

投资评级 优于大市 首次覆盖

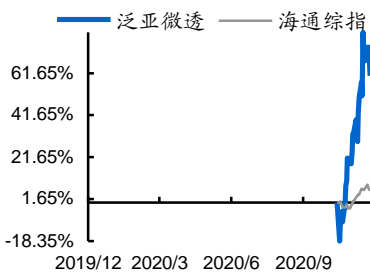
主营 ePTFE 膜，进口替代空间广阔

股票数据

12月01日收盘价(元)	75.99
52周股价波动(元)	35.60-87.45
总股本/流通A股(百万股)	70/14
总市值/流通市值(百万元)	5319/1083

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	34.9	-	-
相对涨幅(%)	29.2	-	-

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 刘海荣

Tel: (021)23154130

Email: lhr10342@htsec.com

证书: S0850517080010

投资要点:

- 主营 ePTFE 膜，下游应用广泛。**公司主要从事膨体聚四氟乙烯膜 (ePTFE) 等微观多孔材料的改性、复合，开发具有特殊声、电、磁、热、防水透气、气体管理、耐候耐化学等特性的组件产品。公司主营产品 ePTFE 膜目前被广泛应用汽车、消费电子、新能源、安防、航空航天、电缆、包装、医疗、服装、化工等众多行业。2019 年公司实现营收 2.45 亿元，同比增长 17.47%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比增长 42.98%。
- 车用 ePTFE 膜实现进口替代，近期切入日、韩、德系主机厂。**公司主营产品透气栓、透气膜主要用于汽车灯 (前大灯、雾灯、尾灯、高位刹车灯)、雨刷电机、ECU 等部位。目前公司透气栓、透气膜产品已经实现进口替代，主要客户包括华域视觉、法雷奥、星宇车灯、燎旺车灯等。近期公司成功拓展了斯坦雷、三立车灯以及海拉车灯，意味着公司产品正式进入日系、韩系以及德系高端品牌汽车供应链。根据公司测算，2019 年国内车灯透气产品市场规模约 1.85 亿元，公司市占率约为 25%。
- 消费电子用耐水压透声膜，进口替代空间广阔。**公司的耐水压透声膜主要用于智能手机、手表、手环、摄像头等消费电子产品，能使电子产品达到 IP67、IP68 的防水防尘等级。根据公司测算，2019 年全球耐水压透声膜市场规模在 25.53-66.38 亿之间，公司市占率仅为 0.24-0.61%，未来进口替代空间非常广阔。目前公司产品已经进入小米、华为、Google 等品牌的可穿戴设备供应链体系，未来随着在其他品牌和产品领域的拓展，有望保持高速发展。
- 新产品 CMD 应用空间广阔，公司有望充分受益。**公司研发的创新型产品 CMD 主要功能是解决狭小密闭空间内的凝露问题，目前主要应用于车灯内替代行业传统解决方案，大幅降低下游客户成本。目前已实现对星宇车灯、赛迈科技等客户的批量供货，终端客户覆盖奇瑞汽车、一汽轿车、东风越野车等主机厂。除此以外，CMD 泄压阀还能应用于新能源动力电池包，公司目前已经获得宁德时代的订单，未来将应用于戴姆勒的新能源车型。根据测算 2019 年 CMD 潜在的全球市场规模约为 34.88 亿元，其中国内市场规模约 9.77 亿元，未来随着行业渗透率提升，公司该业务发展空间广阔。
- 盈利预测与估值区间。**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.87、1.18、1.66 元/股，结合可比公司估值，按照 2021 年 15-18 倍 PS，对应合理价值区间 71.05-85.26 元；综合考虑后，给予 2021 年 65-70 倍 PE，对应合理价值区间 76.7-82.6 元，首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。**下游汽车需求下滑、新产品放量不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	209	245	281	332	409
(+/-)YoY(%)	13.7%	17.5%	14.5%	18.0%	23.3%
净利润(百万元)	31	44	61	82	116
(+/-)YoY(%)	41.5%	43.0%	39.8%	34.9%	40.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.44	0.62	0.87	1.18	1.66
毛利率(%)	44.8%	46.8%	49.6%	52.7%	56.6%
净资产收益率(%)	11.8%	15.5%	9.7%	11.6%	14.1%

资料来源: 公司年报 (2018-2019)、海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

公司产品结构中消费电子微透产品、气体管理产品以及 CMD 为高增长业务，其余为稳定增长业务，因此我们的盈利预测如下：

(1) 汽车微透产品、汽车密封条 2020-2022 年销量保持 10% 稳定增长，价格毛利率保持稳定。挡水膜、吸隔声产品 2020-2022 年销量保持 5% 稳定增长，价格毛利率保持稳定。

(2) 消费电子微透产品即耐水压透声膜目前基数较低，未来随着在新客户和新领域的不断拓展，2020-2022 年销量保持 80% 复合增长，价格保持不变，毛利率随着产量增大略有所上升。

