



上工申贝(600843.SH)

【粤开公司深度】上工申贝(600843.SH):周期上行重启、智能化浪潮已至,龙头进入收获期

2021年06月02日

投资要点

增持(首次评级)

当前价: 5.96元

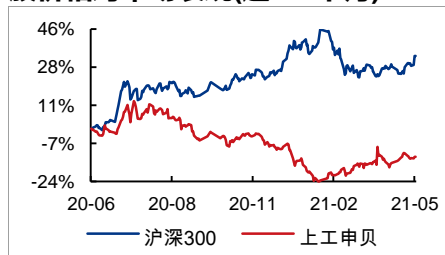
目标价: 6.5元

分析师: 陈梦洁

执业编号: S0300520100001

电话: 010-64814022

邮箱: chenmengjie@y kzq.com

股价相对市场表现(近 12 个月)


资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3,065	3,402	3,839	4,414
(+/-)	-4.54%	11.01%	12.83%	15.00%
归母净利润	84	142	184	248
(+/-)	-1.43%	68.67%	28.98%	35.02%
EPS(元)	0.15	0.26	0.33	0.45
P/E	38.71	22.95	17.79	13.18

资料来源: 粤开证券研究院

公司是国内缝制设备行业历史最悠久、上市最早的企业,具有 50 余年的缝制设备生产经营经验。目前,公司生产的缝制设备包括工业缝纫机、家用缝纫机及特种用途工业定制机器等。

上工申贝专注智能化研发布局已有 6 年时间,技术储备雄厚,未来有望充分受益智能化以及工业 4.0 的进程。与其他可比上市公司专注标准化缝制设备不同,上工申贝主攻高端缝制设备,中厚料缝制设备市占率远远领先行业其他竞争对手,在高毛利率的中厚料领域具有绝对优势。

投资评级与估值

收入预测关键假设: 预计公司在缝制设备及智能制造设备方面, 2021-2023 年分别实现 21.38/25.07/30.16 亿元人民币收入, 营收占比逐步从 63% 提升至 68%。在营收方面, 预计 2021-2023 年分别实现 34.02/38.39/44.14 亿元。

盈利能力关键假设: 公司毛利率一直保持较为稳定水平, 近两年低端品牌一直处于培育期, 导致毛利率有所下降, 预计未来随着产品放量+下游空间打开+智能化程度提升, 预计 2021-2023 年毛利率水平将稳中有升, 分别达到 25.18%/25.87%/27.03%。

我们预计 2021 年/2022 年/2023 年, 公司营收分别为 34.02/38.39/44.14 亿元, 归母净利润分别为 1.42/1.84/2.48 亿元, EPS 分别为 0.26/0.33/0.45 元, 对应的 PE 分别为 23X/18X/13X, 考虑未来随着产品放量+下游空间打开+智能化程度提升将带来行业市场空间打开叠加公司市占率提升的红利, 给予 2021 年 25 倍市盈率, 目标价 6.5 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

有别于大众的认识

行业拐点: 从行业的产量情况来看, 上一轮更新需求的高峰在 2011 年, 按照 8 年-10 年的置换周期测算, 本轮置换高峰本应该在 2019 年-2021 年左右来临。然而 2018 年底开始的中美贸易摩擦与 2020 年的新冠疫情打乱了本应到来的置换高峰, 但是置换需求只是受外围影响因素延后了置换计划, 但并不会使得置换需求消失。因此, 我们预计, 随着经济持续修复之下, 企业资本开支计划增加, 本轮缝制设备的置换高峰将在 2021 年到来。因此整体来看, 我们认为 2021 年, 缝制设备行业将重新步入恢复性增长周期。

下游空间: 公司主攻高端缝制技术设备与中厚料缝制设备, 在中厚料领域具有绝对优势。而中厚料缝制设备下游对应的不再是纺织服装行业, 而是汽车、沙发、新材料等应用领域, 我们认为随着本轮汽车周期的上行, 尤其是新能源汽车进入成长期, 将大幅拉动对中厚料缝制设备的需求。

份额提升: 2020 年疫情一方面加速了全球缝制设备行业的出清, 大量小微企业出局, 行业面临重新洗牌, 具备技术领先优势的龙头公司将充分受益抢占



市场，提升市占率；另一方面，疫情对全球经济造成的冲击并未完全恢复，近期欧洲国家疫情抬头、以印度为代表的东南亚国家疫情爆发，而我国疫情控制全球领先，复苏早、复苏好，都使得大量订单回流国内，进一步利好国内缝制设备行业全球市占率的提升。

股价表现催化剂

行业景气度回升、下游打开市场空间、龙头市占率提升、盈利水平超预期。

核心风险提示

市占率提升不及预期、市场竞争加剧、价格战加剧。



目 录

投资案件.....	5
投资评级与估值.....	5
关键假设点.....	5
有别于大众的认识.....	5
股价表现催化剂.....	6
核心风险提示.....	6
一、行业拐点已至：刚需+景气回升+下游应用提振.....	7
（一）行业现状：周期属性弱化，刚需+智能化提升穿越周期能力.....	7
（二）拐点已现：置换需求高峰+订单回流.....	9
（三）市场空间：智能化+下游汽车需求打开市场空间.....	12
二、公司业务介绍：主打高端定位，以中厚料为拳头产品.....	16
（一）产品介绍：以中厚料为拳头产品，大力发展自动化缝制.....	16
（二）股权结构：目前无控股股东、无实际控制人.....	21
（三）全球布局：中德联动的研发团队+欧亚制造梯度布局.....	23
三、行业竞争格局和公司优势.....	25
（一）竞争格局：集中度提升，龙头抢占份额.....	25
（二）公司优势：技术研发领先+高端市场领先+财务状况良好.....	25
四、估值测算.....	30
五、风险提示.....	33

图表目录

图表 1：1998-2019 年国内工业缝纫机产量.....	7
图表 2：电脑机缝制设备.....	8
图表 3：智能缝制设备.....	8
图表 4：国内工业缝纫机更新周期预测.....	9
图表 5：国内市场工业缝纫机需求规模预测.....	10
图表 6：2010-2020 年工业缝纫机出口规模预测.....	11
图表 7：涤纶、棉花、粘胶短纤、氨纶等原料价格走势.....	11
图表 8：全球主要缝纫机生产商工业缝纫机营收情况.....	12
图表 9：上工申贝数字化设备生产场景.....	12
图表 10：新能源汽车缝制设备场景.....	13
图表 11：新能源汽车成本构成.....	14
图表 12：国内汽车行业周期.....	14
图表 13：全球碳纤维复合材料市场分析.....	15
图表 14：2019 年全球碳纤维应用方向（按质量计算）.....	15
图表 15：2019 年全球碳纤维应用方向（按金额计算）.....	15
图表 16：公司主要客户分布情况.....	16
图表 17：公司中厚料缝制设备：气囊机.....	17



图表 18：公司中厚料缝制设备：花样机.....	17
图表 19：公司智能缝制设备：KSL.....	17
图表 20：衬衫制造相关的自动化设备.....	18
图表 21：公司自动化缝制设备：程控上袖机.....	18
图表 22：公司自动化缝制设备：自动化圆头锁眼机.....	18
图表 23：公司自动化缝制设备：自动开袋机.....	18
图表 24：公司自动化缝制设备：自动贴袋机.....	18
图表 25：公司自动化缝制设备：自动上垫肩机.....	19
图表 26：公司自动化缝制设备：自动化胸省机.....	19
图表 27：公司标准化缝制设备：平缝.....	19
图表 28：公司标准化缝制设备：包缝.....	20
图表 29：公司标准化缝制设备：绷缝.....	20
图表 30：蝴蝶牌家用缝纫机.....	21
图表 31：公司历史沿革及投资收购情况.....	21
图表 32：公司当前股权架构.....	23
图表 33：中德联动研发团队布局.....	23
图表 34：欧亚制造梯度布局.....	24
图表 35：公司全球化销售渠道.....	24
图表 36：行业集中度 CR10 有所提升.....	错误!未定义书签。
图表 37：自动化缝制产品优势.....	26
图表 38：公司各品牌产品价格区间及主要竞争对手.....	27
图表 39：国内缝制设备各企业收入、市值对比.....	28
图表 40：国外主要上市公司工业缝纫机营收规模.....	28
图表 41：2017-2018 年公司各项主营业务收入分布.....	28
图表 42：2019-2020 年公司各项主营业务收入分布.....	28
图表 43：公司各项主营业务毛利率水平.....	29
图表 44：公司营业收入及净利润规模.....	29
图表 45：公司存货及应收账款周转率.....	29
图表 46：公司资产负债率及变现能力.....	29
图表 47：公司销售净利率及销售毛利率.....	29
图表 48：公司各项业务收入成本预测.....	31
图表 49：行业可比公司估值水平.....	32
附录：公司财务预测表（百万元）.....	34



投资案件

公司是国内缝制设备行业历史最悠久、上市最早的企业，具有 50 余年的缝制设备生产经营经验。目前，公司生产的缝制设备包括工业缝纫机、家用缝纫机及特种用途工业定制机器等。

上工申贝专注智能化研发布局已有 6 年时间，技术储备雄厚，未来有望充分受益智能化以及工业 4.0 的进程。与其他可比上市公司专注标准化缝制设备不同，上工申贝主攻高端缝制设备，中厚料缝制设备市占率远远领先行业其他竞争对手，在高毛利率的中厚料领域具有绝对优势。

投资评级与估值

我们预计 2021 年/2022 年/2023 年，公司营收分别为 34.02/38.39/44.14 亿元，归母净利润分别为 1.42/1.84/2.48 亿元，EPS 分别为 0.26/0.33/0.45 元，对应的 PE 分别为 23X/18X/13X，考虑未来随着产品放量+下游空间打开+智能化程度提升将带来行业市场空间打开叠加公司市占率提升的红利，给予 2021 年 25 倍市盈率，目标价 6.5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

1、收入预测关键假设：预计在缝制设备及智能制造设备方面，2021-2023 年分别实现 21.38/25.07/30.16 亿元人民币收入，占据总营收的比例从 63%提升至 68%，主营占比逐步提升。在主营业务收入方面，预计 2021-2023 年分别实现 34.02/38.39/44.14 亿元。

2、盈利能力关键假设：公司毛利率一直保持较为稳定水平，近两年低端品牌一直处于培育期，导致毛利率有所下降，预计未来随着产品放量+下游空间打开+智能化程度提升，预计 2021-2023 年毛利率水平将稳中有升，分别达到 25.18%/25.87%/27.03%。

3、估值方面：考虑到上工申贝作为中厚料领域的龙头，未来有望充分受益行业拐点+市场空间，公司层面，市占率将逐步提升，给予行业龙头平均估值水平。

有别于大众的认识

我们认为从投资属性上讲，上工申贝是一个周期成长股，未来公司将受益于行业拐点+下游打开空间+龙头份额提升，带来公司长期可持续的业绩成长。

【行业拐点】上一轮更新需求的高峰在 2011 年，按照 8 年-10 年的置换周期测算，本轮置换高峰本应该在 2019 年-2021 年左右来临。然而 2018 年底开始的中美贸易摩擦与 2020 年的新冠疫情打乱了本应到来的置换高峰，但是置换需求仍然存在，只是受外围影响因素会延后置换计划，但并不会使得置换需求消失。因此，我们预计，随着经济持续修复之下，企业资本开支计划增加，本轮缝制设备的置换高峰将在 2021 年到来。因此整体来看，我们认为 2021 年，缝制设备行业将重新步入恢复性增长周期。

