

华峰超纤 (300180.SZ)

一体化超纤革赛道冠军，向高附加值领域延伸成长前景向好

华峰集团旗下新材料企业，体量持续成长。华峰超纤是华峰集团旗下的聚氨酯新材料——超纤革厂商，行业龙头地位稳固、竞争优势显著，盈利能力领跑行业。上市以来，依托超纤革行业的高速发展以及领跑行业的竞争优势，公司体量持续成长，2011至2019年营收实现复合增速18.5%。受到疫情影响，2020年前三季度公司实现营业收入20.91亿元，同比下降9%，实现归母净利润1.58亿元，同比增长53%。

超纤革是持续高景气的新材料赛道，发展前景广阔。超真皮纤维全称超细纤维PU合成革，是在充分剖析天然皮革微观结构的基础上通过超细纤维无纺布浸渍改性聚氨酯树脂制成的新材料，其海岛型超细纤维结构和天然皮革的超细胶原纤维结构极为相似，使其质感、透气性酷似真皮。并且，由于聚氨酯形成的网状交流结构本身较耐磨，再加上拉伸时聚氨酯包裹层一定程度能限制纤维丝的滑移且“胶接”结构对针孔不敏感，因此超纤革耐磨性、机械性能均显著优于真皮以及其它人造革，替代潜力巨大。目前，超纤革已被广泛应用于鞋履、汽车内饰、家居、服饰等领域，需求持续高增长。未来，随着超纤工艺技术的进步以及成本的下降，其应用领域将持续延伸（例如用于汽车翻皮内饰市场已经打开），持续替代真皮、布以及其它人造革。

公司竞争优势显著，新产能投放将进一步夯实龙头地位。公司目前设计产能10208万平米，占全国总产能约50%。并且，公司拥有从树脂、超纤基布到贴面革、绒面革的纵向+横向一体化产业链。规模优势和一体化优势使得公司盈利能力、成长性始终领跑行业，不断拉开与国内竞争对手的差距，逐步赶超日本东丽、可乐丽等全球龙头。未来，公司将从两个方面打开进一步的成长空间：1）建设采用了水性树脂和环保贴面工艺的水性超纤产能、定岛型超纤产能，扩展高附加值产品体系；2）积极向汽车绒面革内饰等高附加值应用领域延伸对日系产品进行国产替代。2021年随着公司5000万平米新产能达产，公司规模优势、对上下游议价能力将进一步增强。

盈利预测与投资建议。我们预计公司2020-2022年营业收入分别为33.69/47.55/53.69亿元，预计归母净利润分别为-3.70/5.57/6.60亿元，折合EPS为-0.21/0.32/0.37元/股，分别对应-29.4/19.5/16.5倍PE。公司是我国新材料细分赛道——超纤革行业龙头，规模优势、一体化优势显著。考虑到公司向高端产品、高端应用领域延伸，盈利能力和成长性都会有良好的提升，给予“买入”评级。

风险提示：环保与安全生产风险、超纤原材料价格波动、超纤下游需求端疲软。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,065	3,240	3,369	4,755	5,369
增长率 yoy (%)	22.3	5.7	4.0	41.1	12.9
归母净利润(百万元)	295	158	-370	557	660
增长率 yoy (%)	18.5	-46.4	-333.6	-250.7	18.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.17	0.09	-0.21	0.32	0.37
净资产收益率 (%)	5.9	3.0	-7.7	10.6	11.2
P/E(倍)	36.8	68.7	-29.4	19.5	16.5
P/B(倍)	2.1	2.1	2.2	2.0	1.8

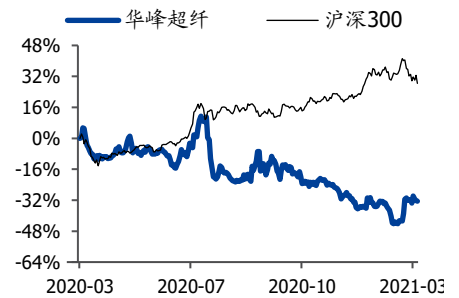
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	塑料
最新收盘价	6.15
总市值(百万元)	10,830.52
总股本(百万股)	1,761.06
其中自由流通股(%)	75.84
30日日均成交量(百万股)	11.63

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

研究助理 杨义韬

邮箱: yangyitao@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2045	2165	2284	3168	2752	营业收入	3065	3240	3369	4755	5369
现金	317	257	257	257	257	营业成本	2250	2388	2587	3399	3818
应收票据及应收账款	633	666	685	1221	931	营业税金及附加	15	14	20	29	32
其他应收款	69	79	75	142	103	营业费用	62	60	84	95	107
预付账款	67	91	73	159	103	管理费用	202	261	270	323	354
存货	487	443	564	759	727	研发费用	140	164	168	214	242
其他流动资产	472	630	630	630	630	财务费用	40	75	51	39	44
非流动资产	5494	6225	6307	7849	8324	资产减值损失	104	-76	643	0	0
长期投资	9	174	337	500	663	其他收益	30	35	0	0	0
固定资产	3100	3066	3095	4398	4745	公允价值变动收益	83	-79	0	0	1
无形资产	320	401	406	414	427	投资净收益	6	13	4	5	7
其他非流动资产	2065	2584	2469	2537	2489	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	7540	8390	8592	11017	11076	营业利润	371	173	-449	661	779
流动负债	1561	2787	1243	2274	1626	营业外收入	1	19	12	8	10
短期借款	598	858	101	98	87	营业外支出	1	10	3	4	5
应付票据及应付账款	395	808	495	1217	707	利润总额	371	182	-440	665	785
其他流动负债	568	1122	647	959	833	所得税	69	24	-66	100	118
非流动负债	842	352	330	360	340	净利润	302	158	-374	565	667
长期借款	224	90	68	98	78	少数股东损益	6	0	-4	8	8
其他非流动负债	618	262	262	262	262	归属母公司净利润	295	158	-370	557	660
负债合计	2404	3139	1573	2633	1966	EBITDA	687	580	-155	1001	1208
少数股东权益	6	3	-2	6	14	EPS (元/股)	0.17	0.09	-0.21	0.32	0.37
股本	1136	1704	1761	1761	1761						
资本公积	2820	2252	2252	2252	2252						
留存收益	1174	1292	976	1452	2009						
归属母公司股东权益	5129	5248	7020	8377	9096						
负债和股东权益	7540	8390	8592	11017	11076						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	109	758	-466	1073	902
净利润	302	158	-374	565	667
折旧摊销	275	348	261	335	422
财务费用	40	75	51	39	44
投资损失	-6	-13	-4	-5	-7
营运资金变动	-555	-6	-400	138	-223
其他经营现金流	53	195	0	0	-1
投资活动现金流	-648	-1004	-340	-1872	-889
资本支出	684	946	-81	1379	312
长期投资	36	-76	-163	-163	-163
其他投资现金流	72	-134	-583	-656	-741
筹资活动现金流	622	176	-1414	-57	-122
短期借款	-5	260	-858	0	0
长期借款	-44	-135	-22	30	-20
普通股增加	505	568	57	0	0
资本公积增加	-505	-568	0	0	0
其他筹资现金流	670	51	-592	-87	-102
现金净增加额	88	-69	0	0	0

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	22.3	5.7	4.0	41.1	12.9
营业利润 (%)	27.2	-53.4	-359.7	247.0	18.0
归属母公司净利润 (%)	18.5	-46.4	-333.6	-250.7	18.3
获利能力					
毛利率 (%)	26.6	26.3	23.2	28.5	28.9
净利率 (%)	9.6	4.9	-11.0	11.7	12.3
ROE (%)	5.9	3.0	-7.7	10.6	11.2
ROIC (%)	5.1	2.9	-6.7	9.7	10.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.9	37.4	18.3	23.9	17.8
净负债比率 (%)	22.5	28.1	4.0	4.3	3.4
流动比率	1.3	0.8	1.8	1.4	1.7
速动比率	0.7	0.4	0.9	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	5.8	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	5.3	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.17	0.09	-0.21	0.32	0.37
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.06	0.43	-0.26	0.61	0.51
每股净资产 (最新摊薄)	2.91	2.98	2.75	3.03	3.37
估值比率					
P/E	36.8	68.7	-29.4	19.5	16.5
P/B	2.1	2.1	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.4	21.2	-71.0	11.0	9.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 华峰超纤：拥有纵向+横向一体化产业链的超纤革龙头	5
1.1. 华峰集团旗下聚氨酯新型革材料企业	5
1.2. 财务分析：短期业绩承压不改长期成长性	6
2. 超纤革是持续高景气的新材料赛道，发展前景广阔	8
2.1. 超纤革是真皮最好的替代品，技术壁垒高、应用前景广阔	8
2.2. 真皮产量持续收缩，人造革迎来黄金发展期	9
2.3. 超纤革是性能优异的新材料，在皮革市场渗透率将持续提升	11
2.3.1. 超纤革生产过程相对环保、透气性较其它革材料更优	12
2.3.2. 超纤革耐磨性、机械性能较其它革材料更优	13
3. 公司竞争优势显著，新产能投放后龙头地位进一步夯实	14
3.1. 规模优势及一体化优势显著，盈利能力及利润体量领跑行业	14
3.2. 向高端产品体系延伸，持续领跑国产替代	16
3.3. 立足绒面革产品，积极向高端应用领域延伸	18
4. 威富通：在移动支付时代快速发展起来的技术服务商	20
4.1. 业务模式：移动支付技术服务为主要收入来源	20
4.2. 积极进行业务转型，适应新的政策环境	21
4.2.1. 深耕银行相关业务，加强精细化和差异化运营	21
4.2.2. 谋求与银联的深度合作，打造新的盈利增长点	22
4.2.3. 加强行业渠道的合作	22
4.2.4. 积极拓展海外业务	22
5. 盈利预测	23
5.1. 关键假设	23
5.2. 盈利预测与估值建议	23
6. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2020 年三季报)	5
图表 3: 公司营收情况 (亿元)	6
图表 4: 公司净利润情况 (亿元)	6
图表 5: 公司毛利率、净利率	6
图表 6: 公司三大费用率	6
图表 7: 公司营收结构	7
图表 8: 公司毛利润结构	7
图表 9: 公司历年产能扩张计划	7
图表 10: 日本东丽爱克塞纳超纤革	8
图表 11: 超纤革的海岛型结构	8
图表 12: 超纤革生产工艺流程	9
图表 13: 公司募投项目原材料成本拆分 (按量)	9
图表 14: 公司募投项目原材料成本拆分 (按金额)	9
图表 15: 中国天然皮革 (轻革) 产量 (亿平方米)	10
图表 16: 2019 年真皮的下游应用	10
图表 17: 超细纤维合成革和天然皮革使用性能比较	11

