

唯赛勃 (688718.SH)

国内高端膜材料龙头，盐湖提锂需求释放添助力

核心观点：

- 高端膜材料龙头，产能持续扩张提升成长驱动力。**公司深耕膜产业链20年，是国内极少数同时开展反渗透+纳滤膜材料、膜元件压力容器、压力罐等三大类产品研发及规模化生产的企业。截至2020年公司拥有80万只/年压力罐、730万平米/年膜片及膜元件、4万只/年膜元件压力容器产能，预计在建项目2023年投产后产能将提升35%-53%。2021年公司实现营收3.8亿元(同比+21%)、归母净利润0.5亿元(同比+8%)。截至2022Q3公司资产负债率仅为13.5%，扩表大有可为。
- 积极布局膜高端应用下游，技术、研发优势构筑护城河。**公司凭借优质膜材料产品力，直销为主、经销为辅的商业模式布局商民用、市政、水处理和物料分离浓缩等下游，ODM和经销打开海外市场(2021海外营收占45%)，与BWT等国际知名企业建立合作。公司以膜材料研发为核心导向，董事长谢总拥有丰富化工及膜贸易经验，技术总监程博士2016年加入公司主导进行膜材料自主研发，截至2022H1公司拥有171项专利，膜材料多项指标处行业前列，配套设备获国际权威认证。
- “吸附+膜”为我国盐湖提锂破局之法，膜段国产化替代加速。**在锂资源自主可控背景的推动下，“吸附+膜”法耦合工艺应运而生。公司2019年起布局盐湖提锂，与国内最早从事盐湖提锂的系统供应商启迪清源达成战略合作协议，在青海盐湖碳酸锂膜法分离项目中提供关键部件。此后公司积极进行技术研发，针对西藏盐湖定向开发低温预处理纳滤膜，根据公司官网披露目前已进行中试、运行良好。此外公司自研高盐卤水浓缩反渗透膜可大大降低原有系统工艺建设、运营成本。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润为0.52/0.86/1.30亿元，对应最新收盘价PE分别为82.81/50.01/32.86倍。公司布局盐湖提锂有望持续放量，综合考虑可比公司估值给予2023年60倍PE，对应合理价值29.55元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。**境外销售占比高风险；膜技术竞争风险；膜市场开拓风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	314	379	390	581	745
增长率(%)	-13.0	20.9	2.9	49.0	28.2
EBITDA(百万元)	78	90	78	137	195
归母净利润(百万元)	47	50	52	86	130
增长率(%)	-29.5	8.0	2.4	65.6	52.2
EPS(元/股)	0.36	0.29	0.30	0.49	0.75
市盈率(x)	-	97.96	82.81	50.01	32.86
ROE(%)	10.8	7.4	7.0	10.4	13.7
EV/EBITDA(x)	0.22	53.59	53.59	31.82	22.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

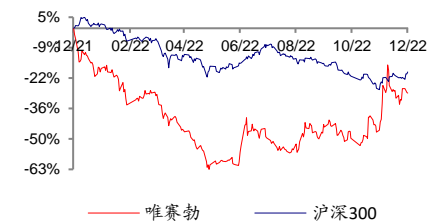
买入

当前价格	24.63元
合理价值	29.55元
报告日期	2022-12-01

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	173.75/54.45
总市值/流通市值(百万元)	4279.57/1341.06
一年内最高/最低(元)	34.71/12.72
30日日均成交量/成交额(百万)	3.83/95.99
近3个月/6个月涨跌幅(%)	27.62/60.04

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

一、国内高端膜材料龙头，布局多类高端产品系列.....	5
（一）深耕膜产业链 20 年，2019 年起积极布局盐湖提锂.....	5
（二）核心管理层技术研发背景深厚，员工持股激励完备.....	6
（三）疫情影响渐消、2022Q3 重回正轨，研发投入不断加大.....	8
二、膜材料产品力突出，渠道、技术、产能保驾护航.....	11
（一）渠道：销售网络遍布全球，市占率全国领先.....	11
（二）技术：膜材料各项性能领先，多项产品获国际权威认证.....	14
（三）产能：膜材料+配套设备相辅相成，现有产能产销顺畅.....	16
三、“吸附+膜”法提锂为破局之法，提振高端膜需求.....	19
（一）锂资源自供能力亟待加强，盐湖将成为我国资源供应主体.....	19
（二）“吸附+膜”法为破局良方，进一步提振膜产业链需求.....	20
（三）自主研发+技术迭代，公司积极布局盐湖提锂.....	21
四、盈利预测与投资建议.....	23
五、风险提示.....	25

图表索引

图 1: 公司深耕膜产业链 20 余年, 在盐湖提锂领域持续发力	5
图 2: 2021 年营收、归母净利润同比增长 21%、8%	5
图 3: 2021 年公司净利率为 13.3%	5
图 4: 预计第三条产线投产后膜材料产能将达到 1725 万平方米	6
图 5: 公司股权结构图 (截至 2022Q3)	7
图 6: 公司 2017-2021 年营收复合增速为 6%	9
图 7: 公司 2017-2021 年归母净利润复合增速为 1.6%	9
图 8: 2020 年起市场竞争加剧导致利润率下降	9
图 9: 2021 年公司加权 ROE 为 9.3%	9
图 10: 公司 2021 年期间费用为 0.73 亿元	9
图 11: 2021 年公司期间费率为 19.3%	9
图 12: 截至 2022H1 公司研发人员占比为 15.1%	10
图 13: 截至 2022H1 公司拥有 171 项专利和著作权	10
图 14: 2021 年公司经营性现金流净额为 0.41 亿元	10
图 15: 公司历年收现比均保持在 90% 左右	10
图 16: 公司历年投资性现金流呈现一定波动	10
图 17: 截至 2022Q3 公司总资产规模达 8.19 亿元	11
图 18: 截至 2022Q3 公司资产负债率为 13.5%	11
图 19: 截至 2022Q3 公司负债规模为 1.11 亿元	11
图 20: 截至 2022Q3 公司带息负债/总负债为 17.7%	11
图 21: 公司销售收入中以直销为主 (2017-2021)	12
图 22: 直销中自有品牌收入占近 60% (2017-2020)	12
图 23: 公司布局膜、膜元件压力容器、压力罐三大品类	12
图 24: 公司已建立全球化销售系统	13
图 25: 公司通过 ODM 和经销与 BWT、Suez 等国际知名企业建立合作	13
图 26: 2021 年实现 1.72 亿元海外营收	13
图 27: 2021 年海外营收占比达 45%	13
图 28: 2019 年公司膜元件压力容器国内市占率达 20.61%	14
图 29: 公司主要产品为膜材料和配套设备	16
图 30: 公司分部收入占比情况 (2017-2021)	16
图 31: 2021 年反渗透及纳滤膜片/元件收入为 1.62 亿元	16
图 32: 公司分部毛利润情况 (2017-2021)	17
图 33: 2021 年膜片毛利率上升至 42%	17
图 34: 盐湖提锂工艺流程: 分离镁锂为问题关键	21
图 35: 公司 2019 年起积极布局盐湖提锂	21
图 36: 反渗透膜市场格局 (2021 年)	22
图 37: 纳滤膜市场格局 (2019 年)	22
图 38: 公司低温预处理纳滤膜产品顺利抵达结则茶卡进行中试	23

表 1: 公司 2021 年 IPO 募资 5.7 亿元	6
表 2: 公司管理层技术及工程背景深厚	7
表 3: 公司高管持股彰显发展信心 (截至招股说明书签署日 2021/7/22)	8
表 4: 公司高管与核心员工参与公司科创板战略配售集合资产管理计划情况	8
表 5: 公司拥有多项膜材料研制、膜元件生产专利	14
表 6: 公司膜产品各项性能比肩行业前列	15
表 7: 公司压力容器等设备获得 NSF 等国际权威机构测试或认证	16
表 8: 公司各类产品产能及产能利用率情况 (2017-2021)	17
表 9: 公司各类产品销售单价及单位成本情况 (2017-2021)	18
表 10: 锂资源产业发展座谈会主要内容	19
表 11: 硬岩提锂工艺与卤水提锂工艺对比	19
表 12: 全球主要盐湖锂资源基本特征	20
表 13: 盐湖提锂各种工艺的优劣势比较	20
表 14: 盐湖提锂常用纳滤膜、反渗透膜	22
表 15: 唯赛勃目前已拥有用于盐湖提锂的纳滤膜相关技术	22
表 16: 唯赛勃收入拆分 (单位: 亿元)	24
表 17: 唯赛勃同业估值对比 (收盘价日期: 2022/12/01)	25

一、国内高端膜材料龙头，布局多类高端产品系列

(一) 深耕膜产业链20年，2019年起积极布局盐湖提锂

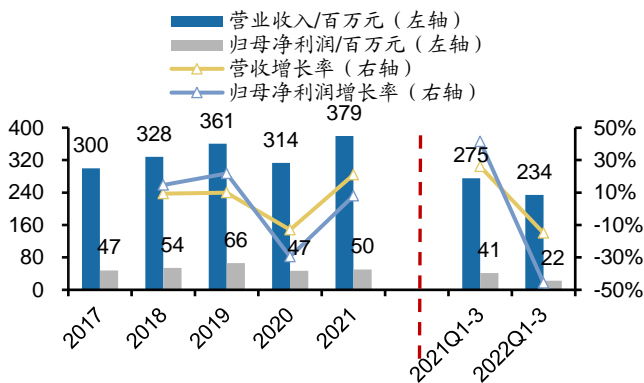
深耕膜产业链20余年，积极布局盐湖提锂。2002年公司以复合材料压力罐起家，后拓展至膜元件压力容器，2011年设立全资子公司广东奥斯博（原汕头奥斯博）开始布局膜材料，是国内极少数同时开展反渗透膜及纳滤膜系列产品、膜元件压力容器、复合材料压力罐等三大类产品研发及规模化生产的企业。2019年起公司积极布局盐湖提锂，当年4月与启迪清源达成合作，为其“青海盐湖2万吨/年碳酸锂膜法分离浓缩精制BOT项目”提供关键部件。2021年公司实现3.79亿元营收（同比+20.9%）和归母净利润0.50亿元（同比+8%）。

图 1：公司深耕膜产业链20余年，在盐湖提锂领域持续发力



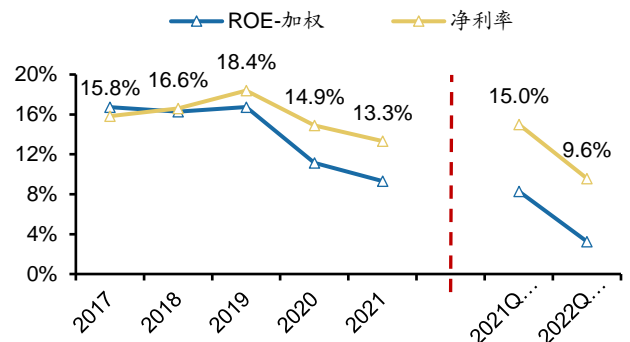
数据来源：公司官网《反渗透与纳滤膜元件产品手册》，广发证券发展研究中心

图 2：2021年营收、归母净利润同比增长21%、8%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2021年公司净利率为13.3%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

根据招股说明书披露，截至2020年公司产能为：80万只/年复合材料压力罐、730万米/年（对应超1000万平方米）反渗透膜及纳滤膜片及膜元件、4万只/年膜元件压力容器。公司于2021年在科创板上市，IPO募资5.7亿元。鉴于近三年产品销售增速较快，产能存在一定瓶颈期，此次募资中2.3亿元用于建设年产30万只复合材料压力罐、2万只膜元件压力容器（总投资2.47亿元）、1.57亿元用于建设年产10万支膜元件（一般而言1支工业膜元件对应50-60平方米），预期明年投产将推动整体产能提升超35%。

表 1: 公司 2021 年 IPO 募资 5.7 亿元

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金投资额 (亿元)	建设期
1	年产 30 万支复合材料压力罐及 2 万支膜元件压力容器建设项目	2.47	2.30	24 个月
2	年产 10 万支膜元件生产线扩建项目	1.57	1.57	24 个月
3	研发中心建设项目	0.51	0.51	
4	补充流动资金项目	1.15	1.15	
合计		5.70	5.53	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

预计第三条产线投产后膜材料产能将达到1725万平方米, 远期将达到近3000万平方米。此次募投项目中10万支膜元件产线对应约600万平方米膜片产能, 为公司继2012年(450万平方米)、2017年(675万平方米)进口两条产线后引入的首条国产化产线, 建成后公司膜材料产能将达到1725万平方米(提升53.3%), 项目建设期为24个月, 预计将于2023年建成。此外根据《广东奥斯博膜材料技术有限公司反渗透膜生产线改扩建项目环境影响报告书(2022)》, 公司在此基础上还规划了1200万平方米反渗透膜产能, 预计远期产能将达到近3000万平方米。

图 4: 预计第三条产线投产后膜材料产能将达到1725万平方米



数据来源: 公司官网《反渗透与纳滤膜元件产品手册》, 《广东奥斯博膜材料技术有限公司反渗透膜生产线改扩建项目环境影响报告书》P100/180, 广发证券发展研究中心

(二) 核心管理层技术研发背景深厚, 员工持股激励完备

公司管理层技术及工程背景深厚, 发展战略以膜材料研发为核心导向。公司目前拥有5名核心技术人员:

(1) **董事长、实控人谢建新**历任汕头市金园區汕樟化工原料公司经理、汕头市大加化工机械有限公司总经理等, 拥有化工、材料及机械复合背景以及研发管理经验, 曾带领团队突破膜材料及复合材料压力容器研发及生产领域的技术难题。

(2) **技术总监程海涛**为德克萨斯大学阿灵顿分校化学博士, 曾任上海交通大学应用化学系讲师、密西根大学化学系研究员、美国科氏膜系统有限公司高分子技术部主任, 2016年加入奥斯博, 依托海外膜材料龙头工作经验技术背景深厚。

(3) **郑周华**等其他核心技术人员高分子材料及机械研究经验丰富, 共同开展膜材料及膜压力容器研发。

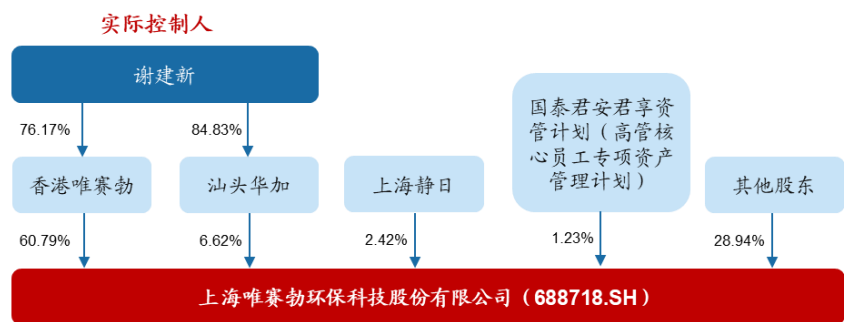
表 2: 公司管理层技术及工程背景深厚

姓名	职位	国籍	出生年份	学历	相关背景
谢建新	董事长、总经理	加拿大	1961		作为公司创始人、董事长兼总经理，拥有丰富的研发管理经验，对公司技术研发方向选择、产业创新规划制定方面起到决定性作用。曾主持、参与多个研发项目的实施，带领团队突破了膜材料及复合材料压力容器研发及生产领域的技术难题。
程海涛	董事、副总经理、汕头奥斯博技术总监	美国	1960	博士	德克萨斯大学阿灵顿分校化学博士，具有三十年以上高分子材料研究经验、二十年以上技术研发经验以及膜分离技术设备的研发、设计、制造、建设及运营管理经验。历任上海交通大学应用化学系讲师、密西根大学化学系研究员、美国汉高乐泰公司研发经理、美国科氏膜系统有限公司高分子技术部主任等。
汤其江	董事、副总经理	中国	1958	专科	主持、参与多项技术研发工作，如“超高压 1,800psi 复合材料压力容器”、“内胆焊接成型复合材料压力容器”、“多接口大尺寸法兰 FRP 压力罐”等。作为核心人员参与公司多个研发项目的实施，作为项目负责人协助公司申请多个专利。
郑周华	汕头奥斯博技术主管	中国	1966	学士	拥有逾三十年的高分子化学材料研发经验，负责多个反渗透膜及纳滤膜材料研发项目的具体实施，参与开发了公司第一代苦咸水反渗透膜研发项目，历任汕头精细化工（集团）公司技术部经理等。

数据来源：招股说明书，Wind，广发证券发展研究中心

公司董事长、实际控制人谢建新持股67.41%，高管、核心技术人员持股彰显发展信心。截至2022Q3公司董事长谢建新通过控股香港唯赛勃控制公司60.79%股份、通过控股汕头华加控制公司6.62%股份，合计控制公司67.41%股份，为公司实际控制人。员工持股绑定高管及核心技术人员，截至招股说明书签署日2021/7/22，董事、副总经理、汕头奥斯博技术总监理程海涛博士持有公司7.5%股份，此外公司总经理助理、董秘、采购部总监等企业高管及核心员工均参与公司科创板战略配售集合资产管理计划（君享资管计划，截至2022Q3持股1.23%），彰显发展信心。

图 5: 公司股权结构图（截至2022Q3）



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

表 3: 公司高管持股彰显发展信心 (截至招股说明书签署日 2021/7/22)

姓名	职务	间接持有股份 (万股)	间接持股比例	合计持股比例
谢建新	董事长、总经理	8,983.24	68.93%	68.93%
汤其江	董事、副总经理、核心技术人员	15.00	0.12%	0.12%
吴祚瑶	董事、财务经理	30.00	0.23%	0.23%
王祖蕊	董事、副总经理王为民之配偶	244.01	1.87%	1.87%
李娟	董事、财务总监、董事会秘书	30.00	0.23%	0.23%
叶海峰	监事会主席	429.75	3.30%	3.30%
陈海萍	监事	30.00	0.23%	0.23%
杨治华	副总经理	5.00	0.04%	0.04%
程海涛	核心技术人员	977.08	7.50%	7.50%

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

表 4: 公司高管与核心员工参与公司科创板战略配售集合资产管理计划情况

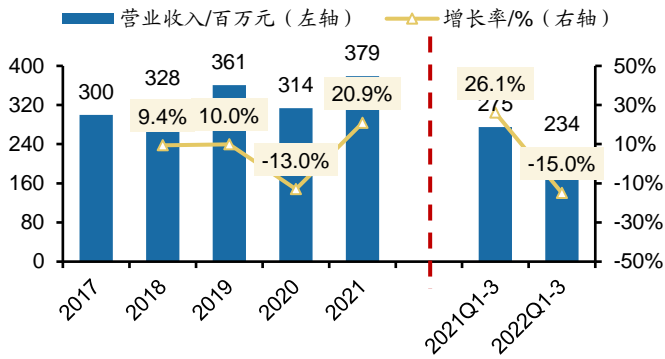
姓名	职务	资管计划份额占比	持有股份 (万股)
周广朋	上海唯赛勃总经理助理	29.85%	63.60
李娟	上海唯赛勃财务总监、董事会秘书	4.48%	9.55
陈响云	上海唯赛勃总经理秘书	9.95%	21.20
张梅珍	上海唯赛勃采购部总监	11.94%	25.44
程海涛	汕头奥斯博技术总监	3.32%	7.07
苏文浩	汕头奥斯博生产副总经理	3.65%	7.78
谢哲桁	上海唯赛勃销售经理	3.32%	7.07
杨治华	上海唯赛勃副总经理	3.32%	7.07
陈海萍	上海唯赛勃监事、行政部总监	3.32%	7.07
陆波	上海唯赛勃品管部总监	3.32%	7.07
崔小维	上海奥斯博销售经理	4.98%	10.61
朱涛敏	上海唯赛勃销售经理	3.32%	7.07
陈素芳	汕头奥斯博财务经理	5.31%	11.31
陈尔弟	汕头津贝特研发副总监	4.31%	9.18
郑周华	汕头奥斯博技术主管	5.64%	12.02
合计		100.00%	213.07

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

(三) 疫情影响渐消、2022Q3 重回正轨, 研发投入不断加大

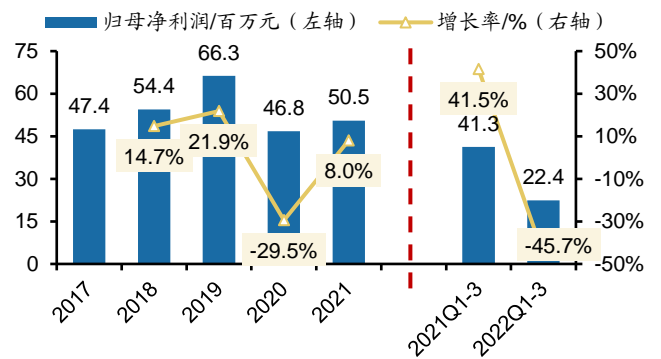
除2020年受疫情影响外, 公司营收逐年提升, 业绩扰动主要受到膜市场竞争加剧影响。公司近年来膜材料、膜元件产能稳步提升, 复合材料压力罐、膜元件压力容器销售顺畅, 除2020年受疫情影响外营收逐年提升, 2020年起利润率有所下降主要系行业竞争加剧。2021年公司实现3.79亿元营收(同比+20.9%)和归母净利润0.50亿元(同比+8%)。今年上半年受疫情影响公司营收、业绩均有下滑, Q3已重回正轨, 单三季度实现营收9402.71万元(同比+12%)和归母净利润1551.66万元(同比+51.4%)。前三季度实现营收2.34亿元(同比-15%)、归母净利润0.22亿元(同比-45.7%), 毛利率、净利率为30.2%和9.6%。

图 6: 公司 2017-2021 年营收复合增速为 6%



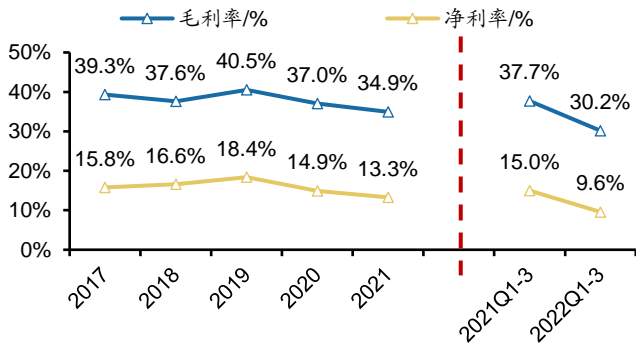
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 公司 2017-2021 年归母净利复合增速为 1.6%



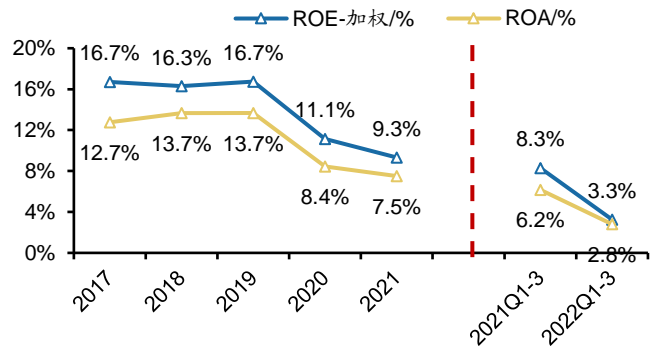
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 2020 年起市场竞争加剧导致利润率下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

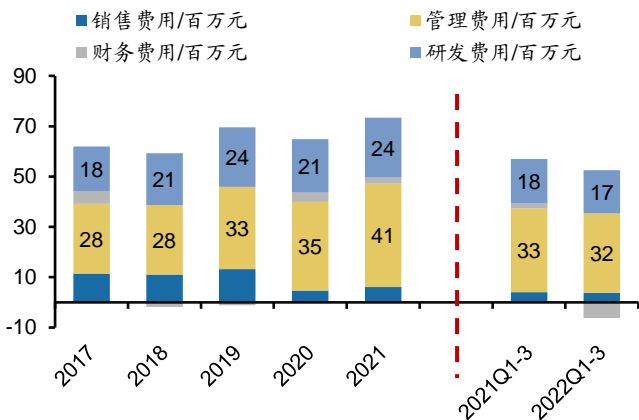
图 9: 2021 年公司加权 ROE 为 9.3%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

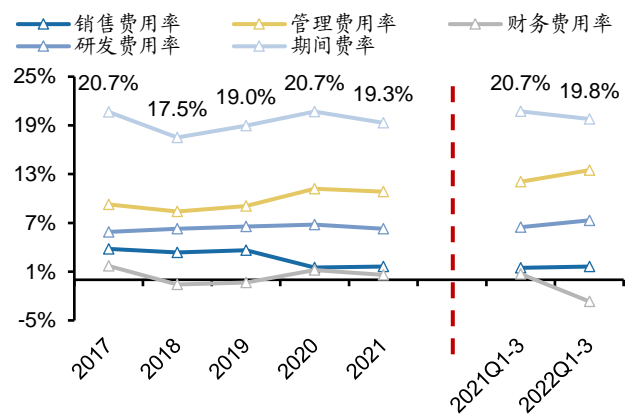
期间费用相对保持稳定, 研发投入占比不断加大。近年来公司期间费用率呈现一定波动, 2021 年期间费用率下降至 19.3%。从费用构成来看, 主要为管理费用和研发费用, 2021 年管理费用率和研发费用率为 10.8% 和 6.3%, 2022 年前三季度研发费用率提升至 7.3%。作为技术密集型企业, 公司不断加大研发投入以提高竞争力, 截至 2022H1 公司研发人员占比达 15.1%, 拥有 171 项专利技术和软件制作权。

图 10: 公司 2021 年期间费用为 0.73 亿元



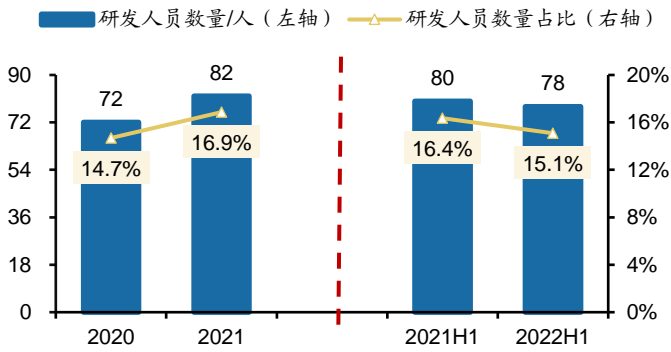
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 2021 年公司期间费用率为 19.3%



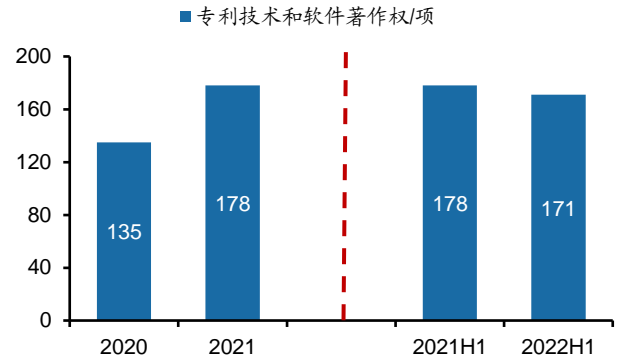
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 截至2022H1公司研发人员占比为15.1%



数据来源: Wind, 定期报告, 广发证券发展研究中心

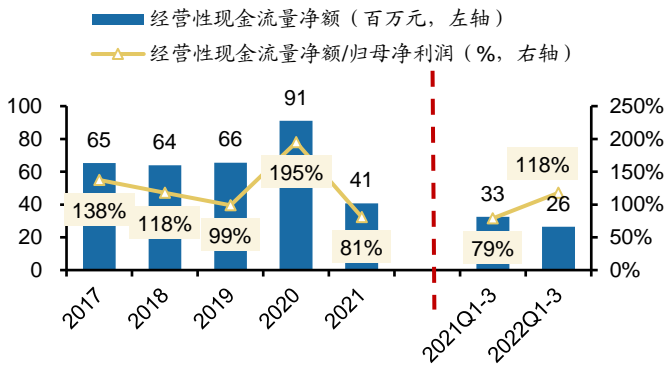
图 13: 截至2022H1公司拥有171项专利和著作权



数据来源: Wind, 定期报告, 广发证券发展研究中心

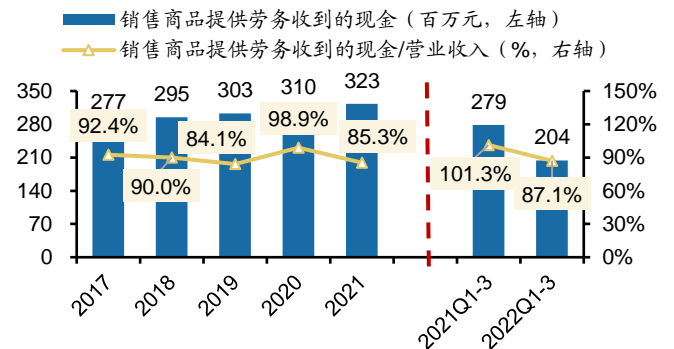
回款情况较为良好, 2022前三季度净现比重回118%。公司经营性现金流主要来自膜元件、压力罐等销售收入, 2017-2019年公司净现比保持在1左右及以上, 2020年经营性现金流及净现比大幅提升主要由于疫情影响下公司使用票据支付原材料采购款项、支付现金相对较低, 而2021年经营性现金流下滑主要由于原材料价格大幅上涨, 同时公司增加策略性备货并引入人才。今年来看, 截至2022前三季度公司净现比已重回1以上。从收现比来看, 公司回款情况较好, 收现比基本保持在90%左右。

图 14: 2021年公司经营性现金流净额为0.41亿元



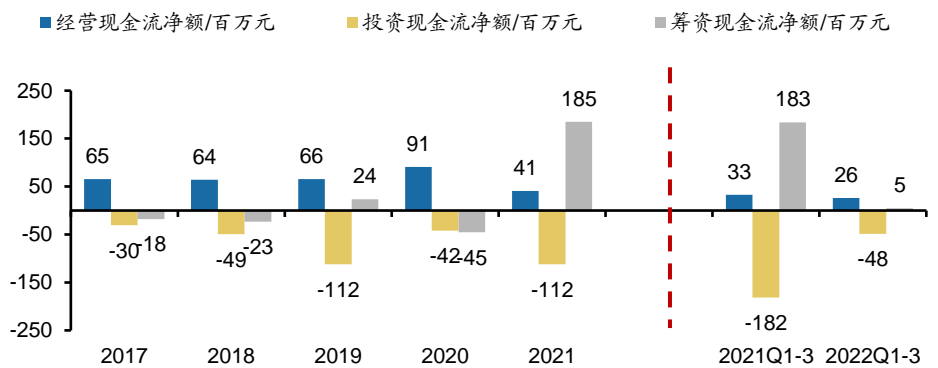
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 公司历年收现比均保持在90%左右



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

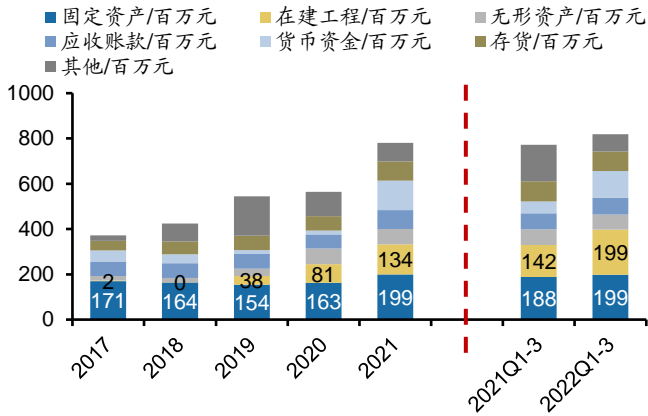
图 16: 公司历年投资性现金流呈现一定波动



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

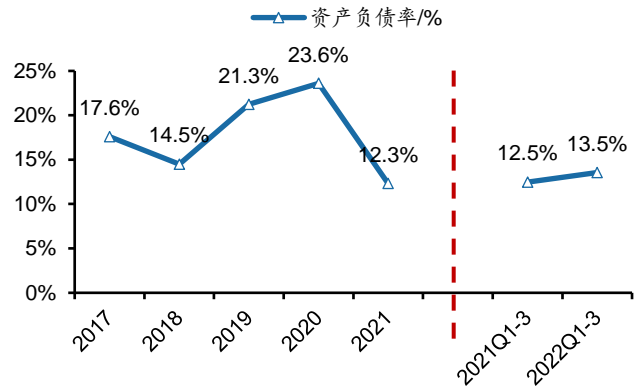
截至2022Q3公司资产负债率仅为13.5%，扩表大有可为。资产端来看，截至2022Q3公司总资产规模达到8.19亿元，其中主要为固定资产和在建工程，资产负债率仅有13.5%，扩表大有可为。负债端来看，截至2022Q3负债规模为1.11亿元，其中主要为短期借款和应付账款，有息负债占比仅有17.7%。

图 17: 截至2022Q3公司总资产规模达8.19亿元



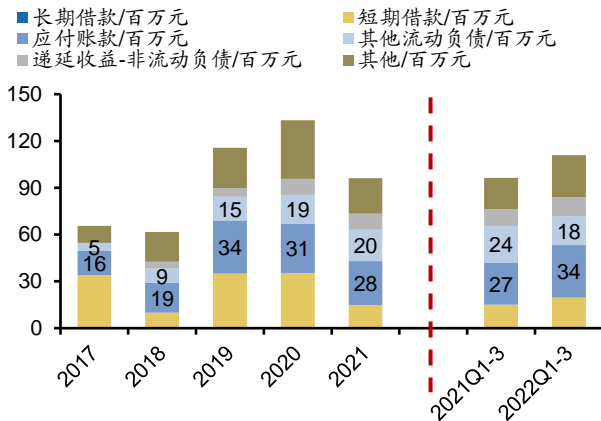
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 截至2022Q3公司资产负债率为13.5%



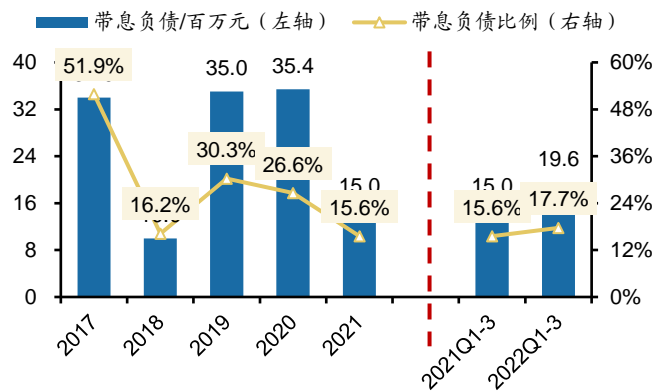
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 截至2022Q3公司负债规模为1.11亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 截至2022Q3公司带息负债/总负债为17.7%



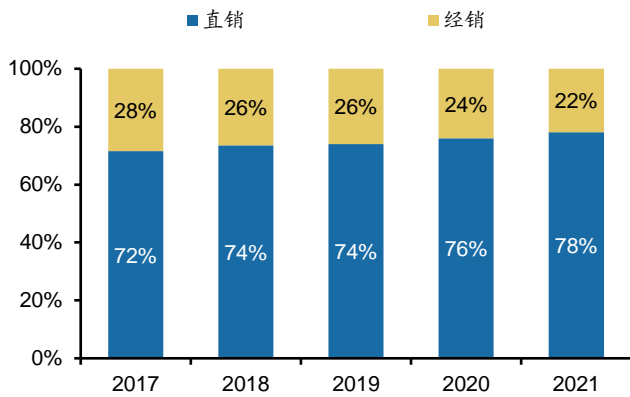
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

二、膜材料产品力突出，渠道、技术、产能保驾护航

(一) 渠道: 销售网络遍布全球，市占率全国领先

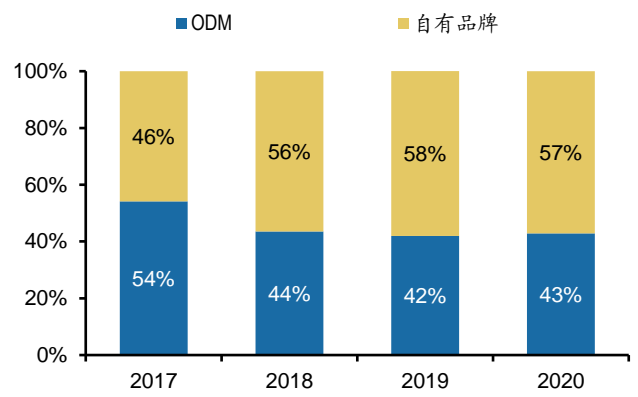
直销为主、经销为辅，迅速扩大销售市场。膜材料及元件、膜元件压力容器、压力罐三类产品可进行协同销售，业务以客户订单为主导，根据需求制定销售订单、组织生产。销售方面：公司以直销和经销相结合，迅速打开市场，直销占比近80%并不断提升；2020年直销中自有品牌和ODM（接受下游客户委托，根据其要求进行产品研发、设计并自行组织生产向客户交付产品，下游客户以其自有品牌对外销售给终端用户）分别占57%和43%。

图 21: 公司销售收入中以直销为主 (2017-2021)



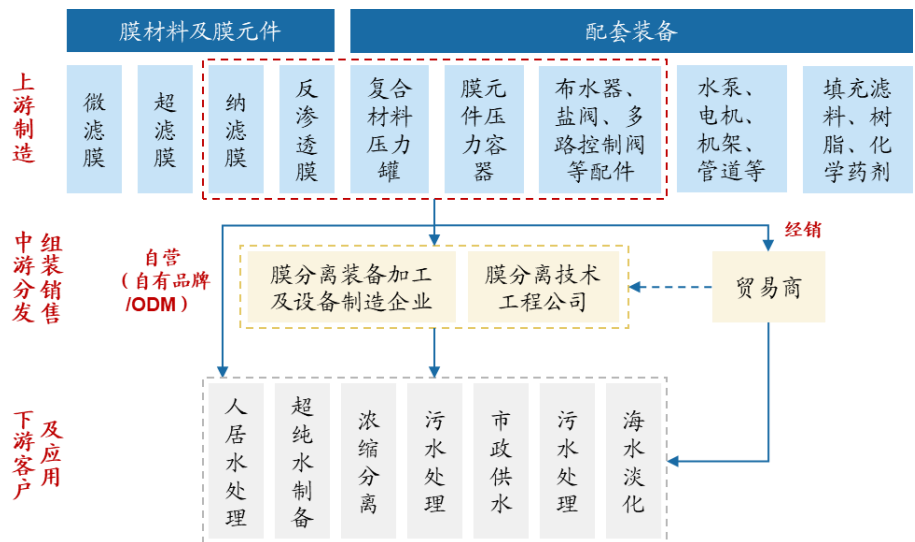
数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 22: 直销中自有品牌收入占近60% (2017-2020)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

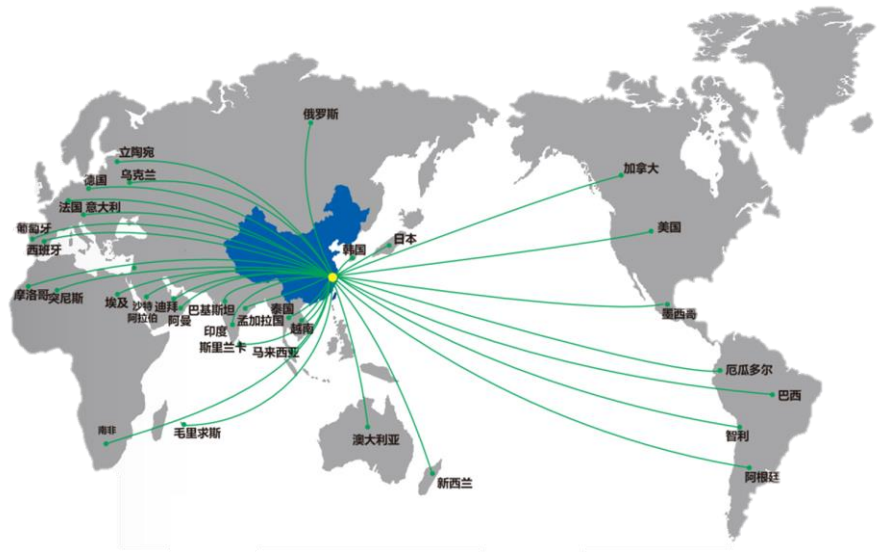
图 23: 公司布局膜、膜元件压力容器、压力罐三大品类



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

ODM和经销模式打开海外市场, 与BWT、Suez等国际知名企业建立合作。公司凭借自身产品技术优势, 同时依托ODM模式下客户的销售渠道和品牌优势以及经销模式下经销商的销售渠道, 迅速打开海外市场, 目前已建立全球化销售体系, 产品销往北美、欧洲等海外市场。2021年公司海外营收达1.72亿元, 占比达45%。目前公司已与德国BWT、美国康丽根Culligan、法国Suez等国际知名水处理及净化器企业建立合作, 渠道优势显著。

图 24: 公司已建立全球化销售系统



数据来源: 公司官网《反渗透与纳滤膜元件产品手册》, 广发证券发展研究中心

图 25: 公司通过ODM和经销与BWT、Suez等国际知名企业建立合作



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 26: 2021年实现1.72亿元海外营收

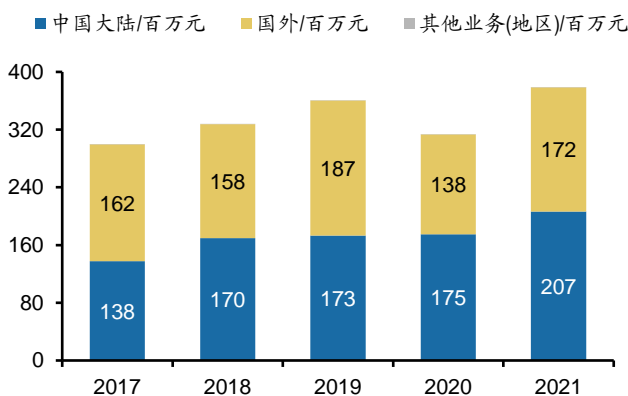
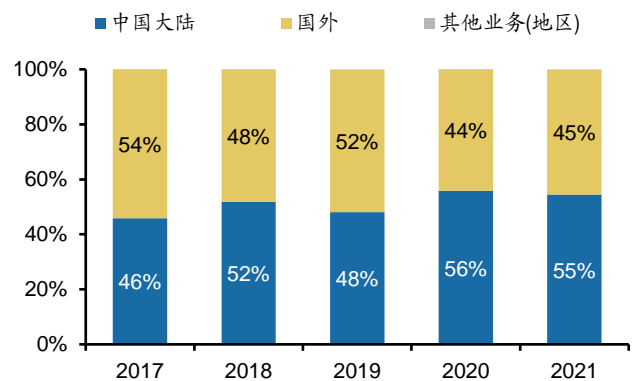


图 27: 2021年海外营收占比达45%

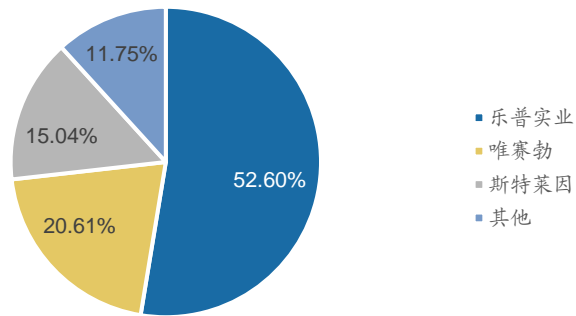


数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

2019年公司膜元件压力容器国内市占率达20.61%。根据公司招股说明书, 2019年公司膜元件压力容器销售量3.3万只, 占国内总体销量比例为20.61%, 仅次于乐普实业, 膜元件压力容器市占率居国内第二。

图 28：2019年公司膜元件压力容器国内市占率达20.61%



数据来源：招股说明书，《中国脱盐产业链核心产品发展研究报告》，广发证券发展研究中心

（二）技术：膜材料各项性能领先，多项产品获国际权威认证

公司自研多种膜材料，拥有多项膜材料、膜元件专利技术。公司自2011年起开始膜材料研制与膜元件生产，至今已拥有复合纳滤膜、高通量复合聚酰胺反渗透膜、海水淡化膜等多项自主专利技术，拥有成熟的高性能反渗透膜及纳滤膜配方体系、精密涂布技术、高分子改性技术以及全流程先进的生产工艺技术，为国内少数拥有自主研发高端纳滤膜、反渗透膜能力的公司之一。

表 5：公司拥有多项膜材料研制、膜元件生产专利

涉及核心技术	技术名称	技术先进性	技术成果
	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	非专利技术
	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	一种新型复合纳滤膜及其制备方法和应用（专利号：2019110827403）；高通量复合聚酰胺反渗透膜的制备方法（专利号：2013100658859）
膜材料研制	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）	一种高性能海水淡化膜的制备方法及其制得的海水淡化膜（专利号：2020101060414）
	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	非专利技术
	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	一种应用于制造 RO 膜过程的清洗装置（专利号：2015210585473）
	膜烘干技术	烘干效率高，成品膜片质量稳定	非专利技术
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	一种反渗透膜自动卷膜机的涂胶机械手（专利号：2018200006336）；一种反渗透膜生产用自动卷膜机的卷膜机构（专利号：2018200282209）；一种反渗透膜切边机（专利号：2018200006092）；一种反渗透膜滤芯质检装置（实质审查阶段，专利号：201510949732X）；一种 RO 膜加工用超声波焊接机构（专利号：2018200006232）；一种应用于卷膜 RO 膜的恒张力装置（专利号：2015204410113）

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

膜材料关键指标比肩国内外行业龙头，产品力突出。产水通量和脱盐率为衡量反渗透和纳滤膜产品性能的核心指标，公司自研海水淡化膜、低压苦咸水膜、抗污染膜等产品产水通量、稳定脱盐率等关键指标能够比肩杜邦水处理（原陶氏化学有限公司）、日本东丽等全球龙头，此外海水淡化膜的产水通量等部分指标相比更具优势。

表 6：公司膜产品各项性能比肩行业前列

产品类型	项目	唯赛勃	时代沃顿			杜邦水处理		日本东丽	
海水淡化膜	基本	型号	SW-8040-HFHR	SW8040XLE	SW8040HR	SW8040XHR	SW30ULE - SW30XLE-	TM820V-400	
	信息		-400	-400	-400	400 (i)	400 (i)		
	有效膜面积 (ft ²)	400	400	400	400	400	400	400	
	流道宽度 (mil)	28	28	28	28	28	28	34	
	关键	产水通量 (gpd)	13,000	11,000	7,500	6,000	11,000	9,000	9,000
	指标	稳定脱盐率 (%)	99.7	99.7	99.8	99.85	99.7	99.8	99.8
低压苦咸水膜	基本	型号	BW-8040-HR	LP22-8040		BW30-400		TM720D-400	
	信息		400	400		400		400	
	有效膜面积 (ft ²)	400	400		400		400		
	流道宽度 (mil)	28	28		28		34		
关键	产水通量 (gpd)	10,500	10,500		10,500		11,000		
指标	稳定脱盐率 (%)	99.7	99.5		99.5		99.8		
抗污染膜	基本	型号	FR-8040-400 (34)	FR12-8040		BW30XFR-400/34 (i)		TML20D-400	
	信息		400	400		400		400	
	有效膜面积 (ft ²)	400	400		400		400		
	流道宽度 (mil)	34	34		34		34		
关键	产水通量 (gpd)	10,500	10,500		11,500		11,500		
指标	稳定脱盐率 (%)	99.6	99.5		99.65		99.8		
纳滤膜	基本	型号	NF-8040-400DW	VNF2-8040		NF90-	NF270-	TM620N-400	
	信息		(34)			400/34i	400/34i		
	有效膜面积 (ft ²)	400	400		400		400	400	
	流道宽度 (mil)	34	34		34		34	34	
关键	产水通量 (gpd)	11,875	10,500		10,000		12,500	8,500	
指标	稳定脱盐率 (%)	97%	97%		98.70%		97%	97%	

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

膜配套压力设备产品获得NSF、ASME和KTW等国际权威机构测试或认证。公司以膜配套压力设备起家，掌握相关核心技术，在压力容器结构设计方面拥有多项核心专利，相关产品获得NSF（美国国家科学基金会）、ASME（美国机械工程师协会）和KTW（德国饮用水行业非金属部件的检测实验认可）等国际权威机构测试或认证。

表 7: 公司压力容器等设备获得NSF等国际权威机构测试或认证

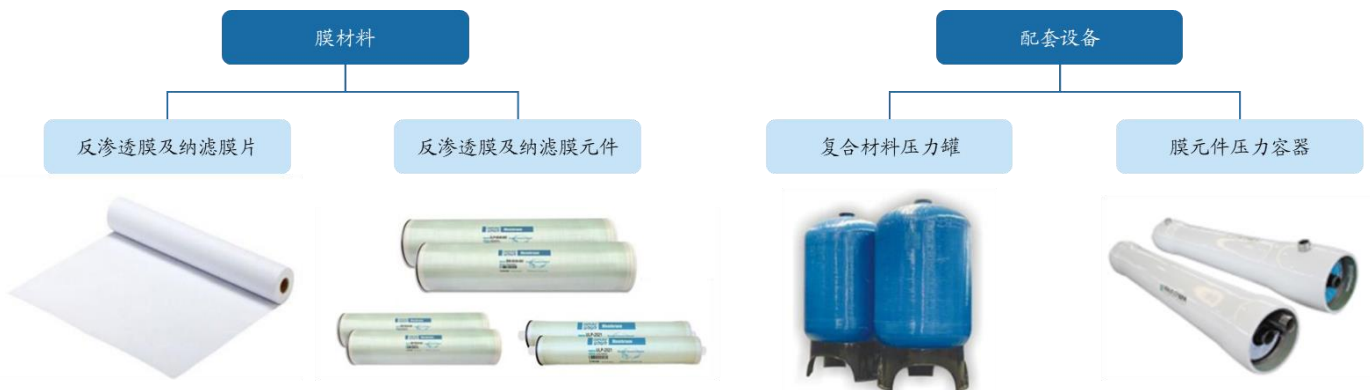
涉及核心技术	技术名称	技术先进性	技术成果
复合材料压力容器结构设计	结构设计技术	拥有定制化设计和生产能力, 承压性能等指标通过 NSF、ASME 等国际权威机构测试或认证	具有囊体储能器的压力容器 (专利号: 201410821430X); 玻璃钢压力容器 (专利号: 2011100268488); 底盘式布水器、玻璃钢压力容器、吹塑装置和制造方法 (专利号: 2008100406039); 圆桶形玻璃钢压力容器的内胆制造模具 (专利号: 2015201932268)
复合材料加工制造	程序控制纤维缠绕技术 程序控制烘干固化技术	认证	非专利技术 非专利技术

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

(三) 产能: 膜材料+配套设备相辅相成, 现有产能产销顺畅

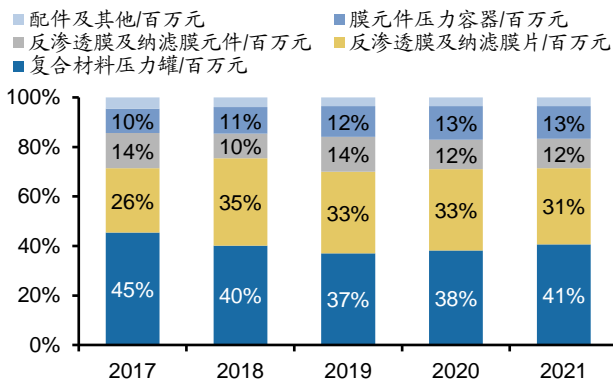
受益于膜需求提升, 2017-2021年膜片收入复合增速10.6%。公司以复合材料压力罐和膜元件压力容器等膜产业链配套设备起家, 后设立广东奥斯博拓展膜材料, 目前公司收入以复合材料压力罐、反渗透膜及纳滤膜片及膜元件为主, 2021年分别实现收入1.54亿元和1.62亿元, 占比达41%、43%。伴随国内膜需求的不断提升, 叠加国产替代进程加快, 近年来公司膜片收入稳步提升, 2017-2021年复合增速达10.6%。

图 29: 公司主要产品为膜材料和配套设备



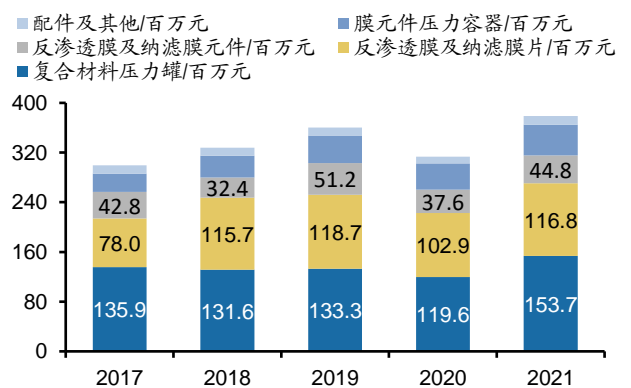
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 30: 公司分部收入占比情况 (2017-2021)



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

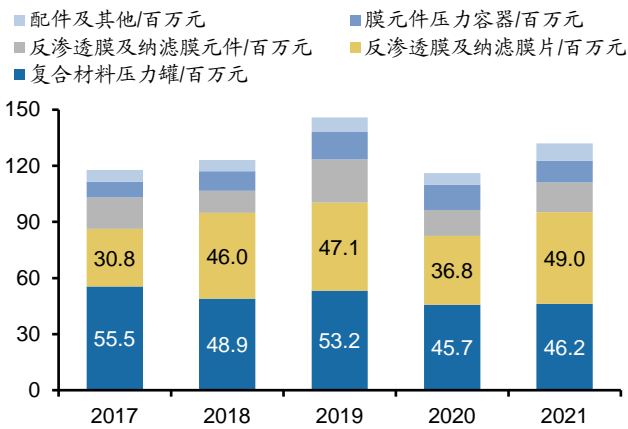
图 31: 2021年反渗透及纳滤膜片/元件收入为1.62亿元



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

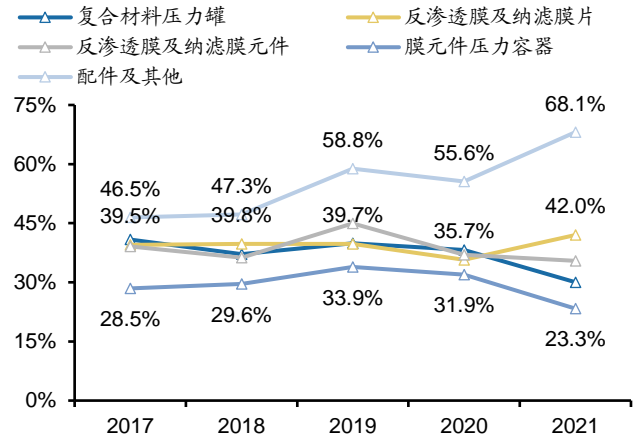
膜市场竞争逐年加剧，除膜片、配件外近三年设备及元件业务毛利率呈现一定的下降趋势，总体而言膜材料相比配套设备盈利稳定性更强。过去我国膜市场以进口材料为主，近年来伴随需求提升、国内厂商不断加入导致市场竞争激烈，从分部毛利率情况看，近三年内反渗透膜及纳滤膜元件、复合材料压力罐和膜元件压力容器等主要产品毛利率呈现一定的下降趋势，2021年毛利率分别为35.5%、30.0%和23.3%。但膜材料的优势依然保持，2021年反渗透膜及纳滤膜片毛利率提升至42%。

图 32: 公司分部毛利润情况 (2017-2021)



数据来源：招股说明书，定期报告，广发证券发展研究中心

图 33: 2021年膜片毛利率上升至42%



数据来源：招股说明书，定期报告，广发证券发展研究中心

现有产能已近满产，产销量提升顺畅。截至2021年公司拥有730万米/年反渗透膜及纳滤膜片及膜元件、80万只/年复合材料压力罐、4万只/年膜元件压力容器产能。目前膜片及膜元件、复合材料压力罐产能利用率均已接近满产，复合材料压力容器产能利用率已达到144%。在现有产能局限的情况下公司各类产品产销量已达到新高，2021年销售603.22万米反渗透膜及纳滤膜片、54.68万支反渗透膜及纳滤膜元件、76.41万只复合材料压力罐和4.18万只膜元件压力容器。

表 8: 公司各类产品产能及产能利用率情况 (2017-2021)

	产能				
	2017	2018	2019	2020	2021
反渗透膜及纳滤膜片及膜元件/万米	485	730	730	730	730
复合材料压力罐/万只	80	80	80	80	80
膜元件压力容器/万只	4	4	4	4	4
	产能利用率				
反渗透膜及纳滤膜片及膜元件	94.5%	88.0%	93.1%	83.9%	-
复合材料压力罐	69.6%	78.1%	78.9%	72.3%	96.0%
膜元件压力容器	69.8%	81.8%	83.3%	88.3%	144.0%
	产量				
反渗透膜及纳滤膜片及膜元件/万米	458.26	642.3	679.48	612.77	-
反渗透膜及纳滤膜片/万米	-	-	-	-	772.29
反渗透膜及纳滤膜元件/万支	-	-	-	-	61.27
复合材料压力罐/万只	55.66	62.46	63.11	57.83	76.81

膜元件压力容器/万只	2.79	3.27	3.33	3.53	5.76
销售量					
反渗透膜及纳滤膜片/万平米	370.85	560.64	570.79	519.42	603.22
反渗透膜及纳滤膜元件/万支	78.92	65.59	50.9	67.59	54.68
其中：家用膜元件/万支	76.19	63.09	47.95	65.23	-
其中：工业用 2.5、4 英寸膜元件/万支	2.17	2.06	1.49	1.61	-
其中：工业用 8 寸膜元件/万支	0.55	0.44	1.45	0.75	-
复合材料压力罐/万只	54.94	62.4	61.82	52.93	76.41
膜元件压力容器/万只	2.65	3.18	3.37	3.40	4.18

数据来源：招股说明书，定期报告，广发证券发展研究中心

备注：膜元件系通过将膜片进行卷制加工生产而成，其产能、产量主要受限于膜片的产能及产量，因此膜元件产能、产量为对应的膜片数量。

单价、单位成本整体保持稳定，其中膜元件呈现一定波动。从单价和单位成本来看，由于家用、工业用膜元件规模差异导致单价、单位成本差异较大，而每年销售侧重点根据订单情况而变化，所以膜元件单价、单位成本呈现较大波动。其他产品单位价格、成本基本保持稳定，近三年内伴随市场竞争加剧呈现一定下降趋势。

表 9：公司各类产品销售单价及单位成本情况（2017-2021）

销售单价					
	2017	2018	2019	2020	2021
反渗透膜及纳滤膜片/元/米	21.03	20.65	20.79	19.82	19.35
反渗透膜及纳滤膜元件/元/支	54.20	49.37	100.56	55.65	81.93
其中：家用膜元件/元/支	31.28	26.33	30.6	22.77	
其中：工业用 2.5、4 英寸膜元件/元/支	422.32	390.97	337.49	415.43	
其中：工业用 8 寸膜元件/元/支	1787.08	1753.34	2165.06	2131.78	
复合材料压力罐/元/只	247.31	210.91	215.58	225.87	201.13
膜元件压力容器/元/只	1105.91	1110.30	1314.93	1244.01	1193.99
单位成本					
反渗透膜及纳滤膜片/元/米	12.72	12.43	12.53	12.74	11.22
反渗透膜及纳滤膜元件/元/支	33.00	31.45	55.35	35.07	52.88
其中：家用膜元件/元/支	18.85	16.91	18.10	16.21	
其中：工业用 2.5、4 英寸膜元件/元/支	283.63	263.79	217.38	273.39	
其中：工业用 8 寸膜元件/元/支	1009.70	1028.16	1118.04	1157.56	
复合材料压力罐/元/只	146.28	132.57	129.48	139.49	140.72
膜元件压力容器/元/只	791.06	781.73	846.97	846.97	915.42

数据来源：招股说明书，定期报告，广发证券发展研究中心

三、“吸附+膜”法提锂为破局之法，提振高端膜需求

（一）锂资源自供能力亟待加强，盐湖将成为我国资源供应主体

加拿大拿矿受阻等事件，催化国内锂资源自主可控。11月2日加拿大政府“创新、科学和经济发展部”根据ICA相关条例并以“国家安全”为由，命令剥离外国公司对加拿大关键矿产公司的投资。此外根据环球网，合计拥有全球过半锂资源的南美三国（阿根廷、玻利维亚、智利）近期正草拟文件，建立锂矿价格联盟以加强对锂资源控制，国内锂资源自主可控迫在眉睫。今年以来工信部多次表态“适度加快国内锂、镍等资源的开发力度”。2022年9月工信部召开锂资源产业发展座谈会，从“多开发、稳进口、减量化、促回收”等方面提出一揽子措施，使我国尽快形成自主供给能力。

表 10: 锂资源产业发展座谈会主要内容

主要方面	详细内容
一是坚持系统观念，从全产业链审视锂产业发展和价格问题。	鼓励上下游企业通过签订长协等方式建立利益长期共享的协作关系，合力维护供应链畅通稳定，并肩打造全产业链竞争优势。
二是坚持底线思维，抓住当前关键窗口期。	研究制定推动锂产业发展相关工作方案，从“多开发、稳进口、减量化、促回收”等方面提出一揽子政策措施，协同各方加快国内资源开发利用，尽快形成供给能力。
三是坚持问题导向，强化工作协同，规范有序做好保供稳价工作。	龙头企业要发挥表率作用，生产企业不得串通定价，不得严重背离成本定价，报价机构要规范报价，为稳定价格和预期、保障产业链供应链发挥积极作用。

数据来源：工信部，广发证券发展研究中心

我国探明锂资源量中绝大部分以卤水形式存在，盐湖锂储量丰富。根据USGS测算，2021年全球探明锂资源储量可达8900万金属吨（折合碳酸锂当量约4.7亿吨），从地域分布来看，南美锂三角占比达56%，中国排名第六位、占比约6%（即510万金属吨、2695万碳酸锂当量）。根据自然资源部《2019年中国矿产资源报告》，我国探明锂资源量中盐湖占绝大部分，主要分布在青海、西藏等地。

与矿石资源相比，盐湖资源规模大、提锂成本低。根据2020年10月张亮等发表的《全球提锂技术进展》，与矿石资源相比，盐湖卤水提锂具备以下优势：（1）资源规模总量占据优势；（2）生产成本约为矿石提锂的1/3；（3）勘探周期短。

表 11: 硬岩提锂工艺与卤水提锂工艺对比

	硬岩提锂工艺	卤水提锂工艺
勘探	成本高，周期长	成本低，周期短
资源品位	锂含量高，一般 Li_2O 0.3% ~ 2.4%	锂含量低，一般 Li_2O 0.09% ~ 0.32%
生产成本 LCE	成本高，7000 ~ 9000 \$/t	成本低，2000 ~ 4000 \$/t

数据来源：2020年10月张亮等《全球提锂技术进展》，广发证券发展研究中心

（二）“吸附+膜”法为破局良方，进一步提振膜产业链需求

根据2021年12月韩佳欢等发表的《中国锂资源供需现状分析》、2021年9月姜贞贞等发表的《我国锂资源供需现状下西藏盐湖锂产业现状及对策研究》，与南美盐湖相比，我国盐湖锂资源主要有储量高但品位低、开采利用程度低两大特点：（1）**青海盐湖**：镁锂比明显高于南美，锂收率较低，且此前主要采用盐田摊晒等方法前期投资大、产能释放周期长；（2）**西藏盐湖**：虽然较好的资源优势，但受制于自然条件较为苛刻，开采难度较大。上述因素共同导致我国盐湖虽然储量较大但产量有限，盐湖锂资源利用率严重受限。

表 12: 全球主要盐湖锂资源基本特征

国家或地区	湖泊	Li/%	Mg/Li	LiCl 储量/万吨
玻利维亚	乌尤尼	0.05	8	/
智利	阿塔卡玛	0.15	18.3	280
美国	银峰	0.02	1.5	/
	大盐湖	0.004	200	322
以色列、约旦	死海	0.002	2000	1700
中国西藏	扎布耶	0.12	0.008	211
	当雄错	0.045	0.26	86
	麻米错	0.11	3.97	250
中国青海	西台吉乃尔	0.021	61	178.4
	东台吉乃尔	0.012~0.06	37	55.3
	大柴旦	0.02	65	24.3
	一里坪	0.0216	93	267.7
	别勒滩	0.01	517	/
	察尔汗	0.0013	1824	995

数据来源：2021年12月韩佳欢等《中国锂资源供需现状分析》、2021年9月姜贞贞等《我国锂资源供需现状下西藏盐湖锂产业现状及对策研究》，广发证券发展研究中心

“吸附+膜”法耦合工艺兼具高效、成本低、环保三大优势，提振膜产业链需求。南美富锂盐湖品位高、镁锂比低，因此多采用沉淀法工艺。沉淀法若用于我国品位较低的盐湖会导致锂收率明显下降。为解决青海盐湖镁锂比高的问题，老卤提锂（即先通过摊晒卤水、提钾等形成老卤，使锂离子富集后再进行提锂）应运而生，后为解决庞大的盐田系统投资及晒卤长周期问题，国产企业不断对提锂技术进行多元化创新及升级迭代。

表 13: 盐湖提锂各种工艺的优劣势比较

方法	优势	劣势
沉淀法	利用太阳能、盐湖的高蒸发率，方便产生钾等副产品；工艺成熟可靠，生产成本低。	初始投资额大，生产周期长（1~2年），只适用于低镁锂比盐湖
吸附法	对卤水的适应性强，工艺简单，成本低、效率高。	各公司的吸附剂都基于其专有技术专门生产，成本较高；淡水消耗大；如果综合利用钾肥需要额外投资。
膜法	对绿水的适应性强，工艺简单，绿色环保。	需要多种滤膜配合，膜成本较高。
电渗析法	分离镁锂效率较高	适用于锂含量较高的盐湖，膜成本较高

煅烧法	技术成熟；分离效率高。	能耗大，产生氯化氢对设备腐蚀性大，成本较高。
萃取法	可常温常压下进行；分离效率高。	萃取剂价格昂贵；萃取剂需在高酸条件下进行，导致设备腐蚀；回收率较低等。
电化学脱嵌法	收率高；可进行原卤提锂；环境污染小。	提锂速率不确定

数据来源：2020年10月张亮等《全球提锂技术进展》，2020年12月吴静等《盐湖卤水中锂的分离提取研究进展》，广发证券发展研究中心

我们认为“吸附+膜”法耦合工艺通过吸附剂前端富集锂，让提锂段前置成为可能，而膜段分离镁锂过程又无需额外试剂，让原卤提锂、环保性等重要方向得以兼顾。

图 34：盐湖提锂工艺流程：分离镁锂为问题关键



数据来源：广发证券发展研究中心

（三）自主研发+技术迭代，公司积极布局盐湖提锂

公司近年来不断拓展盐湖提锂下游应用，助力实现膜段的国产替代。公司膜材料、膜元件及配套装备产品可广泛应用于商民用、市政、水处理/工业和物料浓缩分离四大领域。近年来公司不断拓展盐湖提锂领域应用，根据招股说明书，公司2019年起同启迪清源合作布局盐湖提锂，当年4月为其“青海湖2万吨/年碳酸锂膜法分离浓缩精制BOT项目”提供关键部件；2020年与启迪清源进一步签署战略合作协议，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合作，通过国产纳滤膜打破国际垄断、降低提锂成本。

图 35：公司2019年起积极布局盐湖提锂



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

纳滤膜、反渗透膜为盐湖提锂“膜段”核心材料，公司凭借技术优势逐步实现国产替代。盐湖提锂中镁锂分离的部分常选择孔径更小的有机膜，多用到膜的梯度耦合（反渗透、纳滤膜、超滤等），该工艺段的技术难点在于膜材料强度、膜通量等。公司作为国内少数拥有自研反渗透膜、纳滤膜材料生产能力的企业，膜材料产水通量和脱盐率指标比肩海外行业龙头，在大部分行业份额被海外龙头占据的纳滤膜、反渗透膜市场中，公司凭借技术优势有望逐步实现国产替代。

表 14: 盐湖提锂常用纳滤膜、反渗透膜

	孔径范围	过滤效果	应用领域
微滤膜	>0.1 微米	悬浮固体、细菌、大分子量胶体	污水、废水、工业特种分离
超滤膜	0.01-0.1 微米	细菌、胶体、大分子有机物等	大分子有机物分离纯化、污水处理、海水淡化预处理等
纳滤膜	0.001-0.01 微米	小分子有机物、二价离子等与水的分离	水的软化、小分子有机物浓缩
反渗透膜	< 0.001 微米	去除可溶性金属盐、有机物等，几乎可以截留所有离子	纯净水、海水淡化、产品浓缩

数据来源：根据久吾高科、唯赛勃招股说明书整理，广发证券发展研究中心

图 36: 反渗透膜市场格局（2021年）

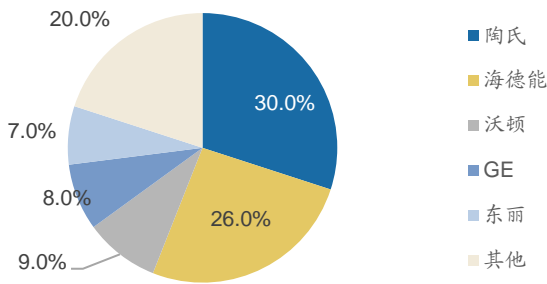
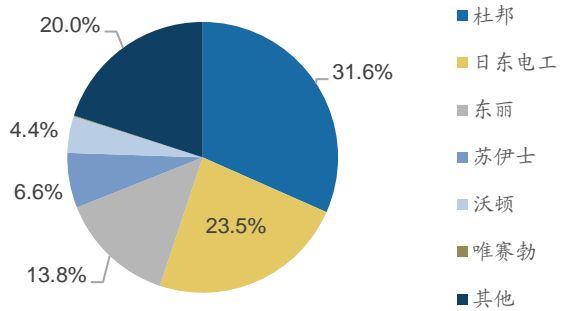


图 37: 纳滤膜市场格局（2019年）



数据来源：环境工程，广发证券发展研究中心

数据来源：中国膜工业协会，广发证券发展研究中心

公司针对盐湖提锂工艺革新，持续进行膜技术研发，有效降低成本。公司不断进行技术研发，根据《投资者关系活动记录表（2022年9月15日至2022年10月10日）》，公司目前已开发出低温预处理纳滤膜、高盐卤水浓缩膜、盐湖卤水制取淡水的装置、一种以锂矿石为原料进行回收提锂的装置等并申请了相关专利。其中高盐卤水浓缩膜，可以大大降低原有系统工艺的建设成本和运营成本，不断对提锂工艺流程进行替代革新，未来有望凭借成本优势持续斩获订单。

表 15: 唯赛勃目前已拥有用于盐湖提锂的纳滤膜相关技术

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
用于工业零排放及盐湖提锂的高压纳滤膜的开发	开发的该款产品已经用于盐湖提锂项目，也用于上海某工程项目的零排放项目，并出口到国外。	有效地截留二价、多价离子；较低的一价离子（锂离子）的截留率。	在多个盐湖提锂试验中性能稳定，去除率（脱硼，脱碳酸根，脱镁）保持较高水平。	在工业零排放及盐湖提锂等领域有广泛的应用

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

针对西藏特殊环境，公司自研低温纳滤膜性能优异。根据《投资者关系活动记录表（2022年9月15日至2022年10月10日）》，针对西藏地区环境更加脆弱无法晒卤、进行老卤提锂的情况，公司开发了低温预处理纳滤膜系列产品（后再用吸附+膜提取碳酸锂），在低温下仍能保持很好的通量和截留率，在原卤提锂中保证锂离子通量的同时硫酸根、碳酸根截留率可提升至90%以上。此外针对吸附法需要西藏地区大量淡水而西藏盐湖提锂无现成淡水可用的情形，公司开发了高盐浓缩系统，可以在提锂过程中自循环制备淡水、供吸附段使用，可降低吸附段约三分之一的建设及运营成本。根据公司官网，2022年9月公司顺利抵达结则茶卡进行中试项目施工，公司自研低温预处理纳滤膜性能表现良好，期待未来工业化项目落地。

图 38：公司低温预处理纳滤膜产品顺利抵达结则茶卡进行中试



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

我们将公司收入分为复合材料压力罐、反渗透膜及纳滤膜片、反渗透膜及纳滤膜元件、膜元件压力容器、配件及其他和其他业务，暂不考虑盐湖提锂业务。重要假设：

复合材料压力罐：假设IPO募资30万只/年复合材料压力罐项目2023年投产，产能从80万只/年提升至110万只/年，根据过去产能利用率假设2022年产能利用率为96%，新产能投产存在一定产能爬坡周期，假设2023-2024年产能利用率为80%、95%，产销率为99%。2021年受大宗商品涨价影响单位直接材料成本较高，假设2022年开始有所下降，假设2022-2024年单位直接材料成本为100、98、96元/只，单位直接人工、制造费用为16、20元/只。

反渗透膜及纳滤膜片及膜元件：膜片面积口径下，根据工业膜元件对应膜面积假设IPO募资10万支膜元件项目可对应600万平方米产能，假设2023年投产，膜片及膜元件产能从1125万平方米提升至1725万平方米。根据历史产能利用率假设2022年产能利用率为65%，伴随盐湖提锂景气度提升，膜片及膜元件需求将大幅增加，假设2023-2024年产能利用率为75%、95%，假设2022-2024年产销率为95%、98%、98%。根据历史数据假设2022年膜片中87%直接销售、13%加工成膜元件后销售。未来伴随膜元件国产替代进程不断加速，假设膜元件占比将不断提升。公司加速布局盐湖提锂，假设膜元件销售中工业用膜元件占比将不断提升，带动膜元件毛利率不断提升。此外由于工业膜元件耗用材料较多，假设2022-2024年单位膜元件直接材料成本为45、80、90元/支。

膜元件压力容器：假设IPO募资2万只/年膜元件压力容器项目2023年投产，产能从4万只/年提升至6万只/年。由于2021年膜元件压力容器产量已达到5.76万只，根据历史产能利用率假设2022-2024年产能利用率为130%、85%、100%，产销率为80%、98%、98%。2021年受大宗商品涨价影响单位直接材料成本较高，假设2022年开始有所下降，假设2022-2024年单位直接材料成本为675、640、620元/只，单位直接人工、制造费用为110、100元/只。

配件及其他：受膜产业链整体景气度提升影响，根据历史情况假设2022-2024年营收增速为21%，毛利率为68%

其他业务：根据历史情况假设2022-2024年营收增速为10%，毛利率为50%。

表 16: 唯赛勃收入拆分 (单位: 亿元)

	合计					
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入/百万元	360.58	313.60	379.19	390.16	581.34	745.25
营收增速/%	10.0%	-13.0%	20.9%	2.9%	49.0%	28.2%
营业成本/百万元	214.49	197.44	246.71	246.67	353.58	427.45
毛利润/百万元	146.09	116.15	132.48	143.50	227.75	317.80
毛利率/%	40.5%	37.0%	34.9%	36.8%	39.2%	42.6%
	其中: 复合材料压力罐					
营业收入/百万元	133.27	119.55	153.68	152.92	175.22	216.40
营收增速/%	1.3%	-10.3%	28.6%	-0.5%	14.6%	23.5%
营业成本/百万元	80.05	73.83	107.52	103.40	115.87	134.49
毛利润/百万元	53.23	45.72	46.16	49.52	59.35	81.91
毛利率/%	39.9%	38.2%	30.0%	32.4%	33.9%	37.9%
	其中: 反渗透膜及纳滤膜片					
营业收入/百万元	118.66	102.93	116.75	116.98	206.13	254.88
营收增速/%	2.5%	-13.3%	13.4%	0.2%	76.2%	23.7%
营业成本/百万元	71.51	66.16	67.70	67.69	117.15	143.54
毛利润/百万元	47.14	36.77	49.05	49.29	88.98	111.34
毛利率/%	39.7%	35.7%	42.0%	42.1%	43.2%	43.7%
	其中: 反渗透膜及纳滤膜元件					
营业收入/百万元	51.18	37.62	44.80	53.66	119.89	177.72
营收增速/%	58.1%	-26.5%	19.1%	19.8%	123.4%	48.2%
营业成本/百万元	28.17	23.70	28.92	33.24	71.45	92.62
毛利润/百万元	23.01	13.91	15.88	20.42	48.44	85.10
毛利率/%	45.0%	37.0%	35.5%	38.1%	40.4%	47.9%
	其中: 膜元件压力容器					
营业收入/百万元	44.35	42.30	49.91	49.67	59.68	71.61
营收增速/%	25.8%	-4.6%	18.0%	-0.5%	20.1%	20.0%
营业成本/百万元	29.31	28.80	38.26	36.82	42.48	48.80
毛利润/百万元	15.04	13.50	11.64	12.85	17.19	22.81
毛利率/%	33.9%	31.9%	23.3%	25.9%	28.8%	31.8%
	其中: 配件及其他					
营业收入/百万元	12.79	11.14	13.49	16.32	19.74	23.89
营收增速/%	0.4%	-13.0%	21.1%	21%	21%	21%
营业成本/百万元	5.27	4.94	4.30	5.20	6.30	7.62
毛利润/百万元	7.53	6.19	9.18	11.11	13.45	16.27
毛利率/%	58.8%	55.6%	68.1%	68%	68%	68%
	其中: 其他业务					
营业收入/百万元	0.33	0.07	0.56	0.61	0.67	0.74
营收增速/%	55.1%	-79.6%	732.4%	10%	10%	10%
营业成本/百万元	0.18	0.00	0.00	0.31	0.34	0.37
毛利润/百万元	0.15	0.07	0.56	0.31	0.34	0.37

毛利率/%	45.1%	100.2%	100.0%	50%	50%	50%
-------	-------	--------	--------	-----	-----	-----

数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

预计公司2022-2024年归母净利润分别为0.52/0.86/1.30亿元，对应最新收盘价PE分别为82.81/50.01/32.86倍。公司深耕膜产业链20年，伴随IPO募资项目投产产能有望进一步提升，同时积极布局盐湖提锂，技术优势下公司纳滤膜、反渗透膜产品力突出，盐湖提锂订单有望持续放量、不断实现国产替代。综合考虑可比公司估值，给予2023年60倍PE，对应合理价值29.55元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：唯赛勃同业估值对比（收盘价日期：2022/12/01）

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 元/股	归母净利润/亿元				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000920.SZ	沃顿科技	40.85	9.68	1.21	1.54	1.91	2.39	39.95	26.53	21.39	17.09
300631.SZ	久吾高科	38.66	31.52	0.70	0.60	1.03	1.45	71.94	64.97	37.71	26.75
300487.SZ	蓝晓科技	246.90	73.68	3.11	5.30	7.58	9.56	69.54	46.56	32.57	25.84
		平均值						60.48	46.02	30.56	23.23

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心 备注：盈利预测来自wind一致预期

五、风险提示

境外销售、采购占比较高的风险。公司境外销售比例较高，占主营收入比例近50%；原材料中无纺布、聚乙烯和聚砜主要进口自国外知名化工企业，三类材料占总额的40%以上。销售方面，目前全球经济发展形势不明朗，部分国家与地区存在贸易保护主义，已经或可能对包括中国在内的其他国家采取反倾销、反补贴、提高关税、进出口限制等不公平措施，部分国家与地区政治局势不稳定，可能对公司境外业务造成不利影响。原材料采购方面，若相关国家或地区实施限制性贸易政策，三类原材料价格出现持续大幅波动，或供应稳定性受到影响，将会对公司的生产经营产生负面的影响，进而对公司盈利水平和经营业绩产生不利影响。

膜分离技术与其他水处理技术路线的竞争风险。活性炭吸附法、臭氧-活性炭技术、高级氧化法、多级闪蒸、树脂离子交换等人居水处理、市政供水、污水淡化、海水淡化、超纯水制备技术路线与膜分离技术存在竞争，若未来公司因持续技术创新不足或未能及时调整研发技术路线，未能及时进行技术升级迭代导致技术水平落后，或与其他技术路线相比无法产生明显的技术优势和规模成本优势，面临产品竞争力缺失，将导致膜分离技术应用空间受限的风险。

纳滤膜及纳滤膜元件市场开拓不及预期的风险。与国外相比，我国纳滤膜的研究和发展起步较晚，纳滤膜的研制技术和应用开发都仍处于快速发展阶段，仅有少数国内膜厂商拥有纳滤膜的研制技术和规模化生产能力，国内纳滤膜厂商市场份额占比较小。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	224	351	376	383	476	经营活动现金流	91	41	42	61	158
货币资金	18	131	96	24	77	净利润	47	50	52	86	130
应收及预付	80	92	121	194	210	折旧摊销	22	25	23	38	42
存货	64	85	107	109	129	营运资金变动	19	-43	-34	-66	-19
其他流动资产	62	44	51	56	60	其它	3	9	1	3	5
非流动资产	341	429	487	649	707	投资活动现金流	-42	-112	-80	-200	-100
长期股权投资	5	5	5	5	5	资本支出	-82	-133	-80	-200	-100
固定资产	163	199	226	509	537	投资变动	7	0	0	0	0
在建工程	81	134	164	44	74	其他	34	21	0	0	0
无形资产	69	68	68	68	68	筹资活动现金流	-45	185	4	67	-5
其他长期资产	22	24	24	24	24	银行借款	76	87	5	70	0
资产总计	565	781	862	1,032	1,183	股权融资	0	221	0	0	0
流动负债	122	86	116	130	151	其他	-121	-123	-1	-3	-5
短期借款	35	15	20	20	20	现金净增加额	1	112	-34	-72	53
应付及预收	36	29	51	57	69	期初现金余额	17	18	130	96	24
其他流动负债	51	41	45	54	61	期末现金余额	18	130	96	24	76
非流动负债	11	10	10	80	80						
长期借款	1	0	0	70	70						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	10	10	10	10	10						
负债合计	133	96	126	211	231						
股本	130	174	174	174	174						
资本公积	91	251	251	251	251						
留存收益	209	259	311	396	527						
归属母公司股东权益	431	684	736	822	952						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	565	781	862	1,032	1,183						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	314	379	390	581	745
营业成本	197	247	247	354	427
营业税金及附加	3	4	4	6	7
销售费用	5	6	6	9	12
管理费用	35	41	53	77	98
研发费用	21	24	29	43	54
财务费用	4	2	-2	1	4
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	53	62	58	98	149
营业外收支	0	-4	0	0	0
利润总额	53	58	57	98	149
所得税	6	7	6	12	19
净利润	47	50	52	86	130
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	47	50	52	86	130
EBITDA	78	90	78	137	195
EPS (元)	0.36	0.29	0.30	0.49	0.75

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-13.0%	20.9%	2.9%	49.0%	28.2%
营业利润增长	-29.5%	17.3%	-7.5%	70.0%	52.2%
归母净利润增长	-29.5%	8.0%	2.4%	65.6%	52.2%
获利能力					
毛利率	37.0%	34.9%	36.8%	39.2%	42.6%
净利率	14.9%	13.3%	13.2%	14.7%	17.5%
ROE	10.8%	7.4%	7.0%	10.4%	13.7%
ROIC	10.7%	8.1%	6.7%	9.5%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	23.6%	12.3%	14.7%	20.4%	19.5%
净负债比率	30.9%	14.1%	17.2%	25.6%	24.3%
流动比率	1.84	4.09	3.24	2.94	3.16
速动比率	1.06	2.66	1.98	1.79	2.02
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.49	0.45	0.56	0.63
应收账款周转率	5.05	4.60	3.83	3.37	4.16
存货周转率	4.92	4.48	3.64	5.34	5.79
每股指标 (元)					
每股收益	0.36	0.29	0.30	0.49	0.75
每股经营现金流	1	0	0	0	1
每股净资产	3.31	3.94	4.24	4.73	5.48
估值比率					
P/E	-	97.96	82.81	50.01	32.86
P/B	-	7.23	5.81	5.21	4.50
EV/EBITDA	0.22	53.59	53.59	31.82	22.00

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。