

新莱应材 (300260)

半导体管阀等核心零部件供应商，双重国产替代前景可观

增持 (首次)

2022年09月26日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004
luoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,054	2,823	3,597	4,472
同比	55%	37%	27%	24%
归属母公司净利润 (百万元)	170	349	531	725
同比	106%	105%	52%	36%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.75	1.54	2.34	3.20
P/E (现价&最新股本摊薄)	112.97	55.03	36.12	26.47

投资要点

■ 半导体管阀等核心零部件供应商，成长提速进入业绩兑现期

公司主营超高洁净应用材料，业务包括食品、医疗器械及半导体三大板块。公司半导体领域产品主要是腔体、管件、阀、泵等核心零部件，应用于真空、气体领域，整体偏上游壁垒较高，下游为半导体设备及晶圆厂海内外头部客户。2021年公司收入/净利润为20.5亿元(同比+55%)/1.7亿元(同比+106%)，高于2016-2021年复合增速33%/69%。全球半导体设备供应链紧缺、零部件国产替代背景下，公司高毛利半导体板块进入放量期，业绩成长提速。

■ 半导体设备零部件为“卡脖子”环节，双重国产替代前景可观

半导体设备核心零部件技术壁垒高，包括前期数年产品研发、精密机加工能力及表面处理等，国内仅极少数供应商布局，国产化率仅个位数，受益半导体设备+零部件双重国产替代空间广阔。2022年公司半导体领域产品全球市场约100亿美金，具有耗材属性，成长天花板足够高：①新增需求：公司零部件约占半导体设备价值量、晶圆厂资本开支分别4%，对应2022年全球市场规模470亿元；②存量替换：阀门等零部件一般使用1-2年需要更换，具有耗材属性，存量替换市场约200亿元，合计全球市场规模约100亿美金，2021年公司半导体板块收入仅5亿元，全球份额仅1%，成长天花板足够高。若公司远期市场份额提升至10%，考虑半导体设备零部件市场以8%复合增速增长，远期公司半导体板块收入有望达百亿元以上。

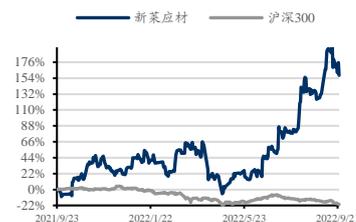
■ 食品及医药板块夯实公司基本盘，进口替代空间足够大

公司食品板块产品主要包括液体奶包材及灌装机，2020年国内液态奶包材市场规模约122亿元，其中利乐、SIG两大外企合计份额达70%。公司是国内少有能提供“包材+设备”一站式服务的厂商，2020年份额仅6%，进口替代空间广阔。在医药板块，公司为制药装备提供高洁净材料，受益于生物制药领域设备需求提升及核心零部件国产替代，公司医药板块有望保持稳定增长。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.5/5.3/7.3亿元，同比增长105.3%/52.3%/36.5%，当前市值对应PE为55/36/26倍。受益国内半导体设备+零部件双重国产替代，公司半导体设备零部件板块进入放量期，分部估值法下给予2023年目标估值58倍，目标市值308亿元，目标价138元，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**半导体设备行业周期波动，盈利能力下滑风险，客户产业链转移风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	84.67
一年最低/最高价	27.90/100.58
市净率(倍)	13.65
流通 A 股市值(百万元)	12,956.35
总市值(百万元)	19,182.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.20
资产负债率(% ,LF)	58.71
总股本(百万股)	226.56
流通 A 股(百万股)	153.02

相关研究

内容目录

1. 高洁净应用材料领先供应商，成长提速进入业绩兑现期	5
1.1. 国内超高洁净材料领先供应商，头部客户资源优质.....	5
1.2. 布局食品、医药、半导体三大下游，产品线可拓展性强.....	7
1.3. 成长提速，利润率上行进入业绩兑现期.....	8
2. 半导体设备零部件为“卡脖子”环节，双重国产替代前景可观	11
2.1. 晶圆厂资本开支处于高水平，产业链有望长期维持较高景气.....	11
2.2. 半导体板块市场约 100 亿美金，具有耗材属性，成长天花板足够高.....	16
2.3. 国产化率仅个位数，核心零部件国产替代为最大亮点.....	17
3. 食品及医药板块夯实公司基本盘，进口替代空间足够大	19
3.1. “包材+设备”一站式服务商，食品板块进口替代空间广阔.....	19
3.2. 绑定国产制药设备龙头，奠定医药板块成长基础.....	21
4. 盈利预测与投资评级	22
5. 风险提示	25

图表目录

图 1:	新莱应材发展历程.....	5
图 2:	公司客户资源优质, 打入海内外头部客户供应体系.....	6
图 3:	家族控股企业, 一致实控人持股比例高达 56% (截至 2022 年 6 月 30 日)	6
图 4:	新莱应材上下游产业链及业务布局.....	7
图 5:	高洁净应用材料产业链全景图.....	8
图 6:	2022 上半年公司营业收入 12.2 亿元, 同比+37%, 延续较高增速.....	8
图 7:	2022 上半年公司归母净利润 1.6 亿元, 同比+130%, 增速大幅领先于营收.....	8
图 8:	2022 上半年公司食品/泛半导体/医药收入占比分别 51%/26%/24%.....	9
图 9:	2022 上半年公司医药/泛半导体板块销售毛利率分别为 41%/35%, 高于食品板块 18%... ..	9
图 10:	公司销售净利率从 2016 年 2.0% 提升至 2022 上半年 13%, 未来有望保持提升.....	9
图 11:	期间费用率的改善主要来源于规模效应释放.....	9
图 12:	公司期间费用刚性, 规模效应明显 (单位: 亿元)	10
图 13:	2021 年公司销售费用中员工薪酬占比达 37%	10
图 14:	2021 年公司管理费用中员工薪酬、折旧摊销合计占 56%.....	10
图 15:	2021 年公司研发费用中员工薪酬、折旧摊销合计占 41%	10
图 16:	2022 年 7 月全球半导体销售额同比+7%.....	11
图 17:	2022 年 7 月中国大陆半导体销售额占比为 32.86%.....	11
图 18:	2022Q2 台积电 HPC、智能手机行业收入占比而分别 43%、38%, 为主要需求终端	12
图 19:	2020Q4 以来汽车电子、HPC、LoT 行业收入环比持续增长.....	12
图 20:	2022Q2 中芯国际智能手机+消费电子行业收入合计占比约 49%.....	12
图 21:	2022Q2 华虹半导体电子消费品行业收入占比 65%	12
图 22:	2022 年 8 月我国新能源汽车销量同比+108%.....	13
图 23:	2022 年 8 月我国新能源汽车产量同比+124%.....	13
图 24:	2022Q1 中芯国际产能利用率达到 100.4%	13
图 25:	2022Q2 华虹半导体产能利用率达到 109.7%	13
图 26:	2022Q2 台积电资本性支出同比+23%.....	14
图 27:	2022Q1 中芯国际资本性支出同比+63%.....	14
图 28:	2022Q1 全球半导体设备销售额同比+5%.....	14
图 29:	2022Q1 中国大陆半导体设备销售额同比+27%.....	14
图 30:	2021 年底中国大陆晶圆产能全球占比仅 16%	15
图 31:	2021 年中国大陆半导体销售额全球占比为 35%.....	15
图 32:	2022 年中国大陆 12 寸晶圆厂扩产空间较大.....	15
图 33:	2022-2026 年中国大陆将再新增 25 座晶圆厂	15
图 34:	2021-2030E 新莱应材半导体板块市场规模及份额测算 (单位: 亿元人民币)	16
图 35:	海内外半导体设备零部件主要供应商.....	17
图 36:	公司食品无菌包装材料及灌装机上下游产业链.....	19
图 37:	国内液态奶无菌包材市场被外资垄断, 2020 年利乐、SIG 合计份额达 72%.....	20
图 38:	2021 年国内液态奶包材市场约 127 亿元, 公司份额仅 8%.....	20
图 39:	对标海外包材龙头利乐, 公司食品板块成长空间广阔.....	21
图 40:	2015-2025E 全球疫苗市场规模由 375 亿美元预计增长至 512 亿美元, CAGR 为 5%	21
图 41:	2015-2020 年中国疫苗合计批签发量由 5.7 亿支增长至 6.5 亿支, CAGR 为 3%.....	21
图 42:	楚天科技、东富龙占公司医药板块营收约 30%.....	22

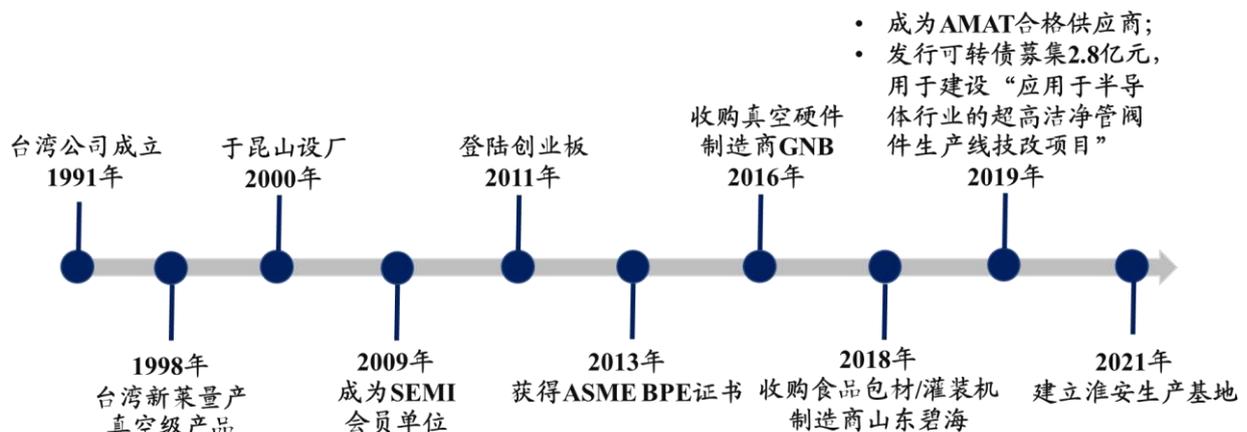
图 43: 下游东富龙、楚天科技增长趋势向好, 奠定公司医药板块成长基础.....	22
表 1: 公司医药、半导体产能释放在即, 产品结构有望进一步优化.....	10
表 2: 公司产品参技术指标已达到海外公司水平, 具有稀缺性.....	18
表 3: 国内食品包装材料及灌装机竞争格局.....	20
表 4: 2018-2024E 新莱应材分业务拆分 (单位: 百万元)	23
表 5: 2021-2024E 新莱应材分部估值下市值空间测算 (单位: 亿元)	24
表 6: 可比公司估值表 (2022/09/25)	25

