元)	0.94	0.34	0.40	0.40	0.40
	毛利 (亿元)	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05
	毛利率	4.2%	12.5%	12.0%	12.0%	12.0%

数据来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

5.2 估值及投资建议

公司主营生态功能性聚氨酯合成革和聚氨酯复合材料，下游主要应用于鞋材、家居、汽车内饰和消费电子等领域，我们认为公司在电子产品和汽车内饰等高端领域将逐步放量，综合考虑公司主营产品及下游应用，选取明新旭腾，浙江自然，祥源新材作为可比公司。我们给予公司 24 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 16.81 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 25: 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
605068	明新旭腾	14.63	1.10	1.98	-	13.30	7.39	-
605080	浙江自然	16.87	1.26	1.50	1.71	13.40	11.28	9.86
300980	祥源新材	16.85	0.91	1.34	-	18.45	12.59	-
300979	华利集团	67.02	3.19	3.71	4.21	20.99	18.08	15.93
688157	松井股份	30.51	1.25	1.83	-	24.45	16.65	-
	均值					18.12	13.20	-
300218	安利股份	13.84	0.93	1.22	1.50	14.82	11.38	9.22

数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所注: 可比公司 EPS 取自 iFinD 机构一致预测, 截至 2024 年 4 月 19 日

6 风险提示

新兴业务拓展不及预期风险。公司产品向高端化发展，若汽车内饰、消费电子等新兴品类下游客户拓展及需求不及预期，将对公司产品的销量和盈利水平产生不利影响。

原材料价格大幅波动风险。原材料价格如果短期大幅波动会导致公司毛利率受到影响，进而导致公司业绩出现波动。

新建产能建设不达预期风险。公司新建产能投产若不及预期，将会影响公司长期的产品销量从而影响公司业绩表现。

贸易摩擦风险。公司下游应用于家具，鞋服等领域，如果贸易争端加剧，下游行业需求或将受到冲击，进而影响公司产品销售。



市场竞争加剧风险。公司所在的聚氨酯合成革及复合材料相比真皮、PVC 等具备多重优势，若其他厂商大规模进入或扩产，将导致市场竞争加剧，产品盈利能力下滑。

汇率波动风险。公司 2023 年国外销售收入占比 39.03%，如果汇率出现大幅波动，公司汇兑收益会受到影响进而影响公司业绩波动。



图表 26: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	447	561	723	987
应收票据及账款	271	217	236	262
预付账款	4	3	4	4
存货	326	406	475	522
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	169	208	226	250
流动资产合计	1,216	1,396	1,664	2,025
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	896	827	778	734
在建工程	7	22	22	12
无形资产	41	38	35	33
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	33	33	33	33
非流动资产合计	976	919	867	811
资产合计	2,192	2,315	2,531	2,836
短期借款	133	44	0	0
应付票据及账款	480	382	411	451
预收款项	0	14	19	9
合同负债	15	40	44	49
其他应付款	34	34	34	34
其他流动负债	52	140	143	147
流动负债合计	714	654	650	691
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	72	72	72	72
非流动负债合计	72	72	72	72
负债合计	786	725	722	763
归属母公司所有者权益	1,266	1,441	1,651	1,903
少数股东权益	140	148	158	171
所有者权益合计	1,406	1,589	1,809	2,074
负债和股东权益	2,192	2,315	2,531	2,836

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	304	184	294	359
现金收益	187	310	360	416
存货影响	53	-80	-69	-47
经营性应收影响	-51	66	-6	-14
经营性应付影响	53	-84	34	31
其他影响	61	-28	-24	-27
投资活动现金流	-54	-50	-47	-37
资本支出	-27	-49	-46	-36
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-27	-1	-1	-1
融资活动现金流	-233	-20	-85	-58
借款增加	-135	1	-44	0
股利及利息支付	-65	-60	-78	-115
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-33	39	37	57

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,000	2,244	2,455	2,735
营业成本	1,583	1,660	1,785	1,960
税金及附加	18	18	20	22
销售费用	86	94	96	101
管理费用	87	94	101	112
研发费用	126	141	155	172
财务费用	11	-7	-13	-15
信用减值损失	-3	-5	-5	-6
资产减值损失	-11	-12	-13	-13
公允价值变动收益	-20	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
其他收益	17	12	12	12
营业利润	73	237	306	376
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	9	8	8	8
利润总额	64	229	298	368
所得税	-3	18	24	30
净利润	67	211	274	338
少数股东损益	-4	8	10	13
归属母公司净利润	71	203	264	325
EPS (按最新股本摊薄)	0.33	0.93	1.22	1.50

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	2.4%	12.2%	9.4%	11.4%
EBIT 增长率	-54.4%	194.0%	28.4%	23.7%
归母公司净利润增长率	-51.0%	186.2%	30.2%	23.3%
获利能力				
毛利率	20.9%	26.0%	27.3%	28.3%
净利率	3.4%	9.4%	11.2%	12.4%
ROE	5.0%	12.8%	14.6%	15.7%
ROIC	5.4%	13.2%	15.2%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	35.9%	31.3%	28.5%	26.9%
流动比率	1.7	2.1	2.6	2.9
速动比率	1.2	1.5	1.8	2.2
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	43	39	33	33
存货周转天数	80	79	89	92
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.93	1.22	1.50
每股经营现金流	1.40	0.85	1.35	1.65
每股净资产	5.84	6.64	7.61	8.77
估值比率				
P/E	42	15	11	9
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	150	84	72	62

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn