# 华亚智能（003043）

## 半导体精密金属件制造商，行业扩产迎黄金发展期

增持（首次）

2021 年 07 月 25 日

证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn
证券分析师 朱贝贝
执业证号：S0600520090001
18321168715
zhubb@dwzq.com.cn
研究助理 罗悦
18502542232
luoyue@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 368 | 509 | 709 | 971 |
| 同比（%） | 18.6 | 38.2 | 39.2 | 37.0 |
| 归母净利润（百万元） | 72 | 103 | 164 | 244 |
| 同比（%） | 29.6 | 43.9 | 58.5 | 48.9 |
| 每股收益（元/股） | 1.20 | 1.29 | 2.05 | 3.05 |
| P/E（倍） | 57 | 53 | 34 | 23 |

### 投资要点

■ **华亚智能：半导体精密金属件领先供应商**

公司专注于半导体精密金属件，客户资源优质，已切入 AMAT、中微等龙头供应链体系，具备稀缺性。2020 年公司毛利率、净利率分别为 39.85%、19.49%，其中半导体业务毛利率高达 56.50%。2016-2020 年营业收入的 CAGR 为 8.77%，归母净利润 CAGR 为 9.16%。2020 年受益于全球半导体市场恢复增长，公司业绩成长提速，盈利性上行贡献业绩弹性。

■ **精选下游，布局成长**

**1）半导体设备：**国际半导体巨头纷纷扩产，上游设备迎来 3-5 年黄金期。SEMI 预计，2020-2022 年晶圆厂设备支出分别增长 16%/15.5%/12%。未来三年有望连创晶圆设备支出新高。公司产品覆盖半导体主要设备，客户资源优质，作为核心板块，有望直接受益于半导体设备扩产浪潮。

**2）电力与新能源：**电网投资回暖，光伏装机需求保持高水平。中国光伏行业协会预测，2021 年我国光伏新增装机规模将由 48.2GW 升至 55GW 至 65 GW，“十四五”时期年均达 70GW 至 90GW。公司产品主要应用于光伏逆变器等，作为优势板块，有望受益行业景气度持续实现稳定增长。

**3）医疗器械及轨交：**人口基数大+人口老龄化，我国医疗市场长期向好；“123 出行交通圈”等交通强国政策落地，确立未来 15 年的长期轨交建设需求。公司产品主要应用于医用手术床及吊塔、高铁座椅及空调风道系统、城市轨交牵引系统等，作为潜力板块，未来发展空间较大。

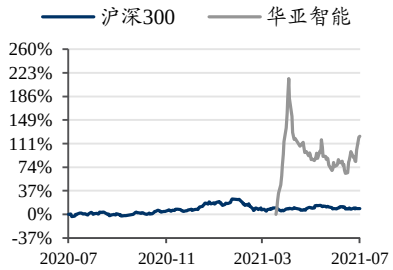
■ **募投项目突破产能瓶颈，打开新一轮成长期**

公司业务拓展受限于产能高度饱和，IPO 拟募资 3.50 亿元用于精密金属结构件扩建及研发中心建设，其中产能扩建项目公司预计建设期 2 年、达产期 5 年。根据公司招股书，公司预计全部达产后年均增加营业收入 4.10 亿元，年均净利润 0.75 亿元，有望迎来新一轮成长期。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.0/1.6/2.4 亿元，分别同比增长 44%/59%/49%，当前市值对应 PE 为 53/34/23 倍。考虑到公司在半导体精密金属件领域发展前景广阔，首次覆盖予以“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动风险；半导体行业波动风险；毛利率下降风险；市场竞争加剧的风险；客户产业转移风险。

### 股价走势




### 市场数据

| | |
|---|---|
| 收盘价(元) | 68.74 |
| 一年最低/最高价 | 23.77/98.52 |
| 市净率(倍) | 6.96 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,374.80 |

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 每股净资产(元) | 9.87 |
| 资产负债率(%) | 11.26 |
| 总股本(百万股) | 80.00 |
| 流通 A 股(百万股) | 20.00 |

### 相关研究

# 内容目录

**1. 华亚智能：半导体精密金属件领先供应商 ..... 4**
1.1. 半导体精密金属件领先供应商 ..... 4
1.2. 客户资源优质，切入半导体设备龙头的供应链体系 ..... 6
**2. 受益半导体行业回暖，业绩成长提速，盈利性拐点向上 ..... 7**
2.1. 下游半导体设备市场复苏，业绩成长提速 ..... 7
2.2. 半导体业务高毛利率，拉动盈利性拐点向上 ..... 8
**3. 精选下游，布局成长 ..... 10**
3.1. 半导体设备：国际巨头扩产潮，上游设备迎黄金期 ..... 10
3.2. 电力与新能源：电网投资回暖，光伏装机需求保持高水平 ..... 12
3.3. 医疗器械及轨交：需求长期稳定向好 ..... 13
**4. 募投项目突破产能瓶颈，打开新一轮成长期 ..... 14**
**5. 盈利预测与投资建议 ..... 15**
**6. 风险提示 ..... 18**

# 图表目录

图 1: 华亚智能发展历程 ..... 4
图 2: 王彩男等三位实控人合计持有股份达 59.06%（截至 2021 年 7 月 21 日） ..... 6
图 3: 公司主要下游及核心客户梳理 ..... 6
图 4: 2016-2020 年营业收入 CAGR 为 8.77% ..... 7
图 5: 2016-2020 年归母净利润 CAGR 为 9.16% ..... 7
图 6: 半导体设备、新能源及电力领域为公司主要收入来源，且占比逐年提升 ..... 8
图 7: 公司境外收入逐年增长，2020 年境外销售收入占比 47% ..... 8
图 8: 2020 年公司毛利率、净利率分别达 39.85%、19.49% ..... 9
图 9: 公司半导体设备领域结构件毛利率高达 56.50%，显著高于其他业务 ..... 9
图 10: 2020 年公司毛利率达 39.85%，大幅高于同行业平均水平 ..... 9
图 11: 2016-2020 年期间费用率稳定于 15%之下 ..... 10
图 12: 2016-2020 年公司四项费用率 ..... 10
图 13: 2020 年全球半导体设备销售额 712 亿美元，同比+19% ..... 10
图 14: 2020 年中国大陆半导体设备市场销售额 187 亿美元，同比+39%，全球占比 26% ..... 10
图 15: 台积电调升 2021 年资本支出至 300-310 亿美元 ..... 11
图 16: 2020 年公司半导体设备领域结构件收入 1.79 亿，同比+67.9% ..... 11
图 17: 2021 年 1-2 月电网投资累计同比+64.49% ..... 12
图 18: 2015-2022E 年全球光伏新增装机量持续增长 ..... 12
图 19: 2020 年公司新能源及电力设备结构件收入 0.95 亿，同比+0.6% ..... 12
图 20: 2019 年中国医疗器械市场规模 6341 亿元，同比+19.6% ..... 13
图 21: 2011-2019 年我国轨道交通投资逐年增长 ..... 13
图 22: 我国铁路运营里程建设需求仍大 ..... 13
图 23: 2020 年公司医疗器械结构件收入 0.26 亿元，同比-5.7% ..... 14
图 24: 2020 年公司轨道交通结构件收入 0.26 亿元，同比-32.3% ..... 14

