

安利股份 (300218.SZ)

强烈推荐 (维持)

24Q3 业绩再创新高，产品量价齐升，增势良好

事件：公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现收入 18.02 亿元，同比增长 25.89%，归母净利润 1.50 亿元，同比增长 260.94%，扣非归母净利润 1.39 亿元，同比增长 377.79%；其中三季度单季实现收入 6.75 亿元，同比增长 21.36%，归母净利润 5785.47 万元，同比增长 42.15%，环比增长 13.14%，扣非归母净利润 5468.68 万元，同比增长 45.19%，环比增长 18.60%。

□ **24Q3 营业收入、产品单价及利润均创历史新高。**报告期内，公司产品量价齐升，业绩延续 2024 年上半年以来的良好态势，营业收入、产品单价及利润均创历史最高纪录。报告期内，公司 PU 合成革产品销量同比增长 16.1%，销售收入同比增长 26.2%，销售单价同比提高 8.7%。其中，三季度单季 PU 合成革产品销量增长 10.2%，销售收入增长 21.6%，单价同比提高 10.4%，公司盈利能力持续增强。此外，报告期内，公司研发投入 1.12 亿元，同比去年增加 1668.45 万元，同比增长 17.43%；计入当期损益的政府补助 1663.12 万元，同比去年增加 237.34 万元。公司与品牌客户深化合作，客户和产品战略成效初显，综合竞争力稳步提升。

□ **与耐克合作稳步推进，积极培育阿迪达斯、安德玛等新动能。**报告期内，公司成为阿迪达斯、安德玛装备部和慕思股份供应商，安利越南成为耐克、阿迪达斯和乐至宝合格供应商。2024 年 7 月公司公告，安利越南通过美国耐克实验室认证并取得认证证书，有效期为一年。公司与耐克合作有序推进，符合计划预期，处于逐步放量阶段，开发项目增多，安利股份本部订单增加；同时公司积极培育阿迪达斯、安德玛等新动能。

□ **汽车内饰、电子产品等品类齐头并进，增势良好。**报告期内，沙发家居品类销售遇到一定挑战，但总体稳定，公司与芝华仕、顾家、爱室丽等品牌合作稳定，同时有较多国外客户正在拓展和积极培育之中，有望实现该品类的销售业务稳定。汽车品类方面，公司目前服务的汽车品牌逐渐增多，产品在比亚迪、丰田、小鹏、长城、赛力斯、极越、极氪等汽车品牌的部分车型上实现应用；正积极联系、接洽更多汽车品牌，努力扩大定点项目，争取更多订单。电子产品品类方面，公司与苹果合作稳定，积极拓展三星、Beats、谷歌、联想、vivo、OPPO 等国内外品牌客户，努力扩大销售，提高市场份额。此外，公司加快推进水性、无溶剂、TPU、生物基、回收再生等新材料、新技术、新工艺的研究开发与市场转化，提升高技术含量、高附加值产品的销售比例。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**预计公司 2024-2026 年收入分别是 25.0、29.6、33.3 亿元，归母净利润分别为 1.97、2.56、3.19 亿元，当前股价对应 PE 分别为 19.1、14.7、11.8 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：原材料价格和天然气价格波动、汇率波动、信托产品兑付风险。**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1953	2000	2498	2961	3332
同比增长	-5%	2%	25%	19%	13%
营业利润(百万元)	162	73	188	241	299
同比增长	11%	-55%	157%	28%	24%

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：17.4 元

基础数据

总股本(百万股)	217
已上市流通股(百万股)	216
总市值(十亿元)	3.8
流通市值(十亿元)	3.8
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	12.9
资产负债率	35.7%
主要股东	安徽安利科技投资集团股份
主要股东持股比例	21.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	27	24	51
相对表现	10	12	38



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《安利股份(300218)——2024Q3 业绩创历史新高，PU 合成革产品量价齐升》2024-10-16
- 《安利股份(300218)——产品量价齐升，24Q2 多项指标创历史新高》2024-09-01
- 《安利股份(300218)——24Q2 业绩创历史新高，多品类齐头并进，增势良好》2024-07-14

周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

连莹 S1090524070001

lianying@cmschina.com.cn

归母净利润(百万元)	145	71	197	256	319
同比增长	10%	-51%	179%	30%	25%
每股收益(元)	0.67	0.33	0.91	1.18	1.47
PE	26.1	53.3	19.1	14.7	11.8
PB	3.0	3.0	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 安利股份：聚氨酯合成革国内领先供应商	5
1、 专注于聚氨酯合成革生产销售，综合规模行业第一	5
2、 产品结构持续优化，毛利率水平持续提升	6
二、 汽车、电子等新兴领域市场需求持续增长	9
1、 新能源车销量持续增长，有望带动 PU 合成革需求提升	10
2、 大客户开拓进展顺利，功能鞋材品类仍有广阔成长空间	11
三、 高毛利产品占比提升，盈利能力持续提高	13
1、 水性无溶剂产品、TPU 等高毛利产品持续放量	13
2、 公司具有明显技术优势和规模优势	14
四、 风险提示	15

图表目录

图 1：公司产品应用领域	5
图 2：公司收入及增速	7
图 3：公司归母净利润及增速	7
图 4：公司营业收入拆分	7
图 5：公司分产品毛利率	7
图 6：公司毛利率、净利率情况	8
图 7：公司人造革合成革销量（万平米）	8
图 8：公司人造革合成革单价（元/米）	8
图 9：公司收入分地区占比	9
图 10：公司直销和经销收入占比	9
图 11：PU 合成革可用于汽车内饰、座椅、门护板、仪表盘等领域	10
图 12：2016-2023 年中国新能源汽车产销量及增速	11
图 13：2016-2023 年中国汽车产销量及增速	11
图 14：公司产品应用于妙控键盘、平板保护套、头戴式耳机、无线充电器等产品	12
图 15：安利股份历史 PE Band	15
图 16：安利股份历史 PB Band	15

