



## 国内膜材料龙头，盐湖提锂业务有望爆发

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1.我国膜产业高速发展，过去6年CAGR达13%，目前我国膜材料市场国内厂商供应占比仅为18%左右。公司是国内膜材料领先企业，已实现对国际龙头产品的替代，随着膜材料在国家战略层面重视程度提升，公司将受益国产替代增量。2.锂盐供需缺口短期难以缓解，我国碳酸锂价格超50万元每吨。在下游锂电池需求旺盛的背景下，上游锂矿产能将快速扩张，盐湖提锂空间广阔。3.公司是国内为数不多具备盐湖提锂反渗透膜生产能力的企业，已与盐湖提锂领域知名企业启迪清源开展长期合作，未来将极大受益盐湖锂矿扩产建设。
- 我国高端膜行业高速发展，国产化空间广阔。**我国已将高性能分离膜材料列入关键性战略材料，系未来发展的重点领域。据中国膜工业协会，过去6年我国膜行业复合增速达13%，预计2022年我国膜产业生产总值将超3600亿元，其中反渗透膜和纳滤膜占比超过50%。目前，我国反渗透膜国产化率仅为18%左右，市场被海外巨头所垄断，未来随着我国膜产业的高速发展，国产替代空间广阔。公司作为国内高端膜产业的领先企业，有望受益国产替代带来的增量。
- 碳酸锂价格维持高位，上游锂矿扩产规模有望扩大。**受锂矿扩产放缓等因素影响，锂矿供需缺口扩大，据隆众化工，截至22年9月，我国电池级碳酸锂市场价已达到50.5万元每吨，超去年同期价格的4倍以上。我们认为，上下游扩产周期错配导致的供需缺口在短期内难以缓解，锂盐市场出清还需要较长时间，在下游新能源车市场需求保持旺盛的背景下，上游锂矿产能将快速扩张。
- 公司是国内少数具备盐湖提锂膜生产能力的企业，已与客户开展长期合作。**我国锂矿资源较为丰富，其中超80%锂矿资源集中在青海和西藏的盐湖中，受环境和环保等因素的影响，盐湖膜法提锂将成为主要开采方式。公司针对各个盐湖不同特点进行定制化研发，已开发出“低温预处理盐湖卤水纳滤膜”、“高盐卤水浓缩膜”等专用技术。公司在盐湖膜法提锂领域具备技术领先优势，已与下游知名厂商启迪清源签署长期战略合作协议，随着公司膜法卤水提锂相关项目的落地，盐湖提锂业务有望成为公司强劲增长引擎。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为0.31元、0.87元、1.28元，公司盐湖提锂项目落地后业绩有望爆发。参考行业可比公司，给予公司2023年32倍估值，对应目标价27.84元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动、盐湖提锂项目推进不及预期、疫情影响等。

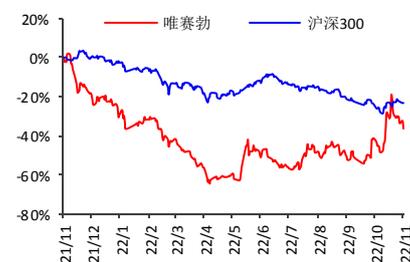
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	379.19	425.83	906.41	1212.18
增长率	20.92%	12.30%	112.86%	33.73%
归属母公司净利润(百万元)	50.48	53.14	151.85	223.13
增长率	7.96%	5.28%	185.73%	46.94%
每股收益EPS(元)	0.29	0.31	0.87	1.28
净资产收益率ROE	7.38%	7.32%	17.53%	21.01%
PE	79	75	26	18
PB	5.80	5.47	4.58	3.74

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 高宇洋  
执业证号: S1250520110001  
电话: 021-58351839  
邮箱: gyy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.74
流通A股(亿股)	0.54
52周内股价区间(元)	12.02-38.98
总市值(亿元)	39.70
总资产(亿元)	7.81
每股净资产(元)	3.94

### 相关研究

## 目 录

<b>1 膜分离技术核心部件供应商，多元化策略巩固产业链地位</b>	<b>1</b>
<b>2 我国膜产业高速增长，盐湖提锂空间广阔</b>	<b>5</b>
2.1 我国膜产业高速增长，国产替代加速推进	5
2.2 全球需求高涨推高锂价，盐湖提锂空间广阔	8
<b>3 国内膜材料领先企业，盐湖提锂业务有望爆发</b>	<b>11</b>
3.1 公司是国内膜材料领先企业，国产替代空间广阔	11
3.2 盐湖膜法提锂具备优势，公司实现技术突破业绩或迎爆发	13
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>15</b>
4.1 盈利预测	15
4.2 相对估值	16
<b>5 风险提示</b>	<b>16</b>

## 图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构情况 (截止 2022Q3) .....	2
图 3: 公司主要产品结构情况.....	2
图 4: 公司原材料采购占比 (2020) .....	3
图 5: 公司前五大供应商占比情况 (2021) .....	3
图 6: 公司前五大客户占比情况 (2020) .....	3
图 7: 公司直销经销占比情况 (2021) .....	3
图 8: 公司 2017-2022Q3 营收情况.....	4
图 9: 公司 2017-2022Q3 归母净利润情况.....	4
图 10: 公司 2017-2022Q3 毛利率及净利率情况 .....	4
图 11: 公司 2017-2022Q3 三项费用率情况 .....	4
图 12: 公司 2017-2022Q3 研发费用情况.....	5
图 13: 公司员工构成 (2021) .....	5
图 14: 纳滤膜应用示意图.....	5
图 15: 国内膜产业生产总值.....	6
图 16: 我国膜产业产品占比情况 (2020) .....	6
图 17: 膜材料处于膜产业链的上游关键位置 .....	7
图 18: 我国反渗透膜行业市场份额 (2020) .....	7
图 19: 全球新能源车销量.....	8
图 20: 全球智能手机 (左轴)、笔记本电脑和平板出货情况.....	8
图 21: 全球锂需求结构 (2020) .....	9
图 22: 全球锂需求预测 (碳酸锂当量) .....	9
图 23: 碳酸锂 (电池级) 价格走高 (元/吨) .....	9
图 24: 我国碳酸锂产量情况.....	9
图 25: 全球主要国家探明锂资源储量 .....	10
图 26: 我国主要省份锂资源分布情况 .....	10
图 27: 公司各类型产品已达到国际先进水平.....	12
图 28: 公司各产品营收情况.....	13
图 29: 公司各产品营收增速情况 .....	13
图 30: 纳滤膜反渗透提锂流程示意图 .....	14

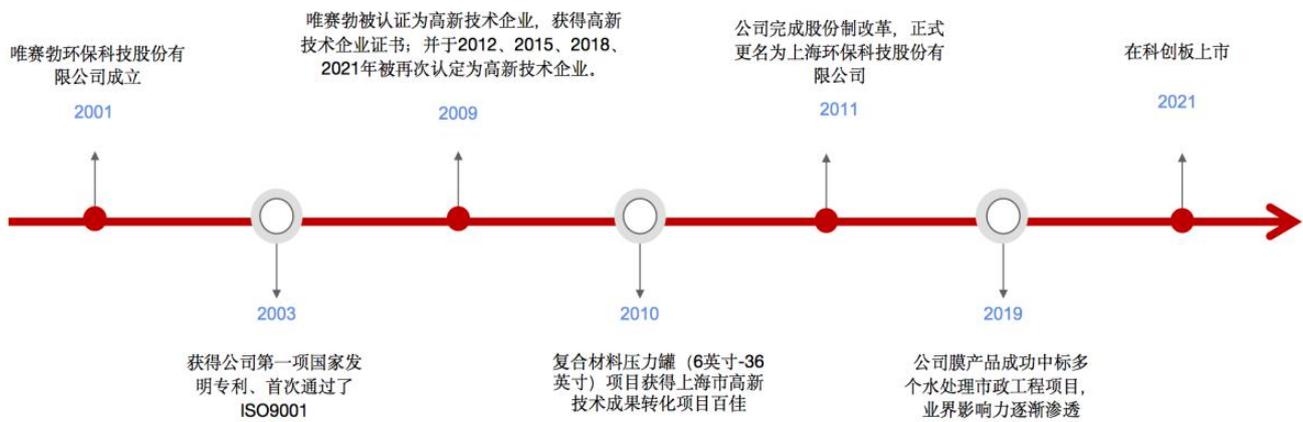
## 表 目 录

表 1: 各种类膜材料应用技术简要情况.....	6
表 2: 膜材料领域主要供应商.....	7
表 3: 锂行业相关重点政策.....	10
表 4: 公司在膜材料领域掌握核心技术.....	11
表 5: 公司产品主要应用领域.....	12
表 6: 公司产品在客户项目中已实现替代.....	13
表 7: 公司在研的盐湖提锂项目情况.....	14
表 8: 公司在研的盐湖提锂项目情况.....	14
表 9: 分业务收入及毛利率.....	15
表 10: 可比公司估值.....	16
附表: 财务预测与估值.....	17

