

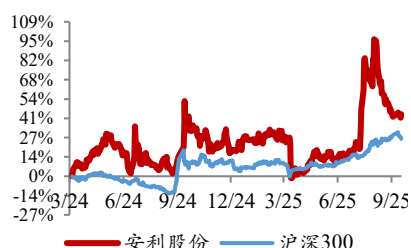
优质客户结构高筑竞争壁垒，海外产能投放打开增长空间

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-10-21

收盘价 (元) 17.66
近 12 个月最高/最低 (元) 25.64/12.90
总股本 (百万股) 217
流通股本 (百万股) 216
流通股比例 (%) 99.67
总市值 (亿元) 38.32
流通市值 (亿元) 38.19

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 人造革合成革行业格局分散，公司为行业领军企业

人造革合成革主要用于替代天然皮革，应用于鞋服、箱包、沙发家居、汽车内饰、体育装备、工程装饰、电子产品、医疗健康等领域，市场前景广阔。国内人造革合成革行业以中小企业居多，行业格局十分分散，安利股份专精于生态功能性聚氨酯合成革及复合材料研发生产，国内总部与越南工厂合计 44 条产线，年产能近 1 亿米，为行业内规模最大的企业，地位突出。

● 优质客户结构高筑公司竞争壁垒

公司客户已覆盖耐克、阿迪达斯、彪马、亚瑟士、安踏、李宁、爱室丽、芝华仕、丰田、比亚迪、苹果等多国内外知名品牌。由于聚氨酯合成革和复合材料的品质会直接影响下游产品质量，下游客户随意更换供应商存在隐形成本高、风险不可控因素，一般不会轻易更换。客户信任和合作粘性为企业重要价值护城河，国内大量的中小企业对公司业务不构成竞争威胁。伴随近年来高端大客户订单占比提升，进一步拉动了公司利润率增长。

● 越南产能投放，打开公司业务增长空间。

2025 年 8 月，安利越南剩余两条干法生产线已完成设备安装调试及试生产，目前所有四条产线均已正式投产。与此同时，安利越南已通过耐克鞋用材料、美国乐至宝、德国阿迪达斯审核进入供应商名录。我们认为，越南产能布局有助于适应国际品牌产能转移的趋势，利于扩大与下游国际品牌企业的合作，提升市场份额，进一步打开业绩增长空间。此外，在国际贸易格局及关税存在高度不确定性的格局下，越南工厂有利于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。

● 投资建议

安利股份锚定优质客户结构，主营业务生态功能性聚氨酯合成革具备高竞争壁垒，伴随海外产能投放与产品结构持续优化有望推动业绩稳步增长。我们预计安利股份 2025-2027 年归母净利润 1.97、2.93、3.88 亿元，对应 PE 为 19.08、12.83、9.70。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

越南工厂产能利用率不及预期；
原材料价格大幅波动；
下游需求增长不及预期；
海外经济增长放缓及贸易摩擦导致的出口不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2403	2580	2916	3280
收入同比 (%)	20%	7%	13%	12%
归属母公司净利润	194	197	293	388
净利润同比 (%)	174%	2%	49%	32%
毛利率 (%)	24%	25%	26%	27%
ROE (%)	14%	13%	17%	19%
每股收益 (元)	0.91	0.93	1.38	1.82
P/E	19.73	19.08	12.83	9.70
P/B	2.68	2.42	2.15	1.87
EV/EBITDA	15.87	15.49	9.84	6.79

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 安利股份是生态聚氨酯合成革领先企业	5
1.1 深耕行业 30 余年，公司发展稳步前行	5
1.2 股权结构清晰稳定，回购增持彰显发展信心	7
2 PU 革：天然皮革替代为基本盘，新兴应用打开需求空间	9
2.1 合成革人造革原料易得、综合性能优异，用作天然皮革替代品	9
2.2 皮革传统市场稳定发展，新兴领域应用涌现打开增长空间	11
2.3 供给端格局较为分散，生态环保 PU 为发展主流	13
3 客户优势逐步兑现，新产品、新产能打开公司业绩成长空间	17
3.1 优质客户营收扩大，鞋材与车用产品利润进入兑现期	17
3.2 持续研发投入，新产品放量可期	18
3.3 安利越南产能投产，打开业绩增长空间	21
4 公司盈利预测及投资建议	22
财务报表与盈利预测	24

图表目录

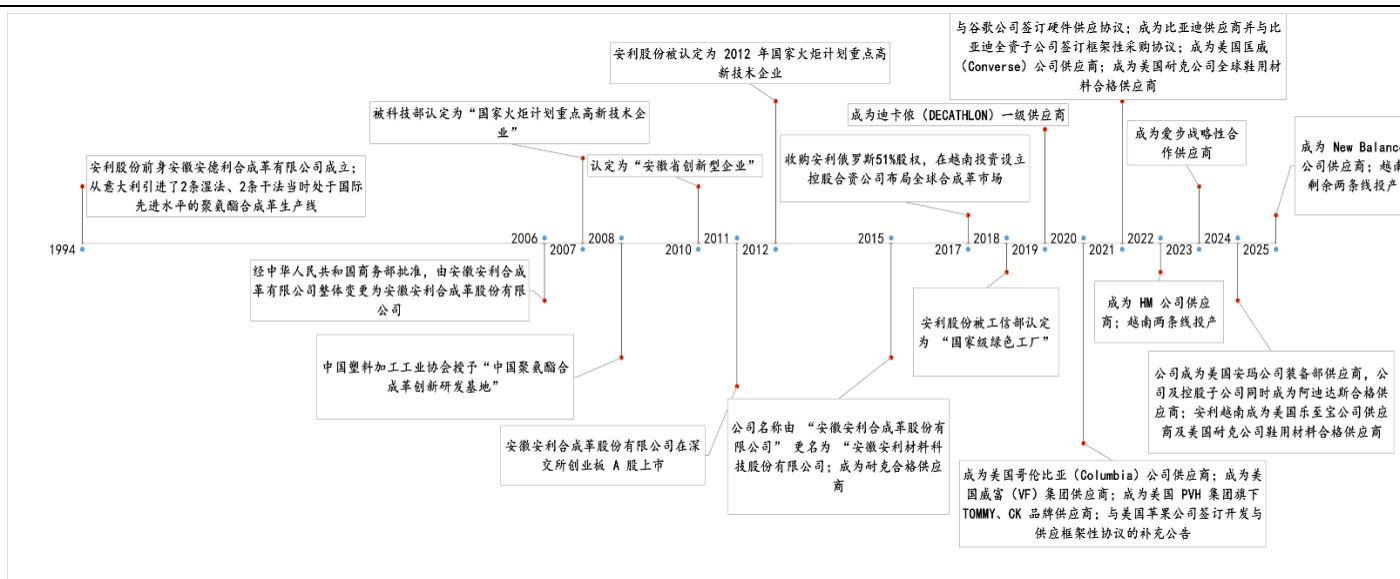
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司所处产业链图	6
图表 3 公司营业收入及同比	6
图表 4 公司归母净利润及同比	6
图表 5 公司销售费用、管理费用、财务费用及占比	7
图表 6 公司股权结构	7
图表 7 股份回购、控股股东增持与员工持股计划	8
图表 8 人造革合成革产品分类	9
图表 9 湿法工艺流程	10
图表 10 干法工艺流程	10
图表 11 皮革及其相关行业营业收入及同比	11
图表 12 中国人造革合成革产销量及预计	11
图表 13 人造革合成革需求结构	11
图表 14 服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额 (亿元)	12
图表 15 家具类商品零售额 (亿元)	12
图表 16 中国汽车、新能源汽车产量 (万辆)	12
图表 17 PU 革与真皮材料成本对比	12
图表 18 PU 革在手机、可穿戴电子设备、耳机领域应用	13
图表 19 全球及中国消费电子市场规模 (万辆)	13
图表 20 中国智能腕带设备出货量及同比	13
图表 21 中国人造革合成革出口情况	14
图表 22 安利股份营收结构 (亿元) 以生态功能性合成革为主导	14
图表 23 生态功能性聚氨酯合成革与普通 PU 革工艺对比	15
图表 24 天然皮革与合成革人造革各项性能对比	15
图表 25 公司产销量小幅增长	17
图表 26 公司毛利率、净利率提升显著	17
图表 27 近十年公司进入大客户供应链公告	17
图表 28 公司研发投入及同比	18
图表 29 公司研发费用率高于同行	18
图表 30 公司重要在研项目、新产品情况	19
图表 31 TPU 跑鞋	20
图表 32 电子皮肤衬底材料选择	21
图表 33 越南鞋产量及同比	22
图表 34 公司盈利预测	23

1 安利股份是生态聚氨酯合成革领先企业

1.1 深耕行业 30 余年，公司发展稳步前行

安徽安利材料科技股份有限公司成立于 1994 年，地处安徽省合肥经济技术开发区桃花工业园，主要生产经营生态功能性聚氨酯合成革和聚氨酯复合材料，于 2011 年 5 月在深交所公开上市。经历 30 余年行业深耕，公司已成长为国内生态聚氨酯合成革领先企业，多年蝉联“中国轻工业塑料行业（人造革合成革）十强企业”且综合排序第一名，是国家工信部认定的“全国制造业单项冠军企业”。当前，公司拥有干法与湿法生产线共计 44 条，具有年产聚氨酯复合材料 1 亿米、年产聚氨酯树脂 7 万吨的生产经营能力。