表 1: 公司产品主要客户 12

表 2: 聚氨酯合成革的主要类型及其优劣势 13

一、安利股份：聚氨酯合成革国内领先供应商

1、专注于聚氨酯合成革生产销售，综合规模行业第一

国内领先生态功能性聚氨酯合成革及复合材料供应商，综合规模行业第一。公司主要研发、生产、销售生态功能性聚氨酯合成革及复合材料，主要产品为生态功能性聚氨酯合成革及复合材料，产品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、箱包手袋、文具证件、票夹腰带等领域。

公司是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规模最大的企业，综合规模行业第一，产品畅销全国各地，并直接出口到 80 多个国家和地区，充分满足全球消费者现代生活需求。

图 1：公司产品应用领域



资料来源：公司官网、招商证券

“十四五”期间，公司规划形成生态功能性聚氨酯合成革及复合材料 1 亿米左右产能。2024 年，公司将积极推进产能结构优化，计划技改升级 2 条湿法生产线，新增 2 条干法复合型生产线，增加水性、无溶剂产能；加快推进控股子公司安利越南剩余 2 条生产线建设投产。“十四五”期间，公司规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。

成立安利越南布局海外业务，扩大国际品牌合作，积极化解关税风险。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。2017 年公司顺应全球下游市场产业转移趋势，在越南合资设立控股子公司安利越南，利用越南区位和发展优势，布局主营业务海外发展，有利于扩大与下游国际品牌企业合作；有利于充分发挥越南在 WTO、东盟及 CPTTP 等成员国优势，积极化解国际贸易冲突带来的关税风险，增强企

业应变能力和国际竞争能力，努力做大做强。

安利越南于 2024 年 2 月进入耐克全球鞋用材料供应商体系，于 2024 年 7 月通过美国耐克实验室认证。安利越南规划建设 4 条生产线，全部投产后将形成年产生态功能性聚氨酯合成革及复合材料 1200 万米的产能。2022 年四季度末，安利越南 2 条生产线已调试投产，剩余 2 条生产线计划于 2024 年下半年投产。2023 年及 2024 年上半年，由于安利越南处于投产初期，品牌客户对安利越南验厂认证需要一定周期等原因，开工率相对不足，经营有一定亏损。

安利越南于 2024 年 2 月进入耐克全球鞋用材料供应商体系，2024 年 7 月安利越南通过美国耐克实验室认证。美国耐克公司鞋部产能在越南、印尼等东南亚国家比重大，安利越南通过美国耐克公司实验室认证，一是安利越南可以正式承接美国耐克公司鞋部在越南、印尼等东南亚国家的相关订单，有利于扩大安利越南销售收入；二是有利于深化扩大美国耐克公司与安利股份及安利越南的合作；三是表明安利越南具有自主检测符合美国耐克公司鞋用材料标准的能力，体现了安利越南实验室的检测体系、设备、环境、技术人员和能力处于国际领先水平，检测结果具有公信力，获得国际品牌的认可，对提高产品的竞争优势、增强产品品牌影响力，进一步开拓国际品牌市场具有积极促进作用。

2、产品结构持续优化，毛利率水平持续提升

近年来公司收入和归母净利润总体呈增长态势。2022 年公司扣非归母净利润明显下行，主要受原材料及能源价格大幅上涨导致的成本大幅提升、下游需求不振、订单减少、品牌客户去库存、全球卫生事件导致供应链受阻、生产连续性较差等因素影响。

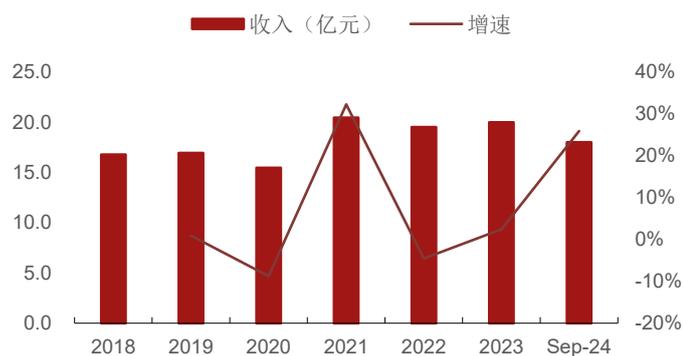
2023 年业绩逐渐修复，产品结构优化，高附加值产品占比提升。2023 年以来，随着上游原材料价格回落，下游需求修复以及公司汽车内饰产品、TPU 产品逐渐放量，公司业绩季度间改善趋势明显。2023 年公司实现收入 20.00 亿元，同比增长 2.43%，实现归母净利润 7082.38 万元，同比下降 51.03%，主要系（1）2022 年确认金寨路厂区土地和房产收储净收益 1.59 亿元；（2）公司购买的信托计划确认公允价值变动损失 2000 万元；（3）安利越南因验厂认证周期原因，目前产销量未达盈亏平衡点，前期员工、产品和市场开发等投入较大，以及折旧计提，2023 年亏损 2062 万元所致。随着客户订单逐步增加，产能逐步释放，安利越南 2023 年下半年销量较上半年增长约 316%，趋势向好。

2023 年公司实现扣非归母净利润 7406.06 万元，同比增长 507.44%，实现扭亏为盈，大幅增长，主要原因系主营产品量价齐升，同时，公司与品牌客户进一步加大合作，创新增强，产品结构优化，高单价、高毛利、高附加值产品占比提升。