## 1 膜分离技术核心部件供应商，多元化策略巩固产业链地位

**国内膜分离技术核心部件领先供应商。**上海唯赛勃环保科技股份有限公司成立于2001年，于2021年7月在创业板上市。公司是一家拥有高性能卷式分离膜及相关专业配套装备的高新技术企业，致力于成为国际领先的膜分离技术核心部件供应商。公司目前主要产品包括反渗透膜及纳滤膜系列产品、膜元件压力容器、复合材料压力罐等，是国内极少数同时开展三大类产品研发及规模化生产的企业。

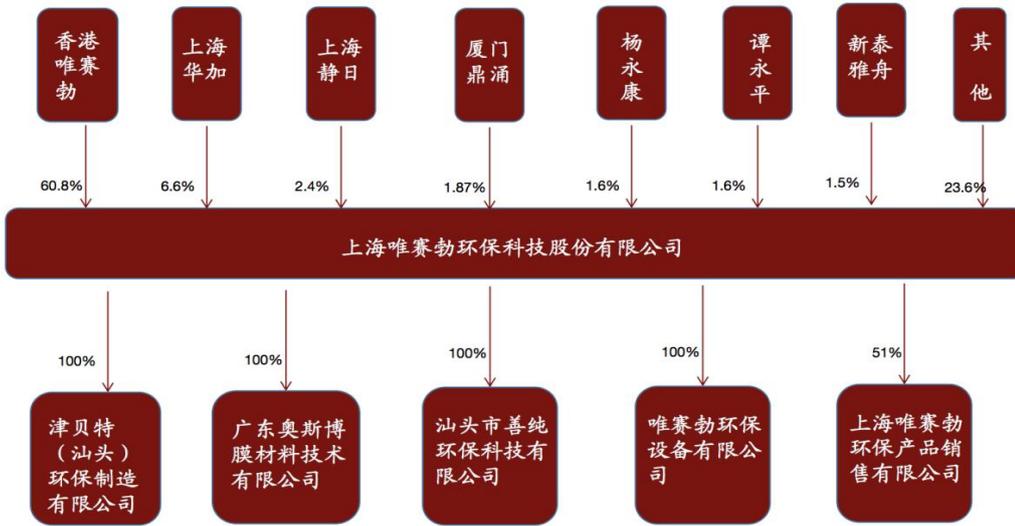
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

**股权结构集中，实控人稳定，子公司专注各自业务领域。**公司实际控制人谢建新通过香港唯赛勃、上海华加控制公司 89.9% 股份的表决权，股权高度集中。上市以来，公司核心技术人员未发生过变更，管理层稳定，利于公司长期发展。上海唯赛勃承担总部管理职能，专注于高性能膜材料研发、生产、销售；汕头奥斯博专注于反渗透膜及纳滤膜系列产品的研发、生产；汕头津贝特为公司产品提供配件；汕头善纯与唯赛勃环保设备分别作为反渗透膜及纳滤膜系列产品与复合材料压力罐和膜元件压力容器扩产基地；上海奥斯博为反渗透膜及纳滤膜系列产品的销售平台。

图 2：公司股权结构情况（截止 2022Q3）



数据来源：公司公告，西南证券整理

产品体系结构清晰，通过三大类产品研发及规模化生产的多元化产品策略，巩固公司在膜产业链上游的地位。公司处于膜分离技术产业链的上游，为下游各类型膜分离技术应用领域提供核心部件，是膜产业链中的核心价值环节。公司主要产品包括反渗透膜及纳滤膜系列产品、膜元件压力容器和复合材料压力罐。广泛应用于人居水处理、市政供水、零排放、海水淡化、超纯水制备等水处理领域以及盐湖提锂、生命科学、食品饮料等物料分离领域。

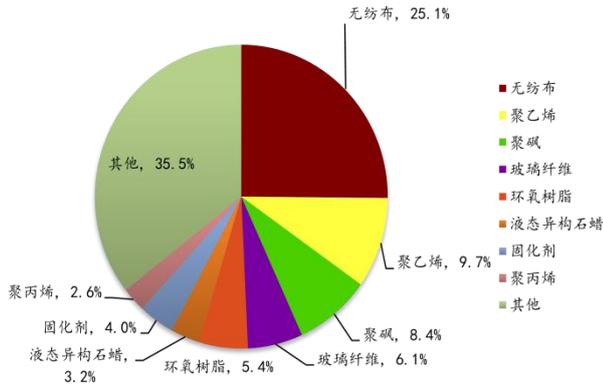
图 3：公司主要产品结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

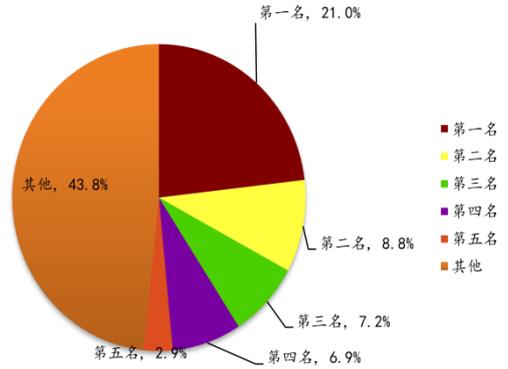
原材料结构稳定，无纺布为主要原料。公司主要原材料包括无纺布、聚乙烯、聚砜、玻璃纤维、环氧树脂等，原材料结构较为稳定。反渗透膜和纳滤膜均为多层复合结构，由无纺布基材、支撑层和脱盐层组成，其中，无纺布是生产反渗透膜及纳滤膜的基础材料，主要起到生产加工承载的作用，后续工艺、流程均在无纺布上继续操作。

图 4：公司原材料采购占比（2020）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司前五大供应商占比情况（2021）

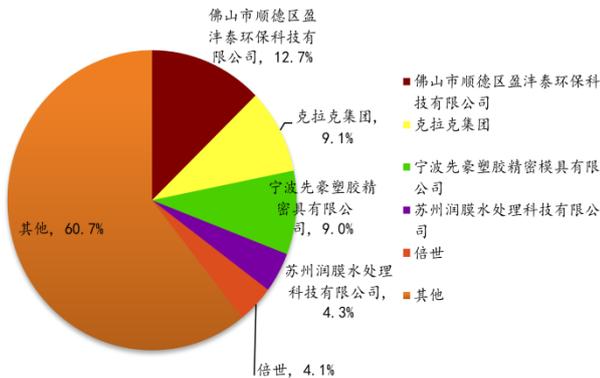


数据来源：公司公告，西南证券整理

产品品种和市场布局不断完善，已切入国际知名客户供应体系。公司复合材料容器已切入国际水处理界知名客户克拉克集团、康丽根、倍世和苏伊士的供应体系，同时国内市场占有率不断提升。家用膜系列产品方面，公司避开价格战的低端市场，定位高端市场，优质大客户占比持续提升。工业膜和纳滤膜方面，公司积极拓展相关产品在工业零排放和盐湖提锂领域的应用，开发和生产了多款针对性的产品，并在不同的项目上通过了运行测试和小批量销售，进一步丰富了公司的产品和客户结构。

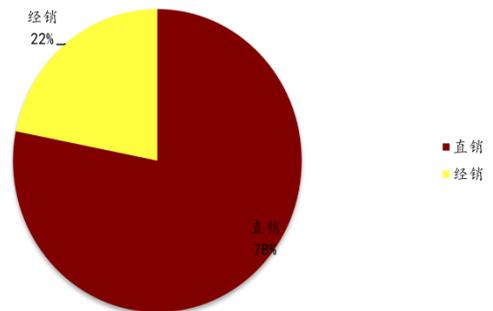
针对目标客户和销售市场的不同，公司采取直销和经销相结合的模式来实现公司产品的销售，直销模式下主要包含自有品牌销售模式和 ODM，2021 年公司直销占比 78%，经销占比 22%。

