

安利股份 (300218.SZ)

进入苹果供应链全球领先的 PU 合成革龙头企业

核心观点:

- **安利股份专注于 PU 合成革生产。**公司主营生态功能性聚氨酯合成革和聚氨酯复合材料。据 2020 年半年报,公司规模全球领先,拥有 40 余条生产线,具有年产生态合成革 8150 万米、PU 树脂 7 万吨的能力。
- **持续研发投入,率先突破水性无溶剂 PU 合成革生产技术。**2019 年研发费用支出高达 8628 万元,同比增长 5.12%。研发费用率基本保持在 5% 以上,远高于行业平均水平。公司积极开展水性无溶剂聚氨酯合成革研发生产,积极推进采用水性无溶剂材料替代溶剂型材料,先后投入 2 亿多元引进国际先进的环保技术和设备。目前已拥有 5 条水性无溶剂生产线,2020 年 10 月份将再投产 1 条。
- **产品升级,持续获得优质客户订单。**依托公司优质产品与生态功能性环保聚氨酯合成革和复合材料技术,公司持续获得优质订单。2020 年 8 月与苹果公司签订第一批 2200 万元订单。根据公司公告,公司近年来陆续与美国耐克装备、德国彪马、日本亚瑟士、美国 PVH 集团,法国迪卡侬,长城汽车等陆续建立合作关系。
- **布局海外,越南工厂投产在即。**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。安利越南工厂于 2019 年 3 月开工建设,计划争取 2020 年底基本完成基建和部分产线投产。
- **20-22 年业绩分别为 0.29/0.69/1.04 元/股。**基于我们的假设,我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.29/0.69/1.04 元/股,参考可比公司 2021 年平均 22.5 倍 PE 估值,综合考虑公司细分行业龙头地位与公司下游客户需求结构升级,给予 2021 年业绩 25 倍 PE 估值,对应合理价格 17.24 元/股,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**汇率大幅波动;贸易争端不确定性;苹果订单大幅下滑;原材料价格大幅波动。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,679	1,695	1,525	2,125	2,537
增长率(%)	12.5	0.9	-10.0	39.3	19.4
EBITDA(百万元)	173	190	184	298	387
归母净利润(百万元)	23	71	63	150	226
增长率(%)	238.3	208.6	-11.4	137.6	51.2
EPS(元/股)	0.11	0.33	0.29	0.69	1.04
市盈率(P/E)	57.35	24.23	45.69	19.23	12.72
ROE(%)	2.3	6.8	5.6	11.7	14.9
EV/EBITDA	7.77	9.26	15.51	9.32	6.53

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

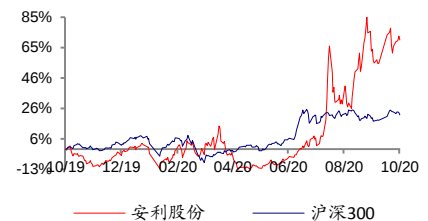
公司评级

当前价格	13.26 元
合理价值	17.24 元
报告日期	2020-10-24

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	216.99/216.28
总市值/流通市值(百万元)	2877/2867
一年内最高/最低(元)	14.40/6.88
30 日日均成交量/成交额(百万)	5.01/64.99
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	58.99/78.52

相对市场表现



分析师:

何雄



SAC 执证号: S0260520050004



021-38003591



hexiong@gf.com.cn

分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

请注意,何雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

联系人: 郭齐坤 021-38003580
guoqikun@gf.com.cn

目录索引

一、专注高端的生态功能性聚氨酯合成革行业龙头企业	4
（一）专注高端生态合成革，品牌效应凸显	5
（二）公司经营情况	6
二、人造革合成革呈现高端化、绿色化与集中化趋势	7
（一）人造革合成革市场简介	7
（二）人造革合成革市场的发展趋势：高端化、绿色化与集中化	10
三、安利股份：依托技术优势，进入高端产品供应链	13
（一）持续研发投入打造技术壁垒	13
（二）汽车内饰与消费电子用材料是公司潜在增长点	14
四、布局越南工厂，扩展国际化	15
五、核心假设与盈利预测	16
（一）核心假设	16
（二）盈利预测	17
六、风险提示	18

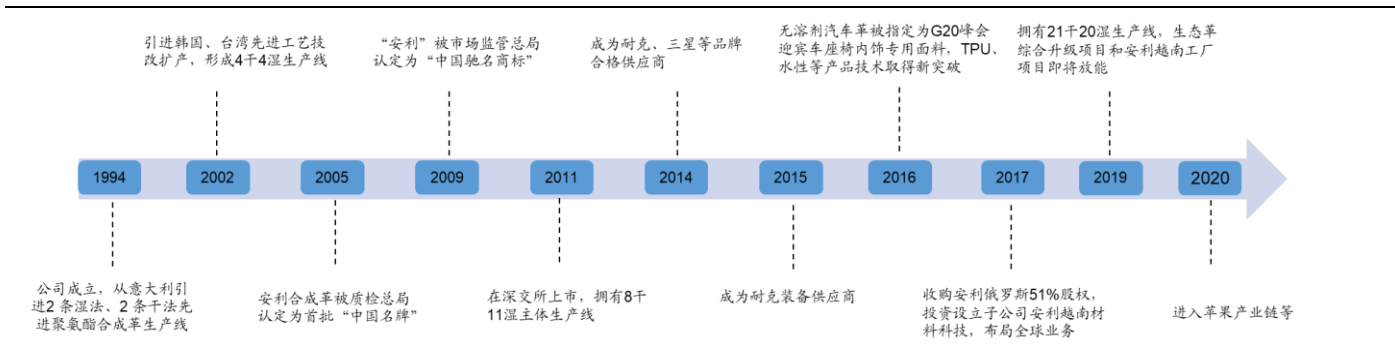
图表索引

图 1: 安利股份成长历程.....	4
图 2: 安利股份股权结构.....	4
图 3: 安利股份产业链结构图	5
图 4: 安利股份合成革销售结构.....	6
图 5: 安利股份下游高端市场拓展情况.....	6
图 6: 安利股份合成革产销量	6
图 7: 安利股份营收结构与增长.....	7
图 8: 安利股份毛利润结构与增长.....	7
图 9: 安利股份合成革毛利率情况.....	7
图 10: 人造革合成革的分类	8
图 11: 人造革合成革发展历程及产品等级金字塔图.....	8
图 12: 合成革国内产量增长情况.....	10
图 13: 合成革全球产量分布	10
图 14: 合成革国内产量分布	10
图 15: 合成革下游应用分布	10
图 16: 人造革合成革行业需求增长情况.....	11
图 17: 人造革合成革消费结构	11
图 18: 安利股份研发支出情况	13
图 19: 无溶剂 PU 合成革工艺路线	14
图 20: 汽车用皮革市场空间广阔.....	14
图 21: 电子包装用革应用场景	15
图 22: 部分苹果官方皮革材质配件	15
图 23: 越南鞋类出口总额.....	16
图 24: 越南家具出口总额.....	16
表 1: 各类皮革制备工艺、生态环保型等对比.....	8
表 2: 各类皮革功能性对比	9
表 3: 近年合成革行业环保法规政策	12
表 4: 环保绿色合成革工艺、应用等比较	13
表 5: 越南最新贸易政策情况	16
表 6: 核心业务假设拆分.....	17
表 7: 可比公司估值	18

一、专注高端的生态功能性聚氨酯合成革行业龙头企业

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。

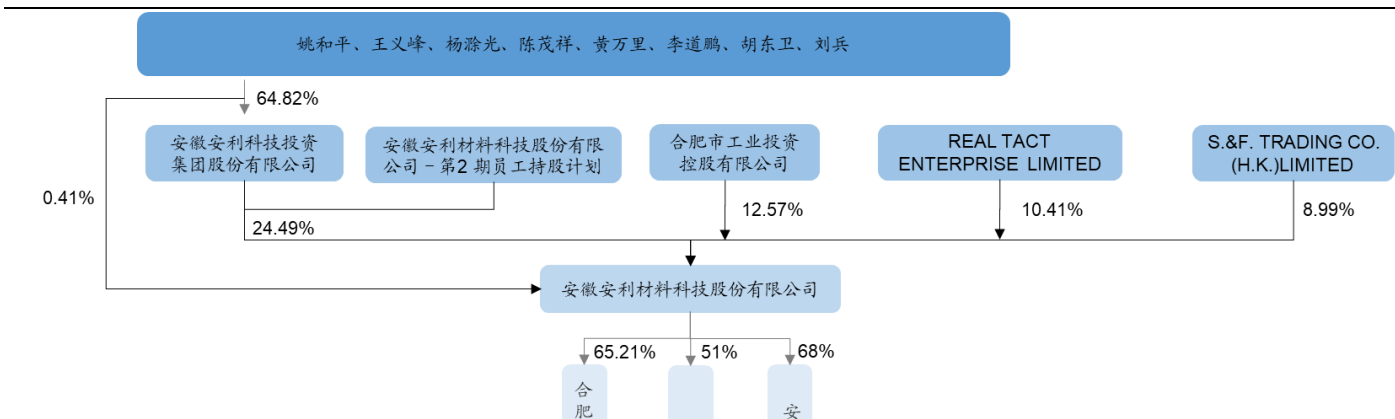
图1：安利股份成长历程



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司股权结构集中，前四名股东持有股份合计占比53.87%。2019年10月，姚和平等8人签署《一致行动人协议书》，通过安利科技投资股份有限公司间接持有安利股份21.9%的股权，成为公司的共同实际控制人。合肥市工业投资控股有限公司是一家国有资产经营型企业，合计持股12.57%。劲达企业有限公司及香港敏丰贸易有限公司分别持有公司股份10.41%、8.99%，均为境外法人。

图2：安利股份股权结构



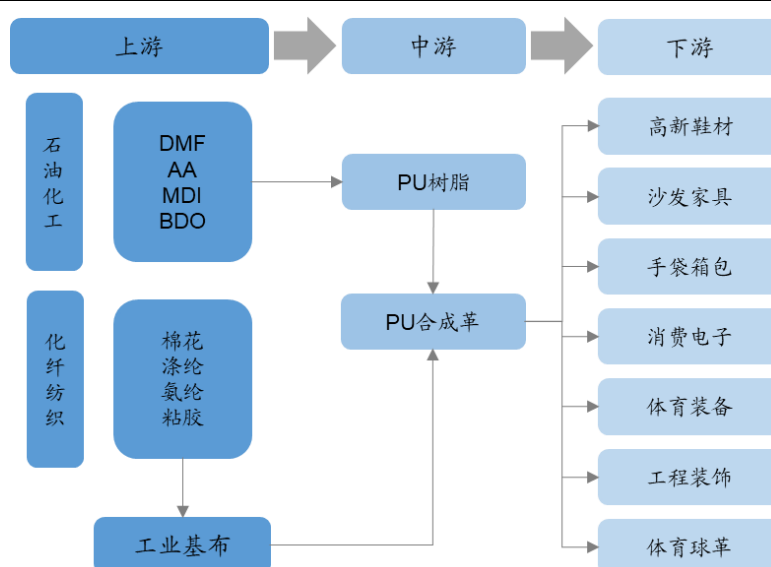
数据来源：公司2020半年度报告，广发证券发展研究中心

（一）专注高端生态合成革，品牌效应凸显

主营中高档聚氨酯（PU）合成革复合材料，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。

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40余条生产线，具有年产生态合成革8150万米、PU树脂7万吨的经营能力；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；工艺协同创新能力强，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3：安利股份产业链结构图



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

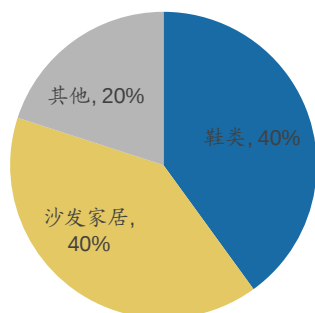
优势品类稳定增长，为公司发展注入源泉动力。近年来，在全球消费观念升级和消费水平提高的利好条件下，全球生活休闲、运动休闲、沙发家居市场规模保持高增长趋势，生态环保、健康舒适、青春时尚的生态功能性合成革材料，日益受到市场欢迎和广泛应用。受益于此，公司优势品类高新鞋材及沙发家居业务近几年稳定增长，实现国内运动品牌基本全覆盖，成为众多一线沙发家居品牌战略供应商，两大优势品类分别占到公司销售量40%左右的份额，持续为公司发展注入源泉动力。

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，成为苹果、三星、华为、长城汽车等高端品牌供应商，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。

图4：安利股份合成革销售结构



数据来源：公司公告（2019-004），广发证券发展研究中心

图5：安利股份下游高端市场拓展情况

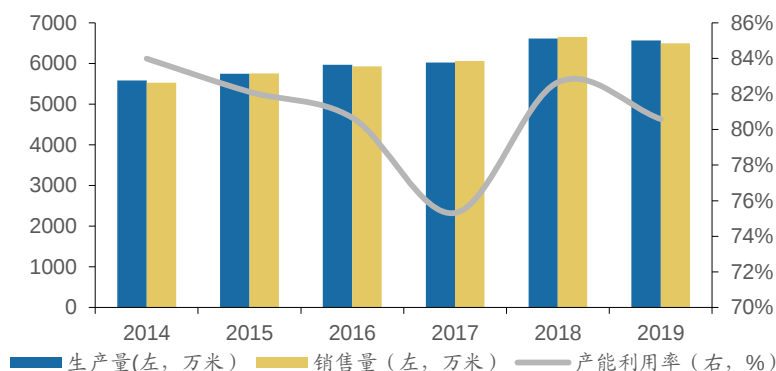
应用领域	合作品牌
高新鞋材	PUMA, ASICS, ANTA 安踏, X 特步, LI-NING, 乔丹, FILA, Reebok, DUJTO 东泰, ZARA
沙发家居	C. EERS 芝华仕, ASHLEY, LA BOY, ZOY 中原, 欧派, OGAWA 欧歌华
体育装备	NIKE, adidas, DECATHLON 迪卡侬, UMBRO
电子消费	HUAWEI, Apple, SAMSUNG, MI, Logitech
汽车内饰	长城汽车, HONDA, MITSUBISHI MOTORS, JAC, YUTONG

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（二）公司经营情况

项目投产及客户开拓稳步推进，产销量持续提升。2014年-2018年，随着募投、超募及技改等项目的投产及逐步放能，合成革产销量分别由0.58亿米、0.55亿米增长至0.66亿米、0.67亿米，年均增长率分别为4.4%、4.8%，2019年受行业整合、中美贸易摩擦等影响略有下降。同时由于新增产能达产后的滞后性，产能利用率有所下滑，2017年小幅探底至75%，除此外之均维持在80%以上，处于较高水平。

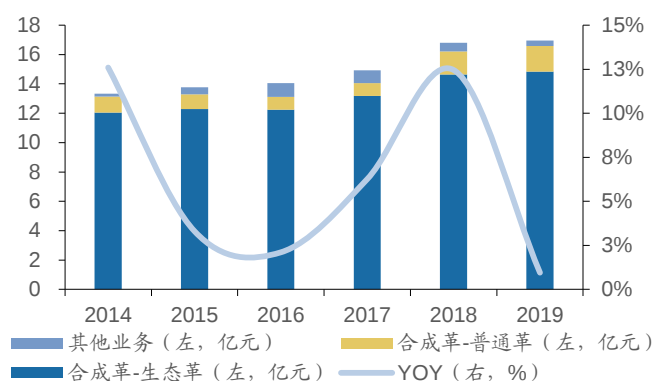
图6：安利股份合成革产销量



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

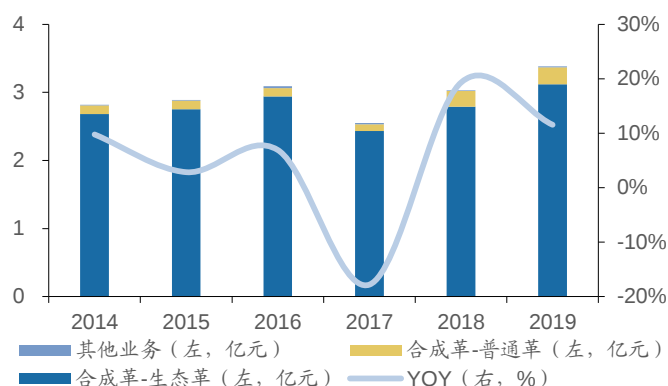
产销支撑业绩，营收利润稳中有升。2014-2019年，公司营业收入从13.32亿元增至16.95亿元，年复合增长率达6.3%；毛利润从2.81亿元增至3.38亿元，年复合增长率达5.4%。由于环保趋严，原辅材料和能源价格齐涨并保持高位运行，2017年公司毛利大幅回落至2.54亿元，但随着市场出清，公司产能释放及产品结构优化，盈利能力显著增强，2018年、2019年毛利迅速上升至3.03亿元、3.38亿元，同比增长率高达19%、11%。

图7：安利股份营收结构与增长



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

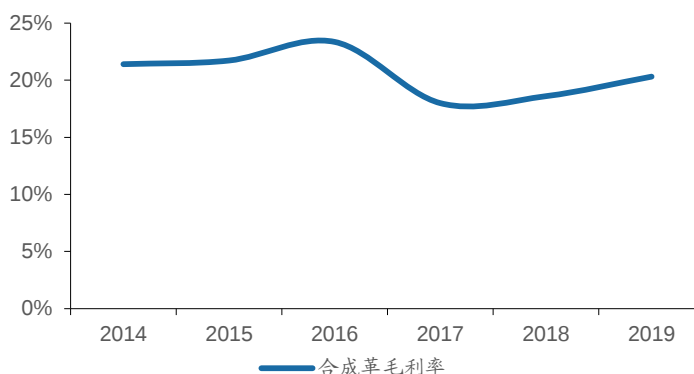
图8：安利股份毛利润结构与增长



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

产品市场双升级有望增厚公司利润。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，平均毛利率约为21%。近年来公司积极转型升级，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 and 客户结构，2019年生态革平均销售单价同比增长4.7%，毛利率提高1.7%，盈利能力进一步增强。

图9：安利股份合成革毛利率情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、人造革合成革呈现高端化、绿色化与集中化趋势

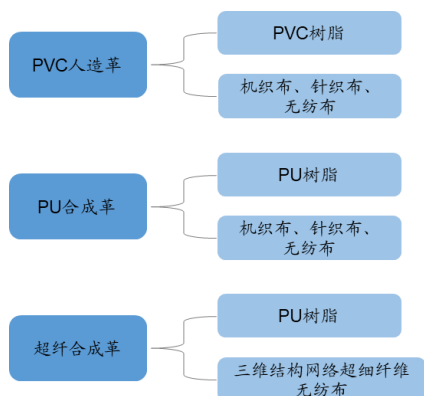
（一）人造革合成革市场简介

人造革合成革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

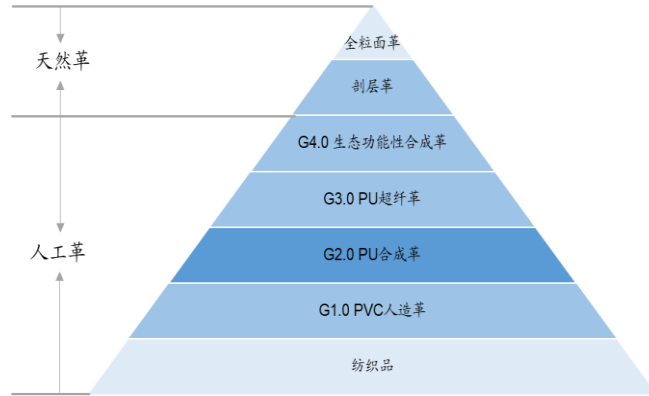
态合成革的更新换代，向高物性、多功能和生态化的方向发展。相较PVC革和PU革而言，生态合成革和超纤革在外观触感、使用寿命、化学和机械强度等众多方面表现优异。而超纤革与生态合成革皆有所长，各具特色。超纤革基布纤维极其细腻，追求革切面与切口真皮效果，但工艺复杂成本较高且存在一定的环境污染性；生态合成革追求高性能化、多功能化、生态化，达到了工艺性能价格环保多点平衡，成为当下合成革产品的主流发展方向。

图10：人造革合成革的分类



数据来源：中商情报网，广发证券发展研究中心

图11：人造革合成革发展历程及产品等级金字塔图



数据来源：CNKI（《皮革科学与工程》，冯见艳等），广发证券发展研究中心

表 1：各类皮革制备工艺、生态环保型等对比

项目	天然皮革	PVC 人造革	普通 PU 合成革	PU 超纤合成革	生态 PU 合成革
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
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	能耗一般	能耗一般	能耗较低	能耗高	能耗较低
能耗占生产成本比重	(约 5%)	(约 5-7%)	(约 4-6%)	(约 8-11%)	(约 4-8%)

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表 2: 各类皮革功能性对比

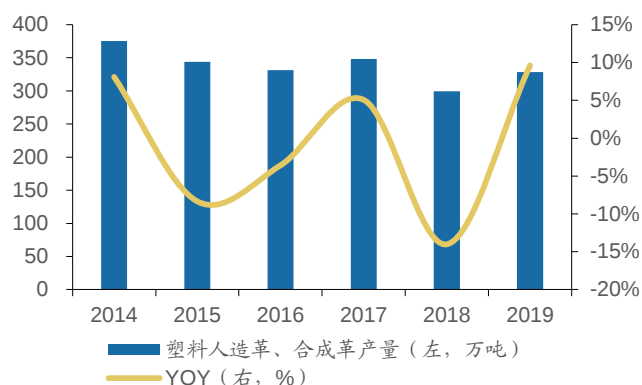
项目	天然皮革	PVC 人造革	普通 PU 合成革	PU 超纤合成革	生态 PU 合成革
透气性	较好	较差	一般	较好	较好
阻燃性	较好	较好	较差	一般	较好
耐溶剂性/耐化学腐蚀性	较差	较好	一般	一般	较好
耐光性/耐黄变性	较好	较好	一般	较好	较好
耐酸	较差	较好	一般	较好	良好
耐碱	较差	较好	一般	较好	良好
耐水解	一般	较好	一般	较好	良好
耐久耐用性	较好	一般	较差	较好	良好
色牢度	较差	一般	优于 PVC 人造革	一般	良好
抗菌防霉性	较差	一般	一般	一般	较好
耐常温曲挠性	良好	较差	一般	一般	良好, 有的甚至优于天然皮革
耐低温曲挠性	一般	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	一般	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

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

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。根据wind数据, 2000-2014年, 国内合成革产量从41万吨迅速增长至375万吨, 年复合增速17.1%, 已成为全球最大的生产国和消费国。2014年来全球经济增速减缓, 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。

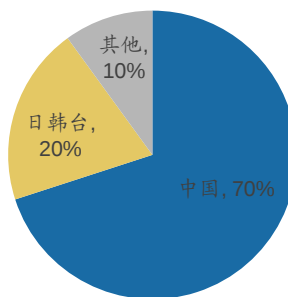
鞋类服装、家具制造等成为合成革最主要应用领域, 合成革生产区域分布与下游产品区域分布具有协同性。制鞋、箱包、服装和家具制造四个下游行业合成革应用占比之和达84%。其中服装鞋类消费量最大, 占比53%, 其次是家具和箱包, 分别占18%、13%。合成革生产的地域分布与制鞋、箱包、服装和家具等生产企业的地域分布呈明显的集聚效应。浙江、福建、安徽、广东、江苏等省份是国内合成革生产较为集中的地区, 合成革产量占比达87%。

图12: 合成革国内产量增长情况



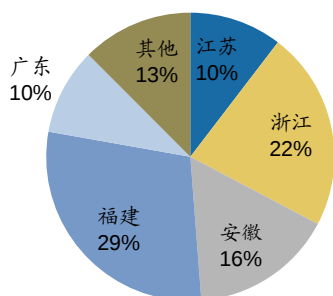
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 合成革全球产量分布



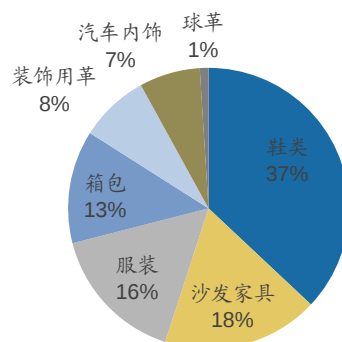
数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图14: 合成革国内产量分布



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图15: 合成革下游应用分布

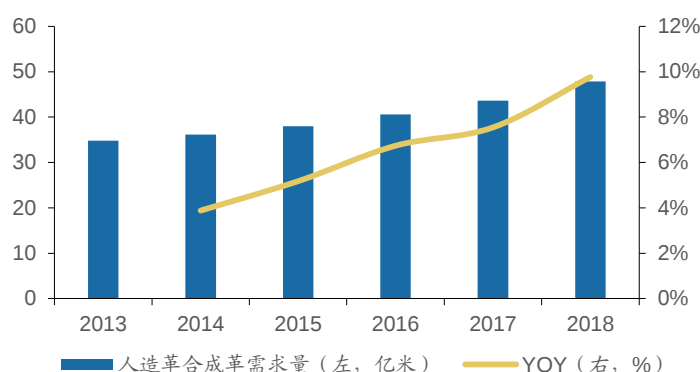


数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

(二) 人造革合成革市场的发展趋势: 高端化、绿色化与集中化

行业需求不断增大, 人造革合成革对真皮的替代仍在持续渗透。天然皮革的数量有限以及工艺过程中不可避免的环境污染催生了合成革的兴起与发展, 人造革合成革又以工业化规模优势和高机械强度、质量均一性、自动化剪裁、加工适应性等优良性能对天然皮革形成快速取代。2013年来人造革合成革需求量持续增长并不断创历史新高, 从34.78亿米一路增长至47.88亿米, 年均增长6.6%。

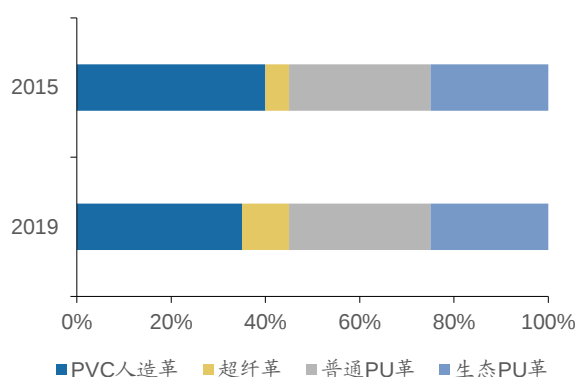
图16: 人造革合成革行业需求增长情况



数据来源: 立鼎产业研究网, 广发证券发展研究中心

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。PVC人造革20世纪兴起时占据超80%的市场份额, 2015年萎缩至40%, 2019年仅为35%。目前超纤革和生态合成革的市场占比分别为10%、25%, 未来替代空间广阔。

图17: 人造革合成革消费结构



数据来源: 天天化工网, 广发证券发展研究中心

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。

清洁生产成为产业生态化的首要目标, 绿色环保革市场蓬勃发展。自2008年中国国际皮革展和2010年中国国际聚氨酯展, 拜耳和巴斯夫展示水性合成革、无溶剂合成革样品后, 绿色环保革倍受关注并得到了快速发展。目前环保绿色合成革发展方向主要集中在水性、无溶剂和TPU合成革等三个方面, 均从生产工艺源头消除有机溶剂污染, 从而实现合成革的清洁生产, 具有良好的发展前景。

表 3: 近年合成革行业环保法规政策

时间点	发行单位	相关文件	解释及成果
2013	福建省环境保护厅	《福建省合成革与人造革行业环境准入条件》	1)新建或改扩建合成革企业的清洁生产水平至少应达到国内先进水平,其中污染物产生指标要接近或达到国际先进水平; 2)单个企业生产线应不少于 4 条,总设计生产能力应达到 1000 万平方米/年。其中,超细纤维合成革的企业生产线不得少于两条,总设计生产能力不得小于 600 万平方米/年; 3)禁止新建、扩建聚氯乙烯普通人造革生产线;现有聚氯乙烯普通人造革生产线禁止除环保改造外的其它改建; 4)普通合成革企业的清洁生产水平必须达到《清洁生产标准合成革工业》中规定的二级标准。
2014	工信部	《制革行业规范条件》	真皮的制革过程是利用生皮经过物理、机械和化学作用变成可供人们使用的皮革,不能做到使所有生皮都变成革,而且会产生较多的污水、污泥和异味气体,真皮行业因环保问题,大量落后产能被强制关停。
2014	市质量技术监督局	《皮革产品安全质量标签法案》	修订的内容主要包括,在化学物质方面,新加入了 10 类限制物质,依次制定它们在婴儿皮革产品、儿童皮革产品、内衣、衣服夹层、外衣、寝具和其他皮革制品中的限值;其次在物理性能方面,新增了婴儿皮革产品中小部件的要求、婴儿和儿童皮革用品的拉绳和绳带要求,以及磁铁要求;第三,在标签方面,新设了婴儿皮革用品中针对小部件的警告;最后,将人造革划分为涂层革、叠皮革、组合皮革、合成皮革,并新增或修改了某些专业术语。
2014	工信部	“十三五”要求	工信部要求,各地要在总结前一阶段工作经验的基础上,进一步完善利用环保、能耗等标准,运用法律手段和经济手段淘汰落后和过剩产能的工作机制。
2015	全国人大	新环保法	新的环保法于 2015 年 1 月 1 日起施行。业内认为史上最严环保法获通过,一定程度上制约重污染行业无序产能扩张,长期来看,有利于整体化工行业朝向节能、绿色环保、高新产业发展方向,符合中央对于国内产业结构调整的宏观基调。染料、农药、合成革、钛白粉等污染较为严重的化工子行业龙头明显受益。
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》(温政办[2013]12 号)	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。
2017	中央环保督查组	环保督查	排查省份包含浙江等地区,而浙江地区是目前国内第二大合成革生产地,约占全国 30%产能,目前浙江地区仍然有众多中小型合成革生产企业(年产值 1000 万-1 亿元)三度处理严重不达标。环保督查将关停取缔一部分高成本、高污染、品质差的合成革企业,有望使合成革行业脱离恶性竞争并转入良性发展。
2019	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019 年本)》	其实早在 2007 年《产业结构调整目录(2007 年本)》中就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	国家标准及工信部	皮革行业标准	皮革行业 7 项国家标准及 18 项行业标准(具体见标准清单)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:天天化工网,广发证券发展研究中心

