

# 三达膜 (688101)

证券研究报告

2020年08月24日

## 膜技术全产业链专家

### 三达膜：我国膜开发与应用领域先锋

三达膜是中国膜技术开发与应用领域的开拓者，是我国最早从事过程工业先进膜分离应用工艺开发的企业之一，公司构建了一条涵盖“膜材料-膜组件-膜设备-膜软件-膜应用”的膜产业链，是集先进膜材料研发、特种分离膜技术应用和水务投资运营为一体的企业。

### 两大核心业务结构稳定，盈利能力持续提高

公司主要经营包括工业料液分离、膜法水处理、环境工程、膜备件及民用净水机等在内的膜技术应用业务和水务投资运营业务。公司膜技术应用业务 2019 年营业收入占比 60.8%，与水务投资运营业务营收维持 6:4 的比例。2019 年公司实现归母净利润 2.8 亿，同比增长 53%，2015-2019 年毛利率始终保持在 40%以上，净利率一路攀升。

### 膜技术应用广泛，未来有望加速成长

膜分离技术是一种基于分子量级别的精细分离技术，可以根据目标物质分子量不同而实现分离，适用于产品的精制和深加工。膜产业总产值由 2009 年的 227 亿元增长至 2017 年的 1800 亿元，根据《中国膜产业市场前景与投资战略规划分析报告》分析，预计到 2024 年膜产业总产值达到 3630 亿元。膜材料在水处理方面仍有较大空间，我国东部发达地区人均水资源短缺现象严重，污水再生回用是解决水资源短缺问题的最佳方案，膜技术具有较好的适用性。假设 2025 年全国再生水利用率将从目前的 15.98% 提升至 35%，预计 2021-2025 年再生水利用设施建设-膜工艺总投资额为 1055-2110 亿。

### 细分领域市占率高，研发投入持续加码

公司在部分细分领域市占率较高，如工业料液分离领域，公司在维生素 C、抗生素、氨基酸领域细分行业市占率则分别达到 63%、37.5%及 40.25%，主要客户包括石药集团、山东鲁维、东北制药等；另外，公司在石化 PTA 行业的膜法水处理技术成熟，在这个领域的细分市场占有超六成。公司注重研发投入，截至 2019 年，技术研发人员 188 人，占总员工的 18.7%；2019 年研发支出 0.39 亿元，占营收比例总体呈现上涨趋势。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 2.93、3.78 和 4.71 亿元，对应 EPS 为 0.88、1.13 和 1.41 元，对应 PE 为 24、18.6 和 14.9 倍。我们给予公司 2021 年目标 PE 估值 25 倍，目标价格 28.25 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济大幅下滑、政策不及预期、市场竞争加剧的风险、投资收益波动

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	589.91	742.01	933.46	1,204.97	1,525.36
增长率(%)	0.68	25.78	25.80	29.09	26.59
EBITDA(百万元)	278.98	335.94	399.89	512.08	629.88
净利润(百万元)	181.32	276.67	292.65	377.80	470.57
增长率(%)	(2.11)	52.58	5.78	29.10	24.56
EPS(元/股)	0.54	0.83	0.88	1.13	1.41
市盈率(P/E)	38.78	25.41	24.03	18.61	14.94
市净率(P/B)	4.95	2.22	2.09	1.94	1.78
市销率(P/S)	11.92	9.48	7.53	5.84	4.61
EV/EBITDA	0.00	15.46	14.03	11.03	9.05

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业 公用事业/环保工程及服务

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 21.18 元

目标价格 28.25 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股) 333.88

流通 A 股股本(百万股) 80.18

A 股总市值(百万元) 7,071.58

流通 A 股市值(百万元) 1,698.30

每股净资产(元) 9.54

资产负债率(%) 25.31

一年内最高/最低(元) 27.51/17.36

### 作者

郭丽丽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

杨阳 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520050001  
yangyang@tfzq.com

靳晓雪 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520050002  
jinxiaoxue@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 三达膜：我国膜开发与应用领域先锋.....	4
2. 两大核心业务结构稳定，盈利能力持续提高.....	5
2.1. 两大核心业务：膜技术应用与水务投资运营.....	5
2.2. 营收利润加速释放，盈利能力逐渐增强.....	7
3. 膜技术应用领域广泛，2024 年膜产业总产值有望达 3630 亿.....	8
3.1. 膜分离技术优势明显，应用领域较为广泛.....	8
3.2. 膜行业技术壁垒高，外资企业占比大.....	9
3.3. 膜工艺市场空间大，2024 年膜产业总产值有望达 3630 亿元.....	11
4. 污水资源化有望加速膜产业成长，未来五年市场空间有望达千亿规模.....	12
4.1. 污水回用优势显著，膜工艺大有可为.....	12
4.2. 污水资源化千亿规模市场可期.....	15
5. 细分领域市占率高，研发投入持续加码.....	17
5.1. 公司已实现膜产业全产业链覆盖，可提供整体解决方案.....	17
5.2. 工液分离市占率较高，石化 PTA 水处理占有率超六成.....	17
5.3. 研发投入持续加码，自产膜比例持续上升.....	18
6. 盈利预测和投资建议.....	19
7. 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1：公司历史沿革.....	4
图 2：三达膜膜材料产品.....	4
图 3：三达膜膜设备产品.....	4
图 4：公司股权结构.....	5
图 5：2015-2019 年公司主营业务收入构成.....	6
图 6：2015-2019 年公司毛利构成.....	6
图 7：2015-2019 年公司膜技术应用业务收入构成.....	6
图 8：2015-2019 年公司膜技术应用业务毛利构成.....	6
图 9：2016-2019 年膜技术应用细分业务销量情况.....	6
图 10：2016-2019 年污水处理销售量稳步增长.....	7
图 11：2015-2020Q1 营业收入及增速变化.....	7
图 12：2015-2020Q1 归母净利润及增速变化.....	7
图 13：2015-2020Q1 公司毛利率及净利率.....	8
图 14：2015-2020Q1 公司研发支出（单位：亿元）.....	8
图 15：2015-2020Q1 公司杠杆水平变化情况.....	8
图 16：膜分离技术基本原理.....	9
图 17：中国膜企业区域分布情况.....	10

图 18: 膜企业毛利率水平一般较高 .....	10
图 19: 中国反渗透膜市场主要公司份额 .....	11
图 20: 我国膜产业总产值规模 .....	11
图 21: 中国膜产品市场结构 .....	12
图 22: 我国膜产业总产值规模预测值 .....	12
图 23: 2018 年全国各省市人均水资源量分布 (立方米/人) .....	13
图 24: 2018 年七大流域和浙闽片河流、西北诸河、西南诸河水质状况 .....	13
图 25: 我国历年再生水利用量 .....	14
图 26: 2018 年各省污水再生利用情况 .....	14
图 27: 再生水各工艺出水水质与景观环境用水标准对比 .....	15
图 28: 再生水利用率 (%) .....	15
图 29: 膜工艺市场空间测算 .....	16
图 30: 膜产业链 .....	17
图 31: 三达膜研发投入不断增加 (万元) .....	18
图 32: 2018 年三达膜研发投入比例超过行业平均水平 .....	18
图 33: 自产膜材料应用占比总体呈上升趋势 .....	19
表 1: 公司主要产品及服务 .....	5
表 2: 膜产品的主要分类 .....	8
表 3: 膜分离技术应用广泛 .....	9
表 4: 工业液料分离市占率情况 .....	18
表 5: 业绩分拆预测 .....	19
表 6: 可比估值表 .....	20

## 1. 三达膜：我国膜开发与应用领域先锋

集膜技术应用与水务投资运营为一体的科技创新型企业。三达膜环境技术股份有限公司（以下简称“三达膜”）于2005年4月26日设立，是中国膜技术开发与应用领域的开拓者，是我国最早从事过程工业先进膜分离应用工艺开发的企业之一，2019年11月三达膜在上交所科创板挂牌上市。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司专业从事膜材料研发、膜组件生产、膜软件开发、膜设备制造、膜系统集成和膜技术应用，构建了一条涵盖“膜材料-膜组件-膜设备-膜软件-膜应用”的膜产业链，成为国内领先的集先进膜材料研发、特种分离膜技术应用和水务投资运营为一体的科技创新型企业。

图 2：三达膜膜材料产品



资料来源：三达膜招股说明书、天风证券研究所

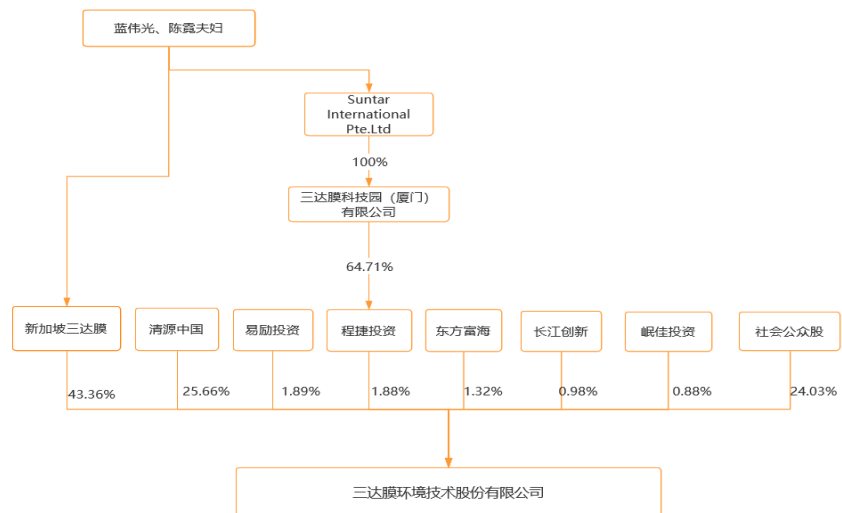
图 3：三达膜膜设备产品



资料来源：三达膜招股说明书、天风证券研究所

实际控制人蓝伟光和陈霓夫妇持股比例达 45.24%。新加坡三达膜直接持有本公司 43.36% 股权，为本公司的控股股东，蓝伟光和陈霓夫妇分别持有新加坡三达膜 96.44%和 3.56% 股权（合计 100%），并间接通过捷投资控制三达膜 1.88% 股权。蓝伟光和陈霓夫妇间接持股比例达 45.24%，是公司的实际控制人。

