

暴涨 78%，短短 2 个月！全球四巨头垄断，它硬是挤进去！什么情况？（估值建模）

今天我们要做财务建模的这家公司，主营特种气体与普通工业气体。

还清晰的记得，起初研究这家公司是在 2019 年 11 月 28 日。那时候研究这个行业，还有很多用户觉得挺新奇，不是很理解，说是“一个没什么人关注的小众领域”。当然，那时候，我们也没啥好辩驳的。不仅仅是本案，其实我们当时研究得一系列科创板清单，都没怎么受市场重视，阅读量也低得可怜。

可是现在，再回过头来看看当时的研究清单：中微公司、优刻得、金山办公、澜起科技、华熙生物、虹软科技……很庆幸，当时我们坚持了一条人少的路，在中国纳斯达克的起步阶段，做了一些力所能及的研究。

对本案，在研究过程中，我们将全球特种气体龙头做了仔细研究，并且得出一个结论：如果中国半导体领域要想踏进世界前列，那么这个小众领域，也必须撕开裂口才行。

然而，风口来的这么快，来的猝不及防。自本案上市后，短短 2 个月，就从上市时的 50 元，一路上涨至区间高点 89 元，涨幅达 78%。画风，如下：

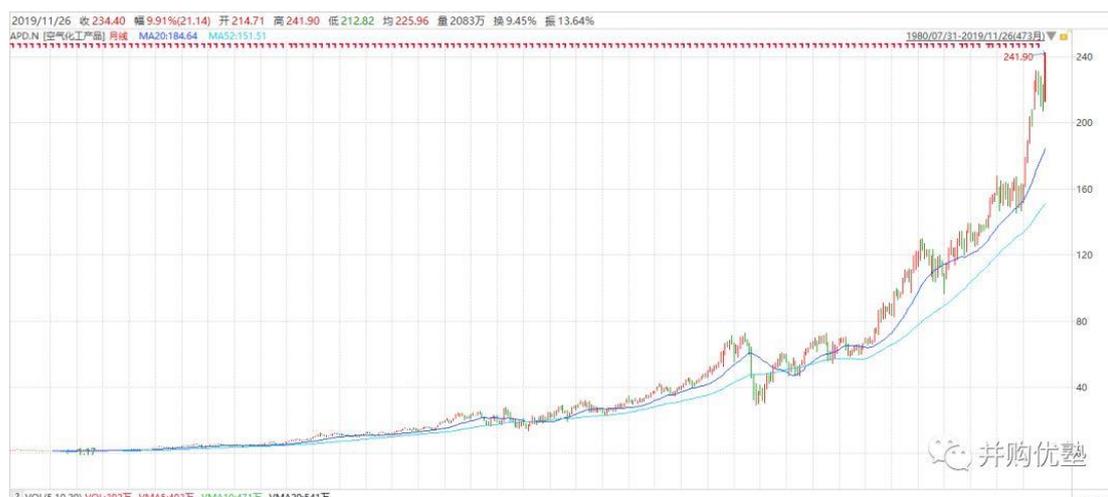


图片：走势图，来源：wind

它，是国内首家打破进口制约的气体公司。目前，是我国唯一通过阿斯麦公司认证的气体公司。而对**阿斯麦**，之前我们在【专业版建模报告库】中研究过，是全球半导体设备领域中，认证难度极大的公司之一。目前，本案终端客户有中芯国际、英特尔、德州仪器、海力士、美光科技、京东方等。

虽然技术实力得到了巨头的认可，但实际上，在工业气体（特种气体和普通工业气体的总称）这个赛道，相比国际巨头，国内公司还有很长的路要走。

这个市场，目前被**德国林德集团、美国空气化工产品、法国液化空气、日本大阳日酸**等几大巨头所垄断，全球 CR4 高达 90%。其中，**美国空气化工产品（美股）**历史股价画风如下：



图：美国空气化工股价图（单位：元/股）

来源：Wind

本案，名为**华特股份**，主营的特种气体产品下游领域为集成电路、显示面板、光伏能源等半导体产业。

看一下其近三年的业绩——2016年至2018年，其营业收入分别为6.57亿元、7.87亿元、**8.18亿元**；净利润分别为0.38亿元、0.49亿元、**0.68亿元**；经营活动现金流净额分别为0.74亿元、0.92亿元、**0.42亿元**；毛利率分别为32.80%、33.27%、**32.91%**；净利率分别为5.84%、6.17%、**8.30%**。

从业绩增速来看，近三年营业收入年复合增速为11.83%，净利润年复合增速为34.55%。

研究到这里，在做财务建模之前，几个值得我们深思的问题来了：

1) 国内半导体所用特种气体的未来竞争格局如何，国内厂商能否实现进口替代？

2) 特种气体，技术壁垒究竟有多高，除了技术之外，影响本案未来增速的驱动力还有哪些？

3) 本案，此次在科创板发行股份不超过 3000 万股，且不低于总股本的 25%，发行市值大约为 18 亿元。如今在其上市之际，一、二级市场很多人都盯着一个问题：这样的数据，到底处于什么样的区间？到底是贵了？还是便宜了？

今天，我们就从**华特股份**入手，研究一下半导体相关领域的财务逻辑和估值特征。对产业链上相关公司，我们之前还研究过**台积电（代工）、阿斯麦（设备）、新思科技（设计软件）、中微公司（设备）、芯原股份（设计）、德州仪器（模拟芯片）、英伟达（GPU）**等，购买优塾团队的“核心产品二：科技概念建模报告库”，查询相关报告，以及部分重点案例 [Excel 估值建模表格](#)。

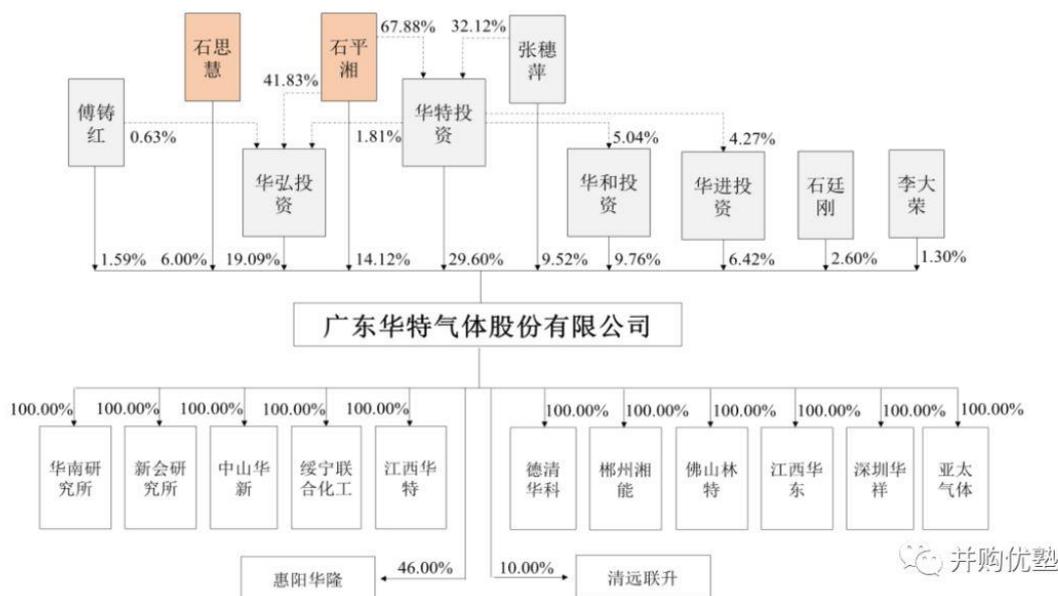
— 01 —



龙头，模式



华特股份，成立于 1999 年，主营业务为特种气体及工业气体，2017 年挂牌新三板，2018 年新三板摘牌，2019 年冲击科创板，经过四轮问询后，目前已过会。截止 2018 年，其控股股东为华特投资，具有 64.87% 的表决权，石平湘、石思惠父女合计持有公司 48.95% 的股份，为华特股份共同实际控制人。



图：华特股份股权架构

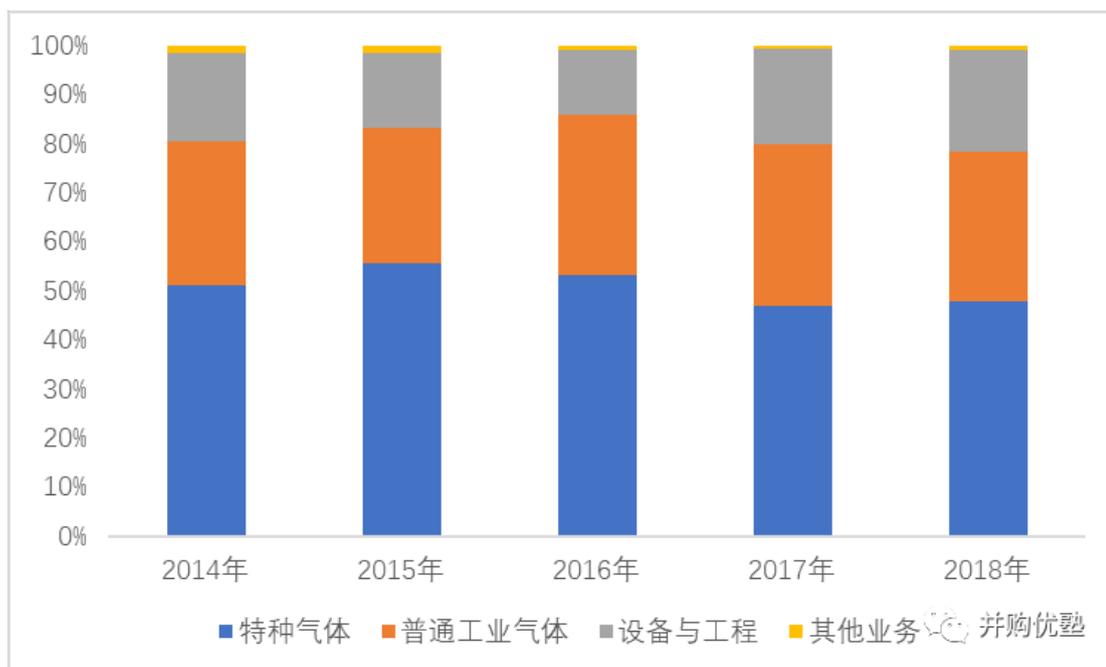
来源：招股书

本案，主营业务为工业特种气体的制造，其气体产品种类约有 240 余种，广泛应用于半导体、机械制造、食品医疗等领域。

2016 年至 2019 年中报，其营业收入分别为 6.57 亿元、7.87 亿元、**8.18 亿元**、3.91 亿元；净利润分别为 0.38 亿元、0.49 亿元、**0.68 亿元**、0.40；经营活动现金流净额分别为 0.74 亿元、0.92 亿元、**0.42 亿元**、0.35 亿元；毛利率分别为 32.80%、33.27%、**32.91%**、36.19%；净利率分别为 5.84%、6.17%、**8.30%**、10.20%。

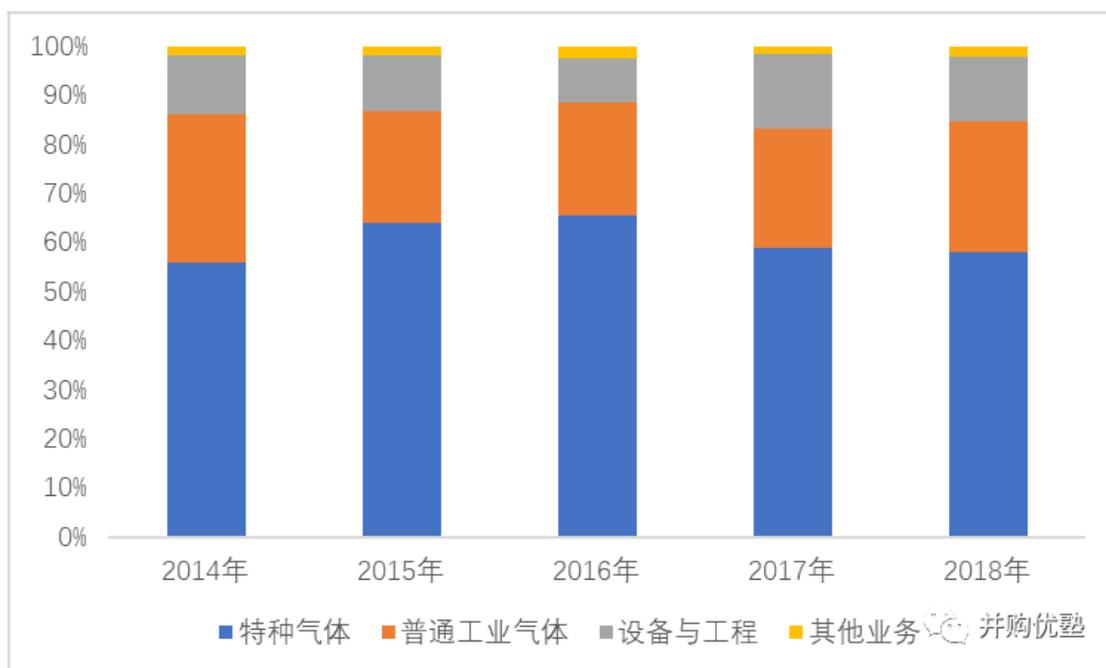
从业绩增速来看，近三年营业收入年复合增速为 11.58%，净利润年复合增速为 33.77%。

从收入结构上看，其收入中 47.70%来自于特种气体、30.6%来自于普通工业气体、20.84%来自于设备与工程。其中，特种气体按照下游应用来划分，**65.47%**来自于半导体，15.72%来自于机械制造，15.31%来自于食品医疗。



图：收入结构（单位：%）

来源：并购优塾



图：毛利结构（单位：%）

来源：并购优塾

特种气体业务——包括高纯六氟乙烷、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳、光刻气、食品级氧化亚氮等，品种繁多，大约有 230 余种，单一品种产销量较小，但对纯度要求极高。可以用于集成电路芯片、液晶面板、太阳能电池、食品加工等领域。