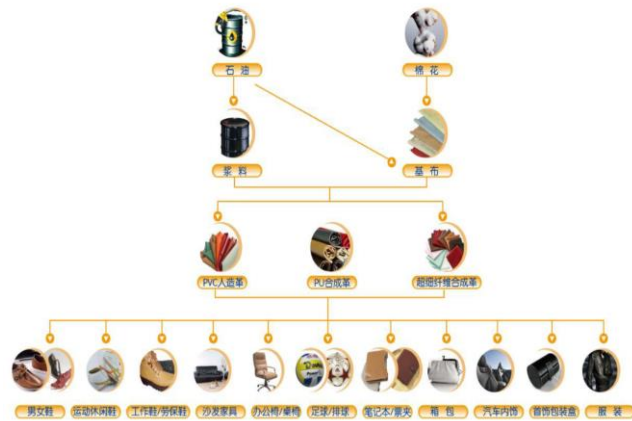
图表 1 公司发展历程



资料来源：安利股份招股书，公司公告，华安证券研究所

公司产品系列位于产业链中游，上游为石油、棉花等大宗原料，下游应用领域广泛。公司主营产品生态聚氨酯(PU)合成革是以无纺布等纤维织物、TPU 薄膜等为基材，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。主要原材料聚氨酯树脂与基材来自于石化及棉花等相关衍生品和副产品，上游为大宗商品，国内产业配套完善，价格透明度高。由于生态功能性聚氨酯合成革具有质感优良、功能出众、生态环保等特点，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、医疗健康等领域。

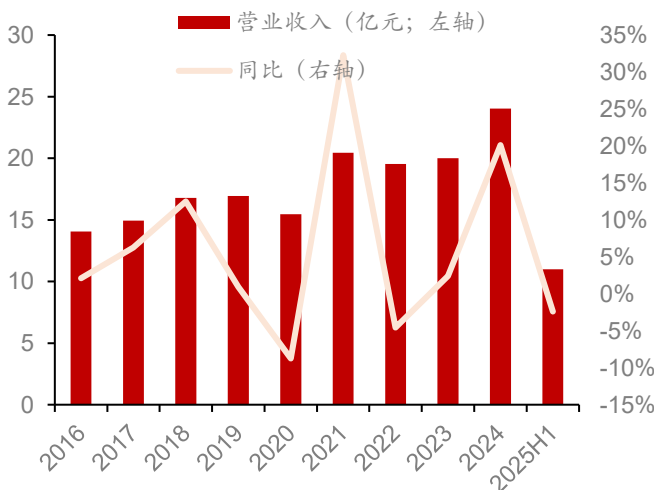
图表 2 公司所处产业链图



资料来源：安利股份招股书，华安证券研究所

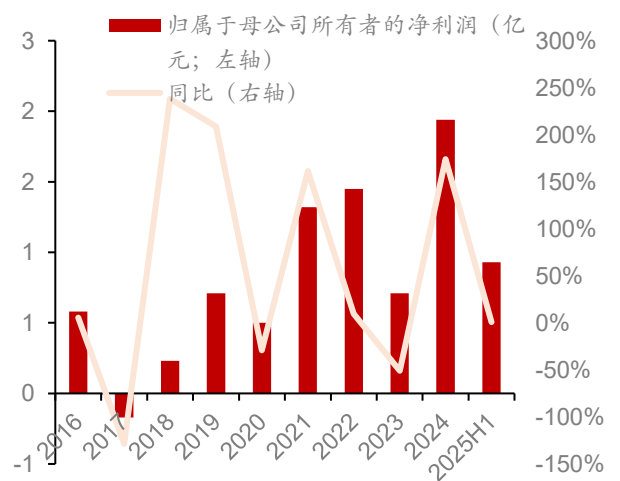
公司营收及归母净利润稳健增长。2016-2024 年，公司营收从 14.05 亿元增长至 24.03 亿元，CAGR 为 6.94%；归母净利润由 0.58 亿元增长至 1.94 亿元，CAGR 为 16.29%。2023 年公司归母净利润 7082.38 万元，同比下降 51.03%，呈现大幅波动，主要系（1）2022 年确认金寨路厂区土地和房产收储净收益 1.59 亿元；（2）公司购买的信托计划确认公允价值变动损失 2000 万元；（3）安利越南因验厂认证周期原因，目前产销量未达盈亏平衡点，前期员工、产品和市场开发等投入较大，以及折旧计提，2023 年亏损 2062 万元所致。随着 2024 年公司产品结构优化，高技术含量、高附加值产品销售扩大、占比提高及安利越南客户订单逐步增加，产能逐步释放，营收、利润大幅增长，公司业绩重回增长轨道，创下历史同期最好水平。2025 年上半年，公司实现营收 10.99 亿元，同比减少 2%；实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 0.91%。

图表 3 公司营业收入及同比



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 4 公司归母净利润及同比

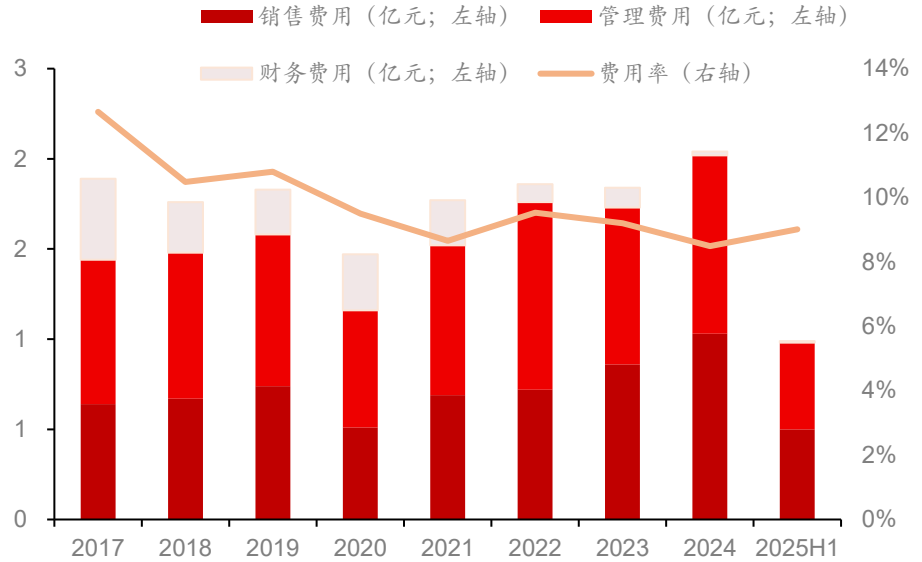


资料来源：WIND，华安证券研究所

治理优化，三费占比持续下降。2016-2024 年，公司销售费用、管理费用及财务费三费合计从 1.89 亿元小幅提升至 2.04 亿元，CAGR1.09%，远低于公司营业收入及归母净利润增速，彰显公司治理能力优化，加强费用管理卓有成效，三费占比由

2016 年 12.65%持续下降。2025 年上半年，公司销售费用、管理费用及财务费用分别为 0.5、0.48、0.01 亿元，三费占比 9.01%。

图表 5 公司销售费用、管理费用、财务费用及占比

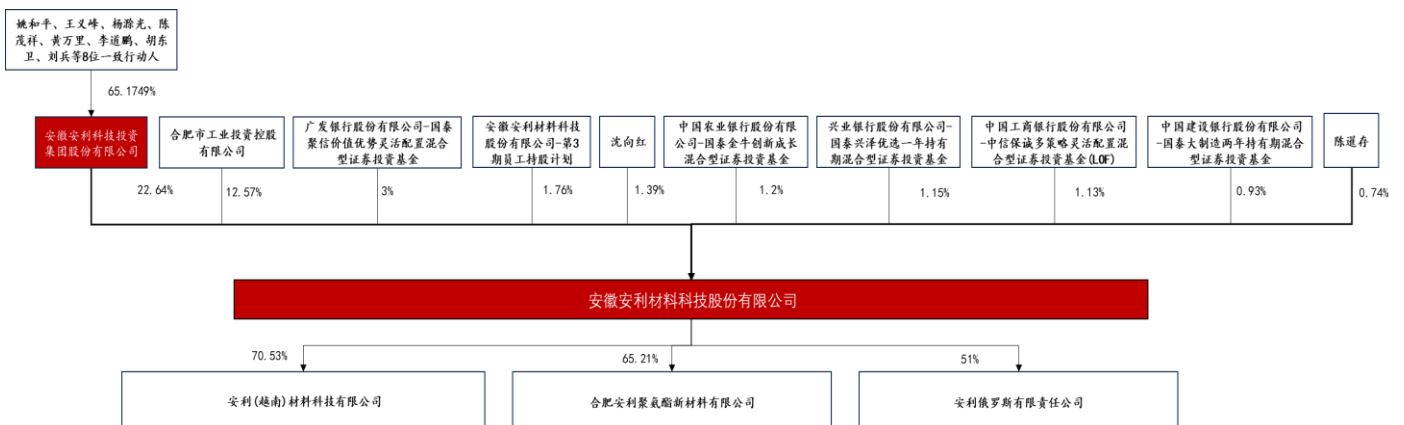


资料来源：WIND，华安证券研究所

1.2 股权结构清晰稳定，回购增持彰显发展信心

公司股权结构清晰稳定，安利科技投资集团为控股股东。据 2025 年中报，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，持有安利股份 22.64% 的股份。安利投资现有股东 111 人，其中股东兼公司管理层姚和平、王义峰、杨滁光、陈茂祥、黄万里、李道鹏、胡东卫、刘兵等 8 位自然人于 2019 年签订《一致行动人协议书》，合计持有安利投资 65.1749% 的股份，间接持有上市公司 14.75% 股份。