图 4：公司股权结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2. 两大核心业务结构稳定，盈利能力持续提高

### 2.1. 两大核心业务：膜技术应用与水务投资运营

“膜技术应用”与“水务投资运营”两项业务并驾齐驱。公司主要经营包括工业料液分离、膜法水处理、环境工程、膜备件及民用净水机等在内的膜技术应用业务和水务投资运营业务。

公司以先进膜分离技术的开发与应用为业务基础，从工业料液分离成套设备等膜技术应用领域逐步扩展，向上游原材料端逐步延伸至纳滤芯、陶瓷膜、中空纤维膜、iMBR 等先进膜材料领域，向下游应用端逐步延伸至膜法水处理、环境工程、民用净水领域，业务覆盖“膜材料—膜组件—膜设备—膜应用”膜工业全产业链，并拓展到家庭净水、企业净水等饮用水净化领域以及市政污水处理领域，能够向政府单位、工业企业、家庭用户提供全方位的综合服务。

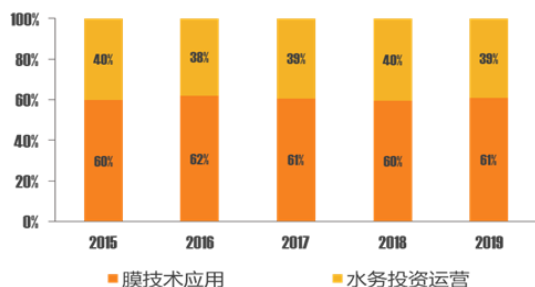
表 1：公司主要产品及服务

主营业务	主要产品及服务	应用领域
膜技术应用	工业料液分离膜设备	氨基酸、抗生素、维生素、糖、植物提取、化工产品等
	膜法水处理设备	石化、冶金等行业的废水处理和回水回用、锅炉水处理、市政供水
	环境工程	工业废水处理、市政污水处理、中水回用
	备件及其他	膜组件等备件、清洗剂、民用净水机、家庭净水等
水务投资运营		市政污水处理

资料来源：公司公告、天风证券研究所

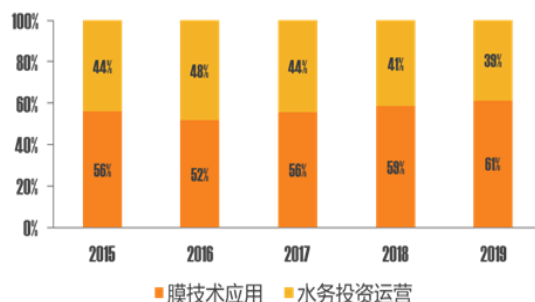
膜技术应用与水务投资运营业绩贡献比例较为稳定。公司业绩过半由膜技术应用业务贡献，2019 年营业收入占比 60.8%，毛利润占比 61.4%，与水务投资运营业务营收基本维持 6:4 的比例。膜技术应用中，工业分离业务贡献较大，2019 年工业分离营收占膜技术应用总营收的 46.1%，毛利占比达 51.6%。

图 5：2015-2019 年公司主营业务收入构成



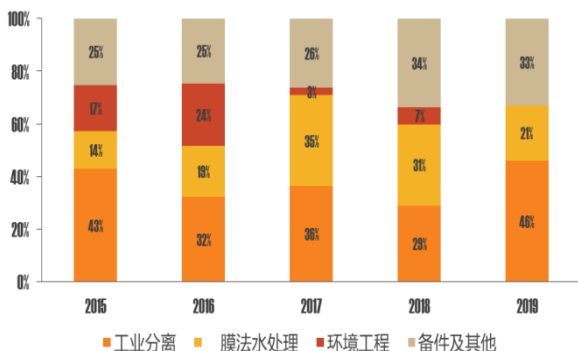
资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：2015-2019 年公司毛利构成



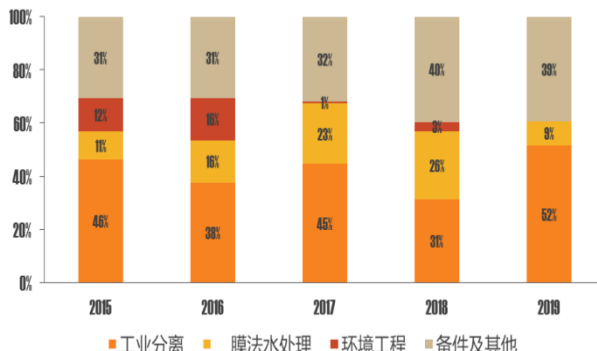
资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：2015-2019 年公司膜技术应用业务收入构成



资料来源：wind、天风证券研究所

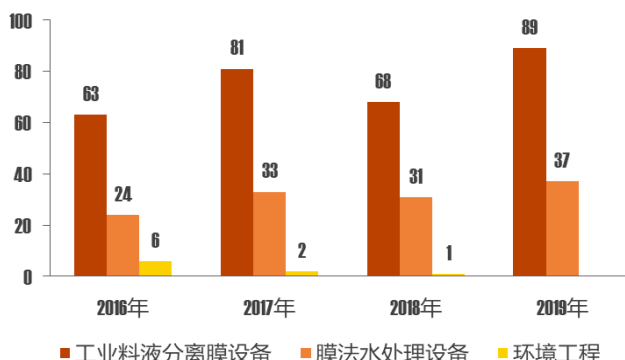
图 8：2015-2019 年公司膜技术应用业务毛利构成



资料来源：wind、天风证券研究所

膜技术应用销量总体呈上升趋势，工业料液分离膜设备成为销量支撑。膜技术与应用又可细分为工业分离膜应用、膜法水处理、节能环保综合利用服务。工业料液分离是公司最早从事的核心业务，在维生素 C、抗生素、氨基酸等领域具有较高的市场占有率，达到了国内领先或前列的地位，2019 年工业料液分离成套设备销量达 89 套，创近年新高。

图 9：2016-2019 年膜技术应用细分业务销量情况



资料来源：三达膜招股说明书，2019 年年报，天风证券研究所

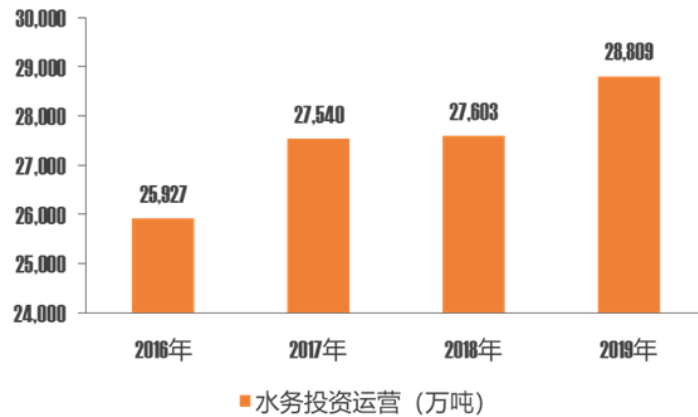
水务投资运营客户覆盖较广，污水处理销售量实现稳步增长。水务投资运营方面，公司的污水处理项目主要采用 BOT 模式、TOT 模式和委托运营模式，业务覆盖污水处理、中水回用、民用净水等水循环利用各个环节乃至整套解决方案；公司在市政、石化、皮革、印染、电镀、生物制药等行业建成多项大型水综合治理系统，客户覆盖政府、世界五百强企业、大型国有企业和民营企业等单位。

2016-2019 年，公司污水处理销售量分别为 2.59、2.75、2.76、2.88 亿吨，销售量总体实



现稳步增长。

图 10：2016-2019 年污水处理销售量稳步增长

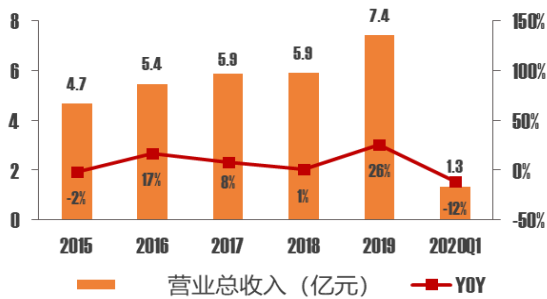


资料来源：三达膜招股说明书、公司公告、天风证券研究所

## 2.2. 营收利润加速释放，盈利能力逐渐增强

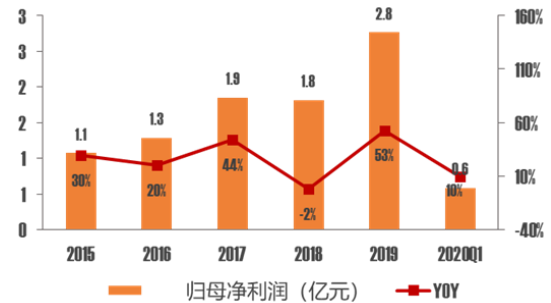
**营业收入持续抬升，利润总体呈增长趋势。**2015 年-2019 年，公司分别实现营收 4.66、5.44、5.86、5.90、7.42 亿，年复合增长率达 12.3%，保持一定的增幅。而基于营收的持续增长，公司归母净利总体呈上扬趋势，2018 年归母净利略有下滑，主要系水务投资运营成本增幅较大所致；2019 年则成功实现归母净利 2.8 亿，同比高增 53%，这是由于 2019 年间公司非经常性损益的增加（四平市污水处理厂特许经营权的提前终止产生的相关收益增加）和主营业务收入的增加。