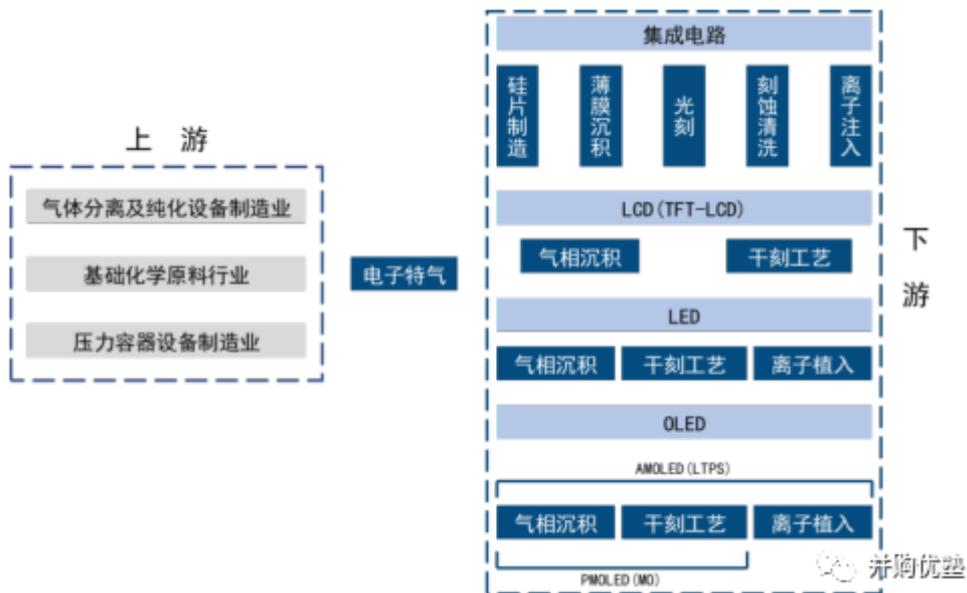
普通工业气体——主要为氧、氮、氩、工业氨等气体，合成气体，其产销量较大，但一般对气体纯度要求不高，用于金属冶炼、化工、机械制造、家用电器等领域。

设备与工程——用于存储和运输气体的设备。

工业特种气体的本质是将气体分离、提纯，再根据下游客户的需求合成。其产业链结构如下：

其上游包括氟化物、稀有气体、硅烷、液氧、液氮、液氩等气体化学原料；以及气体分离设备、气体容器、压力容器等设备制造业。供应商较为分散，前五大供应商采购额占采购的比例为 20.06%，集中度低。

其下游为集成电路、显示面板、LED 等领域。终端客户有中芯国际、华润微电子、长江存储、晶科能源等，前五大终端客户占总收入的比例为 12.11%；气体客户有液化空气、大阳日酸、普莱克斯、MG korea 等国际气体企业，前五大气体客户占总收入的比例为 8.01%，客户整体集中度较低。



图：电子特气产业链

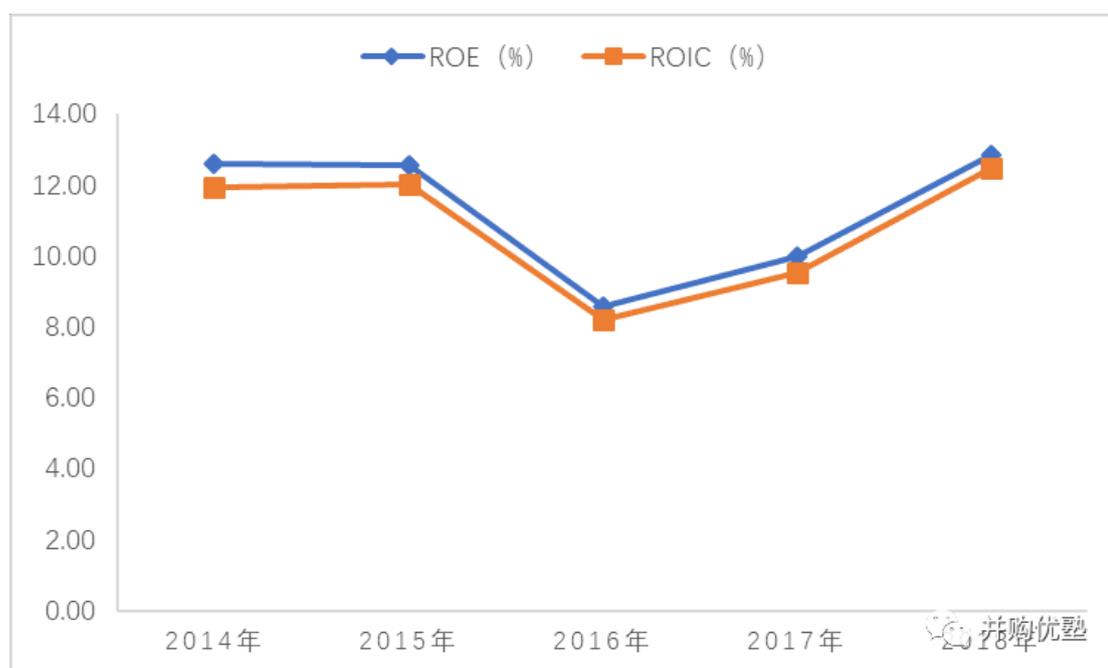
来源：华创证券

以上产业链和业务模式，形成了本案的财报结构：

从资产结构来看——2018年，其资产总规模为7.52亿元，其中占比较高的是**固定资产**（28.76%）、其次是**应收账款**（25.82%）、**货币资金**（12.79%）、**存货**（12.53%）、**应收票据**（7.53%）、**无形资产**（2.44%）。**负债总额**为1.99亿元，占比由高到低为**应付账款**（10.14%）、**其他流动负债**（4.67%）、**短期借款**（3.32%）、**预收款项**（2.21%）。

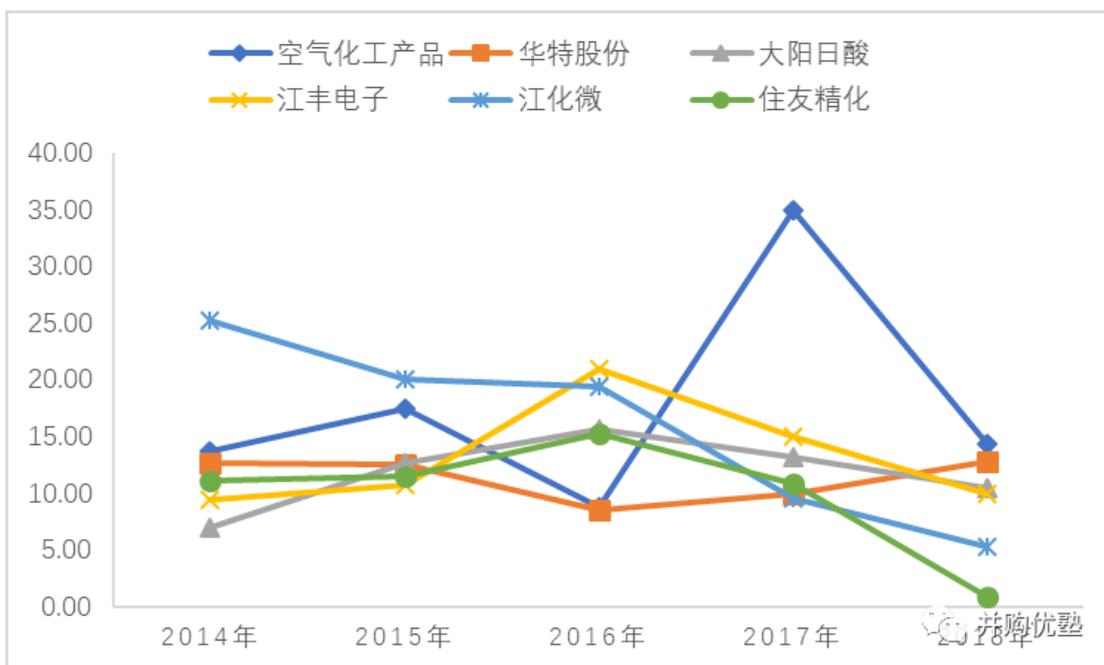
从利润结构来看——2018年，其营业收入8.18亿元，其中营业成本为5.48亿元，占比**67.09%**、其次为**销售费用**14.17%、**管理费用**6.20%、**研发费用**2.6%、**财务费用**为-**0.77%**，于是，剩下**8.30%**的净利润。

本案，财务方面的基本面数据，该如何分析？接下来，我们看一组优塾投研团队整理的图表：



图：ROE VS ROIC（单位：%）

来源：并购优塾



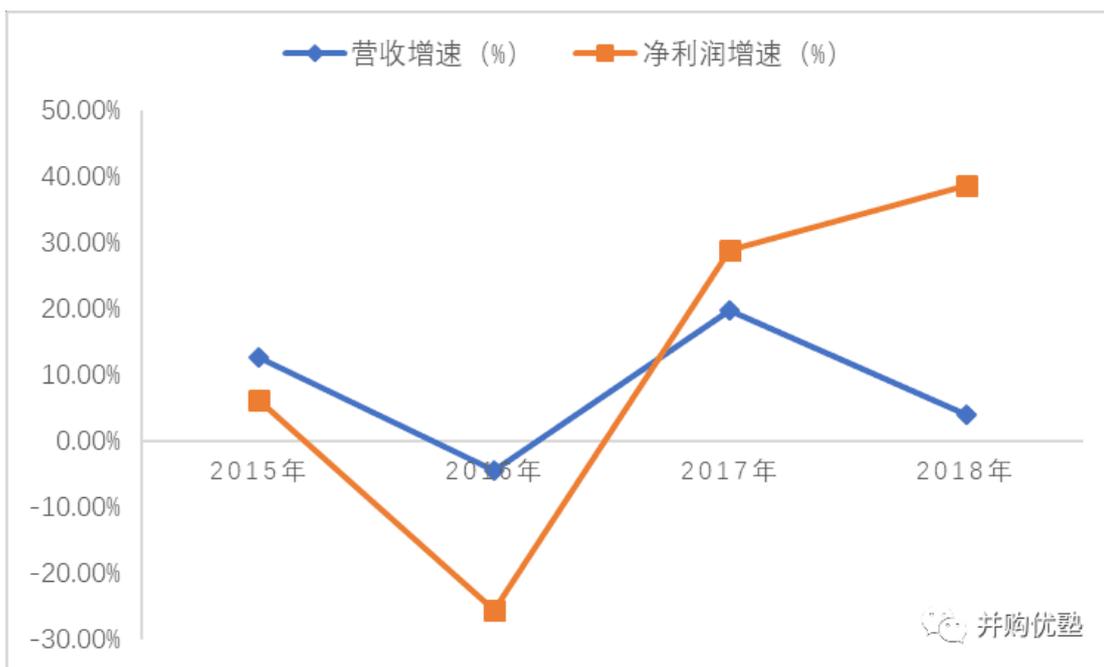
图：同行 ROE 对比 (单位: %)

来源：并购优塾



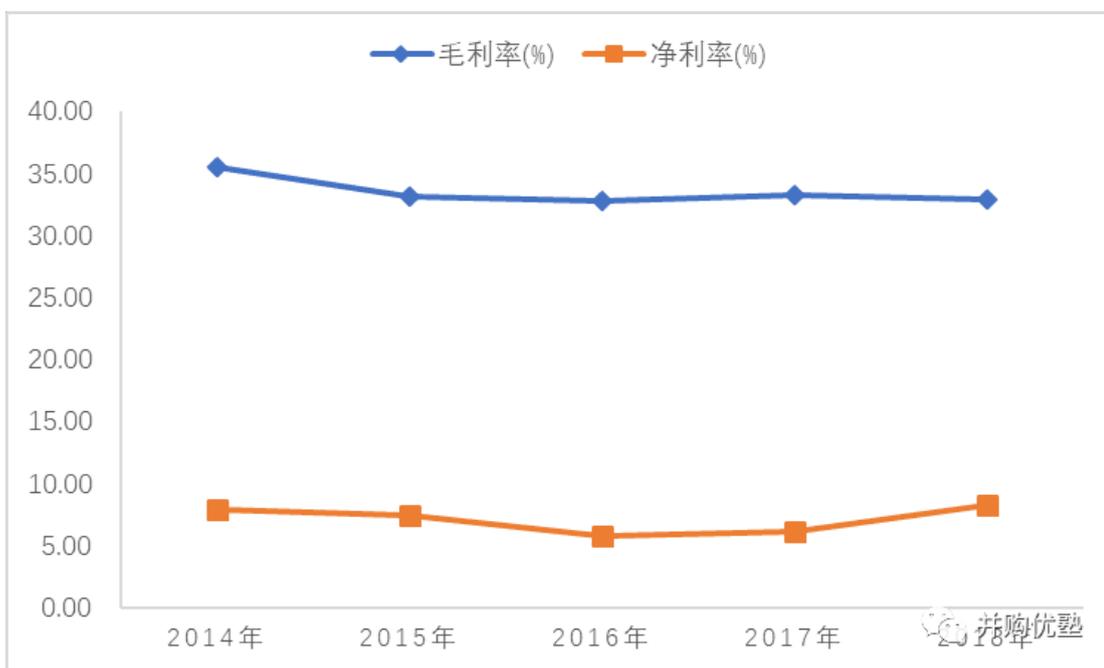
图：营业收入 VS 营业收入增速 (单位: 亿元、%)