2024 年前三季度公司实现收入 18.02 亿元，归母净利润 1.50 亿元，同比增长 260.94%，扣非归母净利润 1.39 亿元，同比增长 377.79%；其中三季度单季实现收入 6.75 亿元，同比增长 21.36%，归母净利润 5785.47 万元，同比增长 42.15%，环比增长 13.14%，扣非归母净利润 5468.68 万元，同比增长 45.19%，环比增长 18.60%。，主要系公司产品量价齐升所致。

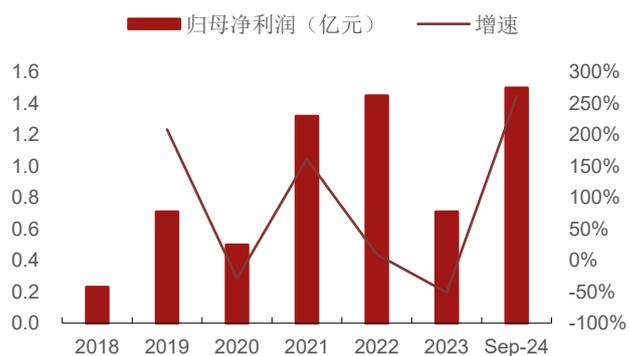
2024 年前三季度公司 PU 合成革产品销量同比增长 16.1%，销售收入同比增长 26.2%，销售单价同比提高 8.7%。其中，三季度单季 PU 合成革产品销量增长 10.2%，销售收入增长 21.6%，单价同比提高 10.4%，公司盈利能力持续增强。

图 2: 公司收入及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司归母净利润及增速



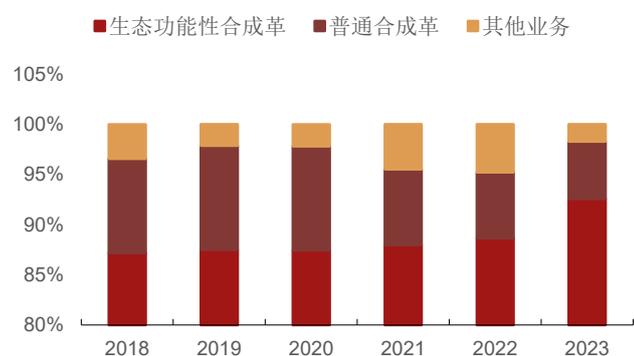
资料来源: 公司公告、招商证券

公司产品以生态功能性合成革为主，近年来收入占比超 87%。公司合成革产品可分为生态功能性合成革和普通合成革，其中以生态功能性合成革为主，近几年占比持续超过 87%，2023 年占比提升至 92.57%，普通合成革产品收入占比较低。

2023H2 以来公司毛利率显著修复，24Q3 毛利率继续增长，高附加值产品占比持续提高。近几年公司毛利率水平总体保持增长态势，2022 年受上游原材料、能源价格上涨、下游需求疲软、订单不足、开工率下滑，导致公司生产成本有所上升，毛利率水平有所下降。2023 年以来，公司毛利率呈上升趋势，2023 年公司主营产品毛利率达 21.01%，同比提高 4.55pct，其中 2023H2 主营产品毛利率达 22.89%，较上半年提高 4.26 pct，同比提高 8.17 pct，主要系：(1) 公司积极推行大客户战略，成效显著，国内外高端客户增多，客户结构变优；(2) 公司积极转型升级，产品结构发生变化，高技术含量、高附加值产品占比提高；(3) 公司对部分品牌客户、中小客户，以及自主开发的生态功能性差异化产品的定价话语权日渐提高，竞争优势显现，盈利空间拓展。

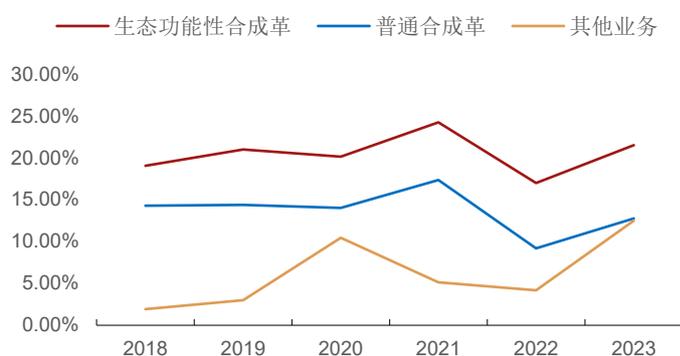
2024 年前三季度公司毛利率 25.31%，净利率 8.42%，盈利能力持续增强。

图 4: 公司营业收入拆分



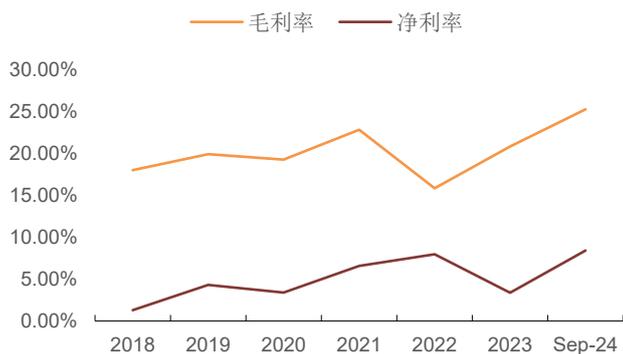
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司分产品毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司毛利率、净利率情况