图表 6 公司股权结构（截至 2025 年中报）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

股份回购、控股股东增持与员工持股计划并举，彰显公司发展信心。2021-2023 年，公司连续三年实施股份回购，累计回购规模约 1 亿元；推进实施第 3 期员工持

股计划，并于 2025 年 7 月 17 日公告第四期员工持股计划，计划拟募集资金总额不超过 3,000 万元，约占公司股本 1.46%，有效构建长效激励约束机制。此外，控股股东分别于 2015 年 12 月与 2025 年 6 月两次增持合计 2196300 股，占总股本约 1.01%。我们认为股份回购、控股股东增持与员工持股计划多元举措并行有利于彰显公司发展信心，向资本市场传递积极信号，形成多方共赢的良性循环。

图表 7 股份回购、控股股东增持与员工持股计划

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%。
股份回购	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%。
股份回购	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%。
员工持股计划	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。
员工持股计划	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%。
员工持股计划	第 4 期员工持股计划	2025 年 7 月 17 日，公司公告第四期员工持股计划，计划拟募集资金总额不超过 3,000.00 万元，约占公司股本总额的 1.46%。2025 年 9 月 5 日，完成非交易过户。
控股股东增持	控股股东第一次增持	2015 年 12 月 28 日，针对近期股票市场非理性波动，同时基于对公司价值的认可和持续发展前景的信心，为促进公司持续、稳定、健康发展和维护公司股东以及中小投资者的利益，控股股东安利投资增持 597,600 股，占总股本 0.35%。
控股股东增持	控股股东第二次增持	2025 年 6 月 20 日，安利投资以集中竞价方式累计增持公司股份 1,598,700 股，占公司总股本的比例为 0.74%。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

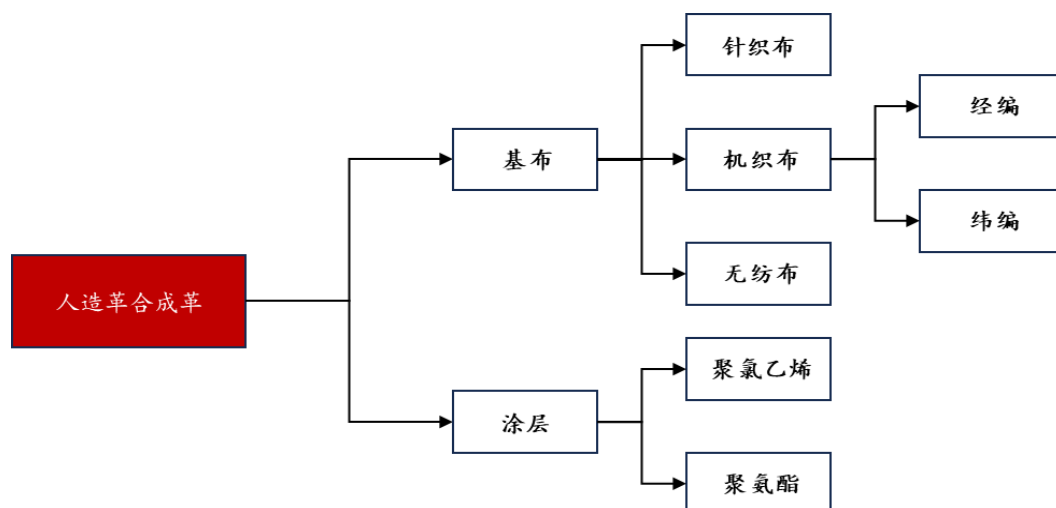
2 PU 革：天然皮革替代为基本盘，新兴应用打开需求空间

2.1 合成革人造革原料易得、综合性能优异，用作天然皮革替代品

天然皮革以动物的生皮为原料，经过一系列的物理和化学工艺处理后，具有较好的物理机械性能，优良的卫生性能以及优雅的外观和质感，一直以来被广泛应用于日用品以及工业产品中。然而天然皮革原料资源有限，价格昂贵且加工过程中污染严重，此外，真皮形状不规则，厚薄十分不均匀，表面容易存在伤残，难以满足人们日益增长的消费需求，因此具有天然皮革质感和性能的人工皮革产品应运而生。早期人造革合成革如硝化纤维革、尼龙革等由于原料及制造工艺上的不同，其物理性能及使用效果上都与天然皮革有着较大的差距，并未成为理想的替代品。

目前应用广泛的人造革是 PU 革和 PVC 革，其中 PU 革优势突出为天然皮革理想替代品。人造革合成革以机织布、针织布或无纺布为底布，以聚氯乙烯 (PVC)、聚氨酯 (PU) 等树脂为涂层，外观像天然皮革的一种多层结构制品。基布层用于加强革制品整体牢度的作用；涂覆层可以使人造革合成革材料获得不同的质感，并具有良好的耐磨性能，配合不同的压花模板可以使其呈现不同的花纹图案而有更为美观的装饰效果。目前应用广泛的是 PU 革和 PVC 革。由于 PU 合成革具有许多 PVC 人造革所不能比拟的诸多优点，如柔韧性好、外观美观、强度高、耐溶剂、耐老化、耐寒等特点，而且便于加工成型，因此认为是代替天然皮革较为理想的代用材料，广泛应用于各种鞋服、箱包、汽车及家具等许多应用领域。

图表 8 人造革合成革产品分类



资料来源：普华有策公众号，华安证券研究所

PU 合成革主要生产工艺分为干法、湿法两种。

1) 湿法工艺

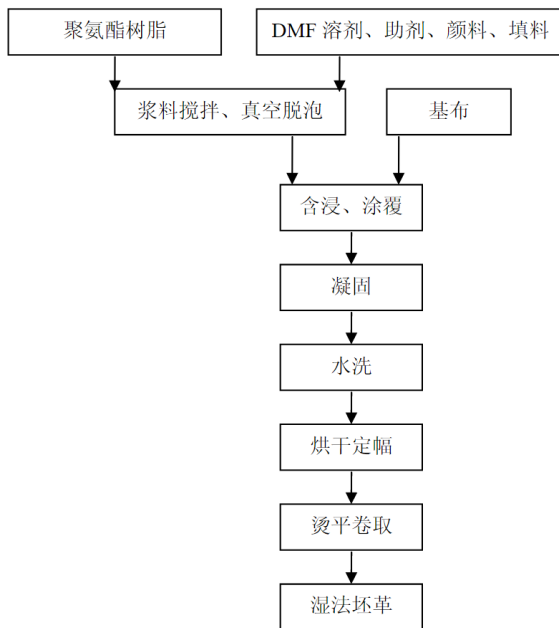
湿法工艺利用溶剂 NN-二甲基甲酰胺(DMF)与水无限互溶的特点，先将 PU 树脂溶于 DMF 溶液并添加各种助剂制成浆料，再将其浸渍或涂覆于基布上，

然后放入与溶剂（DMF）亲和、与 PU 树脂不亲和的液体（如水）中，将溶剂（DMF）置换出来，使得 PU 树脂逐渐凝固成具有连续多孔结构的皮膜。再经过多次水洗轧干、烘干定幅、冷却、卷曲成湿法坯革，湿法坯革经过干法贴面或后处理工艺后，成为不同效果的合成革产品。湿法 PU 革具有良好的致密度、平滑度、回弹性，再配合合成革后续工序的加工，能够形成具有良好真皮质感和外观的人工皮革产品，适宜用来制作鞋类、沙发家具、手袋箱包、服装、文具证件、球和体育用品、汽车内饰等。

2) 干法工艺

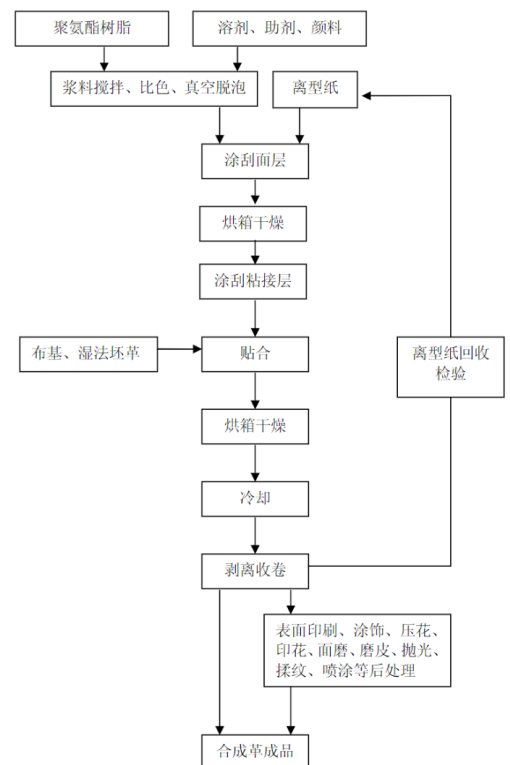
干法工艺是将 PU 浆料涂覆在离型纸上，经干燥、冷却等工艺后，在涂覆上粘合层 PU 树脂浆料，在半烘干的状态下通过一定的温度与压力与湿法坯革或基布贴合，再经过干燥定型后将离型纸剥离分开。一般离型纸上印有各种花纹，可制备不同外观效果的产品。剥离后的离型纸经卷取整理可以重复使用，剥离下的另一部分树脂和布的合成材料即合成革成品。干法生产的合成革粘接牢固、耐磨、耐刮性强度优异，但产品膜层致密导致卫生性能相对较差，适宜制作鞋、手袋箱包和服装等。