表 4: 环保绿色合成革工艺、应用等比较

环保革种类	树脂原料	清洁生产工艺	优点	缺点	应用
水性合成革	水性树脂	不使用有机溶剂	无毒、无臭味、无污染、不易燃烧	后期水介质的除去需耗费大量能量, 涂层压痕恢复性差, 产品耐热性能差	织物涂层、合成革、天然皮革涂饰、胶黏剂等领域
无溶剂合成革	A/B 双组份树脂 (无溶剂树脂)	采用无溶剂合成革制造技术	加工过程能量消耗低, 成型周期短, 生产效率高, 生产成本低	线上生产调控难, 原料单一导致无溶剂聚氨酯产品品类少, 触感欠佳	汽车内饰、座垫革及部分鞋革等要求较为苛刻的领域
TPU 合成革	TPU 树脂	不使用有机溶剂	高物性、生态环保	手感僵硬耐热性差, 市场化程度较低	制鞋、软管、线缆、薄膜、滚轮、胶黏剂等领域

数据来源: CNKI (《皮革科学与工程》, 冯见艳等), 广发证券发展研究中心

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。目前国内主要合成革生产企业约200家, 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, 规模庞大实力雄厚的行业龙头将会受益。当前安利股份产品的市场占有率约为5%, 随着行业集中度的提高比例将会进一步上升。

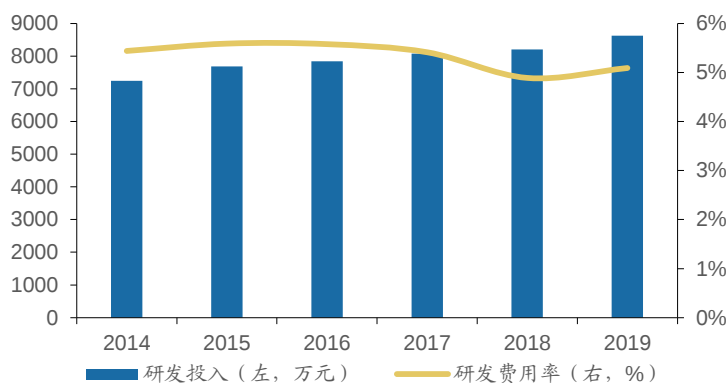
三、安利股份: 依托技术优势, 进入高端产品供应链

(一) 持续研发投入打造技术壁垒

研发支出稳步提升, 费用率处于较高水平。公司2019年研发费用支出高达8628万元, 同比增长5.12%。研发费用率基本保持在5%以上, 远高于行业平均水平。截至2019年末, 公司拥有专利权378项, 其中发明专利77项、实用新型专利204项、外观设计专利97项, 是目前国内同行业拥有专利最多的企业。

持续加强企业技术创新和研发能力建设保持了公司产品、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。

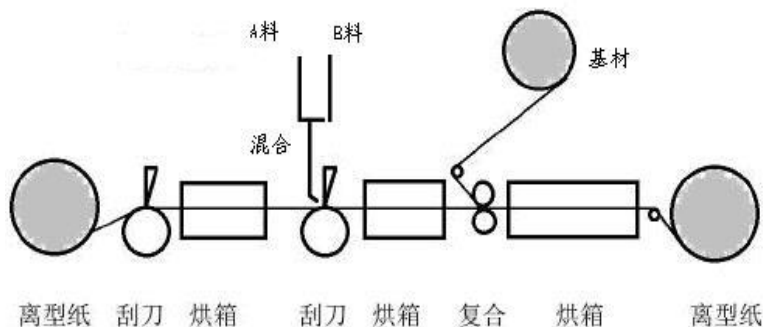
图18: 安利股份研发支出情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

持续研发助力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。近年来公司积极开展无溶剂合成革研发生产，推进采用水性无溶剂材料替代溶剂型材料，目前已拥有5条水性无溶剂生产线，2020年10月份将再投产1条。

图19：无溶剂PU合成革工艺路线



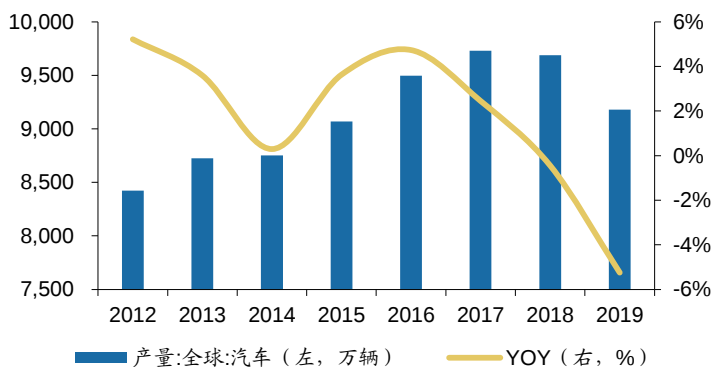
数据来源：齐鲁工业大学皮革与化学工程学院官网，广发证券发展研究中心

（二）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。根据FMI数据，2019年全球汽车内饰皮革市场规模约为300亿美元，其中合成革占比约59%。主要产品类型有干法PU革、高耐磨高耐久性湿法PU革、水性无溶剂等环保型PU革和超纤革等。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。