图 6：公司前五大客户占比情况（2020）



数据来源：公司公告，西南证券整理

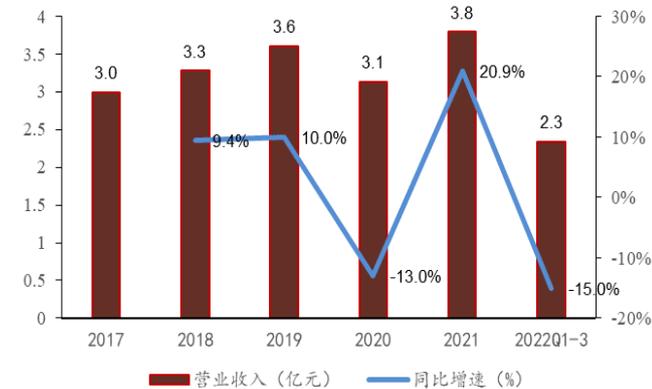
图 7：公司直销经销占比情况（2021）



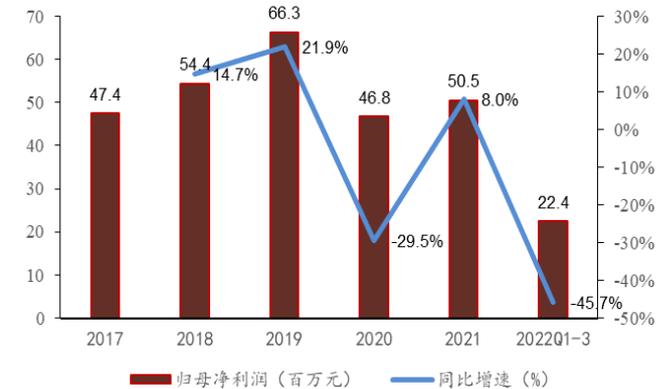
数据来源：公司公告，西南证券整理

疫情影响缓和，公司业绩增速恢复。22 年前三季度，公司实现营收 2.3 亿元，同比下降 15%，实现归母净利润 2240.7 万元，同比下降 45.7%。营收方面，高性能膜行业高速增长，公司营收波动主要是受到疫情影响，公司在手项目停工或延后，订单出现萎缩。但随着疫情好转以及公司积极开拓下游应用，营收增速逐步恢复，Q3 单季度公司实现营收 9402.7 万元，同比增长 12%。

利润方面，公司受海内外疫情、海运价格和上游原材料价格影响，归母净利润产生了较大波动。但随着外部不利影响消退，公司利润快速恢复，22Q3 单季度公司实现归母净利润 1551.7 万元，同比增长 51.4%，实现了较大幅度的反弹。我们认为，公司专注高性能膜行业，具有较高的技术壁垒，产品价格能够保持在较高水平，公司利润有望快速回升。

**图 8：公司 2017-2022Q3 营收情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 9：公司 2017-2022Q3 归母净利润情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

受上半年原材料价格走高和疫情影响，公司前三季度利润率承压。22 年前三季度，公司毛利率为 30.2%，净利率为 9.6%，同比分别减少 7.5pp/5.4pp。公司利润率下滑的主要原因是上游大宗商品价格上升、海运价格走高导致的成本端压力提升，以及疫情导致的订单萎缩和工厂停产。目前，原材料涨价逐步缓解、海运费大幅下降，公司在成本端的压力有所缓解。未来，随着疫情影响消退和盐湖提锂产品批量出货，公司利润率具有较高提升空间。

公司加大高层次人才引进，持续优化人才结构，相关费用有所增加。22 年前三季度，公司管理费用率为 13.5%，销售费用率为 1.6%，财务费用率为 -2.7%。公司不断加大团队建设力度，人力成本上升导致公司管理费用率有所增长。公司致力于降生产成本、提设备效率、优化人力结构、提高人均产值，除管理费用外，公司其余各项费用均控制良好。

**图 10：公司 2017-2022Q3 毛利率及净利率情况**

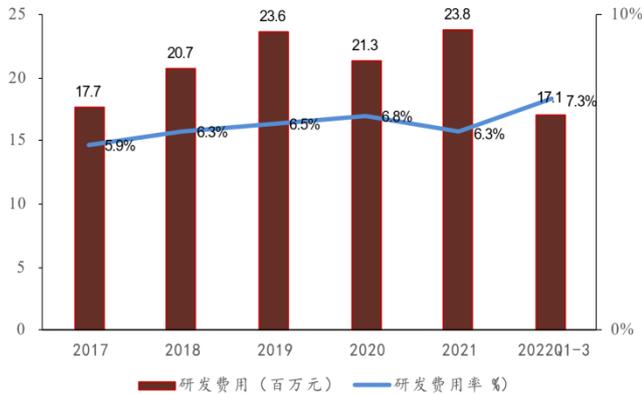

数据来源：Wind，西南证券整理

**图 11：公司 2017-2022Q3 三项费用率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

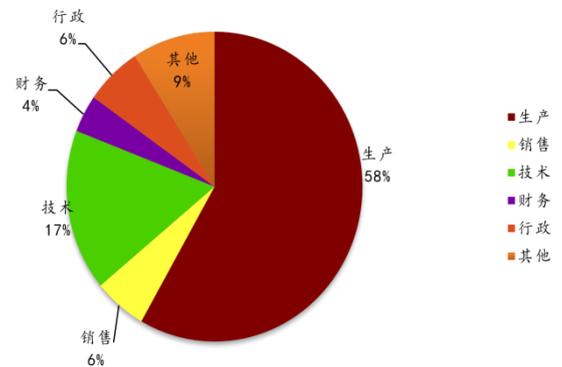
研发持续投入，技术团队扩大。2022 年前三季度，公司研发费用达 1711 万元，研发费用率提升至 7.3%，比 21 年全年提升 1pp。员工构成方面，截至 21 年，公司技术人员占比 17%，研发人数达到 82 人，其中博士 2 人，硕士 7 人，研发团队不断扩大。

图 12: 公司 2017-2022Q3 研发费用情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 公司员工构成 (2021)



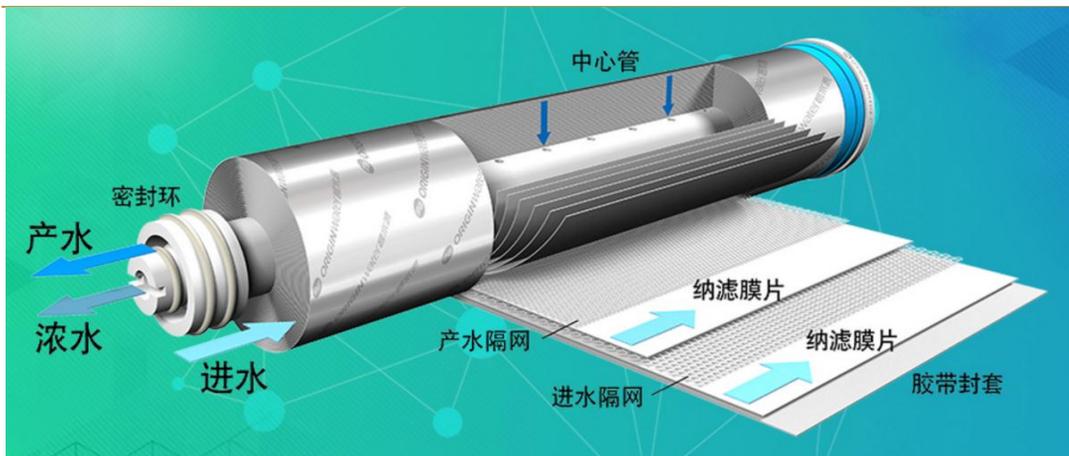
数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2 我国膜产业高速增长，盐湖提锂空间广阔

### 2.1 我国膜产业高速增长，国产替代加速推进

膜是具有选择性分离功能的材料。当膜两侧存在推动力时（如压力差、浓度差、电位差等），原料组分选择性地透过膜。利用膜的选择性分离可以实现不同液体或气体组分的分离、分级、浓缩与提纯。

图 14: 纳滤膜应用示意图



数据来源: 碧水源, 西南证券整理

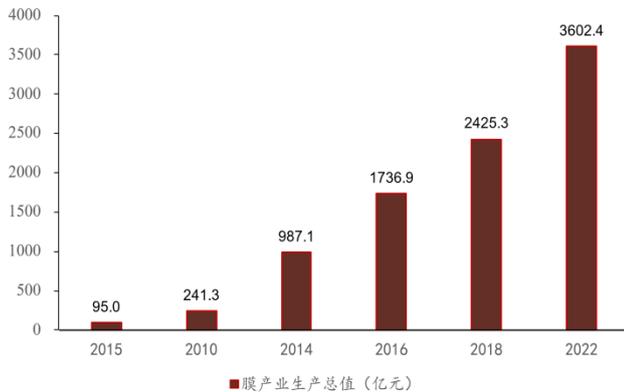
膜分离技术是利用膜材料实现物质分离的技术。膜分离技术是以膜材料为核心，利用膜的选择性分离功能实现的基于分子量级别的精细分离技术。膜分离技术可以根据目标物质分子量不同而实现分离，精度可以达到纳米级别，适用于产品的精制和深加工，已广泛应用于石油化工、医药、食品、电子、水处理与净化等领域。膜材料的性质和化学结构对膜分离性能起决定性地作用，根据膜孔径的大小或阻留微粒的表现尺寸从大到小可分为微滤膜、超滤膜、纳滤膜和反渗透膜。

