

2020 年 11 月 03 日

证券分析师 陈元君

执业证号: S0600520020001
021-60199793

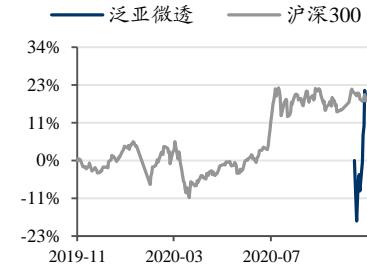
chenyj@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎

执业证号: S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	54.72
一年最低/最高价	35.60/60.42
市净率(倍)	13.02
流通 A 股市值(百万元)	779.66

基础数据

每股净资产(元)	4.20
资产负债率(%)	32.60
总股本(百万股)	70.00
流通 A 股(百万股)	14.25

相关研究

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	245	323	481	693
同比 (%)	17.5%	31.8%	48.8%	44.2%
归母净利润 (百万元)	44	64	116	189
同比 (%)	43.0%	45.5%	83.0%	62.4%
每股收益 (元/股)	0.62	0.91	1.66	2.70
P/E (倍)	87.58	60.19	32.88	20.24

投资要点

- 公司是国内少数几家掌握 ePTFE 膜核心技术的高科技企业。**公司产品以 ePTFE 膜为核心,对标 ePTFE 膜鼻祖美国戈尔,以“产品多元,市场利基”作为公司发展战略,深耕 ePTFE 膜及其组件的应用研究,开发出了多品类产品线。公司在站稳汽车市场的同时,开始积极向消费电子、新能源方向拓展。
- 公司产品致力于进口替代:**公司当前的产品结构中,主要产品如微透膜、等,市场被美国戈尔 (Gore)、日东电工 (Nitto)、唐纳森 (Donaldson) 等国际巨头垄断,公司于所在细分市场打破国外垄断,并且通过产品开发和市场拓展,逐步实现进口替代。
- 汽车产业是公司当前的最大消费市场。**公司当前的代表性产品,如 ePTFE 微透膜、气体管理产品、CMD、吸隔声、密封件和挡水膜等,主要应用于汽车车灯及车身其他部位,下游客户为车灯厂和整车厂,2019 年汽车领域收入占比为 84%,是公司最大的收入来源。
- 消费电子和新能源领域有望成为公司新的业绩增长点。**公司开发的 30 米高耐水压透声膜产品已成功向小米供货,50 米透声膜已通过 vivo 智能手表的认证测试,气凝胶产品有望随动力电池国标实施进入市场。公司的下游客户领域不断开拓,汽车消费领域收入占比从 2017 年的 95% 下降至 84%,消费电子领域的不断提升。
- 盈利预测与投资评级:**我们预计公司在 2020~2022 年实现归母净利润分别为 0.64 亿元、1.16 亿元和 1.89 亿元, EPS 分别为 0.91 元、1.66 元和 2.70 元,当前股价对应 PE 分别为 60X、33X 和 20X。公司是国内少数掌握 ePTFE 膜核心技术、深耕 ePTFE 膜产品开发的厂商,未来还有望进军消费电子和新能源的广阔市场,考虑到公司的稀缺性和成长性,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:**募投项目的客户开拓进展不及预期;潜在进入者的风险;其他应用领域开拓的风险。

内容目录

1. 公司为 ePTFE 高端材料的先进制造商	4
1.1. 股权结构稳定, 发展路线明晰.....	4
1.2. 核心技术产品占比增加, 公司业绩快速增长.....	5
2. 汽车零部件是公司传统主业	6
2.1. 产品端: ePTFE 性能优越, 可用于多种汽车零部件	6
2.2. 需求端: 汽车零部件市场规模庞大, 需求稳健.....	10
2.2.1. 汽车行业强势反转, 零部件需求得到支撑.....	10
2.2.2. 公司产品所在车灯原料市场为长尾利基市场.....	11
2.3. 供给端: 公司具备对车用 ePTFE 进口替代的能力	12
3. 消费电子和新能源领域或成公司发展新引擎	14
3.1. 消费电子领域空间广阔.....	14
3.1.1. 消费电子防水功能催生高耐水压透声膜需求.....	14
3.1.2. MEMS 声学膜的国产替代进程有望加速.....	15
3.2. 新能源国标打开 ePTFE 膜复合材料市场空间	16
3.3. 募投项目助力公司进军消费电子和新能源领域.....	17
4. 盈利预测与估值	18
4.1. 核心假设.....	18
4.2. 盈利预测.....	18
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 公司主要客户一览.....	5
图 3: 公司近年来营收和归母净利 (百万元, %)	5
图 4: 公司近三年产品毛利 (百万元)	5
图 5: 公司主要产品毛利率 (%)	6
图 6: 综合毛利率、净利率和 ROE 摊薄 (%)	6
图 7: 表面改性的 ePTFE 膜放大 5000 倍的 SEM 照片	8
图 8: ePTFE 微透产品在汽车上的应用	8
图 9: 公司基础吸音棉产品示意图	9
图 10: 公司 ePTFE 膜复合吸音棉产品示意图	9
图 11: 吸雾剂产品示意图	10
图 12: CMD 在汽车领域的应用	10
图 13: 我国车产量及同比变化 (万辆, %)	11
图 14: 2018 年主要国家每千人汽车保有量 (量/千人)	11
图 15: 全球汽车车灯市场发展预测 (亿美元)	12
图 16: 公司 MEMS 声学膜产品示意图	14
图 17: 公司 30-50 米高耐水压透声膜产品示意图	14
图 18: 新能源汽车产业发展迎来新机遇.....	16
图 19: 动力电池装机量 (GWH,%)	17
图 20: 2017~2019 年三元电池装机量 (GWh)	17

表 1: PTFE 材料具有多种优良性能	6
表 2: 公司细分产品主要用于汽车行业.....	7
表 3: 2015-2019 年我国汽车部分零部件市场规模测算	12
表 4: 行业内主要竞争企业 (2018)	13
表 5: 公司主要产品国内市场容量及公司市占率	13
表 6: 我国耐水压透声膜在消费电子行业潜在规模	15
表 7: 募集资金投资项目 (万元)	18
表 8: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	19
表 9: 可比公司估值表 (参考 2020 年 11 月 03 日收盘价)	19

1. 公司为 ePTFE 高端材料的先进制造商

1.1. 股权结构稳定，发展路线明晰

公司是一家以 ePTFE 膜及其组件应用研究的高新技术企业，主要从事膨体聚四氟乙烯膜（ePTFE）等微观多孔材料及其改性衍生产品、密封件、挡水膜等的研发、生产及销售。

公司成立于 1996 年，位于江苏常州，2015 年变更为股份公司，2020 年 10 月登陆科创板。

公司董事长兼总经理张云先生是公司创始人，现直接持有公司份额 27.87%，是公司的控股股东和实际控制人。

图 1：公司股权结构



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

产品端形成了“产品多元、市场利基”的发展战略。在发展初期，公司通过从事挡水膜、密封件等产品生产及销售，在汽车行业逐渐树立起了自己的品牌并且积累了后续研发所需要的资源。在此基础之上，公司通过对 ePTFE 膜制备、改性和复合技术的不断研究，形成了现在的“产品多元、市场利基”的发展战略。