【下游空间】上工申贝主攻高端缝制设备、中厚料缝制设备，在中厚料领域具有绝对优势。而中厚料缝制设备下游对应的不再是纺织服装行业，而是汽车、沙发、新材料等应用领域，我们认为随着本轮汽车周期的上行，尤其是新能源汽车进入成长期，将大幅拉动对中厚料缝制设备的需求。



【份额提升】2020年疫情一方面加速了全球缝制设备行业的出清，大量小微企业出局，行业面临重新洗牌，具备技术领先优势的龙头公司将充分受益抢占市场，提升市占率；另一方面，疫情对全球经济造成的冲击并未完全恢复，近期欧洲国家疫情抬头、以印度为代表的东南亚国家疫情爆发，而我国疫情控制全球领先，复苏早、复苏好，都使得大量订单回流国内，进一步利好国内缝制设备行业全球市占率的提升。

股价表现催化剂

行业景气度回升、下游打开市场空间、龙头市占率提升、盈利水平超预期

核心风险提示

市占率提升不及预期、市场竞争加剧、价格战加剧。



公司是国内缝制设备行业历史最悠久、上市最早的企业，具有 50 余年的缝制设备生产经营经验。旗下拥有 DA、PFAFF Industrial、KSL、Beisler 等国际知名品牌；百年驰名商标“蝴蝶”，以及“蜜蜂”、“飞人”等知名家用机品牌；中国驰名商标“上工”以及近年来正在培育的“上工宝石”、Mauser、Richpeace 等工业机品牌。

上工申贝的主营业务为缝制设备及智能制造设备制造行业，经营业务还涉及办公机械、物流服务和商贸流通等领域。公司生产的缝制设备包括工业缝纫机、家用缝纫机及特种用途工业定制机器等。

一、行业拐点已至：刚需+景气回升+下游应用提振

部分市场人士认为，受累于下游纺织服装行业景气下行，上游的缝制设备已是夕阳产业，投资价值不大。而我们认为缝制设备行业将受益于刚需属性、纺织服装景气回升以及下游应用领域大幅拓展等因素，行业拐点已现。上工申贝作为全球缝制技术领先、市占率领先的龙头企业，有望充分受益行业拐点带来的业绩提升与估值提升。

（一）行业现状：周期属性弱化，刚需+智能化提升穿越周期能力

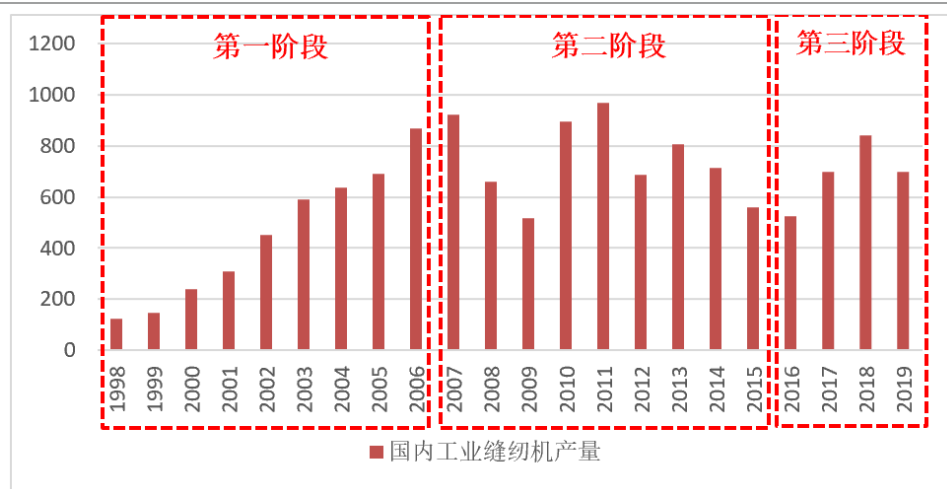
从投资属性来看，缝制设备行业具有较强的周期属性，与宏观经济环境、制造加工业全球产业链布局、纺织服装行业景气度都有较为密切的联系。

我们认为，我国缝制机械设备行业的发展可大致归纳总结为 3 个发展阶段：第一阶段是 21 世纪初，受益于机械化普及的蓬勃发展期；第二阶段是 08 年-15 年，电脑机全面替代普通机的更新替换期；第三个阶段是 16 年至今，存量更新+智能化自动化的更新替换驱动期。

第一阶段：21 世纪初，受益于机械化普及的蓬勃发展期：

1998 年-2007 年，随着中国全球化进程的推进以及国内经济飞跃发展，国内缝制设备行业迎来了黄金发展的 10 年，国内工业缝纫机产量由 1998 年的 125 万台迅速增长至 2007 年的 922 万台，CAGR 高达 25%。

图表1：1998-2019 年国内工业缝纫机产量



资料来源：中国缝制机械协会、粤开证券研究院

第二阶段：08 年-15 年，电脑机全面替代普通机的更新替换期：



2008 年开始，受累于全球金融危机的爆发，经济持续下行导致国内缝制设备订单疲软，产量大幅下滑。其后在国内 4 万亿刺激政策+电脑机全面替代的双重提振下，国内工业缝纫机产量出现爆发式增长，在 2011 年迎来了历史最高峰的 968 万台。2012 年市场低迷主要源于产量高峰后的大小年调整，属于行业自然规律。

13 年之后，产量虽有回暖，但是整体来看距离前期的高峰 900 多万台的水平仍有不小的差距。我们认为这或是源于缝制设备行业已完成电脑机对普通机的全面替代所致。整体来看，电脑机的缝制效率较普通机有明显的提升，也使得相应的缝纫机需求数量下降。根据缝制机械协会统计测算，2019 年，电控类缝制设备占比已经达到 90%以上。

图表2：电脑机缝制设备



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

第二阶段：16 年至今，存量更新+智能化自动化的更新替换驱动期：

2018 年开始，随着服装行业设备更新需求占比达到 50%，意味着国内缝制设备的需求由增量驱动转向存量更新的驱动。在老旧设备更新方面，一般工业缝纫机在不影响使用的情况下，可以更新周期为 8 年-10 年。

另外，在缝制设备智能化的更新的需求方面，我们认为替代空间较大。当下缝制设备的大方向有向以自动缝制单元为代表的智能缝纫发展的趋势，缝制设备将逐步迈进工业 4.0 时代，主要出于原材料、成本、人工、生产效率、环保等多重因素考量，其中，我们认为最重要的驱动因素是人工成本的节省和生产效率的大幅提升。

人工成本方面，随着我国人口红利的消失、用工成本的上升，人力成本逐渐成为我国纺织服装行业主要的成本。2020 年我国缝纫之都——浙江台州平均人员薪资高企，且服装代工厂为大龄女工为主，熟练工人的招聘愈加困难。通过缝制设备的智能化普及，普通工人仅需学习数小时即可掌握使用方法，可以大幅节省用工成本。

图表3：智能缝制设备



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

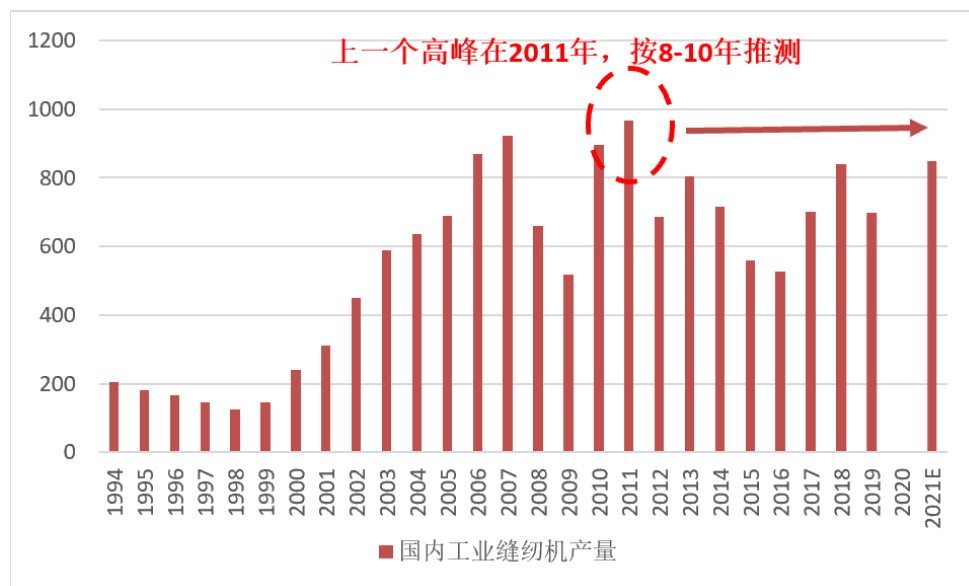
生产效率方面，以自动缝制单元为代表的智能设备因具有缝料感知、自动抓取输送定位、自动缝纫和收料的功能，可以摆脱对于熟练工人的依赖。据缝制机械协会统计，2016-2019年行业百家骨干整机企业自动缝制单元产量复合增速高达47%，在2019年缝纫机行业下滑的背景下，依然实现了53%的增长。

以自动缝制设备、智能缝制单元和综合解决方案等产品为代表的智能化方向可大幅提高生产效率，人工成本的节省和生产效率的大幅提升将因素倒逼下游推进智能工厂建设。叠加快消品的订单需求、世界成衣订单交货周期大幅缩短、产品质量要求越来越高，**我们认为，智能化缝制设备替代电脑机缝制设备的浪潮已然来临，叠加下游纺织服装的刚需属性、下游应用领域的拓展，将使得整个缝制设备行业具备穿越周期的能力。**

（二）拐点已现：置换需求高峰+订单回流

前文我们提到上一轮更新需求的高峰在2011年，按照8年-10年的置换周期测算，本轮置换高峰本应该在2019年-2021年左右来临。然而2018年底开始的中美贸易摩擦与2020年的新冠疫情打乱了本应到来的置换高峰，但是置换需求只是受外围影响因素延后置换计划，但并不会使得置换需求消失。因此，我们预计，随着经济持续修复之下，企业资本开支计划增加，本轮缝制设备的置换高峰将在2021年到来。