**表 1：各种类膜材料应用技术简要情况**

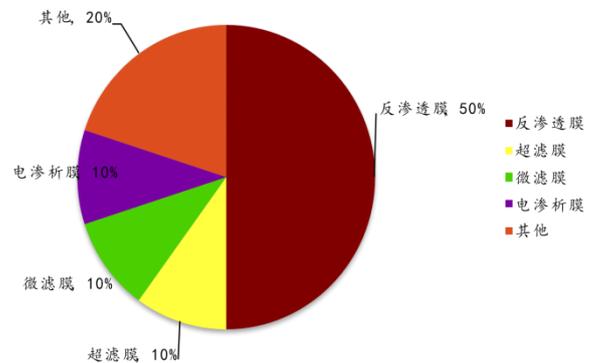
膜分离技术	孔径范围	过滤效果
微滤 (MF)	0.1–1.0 $\mu\text{m}$	从溶液中截留悬浮物、细菌类、微粒子、大分子有机物等，以达到净化、分离、浓缩的目的
超滤 (UF)	0.01–0.1 $\mu\text{m}$	截留分子量在 1,000–300,000，能对胶体、各类大分子（如蛋白质、各类醇、细菌、病毒、微粒子等）进行分离
纳滤 (NF)	0.001–0.01 $\mu\text{m}$	截留分子量在 200–1,000 的范围内，能对小分子有机物，二价离子等与水、无机盐进行分离
反渗透 (RO)	<0.001 $\mu\text{m}$ (半渗透性)	通过对溶液施加压力克服溶剂的渗透压，能够过滤掉溶液中的金属盐、有机物、细菌、胶体粒子、热原物质等

数据来源：公司公告，西南证券整理

我国膜产业高速增长，预计 22 年我国膜总产值超 3600 亿元。近年来，国家战略层面对新材料领域高度重视，《<中国制造 2025>重点领域技术路线图》将新材料列为未来发展的重点领域，并将高性能分离膜材料列入关键性战略材料。在国家层面政策的驱动下，国内膜技术应用快速发展，加快向美日等技术优势国家追赶步伐，据中国膜工业协会，近 15 年来中国膜产业高速增长，2019 年我国膜市场总产值达到 2773 亿元，预计 2022 年我国膜产业总产值将超过 3600 亿元。按产品结构来看，2020 年，反渗透膜与纳滤膜占据了我国膜产品 50% 的市场，超滤、微滤与电渗析各占 10%，剩下 20% 被气体分离膜、无机陶瓷膜、透气膜及其他类型所占据。

**图 15：国内膜产业生产总值**


数据来源：中国膜工业协会，西南证券整理

**图 16：我国膜产业产品占比情况 (2020)**


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

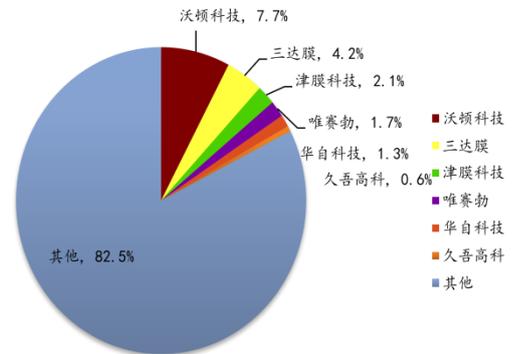
高性能膜材料是支撑下游多领域的战略材料，国产化提升空间广阔。在水资源处理、能源、工业升级、污染治理等领域，高性能膜材料在其中均起到关键作用。从膜行业整体竞争格局来看，国外巨头仍占据着全球高端分离膜的主要市场份额，基本主导了工业膜、海水淡化膜、物料分离膜等膜产品的市场。以反渗透膜为例，国内企业只占了全部市场份额的 18% 左右，随着国家对高性能膜材料技术重视程度的提升，国内厂商的市场份额有望快速增长。

图 17: 膜材料处于膜产业链的上游关键位置



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

图 18: 我国反渗透膜行业市场份额 (2020)



数据来源: Frost&Sullivan, 前瞻产业研究院, 西南证券整理

海外厂商占据先发优势, 国内厂商已实现部分赶超。海外厂商投入研发时间较早, 在技术储备、行业经验、品牌知名度、资金规模方面具备较强优势, 在国内市场具备垄断地位。国内以唯赛勃、时代沃顿、三达膜为主的膜材料厂商在相关技术方面实现突破, 在产水通量和脱盐率等关键性能指标方面实现了赶超, 随着国内厂商品牌力和行业经验的积累, 有望打破国外厂商垄断局面。

表 2: 膜材料领域主要供应商

企业名称	简介
杜邦水处理	杜邦水处理于 2019 年 4 月由陶氏水处理与杜邦安全与建筑事业部合并正式成立, 是世界上最大的高性能卷式分离膜供应商之一, 其 FILMTEC 品牌反渗透膜和纳滤膜以突出性能和稳定性良好著称, 在全球范围内广泛应用。
日本东丽	日本东丽 (TORAY) 株式会社成立于 1926 年, 是一家以有机合成化工、高分子化学, 以及生物化学为核心技术的综合高科技企业, 是世界上最早从事 RO 膜技术的企业之一, 早在二十世纪 60 年代就开始了膜技术的研究, 研究领域包括原材料的选用、制膜技术的开发以及膜元件构造的设计等。
苏伊士	苏伊士是一家法国公用事业公司, 主要从事水处理和废物管理行业。2017 年 9 月 30 日, 苏伊士正式完成了对通用电气水处理及工艺过程处理业务的收购, 并将该业务与苏伊士工业水务业务整合成为全新的业务单元“苏伊士水务技术与方案” (Suez Water Technologies & Solutions), 产品涉及超滤、反渗透膜元件、纳滤膜元件、滤芯、控制阀、高压泵、膜处理整机、家用饮用水系统等, 是全球最大的水务公司之一。
海德能	美国海德能公司创立于 1963 年, 1978 年实现了中空纤维和卷式反渗透膜的商品化, 自此进入到 RO 膜领域, 并于 1987 年被日东电工集团收购, 成为日东全球膜事业部的成员。经过数十年的发展, 海德能已成为全球拥有丰富经验的膜产品公司之一。
科氏	科氏成立于 1918 年, 业务遍及电力供应、原油开采、炼化、贸易、管道运输、农业和畜牧业、金融服务、道路沥青等。1977 年, 科氏收购了 ABCOR100% 的股权, 于 1985 年改名科氏滤膜系统公司。1998 年, 科氏收购了 Fluid System 流体公司, 该公司是世界上首支卷式反渗透膜(1963 年)和聚酰胺复合膜(1977 年)的发明者。
南方汇通	中国南车集团南方汇通股份有限公司是以膜法水处理业务为主、植物纤维综合利用和股权投资运营为辅的控股型上市公司。2001 年, 旗下控股子公司时代沃顿全套引进美国反渗透膜全流程生产线和工艺技术, 通过消化、吸收和创新, 研发制造的工业通用膜元件、海水淡化膜元件、抗污染膜元件、抗氧化膜元件和家用膜元件等产品畅销海内外。
三达膜	三达膜成立于 2005 年, 是中国膜技术开发与应用领域的开拓者, 早在 20 世纪 90 年代, 就开始在中国从事过程工业先进膜分离应用工艺开发, 将国外先进膜技术引入国内并进行大规模工业化应用。主要业务涉及工业料液分离、产品分离纯化、废水资源化、饮用水安全保障等领域, 应用于食品饮料、医药化工、生物发酵、冶金石化、水质净化、环境保护等多个行业, 面向实体经济、市政管理部门和终端净水家庭用户等, 是国内知名的集先进膜材料研发、特种分离膜技术应用、膜法水处理

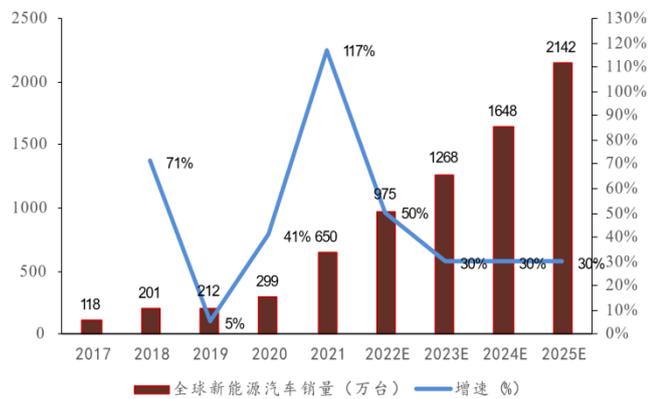
企业名称	简介
	和水务投资运营为一体的科技创新型企业。
沃顿科技	成立于 1999 年，是一家以膜法水处理业务为主、植物纤维综合利用和股权投资运营为辅的控股型上市公司。公司子公司时代沃顿科技有限公司研发制造的复合反渗透膜已经广泛应用于饮用纯水、食品饮料、医疗制药、市政供水处理、工业用高纯水、锅炉补给水、海水淡化、电子行业超纯水、废水处理与回用及物料浓缩提纯等行业，已经成为全球第二家拥有干式膜元件规模化生产能力的制造商。
唯赛勃	成立于 2021 年，是一家拥有高性能膜材料及相关专业配套装备原创技术、自主核心知识产权、核心产品研发制造能力的高新技术企业，致力于成为国际领先的膜分离技术核心部件供应商。主要产品包括反渗透膜及纳滤膜系列产品、膜元件压力容器、复合材料压力罐等，是国内极少数同时具备三大类产品研发及规模化生产能力的企业。