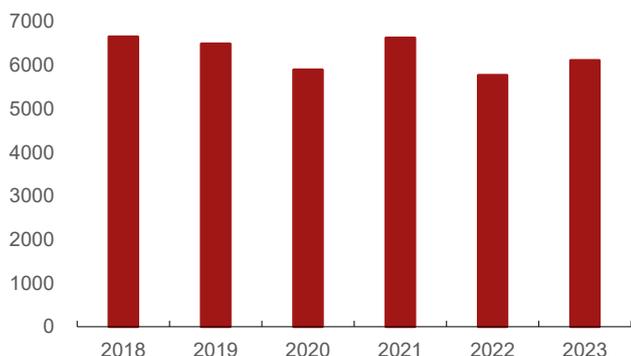


资料来源: 公司公告、招商证券

近几年公司 PU 合成革销量相对稳定, 单价稳步提升。近年来, 公司产品销量总体保持稳定, 在 6000 多万米左右波动, 2022 年受下游需求不振影响销量明显下滑; 2023 年随着下游需求复苏以及公司积极拓展新客户, 产品销量明显恢复, 2023 年公司人造革合成革销量达 6113.64 万米, 同比增长 5.90%。此外, 随着公司产品结构优化, 高附加值产品占比提升, 近年来公司 PU 合成革单价逐渐上升, 2023 年公司人造革合成革均价为 32.16 元/米。

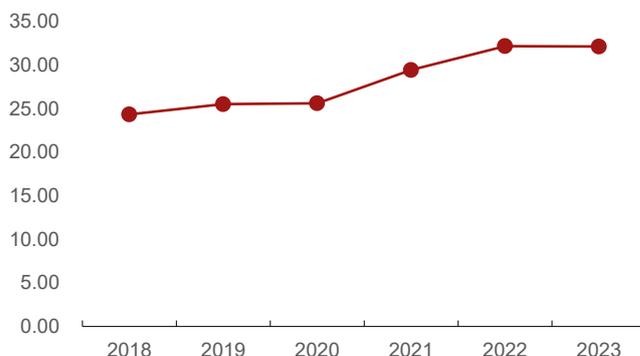
2024 年以来公司 PU 合成革产品呈量价齐升态势。2024 年前三季度公司 PU 合成革产品销量同比增长 16.1%, 销售收入同比增长 26.2%, 销售单价同比提高 8.7%。其中, 三季度单季 PU 合成革产品销量增长 10.2%, 销售收入增长 21.6%, 单价同比提高 10.4%。

图 7: 公司人造革合成革销量 (万米)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 公司人造革合成革单价 (元/米)



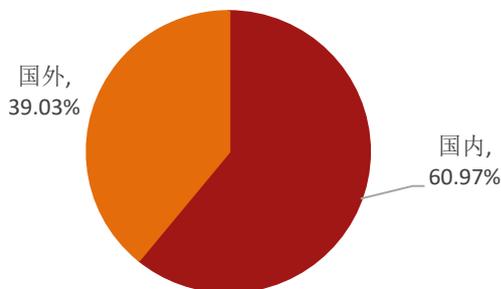
资料来源: 公司公告、招商证券

功能鞋材、沙发家居品类产品收入占比较高, 电子产品、汽车内饰品类毛利率较高。从应用领域来看, 公司 PU 合成革产品主要应用于功能鞋材、沙发家居、汽车内饰、电子产品、体育装备和工程装饰六大领域。其中功能鞋材和沙发家居为公司的传统优势领域, 两项品类营收占比合计约 80% 左右; 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占比合计约 20% 左右。一般来说, 公司电子产品、汽车内饰品类毛利率较高, 优势品类功能鞋材和沙发家居中也有高毛利产品。

国内/海外收入分别约占 6 成和 4 成, 近 9 成产品以直销方式销售。分地区来看,

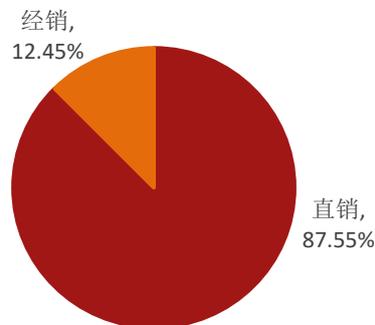
公司产品销往全球，其中 2023 年国内收入占比为 60.97%，海外收入占比为 39.03%，预计随着安利越南产能的持续投产和销量提升，海外市场收入将继续增长。销售方面，公司以直销为主，经销商和贸易商为辅，2023 年直销收入占比为 87.55%。

图 9：公司收入分地区占比



资料来源：公司公告、招商证券

图 10：公司直销和经销收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

二、汽车、电子等新兴领域市场需求持续增长

市场对生态功能性聚氨酯合成革及复合材料需求增加。从国内来看，聚氨酯合成革行业是开放和竞争的行业，市场规模大，企业数量较多、规模总体较小，行业集中度低，生产企业主要集中在浙江、江苏、广东、福建、山东、江西等地区，行业竞争激烈，产品产量大，但整体处于行业中低端水平。

由于聚氨酯合成革及复合材料具有质量优良、颜值美丽、时尚流行、功能出众、生态环保、性价比高等优点，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、服装服饰、票夹腰带、文具证件等领域。随着全球消费者生活质量提高，消费者对聚氨酯合成革及复合材料产品多功能、高性能、生态环保等要求提高，市场对生态、功能、绿色、环保型聚氨酯合成革及复合材料的需求增加。

生态功能性合成革和普通合成革的主要区别在于产品环保性能指标和功能物性方面的差别。在产品功能物性方面的差别主要体现在表面密度、拉伸负荷、伸长率、撕裂负荷、剥离负荷、表面色牢度、耐折牢度、耐寒性、耐磨性、耐黄变性、耐水解性、崩裂性、透湿度、吸水度、耐水度、耐热粘着性、阻燃性、防腐性、抗菌、防霉性等方面的所能达到的指标差别。

聚氨酯合成革及复合材料在新兴领域应用扩大。随着社会技术进步，聚氨酯合成革及复合材料工艺技术与真皮、纺织品、TPU、石墨烯、生物基、硅基、回收再生等高新复合材料融合发展，已不再是传统意义上的聚氨酯合成革，正加速替代或有别于真皮、PVC 人造革、纺织品等材料，特色鲜明、优势显现。