来源: 并购优塾



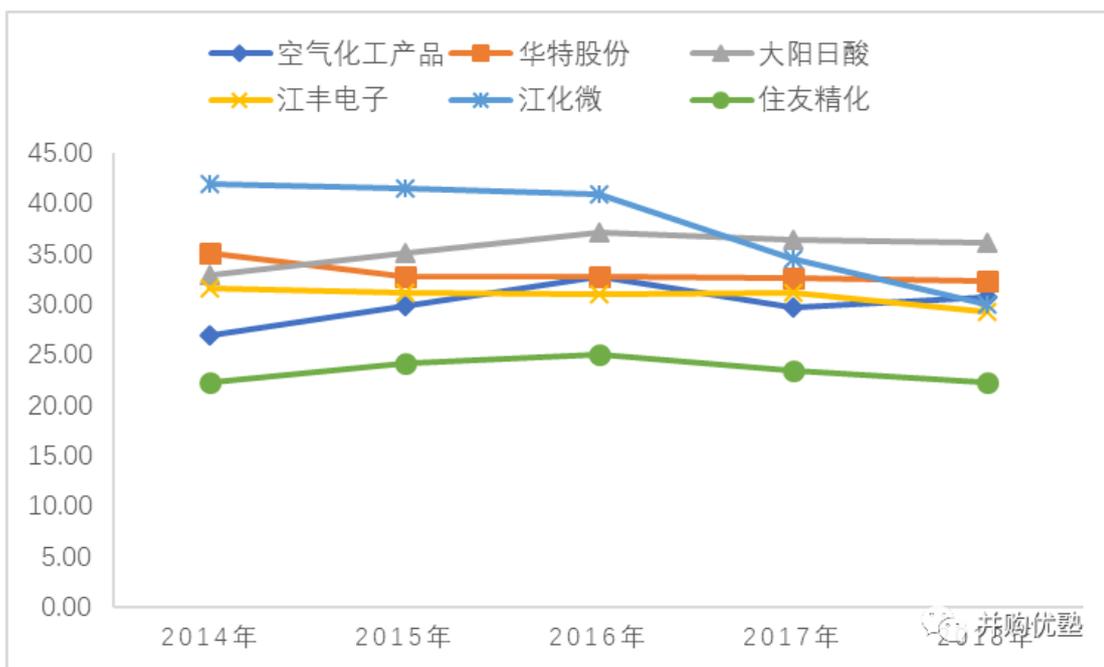
图：营业收入增速及净利润增速

来源：并购优塾



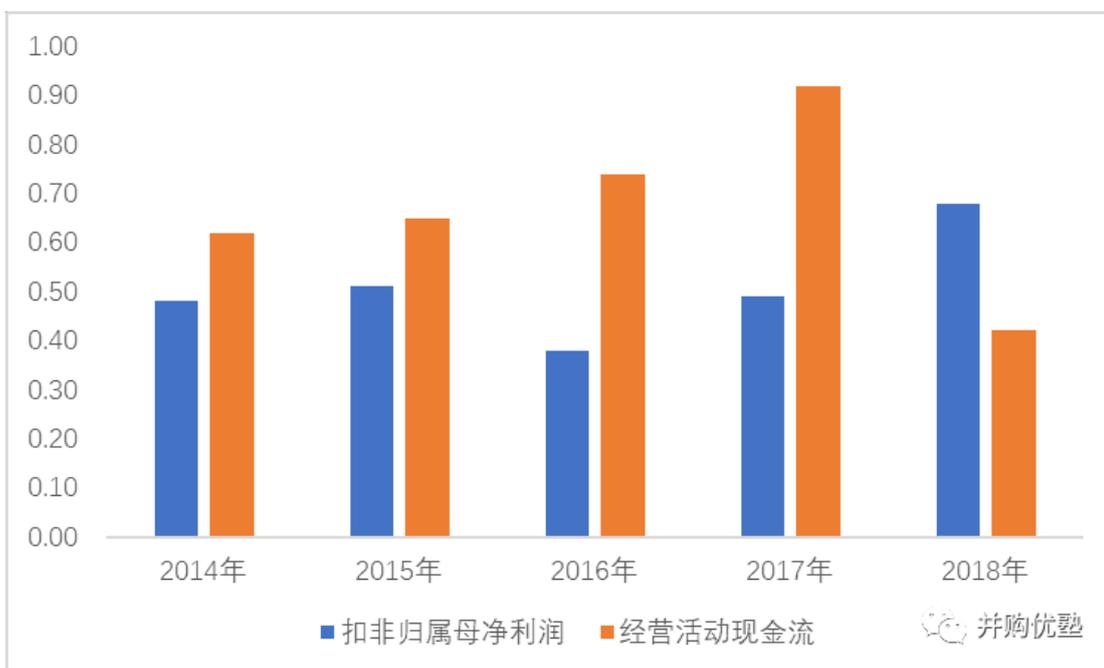
图：毛利率 VS 净利率（单位：%）

来源：并购优塾



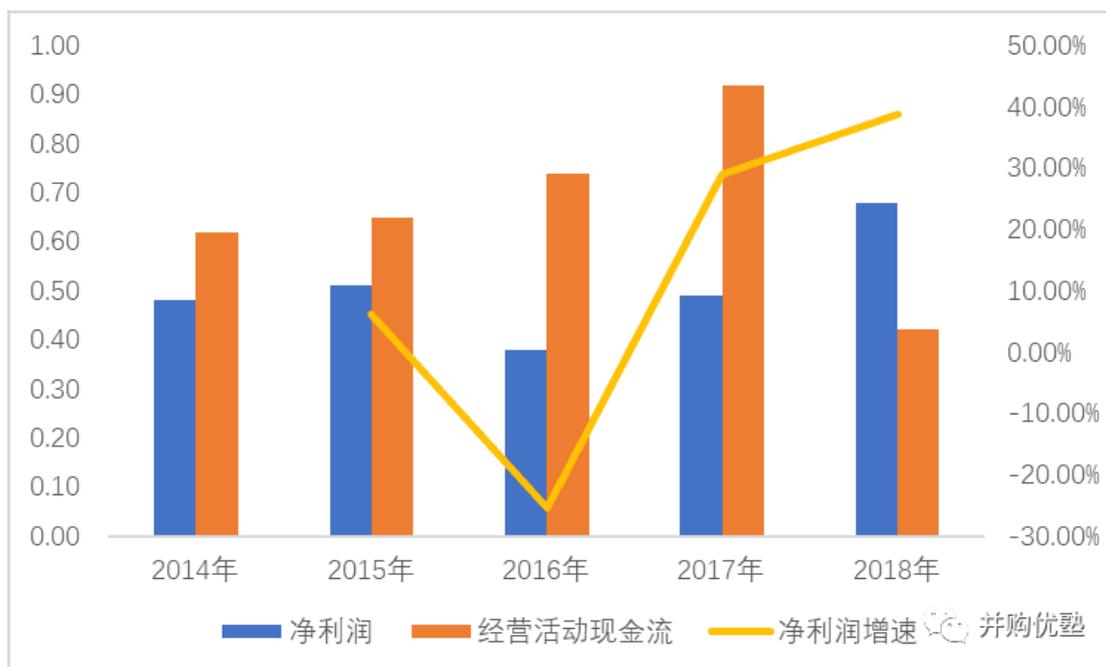
图：同行业毛利率（单位：%）

来源：并购优塾



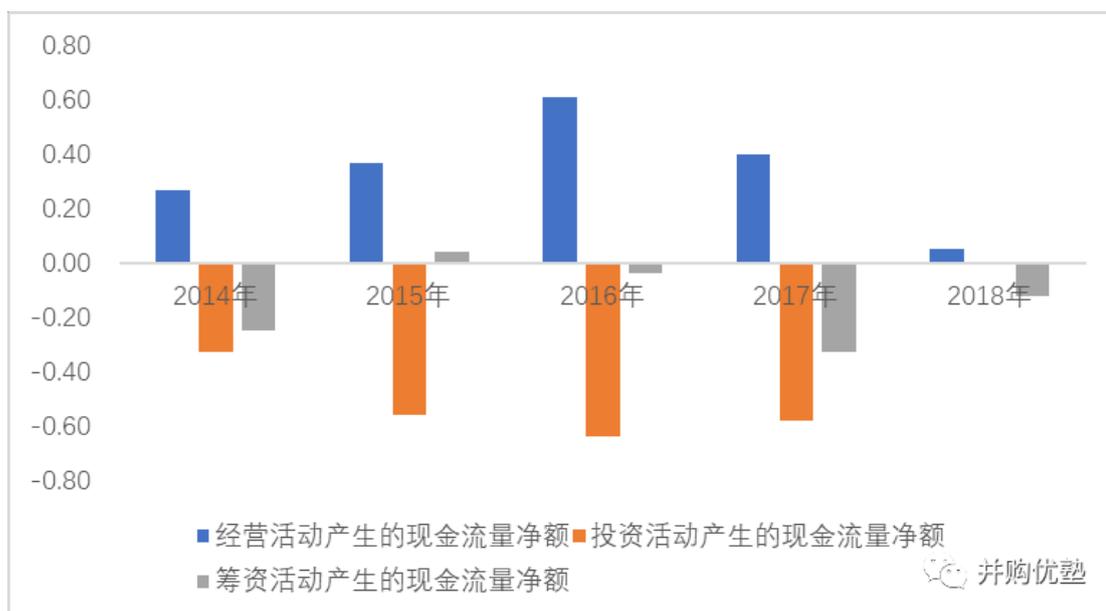
图：扣非归母净利润及经营活动现金流

来源：并购优塾



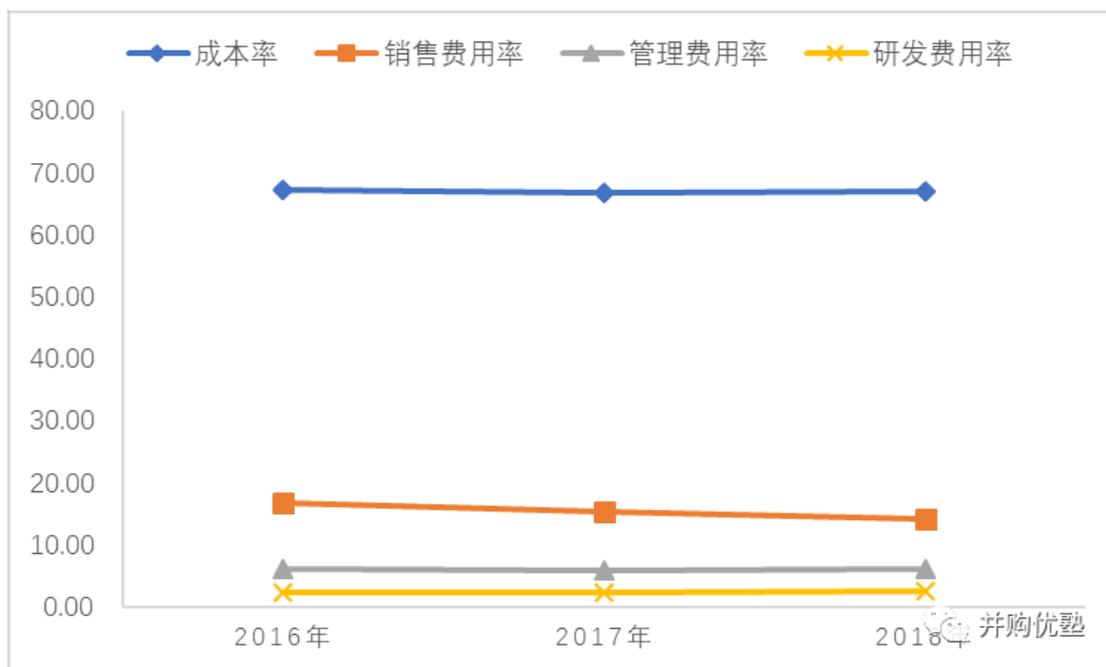
图：净利润、净利润增速、经营活动现金流（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



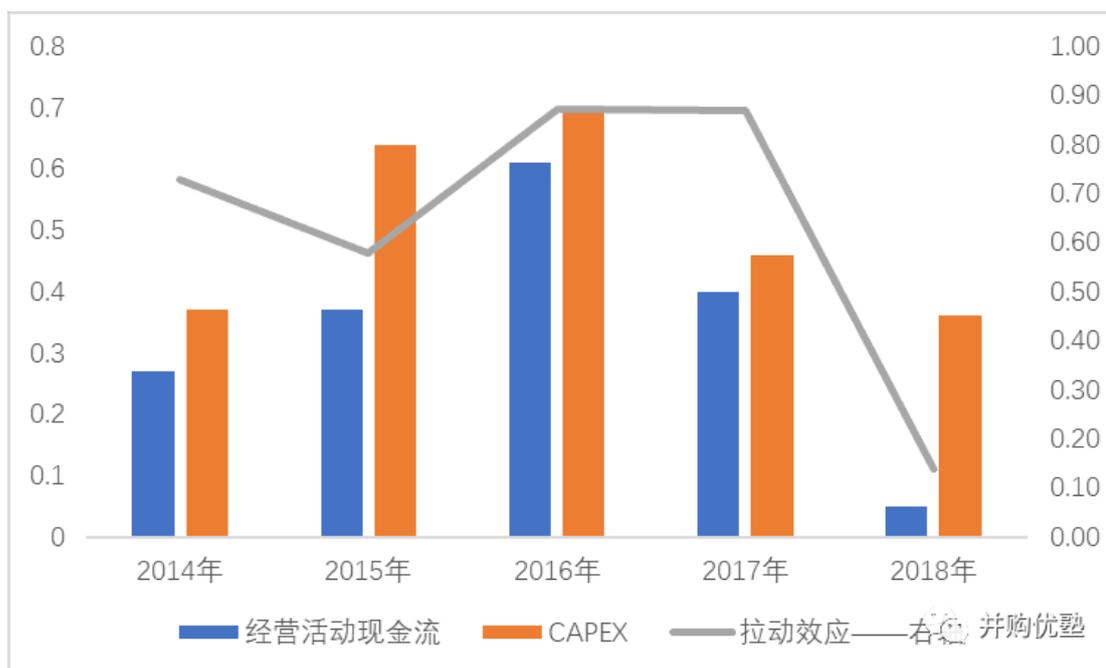
图：现金流（单位：亿元）

来源：并购优塾



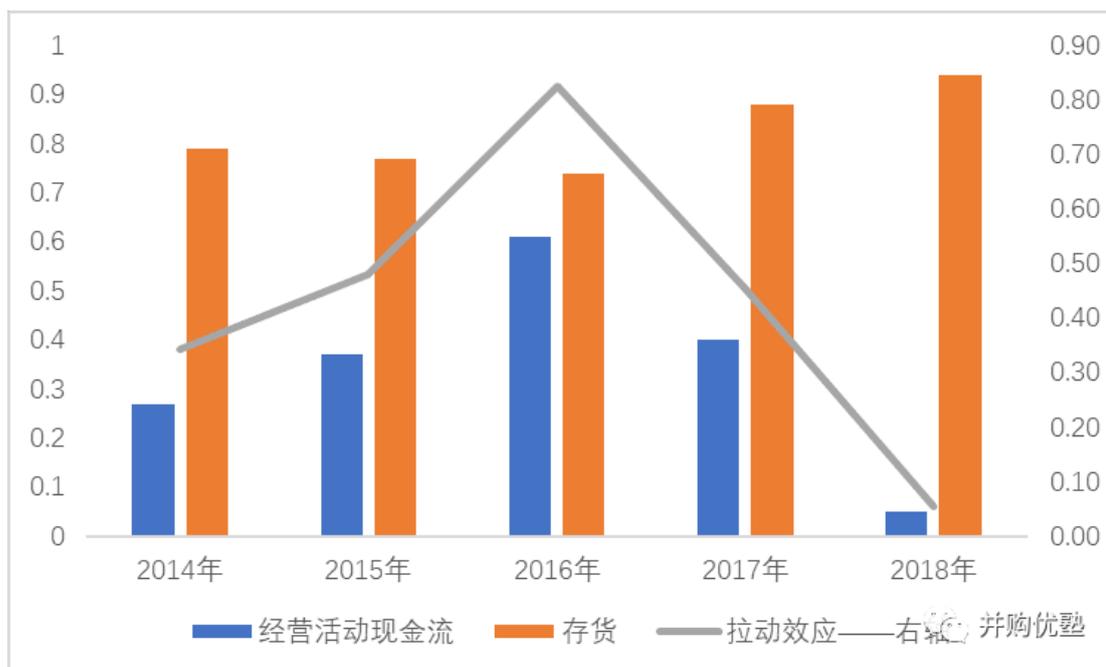
图：成本（右轴）及费用（单位：%）

来源：并购优塾



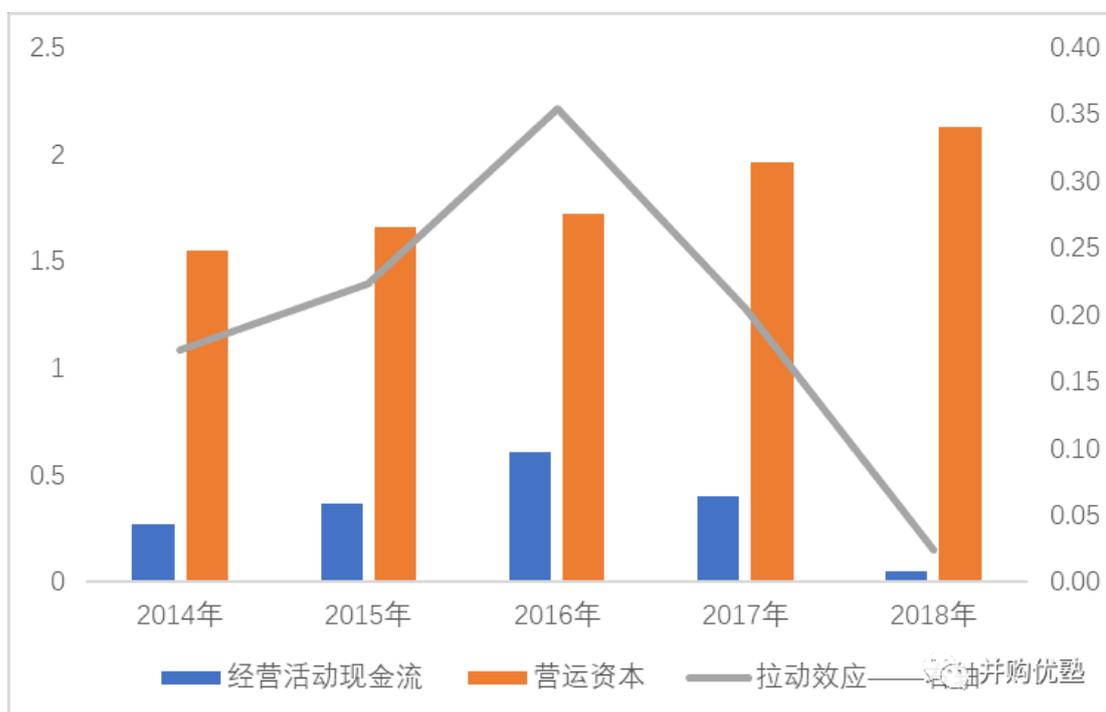
图：CAPEX对现金流的拉动（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