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 全球需求高涨推高锂价，盐湖提锂空间广阔

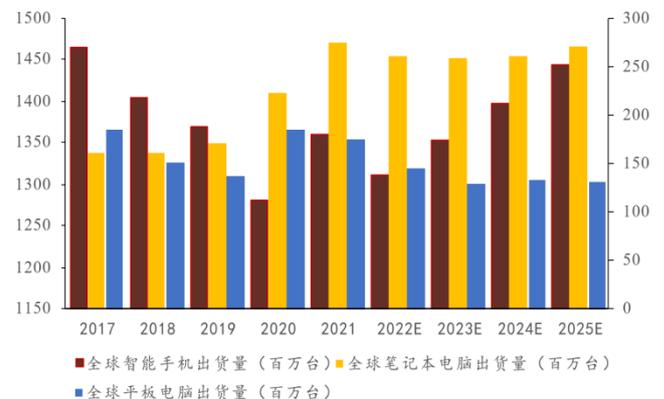
**新能源车和 3C 电子销售增长，锂电池需求将维持。** 锂离子电池具有能量密度高、比容量高、循环寿命长等优势，能够满足车载动力电池和消费电子电池的各项需求，被广泛应用于新能源汽车和各类电子产品中。据 IEA 等，预计到 2025 年全球新能源汽车销量将超 2000 万辆，22-25 年 CAGR 达 34.7%，全球智能手机、笔记本电脑和平板电脑的市场需求也将维持在较高水平，综合来看，全球锂电池的需求将持续提升。

图 19：全球新能源车销量



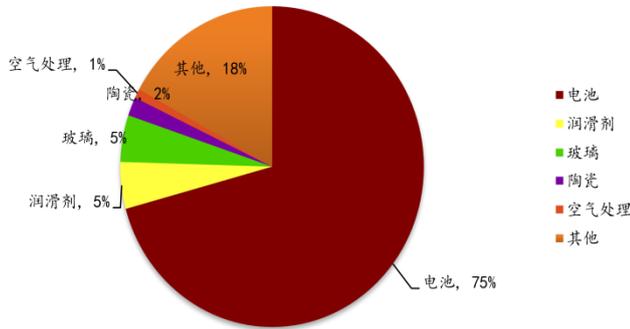
数据来源：IEA，西南证券整理

图 20：全球智能手机（左轴）、笔记本电脑和平板出货情况

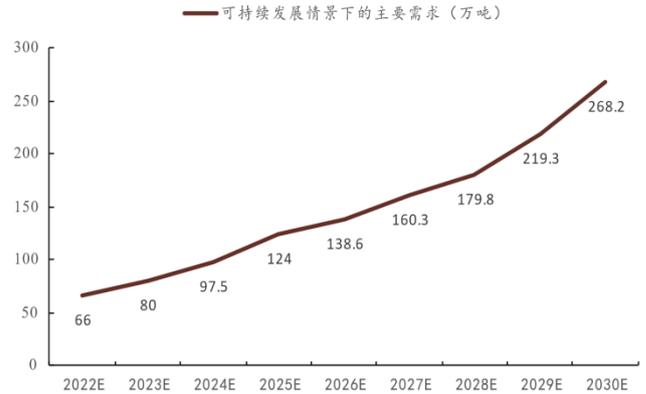


数据来源：IDC、Strategy Analytics，西南证券整理

**全球新能源转型推高锂矿需求，供需缺口或扩大。** 据 SMQ，动力电池对锂矿资源的需求占总体需求的 75%，新能源汽车的爆发极大地拉动了全球锂矿需求。据 IEA，到 2030 年全球锂需求将达到 268.2 万吨的碳酸锂当量，按照当前在建的锂矿产能，届时全球将出现 50% 的锂需求缺口。

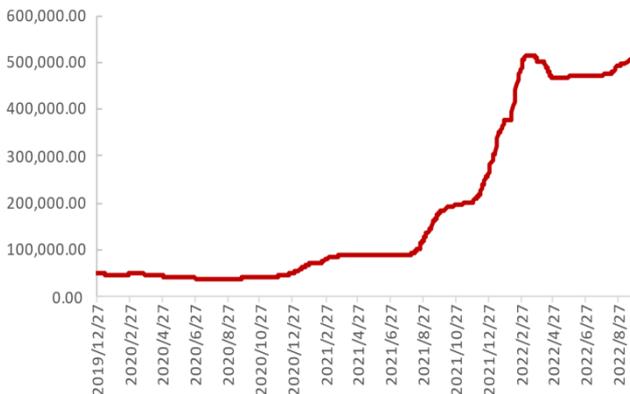
**图 21：全球锂需求结构（2020）**


数据来源：SQM，西南证券整理

**图 22：全球锂需求预测（碳酸锂当量）**


数据来源：IEA，西南证券整理

碳酸锂价格居历史高位，锂矿开采规模有望扩大。受物流运输受限、锂矿开采进度低于预期等因素影响，锂矿供需缺口扩大，据隆众化工，截至 2022 年 9 月 19 日，我国电池级碳酸锂市场价已达到 50.5 万元每吨，超去年同期价格的 4 倍以上。我们认为，上下游扩产周期错配导致的供需缺口在短期内难以缓解，锂盐市场出清还需要较长时间，在下游新能源车市场需求保持旺盛的背景下，上游锂矿产能将快速扩张。

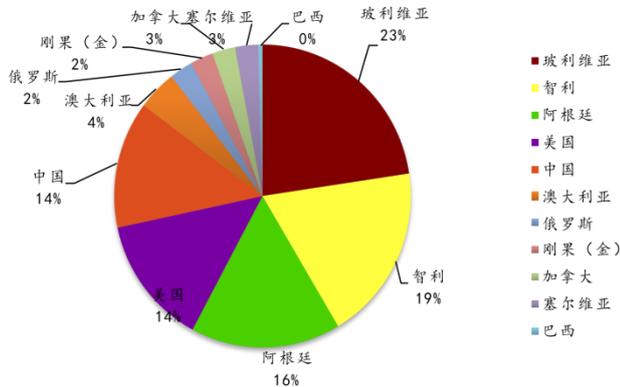
**图 23：碳酸锂（电池级）价格走高（元/吨）**


数据来源：隆众化工，西南证券整理

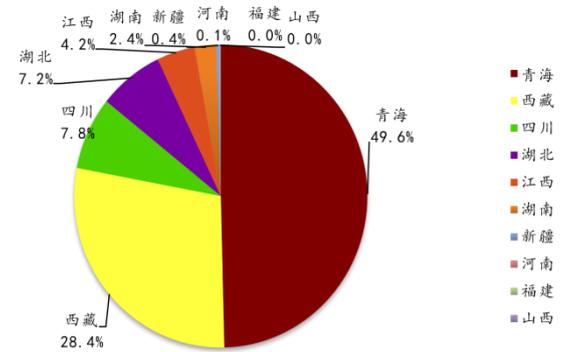
**图 24：我国碳酸锂产量情况**


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

我国盐湖锂资源主要集中在青海和西藏两地，盐湖提锂或迎爆发。根据自然资源部发布的《中国矿产资源报告 2022》，我国已探明锂矿（氧化物）储量约为 404.7 万吨，其中盐湖锂资源占比约 85%。青海和西藏两地盐湖锂资源储量占全国锂资源总储量的 80% 左右，其中青海盐湖锂资源基础资源量约为 753 万吨，占我国锂资源总量的 50%，西藏盐湖锂资源基础资源量约为 431 万吨，占比 28%。

**图 25：全球主要国家探明锂资源储量**


数据来源：美国地质调查局，西南证券整理

**图 26：我国主要省份锂资源分布情况**


数据来源：金属百科，西南证券整理

国家和地方对锂矿开采鼓励政策频出，盐湖提锂大环境良好。国家发改委等部委通过鼓励地方和外资进行产业投资和产业结构调整，同时我国锂资源丰富的省份也都发布了相关的引导政策，例如青海省发布了《关于应发青海省 2021 年度省级科技计划项目申报指南的通知》，提出要开展盐湖提锂和电池材料关键技术研究 and 产业化示范，22 年 1 月，青海省省长也在省十三届人大七次会议中提出，加快建设世界级盐湖产业基地是青海省 2022 年工作的首要重任。我国锂资源富集省份支持政策频出，盐湖提锂发展态势良好。