图表 9 湿法工艺流程



资料来源：安利股份招股书，华安证券研究所

图表 10 干法工艺流程



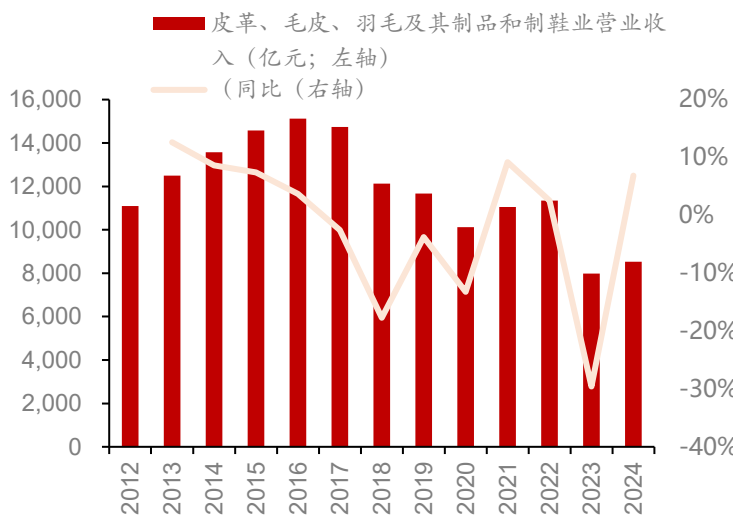
资料来源：安利股份招股书，华安证券研究所

大部分企业采用的是湿法+干法结合的方式。先经过湿法生产聚氨酯合成革基材，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，通过工艺相结合生产出各种类型和花纹、效果的 PU 合成革，具有优越物理机械性能，外观风格类似天然皮革的特点。

2.2 皮革传统市场稳定发展，新兴领域应用涌现打开增长空间

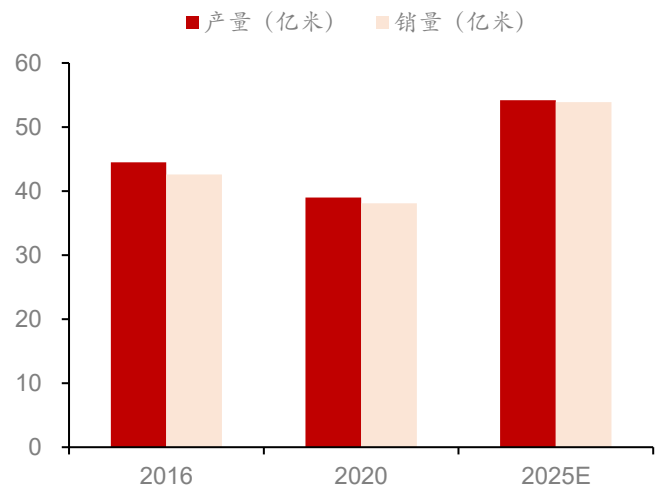
真皮市场不断替代，人造革合成革市场稳定增长。伴随环保政策趋紧与人造革合成革渗透率提升，自 2016 年以来我国皮革及其相关行业营业收入总体呈现下降趋势，从 2016 年 15118 亿元下降至 2024 年 8533 亿元，累计萎缩 44%。经过多年发展，我国人造革合成革行业经历了从低档到高档，从仿形到仿真的发展过程，其特性和发展方向越来越接近天然皮革，产品广泛应用于人们日常生活的服装、鞋帽手套、箱包、家居家具、文化体育以及交通运输等各个领域。据沙利文咨询统计，2020 年我国人造革合成革产量、销量分别实现 39.0 亿米、38.1 亿米，未来随着国内纺丝实力的整体提升，沙利文预计 2025 年中国人造革合成革产量和销量分别将达到 54.2 亿米、53.9 亿米。

图表 11 皮革及其相关行业营业收入及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

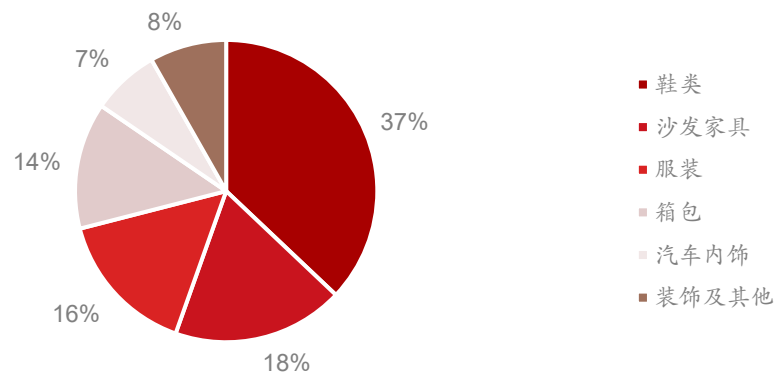
图表 12 中国人造革合成革产销量及预计



资料来源：沙利文咨询、浙江云中马招股书，华安证券研究所

人造革合成革下游应用范围广泛，前景广阔。人造革合成革不仅在天然皮革传统领域如鞋服、箱包、沙发家居等领域广泛应用，随着近年人造革合成革工艺技术的不断发展和成熟，其下游不断拓展至汽车内饰、体育装备、工程装饰、电子产品、医疗健康等新的应用领域，市场前景广阔。

图表 13 人造革合成革需求结构

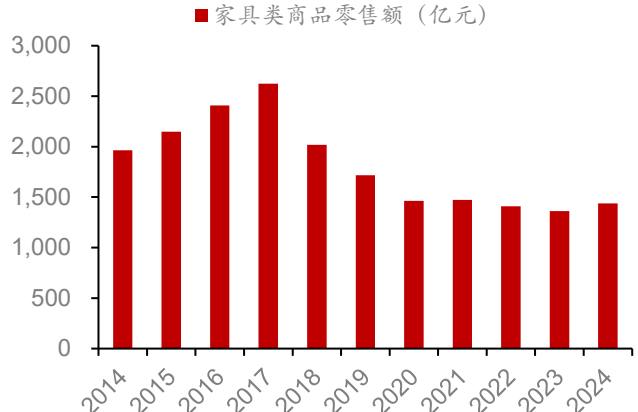
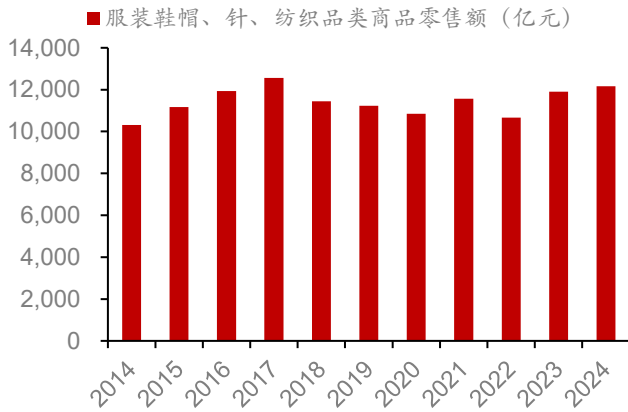


资料来源：智研咨询，华安证券研究所

鞋服、沙发家具等存量市场较为稳定。2014–2024 年，国内鞋服等商品零售额长期维持在 11,000–12,000 亿元区间，虽有小幅波动，但整体需求中枢稳定；家具沙发市场零售额伴随地产牛市于 2014–2017 年缓慢上升，2018 年后伴随地产后周期需求回落，2020~2024 年整体市场规模约 1400 亿元，波动幅度有限。

图表 14 服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额 (亿元)

图表 15 家具类商品零售额 (亿元)



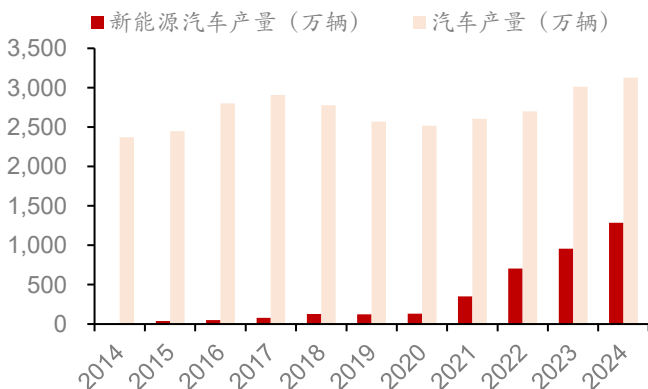
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