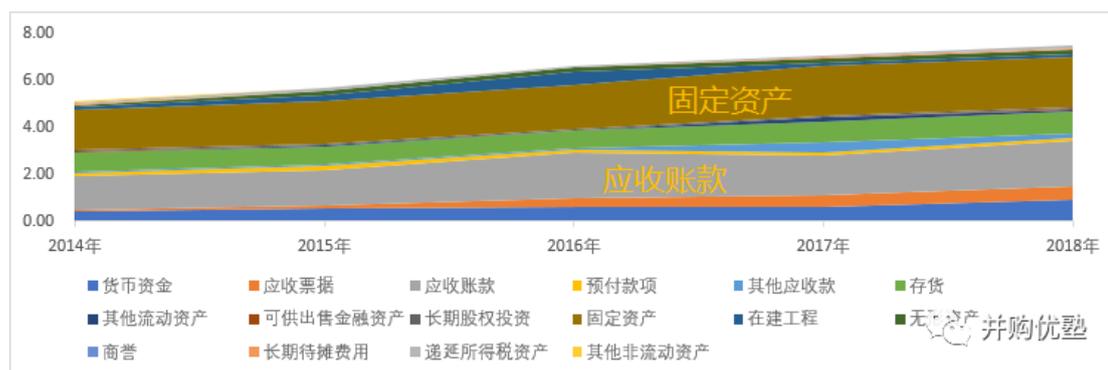
图：存货对现金流的拉动（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



图：净营运资本对现金流的拉动（单位：亿元、倍）

来源：并购优塾



图：资产结构（单位：亿元）

来源：并购优塾

看完以上数据后，重要的问题来了——如果要对本案做财务建模，到底该从哪些地方入手？

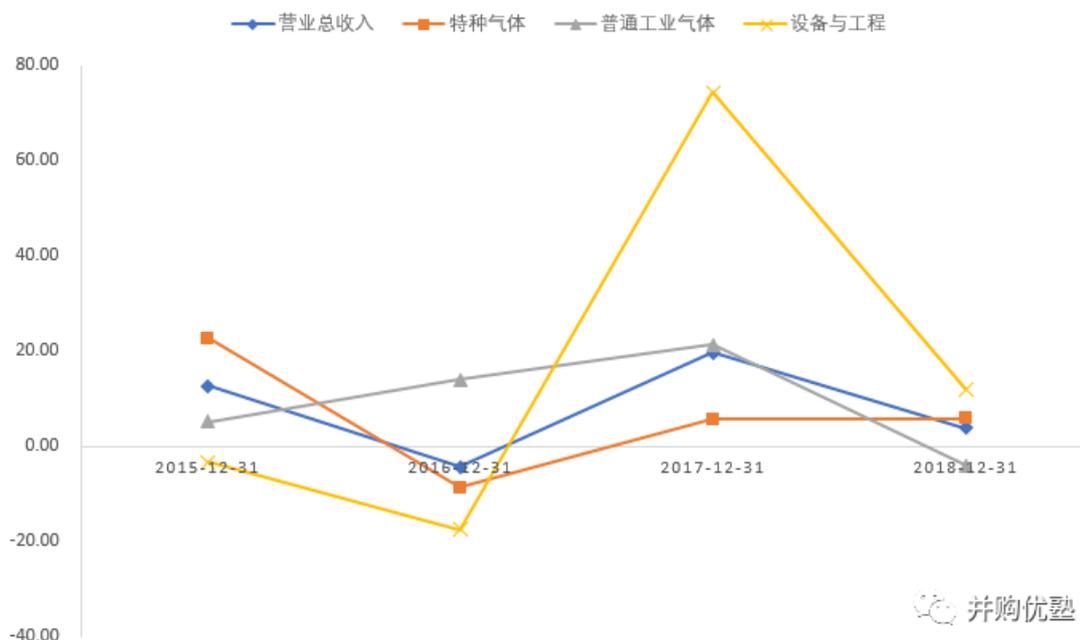
— 02 —



收入、增速



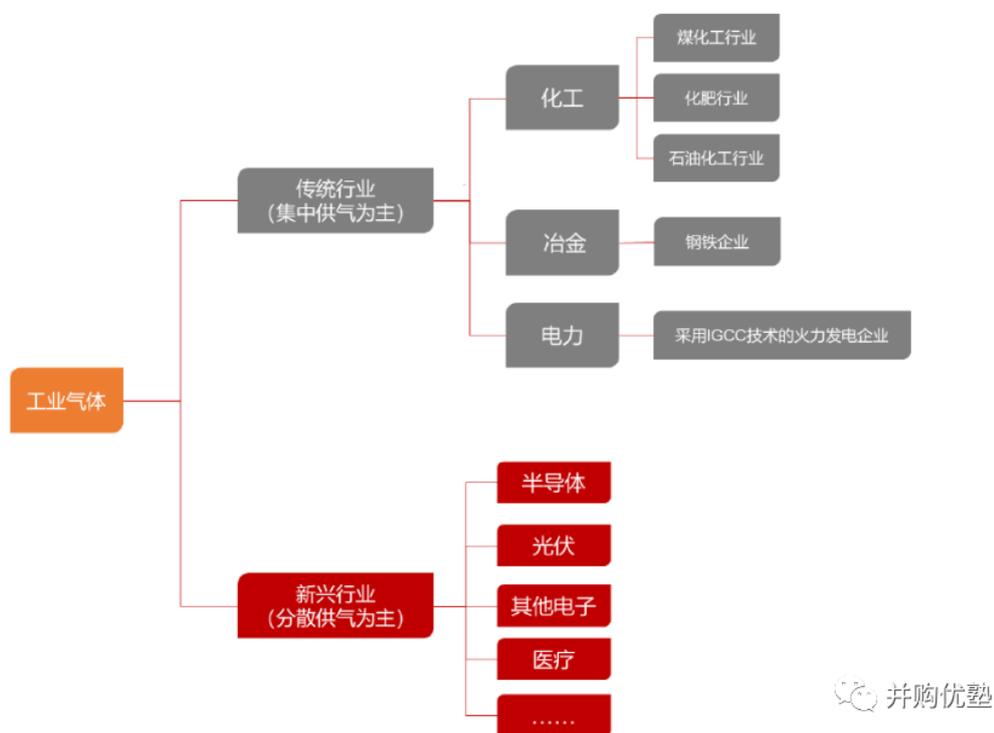
本案，华特股份的收入构成，主要分为三大类：特种气体 53.86%、普通工业气体 27.37%、设备与工程 18.43%。从其历史增速来看，近四年营业收入与两大气体业务增速波动较小，设备与工程体量小导致增速波动较大。



并购优塾

工业气体这门生意，其产品种类众多，下游应用广泛，覆盖工业生产各个领域，被称为工业制造的“血液”。本案，其特种气体大约有 230 余种，普通气体大约有 10 余种。

特种气体，属于高技术、高附加值产品，下游主要为晶圆代工厂、液晶面板制造厂、光纤光缆、食品医疗等新兴产业，终端客户有中芯国际、华润微电子、晶科能源、京东方等；**普通气体**，大约有 10 余种，主要应用于化工、钢铁、电力等传统行业行业。



图：工业气体主要下游应用领域

来源：杭氧股份招股说明书、华泰证券研究所

由于产品应用范围广泛，在预测未来收入进行估值建模时，很难从某一下游的需求的驱动出发，来预测收入增速。

再来看其市占率情况。根据第三方咨询机构统计，2017 年中国特种气体市场规模约 178 亿元，本案，整体业务占有率为 1.44%，并且部分主要产品市占率情况差异较大。

比如用于清洗、蚀刻环节的氟碳类气体以及用于光刻环节的氮氟、氟氮等混合气体国内市场份额较大，约为 60%。而用于大尺寸（12 寸）晶圆制造的高纯八氟环丁烷和高纯三氟甲烷等国内市场份额较低，约为 6%-14%左右。

序号	产品	国内市场份额
1	高纯六氟乙烷	60.26%
2	高纯氨	14.73%
3	高纯四氟化碳	21.17%
4	高纯二氧化碳	35.70%
5	高纯三氟甲烷	14.50%
6	Ar/F/Ne 混合气	60%
7	Kr/Ne 混合气	
8	Ar/Ne 混合气	
9	Ar/Xe/Ne 混合气	
10	Kr/F/Ne 混合气	
11	高纯八氟环丁烷	6.40%
12	高纯一氧化碳	20.60%

注：1、光刻气的市场占有率系中国电子材料行业协会测算数据；

图：各细分特种气体品国内市场份额占比

来源：招股书

本案，由于市占率仅有 1.44%，短期内的波动较大。并且，根据敏感性分析，假如预测其市占率增加 1%，会对导致特种气体收入增速高达 60%以上。那么，对于本案，其短期的驱动力到底如何预测？

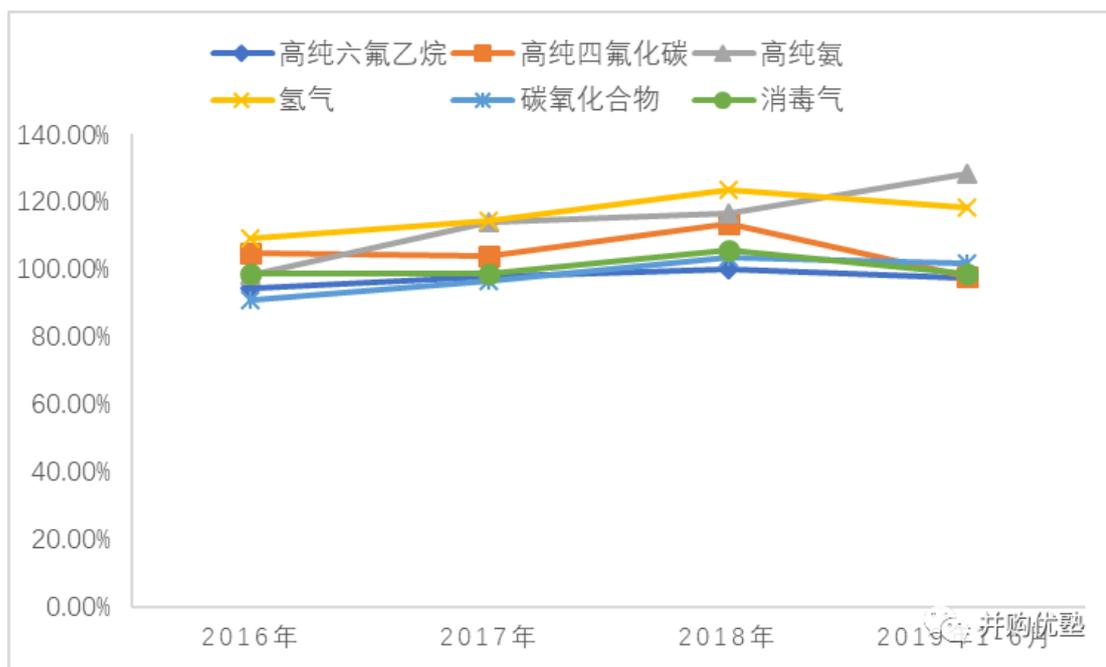
— 03 —



内生，驱动力



本案的短期增速驱动，主要看产能。根据招股书披露，其核心产品氟碳类气体，如：高纯六氟乙烷、高纯四氟化碳、氢气、高纯氨等产销率超过 100%，产能不足部分只能通过外购满足。



图：主要特种气体产销率（单位：%）

来源：招股书

因此，从目前的数据来看，产出之后，销售方面的问题不大，因此，其短期落地的产能，基本可以转化为收入。

为了解决产能不足的问题，本次上市，华特股份预计募集资金 4.5 亿元，其中 2.2 亿元用于气体中心建设及仓储经营项目，0.9 亿元投入于电子气体生产纯化及工业气体充装项目。项目建设周期约为 3 年，建成后，可以新增半导体用特种气体共 1343 吨。

气体中心建设及仓储经营项目——主要用于新增电子级特种气体产能，大部分应用于半导体领域项目达产后，正常年份可新增各类特种气体产能共 883 吨，预计新增产能将增加年销售收入 3.32 亿元。

新增产能包括：高纯锗烷 10 吨、硒化氢 40 吨、磷烷 10 吨等。其中，主要产品锗烷是半导体工业的关键原料，用于高层数存储芯片的掺杂，预计带来收入 2.4 亿元，占当前收入比重 29.34%，达产后将成本为本案主要收入来源。

根据招股书进度计划表，该项目已于 2018 年 4 月前开工建设，预计建设周期为 36 个月，项目内部收益率为 18.25%，投资回收期（含建设期）为 7.58 年。根据披露的回报

率，《并购优塾》推算出，其达产率将从 2021 年的 20% 逐渐增长到 2027 年的 100%，同时从 2021 年开始产生收入。具体预测数据如下：

年份	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
目标收入				3.32	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32
目标达产率				20%	30%	50%	50%	70%	80%	100%	100%
产生收入	-3.48	0	0	0.44	1.00	1.66	1.66	2.32	2.66	3.32	3.32

图：气体中心项目产能利用率

来源：并购优塾

电子气体生产纯化及工业气体充装项目——将建设电子气体生产纯化线、工业气体充装线，主要用于纯度要求高的集成电路制备中。

该募投资项目项目达产后，正常年份可新增特种气体和普通工业气体共计 3.95 万吨，以及气瓶 36 万只、设备 1.06 万台，预计可实现新增销售收入 1.73 亿元。