**表 3：锂行业相关重点政策**

时间	部门	政策	重点内容
2022.3.3	科技部等九部门	关于印发《“十四五”东西部科技合作实施方案》的通知	打造世界级盐湖产业基地。深化青海与天津、山东、安徽、重庆等省合作，健全盐湖产业上下游协同创新机制，提高盐湖钾、镁、锂等资源高值化开发利用技术与产业化水平，增强盐湖化工企业创新发展能力，推动数字盐湖、智慧盐湖建设，加快海西盐湖化工特色循环经济创新型产业集群发展，提升盐湖产业竞争力。
2021.1.18	国务院、国家发改委	《西部地区鼓励类产业目录》	在云南省发展滇中锂资源开发利用及产业链发展，在青海省开展钾、钠、镁、锂等盐湖资源综合利用、系列产品开发及副产物利用。
2020.12.27	国家发改委、商务部	《鼓励外商投资产业目录》	鼓励外商投资综合利用海水淡化后的浓海水制盐、提取钾、镁、锂机器深加工等海水化学资源高附加值利用技术研发，以及锂资源加工和相关锂产品的研发、制造。
2020.9.9	自然资源部	自然资源部对十三届全国人大三次会议第 2577 号建议的答复	完善深层地下卤水资源综合利用研究工作。优化盐田工艺能效和盐类分离提取方法，重点优化完善提锂技术方法，为推动地下卤水锂资源走向产业化提供技术支撑。
2020.9.8	国家发改委等四部门	关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见	实施新材料创新发展行动计划，提升稀土、钨钼、钨钼、锂等特色资源在开采、冶炼、深加工等环节的技术水平。
2020.6.29	青海省科学技术厅	关于应发青海省 2021 年度省级科技计划项目申报指南的通知	开发与完善电池级碳酸锂、新型锂电池正极材料、负极材料、电解液、隔膜材料、箔材料等技术以及高能量密度锂电池动力、储能电池技术，开展高镁锂比盐湖高效集锂与制取电池级锂盐关键技术和基于盐湖锂盐的锂离子材料合成与改性技术研究与产业化示范。

数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

### 3 国内膜材料领先企业，盐湖提锂业务有望爆发

#### 3.1 公司是国内膜材料领先企业，国产替代空间广阔

公司在膜材料研制、膜元件生产和复合材料压力容器领域具备技术优势。公司长期深耕膜材料领域，自 2011 年起开始进行膜材料产品的自主研发，已形成了完善的反渗透膜、纳滤膜产品体系。目前，公司产品的核心技术均来自自主研发，截至 22 年 6 月，公司已拥有知识产权 153 项，其中发明专利 8 项，实用新型专利 130 项，外观专利 10 项，软件著作权 5 项，已形成了完善的研发体系，具备技术优势。

表 4：公司在膜材料领域掌握核心技术

技术领域	技术名称	技术先进性	技术来源
膜材料研制	铸膜涂膜一体化生产线设备设计技术	协同设计由放卷、涂布、清洗、烘干、收卷等工艺设备构成的一体化反渗透膜生产线，布局合理，空间占用少，生产效率高	协同设计、集成创新
	聚酰胺反渗透膜/纳滤膜配方设计	通过改良配方生产的膜材料具有脱盐率高、产水通量高、稳定性强的特点	自主研发
	高分子改性技术	改性技术能够改善膜的亲水性、耐久抗污染性、物化稳定性（耐腐蚀性、耐热性和机械强度）	自主研发
	精密涂布技术	该方法涂布的膜片的厚度具有均一性，且表面光滑度更高，膜片聚砜支撑层厚度维持在理想范围	自主研发
	膜清洗机构设计技术	缩小清洗设备的长度以及占用面积，提高膜片的清洗效率	自主研发
	膜烘干技术	烘干效率高，成品膜片质量稳定	协同设计、集成创新
膜元件生产	膜元件生产机构设计及加工工艺技术	优化切边、涂胶、焊接卷膜及质检等工艺流程，提高膜元件生产效率，使膜元件成品性能维持在高水平	自主研发
复合材料压力容器结构设计	结构设计技术	拥有定制化设计和生产能力，承压性能等指标通过 NSF、ASME 等国际权威机构测试或认证	自主研发
复合材料加工制造	程序控制纤维缠绕技术		自主研发
	程序控制烘干固化技术		自主研发

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品实现了多个领域的拓展应用，市场空间广阔。公司膜及膜元件产品在下游民用、商业、市政、工业领域均实现了大规模批量应用，据公司招股说明书，2019 年公司产品应用的主要下游领域市场总规模已接近百亿元。随着人们生活品质的逐步提升、环保标准的逐步提高，公司膜产品下游空间将保持提升趋势。

国家发改委在 2021 年发布《关于推进污水资源化利用的指导意见》，提出到 2025 年全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到 25% 以上，京津冀地区达到 35% 以上；工业用水重复利用、畜禽粪污和渔业养殖尾水资源化利用水平显著提升；到 2025 年建成若干国家高新区工业废水近零排放科技创新试点工程。“零排放”一般采用双膜法（反渗透+纳滤膜），将显著拉动膜需求。据住建部，2021 年我国污水处理厂处理能力 2 亿立方米/日，以单只反渗透膜元件日均产水量 25 立方米、单价 3000 元计算，我国水处理膜市场存量约 240 亿元。假设每年替换其中 30% 的膜元件，则我国每年水处理膜需求达 72 亿元。

**表 5：公司产品主要应用领域**

应用领域	具体应用场景
人居水处理	人居水处理系统一般包括前置过滤器、净水机、软水机、直饮机等设备，通过逐级过滤使水质达到饮用水或其他生活用水标准。
污水处理	污水深度处理以达到更高的处理与排放要求或污水回用为目的，其中膜分离技术可以大幅度提高产水水质，是水深度处理尤其是再生水的主要工艺，可应用于市政污水、工业废水处理。
市政供水	原水通过混凝沉淀、砂滤、碳滤等预处理程序后，经高压泵施压通过纳滤系统，纳滤膜能够截留低分子有机物及重金属，并保留一定钠离子、氯离子等一价离子，产水达到生活用水及饮用水标准。
海水淡化	海水通过混凝沉淀、机械过滤或超滤、保安过滤等预处理环节后，通过反渗透系统去除水中的可溶性盐，产生淡水。
浓缩分离	纳滤膜在制药领域中抗生素树脂解析液的脱盐浓缩、维生素浓缩；食品领域中低聚糖、淀粉糖分离纯化、果汁浓缩、植物提取；在工业领域中金属、酸碱回收与净化、盐湖提锂等。
其他领域	超纯水制备，主要应用于半导体、液晶面板制造等尖端电子产业

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品性能达到国际先进水平，具备替代国际品牌实力。产水通量和脱盐率是衡量反渗透和纳滤膜产品性能的核心指标，目前国际先进水平的代表厂商有杜邦水处理/陶氏化学、日本东丽/蓝星东丽、苏伊士/GE。一般，脱盐率在一定水平上继续提高会导致产水通量的大幅下降，在保持高产水通量的同时，维持高脱盐率具有较大的技术难度，因而公司产品兼具高脱盐率和高产水通量，体现了公司产品核心技术的先进性，具备国产替代实力。

**图 27：公司各类型产品已达到国际先进水平**

产品类型	项目	唯赛勃	时代沃顿				杜邦水处理		日本东丽	测试条件	核心技术先进性的具体体现
海水淡化膜	基本信息	型号	SW-8040-HFHR	SW8040XL E-400	SW8040H R-400	SW8040 XHR-400	SW30ULE -400 (i)	SW30XLE-4 00 (i)	TM820V-4 00	测试压力 800psi、pH6.5-8、25°C、单支膜元件回收率 8%	
		有效膜面积 (ft <sup>2</sup> )	400	400	400	400	400	400	400		
	关键指标	流道宽度 (mil)	28	28	28	28	28	28	34		
		产水通量 (gpd)	13,000	11,000	7,500	6,000	11,000	9,000	9,000		
		稳定脱盐率 (%)	99.70	99.70	99.80	99.85	99.70	99.80	99.80		
低压苦咸水膜	基本信息	型号	BW-8040-HR	LP22-8040			BW30-400		TM720D-4 00	测试压力 225psi、2,000ppmNaCl 溶液、25 °C、pH6.5-8、单支膜元件回收率 15%	选取公司海水淡化膜、低压苦咸水膜和纳滤膜三类产品中的主流型号同竞争对手进行比较，在其他条件相同的情况下，公司产品在产水通量或脱盐率指标上与竞争对手整体处于同等水平
		有效膜面积 (ft <sup>2</sup> )	400	400			400		400		
	关键指标	流道宽度 (mil)	28	28			28		34		
		产水通量 (gpd)	10,500	10,500			10,500		11,000		
		稳定脱盐率 (%)	99.70	99.50			99.50		99.80		
抗污染膜	基本信息	型号	FR-8040-4 00 (34)	FR12-8040			BW30XFR-400/34 (i)		TML20D-4 00	测试压力 225psi、2,000ppmNaCl 溶液、25 °C、pH6.5-8、单支膜元件回收率 15%	
		有效膜面积 (ft <sup>2</sup> )	400	400			400		400		
	关键指标	流道宽度 (mil)	34	34			34		34		
		产水通量 (gpd)	10,500	10,500			11,500		11,500		
		稳定脱盐率 (%)	99.60	99.50			99.65		99.80		
纳滤膜	基本信息	型号	NF-8040-4 00DW (34)	VNF2-8040			NF90-400/3 4i	NF270-400/ 34i	TM620N-4 00	测试压力 70psi (时代沃顿 VNF2-8040 测试)	
		有效膜面积 (ft <sup>2</sup> )	400	400			400	400	400		