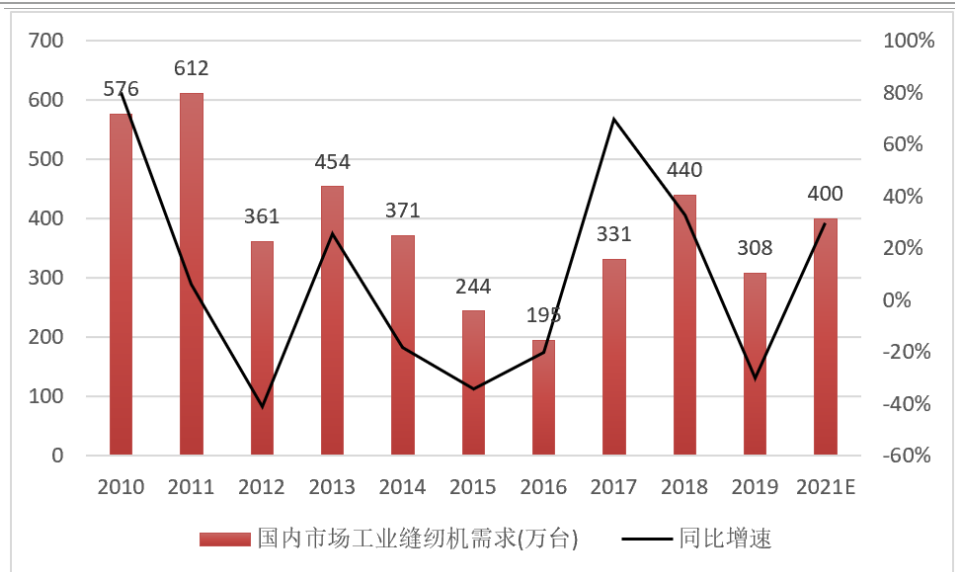
图表4：国内工业缝纫机更新周期预测



资料来源：中国缝制机械协会、粤开证券研究院

此外，在国际某知名快销品牌抵制新疆棉事件后，未来国人品牌意识有望崛起，提振国内品牌的竞争力和业绩销量，从而进一步提升对缝制设备的需求。因此，对于国内市场的需求方面，置换需求+国潮品牌提振，我们预计2021年有望复苏至400万台的水平。

图表5：国内市场工业缝纫机需求规模预测



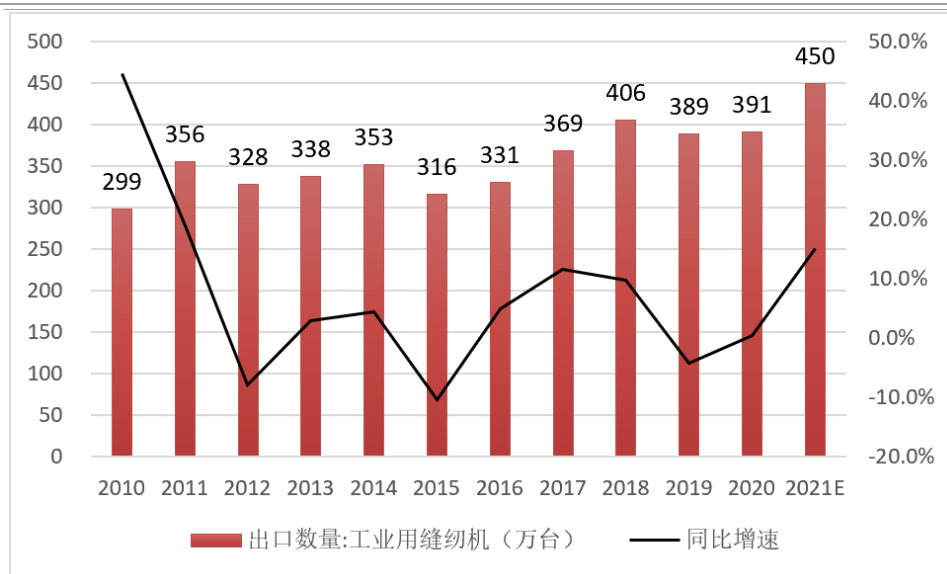
资料来源：中国缝制机械协会、粤开证券研究院

此外，2020年疫情一方面加速了全球缝制设备行业的出清，大量小微企业出局，行业面临重新洗牌，具备技术领先优势的龙头公司将充分受益抢占市场，提升市占率；另一方面，疫情对全球经济造成的冲击并未完全恢复，近期欧洲国家疫情抬头、以印度为代表的东南亚国家疫情爆发，而我国疫情控制全球领先，复苏早、复苏好，都使得大量订单回流国内，进一步利好国内缝制设备行业全球市占率的提升。

对于国内缝制设备出口方面，我们预计将受益于我国疫情控制得力+订单回流，2021年行业出口量有望复苏至400-450万台的水平。



图表6：2010-2020年工业缝纫机出口规模预测

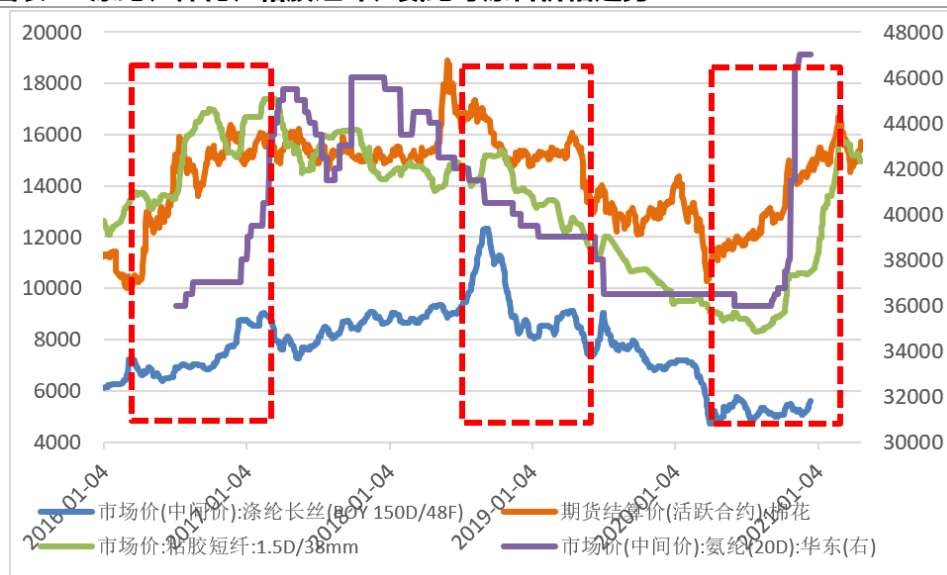


资料来源：wind、粤开证券研究院

因此整体来看，我们认为 2021 年，缝制设备行业将重新步入恢复性增长周期。对于国内市场需求方面，置换需求+国潮品牌提振，我们预计 2021 年有望复苏至 400 万台的水平。对于国内缝制设备出口方面，我们预计将受益于我国疫情控制得力+订单回流，2021 年行业出口量有望复苏至 400-450 万台的水平。**整体来看，我们预计 2021 年，我国缝制设备整体产量乐观预测为 850 万台左右的水平，超过 2018 年的阶段高点。**

从低频数据来观察，2019/2020 年，我国工业缝纫机出口量稳步增长，印证了行业景气复苏上行。从高频数据来看，可以通过涤纶、棉花、粘胶短纤、氨纶等服装原料价格作为观察行业景气度的指标。我们看到，2016 年下半年开始，服装原料价格先后开始上行，缝制设备的产量也在其后的 2017 年明显回升，2018 年年中服装原料价格出现下行，随后 2019 年缝制设备的产量再次下降，因此，从涤纶、棉花、粘胶短纤、氨纶等服装原料价格作为观察行业景气度的指标是合理可行的，当前服装原料价格也从侧面再次印证了行业拐点的到来。

图表7：涤纶、棉花、粘胶短纤、氨纶等原料价格走势





资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）市场空间：智能化+下游汽车需求打开市场空间

上工申贝是全球缝制技术最为先进的头部企业，专注智能化研发布局已有 6 年时间，技术储备雄厚，未来有望充分受益智能化以及工业 4.0 的进程。此外，与其他可比上市公司专注标准化缝制设备不同，上工申贝主攻高端缝制设备，中厚料缝制设备市占率远远领先行业其他竞争对手，在中厚料领域具有绝对优势。

智能化：工业 4.0 革命打开市场空间。

根据中国缝制机械协会数据统计，2019 年百家整机企业主营收入为 197.3 亿元。2019 年，海外主要缝制设备企业工业缝纫机板块营收情况如下：日本重机（6440.T）营收 40.74 亿元，日本兄弟（6448.T）营收 17.72 亿元，日本飞马（6262.T）营收 7.86 亿元，台湾高林（1531.TW）营收 4.85 亿元。测算 2019 年全球主要缝纫机生产厂商工业缝纫机业务总营收约 268 亿人民币。由于缝制设备行业是充分市场竞争的行业，我们预计全球主流缝机厂商占据全球缝机市场的份额也不会过于集中，大致按照 60% 的市占率测算，以此推算全球工业缝纫机市场空间约 450 亿元。

图表8：全球主要缝纫机生产商工业缝纫机营收情况

	2017	2018	2019
百家整机企业收入	197.67	208.17	197.3
日本重机工业缝纫机收入	41.59	44.12	40.72
日本兄弟工业缝纫机收入	18.57	19.76	17.72
日本飞马工业缝纫机收入	8.49	9.81	7.86
台湾高林工业缝纫机收入	5.00	5.84	4.85
合计	271.32	287.7	268.45

资料来源：中国缝制机械协会、粤开证券研究院

上工申贝是全球缝制技术最为先进的头部企业，专注智能化研发布局已有 6 年时间，技术储备雄厚，未来有望充分受益智能化以及工业 4.0 的进程。前文我们分析过，当前人工成本已经成为纺织服装行业的主要成本之一，通过先进的数字化生产场景可以大大节省人力成本，尤其是随着我国人口红利的消失，用工成本逐渐上行的背景下，企业通过投建数字化先进生产场景，可以极大的节省人力成本，提高生产效率，减少对熟练工的依赖，头部企业需求意愿较强。

数字化设备的成本较非数字化高出约 50% 左右的水平，若未来实现数字化智能化设备的全面替代且成本转嫁能力强，那么对应的全球工业缝纫机市场空间将增加 275 亿元。

图表9：上工申贝数字化设备生产场景



QONDAC 数字化生产场景



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表10：新能源汽车缝制设备场景



资料来源：粤开证券研究院

此外,与其他可比上市公司专注标准化缝制设备不同,上工申贝主攻高端缝制设备,中厚料缝制设备市占率远远领先行业其他竞争对手,在中厚料领域具有绝对优势。而中厚料缝制设备下游对应的不再是纺织服装行业,而是汽车、沙发等应用领域,我们认为随着本轮汽车周期的上行,尤其是新能源汽车进入成长期,将大幅拉动对中厚料缝制设备的需求。