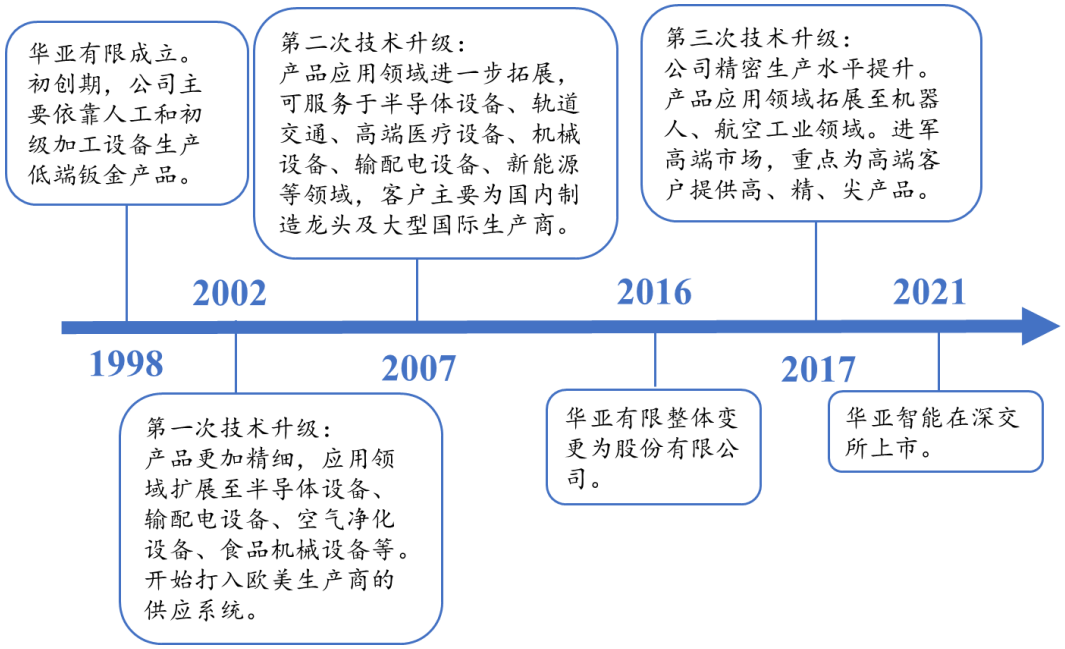
表 1: 公司主要产品应用半导体设备等五大领域 ..... 5
表 2: 公司已切入半导体设备龙头的供应链体系，客户资源优质 ..... 7
表 3: 2020 年公司外销前三客户均为半导体领域，占外销收入 76.61% ..... 8
表 4: 公司主要机器设备的开工率接近饱和 ..... 14
表 5: 公司拟募集 3.50 亿元用于产能扩建及研发中心建设 ..... 15
表 6: 2018-2023E 华亚智能分业务拆分（百万元） ..... 16
表 7: 2019-2023E 公司期间费用率及测算 ..... 17
表 8: 可比公司估值表 ..... 17

# 1. 华亚智能：半导体精密金属件领先供应商

## 1.1. 半导体精密金属件领先供应商

**半导体设备领域，高端精密金属件领先供应商。**华亚智能成立于 1998 年，2021 年公司在深圳证券交易所上市。公司专注于精密金属制造，初创期主要生产低端钣金产品。经过三次技术升级，公司形成了半导体设备领域为核心，电子与新能源设备、轨道交通及医疗设备等领域的结构件协同发展的业务模式。

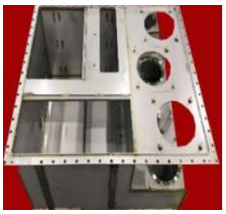
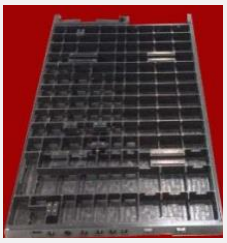
**图 1：华亚智能发展历程**




数据来源：华亚智能官网，东吴证券研究所

**公司结构件应用包括五大领域，其中半导体设备领域为核心。**公司的结构件主要应用于半导体设备、新能源及电力设备、通用设备、轨道交通、医疗器械五大领域。其中，半导体设备结构件是公司重点发展的核心业务，也是公司利润的主要来源。2020 年，公司半导体设备领域结构件的营收为 1.79 亿元，占公司总收入的 48.7%；半导体设备领域毛利率 56.5%，远高于其他业务。

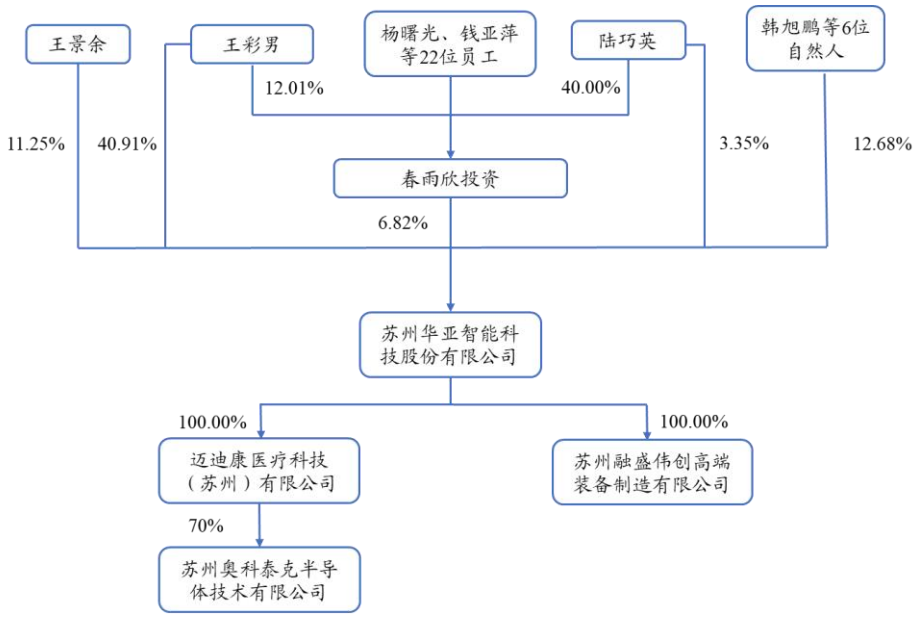
**表 1：公司主要产品应用半导体设备等五大领域**

| 产品类别 | 主要产品 | 代表产品图 | 终端产品图 | 2020 年收入（收入占比） | 2020 年毛利率 |
|---|---|---|---|---|---|
| **半导体设备领域** | 晶圆刻蚀气体输送中心、晶圆（清洗、沉积）控制平台、晶圆成膜（PECVD）设备气体输送平台、超高亮度 LED 薄膜沉积设备、全自动锡膏印刷机、晶圆检测设备（AWX）成像检测平台等 | | | 1.79 亿（占 48.59%） | 56.50% |
| **新能源及电力设备领域** | 光伏逆变器、六氟化硫气密箱、高压输变电开关柜等 |  | | 0.95 亿（占 25.71%） | 21.61% |
| **通用设备领域** | PCB 检测设备结构件、智能办公设备结构件、X 射线光谱测定分析仪结构件等 |  | | 0.42 亿（占 11.32%） | 30.38% |
| **轨道交通领域** | 高铁座椅总成结构件、轨道交通牵引系统结构件、高铁风道系统结构件等 | | | 0.26 亿（占 6.94%） | 21.82% |
| **医疗器械领域** | 医用手术床结构件、医用吊塔结构件、医用灯臂结构件等 | | | 0.26 亿（占 7.12%） | 24.92% |

数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所整理

**股权集中度高，三位实际控制人合计持有股份 59.06%。**公司三位实际控制人分别为董事长兼总经理王彩男、其配偶陆巧英及其子王景余。截至 2021 年 7 月 21 日，王彩男直接持有公司 40.91%股份，并通过春雨欣投资间接持有 0.82%股份，合计控股 41.73%；陆巧英直接持有公司 3.35%股份，并通过春雨欣投资间接持有 2.73%股份，合计控股 6.08%；王景余直接持有公司 11.25%股份。

