

## 安利股份 (300218.SZ)

## 业绩稳步增长，成为耐克战略合作伙伴

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度业绩预告，2024 年公司实现收入 24.03 亿元，同比增长 20.12%，归母净利润 1.94 亿元，同比增长 174.19%，扣非归母净利润 1.92 亿元，同比增长 159.60%；其中 2024Q4 实现收入 6.01 亿元，同比增长 5.62%，归母净利润 0.44 亿元，同比增长 50.47%，扣非归母净利润 0.54 亿元，同比增长 19.08%。2025Q1 公司预计实现归母净利润 0.44-0.48 亿元，同比增长 6.61%-16.30%，扣非归母净利润 0.42-0.46 亿元，同比增长 11.06%-21.63%。

- 业绩稳步增长，25Q1 产品单价持续提升。2024 年公司 PU 合成革产品量价齐升，实现销量、营收、利润大幅增长。2024 年公司合成革产品实现收入 23.63 亿元，同比增长 20.19%，占营业收入比重为 98.35%，毛利率 24.31%，同比增长 3.30 pct；其中生态功能性合成革实现收入 22.55 亿元，同比增长 21.78%，毛利率 24.37%，同比增长 2.85 pct。合成革产品实现产量 6661.3 万平米，同比增长 8.96%，销量 6689.5 万平米，同比增长 9.42%，均价 35.33 元/米，同比增长 9.85%。2025Q1 公司订单总体平稳，合成革产品收入同比增长约 2.92%，产品结构优化，高技术含量、高附加值产品销售扩大、占比提高，主营产品单价同比增长约 9.43%，同时公司降本增效，利润空间拓展。
- 成为耐克战略合作伙伴，持续深化客户合作。功能鞋材品类，公司与耐克合作取得突破，2025 年 1 月公司成为耐克战略合作伙伴；彪马、亚瑟士等国际品牌合作良好；成为阿迪达斯供应商，积极推进产品开发；成为安踏战略合作伙伴；李宁、特步等国内品牌实现增长；积极联系 UA 鞋部、NB、HOKA、昂跑等品牌，培育新动能。沙发家居品类总体稳定，爱室丽订单增长；芝华仕、顾家合作稳定，成为慕思供应商。汽车内饰品类成效初显，公司服务的汽车品牌 and 定点项目增多，相关产品在比亚迪、丰田、赛力斯、小鹏、长城、极氪、江淮、奇瑞等品牌的部分车型上实现应用。电子产品品类销售向好，公司与苹果合作深化；公司创新材料应用于部分品牌高端折叠屏手机；相关产品在三星、Beats、谷歌等品牌部分终端产品及配件上实现应用。体育装备品类稳中有升，与迪卡侬装备、耐克装备合作稳定，成为 UA 装备供应商。安利越南产销有所提升，成为阿迪达斯供应商，通过耐克实验室认证。
- 积极优化产能结构，产线建设顺利推进。公司积极优化产能结构，安利股份本部新增 2 条干法复合型生产线，计划 2025 年上半年调试、下半年投产；安利越南新增 2 条生产线安装调试，计划 2025 年下半年投产。
- 给予“增持”投资评级。预计公司 2025-2027 年收入分别是 29.71、34.45、40.06 亿元，归母净利润分别为 2.56、3.19、3.92 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.2、9.0、7.3 倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格波动、美国加征关税及中美贸易冲突升级、产能不能充分利用、汇率波动、信托产品兑付等风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2000	2403	2971	3445	4006
同比增长	2%	20%	24%	16%	16%
营业利润(百万元)	73	215	284	352	433

## 增持(下调)

周期/化工

目标估值: NA

当前股价: 13.2 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)	2.9
流通市值(十亿元)	2.9
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	13.6
资产负债率	35.0%
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	-18	-27	-4
相对表现	-12	-25	-10



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《安利股份(300218)—2024 年业绩同比高增,看好 2025 年增势延续》2025-01-25
- 《安利股份(300218)—24Q3 业绩再创新高,产品量价齐升,增势良好》2024-10-25
- 《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

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

连莹 S1090524070001

lianying@cmschina.com.cn

同比增长	-55%	195%	32%	24%	23%
归母净利润(百万元)	71	194	256	319	392
同比增长	-51%	174%	32%	24%	23%
每股收益(元)	0.33	0.89	1.18	1.47	1.81
PE	40.4	14.7	11.2	9.0	7.3
PB	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3