公司已进入部分车厂供应链。公司与“江淮”、“宇通”以及部分日韩系汽车品牌已建立起长期稳定的合作关系，并于2020年9月进入长城汽车供应商体系，与其子公司签署了日常性经营性采购合同。

图20：汽车用皮革市场空间广阔



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

电子行业用合成革材料市场需求增大，公司进入苹果供应链。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。据公告披露，“苹果”及其相关代工企业按月滚动下达订单，8月份订单额预计为2200万元人民币左右。此前，公司于2014年进入三星供应链，成为手机平板保护套等合成革材料主供应商。期间还为华为Mate系列、Matebook系列等定制壳套，并于2019年为华为提供旗舰5G Mate30 pro素皮版机身材料。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。

图21：电子包装用革应用场景



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图22：部分苹果官方皮革材质配件



数据来源：Apple，广发证券发展研究中心

四、布局越南工厂，扩展国际化

越南经济环境向好，不断吸引外商投资。逐步与国际接轨，已与60个国家或区域组织建立自由贸易协定、经济合作框架协议、经济伙伴关系协定等伙伴关系；国际地位日渐提升，2020年担任东盟轮值主席国、联合国安理会非常任理事国；经济发展迅猛，2019年经济增长率再度突破7%，GDP达到2,620亿美元的经济规模。美国

是越南的第三大贸易伙伴，此外越南还与欧盟签署了自由贸易协定，协议于2020年8月生效。

表 5: 越南最新贸易政策情况

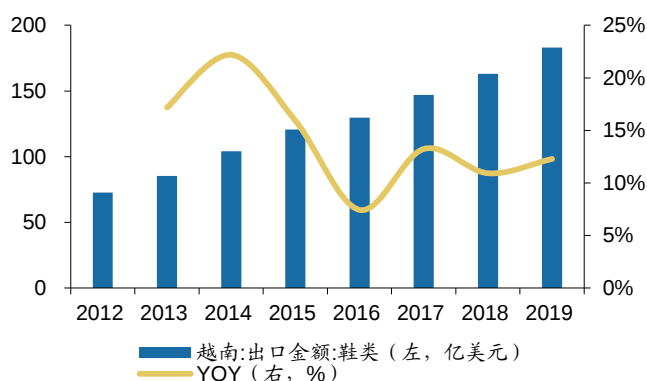
贸易政策	时间	主要内容
《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》	2018 年 12 月生效	签署国将撤销或削减工业品和农产品的关税，在贸易和投资领域提供便利措施。
《越南与欧盟自由贸易协定》	2020 年 8 月生效	生效时将取消越南 85.6% 税目关税，相当于越南对欧盟出口额的 70.3%，协定生效 7 年后将取消 99.2% 税目关税，相当于越南对欧盟出口额的 99.7%。
《区域全面经济伙伴关系协定》	预计今年年底签署	东盟十国邀请中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰、印度共同参加（“10+6”），通过削减关税及非关税壁垒，建立 16 国统一市场的自由贸易协定。

数据来源：搜狐网，广发证券发展研究中心

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。2012年-2019年，越南鞋类出口总额从72.76亿美元增长至182.99亿美元，年复合增速达14%；越南家具类出口总额从3.65亿美元增长至202千万美元，年复合增速高达30%，由此可见越南合成革市场需求也将保持飞速增长。

建设越南工厂，培育新的利润增长点。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，计划争取2020年底基本完成基建和部分产线投产，2021年争取完成全部生产线安装和投产，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。

图23: 越南鞋类出口总额



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图24: 越南家具出口总额



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、核心假设与盈利预测

（一）核心假设

现有业务：公司2019年合成革产能8150万米，产量6567.7万米，销量6495.5万米，假设随着行业需求增长与小产能退出带来的集中度提升，现有产能开工率小幅度提

升，单位米数的盈利能力较2020年全年平均水平略有上行，同时考虑到原材料的上行，我们假设2020年现有业务的盈利能力较2019年略有下降。

增量业务-越南工厂：根据公司公告，公司计划在越南投建1200万米合成革产线。价格与盈利能力方面，考虑到越南出口关税政策，综合毛利率将较国内现有合成革产线有所提升。考虑到越南合成革产品随着下游需求的释放将维持较好需求，我们假设越南新投产线假设2021年开工率达到75%左右，2022年新投产线开工率继续维持75%左右。

增量业务-苹果供应：公司2020年8月公告显示，美国苹果公司及其相关代工企业给安利股份按月滚动下达水性无溶剂合成革订单，2020年8月订单金额为2200万元左右，我们假设2020年月度订单金额基本维持稳定，2021年在公司新产线投产后，订单量增长15%左右。考虑到苹果相关产品较普通PU合成革更加高端，假设苹果相关产品毛利率较普通产品略高，且后续苹果供应链订单金额将维持一定速度增长。

表 6：核心业务假设拆分

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
合成革	收入	15.22	16.59	14.89	20.89	25.01
	成本	13.2	13.22	11.80	15.99	18.85
	毛利	3.02	3.37	3.09	4.90	6.15
	毛利率	18.60%	20.31%	20.73%	23.46%	24.61%
其他	收入	0.58	0.36	0.36	0.36	0.36
	成本	0.56	0.35	0.35	0.35	0.35
	毛利	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	毛利率	1.93%	3.01%	3.01%	3.01%	3.01%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）盈利预测

基于以上假设，我们预计2020-2022年公司营收分别为15.25/21.25/25.37亿元，归母净利润分别为0.63/1.50/2.26亿元，对应EPS分别为0.29/0.69/1.04元/股。