消费端立足汽车行业，向消费电子和新能源领域拓展。公司下游客户主要分布在汽车行业，近三年汽车行业贡献的收入占主营业务收入的比例分别为 93.05%、90.04% 和 84.22%。同时，公司也在积极向消费电子和新能源领域拓展，其中消费电子领域收入增速较快，近三年消费电子微透产品取得的收入分别为 565 万元、976 万元和 1569 万元，CAGR 高达 66.6%。

图 2: 公司主要客户一览

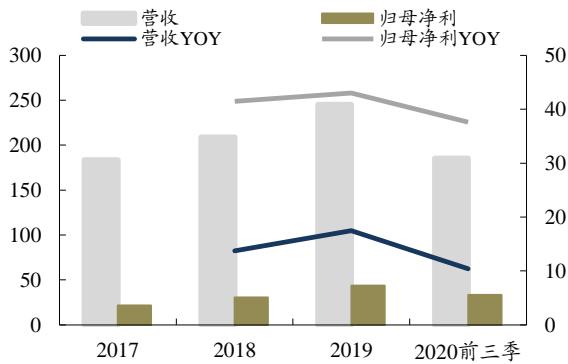


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.2. 核心技术产品占比增加，公司业绩快速增长

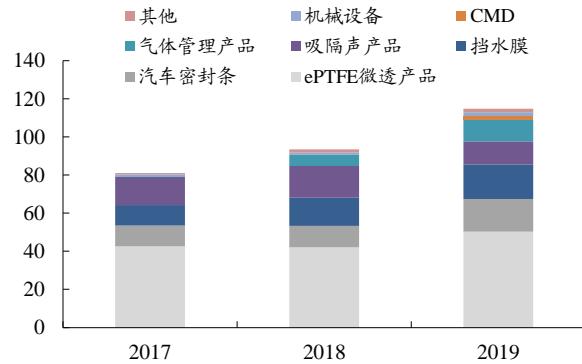
得益于公司早期技术和客户的积累，近年来公司业绩进入收获期，从三年一期的利润表来看，收入增速保持在 10%以上，2020 年前三季度实现销售收入 1.85 亿元，同比增加 10.38%；与此同时，由于毛利率较高的 ePTFE 微透产品和气体管理产品的占比不断增加，公司归母净利润近三年复合增长率达到 42.44%，显著高于收入增速，2020 年公司克服新冠疫情的影响，前三季度取得 3332 万元的归母净利润，同比增长 37.60%。

图 3：公司近年来营收和归母净利（百万元，%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：公司近三年产品毛利（百万元）



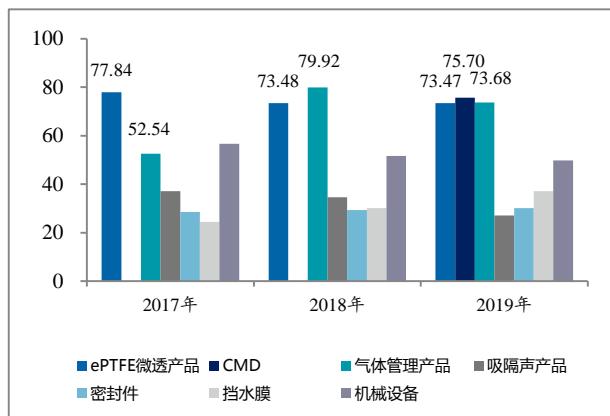
数据来源：wind，东吴证券研究所

公司作为国内为数不多掌握 ePTFE 膜核心技术的厂家，在 ePTFE 微透产品领域打破美国戈尔的垄断，享受到行业非充分竞争的红利，2019 年 ePTFE 微透产品毛利率达 73.74%。此外，气体管理产品市场竞争格局与 ePTFE 微透产品相似，在公司进入以前全球市场内仅有日本 OZO 公司，因此公司气体管理产品也具有较高的盈利水平，2019 年毛利率达 73.68%。

核心技术产品占比不断增加，综合盈利能力持续改善。公司核心技术产品包括 ePTFE 微透产品、吸隔声产品（自主加工生产基础吸音棉及 ePTFE 膜复合吸音棉）、气体管理产品、CMD 以及机械设备。近三年公司核心技术产品收入占分别为 37.24%、42.34% 和 50.03%，上升趋势显著，且核心技术产品毛利率较高，2019 年毛利占比已经达到

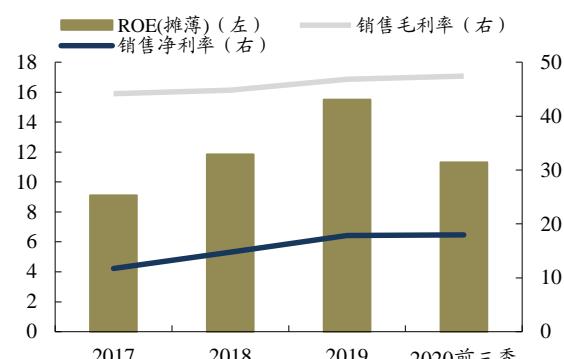
67.60%。得益于核心技术产品占比的不断增加，2020 年前三季度综合毛利率提升到 47.40%，综合净利率达到 17.99%，ROE（摊薄）为 11.32%，盈利水平进一步改善。

图 5：公司主要产品毛利率（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 6：综合毛利率、净利率和 ROE 摊薄（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 汽车零部件是公司传统主业

除了传统密封件、挡水膜产品外，公司以 ePTFE 材料为主线，做出了 ePTFE 微透产品、吸隔声、气体管理、CMD 等产品，产品主要应用于汽车车灯等汽车零部件，下游客户主要为整车厂商和车灯厂商。

2.1. 产品端：ePTFE 性能优越，可用于多种汽车零部件

PTFE 是氟塑料中应用最为广泛的一种材料，被称为“塑料之王”，其本身具备诸多优良的性能，因此，以 PTFE 为原材料，开发出的 ePTFE 材料具有化学稳定性、耐高低温、耐腐蚀、电绝缘性、生物相容性等众多优良的特性。ePTFE 膜及其复合材料种类众多，应用领域十分广阔。

表 1：PTFE 材料具有多种优良性能

特性	具体表现
化学稳定性高	PTFE 能够承受除熔融碱金属、强氟化介质以及高于 300℃的氢氧化钠以外的所有强酸、强碱、强氧化剂、还原剂等的腐蚀作用。其耐化学腐蚀性能超过贵金属、玻璃、陶瓷、搪瓷和合金等其他材料。
使用温度范围广	PTFE 可以在-250-260℃的温度范围内正常使用，即使在-260℃的超低温下仍可以保持一定的挠曲性（即材料弯曲性能）。
不沾性	PTFE 是目前表面能最小的一种固体材料，表面张力仅 0.019N/m，几乎所有的固体材料都不能黏附在其表面。
润滑性	由于 PTFE 大分子间的相互吸引力小，且表面对其他分子的吸引力也很小，因此其摩擦系数较低，