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、 公司专注于聚氨酯合成革生产销售 .....	5
2、 产品结构持续优化，毛利率水平持续提升 .....	5
二、 鞋材、汽车等领域销量有望持续增长 .....	8
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、 成为耐克战略合作伙伴，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 .....	12
1、 水性无溶剂产品、TPU 等高毛利产品持续放量 .....	12
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 .....	6
图 3：公司归母净利润及增速 .....	6
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 .....	7
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 .....	8
图 10：公司直销和经销收入占比 .....	8
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：中国新能源汽车产销量及增速 .....	11
图 13：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 .....	16
图 16：安利股份历史 PB Band .....	16

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、公司专注于聚氨酯合成革生产销售

公司是国内领先生态功能性聚氨酯合成革及复合材料供应商。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。

图 1：公司产品应用领域



资料来源：公司官网、招商证券

2024 年，公司及控股子公司购建固定资产、技改等投资约 7200 余万元，积极优化产能结构，安利股份本部新增 2 条干法复合型生产线，计划 2025 年上半年调试、下半年投产；安利越南新增 2 条生产线安装调试，计划 2025 年下半年投产；扩大应用生产自动配料、检验自动包装码垛等系统，新增瑕疵在线检测等智能设备，积极推进烘箱能源利用等节能减排新技术，改善作业环境，降低劳动强度，提高生产效率。

### 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，

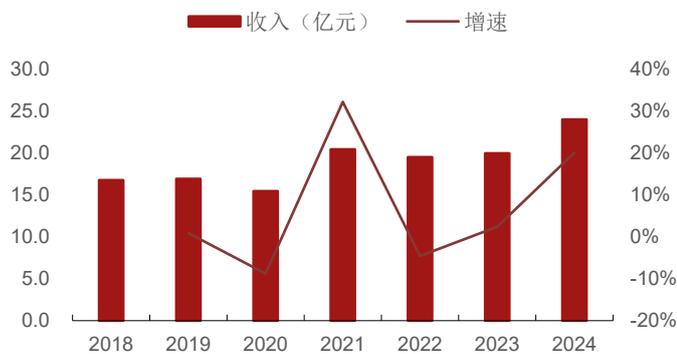
随着上游原材料价格回落，下游需求修复以及公司汽车内饰产品、TPU 产品逐渐放量，公司业绩季度间改善趋势明显。2023 年公司实现收入 20.00 亿元，同比增长 2.43%，实现归母净利润 7082.38 万元，同比下降 51.03%，主要系（1）2022 年确认金寨路厂区土地和房产收储净收益 1.59 亿元；（2）公司购买的信托计划确认公允价值变动损失 2000 万元；（3）安利越南因验厂认证周期原因，目前产销量未达盈亏平衡点，前期员工、产品和市场开发等投入较大，以及折旧计提，2023 年亏损 2062 万元所致。随着客户订单逐步增加，产能逐步释放，安利越南 2023 年下半年销量较上半年增长约 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 年公司实现收入 24.03 亿元，同比增长 20.12%，归母净利润 1.94 亿元，同比增长 174.19%，扣非归母净利润 1.92 亿元，同比增长 159.60%；其中 2024Q4 实现收入 6.01 亿元，同比增长 5.62%，归母净利润 0.44 亿元，同比增长 50.47%，扣非归母净利润 0.54 亿元，同比增长 19.08%，主要系公司持续开拓和深化客户合作，产品销量持续增长；另外公司持续优化产品结构，高技术含量、高附加值产品销售扩大、占比提高，产品单价和毛利率水平持续提升。

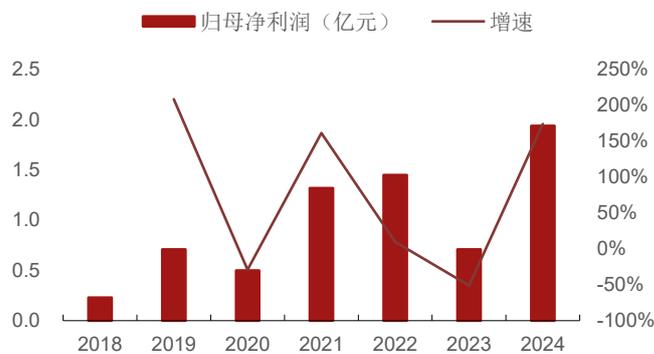
2025Q1 公司预计实现归母净利润 0.44-0.48 亿元，同比增长 6.61%-16.30%，扣非归母净利润 0.42-0.46 亿元，同比增长 11.06%-21.63%。2025Q1 公司订单总体平稳，合成革产品收入同比增长约 2.92%，产品结构优化，高技术含量、高附加值产品销售扩大、占比提高，主营产品单价同比增长约 9.43%，同时公司降本增效，利润空间拓展。