1. 高洁净应用材料领先供应商，成长提速进入业绩兑现期

1.1. 国内超高洁净材料领先供应商，头部客户资源优质

新莱应材是国内超高洁净材料领先供应商。公司1991年成立于中国台湾，30多年一直专注于超高洁净应用材料领域，最初主要应用于食品安全、生物医药领域。2010年前后，随着泛半导体产业在中国兴起，哦公司逐步进入洁净卫生等级最高的半导体领域。2016年及2018年，公司分别并购美国真空硬件制造商GNB、液态食品包材及灌装机制造商山东碧海，综合实力进一步增强。在半导体领域，公司是国内少数能够提供气体及真空超高洁净材料、打入国内外头部客户体系的供应商，国产替代为长期最大看点。

图1：新莱应材发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

客户资源优质，半导体领域覆盖应用材料、LAM、北方华创、长江存储等海内外头部客户。(1)泛半导体领域，公司是国内外知名半导体设备企业和晶圆厂的合格供应商，包括AMAT、LAM、北方华创、长江存储等，未来有望持续受益行业景气度及零部件国产替代。(2)医药领域，公司与国内前二制药设备商楚天科技和东富龙深度合作近二十年，贡献公司30%左右营收。(3)食品领域，公司与雀巢集团达成深度合作，是三元乳业、完达山乳业的战略合作伙伴。

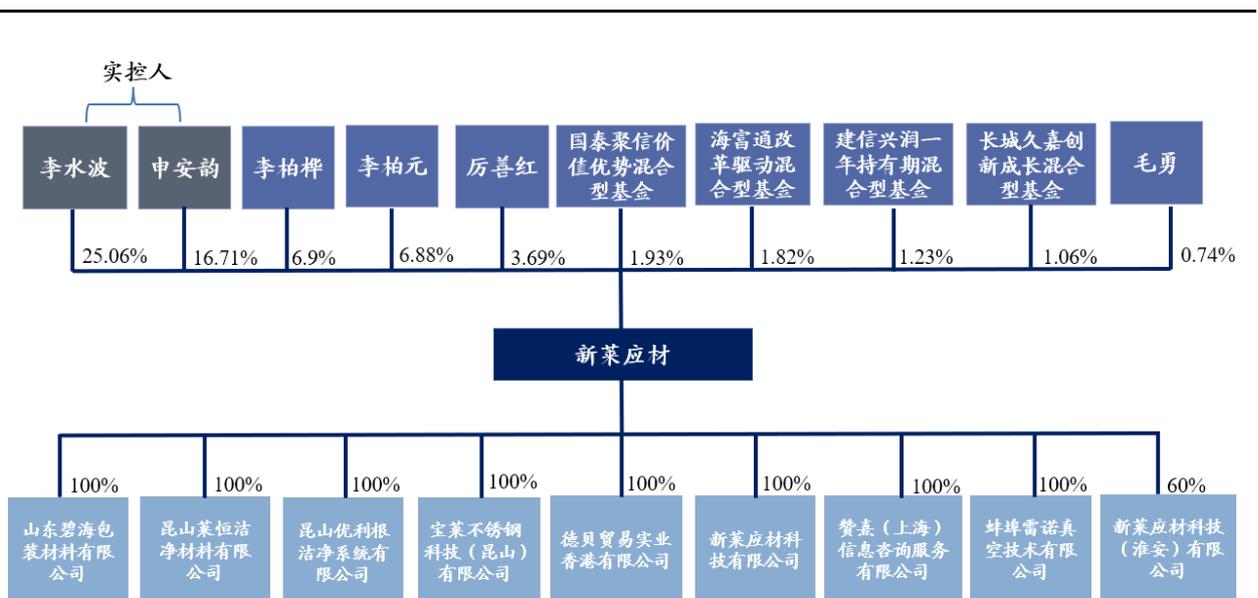
图2: 公司客户资源优质, 打入海内外头部客户供应体系



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

家族控股企业, 实控人持股比例高达 56%。公司实控人为李水波、申安韵夫妇, 李柏桦、李柏元为其子, 四人为一致行动人。截止 2022 年 6 月 30 日, 四人合计持有持股 56%。公司董事长、实控人李水波先自 1984 年起从事机械工作, 在机械设备领域积累了丰富经验, 核心技术均为李水波带领团队自主研发。公司另一大股东厉善红持股 3.69%, 任公司副总经理, 同时也是子公司山东碧海董事长。

图3: 家族控股企业, 一致实控人持股比例高达 56% (截至 2022 年 6 月 30 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

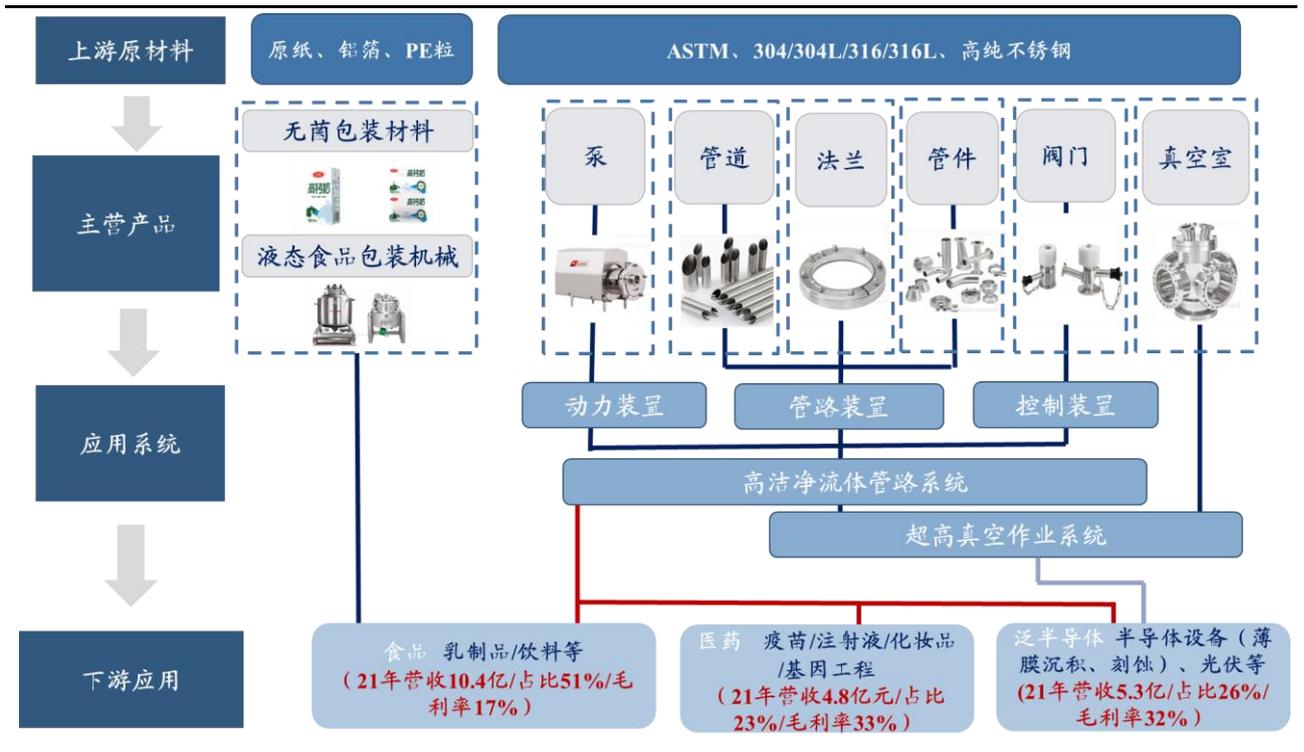
1.2. 布局食品、医药、半导体三大下游，产品线可拓展性强

公司下游覆盖食品液体、生物医药和泛半导体三大板块，兼具消费及成长属性。(1)

食品：公司最大的业务板块，产品主要为乳品、饮料等液态食品的包装材料和灌装机。

(2) 医药：产品主要为泵、阀、管道等适用于高洁净流体管路系统的组件。公司产品主要销往国内前两大制药设备商楚天科技和东富龙。**(3) 泛半导体：**产品主要为半导体领域管、阀、腔体、泵等核心零部件，主要运用于气体、真空系统领域，是国内少数同时通过应用材料和 LAM 认证的零部件供应商。