图 11：2015-2020Q1 营业收入及增速变化



资料来源：wind、天风证券研究所

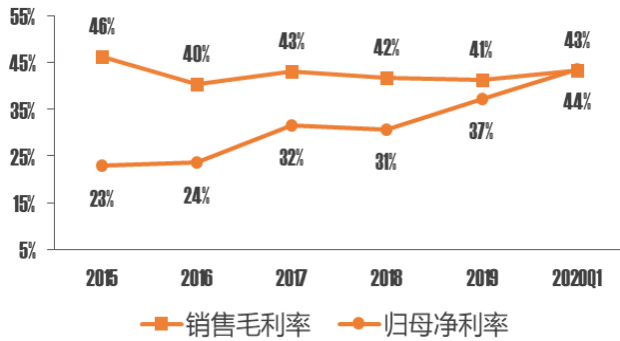
图 12：2015-2020Q1 归母净利润及增速变化



资料来源：wind、天风证券研究所

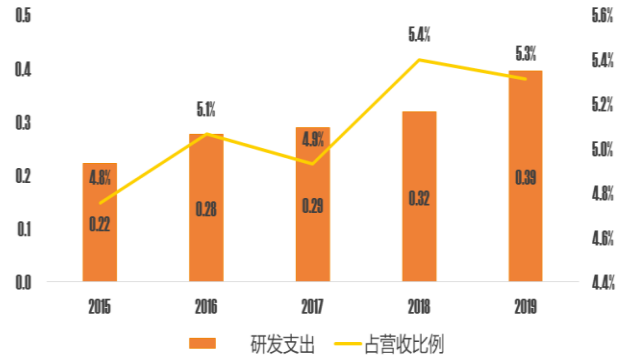
**销售毛利率维持 40%以上，研发支出不断增加。**2015-2019 年，销售毛利率期间虽小有波动，但始终保持在 40%以上；2015 年-2020 年 Q1 归母净利率分别为 23%、24%、32%、31%、37%、44%，归母净利率一路攀升。由于公司高度重视技术创新，近年来研发投入不断增大，2019 年研发支出达 0.39 亿，占营收比例达 5.3%，较 2015 年增长了 78%。

图 13：2015-2020Q1 公司毛利率及净利率



资料来源：wind、天风证券研究所

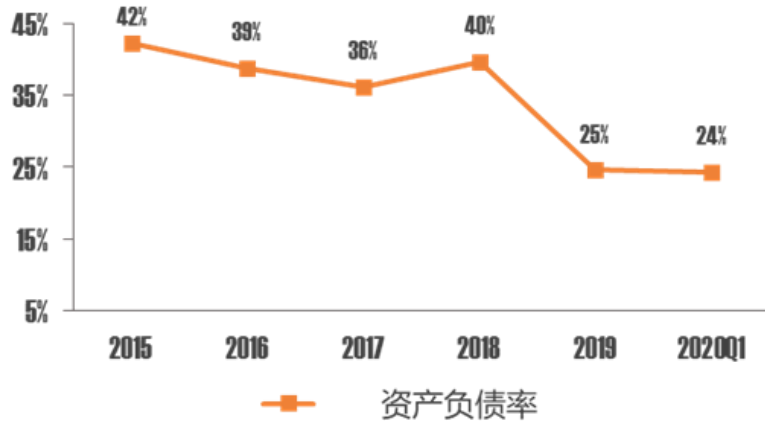
图 14：2015-2020Q1 公司研发支出（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

杠杆水平逐渐走低，公司财务结构不断改善。2015 至 2019 年期间，公司资产负债率由 42% 降至 25%，总体呈下降趋势，2018 年由于公司应付账款、预收账款和递延收益增加，资产负债率小有回升，但伴随着 2019 年公司首次公开发行新股导致总资产大幅增加，资产负债率下降至 25%。

图 15：2015-2020Q1 公司杠杆水平变化情况



资料来源：wind、天风证券研究所

### 3. 膜技术应用领域广泛，2024 年膜产业总产值有望达 3630 亿

#### 3.1. 膜分离技术优势明显，应用领域较为广泛

膜是具有选择性分离功能的材料。当膜两侧存在推动力时(如压力差、浓度差、电位差等)，原料组分选择性地透过膜。利用膜的选择性分离可以实现不同液体或气体组分的分离、分级、浓缩与提纯。根据膜孔径的大小或阻留微粒的表观尺寸大小可分为微滤膜 (Microfiltration, MF)、超滤膜 (Ultrafiltration, UF)、纳滤膜 (Nanofiltration, NF) 和反渗透膜 (Reverse Osmotic, RO)

表 2：膜产品的主要分类

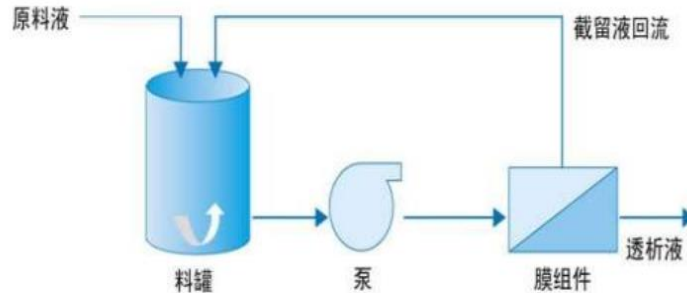
膜的种类	过滤效果及其应用领域
微滤	从气相和液相中截留微粒、细菌及其他污染物，以达到净化、分离、浓缩的目的:能对大直径的菌体。悬浮固体等进行分离，可作为一般料液的澄清。保安过滤，空气除菌。主要应用于污水、废水处理以及工业特种分离领域。
超滤	截留大分子有机物(如蛋白质、细菌)、胶体、悬浮固体等，广泛应用于料液的澄清、大分子有机物的分离纯化、污水、废水处理及回用、给水净化、海水淡化预处理等领域。
纳滤	基于孔径筛分的、其孔径分布介于 0.1~ 10nm 之间的膜过滤材料，应用于料液浓缩、产品精制、水质净化等领域。
反渗透	可截留几乎所有的离子、有机物，对氯化钠的截留率在 98%以上，出水为无离子水。能够去除可溶性的金属盐、有机物、细菌、胶体粒子、热原物质，主要应用于纯净水、软化水、无离子水、海水淡化、产品浓缩等方面。



资料来源：三达膜招股说明书、天风证券研究所

与传统分离技术相比，膜分离技术能耗小、效率高。膜分离技术是一种基于分子量级别的精细分离技术，可以根据目标物质分子量不同而实现分离，适用于产品的精制和深加工。其基本原理为料液经压力驱动通过亲水多微孔表面，大于膜孔径的物质被膜截留形成截留液，而小于膜孔径的物质透过膜形成透析液。与传统分离技术相比，膜分离技术具有无相变、能耗小、易操作、效率高、污染小等优势。

图 16：膜分离技术基本原理



资料来源：三达膜招股说明书、天风证券研究所

膜分离技术在工业料液分离、污水污染物处理等多个领域有广泛的应用。在工业料液分离方面，《“十二五”循环经济发展规划》要求在工业领域全面推行循环型生产方式，膜技术在工业料液分离领域的应用，可以有效地帮助制药、生物化工、食品饮料、石化冶金等工业客户提高生产效率、实现清洁生产和节能环保；在污水污染物处理方面，随着膜法水处理应用技术水平不断提高，尤其是随着我国对水资源保护的日益重视，膜技术在水处理领域的使用率不断上升。

表 3：膜分离技术应用广泛

行业	具体应用
制药	抗生素、维生素、有机酸的纯化与浓缩、发酵液的澄清除菌过滤、发酵液的蛋白剔除；半合成抗生素的脱盐浓缩；废水处理
生物化工	氨基酸发酵液的澄清除菌过滤；氨基酸产品的纯化与浓缩 动物血浆、血清的浓缩精制
工业	食品饮料 功能糖的除杂、脱盐与浓缩；植物提取物、茶饮料的除杂浓缩 乳清、奶酶的澄清、脱盐与浓缩；葡萄糖的澄清、脱盐与提纯 化工/有色 染料的脱盐、纯化、浓缩和回收；染料、油漆、含油废水处理 石化 甘油/苯/染料活性剂等化工原料的回收；中水回用；盐湖提锂 电力 中水回用；废水处理 火力发电厂锅炉补给水的制备、废水处理；中水回用 电子 纯水和超纯水制备；中水回用
市政	市政污水、城市供水处理；海水淡化；垃圾渗滤液的浓缩处理
民用	饮用水的制备；净水机的生产