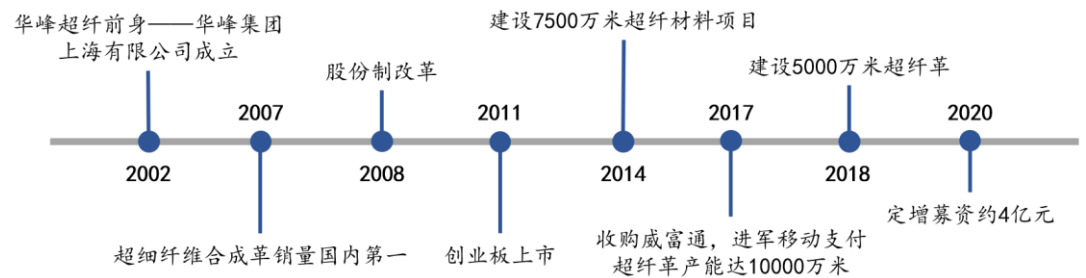
图表 18: 我国合成革销量按树脂种类分布 (2019 年, 按量)	12
图表 19: 我国合成革销量按下游应用划分 (2019 年, 按量)	12
图表 20: PVC 人造革、普通 PU 合成革及超细纤维 PU 合成革性能及特性对比.....	12
图表 21: Taber 磨损测试结果 (磨耗值, mg)	13
图表 22: Taber 磨损测试结果 (磨耗量)	13
图表 23: 机械性能测试结果.....	14
图表 24: 国内超纤革产能统计.....	15
图表 25: 同行业公司超纤业务毛利率对比.....	16
图表 26: 同行业公司超纤业务毛利润对比 (百万元)	16
图表 27: 不定岛超纤结构	16
图表 28: 定岛超纤结构.....	16
图表 29: 定岛型、不定岛型超纤革工艺对比.....	17
图表 30: 公司鞋类贴面革产品.....	18
图表 31: 公司鞋类绒面革产品.....	18
图表 32: 汽车超纤革与天然皮革对比 (TL52064A 标准)	19
图表 33: 公司绒面革产品用于汽车内饰	19
图表 34: 2018 年公司营收情况拆分.....	20
图表 35: 威富通签约银行数量.....	22
图表 36: 公司盈利预测拆分表 (百万元)	24
图表 37: 可比公司估值表	24

1. 华峰超纤：拥有纵向+横向一体化产业链的超纤革龙头

1.1. 华峰集团旗下聚氨酯新型革材料企业

规模优势、一体化优势显著，新产能投放进一步夯实龙头地位。公司前身系 2002 年成立的华峰集团上海有限公司，从事超细纤维聚氨酯合成革（简称超纤革）的研产销。成立以来，依托超纤革行业的高速发展以及领跑行业的竞争优势，公司体量持续成长。目前，公司不仅拥有全国最大的超纤革生产产能：设计产能 10208 万米，约占全国总产能 50%，拟新增 5000 万米产能。并且，公司拥有从树脂、基布到贴面革、绒面革的纵向+横向一体化产业链。拥有基布产能 4914 万米、绒面革产能 2100 万米、贴面革产能 3114 万米。未来，公司将持续向高端产品体系、高端应用体系延伸，并依托超纤革行业高景气持续成长。

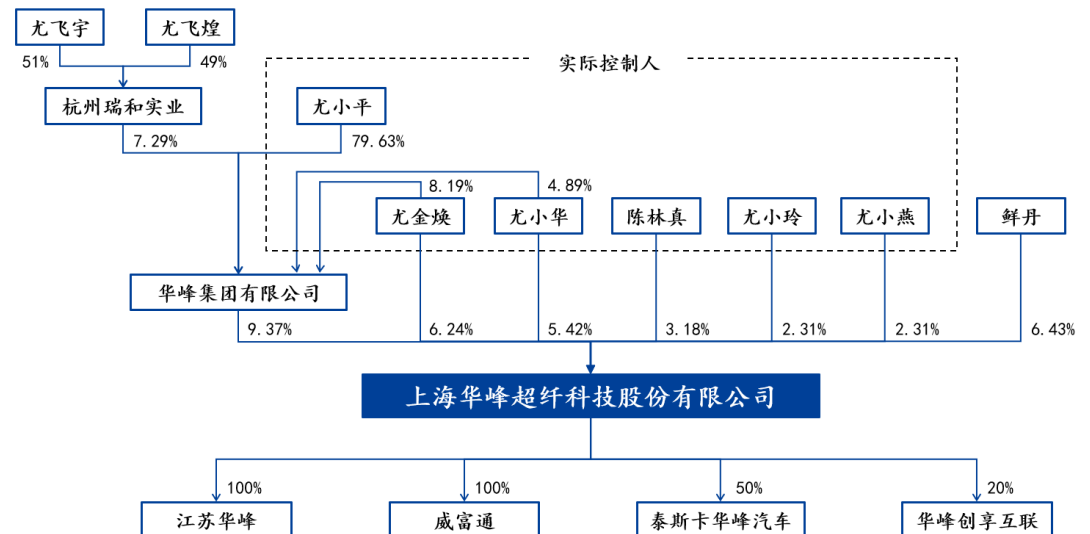
图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司是华峰集团旗下的聚氨酯新材料企业，第一大股东是华峰集团，由尤氏家族控制。截至 2020 年三季报，董事长尤小平及其五位一致行动人直接或间接合计持有公司 28.15% 的股份，共同作为公司实际控制人。杭州瑞和实业的股东尤飞宇、尤飞煌为尤小平之子，鲜丹为公司收购威富通时的股东。

图表 2: 公司股权结构（截至 2020 年三季报）

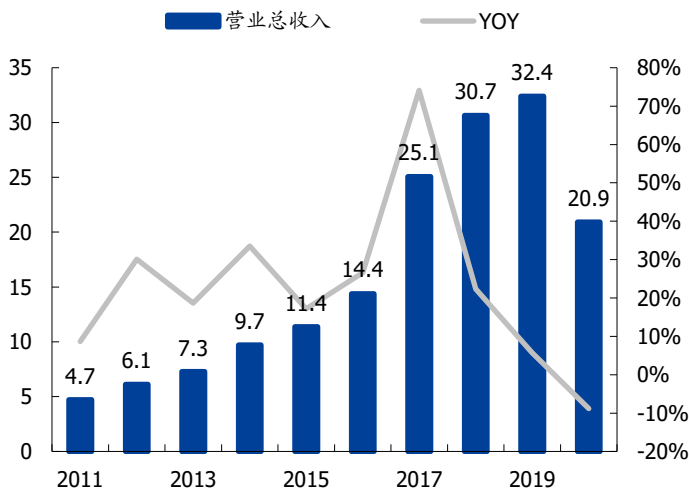


资料来源：招股说明书，公司年报，公司公告，国盛证券研究所

1.2. 财务分析：短期业绩承压不改长期成长性

公司的主要产品为超细纤维 PU 合成革（以下简称超纤革）。上市以来，依托超纤革行业的高速发展以及领跑行业的竞争优势，公司体量持续成长，2011 至 2019 年营收实现复合增速 18.5%。受到疫情影响，2020 年前三季度公司实现营业收入 20.91 亿元，同比下降 9%，实现归母净利润 1.58 亿元，同比增长 53%。

图表 3：公司营收情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

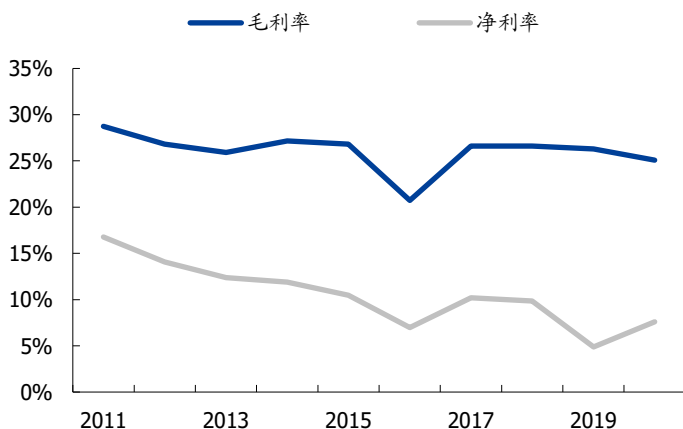
图表 4：公司净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

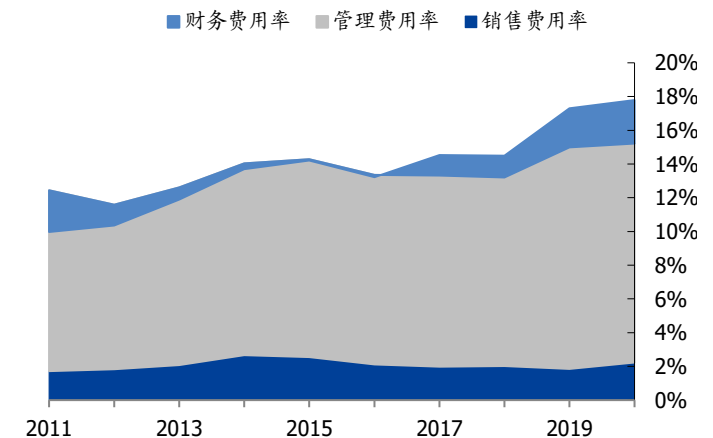
2020 年 Q3，公司实现毛利率 25.1%，实现净利率 7.6%。近年来公司期间费用率呈现小幅上升趋势。其中，管理费用的上升主要来自于研发费用的增长，财务费用率的上升主要来自于资产负债率的增长。未来，预计随着公司高端产品比重持续提升、规模效应、一体化优势的进一步体现，公司盈利能力有望进一步提升。

图表 5：公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

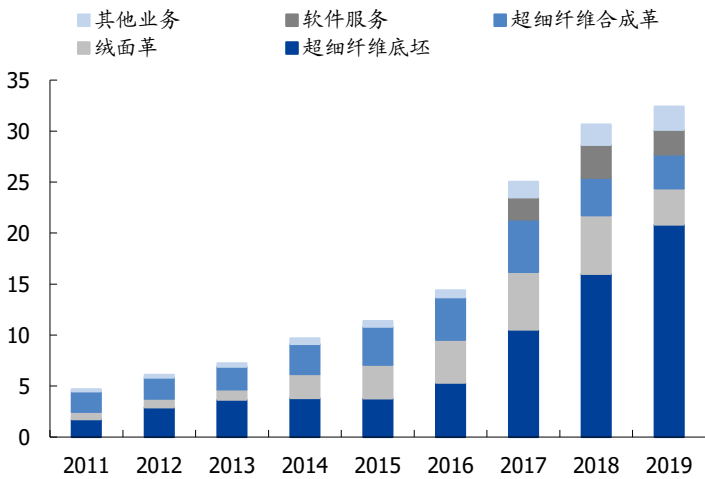
图表 6：公司三大费用率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