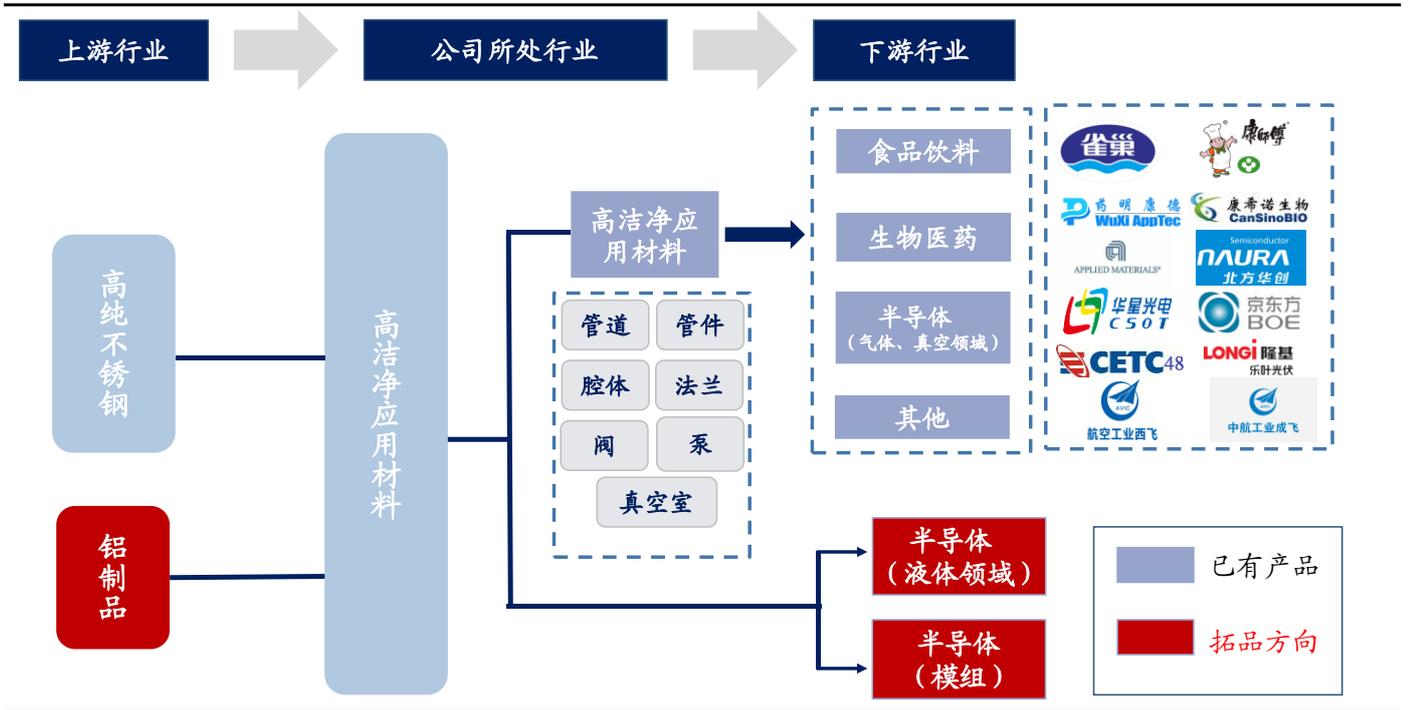
图4：新莱应材上下游产业链及业务布局



数据来源：Wind，东吴证券研究所

高洁净应用材料下游应用广泛，公司产品线可拓展性强。高洁净系统主要应用于气体、液体的运输、储存或反应过程中，下游应用十分广泛，包括食品（乳品、饮料、酒、调味品）、生物医药（血液制品、疫苗、大分子药物、胰岛素）、泛半导体（集成电路、光伏、面板、LED）、航空航天等。公司涉及下游及产品品类仍有较大拓展潜力，如公司目前仅生产以高纯不锈钢为母材的产品，未来可横向拓展至铝制品大类；公司目前半导体领域仅涉及气体产品，而液体产品尚无国内供应商，市场仍是一片蓝海；此外，公司可以由真空室（腔体）、泵、阀、法兰、管道等单品向延伸至模组产品，向下游产业链延伸，提升附加值及客户粘性。

图5: 高洁净应用材料产业链全景图



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所整理

1.3. 成长提速，利润率上行进入业绩兑现期

公司成长性优异，业绩呈现加速趋势。2022 上半年收入、归母净利润分别为 12.2 亿元（同比+37%），1.6 亿元（同比+130%），2016-2021 年复合增速分别为 33%、69%。受益客户拓展和下游高景气，公司收入规模高速扩张。规模效应和产品结构优化驱动下，利润增速领先营收。随着下半年公司淮安生产基地、可转债项目产能逐步投产，全年业绩有望保持高速增长。

图6: 2022 上半年公司营业收入 12.2 亿元，同比+37%，延续较高增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

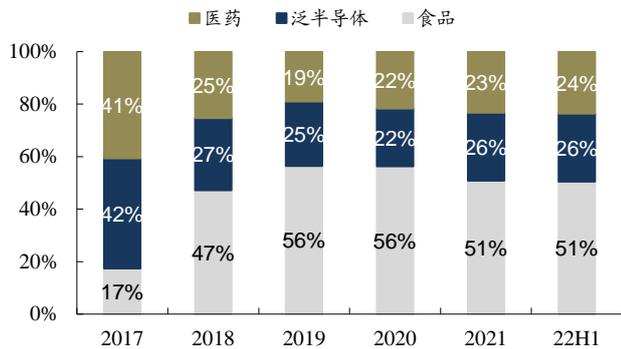
图7: 2022 上半年公司归母净利润 1.6 亿元，同比+130%，增速大幅领先于营收



数据来源：Wind，东吴证券研究所

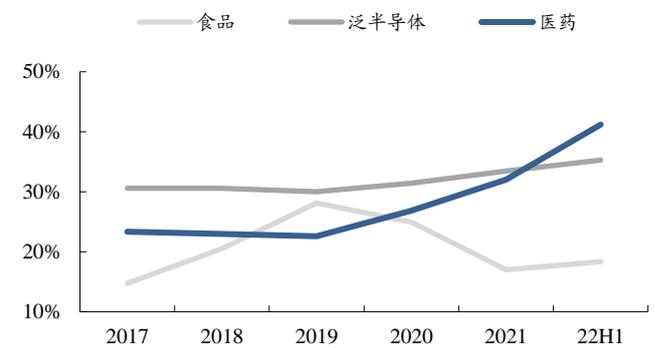
公司盈利能力持续提升，净利率从2016年2.0%提升至2022上半年13%，主要得益于产品结构优化及规模效应。2022上半年公司食品/泛半导体/医药毛利率分别为18%/35%/41%，高毛利泛半导体板块占比同比提升4pct；产品结构优化下公司销售毛利率提升至28%，同比提升3pct。此外，公司期间费用中固定成本占比较高，2021年公司收入同比大幅增长55%，规模效应压缩固定成本，销售净利率提升至8.3%，同比提升2.1pct；2022上半年随规模效应持续释放，公司销售净利率提升至12.8%，同比提升5.2pct。

图8：2022上半年公司食品/泛半导体/医药收入占比分别为51%/26%/24%



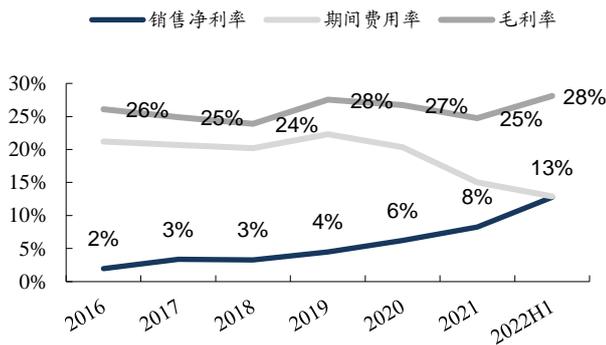
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022上半年公司医药/泛半导体板块销售毛利率分别为41%/35%，高于食品板块18%



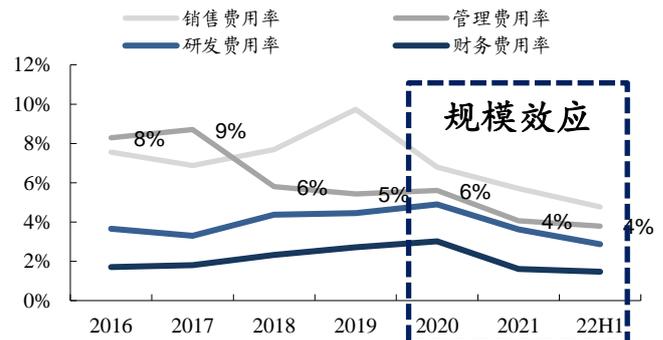
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：公司销售净利率从2016年2.0%提升至2022上半年13%，未来有望保持提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：期间费用率的改善主要来源于规模效应释放



数据来源：Wind，东吴证券研究所

受益产品结构优化及规模效应，未来公司利润率有望维持上行。公司两大在建项目为淮安生产基地、可转债项目，分别投向医药及半导体领域，后续有望逐步建成投产，带动产品结构进一步优化，并强化规模效应。此外，公司固定成本占期间费用比重较高，2021年销售、管理、研发费用中员工薪酬及折旧等固定成本占比分别达37%、56%、

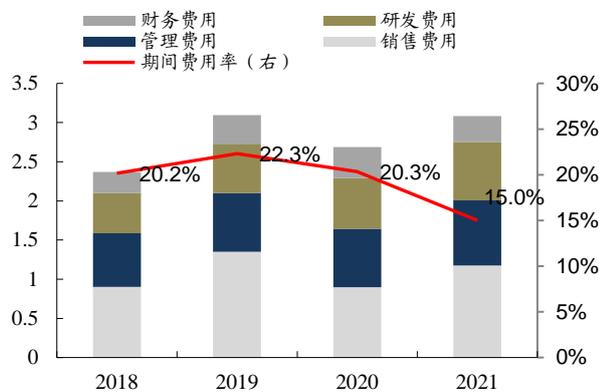
41%，随营收规模扩大固定成本有望被进一步摊薄。

表1: 公司医药、半导体产能释放在即，产品结构有望进一步优化

在建项目	项目投向	总投资额 (亿元)	达产后营收 (亿元/年)	达产后净利润 (亿元/年)	净利率
超高洁净及超高纯管路系统项目 (淮安生产基地)	一期主要投向 生物医药	8	15	-	-
应用于半导体行业超高洁净管阀件生产线技改项目 (可转债项目)	半导体 (产品主要包括 UHP 无缝管道、UHP 无缝管件、UHP 气体接头、UHP 气体阀四大类)	3.6	2.9	0.56	19%

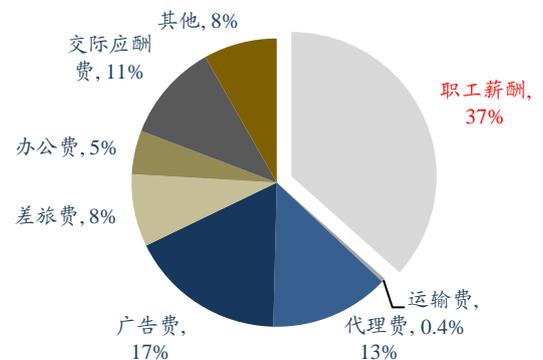
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12: 公司期间费用刚性，规模效应明显 (单位: 亿元)



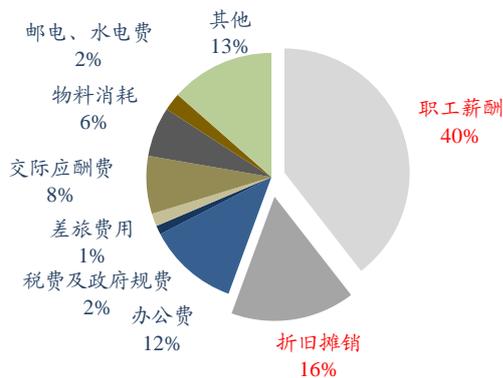
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13: 2021 年公司销售费用中员工薪酬占比达 37%



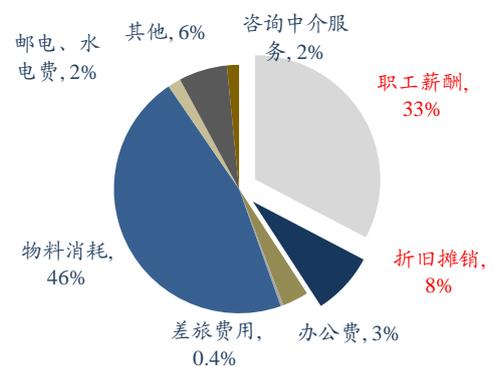
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14: 2021 年公司管理费用中员工薪酬、折旧摊销合计占 56%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15: 2021 年公司研发费用中员工薪酬、折旧摊销合计占 41%



