

2021年09月23日

气密材料龙头，研发实力铸就高毛利

华生科技 (605180)

投资要点：

我们分析，公司单价和其他公司接近，但是盈利能力好于同行，主要由于效率和良率更高。公司壁垒在于：(1) 独创热贴+轮涂法上浆工艺，从而用料更节省、气密性更好，且生产效率更高；(2) 设备供应商按公司要求定制设备，设备领先从而人效更高；(3) 公司基布自产率上升，成本更具优势；(4) 气密材料中毛利率较高的细分产品种类较多。

公司未来成本空间在于：(1) 短期来看，募投项目分批投产，有望带动气密材料未来 3-5 年保持 30-50% 的年复合增速；

(2) 中期来看，气密材料收入占比提升、效率提高带动毛利率提升；(3) 长期来看，材料价格自 17 年以来大幅下降，有望使得气密材料的应用范围扩大。

我们预计 2021-2023 年收入分别为 6.56/8.23/10.25 亿元，归母净利润分别为 1.92/2.45/3.10 亿元，EPS 分别为 1.92/2.45/3.1 元、2021 年 9 月 22 日收盘价 38.05 元对应 PE 分别为 20/16/12 倍，首次覆盖，给予买入评级和目标价 49.09 元（对应 22 年 20 倍）。

► **行业分析：气密材料应用持续拓展，竞争格局三分天下**
2025 年全球拉丝气垫市场规模有望达 10 亿美元、CAGR 达 15%。目前行业由华生科技、明士达、中国龙天集团三分天下。

► **公司优势：掌握生产核心环节技术，盈利能力强**

1) 工艺优势：独创热贴+轮涂法上浆工艺+无溶剂浆料；2) 设备优势：设备供应商按公司要求定制设备，效率高于同业；3) 基布自产率高：拥有两个环节的毛利率，盈利能力更好。

► **成长驱动：短期看扩产，中期看效率提升，长期看下游应用拓展**

1) 拉丝基布扩产带动拉丝气垫产能扩张；2) 高毛利气密材料收入占比提升带动整体毛利率提升；3) 人效仍有提升空间。

风险提示：气密材料价格下降风险；行业竞争者进入风险；投产不及预期风险；下游应用拓展不及预期风险；系统性风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	49.09
最新收盘价：	38.05
股票代码：	605180
52 周最高价/最低价：	45.87/29.01
总市值(亿)	38.05
自由流通市值(亿)	9.51
自由流通股数(百万)	25.00



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	318	369	656	823	1,025
YoY (%)	-0.2%	16.1%	77.9%	25.4%	24.6%
归母净利润(百万元)	87	108	192	245	310
YoY (%)	28.0%	24.2%	78.9%	27.6%	26.3%
毛利率 (%)	41.6%	42.8%	42.9%	43.5%	43.9%
每股收益(元)	1.15	1.43	1.92	2.45	3.10
ROE	21.7%	22.3%	27.5%	26.0%	24.7%
市盈率	33.09	26.61	19.78	15.50	12.27

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司概况：业务重心向高毛利的气密材料转移.....	4
1.1. 历史回顾：Q4 旺季，21H 超预期.....	4
1.2. 股权结构：家族控股比例超 65%，上市前已有员工持股平台.....	8
1.3. 资本市场回顾：21PE 在 17-25 倍波动.....	9
2. 行业分析：气密材料应用持续拓展，竞争格局三分天下.....	10
2.1. 市场规模：拉丝气垫市场 2025 年有望达 10 亿美元，15% CAGR.....	10
2.2. 竞争格局：气密材料市场三足鼎立.....	12
3. 公司优势：掌握生产核心环节技术，盈利能力强.....	17
3.1. 工艺优势：独创热贴+轮涂法上浆工艺+无溶剂浆料.....	17
3.2. 设备优势：与设备厂商合作增加定制化，效率高于同业.....	18
3.3. 基布自产：拥有两个环节的毛利率，盈利能力更好.....	18
4. 成长驱动：短期看扩产，中期看效率提升，长期看下游应用拓展.....	21
4.1. 拉丝基布扩产带动拉丝气垫产能扩张.....	21
4.2. 高毛利率气密材料收入占比提升带动整体毛利率提升.....	21
4.3. 人效仍有提升空间.....	21
5. 盈利预测和估值.....	22
6. 风险提示.....	25

图表目录

图 1 历年收入、归母净利及增速（亿元，%）.....	5
图 2 历年毛利率和净利率（%）.....	5
图 3 分材料 2017-2020 年收入增速（%）.....	6
图 4 分材料 2017-2020 年收入占比（%）.....	6
图 5 内外销收入及增速（亿元，%）.....	6
图 6 历年前十大客户收入、占比及增速（亿元，%）.....	6
图 7 分材料 2017-2020 年毛利率（%）.....	7
图 8 历年费用率（%）.....	7
图 9 华生科技 PE BANDS 走势图.....	10
图 10 2017-2021H 年华生科技及同业毛利率对比.....	15
图 11 2017-2021H 年华生科技及同业净利率对比.....	15
图 12 华生科技产品毛利率（单位：%）.....	15
图 13 气密材料毛利率对比.....	15
图 14 华生科技及同业应收账款周转天数对比（天）.....	16
图 15 华生科技及同业现金流净额/净利对比.....	16
图 16 成品贴合流程.....	17
图 17 拉丝气垫材料具体结构.....	19
图 18 同规格拉丝基布外协和自织生产.....	19
图 19 沃克纺织拉丝基布外协单位成本（元/平方米）.....	20
图 20 拉丝基布自织单位成本（元/平方米）.....	20
图 21 华生科技及同业公司员工人工效对比（万元）.....	22
表 1 华生科技主要产品.....	4
表 2 成本结构分析.....	7
表 3 公司发展历程.....	8
表 4 2021H 华生科技股权结构（限售股锁定期为上市后 36 个月）.....	9
表 5 篷布下游应用市场情况.....	11
表 6 同行业公司对比.....	12
表 7 华生科技及同业公司收入及增速（亿元，%）.....	13

表 8 产品销量及单价（单位：万平方米，元/平方米）	14
表 9 华生科技及同业公司净利及增速（亿元，%）	14
表 10 同业公司费用率对比	15
表 11 上浆工艺对比	17
表 12 基布产能	20
表 13 不同产成品所需基布	21
表 14 450 万平方米基布达产后经济效益	21
表 15 收入拆分	22
表 16 同业估值表	24

1. 公司概况：业务重心向高毛利的气密材料转移

1.1. 历史回顾：Q4 旺季，21H 超预期

华生科技创立于1996年11月，产品包括气密材料和柔性材料两大类（2020年收入占比分别为81%/16%，毛利率分别为49%/27%），2016年以来气密材料占比持续提升、柔性材料收入持续下降。气密材料又进一步分为拉丝气垫材料和充气游艇材料（占比59%/23%），拉丝气垫材料增速更高。2020年公司收入/归母净利分别为3.69/1.08亿元、同比增长16.11%/24.20%，2021H收入/归母净利分别为3.34/1.02亿元、同比增长153%/165%、较19H增长119.74%/183.33%，业绩超预期，主要来自气密材料收入大幅增长，而这主要受益于疫情背景下划水板等需求爆发。





2016-2020年公司收入/归母净利的年复合增速分别为16%/20%，拆分来看：

（1）分量价看，收入贡献主要来自扩产量增、价格缓慢下降。2019年公司收入下滑主要由于：1）拉丝气垫材料收入增速从2018年的38%放缓至1%，主要来自竞争对手加速扩张抢份额；2）公司业务重心向高毛利的拉丝气垫材料和充气游艇材料业务转移，毛利低的灯箱布产销量大幅下降。分品类来看，气密材料/柔性材料收入年复合增速分别为31%/-12%。其中分量价来看，气密材料量/价年复合增速分别为31.30%/-9.32%、气密材料价格下降主要受到竞争对手价格战影响；柔性材料2016-2020年收入年复合增速为-3.42%/-32.10%，拆分分量价来看，篷盖材料量/价年复合增速分别为-2.59%/-0.81%，灯箱布量/价年复合增速分别为-33.58%/2.49%。

（2）分客户看，公司前十大客户收入占比在40-50%，下游客户均为生产商；其中气密材料直接下游客户主要为国内休闲、运动器材生产企业，生产后出口至欧美市场。目前气密材料主要应用于划水板、充气游艇等水上休闲、运动产品，终端产品消费旺季通常在6-8月，考虑到下游客户生产周期、外销运输周期以及终端产品销售备货安排等，通常Q4为公司气密材料销售旺季。公司与主要客户约定的产品交期较短、通常1-2周，主要原材料库存周期一般在1-2个月左右。

（3）分地区看，内销占比逐年提高、从2016年的54%提升至2020年的85%，外销收入下降由于外销产品主要为柔性材料、而近些年公司业务重心向气密材料转移。我们分析，尽管公司直接出口比例不高，但下游应用以欧美市场为主，间接出口比例更高。

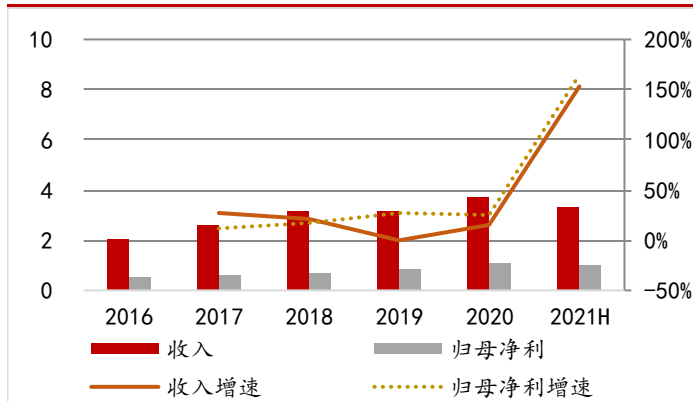
表 1 华生科技主要产品

产品类别	气密材料		柔性材料	
产品名称	拉丝气垫材料	充气游艇材料	篷盖材料	灯箱广告材料
图片				
应用领域	充气式划水板等休闲、运动器材	漂流艇、皮划艇、冲锋舟等水上休闲娱乐运动产品	卡车帐篷、篷布，各类户外帐篷、露营帐篷	平面广告、户外广告、建筑装饰