**图 2：王彩男等三位实控人合计持有股份达 59.06%（截至 2021 年 7 月 21 日）**

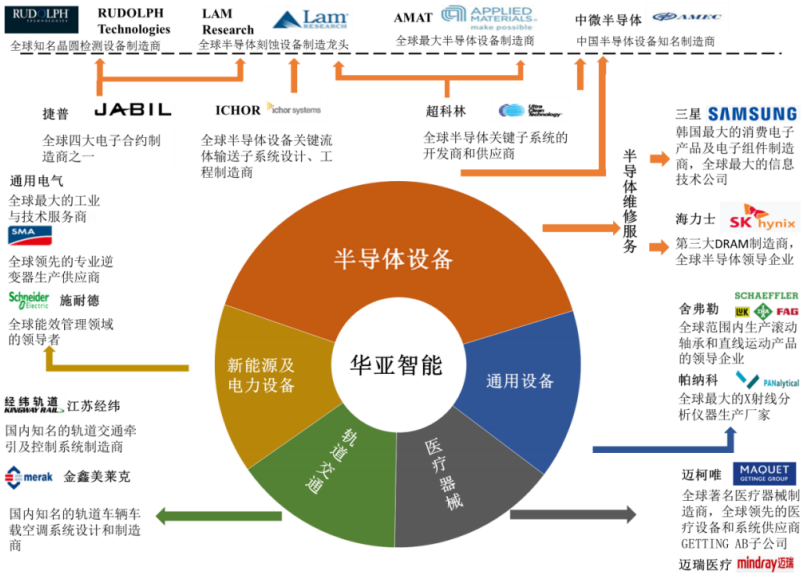



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2. 客户资源优质，切入半导体设备龙头的供应链体系

**在半导体设备领域，公司已切入 AMAT、中微等龙头供应链体系：**直接客户包括超科林、ICHOR（二者均为全球最大的半导体设备制造商 AMAT 和 LamResearch 的主要客户）、中微半导体、捷普、天弘、依工电子等全球领先设备部件制造商。在其他业务板块，公司长期合作客户包括全球知名光伏逆变器制造商 SMA，工业与技术服务商通用电气，电气厂商施耐德，生产滚动轴承企业舍弗勒，医疗设备和系统供应商瑞典洁定集团的子公司迈柯唯等。

**图 3：公司主要下游及核心客户梳理**




数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

表 2：公司已切入半导体设备龙头的供应链体系，客户资源优质

| 主要产品 | 直接客户 | 间接客户 | 应用的半导体制造设备 |
|---|---|---|---|
| UFA 系列 | 超科林 | Lam Research | 晶圆蚀刻气体输送设备 |
| CEFEM 系列 | | Lam Research | 晶圆蚀刻设备 |
| AKT 系列 | | AMAT | 晶圆成膜设备（PECVD） |
| MOCVD 系列 | | 中微半导体 | 气相沉积设备 |
| UFA 系列 | ICHOR | Lam Research | 晶圆蚀刻气体输送设备 |
| 4W-EFEM 系列 | 捷普 | Lam Research | 晶圆蚀刻设备 |
| RUDOLPH 系列 | - | Rudolph Technologies | 晶圆检测设备 |

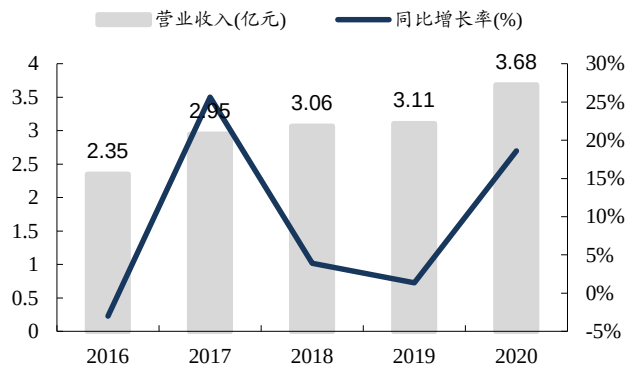
数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

## 2. 受益半导体行业回暖，业绩成长提速，盈利性拐点向上

### 2.1. 下游半导体设备市场复苏，业绩成长提速

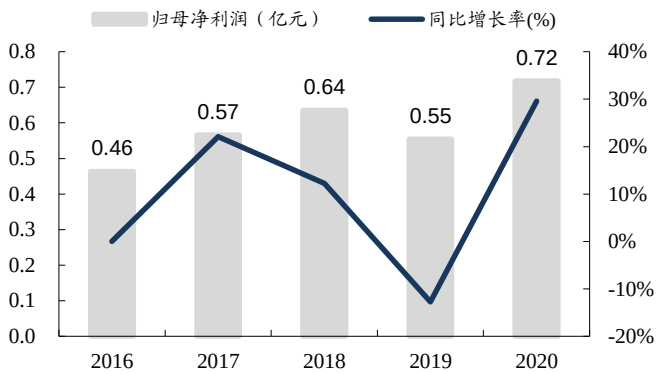
**受益于半导体设备市场景气回暖，公司业绩增速加快。**公司业绩保持稳定增长，2016-2020 年营业收入的 CAGR 为 8.77%，归母净利润 CAGR 为 9.16%。2020 年公司营收 3.68 亿元，同比+18.60%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比+29.61%。此外，公司 2021 年 1-3 月营业收入 0.92 亿元，同比增长 34.78%；归母净利润 0.19 亿元，同比增长 27.22%。2020 年以来，受益于全球半导体市场恢复增长，公司业绩增速加快。

图 4：2016-2020 年营业收入 CAGR 为 8.77%




数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

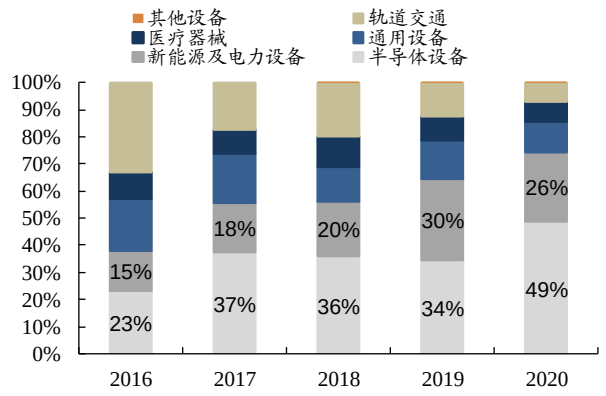
图 5：2016-2020 年归母净利润 CAGR 为 9.16%




数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

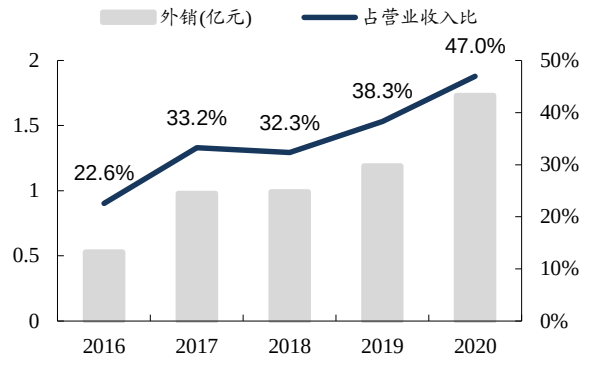
**2020 年公司半导体设备、新能源及电子设备结构件收入占比分别为 49%、26%。占比逐年提升。**2020 年，公司半导体设备/新能源及电力设备/通用设备/轨道交通/医疗器械领域结构件收入占总收入比例分别为 48.75%/25.79%/11.36%/6.97%/7.14%。半导体设备、新能源及电力领域为公司主要收入来源，合计占比达 75%，且业务收入占比逐年提升。

