



6050

华生科技（605180）：深耕气密材料领域，水上运动市场未来可期

2021年12月31日

推荐/首次

华生科技

公司报告

华生科技是优质水上用品材料生产商。公司成立于1996年，专注复合材料的研发生产，陆续推出柔性材料（灯箱广告材料、篷盖材料）和气密材料（充气游艇材料、拉丝气垫材料）。气密材料主要用于水上充气产品，是目前公司核心品类，增长迅速，带动公司收入利润均呈上升趋势，2020年收入占比已达80%，其中拉丝气垫材料占比58%。拉丝气垫材料技术壁垒较高，公司已掌握全部生产工艺。拉丝气垫材料毛利率保持在50%以上，占比增加拉动整体毛利率持续上升，使得公司近三年整体毛利率基本维持在40%以上。拉丝气垫材料也是未来公司主要发展品类。

公司技术领先，拉丝气垫材料竞争格局集中。拉丝基布的织造和上浆贴合环节是拉丝气垫材料生产的核心工艺，需要织机改装、配套软件设计等多项专业技术，一般需要制造商有长时间的研发和积累。公司目前已实现全部生产工艺的突破。拉丝气垫材料在2012年之后逐步进行国产替代，但仍有替代空间。目前国内参与者主要有3家，基本分割了国内市场，彼此间产量差距不大。从拉丝气垫材料产能扩张情况来看，公司在细分领域最为专注，我们认为公司能充分享受行业发展。

气密材料主要应用为水上运动用品，市场广阔，行业景气度高；未来拓展应用范围可期。华生科技气密材料主要用于水上充气式户外用品，其中拉丝气垫材料70-80%用于生产滑水板、瑜伽垫。公司的业务的发展与国际与国内户外运动需求，尤其是水上运动的发展紧密相关。全球水上休闲产品市场规模约有460亿美元，占全球户外休闲产品行业的约18%，水上运动的增速近几年增长速度快于整个户外休闲产品市场。其中，水上充气式休闲产品市场占整个水上休闲产品的7.5%，市场规模在35亿美元左右，增速保持在10%以上。除了水上运动用品，拉丝气垫材料潜在应用领域较为广泛：包括防护用、医用、救援用等多个领域。气密材料的应用具有定制化特点，华生科技有望依靠前瞻性的应用研究持续占领市场。

公司募投项目将解决产能瓶颈，下游向好下产品价格回升可期。公司的产能利用率近两年维持在高位，2020年拉丝基布产能利用率达104%，公司募投项目建设450万平米拉丝基布，未来公司拉丝气垫材料的产能将扩大至目前的2.4倍。除了产能的释放，公司的产品价格在过去受到原材料价格影响有所波动，终端需求的景气和原材料价格回升下将带动主要产品价格回升企稳，助力收入增长。

盈利预测与投资建议：公司在拉丝气垫领域专注并深耕，不断向前。在拉丝气垫下游景气，及用范围推广的大背景下，公司通过产能的扩张去持续享受行业的发展。预计公司2021-2023年实现营业收入6.58、8.22、10.19亿元，净利润预计分别为1.98、2.64、3.28亿元。公司目前的净利润预测对应的PE水平为17.7、13.28、10.66倍，我们认为凭借技术优势公司可享受一定估值溢价。对公司首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动剧烈；公司新产能建设不及预期；新产品开发进度不及预期。

公司简介：

公司是一家专业从事塑胶复合材料的研发、生产、销售业务的高新技术企业。根据产品在气密性标准上的不同，公司主要产品可分为气密材料和柔性材料两大类。其中，气密材料包括拉丝气垫材料和充气游艇材料，主要应用在划水板、体操垫、充气游艇等运动、休闲领域；柔性材料包括篷盖材料和灯箱广告材料，主要应用在交通物流、平面广告等领域。

资料来源：公司公告、WIND

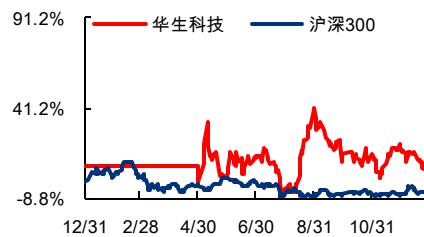
未来3-6个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52周股价区间（元）	45.6-30.15
总市值（亿元）	35.0
流通市值（亿元）	8.75
总股本/流通A股（万股）	10,000/10,000
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	7.95

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040 changzj@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044 shenyl@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480121050014

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	317.66	368.85	657.56	822.40	1,019.08
增长率 (%)	-0.16%	16.11%	78.27%	25.07%	23.91%
净归母利润 (百万元)	86.58	107.53	197.71	263.56	328.44
增长率 (%)	27.98%	24.20%	83.86%	33.31%	24.62%
净资产收益率 (%)	21.68%	22.31%	27.25%	27.16%	28.94%
每股收益(元)	1.15	1.43	1.98	2.64	3.28
PE	30.43	24.48	17.70	13.28	10.66
PB	6.57	5.45	4.82	3.61	3.08

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 华生科技: 优质气密材料生产商	4
1.1 依托海宁产业集群地, 差异化突围	4
1.2 攻克拉丝气垫材料技术, 公司持续进化发展	5
2. 公司技术领先, 拉丝气垫材料竞争格局集中	7
2.1 拉丝气垫材料国内仅有三家主要厂商, 公司产能扩张相对积极	7
2.2 基布织造与上浆贴合是核心工艺, 公司已全面掌握	8
3. 气密材料下游行业保持增长, 募投产能充足	9
3.1 气密材料行业保持增长	9
3.2 募投产能充足, 逐步投放带来收入增量	11
4. 需求推动公司产品价格恢复	12
5. 盈利预测与估值	13
6. 风险提示	14