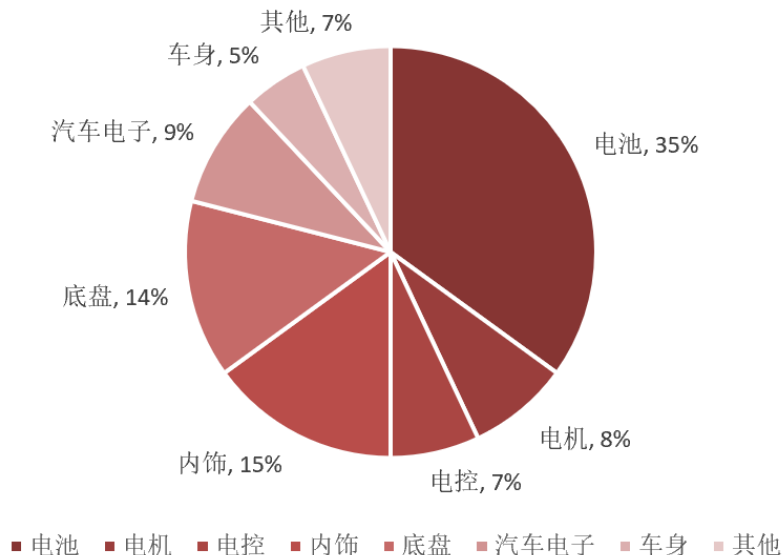
下游应用之一：汽车

新能源汽车的成本构成当中,汽车内饰占比达到15%左右水平,其中包括中厚料设备的座椅缝制、仪表盘缝制等。展望2021年,我们判断两个指标——即过去12个月乘用车销量同比增速以及过去12个月库存同比增速均有望转正,且销量增速会先于库存增



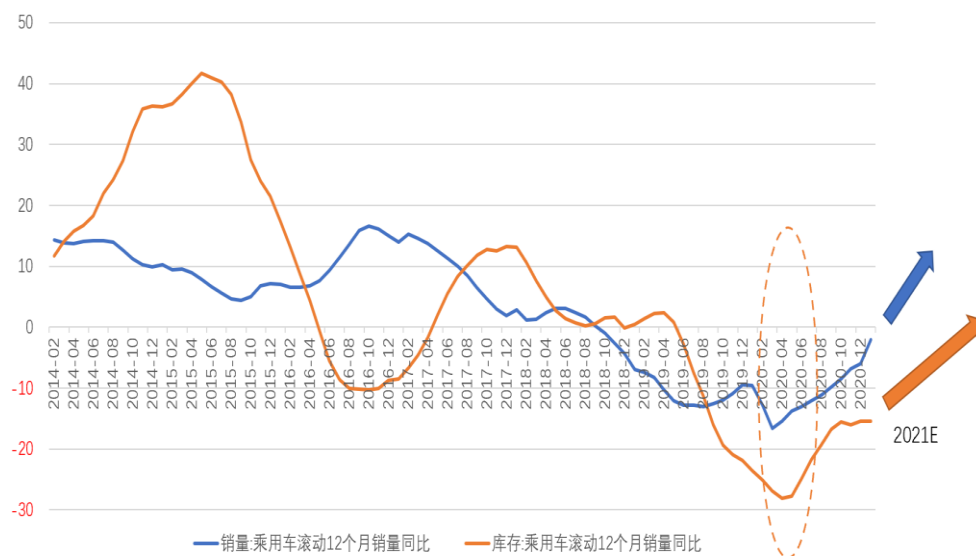
速转正上行，销量与库存同步上行，这也意味着中国汽车行业将从当前的复苏期进入成长期，预计后期正增长将是汽车行业的主旋律。因此，汽车工业市场呈现“下游市场触底复苏+产业链向中国转移”的发展趋势，有望为缝制机械行业发展带来新的增量空间。上工申贝在凭借深厚的技术优势和先发优势，有望在行业结构性复苏中迎来发展契机。

图表11：新能源汽车成本构成



资料来源：Patsnap、粤开证券研究院

图表12：国内汽车行业周期



资料来源：中汽协、粤开证券研究院

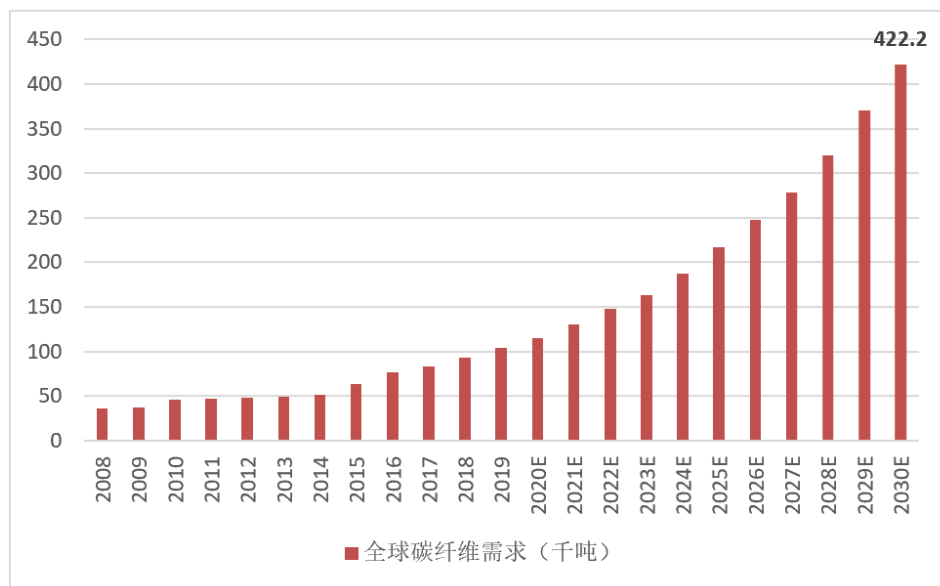
下游应用之二：碳纤维结构件

20 年全球碳纤维需求总量将达到 112.1 千吨，年均增长 9.83%，国内碳纤维需求将达到 40.29 千吨左右，年均增长 14.19%。目前结构件的制造、定型还在大量采用人工方式，且没有自动流水线可以批量、快速生产。人工操作工作强度很大且质量不稳定，用生产线可大大提高效率，例如：缝合 2mm 厚 500*300mm 的一个积层料，人工须一天时间，而用自动缝纫机只需一小时。



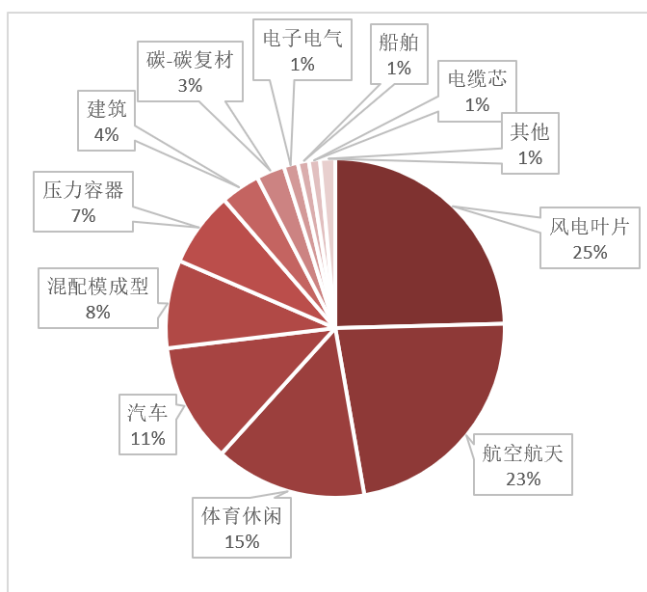
目前在碳纤维结构件成型或预制件的加工工艺为缝合、铺带、铺丝以及三维编织设备。KSL 公司仅仅为碳纤维结构件生产提供了二维和三维的缝合、铺带设备，另外几种生产设备如铺丝以及三维编织设备目前均为国外公司提供，研发和生产技术也由国外公司垄断，因此开发生产这些高附加值的加工设备并进行国产化成为上工申贝的当务之急。目前公司相应业务对应的下游客户为波音、空客、商飞等高端客户，尤其是 C919 大规模商用后，有望打开新材料碳纤维领域的市场空间，共计业绩增厚有待释放。

图表13：全球碳纤维复合材料市场分析



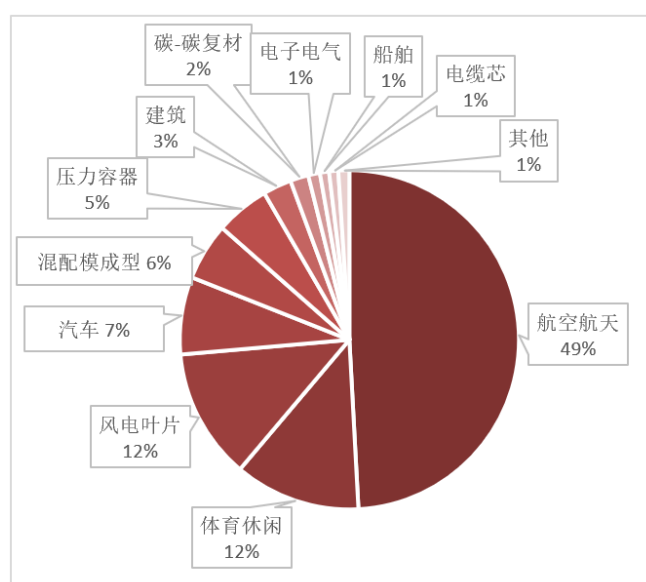
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表14：2019 年全球碳纤维应用方向（按质量计算）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表15：2019 年全球碳纤维应用方向（按金额计算）



资料来源：wind、粤开证券研究院

通常股价的表现对应上市公司未来收入的预期，先于经济周期的变动而变动，是先行指标。市占率领先的龙头企业，有望充分受益行业拐点带来的业绩提升与估值双重



提升，龙头企业有望迎来戴维斯双击。

二、公司业务介绍：主打高端定位，以中厚料为拳头产品

上工申贝是中国缝制机械行业第一家上市公司，是中国率先实现跨国经营的缝制设备企业，是全球缝制技术最为先进的头部企业，根据当前业务布局情况来看，公司产品主要集中在中厚料缝制设备、自动化缝制单元、标准化缝制设备以及家用缝制设备四块。

图表16：公司主要客户分布情况

	2005 年之前	2005 年之后
客户分布	中国、东南亚、非洲、南美洲等	+欧洲、中国、北美等
行业分布	服装	+箱包、制鞋、汽车、航空航天、环保以及新材料
高端客户	传统缝制领域	
	汽车工业	
	航空航天、新材料	

资料来源：wind、粤开证券研究院

（一）产品介绍：以中厚料为拳头产品，大力发展自动化缝制

1、中厚料缝制设备及工业 4.0 智能缝制设备

经过不断地整合和研发，公司 DA 中厚料设备已形成了 M-TYPE 和 H-TYPE 完整的系列产品，加上百福 POWERLINE 系列等，组成了全面的产品矩阵。公司拥有全球高端的智能化、三维立体缝制技术，机器人控制的自动缝制技术和纺织材料焊接技术等处于全球领先地位。

公司还在德国自主研发了工业 4.0 QONDAC 网络系统，全球率先实现人机互联、机机互联，将中厚料缝制设备进一步更新迭代到数字化智能时代，实现实时采集数据，智能优化缝制过程，全面提升经济和管理效益。

公司的中厚料设备技术含量较高，主要应用于汽车内饰、皮革箱包和家具装潢等皮革缝制以及轻质碳素纤维缝制加工领域。

在箱包、皮鞋、家居用品加工等领域，公司拥有际华集团、敏华控股、顾家家居、梦百合、喜临门、曲美家居、恒林股份、宜华木业、LV、GUCCI、HERMES、BOSS、ARMANI 等全球高端客户。