新能源产业趋势与“卷配置”竞争下，内饰 PU 革市场空间广阔。目前在汽车座椅内应用的材料主要分为真皮座椅、织物座椅和人造革合成革座椅。天然皮革（真皮）内饰因其豪华、舒适、透气和耐老化等优点而深受消费者的青睐，多用于高档汽车座椅面料。当前国内新能源汽车产业处于井喷式发展期，据中国汽车工业协会数据，2024 年我国全年生产汽车 3126 万辆，同比增长 3.76%，2014-2024 年 CAGR 为 2.79%；2024 年我国全年生产新能源汽车 1286 万辆，同比增长 34.75%，2014-2024 年 CAGR 为 68.12%。由于真皮材料受到先天资源限制，成本高企，在新能源汽车市场激烈竞争下，“卷配置”成为车企必然选择，具有利用率高、容易裁剪、机械强度高、轻量化、环境友好且成本优势显著的人造革合成革被加速应用至各品牌中高端车型，用量不断攀升。据公司公告，每一辆车大约需要使用 2-20 米不等的聚氨酯合成革及复合材料，我们认为伴随新能源汽车市场持续快速扩容，车用聚氨酯合成革需求空间将同步快速扩容。

图表 16 中国汽车、新能源汽车产量 (万辆)

图表 17 PU 革与真皮材料成本对比



对比项目	头层牛皮	PU 革
单价 /(元 /m ²)	190	58
利用率 /%	55	75
理论用量 /m ²	1.95	1.95
实际用量 /m ²	3.55	2.6
面套成本 /(元 /套)	673	151

资料来源：中汽协，华安证券研究所

资料来源：PU 革替代真皮在汽车座椅上的应用，华安证券研究所

消费电子等新兴产业对于 PU 革的需求逐步显现，从装饰性配件向功能性部件

加速渗透。在手机领域，由于“素皮风格”成为越来越多旗舰手机后壳材质，华为、小米、Vivo 均有推出素皮后盖以提升质感；可穿戴领域，PU 合成革表带具备亲肤、透气、低致敏、耐用的特性，能赋予智能手表“科技+轻奢”的双重气质，适配商务风格穿搭；耳机领域 PU 合成革耳垫既可提供柔软触感，又可通过密闭性提升声学表现，市场渗透率快速提升。

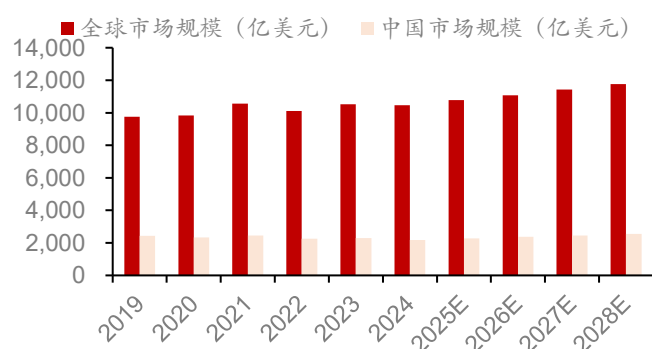
图表 18 PU 革在手机、可穿戴电子设备、耳机领域应用



资料来源：华为官网、索尼官网，华安证券研究所

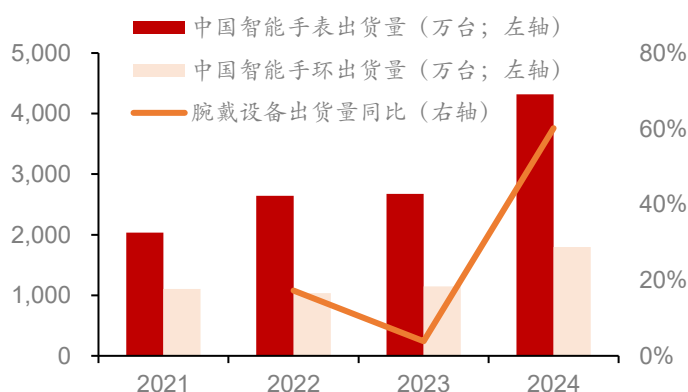
消费电子市场规模庞大，可穿戴设备进入高速增长期。在技术不断创新等因素推动下，全球消费电子产品创新层出不穷，市场规模不断提升。根据 Statista 的数据，2018 年全球消费电子行业市场规模已达 9,748 亿美元，至 2023 年已达 10,516 亿美元，预计 2028 年将增长至 11,767 亿美元，市场规模庞大，发展空间充足。细分品类中，智能手表/手环因健康监测、独立通信、AI 应用等功能迭代，苹果 AppleWatch 系列、华为 WATCHGT、小米手环系列产品持续热销，可穿戴设备进入高速增长期。据 IDC 数据，中国 2024 年智能手表/手环合计出货量达 6116 万台，相较于 2021 年 3136 万台市场规模接近翻倍，人造革合成革应用不断拓宽。

图表 19 全球及中国消费电子市场规模（亿美元）



资料来源：Statista，华安证券研究所

图表 20 中国智能腕带设备出货量及同比



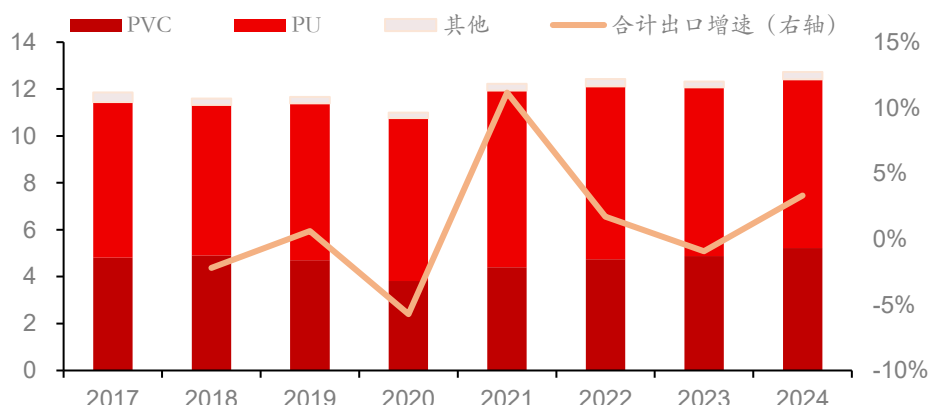
资料来源：IDC，华安证券研究所

2.3 供给端格局较为分散，生态环保 PU 为发展主流

中国合成革产量占世界总产量的 80% 以上，年出口量超 12 亿米。日本、韩国、

意大利等国家自上世纪 60 年代起开启了 PU 合成革的生产，距今已有 60 余年发展历史，科技研发实力雄厚，但因生产成本上升、下游产业竞争力下降等因素，合成革人造革产业逐渐萎缩，并逐步向我国大陆、台湾及东南亚地区转移。我国合成革工业自 1958 年开始研制生产，后逐步发展壮大，当前产量已占世界总产量的 80% 以上，国内合成革的出口量也逐年增加。据海关统计，2024 年全年我国人造革合成革累计出口 12.72 亿米，同比增长 3.3%，其中 PU 革出口 7.2 亿米，占总出口 57%。

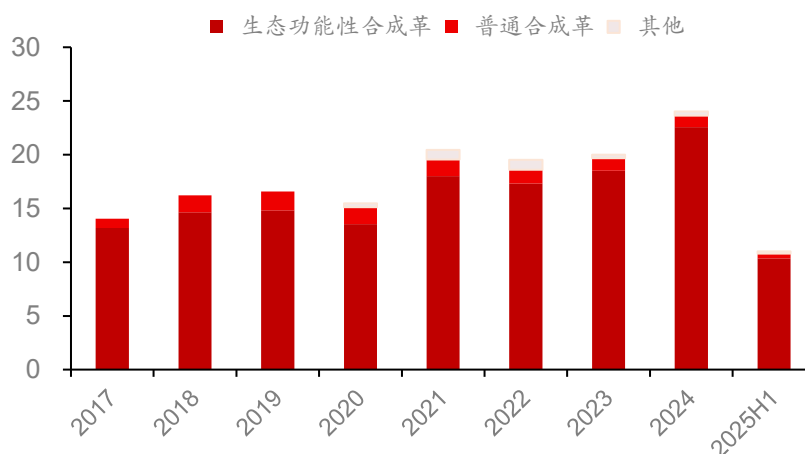
图表 21 中国人造革合成革出口情况



资料来源：海关总署，华安证券研究所

国内人造革合成革行业以中小企业居多，行业格局分散，安利股份地位突出。国内人造革合成革市场规模大，企业数量较多、但规模总体较小，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。安利股份专精于生态功能性聚氨酯合成革及复合材料研发生产，为行业内规模最大的企业，是国家工信部认定的“全国制造业单项冠军示范企业”，连续 8 年获得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，行业地位突出，大量的中小企业对公司业务不构成竞争威胁。

图表 22 安利股份营收结构（亿元）以生态功能性合成革为主导



资料来源：公司公告，华安证券研究所

生态功能性聚氨酯合成革与普通 PU 革加工工艺和操作存在较大差异，工艺设计更为严苛。由于湿法生产过程需使用 DMF 等溶剂；干法工艺较湿法工艺尽管所产生废水量较少，但树脂烘干过程中溶剂挥发易产生废气污染。伴随环保法规逐步收紧，生态环保性受到广泛重视，生态环保型 PU 革逐渐成为发展主流。生态功能性合成革主要采用清洁生产性工艺为主，工艺的设计不仅要生态环保性要求严格，而且要对产品的功能性和品质控制要求较高。