资料来源：三达膜招股说明书、天风证券研究所

### 3.2. 膜行业技术壁垒高，外资企业占比大

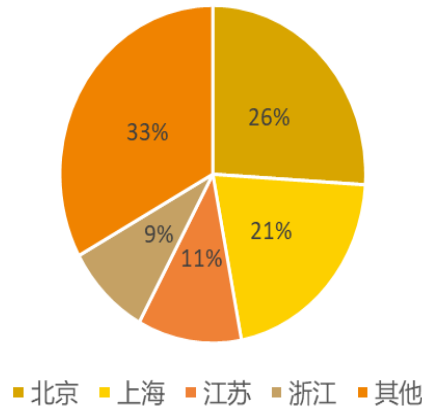
膜行业周期性、区域性、季节性特征明显。

周期性：膜技术应用行业，其发展与经济周期的变化紧密相关，很大程度上受到国民经济运行情况以及工业固定资产投资规模波动的影响；

区域性：由于我国经济发展较为不平衡，经济发达地区工业发展也较快，其环保力度投入较大，为膜技术在工业料液分离、工业废水处理及中水回用等方面提供了广阔的市场空间；

季节性：由于客户多在上半年进行招标，因此本行业在上半年投标和中标较多，业务收入有明显的季节性特征，通常下半年确认的收入多于上半年。

图 17：中国膜企业区域分布情况

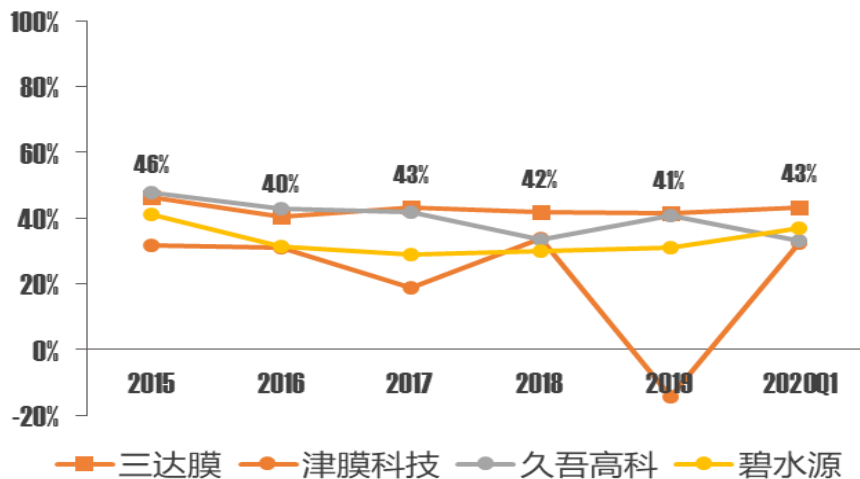


资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

**膜行业毛利率水平较高。**三达膜、碧水源、久吾高科及津膜科技几家膜行业知名企业毛利率基本维持 30%-50% 的范围内，仅有津膜科技 2019 年因公司项目施工进度减缓，因无极项目、渭北项目等项目工程停工结算、工期延迟等因素导致工程成本增加，使得毛利大幅减少。

膜公司毛利率较高的主要原因是膜技术应用属于高新技术，需要根据客户的不同需求提供定制化解决方案，而膜应用中工艺、工程、结构和电气设计涉及多项专利及非专利技术，技术壁垒和行业技术附加值较高，预计未来本行业仍将保持较高的毛利率水平。

图 18：膜企业毛利率水平一般较高

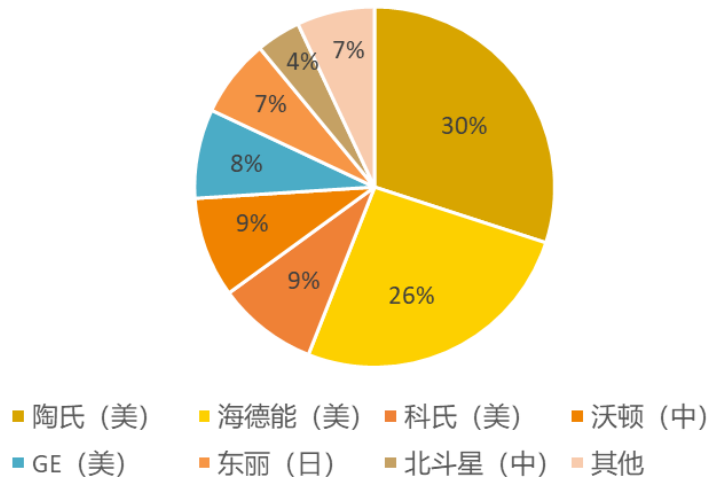


资料来源：Wind、天风证券研究所

我国膜工业企业与国际著名膜企业相比仍有差距。国外在高性能分离膜领域起步较早，发展较为成熟，尤其是在反渗透膜领域已基本形成了垄断局势。其中，美国在高性能分离膜领域依旧占据世界领先地位，其代表性企业有覆盖面较大的陶氏杜邦公司、美国科氏滤膜系统有限公司、懿华水处理技术公司等。

我国的膜技术研究及应用则起步较晚，2000 年以后膜技术应用的解决方案项目数量和规模才出现较快增长，与国际先进水平存在一定差距。以反渗透膜为例，2018 年国外品牌占领了约 85%-88% 的反渗透膜市场份额，其中美国陶氏化学公司和海德能公司分别占 30%、26%，剩余的被日本东丽公司、韩国熊津公司等占领。

图 19：中国反渗透膜市场主要公司份额

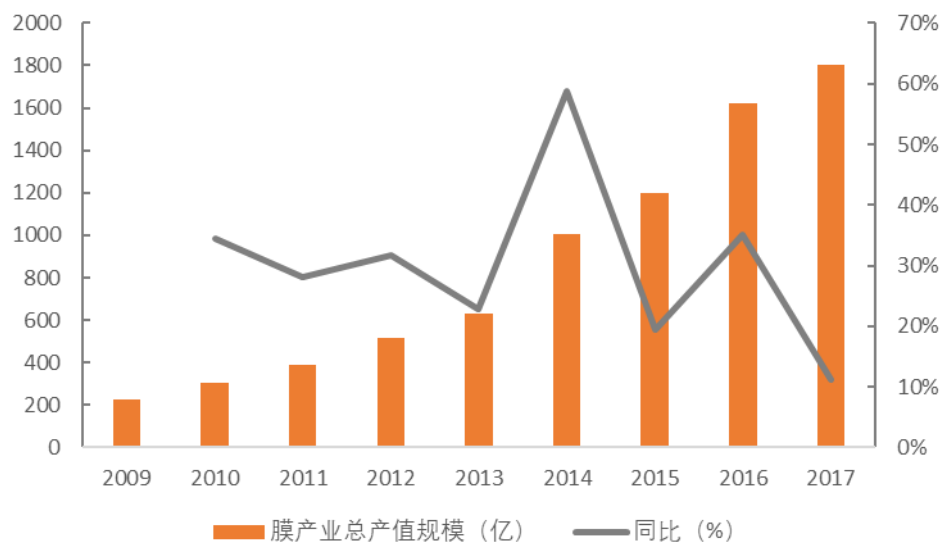


资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

### 3.3. 膜工艺市场空间大，2024 年膜产业总产值有望达 3630 亿元

近年来，我国膜产业已经进入一个快速成长期，反渗透、超滤、微滤等膜技术在能源电力、有色冶金、海水淡化、给水处理、污水回用及医药食品等领域的工程应用规模迅速扩大。根据前瞻产业研究院分析，近年膜产业总产值（膜制品、膜组件、膜附属设备及相关工程的总值）快速提升，由 2009 年的 227 亿元增长至 2017 年的 1800 亿元。

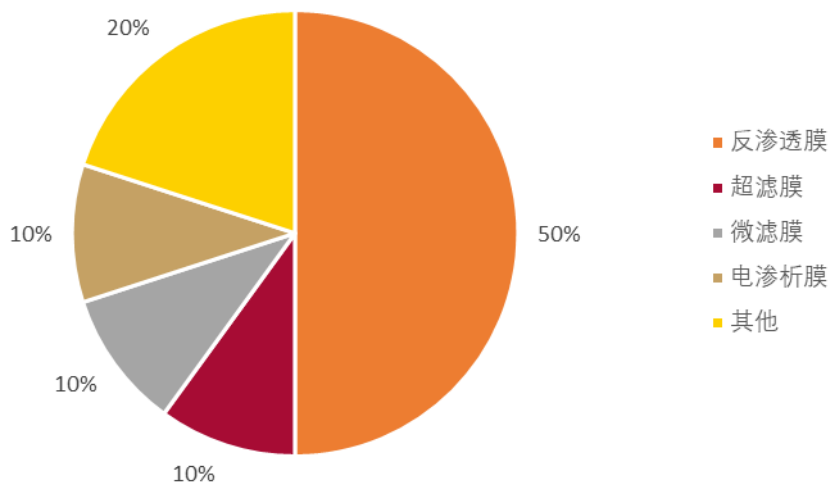
图 20：我国膜产业总产值规模



资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

**反渗透膜与纳滤膜占据膜的主要市场。**产品方面，50%以上的市场被反渗透膜与纳滤膜占据，超滤膜、微滤膜与电渗析膜各占 10%，剩下 20%被气体分离膜、无机陶瓷膜、透气膜及其他类型所占据。

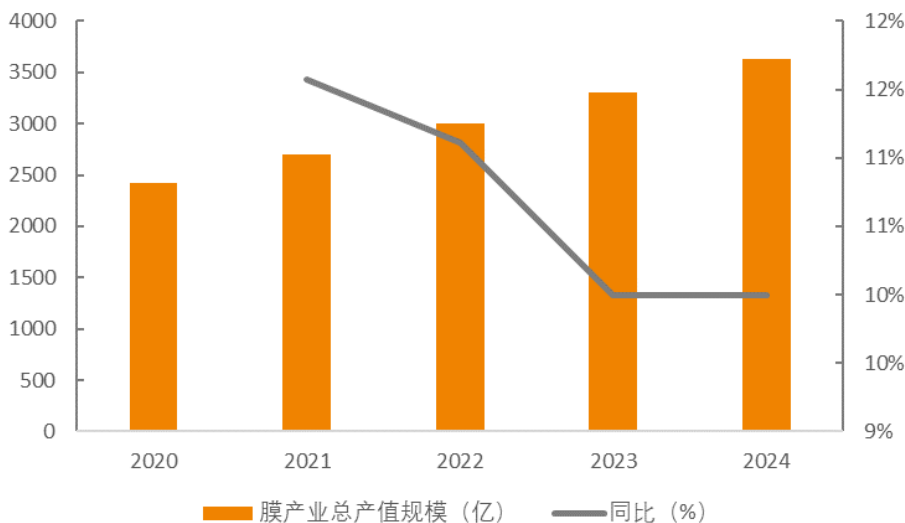
图 21：中国膜产品市场结构



资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

**2024 年膜产业总产值有望达 3630 亿元。**根据前瞻产业研究院发布的《中国膜产业市场前景与投资战略规划分析报告》，进入“十三五”时期，随着水资源总量控制和水权交易的政策不断出台，以及水污染防治不断深化，膜产业高速增长仍可期，预计到 2024 年，膜产业总产值再翻番，达到 3630 亿元。