从募投资项目来看，新扩的产能，主要分为新增特种气体如锗烷、硒化氢、磷烷、四氟化硅、八氟乙烷等；已有特种气体六氟乙烷、硅烷、混合气等；已有普通工业气体氧气、氮气、氩气，以及气瓶、压力容器等设备。

根据其招股书披露信息，该项目已于 2018 年 4 月前开工建设，预计建设周期为 36 个月。另外，据其测算的数据，项目内部收益率为 21.29%，投资回收期（含建设期）为 6.43 年，由此推算出其产能利用率将从 2021 年的 60%，逐渐增长到 2024 年的 100%，同时从 2021 年开始产生收入。具体数据如下：

年份	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
目标收入				1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
目标达产率				60%	70%	90%	100%	100%	100%	100%	100%
产生收入	-2.16	0	0	0.70	1.21	1.56	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73

图：电子气体生产纯化项目产能利用率

来源：并购优塾

综上，对于本案，其短期增速驱动来自于产能的爆发，但从长期来看，核心还是下游的需求，一旦需求不足，那么很快就会产能过剩——那么，长期来看，需求的前景如何呢？

— 04 —

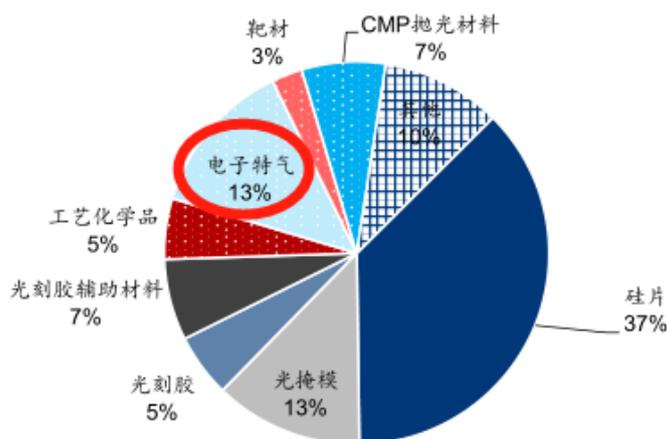


长期，逻辑



对于特种气体收入的远期预测，我们采用增速法。预测公式为： $当年收入 = 上年收入 * (1 + 增长率)$ 。

特种气体，是在半导体制造中主要原材料之一，占整个晶圆制造中的成本的 13%。应用于光刻、刻蚀、薄膜沉积等多道工序，特别是在薄膜沉积环节，是形成薄膜的主要原材料之一。



并购优塾

图：晶圆制造过程材料成本拆分

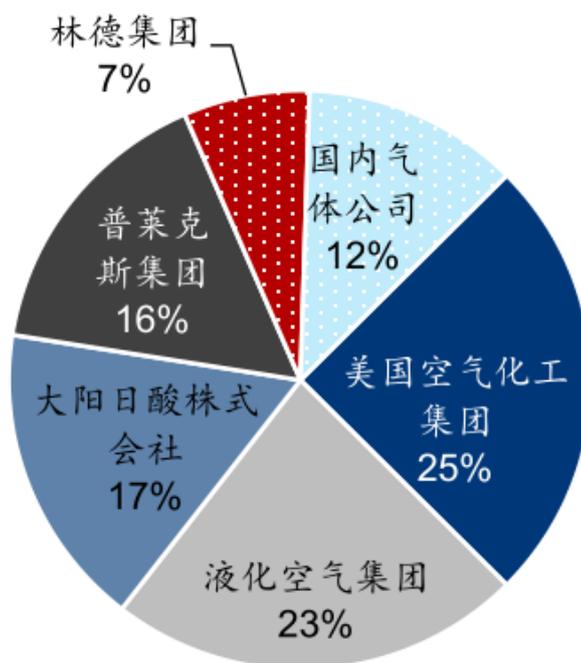
来源：华泰证券研究所

注意，在整个晶圆制造材料中，电子特气、光掩模的占比并列第二，仅次于硅片，并且，转换成本极高。

特种气体细分品种数量众多，在集成电路生产环节中，根据成分和用途的不同，使用的特种气体多达 50 多种。虽在下游制造过程中，某一种特定气体成本占总生产成本比重较低，但对特种气体的纯度要求极高，一旦某一个特定气体杂质超标，将会影响集成电路的性能、集成度和成品率，对晶圆代工厂造成重大损失，甚至面临整条生产线的更换。

因此，一旦进入下游供应链，供应体系非常稳定，进而形成较强的护城河。这样导致，我国的产品目前很难去和欧美日企业竞争。

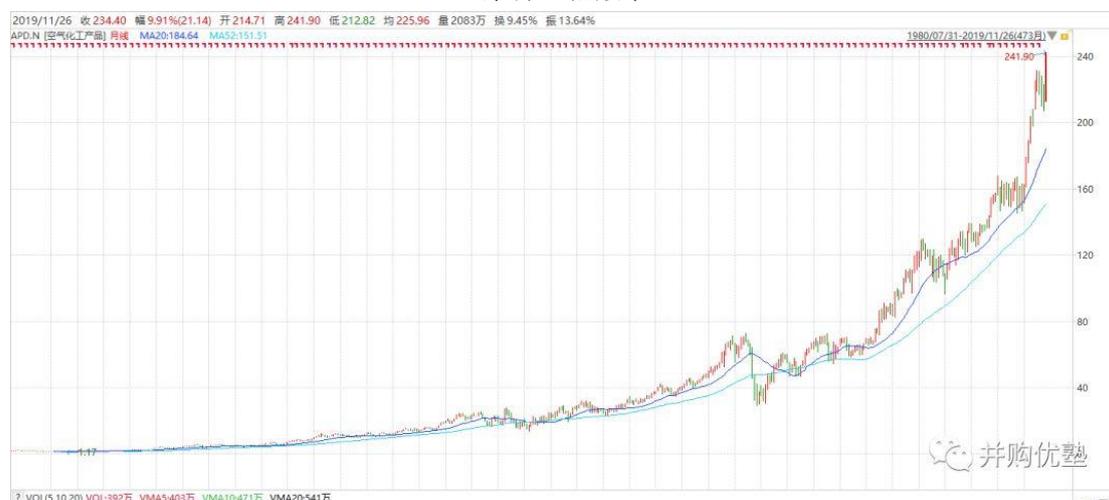
需要注意的是，目前，特种气体领域，美国空气化工、法国液化空气、日本大阳日酸和德国林德占据了全球 94% 的份额，同时占据了国内 80% 左右的市场份额。整体来看，这是一门挺好的生意，壁垒高、格局好、客户粘性强，下游需求稳定增长，只是国内公司要想去竞争，还比较难。



并购优塾

图：特种气体市场格局

来源：招股书



图：美国空气化工产品股价图（单位：美元/股） 来源：Wind

这个行业的代表公司，空气化工产品的股价，如上图。

回到本案，华特股份主营氟碳类、硅烷、光刻用混合气等，其中光刻气已经通过光刻机设备商阿斯麦的认证，目前特种气体业务市占率约为 1.4% 左右。

目前国内从事特种气体的企业的特点为，市场份额基本都很小，主营特种气体种类也各有差异。例如，吴华科技主营六氟化硫、巨化股份的刻蚀气体国内领先、南大光电是国内磷烷、砷烷领域龙头、雅克科技专注含氟特气等。但每家企业的市场份额却很小，那么，与巨头的差距究竟在哪里？

答案：首先是技术壁垒，其次是客户认证壁垒。

— 05 —



技术，壁垒



首先，来看技术壁垒。

特种气体在生产过程中涉及到气体合成、气体纯化、气体混配、气体分析检测等个步骤。其中，**气体纯化**是制备工艺的核心，下游半导体客户对纯度、精度等有严格标准。

气体纯化，是通过精馏、吸附等方式，将气体原料中的水分、空气、金属离子、颗粒物等杂质进行去除，精制成更高纯度的气体。

根据**国际半导体装备和材料委员会**标准，气体纯度要求达到 4 个“9”到 5 个“9”。目前，国外电子气体的纯度一般能达到 6 个“9”（即 99.9999%），其中，国际巨头林德集团、液化空气、空气化工、太阳日酸等气体的纯度在 99.9999%–99.9999999% 之间。而国内气体企业目前的提纯技术普遍在 5 个 9 左右，**提纯技术是国内企业与国际巨头的主要差距。**

本案，主营的特种气体高纯六氟乙烷、高纯四氟化碳、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳等纯度为 99.9993%–99.9997% 之间，已经实现国产替代，应用于八英寸集成电路生产制造中。

另外，其 25 个在研项目中，18 个为半导体特种气体。其中，2 个处于中试阶段的产品，高纯二氧化碳、高纯一氧化碳将应用于 28 纳米及以下蚀刻、清洗工艺。

研发项目	项目进展	拟达到的目标	应用前景	先进性	先进性依据
羰基硫研发	实验	99.95%纯度并实现规模化生产	用于 12 寸芯片的蚀刻、清洗	进口替代	目前基本依赖进口
高纯二氧化碳生产研发	实验	99.995%纯度并实现规模化生产	用于 8 寸及以上芯片的蚀刻、清洗	进口替代	目前基本依赖进口
半导体级六氟 1,3 丁二烯中试	实验	99.99%纯度并实现规模化生产	用于 12 寸芯片的氧化膜蚀刻	进口替代	目前基本依赖进口
高纯乙烯研发	实验	99.995%纯度并实现规模化生产	用于 8 寸及以上芯片铝金属表面介质层薄膜蚀刻	进口替代	目前基本依赖进口
六氟丙烯生产研发	实验	99.999%纯度并实现规模化生产	用于 8 寸及以上芯片的干式蚀刻	进口替代	目前基本依赖进口
半导体级四氟化硅研发	实验	99.995%纯度并实现规模化生产	用于 8 寸及以上芯片的干式蚀刻	进口替代	目前基本依赖进口
4N 高纯乙炔纯化研发	实验	99.99%纯度并实现规模化生产	用于 8 寸及以上芯片铝金属表面介质层薄膜蚀刻	进口替代	目前基本依赖进口
八氟丙烷合成研发	实验	99.999%纯度并实现规模化生产	用于 8 寸及以上芯片制造的干式蚀刻	进口替代	目前基本依赖进口
某氢化物合成研发	实验	99.999%纯度并实现规模化生产	用于 12 寸 10nm 以内线宽芯片的	填补全球技术	目前全球仅靠通流产品回收再纯化,尚无合成
高纯二氧化碳研发攻关	中试	99.999%纯度并实现规模化生产	用于 8 寸及以上芯片的清洗	进口替代	已实现进口替代,本项目将进一步应用于 12 寸 28nm 以下先进制程
电子级一氧化碳研发攻关	中试	99.997%纯度并实现规模化生产	用于 8 寸及以上芯片的干式蚀刻	进口替代	已实现进口替代,本项目将进一步应用于 12 寸 28nm 以下先进制程
高纯管道	实验	点抗冲击性好、抗应力开裂性好、耐腐蚀性好	集成电路用特种气体输送系统	-	满足集成电路用特种气体输送管道的要求
高纯三氟甲烷中 R22 的脱除研究	中试	99.999%纯度并实现规模化生产	用于 8 寸及以上芯片的蚀刻	进口替代	目前基本依赖进口
高纯气体分析技术研发	实验	实现对 99.99%以上纯度腐蚀性气体和有毒气体纯度、杂质含量定值,检测精度 1ppm 以内	用于半导体用特种气体的分析检测	-	行业内一般对 99.9%以内纯度腐蚀性、有毒气体检测,精测精度为 100ppm,本项目可对 99.99%以上纯度腐蚀性、有毒气体检测精度控制在 1ppm 以内

图：在研项目进展

来源：招股书

看完技术和行业特点后，我们来看更为直接的需求问题——下游大客户认证。

— 06 —



客户，认证



下游客户对气体供应商会进行两轮审核认证，其中光纤光缆的认证周期为 0.5-1 年，显示面板为 1 年，集成电路制造领域周期较长，大约为 2-3 年，其中，需求更为确定的是集成电路。

本案，其光刻气是国内唯一通过光刻机龙头阿斯麦认证的生产商，全球共有四家通过阿斯麦认证，分别为林德集团、液化空气集团、普莱克斯集团。不过，目前这部分收入占其整体特种气体业务的比例较小，约为 3% 左右。

综上分析，长期来看其下游需求由于晶圆代工厂生产线的逐步投产较为确定，而技术方面提升空间较大，那么，对于特种气体的业务未来的增速如何预测？

首先，考虑到下游客户的行业较为广泛，仅看单一行业内客户的情况可能会存在一定误差，因此，我们主要参照行业增速。据智研咨询数据显示，2018 年我国电子特种气体市场规模约为 132.8 亿元，同比增速为 18.15%。半导体领域用特种气体市场规模为 85 亿元，同比增速为 9.06%，三年复合增速为 13.31%。

其次，参考行业巨头历史增速。工业气体前四大巨头：**液空、林德、普莱克斯**（已经被林德集团收购）、空气化工产品经营时间较长，下游客户所属行业较为广泛，包括化学、冶金、医疗、食品、汽车、能源、电子等，增速中枢基本稳定在 6.8%-9% 之间（剔除 2009 年的巨幅波动）。



图：工业气体四大巨头的历史营业收入增速（单位：%）

来源：并购优塾

另外，结合半导体产业逐步往国内转移的趋势（日本→中国台湾→中国大陆），我们参照与本案相关的特种气体在日本半导体产业中的历史增速（注：考虑到对半导体周期景气复苏的判断，我们参照需求上升较明显的2014年至2016年）。

2014年-2016年，日本两大半导体制造用特种气体公司三年复合增速分别为：高纯六氟乙烷 16.12%（用于清洗、蚀刻）、高纯四氟化碳为 5.76%（用于清洗、刻蚀）。