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

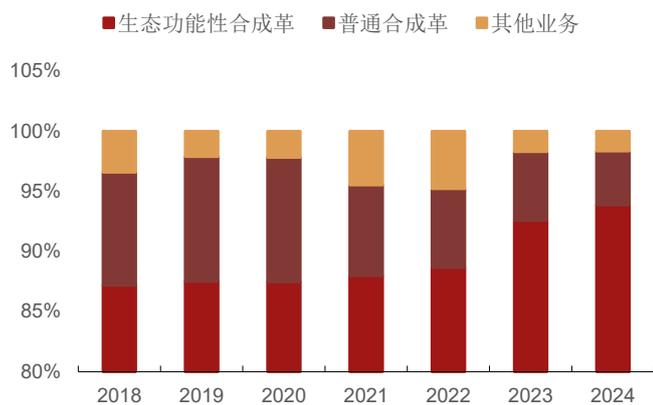
公司产品以生态功能性合成革为主，近年来收入占比超 87%。公司合成革产品可分为生态功能性合成革和普通合成革，其中以生态功能性合成革为主，近几年占比持续超过 87%，2024 年占比提升至 93.85%，普通合成革产品收入占比较低。

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。

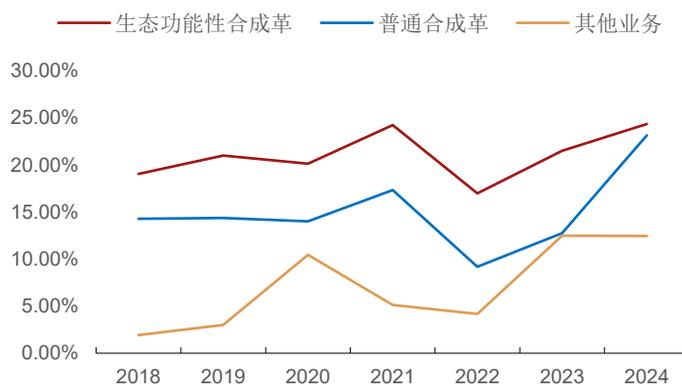
2024 年公司毛利率 24.11%，同比增长 3.25 pct，净利率 8.10%，同比增长 4.73 pct，主要系公司产品结构优化，高附加值产品占比持续提升，盈利能力持续增强。