**图 6：半导体设备、新能源及电力领域为公司主要收入来源，且占比逐年提升**




数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

**图 7：公司境外收入逐年增长，2020 年境外销售收入占比 47%**




数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

**公司境外收入七成来自半导体领域。**2016-2020 年公司的境外收入占比由 2016 年 22.6%持续提升至 2020 年 47.0%，主要来自于半导体领域。2020 年公司前三大外销客户均为半导体领域（超科林、捷普、ICHOR），合计收入占外销收入比重达 76.61%。

**表 3：2020 年公司外销前三客户均为半导体领域，占外销收入 76.61%**

| 客户 | 产品应用领域 | 外销收入（万元） | 占外销总收入比重（%） |
|---|---|---|---|
| 超科林 | 半导体设备 | 5367.89 | 31.11 |
| 捷普 | 半导体设备 | 3991.10 | 23.13 |
| ICHOR | 半导体设备 | 3858.64 | 22.37 |
| **合计** | | **13217.63** | **76.61** |

数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

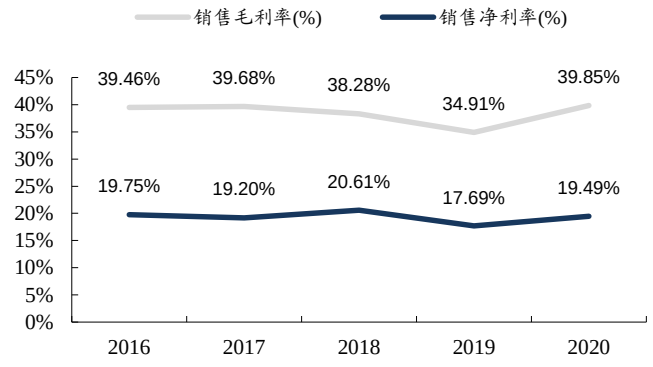
## 2.2. 半导体业务高毛利率，拉动盈利性拐点向上

**2020 年公司毛利率、净利率分别达 39.85%、19.49%高水平。**2016-2020 年，公司毛利率和净利率较为稳定，均维持在较高水平。分业务看，半导体设备领域产品毛利率

稳定在 55%以上的高水平。

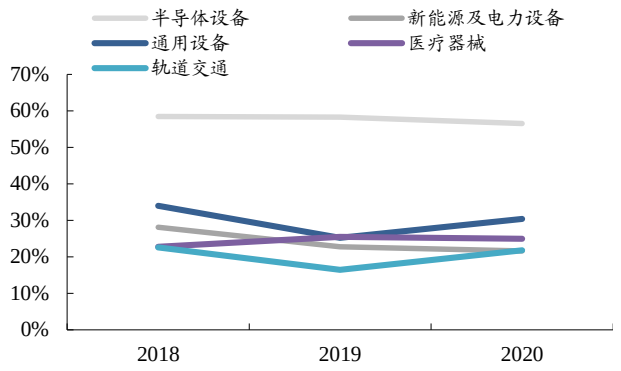
**2020 年公司在半导体设备领域的产品毛利率高达 56.50%，叠加当年公司半导体业务增速较快，盈利性上行贡献业绩弹性。**

**图 8：2020 年公司毛利率、净利率分别达 39.85%、19.49%**




数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

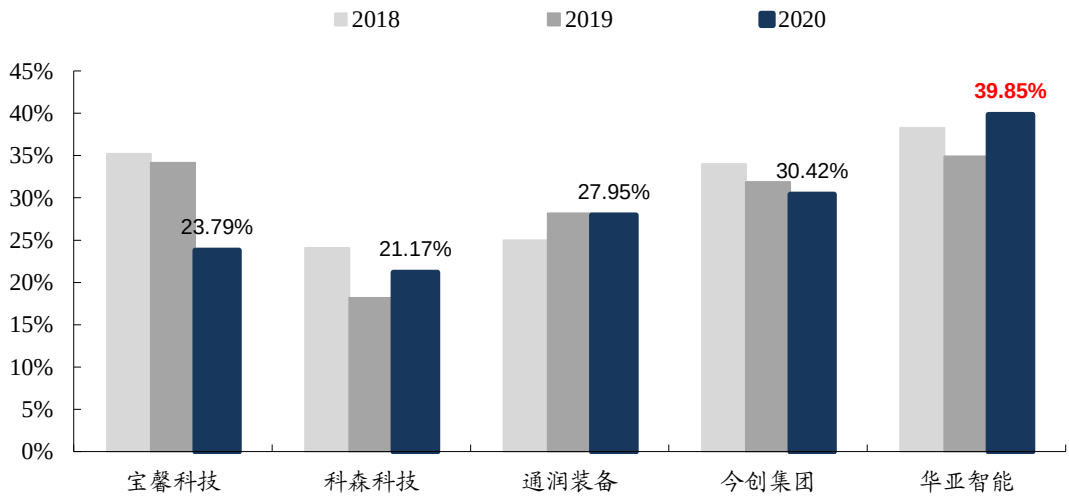
**图 9：公司半导体设备领域结构件毛利率高达 56.50%，显著高于其他业务**




数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

**半导体精密结构件业务具有稀缺性，公司毛利率大幅高于行业平均。**2020 年公司销售毛利率 39.85%，大幅高于行业平均水平 25.83%，主要系：1）半导体设备结构件技术壁垒高、设备整体价值量高、客户对精密金属结构件价格不敏感；2）公司结构件产品具有定制化的特点，产品规格种类近 2 万种，要求企业快速反应客户需求、生产服务高效，运营能力壁垒较高。目前，境内尚无专注于半导体精密结构件的上市公司。

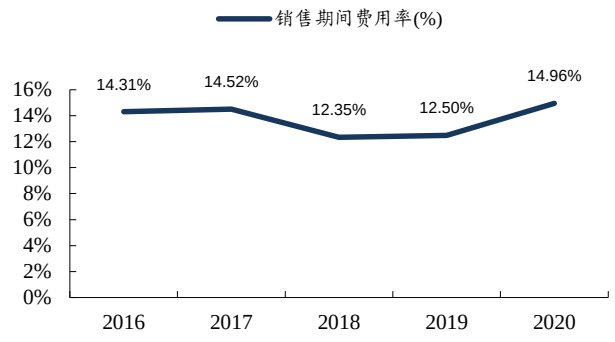
**图 10：2020 年公司毛利率达 39.85%，大幅高于同行业平均水平**




数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

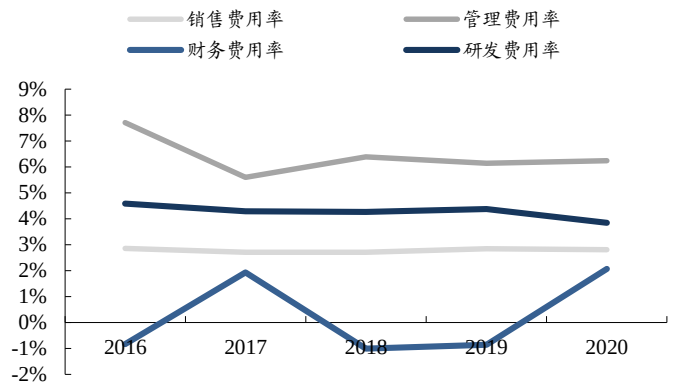
**费控管理较好，期间费用率稳定。**2018~2020 年公司期间费用合计占营业收入的比例分别为 12.35%、12.50%和 14.96%，除财务费用率外，各项费用率整体较为稳定，2020 年财务费用率同比上升较大，主要系人民币较美元升值造成汇兑损失。