在汽车内饰加工等领域，公司为奔驰、宝马、奥迪、通用、特斯拉、李尔、佛吉亚（中国）、延锋安道拓等知名汽车制造商提供高端缝纫产品。

在航空航天、节能、环保等领域，拥有波音、空客、中国商飞、中材科技、中航工业等大型客户。

图表17：公司中厚料缝制设备：气囊机



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

图表18：公司中厚料缝制设备：花样机



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

图表19：公司智能缝制设备：KSL



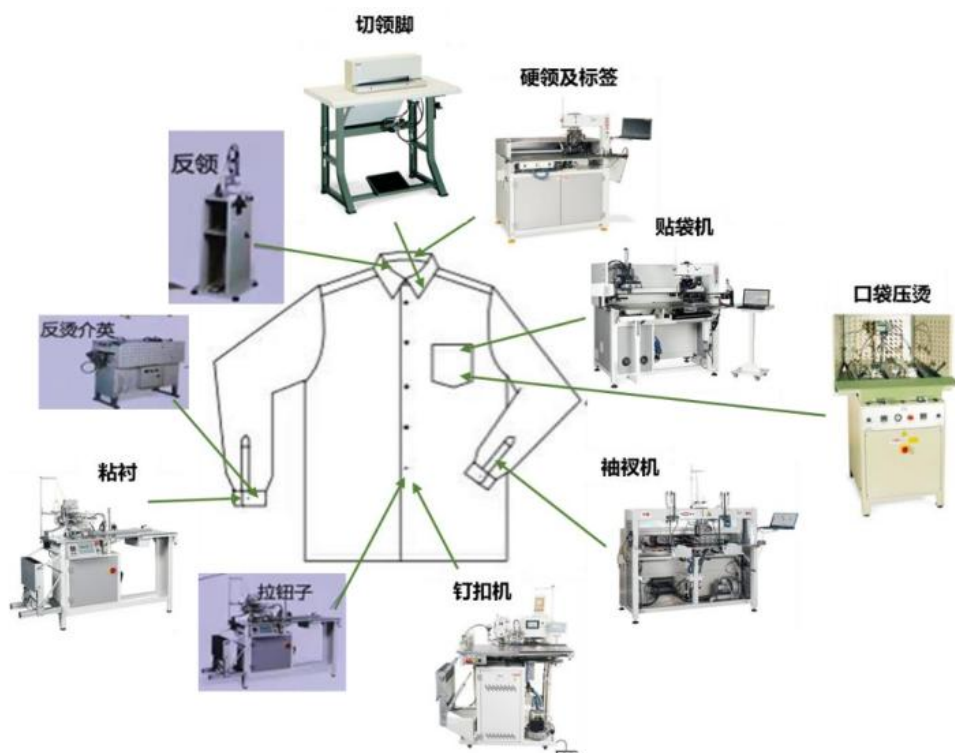
资料来源：公司官网、粤开证券研究院

2、自动化缝制单元

从面料到成衣需要经历多道工序。以衬衫为例，需要贴袋、上袖、锁眼、粘衬等诸多环节，相关自动化设备不下十余种。该业务主要由公司旗下中高端品牌杜克普和百福需求量开展，产品对标日本重机和兄弟。



图表20：衬衫制造相关的自动化设备



资料来源：杰克股份官网、粤开证券研究院

图表21：公司自动化缝制设备：程控上袖机



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

图表22：公司自动化缝制设备：自动化圆头锁眼机



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

图表23：公司自动化缝制设备：自动开袋机

图表24：公司自动化缝制设备：自动贴袋机



资料来源：公司官网、粤开证券研究院



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

图表25：公司自动化缝制设备：自动上垫肩机



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

图表26：公司自动化缝制设备：自动化胸省机



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

3、标准化缝制设备

公司的标准化缝制设备主要为国产的上工、上工宝石、毛瑟以及国产化的 DA 和百福基础型缝纫机，产品主要包括平缝机；包缝机；绷缝机、锁眼机、钉扣机、套结机、双针机、绣花机等。

基础型标准化缝制设备和中高端的其他中厚料缝制设备和自动缝制单元以及智能设备从产品、品牌、服务和渠道等各方面形成双轮驱动。

图表27：公司标准化缝制设备：平缝



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

图表28：公司标准化缝制设备：包缝

图表29：公司标准化缝制设备：绷缝



资料来源：公司官网、粤开证券研究院



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

4、家用缝制设备

公司拥有国内家喻户晓的家用缝纫机品牌：蝴蝶、飞人、蜜蜂，其中“蝴蝶牌缝纫机”为中华老字号，并被评为上海市好商标。公司通过老牌焕新颜，将蝴蝶机器与个性化定制相结合，用户只需要通过专用的 APP 程序，就可以实现定制化的刺绣缝制，满足 C 端客户的定制化需求。老品牌依托创新，借助互联网、大数据、物联网、人工智能等



新技术，焕发出新的活力。

图表30：蝴蝶牌家用缝纫机

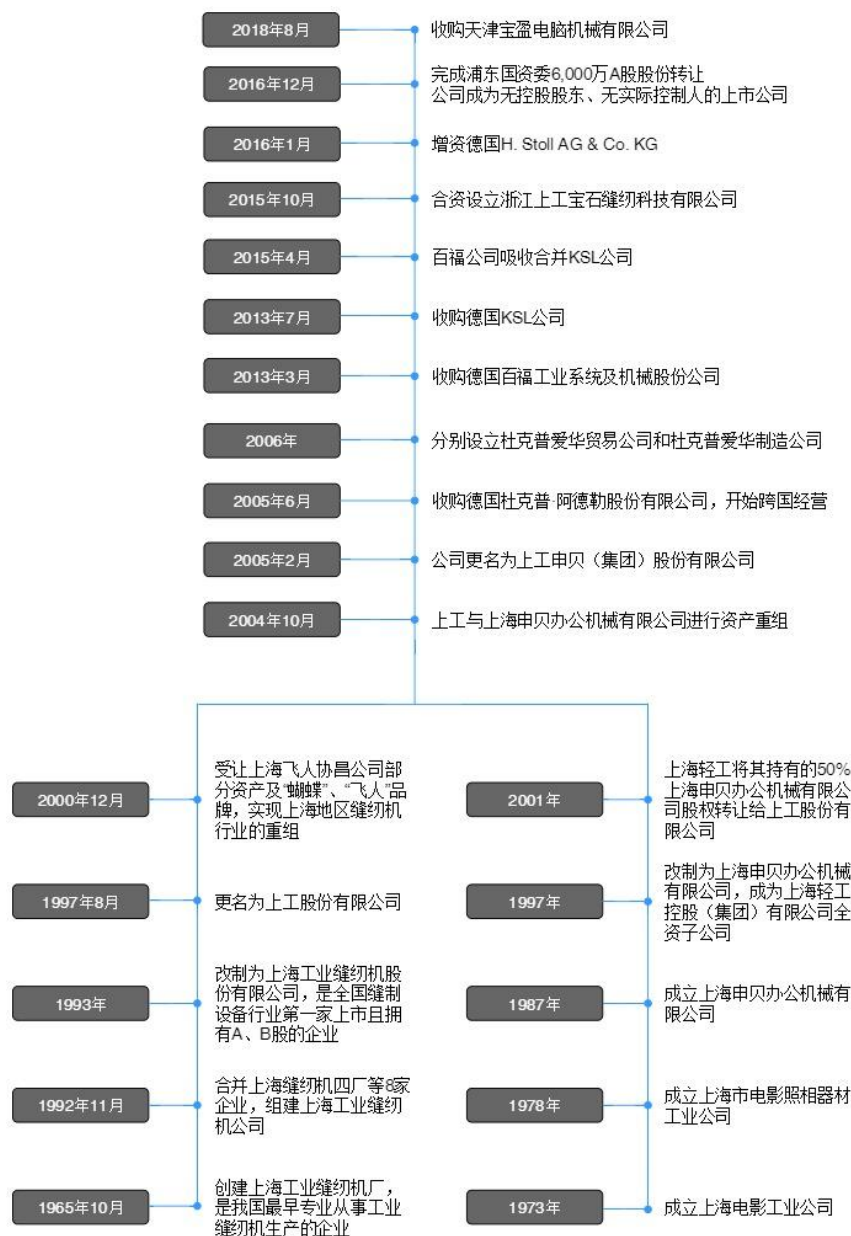


资料来源：公司官网、粤开证券研究院

（二）股权结构：目前无控股股东、无实际控制人

公司前身为我上海工业缝纫机厂，是我国最早专业从事工业缝纫机生产的企业，1994 年上市后充分利用资本市场融资功能，适时投资并购谋取长远发展，先后收购了德国杜克普、德国百福工业、KSL 公司、天津宝盈等公司，积累了深厚的多元化品牌优势。

图表31：公司历史沿革及投资收购情况

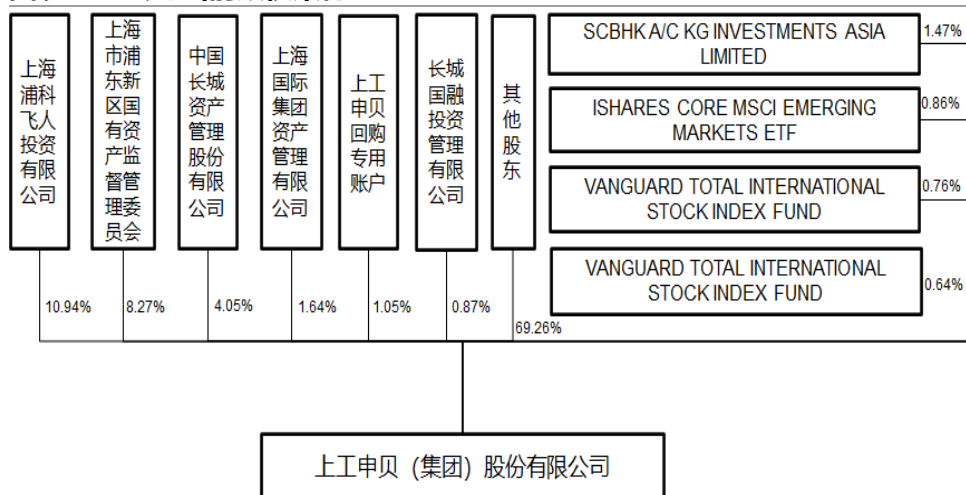


资料来源: 公司官网、粤开证券研究院

截至2021年4月30日, 上工申贝第一大股东为上海浦科飞人投资有限公司, 第二大股东为浦东国资委, 由于二者持有的公司股份比例较低, 且持股比例较为接近, 均未超过30%, 因此上工申贝为无控股股东、无实际控制人的上市公司。



图表32：公司当前股权架构



资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）全球布局：中德联动的研发团队+欧亚制造梯度布局

总部位于中国上海浦东新区，共有分、子公司 40 余家（其中包括海外企业 15 家），聘用员工约 5000 人；公司工业缝制技术全球领先，拥有 DA、PFAFF Industrial、KSL、等全球知名的高端品牌，以及 Mauser Spezial、上工、富怡等国内外驰名商标。