目前，聚氨酯合成革及复合材料在汽车内饰、电子产品、体育装备、工程装饰、户外游艇、医疗健康等新兴领域应用扩大，发展态势良好。全球具有技术、品牌、环保和规模等优势的聚氨酯合成革企业，将获得更好的发展机遇。

公司聚氨酯合成革产品主要应用于功能鞋材、沙发家居、汽车内饰、电子产品、

体育装备和工程装饰六大领域。其中功能鞋材和沙发家居为公司的传统优势领域，两项品类营收占比合计约 80%左右；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占比合计约 20%左右。

汽车和电子领域进入壁垒相对较高，呈现准入难度大、技术门槛高的特点，具备一定的行业门槛和客户粘性。（1）验证周期长，门槛高。进入汽车、电子品牌供应链体系，需要从生产能力、开发、质量、环保、安全、职业健康、人力资源、社会责任、财务等方面，进行多轮、多环节严格的评价考核通过各种较为严格的专项认证和体系认证，周期长，门槛高。从通过供应商认证，到获得定点项目，到开发验证、打样放样，再到试产、量产，通常需 1-2 年，甚至更长时间。（2）对产品性能要求更高。汽车、电子品牌客户对产品相关技术参数和质量稳定性要求更高。

1、新能源车销量持续增长，有望带动 PU 合成革需求提升

随着新能源汽车快速发展，对汽车内饰环保性能要求提高，PU 合成革在汽车内饰中应用逐渐成为一种趋势。PU 合成革可用于汽车内饰、座椅、门护板、仪表盘等。过去，聚氨酯合成革和复合材料在汽车内饰领域应用较少，随着新能源汽车快速发展，对内饰材料生态环保性能要求提高，聚氨酯合成革和复合材料替代真皮、PVC 人造革、纺织品等传统材料，在新能源汽车中的应用逐渐成为一种趋势，为其自身发展带来了广阔的市场空间。

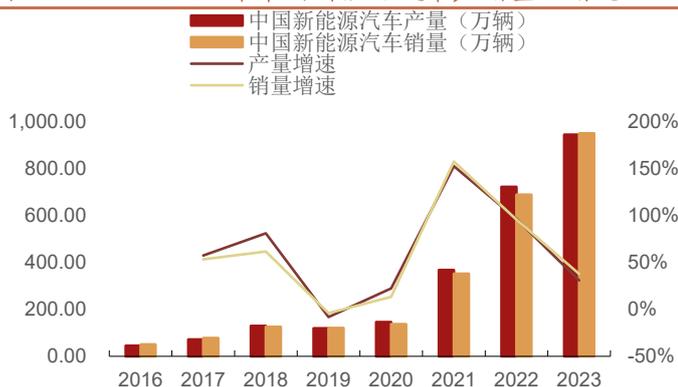
图 11：PU 合成革可用于汽车内饰、座椅、门护板、仪表盘等领域



资料来源：公司官网、招商证券

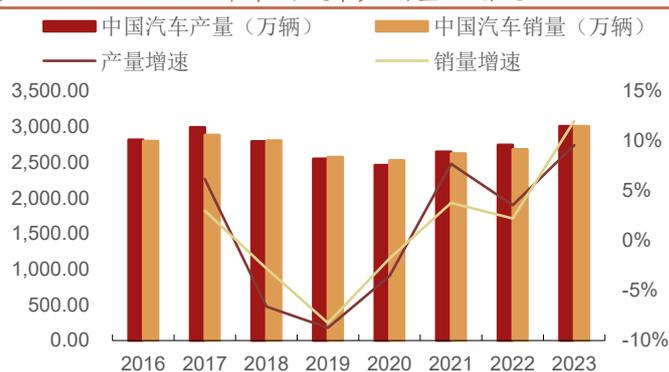
随着新能源汽车销量增长及 PU 合成革渗透率提升，预计 PU 合成革市场需求将持续增长。2023 年我国汽车产量 3011.32 万辆，同比增长 9.60%，销量 3009.4 万辆，同比增长 12.02%；其中我国新能源汽车产量 944.3 万辆，同比增长 30.81%，销量 949.5 万辆，同比增长 37.88%。截至 2024 年 9 月，我国新能源汽车累计产量为 831.6 万辆，销量为 832.0 万辆，预计未来随着新能源汽车销量的持续增长和 PU 合成革在汽车内饰中渗透率的持续提高，PU 合成革市场需求将持续增长。

图 12: 2016-2023 年中国新能源汽车产销量及增速



资料来源: 国家统计局、中国汽车工业协会、招商证券

图 13: 2016-2023 年中国汽车产销量及增速



资料来源: 国家统计局、中国汽车工业协会、招商证券

假设单车 PU 合成革用量 6 米，均价 70 元/米，PU 合成革渗透率为 30%，预计 2030 年国内新能源车 PU 合成革市场规模将达 31.5 亿元。一辆汽车 PU 合成革用量 2 米至十几米不等，车用 PU 合成革价格约 60-80 元/米，根据 GGII 数据，假设 2030 年国内新能源汽车销量达到 2500 万辆；假设平均一辆汽车 PU 合成革用量为 6 米，均价为 70 元/米，PU 合成革渗透率为 30%，则对应 2030 年国内新能源汽车 PU 合成革市场规模将达 31.5 亿元。