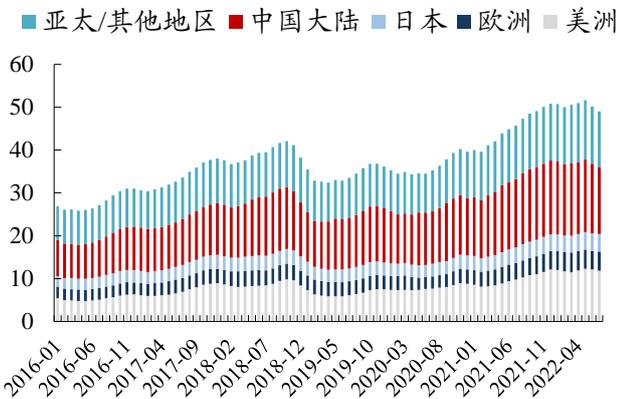
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 半导体设备零部件为“卡脖子”环节，双重国产替代前景可观

2.1. 晶圆厂资本开支处于高水平，产业链有望长期维持较高景气

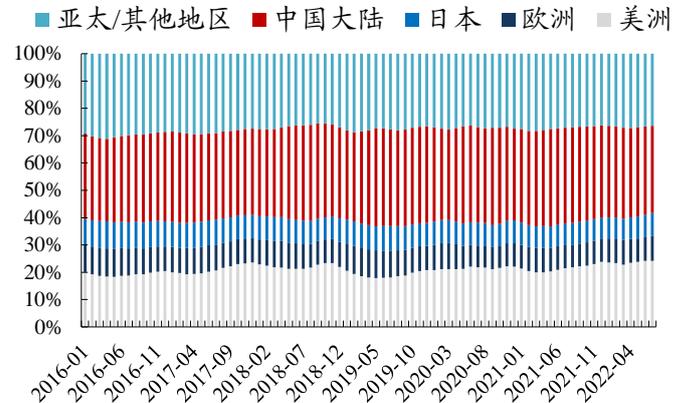
受益新能源汽车、HPC、IoT 等行业需求旺盛，全球半导体行业需求仍处于快速增长阶段。1) 全球范围内来看：2022 年 1-7 月全球半导体销售额累计为 3531 亿美元，同比+19%；2022 年 7 月半导体销售额为 409 亿美元，同比+7%，持续稳定增长，景气度依旧较高。2) 对于本土市场：2022 年 1-7 月半导体销售额累计为 1160 亿美元，同比+12%，其中 1-7 月分别同比+24%、+22%、+17%、+13%、+8%、+3%和-2%，增速逐月下滑，我们判断主要系疫情导致消费电子市场需求持续疲软所致。

图16: 2022 年 7 月全球半导体销售额同比+7%



数据来源: SIA, 东吴证券研究所 (单位: 十亿美元)

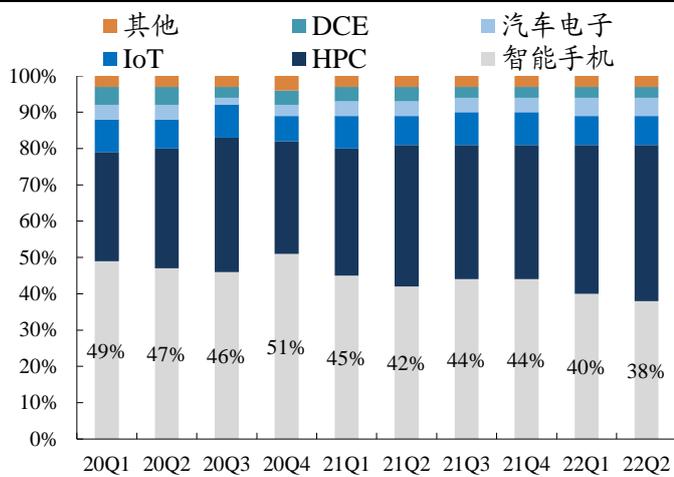
图17: 2022 年 7 月中国大陆半导体销售额占比为 32.86%



数据来源: SIA, 东吴证券研究所

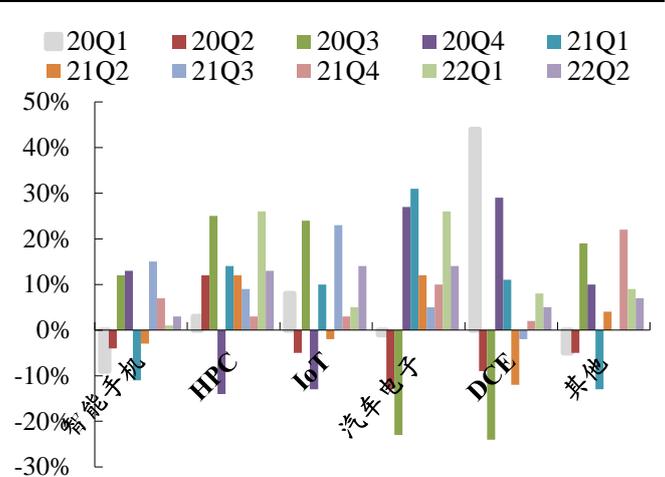
全球范围内来看，智能手机、HPC 领域仍为半导体行业主要需求终端，汽车电子行业、HPC、LoT 等需求正在持续快速放量。微观层面来看，若以台积电收入构成为指引：1) 2022Q2 台积电对智能手机、HPC (High Performance Computing 高性能计算：包含 CPU、GPU 等) 行业的收入占比分别为 43%和 38%，构成收入主体，仍是半导体行业主要需求来源。2) 2022Q2 汽车电子占台积电行业收入比例约为 5%，2020Q4 以来收入持续增长，2020Q4-2022Q2 环比增速分别为+27%、+31%、+12%、+5%、+10%、+26%和+14%，市场需求持续旺盛，已经成为半导体行业增长重要驱动力。

图18: 2022Q2 台积电 HPC、智能手机行业收入占比而分别 43%、38%，为主要需求终端



数据来源: 台积电公告, 东吴证券研究所

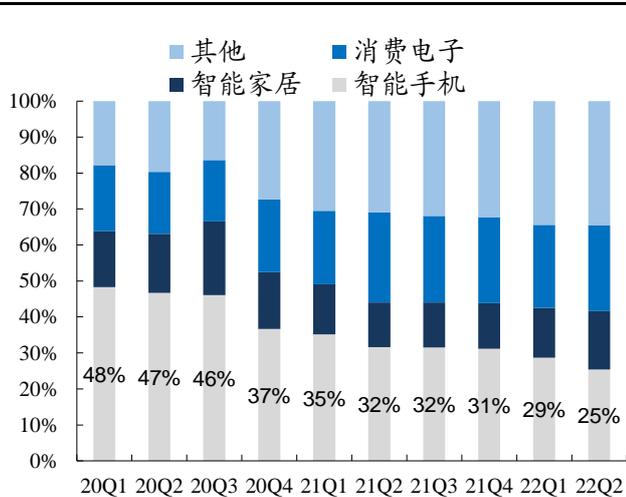
图19: 2020Q4 以来汽车电子、HPC、IoT 行业收入环比持续增长



数据来源: 台积电公告, 东吴证券研究所 (注: 纵轴为“QoQ”收入环比增速)

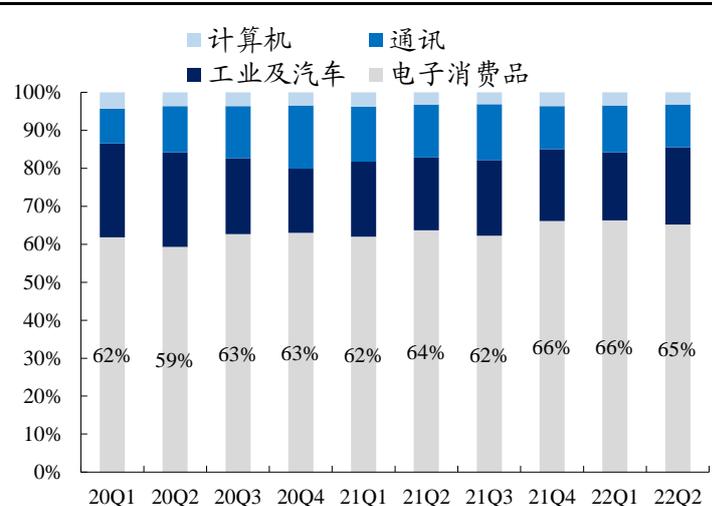
对于中国大陆晶圆厂而言, 消费电子行业仍为主要收入来源, 新能源汽车成为本土半导体行业需求持续的新动力。2022Q2 中芯国际、华虹半导体对智能手机行业收入占比分别为 49%、65%。新能源汽车需求旺盛, 已成为本土半导体行业增长新动力。2022 年 8 月我国新能源汽车销量、产量分别为 66.6 和 69.1 万辆, 分别同比+108%和+124%; 2022 年 1-8 月累计销量、产量分别为 385 和 396 万辆, 分别同比+116%和+119%, 需求依旧旺盛, 对半导体需求持续大幅提升, 成为半导体行业持续增长的重要驱动力。

图20: 2022Q2 中芯国际智能手机+消费电子行业收入合计占比约 49%



数据来源: 中芯国际公告, 东吴证券研究所

图21: 2022Q2 华虹半导体电子消费品行业收入占比 65%



数据来源: 华虹半导体公告, 东吴证券研究所

图22: 2022年8月我国新能源汽车销量同比+108%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

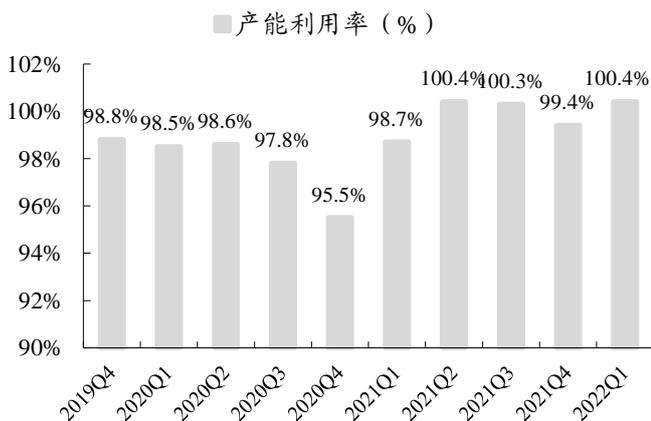
图23: 2022年8月我国新能源汽车产量同比+124%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