插图目录

图 1: 公司股权结构(截至 2021Q3)	4
图 2: 营业收入持续提高	5
图 3: 归母净利润呈升势	5
图 4: 分品类看, 拉丝气垫材料占比逐步提高	5
图 5: 拉丝气垫材料毛利率显著高于其他产品	5
图 6: 拉丝气垫材料毛利率显著高于其他产品	7
图 7: 气密材料收入对比	8
图 8: 华生科技与明士达气密材料毛利率	8
图 9: 气密材料主要生产流程	9
图 10: 拉丝气垫结构	9
图 11: 拉丝基布自产比例	9
图 12: 自产与外协生产的成本差异	9
图 13: 水上充气产品市场规模约在 34 美元	10
图 14: 公司几种产品对应的基布类型	11
图 15: 华生科技生产成本, 直接材料占比高	13
图 16: 前三大原材料合计占比在 70%以上	13
图 17: 涤纶长丝的价格有明显回升	13
图 18: 第二大原材料 PVC 的价格近些年稳中有升	13

表格目录

表 1: 华生科技发展历程	4
表 2: 华生科技主要产品	6

表 3: 华生科技产品主要应用场景	6
表 4: 公司产量占有率估算	7
表 5: 拉丝气垫材料相关专利	8
表 6: 公司主要原材料的产能利用率较高	11
表 7: 公司首次上市募集资金投资项目	12
表 8: 公司收入预测表	13

1. 华生科技：优质气密材料生产商

1.1 依托海宁产业集群地，差异化突围

公司从事复合材料生产，专注高毛利品类。公司前身华生经编针织厂于1996年成立，从事塑料复合材料的研发、生产与销售，是位于海宁市经编产业园的优秀民营企业。公司早期引入进口设备形成灯箱广告材料的完整产业链，是海宁市该材料生产制造的主要引领者，之后公司陆续推出篷盖材料、充气游艇材料、拉丝气垫材料。目前公司已将经营重点放在技术难度较高的后两类材料上，尤其技术壁垒更高的拉丝气垫材料，是公司的主要扩产品类。

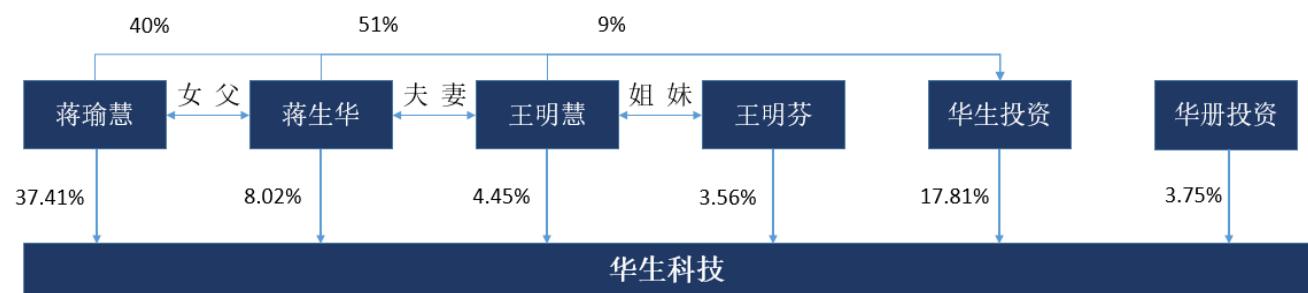
表1：华生科技发展历程

年份	事件
1996年	海宁市马桥华生经编针织厂成立
1999年	陆续引进中国台湾贴合机、德国双轴向经编机等设备，逐步开始生产灯箱广告材料
2003年	公司入驻海宁市经编产业园
2004年	投资5090万引进中国台湾压延机，形成灯箱广告材料的完整产业链
2005年	更名为浙江华生经编新材料有限公司，获得“华生”注册商标
2007年	研发出PET灯箱广告材料，为国内首创；推出篷盖材料
2008年	开始研发充气游艇材料
2011年	向市场推出充气游艇材料；开始研发拉丝气垫材料
2013年	向市场推出拉丝气垫材料；“华生”商标被认定为浙江省著名商标
2015年	向市场推出加强型拉丝气垫材料
2021年	公司成功在上交所上市，代码为605180

资料来源：公司公告，公司官网，东兴证券研究所

公司控股权集中，实控人家族合计持股超70%。公司董事长蒋生华先生自1996年创立海宁市马桥华生经编针织厂起，至今已在行业深耕20余年，经验丰富。董事长家族当前合计直接持股71.25%，控制权稳定，其中蒋瑜慧作为董事长女儿，持股比例最高。华册投资为公司持股平台，覆盖核心员工20人，确保核心队伍稳定，增加工作积极性。

图1：公司股权结构（截至2021Q3）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 攻克拉丝气垫材料技术，公司持续进化发展

公司凭技术优势加深与客户合作，收入利润稳健增长。公司业务从灯箱布到气密材料，凭借气密材料的技术优势，不断加深与客户的合作。公司内销占比 67%，但内销客户以户外用品出口商为主，因此公司为出口导向企业。在全球户外用品的发展下，2020 年公司收入达到 3.69 亿元，CAGR4 为 15.55%；归母净利润 1.08 亿元，CAGR4 为 20.05%。收入利润均保持增长态势，其中利润端增速高于收入端，是得益于高毛利产品占比的提高以及规模效应的形成。2021 年前三季度，疫情催化户外产业加速发展，公司充分受益，收入利润显著加快增长。