**图 11：2016-2020 年期间费用率稳定于 15%之下**




数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

**图 12：2016-2020 年公司四项费用率**



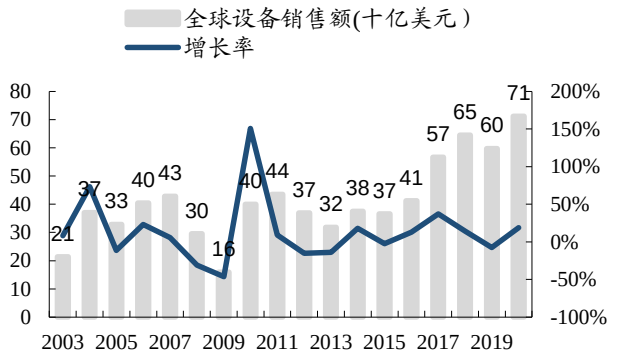

数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

## 3. 精选下游，布局成长

### 3.1. 半导体设备：国际巨头扩产潮，上游设备迎黄金期

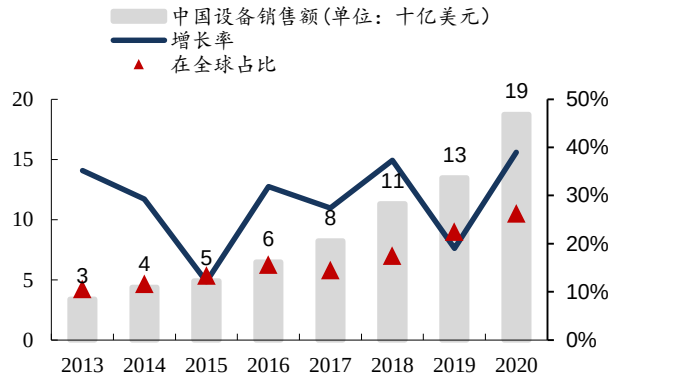
**半导体设备行业迎复苏，产能持续供不应求。**据 SEMI 数据，2020 年全球半导体设备销售额 712 亿美元（创历史新高），同比增长 19%。其中，中国大陆首次成为全球最大的半导体设备市场，销售额达 187.2 亿美元，同比大增 39%。据 SEMI 统计，北美半导体设备制造商 2021 年 1 月出货金额达 30.4 亿美元，环比增长 13.4%，同比增长 29.9%，首跨 30 亿美元大关，也刷新单月以来的历史新高。据集邦咨询估算，2021 年 Q1 全球前十大晶圆代工厂营收同比增长达 20%，晶圆代工产能持续处于供不应求状态。

**图 13：2020 年全球半导体设备销售额 712 亿美元，同比+19%**




数据来源：SEMI，东吴证券研究所

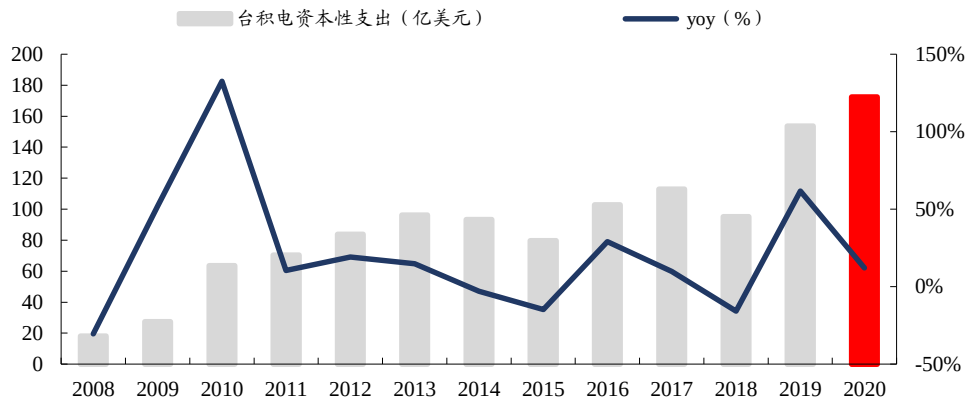
**图 14: 2020 年中国大陆半导体设备市场销售额 187 亿美元，同比+39%，全球占比 26%**




数据来源：SEMI，东吴证券研究所

**半导体巨头纷纷扩产，上游设备迎来 3-5 年黄金期。**受 5G 应用、人工智能、云计算等需求拉动，芯片产能吃紧压力陡升，半导体巨头纷纷扩产：台积电调升 2021 年资本支出 300-310 亿美元，并宣布未来 3 年将投入 1000 亿美元大举扩产；世界先进的资本支出将自 2020 年的 35.4 亿新台币提升至 2021 年的 50 亿新台币；英特尔出资 200 亿美元筹建新晶圆工厂。根据 SEMI 预计，2020 年晶圆厂设备支出增长 16%，2021 年将增长 15.5%，2022 年将增长 12%。未来三年全球半导体行业有望连续创下晶圆设备支出新高。

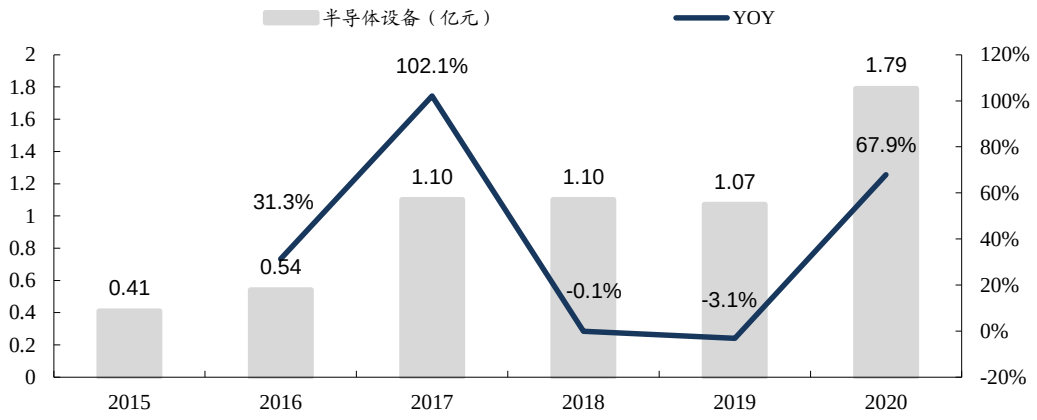
**图 15：台积电调升 2021 年资本支出至 300-310 亿美元**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**半导体设备为公司核心业务，未来有望受益行业高景气。**核心业务为半导体设备精密金属结构件，主要产品应用于晶圆刻蚀气体输送中心、晶圆（清洗、沉积）控制平台、晶圆成膜（PECVD）设备气体输送平台等核心设备，直接客户包括超科林、ICHOR、捷普等企业，间接客户包括 AMAT、Lam Research 及中微半导体等。2020 年公司半导体设备领域结构件收入 1.79 亿，同比+67.9%大幅上升，未来有望显著受益于半导体设备扩产浪潮。