2020 年收入 (亿元)	2.16	0.83	0.55	0.05
2020 年收入占比	58.96%	22.66%	15.16%	1.34%
16-20 收入 CAGR (%)	23.86	25.15	-3.42	-32.1
16-20 年销量 CAGR (%)	38.91	28.37	-2.59	-33.58
16-20 年单价 CAGR (%)	-10.37	-2.81	-0.81	2.49
毛利率	54%	36%	28%	14%

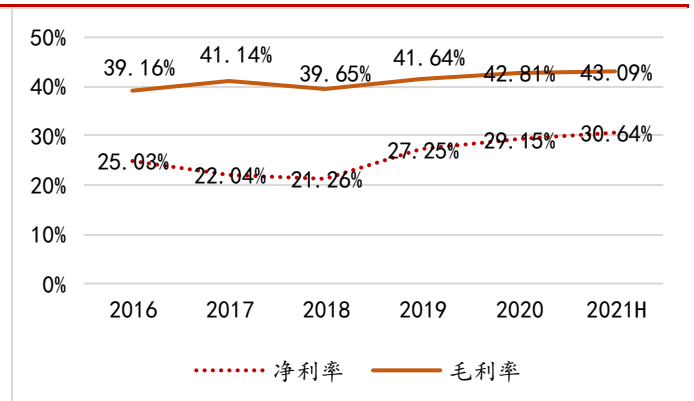
资料来源：华生科技招股书，华西证券研究所

图 1 历年收入、归母净利及增速 (亿元, %)



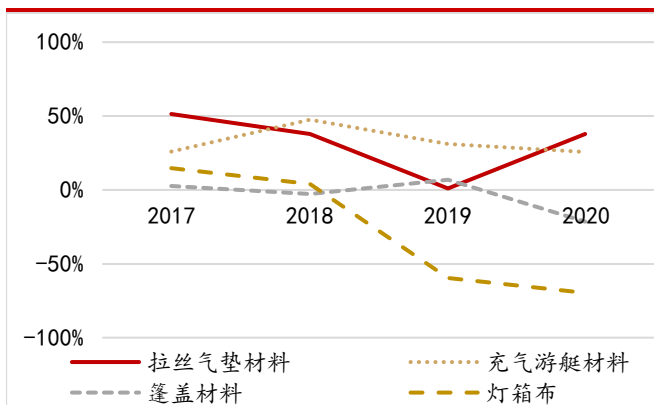
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 历年毛利率和净利率 (%)



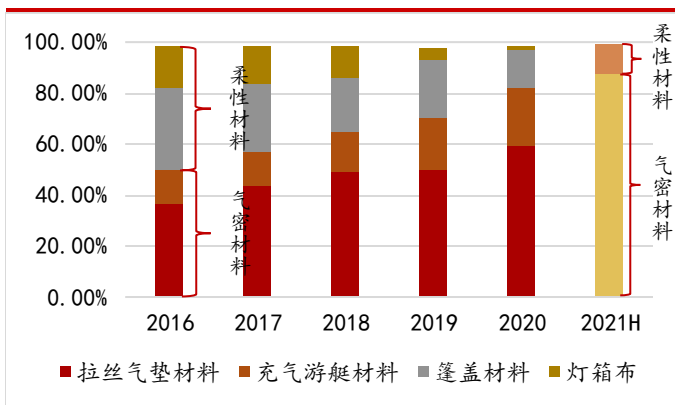
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 分材料 2017-2020 年收入增速 (%)



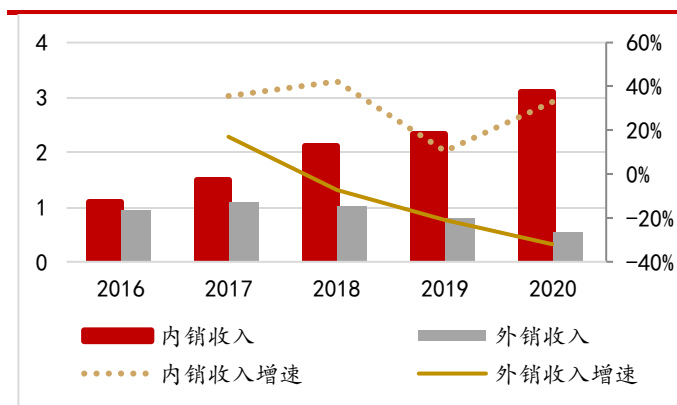
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 分材料 2016-2021H 年收入占比 (%)



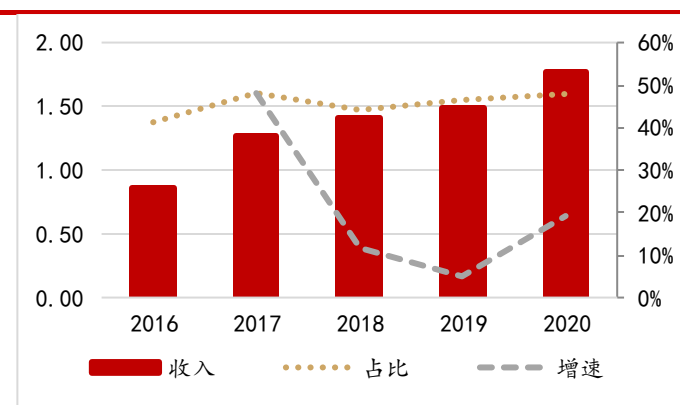
资料来源：公司公告，华西证券研究所（注：气密材料包括拉丝气垫材料和充气游艇材料；柔性材料包括篷盖材料和灯箱布）

图5 内外销收入及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 历年前十大客户收入、占比及增速 (亿元, %)

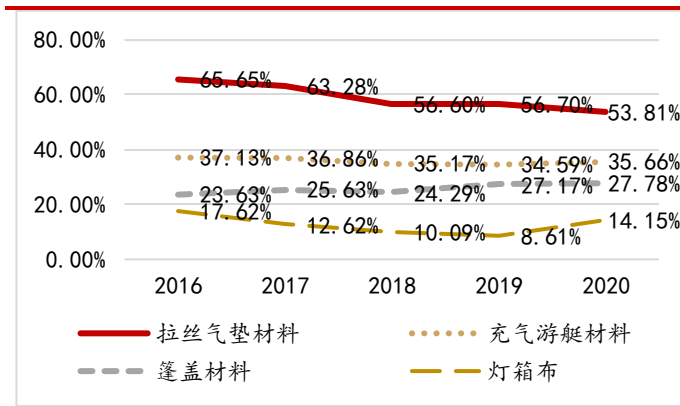


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司毛利率提升主要来自高毛利的气密材料占比提升、但气密材料自身毛利率下降，主要由于竞争对手价格战影响。历史回顾来看，毛利率在 39-43%波动，净利率在 21-31%波动，净利率主要受毛利率变动、股权支付费用（2018 年公司员工持股平台增资，确认股份支付费用金额 1,580 万元，使得当年管理费用率较高）、汇兑损益影响（2017 年汇兑损失 606 万元、较 2016 年增长 1234 万元，使得财务费用率同比提高 5PCT）。分品类来看，2020 年拉丝气垫/充气游艇材料/篷盖材料/灯箱布的毛利率分别为 53.81%/35.66%/27.78%/14.15%。

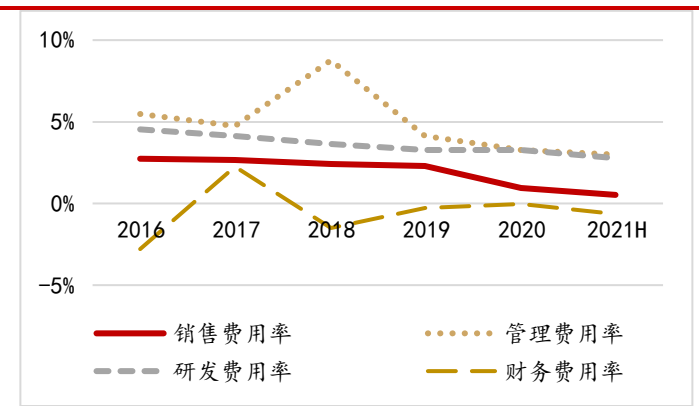
2020 年公司成本中直接材料/直接人工/制造费用/运输费用占比分别为 76%/8%/14%/2%。其中拉丝气垫制造费用占比逐年降低主要由于自产比例提升使得制造费用中的外协加工费减少（制造费用主要由折旧费用、外协加工费用、燃料动力费用、包装材料费及修理费用等组成）；灯箱广告材料的直接材料占比高于其他品类主要由于灯箱广告材料工艺相对较为成熟、耗用的工时较少。

图 7 分材料 2017-2020 年毛利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 历年费用率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 成本结构分析

		2018	2019	2020
整体	直接材料	75.75%	76.00%	76.20%
	直接人工	5.84%	7.28%	7.55%
	制造费用	18.41%	16.72%	13.92%
	运输费用	-	-	2.33%
拉丝气垫	直接材料	70.00%	72.82%	77.34%
	直接人工	4.71%	6.23%	7.29%
	制造费用	25.29%	20.94%	15.37%
充气游艇	直接材料	77.54%	76.24%	78.30%
	直接人工	7.18%	8.47%	8.41%
	制造费用	15.28%	15.29%	13.29%
篷盖材料	直接材料	78.22%	77.45%	78.32%
	直接人工	6.66%	8.09%	8.40%
	制造费用	15.12%	14.45%	13.28%
灯箱广告材料	直接材料	80.14%	81.11%	82.68%
	直接人工	5.66%	6.26%	6.13%
	制造费用	14.20%	12.63%	11.19%