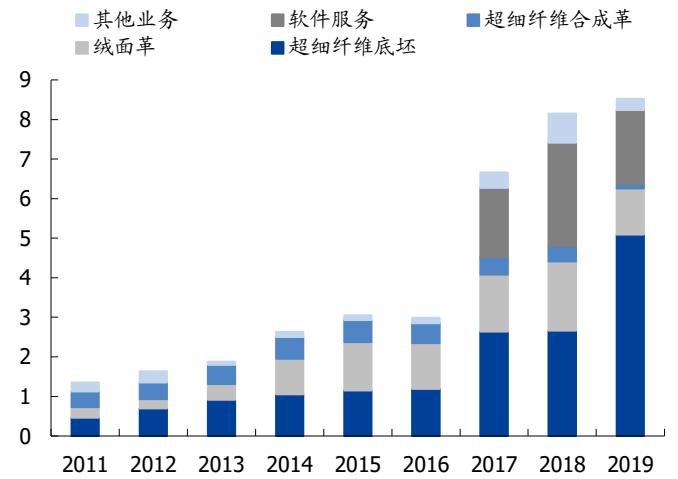
2019 年，超纤类业务占公司营收 85.5%，占公司毛利润 74.8%。其中超细纤维底坯（基布）是占收入比重最大的业务，其次为绒面革、超细纤维合成革（贴面革）。威富通业务软件服务占公司营收 7.4%，占公司利润 22.0%。2020 年上半年公司海外业务（中国大陆以外）占营收 37.4%，随着海外需求恢复及汇率企稳，公司出口业务快速恢复。

图表 7: 公司营收结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 公司毛利润结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司 2010 年上市初期仅拥有 900 万平米产能(按照行业惯例, 1 米超纤材料面积为 1.37 平方米), 目前已达到 13875 平方米。原材料成本优势加上规模化生产超纤基布的技术使得公司成为国内全产业链优势最显著的厂商。多年领先业内的盈利能力和市场开拓能力也支撑公司产能持续扩张。上市后, 公司共进行了四次大规模投产计划:

- 一期计划为 2011 年 3 月份的三个项目组成, 共 360 万平米基布、900 万平米超纤革。投放完成后公司累计拥有产能 2160 万平米。
- 二期计划共 1440 万平米, 分两期各 720 万平米投放, 均为基布。投放完成后公司累计拥有产能 3600 万平米, 折合 2627.74 万平米
- 三期计划共 7500 万平米, 其中基布 3600 万平米、超纤革(包括贴面革和绒面革) 3900 万平米。其中第一阶段 3750 万平米于 2016 年 6 月底建成, 第二阶段于 2017 年第一季度末建成。计划完成后公司拥有全中国约 50% 的超纤革产能, 累计 10127 万平米, 折合 13875 万平米。
- 2018 年 12 月, 公司发布非公开发行预案, 发行股票不超过 1.65 亿股, 募资金额不超过 13.8 亿元, 建设第四期项目 5000 万平米超纤革。其中基布 2400 万平米、超纤革 2600 万平米。投放完成后公司将拥有 15128 万平米产能, 折合 20725 万平米。届时公司在国内市场占有率将超过 60%。

超纤革根据纤维丝结构的不同又可分为定岛型和不定岛型, 其中定岛染色性能好, 主要应用在服装领域, 但设备投入较大。非定岛型主要应用于鞋类、沙发等领域。公司一期项目采用定岛工艺, 二期和三期项目采用不定岛工艺, 第四期在建项目采用定岛工艺。

图表 9: 公司历年产能扩张计划

公告时间	新投放产能 (万平米)	当期已拥有产能 (万平米)
2011 年 3 月	360 基布、900 超纤革	900
2011 年 4 月	720 基布	2160
2013	720 基布	2880
2014	3600 万平米基布、1800 万平米超纤革、2100 万平米绒面革	3600
2018	2400 万平米基布、1200 万平米贴面革、400 万平米绒面革、1000 万平米彩色超纤	13875, 项目达产后 20725

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

*当期产能以可行性报告中公司已有产能为准, 不包括当期新投放产能, 按照行业惯例 1 米=1.37 平米

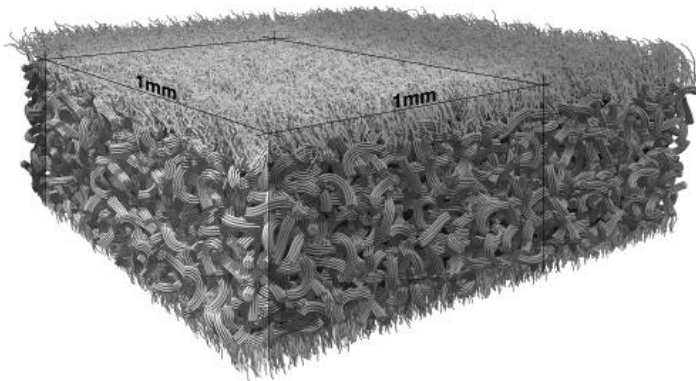
2. 超纤革是持续高景气的新材料赛道，发展前景广阔

2.1. 超纤革是真皮最好的替代品，技术壁垒高、应用前景广阔

超纤革是结构与真皮相似、性能优于真皮的合成高分子材料。天然皮革作为历史悠久的革材料，以高强度、优异的性能、和良好的卫生性能在日常生活领域得到了广泛的应用。超纤革是在充分剖析天然皮革微观结构的基础上经过一系列复杂而科学的加工工艺制造而成的新型材料，因此在结构上与天然皮革相似，它是以束状超细纤维（单根纤维细度0.01D以下）为“骨架”，以聚氨酯微孔弹性体为：“填充物”的复合结构体。由于超纤材料中的“骨架”——束状超细纤维，与天然皮革中胶原纤维束聚集状态相似和具有相似的吸水基团，而且束状超细纤维比表面积较大，所以用它制成的最终产品具有天然皮革柔软、吸湿性好等优点，在机械强度、耐化学性、质量均一性、自动化剪裁加工适应性方面更优于天然皮革，具有比天然皮革强度高、质轻、保形性好等优点，替代真皮趋势确定性强且不可逆，具备广阔的应用前景。

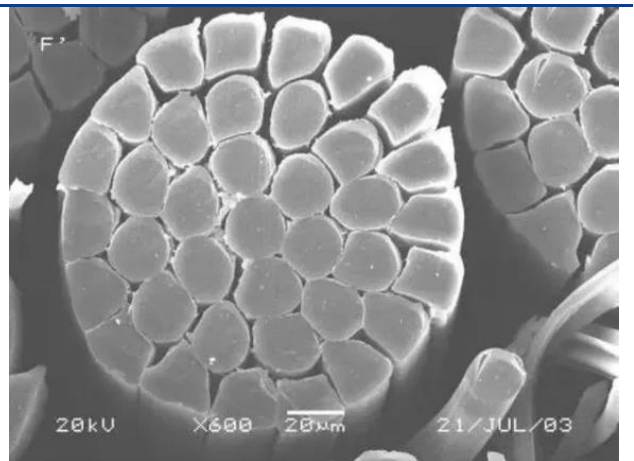
超纤革的海岛型超细纤维结构和天然皮革的超细胶原纤维结构极为相似。超纤革的关键工序包括海岛纤维纺丝、非织布制造、开纤制造超纤基布和聚氨酯浸渍等工序。超细纤维非织造基布是超细纤维PU合成革的骨架，是制造超纤革的关键技术。其中，海岛超细纤维加工技术是基布制造的核心。由于海岛型超细纤维和天然皮革的超细胶原纤维结构极为相似，使其在各种性能上能与天然皮革媲美，成为天然皮革的最佳替代品。

图表 10: 日本东丽爱克塞纳超纤革



资料来源：东丽，国盛证券研究所

图表 11: 超纤革的海岛型结构



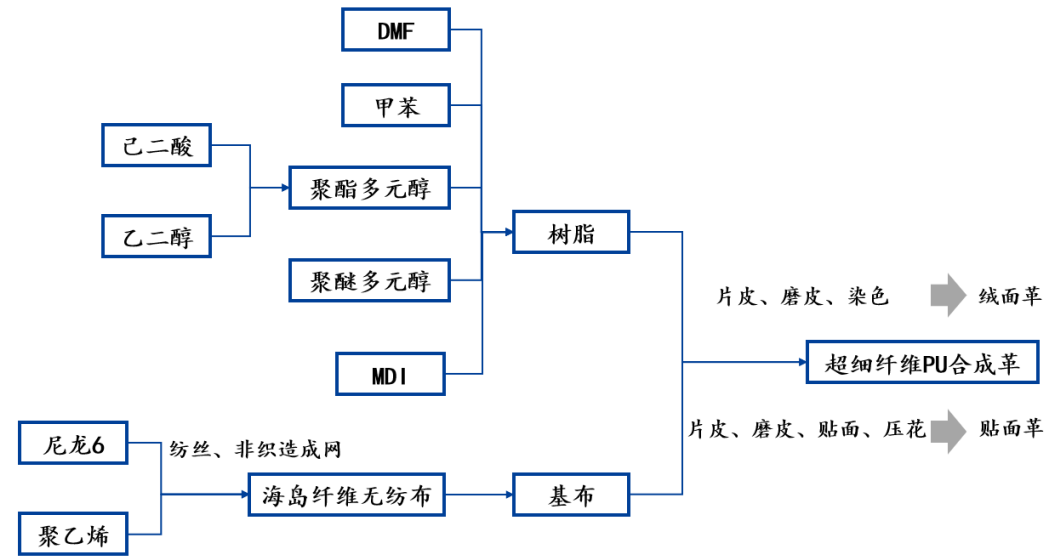
资料来源：布博士，国盛证券研究所

超细纤维PU合成革加工生产过程大致可以分为以下四个步骤：

- 海岛纤维纺丝——用聚乙烯切片和绵纶切片纺丝制成海岛型绵纶短纤维；
- 将海岛复合短纤维经过预开松、铺网、针刺、网状非织造布工序制成海岛纤维无纺布；
- 对海岛纤维无纺布进行聚氨酯浸渍、涂层，去除“海”的部分，再对其进行化学减量，形成超细纤维基布；
- 对超细纤维基布进行深加工，依据深加工具体工序的不同生产超细纤维贴面革或超细纤维绒面革。