**图 16：2020 年公司半导体设备领域结构件收入 1.79 亿，同比+67.9%**

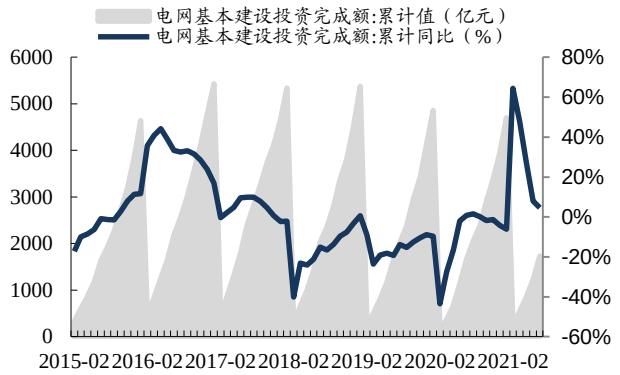



数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

### 3.2. 电力与新能源：电网投资回暖，光伏装机需求保持高水平

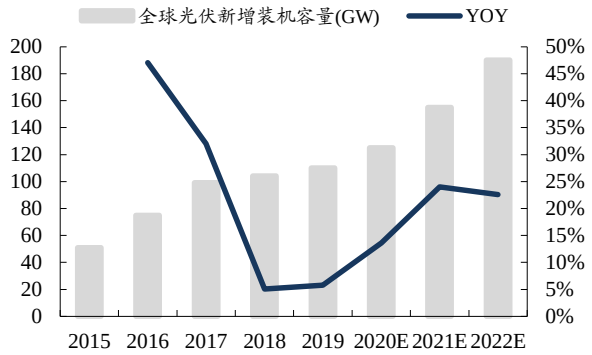
**电网投资回暖，光伏等清洁能源建设持续加码。**2021 年 1-2 月电网投资额为 227 亿元，同比大幅增长 64.9%；同时 2021 年政府工作报告提出碳排放达峰行动方案，要求提高光伏，风电等清洁能源使用。中国光伏行业协会预测，2021 年我国光伏新增装机规模将由 48.2GW 升至 55GW 至 65 GW，“十四五”时期，境内年均光伏新增装机规模可能达到 70GW 至 90GW，未来我国光伏装机需求仍有望保持高水平。

**图 17：2021 年 1-2 月电网投资累计同比+64.49%**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

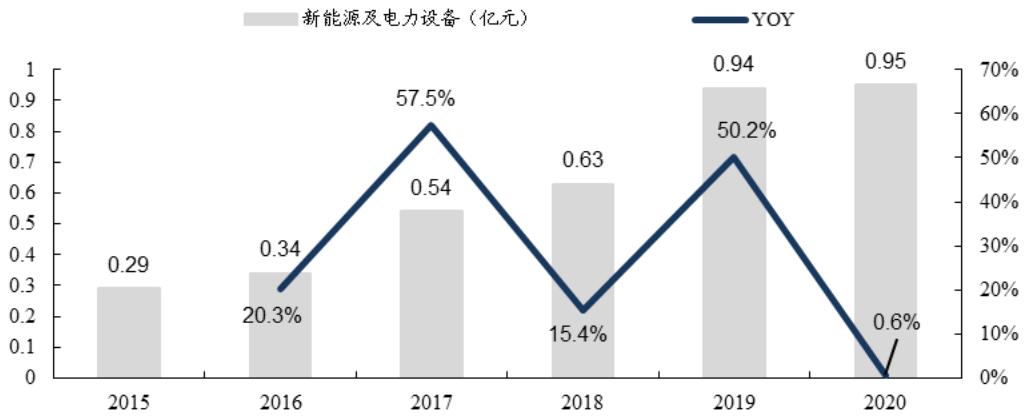
**图 18：2015-2022E 年全球光伏新增装机量持续增长**




数据来源：欧洲光伏联盟 EPIA，中商产业研究院，东吴证券研究所

**2020 年公司新能源及电力设备结构件收入 0.95 亿，同比+0.6%，未来有望受益于行业景气度回升。**在新能源与电力设备领域，公司主要结构件产品包括光伏逆变器、六氟化硫气密箱、高压输变电开关柜等设备的精密金属结构件，主要客户包括光伏逆变器制造商 SMA 和爱士惟，全球最大的工业与技术服务商通用电气，全球知名的电气厂商施耐德等。公司在新能源及电力设备领域客户优质，有望受益于行业景气持续。

**图 19：2020 年公司新能源及电力设备结构件收入 0.95 亿，同比+0.6%**

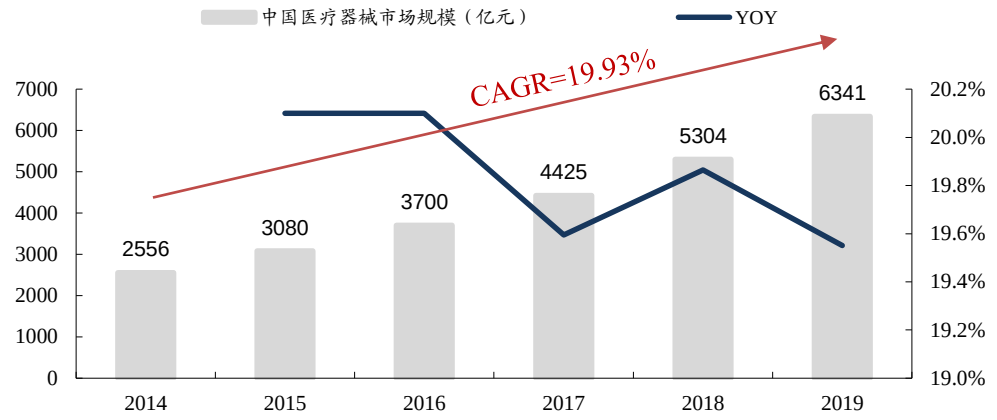



数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

### 3.3. 医疗器械及轨交：需求长期稳定向好

**医疗器械下游需求稳定增长，发展前景长期向好。**据《中国医疗器械蓝皮书 2020》，2019 年我国医疗器械市场规模约为 6341 亿元，同比增长 19.6%。2014-2019 年，中国医疗器械市场规模复合增速达 19.93%，远超全球市场 5%左右的复合增速。我国庞大的人口基数奠定了行业持续刚需，并且随着人口老龄化推进，我国医疗市场发展空间较大。

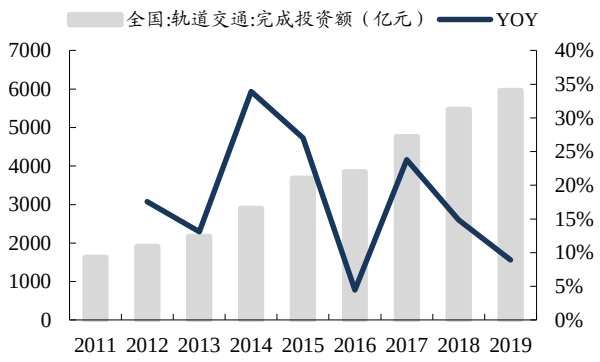
**图 20：2019 年中国医疗器械市场规模 6341 亿元，同比+19.6%**




数据来源：《中国医疗器械蓝皮书 2020》，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

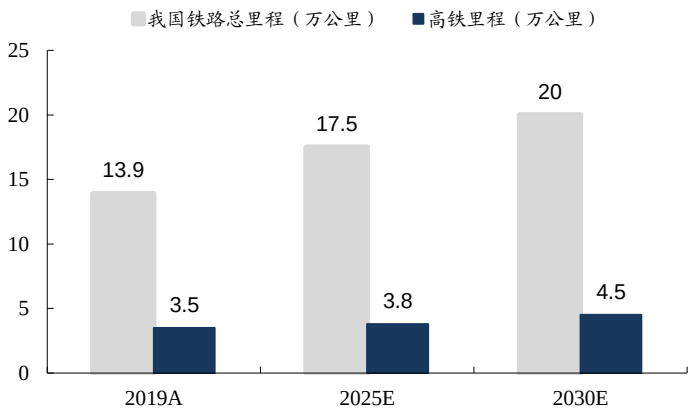
**建设交通强国政策落地，确立未来 15 年的长期建设需求。**据《中长期铁路网规划（2016）》，2025 年我国铁路总里程目标达 17.5 万公里，其中高铁总里程达到 3.8 万公里；2030 年，实现铁路总里程达到 20 万公里，高铁里程突破 4.5 万公里。《国家综合立体交通网规划纲要》提出，2035 年目标实现“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖），国家综合立体交通网实体线网总规模合计 70 万公里左右。重磅政策助推轨交行业长期向上趋势。