图 4：公司营业收入拆分



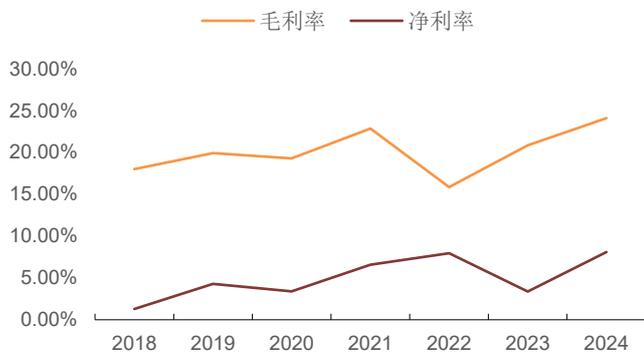
资料来源：公司公告、招商证券

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

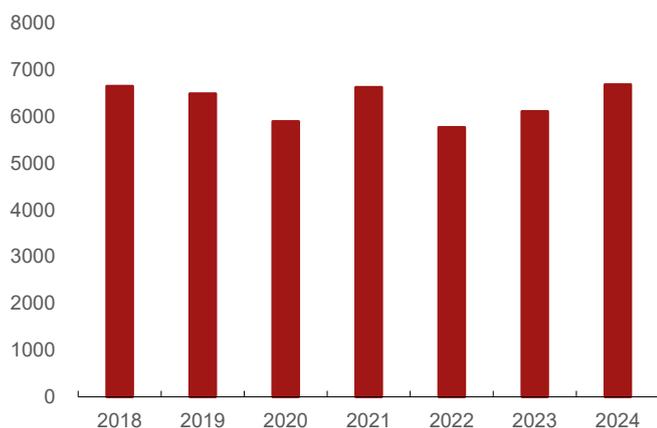


资料来源：公司公告、招商证券

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。

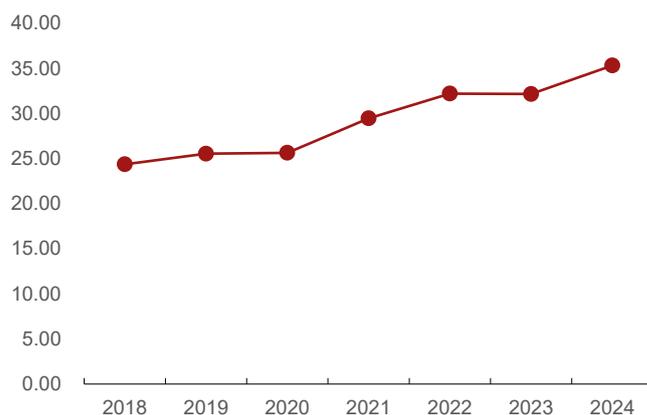
2024 年公司 PU 合成革产品呈量价齐升态势。2024 年公司 PU 合成革产品销量为 6689.53 万米，同比增长 9.42%，销售单价为 35.33 元/米，同比增长 9.84%。2025Q1 公司产品单价持续提升，同比增长约 9.43%。

图 7: 公司人造革合成革销量 ( 万平米 )



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 )

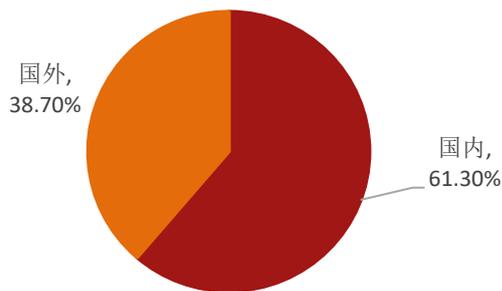


资料来源: 公司公告、招商证券

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, 两项品类营收占比较高。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。

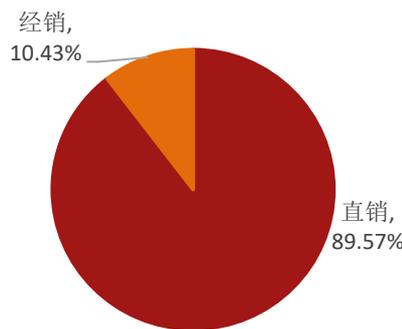
国内/海外收入分别约占 6 成和 4 成, 近 9 成产品以直销方式销售。分地区来看, 公司产品销往全球, 其中 2024 年国内收入占比为 61.30%, 海外收入占比为 38.70%, 预计随着安利越南产能的持续投产和销量提升, 海外市场收入将继续增长。销售方面, 公司以直销为主, 经销商和贸易商为辅, 2024 年直销收入占比为 89.57%。

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、鞋材、汽车等领域销量有望持续增长

聚氨酯合成革 ( PU 合成革 ) 一般细分为普通 PU 合成革、生态功能性 PU 合成革、超细纤维 PU 合成革。聚氨酯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。根据工艺、性能的不同, 聚氨酯合成革 ( PU 合成革 ) 一般细分为普通

PU 合成革、生态功能性 PU 合成革、超细纤维 PU 合成革，三者在生产设备、工艺、主要原材料、产品成本、销售客户、目标市场等方面存在一定的联系和差异。

**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、环保和规模等优势聚氨酯合成革企业，将获得更好的发展机遇。

**国内外环保政策趋严，给优势企业带来更多机遇。**随着全球气候变暖问题日益凸显，可持续发展、低碳发展成为当今世界的重要议题。各国政府、国际组织和企业纷纷采取措施，保护人类赖以生存的环境，努力实现经济和社会的可持续发展。欧盟、美国、日本等国家和地区对聚氨酯合成革及复合材料，提出严格的限量有害物质控制要求，制定 REACH、RoHS 等法规和标准，进一步提高产品要求和标准。