超纤革具有较高技术壁垒，主要体现在：**1）定岛工艺、海岛的数目；2）无纺布的设备、版型、针速设计；3）树脂的设计、开发；4）染色（涉及到尼龙6、聚氨酯的染色）。**因此全球高端超纤革主要被日本东丽、帝人、可乐丽、韩国科隆等日系、韩系企业垄断。

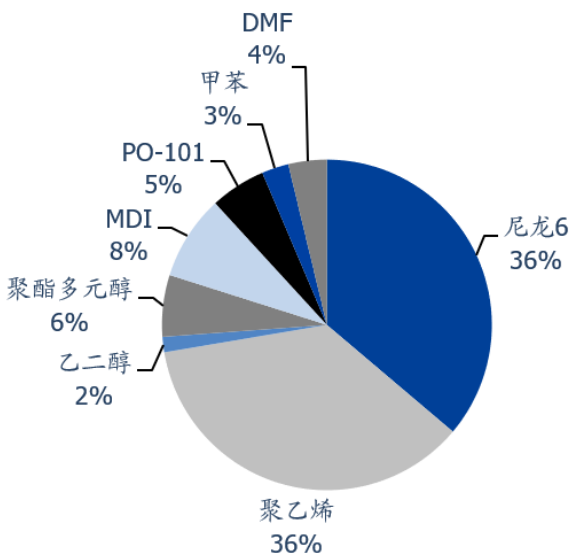
图表 12: 超纤革生产工艺流程



资料来源: 招股说明书, 公司项目可行性报告, 国盛证券研究所

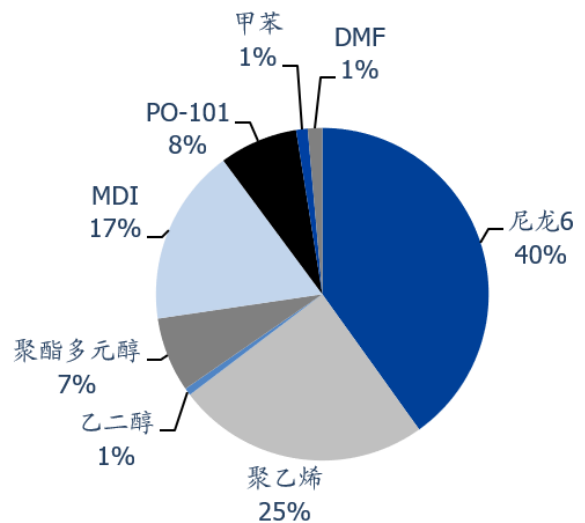
超纤革属于精细化程度很高的化工产品, 根据具体型号、应用的不同, 原材料配比存在差别, 售价也存在差别。我们根据 2018 年公司发布的“年产 5000 吨产业用非织造布超纤”项目可行性研究报告中的配方以及各原材料的现价对公司的超纤类产品成本进行拆分。在公司的主要原材料品种中, 除 MDI、乙二醇、己二酸、PA6 (尼龙 6) 以外其余原材料的价格均相对稳定。目前尼龙 6 为占公司成本比重最大的原材料 (按照 2021 年 2 月 25 日价格数据), 其次为聚乙烯、MDI。环氧丙烷是生产聚醚多元醇的原材料。聚酯多元醇的生产原料包括乙二醇和己二酸。

图表 13: 公司募投项目原材料成本拆分 (按量)



资料来源: 可行性研究报告, 国盛证券研究所

图表 14: 公司募投项目原材料成本拆分 (按金额)



资料来源: 可行性研究报告, 国盛证券研究所

2.2. 真皮产量持续收缩, 人造革迎来黄金发展期

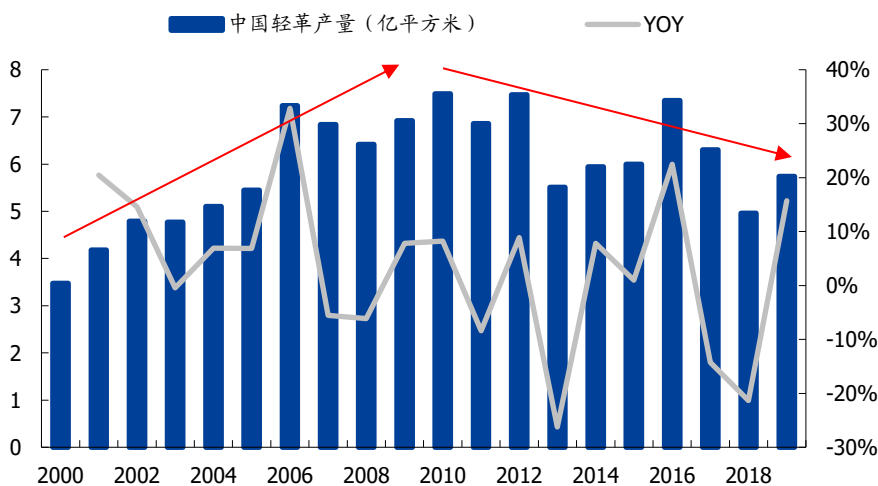
真皮生产重污染且资源有限, 国家陆续出台政策限制。革材料包括真皮、人造革合成革。

天然皮革的生产属重污染，由于在加工处理过程使用大量有毒化学试剂和大量的水，化学助剂会污染处理中使用的水。这些化学助剂中含有大量有毒害的物质，甚至重金属，对当地的生态系统产生深远的危害。二十世纪世界皮革加工与销售中心已经从欧洲转移到了亚洲，目前亚洲占全球约40%的皮革产量。真皮生产由于污染严重率先被西方国家加以政策限制。在我国出台政策限制天然皮革生产以前，我国的天然皮革产业经历了一段时间的持续扩张，产量持续上升。而后，我国开始出台政策大幅淘汰天然皮革产能：

- 2006年，我国发布了《制革、毛皮工业污染防治技术政策》，提出了污水治理工艺和废水治理工艺；
- 2009年，我国发布《关于制革行业结构调整的指导意见》，淘汰年加工3万标张以下制革生产线，严格限制年加工10万标张以下的制革项目，淘汰落后技术和产能，到2011年淘汰落后制革产能3000万标张，我国真皮产量进入拐点；
- 2014年3月，我国实施《制革及毛皮加工工业水污染物排放标准》，预计实施后行业COD、氨氮排放总量分别降至11800吨、2380吨，比2010年排放量分别减少57.2%、67.4%。政策实施后，10%左右的龙头企业（年产量在20万张标张牛皮以上）受影响较小；45%左右的中等企业（产量在5万张标张牛皮以上）部分升级改造存在困难的企业将面临淘汰压力；45%左右的小型企业（年产量在5万张标张牛皮以下）则将面临淘汰。

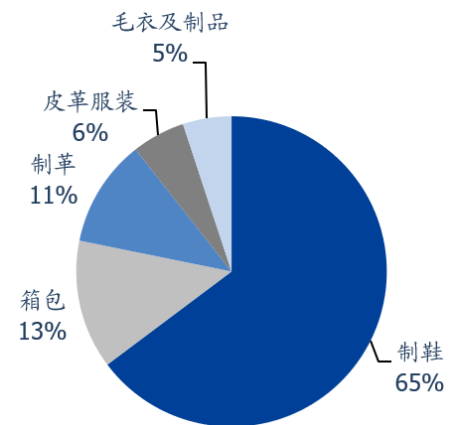
政策收紧，真皮产量进入持续收缩期，替代品迎来加速发展期。随着我国国民经济的迅速发展和人民生活水平的不断提高，人们对皮革制品的需求量也日益增长，传统的天然皮革由于资源有限和环保政策趋紧导致产能持续退出。在政策收紧的影响下，加上真皮资源有限、价格较高，我国天然皮革市场在经历了2010年以前持续的上涨以后，2012年我国轻革产量达到7.47亿平方米，为近年峰值。工信部2014年正式公布《制革行业规范条件》，真皮行业因环保问题大量落后产能被强制关停。至2019年，我国真皮产量下降至5.74亿平方米，较2012年下降23.16%。天然皮革供给量的收缩为其替代品的发展提供了机会。

图表 15: 中国天然皮革(轻革)产量(亿平方米)



资料来源: 前瞻经济学人, 中商情报网, 国盛证券研究所

图表 16: 2019年真皮的下游应用



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

基于其质感、环保因素及性能，超纤革是真皮最好的替代品。天然皮革的产量快速下降，其需求正在被手感、性能相近的新代人造革合成革替代。人造革合成革共分三代，第一代PVC人造革含有对人体有毒害的增塑剂，并且氯碱重工业生产重污染，降解时也产生毒性。近年来由于合成革（包括普通PU合成革和超纤革）价格下降，PVC人造革的价格优势也愈发不显著。第二代普通PU合成革虽然污染比PVC人造革小，但由于DMF用

量比超纤革大，因此污染相对超纤革较大。并且，由于普通 PU 合成革和 PVC 人造革使用针织布、机织布或粗合成的纤维无纺布作为基布，且需要使用粘结层。而超纤基布和聚氨酯涂层间不需要粘结层，第三代超纤革由于海岛型超细纤维和天然皮革的超细胶原纤维结构极为相似，使其在透气性、舒适性等多种性能上能与天然皮革媲美。甚至拥有许多天然皮革不具备的优点，例如：耐水解、耐候、耐磨、抗撕裂强度高、遇水不易变形膨胀、通过配方具有可调节的弹性、且价格更低廉稳定。并且由于超纤革是合成纤维，不存在虫蛀、发霉的可能性。因此，第一代和第二代人造革合成革透气性比超纤革逊色，超纤革成为天然皮革的最佳替代品。

图表 17: 超细纤维合成革和天然皮革使用性能比较

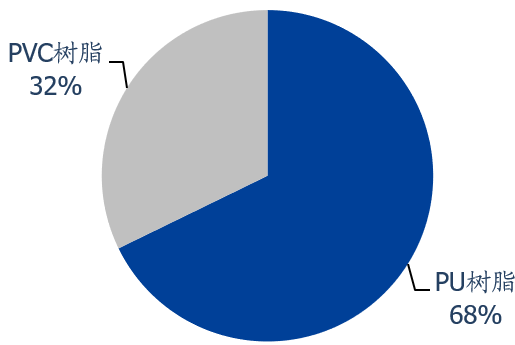
	天然皮革	超细纤维 PU 合成革
比重	0.6	0.3-0.5 (重量更轻)
价格	价格高、不稳定	价格适中、呈下降趋势
外观	受动物皮本身影响,不易染色	皱纹、色彩、光度、手感可随意调整
耐磨、耐溶剂性	比合成革差	优异
取材限制	受皮的大小限制、品性物性不均匀	取材方便、品性物性均一
味道	有异味	无恶臭
保存性	虫蛀、发霉	无虫蛀、不发霉