资料来源：招股书，华西证券研究所

表 3 公司发展历程

时间	事件
1989 年	11 月 9 日，经主管部门海宁市教育局、海宁市校办工业公司等部门同意，海宁市马桥马西塑料电器厂由海宁市马桥镇中心小学下辖的海宁市马桥镇柏墅完全小学组建成立
1995 年	3 月 20 日，经主管部门海宁市教育局、海宁市校办工业公司同意，海宁市马桥马西塑料电器厂名称变更为海宁市马桥新奇制鞋厂，企业性质、隶属关系不变。
1996 年	11 月，海宁市马桥华生经编针织厂设立。
1999 年	陆续引进贴合机（中国台湾）、双轴向经编机（德国）等设备，逐步开始生产灯箱广告材料
2003 年	1 月，海宁市马桥华生经编针织厂注册资本增至 518.80 万元；同月 9 日取得新的《企业法人营业执照》。
2004 年	引进压延机（中国台湾），形成灯箱广告材料的完整生产链
2005 年	3 月 31 日，华生针织厂与马桥小学脱离校办企业的关系；同年 6 月，华生针织厂改制为有限责任公司；同年 12 月，华生有限取得新的《企业法人营业执照》。
2006 年	9 月，浙江华生经编新材料有限公司变更为外商投资企业，注册资本增加至 5180 万元；同月 5 日，华生取得商外资浙府资字[2006]00748 号台港澳侨投资企业批准证书。
2007 年	成功开发 PET 灯布，为国内首创；并推出篷盖材料
2008 年	被评为“省科技型中小企业”，开始研发充气游艇材料
2009 年	获得国家高新技术企业称号，公司生产的“华生”牌灯箱广告材料获得“浙江名牌产品”称号
2010 年	成功向市场推出充气游艇材料，开始研发拉丝气垫材料
2013 年	成功推出拉丝气垫布，国内领先。
2015 年	成功向市场推出加强型拉丝气垫材料
2017 年	开始逐步实现自主拉丝基布的生产，2018 年自产比例达到 30+%，2019 年达到 63%，2020 年达到 91%
2018 年	1 月 18 日公司完成整体变更为股份公司，更名为“浙江华生科技股份有限公司” 设立员工持股平台，成立华册投资、2018 年 4 月 3 日完成增资
2021 年	4 月 30 日上市

资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.2. 股权结构：家族控股比例超 65%，上市前已有员工持股平台

截止2021H，公司实控人蒋瑜慧女士、蒋生华先生和王明珍女士合计持股67.69%，其中蒋瑜慧/蒋生华/王明珍直接持有公司37.41%/8.02%/4.45%股权，并通过全资持股的浙江华生投资管理有限公司间接持有公司股权17.81%，此外，控股股东一致行动人王明芬持有公司股权3.56%。

2018年公司设立员工持股平台，由华册投资认购，截至2021H员工持股平台持有公司3.75%股权。

表 4 2021H 华生科技股权结构（限售股锁定期为上市后 36 个月）

股东名称	职务/身份	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)	性质
蒋瑜慧	董事 (蒋生华、王明珍之女)	3741	37.41	限售流通 A 股
浙江华生投资管理 有限公司	蒋瑜慧、蒋生华和 王明珍 100%持股	1781	17.81	限售流通 A 股
蒋生华	董事长, 总经理, 法定代表人, 董事	802	8.02	限售流通 A 股
王明珍	蒋生华之妻	445	4.45	限售流通 A 股
海宁华册投资合伙 企业(有限合伙)	员工持股平台	375	3.75	限售流通 A 股
王明芬	蒋生华之妻妹 (控股股东一致行 动人)	356	3.56	限售流通 A 股
中国工商银行股份 有限公司-交银施罗 德趋势优先混合型 证券投资基金	-	131	1.31	A 股流通股
中国工商银行股份 有限公司-华安安信 消费服务混合型证 券投资基金	-	77	0.77	A 股流通股
张振	-	70	0.70	A 股流通股
中国农业银行股份 有限公司-交银施罗 德先进制造混合型 证券投资基金	-	38	0.38	A 股流通股
前十大股东合计	-	7816	78.16	-

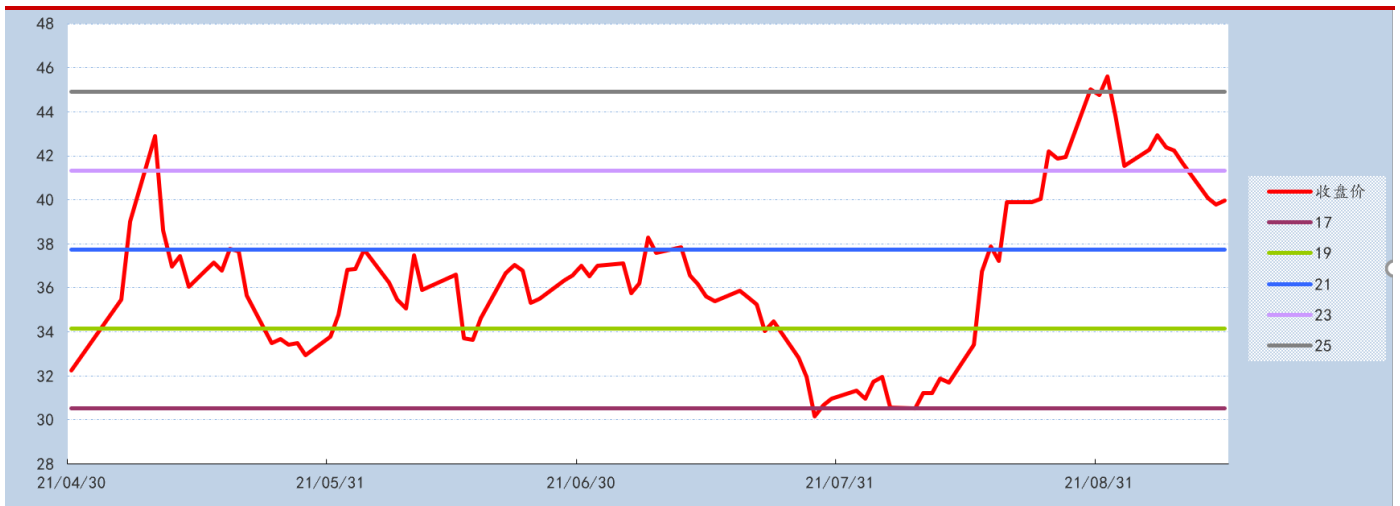
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3. 资本市场回顾：21PE 在 17-25 倍波动

2021 年 4 月 30 日上市至今（截至 2021 年 9 月 16 日），公司股价上涨 24%，跑赢 SW 纺织服装 22PCT、跑赢沪深 300 指数 29PCT。2021 年 9 月 16 日公司市值为 39 亿元。IPO 募集资金 5.60 亿元，建设“年产 450 万平方米拉丝基布建设项目”、“高性能产业用复合新材料技改项目”以及“研发中心建设项目”。

公司上市以来 PE 在 17-25 倍左右波动，8 月 16 日晚公司公布半年报，业绩超出市场预期，股价大幅上涨、最高达 45.87 元、对应 PE 估值为 26 倍。

图 9 华生科技 PE BANDS 走势图



资料来源：Wind，华西证券研究所。注：PE=股价/2021 年预测 EPS (wind 一致预期)。

2. 行业分析：气密材料应用持续拓展，竞争格局三分天下

2.1. 市场规模：拉丝气垫市场 2025 年有望达 10 亿美元，15% CAGR

2.1.1. 拉丝气垫材料：受益于水上运动、疫情期间室内运动兴起

(1) 划水板高增长，未来充气游艇国内市场有望放开

近年水上运动产业兴起，主要涵盖帆船(板)、赛艇、皮划艇(激流)、摩托艇、潜水、潜水(蹼泳)、极限(冲浪、漂流)等项目。2016 年 11 月国家发展改革委、国家体育总局等 9 部门联合印发的《水上运动产业发展规划》定下发展目标：到 2020 年，水上运动产业总规模达到 3,000 亿元。值得说明的是，目前我国并未以法律形式限制私人划艇下水，但是出于安全隐患及经营管理考虑，公共水域尚未对市民开放，目前内销市场仅限于防洪救灾。我们分析，一方面，随着水灾频繁发生，未来充气游艇有望纳入国家战略储备、各社区进行配备；另一方面，随着安全性提高、国内水上运动的发展，未来国内充气游艇具有较大成长空间。2016 年国内水上休闲运动用品零售市场规模约为 330 亿美元，占全球户外休闲产品的 18.4%，自 2011 年至 2016 年的年均增速约为 6.1%；预计从 2017 年至 2021 年，该市场的年均增速将保持在 6.8%，2021 年的水上休闲运动用品零售市场规模将达到 463 亿美元。

充气式划水板 (SUP) 2001 年问世，由于其具备体积小、轻便、耐用等特点，近年来已经成为冲浪板行业增速最快、规模最大的细分行业。根据国际市场调研机构 Technavio 发布的报告，在美洲参与划水板 (SUP) 运动的人数从 2010 年的 100 万人增加至 2014 年的 300 万人，年均增幅 31.61%；预计 2015-2020 年 SUP 市场规模从 49.56 亿美元增长至 99.90 亿美元、年均增幅 15% 左右。材料方面，最早的冲浪板以木材制成，到 20 世纪中期聚氨酯材料成为主流。