数据来源：招股说明书，西南证券整理

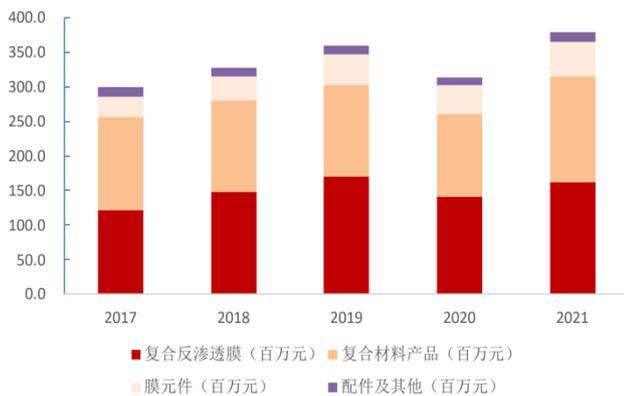
凭借技术实力及产品性能，公司已实现下游项目的国产替代。海外厂商凭借行业垄断地位及品牌效应，占据了大部分国内膜材料市场，膜材料领域国产厂商份额不足 20%。公司凭借技术实力和产品性能，市场认可度不断提升，已在下游大型客户项目中实现对国外龙头厂商的替代。

**表 6：公司产品在客户项目中已实现替代**

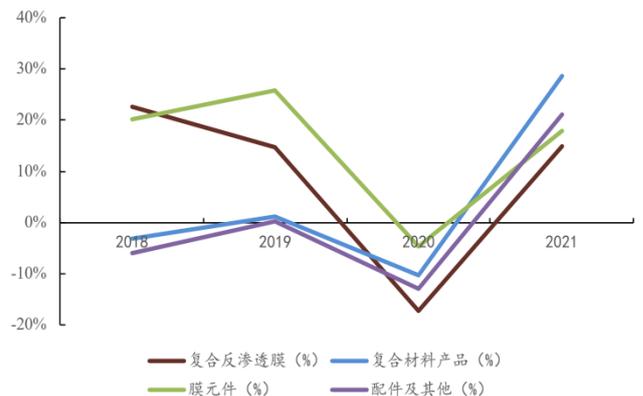
项目所属领域	客户名称	产品类型	历史采购境外品牌(已实现替代)	应用项目/场景
人居水处理	佛山市顺德区盈沣泰环保科技有限公司	高通量反渗透膜片 H 型号	法国苏伊士	用于净水机反渗透滤芯
污水处理	上海电气电站水务工程公司	反渗透膜元件 FR-8040	美国杜邦水处理	用于宝鸡众喜金陵河水泥有限公司厂内污水处理回用, 该项目产水量达 16 立方米/小时
	华能汕头海门发电有限责任公司	反渗透膜元件 FR-8040	美国海德能	华能海门电厂发电用水净化
	揭阳市表面处理生态工业园有限公司	反渗透膜元件 SW-8040-400/FR-8040-400 (34)	美国杜邦水处理	金属生态园电镀污水处理
	重庆国际复合材料有限公司	反渗透膜元件 FR-8040	美国海德能	生产加工污水净化处理
	呼伦贝尔金新化工有限公司	反渗透膜元件 SW-8040	美国杜邦	采用超滤+反渗透+海水淡化的工艺实现零排放
海水淡化	广东粤电靖海发电有限公司	反渗透膜元件 SW-8040	美国海德能	用于广东粤电靖海发电有限公司海水淡化供内部使用, 项目产水量达 165 立方米/小时
浓缩分离	荆州市科融环保设备股份有限公司	反渗透膜元件 SW-8040	美国杜邦水处理	用于精氨酸浓缩分离

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**疫情影响修复，各业务收入快速反弹。**公司 20 年各业务线均受疫情影响，增速下滑。随着疫情影响消退，公司加速研发和项目开展进度，各产品线有望恢复到较高增速。21 年公司反渗透膜、复合材料、膜元件业务线分别实现营收 1.6 亿元/1.5 亿元/0.4 亿元，分别同比增长 14.9%/28.5%/18%，未来随着国产替代和市场扩容，公司产品将保持高增速。

**图 28：公司各产品营收情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 29：公司各产品营收增速情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

### 3.2 盐湖膜法提锂具备优势，公司实现技术突破业绩或迎爆发

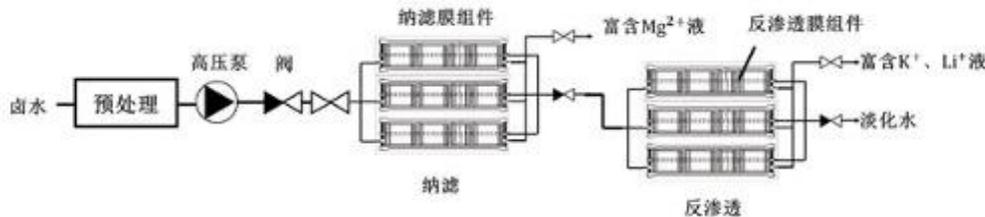
盐湖含离子浓度差异决定提锂技术路线的异同。盐湖提锂一般是在生产过钠、钾后的老卤中进行的，进行锂富集后经过蒸发、除镁、浓缩后提取锂离子进而制备碳酸锂，盐湖含锂量、杂质比和制备成本决定了不同盐湖采取的提锂技术路线。

**表 7：公司在研的盐湖提锂项目情况**

技术路线	适合卤水浓度	比较优势	实施难度
煅烧法	锂浓度大于 8-9g/L	利于综合利用锂镁等资源，原料消耗少	设备腐蚀损耗大、燃烧产生废气污染、能源消耗大
萃取法	适合处理高镁高锂，锂浓度大于 2g/L	适合从相对较高镁锂比盐湖卤水中提取盐酸锂	对设备腐蚀损耗大、物料分离难度高、需要配套产酸设施，污染严重、萃取剂残留污染环境
沉淀法	锂浓度大于 0.5g/L	直接晾晒即可得到粗矿	修建盐田需要大面积平坦地形，高原盐湖往往不具备合适条件
膜分离	高镁锂比 (300:1)，锂浓度高于 1g/L	<b>膜分离技术兼有分离、浓缩、纯化和精制的功能，能达到高效、节能、环保、分子级过滤，适用于高镁锂比卤水。</b>	膜污染高、维护成本高
吸附法	高镁低锂 (500:1)，锂浓度大于 0.1g/L	适用于高镁低锂卤水中锂的分离	淡水消耗高、溶损严重、选择性弱

数据来源：OFweek，西南证券整理

**膜法镁锂分离效果好，盐湖提锂膜空间广阔。**青海盐湖卤水锂资源总量虽高，但由于镁锂比高，杂质多等特点，锂含量品位低，直接影响我国对锂资源的开采。膜分离工艺具有镁锂分离效果好，工艺绿色环保，无高压、易燃、易爆等危险工序，工艺安全度高，工艺流程短，生产成本低等特点。膜分离技术已成为盐湖提锂的主流技术路线，能够降低后续提锂的难度，随着我国盐湖提锂产能增长，膜产业将迎来巨大增量。

**图 30：纳滤膜反渗透提锂流程示意图**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司积极在青海和西藏盐湖地区布局，定制化研发盐湖提锂反渗透膜。西藏和青海地区盐湖资源丰富，膜法提锂空间广阔。公司积极在两地盐湖布局，针对每个盐湖不同特点进行定制化研发，已开发出“低温预处理盐湖卤水纳滤膜”、“高盐卤水浓缩膜”、“锂矿石回收提锂装置”等专用技术并申请了相关专利。公司在膜领域技术领先，盐湖提锂有望成为公司未来成长的强劲引擎。

**表 8：公司在研的盐湖提锂项目情况**

项目名称	预计投入规模	阶段性成果	拟达到目标	技术水平	应用前景
用于工业零排放及盐湖提锂的高压纳滤膜的开发	335 万元	开发了数款膜元件，已在实际盐湖卤水试用	实现镁锂分离，硼锂分离分盐 ( $\text{Na}_2\text{SO}_4/\text{NaCl}$ )	国内领先，国际一流水平	工业零排放，盐湖提锂