表 8：2013-2018 年日本主要电子特气需求量及增速

	需求量/t						需求增速					复合增速
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	
C ₄ F ₈	56	65	52	84	122	185	16%	-21%	63%	45%	52%	27%
WF ₆	95	105	115	121	185	230	11%	10%	5%	53%	24%	19%
TEOS	380	422	442	491	615	752	11%	5%	11%	25%	22%	15%
HBr	92	125	157	164	166	151	37%	25%	5%	1%	-9%	11%
BCl ₃	103	127	146	146	171	160	23%	15%	0%	17%	-6%	9%
CF ₄	500	565	535	632	659	657	13%	-5%	18%	4%	0%	6%
Cl ₂	274	307	352	356	389	358	12%	15%	1%	9%	-8%	5%
SiF ₄	5.4	5.4	5.4	6.5	7.0	7.0	0%	0%	20%	8%	0%	5%
CHF ₃	83	85	97	94	94	97	2%	14%	-4%	1%	3%	3%
N ₂ O	954	993	1,129	1,220	1,176	1,030	4%	14%	8%	-4%	-12%	2%
C ₂ F ₆	176	132	170	178	206	179	-25%	29%	5%	15%	-13%	0%
GeH ₄	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0%	0%	0%	0%	0%	0%
NH ₃	2,917	3,443	3,697	3,523	3,145	2,901	18%	7%	-5%	-11%	-8%	0%
NF ₃	1,701	1,718	1,817	1,634	1,309	1,665	1%	6%	-10%	-20%	27%	0%
PH ₃	8.0	8.3	6.7	6.9	7.4	7.5	4%	-19%	3%	7%	1%	-1%
SiH ₄	373	425	398	316	306	348	14%	-6%	-21%	-3%	14%	-1%
SF ₆	240	211	208	210	215	215	-12%	-1%	1%	2%	0%	-2%
AsH ₃	10.8	9.8	11.8	11.2	10.2	9.6	-9%	20%	-5%	-9%	-6%	-2%
有机金属	2.2	2.1	2.5	2.1	2.2	1.9	-7%	20%	-16%	5%	-14%	-3%
SiH ₂ Cl ₂	258	173	239	188	167	200	-33%	38%	-22%	-11%	20%	-5%
B ₂ H ₆	0.68	0.39	0.36	0.45	0.36	0.49	-43%	-8%	25%	-20%	6%	6%

资料来源：CNKI、中信建投证券研究发展部

图：2013-2018 年日本主要电子特气需求量及增速

来源：CNKI、中信建投证券研究发展部

综上，这些气体均为本案华特股份的主营气体。对于特种气体，技术壁垒较高，且处于产业转移初期，未来不确定性较高，因此，我们对该项业务进行乐观与保守两种情形进行假设。

1) 乐观情况下——2019 年至 2020 年，由于产能受限，特种气体营业收入增速将维持在 2018 年的 5.69%。2021 年之后，假设其技术能够不断突破、中试产品通过下游客户认证，另外伴随着募投项目建成投产，2021 年至 2025 年，增长至日本高纯六氟乙烷（本案主要产品）的增速 16.12%，之后逐步降至全球前四大气体巨头历史增速中枢的高值 9%。

2) 保守情况下——2019 年-2020 年增速与乐观假设一致。2021 年之后，其提纯技术进步不明显，但募投项目仍能够给现有产品带来新的产能，因此 2021 年至 2025 年，增速从 2020 年的 5.69%，增长至我们参照的与本案相关的特种气体在历史上平均增速 10.61%，之后逐步降至全球前四大气体巨头的增速中枢低值 6.8%。

— 07 —



普通，气体

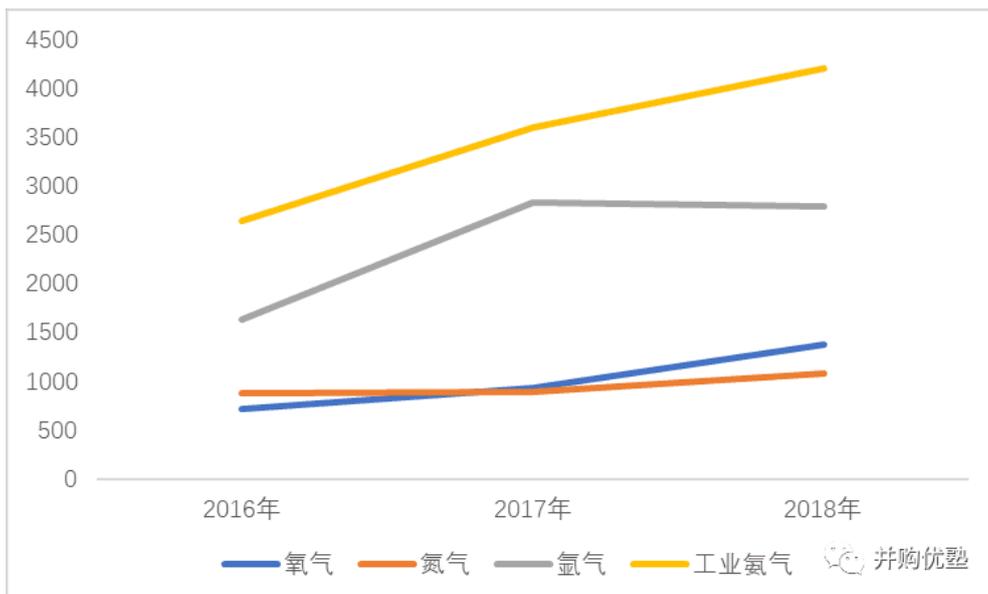


普通工业气体，受经济周期及政策等影响，导致产品价格波动较大，因此我们同样使用增速法预测。即： $当年收入 = 上年收入 * (1 + 增长率)$ 。

华特股份的普通工业气体产品包括氧气、氮气、氩气、工业氨气等气体，主要应用于金属冶炼、化工、机械、家电照明灯行业，生产工艺主要是充装，相对于特种气体技术要求较低。但是，普通气体在运输过程中要求低温、加压的环境，且不易长时间储存，通常存在 50-200km 的运输半径限制。

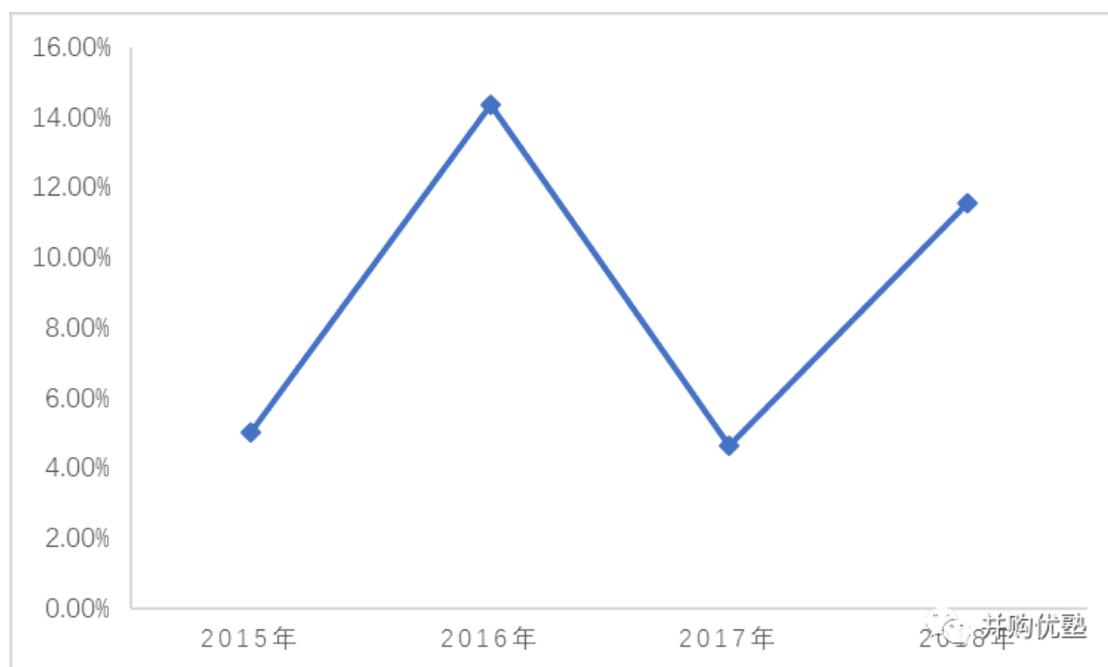
目前，国内普通工业气体的市场份额同样被林德集团、美国空气化工产品、法国液化空气、英国 BOC 气体等国际巨头所垄断，CR5 市占率约为 70%左右，国内企业竞争力较弱。华特股份的普通工业气体业务国内市场份额小于 1%。

2016 年至 2018 年，其普通工业气体的营业收入同比增速分别为 14.36%、21.40%、-3.83%。其中，2016 年和 2017 年的增长是由于供给侧改革政策，导致气体供给减少，市场价格上涨，从而拉动了本案的收入增长。



图：普通工业气体平均单价（单位：元/吨） 来源：招股书

2018 年的增速为负，是因为 2017 年出让了主营业务为普通工业气体的深圳华鹏，剔除深圳华特鹏口径影响，其增速为 11.14%。



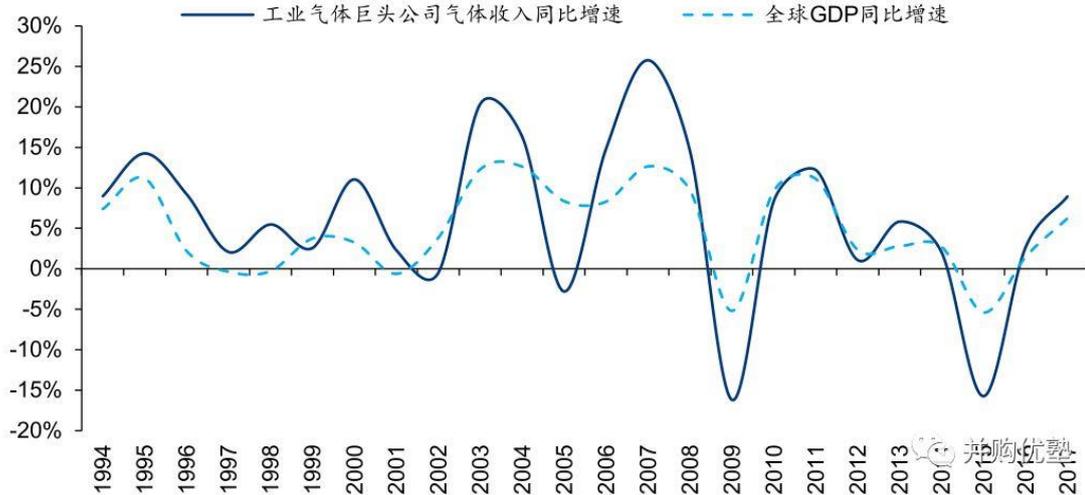
图：普通工业气体增速（单位：%）

来源：并购优塾

短期来看，随着供给侧改革要求的去产能逐步完成，供需也将恢复正常，工业气体的市场价格也会回归合理，从而其增速也会逐步下降。

普通工业气体，其产品主要有氧、氮、氩、工业氨，作为助燃剂、氧化剂、保护气等，下游客户多为金属冶炼、化工、家电等领域。长期来看，普通工业气体作为现代工业的基础原料，与工业发展有较强的相关性。

根据华泰证券测算，1994 年至 2017 年，全球工业行业增速与世界 GDP 增速进行回归，结果显示，工业气体市场增速与世界 GDP 增速呈正相关关系，气体市场规模增速大致是 GDP 增速的 1.4 倍。



图：工业气体市场增速和名义 GDP 增速呈正相关（单位：%）

来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

长期来看，我们认为这块业务并不是其主打发力的领域，从产品特性来看，普通气体存在较为明显的运输半径问题，与此前我们研究过的海螺水泥、福耀玻璃类似，因此，一旦先发龙头公司建立了地域优势，会形成较强的护城河。目前，在普通气体领域，市场格局还较为分散，本案的市占率不高，没有明显的先发优势。

综上所述，对于普通工业气体业务进行预测，短期内随着中国工业增长趋于平缓，增速下降。长期我们参照工业气体市场规模增速与世界 GDP 增速的关系，假设我国工业气体市场规模增速与中国 GDP 增速有同样的关系，即工业市场规模增速是 GDP 增速的 1.4 倍。

因此，普通工业气体，《并购优塾》假设，2019 年至 2021 年，从 2018 年 11.14% 的增速降至 8.54%（2018 年 GDP 同比增速 6.1%*1.4），之后逐步降至全球工业气体市场增速 2.90%。

另外，其还有一小块业务，为设备及工程业务主要是为客户提供的配套供气设备，与特种气体和普通工业气体之间有较强的协同效应。未来增速取决于特种气体和普通工业气体的增速。我们简化预测，该项业务的未来营业收入增速与特种气体的假设保持一致。

— 08 —



钱，如何烧

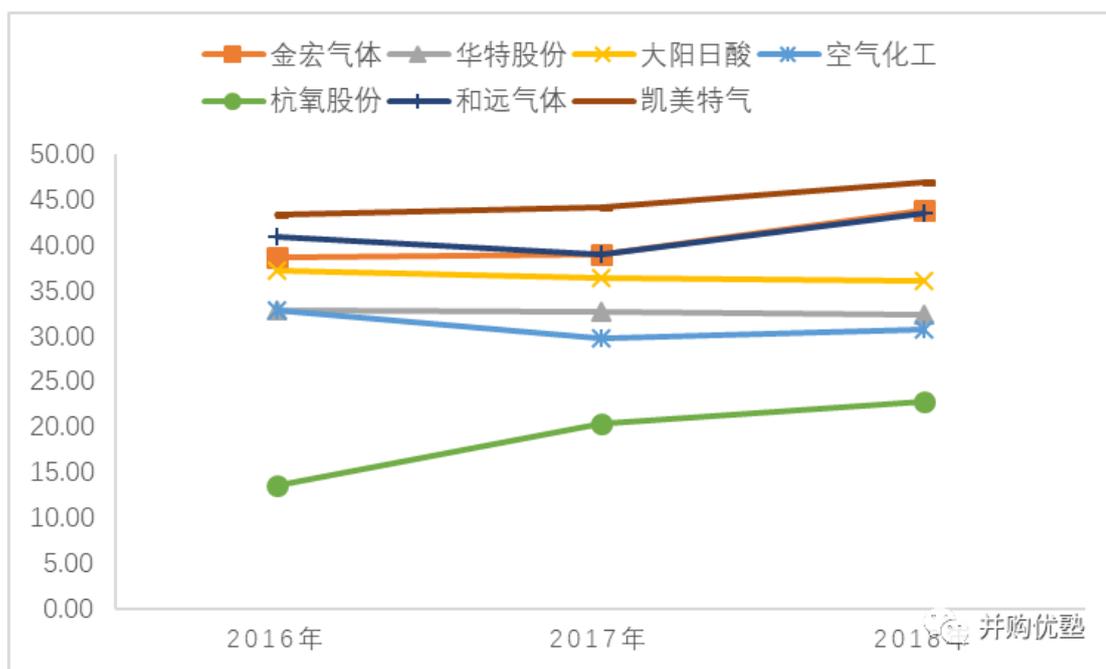


收入预测完毕后，我们进入 EBIDTA 的预测，这部分可以拆分为四大块：成本、研发费用、管理费用、销售费用。注意，上述四部分的计算口径均剔除折旧、摊销。

1) 先来看成本——主营业务成本包括：直接材料（87.67%）、直接人工（4.42%）、制造费用（7.91%）。

近三年，华特股份的毛利率分别为 32.80%、32.67%、32.39%。其毛利率整体呈逐年下降趋势，由于特种气体行业竞争激烈，以及海外巨头在国内建生产线降低运输成本并与国内气体企业进行价格战，导致毛利率下降。

与同行业对比，其毛利率低于金宏气体、凯美特气、和远气体等国内气体企业，其原因是以上企业的主营业务为普通工业气体，而普通工业气体具有运输半径限制的特征，运输半径内有成本优势，毛利率较高。