图表 23 生态功能性聚氨酯合成革与普通 PU 革工艺对比

工艺名称	生态功能性合成革	普通合成革
湿法生产工艺	在普通湿法合成革生产工艺上增加“WET ON WET”工艺	单涂工艺、含浸工艺、含浸涂覆工艺
干法生产工艺	在普通干法合成革生产工艺上增加二液型即剥离半干贴工艺	一液型干贴、湿贴；二液型干贴工艺
后处理生产工艺	在普通后处理生产工艺上增加逆辊涂饰、连续揉纹、吸纹、喷涂、净味、移膜	印花、压花、揉纹、磨皮、抛光、喷涂
配料工艺	电脑自动配料加色	人工配料
能源工艺	天然气锅炉	人工送煤→500 万大卡 / 时及以下锅炉→空气预热器→水膜除尘器
环保回收工艺	原液由系统分离产物预热后经初级、二级浓缩后闪蒸去杂，再经负压精馏	直接用一次能源加热浓缩后闪蒸、精馏

资料来源：安利股份招股书，华安证券研究所

与天然皮革、PVC 人造革、普通 PU 合成革及 PU 超细纤维合成革相比，生态功能性 PU 合成革在生态环保性和功能性都相对优异。生态功能性聚氨酯合成革正以其价格适中、高物性、多功能性、生态环保性等优势，在人造革合成革下游市场应用中占有的份额逐步提升，在高档鞋类、沙发家具、箱包、汽车内饰、电子产品、体育用品等市场中逐步替代 PVC 人造革、普通 PU 合成革和天然皮革制品成为发展主流。

图表 24 天然皮革与合成革人造革各项性能对比

项目	天然皮革	PVC 人造革	普通 PU 合成革	PU 超纤合成革	生态功能性 PU 合成革
原料	猪皮、牛皮、羊皮等	PVC 树脂、针织布、机织布、无纺布	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布	PU 树脂、超细纤维无纺布	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布
皮感	优良	较差	一般	优良	良好
手感、弹性	优良	较差	较差	良好	优良
色彩、花纹、品种	一般	一般	较多、较好	一般	较多、较好
制备工艺	鞣制和硝制等	干法工艺	湿法和干法工艺	超纤织造、湿法、减	湿法和干法工艺

					量、干法工 艺	
使用寿命		5-10 年	2-5 年	2-5 年	2-10 年	2-10 年
价格		100-200 元 / 米 ²	6-15 元 / 米 ²	7-25 元 / 米 ²	50-100 元 / 米 ²	12-60 元 / 米 ²
生态环保 性	原料的环保性	主要原料可 再生, 但辅 料污染严重	有一定污染	优于 PVC 人 造革	一般	良好
	生产加工过程中对环 境的污染	较大	一般	一般	苯减量工艺 有一定污染	较小
	产品的健康安全性	比较安全	有一定危害	比较安全	苯减量工艺 有一定危害	安全
	产品的环保性	可降解	难降解	可降解	可降解	可降解
	废弃物的处理难度	较大	较大	一般	一般	较好
	能耗 (占生产成本比 重)	能耗一般 (约 5%)	能耗一般 (约 5-7%)	能耗较低 (约 4-6%)	能耗高 (约 8-11%)	能耗较低 (约 4- 8%)
功能性	透气性	较好	较差	一般	较好	较好
	阻燃性	较好	较好	较差	一般	较好
	耐溶剂性 / 耐化学腐 蚀性	较差	较好	一般	一般	较好
	耐光性 / 耐黄变性	较好	较好	一般	较好	较好
	耐酸	较差	较好	一般	较好	良好
	耐碱	较差	较好	一般	较好	良好
	耐水解	一般	较好	一般	较好	良好
	耐久耐用性	较好	一般	较差	较好	良好
	色牢度	较差	一般	优于 PVC	一般	良好
	抗菌防霉性	较差	一般	一般	一般	较好
	耐常温曲挠性	良好	较差	一般	一般	良好, 有的甚至 优于天然皮革
	耐低温曲挠性	一般	差	一般	较好	较好
	撕裂强度	良好	一般	一般	一般	较好
	剥离强度	优良	一般	一般	较好	良好
	拉断强度	较好	一般	一般	一般	较好
	顶破强度	较好	一般	一般	较好	较好
	缝合强度	良好	较差	一般	较好	良好
	耐高温性	较好	一般	较好	较好	良好
	耐磨性	一般	较好	一般	一般	良好
	抗皱性	较好	较差	一般	一般	较好
	质量均匀性	不好	良好	良好	良好	良好
	可裁剪性	不好	良好	良好	良好	良好
	易加工性	不好	良好	良好	良好	良好

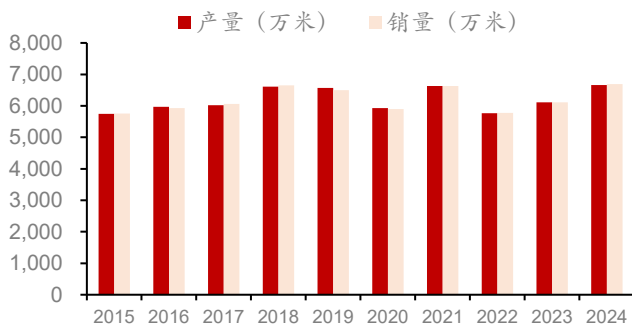
资料来源:《我国人造革合成革现状及发展趋势(二)》, 华安证券研究所

3 客户优势逐步兑现，新产品、新产能打开公司业绩成长空间

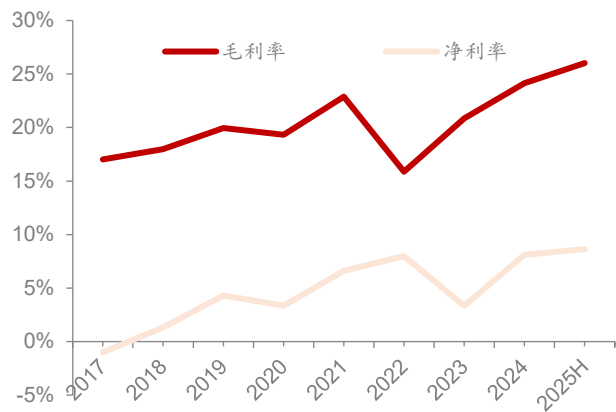
3.1 优质客户营收扩大，鞋材与车用产品利润进入兑现期

公司积极推行大客户战略，带动产品结构优化，增厚公司盈利。近年来以市场为导向、以客户为中心，构建梯队式的中高端客户群体，现公司客户已覆盖耐克、阿迪达斯、彪马、亚瑟士、安踏、李宁、爱室丽、芝华仕、丰田、比亚迪、苹果等多国内外知名品牌。大客户战略下，中高端大客户订单稳定、产品附加值高、合作周期长，能为企业提供持续、稳定的现金流，优化产品结构，提升整体盈利水平。

图表 25 公司产销量小幅增长



图表 26 公司毛利率、净利率提升显著



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

客户壁垒为重要价值护城河。以耐克为例，1999 年，安利股份董事长姚和平便期望与耐克合作，但因其认证门槛高、体系严，且其供应链长期被欧美日韩企业垄断，中资企业难以切入，初期屡屡受挫。直到 2014 年，安利股份从竞争相对缓和的耐克装备类（占耐克营收约 8%）入手，凭借产品高性能、生态环保等特点，实现初步合作，成为其体育装备材料供应商；2021 年 3 月通过耐克全球鞋用材料认证审核，成为其唯一中资鞋用 PU 材料供应商；2024 年 2 月安利越南成为耐克全球鞋用材料供应商；2025 年 1 月，从基础供应商升级为战略合作伙伴。大客户战略是对企业的资金、技术、管理能力是长期考验，具备极高门槛。由于聚氨酯合成革和复合材料的品质会直接影响下游产品质量，下游客户随意更换供应商存在隐形成本高、风险不可控因素，因此通常通过认证的供应商，被列入合格供应商名录后，一般不会轻易更换，客户粘性较高。客户信任和合作粘性为企业重要价值护城河，无法被竞争对手短期复制。

图表 27 近十年公司进入大客户供应链公告

公告日期	标题
2025/6/10	成为 New Balance 公司供应商
2024/5/21	公司及控股子公司同时成为阿迪达斯合格供应商
2024/4/16	安利越南成为美国乐至宝公司供应商
2024/2/23	安利越南成为美国耐克公司鞋用材料合格供应商
2024/2/21	成为美国安德玛公司装备部供应商

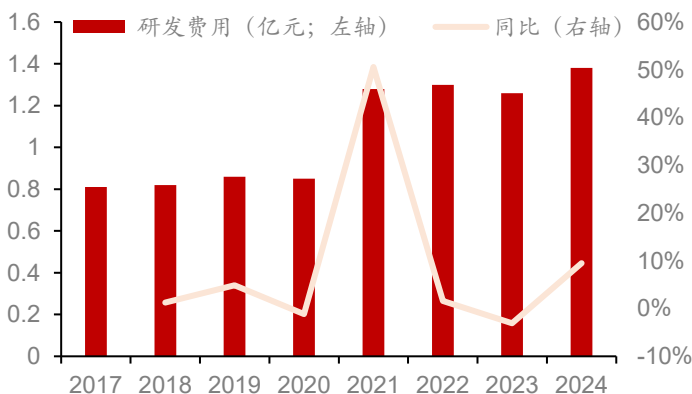
2023/3/31	成为爱步战略合作供应商
2022/10/25	成为 HM 公司供应商
2021/11/5	与谷歌公司签订硬件供应协议
2021/9/23	成为比亚迪供应商并与比亚迪全资子公司签订框架性采购协议
2021/6/1	成为美国匡威 (Converse) 公司供应商
2021/3/5	成为美国耐克公司全球鞋用材料合格供应商
2020/11/16	成为美国哥伦比亚 (Columbia) 公司供应商
2020/10/20	成为美国威富 (VF) 集团供应商
2020/10/16	成为美国 PVH 集团旗下 TOMMY、CK 品牌供应商
2020/7/31	与美国苹果公司签订开发与供应框架性协议
2019/11/29	成为迪卡侬 (DECATHLON) 一级供应商
2015/3/9	成为耐克合格供应商