(3) CMD 产品目前基数较低，随着下游渗透率不断提高，2020-2022 年销量保持翻倍增长，产品价格和毛利率保持不变。

(4) 气体管理产品 2020-2022 年销量保持 30% 复合增长，价格和毛利率保持不变。

表 1 2020-2022 年泛亚微透分业务盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
汽车微透产品				
销售收入 (百万元)	48	53	58	64
毛利率 (%)	73%	74%	74%	74%
销售成本 (百万元)	13	14	15	17
耐水压透声膜				
销售收入 (百万元)	16	29	51	93
毛利率 (%)	84%	85%	85%	85%
销售成本 (百万元)	3	4	8	14
汽车密封条				
销售收入 (百万元)	57	62	68	75
毛利率 (%)	30%	31%	31%	31%
销售成本 (百万元)	40	43	47	52
挡水膜				
销售收入 (百万元)	49	51	54	57
毛利率 (%)	37%	37%	37%	37%
销售成本 (百万元)	31	32	34	36
吸隔声产品				
销售收入 (百万元)	44	47	49	51
毛利率 (%)	27%	27%	27%	27%
销售成本 (百万元)	32	34	36	38
气体管理产品				
销售收入 (百万元)	15	20	26	34
毛利率 (%)	74%	74%	74%	74%
销售成本 (百万元)	4	5	7	9
CMD				
销售收入 (百万元)	3	5	11	21
毛利率 (%)	76%	76%	76%	76%
销售成本 (百万元)	1	1	3	5
其他				
销售收入 (百万元)	14	14	14	14
毛利率 (%)	45%	45%	45%	45%
销售成本 (百万元)	7	8	8	8
合计				
销售收入 (百万元)	245	281	332	409
毛利率 (%)	47%	50%	53%	57%
销售成本 (百万元)	130	142	157	177

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表2 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PS 2021E
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
雅克科技	002409.SZ	58.37	0.63	0.94	1.21	1.55	93	62	48	38	7
安集科技	688019.SH	315.7	1.24	2.46	2.95	3.85	255	128	107	82	29
华特气体	688268.SH	65.25	0.6	0.85	1.09	1.38	109	77	60	47	7
平均							152	89	72	56	14

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为2020年12月01日收盘价, 每股收益均为WIND一致预期, PEG中PE为2022年一致预期, 增长率为2019-2022年一致预期复合增长率

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	245	281	332	409
每股收益	0.62	0.87	1.18	1.66	营业成本	130	142	157	177
每股净资产	4.03	8.97	10.15	11.81	毛利率%	46.8%	49.6%	52.7%	56.6%
每股经营现金流	0.62	0.98	1.65	1.99	营业税金及附加	3	4	4	5
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
价值评估 (倍)					营业费用	18	20	24	30
P/E	98.62	70.53	52.29	37.11	营业费用率%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
P/B	15.30	6.87	6.07	5.22	管理费用	24	27	32	39
P/S	13.19	15.35	13.01	10.55	管理费用率%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
EV/EBITDA	0.69	38.31	28.36	24.18	EBIT	56	72	95	133
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	3	2	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.3%	0.6%	0.0%	0.0%
毛利率	46.8%	49.6%	52.7%	56.6%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	17.8%	21.8%	24.9%	28.4%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	15.5%	9.7%	11.6%	14.1%	营业利润	51	70	95	133
资产回报率	10.3%	8.8%	10.5%	12.7%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	13.9%	10.0%	11.6%	14.1%	利润总额	51	70	95	133
盈利增长 (%)					EBITDA	73	106	146	176
营业收入增长率	17.5%	14.5%	18.0%	23.3%	所得税	7	9	12	17
EBIT 增长率	44.3%	28.7%	32.3%	40.3%	有效所得税率%	13.5%	12.5%	13.0%	12.7%
净利润增长率	43.0%	39.8%	34.9%	40.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	44	61	82	116
资产负债率	33.7%	9.8%	9.4%	9.8%					
流动比率	1.19	6.63	5.26	3.40	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.86	5.82	4.43	2.65	货币资金	15	259	173	63
现金比率	0.11	3.99	2.47	0.73	应收账款及应收票据	92	105	124	153
经营效率指标					存货	45	50	56	62
应收账款周转天数	121.61	114.35	116.00	117.32	其它流动资产	15	16	16	16
存货周转天数	124.60	128.65	129.29	127.51	流动资产合计	166	430	368	295
总资产周转率	0.58	0.40	0.42	0.45	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.25	1.62	2.30	3.23	固定资产	196	173	144	126
					在建工程	21	31	181	381
					无形资产	39	58	87	112
					非流动资产合计	259	266	416	623
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	425	696	784	917
净利润	44	61	82	116	短期借款	66	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	53	41	46	58
非现金支出	19	34	51	42	预收账款	1	1	1	1
非经营收益	5	2	0	0	其它流动负债	20	23	23	27
营运资金变动	-24	-29	-19	-20	流动负债合计	140	65	70	87
经营活动现金流	44	68	115	139	长期借款	0	0	0	0
资产	-29	-42	-201	-249	其它长期负债	3	3	3	3
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	3	3	3	3
其他	0	0	0	0	负债总计	143	68	73	90
投资活动现金流	-29	-42	-201	-249	实收资本	53	70	70	70
债权募资	155	-66	0	0	归属于母公司所有者权益	282	628	711	827
股权募资	0	18	0	0	少数股东权益	0	0	0	1
其他	-164	266	0	0	负债和所有者权益合计	425	696	784	917
融资活动现金流	-9	218	0	0					
现金净流量	6	244	-86	-110					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
刘海荣 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 新洋丰,七彩化学,东岳硅材,建龙微纳,皇马科技,梅花生物,双一科技,龙蟠科技,和远气体,诺普信,山东赫达,浙江医药,百傲化学,东来技术,玲珑轮胎,利安隆,扬农化工,亚钾国际,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,三友化工,雅本化学,中旗股份,苏博特,国光股份,利民股份,元力股份,光华科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。