图 22：我国膜产业总产值规模预测值



资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

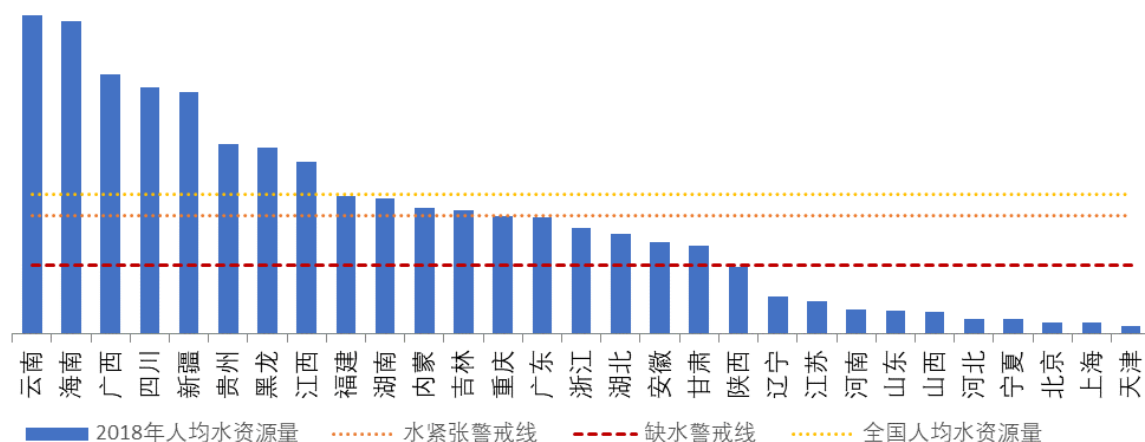
## 4. 污水资源化有望加速膜产业成长，未来五年市场空间有望达千亿规模

### 4.1. 污水回用优势显著，膜工艺大有可为

**水资源分布极不均匀，大型城市缺水严重。**根据国际常用水紧缺指标标准，人均年水资源量少于 1700 立方米为水紧张警戒线，少于 1000 立方米为缺水警戒线。截至 2018 年，我国人均水资源为 2008 立方米，略高于水紧张警戒线。同时，我国水资源地区分布极不均匀，人均水资源较为丰富的地区多分布在西藏、青海等西部省份，而在东部发达地区，人均水资源短缺现象较为严重。截至 2017 年 12 月 31 日，全国范围内有 17 个省市人均水资源低于 1700 立方米，其中 11 个省市低于 1000 立方米，北京、上海、天津等大城市

市人均水资源甚至不足 200 立方米。

图 23：2018 年全国各省市人均水资源量分布（立方米/人）

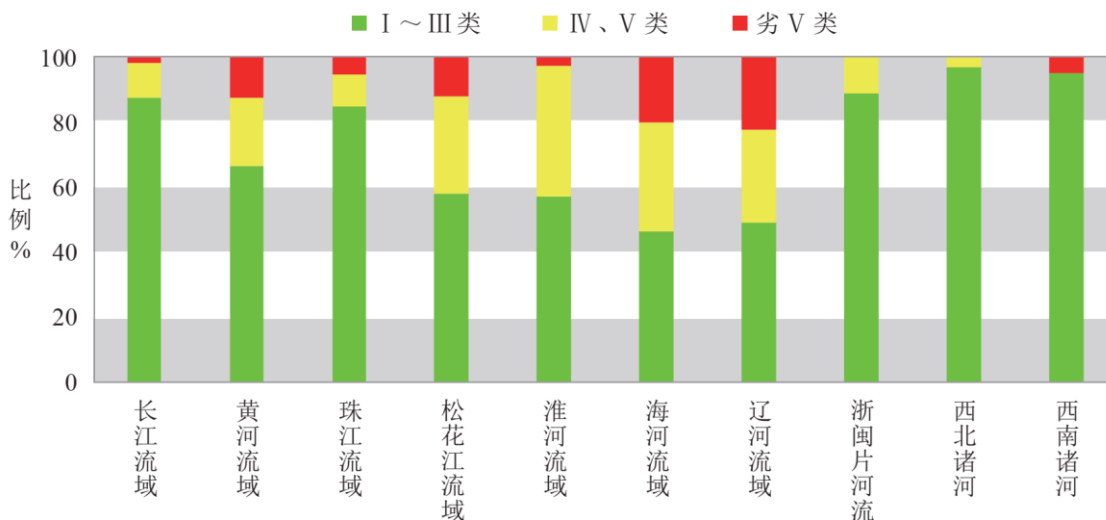


资料来源：wind、金科环境招股书、天风证券研究所

注：2018 年青海和西藏的人均水资源未在图中完全展示，数字分别为 16018 立方米、136805 立方米。

**水污染问题严重，急需治理。**根据生态环境部发布的《2018 中国生态环境状况公报》，2018 年，全国地表水监测的 1935 个水质断面（点位）中，Ⅰ～Ⅲ类比例为 71.0%，比 2017 年上升 3.1 个百分点；劣Ⅴ类比例为 6.7%。**海河、辽河、淮河、松花江、黄河流域水质状况较差。**

图 24：2018 年七大流域和浙闽片河流、西北诸河、西南诸河水水质状况



资料来源：2018 年中国生态环境状况公报、天风证券研究所

**地下水污染较为严重。**2018 年，全国 10168 个国家级地下水水质监测点中，Ⅰ类水质监测点占 1.9%，Ⅱ类占 9.0%，Ⅲ类占 2.9%，Ⅳ类占 70.7%，Ⅴ类占 15.5%。全国 2833 处浅层地下水监测井水质总体较差。Ⅰ～Ⅲ类水质监测井占 23.9%，Ⅳ类占 29.2%，Ⅴ类占 46.9%。

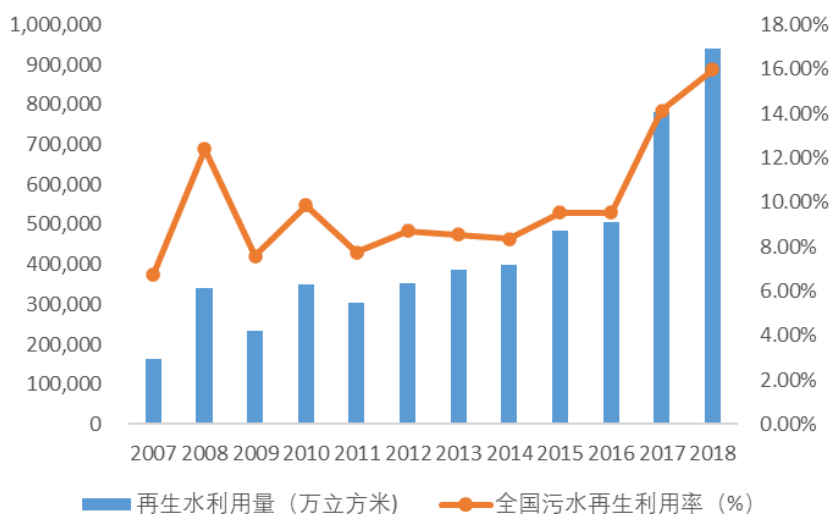
**面对水资源短缺和污染问题，污水回用优势显著。**根据《城市污水再生回用基础设施优化研究》（作者：高盼），面对水资源短缺，一般有以下几种解决方式：跨流域调水、地下水超采、提高用水效率、雨水海水及污水的再生回用。

相对其他水短缺解决措施，污水回用优势有以下几点：

- **可靠性:** 污水再生回用提供了可靠的水源, 因为城市污水产生较大(一般供水量的 75%), 即使在干旱年份水量也很充足, 能够实现连续稳定供水。
- **多样性:** 污水再生处理工艺可以实现再生水的非饮用应用, 并可以生产满足饮用水质量要求的饮用水, 实现不同途径的污水再生回用。
- **可行性:** 再生水制水成本低, 成本效益高, 污水再生回用系统灵活性和适应性强, 便于实施。
- **生态效益:** 污水再生回用可以减少对水源的开发, 保护新鲜水源, 通过减少污水排放减轻城市污染物对受纳水体的污染, 保护环境。

2018 年, 我国城镇再生水利用量 94.02 亿立方米, 全国污水再生利用率(污水再生利用率=污水再生利用量/污水处理总量)为 15.98%。

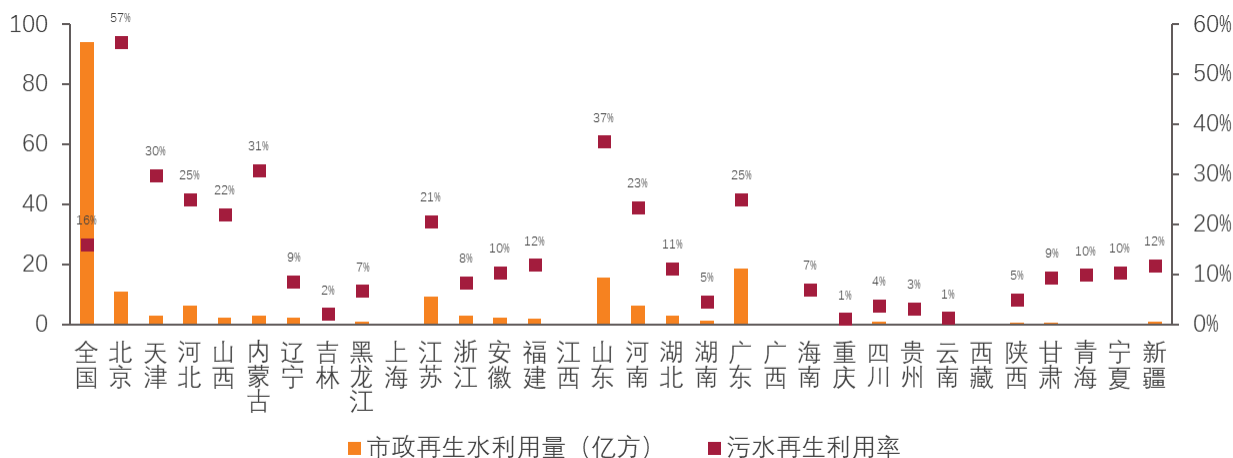
图 25: 我国历年再生水利用量



资料来源: 住建部统计年鉴、天风证券研究所

分省份来看, 北京、山东、内蒙古、天津、广东、河北、山西、江苏、河南等省份污水再生利用率较高, 上海、江西、广西、西藏等地还未启动再生水利用。

图 26: 2018 年各省污水再生利用情况



资料来源: 2018 年城乡建设统计年鉴、天风证券研究所

**膜工艺适用于环境用水要求高的用户, 膜工艺大有可为。** 根据文献《北京市再生水工艺评价及优化研究》(作者: 杨英杰) 中的实验数据, 景观环境用水对有机物 BOD5 和营养盐类指标氨氮、总氮、总磷的要求较高, 三种典型再生水工艺在进水正常的条件下, 基本可