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2.3. 超纤革是性能优异的新材料，在皮革市场渗透率将持续提升

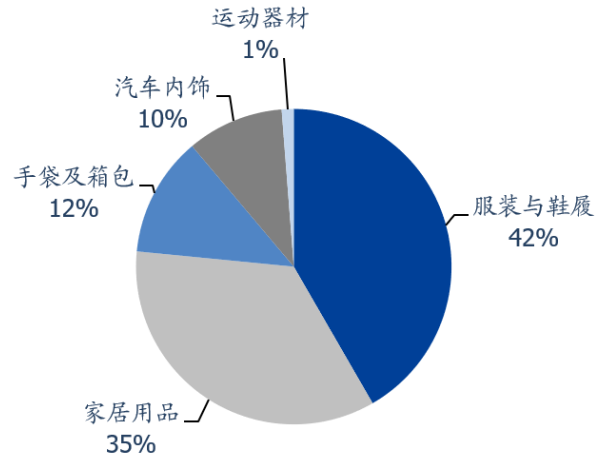
PU 合成革结构上更接近真皮面料，目前占人造革合成革市场主流。人造革合成革是一种外观、手感酷似皮革并可以替代皮革使用的高分值材料制品，其出现对皮革制品的需求形成了有力的补充。人造革合成革通常以织物（无纺布）作为基材，涂覆树脂制成。通过其原材料树脂划分，人造革主要分为 PU 革和 PVC 革两种，PVC 革为 PVC 制成的软塑胶，PU 革是通过在底布上形成 PU 树脂的微孔层而获得的复合材料。目前合成革以 PU 革为主，2019 年我国实现人造革树脂销量 165 万吨，其中 PU 树脂占 68%、PVC 树脂占 32%。PVC 人造革主要是用溶液、悬浮液、增塑溶胶或薄膜等形式涂覆于织物底基上制得，优点是价格便宜、色彩丰富、花纹繁多，缺点是基布粘接牢度差，易于剥离，耐候性差，手感僵硬，柔软性差等。PU 合成革从化学结构来说，更接近皮质面料，皮感强，手感弹性好，不易变硬、变脆，同时具有色彩丰富、花纹繁多、耐用性较久的优点，价格比 PVC 人造革要高，比皮质面料便宜，可有效代替 PVC 人造革、真皮。按照下游应用划分，人造革主要用于服装与鞋履（42%）、家居用品（35%）、手袋和箱包（12%）、汽车内饰（10%）等应用领域。

图表 18: 我国合成革销量按树脂种类分布 (2019 年, 按量)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 19: 我国合成革销量按下游应用划分 (2019 年, 按量)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

超纤革较前两代人造革合成革具有更优异的性能, 在人造革合成革市场中的占有率约 50%。根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会统计, 近五年人造革合成革需求总量从 35 亿米增加至 43.79 亿米, 其中超纤革市场需求量从 0.88 亿米增加至 2.19 亿米, 超纤革占人造革合成革总需求量的比例从 2.8%增加至 5%左右, 但需求量占比仍远低于日本等发达国家水平。

图表 20: PVC人造革、普通 PU 合成革及超细纤维 PU 合成革性能及特性对比

性能	PVC人造革	普通 PU 合成革	超细纤维 PU 合成革
与天然皮革相似的特征	外观相似	外观、表层强度相似	外观、表层强度、内部结构、舒适性等相似
基布	针织布、机织布	针织布、机织布或粗合成纤维无纺布	三维立体结构的超细纤维无纺布
含浸(涂层)	PVC树脂	PU树脂	高性能PU树脂
生产工艺	干法工艺	湿法和干法工艺	超纤工艺
物理、化学性能	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感等指标很差	强度、耐磨度、耐寒、真皮感等指标较好	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感很好, 最接近真皮, 部分指标性能优于真皮
价格区间	10-15 元/米	20-30 元/米	30-150 元/米 (大致区间 30-50 元/米)
用途	一般装饰品、低档箱包革、球革、家具革、汽车内饰等	一般装饰品、中低档箱包革、鞋革、球革、家具革、汽车内饰等	高档鞋革、家具革、服装革、汽车内饰革、球革、箱包革等
环保	氯碱工业重污染, 降解时产生有毒物质, 对人体有毒害	容易降解、原料环保	容易降解、原料环保
发展趋势	曾经因为价格优势受到应用, 现已开始被替代	国内生产企业众多, 市场竞争激烈	高档产品, 完全可替代 PVC 人造革和 PU 合成革, 是未来市场的主导

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2.3.1. 超纤革生产过程相对环保、透气性较其它革材料更优

PVC 人造革生产使用的氯碱工业重污染, 降解时产生有毒的氯离子, 且含有的增塑剂对人体具有慢性毒性。生产普通 PU 人造革时需使用较超纤革更大量的 DMF 溶剂, 因此对

环境污染比超纤革更大；超纤革透气性最好。革由涂层和基布组成，超纤革和普通 PU 合成革使用聚氨酯（PU）涂层，PVC 人造革使用 PVC 涂层。PU 涂层本身由于聚氨酯单向透气的特性比 PVC 涂层透气性更好。并且，PVC 人造革和普通 PU 合成革使用针织布、机织布或粗合成的纤维无纺布作为基布，透气性比拥有超细纤维结构的超纤基布差。再加上超纤基布和 PU 涂层相容性好，不需要粘接层。而 PVC 人造革和普通 PU 合成革都需要粘接层来粘结基布和涂层，降低了透气性；超纤革柔软性最好。聚氨酯是弹性体，柔软性比 PVC 更佳。并且，超纤基布的超细纤维架构使其柔软性比一般的普通 PU 合成革基布更好。

2.3.2. 超纤革耐磨性、机械性能较其它革材料更优

根据刊登于《中国皮革》的《PVC 革用于汽车座椅的可行性研究》（李彬、黄江玲、付丹，东风汽车集团有限公司技术中心），该研究将普通 PVC 革、改性 PVC 革、超纤革、真皮从耐磨性、机械性能、环保性、色牢度、价格进行全面的对比。在此引用其中普通 PVC 革、超纤革、真皮测试结果的对比，进一步论述超纤革的性能

Taber 磨损测试：泰伯耐磨测试主要测试每磨耗 1000 次的质量损失，方法为在泰伯磨石机上加力旋转砂轮摩擦表面。根据 QB/T 2726-2005 标准进行测试（试样为直径 106 mm 的圆样件，中间带约 5mm 的安装孔，磨轮选择 CS10 型，载荷选择 1kg，转速选择 60r/min），记录样品外观变化。聚氨酯形成的网状交联结构本身较耐磨，因此超纤革耐磨性显著优于真皮、PVC 革。在摩擦次数小于 3000 次时，磨耗质量损失：PVC 革 > 真皮 > 超纤革。真皮磨损次数大于 2000 次以后，表面逐渐破损露出牛皮纤维，磨耗质量损失急剧上升。

图表 21: Taber 磨损测试结果（磨耗值, mg）

	1000 次	2000 次	3000 次	4000 次
PVC 革	34.6 无异常	63.4 轻微磨损	86.7 纹理变浅	98.9 纹理变平
超纤革	15.1 无异常	19.2 轻微变亮	34 轻微变亮	36.7 轻微变亮
真皮	30.7 无异常	47.8 轻微变亮	186.5 涂层破、露纤维	231.2 涂层破、露纤维

资料来源：中国皮革，国盛证券研究所

Martindale 磨损测试：对 PVC 革、超纤革、真皮进行马丁代尔磨损测试。测试标准参考 GB/T 21196.2~4 进行测试（摩擦介质为标准中规定的羊毛磨料，试样为直径 140 mm 的圆样件，载荷选择 1600 g，Lissajous 轨迹，转速选择 60r/min），记录样品外观变化、磨损区域 60° 角光泽变化。根据测试结果，PVC 革在马丁代尔测试中的表现明显逊于超纤革、真皮，超纤革测试结果优于真皮，尤其在低磨耗量情形下表现较为优异。

图表 22: Taber 磨损测试结果（磨耗量）

	10000 次	20000 次	30000 次	40000 次
PVC 革	1.0 涂层少量破损	1.7 涂层破损	2.5 涂层破损更严重	2.8 涂层基本完全破损
超纤革	0.3 4/5 级	0.6 4/5 级	0.8 4 级	0.9 4 级
真皮	0.8 4 级	0.8 4 级	1.1 4 级	1.3 4 级

资料来源：中国皮革，国盛证券研究所

机械性能测试：超纤革底布为超细纤维无纺布浸渍聚氨酯后形成的材料，微观上纤维通过聚氨酯包裹，形成海岛相的纤维“胶接”结构，拉伸时聚氨酯包裹层一定程度能限制纤维丝的滑移且“胶接”结构对针孔不敏感。因此，超纤革机械强度较其它革材料更高。对几种人造革合成革进行拉伸强度、断裂伸长率、撕裂强度测试，我们发现超纤革机械性能显著优于真皮、PVC革，而PVC革在大部分机械性能上显著逊于真皮。

图表 23: 机械性能测试结果

	拉伸强度 / (N.50mm ⁻¹)	断裂伸长率 /%	撕裂强度 /N	缝纫强度 / (N.50mm ⁻¹)
PVC 革	横向: 583	横向: 49	横向: 25	横向: 382
	纵向: 350	纵向: 222	纵向: 32	纵向: 341
超纤革	横向: 952	横向: 51	横向: 79	横向: 928
	纵向: 724	纵向: 91	纵向: 82	纵向: 960
真皮	横向: 753	横向: 38	横向: 41	横向: 441
	纵向: 731	纵向: 47	纵向: 36	纵向: 357

资料来源: 中国皮革, 国盛证券研究所

价格对比：虽然超纤革性能上较前两代人造革合成革有显著优势，但早年由于其价格过于高昂，市场空间一直未能打开。超纤革早年进口价格曾高达 150 元/米。近年来，超纤革价格持续下降，华峰超纤 2018 年超纤贴面革价格已降至 43 元/米（真皮价格 150-200 元/米、普通 PU 合成革 20-30 元/米、PVC 革 10 元/米）。价格的持续走低为其打开了更多需求空间，超纤革替代前代人工革合成革将加速进行。

3. 公司竞争优势显著，新产能投放后龙头地位进一步夯实

3.1. 规模优势及一体化优势显著，盈利能力及利润体量领跑行业

公司产能规模优势显著，具备较强规模优势。2018 年我国超纤总产能约 2.6 亿平米，折合约 1.9 亿米，2017 年实际产量仅 1.21 亿米。2018 年我国需求约 2.19 亿米，供需缺口（尤其高附加值产品）。超纤革行业企业一般至少需要达到 300 万平方米的生产规模才能具备相对充分的市场竞争力，也使得近年来许多小规模产能被相继淘汰。华峰超纤在全国产能占比约 50%，未来行业内仅禾欣可乐丽宣布扩产计划。而华峰超纤计划扩产 5000 万米，将使得国内超纤革行业集中度进一步提高。届时其市场占有率将提升至近 60%，进一步巩固行业龙头地位。