聚氯乙烯 (PVC) 人造革由于价格较低、老化性较好等原因，目前在全球消费市场仍占有较大份额。但是由于其生产过程不环保、含有害禁用物质，“PVC 人造革”被列入国家生态环境部《环境保护综合名录 (2021 年版)》中的“高污染、高环境风险”产品名录；“聚氯乙烯 (PVC) 普通人造革生产线”被列入国家发改委《产业结构调整指导目录 (2024 年)》中的“限制类项目”；美国耐克公司化学手册和限用物质清单 (RSL) 中明确表示，用于制造 NIKE、NIKE 子产品或许可产品的所有材料禁止使用 PVC 人造革；欧盟、日本等国家积极推进制定、提高 PVC 人造革的环保标准，设立技术壁垒，提高产品准入门槛，一定程度上限制了 PVC 人造革的消费。与 PVC 人造革相比，聚氨酯合成革更加环保、绿色、生态，受到国家产业政策鼓励和支持。

随着全球环保要求日益严格，国家监管力度加强，国内许多人造革合成革中小企

业的粗放式经营，已难以适应当前和未来的发展趋势，促使行业整合升级加速，落后产能淘汰加快，行业分化态势明显，集中度提高，行业整体工艺装备技术水平提升，为规模实力突出的优势大企业带来更多发展机遇。

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。

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。

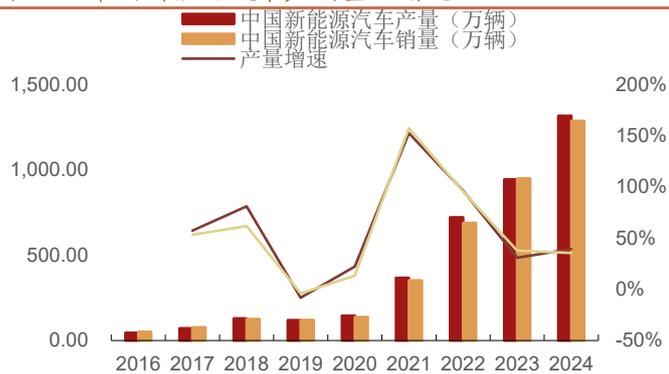
图 11：PU 合成革可用于汽车内饰、座椅、门护板、仪表盘等领域



资料来源：公司官网、招商证券

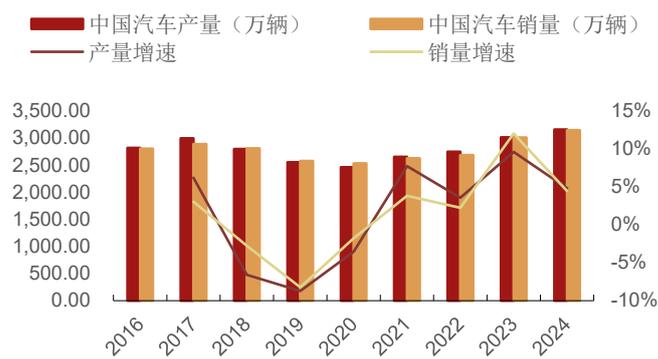
随着新能源汽车销量增长及 PU 合成革渗透率提升，预计 PU 合成革市场需求将持续增长。2024 年我国汽车产量 3155.93 万辆，同比增长 4.80%，销量 3143.60 万辆，同比增长 4.46%；其中我国新能源汽车产量 1316.80 万辆，同比增长 39.45%，销量 1286.59 万辆，同比增长 35.50%。预计未来随着新能源汽车销量的持续增长和 PU 合成革在汽车内饰中渗透率的持续提高，PU 合成革市场需求将持续增长。

图 12: 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: 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、极氪、江淮、奇瑞等品牌的部分车型上实现应用。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、成为耐克战略合作伙伴, 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, 公司积累了良好的客户资源与渠道关系, 享有良好声誉。公司与耐克合作取得突破, 2025 年 1 月公司成为耐克战略合作伙伴; 彪马、亚瑟士等国际品牌合作良好; 成为阿迪达斯供应商, 积极推进产品开发; 成为安踏战略合作伙伴; 李宁、特步等国内品牌实现增长; 积极联系 UA 鞋部、NB、HOKA、昂跑等品牌, 培育新动能。