根据中国产业用纺织品行业协会发布的《大隔距经编间隔织物（即拉丝气垫材料）的应用与发展前景》，2014-2018 年，国内拉丝气垫材料年复合增长率在 30%以上，今后将以每年 15%以上的速度增长，预计到 2025 年全球的市场容量在 10 亿美元左右。

（2）疫情下室内运动需求大增，瑜伽垫、体操垫增长较高

疫情导致个人运动替代团体运动，室内瑜伽（体操垫）、露营活动（帐篷）兴起，足球运动（足球门）等出现下滑。根据阿里研究院 2020 年 3 月发布的《“宅经济”报告——经济迈向“云时代”》指出，疫情期间健身族宅家热门器械热销，划船机销量增加 1.4 倍、跳舞毯增加八成、拉力绳（器）增加七成、瑜伽垫增加六成。据艾媒咨询数据显示，2020 年 2-3 月京东瑜伽垫销售额同比增长 170%；除瑜伽垫之外，京东平台划船机和拉力器销售额也实现了超过 100%的同比增长，分别达到 126%和 123%。跳绳/哑铃也分别实现 67%/65%增长。

拉丝气垫材料也用于体操垫、瑜伽垫等保护垫的制造。充气后的拉丝气垫材料可以在活动训练时吸收人体过大的冲击力，起到缓冲保护的作用，也可以通过调节内部气压的大小来调节材料的软硬程度，达到最佳的缓冲效果，灵活性高于使用各类填充物的材料。此外在保护垫表面覆盖抗菌面料，还能够有效抗菌杀菌抑菌，避免长时间使用后的汗渍、污渍和细菌的影响。

2.1.2. 柔性材料：受益于疫情期间户外帐篷兴起

（1）运输用篷布市场稳步增长，疫情期间户外帐篷兴起

对于物流运输领域的全球篷布市场，根据 Future Market Insights 发布的数据显示，2017 年全球篷布市场价值为 70.12 亿美元，受益于快速发展的物流运输市场以及农业、建筑、仓储等其他等终端使用，再叠加新兴经济体对篷布的应用需求日益增长，未来全球篷布市场将稳定发展，预计 2018-2028 年全球篷布市场以 4.4%的复合年增长率保持稳定增长，预计 2022 年全球篷布市场价值将达到 86.97 亿美元。

表 5 篷布下游应用市场情况

应用	增长空间
卡车用篷布	全球基础设施项目数量的增加、全球物流业需求的增长以及道路基础设施的不断改进，进一步推动了发达地区和发展中地区对卡车的需求，进而拉动篷盖布市场发展。据 techsci research 数据显示，2017 年全球卡车市场价值 2,361 亿美元，预计到 2022 年将以超过 8%的复合年增长率达到 3,520 亿美元。
户外帐篷	<p>据 Technavio 发布《global camping tent market 2017-2021》的数据显示，2016 年，全球野营帐篷市场规模达到 18.2 亿美元，其中商业使用者的野营帐篷需求规模达到 6.5 亿美元、占据全球野营帐篷市场规模 35.7%。受益于露营市场的快速发展，全球野营帐篷市场呈现稳定的发展趋势，<u>预计到 2021 年，全球野营帐篷市场规模达到 22.9 亿美元，复合年增长率约为 5%</u>，而野营帐篷巨大的市场潜力将会直接带动帐篷布的市场需求增长，从而促进篷帆类纺织品市场的发展。</p> <p>与发达国家相比，我国露营旅游业仍处于较为落后的阶段。随着我国露营基础设施不断完善、露营文化不断普及以及受益于自驾游、户外运动的普及和兴起、相关政策的推动，我国露营旅游市场将会呈现爆发增长。据露营天下统计，截止至 2019 年底，中国露营地总量为 1,778 个(不含</p>

港澳台)，其中包括 1,565 个已建营地、213 个在建营地，已建营地数较 2017 年接近翻倍（2017 年露营地总数 1273，其中已建营地 825 个、在建营地 448 个）

资料来源：公司公告，公司招股说明书，华西证券研究所

（2）柔性材料：灯箱布在户外广告市场上的应用逐步提升

柔性材料灯箱布已逐步取代了曾在广告媒体中占主导地位的霓虹灯、塑胶胶片和有机玻璃等硬质材料，成为制作户外广告灯箱的首选材料，优点在于：（1）灯箱色彩鲜艳夺目、寿命长、运输方便；（2）使用安全，可以在灯箱上粘贴透光即时贴，也可以进行热转印、超热印、电脑写真等处理；（3）能做成大型或特大型灯箱，平面、曲面任意造型。

根据 WARC 发布的《全球广告趋势：2020/2021 年行业状况》报告，预计户外广告将成为 2021 年增长最快的媒体、增长 20.2%至 363 亿美元。

根据 CODC 数据显示，2012-2017 年国内户外广告占广告产业总规模比重由 14.62%增长至 19.03%。根据 CODC 户外广告研究发布的《2020 年前三季度户外广告市场概况》，2020 年前三季度户外广告投放刊例花费达 1,076 亿（包含高铁视频媒体），户外广告实际刊例花费增长 6%。

2.2. 竞争格局：气密材料市场三足鼎立

2.2.1. 气密性材料领域：先行者优势，成本限制新进入者

气密性技术门槛要求高，我们分析主要由于：（1）气密材料加工工艺复杂（拉丝材料是 3D 立体材料，工艺比传统的 PVC 平面材料难度更高），而下游应用市场对终端成品气密性、安全性、便携性要求较高；（2）没有现成的设备，需要自主研发改造。

目前国内仅有华生科技、明士达和龙天集团能实现稳定量产并对外销售；国际市场上，拉丝气垫材料供应商主要有德国海德思（拥有年产 4000 万平方米 PVC 热压贴合的生产线——应用于高端广告喷绘领域，以及 1000 万平方米涂层布生产线——应用于工业领域如充气船、帐篷布、膜结构等）、韩国源丰等。在 2013 年中国企业实现对进口拉丝气垫材料的替代后，考虑到采购和报关成本，进口拉丝气垫规模逐步缩小，目前中国市场主要由华生科技、明士达和龙天集团三分天下。

表 6 同行业公司对比

公司对比	华生科技	明士达	中国龙天集团
收入	3.69 亿元	15.25 亿元	8.16 亿元
各业务收入占比	拉丝气垫材料 58.49%； 充气游艇材料 15.04%； 灯箱广告材料 1.33%； 其他 2.67%	环保装饰材料 59.30%； 功能性运动材料 21.48%； 其他柔性材料 19.22%	材料用品：91.54%； 地板用品 8.46%
净利	1.08 亿元	1.97 亿元	0.45 亿元
净利率	29.15%	12.95%	5.52%
产能（万平方米）	拉丝气垫材料：343.47 充气游艇材料：626.53 篷盖材料：717.22	环保装饰材料：40000 功能性运动材料：920 其他柔性材料：6360	-

	灯箱广告材料: 79.05		
价格 (元 / 平方米)	拉丝气垫材料: 65.59 充气游艇材料: 13.34 篷盖材料: 7.43 灯箱广告材料: 4.75	环保装饰材料: 2.46 功能性运动材料: 35.02 其他柔性材料: 5.45	-
客户	嘉兴明珩健康科技有限公司; 威海东诺体育用品有限公司; 俄罗斯 LLC EVROPAKS MSK; 威海波斯顿游艇股份有限公司 (目前华生尚未与迪卡侬开展合作)	春风集团; 南通吉美装饰材料有限公司; 江苏正永地面装饰材料有限公司; 东辉休闲运用用品有限公司; 张家港保税区长隆新材料有限公司	空间布由旗下思嘉国际控股公司推出, 思嘉的客户有迪卡侬等
生产模式	“以销定产”的订单式生产模式, 委托加工业务采购金额占主营业务成本比例均低于 0.2%	大部分采取第三方生产模式	-

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

成长性分析: 气密材料增速仅低于明士达, 净利复合增速最高

从收入年复合增长率来看, 公司 2017-2020 收入 CAGR 为 12%, 低于行业同业公司, 我们分析主要由于柔性材料业务收入下滑。但若只对比气密性材料来看, 华生科技 17-20 年收入 CAGR 为 26%, 仅低于明士达, 我们分析主要明士达基数小、扩产更快。2021H 华生和龙天均体现出下游受益于疫情带来的高增长。

表 7 华生科技及同业公司收入及增速 (亿元, %)

收入/增速	2017	2018	2019	2020	17-20CAGR	2021H
华生科技	2.63 (26.95%)	3.18 (21.16%)	3.18 (-0.16%)	3.69 (16.11%)	12%	3.34 (153.19%)
其中: 气密材料	1.48 (46.53%)	2.05 (38.51%)	2.22 (8.29%)	2.99 (34.68%)	26%	2.92 (189.11%)
柔性材料	1.07 (8.08%)	1.06 (-0.93%)	0.87 (-17.92%)	0.60 (-31.03%)	-18%	0.39 (49.89%)
中国龙天集团	5.23 (10.81%)	5.41 (2.89%)	6.64 (22.80%)	8.16 (22.90%)	16%	7.24 (124.50%)
其中: 材料	5.05 (17.99%)	5.18 (2.59%)	6.22 (20.07%)	7.43 (19.40%)	14%	6.78 (132.36%)
明士达	-	11.80	13.42 (13.73%)	15.25 (13.60%)	14% (18-20)	-
其中: 功能性运动材料		1.31	1.89 (44.79%)	3.23 (70.59%)	57% (18-20)	-

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所。中国龙天集团材料业务中包含气密性材料, 2017-2018 年气密材料属于高能材料范畴, 自 2019 年起由于普通材料占比过小统一归为材料范畴。

表 8 产品销量及单价 (单位: 万平方米, 元/平方米)