是目前发现的摩擦系数最低的自润滑材料。

电绝缘性 PTFE 为高度非极性材料，具有优良的介电性并且耐电弧性极好，在高压放电时，仅会释放出一些裂解的不导电气体而不会炭化引起短路。

低吸水率 PTFE 的吸水率一般在 0.001-0.005% 之间，渗透率也较低。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

目前公司以 ePTFE 膜等微观多孔材料核心技术体系为主干，通过改性、填充、复合等工艺手段，不断研究开发具有声、电、磁、热、防水透气、气体管理、耐候耐化学等物理化学特性的产品分支。例如，公司利用 ePTFE 膜的防水透气特性开发出的透气膜、透气栓等产品，已经广泛应用于汽车行业。

表 2：公司细分产品主要用于汽车行业

产品大类	细分产品	主要原材料	下游应用场景	实现功能	主要客户
ePTFE 微透产品	透气栓、透 气膜	ePTFE 膜、橡胶 件	汽车车灯	压力平衡、防 水、防尘	燎旺车灯、星宇车灯、华域视觉、 法雷奥、三立车灯等
	耐水压透 声膜	ePTFE 膜	智能手机、智 能可穿戴设 备	压力平衡、防 水、防尘、透声	SELMAGENTERPRISECO.,LTD. (中国台湾)、千彩鑫、金世达康 等
	包装保护 垫片	ePTFE 膜、铝箔 垫片	化学品、液态 有机化肥包 装	压力平衡、防 水、防尘、防油、 抗腐蚀	上海沣奇、上海源铢等
	泄压阀	ePTFE 膜、橡胶 件	新能源汽车 动力电池包	压力平衡、防 水、防尘	上汽大众、一汽大众、多氟多等
密封件	密封件	EPDM、聚氨酯 发泡料、PU 海绵 等	汽车车灯、汽 车、家电	密封、减震	上海南强、星宇车灯、上汽大众、 上汽通用、华域视觉等
挡水膜	挡水膜	PE、EVA、XPE 等	汽车	防水、隔音	上汽通用、上汽集团、北汽集团 等
吸隔声 产品	基础吸音 棉	PET 纤维	汽车	吸音降噪	上汽大众、一汽大众、上汽通用 等
	ePTFE 膜	PET 纤维、ePTFE	汽车	吸音降噪	上汽大众
	复合吸音 棉				
	隔离膜	隔离膜	汽车地毯	隔音	江苏中联地毯
气体管 理产品	干燥剂	氯化镁	汽车车灯	吸湿、干燥	长城汽车、燎旺车灯、安瑞光电、 海拉车灯
	吸雾剂	氯化镁、ePTFE	汽车车灯	湿度调节	安瑞光电、星宇车灯等

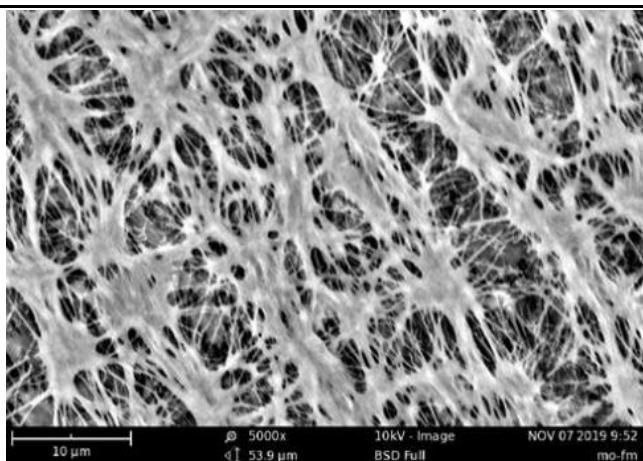
膜、橡胶件

机械设备	机械设备	-	医疗	涂布、模切	常州四药等
CMD	CMD	氯化镁、ePTFE 膜、橡胶件	汽车车灯、新 能源汽车动 力电池包	压力平衡、防 水、防尘、吸湿、 干燥	星宇车灯、赛迈科技、宁德时代 等

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

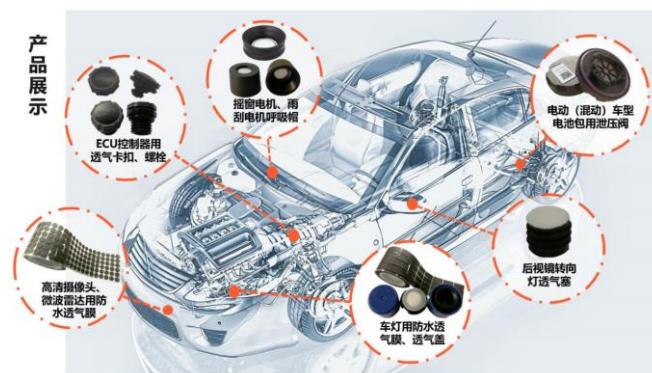
ePTFE 微透产品的核心材料是 ePTFE 膜，该材料是将 PTFE 膨化处理后拉伸而形成的微孔薄膜。在每平方厘米的薄膜上存在数亿个微孔，每个微孔直径约为 $0.1\text{--}1.0\text{ }\mu\text{m}$ ，大小为水滴的 $1/20000$ ，空气分子的 700 倍。因此，薄膜在阻止液态水和粉尘通过的同时，又可以保证空气和水汽通过，从而实现防水透气的功能。ePTFE 微透产品在汽车上可用于车灯防水透气膜、后视镜转向灯透气塞、高清摄像头和微波雷达用防水透气膜等，目前公司的 ePTFE 微透产品主要应用于汽车、消费电子以及包装等行业。

图 7：表面改性的 ePTFE 膜放大 5000 倍的 SEM 照片



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

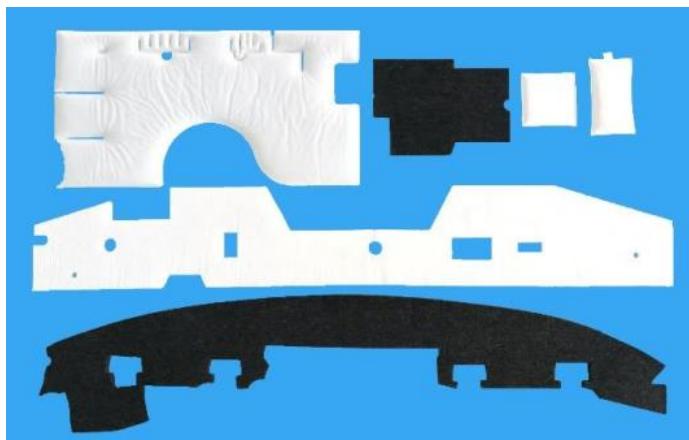
图 8：ePTFE 微透产品在汽车上的应用



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

吸隔声产品主要包括基础吸音棉以及 ePTFE 膜复合吸音棉，该类产品主要应用于汽车内饰中，起到吸音降噪的功能。公司的基础吸音棉具有良好的全频吸音性能，高频段吸音系数可以达到 0.95 以上。而 ePTFE 膜复合吸音棉是公司研究开发的创新型产品，与基础吸音棉相比，该产品在相同克重下具有更加优秀的吸音性能，能够满足大众汽车声学 Class1 等级（最高等级）以及奥迪汽车声学 AUDI4 等级（次高等级）的要求。目前公司基础吸音棉产品的主要客户包括南北大众、上汽通用等知名主机厂商，复合吸音棉主要客户为上汽大众，目前已在朗逸、途观、帕萨特、途昂等车型上使用，未来将推广至奥迪高端车型系列。