图表 24: 国内超纤革产能统计

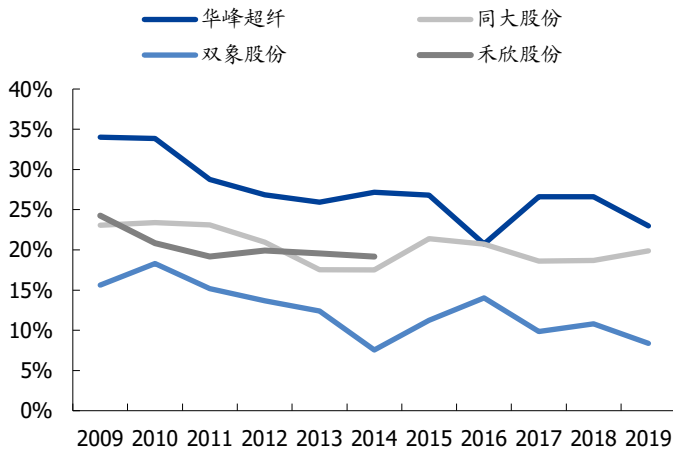
企业	现有产能 (万平方米)	在建产能 (万平方米)、备注
华峰超纤	13875 (其中约 6732 基布)	6850 (5000 万米)
同大股份	1400 (其中约 600 基布)	约 500
禾欣可乐丽	1000	2466 (1800 万米)
双象股份	900	产三代人造皮革
泉州万华	800	同时产 1200 平米普通 PU 革
江苏方泰	1644	产普通 PU 革、超纤革
福建宇隆	1370	产三代人造皮革
福建华阳	1233	产普通 PU 革、超纤革
科一超纤	822	拥有超纤生产线 2 条
福建隆上	822	能产三代人造皮革
杭州科润	685	产绒面超纤革、定岛超纤革
浙江梅盛	411	主要产绒面超纤革
温州黄河	411	产绒面革
山东鑫龙	411	-
山东友谊	206	-
永祥超纤	206	产超纤革、普通 PU 革

资料来源: 公司官网, 项目可行性报告, 年报, 环评, 国盛证券研究所

公司拥有从树脂、基布到贴面革、绒面革的纵向+横向一体化产业链能力。目前国内大部分企业仅仅掌握了贴面革深加工的技术, 贴面革生产是整个超纤革生产中技术壁垒和利润空间最低的工序。然而, 掌握了贴面革深加工上游——基布规模化生产技术的企业在国内只有华峰和同大两家公司。其它超纤革企业需要从华峰、同大外购或进口基布。超纤基布生产具有较高的技术壁垒, 且投资额一般占总投资 70%-80%, 具备较高资金壁垒, 小企业难以进入。

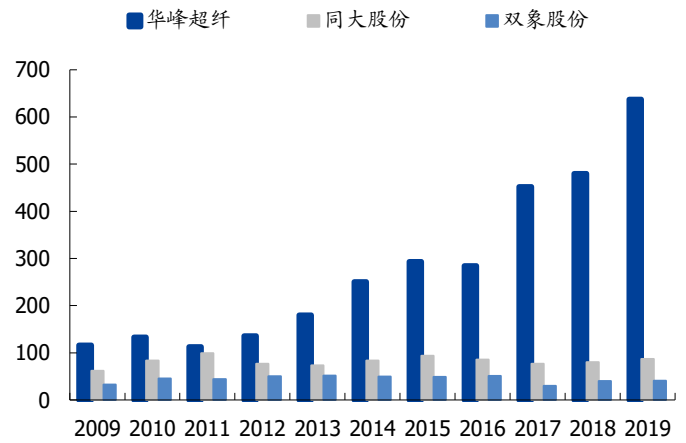
依托规模优势、一体化优势, 公司盈利能力领跑行业。从超纤业务的盈利能力来看, 华峰超纤在超纤业务上的毛利率要远远高于行业内其它三家上市公司超纤业务的毛利率。公司超纤业务毛利率始终处于国内领先水平。由于公司和同大股份是国内仅有的两家掌握超细纤维基布规模化生产技术的厂商, 相当于能自产超纤革的原材料。加上基布业务本身毛利率高于超纤革业务, 因此公司和同大的同时期毛利率显著高于双象和禾欣。超纤行业近年来毛利率持续下滑, 除了因为原材料价格上涨, 主要是因为在过去几年间, 行业竞争愈加激烈, 导致价格下降。但由于公司产能大幅上升, 而价格下降打开产品下游需求, 公司销量提升, 板块利润进而大幅提升。华峰超纤不仅是三家可比公司中毛利润额最高的企业。并且, 另外两家企业自 2016 年开始因为毛利率的持续下滑导致净利润下滑, 华峰超纤反而实现了超纤业务利润的大幅增长。

图表 25: 同行业公司超纤业务毛利率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 同行业公司超纤业务毛利润对比 (百万元)



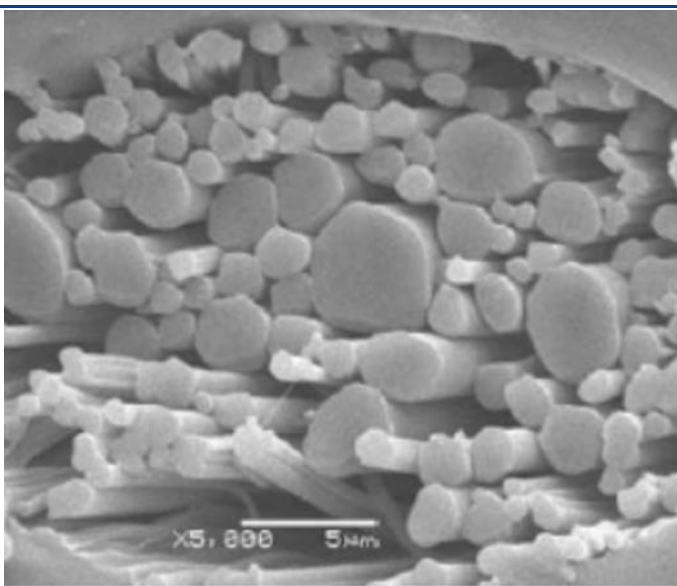
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2. 向高端产品体系延伸, 持续领跑国产替代

在高端产品领域, 国内市场仍然主要被日本东丽等外企垄断, 具有较大的国产替代空间。公司的超细纤维复合材料技术是在引进技术基础上再创新发展起来的, 并自主研发了 PA6/LDPE 定岛复合纺丝技术, 现拥有功能性树脂的研发和生产、海岛纤维纺丝、非织造布加工、浸渍聚氨酯、溶海开纤、超纤绒面材料上色、干法造面及后整理等全套超细纤维合成材料生产技术。

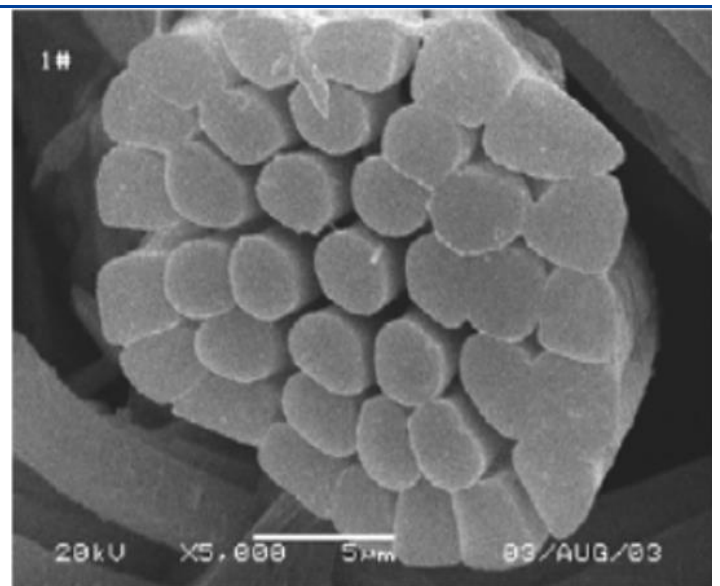
纺丝技术最为关键, 分为定岛型、不定岛型。超细纤维合成革生产技术主要包括纺丝(生产海岛短纤维)、非织造成网、树脂浸渍、减量开纤及表面整饰等 5 个工段, 其中纺丝过程最为关键而复杂, 是制备超细纤维 PU 合成革的龙头工序, 微小的工艺的波动会直接导致海岛纤维的结构变化及性能波动, 甚至不能满足后续加工的需要。目前, 行业批量生产使用的纺丝技术主要是定岛复合纺丝技术和不定岛共混熔融纺丝技术, 分别对应定岛型、不定岛型超细纤维合成革。

图表 27: 不定岛超纤结构



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 28: 定岛超纤结构



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

不定岛纤维成本低，强度较高，但美观性、绒感较差。由于不定岛超细纤维纺丝配件比较简单且价格便宜，纺丝过程容易控制，生产成本较低，得到的超细纤维的纤度更细，能体现超细纤维的一些特殊性能，如：所制备的合成革的撕裂强度高等优点，在运动鞋等强度要求较高的产品上比定岛纤维合成革具有一定优势。但因不定岛纤维中岛的数量不定、纤度不一、长短各异，使其在染色过程中显色性不好，颜色不够鲜艳，染料用量大，在进行磨皮后粉尘不易除尽并在具有摩擦力的情况下很容易掉粉尘，磨皮后的起毛效果不好，绒感不强，从而使成品显得档次不高。

定岛纤维可调整性高、适用高端领域，而细度低于不定岛型。定岛纤维中的岛数和大小可以根据工艺进行相应调整，岛是连续分布的，在染色过程中显色性好，颜色鲜艳，色牢度好，起毛均一，绒感强，磨皮后粉尘容易除去，摩擦过程中不易掉粉尘，具有高仿真效果，在鹿皮的颜色、绒感、仿真皮风格等要求较高的产品上，定岛纤维合成革具有不定岛纤维合成革无法比拟的优点，尤其在服装和汽车内饰等要求高仿真效果领域的应用，生产的产品档次较高，但纺丝配件复杂昂贵，工艺复杂，所得到的超细纤维纤度较高，很难做到不定岛纤维的细度。