图：同行业毛利率对比（单位：%） 来源：并购优塾

价格方面——1) 随着海外大型气体公司如法国液化空气集团、普莱克斯等开始在国内建生产线投产，并进行主动降价，导致华特股份也相应的调低售价。2) 其部分特种气体产品，如高纯氨、氢气对于下游行业来说属于供过于求产品，市场竞争激烈导致价格逐年下降，从而毛利率降低。

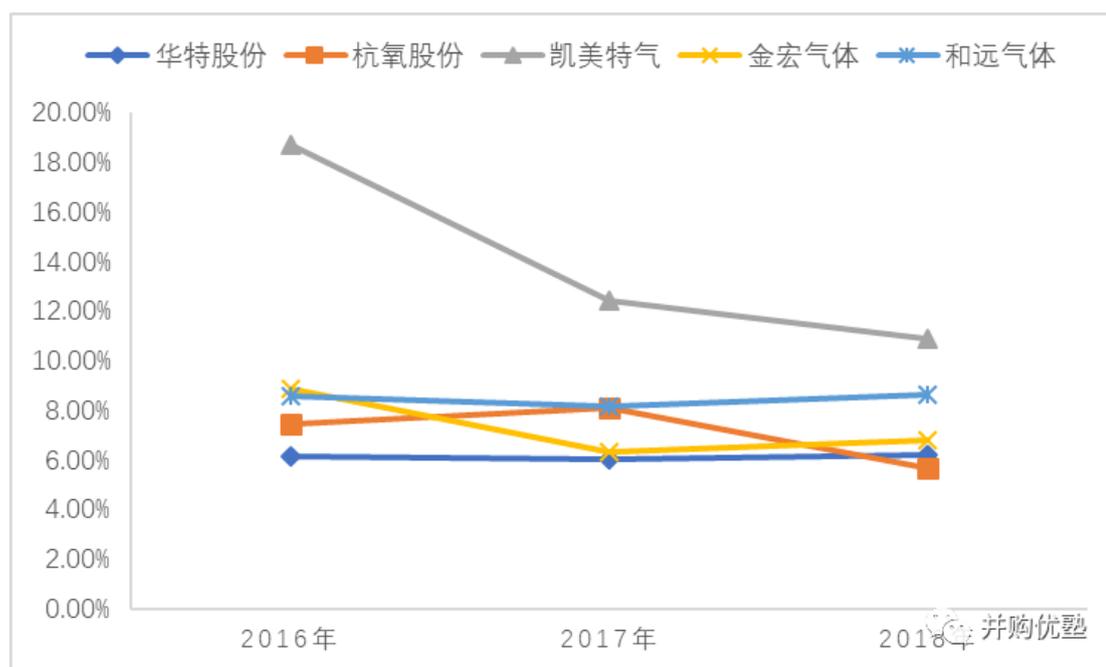
成本方面——特种气体的直接材料在营业成本中占比在 88%以上，因此原材料的价格的波动会影响其毛利率水平，但原材料并非依靠进口的稀缺材料，其前五名供应商均为国内企业，占比约在 21%左右，目前来看，上游原材料的价格降价多于涨价，不会对其成本有较大的影响。

综上，影响其毛利率的主要因素来自于价格端，未来随着海外巨头在国内建厂生产进一步降低价格，以及其自身拓展市场份额的需求，也会进行降价抢客户，其毛利率水平在预测期内仍会下降。因此优塾投研团队假设，其未来毛利率将从 2018 年的 32.39%，逐步下降至同行业业务相近且较成熟的美国空气化工的三年平均值 31.07%。

2) 管理费用（不含研发费用）——管理费用主要包括职工薪酬（43.73%）、办公费（21.76%）、差旅费（7.54%）、招待费（6.58%）、折旧摊销（4.77%）等。

2016 年至 2018 年，华特股份的管理费用占营业收入的比例分别为 6.14%、6.01%、6.20%。2017 年和 2018 年管理费用分别较上年增长 17.14%和 7.21%，主要原因分别为挂牌新三板及科创板聘请中介机构的服务费以及对办公室场地进行维修所花的修理费，两项费用皆为非经常性管理费用。

与同行业对比来看，本案的管理费用处于行业平均水平以下，一方面是其业务招待费用较低，另一方面是因为其办公类固定资产较少，相应的折旧与摊销较低。



图：同行业管理费用率对比（单位：%）

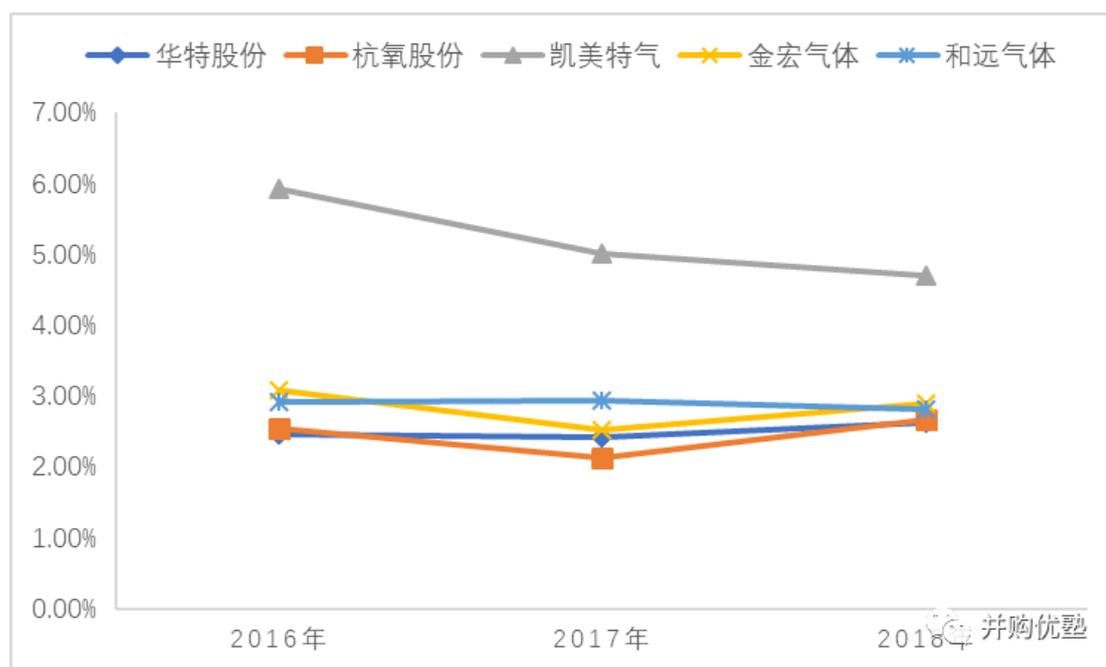
来源：并购优塾

虽然 2017 年、2018 年管理费用率的增加，是因为上市辅导费用及维修费用等非经常花销所导致，但考虑到其市场占有率较低，特种气体国内市场份额仅为 1.4%，未来市场空间较大，经营规模仍有扩大的可能性，管理费用也会相应的增加。因此，《并购优塾》假设在预测期内，其管理费用率将提升到 2018 年行业的平均水平 7.6%。

3) 研发费用——主要包括职工薪酬、材料费、折旧摊销等等。

2016 年至 2018 年，华特股份的研发费用占营业收入的比例分别为：2.46%、2.42%、2.6%。随着从普通工业气体逐渐向技术要求更高的特种气体侧重，其研发费用率也有所增加。

与同行业对比来看，本案的研发费用率低于行业水平的 3.15%，另外，如果与国内其它半导体材料的企业相比，比如主营抛光液的安集科技和靶材的江丰电子，其研发费用率都处于较低水平。



图：同行业研发费用率对比（单位：%）

来源：并购优塾

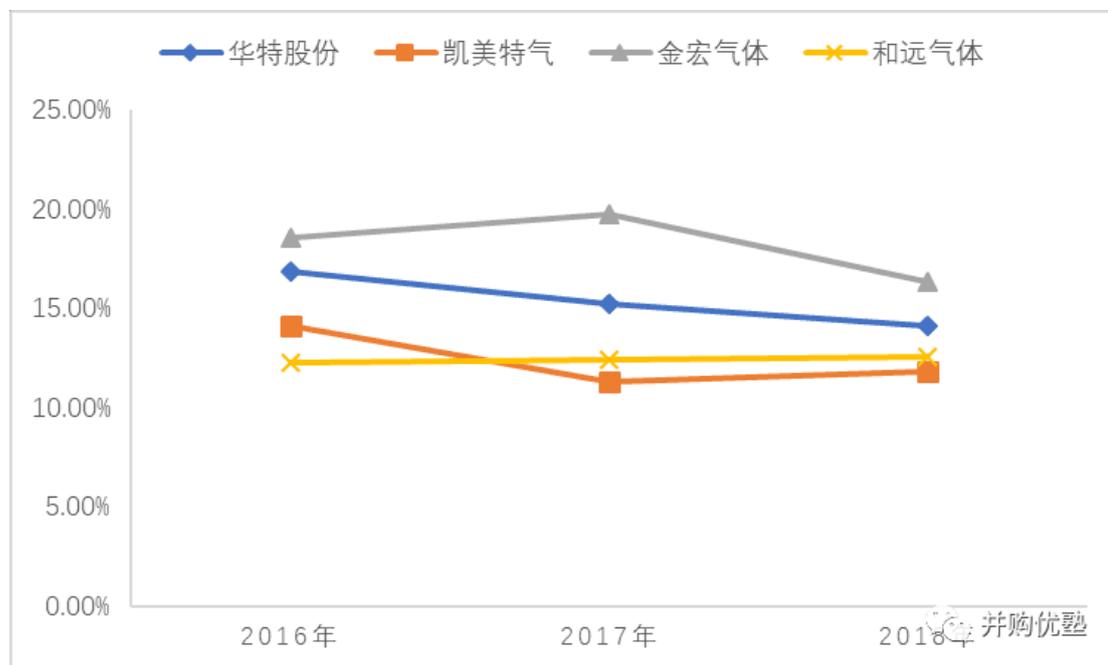
人力成本、材料费是其研发费用中主要的组成部分，目前本案的混合气产品虽然已经处于国际先进水平，但在市场占有率方面仍与国际巨头有较大差距，如果想要抢占更多的市场份额，需要提高产品的稳定性和先进性，未来仍需要不断的对研发进行投入。

因此，考虑到其产品存在较高技术壁垒，需要持续投入研发人员和采购原材料，并且其研发周期较长，客户的验证周期也有2~3年的时间。因此，《并购优塾》假设，在预测期内研发费用率大概率增加，此处取2018年的行业平均水平3.15%。

4) 销售费用——主要包括运杂费（59.12%）、职工薪酬（12.62%）、折旧费（7.01%）、办公费（9.02%）、招待费（4.85%）、差旅费（2.02%）、物料消耗（2.52%）等。

2016年至2018年，华特股份的销售费用占营业收入的比例分别为：16.85%、15.27%、14.17%。其中，运杂费较高是因为其产品的特殊性质和业务模式，对储运和物流配送的要求较高，其配备了专业运输车队，所以运杂费占比较大。销售费用率在2018年出现幅度较大的下降，是因为其转让了深圳华特鹏股权，2018年不再合并报表，而深圳华特鹏管理费用率为17.21%，高于其销售费用率。

与同行业对比，本案的销售费用率处于行业中等水平。但是，由于气体行业，特别是普通工业气体有运输半径的限制，运输费用占销售费用较大，所以行业整体销售费用也高于其它半导体材料企业。



图：同行业销售费用率对比（单位%）

来源：并购优塾

考虑到气体行业比较特殊的运输费用，随着业务规模的扩大，销售费用也会相应的增加。另外，本案在 2018 年转让了主营普通工业气体的深圳华特鹏子公司，导致销售费用率下降。未来，华特股份的特种气体是其发展重点，而特种气体的运输费用要低于普通工业气体。因此，《并购优塾》假设——销售费用率将取 2018 年的水平，14.17%。

至此，利润表的购建已经告一段落，不过，还有折旧摊销方面需要分析。而要分析折旧摊销，就必须研究另一件重要的事——本案未来将在设备、厂房等长期资产方面，花掉多少钱？这些钱，将如何摊销到每一年的利润表中？



在资产负债表中，对估值影响较大的，一个是资本支出（资本支出直接决定折旧摊销），一个是营运资本。

我们先看**资本支出**——2016年至2018年，华特股份资本支出分别为0.70亿元、0.46亿元、0.36亿元，占收入比重分别为10.65%、5.84%、4.4%。其资本支出主要用于房屋及建筑物、机器设备、运输设备等。特种气体的纯化属于物理反应，不需要大规模的化学反应装置，固定资产投入不大，因此未来资本支出会维持较低水平。

根据其募集资金使用情况来看，大约68%的资金用来建设生产线，建设期为3年，并于2018年4月份开始建设，假设募集资金从2020年开始，三年内等额投入。

序号	募集资金使用项目	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
1	气体中心建设及仓储经营项目	34,764.00	22,000.00
2	电子气体生产纯化及工业气体充装项目	21,600.00	9,000.00
3	智能化运营项目	6,329.75	6,000.00
4	补充流动资金	8,000.00	8,000.00
合计		70,693.75	45,000.00

图：募集资金用途

来源：招股书

因此，在建工程方面假设——项目投资总计4.5亿元，建设周期为36个月，目前气体中心建设及仓储经营项目和电子气体生产纯化及工业气体充装项目都已于2018年开始建设，预计2021年两个项目转固，之后假设不再有在建工程。

1) 新购入的固定资产/期初固定资产——其固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，占比90%，由于其固定资产都是在建工程转固所得。因此，我们取历史三年平均水平。

2) 无形资产购建/主营业务收入——其无形资产主要为土地使用权和软件，由于占收入比重较小且波动稳定，取历史近三年平均水平3.12%。

3) 折旧年限及残值率——由于其房屋、运输设备、办公设备、机械设备、储存设备等折旧年限不同，分别为8-30年、5-10年、3~5年、10年、5-10年，我们采用按权重计算，得到其折旧年限大约为10年，残值率取3%。

研究至此，CAPEX(资本支出)、折旧摊销预测完毕。但是，还有另一大变量，会极大的影响自由现金流，进而影响估值建模——本案，在产业链上话语权如何？它是否能够占用上下游的资金，进而增强自己的现金流，以提升企业内含价值？