**图 21：2011-2019 年我国轨道交通投资逐年增长**




数据来源：城市轨道交通协会，东吴证券研究所

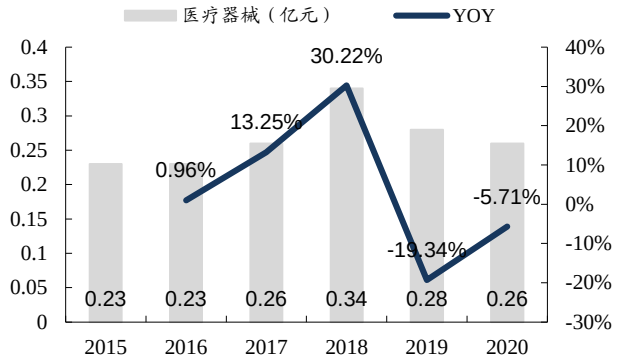
**图 22：我国铁路运营里程建设需求仍大**




数据来源：Wind，《中长期铁路网规划（2016）》，东吴证券研究所

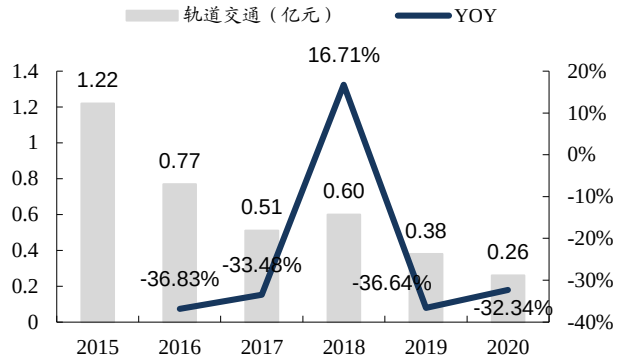
公司医疗器械类产品主要应用于医用手术床、吊塔、灯臂等，轨道交通类产品主要应用于高铁座椅、空调风道系统及城市轨交牵引系统，主要客户包括瑞典迈柯唯等医疗设备供应商，以及坦达集团等轨交设备制造商。**2020 年公司医疗器械、轨交领域结构件收入分别 0.26、0.26 亿，分别同比-5.71%、-32.34%，受下游客户需求调整影响，收入波动较大。**

**图 23：2020 年公司医疗器械结构件收入 0.26 亿元，同比-5.7%**




数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

**图 24：2020 年公司轨道交通结构件收入 0.26 亿元，同比-32.3%**




数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

## 4. 募投项目突破产能瓶颈，打开新一轮成长期

公司主要工序的生产设备开工率保持在较高水平，业务拓展受限于产能高度饱和。公司 IPO 拟募资 3.50 亿元用于精密金属结构件扩建及研发中心建设，其中产能扩建项目总投资 3.17 亿元，公司预计建设期 2 年、达产期 5 年。根据公司招股书预计，全部达产后年均增加营业收入 4.10 亿元，年均净利润 0.75 亿元（2020 年公司收入分别为 3.68 亿、归母净利润 0.72 亿）。

**表 4：公司主要机器设备的开工率接近饱和**

| 项 目 | 2020 | 2019 | 2018 |
|---|---|---|---|
| 焊接车间 | 96.95% | 96.45% | 99.50% |
| 数控折弯 | 84.81% | 81.85% | 85.26% |
| 数控冲床 | 77.70% | 84.75% | 86.19% |
| 激光切割 | 92.21% | 89.63% | 92.96% |
| 加工中心 | 95.12% | 88.09% | 91.18% |

数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

表 5：公司拟募集 3.50 亿元用于产能扩建及研发中心建设

| 序号 | 项目名称 | 总投资（万元） | 募集金额（万元） |
|---|---|---|---|
| 1 | 精密金属结构件扩建项目 | 31,659.70 | 31,659.70 |
| 2 | 精密金属制造服务智能化研发中心项目 | 3,299.38 | 3,299.38 |
| 合 计 | | **34,959.08** | **34,959.08** |

数据来源：华亚智能招股说明书，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

**核心假设：**

**1）半导体设备：**半导体行业巨头扩产，上游设备迎来 3-5 年黄金期。公司主要产品应用于晶圆刻蚀、清洗、检测平台等核心半导体设备，切入 AMAT、Lam、中微等核心客户体系，有望受益于行业高景气。我们预计 2021-2023 年公司半导体业务收入增速为 70%、60%、50%。随着规模放量及行业景气度提升，毛利率有望维持在较高水平，我们预计 2021-2023 年稳定于 56%。

**2）新能源及电力设备：**电网投资回暖，光伏等清洁能源持续加码，我们预计未来几年光伏发电装机需求保持较高水平。公司主要结构件产品包括光伏逆变器等设备的精密金属结构件，核心客户包括 SMA、爱士惟、通用电气等，有望显著受益于行业回暖。我们预计 2021-2023 年公司新能源及电子设备业务收入增速为 10%，毛利率稳定在 21%左右。

**3）通用设备：**公司通用设备领域主要产品为智能办公设备、汽车轴承制造设备、PCB 检测设备、X 光检测设备以及液晶面板清洗线设备，主要客户主要包括华佩机械、舍弗勒、康代影像、帕纳科和 Manz 等。公司近年来成功开发全球生产滚动轴承的领导企业舍弗勒，订单量逐步增加。基于公司业务及客户拓展性，我们预计 2021-2023 年公司通用设备业务收入复合增速为 5%，毛利率稳定于 30%。

**4）轨道交通：**根据交通网规划，2035 年中国将实现“ 全国 123 出行交通圈”目标，交通强国政策助推轨交行业长期向上趋势。公司结构件产品应用于高铁座椅、高铁空调风道系统和城市轨交牵引系统等，核心客户包括坦达集团、金鑫美莱克等境内重要轨交设备制造商。我们预计 2021-2023 年公司轨道交通业务收入复合增速为 5%，毛利率稳定于 20%。

**5）医疗器械：**受进口替代、医疗政策及人口老龄化等因素推动，2014-2019 年中国医疗器械市场规模复合增速达 18.83%，远超全球市场 5%左右的增速。人口基数和人口老龄化决定了我国医疗器械市场发展前景向好。公司结构件产品供应于手术床、吊塔、灯臂等医疗器械，下游需求增长稳定。我们预计 2021-2023 年公司医疗器械业务收入复合增速为 10%，毛利率稳定于 25 %。