以满足其水质指标要求。

但是，由于混凝-沉淀-过滤工艺、超滤膜工艺对 BOD5、氨氮、总氮、总磷的去除作用依托于前序污水处理单元，当进水情况异常时，会造成再生水的 BOD5、氨氮、总氮、总磷指标超标，如：混凝-沉淀-过滤工艺中微絮凝工艺总氮值达到 40.34mg/L，已经严重超出指标要求。

而 MBR 工艺及生物工艺具有生物除磷脱氮及化学除磷功能，对脱氮除磷是非常有效的再生水工艺，对三项水质指标的达标保证率大大提高，这一结论在瑞士、英国、德国与荷兰等国都得到证明。MBR 工艺及生物工艺适用于环境用水要求高的用户。

图 27：再生水各工艺出水水质与景观环境用水标准对比

表 4-5 再生水工艺出水水质与景观环境用水标准对比表  
Table 4-5 reclaimed water process water quality and landscape and environmental standards for water quality comparison table

序号	水质指标	单位	水质标准		典型工艺		
			国家标准	水利部标准	混凝沉淀过滤工艺	膜工艺	生物工艺
1	基本要求	—	无不快感		无不快感	无不快感	无不快感
2	pH	—	6~9	6.5~9.0	7.49	7.08	7.7
3	BOD <sub>5</sub> ≤	mg/L	6	6	2.94	2.34	2.54
4	悬浮物 ≤	mg/L	10	10			
5	浊度 ≤	NTU	5.0	5.0	1.28	1.43	0.78
6	溶解氧 ≥	mg/L	2.0	2.0			
7	总磷 ≤	mg/L	0.5	0.5	0.67	0.46	0.2
8	总氮 ≤	mg/L	15	无要求	40.34(13.03)	15.99(12.03)	10
9	氨氮 ≤	mg/L	5.0	5.0	4.01	1.98	0.82
10	粪大肠菌群 ≤	个/L	不得检出	500	3	70.67	130
11	余氯 ≥	mg/L	0.05	无要求	0.77	0.17	0.41
12	色度 ≤	度	30	30	23.36	25.75	9
13	石油类 ≤	mg/L	1.0	1.0			
14	阴离子表面活性剂 ≤	mg/L	0.5	0.5			

注：表格中所列数据为每种典型工艺中数值较大者，（）中所列数据为数值较小者。

资料来源：《北京市再生水工艺评价及优化研究》（作者：杨英杰）、天风证券研究所

## 4.2. 污水资源化千亿规模市场可期

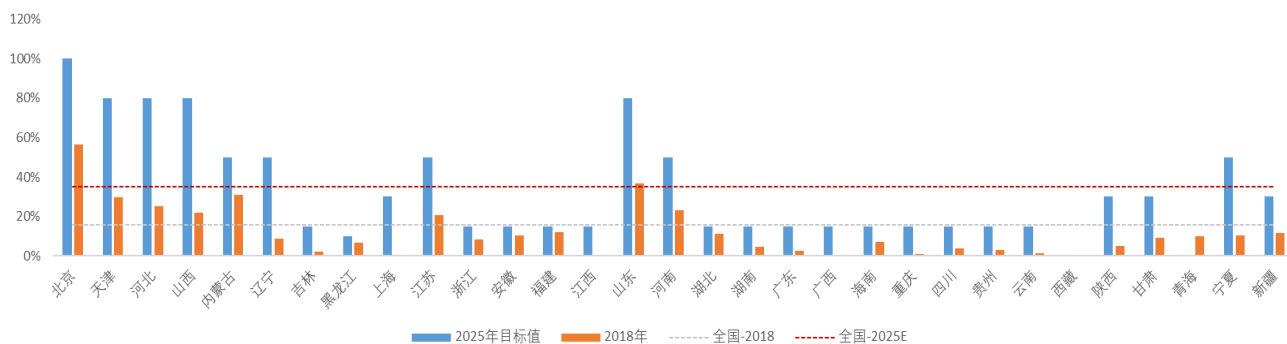
根据住建部统计年鉴，截止 2015 年底我国城镇再生水利用设施 2648.5 万吨/日，《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》要求“十三五”期间，新增再生水利用设施规模 1,504.8 万吨/日，即目标到 2020 年再生水利用设施达到 4153.3 万吨/日。

住建部最新统计年鉴显示，截止 2018 年底，我国城镇再生水利用设施 4068 万吨/日，距十三五目标值尚有 85.7 万吨/日，假设这部分缺口在 2019-2020 年能够平均释放。

### 假设条件 1：再生水利用率 2025 年目标值

我们假设到 2025 年，各省再生水利用率将较当前明显提高，根据水资源稀缺程度及当前再生水利用率水平，假设各省 2025 年再生水利用率如下表所示，全国再生水利用率将从目前的 15.98% 提升至 35%。

图 28：再生水利用率（%）



资料来源：“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划、住建部统计年鉴、天风证券研究所

### 假设条件 2：污水处理量年复合增速 4%

以污水处理量年复合增速 4%进行估算，到 2025 年全国污水处理量将达到 774 亿吨，对应再生水利用量达到 272 亿吨。

### 假设条件 3：再生水处理设施产能利用率 80%

按 80%产能利用率估算，2025 年再生水处理设施产能将达到 9435 万吨/日，2021-2025 年需新增产能 5282 万吨/日。

### 假设条件 4：新建再生水处理设施中膜工艺比例

假设新建再生水处理设施中，北京、天津、上海等经济条件好、环境要求高的地区采用膜工艺比例 100%，江苏、浙江、山东、广东等省份采用膜工艺比例 80%，其他省份采用膜工艺比例 50%，测算全国采用膜工艺产能比例 72%，对应 3822 万吨/日。

### 假设条件 5：存量再生水处理设施中更改为膜工艺比例

假设存量再生水处理设施中，膜工艺应用比例 30%，非膜工艺将有 50%变更工艺路线为膜工艺，以 2020 年底目标值 4153 万吨/日为存量产能，则 2021-2025 年存量产能中变更为膜工艺的产能为 1454 万吨/日。

### 假设条件 6：膜工艺单吨水投资

根据《我国城市污水处理回用现状与发展趋势》(作者：李亚娟)中的数据，膜工艺单吨投资成本约 2000-4000 元，对应市场 2021-2025 年膜工艺在再生水领域的投资额约 1055 亿-2110 亿。

### 假设条件 7：单吨水膜材料投资和膜使用周期

以《污水再生处理微滤-反渗透工艺经济分析》(作者：汤芳)中提到的双膜法再生水技术路线经济性分析为例，单吨水膜设备投资约 700 元，其中超滤/微滤膜单吨水投资 400 元，使用周期 5 年；反渗透/纳滤膜单吨投资 300 元，使用周期 3 年。

**结论：2021-2025 年再生水利用设施建设-膜工艺总投资额预计为 1055-2110 亿，其中膜材料销售及换膜市场约 333 亿元。**

图 29：膜工艺市场空间测算

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021-2025 年合计
新增市政再生水生产能力 (万方/日)	42.8	1056.3	1056.3	1056.3	1056.3	1056.3	5281.7
存量市政再生水生产能力 (万方/日)	4153.3	5209.6	6266.0	7322.3	8378.6	9435.0	
新增再生水产能-膜工艺占比	30%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
新增再生水产能-膜工艺 (万方/日)	12.9	764.5	764.5	764.5	764.5	764.5	3822.4
存量再生水产能-膜工艺占比	30%						
存量再生水产能-非膜工艺-产能 (万方/日)	2907.3						

存量再生水产能-非膜工艺-变更为膜工艺比例							50%
存量再生水产能-非膜工艺-变更为膜工艺-产能（万方/日）		290.7	290.7	290.7	290.7	290.7	1453.7
当年新增再生水产能+存量变更为膜工艺产能（万方/日）		1055.2	1055.2	1055.2	1055.2	1055.2	5276.1
膜工艺总投资（按吨水投资 2000 元计，亿元）		211.0	211.0	211.0	211.0	211.0	1055.2
膜工艺总投资（按吨水投资 4000 元计，亿元）		422.1	422.1	422.1	422.1	422.1	2110.4
超滤膜/微滤膜-投资（按吨水投资 400 元计，亿元）	0.5	30.6	30.6	30.6	30.6	30.6	152.9
反渗透/纳滤膜-投资（按吨水投资 300 元计，亿元）	0.4	22.9	22.9	22.9	22.9	22.9	114.7
存量再生水设施-换膜-超滤膜/微滤膜（亿元，5 年）	3.7	5.9	10.6	0.5	0.5	0.5	18.1
存量再生水设施-换膜-反渗透/纳滤膜（亿元，3 年）	8.0	0.4	0.4	0.4	22.9	22.9	47.0
膜工艺之膜设备投资（亿元）	12.5	59.8	64.5	54.4	77.0	77.0	332.6