图 9：公司基础吸音棉产品示意图



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 10：公司 ePTFE 膜复合吸音棉产品示意图

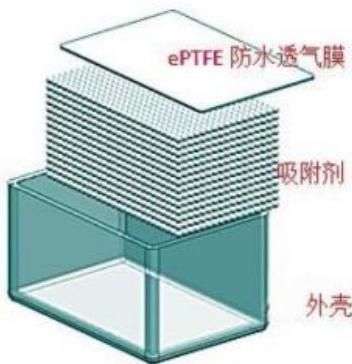


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

气体管理产品主要包括**干燥剂与吸雾剂**，该类产品潜在应用范围较广，但目前主要应用于**汽车车灯**。公司的气体管理产品主要原材料为氯化镁，氯化镁干燥剂最大吸湿量可以达到自重的 200%以上，但缺点是难以克服返卤问题。公司通过配方的改进，不仅能够解决干燥剂的返卤问题，还能够通过吸收红外能量实现可逆干燥，从而满足客户对干燥剂长期反复使用的需求。吸雾剂是基于公司的 ePTFE 膜制造技术与干燥剂配方开发的一种具有内部湿度调节功能、能对小微空间内水分进行有效管理的产品。该产品在常温环境下能够通过对水分的吸附和脱附实现“可逆干燥”功能，在小微空间内形成“湿度控制系统”，有效管理小微空间的凝露问题。吸雾剂由塑料外壳、填充干燥材料及 ePTFE 防水透气膜组成，吸湿率达 180%以上。与常规除雾方案相比，吸雾剂具有吸湿率大、常温可逆等特点，因此少量的吸雾剂即能满足除雾需要，适合在狭小空间内应用。

CMD 产品是干燥剂的颠覆升级版，可直接解决车灯雾气问题，是公司通过将 ePTFE 膜与干燥剂的相关技术结合开发出来的创新型产品。目前行业内解决车灯雾气问题的主要方法是透气栓、透气膜、通气管、干燥剂、防雾涂层等多部件组合使用，整套解决方案设计、验证繁复，成本较高。公司的 CMD 将车灯的红外热量与可逆干燥控制技术、ePTFE 膜防护应用技术相结合，替代行业传统解决方案，大幅降低下游客户成本，系统解决狭小密闭空间的凝露问题。CMD 不仅可以应用于车灯领域，对传统的防雾涂层解决方案进行替代，还能够应用于新能源动力电池包、新能源汽车充电模块、5G 户外基站的储能装置等新兴领域，具有良好的市场应用前景，2019 年公司 CMD 产品刚投入市场，业绩占比较低，但未来有望取得较快增长。

图 11: 吸雾剂产品示意图



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 12: CMD 在汽车领域的应用



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

自研机械设备夯实技术壁垒。由于 ePTFE 膜及其组件产品的生产设备属于非标准化设备，而且生产过程中涉及较多技术机密，公司绝大多数生产设备均为自主设计或改造，生产设备的自主设计能力和改造能力构成了公司重要的技术壁垒。在自产设备的同时，公司也对外销售精密模切机、精密涂布机等设备，该类设备主要应用于医疗、制造等行业。

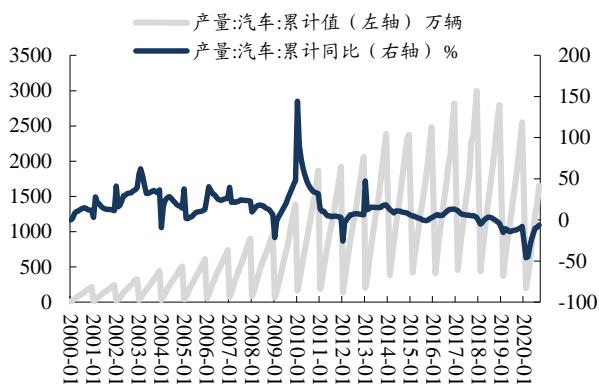
此外，密封件和挡水膜是公司的传统产品。密封件主要应用于汽车车门、发动机、车灯、汽车空调等部位，具有密封、防水、防尘、减震等功能，主要客户包括星宇车灯、上汽大众、上汽通用、华域视觉等知名主机厂或车灯厂。挡水膜主要应用于汽车门板内侧，保护车门内的线路正常工作，防止外界雨水、灰尘等进入，主要客户包括上汽通用、上汽集团、北汽集团等知名主机厂。

2.2. 需求端：汽车零部件市场规模庞大，需求稳健

2.2.1. 汽车行业强势反转，零部件需求得到支撑

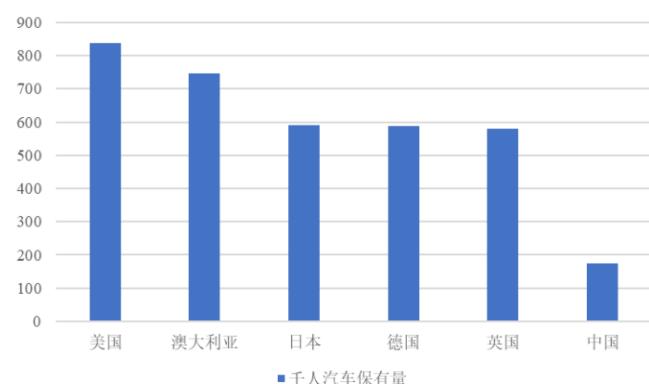
九月数据转好，汽车行业显著复苏：自 2000 年以来，伴随着中国加入 WTO，经济得到了飞速发展，汽车产量整体呈上升趋势，2017 年产量达到 2994.2 万辆的高点，复合增长率达到了 16.7%。自 2018 年起，受到宏观经济下滑及中美贸易战等影响，我国汽车产销量开始下滑。2018 年我国汽车产销量分别为 2,780.92 万辆和 2,808.06 万辆，同比下滑 4.16% 和 2.76%；2019 年我国汽车产销量达到 2,572.10 万辆和 2,576.90 万辆，同比下滑 7.51% 和 8.23%，下滑幅度较上年继续扩大；2020 年遭受新冠疫情的冲击，2020Q1 汽车产销量更是大幅下滑，但是，从前三季度汽车产量数据来看，同比下滑幅度显著收窄，2020 年前三季度汽车产量累计为 1650.5 万辆，同比下滑 6.1%，九月份单月产量 246.9 万辆，同比增加 14.1%，环比大幅增加 65.6%，汽车行业显著复苏。