公司产品在比亚迪、小鹏、长城等知名品牌部分车型上应用，预计未来汽车内饰品类将快速增长。在汽车内饰领域，公司目前服务的汽车品牌逐渐增多，公司产品在比亚迪、丰田、小鹏、赛力斯、长城、极越、极氪等汽车品牌的部分车型上实现应用。比亚迪是新能源汽车中的龙头企业，目前有多款车型在公司定点，部分已量产，部分处于开发阶段，2024 年有新车型上市，公司进入比亚迪供应商体系较晚，占其内部分额有较大提升空间。随着 2023 年部分定点项目在 2024 年实现量产，以及公司积极争取新的、更多的定点项目，提高现有客户的内部分额，同时积极推进新的品牌车企认证工作，预计未来公司将实现汽车内饰品类较高速增长。

2、大客户开拓进展顺利，功能鞋材品类仍有广阔成长空间

功能鞋材领域，公司与众多国内外知名品牌客户合作良好。功能鞋材是公司的优势品类之一，公司积累了丰富的客户资源与渠道关系，享有良好声誉。公司与彪马、亚瑟士、安踏、李宁、特步等国内外品牌客户合作稳定良好；公司积极推进耐克鞋部合作，2023 年处于开发和逐步起量阶段；积极培育发展 361°、中乔、匹克、国际斐乐、匡威、锐步、威富集团、美津浓、H&M、ZARA、爱步 (ECCO) 等品牌业务；积极联系 NB、昂跑、HOKA 等品牌业务，作为驱动公司未来中长期发展的储备客户。2024 年 2 月，公司成为美国安德玛公司 (UA) 装备部供应商，正积极推进 UA 鞋部认证。

2024Q2 公司及控股子公司安利越南同时成为德国阿迪达斯合格供应商。公司自 2015 年 8 月以来与 adidas 接洽，经过多年努力，于 2024 年 5 月通过供应商审核，向其鞋类产品提供聚氨酯合成革、TPU、水性透气皮、超细纤维聚氨酯合成革等鞋用材料系列产品。Adidas 是全球具有重要影响力的体育运动和休闲品牌，公司及安利越南成为其合格供应商是公司的成长新动能，表明公司具有优异的综合竞争实力，有利于公司及安利越南获取更多订单，进一步提升收入和盈利能力。

安利越南进入耐克全球鞋用材料供应商体系，在 2024H2 有望形成实质性订单。2024 年 2 月，控股子公司安利越南进入耐克全球鞋用材料供应商体系，2024 年 7 月安利越南通过耐克实验室认证。考虑到耐克产能在越南的比重较大，安利越南要素整合基本完成，2024 年下半年有望形成实质性订单。

随着 PU 合成革在沙发家具中渗透率提升及公司客户结构优化，预计公司沙发家居品类销售将持续向好。沙发家居面料主要由真皮、聚氨酯合成革、PVC 人造革以及烫金布（科技布）、棉麻布等组成。2021 年以来，沙发家居中生态功能性聚氨酯合成革及复合材料用量呈上升趋势，与烫金布（科技布）、棉麻布等布类产品相比，生态功能性聚氨酯合成革及复合材料颜色、花纹等表面效果丰富、视觉感强，防水防污性能、耐水解、耐久耐用性能优异，易打理、清洁和保养，生态环保，体现“尊贵感”“高贵感”，优势显现。

在沙发家居品类，公司与芝华仕、顾家、爱室丽、宜家、欧派等品牌深化合作，同时有较多品牌客户正在拓展和积极培育之中。2023 年，在房地产行业低迷的大环境下，从第二季度开始，公司沙发家居订单复苏增长，2023 年销售较 2022 年实现较快增长。预计未来随着聚氨酯合成革和复合材料在沙发家居中应用比例提升和公司沙发家居品类客户增多和结构优化，公司沙发家居品类销售将持续增长。

表 1: 公司产品主要客户

应用领域	主要客户
功能鞋材	耐克、彪马、亚瑟士、安踏、李宁、特步、361 度、鸿星尔克、中乔等
沙发家居	芝华仕、顾家、爱室丽、宜家、欧派等
汽车内饰	比亚迪、丰田、小鹏、赛力斯、长城、极越、极氪等
电子领域	苹果、三星、谷歌、vivo、OPPO、小米、Beats 等
体育装备	耐克装备、迪卡侬装备

资料来源：公司公告、招商证券

在电子领域，公司与苹果合作稳定，并积极开拓新客户，提升市场份额。在电子领域，公司与苹果合作稳定，公司产品主要应用在妙控键盘、平板保护套、头戴式耳机、无线充电器等产品。同时公司将积极提升在现有客户中的内部分额，与三星、谷歌、vivo、OPPO、小米、Beats 等国内外品牌客户加深合作，努力扩大销售，提高市场份额。

图 14: 公司产品应用于妙控键盘、平板保护套、头戴式耳机、无线充电器等产品



资料来源：公司官网、招商证券

三、高毛利产品占比提升，盈利能力持续提高

1、水性无溶剂产品、TPU 等高毛利产品持续放量

目前合成革环保绿色发展方向主要集中在水性聚氨酯合成革、无溶剂聚氨酯合成革、TPU 合成革这三个方向。水性、无溶剂聚氨酯合成革和 TPU 生产过程中有害物质排放量低，产品绿色、环保，近年来受到国家和服饰品牌商的青睐。

(1) 水性聚氨酯合成革：水性聚氨酯合成革具有无毒、无臭味、无污染、不易燃烧等优点，是传统溶剂型聚氨酯良好的替代材料，在织物涂层、合成革、天然皮革涂饰、胶黏剂等许多领域得到了广泛的应用。据《聚氨酯合成革绿色清洁化生产发展趋势分析与探讨》，水性聚氨酯合成革在生产过程可节省溶剂型 PU 合成革生产中因溶剂回收处理而产生的人工、设备以及土地等费用，并避免了溶剂的着火危险，极大地降低了风险及生产成本。