1、中德联动的研发团队

在研发端，整合中德联动的科研资源，形成“一核多点，协同创新”的研发体系。以上海研发总部为“一核”，在上海南翔投资建设研发大楼，设立专业实验室，增强集团本部研发实力，打造成为国家级研发中心，聚焦资源投入核心技术突破与产品应用开发，引进德国高端技术储备，二次研发适应中国、亚洲市场的产品；以上工浙江缝纫机研发中心（省级）、天津智能设备研发中心（市级）、比勒菲尔德缝纫机研发中心、本斯海姆智能设备研发中心为“多点”，采取“销地研”策略，依托全球研发人才，注重从实验室到工厂的研究成果转化效率，以及从终端客户到前端研发的及时反馈。

图表33：中德联动研发团队布局



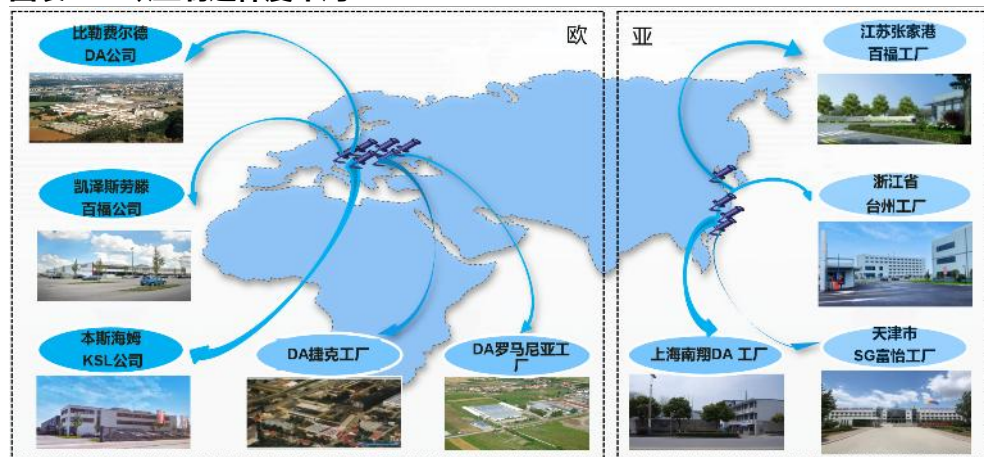
资料来源：上工申贝、粤开证券研究院



2、欧亚制造梯度布局

在生产端,已布局完成跨越欧亚大陆的制造梯度,主要包括两大类的九个生产基地。在欧洲,缝纫机产能包括杜克普爱华公司在德国比勒费尔德的总部、捷克工厂、罗马尼亚工厂三个生产基地;智能装备产能包括位于德国凯泽斯劳滕的百福公司、本斯海姆的KSL公司两个生产基地。在亚洲,缝纫机产能包括上工浙江台州黄岩工厂、上海南翔DA工厂两个生产基地;智能装备产能包括位于江苏张家港的百福工厂、天津的富怡工厂两个生产基地。

图表34：欧亚制造梯度布局



资料来源：上工申贝、粤开证券研究院

3、统一全球市场的营销网络

在销售端,构建统一全球市场的营销网络,补强亚洲、灵活销售、深度营销。一是设立遍及全球的销售分支,形成高效的市场效应速度。公司逐步完成涵盖中国、欧洲、美洲、东南亚及南亚、非洲市场的销售网络布局。“十四五”期间,将进一步打开东南亚及南亚重点市场。二是采取直销和经销兼备的销售模式,不断拓展下游应用市场和客户。针对不同类型产品面向的不同下游市场,制定适用的差异化销售模式,例如以定制化为主的智能制造装备强调客户服务,采取直销模式;以汽车工业客户为主的中厚料缝纫机,采取“直销+经销”的模式;下游客户分散的服装类缝纫机,采取经销为主的模式;家用缝纫机顺应C端市场消费习惯的转变,采取电商为主的模式。三是根据不同市场的产业结构,做好对应产品的深度营销。除了纺织服装、家居家具等轻工行业之外,重点拓展汽车工业、航空航天等重工业客户市场。

图表35：公司全球化销售渠道



资料来源：上工申贝、粤开证券研究院

三、行业竞争格局和公司优势

公司是国内缝制设备行业历史最悠久、上市最早的企业，具有 50 余年的缝制设备生产经营经验，旗下“蝴蝶”品牌已有百年历史。公司旗下拥有具有 160 余年历史的世界著名缝纫机制造公司德国 DA 公司和具有 150 余年历史的老牌缝纫机生产商德国百福公司以及掌握世界高端缝制技术的百福 KSL 分公司。公司继续推进全球化资源整合，推进欧洲子公司的进一步整合，加快欧洲与国内制造基地建设，同时公司继续拓展智能设备制造业务领域，如结构件等方面的业务，核心竞争力得到进一步巩固和增强。

（一）竞争格局：集中度提升，龙头抢占份额

世界缝制机械行业发展起步于十九世纪中叶的欧美国家，经过 150 余年的发展，目前世界缝纫机产业中心已转移至以中国、日本为代表的亚洲地区，并逐步形成了中国、德国、日本三足鼎立的格局。

2020 年疫情一方面加速了全球缝制设备行业的出清，大量小微企业出局，行业面临重新洗牌，具备技术领先优势的龙头公司将充分受益抢占市场，提升市占；另一方面，疫情对全球经济造成的冲击并未完全恢复，近期欧洲国家疫情抬头、以印度为代表的东南亚国家疫情爆发，而我国疫情控制全球领先，复苏早、复苏好，都使得大量订单回流国内，进一步利好国内缝制设备行业全球市占率的提升。

（二）公司优势：技术研发领先+高端市场领先+财务状况良好

1.较强的技术研发优势。

研发优势：公司始终坚持科技引领、创新发展，高度重视研发工作，使之成为公司发展的重要驱动力。公司拥有一支强大的海内外研发队伍，具备先进的试验手段，具有较强的产品和应用技术持续开发能力。公司研发团队进行的工业 4.0 在缝制设备上应用的研究已取得初步成果。公司技术中心被认定为上海市级研发中心，上工宝石被认定为浙江省级研发中心，上工富怡被认定为天津市级研发中心。

技术优势：公司拥有全球高端的智能化、三维立体缝制技术，并在中厚料机、服装自动缝制单元、机器人控制的自动缝制技术和纺织材料焊接技术等处于全球领先地位。



位。产品应用已突破了缝制机械行业传统的市场范围，广泛应用于汽车、环保、航空航天和新能源等领域，特别是轻质碳素纤维缝纫技术和 3D 缝纫自动化技术以及 QONDAC4.0 智能工业缝制网络在线生产监控系统为全球独创。

图表36：自动化缝制产品优势



资料来源：粤开证券研究院

2. 高端品牌定位优势：容易打开低端市场空间

多元化品牌：公司拥有 DA、PFAFF Industrial、KSL、Beisler 等国际知名品牌；100 年历史的中国驰名商标“蝴蝶”，以及“蜜蜂”、“飞人”等知名家用机品牌；50 余年历史的中国驰名商标“上工”以及近年来正在培育的“上工宝石”、Mauser、Richpeace 等工业机品牌。公司拥有全系列高端缝制设备产品链，品牌在行业内具有较高的知名度和美誉度，拥有一批极具价值和稳定性的高端汽车配套及奢侈品制造商客户。

全球化资源整合：公司利用和发挥其海内外子公司各自的基础和优势，在生产基地、销售网络、原材料采购、技术研发等方面进行全球化布局与整合，实施共享资源，优势互补和协同发展。公司不仅在国内有广泛的销售网络和业务基础，而且在全球建立了比较完善的营销渠道和服务网络。

国际化经营管理经验：公司从 2005 年开始实施海外并购国际化经营战略，近年更是加大了海外收购兼并的步伐，海外业务部分比重越来越大。公司的多年国际化经营管理，逐渐培养了一支具备国际化视野和跨国经营能力的管理团队，积累了较为丰富的国



际化经营管理经验。

整体来看，我们认为上工申贝在高端品牌定位已深入人心，品牌认可程度良好，公司凭借着高端品牌良好的口碑，可以设立低端子品牌进入中低端市场，从而实现快速打开更多市场空间的目的。相对于从低端跨越到高端，我们认为从高端进入低端市场的难度较低，只要成本售价控制得当，基本不存在进入壁垒。

图表37：公司各品牌产品价格区间及主要竞争对手

品牌	价格区间	竞争对手	定位	LGOG
杜克普	3-10 万元	日本重机、日本兄弟	高端	
百福	2-8 万元	日本重机、日本兄弟	高端	
KSL	10 万元以上	日本重机、日本兄弟	高端	
富怡	1 万元	日本重机、兄弟、杰克股份	中低端	
毛瑟	3000 元	杰克股份	中低端	
蝴蝶	3000 元	兄弟、胜家	中低端	

资料来源：粤开证券研究院



3.财务状况良好：同业亏损，上工保持良好盈利水平

当目前，缝制设备行业众多同行已经难以实现盈利，中捷股份、标准股份连年亏损，日本重机也已接近盈亏平衡线，而上工申贝凭借出色的成本管控、经营水平，仍保持了盈利状态，可见公司质地水平较为优秀。

图表38：国内缝制设备各企业收入、市值对比

代码	证券简称	收盘价	总市值	2020年营收	2020年归母净利润
603337.SH	杰克股份	30.01	133.81	35.21	3.14
600302.SH	标准股份	4.24	14.67	12.56	1.41
002021.SZ	ST中捷	1.86	12.79	5.26	-0.79
603095.SH	越剑智能	23.70	31.28	7.39	1.24

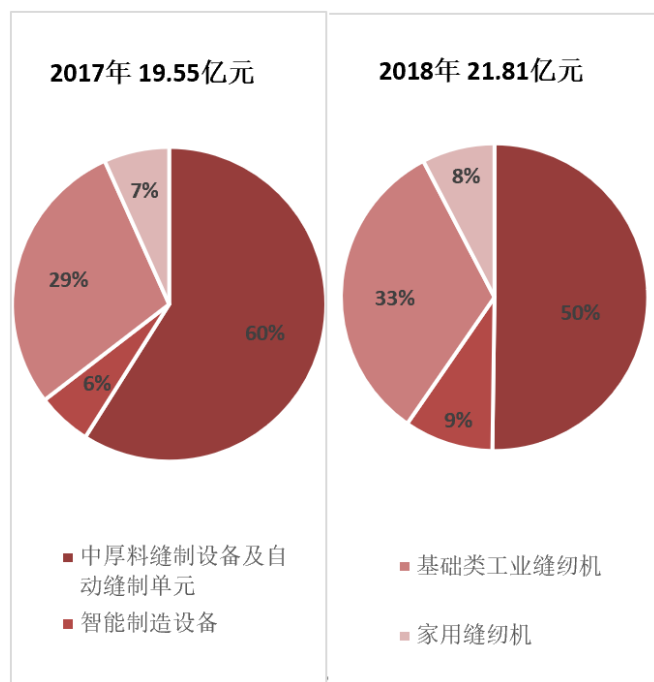
资料来源：wind、粤开证券研究院，截至2021/5/13

图表39：国外主要上市公司工业缝纫机营收规模

缝纫机业务收入（亿元）	2015	2016	2017	2018	2019
日本重机	44.74	46.47	41.59	44.12	40.74
日本兄弟	16.30	16.67	18.58	19.76	17.72
日本飞马	8.72	10.11	8.48	9.81	7.86
台湾高林	5.02	4.90	5.00	5.84	4.85
合计	75	78	74	80	71