图 13：我国车产量及同比变化（万辆，%）



数据来源：wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

图 14：2018 年主要国家每千人汽车保有量（量/千人）



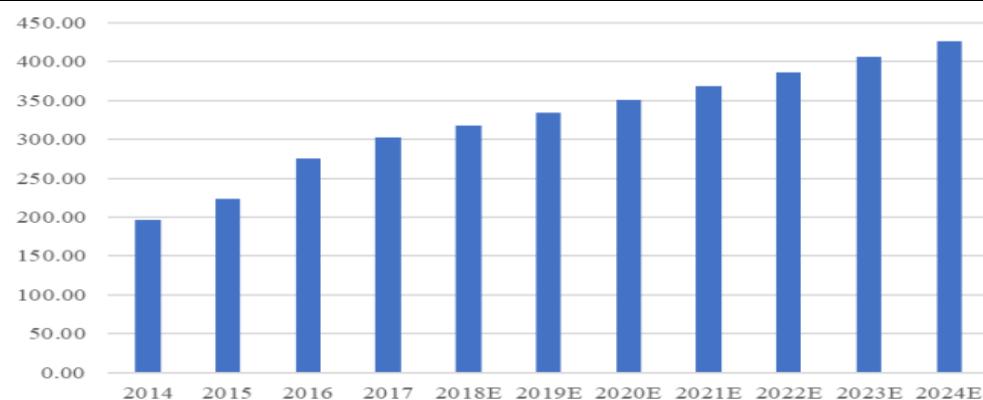
数据来源：世界银行, 招股说明书, 东吴证券研究所

人均汽车保有量仍有大幅提升空间：但根据世界银行发布的的主要国家千人汽车保有量数据显示，2018 年我国每千人汽车保有量仅为 173 辆；根据国家统计局发布的 2019 年国民经济和社会发展统计公报，2019 年末全国民用汽车保有量 26150 万辆（包括三轮汽车和低速货车 762 万辆），以此推算我国千人汽车保有量上升至 187 辆。但是，美国 2018 年千人汽车保有量已经达到 837 量，日本、德国和英国等发达国家千人汽车保有量也接近 600 辆，相比之下中国还有较大的差距。新冠疫情叠加中美贸易摩擦至今，可以看出我国经济的强大韧性，随着内循环为主的经济运行模式不断强化，相信未来我国经济仍能够持续增长，随着人民收入水平提高以及城镇化率提升，我国汽车市场还具有一定的发展潜力。

2.2.2. 公司产品所在车灯原料市场为长尾利基市场

汽车车灯系统是汽车上价值最高的零部件之一：车灯系统在单车上的价值量仅次于发动机、变速箱和座椅系统，与天窗、车机等系统不相上下。与此同时，随着光源升级、智能化应用等需求不断涌现，车灯价值量提升潜力高于其他汽车零部件。根据调研机构 Global Market Insights 的调研数据显示，2017 年全球车灯市场销售额约为 303 亿美元，同比增长 10.2%。同时该机构预测，随着未来氛围灯、智能大灯、OLED 尾灯及激光大灯等渗透率不断提升，全球汽车车灯市场有望保持 5% 的复合增长率。到 2024 年，全球汽车车灯市场规模有望达到 426 亿美元。

图 15: 全球汽车车灯市场发展预测 (亿美元)



数据来源: Global Market Insights, 东吴证券研究所

车灯市场高度集中, 国内市场约 50 亿规模: 国际车灯市场基本巨头垄断, 根据华经产业研究院公布数据, 2018 年日本小糸、德国海拉、意大利马瑞利、法国法雷奥、日本斯坦雷等国际巨头占据了行业约 60% 的市场份额。国内市场也呈现出一超多强的局面, 2018 年华域视觉在国内车灯市场的份额约为 28%, CR6 高达 79%。公司应用于汽车及其产业链的产品主要包括透气栓、透气膜、密封件、挡水膜、吸音棉、气体管理产品及 CMD 等, 根据公司招股书对市场需求的预计, 车灯市场规模约有 50 亿左右的规模, 国内市场还有很大的发展空间。

表 3: 2015-2019 年我国汽车部分零部件市场规模测算

项目 (万辆, 亿元)	2015	2016	2017	2018	2019
汽车产量	2,450	2,812	2,902	2,781	2,572
车灯透气栓、透气膜市场规模	1.76	2.02	2.09	2.00	1.85
密封件市场规模	73.50	84.36	87.05	83.43	77.16
挡水膜市场规模	7.35	8.44	8.70	8.34	7.72
吸音棉市场规模	44.11	42.18	34.82	33.37	23.15
汽车干燥剂市场规模	1.57~1.96	1.80~2.25	1.86~2.32	1.78~2.22	1.65~2.06

数据来源: 中国汽车工业协会, 招股说明书, 东吴证券研究所

产品细分市场竞争不充分, 累计应用领域市场空间客观: 公司的 ePTFE 膜产品应用在车灯市场大多属于利基市场, 但是由于 ePTFE 膜应用领域非常广泛, 即使某些应用领域市场空间不大, 全部应用的市场空间依旧十分可观。美国戈尔作为行业龙头, 其在全球范围的年销售收入已经达到 37 亿美元。并且由于单个细分市场规模较小, 行业内竞争度不高, 潜在竞争者的进入动机不强, 公司部分产品得以获得较高毛利率

2.3. 供给端: 公司具备对车用 ePTFE 进口替代的能力

微透产品竞争对手主要是日东电工和美国戈尔, 公司约占国内 1/4 市场份额: 公司

ePTFE 微透产品中应用于汽车领域主要为透气栓、透气膜。国内透气栓的主要供应商为日东电工，透气膜的主要供应商为美国戈尔。公司的透气栓、透气膜产品从无到有，逐渐对日东电工和美国戈尔形成进口替代。与此同时，公司还牵头起草了行业标准《汽车电气电子设备防护用防水透气组件》(QC/T979-2014)，公司在透气栓、透气膜所处市场已经占据一定市场地位。

表 4：行业内主要竞争企业（2018）

产品	竞争企业	营收	净利润
ePTFE 微透产品	美国戈尔公司	37 亿美元	
	日本电工株式会社	8065 亿日元	665.6 亿日元
	美国唐纳森公司	28.45 亿美元	2.88 亿美元
密封件、挡水膜产品	宁波拓普集团	59.84 亿元	7.55 亿元
吸隔声产品	德国盛德公司	3.22 亿欧元	

数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

气体管理产品逐步替代日本 OZO 公司的市场份额：在国内车灯干燥剂市场，日本 OZO 占据了绝大部分的市场份额。作为行业的新进入者，公司生产的干燥剂具有掠夺性吸湿的特点，最大吸湿量可以达到自重的 200% 以上，吸湿性能已经达到行业先进水平，同时，公司的干燥剂产品还能够克服返卤问题，实现逆向排湿等功能，为客户提供多元化的解决方案。根据公司招股书的测算，当前公司的市占率为 6.65-8.32%，仍有广阔的市场份额提升空间。