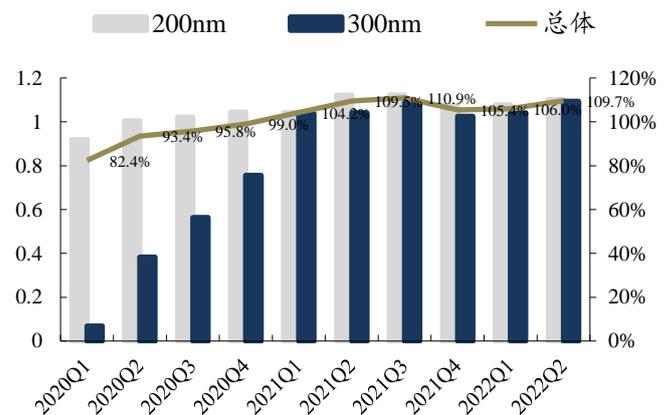
受益于新能源汽车、HPC、LoT 等下游旺盛需求，全球晶圆产能供不应求，中国大陆晶圆厂产能利用率超 100%。1) 中芯国际: 2022Q1 产能利用率达到 100.4%，同比+1.7pct，环比+1.0pct; 2) 华虹半导体: 2022Q2 产能利用率达到 109.7%，同比+0.2pct，环比+3.7pct; 其中 12 英寸和 8 英寸产能利用率分别为 109.3%和 110.0%，分别同比+5.2pct、-2.1pct，分别环比+5.4pct、+2.3pct。由此可见，晶圆产能东移背景下，中国大陆晶圆厂产能普遍吃紧，扩产动力依旧较为充足。

图24: 2022Q1 中芯国际产能利用率达到 100.4%



数据来源: 中芯国际公告, 东吴证券研究所

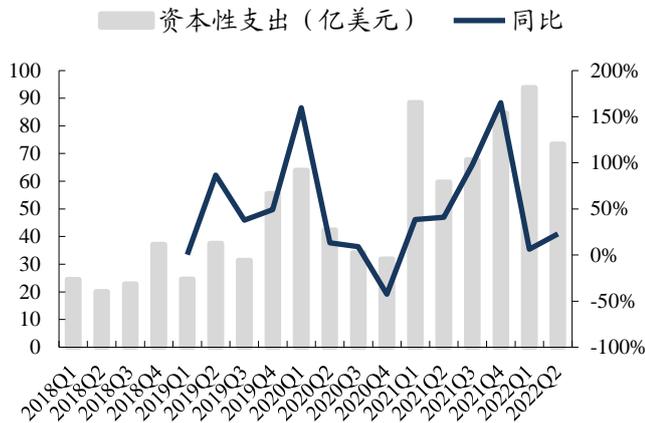
图25: 2022Q2 华虹半导体产能利用率达到 109.7%



数据来源: 华虹半导体公告, 东吴证券研究所

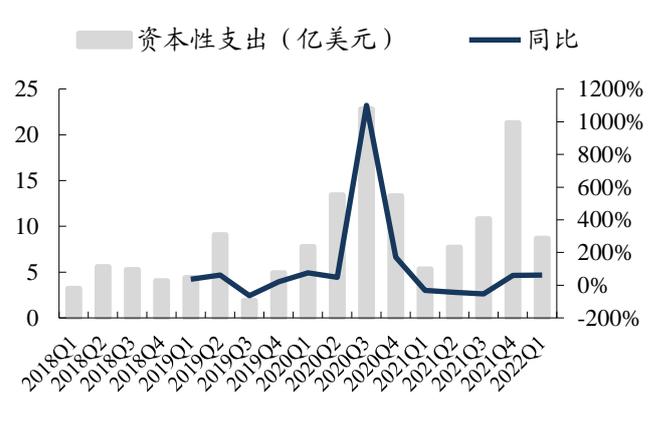
在半导体行业需求景气度较高，晶圆产能吃紧的背景下，下游资本开支仍处于高位。具体来看：1) 台积电：2022Q2 资本性支出达到 73.4 亿美元，同比+23%；2022 年全年资本开支预计为 400-440 亿美元，同比+33%-+46%；2) 中芯国际：2022Q1 资本性支出达到 8.69 亿美元，同比+63%。

图26: 2022Q2 台积电资本性支出同比+23%



数据来源：台积电公告，东吴证券研究所

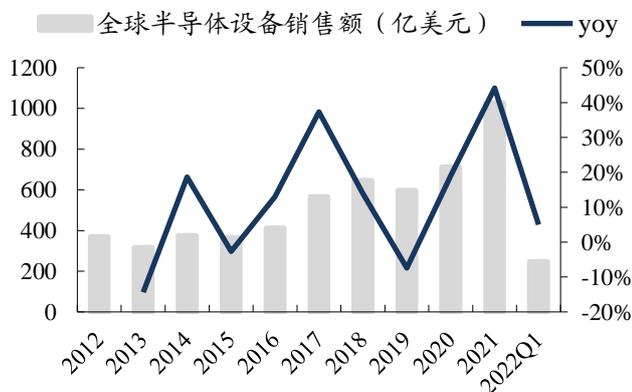
图27: 2022Q1 中芯国际资本性支出同比+63%



数据来源：中芯国际公告，东吴证券研究所

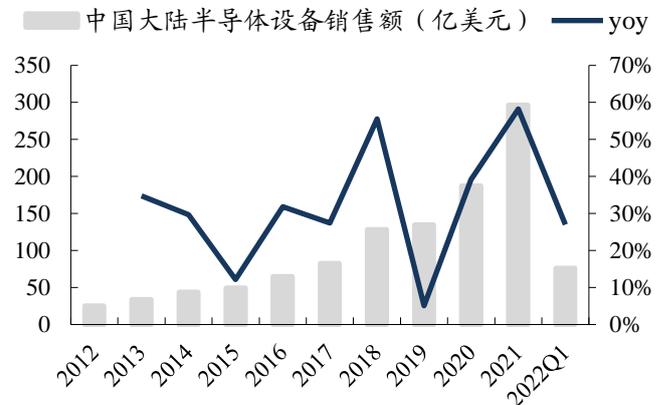
下游半导体企业持续性高资本开支拉动设备需求，未来半导体产业链维持较高景气度。①从行业增速来看，2021 年全球&中国大陆半导体设备销售额分别为 1026 和 296 亿美元，2012-2021 年 CAGR 分别为 12%和 32%；2022Q1 中国大陆半导体设备销售额达到 75.7 亿美元，同比+27%，延续高速增长，明显高于全球增速 5%；②从全球占比来看，2012 年中国大陆半导体设备销售额全球占比仅为 7%，2022Q1 年快速上升至 30.6%。2021 年全球半导体设备销售额达历史最高点，中国大陆半导体产业重心趋势愈发凸显。

图28: 2022Q1 全球半导体设备销售额同比+5%



数据来源：SEMI，东吴证券研究所

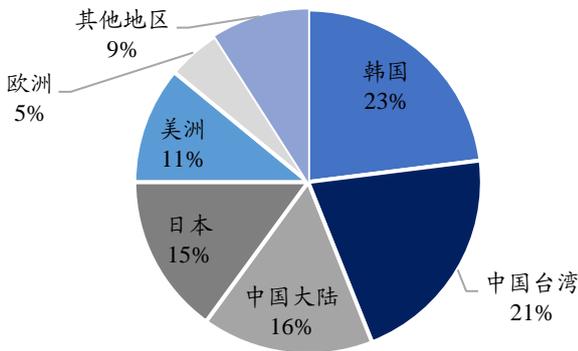
图29: 2022Q1 中国大陆半导体设备销售额同比+27%



数据来源：SEMI，东吴证券研究所

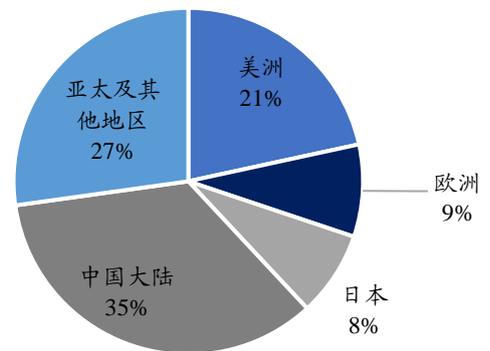
全球半导体产业已处于第三轮转移周期，中国大陆正承接中国台湾、韩国成为全球晶圆新增产能中心。据 SEMI 数据，2021-2022 年全球新增晶圆厂 29 座中，中国大陆新增 8 座，占比达到 27.59%。然而，中国大陆市场晶圆产能缺口依旧较大，2021 年底晶圆全球产能占比仅为 16%，远低于半导体销售额全球占比（2021 年约 35%）。在政策支持&IC 设计加速崛起驱动下，晶圆产能东移将是全球半导体产业长期发展趋势。

图30: 2021 年底中国大陆晶圆产能全球占比仅 16%



数据来源: Knometa Research, 东吴证券研究所

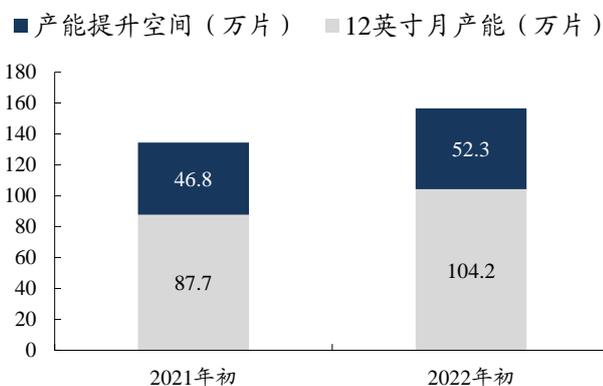
图31: 2021 年中国大陆半导体销售额全球占比为 35%



数据来源: SIA, 东吴证券研究所

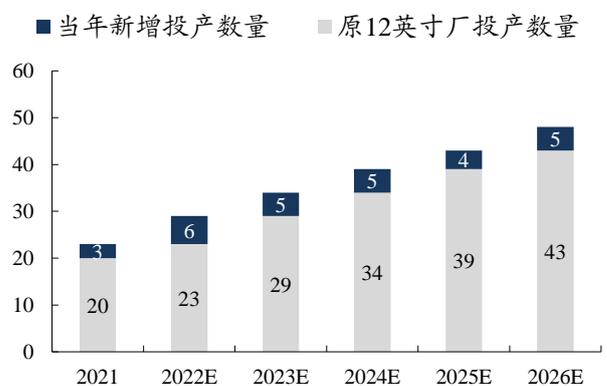
具体来看，根据集微咨询统计，2022 年初中国大陆共有 23 座 12 英寸晶圆厂投入生产，总计月产能约为 104.2 万片，与总规划月产能 156.5 万片相比，产能装载率仅达到 66.58%，仍有较大扩产空间。同时，集微咨询预计中国大陆未来 5 年（2022 年-2026 年）还将新增 25 座 12 英寸晶圆厂，总规划月产能将超过 160 万片。由此可见，在全球晶圆产能东移持续推进背景下，本土上游零部件供应商迎来黄金发展期。

图32: 2022 年中国大陆 12 寸晶圆厂扩产空间较大



数据来源: 集微咨询, 东吴证券研究所

图33: 2022-2026 年中国大陆将再新增 25 座晶圆厂



数据来源: 集微咨询, 东吴证券研究所 (单位: 座)