(2) 无溶剂聚氨酯合成革：2010 年德国 BSAF 首次在中国展出无溶剂合成革样品，随后无溶剂聚氨酯合成革技术快速发展。无溶剂合成革生产过程中没有溶剂的参与，生产过程环保，产品不含有害物质，是一种环保的聚氨酯合成革。其具有加工过程能量消耗低，成型周期短，生产效率高，生产成本低等优势。

(3) TPU：TPU 合成革是一种新型的环保 PU 合成革，生产过程中不使用任何溶剂，可将 TPU 薄膜作为基材，经过表面处理得到 TPU 合成革。TPU 因具有优异的耐磨、伸长率、拉伸强度、耐油、阻燃及耐低温曲折性能，具有轻量化、减量化的特点，近年来得到快速发展。TPU 合成革可以用作服装、运动用品、电子产品以及体育装备等，TPU 合成革不仅开拓了生态合成革的应用市场，而且代表着人造革、合成革行业生态化发展的方向。

表 2：聚氨酯合成革的主要类型及其优劣势

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

资料来源：观研天下、招商证券

公司布局水性、无溶剂生产工艺技术十余年，近年来产品产量逐步提升。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。

公司水性、无溶剂技术成熟，技术全球领先，产能具备，产品种类齐全且具有多功能、高性能和生态环保的特点。

(1) 先发优势。公司 10 余年前就积极推进研发水性、无溶剂等物性和环保性能更高的材料工艺技术，满足全球市场对生态功能型产品的良好需求，走在全球同行业前列。

(2) 品类齐全优势。公司水性、无溶剂材料品种齐全，覆盖功能鞋材、沙发家居、汽车内饰、电子产品、体育装备、工程装饰等全品类、不同物性标准的产品。

(3) 连续化生产优势。公司水性、无溶剂定制化设备先进，自动化、智能化水平高，工艺控制和管理操作水平高，连续化生产质量稳定性好。

(4) 高性能、多功能优势。公司水性、无溶剂产品界面结合强度高，耐磨耐刮、耐化学品、耐久耐用、耐水解老化等性能，优于市场同类产品。公司水性、无溶剂产品与 TPU、回收再生、硅基、生物基、石墨烯等新兴材料融合，实现多功能、高性能和生态环保。

公司水性、无溶剂产品收入占比约 20-25%左右。据公司 2024 年 4 月 13 日投资者纪要，公司水性、无溶剂产品收入占比约 20-25%左右。公司现有溶剂型干法生产线经过一定技术改造，可以兼容生产水性、无溶剂产品。

公司积极布局 TPU 产品，将进入快速放量阶段。TPU 产品可应用于功能鞋材、电子产品和手袋箱包等领域。2014 年，公司开始研发生产 TPU 产品，用于在亚瑟士 (ASICS) 跑鞋中；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。但过去 TPU 产品占公司营收比重较小，基于公司良好的综合实力和 TPU 的广阔空间，2023 年公司决定做大做强 TPU 产品。

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，初见成效，产销量处于稳步上升期；与耐克、彪马、361 度、中乔等，在 TPU 产品合作上处于起步阶段；其他如李宁、匹克等，正在推进协调中；积极推进 TPU 产品在耐克、迪卡侬等体育装备领域的开发应用。2023 年第三季度，公司 TPU 产量创季度新高，其中 8 月 TPU 产量创月度新高。

2、公司具有明显技术优势和规模优势

公司聚氨酯合成革产品市占率及细分市场占有率为国内第一，具有明显规模优势。公司经过 20 多年的发展积淀，资金充足，资产优良，实力雄厚，竞争要素整合良好，是目前全国专业研发生产生态功能性聚氨酯合成革及复合材料规模最大的企业；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率约 25%左右，为国内第一。公司产品出口量、出口创汇额、出口发达国家数量，居全球同行业前列。

产品结构层次丰富，自产 PU 树脂集成协同创新能力强。公司工艺设备先进，产品线完整，产品品种多，具有以机织布、针织布、弹力布、无纺布、超纤维布、TPU 膜等基材贴面后，加工水性、无溶剂、TPU 聚氨酯复合材料等产品线，产品结构层次丰富，满足全球不同市场的不同客户需求。同时公司控股子公司安利新材料拥有 PU 树脂研发生产能力，PU 合成革和 PU 树脂一体化研发生产，集成协同创新能力强。

产品在新兴领域放量叠加高附加值产品比例提升，有助于提升公司综合毛利率水

平。公司积极开发经营水性、无溶剂、TPU、生物基、硅基、回收再生等新材料、新工艺，坚持开发创新和工艺技术转型升级，高技术含量、高附加值产品比重加大，促进产品、技术迈向中高端。同时，公司聚氨酯合成革及复合材料应用领域由过去的功能鞋材、沙发家居、手袋箱包等，拓展到汽车内饰、电子产品、体育装备、工程装饰、医疗健康等领域，汽车内饰、电子产品等新兴应用领域 PU 合成革毛利率水平更高，有助于进一步提升公司产品的盈利能力。