图表 29: 定岛型、不定岛型超纤革工艺对比

项目	不定岛超纤革生产技术	定岛超纤革生产技术
投资	一次性投资相对低	一次性投资相对高
设备要求	设备依赖性较弱	设备依赖性较强
纺丝技术	共混纺丝法	复合纺丝法
开纤工艺	甲苯抽出工艺	碱减量工艺或甲苯抽出工艺
海岛比	45/55~30/70	最高达 20/80，岛含量高
岛数	500~1500	取决于定岛板
应用范围	鞋革、家具革、球革、汽车内饰	服装革、汽车内饰、鞋革、家具革、球革
产品特点比较	岛数不可控且纵向非连续 超细纤度和长度不固定、不均匀 纤度可达 0.003dtex，纤度更细 纺丝配件比较简单且价格便宜 纺丝过程容易控制 显色性不好，颜色不够鲜艳，染料用量大，易染色不匀、色牢度差 岛含量较低 生产可控性弱 所得到的超纤革撕裂强度高	岛数可控且轴向连续 超细纤度和长度固定且均匀 纤度在 0.05dtex 数量级 纺丝配件复杂昂贵、设备投资大 工艺复杂，不易控制 染色性好，染色均匀度好，颜色鲜艳，色牢度好，起毛均一，绒感强 岛含量可达 80% 生产可控性强，新产品开发能力强 所得到的超纤革撕裂强度较低

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

目前国内主要超纤革生产企业大部分采用不定岛纺丝法，各生产企业产品趋同性明显，种类单一，高附加值产品较少，主要应用于鞋革、沙发革和手套革等产品领域。而定岛纺丝技术生产的定岛超纤革则具备更高的仿真效果，适用于服装和汽车内饰等高端领域。

3.3. 立足绒面革产品，积极向高端应用领域延伸

在我国，超纤革产品主要应用于鞋履，替代真皮。近年来，绒面革基于良好的质感、优异的透气性、耐磨性受到了应用端的青睐，在汽车内饰等应用领域需求已经打开。公司自主开发的“彩色超细纤维尼龙聚氨酯超纤绒面材料”技术和“彩色定岛复合短纤维”生产技术，所生产的彩色超细纤维聚氨酯超纤绒面材料可应用于防护手套、高档擦拭布、高档服装等领域，和同类产品相比，在弹性、拉伸强度、耐摩擦性、色牢度等性能上具有较大优势。

绒面革在运动鞋领域的应用逐步打开。目前，鞋履是超纤革最大的应用领域。过去，超纤革由于无异味、不发霉、环保等优异的性能和不断降低的价格，迅速在皮鞋领域替代真皮（主要为贴面革），是超纤革最主流的应用领域。而更高端的绒面革因为相较贴面革不需要贴面，具有更好的透气性能，同时耐磨性、抗撕裂性能良好，在高端运动鞋领域已经崭露头角。目前该领域厂商以东丽、帝人、可乐丽等日本企业为主，国产化程度较低，国内能大规模生产绒面革的厂商仅只有华峰超纤、同大股份，且华峰绒面革产能远超过同大。

图表 30: 公司鞋类贴面革产品



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 31: 公司鞋类绒面革产品



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

绒面革应用于汽车内饰前景广阔。车用超纤革作为超纤革的高端应用，可应用于方向盘、座椅（目前主要应用于 A 面，B 面、C 面主要采用 PVC 革）、顶棚、仪表盘、门板等汽车内饰，主要为高端绒面革（俗称“翻皮”），价格可达鞋类应用的 3 倍以上，但相对汽车的售价来看，合计数百元的超纤革占汽车购置成本比重低，无疑是提高汽车档次的高性价比选择。

图表 32: 汽车超纤革与天然皮革对比 (TL52064A 标准)

指标	超纤革	天然皮革标准
克重 (g/m ²)	650	700-900
缝合强度/N	170	60 ↑
伸长率/%	45/56	35-60
撕裂强度/ (N/cm)	75/88	25 ↑
扯裂强度 (N/cm)	1210/1010	130/180 ↑
耐汗渍/级	5	灰度色牢度 4-5 ↑
耐日晒黄变/级	4-5	4 ↑
甲醛含量/(mg/kg)	<3	<10
铬含量/%	0	3.0-4.5
油含量/%	2	6.0-14.0
燃烧性/(cm/min)	0	10 ↓
气味性	无明显气味	天然皮革气味
雾化值 (G/100℃, 16h) /g	2	3

资料来源: 《汽车内饰用超纤皮革应用效益分析》, 国盛证券研究所

车用超纤革壁垒较高, 市场潜力达百亿。车用超纤革技术壁垒较高, 例如顶棚用超纤革对于耐热性、耐磨性等指标有着更高的要求, 该市场目前主要被日本东丽占有。并且, 车用超纤革具有较高认证壁垒, 认证周期可长达 2 年以上, 率先进入高端汽车供应链的企业将具备很强的先发优势。目前超纤在汽车领域应用最为广泛的是方向盘和座椅 A 面, 其中方向盘超纤单耗用料约 1/6 米, 座椅 A 面单耗 1-2 米, 按照我国年产 2500 万辆汽车计算, 未来随着超纤革在汽车内饰领域应用的不断开拓, 假设单车用量达到 4 米, 车用超纤革市场空间可达百亿。

图表 33: 公司绒面革产品用于汽车内饰



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4. 威富通：在移动支付时代快速发展起来的技术服务商

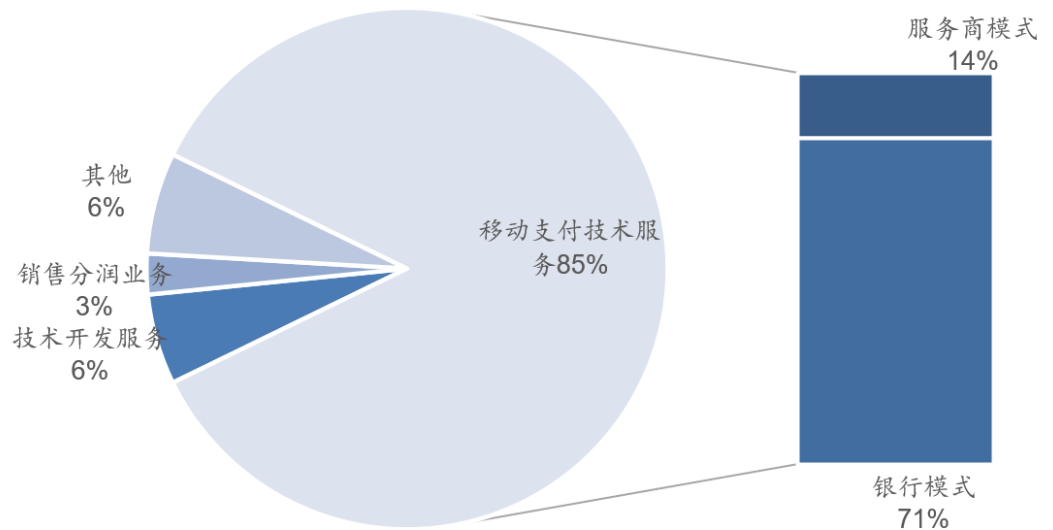
4.1、业务模式：移动支付技术服务为主要收入来源

威富通成立于2006年9月，定位于移动支付领域的软件技术服务商及增值业务提供商，向银行、第三方支付公司、商户等移动支付行业的主要参与方提供技术加营销的一站式行业解决方案。由于公司不具有第三方支付牌照，其收入来源主要为移动支付技术服务费，而支付过程中的资金清算服务则由具备收单资质的第三方支付公司或银行为商户提供。

威富通在移动支付领域业务开展较早，是微信支付首批签约受理机构、支付宝首批签约ISV（独立软件开发商）合作伙伴、京东钱包签约支付合作伙伴、QQ钱包首批签约受理机构等第三方支付公司签约合作伙伴，其合作的第三方支付公司已经覆盖目前国内主流移动支付软件客户端。公司主要业务包括：

1) 移动支付技术服务：为公司最主要的业务模块，2018年占营收比重为85%，主要为第三方移动支付平台、银行、终端商户等提供技术支持、账单结算等服务，并按照终端商户实际发生的交易资金及签约费率收取相应的服务费用。根据移动支付交易闭环中的数据流和资金流的不同，威富通的业务模式主要分为银行模式和服务商模式，两者核心的区别在于，银行模式在整个移动支付交易闭环中引入了银行，利用银行的商户资源增加移动支付交易流水，并且由银行负责具体商户的资金清算，而服务商模式则由具有第三方支付牌照的支付公司进行资金清算。拆分来看，银行模式为公司最核心的业务，占公司营收比重为71%，而服务商模式占比为14%。

图表 34：2018 年公司营收情况拆分



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2) 技术开发服务：公司根据客户需求而开发软件系统并收取技术开发服务费用的业务。移动支付行业的技术开发服务能力为威富通的核心竞争力，是威富通保持行业前列的最重要的保障。2018年保持较快的增长速度，收入同比高达357.11%，占公司营收比重为6%左右。

3) 销售分润业务：公司为部分客户开发并运营特定系统而根据该系统的流水或者交易

次数而收取费用的业务，占18年公司营收比重仅为3%，比例相对较低。在传统板块领域，主要合作的客户为沃尔玛；在新业务板块，作为行业类第一起“彩票+移动支付+软件服务”的业务模式，引起了行业内广泛的关注，目前威富通已经与多省达成了合作意向。

4) 其他业务：包括广告平台业务和流量充值业务等。广告平台业务主要包括威富通利用其移动支付结算平台和微信公众号开展广告业务，并获取对应收入；而流量业务包括手机流量充值服务和充值平台技术服务，前者作为货源供应商在腾讯平台为用户提供手机流量充值，后者为手机流量充值供应商提供充值平台技术服务，均按照消费者实际发生的充值量与签约结算价确认收入。其他业务合计占18年营收比重为6%，相对较低。

4.2. 积极进行业务转型，适应新的政策环境

“断直连”带来整个支付行业的调整使得威富通18年业绩出现一定程度的下滑，但其公司也在积极进行业务拓展，以适应新的政策环境：

4.2.1. 深耕银行相关业务，加强精细化和差异化运营

银行模式已经成为威富通最主要的业务模式，而威富通已成为国内服务银行家数最多的SaaS服务商。无论对于威富通，还是银行自身，银行模式都是一门“好生意”。

对于威富通来说，1) 银行在拓展客户上具有天然的优势，有利于带动交易量的增长。服务商模式下，拓展商户仅仅依靠自身拓展团队或渠道合作商，商户拓展成本较高且效率一般。而银行已经与其客户建立了信任关系，拥有庞大的商户资源和渠道优势，在拓展商户使用移动支付功能具有天然优势。