产品		2018	2019	2020
华生科技气密材料	销量	499.57	632.46	950.58
	YOY	-	27%	50%
	单价	108.82	101.77	78.93
	YOY	-	-6%	-27%
明士达运动性运动材料	销量	318.25	446.56	922.68
	YOY	-	40.32%	106.62%
	单价	41.11	42.42	35.02
	YOY	-	3.19%	-17.44%

资料来源: 华生科技招股书, 华西证券研究所

从净利年复合增速来看, 华生科技高于中国龙天集团、低于明士达。我们分析: 明士达 2019 年在原材料增塑剂价格下降、工艺水平的提升以及环保天花软膜出口退税调整影响等综合因素影响下毛利率上升, 但 2019 年在计提股权支付的情况下净利未有大幅提升, 而 2020 年毛利率保持稳定、管理费用下降后使得净利大幅增加。

表 9 华生科技及同业公司净利及增速 (亿元, %)

净利/增速	2017	2018	2019	2020	17-20 GAGR	2021H
华生科技	0.58 (11.77%)	0.68 (16.90%)	0.87 (27.98%)	1.08 (24.20%)	22.94%	1.02 (164.71%)
中国龙天集团	0.04 (27.61%)	0.05 (9.61%)	0.06 (29.95%)	0.07 (11.33%)	17%	-
明士达	-	0.92	0.93 (1.05%)	2.26 (143.72%)	58% (18-20)	-

资料来源: 华生科技招股书, 华西证券研究所

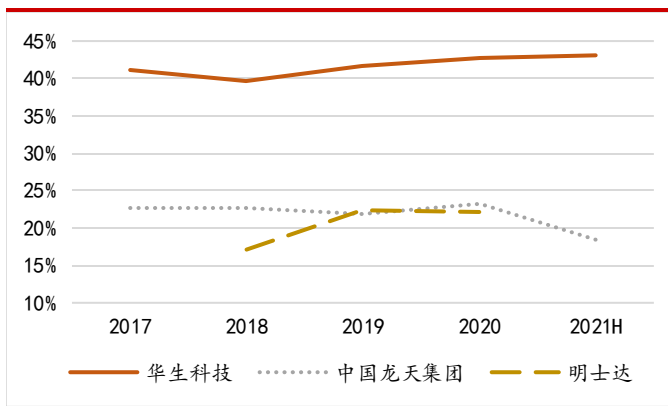
盈利能力分析: 效率领先+基布自产下, 盈利能力远高于同业

和同行相比, 2020 年华生科技气密材料毛利率为 48.77%、高于明士达的功能性运动材料的毛利率 33.59%、也高于中国龙天集团的材料产品的毛利率 24.4%, 我们分析主要由于结构差异 (气密材料毛利率更高, 而明士达和中国龙天集团中气密材料占比较低) 以及效率差异。

从净利率看, 2020 年华生科技净利率高于同业, 主要由于华生科技毛利率高且费用率低于同业其他公司, 我们分析, 华生科技费用率低于同行主要来自效率更高; 中国龙天集团管理费用率高于同行主要由于研发投入更高, 2018-2020 年研发费用率分别为 10%/7%/6%。

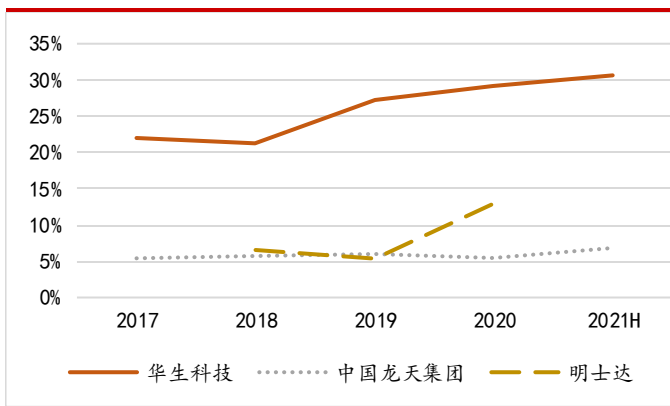
华生科技所得税/收入高于同行主要由于公司净利率更高，从有效税率看，华生科技 2018-2020 年分别为 17%/14%/14%，和同行明士达相近（分别为 14%/22%/12%），但高于中国龙天集团（分别为 0%/9%/-2%）。

图 10 2017-2021H 年华生科技及同业毛利率对比



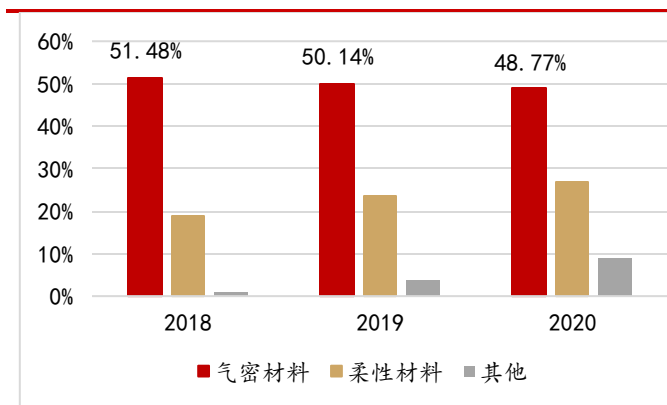
资料来源：wind, 华西证券研究所

图 11 2017-2021H 年华生科技及同业净利率对比



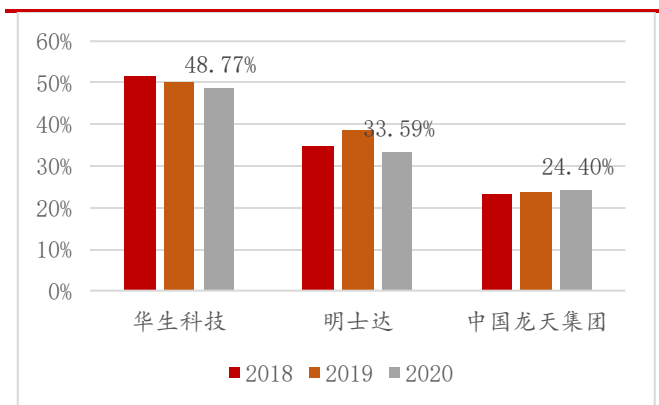
资料来源：wind, 华西证券研究所

图 12 华生科技产品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 气密材料毛利率对比



资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：明士达为功能性运动材料毛利率，中国龙天为材料产品毛利率。

表 10 同业公司费用率对比

	华生科技			明士达 (IPO 终止)			中国龙天集团		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
毛利率	40%	42%	43%	17%	22%	22%	23%	22%	23%
税金及附加费率	-1%	-1%	-1%	0%	0%	-0%	-	-	-
销售费用率	-2%	-2%	-1%	-3%	-2%	-1%	-3%	-3%	-4%
管理费用率	-9%	-4%	-3%	-2%	-8%	-2%	-14%	-11%	-9%
研发费用率	-4%	-3%	-3%	-4%	-4%	-4%	-	-	-

财务费用率	2%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
减值损失占比	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%
信用减值损失占比	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	-	-	-
公允价值变动占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-5%
其他收益占比	1%	1%	0%	0%	0%	1%	-	-	-
净营业外收入占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	1%	2%
所得税率	-4%	-4%	-5%	-1%	-2%	-2%	0%	-1%	0%
少数股东损益占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
净利率	21%	27%	29%	7%	5%	13%	6%	6%	6%

资料来源：公司公告 华西证券研究所。注：正值表示对净利率正向影响，负值表现对净利率负向影响。

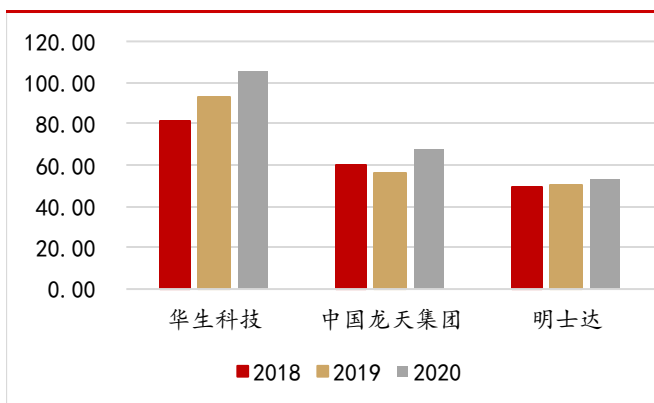
营运能力分析：应收账款周转天数高于同行业水平

2018-2020 年华生科技应收账款周转天数分别为 81/93/106 天，公司给予客户的账期不超过 90 天，公司应收账款周转天数逐年提升主要由于气密材料收入占比提升，气密材料销售旺季为 Q4，因此年底应收账款周转天数较高，此外 2020 年疫情也影响了回款速度。

和同业相比，华生科技的应收账款周转天数高于中国龙天集团（分别为 60/57/68 天）以及明士达（分别为 50/50/54 天），我们分析主要由于业务结构差异。

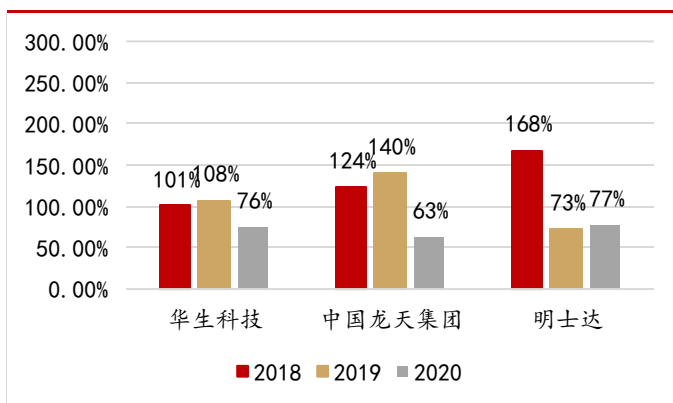
2018-2020 年公司经营性现金流净额/净利分别为 101%/108%/76%，2020 年现金流/净利下降主要由于应收账款增加，但和同行相近。