数据来源：Wind，西南证券整理

公司已成为启迪清源青海盐湖项目关键供应商，未来有望加速拓展。2019 年，公司成为启迪清源“青海湖 2 万吨/年碳酸锂膜法分离浓缩精制 BOT 项目”关键部件供应商，2020 年，公司与启迪清源签署战略合作协议，在膜法卤水提锂、冶金行业水处理及特种分离领域开展长期战略合作。公司已在盐湖膜法提锂领域实现关键突破，未来公司有望抓住锂电产业发展机遇，快速推动盐湖提锂领域的技术研发和产业化应用，相关业务有望爆发。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：我国膜产业高速发展，公司作为我国反渗透膜领先企业，在人居水处理、市政供水等传统水处理领域具备竞争优势，随着国内膜产业进口替代的持续推进，预计公司传统水处理业务销售增速保持稳定。22-24 年复合材料压力罐销售增速为 19%/20%/21%；膜元件及压力容器销量增速均为 19%，随着玻璃纤维等主要原材料价格下降，两类产品毛利率预计均将有所回升。

假设 2：我国 80% 的锂矿资源集中在青海和西藏盐湖中，盐湖膜法提锂的空间广阔。公司自 2019 年进军盐湖提锂业务，针对西藏盐湖公司研发了低温预处理盐湖卤水纳滤膜、高盐卤水浓缩膜等产品，据证券时报，西藏扎布耶盐湖、结则茶卡盐湖已引进该系列纳滤膜测试。据西藏矿业，扎布耶盐湖二期将在 23 年投产。我们预计公司盐湖提锂领域产品有望在 23 年转化业绩，相关膜产品销量将迎来爆发增长，22-24 年反渗透及纳滤膜片销售增速为 10%/250%/30%，反渗透及纳滤膜元件销售增速为 5%/200%/60%。盐湖提锂膜产品为公司独家开发并申请了专利保护，毛利率将高于传统产品，预计上述两类产品毛利率均逐步提升。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
复合材料压力罐	收入	153.7	177.4	206.5	242.4
	增速	28.6%	15.4%	16.4%	17.4%
	毛利率	30.0%	30.0%	32.0%	32.0%
反渗透及纳滤膜片	收入	116.8	124.6	457.8	613.0
	增速	13.4%	6.7%	267.5%	33.9%
	毛利率	42.0%	42.0%	43.5%	45.0%
反渗透及纳滤膜元件	收入	44.8	49.4	155.6	256.4
	增速	19.1%	10.3%	215.0%	64.8%
	毛利率	35.5%	36.0%	37.0%	38.0%
膜元件及压力容器	收入	49.9	57.6	67.2	79.2
	增速	18.0%	15.4%	16.6%	17.8%
	毛利率	23.3%	25.0%	25.0%	25.0%
配件及其他	收入	14.1	16.9	19.4	21.4
	增速	20.1%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	68.1%	61.9%	65.0%	63.4%
合计	收入	379.2	425.9	906.5	1212.3
	增速	20.7%	12.3%	112.9%	33.7%
	毛利率	34.9%	34.8%	38.9%	39.9%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取国内膜行业中与公司业务相近的三家公司作为可比公司，分别为久吾高科、蓝晓科技和沃顿科技，三家公司 23 年平均 PE 为 31.92 倍。结合可比公司估值和公司在盐湖提锂业务的成长性，我们在给予公司 2023 年 32 倍 PE，对应目标价 27.84 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			22E	23E	24E	22E	23E	24E
300631.SZ	久吾高科	32.10	0.48	0.83	1.17	66.88	38.67	27.44
300487.SZ	蓝晓科技	74.00	1.58	2.26	2.85	46.84	32.74	25.96
000920.SZ	沃顿科技	9.74	0.33	0.40	0.51	29.52	24.35	19.10
平均值						47.75	31.92	24.17
688718.SH	唯赛勃	22.85	0.31	0.87	1.28	74.71	26.15	17.79

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2022 年 11 月 22 日

## 5 风险提示

原材料价格波动、盐湖提锂项目推进不及预期、疫情影响等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	379.19	425.83	906.41	1212.18	净利润	50.48	53.14	151.85	223.13
营业成本	246.71	277.67	554.24	728.04	折旧与摊销	25.07	56.30	56.30	56.30
营业税金及附加	4.35	3.97	8.83	12.35	财务费用	2.30	1.67	4.64	4.84
销售费用	6.13	10.65	18.13	24.24	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	78.87	69.41	145.03	185.46	经营营运资本变动	-52.51	-15.04	-171.10	-118.39
财务费用	2.30	1.67	4.64	4.84	其他	15.42	0.06	1.98	-1.01
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>40.75</b>	<b>96.14</b>	<b>43.66</b>	<b>164.86</b>
投资收益	-0.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	-166.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.06	0.06	0.05	其他	53.77	-15.33	-6.15	-9.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-112.33</b>	<b>-15.33</b>	<b>-6.15</b>	<b>-9.22</b>
<b>营业利润</b>	<b>62.18</b>	<b>62.52</b>	<b>175.61</b>	<b>257.29</b>	短期借款	-19.64	-14.98	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.48	-1.77	-2.02	-2.22	长期借款	-0.80	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>57.71</b>	<b>60.75</b>	<b>173.58</b>	<b>255.07</b>	股权融资	202.80	0.00	0.00	0.00
所得税	7.23	7.61	21.74	31.94	支付股利	0.00	-10.91	-11.49	-27.35
净利润	50.48	53.14	151.85	223.13	其他	2.83	-1.72	-3.84	-4.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>185.18</b>	<b>-27.61</b>	<b>-15.33</b>	<b>-31.39</b>
归属母公司股东净利润	50.48	53.14	151.85	223.13	<b>现金流量净额</b>	<b>112.27</b>	<b>53.20</b>	<b>22.19</b>	<b>124.25</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	130.75	183.95	206.14	330.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	96.95	116.48	236.92	319.98	销售收入增长率	20.92%	12.30%	112.86%	33.73%
存货	84.63	95.25	188.12	248.74	营业利润增长率	17.30%	0.54%	180.89%	46.51%
其他流动资产	38.89	49.90	91.06	119.47	净利润增长率	7.96%	5.28%	185.73%	46.94%
长期股权投资	4.64	4.64	4.64	4.64	EBITDA 增长率	13.84%	34.55%	96.32%	34.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	333.04	285.19	237.33	189.48	毛利率	34.94%	34.79%	38.85%	39.94%
无形资产和开发支出	67.82	59.68	51.53	43.39	三费率	13.07%	19.19%	18.51%	17.70%
其他非流动资产	23.80	31.99	40.19	48.38	净利率	13.31%	12.48%	16.75%	18.41%
<b>资产总计</b>	<b>780.52</b>	<b>827.07</b>	<b>1055.93</b>	<b>1304.48</b>	ROE	7.38%	7.32%	17.53%	21.01%
短期借款	14.98	0.00	0.00	0.00	ROA	6.47%	6.43%	14.38%	17.10%
应付和预收款项	42.57	58.91	115.21	149.33	ROIC	11.21%	10.06%	25.45%	30.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.62%	28.30%	26.10%	26.27%
其他负债	38.64	42.44	74.65	93.31	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>96.19</b>	<b>101.36</b>	<b>189.86</b>	<b>242.64</b>	总资产周转率	0.56	0.53	0.96	1.03
股本	173.75	173.75	173.75	173.75	固定资产周转率	2.10	2.43	7.12	15.27
资本公积	250.58	250.58	250.58	250.58	应收账款周转率	5.25	5.03	6.59	5.50
留存收益	259.15	301.38	441.74	637.51	存货周转率	3.33	3.09	3.88	3.31
归属母公司股东权益	684.33	725.71	866.07	1061.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.26%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>684.33</b>	<b>725.71</b>	<b>866.07</b>	<b>1061.84</b>	资产负债率	12.32%	12.26%	17.98%	18.60%
负债和股东权益合计	780.52	827.07	1055.93	1304.48	带息债务/总负债	15.57%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.09	4.94	4.06	4.43
					速动比率	3.11	3.89	3.00	3.35
					股利支付率	0.00%	20.53%	7.57%	12.26%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.29	0.31	0.87	1.28
					每股净资产	3.94	4.18	4.98	6.11
					每股经营现金	0.23	0.55	0.25	0.95
					每股股利	0.00	0.06	0.07	0.16
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	89.55	120.49	236.55	318.43					
PE	78.65	74.71	26.15	17.79					
PB	5.80	5.47	4.58	3.74					
PS	10.47	9.32	4.38	3.28					
EV/EBITDA	42.76	31.09	15.71	11.25					
股息率	0.00%	0.27%	0.29%	0.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn