

2024年08月27日
沃顿科技(000920.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

膜材料

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

8.6元

股价(2024-08-26)

7.42元

交易数据

总市值(百万元) 3,506.85

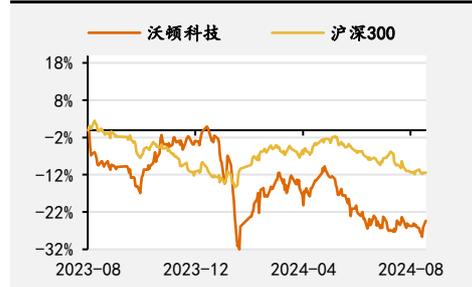
流通市值(百万元) 3,131.07

总股本(百万股) 472.62

流通股本(百万股) 421.98

12个月价格区间 6.78/10.06元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.4	-2.1	-13.2
绝对收益	-0.1	-9.8	-23.6

周喆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

姜思琦

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080005

jiangsq@essence.com.cn

朱昕怡

联系人

SAC 执业证书编号: S1450122100043

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

国内反渗透膜翘楚, 国产替代驱动长期成长 2023-11-27

产品升级成效显著, 降本增效初见成果

事件:

公司发布 2024 年半年报, 上半年实现营业收入 7.4 亿元, 同比增长 7.84%; 归母净利润 9735.03 万元, 同比增长 35.86%; 扣非归母净利润 6611.5 万元, 同比增长 36.94%。

■ 高端领域拓展+降本增效, 上半年业绩显著增长:

上半年公司销售收入维持稳步增长态势, 利润增速显著高于收入增速主要受益于公司膜产品毛利率的提升以及费用率的压降。公司上半年膜产品实现销售收入 4.91 亿元, 同比增长 13.47%, 随着公司膜分离技术的不断提升, 产品应用领域不断向海水淡化、零排放、盐湖提锂、电子超纯水等高端细分领域拓展, 定制化服务水平持续提升, 带动公司膜产品销售业务盈利能力持续提升, 上半年该板块毛利率达 40.05%, 较去年同期增加 1.5%。同时, 公司费用管控成果显著, 上半年管理费用为 5246.83 亿元, 同比下降 18.02%, 管理费用率为 7.09%, 同比压降 2.24pct。此外, 去年公司沙文三期项目顺利投产, 设计产能由 2330 万平方米增加至 2810 万平方米, 产能限制突破, 根据公司公开投资者关系活动记录表, 随着装备工艺技术不断升级以及生产流程的改善, 公司原有实际产能正进一步释放, 2023 年公司产能利用率达到 116.9%。

■ 膜分离业务新签订单充足, 第二增长极有望维持高增:

公司膜产品系列丰富, 适用于多种下游应用场景, 近年来依托膜材料研发及制造技术优势, 围绕水资源深度处理和物料浓缩分离等领域, 拓展膜分离技术推广应用, 为客户提供专业化、定制化的综合解决方案, 包括膜材料研发和定制、应用工艺开发和方案设计、设备安装和施工安装、运用和维护服务等。根据公司公告, 2024 年 1-6 月, 公司累计新签膜分离工程业务合同金额 4.54 亿元, 其中盐湖提锂领域订单 3.97 亿元, 磷酸铁的膜法工业废水处理及资源化利用订单 5244.04 万元。公司 2023 年膜分离业务收入仅 1.84 亿元, 充足的新签订单背景下, 预计公司今年该业务板块有望进一步加速增长。

■ 反渗透膜国产替代空间广阔, 耗材属性保障稳定替换需求:

公司主要产品反渗透膜下游应用领域广阔, 包括饮用纯水制备、食品饮料、市政供水处理、电子行业超纯水、海水淡化、高盐废水零排放等。高端膜产品注重高通量、高节水、抗污染、长寿命, 行业门槛和技术壁垒较高。我国反渗透膜市场依赖进口美国陶氏、日本东丽、海德能等海外龙头凭借其丰富的行业经验和先进的研发与生产技术, 目前仍占据了我国反渗透膜市场大部分份额, 国产反渗透膜目前的市场

份额较低，国产替代空间广。由于膜环节具备较高技术难度、且在水处理中具有关键性作用，膜的性能会直接影响分盐效果，公司深耕膜领域数十年，反渗透膜工艺技术不断提升，在国产品牌中具备先发优势与品牌优势，有望在国产替代进程中优先受益。此外，膜元件需定期更换，替换周期一般为三年，因此耗材需求具备较强的持续性，为公司业绩提升支撑。

投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 20.87 亿元、25.44 亿元、29.90 亿元，增速分别为 22.4%、21.9%、17.5%，归母净利润分别为 2.03 亿元、2.32 亿元、2.68 亿元，增速分别为 23.1%、14.6%、15.4%。维持买入-A 的投资评级，给予 2024 年 20xPE，6 个月目标价为 8.6 元。

风险提示：市场竞争加剧、国产替代进程不及预期、新兴市场开拓不及预期、原材料价格波动、假设不及预期等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	1,461.3	1,705.2	2,087.2	2,544.0	2,990.4
净利润	145.0	164.7	202.9	232.4	268.1
每股收益(元)	0.31	0.35	0.43	0.49	0.57
每股净资产(元)	3.72	3.80	4.19	4.51	4.88

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	23.6	20.8	16.9	14.7	12.8
市净率(倍)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
净利润率	9.9%	9.7%	9.7%	9.1%	9.0%
净资产收益率	8.2%	9.2%	10.2%	10.9%	11.6%
股息收益率	1.5%	1.7%	2.1%	2.4%	2.7%
ROIC	18.4%	17.8%	19.0%	21.7%	28.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,461.3	1,705.2	2,087.2	2,544.0	2,990.4	成长性					
减:营业成本	939.4	1,093.9	1,368.3	1,712.5	2,061.5	营业收入增长率	5.8%	16.7%	22.4%	21.9%	17.5%
营业税费	15.4	19.6	23.0	28.0	32.9	营业利润增长率	0.2%	16.4%	24.1%	15.3%	15.0%
销售费用	140.1	171.3	202.5	236.6	263.2	净利润增长率	19.4%	13.6%	23.1%	14.6%	15.4%
管理费用	148.8	156.4	158.6	178.1	191.4	EBITDA 增长率	-6.5%	18.0%	16.1%	10.1%	11.5%
研发费用	93.4	121.3	139.8	165.4	182.4	EBIT 增长率	-9.5%	15.4%	33.0%	13.8%	15.2%
财务费用	3.9	-6.4	-12.5	-17.6	-19.8	NOPLAT 增长率	7.2%	7.7%	17.5%	12.6%	15.2%
资产减值损失	-0.1	-2.1	-	-	-	投资资本增长率	11.7%	10.1%	-1.6%	-11.7%	13.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	34.7%	2.3%	10.1%	7.6%	8.1%
投资和汇兑收益	9.9	10.2	11.0	11.0	11.0						
营业利润	151.3	176.1	218.6	252.1	289.9	利润率					
加:营业外净收支	1.0	-0.8	0.5	0.5	0.5	毛利率	35.7%	35.8%	34.4%	32.7%	31.1%
利润总额	152.4	175.4	219.0	252.6	290.3	营业利润率	10.4%	10.3%	10.5%	9.9%	9.7%
减:所得税	-2.7	-0.4	6.6	10.1	11.6	净利润率	9.9%	9.7%	9.7%	9.1%	9.0%
净利润	145.0	164.7	202.9	232.4	268.1	EBITDA/营业收入	14.0%	14.2%	13.5%	12.2%	11.5%
						EBIT/营业收入	9.2%	9.1%	9.9%	9.2%	9.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	118	126	120	91	70
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-2	19	25	20	27
货币资金	936.7	574.9	961.5	1,203.3	1,230.9	流动资产周转天数	312	283	253	271	266
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	21	37	37	32	35
应收帐款	142.2	207.8	220.7	225.5	358.5	存货周转天数	46	44	44	47	47
应收票据	105.7	109.8	154.0	172.3	207.5	总资产周转天数	662	569	481	453	410
预付帐款	40.2	28.7	57.4	57.5	75.1	投资资本周转天数	223	212	180	138	118
存货	216.1	196.3	319.6	339.3	443.3						
其他流动资产	77.6	40.9	60.8	59.7	53.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.2%	9.2%	10.2%	10.9%	11.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.3%	7.1%	6.8%	7.4%	7.9%
长期股权投资	47.0	49.4	49.4	49.4	49.4	ROIC	18.4%	17.8%	19.0%	21.7%	28.3%
投资性房地产	58.3	50.3	50.3	50.3	50.3	费用率					
固定资产	478.6	717.3	678.9	613.5	548.1	销售费用率	9.6%	10.0%	9.7%	9.3%	8.8%
在建工程	256.4	32.0	26.0	26.0	26.0	管理费用率	10.2%	9.2%	7.6%	7.0%	6.4%
无形资产	223.6	215.0	205.3	195.5	185.8	研发费用率	6.4%	7.1%	6.7%	6.5%	6.1%
其他非流动资产	339.3	245.6	321.5	300.5	287.7	财务费用率	0.3%	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.7%
资产总额	2,921.7	2,467.9	3,105.2	3,292.8	3,516.4	四费/营业收入	26.4%	26.0%	23.4%	22.1%	20.6%
短期债务	5.0	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	197.4	245.9	308.6	382.2	451.9	资产负债率	35.6%	22.1%	31.8%	30.8%	29.9%
应付票据	131.2	50.9	176.9	173.6	195.8	负债权益比	55.3%	28.3%	46.6%	44.5%	42.7%
其他流动负债	515.6	160.4	321.1	332.9	273.7	流动比率	1.79	2.53	2.20	2.32	2.57
长期借款	84.0	-	-	-	-	速动比率	1.53	2.10	1.80	1.93	2.09
其他非流动负债	107.7	87.5	180.9	125.4	131.3	利息保障倍数	34.42	-24.33	-16.47	-13.30	-13.63
负债总额	1,040.9	544.6	987.5	1,014.0	1,052.7	分红指标					
少数股东权益	121.9	126.7	136.3	146.4	156.9	DPS(元)	0.11	0.12	0.15	0.17	0.20
股本	472.6	472.6	472.6	472.6	472.6	分红比率	35.2%	35.3%	35.0%	35.0%	35.0%
留存收益	1,259.3	1,376.9	1,508.7	1,659.8	1,834.1	股息收益率	1.5%	1.7%	2.1%	2.4%	2.7%
股东权益	1,880.8	1,923.3	2,117.7	2,278.8	2,463.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.31	0.35	0.43	0.49	0.57
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	3.72	3.80	4.19	4.51	4.88
净利润	155.1	175.7	202.9	232.4	268.1	PE(X)	23.6	20.8	16.9	14.7	12.8
加:折旧和摊销	71.2	88.0	75.1	75.1	75.1	PB(X)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
资产减值准备	2.0	3.2	-	-	-	P/FCF	-33.6	-10.0	7.3	11.7	34.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.3	2.0	1.6	1.3	1.1
财务费用	13.2	5.5	-12.5	-17.6	-19.8	EV/EBITDA	17.0	16.3	8.8	7.1	6.3
投资收益	-9.9	-10.2	-11.0	-11.0	-11.0	CAGR(%)	16.1%	16.6%	16.2%	16.1%	16.6%
少数股东损益	10.1	11.0	9.6	10.1	10.6	PEG	1.5	1.3	1.0	0.9	0.8
营运资金的变动	192.4	-11.3	-115.1	66.9	-189.3	ROIC/WACC	1.7	1.7	1.8	2.0	2.7
经营活动产生现金流量	281.8	176.5	149.0	355.9	133.7	REP	2.1	2.2	1.3	1.2	0.8
投资活动产生现金流量	-77.5	-44.0	-9.0	11.0	11.0						
融资活动产生现金流量	180.5	-473.4	246.6	-125.1	-117.2						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034