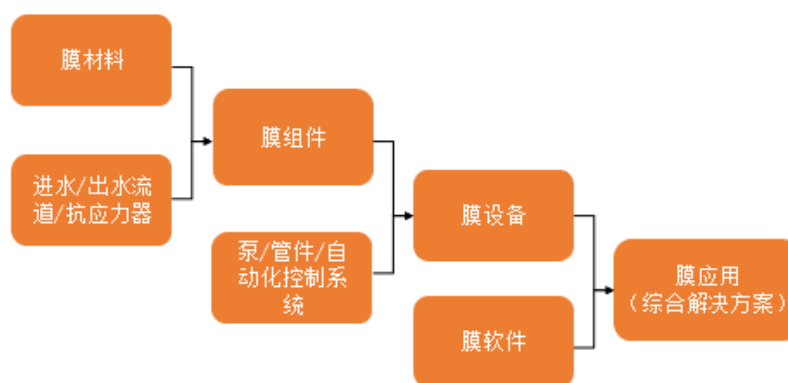
资料来源：“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划、《我国城市污水处理回用现状与发展趋势》（作者：李亚娟）、《污水再生处理微滤-反渗透工艺经济分析（作者：汤芳）》住建部统计年鉴、天风证券研究所测算

## 5. 细分领域市占率高，研发投入持续加码

### 5.1. 公司已实现膜产业全产业链覆盖，可提供整体解决方案

国内仅少数企业能提供膜技术整体解决方案。膜技术应用行业属于技术密集型行业，目前可以制备先进膜材料的规模化企业相对较少，多数企业业务范围仅限于采购膜材料及组件进行成套设备加工和工程安装，仅少数企业具备自主研发、设计、生产膜材料、膜组件与成套设备并以此为基础向客户提供膜技术整体解决方案的完整业务体系。

图 30：膜产业链



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司实现膜工业全产业链布局。三达膜最早从事工业料液分离设备的研发与销售，建立领先优势后向膜技术应用的其他领域逐步扩展。一方面尝试对上游纳滤芯、陶瓷膜、中空纤维膜等先进膜材料进行研发；另一方面则涉足膜法水处理、环境工程、民用净水领域等下游应用领域，同时拓展到家庭净水、企业净水等饮用水净化领域以及市政污水处理领域，实现对“膜材料—膜组件—膜设备—膜应用”的全产业链覆盖。

### 5.2. 工业分离市占率较高，石化 PTA 水处理占有率超六成

三达膜在维生素 C、抗生素、氨基酸等工业料液分离细分领域市占率较高。工业料液分离

成套设备的研发、集成和销售及相关配套服务是三达膜最早从事的核心业务，在建立生物制药膜应用领域的领先优势后，公司便开始向葡萄糖、氨基酸、染料、饮料等行业延伸。

据测算，公司在维生素 C、抗生素、氨基酸领域的工业料液分离项目累计收入占全部工业料液分离项目收入的比例达 79%，是三达膜工业料液分离业务主要的应用领域，主要客户包括石药集团、山东鲁维、东北制药、华北制药、江苏江山制药、宁夏启元药业等。

公司在维生素 C、抗生素、氨基酸领域细分行业市场占率则分别达到 63%、37.5%及 40.25%，在该领域的工业液料分离业务中占据重要位置。

表 4：工业液料分离市占率情况

主要细分行业	主要客户	在该细分产品的工业料液分离市场的占有率
维生素 C	石药集团、山东鲁维、东北制药、华北制药、江苏江山制药、宁夏启元药业	63.0%
抗生素	硫氰酸红霉素	宁夏启元药业、宜昌东阳光药业、科伦药业
	7-ACA	科伦药业、健康元
氨基酸	赖氨酸	黑龙江伊品生物、梅花生物、希杰集团、阜丰集团
	苏氨酸	梅花生物、希杰集团、伊品生物、阜丰集团

资料来源：三达膜招股说明书、天风证券研究所

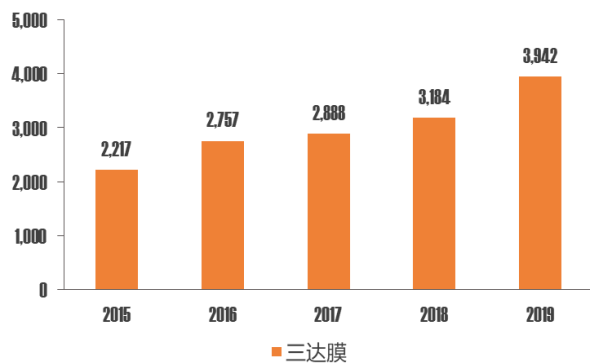
公司在石化 PTA 膜法水处理的细分市场占有超六成。近年来，膜法水处理市场空间较大但较为分散，单个膜企业在细分行业的市场占有率依赖其对该行业特定污水的膜处理技术的掌握程度。三达膜在石化 PTA 行业的膜法水处理技术成熟，报告期内公司全部膜法水处理项目收入中有 41%为石化 PTA 膜法水处理项目；按公司石化 PTA 客户总产能占国内市场总量的 80%以上来估算，公司在该细分市场占有超 60%。

### 5.3. 研发投入持续加码，自产膜比例持续上升

公司研发投入不断增加。三达膜注重研发投入，研发成果卓著并形成了多项核心技术和知识产权，截至 2019 年，公司拥有已授权专利 115 项，技术研发人员合计 188 人，占总员工的 18.7%；

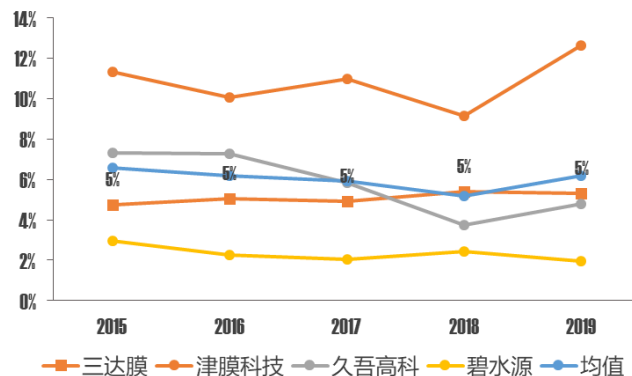
2015 年-2019 年研发支出分别为 0.22、0.28、0.29、0.32、0.39 亿元，占营收比例总体呈现上涨趋势；2018 年开始，三达膜研发支出占比超过了久吾高科，仅次于津膜科技；预计公司未来将继续把加大研发投入作为重要发展战略，以推动其自主创新能力。

图 31：三达膜研发投入不断增加（万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：2018 年三达膜研发投入比例超过行业平均水平

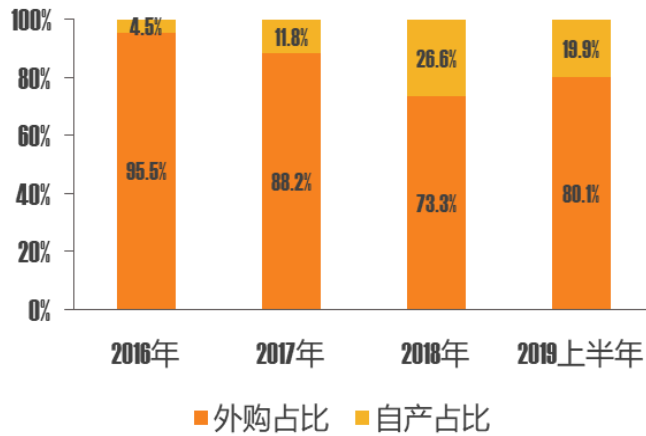


资料来源：wind，天风证券研究所

自产膜材料应用占比总体呈上升趋势。公司生产经营所用的膜材料包括无机和有机膜材料两种，主要应用于装配生产以及膜料更换销售等方面。其中，纳滤芯、陶瓷膜等无机膜材

料已实现完全自给；中空纤维膜和 iMBR 等有机膜材料自产比例有所上升。2016 年-2018 年，公司自产膜材料领用成本占比分别为 4.47%、11.84%、26.68%，总体呈上升趋势；2019 年上半年，公司自产中空纤维膜的生产领用比例下降导致自产膜材料应用比例稍有下降。

图 33：自产膜材料应用占比总体呈上升趋势



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 6. 盈利预测和投资建议

公司是膜材料全产业链的服务商，公司在工业分离的膜法水处理领域具备优势，未来随着膜材料在各个领域的逐步渗透，市场空间持续扩大，预计到 2024 年膜产业总产值能够达 3630 亿，另外污水资源化的大趋势有望加速膜产业的需求扩大，看好公司在相关领域的快速发展。

我们预计公司 2020-2022 年将实现营业收入 9.33、12.05 和 15.25 亿元，同比增长 25.8%、29.09%和 26.59%；实现归母净利润 2.93、3.78 和 4.71 亿元，对应 EPS 为 0.88、1.13 和 1.41 元，对应 PE 为 24、18.6 和 14.9 倍。

我们选取主要科创板环保公司作为可比标的，金科环境、久吾高科和卓越新能 2021 年的 PE 平均为 25.46 倍，我们给予三达膜 2021 年目标 PE 25 倍，目标价格 28.25 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 5：业绩分拆预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>膜应用技术-工业分离</b>					
收入(亿)	1.01	2.08	3.12	4.37	5.68
同比(%)		105.94%	50%	40%	30%
成本(亿)	0.56	1.10	1.65	2.32	3.01
毛利(亿)	0.45	0.97	1.47	2.05	2.67
毛利率(%)	44.33%	46.88%	47%	47%	47%
<b>膜应用技术-膜法水处理</b>					
收入(亿)	1.09	0.94	1.22	1.96	2.93
同比(%)		-13.76%	30%	60%	50%
成本(亿)	0.72	0.77	0.82	1.31	1.96
毛利(亿)	0.37	0.17	0.40	0.65	0.97
毛利率(%)	33.79%	18.18%	33%	33%	33%
<b>膜应用技术-环境工程</b>					
收入(亿)	0.23	-	-	-	-
同比(%)		-	-	-	-