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 持续研发投入，新产品放量可期

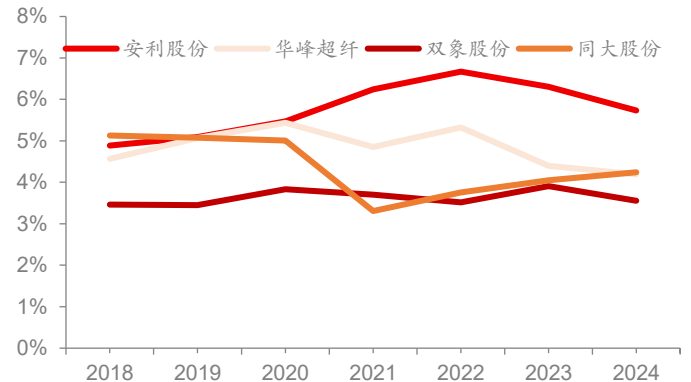
坚持创新驱动，持续研发投入。公司拥有员工约 3300 人，其中硕士、博士约 90 人，技术研发人员 480 余人，大专以上学历占员工总数 40% 以上，具有目前全球同行业先进的产品技术研发中心，被认定为“国家重点高新技术企业”，“国家技术创新示范企业”，“国家认定企业技术中心”，荣获“中国专利优秀奖”和“全国民营企业发明专利 500 强”。长期以来，公司坚持将研发投入占比保持在年营业收入的 4% 以上，高于行业平均水平。

图表 28 公司研发投入及同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 29 公司研发费用率高于同行



资料来源：公司公告，华安证券研究所

高性能、多功能、生态绿色环保为开发方向，多款新产品蓄势待发。以水性、无溶剂、回收再生、生物基等为代表的绿色工艺技术已经成为人造革合成革行业发展趋势。耐克、阿迪达斯、彪马、H&M、ZARA、宜家、安踏等国内外知名运动休闲、沙发家居品牌企业，以及特斯拉、比亚迪、理想、蔚来、小鹏等国内外新能源车企，在其部分终端产品上，积极开发推广和应用新型生态功能性聚氨酯复合材料，要求产品低 DMF、低 VOC，不含重金属、偶氮、甲醛等禁用有害物质，推动水性、无溶

剂、生物基、回收再生等工艺技术快速发展，成为行业的新动能。安利股份 10 余年来积极研发推广应用水性、无溶剂、生物基、回收再生等新产品，针对鞋材、沙发家具、电子产品、汽车内饰等市场领域前瞻布局，先发优势显著。

图表 30 公司重要在研项目、新产品情况

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的影响
高性能、多功能、舒适型、轻量化鞋用聚氨酯合成革及复合材料产品升级开发	主要用于功能鞋材	已有项目完成并量产，继续开发其他新项目	满足特定品类功能鞋材物性要求，具有耐磨、超软、超弹、超轻、透气、透湿、抗菌、防霉等性能，性能更综合、更卓越	有利于公司在功能鞋材等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	满足沙发家居手感柔软、弹性好、皮感强，高耐久耐用、耐磨耐刮、低 VOC、低 DMF、生态环保、阻燃、抗菌、防霉等特性	有利于公司在沙发家居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及复合材料产品升级开发	主要用于手机套、手机背板、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	满足消费电子项目轻量化、时尚化，卓越的物理机械性能、化学性能和生态环保等要求，以及优异的肤感、手感和质感等特性	有利于公司在消费电子领域提高产品竞争力
TPU 热塑性聚氨酯产品开发	主要用于功能鞋材、电子产品	已有项目完成并量产，继续开发其他新项目	满足特定品类功能鞋材、消费电子项目轻量化、时尚化，高弹性、耐久耐用、耐水解、耐折、耐低温以及卓越的环保性能等要求	有利于公司在全球中高端功能鞋材、消费电子、体育装备领域提高产品竞争力
汽车内饰用聚氨酯合成革及复合材料产品开发	主要用于汽车座椅、门板和仪表台等包覆制作	已有项目完成并一定量产，继续开发其他新项目	满足座椅、门板、仪表板产品轻量化、时尚化，卓越的耐磨耐刮、耐水解、耐寒、阻燃、耐高温、耐低温、耐老化等物性和化性，低 VOC、低 DMF、无气味等生态环保要求，以及优异的肤感、手感和质感等，满足汽车内饰包覆加工要求	有利于公司在汽车内饰领域提高产品竞争力
生物基聚氨酯合成革及复合材料产品开发	主要用于功能鞋材、手袋箱包、沙发家居、工程装饰、电子产品等领域	已有项目完成并小批量产，继续开发其他新项目	满足功能鞋材、沙发家居、工程装饰、消费电子、手袋箱包等领域的合成革及复合材料原料来源可再生，低碳环保，是未来可持续发展的方向；并满足加工要求	有利于公司在功能鞋材、沙发家居、工程装饰、消费电子、手袋箱包等领域提高产品竞争力
回收再生聚氨酯合成革及复合材料产品开发	主要用于功能鞋材、体育装备、沙发家居、电子产品、汽车内饰等领域	已有项目完成并小批量产，继续开发其他新项目	满足功能鞋材、体育装备、沙发家居、电子产品、汽车内饰当前低碳环保，资源循环再利用的环保理念，同时满足各品类产品物性要求和加工要求	有利于公司在功能鞋材、体育装备、沙发家居、消费电子、汽车内饰等领域提高产品竞争力

生态功能性再生皮 及复合材料开发	主要用于功能鞋 材、沙发家居、汽 车内饰等领域	已有项目完成并 小批量产，继续 开发其他新项目	满足功能鞋材、沙发家居、汽车内饰等领域 产品物性要求和加工要求，对真皮边角料等 资源回收再利用的环保理念。皮含量高，可 替代真皮。	有利于公司在功 能鞋材、沙发家 居、汽车内饰等 领域提高产品竞 争力
---------------------	-------------------------------	-------------------------------	--	--

资料来源：公司公告，华安证券研究所

水性、无溶剂产品占比提升，产品结构进一步优化。由于普通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；水性聚氨酯合成革将经过亲水改性的聚氨酯乳化分散于水中，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；无溶剂聚氨酯合成革基于反应成型技术在不使用任何有机溶剂的前提下，将两种或两种以上的液态聚氨酯单体或其预聚物，按照一定的比例混合后快速反应，聚合物分子量急剧增加且同时贴合在纤维基布上形成黏合层或弹性层。水性、无溶剂聚氨酯合成革均具有环境友好、低 VOC 排放特点，符合未来“绿色化工”的发展需求。据公司公告，当前水性、无溶剂产能占比约 25%，正积极推进生产线更新改造，调整优化产能结构，扩大产能，未来两三年，安利股份本部连同安利越南计划将水性、无溶剂产能占比提升至 40% 左右，进一步优化产品结构。

TPU 材料性能优异，鞋材及电子产品均有应用，契合公司客户结构。TPU 具有高模量、高强度、高伸长和高弹性、优良的耐油、耐低温、耐老化性能，在鞋材中受到耐克、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。在电子产品领域因其出色柔韧性和耐磨性能，TPU 薄膜被用于制造电子产品外壳、屏幕保护膜、键盘膜、耳机线外皮等产品，有效保护设备免受刮擦和磨损，提高产品寿命。

图表 31 TPU 跑鞋



资料来源：艾邦弹性体网，华安证券研究所

机器人产业方兴未艾，TPU 为电子皮肤领域的热门衬底材料。机器人电子皮肤构造由封装层 (Encapsulation)、传感器阵列层 (Sensor array) 和衬底层 (Substrate) 构成。其衬底材料决定电子皮肤柔韧性和机械性能，需要具备绝缘性、柔软轻质，以实现美观和复杂的机械变形。TPU 材料具备较高的韧性和较强的抗机械损伤能力，在外力冲击和长期使用中更耐用，在经历超过 1000 次拉伸循环后，仍能保持材料特性，展现出在高频使用环境下的卓越稳定性和耐久性，TPU 已经逐渐成为电子皮肤领域的热门衬底材料。

图表 32 电子皮肤衬底材料选择

材料	性能
聚酰亚胺 (PI)	耐腐蚀，耐磨，耐高温，良好的力学性能可有效保护内部传感元件不受外界破坏，优异的电学绝缘性能够有效减弱或消除外界环境中的低频信号干扰，提高压力感应点信号收集的有效性、感应灵敏性和动态响应特性
聚二甲基硅氧烷 (PDMS)	良好的生物可降解、化学黏合性、耐腐蚀、柔软透明、低弹性模量与高弹性，良好的，可以非平面任意弯曲并与传感器件牢固黏结集成抵抗形变能力
聚对苯二甲酸乙二醇酯 (PET)	较好的耐磨性、抗冲击性、电绝缘性、表面能、耐温及尺寸稳定性，但具有较高的初始模量
热塑性聚氨酯 (TPU)	较高的韧性和较强的抗机械损伤能力，在外力冲击和长期使用中更耐用