2.2. 半导体板块市场约 100 亿美金，具有耗材属性，成长天花板足够高

公司半导体业务全球市场约 100 亿美金，具有耗材属性，公司成长天花板足够高。据公司公告，公司的半导体产品（气体、真空系统使用的高洁净材料）约占半导体设备采购成本的 5%-10%（约占设备价值量 2.5%-5%），占晶圆厂资本开支的 3%-5%，取中值分别占半导体设备价值量、晶圆代工厂资本开支 4%，按此测算，2022 年公司半导体产品市场规模达 470 亿元。此外，公司阀门具有耗材属性，一般使用 1-2 年需要更换，按后市场占总市场 1/3，对应更新替换市场需求为 200 亿元左右，合计全球市场规模约 100 亿美金。2021 年公司半导体板块收入仅 5 亿元，全球份额仅 1%，若公司远期市场份额提升至 10%，考虑半导体设备零部件市场以 8%复合增速增长，远期公司半导体板块收入有望达百亿元以上。

图34：2021-2030E 新莱应材半导体板块市场规模及份额测算（单位：亿元人民币）

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
半导体 洁净材 料市场 规模	1、全球半导体设备销售额	3884	4627	6672	7410	7632	7861	8097	13337
	同比增速 / 年复合增速 (2021-2030)	-7%	19%	44%	11%	3%	3%	3%	8%
	其中：中国大陆	874	1217	1925	2223	2480	2751	2834	4668
	洁净材料占半导体设备价值 量	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
	半导体设备洁净材料市场①	155	185	267	296	305	314	324	533
	2、全球主要晶圆代工厂资本 开支	1703	2425	3445	4332	4462	4595	4733	6887
	同比增速 / 年复合增速 (2021-2030)		42%	42%	26%	3%	3%	3%	8%
	其中：中国大陆	221	339	517	693	803	919	947	1377
	洁净材料占晶圆厂资本开支	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
	晶圆厂洁净材料市场②	68	97	138	173	178	184	189	275
	3、存量替换市场③	112	141	202	235	242	249	257	404
	全球半导体洁净材料市场合 计 ①+②+③	335	423	607	704	726	747	770	1213
	-按地区：①中国大陆	55	78	120	144	163	182	189	311
	-按地区：②海外	280	345	487	560	562	566	581	903
公司半 导体 高洁净 应用材 料业务	公司电子洁净类产品营收	3	3	5	9	14	19	26	118
	YOY	6%	-15%	83%	70%	50%	40%	38%	35%
	-其中：国内收入	1	1	2	4	7	11	17	88
	海外收入	2	2	3	5	7	8	9	29
	公司份额	1%	1%	1%	1%	2%	3%	3%	10%
	-其中：国内份额	1.9%	1.5%	1.8%	2.5%	4.2%	6.3%	9.0%	28.4%
海外份额	0.9%	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%	1.3%	1.6%	3.3%	

数据来源：SEMI, IC Insights, Wind, 东吴证券研究所测算

2.3. 国产化率仅个位数，核心零部件国产替代为最大亮点

半导体设备零部件为“卡脖子”环节，技术壁垒高，国产替代成最大亮点。半导体制程使用的气体通常具有毒性和腐蚀性，因此气体系统使用的管件、阀门、腔体等部件都要具备高密闭性和强耐腐蚀性，技术难度高。国内半导体气体系统与真空系统市场长期由外资主导，包括世伟洛克、富士金、VAT、KUZE（久世）、派克汉尼汾等。根据我们产业链调研，国内半导体气体与真空系统零部件市场日本厂商份额约70%，美国厂商份额约20%，国产化率仅个位数。

图35：海内外半导体设备零部件主要供应商

公司类型	国内市场主要参与者	企业商标	总部所在地	成立时间	企业主营介绍	主要产品	主要产品图示	应用	2021年		
									营业收入 (亿元人民币)	毛利率	净利率
外资	久世		日本	1939	生产不锈钢管、管件和波纹管。主要应用于食品、生物医药和电子洁净等领域	管件		气体系统	24.2	21%	-6%
	派克汉尼汾		美国	1938	全球运动和控制领域最大、产品种类最完备的公司，是唯一一家为客户提供液压、气动和机电一体化运动控制方案的制造商	活塞密封件		气体&真空系统	950.5	27%	11%
	VAT		瑞典	1964	全球领先的高真空解决方案开发商、制造商和供应商，提供真空阀门、模组、波纹管、半导体及真空镀膜行业的相关服务	真空阀		真空系统	63.6	60%	24%
	威莱克		美国	1976	TFT/LCD和太阳能行业中国使用的超高纯度工艺组件的领先制造商	管件		气体系统			
	富士金		日本	1930	世界第三大生产精密阀门的厂家，在特殊阀门及超精密流量控制系统领域跻身于全球领先制造商行列	阀门		气体系统			
	世伟洛克		美国	1947	石油天然气、石油化工、半导体、交通和电力行业流体系统产品、组件、服务和培训方面的领先开发商和供应商	阀门等		气体系统			
内资	新莱应材		中国	2000	超高洁净设备关键部件的专业供应商，国内唯一一家可以应用于气体系统的半导体设备零部件制造厂商	管件、腔体、阀门等		气体&真空系统	5.3亿元	33%	-
	华亚智能		中国	1998	半导体设备精密结构件领先供应商，已切入LAM、AMAT、中微等龙头设备商供应体系	结构件		-	5.3亿元	39%	21%
	江丰电子		中国	2005	主要产品为各种高纯溅射靶材，超高纯金属及溅射靶材是生产超大规模集成电路的关键材料之一，公司产品已应用于世界著名半导体厂商的最先端制造工艺	靶材		真空系统	15.9亿元	26%	6%
	富创精密		中国	2008	公司是国内半导体设备精密零部件领军企业，也是全球少数能够量产应用于7纳米工艺制程半导体设备的精密零部件制造商。	腔体		真空系统	8.4亿元	32%	14%

数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所整理（注：新莱应材为半导体板块数据）

技术壁垒高，产品参数与海外公司平齐，具有稀缺性。公司质地优异，半导体板块技术壁垒高，包括前期数年产品研发、精密机加工能力及表面处理等，国内仅极少数供应商突破，国产化率仅个位数，国产替代空间广阔。从产品参数上看，公司超高洁净管阀件产品的工艺技术水平已与海外龙头平齐，核心零部件国产替代为未来最大亮点。

表2: 公司产品参技术指标已达到海外公司水平, 具有稀缺性

(I) UHP 无缝管道、UHP 无缝管件主要工艺技术水平对比			
项目	规范要求	威莱克	新莱应材
材料	316L、316LVIM/VAR	√	√
标准依据	ASTM A269,A632&JIS:G3459	√	√
内表面电解抛光	7.10μin Ra	√	√
测试与检验	表面粗糙度	√	√
	氮气测漏	√	√
	扫描电镜 (SEM)	√	√
	俄歇电子显微镜 (AES)	√	√
	化学分析电子光谱 (ESCA 或 XPS)	√	√
	颗粒检测	√	√
	水分检测	√	√
	电化学-腐蚀检测		√
	金属表面污染 (ICP-MS)		√
	燃类表面污染 (GC-MS&FTIR)		√
(II) UHP 气体阀门 (以调压阀为例) 主要工艺技术水平对比			
项目	规范要求	派克汉尼汾	新莱应材
膜片形式	紧固膜片	√	√
膜片材料	哈氏合金 C-22®	√	√
表面粗糙度	10 μininch	√	√
进气压力	3500 psig	√	√
出气压力	1 to 150 psig	√	√
设计验证压力	150% of 操作压力	√	√
工作温度	-40° to +150°F (-40° to +71°C)	√	√
(III) UHP 系列产品电解抛光工艺技术水平对比:			
参数	测试方法	世伟洛克	新莱应材
铬铁比	基于 SEMI F60 的电子光谱	Ratio≥2.0	Ratio≥2.0
氧化铬氧化铁比率	基于 SEMI F60 的电子光谱	Ratio≥2.0	Ratio≥2.0
氧化层厚度	基于半导体 F72 标准的俄歇电子能谱 (AES)	≥15Å	≥20Å
表面缺陷分析	基于 SEMIF73 标准的扫描电镜	最多 40 个缺陷, 超过 5 个样品区域	最多 40 个缺陷, 超过 5 个样品区域
外观	成品部件使用额外的亮光目视检查	所有部件将高度反射, 一致粗糙度、统一且有光泽的表面	所有部件将高度反射, 一致粗糙度、统一且有光泽的表面

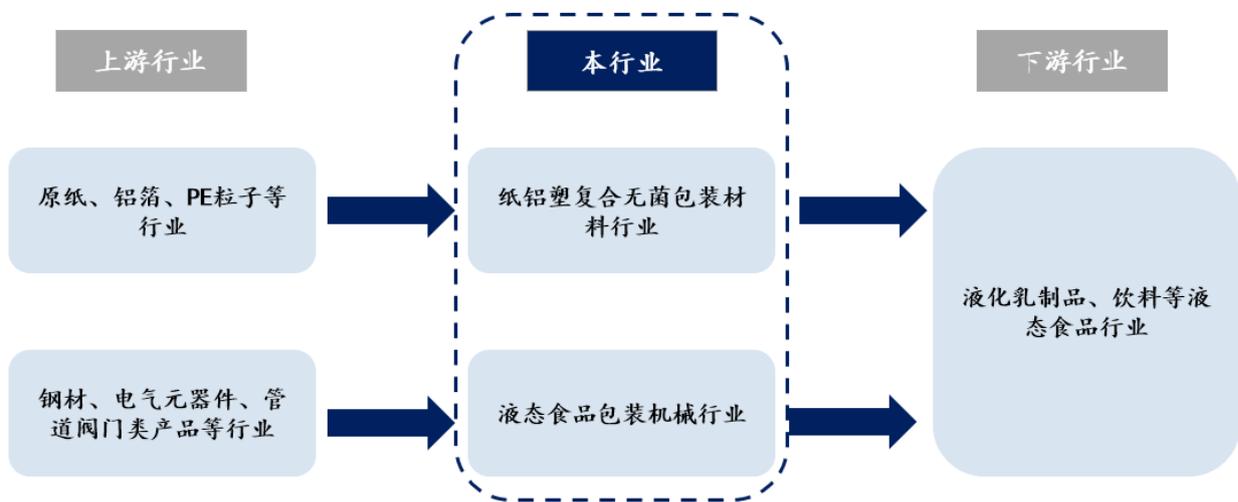
数据来源: 新莱应材可转债募集说明书, 东吴证券研究所

3. 食品及医药板块夯实公司基本盘，进口替代空间足够大

3.1. “包材+设备”一站式服务商，食品板块进口替代空间广阔

公司食品板块业务包括无菌包材和灌装机，下游主要为液态奶市场。公司食品板块产品包括无菌包材和灌装机等配套设备，主要应用于液体乳制品。自 2018 年收购山东碧海，2021 年食品板块收入占比达 51%，目前为公司最大业务板块。受益于一二线客户拓展，公司食品板块业绩稳定增长，2021 年实现营业收入 10.4 亿元，同比+40.2%，2018-2021 年 CAGR 达 20.5%。