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。

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。

沙发家居品类总体稳定。2024 年，公司在国内和美线沙发家居市场的知名度、美誉度提升，获爱室丽年度供应商表彰，订单增长；芝华仕、顾家合作稳定，成为慕思供应商；2025 年 3 月，公司获索菲亚家居“优秀供应商”。

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、极氪、江淮、奇瑞等
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，公司与苹果合作深化，并积极开拓新客户，提升市场份额。在电子领域，公司与苹果合作深化，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。公司创新材料应用于部分品牌高端折叠屏手机；相关产品在三星、Beats、谷歌等品牌部分终端产品及配件上实现应用。

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。

公司坚持创新驱动, 努力占领全球技术高地。一是**高附加值、高技术含量产品提升**。超能 TPU、飞羽皮、水性透气皮、太极素皮等产品增量明显; 水性、无溶

剂产品营收占比达 22%；硅基、水性防污、超绒皮、高剥离树脂等 30 余项重点产品改进开发良好。二是新材料、新技术、新工艺加大应用。生物基、无卤阻燃、抗菌防霉、抗病毒等材料扩大应用；比色配色系统升级，效率和准确性提升。

## 2、公司具有明显技术优势和规模优势

**公司产品规模行业领跑。**经过 30 余年的发展积淀，公司资金充足，资产优良，实力雄厚，竞争要素整合良好，是国家工信部认定的“全国制造业单项冠军示范企业”，连续 8 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”，产销规模、综合实力和行业地位全球行业领跑。

**公司具有明显技术优势，研发投入占比行业领先。**公司长期将研发投入占比保持在年营业收入的 4% 以上，高于行业平均水平。公司以“高性能、多功能、生态绿色环保”为开发方向，积极开发经营生态功能性、水性、无溶剂、TPU、生物基、硅基、回收再生等国内领先、国际先进的产品工艺技术，具有良好的技术推广应用经验和研发成果转化能力，持续推动技术迭代，努力占领全球行业技术高地。同时公司控股子公司安利新材料拥有聚氨酯树脂研发生产能力，聚氨酯合成革、聚氨酯复合材料和聚氨酯树脂一体化研发生产，集成协同创新能力强。

公司拥有先进的实验开发、检测和分析设备，通过国家 CNAS 实验室认可、SATRA 认证，以及耐克、匡威、丰田、安踏、李宁、特步、361° 等实验室认证，是目前全国同行业实验设备、仪器最先进和最完备的开发中心和检测中心之一；是“国家重点高新技术企业”“国家认定企业技术中心”，是 2024 年国家工信部认定的“国家技术创新示范企业”，是“国家知识产权示范企业”，拥有“国家级博士后科研工作站”，是“中国轻工业科技百强企业”“全国民营企业发明专利 500 强”企业。2025 年 3 月，公司“水性无溶剂聚氨酯复合材料关键技术”入选国家工信部认定的全国首批先进适用技术。

**公司品牌响亮。**公司坚持品牌引领，经营诚信，恪守信誉，质量优良，是国家工信部认定的“全国工业品牌培育示范企业”，是 2024 年安徽省委、省政府表彰的“安徽省优秀民营企业”，荣获“中国驰名商标”“中国名牌”“中国出口质量安全示范企业”“全国守合同重信用企业”“安徽省政府质量奖”等，是全球聚氨酯复合材料行业的领导品牌，拥有高知名度、高美誉度和高信任度，品牌影响力和高端产品市场竞争力增强。

**公司客户优质。**近年来，公司以市场为导向、以客户为中心，坚持产业和产品的专业化、特色化，同时兼顾品类和市场的适度多元化，积极推行大客户战略和全球化市场布局，形成两大优势品类（功能鞋材、沙发家居）+两大新兴品类（汽车内饰、电子产品）+两大培育品类（体育装备、工程装饰）的“2+2+2”发展格局，构建梯队式的中高端客户群体，客户覆盖耐克、阿迪达斯、彪马、亚瑟士、安踏、李宁、爱室丽、芝华仕、丰田、比亚迪、苹果等较多国内外知名品牌，优质客户营收扩大，转型升级成效初步显现。

**公司产品品种多、产品结构丰富、产品品质优异。**公司产品品种多、产品结构层次丰富，具有质量优良、颜值美丽、时尚流行、功能出众、生态环保、易于打理、性价比高等优点，充分顺应绿色、生态和环保的行业发展趋势，致力于满足全球消费者对美好材料的需求。公司通过自动化、智能化改造和精益管理，构建了高效、智能的生产制造体系，可快速响应品牌客户多品种、小批量、定制化、个性