CDM 竞争对手为美国戈尔&AML，公司的 CMD 产品性价比更高：公司研发的创新型 CMD 产品，能够为客户提供更为高效、更具性价比优势的湿度控制解决方案。目前国际市场上，同类产品主要为美国戈尔&AML 的 CMD 产品。公司的 CMD 属于无源 CMD，无需内置微型电机驱动工作，使用干燥剂的吸湿性能更强并且能够实现常温可逆。因此，相比于美国戈尔&AML 的 CMD 产品，公司的 CMD 在使用便捷性、销售价格以及吸湿性能上更具有优势，对应的，国内尚未发现其他厂家有 CMD 同类产品。

表 5：公司主要产品国内市场容量及公司市占率

产品名称	2019 年营收（万元）	市场容量（万元）	公司市场占有率
透气栓、透气膜	4,707.11	18,519.12	25.42%
气体管理产品	1,368.88	16,461.44-20,576.80	6.65-8.32%
CMD	265.97	97,739.80	-
吸隔声产品	3,785.49	231,489.00	1.64%

数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

吸音棉性能达到行业先进水平：目前国内吸音棉行业市场集中度较低，行业中不存在绝对的龙头企业。德国盛德(Sandler)生产的吸音棉吸音性能在行业内处于先进水平，产品受到大众集团、BMW 集团等德系主机厂认可，也是公司的主要竞争对手。根据德

恒检测出具的检测报告,公司的基础吸音棉在低于800Hz的低频段吸音效果与竞争对手德国盛德(Sandler)同类产品相当,但在高于800Hz的中高频段吸声效果要优于德国盛德(Sandler)同类产品。因此,公司的基础吸音棉在性能上已经处于行业先进水平。ePTFE膜复合吸音棉是公司的原创产品,产品的吸声性能在全频段内均优于德国盛德(Sandler),并且已经达到大众汽车声学要求的Class1等级(最高等级)以及奥迪汽车声学要求的AUDI4等级(次高等级)。因此,公司ePTFE膜复合吸音棉产品性能也已经达到行业先进水平。根据公司招股书的测算,当前公司的吸隔声产品市占率约为1.64%,随着公司产品市场认知度的提升,公司市场份额有望大幅增加。

3. 消费电子和新能源领域或成公司发展新引擎

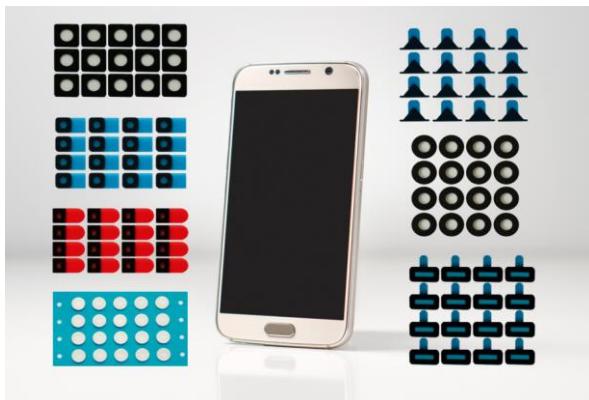
公司通过持续的研发投入,在消费电子领域形成了MEMS声学膜、30-50米高耐水压透声膜等产品,在新能源领域形成了CMD泄压阀、SiO₂气凝胶复合材料等产品,解决了行业的核心痛点,这些产品将助力公司在这两个领域的业务快速增长,帮助公司进入成长的快车道。

3.1. 消费电子领域空间广阔

3.1.1. 消费电子防水功能催生高耐水压透声膜需求

消费电子防水功能催生高耐水压透声膜需求。在消费电子领域,防水功能可避免手机因意外遇水发生损坏,甚至可以短时间内直接在水下使用手机,给消费者带来了极大的便利性和安全性,大幅提升使用体验。随着三星Note系列手机以及苹果iPhone7手机陆续开始支持IP67的防水等级(能达到完全防尘效果,并且在1.5米以下的水深保持30分钟的不漏水正常使用状态),华为、小米、OPPO以及vivo等国内主流消费电子厂商纷纷模仿跟进,消费者也逐渐开始关注智能手机、智能可穿戴设备以及其他消费电子的防水性能。

图16:公司MEMS声学膜产品示意图



数据来源:招股说明书,东吴证券研究所

图17:公司30-50米高耐水压透声膜产品示意图



数据来源:招股说明书,东吴证券研究所

高耐水压透声膜全球市场规模在25亿元以上。高耐水压透声膜主要应用领域为消

费电子领域中的智能手机、智能可穿戴设备、平板电脑等产品。由于近年来科技发展迅速，消费电子行业呈现出种类不断增加、性能不断提高的趋势。未来随着 5G 智能手机的不断普及，智能可穿戴设备种类的不断丰富，消费电子领域市场规模将进一步扩大，公司高耐水压透声膜产品具有较强的发展潜力。根据公司招股书的测算，仅考虑智能手机、手表和平板电脑，参考 2019 年的全球出货量，潜在市场规模为 25.54~66.39 亿元。

表 6：我国耐水压透声膜在消费电子行业潜在规模

细分市场	2019 年全球出货总量（亿台）	单台设备用量（件）	产品价格（元/件）	潜在市场规模（亿元）
智能手机	13.71	3	0.5-1.3	20.57-53.47
智能手表	3.37	2	0.5-1.3	3.37-8.76
平板电脑	1.60	2	0.5-1.3	1.60-4.16
合计	18.68	-	-	25.54-66.39

数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

高耐水压透声膜国内市场被美国戈尔和日东电工垄断。随着消费电子的防水性能标准逐渐提高，高耐水压透声 ePTFE 改性膜具备十分优秀的防水透声性能，能够保证消费电子产品在 30-50 米深水下保持 10 分钟不漏水。目前在国际上只有美国戈尔与日东电工生产的耐水压透声膜能够达到上述标准。随着高耐水压透声 ePTFE 改性膜在苹果和三星等知名品牌消费电子产品上逐步推广，预计未来高耐水压透声膜将成为高端消费电子产品的标准配置。

公司高耐水压产品进入小米供应链，并通过 vivo 智能可穿戴设备的测试认证。经过多年在消费电子行业的积极拓展，公司耐水压透声膜产品已实现在小米、华为、Google 等供应链。公司所生产的高耐水压透声膜与国内普通防水透声膜相比具备更好的耐水压透声性能，其孔径精度达到 μm 级，在阻碍液体、灰尘进入电子产品的同时允许空气、声音以及热量通过，可以实现 IP68 的防水、防尘等级，在 30-50 米深的水压下，保持 10 分钟不漏水，产品性能已经达到行业先进水平。公司 30 米高耐水压透声膜产品已经进入小米供应链体系并通过经销商实现批量销售；50 米高耐水压透声膜产品通过了 vivo 智能可穿戴设备的测试认证。

3.1.2. MEMS 声学膜的国产替代进程有望加速

MEMS 声学膜可有效提高 MEMS 麦克风产品良率。MEMS（微电机系统，Micro-Electro-Mechanical System）是在微电子技术基础上发展起来的，融合了光刻、腐蚀、薄膜、LIGA、硅微加工、非硅微加工和精密机械加工等技术制作的高科技电子机械器件。MEMS 麦克风是基于 MEMS 技术制造的麦克风，简单的说就是一个电容器集成在微硅晶片上。MEMS 麦克风广泛应用于智能手机、智能手表、平板电脑、汽车等设备。如果没有防尘遮挡，高灵敏的 MEMS 麦克风良率十分低，因此 MEMS 声学膜主要用来解决 MEMS 麦克风的防尘，以提高产品的良率。