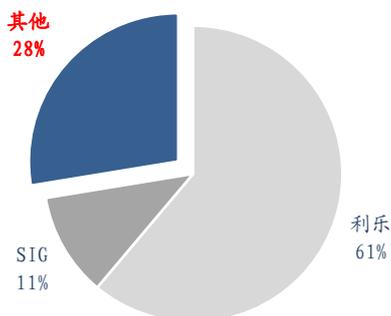
图36: 公司食品无菌包装材料及灌装机上下游产业链



数据来源：新莱应材招股书，东吴证券研究所

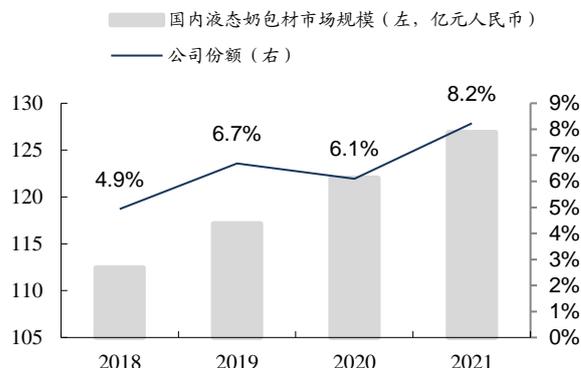
国内液态奶包材市场规模超 100 亿元，新莱应材国内份额仅 8%，远低于外资龙头 70%以上份额，进口替代空间广阔。国产厂商起步较晚，国内液态奶无菌包材市场长期被外资垄断。根据新巨丰招股书，2020 年利乐公司占国内液态奶无菌包材销量份额 61.1%，SIG 占 11.3%，两大外企合计占比 70%以上。2020 年利乐全球收入 108 亿欧元，其中液态奶收入占比 65%，中国区收入占比约为 15%，按照新巨丰披露利乐在国内液态奶包材份额 61%，我们测算 2020 年国内液态奶包材市场规模为 122 亿元人民币。按照过去十年液态奶产量复合增速 4%，国内液态奶市场与液态奶产量同步增长测算，我们预计 2021 年公司国内液态奶包材份额仅 8%，进口替代空间足够大。

图37: 国内液态奶无菌包材市场被外资垄断, 2020 年利乐、SIG 合计份额达 72%



数据来源: 新巨丰招股书, 东吴证券研究所

图38: 2021 年国内液态奶包材市场约 127 亿元, 公司份额仅 8%



数据来源: Bloomberg, 新巨丰招股书, 东吴证券研究所测算

公司为国内少有的液态食品“包材+设备”一站式解决方案提供商, 竞争力突出。食品设备相对包材技术难度更大, 公司自 2008 年起为利乐公司做食品设备代工, 基础扎实, 为国内少有的能够同时生产液态食品无菌包材和灌装机的企业之一。通过为客户提供从牧场奶源到灌装、装箱出售的整套设备和所需材料, 公司综合服务实力凸显, 有助于份额持续提升。

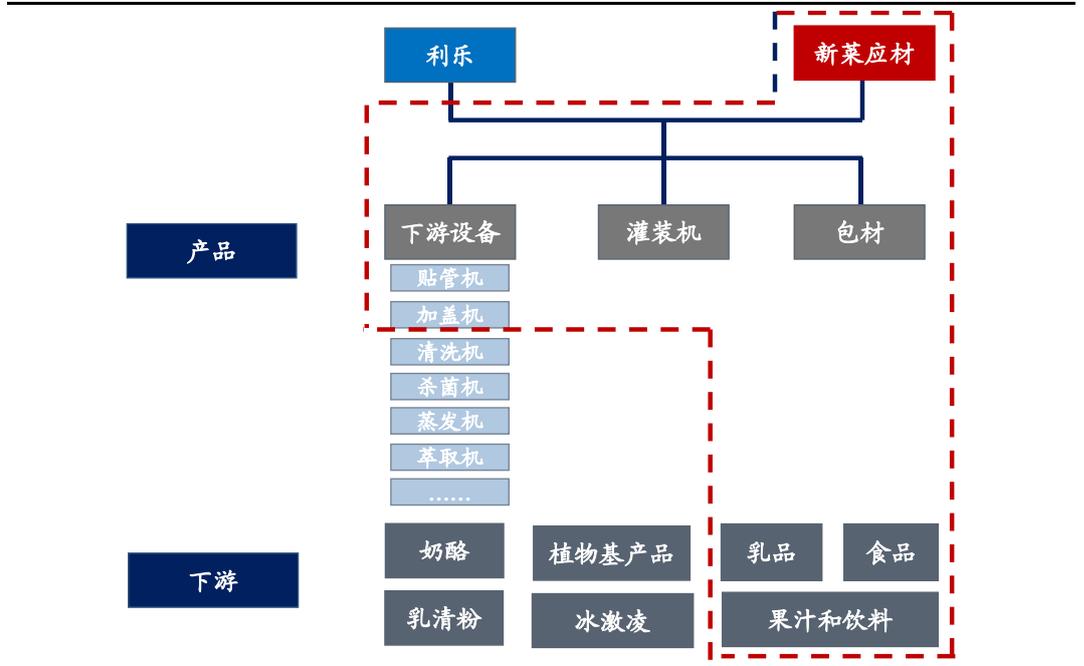
表3: 国内食品包装材料及灌装机竞争格局

企业	商标	成立时间	总部	主营业务简介	2021 年营业收入 (亿元人民币)	2021 年毛利率	2021 年净利率
利乐		1951	瑞士	全球最大的辊型无菌包装和辊型送料灌装机供应商, 覆盖全球 170 多个国家和地区	784		
SIG		1853	瑞士	世界第二大无菌包装生产商, 市场覆盖超过 60 多个国家	144	23.5%	11.8%
纷美包装		2001	中国	专向乳制品及非碳酸乳饮料生产商提供无菌包装	35	20.1%	8.1%
新巨丰		2007	中国	主营液态奶及非碳酸饮料无菌包材	12	27.3%	12.7%
新莱应材		1991	中国	主营用于牛奶及果汁等液态食品的纸铝塑复合无菌包装材料、灌装机械及相关配套设备	10	17.0%	-
普丽盛		2007	中国	主营灌装机、前处理系列设备和纸铝复合无菌包材	7	20.9%	-1.9%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

对标利乐收入体量及业务范围，公司食品板块成长空间广阔。海外包材龙头利乐产品包括无菌包材和包装配套设备，下游包括乳品、饮料、冰淇淋、奶酪、食品和蔬菜及宠物食品，2021 年实现营收 778 亿人民币，而同期新莱应材食品板块收入仅 10 亿元，下游仅为乳制品，对标利乐，公司食品板块成长空间广阔。

图39: 对标海外包材龙头利乐，公司食品板块成长空间广阔

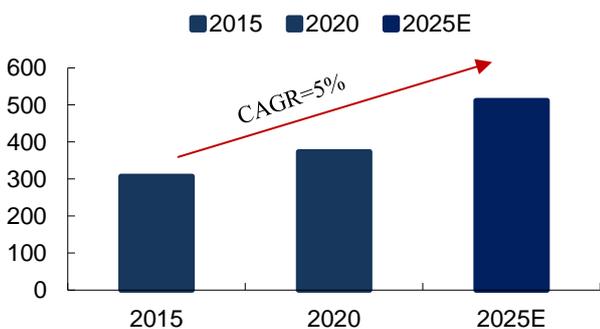


数据来源：利乐官网，山东碧海官网、东吴证券研究所整理

3.2. 绑定国产制药设备龙头，奠定医药板块成长基础

海内外疫苗厂商扩产提速，生物制药领域设备需求持续提升。在新冠疫情的催化下，海内外疫苗市场需求大幅提升。根据 Kalorama Information 预计，全球疫苗市场规模将由 2020 年的 375 亿美元提升至 2025 年的 512 亿美元，CAGR 达 6.5%。国内市场方面，2020 年疫苗合计批签发 6.5 亿支，同比增长 15.0%。随着全球疫苗渗透率提升，疫苗市场有望维持较高增速，制药设备厂迎新发展机遇，利好上游零部件生产商。

图40: 2015-2025E 全球疫苗市场规模由 375 亿美元预计增长至 512 亿美元，CAGR 为 5%



数据来源：Kalorama Information，东吴证券研究所

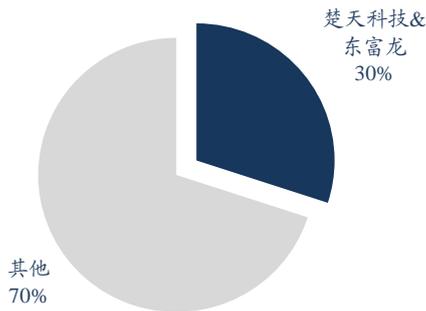
图41: 2015-2020 年中国疫苗合计批签发量由 5.7 亿支增长至 6.5 亿支，CAGR 为 3%



数据来源：中检所，东吴证券研究所

绑定国产制药设备龙头，奠定公司医药板块成长基础。公司医药类零部件产品主要应用于制药装备，包括管道、管件和阀等，主供东富龙和楚天科技两大制药装备龙头，合计贡献收入 30%左右。公司医药板块增速与下游大客户高度相关，根据 Wind 一致预测，2022-2024 年两大客户收入复合增速分别 27%、20%，奠定公司医药板块业绩增长基础。

图42: 楚天科技、东富龙占公司医药板块营收约 30%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图43: 下游东富龙、楚天科技增长趋势向好, 奠定公司医药板块成长基础



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 2022-2024 年为 Wind 一致预测)

4. 盈利预测与投资评级

核心假设与盈利预测:

1) 电子洁净: 我们测算 2022 年半导体管阀全球市场规模近 100 亿美金, 同期公司半导体板块收入仅 5 亿元人民币, 份额仅 1%, 其中国内市场、海外市场分别 2%、1%。考虑到公司半导体产品已切入海内外头部客户, 竞争格局较好, 有望持续受益半导体设备高景气和零部件国产替代; 可转债项目预计于 2023 年达产, 达产后泛半导体板块产能达 15 亿, 我们预计电子洁净板块业绩将维持高速增长。且随规模效应释放, 毛利率维持较高水平。综合以上分析, 我们预计 2022-2024 年公司电子洁净板块营收增速分别为 70%/50%/40%, 毛利率分别为 37%/40%/40%。