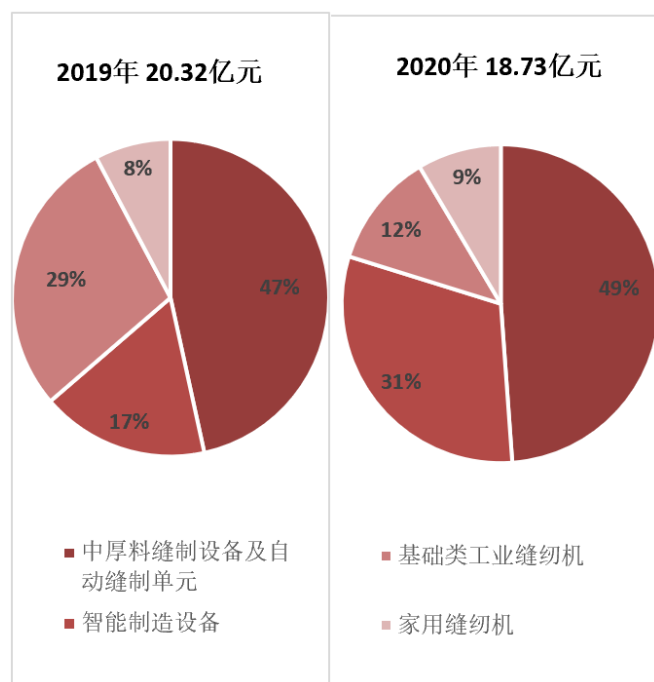
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表40：2017-2018年公司各项主营业务收入分布



资料来源：wind、粤开证券研究院

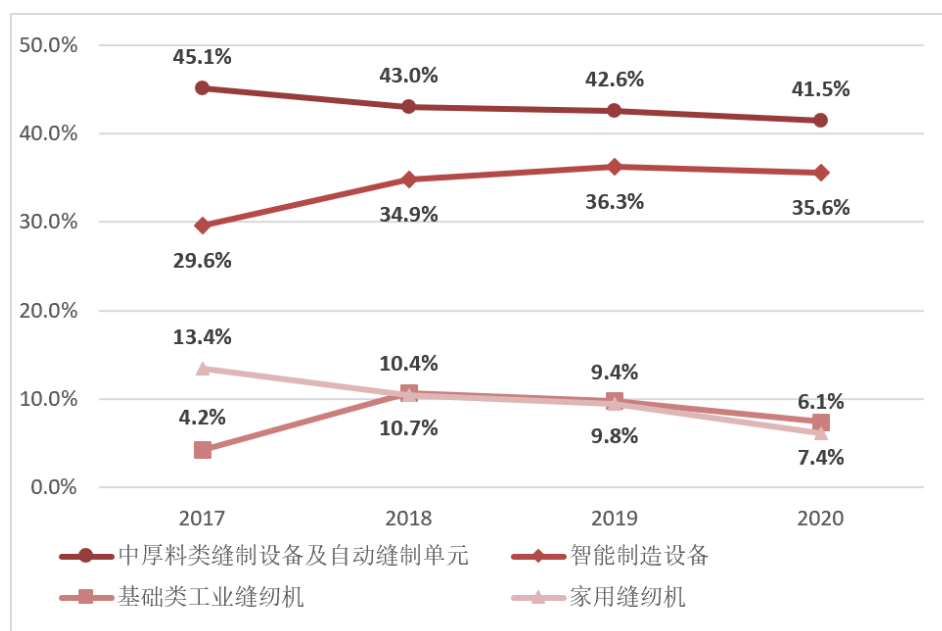
图表41：2019-2020年公司各项主营业务收入分布



资料来源：wind、粤开证券研究院

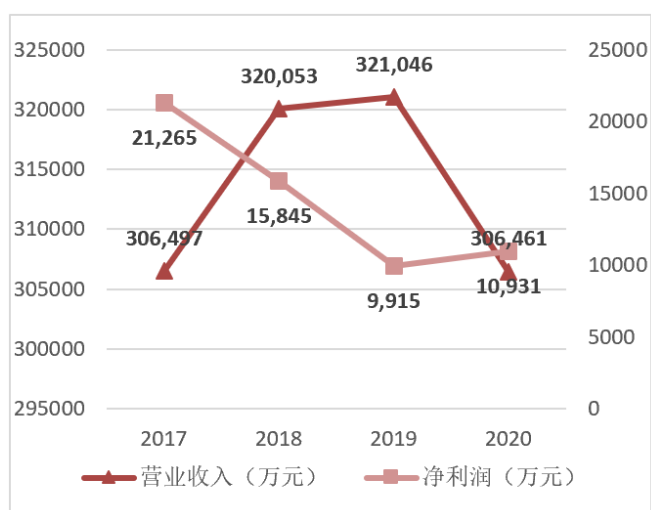


图表42：公司各项主营业务毛利率水平



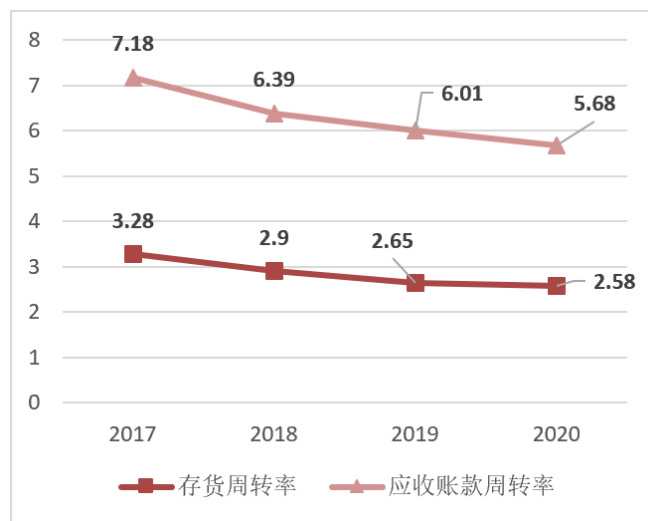
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表43：公司营业收入及净利润规模



资料来源：wind、粤开证券研究院

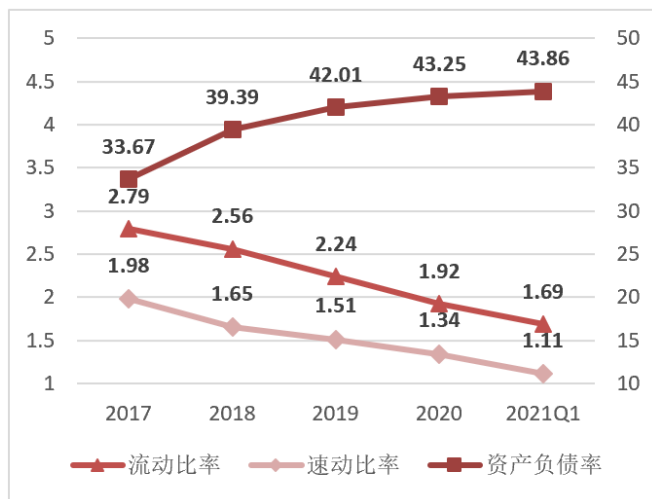
图表44：公司存货及应收账款周转率



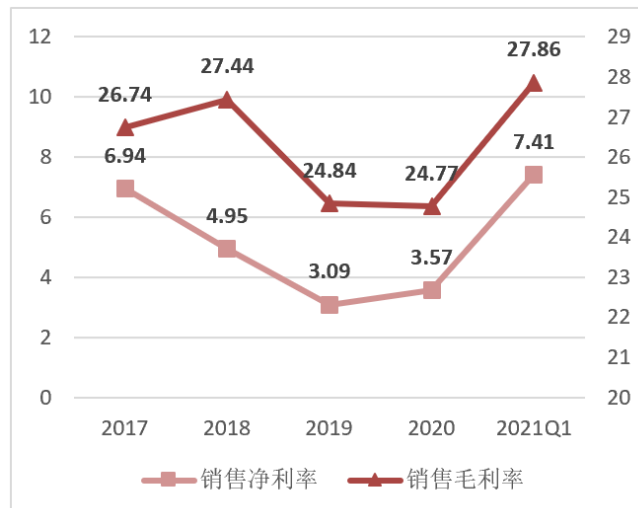
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表45：公司资产负债率及变现能力

图表46：公司销售净利率及销售毛利率



资料来源：wind、粤开证券研究院



资料来源：wind、粤开证券研究院

四、估值测算

1、收入预测关键假设

我们把上工申贝的收入拆分为缝制设备及智能制造设备、物流服务、出口贸易、办公机械及影像材料、其他五部分进行预测，其中缝制设备及智能制造设备的收入再次细分到中厚料缝制设备及自动缝制单元、智能制造设备、基础类工业缝纫机、家用缝纫机四大类，营收增长点为设备的市占率提升，具体拆解如下：

(1) 中厚料缝制设备+自动缝制单元

公司的拳头产品为中厚料缝制设备，属于中高端产品，且中厚料缝制设备技术要求较高，行业壁垒和品牌壁垒都有一定优势，公司的高端客户为保证产品质量，未来需求将保持稳中有升。另外中厚料缝制设备的下游应用方面，未来新能源汽车内饰与新材料应用方面需求提升，打开下游应用的市场空间，业绩有望提升。

从面料到成衣需要经历多道工序。以衬衫为例，需要贴袋、上袖、锁眼、粘衬等诸多环节，相关自动化设备不下十余种。当下缝制设备的大方向有向以自动缝制单元为代表的智能缝纫发展的趋势，缝制设备将逐步迈进工业 4.0 时代，主要出于原材料、成本、人工、生产效率、环保等多重因素考量，其中，我们认为最重要的驱动因素是人工成本的节省和生产效率的大幅提升，将倒逼下游推进智能工厂建设。叠加快消品的订单需求、世界成衣订单交货周期大幅缩短、产品质量要求越来越高，我们认为，智能化缝制设备替代电脑机缝制设备的浪潮已然来临。

预计 2021-2023 年，中厚料缝制设备+自动缝制单元部分营业收入分别为 10.52 亿元、12.41 亿元、14.90 亿元。

(2) 智能制造设备

KSL 在全球创新性地开发了 3D 机器人立体缝制技术，掌握了机器人控制、机器人与缝纫单元运动协调、模具设计及制作、适应不同应用缝纫机头设计、缝纫机头转换系统设计等关键技术，在国外，KSL 机器人立体工作站广泛应用于高档汽车仪表盘、飞机舱门、机翼加固等零部件的立体缝制，但在国内，机器人立体缝制技术亟待推广应用。