MEMS 声学膜在手机领域的全球市场规模 10 亿元左右。根据市场调研公司 IDC 公布的智能手机出货量数据，2019 年全球智能手机出货量约为 13.71 亿台。假设每台智能手机使用 2-3 个 MEMS 麦克风，每个 MEMS 麦克风使用 1 片 MEMS 声学膜，按每片声学膜 0.3 元估算，2019 年应用于智能手机的 MEMS 声学膜的潜在市场容量约为 8.23-12.34 亿元。除智能手机外，作为智能家居“控制入口”的智能音箱、以及颠覆性的 TWS 耳机销量增长迅速，如果未来 MEMS 系列膜能够应用到前述领域，MEMS 系列膜的潜在市场空间将进一步扩大。

美国戈尔一家独大，公司有望快速实现国产替代。目前市场中主要是华为以及三星的智能手机产品使用 MEMS 声学膜，市场中的主要供应商为美国戈尔。受到中美贸易关系不确定性增强的影响，国内 MEMS 膜的国产替代进程有望加速。

生产难度大，公司产品短期内有望导入市场。MEMS 麦克风的生产条件苛刻，既要保证音质，又不能受外界杂质的影响。公司基于 ePTFE 材料制成的 MEMS 声学膜，能够在 MEMS 麦克风生产过程中起到颗粒防护、压力平衡和制程中测试的作用，有效解决生产过程中的痛点问题。目前，公司 MEMS 声学膜市场反馈良好，未来有望在短期内实现批量化生产并向消费电子巨头供货，面向全球进行销售并与国际巨头直接竞争。

3.2. 新能源国标打开 ePTFE 膜复合材料市场空间

新能源汽车前景广阔，9 月产销量创新高。2020 年 10 月 9 日，国常会正式通过《新能源汽车产业发展规划》(以下简称规划)，对 2021-2035 年新能源汽车的发展作出总体布局规划，指出了未来 15 年新能源汽车的关键发展方向。提出自 2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新公交、出租、物流配送等公共领域车辆，新能源汽车比例不低于 80%；2025 年新能源汽车在新车销量占比达到 25% 左右，2035 年纯电动车成为主流。10 月 13 日，中国汽车工业协会发布的最新数据显示，9 月新能源汽车刷新历史纪录，产销分别完成 13.6 万辆和 13.8 万辆，同比分别增长 48% 和 67.7%。

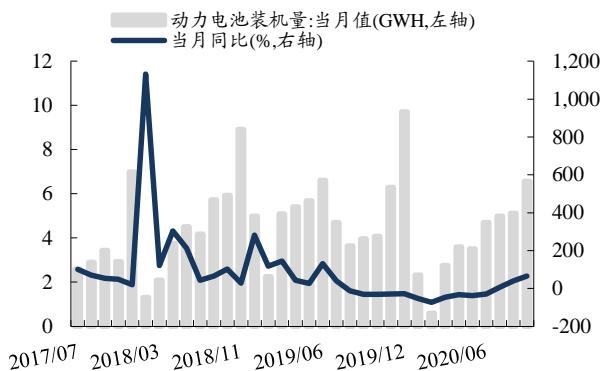
图 18：新能源汽车产业迎来新机遇



数据来源：中国商报，东吴证券研究所

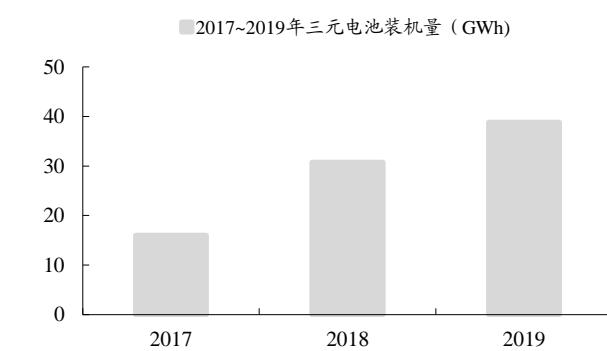
动力电池需求得到支撑，三元电池仍是主流。根据 wind 数据，2020 年 9 月新能源电池装机量 6.56GWh，同比增长 65.82%，环比增长 28.38%，新能源电池的需求量随电动汽车的增长而稳步增长。新能源动力电池主要包括三元、磷酸铁锂，三元电池能量密度较高，在高端乘用车领域份额不断扩大，趋势明显，根据中国汽车动力电池产业创新联盟的统计数据，2019 年三元锂电池总装机量达到 38.8GWh，占比 62.2%，市场份额稳居第一。

图 19：动力电池装机量（GWh, %）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：2017~2019 年三元电池装机量 (GWh)



数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，东吴证券研究所

5 分钟逃生国标即将实施， SiO_2 气凝胶与 ePTFE 膜复合材料有望率先受益。2020 年 5 月 12 日，工信部组织制定了《电动汽车用动力蓄电池安全要求》的强制性国家标准，标准要求电池单体发生热失控后，电池系统在发生危险前 5 分钟，应提供一个报警信号，为乘员预留安全逃生时间，标准将于 2021 年 1 月 1 日实施。最新国标也就要求动力电池的电芯一旦发生热失控，电芯与电芯之间的要形成阻隔。 SiO_2 气凝胶是十分优良的保温隔热材料，公司将 SiO_2 气凝胶与 ePTFE 膜结合形成的复合材料，能够针对三元锂电池进行电芯与电芯之间的隔断，满足 600℃ 延烧和阻隔的耐温等级，而现有的同类产品只能达到 300℃ 的耐温等级。因此公司的这类复合材料有望借助于国家标准的实施，率先享受行业红利。

3.3. 募投项目助力公司进军消费电子和新能源领域

公司 IPO 发行 1750 万股新股，实际募集资金 2.849 亿元，本次募集资金重点投向消费电子用高耐水压透声 ePTFE 改性膜项目、 SiO_2 气凝胶与 ePTFE 膜复合材料项目以及工程技术研究中心建设项目。依托深耕汽车领域取得的 EPTFE 膜核心技术和客户开拓经验，借助募集资金，公司下游应用领域进一步向消费电子和新能源领域拓展。

表 7：募集资金投资项目（万元）

项目名称	投资总额	募集资金投资额
消费电子用高耐水压透声 ePTFE 改性膜项目	6679.81	6300
SiO ₂ 气凝胶与 ePTFE 膜复合材料项目	12302.04	7453.03
工程技术研究中心建设项目	7298.41	2000
补充流动资金	8000	8000
合计	34280.26	23753.03

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

高耐水压透声 ePTFE 改性膜已在苹果和三星等知名品牌消费电子产品上逐步推广，未来高耐水压透声膜有望成为高端消费电子产品的标准配置。当前市场仅美国戈尔和日本东电工进入，公司产品达到国际一流标准，有望快速实现进口替代。