四、风险提示

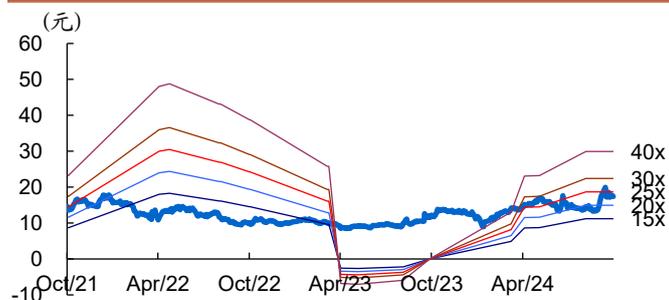
1、原材料价格波动的风险：公司产品的原材料为基布、聚氨酯树脂、离型纸、色浆、助剂等，采购成本约占主营业务成本 60%以上，公司产品的上游行业基本上都随能源、原材料价格波动而调整产品价格。此外，部分原材料可能还存在由于供应商停产检修、供应短缺、不可抗力等原因，导致供应中断、供应不及时和成本上升等风险。总体而言，公司产品的价格相对于原材料价格变动，传导至下游客户具有一定的滞后性，因此在短期内不能完全抵消原材料成本波动所带来的经营风险。另外，由于聚氨酯树脂和基布占公司产品成本比重较高，如果原材料价格波动上涨，原材料采购将占用更多的资金，从而增加公司的流动资金压力。同时，如果原材料价格持续上升，还会增大产品销售成本的基数，从而可能引致公司毛利率和利润指标下降。

2、天然气价格波动的风险：由于天然气能源与煤炭等传统能源相比，价格较高，市场具有一定垄断性，且在天然气使用旺季，国家和合肥地区天然气可能会供应短缺，可能存在“限供”，以及天然气价格上涨的风险，影响公司生产经营发挥，增加能源成本。

3、汇率波动的风险：人民币汇率波动对公司的影响主要体现在两个方面：一是公司出口业务比重较大，汇率变化对公司出口产品的销售价格造成一定的影响；二是公司生产所需的部分原材料有一定的进口，汇率变化对公司进口产品的价格及进口计划造成一定的影响。

4、信托产品兑付风险：2023 年，公司使用闲置自有资金进行现金管理，购买中融国际信托有限公司“中融-圆融 1 号集合资金信托计划”，两笔共计 4,000 万元人民币，到期日分别为 2023 年 11 月 8 日、2023 年 12 月 27 日。截至目前，该信托产品已逾期、尚未兑付，存在本息不能全部兑付的风险，对公司利润产生一定不利影响。

图 15: 安利股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 16: 安利股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1240	1216	1539	1887	2253
现金	428	447	599	781	1012
交易性投资	0	20	20	20	20
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	209	271	339	401	452
其它应收款	78	52	65	77	87
存货	379	326	391	458	515
其他	146	101	126	149	168
非流动资产	1051	976	909	849	795
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	968	896	833	777	726
无形资产商誉	43	41	37	33	30
其他	40	39	39	39	39
资产总计	2291	2192	2448	2735	3047
流动负债	795	714	811	914	999
短期借款	168	133	130	130	130
应付账款	423	480	576	676	759
预收账款	18	15	18	22	24
其他	186	86	86	86	86
长期负债	71	72	72	72	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他	71	72	72	72	72
负债合计	866	786	882	986	1071
股本	217	217	217	217	217
资本公积金	352	323	323	323	323
留存收益	708	727	896	1093	1335
少数股东权益	147	140	130	117	101
归属于母公司所有者权益	1277	1266	1435	1632	1875
负债及权益合计	2291	2192	2448	2735	3047

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	216	304	226	284	344
净利润	156	67	188	244	303
折旧摊销	102	109	103	95	89
财务费用	9	13	4	2	1
投资收益	1	(0)	4	6	1
营运资金变动	(51)	119	(78)	(69)	(54)
其它	(0)	(3)	5	5	4
投资活动现金流	10	(54)	(38)	(40)	(35)
资本支出	(71)	(42)	(34)	(34)	(34)
其他投资	80	(12)	(4)	(6)	(1)
筹资活动现金流	(101)	(233)	(35)	(62)	(77)
借款变动	(83)	(142)	(3)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	41	(30)	0	0	0
股利分配	(46)	(50)	(28)	(59)	(77)
其他	(13)	(10)	(4)	(2)	(1)
现金净增加额	124	17	153	182	231

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1953	2000	2498	2961	3332
营业成本	1643	1583	1900	2229	2502
营业税金及附加	16	18	22	27	30
营业费用	72	86	107	127	143
管理费用	104	87	107	132	143
研发费用	130	126	155	187	208
财务费用	10	11	4	2	1
资产减值损失	164	(12)	(11)	(10)	(5)
公允价值变动收益	0	(20)	(20)	(20)	(20)
其他收益	21	17	17	15	20
投资收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	162	73	188	241	299
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	6	9	9	9	9
利润总额	156	64	179	233	290
所得税	(0)	(3)	(8)	(11)	(14)
少数股东损益	11	(4)	(10)	(13)	(16)
归属于母公司净利润	145	71	197	256	319

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-5%	2%	25%	19%	13%
营业利润	11%	-55%	157%	28%	24%
归母净利润	10%	-51%	179%	30%	25%
获利能力					
毛利率	15.9%	20.9%	23.9%	24.7%	24.9%
净利率	7.4%	3.5%	7.9%	8.7%	9.6%
ROE	12.0%	5.6%	14.6%	16.7%	18.2%
ROIC	10.5%	5.5%	12.4%	14.3%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	37.8%	35.9%	36.0%	36.0%	35.2%
净负债比率	11.7%	6.1%	5.3%	4.8%	4.3%
流动比率	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3
速动比率	1.1	1.2	1.4	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.1	1.2
存货周转率	3.9	4.5	5.3	5.3	5.1
应收账款周转率	9.2	8.3	8.2	8.0	7.8
应付账款周转率	4.1	3.5	3.6	3.6	3.5
每股资料(元)					
EPS	0.67	0.33	0.91	1.18	1.47
每股经营净现金	0.99	1.40	1.04	1.31	1.59
每股净资产	5.89	5.84	6.62	7.52	8.64
每股股利	0.23	0.13	0.27	0.35	0.44
估值比率					
PE	26.1	53.3	19.1	14.7	11.8
PB	3.0	3.0	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	12.7	18.1	11.7	10.2	8.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。