此外，公司自主研发的 Qondac 系统和 Quick 系统已经全面嵌入缝制产品，实现缝纫数字化，为客户提供生产数据采集和运行信息监控，实现缝制设备的实时可视化管理、生产瓶颈检测和分析、生产设备的预防性维护等功能。

预计 2021-2023 年，智能制造设备部分营业收入分别为 6.38 亿元、7.14 亿元、8.21 亿元。

(3) 基础类工业缝纫机

公司的标准化缝制设备主要为国产的上工、上工宝石、毛瑟以及国产化的 DA 和百福基础型缝纫机，产品主要包括平缝机；包缝机；绷缝机、锁眼机、钉扣机、套结机、双针机、绣花机等。

下游客户需求量不大、客户较为分散，议价能力弱，整体市场保持较为平稳的趋势。预计 2021-2023 年，基础类工业缝纫机部分营业收入分别为 2.73 亿元、3.55 亿元、4.79 亿元。

(4) 家用缝制设备

公司拥有国内家喻户晓的家用缝纫机品牌：蝴蝶、飞人、蜜蜂等。公司通过老牌焕新颜，将蝴蝶机器与个性化定制相结合，用户只需要通过专用的 APP 程序，就可以实现定制化的刺绣缝制，满足 C 端客户的定制化需求，亦可受益于粉丝经济的增长。预计 2021-2023 年，家用缝制设备部分营业收入分别为 1.76 亿元、1.97 亿元、2.26 亿元。

(5) 其他

除了缝制设备及智能制造设备，公司的营业收入还涵盖物流服务、出口贸易、办公机械及影像材料等方面，我们预计相关业务将继续平稳开展。

预计公司在缝制设备及智能制造设备方面，2021-2023 年分别实现 21.38/25.07/30.16 亿元人民币收入，占据总营收的比例从 63%提升至 68%，主营占比逐步提升。在主营业务收入方面，预计 2021-2023 年分别实现 34.02/38.39/44.14 亿元。

2、盈利能力关键假设

毛利率：公司毛利率一直保持较为稳定水平，近两年低端品牌一直处于培育期，导致毛利率有所下降，预计未来随着产品放量+下游空间打开+智能化程度提升，预计 2021-2023 年毛利率水平将稳中有升，分别达到 25.18%/25.87%/27.03%。

综上所述预计公司在缝制设备及智能制造设备方面，2021-2023 年分别实现 21.38/25.07/30.16 亿元人民币收入，占据总营收的比例从 63%提升至 68%，主营占比逐步提升。在主营业务收入方面，预计 2021-2023 年分别实现 34.02/38.39/44.14 亿元。预计未来随着产品放量+下游空间打开+智能化程度提升，预计 2021-2023 年毛利率水平将稳中有升，分别达到 25.18%/25.87%/27.03%。

图表47：公司各项业务收入成本预测

收入预测（百万）	2021E	2022E	2023E
缝制设备及智能制造设备	2138.35	2507.22	3016.38
中厚料缝制设备及自动缝制单元	1051.93	1241.28	1489.53
智能制造设备	637.52	714.02	821.12
基础类工业缝纫机	273.12	355.06	479.33



收入预测 (百万)	2021E	2022E	2023E
家用缝纫机	175.78	196.87	226.40
物流服务	909.62	955.11	1002.86
出口贸易	131.40	137.97	139.35
办公机械及影像材料	30.25	36.30	43.56
其他	192.35	201.97	212.07
合计	3401.98	3838.57	4414.23
毛利率预测, %	2021E	2022E	2023E
缝制设备及智能制造设备	32.77%	33.05%	33.83%
中厚料缝制设备及自动缝制单元	41.70%	42.25%	43.26%
智能制造设备	35.85%	36.54%	38.19%
基础类工业缝纫机	7.78%	7.92%	8.26%
家用缝纫机	6.95%	7.78%	10.18%
物流服务	7.74%	7.74%	7.74%
出口贸易	3.91%	3.91%	3.91%
办公机械及影像材料	8.18%	8.18%	8.18%
其他	40.54%	40.54%	40.54%
合计	25.18%	25.87%	27.03%

资料来源：粤开证券研究院

3、估值

上工申贝所属行业为纺织服装设备，普遍采用 PE 估值法进行讨论。考虑到公司主营以缝制设备及智能制造设备为主，我们选取杰克股份、标准股份、ST 中捷、越剑智能四家上市公司作为对比。目前纺织设备行业受累于下游不景气，上市公司多数处于盈亏平衡线或已亏损多年，仅有杰克股份和上工申贝两家公司业绩较为稳定，杰克股份与上工申贝竞争领域存在差异，上工申贝作为中厚料领域的龙头，未来有望充分受益行业拐点和市占率提升的双重红利，给予 2021 年 25 倍市盈率。

图表48：行业可比公司估值水平

代码	可比公司	市值	PE-TTM
603337.SH	杰克股份	133.81	33.08
600302.SH	标准股份	14.67	10.76
002021.SZ	ST 中捷	12.79	-20.60
603095.SH	越剑智能	31.28	22.10

资料来源：粤开证券研究院，截至 2021/5/13

4、总结

我们认为从投资属性上讲，上工申贝是一个周期成长股，未来公司将受益于行业拐点+下游打开空间+龙头份额提升，带来公司长期可持续的业绩成长。

【行业拐点】前文我们提到上一轮更新需求的高峰在 2011 年，按照 8 年-10 年的置换周期测算，本轮置换高峰本应该在 2019 年-2021 年左右来临。然而 2018 年底开始的中美贸易摩擦与 2020 年的新冠疫情打乱了本应到来的置换高峰，但是置换需求仍然存在，只是受外围影响因素会延后置换计划但并不会使得置换需求消失。因此，我们预计，



随着经济持续修复之下，企业资本开支计划增加，本轮缝制设备的置换高峰将在 2021 年到来。因此整体来看，我们认为 2021 年，缝制设备行业将重新步入恢复性增长周期。

【下游空间】上工申贝主攻高端缝制设备、中厚料缝制设备，在中厚料领域具有绝对优势。而中厚料缝制设备下游对应的不再是纺织服装行业，而是汽车、沙发、新材料等应用领域，我们认为随着本轮汽车周期的上行，尤其是新能源汽车进入成长期，将大幅拉动对中厚料缝制设备的需求。

【份额提升】目前世界缝纫机产业中心已转移至以中国、日本为代表的亚洲地区，并逐步形成了中国、德国、日本三足鼎立的格局。2020 年疫情一方面加速了全球缝制设备行业的出清，大量小微企业出局，行业面临重新洗牌，具备技术领先优势的龙头公司将充分受益抢占市场，提升市占率；另一方面，疫情对全球经济造成的冲击并未完全恢复，近期欧洲国家疫情抬头、以印度为代表的东南亚国家疫情爆发，而我国疫情控制全球领先，复苏早、复苏好，都使得大量订单回流国内，进一步利好国内缝制设备行业全球市占率的提升。

综上所述，我们预计 2021 年/2022 年/2023 年，公司营收分别为 34.02/38.39/44.14 亿元，归母净利润分别为 1.42/1.84/2.48 亿元，EPS 分别为 0.26/0.33/0.45 元，对应的 PE 分别为 23X/18X/13X，考虑未来随着产品放量+下游空间打开+智能化程度提升将带来行业市场空间打开叠加公司市占率提升的红利，给予 2021 年 25 倍市盈率，目标价 6.5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

五、风险提示

- 1.经济复苏不及的风险
- 2.行业恶性竞争超预期的风险。
- 3.跨国经营和整合的风险。
- 4.业绩预测不及预期的风险。
- 5.下游应用拓展不及的风险。


附录：公司财务预测表 (百万元)

资产负债表					现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,870	3,014	3,255	3,320	经营活动现金流	320	355	401	461
货币资金	1,056	1,992	2,393	2,805	净利润	109	161	203	269
应收账款	547	602	662	728	折旧摊销	106	117	131	141
其它应收款	110	120	130	141	财务费用	36	37	40	44
预付账款	49	54	59	65	其他	69	40	27	6
存货	863	949	1,044	1,148	投资活动现金流	-25	-15	-24	94
其他	246	-703	-1,033	-1,567	资产处置收益	40	71	0	0
非流动资产	1,807	2,349	2,466	2,589	其它	-65	-85	-24	94
长期股权投资	284	569	580	592	筹资活动现金流	66	596	24	-143
固定资产	694	833	1,083	1,300	短期借款	732	659	593	534
无形资产	241	265	291	320	长期借款	211	274	219	175
其他	587	682	511	377	其他	-876	-337	-788	-852
资产总计	4,677	5,362	5,721	5,909	现金净增加额	362	936	401	412
流动负债	1,498	1,349	1,214	1,092					
短期借款	732	659	593	534					
应付账款	317	323	330	336					
其他	450	367	291	222	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债	524	577	519	467	成长能力				
长期借款	211	274	219	175	营业收入	-4.54%	11.01%	12.83%	15.00%
其他	314	303	300	292	营业利润	20.17%	51.99%	25.97%	36.15%
负债合计	2,023	1,925	1,733	1,559	归属母公司净利	-1.43%	68.67%	28.98%	35.02%
少数股东权益	305	311	318	334	获利能力				
归属母公司股东权益	2,349	3,125	3,670	4,016	毛利率	24.77%	25.18%	25.87%	27.03%
负债和股东权益	4,677	5,362	5,721	5,909	净利率	3.57%	4.19%	4.79%	5.62%
					ROE	3.63%	5.89%	5.97%	7.00%
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	ROA	3.29%	6.00%	6.55%	7.86%
营业收入	3,065	3,402	3,839	4,414	偿债能力				
营业成本	2,305	2,545	2,846	3,221	资产负债率	43.25%	35.90%	30.29%	26.39%
营业税金及附加	21	17	18	18	净资产负债率	86.12%	61.60%	47.21%	38.83%
销售费用	262	286	321	371	流动比率	1.92	2.23	2.68	3.04
管理费用	231	238	257	291	速动比率	1.34	1.53	1.82	1.99
财务费用	36	37	40	44	营运能力				
资产减值损失	-39	-14	-26	-26	总资产周转率	0.67	0.68	0.69	0.76
公允价值变动收益	-13	-5	-6	-8	应收帐款周转率	5.68	5.92	6.07	6.35
投资净收益	44	36	43	41	应付帐款周转率	7.53	7.95	8.72	9.67
营业利润	121	184	232	316	每股指标(元)				
营业外收入	15	16	19	17	每股收益	0.15	0.26	0.33	0.45
营业外支出	2	3	2	2	每股经营现金	0.58	0.65	0.73	0.84
利润总额	134	198	249	330	每股净资产	8.52	9.77	10.43	10.77
所得税	24	37	46	61	估值比率				
净利润	109	161	203	269	P/E	38.71	22.95	17.79	13.18
少数股东损益	25	19	19	21	P/B	0.70	0.61	0.57	0.55
归属母公司净利润	84	142	184	248	P/S	1.06	0.96	0.85	0.74
EBITDA	207	301	363	457					

资料来源：Wind、公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

陈梦洁，硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席策略分析师，证书编号：S0300520100001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com