随着 5 分钟逃生时间的国标即将实施，动力电池电芯阻隔要求跨越式提升，考虑到未来新能源汽车在中国广阔的发展前景和三元电池较高的市占率，公司开发的 SiO₂ 气凝胶与 ePTFE 膜复合材料的市场需求有望实现快速增长。

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设

消费电子领域：假设公司 MEMS 膜和高耐水压透声膜在下游客户中认证顺利，MEMS 膜产品仅考虑华为供应链，2020~2022 年市场渗透率分别为 0%、20% 和 50%；假设高耐水压透声膜产品 2020~2022 年国内市场渗透率分别为 1%、1.5% 和 2%。

汽车领域：考虑到汽车行业底部反转，我们谨慎以 2019 年的需求低点作为未来三年汽车相关零配件市场需求的基准。假设公司相关业务随着国产替代进度提升，公司产品渗透率不断提高，假设未来三年车灯微透产品（透光栓、透光膜等）渗透率达到 50%，密封件渗透率达到 1.6% 左右，挡水膜渗透率达到 14% 左右，吸隔声产品渗透率达到 4.2% 左右，干燥剂产品渗透率达到 16.5% 左右。

4.2. 盈利预测

可比公司的选择上，由于公司所在细分行业较小，行业内没有合适的可比公司，但公司所在的行业正处于进口替代的初期阶段，而公司是行业内进行进口替代的龙头企业，我们认为部分电子化学品行业与此类似，根据这个特征，我们选择华特气体、雅克科技和安集科技作为公司的可比公司。

我们预计公司在 2020~2022 年实现归母净利润分别为 0.64 亿元、1.16 亿元和 1.89 亿元，EPS 分别为 0.91 元、1.66 元和 2.70 元，当前股价对应 PE 分别为 60X、33X 和 20X。公司是国内少数掌握 ePTFE 膜核心技术、深耕 ePTFE 膜产品开发的厂商，未来还

有望进军消费电子和新能源的广阔市场，考虑到公司的稀缺性和成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：盈利预测拆分（单位：百万元）

业务	科目	2019	2020E	2021E	2022E
ePTFE 微透产品	营业收入	68.40	93.22	156.08	249.89
	毛利	50.25	71.46	121.87	199.61
汽车密封条	营业收入	56.89	73.96	96.14	124.99
	毛利	17.17	22.43	29.75	39.35
挡水膜	营业收入	49.00	63.70	82.81	107.65
	毛利	18.16	20.08	28.07	37.85
吸隔声产品	营业收入	44.46	57.80	75.14	97.68
	毛利	12.05	19.61	24.70	31.55
气体管理产品	营业收入	15.42	20.05	26.06	33.88
	毛利	11.36	13.97	19.66	25.05
CMD	营业收入	2.66	3.46	10.37	20.75
	毛利	2.01	2.65	8.01	16.09
机械设备	营业收入	3.87	5.03	6.54	8.50
	毛利	1.93	2.70	3.45	4.51
气凝胶	营业收入			20.00	40.00
	毛利			15.00	30.00
其他主营业务	营业收入	3.38	4.39	5.71	7.43
	毛利	0.69	0.70	1.00	1.41
其他业务	营业收入	1.20	1.56	2.03	2.64
	毛利	1.17	1.28	1.79	2.38

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

表9：可比公司估值表（参考2020年11月03日收盘价）

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B	PEG (Year1)	PEG (Year2)
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E			
泛亚微透	38.30	54.72	0.62	0.91	1.66	87.58	60.19	32.88	13.02	1.68	0.52
华特气体	80.10	66.75	0.60	0.82	1.05	110.34	81.02	63.82	6.46	2.24	2.03
雅克科技	252.07	54.46	0.63	0.92	1.14	86.14	59.05	47.62	5.46	1.23	1.38
安集科技	169.95	320.00	1.24	2.46	2.95	258.10	130.05	108.47	17.07	1.32	2.00

资料来源：wind（除泛亚微透和雅克科技外为wind一致预期），东吴证券研究所

5. 风险提示

募投项目客户开拓进展不及预期: 公司募投项目的下游消费领域主要是消费电子和新能源，而公司传统主业的下游客户为车灯及整车厂商，因此下游客户开拓将成为募投项目成功与否的关键。

潜在进入者的风险: 公司主营产品均为国内率先打破垄断的产品，且单一产品市场规模较小，存在潜在竞争者进入的风险。

其他应用领域开拓的风险: 公司传统产品主要应用于汽车行业，目前在消费电子和新能源行业进行开拓，随着产品的多元化，公司还将进一步向其他应用领域进行拓展，开拓进展将在一定程度上影响公司业绩的中长期发展。

泛亚微透三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	166	427	515	666	营业收入	245	323	481	693
现金	15	242	303	405	减: 营业成本	130	168	228	306
应收账款	92	101	112	123	营业税金及附加	3	4	6	9
存货	45	68	84	120	营业费用	18	25	36	53
其他流动资产	15	16	17	19	管理费用	38	50	73	104
非流动资产	259	348	376	415	财务费用	3	3	4	5
长期股权投资	0	80	80	80	资产减值损失	-1	0	0	0
固定资产	196	200	218	244	加: 投资净收益	-0	0	0	-0
在建工程	21	20	22	26	其他收益	0	1	0	1
无形资产	39	45	52	61	营业利润	51	73	134	218
其他非流动资产	3	3	3	3	加: 营业外净收支	-0	-0	-0	-0
资产总计	425	774	891	1,081	利润总额	51	73	134	217
流动负债	140	141	141	142	减: 所得税费用	7	9	17	28
短期借款	66	66	66	66	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	53	53	53	53	归属母公司净利润	44	64	116	189
其他流动负债	21	22	22	23	EBIT	54	78	155	226
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	72	96	176	251
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	3	3	3	3	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	143	144	144	145	每股收益(元)	0.62	0.91	1.66	2.70
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	4.03	9.01	10.67	13.37
归属母公司股东权益	282	630	747	936	发行在外股份(百万股)	53	70	70	70
负债和股东权益	425	774	891	1,081	ROIC(%)	14.1%	18.2%	31.4%	38.1%
					ROE(%)	15.5%	10.1%	15.6%	20.2%
现金流量表 (百万元)									
	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	46.8%	47.9%	52.7%	55.9%
经营活动现金流	44	52	114	171	销售净利率(%)	17.8%	19.7%	24.2%	27.3%
投资活动现金流	-29	-107	-49	-64	资产负债率(%)	33.7%	18.6%	16.2%	13.4%
筹资活动现金流	-9	281	-4	-5	收入增长率(%)	17.5%	31.8%	48.8%	44.2%
现金净增加额	6	227	61	102	净利润增长率(%)	43.0%	45.5%	83.0%	62.4%
折旧和摊销	17	18	21	25	P/E	87.58	60.19	32.88	20.24
资本开支	29	9	28	40	P/B	13.59	6.08	5.13	4.09
营运资本变动	-24	-33	-28	-48	EV/EBITDA	54.28	37.92	20.46	13.94

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>