— 10 —



产业链，话语权



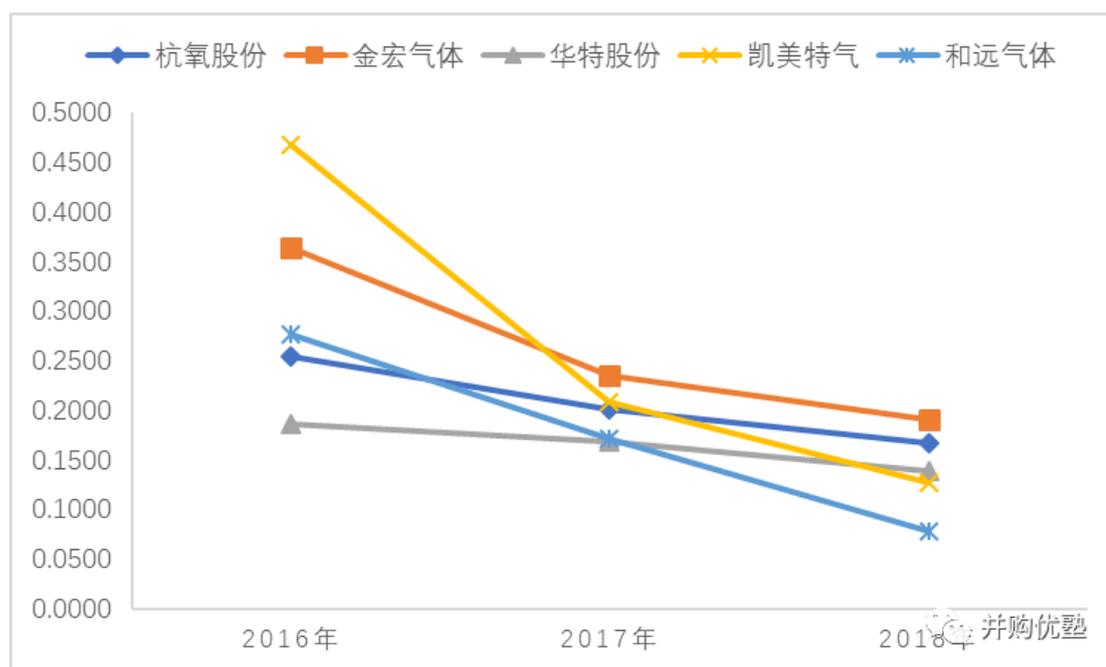
从资产负债表上看，影响营业资本的主要是应收账款、应付账款和存货。

对上游的话语权——主要看应付账款、预付账款。

应付、预付的细项，主要为原材料采购、设备采购款等。从历史数据来看，其应付款项和预付款项占成本的比重均比较稳定。2016年至2018年，其预付款占成本的比重分别为2.26%、1.6%、1.48%。

2016年至2018年，其应付账款占成本的比重分别为18.58%、16.93%、13.90%。

与同行业对比来看，本案的应付账款占营业成本比处于较低水平。且行业的应付账款占成本的比例整体呈下降趋势，主要原因是供应商要求采用票据的方式结算，上游原材料供应商话语权提升。



图：可比公司应付账款占成本比例情况（单位：%）

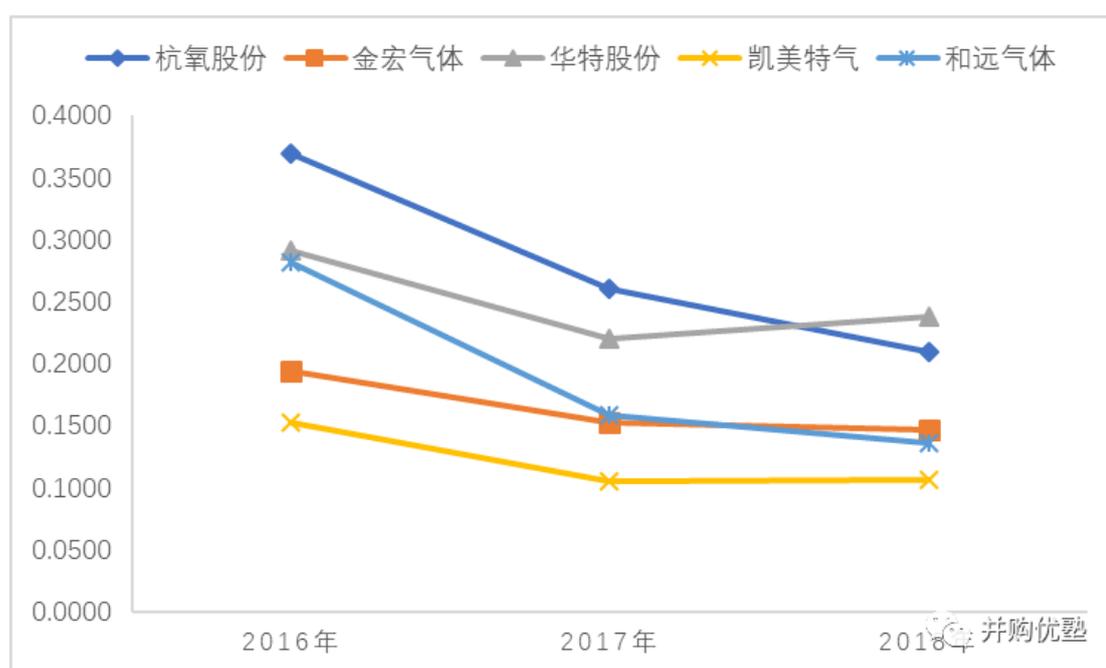
来源：并购优塾

综合来看，由于其前五名供应商占比相对分散为 20.06%，随着未来下游终端客户的不断扩产，晶圆出货后的持续增加，对特种气体的需求也会增加，从而带动气体企业对原材料的采购。因此，我们合理假设——基于历史数据，其规模扩大，应付款项占成本比重逐渐下降。预测期内假设取 2018 年的值 13.90%、预付账款占成本比重维持近三年的平均水平 1.79%。

对下游的话语权——主要看应收票据及应收账款、预收账款。

应收账款方面，2016 年至 2018 年，其应收账款分别为 1.91 亿元、1.73 亿元、1.94 亿元；占营业收入的比例分别为 29.10%、21.99%、23.75%。

与同行业对比，本案应收账款占比处于行业中较低水平，考虑到其下游前五名客户无论是气体公司客户还是终端晶圆代工厂客户，均有较多的选择，有较强的话语权，所以本案对于下游的话语权，短期内不会有太大的变化。



图：可比公司应收账款占营业收入比（单位：%）

来源：并购优塾

而预收账款方面，2016年至2018年，其预收账款占收入的比重平均值约为0.3%左右，由于其产品需要同下游客户认证后，客户才会决定采购产品，下游话语权较强，所以预收账款占比极小。

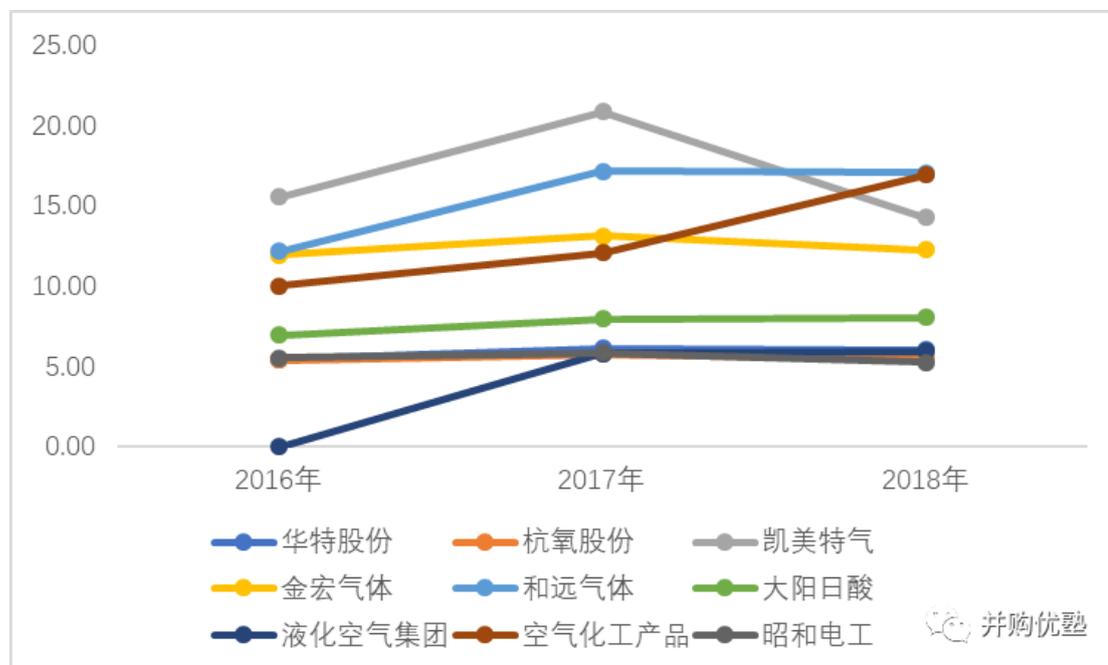
综上，《并购优塾》合理假设——未来下游客户话语权维持现在的水平，因此，假设其未来应收账款占比、预收账款占营业收入的比重分别维持近三年平均水平。

看完了话语权，再来看它的营运效率到底如何，主要看存货周转率。

从历史数据来看，2016年至2018年，华特股份的存货周转率分别为6.29次、6.44次、5.98次。其存货由原材料、产成品、在产品、和发出商品等组成，其中产成品占比较大，约为53.71%。

与同行业对比来看，本案华特股份与国内气体公司的存货周转率有较大差距，而与大阳日酸、液化空气、昭和电工等国际气体公司的存货周转率水平相似。主要原因为华特股份与国内可比公司在产品结构上的不同，可比公司普通工业气体占比较高。而普通工业气体中的氧气、氮气、氩气等在实际存储过程需要低温、加压、以及储存时间不宜过长。

特种气体的生产工艺相对复杂，生产周期较长，并且可以远距离运输。因此，普通工业气体的存货周转率相对较高。另外，与本案存货周转率相近的国际气体公司主营产品也多为特种气体。



图：可比公司存货周转率情况（单位：次）

来源：并购优塾

综上，我们对存货进行假设——由于其销售模式为以销定产模式，根据其披露的在手订单情况来看，下游需求旺盛，随着订单的增多，未来采购原材料的量也将会增加，在产能稳定的情况下，我们假设，未来存货占成本的比例仍然会维持较高水平，取近三年的较高水平，2018年的值。

以上，关于估值建模的绝大多数假设都已完成，我们进入报告核心的部分——估值建模，到底如何测算？



估值建模，怎么做



在进行估值建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

1) **天花板**：2016年至2018年，中国特种气体市场规模分布为102.8亿元、112.4亿元、132.8亿元，目前，华特股份的特种气体业务国内市场份额约为1.4%，国内气体企业的市占率也只有10%左右，国外几大气体巨头企业在国内处于垄断地位。如果，华特股份能够在特种气体领域的综合技术不断突破，打破国外龙头企业的垄断格局，其天花板要高于其它半导体材料企业。

2) **未来增长区动力**：短期，需要关注其产能情况，产量能否满足下游客户的订单，其次也需要关注下游晶圆代工厂商的晶圆产能与销量以及新产线投产情况，尤其是以中芯国际、华润微电子、京东方等为代表的主要客户晶圆出货情况。长期，除了需要关注半导体材料国产化率提升进展情况之外，关键要看其自身的技术能力，能否在特种气体领域不断突破，对气体提纯以及气体运输方面达到国际先进水平。

3) **投入资本回报**：2016年至2018年，我们计算其剔除现金和类现金资产的ROIC分别为7.35%、10.96%、12.69%；不剔除现金分别为6.42%、9.63%、10.58%。

4) **护城河分析**：对于本案华特股份，核心护城河有两处：**一为技术**，即，对特种气体的提纯能力，华特股份在光刻气体领域已经为阿斯麦供货，目前在国内企业中属于领先地位，但是对比日美等国际巨头，在市场占有率上仍存在较大差距。**二为运输半径**，即，由于普通工业气体如氧气、氮气、氩气在运输过程中需要低温、加压等环境，且不宜长时间储存，通常存在50-200km的运输半径限制，区域内综合能力较强的气体公司有竞争优势，其它气体公司进入成本较高。目前华特股份在广东、广西、江西、浙江、湖南等地均有布局。

5) **从竞争格局上来看**：全球特种气体市场处于寡头垄断状态——日美企业（大阳日酸、林德集团、液化空气、空气化工、普莱克斯）市场占有率超过95%。本案，华特股份及国内气体企业与国际巨头目前仍有较大差距。

6) **风险点**：1) 国外气体巨头在国内建生产线，对华特股份产生较大的竞争压力。（如2017年普莱克斯的国内生产线投产，而减少了对其氢气的采购）2) 上游原材料价格上涨，使其成本上升。

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算……

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买科技版报告库，

以金山办公、九号智能、埃夫特为例，

估值建模部分，样图如下：

以金山办公为例，经配平后的资产负债表预测样图：

金山办公									
资产负债表 Balance Sheet									
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
本表假设									
非核心资产（流动）					10.48	10.48	10.48	10.48	10.48
非核心资产（非流动）					0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
其他长期经营性资产					0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
长期经营性负债					0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
货币资金	0.65	1.37	3.15	1.66	1.87	3.86	8.41	10.91	13.91
应收款项	0.68	1.36	1.55	1.76	2.27	2.84	3.42	4.07	4.81
预付款项	0.03	0.01	0.11	0.04	0.06	0.01	0.11	0.13	0.15
存货	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.02	0.03	0.03
其他经营性流动资产	1.00	0.49	0.21	0.15	0.21	0.28	0.34	0.41	0.48
非核心资产（流动）	1.83	2.05	3.86	8.49	10.48	10.48	10.48	10.48	10.48
流动资产合计	4.20	5.29	8.89	12.11	14.90	17.47	22.78	26.02	29.86

以九号智能为例，现金流量表预测样图：

九号智能						
现金流量表 Cash Flow Statement						
(单位为亿元人民币，特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流						
净利润				7.7	10.2	12.1
折旧				0.2	0.2	0.2
摊销				0.3	0.3	0.3
财务费用				1.2	0.9	0.6
(非经常性或非经营性损益)				0.0	0.0	0.0
经营性营运资金减少				-1.0	-1.4	-1.3
长期经营性负债增加				0.2	0.3	0.3
经营活动现金流				8.5	10.5	12.1

以埃夫特为例，利润表预测样图：

埃夫特							
利润表 Income Statement							
单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
				1	2	3	4
本表假设							
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主营业务成本/主营业务收入	82.74%	87.47%	85.54%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%
税金及附加/主营业务收入	0.79%	0.64%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%
销售费用/主营业务收入	5.36%	5.63%	4.57%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%
管理费用/主营业务收入	11.31%	11.89%	11.04%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
研发费用/主营业务收入	6.94%	6.52%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%
其他经营性损益	0.29	0.47	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
非经常性损益	-0.18	0.47	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
所得税率	-10.64%	0.00%	28.57%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	(0.01)	(0.09)	(0.03)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
主营业务收入	5.04	7.82	13.14	16.25	20.31	25.39	31.74
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总收入	5.04	7.82	13.14	16.25	20.31	25.39	31.74

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模、财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾定制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应定制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品二：科技版报告库”中，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



扫码阅读优塾核心产品

科技版估值研报库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_dsj

— 10 —

除了这个案例，
你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近5年来**关于研究体系的思考历程，**近3年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对上述机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。