2) 银行清算资金能力较强，与威富通的服务费可T+1结算，保证了其现金流。银行每天处理的资金体量庞大，资金处理能力明显强于第三方支付机构，可及时进行资金清分使商户收到交易款，以此提升商户的用户体验。在银行模式下，部分银行可采取按T+1日结算的方式，相比受理商模式下月度结算的方式，大大缩短了威富通技术服务费的账期并优化了威富通的现金流质量。2018年服务商模式下的应收账款周转天数为60.2天，而银行模式下仅为47.8天。

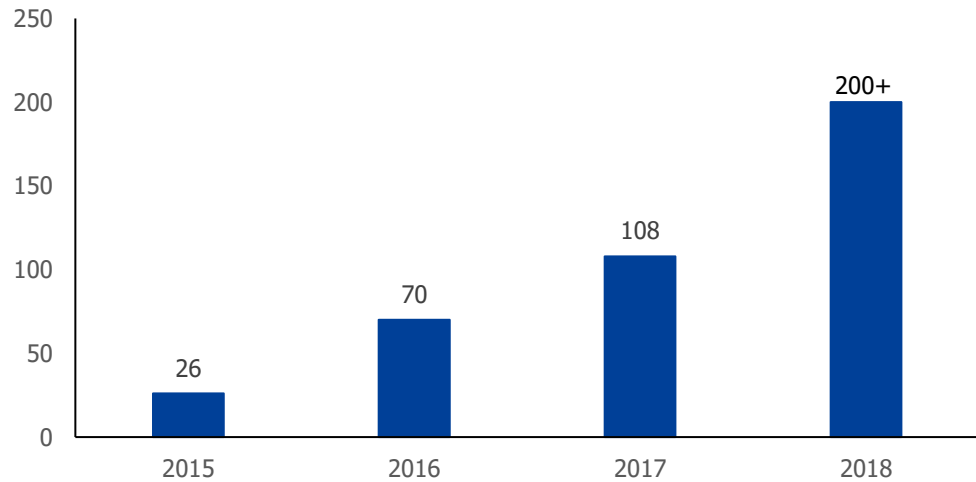
对于银行自身来说，1) 提升自身核心竞争力，对于移动支付及相关服务仍有一定需求。移动支付作为一种全新的支付工具，近年来发展较快，在公用事业缴费、校园应用、零售连锁行业以及消费品供应链等领域可以发挥重要的作用。银行可将移动支付作为抓手，在对公和零售业务上提升对客户的服务能力，增加产品竞争力。部分银行的IT体系建设尚不完善，对于技术服务公司仍有较大需求。

2) 威富通在一定程度上与银行没有竞争关系，更多地是协同合作。根据易观数据显示，国内第三方支付的移动支付市场中，支付宝和微信支付的市场占有率之和长期维持在93%左右，而其他200多家机构之和仅为7%。于银行而言，自建体系便于拿回商户的日常交易流水、沉淀结算性存款等。同时，由于威富通没有第三方支付牌照，仅提供技术服务支持，银行不用担心商户被威富通分流，合作意愿更强。

3) 银行系统替换成本较高，粘性较强。在相关支付平台系统稳定运行的情况下，更换使用其他公司开发的系统需要重新进行合作谈判、系统开发、商户系统更新替换等一系列复杂流程，时间成本和财务成本很高。威富通对于已经拓展签约的银行客户具有很强的不可替代性。

银行客户逐步拓展，重视银行的深度运营。截止 2018 年末，威富通已经与超过 200 家的银行客户签约。存量客户业务规模扩大主要表现为城商行客户，未来或将逐步下沉至农商行。大行方面，交通银行已经签订合作协议，中国银行正在洽谈中，预计下半年将逐步贡献交易流水。此外，针对不同银行客群的不同需求，公司设定不同的运营策略，精细化运营银行，提高银行的交易效率和数量；并发挥威富通的产品科技实力，为银行提供更多赋能的产品和服务，帮助银行拓展更多客户，以确保威富通银行业务收入获得稳定增长。

图表 35: 威富通签约银行数量



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2.2. 谋求与银联的深度合作，打造新的盈利增长点

随着监管政策的趋严，移动支付的格局逐渐转变，网联、银联等高级别机构入场，但同时也带来新的业务机会。威富通重点与掌握大量商户资源的银联进行深度合作，进一步拓宽市场，打造新的盈利增长点，或将于 19 年逐步显现。在与银联“云闪付”的合作中，公司一方面推动条码支付综合前置平台深度合作，银联分公司-条码支付业务于 2019 年年初正式开展业务，企业在 1-3 月份已与多家客户正式展开合作，并产生收益；另一方面利用该平台独家的产品及技术服务方，挖掘更多的合作机构，目前与云闪付合作的条码支付平台中接入收单机构超过 200 家。

4.2.3. 加强行业渠道的合作

随着移动支付的逐步发展，当前仅依靠支付技术加深客户粘性的可能性逐步降低，需针对商户细分行业提供深度运营和行业解决方案，以提升对客户的把控力。2019 年威富通进行组织架构调整，成立了行业应用事业部，未来要充分利用威富通的产品技术优势，发力进军 B 端市场。此外，在资源投入上，提供电子会员卡、区块链电子发票、移动广告、刷脸支付、无感支付等创新产品，在大交通、彩票、医疗，教育等一批重点行业提供综合解决方案，为每个行业单独打造切实落地的行业产品，为用户提供更好的客户体验和引流，加深客户粘性。2019 年上半年，公司在行业应用板块上的合作家数达到 89 家，相比 19 年以前增加 42 家。随着系统上线及用户习惯的培养，后续季度收入贡献有望稳步提升。

4.2.4. 积极拓展海外业务

近年来，威富通将海外业务布局调整为重点突破方向，成立了新的海外事业部，通过在

日本、中国香港等海外多个国家与地区设立分支机构进行全球市场深入拓展。2018年底，威富通每天为全球超过200家银行及非银金融机构和3000多万商户处理超过3000万笔移动支付交易，累计受理移动支付交易金额超过1万亿元人民币，同时还为商户提供电子会员卡、小程序、电子发票、移动广告等基于支付的增值服务及行业应用解决方案。2019年上半年，威富通共签订海外订单200多个，较2018年全年的62个海外订单显著增长，海外业务稳步发展。

5. 盈利预测

5.1. 关键假设

公司陆续新增产能5000万米，假设新产能2021年投放，产销量按历史趋势推算；产品单价假设依据公司2018年发布的项目可行性研究报告中设定的产品价格：超纤皮革43.70元/米、超纤基布29.85元/米、超纤绒面材料35.88元/米、彩色超纤材料40.84元/米，并按照公司后续调价公告上升或下降；成本按照产品历史成本假设。威富通有一定资产减值损失。

5.2. 盈利预测与估值建议

我们预计公司2020-2022年营业收入分别为33.69/47.55/53.69亿元，预计归母净利润分别为-3.70/5.57/6.60亿元，折合EPS为-0.21/0.32/0.37元/股，分别对应-29.4/19.5/16.5倍PE。公司是我国新材料细分赛道——超纤革龙头，规模优势、一体化优势显著。考虑公司向高端产品、高端应用领域延伸，盈利能力和成长性都会有良好的提升。

图表 36: 公司盈利预测拆分表 (百万元)

产品	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
超细纤维底坯	1,599.54	2,082.34	1,960.00	2,640.00	2,820.00
YOY		30.2%	-5.9%	34.7%	6.8%
毛利率	16.6%	24.4%	19.5%	26.7%	26.7%
收入占比	52.2%	64.3%	58.2%	55.5%	52.5%
毛利占比	32.6%	183.7%	48.7%	51.9%	48.5%
绒面革	572.86	356.69	238.00	481.00	592.00
YOY		-37.7%	-33.3%	102.1%	23.1%
毛利率	30.5%	32.9%	29.0%	35.1%	35.1%
收入占比	18.69%	11.01%	7.06%	10.12%	11.03%
毛利占比	21.42%	42.31%	8.83%	12.47%	13.41%
超细纤维合成革	367.61	332.43	655.50	916.00	1007.60
YOY		-9.6%	97.2%	39.7%	10.0%
毛利率	10.7%	3.3%	13.0%	17.0%	17.0%
收入占比	11.99%	10.26%	19.46%	19.27%	18.77%
毛利占比	4.82%	3.95%	10.92%	11.51%	11.07%
彩色超纤材料				163.36	367.56
YOY					125.0%
毛利率				38.79%	38.79%
收入占比				3.44%	6.85%
毛利占比				4.67%	9.19%
软件服务 (威富通)	215.44	323.31	240.26	264.29	277.50
YOY					5.0%
毛利率	80.79%	77.63%	60.00%	60.00%	60.00%
收入占比	7.03%	9.98%	7.13%	5.56%	5.17%
毛利占比	21.36%	90.60%	18.42%	11.70%	10.74%
其它	201.81	228.63	251.49	276.64	290.47
YOY		13.3%	10.0%	10.0%	5.0%
毛利率 (%)	74.0%	69.0%	12.4%	35.0%	35.0%
收入占比	6.6%	7.1%	7.5%	5.8%	5.4%
毛利占比	18.3%	56.9%	4.0%	7.1%	6.6%
总营业收入	3065.13	3240.34	3369.28	4754.50	5369.01
YOY		5.7%	4.0%	41.1%	12.9%
毛利率		24.2%	25.6%	28.8%	31.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

超纤业务双象股份、同大股份可比。同大股份无 Wind 一致预期数据, 因此选取行业内与同样生产超纤革的企业双象股份和生产超纤革相近替代产品——生态功能性 PU 合成革的安利股份进行对标。Wind 一致预期 EPS 对应可比公司 2021 年 PE 平均值为 24.67 倍, 考虑到公司规模优势、一体化优势较对手更显著, 产品附加值更高, 可享受估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 37: 可比公司估值表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
安利股份	23.67	10.91	0.22	0.69	1.04	47.06	15.16	9.99
双象股份	36.10	13.46	-	0.39	0.71	91.68	34.17	18.61

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

*选取 2021 年 3 月 4 日数据及 Wind 一致预期

6. 风险提示

环保与安全生产风险: 公司超纤业务在生产过程中会产生废水、废气等污染物。随着国内环保监管日益趋严及社会整体环保意识不断增强, 公司可能将面临更高的环保成本, 进而影响经营业绩。

超纤原材料价格波动: 公司部分超纤类产品原材料价格波动较大, 且不能自产(如 MDI、乙二醇等), 价格大幅变动引发公司成本变动;

超纤下游需求疲软: 超纤行业的需求增长离不开其对天然皮革和前代人造皮革的上下两头替代。目前替代程度尚小, 潜力大。若超纤需求端疲软, 将引发公司业绩下滑。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com