图2：营业收入持续提高

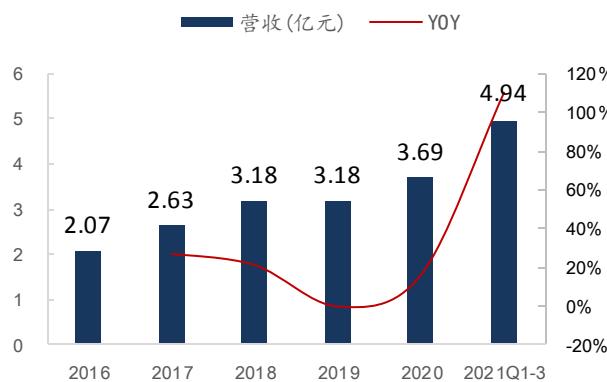


图3：归母净利润呈升势



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

拉丝气垫材料迅速增长，占比逐步提升。包括拉丝气垫材料和充气游艇材料在内的气密材料是公司核心产品，保持快速增长，2020 年占比已达 80%以上，其中拉丝气垫材料占比 58%。包括篷盖材料和灯箱广告材料在内的柔性材料竞争较为激烈，毛利率较低，因此公司经营策略是保持柔性材料收入稳定或适时收缩，将气密材料作为重点发力方向。近年来气密材料因原材料价格下降，单价出现下滑，因此销量端相对于收入端呈现更快速的增长，未来单价回升有望推动公司收入进一步增长。

图4：分品类看，拉丝气垫材料占比逐步提高

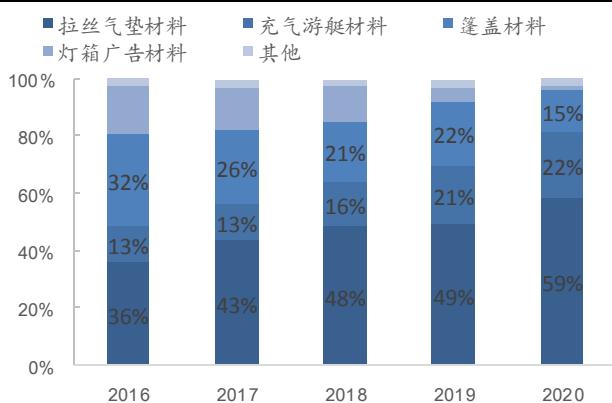


图5：拉丝气垫材料毛利率显著高于其他产品

	2018	2019	2020	
拉丝气垫材料	销量 (万平方米)	164.6	178.6	328.9
	单价 (元/平方米)	93.6	87.3	65.7
充气游艇材料	销量 (万平方米)	335.0	453.8	621.7
	单价 (元/平方米)	14.9	14.5	13.4

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表2：华生科技主要产品

产品类别	产品名称	主要性能	应用场景	图示
气密材料	拉丝气垫材料	抗撕裂；抗剥离；高耐候性；高气密；抗冲击；缓冲；弹性；抗老化；阻燃；抗穿刺	划水板、体操垫、瑜伽垫	
	充气游艇材料	抗撕裂；抗剥离；高耐候性；高气密；抗冲击；耐磨	充气艇、充气休闲用品	
柔性材料	篷盖材料	抗撕裂；抗剥离；阻燃；高耐候性；抗老化；自洁；可喷绘、印刷	卡车篷布、帐篷	
	灯箱广告材料	可喷绘、印刷；阻燃；高耐候性；抗霉变；抗撕裂；抗剥离	户外广告、室内广告	

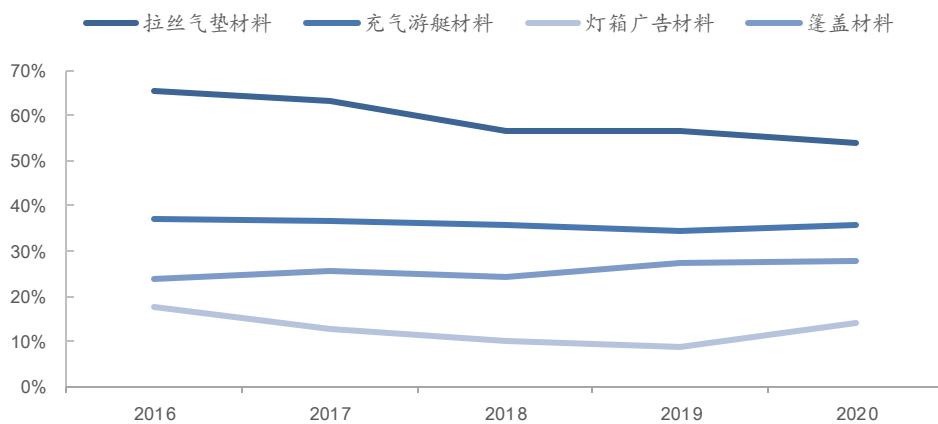
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表3：华生科技产品主要应用场景

拉丝气垫材料	充气游艇材料	篷盖材料	灯箱广告材料
 划水板	 充气艇	 卡车篷布	 户外广告
 体操垫	 充气休闲用品	 帐篷	 室内广告

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

气密材料毛利率保持高位，占比提高推动公司整体毛利率走高。气密材料尤其是拉丝气垫材料具备较高的生产门槛，因此即使单价有所下降，毛利率仍保持高位，其中拉丝气垫材料毛利率保持在50%以上。柔性材料毛利率相对较低，其中灯箱广告材料最低，已被公司逐步收缩。随着气密材料产品占比的提高，公司整体毛利率走高，2018-2020年公司毛利率分别为39.65%、41.64%、42.81%。

图6：拉丝气垫材料毛利率显著高于其他产品


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2. 公司技术领先，拉丝气垫材料竞争格局集中

2.1 拉丝气垫材料国内仅有三家主要厂商，公司产能扩张相对积极

拉丝气垫材料制造难度较大，公司率先实现技术突破，当前占据国内产量约三分之一。早期拉丝气垫材料生产工艺主要由国外企业掌握。2011年，以公司为代表的少数国内厂家开始该材料的研发，公司在2013年成功实现量产。近年来随着公司对产品性能的不断改善，公司已逐渐实现进口替代，收入持续增长。根据新思界数据，2018年拉丝气垫材料全国产量为782万平方米；另中国产业用纺织品协会预计，拉丝气垫材料产量在2018年后会保持年15%的增速，基于以上数据我们测算2020年公司拉丝气垫材料产量已占据全国约33%。

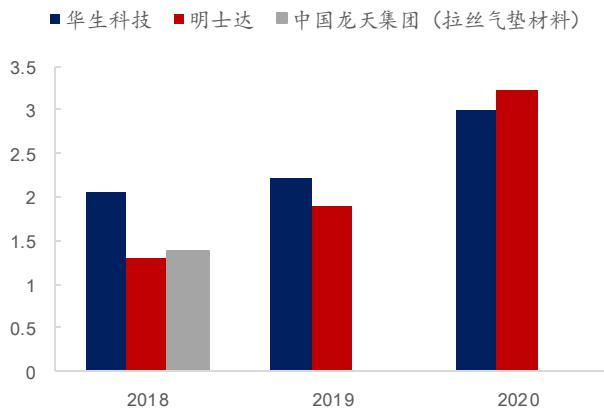
表4：公司产量占有估算

拉丝气垫产量（万平方米）	2018	2019	2020
全国产量增速估计		15%	15%
全国产量估计	782	899	1034
华生科技产量	171	174	343
华生科技占有率	21.90%	19.39%	33.21%

资料来源：新思界，中国产业用纺织品协会，招股说明书，东兴证券研究所

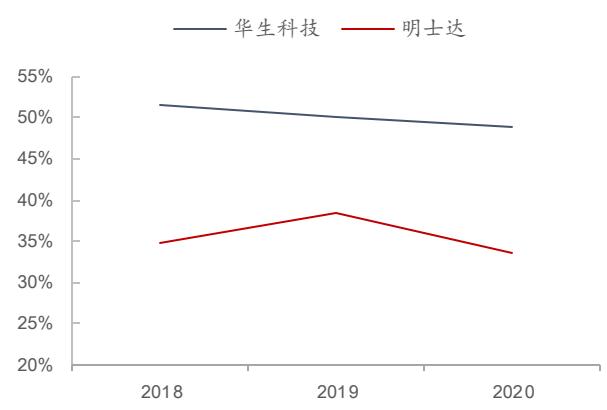
拉丝气垫材料格局稳定，公司产能扩张积极能充分享受行业发展。拉丝气垫材料方面，公司的主要竞争对手为明士达与中国龙天集团。明士达未披露拉丝气垫收入情况，从气密材料看，收入与公司相近，但毛利率比公司低10pct以上，因此预计明士达目前拉丝气垫材料收入将低于公司。明士达当前产能已近饱和，未来产能规划主要是投建柔性材料，因此预计其拉丝气垫材料产量将不会有明显提升。中国龙天集团2018年拉丝气垫材料收入1.38亿元，低于公司同期的1.54亿元收入，但考虑中国龙天近两年收入增长主要来自拉丝气垫材料，因此预计当期中国龙天集团现有拉丝气垫产量高于公司。三家公司合计产量与全国产量相近，行业竞争格局较为集中。公司募投项目达产后，拉丝气垫材料产能将达到当前2倍以上，我们认为公司相比于同业产能储备更加充足，将能充分享受行业发展。

图7：气密材料收入对比



资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

图8：华生科技与明士达气密材料毛利率



资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

主要厂商掌握专利技术。拉丝气垫材料相关的发明专利目前都为华生科技、明士达、中国龙天集团三家主要厂商所有，其他公司所有的专利多为材料改进和应用方法的实用新型专利。华生科技掌握专利技术多年，产品质量经过打磨，已充分得到市场认可，并且具备一定规模优势。客户对拉丝气垫材料存在定制化需求，叠加客户对质量和成本的要求，未来新厂商即便能突破技术壁垒，在获取客户方面也存在难度。

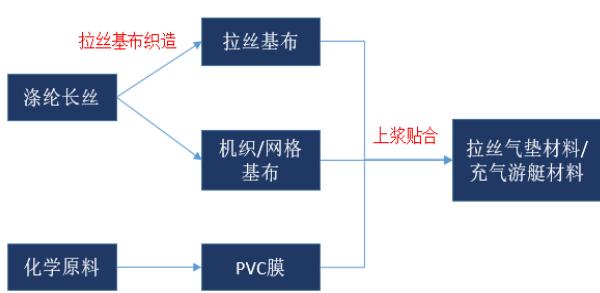
表5：拉丝气垫材料相关专利

所属公司	专利类型	专利名称	专利申请时间	专利授权时间
华生科技	发明	加强型拉丝气垫材料及其生产工艺	2015/12/23	2017/7/7
	发明	一种机织拉丝气垫及其生产方法	2017/2/15	2018/4/17
明士达	发明	高强拉丝气垫材料及其生产工艺	2015/9/9	2017/3/29
	发明	高承载环保拉丝气垫材料及其制备	2017/12/12	2020/6/16
中国龙天集团	发明	一种TPU耐磨型空间布的制备工艺	2018/12/21	2021/5/11
	发明	一种气密性好的平织型拉丝网布复合材料的制备方法	2019/7/30	2021/4/13
威海水知乐户外用品	实用新型	一种新型拉丝气垫	-	2019/4/23

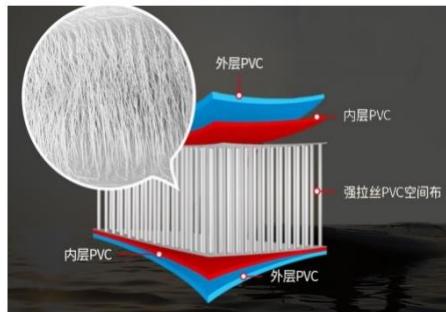
资料来源：专利大王小程序，incopat，东兴证券研究所

2.2 基布织造与上浆贴合是核心工艺，公司已全面掌握

公司在核心生产流程具备技术优势，保证较强产品力。气密材料的生产流程主要包括基布织造、PVC膜生产、成品贴合等环节，其中PVC膜生产工艺较为成熟，不具有较高的技术壁垒。公司生产工艺优势主要体现在拉丝基布的织造和成品贴合环节，两个环节工艺较为复杂，对于成品质量和使用性能有较大的影响。

图9: 气密材料主要生产流程


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

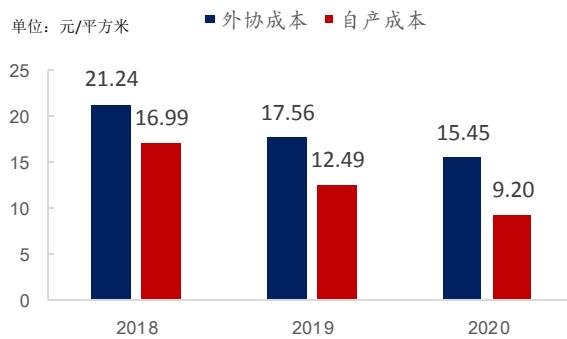
图10: 拉丝气垫结构


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

拉丝基布织造难度较大，公司已基本实现完全自产。拉丝基布是3D立体结构，因此需要生产商具备3D编织能力，涉及到织机改装能力、配套软件的设计、穿纱技术、基布纬斜度、平整度等专业生产技术，一般需要在基布制造领域有比较长时间的研发和积累。拉丝基布间隔越大，难度越高，但能满足市场需求也越多，公司已具有3-42.5厘米多种间隔规格基布的生产能力，能满足大多数场景需求。公司已逐步实现拉丝基布的完全自产，2020年拉丝基布自产率超90%，助力公司降低成本，并能够有效保障产品交期。

图11: 拉丝基布自产比例


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图12: 自产与外协生产的成本差异


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

成品贴合对产品性能影响大，公司工艺较为先进。基布的上浆和与PVC的贴合环节关系到产品的外观、平整度、纬斜度、牢固度等指标，进而影响成品的气密性、效果、寿命等，因此上浆、贴合工艺直接决定气密材料的成品质量，是生产的核心环节。公司目前采用先进的轮涂法上浆工艺，与传统方法相比成本低、效率高且产品质量更优。并且公司深耕行业近30年，能够自主持续对生产设备、浆料配方、工艺细节等进行改进，保证自身技术的先进性。

3. 气密材料下游行业保持增长，募投产能充足

3.1 气密材料行业保持增长

供给端分析：

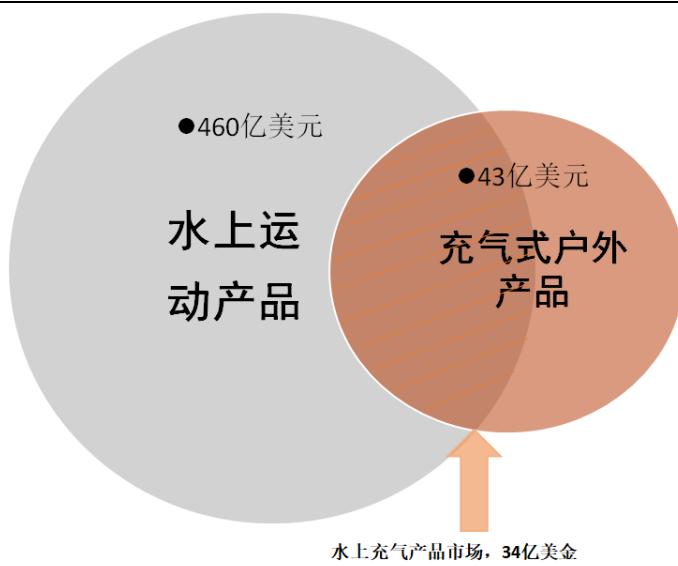
拉丝气垫的供给仍然不充足,存在缺口。在气密材料领域,拉丝气垫材料的技术含量非常高,面临着较高的技术进入壁垒和资金进入壁垒。回顾拉丝气垫材料发展历程:2011年之前,我国拉丝气垫材料企业非常少,行业需求主要依靠德国、韩国等国家供给,产品价格高昂,限制了拉丝气垫材料在国内的应用需求扩大。2012年后,基于拉丝气垫材料行业非常好的应用前景和盈利空间,华生科技、名仕达、龙天集团开始拉丝气垫技术的研究,也正式开始了国产替代步骤。随着国内三家龙头公司在拉丝气垫领域的技术攻克和产能扩张,中国拉丝气垫材料的对外依赖程度明显降低,但依然无法完全满足市场需求。我们预计国内拉丝气垫材料的产量,将保持每年15%以上的速度增长。

柔性材料市场供给充足,其应用包括户外帐篷、及交通工具领域和户外广告领域,行业总体处于供大于求的情况,也是华生科技的非重点业务。

需求端分析:

华生科技气密材料(包括拉丝气垫和充气艇材料)主用来生产“水上充气式户外用品”,下游行业景气度高。拉丝气垫材料下游应用70%-80%是用于滑水板、瑜伽垫的制造,国内下游客户生产后主要用于出口销售,少部分用于国内销售。因此公司的业务的发展与国际与国内户外运动需求,尤其是水上运动的发展紧密相关。

图13: 水上充气产品市场规模约在34美元



资料来源:沙利文报告数据,东兴证券研究所

水上运动行业增速良好。根据沙利文咨询报告的数据,全球水上休闲产品市场零售额规模约460亿美元,占全球户外休闲产品行业的约18%(水上运动包括划船、皮划艇、游泳、皮划艇、水疗和冲浪在内)。报告还指出水上运动的增速近几年增长速度快于整个户外休闲产品市场。其中,水上充气式休闲产品市场的零售额占整个水上休闲产品市场的7.5%,零售规模在34.5亿美元左右。

充气式户外产品增速,快于非充气产品。充气式户外休闲产品,包括水上用品(占80%)和非水上(20%),包括气垫床、可漂浮产品、弹性城堡、休闲船、便携式水疗中心、游戏池、水滑梯和其他相关玩具和产品。根据沙利文数据,充气式户外休闲产品占到整个户外用品市场的2%,占比虽小但是是整个户外休闲产品市

场增速较快的一个细分市场。根据沙利文报告，充气式运动休闲产品 2017 年-2021 年的复合增长率约在 11.4%。

拉丝气垫材料的应用，分产品看：

- **拉丝气垫核心产品“滑水板”：**以美国为例，美国的滑水板渗透率为 1.2%，参与人数超过 300 万人，推测行业规模在 5-10 亿美元，且保持较好的年增幅。国内这项运动仍然属于非常小众的运动，近年来年轻人对于专业户外运动的热情较高，预计未来也会具备一定的市场规模。在冲浪板的材料方面，从木质到聚氨酯材料，再到 2001 年左右，充气式划水板问世，由于其具备体积小、轻便、耐用等特点，逐渐变得越来越普遍，近年来，充气式划水板已成为主流，并引领了行业渗透率进一步提升而保持较快的增长。
- **拉丝气垫其他应用，瑜伽垫、体操垫等：**公司此前将拉丝气垫材料开发应用于室内体操垫、瑜伽垫。2020 年受益于瑜伽垫、体操垫等室内应用环境的产品销量情况良好，带动公司拉丝气垫材料销量同比增加。除充气式运动休闲产品应用领域外，由于公司生产的拉丝气垫材料具有很好的机械强度、缓冲功能及较强的冲击吸收作用，其潜在应用领域较为广泛：包括防护用、医用、救援用等多个领域，如可用于浮动码头、各类隔垫、充气床垫、医用床垫、救生气垫、充气救生艇等产品。

3.2 募投产能充足，逐步投放带来收入增量

公司拉丝气垫材料的产能利用率高，扩产能势在必行。公司生产拉丝气垫材料用的拉丝基布，实现了从外协采购为主到全部自产（2018 年-2020 年自产率从 30% 到 91%）。在产能利用率方面，2020 年公司生产拉丝气垫材料用的拉丝基布和机织基布产能利用率分别达到 104% 和 90.63%，已经达到饱和状态。随着下游产品需求的景气，和产品应用范围的拓宽，公司的产品销售有很大的增长空间，产能释放进展将直接决定收入增长。

表6：公司主要原材料的产能利用率较高

产品类别	单位：万平米	2018	2019	2020
机织基布	产能	766.5	766.5	664.3
	产量	756.94	75.43	602.03
	产能利用率	98.75%	98.16%	90.63%
网格基布	产能	2714.4	2714.4	2262
	产量	2158.93	1481.47	305.56
	产能利用率	79.54%	54.58%	13.51%
拉丝基布	产能	100.35	169.94	317.63
	产量	64.38	148.33	330.34
	产能利用率	64.16%	87.28%	104.00%
	拉丝基布的自产率	30.21%	62.96%	90.94%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图14：公司几种产品对应的基布类型

产品基布	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：招股说明书，东兴证券研究所

公司募投项目将极大的缓解产能瓶颈，使得拉丝气垫材料的产能扩大至原来的 2.4 倍。公司募集资金 4.82 亿元用于公司扩产等，其中 4.28 亿元用于“年产 450 万平方米拉丝基布建设项目”，另有 3188 万元和 2134 万元分别用于“高性能产业用复合新材料技改项目”和“研发中心建设项目”以提高公司整体技术实力和生产实力。其中 450 万平方米拉丝基布项目，将使得公司拉丝基布产能扩大 1.4 倍。

表7：公司首次上市募集资金投资项目

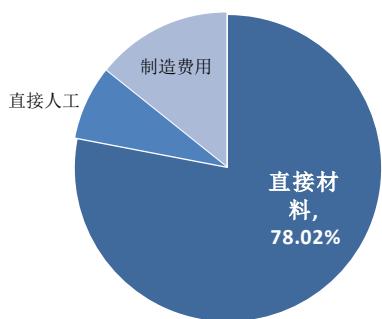
项目名称	项目总投资额（万元）	募集资金投资额（万元）	建设期（月）
年产 450 万平方米拉丝基布建设项目	42840.63	42840.63	36
高性能产业用复合新材料技改项目	3188.26	3188.26	24
研发中心建设项目	2133.89	2133.89	24
合计	48162.78	48162.78	

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

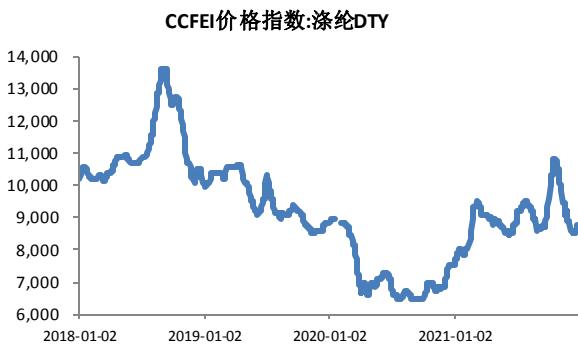
扩产项目经济效益展望乐观。根据公司测算，“年产 450 万平方米拉丝基布建设项目”完全达产后，将实现 3.96 亿元收入和 1.28 亿元净利润。我们认为拉丝气垫材料的生产具有一定的技术门槛，目前国内具有批量生产能力的同行竞争者比较少，整个行业发展正处于上升期，我们后续产能消化和产品价格维持乐观判断。从项目进展来看，截至 6 月 30 日，核心项目的资金投入进度约 30%，并有望在短期内开始分阶段投产。

4. 需求推动公司产品价格恢复

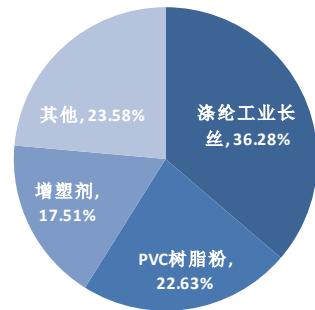
公司的产品价格直接受上游原材料价格波动的影响，**2020 年疫情下价格触底，目前回升趋势持续。**公司的主要生产原料包括涤纶工业长丝、PVC 树脂粉、增塑剂等，为石油加工行业的下游产品，上述三种主要原材料占直接材料采购总额的比例在 70%以上。公司的产品售价将直接取决于原材料价格，但是在掌控核心技术的基础上，公司能维持较高的成本加成率，从而带来较高的毛利率，同时毛利率对于原材料价格波动的敏感度较低。目前主要原材料因需求的恢复和向好，价格维持在较好的水平，公司 2021 年及此后的产品价格，较 2020 年将有明显恢复。

图15：华生科技生产成本，直接材料占比高


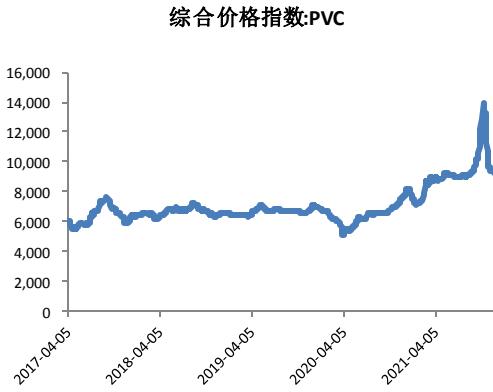
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图17：涤纶长丝的价格有明显回升


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图16：前三大原材料合计占比在 70%以上


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图18：第二大原材料 PVC 的价格近些年稳中有升


资料来源：Wind，东兴证券研究

5. 盈利预测与估值

公司新增产能项目和技改项目，将是公司收入增长的主要驱动。我们预计收入端：1) 拉丝气垫材料 2021-2023 年销量增速约 50%、30%、23%，2021 年价格较 2020 年整体有所恢复，此后价格维持平稳。2) 充气游艇材料，增速为 50%、30%、20%。3) 蓬盖材料和灯箱布的业务维持平稳。在募投项目全部达产后，公司的收入有望突破 10 亿元。

毛利率：核心产品拉丝气垫和充气游艇材料的毛利率维持平稳，在核心产品收入占比提升的情况下，公司整体毛利率略有上升。

盈利预测：预计公司 2021-2023 年实现营业收入 6.58、8.22、10.19 亿，公司技术优势和产品结构优化下助力公司整体的净利率水平稳定在较高位置，最终未来三年净利润预计分别为 1.98、2.64、3.28 亿元。

表8：公司收入预测表

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
收入合计(亿元)	3.18	3.18	3.69	6.58	8.22	10.19
收入 YOY		0.00%	6.51%	45%	39%	29%
收入(亿元)	1.54	1.56	2.16	4.19	5.72	7.34
拉丝气垫	销量(万平方米)	164.55	178.64	328.89	493.34	673.34
材料	单价(元/平方米)	93.59	87.33	65.68	85.00	86.00
	毛利率	56.60%	56.70%	53.81%	54.00%	54.00%
充气游艇	收入(亿元)	0.50	0.66	0.83	1.49	1.79
材料	销量(万平方米)	335.02	453.82	621.69	932.54	1119.04
	单价(元/平方米)	14.92	14.54	13.35	16.00	16.00
	毛利率	35.71%	34.59%	35.66%	35.50%	35.50%
篷盖材料	收入(亿元)	0.66	0.70	0.55	0.79	0.59
	销量(万平方米)	830.06	859.65	746.43	970.359	801
	单价(元/平方米)	7.95	8.14	7.37	8.14	7.37
	毛利率	24.29%	27.17%	27.78%	28.00%	28.00%
灯箱布	收入(亿元)	0.40	0.16	0.05	0.10	0.12
	销量(万平方米)	1332.35	474.8	103.29	200	200
	单价(元/平方米)	3.00	3.37	4.84	5.00	6.00
	毛利率	10.09%	8.61%	14.15%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

投资建议：

公司专注于细分品类研究与生产，是拉丝气垫材料生产领域的佼佼者，在未来发展方向上公司较其他主要竞争对手也更为明确和专注。在拉丝气垫下游景气，及拉丝气垫材料应用范围推广的大背景下，公司将通过产能的扩大去持续享受行业的发展，公司的收入和业绩将维持良好增长。

公司目前的净利润预测对应的 PE 水平为 17.7、13.28、10.66 倍，我们认为凭借技术优势公司可享受一定估值溢价。对公司首次覆盖，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

原材料价格波动剧烈；公司新产能建设不及预期；新产品开发进度不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E			
流动资产合计	289	324	600	748	920	营业收入	318	369	658	822	1019			
货币资金	138	116	246	284	367	营业成本	185	211	384	470	578			
应收账款	84	133	206	277	331	营业税金及附加	3	2	5	5	7			
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	7	3	7	8	10			
预付款项	5	14	24	40	41	管理费用	13	12	5	4	7			
存货	60	60	117	139	174	财务费用	-1	0	5	0	0			
其他流动资产	0	0	6	7	7	研发费用	11	12	22	27	33			
非流动资产合计	133	196	471	860	1089	资产减值损失	-0.94	-1.44	0.00	-2.50	-2.00			
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
固定资产	76	93	85	271	298	投资净收益	-2.20	0.01	-1.09	-0.54	-0.82			
无形资产	37	36	39	42	44	加: 其他收益	7.32	1.62	2.00	2.00	2.00			
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	101	125	230	306	382			
资产总计	422	520	1071	1607	2009	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
流动负债合计	23	38	646	1137	1624	营业外支出	0.35	0.46	0.00	0.00	0.00			
短期借款	1	1	607	1089	1573	利润总额	101	125	230	306	382			
应付账款	5	15	18	28	31	所得税	14	17	32	43	53			
预收款项	1	0	-1	-2	-1	净利润	87	108	198	264	328			
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0			
非流动负债合计	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	87	108	198	264	328			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E			
负债合计	23	38	346	637	874	成长能力								
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-0.16%	16.11%	78.27%	25.07%	23.91%			
实收资本(或股本)	75	75	100	100	100	营业利润增长	23.35%	24.17%	83.23%	33.29%	24.62%			
资本公积	180	180	180	180	180	归属于母公司净利润增长	27.98%	24.20%	83.86%	33.31%	24.62%			
未分配利润	128	200	298	417	548	获利能力								
归属母公司股东权益合计	399	482	726	971	1135	毛利率(%)	41.64%	42.81%	41.60%	42.82%	43.24%			
负债和所有者权益	422	520	1071	1607	2009	净利率(%)	27.25%	29.15%	30.07%	32.05%	32.23%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	20.51%	20.68%	18.46%	16.40%	16.35%			
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	21.68%	22.31%	27.25%	27.16%	28.94%			
经营活动现金流	93	81	69	176	267	偿债能力								
净利润	87	108	198	264	328	资产负债率(%)	5%	7%	47%	54%	59%			
折旧摊销	9.70	10.06	9.60	16.77	25.67	流动比率	12.74	8.49	0.93	0.66	0.57			
财务费用	-1	0	5	0	0	速动比率	10.08	6.92	0.75	0.54	0.46			
应收帐款减少	-5	-49	-73	-71	-54	营运能力								
预收帐款增加	-1	-1	-1	-1	1	总资产周转率	0.81	0.78	0.70	0.47	0.42			
投资活动现金流	-29	-71	-286	-203	-204	应收账款周转率	4	3	4	3	3			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	55.75	37.04	38.93	35.30	34.33			
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	-2	0	-1	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	1.15	1.43	1.98	2.64	3.28			
筹资活动现金流	-27	-29	347	64	19	每股净现金流(最新摊薄)	0.50	-0.25	1.30	0.38	0.83			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.33	6.43	7.26	9.71	11.35			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	0	0	25	0	0	P/E	30.43	24.48	17.70	13.28	10.66			
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.57	5.45	4.82	3.61	3.08			
现金净增加额	37	-19	130	38	83	EV/EBITDA	22.67	18.54	15.79	13.32	11.55			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601

传真: 010-66554008

传真: 021-25102881

传真: 0755-23824526