成本 (亿)	0.18	-	-	-	-
毛利 (亿)	0.05	-	-	-	-
毛利率(%)	23.51%	-	-	-	-
<b>膜应用技术-备件及其他</b>					
收入 (亿)	1.18	1.49	1.94	2.52	3.27
同比 (%)		26.27%	30%	30%	30%
成本 (亿)	0.61	0.75	0.99	1.28	1.67
毛利 (亿)	0.57	0.74	0.95	1.23	1.60
毛利率(%)	48.25%	49.42%	49%	49%	49%
<b>水务投资运营</b>					
收入 (亿)	2.39	2.91	3.06	3.21	3.37
同比 (%)		21.76%	5%	5%	5%
成本 (亿)	1.37	1.73	1.86	1.96	2.05
毛利 (亿)	1.02	1.18	1.19	1.25	1.31
毛利率(%)	42.77%	39.24%	39%	39%	39%
<b>合计</b>					
收入 (亿)	5.90	7.42	9.33	12.05	15.25
同比 (%)		25.76%	25.80%	29.09%	26.59%
成本 (亿)	3.44	4.35	5.32	6.87	8.70
毛利 (亿)	2.46	3.06	4.01	5.18	6.55
毛利率(%)	41.69%	41.24%	42.96%	43.02%	42.97%

资料来源: 天风证券研究所

表 6: 可比估值表

股票代码	公司名称	收盘价		EPS (元/股)			PE (倍)			
		2020/8/21	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
688466.SH	金科环境	39.51	0.73	1.04	1.51	2.09	54.12	37.99	26.17	18.90
300631.SZ	久吾高科	19.26	0.53	0.69	0.91	1.19	31.75	27.73	21.09	16.07
688196.SH	卓越新能	71.92	1.80	2.01	2.47	2.98	39.96	35.78	29.12	24.13
	行业平均						41.94	33.83	25.46	19.70
688101.SH	三达膜	22.23	0.83	0.88	1.13	1.41	25.41	24.03	18.61	14.94

资料来源: Wind、天风证券研究所

## 7. 风险提示

**宏观经济大幅下滑的风险:** 若疫情或其他原因导致宏观经济大幅下行, 则可能导致公司订单不及预期, 影响公司收入规模的快速扩张;

**政策不及预期的风险:** 提高再生水利用率是趋势, 但若政府的相关政策迟迟没有出台或低于预期, 则可能导致公司未来市场空间的缩小;

**市场竞争加剧的风险:** 膜产业技术含量较高, 毛利率维持在 30%以上水平, 若未来行业需求扩容后使得更多竞争者进入该行业, 则可能会导致行业竞争加剧, 毛利率水平降低;

**投资收益波动的风险:** 公司 2019 年投资收益为 0.49 亿, 占利润总额比重为 15%, 若投资收益下降, 则可能会导致公司整体业绩波动。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	154.76	917.04	852.76	798.74	768.92
应收票据及应收账款	433.39	381.43	500.17	637.86	802.76
预付账款	53.68	26.70	70.91	62.33	100.62
存货	190.76	300.89	290.68	357.81	367.11
其他	31.52	875.46	877.27	864.60	859.64
<b>流动资产合计</b>	<b>864.11</b>	<b>2,501.51</b>	<b>2,591.79</b>	<b>2,721.33</b>	<b>2,899.05</b>
长期股权投资	190.55	252.68	352.68	452.68	552.68
固定资产	22.37	45.67	44.70	43.69	42.65
在建工程	11.22	0.77	0.61	0.49	0.39
无形资产	1,162.40	1,344.37	1,582.02	1,904.50	2,211.82
其他	147.95	84.88	(5.41)	(90.98)	(204.06)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,534.50</b>	<b>1,728.38</b>	<b>1,974.60</b>	<b>2,310.38</b>	<b>2,603.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,398.61</b>	<b>4,229.89</b>	<b>4,566.40</b>	<b>5,031.71</b>	<b>5,502.53</b>
短期借款	127.20	77.40	75.00	73.00	78.00
应付票据及应付账款	249.53	233.99	357.58	405.35	512.88
其他	247.10	343.24	395.69	538.89	555.51
<b>流动负债合计</b>	<b>623.83</b>	<b>654.64</b>	<b>828.26</b>	<b>1,017.25</b>	<b>1,146.38</b>
长期借款	10.20	18.03	16.00	13.00	15.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	315.12	365.56	322.94	334.54	341.01
<b>非流动负债合计</b>	<b>325.32</b>	<b>383.60</b>	<b>338.94</b>	<b>347.54</b>	<b>356.01</b>
<b>负债合计</b>	<b>949.15</b>	<b>1,038.24</b>	<b>1,167.20</b>	<b>1,364.79</b>	<b>1,502.40</b>
少数股东权益	28.03	29.81	32.50	35.77	39.58
股本	250.41	333.88	333.88	333.88	333.88
资本公积	134.45	1,514.72	1,514.72	1,514.72	1,514.72
留存收益	1,171.02	2,827.96	3,032.81	3,297.27	3,626.67
其他	(134.45)	(1,514.72)	(1,514.72)	(1,514.72)	(1,514.72)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,449.45</b>	<b>3,191.66</b>	<b>3,399.19</b>	<b>3,666.92</b>	<b>4,000.13</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,398.61</b>	<b>4,229.89</b>	<b>4,566.40</b>	<b>5,031.71</b>	<b>5,502.53</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	183.19	278.46	292.65	377.80	470.57
折旧摊销	45.12	52.46	63.48	78.65	93.82
财务费用	18.30	20.91	9.66	9.43	9.48
投资损失	(73.40)	(49.22)	(40.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(188.94)	(133.25)	(30.56)	4.55	(63.92)
其它	116.29	66.95	2.69	3.27	3.81
<b>经营活动现金流</b>	<b>100.57</b>	<b>236.32</b>	<b>297.91</b>	<b>423.69</b>	<b>463.76</b>
资本支出	214.67	258.89	342.63	388.40	393.53
长期投资	73.40	62.12	100.00	100.00	100.00
其他	(434.04)	(1,211.43)	(702.63)	(838.40)	(843.53)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(145.98)</b>	<b>(890.42)</b>	<b>(260.00)</b>	<b>(350.00)</b>	<b>(350.00)</b>
债权融资	141.00	99.48	94.75	89.80	96.86
股权融资	(18.40)	1,444.53	(9.66)	(9.43)	(9.48)
其他	(81.05)	(135.04)	(187.27)	(208.09)	(230.97)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>41.55</b>	<b>1,408.96</b>	<b>(102.18)</b>	<b>(127.72)</b>	<b>(143.58)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	35.00	35.00	35.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(3.86)</b>	<b>754.86</b>	<b>(29.27)</b>	<b>(19.02)</b>	<b>5.18</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>589.91</b>	<b>742.01</b>	<b>933.46</b>	<b>1,204.97</b>	<b>1,525.36</b>
营业成本	343.83	435.53	532.41	686.64	869.90
营业税金及附加	7.21	8.39	9.33	12.05	15.25
营业费用	21.62	26.45	30.80	37.35	44.24
管理费用	29.99	39.67	49.91	60.25	68.64
研发费用	31.84	39.42	49.59	60.25	76.27
财务费用	18.40	19.22	9.66	9.43	9.48
资产减值损失	26.74	(0.69)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	1.70	0.00	0.00	0.00
投资净收益	73.40	49.22	75.00	85.00	85.00
其他	(169.20)	(181.27)	(150.00)	(170.00)	(170.00)
<b>营业利润</b>	<b>206.07</b>	<b>304.37</b>	<b>326.75</b>	<b>424.01</b>	<b>526.58</b>
营业外收入	4.75	20.57	11.37	12.23	14.73
营业外支出	6.11	0.99	2.52	3.21	2.24
<b>利润总额</b>	<b>204.71</b>	<b>323.95</b>	<b>335.61</b>	<b>433.03</b>	<b>539.07</b>
所得税	21.52	45.49	40.27	51.96	64.69
<b>净利润</b>	<b>183.19</b>	<b>278.46</b>	<b>295.33</b>	<b>381.07</b>	<b>474.38</b>
少数股东损益	1.87	1.79	2.69	3.27	3.81
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>181.32</b>	<b>276.67</b>	<b>292.65</b>	<b>377.80</b>	<b>470.57</b>
每股收益(元)	0.54	0.83	0.88	1.13	1.41

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.68%	25.78%	25.80%	29.09%	26.59%
营业利润	-0.88%	47.70%	7.35%	29.76%	24.19%
归属于母公司净利润	-2.11%	52.58%	5.78%	29.10%	24.56%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.71%	41.30%	42.96%	43.02%	42.97%
净利率	30.74%	37.29%	31.35%	31.35%	30.85%
ROE	12.76%	8.75%	8.69%	10.40%	11.88%
ROIC	17.40%	21.60%	17.54%	19.61%	20.99%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.57%	24.55%	25.56%	27.12%	27.30%
净负债率	-0.95%	-25.62%	-22.30%	-19.33%	-16.80%
流动比率	1.39	3.82	3.13	2.68	2.53
速动比率	1.08	3.36	2.78	2.32	2.21
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.36	1.82	2.12	2.12	2.12
存货周转率	3.90	3.02	3.16	3.72	4.21
总资产周转率	0.27	0.22	0.21	0.25	0.29
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.54	0.83	0.88	1.13	1.41
每股经营现金流	0.30	0.71	0.89	1.27	1.39
每股净资产	4.26	9.47	10.08	10.88	11.86
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.78	25.41	24.03	18.61	14.94
市净率	4.95	2.22	2.09	1.94	1.78
EV/EBITDA	0.00	15.46	14.03	11.03	9.05
EV/EBIT	0.00	18.31	16.68	13.03	10.64

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com