2) 食品: 2021 年公司国内液态奶包材份额仅 8%, 远低于外资龙头 70%以上份额, 进口替代空间足够大。受原纸、铝箔、PE 粒子等价格上涨影响, 2021 年食品板块毛利率回落至 2018 年以来最低位。考虑到公司新一二线大客户拓展持续, 原材料价格回落, 板块收入规模和毛利率有望稳定提升。综合以上分析, 我们预计 2022-2024 年公司食品板块收入增速为 20%/15%/12%; 毛利率分别为 18%/19%/21%。

3) 医药: 疫情催化下, 海内外疫苗产业链持续高景气, 制药设备需求提升。考虑到

公司配套国内两大制药设备企业龙头，医药板块订单有望维持稳定增长；淮安子公司扩产释放产能，我们预计 2022-2024 年医药板块营收增速分别为 40%/20%/20%；规模效应驱动下，毛利率稳定于 34%。

表4：2018-2024E 新莱应材分业务拆分（单位：百万元）

新莱应材-分业务拆分 单位：百万元【东吴机械】	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
1、电子洁净	322	341	291	532	905	1357	1900
YOY	20.2%	5.8%	-14.7%	83%	70%	50%	40%
毛利率	30.6%	30.0%	31.4%	33.5%	37.0%	40.0%	40.0%
收入占比	27%	25%	22%	26%	32%	38%	42%
2、食品类	555	783	744	1044	1253	1441	1614
YOY	399.8%	41.1%	-4.9%	40%	20%	15%	12%
毛利率	20.5%	28.1%	24.9%	17.0%	18.0%	19.0%	21.0%
收入占比	47%	56%	56%	51%	44%	40%	36%
3、医药类	298	263	286	476	666	799	959
YOY	15.1%	-11.6%	8.5%	67%	40%	20%	20%
毛利率	23.0%	22.6%	26.9%	32.0%	34.0%	34.0%	34.0%
收入占比	25%	19%	22%	23%	24%	22%	21%
营业总收入	1,175	1,387	1,323	2054	2823	3597	4472
YOY	84.2%	18.1%	-4.6%	55.2%	37.5%	27.4%	24.3%
归母净利润	39	62	83	170	349	531	725
YOY	79.0%	61.3%	32.5%	105.9%	105.1%	52.3%	36.5%
综合毛利率	23.9%	27.5%	26.7%	24.7%	27.9%	30.3%	31.9%
期间费用率	20.2%	22.3%	20.3%	15.0%	14.3%	13.8%	13.7%
归母净利润率	3.3%	4.5%	6.2%	8.3%	12.3%	14.8%	16.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

分部估值法下，我们认为公司 2022 年合理估值应为 66 倍。公司各板块净利率为毛利率乘一定比例系数，考虑规模效应压缩固定成本，未来各板块净利率呈现稳步提升趋势。结合我们对公司各板块收入及毛利率预测，公司各板块净利润预测如下表所示。各板块目标 PE 综合考虑板块成长性及板块可比公司估值。主要依据如下：

(1) 电子洁净：参考成长性强的国产半导体零部件厂商江丰电子估值水平，我们给予电子洁净板块 2022-2024 年目标 PE100/80/60 倍。

(2) 食品：参考纷美包装、SIG 上市以来估值水平，考虑公司食品业务持续稳定增长，利润率触底回升，我们给予食品板块 2022-2024 年目标 PE 25 倍。

(3) 医药：参考阿法拉伐近三年估值水平，且考虑随疫情受控、疫苗接种率提升后下游需求放缓，我们给予医药板块 2022-2024 年目标 PE 30 倍。

表5: 2021-2024E 新莱应材分部估值下市值空间测算 (单位: 亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E	2021-2024 CAGR
1、电子洁净类营收	5	9	14	19	53%
YOY	83%	70%	50%	40%	
归母净利润率	15%	20%	23%	25%	
归母净利润	0.8	1.8	3.1	4.7	
目标 PE	100	100	80	60	
目标市值	80	181	250	285	
2、食品类营收	10	13	14	16	16%
YOY	40%	20%	15%	12%	
归母净利润率	3%	5%	5%	5%	
归母净利润	0.3	0.6	0.7	0.8	
目标 PE	25	25	25	25	
目标市值	8	14	18	20	
3、医药类营收	5	7	8	10	26%
YOY	67%	40%	20%	20%	
归母净利润率	12%	17%	17%	17%	
归母净利润	0.6	1.1	1.4	1.6	
目标 PE	30	30	30	30	
目标市值	17	34	41	49	
合计营收	21	28	36	45	30%
归母净利润	1.7	3.5	5.3	7.3	62%
预计归母净利润率	8%	12%	15%	16%	
合计目标市值	105	229	308	354	
目标 PE		66	58	49	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

综合以上分析,我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 28.2/36.0/44.7 亿元,同比增长 37.4%/27.4%/24.3%; 归母净利润分别为 3.5/5.3/7.3 亿元,同比增长 105.3%/52.3%/36.5%,当前市值对应 PE 为 55/36/26 倍。受益国内半导体设备+零部件双重国产替代,公司半导体设备零部件板块进入放量期,分部估值法下给予 2023 年目标估值 58 倍,目标市值 308 亿元,目标价 138 元,首次覆盖给予“增持”评级。

表6: 可比公司估值表 (2022/09/25)

2022/09/25		收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				2021-2024 归母净利润 CAGR
代码	公司			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
002371.SZ	北方华创	285.00	1,506	10.77	17.93	24.07	31.97	140	84	63	47	44%
688012.SH	中微公司	113.00	696	10.11	10.87	14.89	18.26	69	64	47	38	22%
300666.SZ	江丰电子	92.96	220	1.07	2.76	3.89	5.11	206	80	57	43	69%
688596.SH	正帆科技	36.30	93	1.68	2.65	3.99	5.57	55	35	23	17	49%
003043.SZ	华亚智能	70.07	56	1.11	1.78	2.71	3.92	50	31	21	14	52%
平均								104	59	42	32	47%
300260.SZ	新莱应材	84.67	192	1.70	3.49	5.31	7.25	113	55	36	26	62%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 江丰电子、正帆科技为 Wind 一致预测, 其余均为东吴预测)

5. 风险提示

半导体设备行业周期波动。受下游需求与产品产能错配影响, 半导体设备行业呈现一定的周期性。行业周期波动直接影响上游零部件需求, 若设备商的采购量下降, 公司的业绩将承压。

盈利能力下滑风险。大宗原材料价格上涨对公司包材产品成本影响较大, 2021 年公司食品板块受原材料上涨影响, 毛利率承压。虽然公司通过优化产品结构和部分涨价平滑盈利端压力, 但若原材料价格持续上涨, 或客户端对涨价接受度不高, 公司的利润率可能下滑。

客户产业链转移风险。公司为国内领先的高洁净应用材料供应商, 随下游行业技术升级换代步伐不断加快, 市场对高纯应用材料的洁净度要求持续提升, 若公司技术开发和新技术应用的能力不能满足市场需求, 可能丧失技术优势地位, 导致客户流失。

应收账款减值风险。截至 2022 年 Q1, 公司应收账款账面价值为 5.8 亿元, 占总资产的比例 18.0%; 随着公司经营规模的扩大, 应收账款可能会进一步增加。若公司未及时调整投保金额和最高赔偿限额, 则有可能发生坏账损失超过理赔范围的情况, 从而对公司业绩和生产经营造成一定损失。

商誉减值风险。商誉是企业整体价值的组成部分之一, 是指能在未来为企业经营带来超额利润的潜在经济价值。2018 年, 公司 2.6 亿元收购山东碧海包装材料有限公司 100% 股权。山东碧海是液态食品领域为数不多的能够同时生产、销售纸铝塑复合液态食品无菌包装纸和无菌纸盒灌装机的企业之一。然而, 若山东碧海所处食品饮料包材及灌装设备行业及下游的食品饮料行业发生变动, 将对山东碧海未来经营状况及经营业绩发生不可预测的影响。

新莱应材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,926	2,443	2,976	3,959	营业总收入	2,054	2,823	3,597	4,472
货币资金及交易性金融资产	260	205	649	696	营业成本(含金融类)	1,546	2,037	2,509	3,048
经营性应收款项	610	972	741	1,393	税金及附加	9	15	19	23
存货	1,033	1,235	1,558	1,829	销售费用	117	155	191	233
合同资产	0	0	0	0	管理费用	83	107	126	157
其他流动资产	22	31	28	41	研发费用	74	99	126	157
非流动资产	1,014	1,108	1,200	1,268	财务费用	33	42	54	67
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	23	28	33
固定资产及使用权资产	661	726	799	870	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	24	44	54	44	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	69	67	65	63	减值损失	-6	0	-3	-3
商誉	120	120	120	120	资产处置收益	0	-1	-1	-1
长期待摊费用	12	12	12	12	营业利润	195	390	598	818
其他非流动资产	128	139	150	159	营业外净收支	3	0	0	0
资产总计	2,940	3,551	4,175	5,227	利润总额	198	390	597	818
流动负债	1,412	1,702	1,806	2,138	减:所得税	27	42	67	94
短期借款及一年内到期的非流动负债	685	700	686	717	净利润	170	348	531	724
经营性应付款项	496	714	775	1,006	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	154	163	201	244	归属母公司净利润	170	349	531	725
其他流动负债	288	313	330	390	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	1.54	2.34	3.20
非流动负债	253	243	233	228	EBIT	228	438	659	893
长期借款	210	200	190	185	EBITDA	320	542	774	1,020
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.73	27.86	30.26	31.86
租赁负债	36	36	36	36	归母净利率(%)	8.27	12.35	14.76	16.20
其他非流动负债	7	7	7	7	收入增长率(%)	55.28	37.43	27.39	24.34
负债合计	1,664	1,945	2,039	2,366	归母净利润增长率(%)	105.66	105.29	52.34	36.47
归属母公司股东权益	1,268	1,598	2,129	2,854					
少数股东权益	8	7	7	7					
所有者权益合计	1,276	1,606	2,136	2,861					
负债和股东权益	2,940	3,551	4,175	5,227					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	174	210	730	273	每股净资产(元)	5.60	7.05	9.40	12.60
投资活动现金流	-121	-199	-209	-197	最新发行在外股份(百万股)	227	227	227	227
筹资活动现金流	-63	-66	-78	-29	ROIC(%)	9.69	16.49	20.94	23.10
现金净增加额	-11	-55	443	46	ROE-摊薄(%)	13.39	21.81	24.94	25.39
折旧和摊销	93	104	115	127	资产负债率(%)	56.61	54.78	48.83	45.26
资本开支	-151	-181	-190	-181	P/E(现价&最新股本摊薄)	112.97	55.03	36.12	26.47
营运资本变动	-122	-297	26	-639	P/B(现价)	15.13	12.00	9.01	6.72

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