图 14 华生科技及同业应收账款周转天数对比（天）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 华生科技及同业现金流净额/净利对比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2.2. 柔性材料领域：国内厂商不具竞争优势

在柔性材料领域，公司的主要竞争对手有浙江海利得新材料股份有限公司、浙江港龙新材料股份有限公司等等。灯箱广告行业具有较强的国际化特征，在全球市场中，

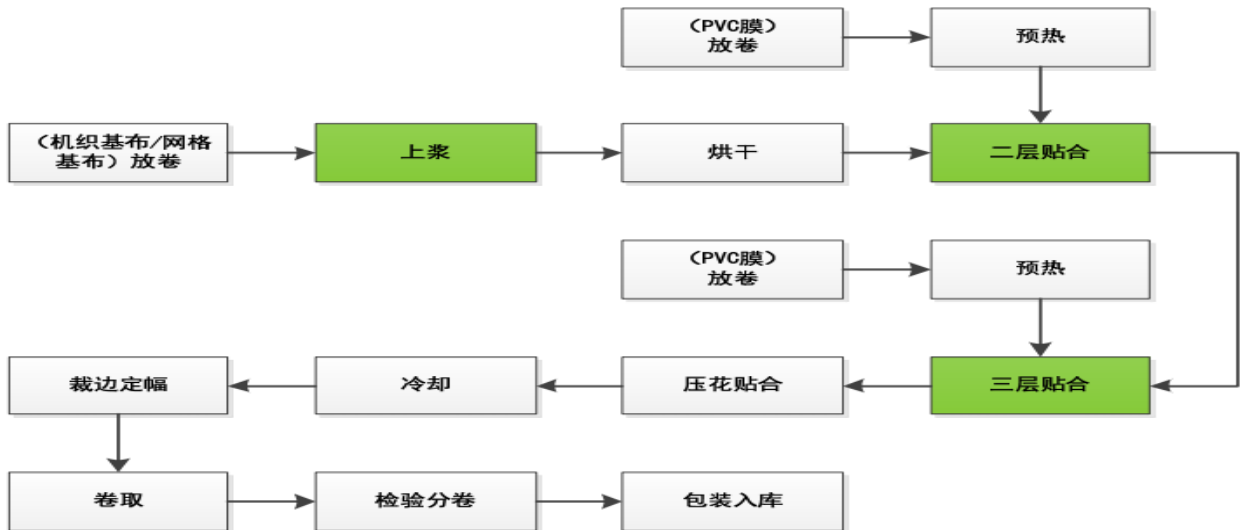
例如美国 3M 公司、德国海德斯公司、德国费尔赛达公司等公司在技术工艺、知识产权、产品种类、品牌影响、渠道建设和市场份额等方面具有突出的优势，具有很强的全球市场竞争优势，使得国内厂商在出口和内销市场的竞争压力大，灯箱布国内及出口市场中竞争激烈。

3. 公司优势：掌握生产核心环节技术，盈利能力强

3.1. 工艺优势：独创热贴+轮涂法上浆工艺+无溶剂浆料

气密材料的核心生产环节为上浆、贴合环节，关系到成品的外观、平整度、纬斜度、牢固度等指标，进而影响终端成品的气密性、使用效果、寿命等。(1) 上浆是指通过刮涂法、含浸法、轮涂法等方式将浆料覆盖于基布上的过程，上浆工艺的选择对后续贴合工序效果产生重要影响。(2) 贴合是指将覆盖浆料的基布与 PVC 膜进行复合的过程。经过上浆、贴合，并经冷却定型后，原先分离的基布、PVC 膜等半成品才黏合在一起，制成各类成品。

图 16 成品贴合流程



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 11 上浆工艺对比

类型	工艺及特点
刮涂法	采用金属或非金属的刮刀，将粘稠浆料涂装在基布——浆料分布不均匀，生产效率低；产品表面粗糙，基布与涂层间的物理强度低
含浸法	将基布完全浸没在浆料中进行上浆——浆料易固化，容易浪费浆料并造成污染；需要较长的烘干时间，产品的硬度大、易老化、抗拉强度低
轮涂法	在涂布辊转动时，使浆料进入到涂布辊的凹坑内，再通过涂布辊分别涂在基布的两面——浆料用量少、分布均匀、不易造成污染；上浆、烘干时间短，提升了生产效率；产品具有良好柔软性、手感好、机械强度高、防晒、防老化、耐磨和使用寿命长等特点

资料来源：招股书，华西证券研究所

公司一直专注工艺的革新，2004 年公司和厂商合作研发设备，率先在国内采用热贴工艺，相较冷贴工艺生产出来的广告材料平整度更高、贴合强度更高、且喷绘鲜艳度更高。2007 年公司在热贴的基础上革新了上浆工艺——轮涂法，07 年至今一直没有同行研发出该技术。我们分析，公司的轮涂法上浆工艺对比同业公司所采用的涂刮/含浸工艺优势明显：1) 成本更低：浆料使用量比其他工艺减少，但粘贴强度比其他工艺更高；2) 质量更稳定：轮涂法上浆工艺上浆均匀，速度可控，刮刀是固定不变的；而涂刮工艺下，产品质量受基布张力、刀的紧密度、调刀师傅的水平约束。3) 不伤害基布、基材，因此材料气密性好且不纬斜；热帖+轮涂法上浆工艺下华生可以做到不渗气、产品质量更好。此外轮涂法下，公司材料的最终成品冲浪板的核心指标下垂度能实现最小。4) 生产效率高，热熔工艺一次成型、效率更高。

在配方方面，华生科技又推出了配合轮涂法上浆工艺的无溶剂浆料，相对于溶剂型浆料或者半溶剂型浆料节省了因溶剂型浆料挥发有毒气体产生的环境治理成本。

此外，得益于公司上浆工艺带来的产品良好的气密性，部分产品具有较高的市场认可度，比如气密材料中毛利率较高的合幅条产品。

3.2. 设备优势：与设备厂商合作增加定制化，效率高于同业

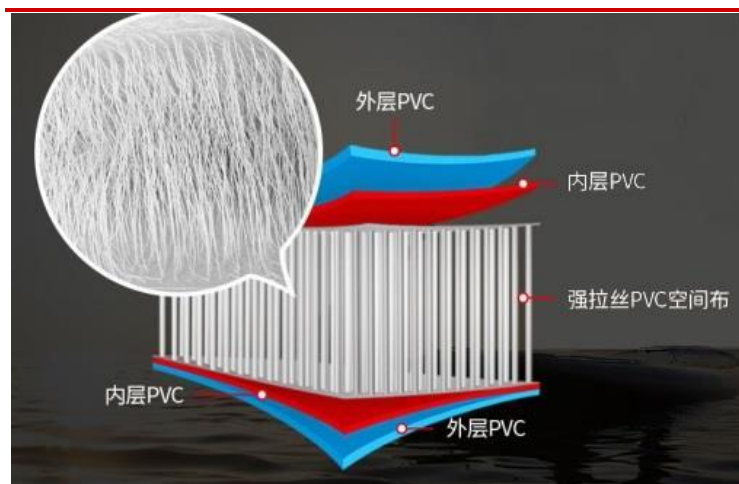
在核心设备采购上，单台设备上的投入也较大，如单台压延机单价在 2,000 万元左右。

公司结合生产经验，不断和设备商合作进行设备更新：(1) 改进生产工序，提高一次成型率，效率得到较大提升。(2) 改造关键部件，提高运转速度。(3) 注重细节优化，如采用更科学的基布拼接技术，大大减少了基布、PVC 膜等材料的损耗率，做提高了材料利用率，从而降低了产品成本。

3.3. 基布自产：拥有两个环节的毛利率，盈利能力更好

拉丝基布品质的好坏对拉丝气垫材料成品的平整度、宽窄控制及纬斜控制产生较大影响。拉丝基布以高强度工业涤纶丝为原料，由上、下表层和一个间隔层组成，即两层夹网布面通过中间拉丝的上下串并走法连接而成一体结构，且每个拉丝纱线都是以设计好的固定行程连接两层夹网布，是成品中的骨架材料，在成品充气后主要起到定型作用。拉丝基布的技术主要体现在：(1) 间隔层的制作宽度：间隔层宽度越大，织造的难度越大，但能满足的市场需求越多；(2) 间隔层中拉丝的密度：拉丝的密度越低，成品在充气前越轻便，更易于收纳，同时节省成本；(3) 穿纱方式的运用，使得成品表面具有不同的花型结构。

图 17 拉丝气垫材料具体结构



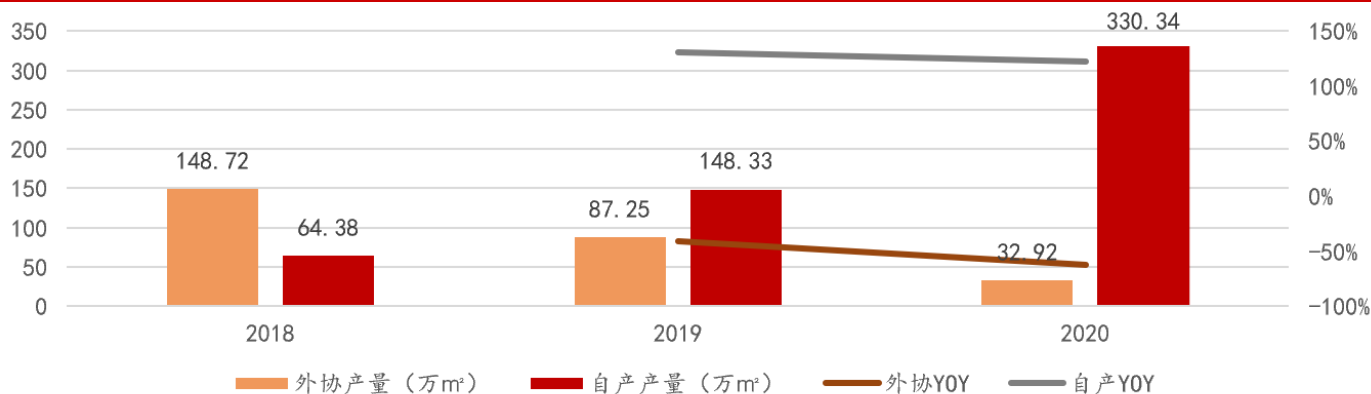
拉丝气垫材料系 3D 立体空心结构，其所用拉丝基布采用 3D 编织技术，基于该特殊的物理结构及专门设计的拉丝材料密度，运用拉丝基布生产的材料可以有效增加 PVC 膜垂直方向的强度，且当 PVC 膜层受到冲击时，基布分散作用相对较大，可以有效缓冲及吸收冲击、材料回弹性能较好。