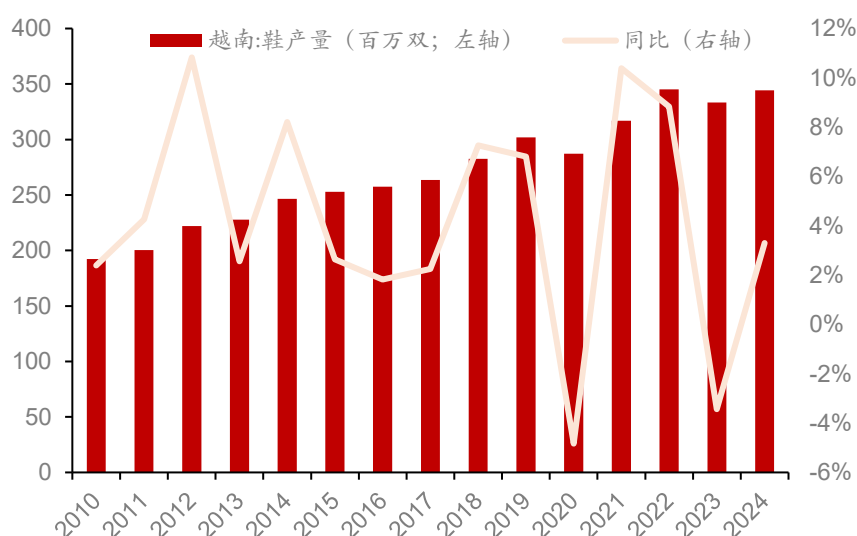
资料来源：《机器人柔性压力传感皮肤的研究开发现状》、《宽线性柔性压阻式压力传感器的研究进展》，华安证券研究所

TPU 项目推进，有望打开新成长曲线。据公司公告，针对功能鞋材、电子产品，公司已有项目完成并量产。考虑到公司优质的客户结构，伴随产品开发和市场开拓，有望成为公司未来重要的增长点之一。

3.3 安利越南产能投产，打开业绩增长空间

顺应产业转移，规避关税风险，积极布局海外产能。2017 年，公司在越南平阳省新加坡工业园合资设立安利(越南)公司，目前共持有越南公司的 70.53% 的股份。海外产能布局有助于顺应全球下游市场产业转移趋势，利用越南区位和发展优势。以 PU 革重要下游鞋产业为例，近年来越南鞋产量呈现大幅增长，由 2010 年 1.92 亿双增长至 2024 年 3.44 亿双，公司重要客户耐克、阿迪达斯、彪马、亚瑟士等均越南设有工厂/代工企业。越南布局 PU 合成革人造革产能，有助于适应国际品牌产能转移的趋势，利于深化与下游国际品牌企业合作，提升市场份额。此外，在国际贸易格局及关税存在高度不确定性的格局下，越南工厂有利于充分发挥越南在 WTO、东盟及 CPTPP 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。

图表 33 越南鞋产量及同比



资料来源：越南统计局，华安证券研究所

越南产能投产，客户认证积极推进中。2019 年 3 月，安利越南 1200 万米生态功能性聚氨酯合成革项目开始建设，2022 年末，安利越南两条干法生产线调试投产；2025 年 8 月，安利越南剩余两条干法生产线已完成设备安装调试及试生产，正式投产。与此同时，安利越南已通过耐克鞋用材料、美国乐至宝、德国阿迪达斯审核进入供应商名录。我们认为，安利越南四条干法生产线全部建成投产与客户认证持续推进，将进一步提升公司产销水平，打开业绩增长空间。

4 公司盈利预测及投资建议

安利股份锚定优质客户结构，主营业务生态功能性聚氨酯合成革具备高竞争壁垒，伴随海外产能投放与产品结构持续优化有望推动业绩稳步增长。我们预计安利股份 2025-2027 年归母净利润 1.97、2.93、3.88 亿元，对应 PE 为 19.08、12.83、9.70。首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测主要假设：

1. 公司总部现有 PU 合成革产线 40 条，具有聚氨酯合成革和复合材料 8500 万米/年产能；安利越南现有 PU 合成革产线 4 条，具有性聚氨酯合成革及复合材料 1200 万米/年产能，伴随越南最后两条产线投产，我们预计 2025、2026、2027 年公司聚氨酯合成革及复合材料年产能分别为 9400、9700、10000 万米，伴随产能爬坡及客户认证持续推进，2025、2026、2027 综合开工率为 75%、80%、85%。
2. 公司未来新产品汽车内饰、电子产品价格将逐步提升，参考 2024 年全年 PU 合成革的单价，我们假设 2025-2027 年公司 PU 合成革的价格呈现稳步提升的趋势，2025-2027 年的税后价格分别为 36 元/米、37 元/米、38 元/米。毛利率方面，参考往年成本，预计 2025-2027 年 PU 合成革的毛利率同步提升，分别为 24.7%、26.2%、27.4%。

图表 34 公司盈利预测

分行业	相关指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
人造革合成革	营业收入	1966	2363	2538	2871	3230
	yoy	6.0%	20.2%	7.4%	13.0%	12.5%
	毛利率	20.0%	24.1%	24.7%	26.2%	27.4%
其他行业	营业收入	34	40	42	45	50
	yoy	-63.0%	16.0%	6.0%	7.0%	11.0%
	毛利率	17.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	净利润	71	194	197	293	388
	PE	53.16	19.39	19.08	12.83	9.70

注：PE 数据截至 2025/10/20

资料来源：iFinD，华安证券研究所

风险提示

越南工厂产能利用率不及预期；

原材料价格大幅波动；

下游需求增长不及预期；

海外经济增长放缓及贸易摩擦导致的出口不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1464	1816	2172	2614	营业收入	2403	2580	2916	3280
现金	630	854	1095	1413	营业成本	1823	1946	2157	2389
应收账款	427	448	507	570	营业税金及附加	20	20	22	25
其他应收款	52	75	85	96	销售费用	103	110	120	135
预付账款	6	5	6	7	管理费用	99	108	116	125
存货	324	398	441	489	财务费用	1.6	4.3	1.7	-0.1
其他流动资产	13	22	25	28	资产减值损失	9.4	12.9	8.7	6.6
非流动资产	939	819	692	566	公允价值变动收益	-8.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0.0	-2.4	-2.0	-1.5
固定资产	835	731	631	515	营业利润	199	211	320	427
无形资产	41	30	19	8	营业外收入	0.5	0.1	0.1	0.1
其他非流动资产	37	37	37	37	营业外支出	2.4	1.4	1.5	1.5
资产总计	2403	2635	2864	3180	利润总额	213	223	332	439
流动负债	721	829	868	925	所得税	19	22	33	44
短期借款	287	187	157	137	净利润	195	201	299	395
应付账款	274	461	511	566	少数股东损益	1	3	5	7
其他流动负债	1	41	45	50	归属母公司净利润	194	197	293	388
非流动负债	119	109	99	94	EBITDA	319	363	470	575
长期借款	50	40	30	25	EPS (元)	0.91	0.93	1.38	1.82
其他非流动负债	22	22	22	22					
负债合计	841	938	967	1019					
少数股东权益	135	139	144	151					
股本	217	217	217	217					
资本公积	352	352	352	352					
留存收益	697	858	989	1183					
归属母公司股东权益	1428	1558	1753	2010					
负债和股东权益	2403	2635	2864	3180					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	292	424	395	486	成长能力				
净利润	195	190	288	384	营业收入	20%	7%	13%	12%
折旧摊销	104	135	137	137	营业利润	164%	6%	52%	33%
财务费用	1.6	4.3	1.7	-0.1	归属于母公司净利	174%	2%	49%	32%
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	获利能力				
营运资金变动	241	244	316	386	毛利率 (%)	24%	25%	26%	27%
其他经营现金流	28	15	14	14	净利率 (%)	8%	8%	10%	12%
投资活动现金流	-72	-19	-13	-13	ROE (%)	14%	13%	17%	19%
资本支出	73	15	10	10	ROIC (%)	15%	14%	23%	31%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	-1.2	-1.2	-1.2	资产负债率 (%)	35%	36%	34%	32%
筹资活动现金流	-51	-181	-141	-156	净负债比率 (%)	54%	55%	51%	47%
短期借款	153	-100	-30	-20	流动比率	2.03	2.19	2.50	2.83
长期借款	50	-10	-10	-5	速动比率	1.55	1.68	1.96	2.26
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.00	0.98	1.02	1.03
其他筹资现金流	0	0	0	0	应收账款周转率	5.63	5.75	5.75	5.75
现金净增加额	175	225	241	317	应付账款周转率	6.66	4.22	4.22	4.22

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.91	0.93	1.38	1.82	P/E	19.39	19.08	12.83	9.70
每股经营现金流	1.3	2.0	1.8	2.2	P/B	2.68	2.42	2.15	1.87
每股净资产	6.58	7.18	8.08	9.26	EV/EBITDA	15.87	15.49	9.84	6.79

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。