我们认为公司切入苹果产业链后，后续有望继续依托自身水性无溶剂技术优势持续获得优质客户订单，产能利用率与盈利能力有望继续增强，考虑到公司市值规模与行业地位我们选取山东赫达（非离子型纤维素醚生产企业），硅宝科技（建筑密封胶切入电子密封胶领域），回天新材（工业用胶黏剂切入新能源与电子产业链），斯迪克（功能性涂层复合材料供应商）作为可比公司。

选取的可比公司2021年平均PE估值水平为22.5倍，考虑到公司产能投放进度与下游客户需求结构升级进程以及公司细分行业龙头地位，我们给予安利股份2021年25倍PE估值水平，对应合理价格为17.24元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价	EPS (元/股)			PE		
			20201023 (元/股)	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002810.SZ	山东赫达	68	35.54	1.25	1.59	2.11	28.37	22.38	16.86
300019.SZ	硅宝科技	52	15.62	0.56	0.71	0.88	27.90	21.99	17.75
300041.SZ	回天新材	60	14.13	0.55	0.70	0.92	25.91	20.16	15.28
300806.SZ	斯迪克	62	52.04	1.45	2.06	2.65	35.94	25.27	19.62
平均							29.53	22.45	17.38

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

六、风险提示

(一) 汇率大幅波动风险

公司2019年国外销售收入占比30.96%，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。

(二) 贸易争端演化具有不确定性的风险

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

(三) 苹果订单的波动风险

根据我们的模型测算，苹果订单预计将成为模型测算范围内公司的主要业绩增量之一，如果苹果相关订单出现大幅波动，公司业绩也将受到相应影响。

(四) 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会受到影响，进而导致公司业绩出现波动。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	970	948	995	1,140	1,315	
货币资金	431	409	500	490	613	
应收及预付	197	154	139	193	230	
存货	338	316	286	386	400	
其他流动资产	4	70	70	71	71	
非流动资产	1,118	1,100	1,115	1,169	1,201	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	1,005	981	968	972	956	
在建工程	24	22	52	102	152	
无形资产	55	53	52	50	49	
其他长期资产	34	44	44	44	44	
资产总计	2,088	2,048	2,110	2,309	2,516	
流动负债	948	672	664	696	653	
短期借款	340	280	311	224	100	
应付及预收	424	321	286	387	454	
其他流动负债	184	71	66	86	98	
非流动负债	77	231	231	231	231	
长期借款	0	154	154	154	154	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	77	77	77	77	77	
负债合计	1,025	903	895	927	883	
股本	217	217	217	217	217	
资本公积	361	362	362	362	362	
留存收益	416	471	539	699	940	
归属母公司股东权益	996	1,052	1,120	1,280	1,521	
少数股东权益	67	93	95	101	111	
负债和股东权益	2,088	2,048	2,110	2,309	2,516	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	1,679	1,695	1,525	2,125	2,537	
营业成本	1,377	1,357	1,215	1,640	1,920	
营业税金及附加	14	17	13	20	24	
销售费用	67	74	66	89	106	
管理费用	81	84	75	104	124	
研发费用	82	86	88	98	104	
财务费用	28	25	24	22	16	
资产减值损失	10	-9	-5	-5	-5	
公允价值变动收益	-19	0	0	0	0	
投资净收益	-14	7	6	6	8	
营业利润	19	81	76	186	280	
营业外收支	0	-6	-3	-3	-3	
利润总额	19	75	73	183	277	
所得税	-3	2	7	27	42	
净利润	22	73	66	156	236	
少数股东损益	-1	2	3	6	9	
归属母公司净利润	23	71	63	150	226	
EBITDA	173	190	184	298	387	
EPS（元）	0.11	0.33	0.29	0.69	1.04	

现金流量表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	196	161	214	270	411
净利润	22	73	66	156	236
折旧摊销	115	113	116	123	129
营运资金变动	-7	-64	5	-35	28
其它	66	39	28	26	18
投资活动现金流	-86	-112	-127	-167	-146
资本支出	-66	-99	-134	-174	-154
投资变动	-5	0	0	0	0
其他	-15	-13	6	6	8
筹资活动现金流	-26	-23	5	-112	-142
银行借款	390	495	31	-88	-124
股权融资	1	24	0	0	0
其他	-417	-543	-26	-25	-18
现金净增加额	88	24	91	-10	123
期初现金余额	287	374	409	500	490
期末现金余额	374	399	500	490	613

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	12.5%	0.9%	-10.0%	39.3%	19.4%
营业利润增长	188.5%	334.0%	-6.4%	146.1%	50.4%
归母净利润增长	238.3%	208.6%	-11.4%	137.6%	51.2%
获利能力					
毛利率	18.0%	19.9%	20.3%	22.8%	24.3%
净利率	1.3%	4.3%	4.3%	7.3%	9.3%
ROE	2.3%	6.8%	5.6%	11.7%	14.9%
ROIC	4.4%	4.7%	3.6%	8.4%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	49.1%	44.1%	42.4%	40.2%	35.1%
净负债比率	96.5%	78.9%	73.6%	67.1%	54.1%
流动比率	1.02	1.41	1.50	1.64	2.01
速动比率	0.65	0.94	1.06	1.08	1.40
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.83	0.72	0.92	1.01
应收账款周转率	12.50	11.57	11.55	11.55	11.55
存货周转率	4.96	5.37	5.33	5.50	6.34
每股指标 (元)					
每股收益	0.11	0.33	0.29	0.69	1.04
每股经营现金流	0.90	0.74	0.99	1.24	1.89
每股净资产	4.59	4.85	5.16	5.90	7.01
估值比率					
P/E	57.35	24.23	45.69	19.23	12.72
P/B	1.33	1.64	2.57	2.25	1.89
EV/EBITDA	7.77	9.26	15.51	9.32	6.52

广发基础化工行业研究小组

何 雄：资深分析师，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

郭 齐 坤：山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。