资料来源：招股书，华西证券研究所

生产拉丝基布所需技术涉及到对相关织机的改装能力、配套生产控制软件的设计、穿纱技术、基布纬斜度控制、平整度等专业生产技术，需要在基布织造领域有较长时间的研发和积累。总体上，拉丝基布在生产制造上具有一定的技术壁垒，与拉丝气垫材料行业制造企业类似，目前市场上能够自产拉丝基布的制造企业相对较少。

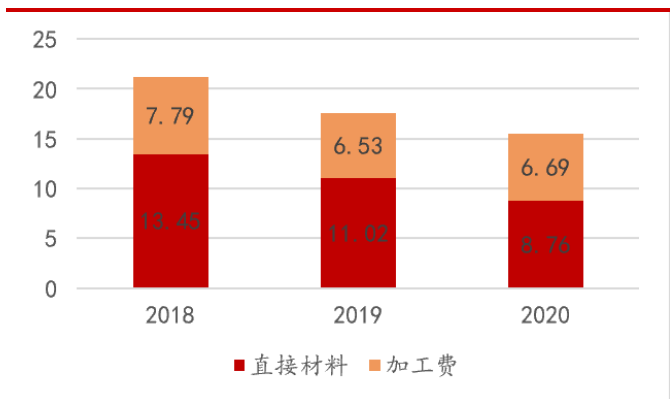
公司生产的拉丝基布主要有两个品种：经编拉丝基布和机织拉丝基布，以经编拉丝基布为主；在规格上，公司具有 3-42.5 厘米多种间隔规格拉丝基布的生产能力。公司于 2017 年起已掌握拉丝基布技术并逐步提高自产比例，目前已经不存在生产依赖（2020 年基布自产比例达到 90% 以上）。从同种规格的拉丝基布生产成本来看，2018-2020 年拉丝基布外协-自产成本差额分别为 4.25、5.07、6.25 元/平方米，较外协单位成本分别便宜 20%/29%/40%；2018-2020 年拉丝气垫单价分别为 93.85、87.28、65.59 元/平方米，根据招股书显示，2018-2020 年单位拉丝气垫的拉丝基布耗用量分别为 1.05、1.08、1.09 万平方米，我们测算，自产比外协毛利率分别提高约 4.8PCT、6.3PCT、10.4PCT。

图 18 同规格拉丝基布外协和自织生产

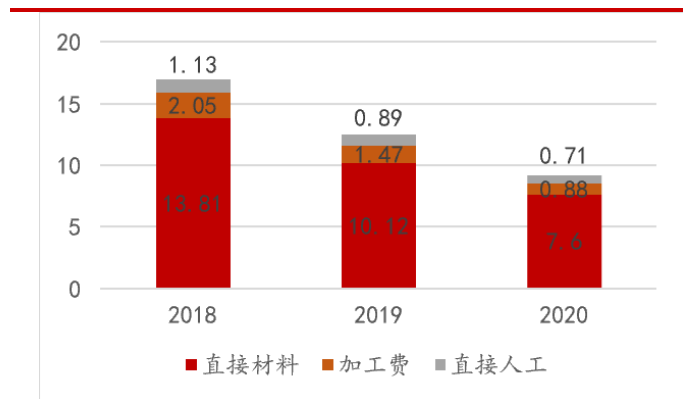


资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 沃克纺织拉丝基布外协单位成本（元/平方米） 图 20 拉丝基布自织单位成本（元/平方米）



资料来源：公司公告，华西证券研究所



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司的产成品主要由 PVC 膜与基布贴合而成，其中，基布的织造过程所需时间较长（如拉丝基布每小时仅可织布约 5 米左右）、是瓶颈环节，而贴合工艺效率较高（如用拉丝基布生产的拉丝气垫材料每小时可贴合超过 700 米）。

公司生产 3 种基布：（1）机织基布主要用于充气游艇材料、篷盖材料（多数）；（2）网格基布主要用于灯箱广告材料、篷盖材料（少数）；（3）拉丝基布用于拉丝气垫材料。其中，用于生产拉丝气垫材料的拉丝基布由于工艺复杂，加工效率最低；用于生产灯箱广告材料的网格基布的工艺相对简单，加工效率最高。

表 12 基布产能

		2018 年	2019 年	2020 年
机织基布	产能 (万 m ²)	766.5	766.5	664.3
	增速		0%	-13%
	产能利用率	99%	98%	91%
	产量 (万 m ²)	756.94	752.43	602.03
	增速		-1%	-20%
网格基布	产能 (万 m ²)	2714.4	2714.4	2262
	增速		0%	-17%
	产能利用率	80%	55%	14%
	产量 (万 m ²)	2158.93	1481.47	305.56
	增速		-31%	-79%
拉丝基布	产能 (万 m ²)	100.35	169.94	317.63
	增速		69%	87%
	产能利用率	64%	87%	104%
	产量 (万 m ²)	64.38	148.33	330.34
	增速		130%	123%

资料来源：招股书，华西证券研究所

从产能利用率来看，（1）机织基布 2018-2019 年受充气游艇材料和篷盖材料订单增长影响产能利用率较高，2020 年受疫情影响下降；（2）网格基布由于公司主动放弃部分毛利较低的订单，导致产能利用率相对较低；（3）拉丝基布 2018 年产能利用

率相对较低，主要由于公司在 2018 年下半年增加了较多拉丝基布生产设备，受相关生产设备调试等因素影响，19、20 年快速上升。

表 13 不同产成品所需基布

	拉丝气垫材料	充气游艇材料	篷盖材料	灯箱广告材料
拉丝基布	√			
机织基布	√	√	√	√
网格基布		√	√	√

资料来源：招股书，华西证券研究所

4. 成长驱动：短期看扩产，中期看效率提升，长期看下游应用拓展

4.1. 拉丝基布扩产带动拉丝气垫产能扩张

公司募投项目新增 450 万平方米拉丝基布的项目已于 2020 年动工，项目从开工建设到建设完工的周期为 36 个月，项目达产后，拉丝基布的产能将较 2020 年增长 142%，贡献新增收入/净利分别为 3.96/1.28 亿元、较 2020 年增厚 107%/119%。

表 14 450 万平方米基布达产后经济效益

名称	金额（万元）
销售收入	39,600.00
毛利	19,988.56
利润总额	15,063.45
净利润	12,803.93

资料来源：招股书，华西证券研究所。注：假设拉丝基布产能完全释放后按 1:1 对应的拉丝气垫材料的成品销售收入及预期效益定量分析，销售收入根据 T1-T5 年预测的产品销售单价确定。

4.2. 高毛利率气密材料收入占比提升带动整体毛利率提升

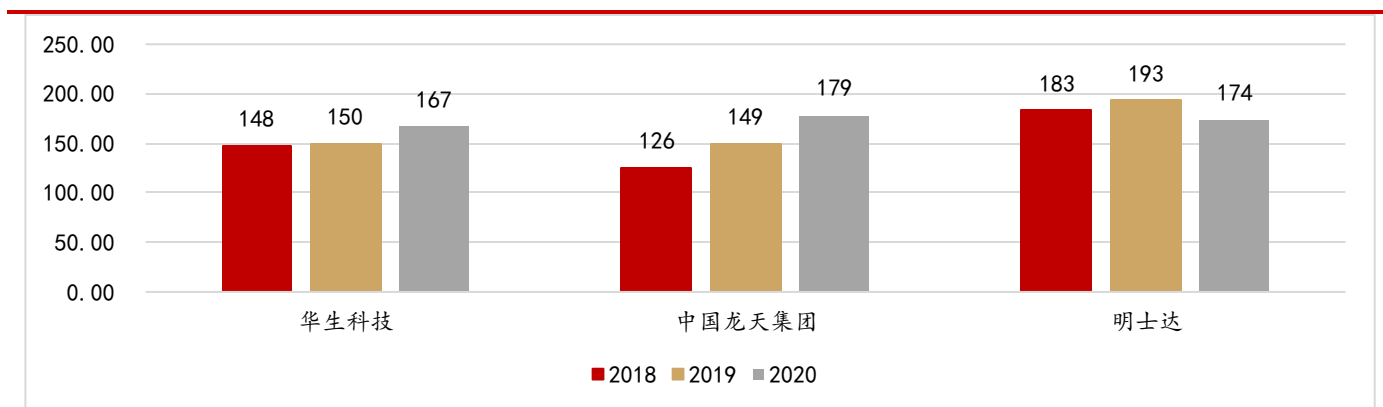
2018-2020 年拉丝气垫材料销售收入占比逐年提高，而高毛利率的拉丝气垫材料占比提高带动整体毛利率逐年提升。展望未来 3-5 年，公司规划气密材料将实现 30-50%左右的年复合增长，有望带动公司毛利率逐年提升。