化、快交货需求，形成规模化与柔性化并重的生产优势。

**公司构建国际国内“双循环”相互促进的发展格局。**公司立足本土、面向国际，统筹好两个市场、两个资源，加大国内市场开拓力度，积极发展海外市场和客户，构建国际国内“双循环”相互促进的发展格局。公司坚持市场多元化战略，不依赖单一市场、单一客户，产品深受全球中高端客户青睐，畅销国内外，可以说“安利材料，全球都用”。公司积极响应国家“一带一路”发展战略，顺应下游市场产业转移趋势，布局海外发展。2017年，公司在俄罗斯并购企业，在越南平阳省投资设立控股子公司安利越南，积极拓展海外业务，增强市场竞争力。

## 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。聚氨酯树脂的主要原材料为DMF、AA、MDI、BDO等，基布主要原材料为棉花、涤纶、氨纶、粘胶等。聚氨酯树脂与基布的主要原材料来自于石油、煤、天然气等相关衍生品和副产品，其价格会随着本身供求关系和石油、煤、天然气价格波动而波动。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、供应不及时和成本波动上升等风险。公司产品的价格相对于原材料价格变动，传导至部分下游客户具有一定的滞后性，因此可能存在短期内不能完全抵消原材料成本波动上升所带来的经营风险。

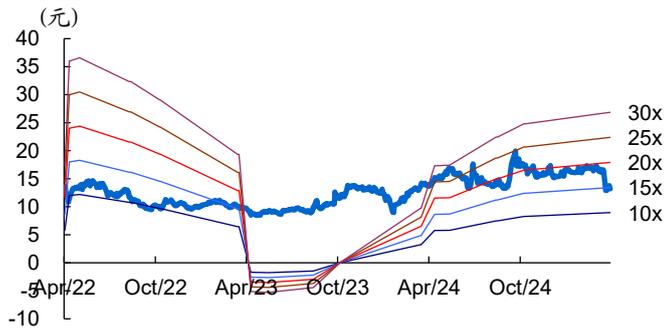
**2、美国加征关税及中美贸易冲突升级的风险：**2025年，美国对全球贸易伙伴加征关税，贸易规则和贸易秩序发生重大变化，全球贸易可能下滑，对中国企业出口带来重大挑战。2024年，公司出口额92,923.10万元，占营业收入的比重为38.67%，其中直接对美出口业务收入853.69万美元，折合人民币约6136.67万元，占营业收入的比重约2.55%。关税政策的实施可能影响公司直接和间接出口业务，带来订单减少、产能不能充分利用等风险。

**3、产能不能充分利用的风险：**随着公司产能优化调整，新增项目投产，公司运行成本和费用增加。如果市场需求情况发生变化，或市场开拓不力，则会导致产能不能充分利用、项目未能如期产生效益的风险。

**4、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。

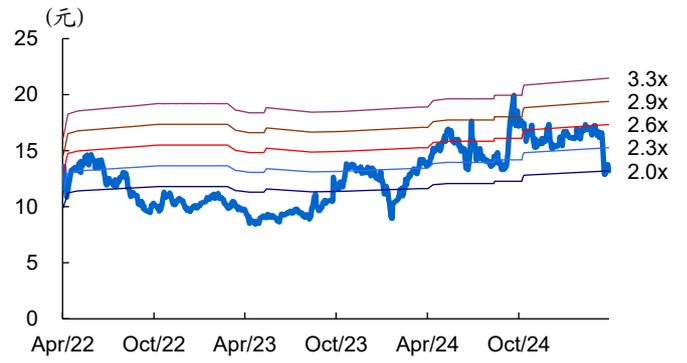
**5、信托产品兑付风险：**公司使用闲置自有资金购买的中融国际信托有限公司“中融-圆融1号集合资金信托计划”产品共计4,000万元人民币，已逾期。基于谨慎性原则，公司在2024年对上述逾期兑付信托产品，增加确认公允价值变动损失800万元，目前累计确认公允价值变动损失2,800万元。截至报告期末，该信托产品的账面价值为1,200万元。该信托产品存在本息不能全部兑付的风险，对公司利润产生一定不利影响。

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1216	1464	1636	1992	2278
现金	447	630	617	813	912
交易性投资	20	12	12	12	12
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	271	370	457	530	617
其它应收款	52	52	65	75	87
存货	326	324	391	452	524
其他	101	76	94	109	127
<b>非流动资产</b>	976	939	881	830	784
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	896	835	781	734	691
无形资产商誉	41	41	37	33	30
其他	39	64	64	63	63
<b>资产总计</b>	<b>2192</b>	<b>2403</b>	<b>2518</b>	<b>2822</b>	<b>3062</b>
<b>流动负债</b>	714	721	633	694	637
短期借款	133	287	130	130	0
应付账款	480	296	357	413	478
预收账款	15	33	39	45	53
其他	86	106	106	106	107
<b>长期负债</b>	72	119	119	119	119
长期借款	0	50	50	50	50
其他	72	69	69	69	69
<b>负债合计</b>	<b>786</b>	<b>841</b>	<b>752</b>	<b>813</b>	<b>756</b>
股本	217	217	217	217	217
资本公积金	323	323	323	323	323
留存收益	727	888	1090	1332	1629
少数股东权益	140	135	136	137	138
归属于母公司所有者权益	1266	1428	1630	1871	2168
<b>负债及权益合计</b>	<b>2192</b>	<b>2403</b>	<b>2518</b>	<b>2822</b>	<b>3062</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	304	292	244	321	366
净利润	67	195	257	319	393
折旧摊销	109	104	99	92	87
财务费用	13	2	11	5	(0)
投资收益	(0)	0	(5)	2	2
营运资金变动	119	(7)	(123)	(103)	(122)
其它	(3)	(2)	5	4	6
<b>投资活动现金流</b>	(54)	(72)	(36)	(43)	(43)
资本支出	(42)	(73)	(40)	(40)	(40)
其他投资	(12)	1	5	(2)	(2)
<b>筹资活动现金流</b>	(233)	(51)	(222)	(82)	(226)
借款变动	(142)	(18)	(157)	0	(130)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(30)	0	0	0	0
股利分配	(50)	(28)	(54)	(77)	(96)
其他	(10)	(4)	(11)	(5)	0
<b>现金净增加额</b>	<b>17</b>	<b>169</b>	<b>(13)</b>	<b>197</b>	<b>98</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	2000	2403	2971	3445	4006
营业成本	1583	1823	2201	2542	2944
营业税金及附加	18	20	24	28	33
营业费用	86	103	127	147	171
管理费用	87	99	132	148	172
研发费用	126	138	187	215	250
财务费用	11	2	11	5	(0)
资产减值损失	(12)	(21)	(10)	(5)	0
公允价值变动收益	(20)	(8)	(8)	(20)	(20)
其他收益	17	27	15	20	20
投资收益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>营业利润</b>	73	215	284	352	433
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	9	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	64	213	282	350	431
所得税	(3)	19	25	31	38
少数股东损益	(4)	1	1	1	1
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>71</b>	<b>194</b>	<b>256</b>	<b>319</b>	<b>392</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	2%	20%	24%	16%	16%
营业利润	-55%	195%	32%	24%	23%
归母净利润	-51%	174%	32%	24%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.9%	24.1%	25.9%	26.2%	26.5%
净利率	3.5%	8.1%	8.6%	9.2%	9.8%
ROE	5.6%	14.4%	16.8%	18.2%	19.4%
ROIC	5.5%	11.5%	14.0%	15.8%	17.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.9%	35.0%	29.9%	28.8%	24.7%
净负债比率	6.1%	14.0%	7.1%	6.4%	1.6%
流动比率	1.7	2.0	2.6	2.9	3.6
速动比率	1.2	1.6	2.0	2.2	2.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4
存货周转率	4.5	5.6	6.2	6.0	6.0
应收账款周转率	8.3	7.5	7.2	7.0	7.0
应付账款周转率	3.5	4.7	6.7	6.6	6.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.33	0.89	1.18	1.47	1.81
每股经营净现金	1.40	1.34	1.13	1.48	1.69
每股净资产	5.84	6.58	7.51	8.62	9.99
每股股利	0.13	0.25	0.35	0.44	0.54
<b>估值比率</b>					
PE	40.4	14.7	11.2	9.0	7.3
PB	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	16.7	10.0	8.1	7.1	6.1

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。