此外，公司现在的设备既能做普通产品、也能做高端产品，高端产品销售呈上升趋势，毛利率高于普通产品，在高强度气密材料生产上华生具有优势。我们分析，随着人均收入提高，未来高端产品占比有望提高，贡献单价上涨。

4.3. 人效仍有提升空间

2018-2020 年华生科技员工人工效分别为 148/150/167 万元、逐年提高，使得 2020 年费用率较 2019 年下降。但和同业相比，华生科技人效低于同业，我们分析主要由于同业外协比例高，而华生科技外协比例不到 0.2%。

图 21 华生科技及同业公司员工人工效对比（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们分析，华生的效率提高主要来自工艺领先（贴合+上浆工艺）以及设备的更新。公司去年年底投产的 6 号机使得今年人效提升明显，未来随着新设备迭代，人效有望继续提升并降低成本。

5. 盈利预测和估值

我们假设：（1）在公司发展重点向毛利率更高的气密材料倾斜的背景下，公司气密材料 2020-2023 年以 47% 的年复合增长率增长，柔性材料 2022-2023 年收入保持稳定，则 2021-2023 年公司总收入增速有望达到 78%/25%/25%。

（2）假设 2021-2023 年拉丝气垫毛利率分别为 50%/50%/50%，充气游艇材料毛利率分别为 34%/34%/34%，蓬盖材料毛利率分别为 27%/27%/27%，灯箱布毛利率分别为 14%/14%/14%，则综上 2021-2023 年毛利率逐年提升、分别为 42.9%/43.5%/43.9%。

（3）假设 2021-2023 年销售费用率分别为 1%/1%/1%、管理费用率分别为 3%/3%/3%、研发费用率分别为 3%/3%/3%、财务费用率分别为 0%/0%/0%，则 2021-2023 年净利率为 29.3%/29.8%/30.3%。

表 15 收入拆分

	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入（亿元）	3.69	6.56	8.23	10.25
增速	16.11%	78%	25%	25%
一、气密材料（亿元）	2.99	5.77	7.43	9.45
增速	34.52%	93%	29%	27%
1) 拉丝气垫材料（亿元）	2.16	4.22	5.44	6.94

	增速	38.37%	95.77%	28.75%	27.72%
	毛利率	53.81%	50%	50%	50%
	占比	58.96%	64%	66%	68%
	产量(万平方米)	343.47	625	781	969
	增速	96.93%	82%	25%	24%
	产销率	95.76%	100%	100%	100%
	销量(万平方米)	328.89	625	781	969
	增速	84.11%	90%	25%	24%
	单价(元/平方米)	65.59	67.56	69.59	71.67
	增速	-24.84%	3%	3%	3%
2) 充气游艇材料(亿元)		0.83	1.55	2.00	2.51
	增速	26.10%	87%	29%	26%
	毛利率	35.66%	34%	34%	34%
	占比	22.66%	24%	24%	24%
	产量(万平方米)	626.53	1128	1410	1720
	增速	30.63%	80%	25%	22%
	产销率	99.23%	100%	100%	100%
	销量(万平方米)	621.69	1128	1410	1720
	增速	36.99%	81%	25%	22%
	单价(元/平方米)	13.34	13.74	14.15	14.58
	增速	-7.94%	3%	3%	3%
二、柔性材料(亿元)		0.60	0.69	0.69	0.69
	增速		14%	0%	0%
3) 篷盖材料(亿元)		0.55	0.64	0.64	0.64
	增速	-21.15%	15%	0%	0%
	毛利率	27.78%	27%	27%	27%
	占比	15.16%	10%	8%	6%
4) 灯箱布(亿元)		0.05	0.05	0.05	0.05
	增速	-69.67%	0%	0%	0%
	毛利率	14.15%	14%	14%	14%
	占比	1.34%	1%	1%	0%

三、其他 (亿元)	0.1	0.10	0.11	0.11
毛利率	42.8%	42.9%	43.5%	43.9%
净利 (亿元)	1.08	1.92	2.45	3.10
增速	24.20%	79%	28%	27%
净利率	29.2%	29.3%	29.8%	30.3%

资料来源：华西证券研究所。

我们认为，公司单价和其他公司接近，但是盈利能力好于同行，主要由于效率和良率更高。我们认为，公司壁垒在于：(1) 独创热熔上浆工艺（热帖工艺+轮涂法上浆工艺），公司的热熔上浆工艺优点在于用料节省，不伤害基层所以气密性好、不会渗气，且生产效率高，公司的浆料是公司自主研发的；(2) 公司和设备公司一起研发，设备有排他协议，设备领先从而人效更高，新设备投产后效率会继续提高；(3) 公司基布基本实现自产、成本优势更明显；(4) 部分产品如高强度拉丝气垫材料、合幅条等毛利较高的细分产品华生具有较强优势。

我们认为未来成本空间在于：(1) 短期来看，募投项目分批投产，有望带动气密材料未来 3-5 年保持 30-50% 的年复合增速；(2) 中期来看，气密材料收入占比提升以及效率提高将使得公司盈利能力进一步增强。公司近些年产品价格有所下降主要是受同行的影响，我们分析未来价格下降空间很小（因为目前价格已趋于合理且市场处于增长期）；同时虽然行业盈利能力高，但是进入门槛高，开发难度相对较大，一定时期内鲜有新的竞争者出现，在成本优势下公司净利率有望保持。(3) 长期来看，气密材料价格自 17 年以来的大幅下降，使得其应用范围扩大，未来随着应用范围的拓展将有望提高整体市场规模。我们预计 2021-2023 年收入分别为 6.56/8.23/10.25 亿元，归母净利分别为 1.92/2.45/3.10 亿元，EPS 分别为 1.92/2.45/3.1 元、2021 年 9 月 22 日收盘价 38.05 元对应 PE 分别为 20/16/12 倍，首次覆盖，参照可比公司估值，给予买入评级和目标价 49.09 元（对应 22 年 20 倍）。

表 16 同业估值表

	收盘价	2021E EPS	2022E EPS	2023E EPS	2021E PE	2022E PE	2023E PE	2021 净 利增速	
A 股	安利股份	16.89	0.69	0.98	1.36	24.48	17.23	12.41	196.7%
	台华新材	16.43	0.58	0.76	1.01	28.33	21.62	16.27	306%
	浙江自然	59.9	2.19	2.97	3.91	27.37	20.18	15.32	38.70%
	华利集团	85.02	2.45	3.14	3.92	34.70	27.08	21.69	52.3%
	健盛集团	10.56	0.63	0.83	1.05	16.76	12.76	10.06	147.2%
	开润股份	20.03	0.84	1.42	1.87	23.85	14.01	10.71	158.7%
港股	申洲国际	165.30	3.84	4.68	5.48	35.73	29.32	25.04	13.17%
平均值	-	-	-	-	-	27.32	20.31	15.93	-

资料来源：华西证券研究所（港股收盘价单位为 HKD，A 股收盘价单位为 RMB，汇率：1 港元=0.83 元人民币）

6. 风险提示

气密材料价格下降风险：气密材料价格继续下行将对公司业绩产生负面影响；

行业竞争者进入风险：行业进入者增多，将导致行业竞争加剧，对业绩产生负面影响；

投产不及预期风险：投产不及预期将影响业绩释放；

下游应用拓展不及预期风险；

系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	369	656	823	1,025	净利润	108	192	245	310
YoY (%)	16.1%	77.9%	25.4%	24.6%	折旧和摊销	10	7	5	6
营业成本	211	375	465	575	营运资金变动	-43	-98	-41	-43
营业税金及附加	2	3	4	5	经营活动现金流	81	105	214	278
销售费用	3	6	7	9	资本开支	-72	-79	-63	-69
管理费用	12	20	25	31	投资	0	0	0	0
财务费用	0	-3	-4	-5	投资活动现金流	-71	-113	-174	-211
资产减值损失	-1	-2	-2	-2	股权募资	0	25	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	-1	0	0
营业利润	125	229	292	370	筹资活动现金流	-29	24	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	-21	17	40	67
利润总额	125	229	292	370	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	17	37	47	60	成长能力				
净利润	108	192	245	310	营业收入增长率	16.1%	77.9%	25.4%	24.6%
归属于母公司净利润	108	192	245	310	净利润增长率	24.2%	78.9%	27.6%	26.3%
YoY (%)	24.2%	78.9%	27.6%	26.3%	盈利能力				
每股收益	1.43	1.92	2.45	3.10	毛利率	42.8%	42.9%	43.5%	43.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	29.2%	29.3%	29.8%	30.2%
货币资金	116	133	173	240	总资产收益率 ROA	20.7%	25.7%	24.5%	23.5%
预付款项	14	19	23	29	净资产收益率 ROE	22.3%	27.5%	26.0%	24.7%
存货	60	81	87	93	偿债能力				
其他流动资产	134	247	390	565	流动比率	8.49	9.81	12.01	14.92
流动资产合计	324	479	674	927	速动比率	6.55	7.78	10.04	12.97
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	3.05	2.73	3.09	3.87
固定资产	93	156	204	256	资产负债率	7.3%	6.5%	5.6%	4.7%
无形资产	36	36	36	36	经营效率				
非流动资产合计	196	269	327	390	总资产周转率	0.71	0.88	0.82	0.78
资产合计	520	748	1,001	1,317	每股指标 (元)				
短期借款	1	0	0	0	每股收益	1.43	1.92	2.45	3.10
应付账款及票据	15	19	22	22	每股净资产	6.43	6.99	9.45	12.55
其他流动负债	22	29	34	40	每股经营现金流	1.09	1.05	2.14	2.78
流动负债合计	38	49	56	62	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	0	0	0	0	PE	26.61	19.78	15.50	12.27
非流动负债合计	0	0	0	0	PB	0.00	5.44	4.03	3.03
负债合计	38	49	56	62					
股本	75	100	100	100					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	482	699	945	1,255					
负债和股东权益合计	520	748	1,001	1,317					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。