**表 6：2018-2023E 华亚智能分业务拆分（百万元）**

| | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **半导体设备** | **110.03** | **106.63** | **178.99** | **304.28** | **486.84** | **730.26** |
| YOY | 0.00% | -3.10% | 67.86% | 70.00% | 60.00% | 50.00% |
| 毛利率 | 58.43% | 58.32% | 56.50% | 56.00% | 56.00% | 56.00% |
| **新能源及电力设备** | **62.65** | **94.09** | **94.68** | **104.15** | **114.56** | **126.02** |
| YOY | 0.00% | 50.18% | 0.63% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 28.07% | 22.79% | 21.61% | 21.00% | 21.00% | 21.00% |
| **通用设备** | **38.53** | **43.05** | **41.69** | **43.77** | **45.96** | **48.26** |
| YOY | 0.00% | 11.73% | -3.16% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| **轨道交通** | **59.67** | **37.80** | **25.58** | **26.86** | **28.20** | **29.61** |
| YOY | 0.00% | -36.64% | -32.34% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 22.58% | 16.42% | 21.82% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| **医疗器械** | **34.46** | **27.80** | **26.21** | **28.83** | **31.71** | **34.88** |
| YOY | 0.00% | -19.34% | -5.71% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 22.76% | 25.45% | 24.92% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| **其他业务** | **0.99** | **1.18** | **1.18** | **1.30** | **1.43** | **1.57** |
| YOY | 48.54% | 18.93% | -0.35% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 98.09% | 55.19% | 36.05% | 60.00% | 60.00% | 60.00% |
| **营业总收入** | **306.34** | **310.55** | **368.32** | **509.18** | **708.71** | **970.61** |
| YOY | 3.92% | 1.37% | 18.60% | 38.24% | 39.19% | 36.95% |
| 毛利合计 | 117.26 | 108.42 | 146.78 | 218.76 | 324.90 | 465.47 |
| **毛利率** | **38.28%** | **34.91%** | **39.85%** | **42.96%** | **45.84%** | **47.96%** |
| 归母净利润 | 63.50 | 55.41 | 71.82 | 103.32 | 163.81 | 243.97 |
| **净利率** | **20.73%** | **17.84%** | **19.50%** | **20.29%** | **23.11%** | **25.14%** |

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

**期间费用率方面：**公司管理费用、销售费用主要为员工薪酬及运杂费，历年较为稳定，我们预计 2021-2023 年两费占营业收入比例分别稳定在 6.20%、2.80%水平附近；公司研发费用主要为材料消耗及研发人员薪资，我们预计随着公司研发中心建设及半导体业务推进，2021-2023 年研发费用率将上升并稳定于 4.50%水平。公司财务费用主要为利息支出及汇兑损益，我们预计公司上市后流动资金增加，盈利及现金流等经营发展向好，2021-2023 年公司财务费用率分别降至 1.50%/1.30%/1.00%。整体来看，我们预计公司 2021-2023 年期间费用率分别为 15.00%/14.80%/14.50%，整体保持稳中略降态势。

**表 7：2019-2023E 公司期间费用率及测算**

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| 管理费用率 | 6.14% | 6.24% | 6.20% | 6.20% | 6.20% |
| 研发费用率 | 4.37% | 3.84% | 4.50% | 4.50% | 4.50% |
| 销售费用率 | 2.84% | 2.81% | 2.80% | 2.80% | 2.80% |
| 财务费用率 | -0.86% | 2.07% | 1.50% | 1.30% | 1.00% |
| **期间费用率合计** | **12.49%** | **14.96%** | **15.00%** | **14.80%** | **14.50%** |

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 5.1/7.1/9.7 亿元，同比增长 38.2%/39.2%/37.0%；归母净利润分别为 1.0/1.6/2.4 亿元，分别同比增长 43.9%/58.5%/48.9%，当前市值对应 PE 为 53/34/23 倍。可比公司方面，我们选取主要下游同为半导体设备的北方华创、中微公司和华峰测控，2021-2023 年可比公司平均 PE 分别为 171/135/108 倍。参考可比公司估值，我们认为公司被低估。考虑到公司在半导体精密金属件领域发展前景广阔，首次覆盖予以“增持”评级。

**表 8：可比公司估值表**

| 2021/07/20 | | 总市值 | 归母净利润（亿元） | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 证券代码 | 可比公司 | （亿元） | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 002371 | 北方华创 | 1719 | 7.32 | 9.37 | 11.47 | 235 | 183 | 150 |
| 688012 | 中微公司 | 1015 | 5.90 | 6.85 | 8.77 | 172 | 148 | 116 |
| 688200 | 华峰测控 | 310 | 2.92 | 4.16 | 5.36 | 106 | 75 | 58 |
| | 可比公司平均 | | | | | 171 | 135 | 108 |
| 003043 | 华亚智能 | 55 | 1.03 | 1.64 | 2.44 | 53 | 34 | 23 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：上述公司均为东吴预测）

## 6. 风险提示

**宏观经济波动风险。**精密金属制造业景气程度与宏观经济联系紧密。若未来经济出现较大波动，或受到国际政治、经济形势的潜在不利影响，可能对包括公司在内的精密金属制造企业的经营业绩造成影响。

**半导体行业波动的风险。**半导体设备行业历经快速发展周期。据 SEMI 预计，半导体设备 2020-2022 年的销售额依次是 689 亿美元、719 亿美元、761 亿美元。虽然行业预测未来市场仍会持续增长，但是若未来下游行业需求不达预期、行业政策调整，相关领域的投资力度将会减小，可能对公司的销售收入和盈利水平产生不利影响。

**毛利率下降风险。**2018-2020 年公司综合毛利率分别为 38.28%、34.91%和 39.85%，综合毛利率水平较高。毛利率水平是公司盈利能力的重要标志，若未来因行业竞争加剧、原材料和直接人工上涨、产品议价能力降低等使得公司毛利率水平下滑，将影响毛利率公司整体盈利水平。

**市场竞争加剧的风险。**精密金属制造行业公司众多，下游应用领域广泛，市场竞争日益加剧。公司竞争对手包括半导体设备领域的浙江嘉丰机电设备有限公司、常州伟泰科技股份有限公司，以及在其他业务领域内从事精密金属制造的厂商。若公司不能维持在技术研发、产品及服务质量、客户资源等方面优势，公司的经营业绩可能受到影响。

**客户产业转移风险。**在半导体设备领域结构件业务，公司直接客户为超科林、捷普、ICHOR 及中微半导体等，间接客户为 AMAT、Lam Research、Rudolph Technologies；在新能源及电力设备领域结构件业务，公司与知名的逆变器制造商 SMA、全球最大的工业与技术服务商通用电气和全球知名电气厂商施耐德建立了长期稳定的合作关系。以上客户中，通用电气、施耐德等基本为跨国企业在华分支机构，主要分布于长三角地区。未来如果该类客户生产基地或生产重心发生转移，超出公司服务范围，可能导致公司业绩下滑。

**华亚智能三大财务预测表**

| 资产负债表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **375** | **617** | **637** | **792** |
| 现金 | 176 | 305 | 213 | 234 |
| 应收款项 | 142 | 233 | 318 | 418 |
| 存货 | 51 | 68 | 89 | 118 |
| 其他 | 6 | 12 | 16 | 22 |
| **非流动资产** | **107** | **308** | **441** | **517** |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 79 | 283 | 417 | 495 |
| 无形资产 | 18 | 16 | 15 | 13 |
| 其他 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| **资产总计** | **482** | **925** | **1077** | **1309** |
| **流动负债** | **82** | **106** | **145** | **205** |
| 短期借款 | 0 | 0 | 5 | 18 |
| 应付账款 | 62 | 81 | 107 | 141 |
| 其他 | 20 | 25 | 33 | 46 |
| **非流动负债** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **负债总计** | **82** | **106** | **145** | **205** |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 归属母公司股东权益 | 399 | 818 | 931 | 1103 |
| **负债和股东权益总计** | **482** | **925** | **1077** | **1309** |

| 利润表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **368** | **509** | **709** | **971** |
| 营业成本 | 222 | 290 | 384 | 505 |
| 营业税金及附加 | 3 | 5 | 7 | 10 |
| 销售费用 | 10 | 14 | 20 | 27 |
| 管理费用 | 37 | 54 | 76 | 104 |
| 财务费用 | -8 | 8 | 9 | 10 |
| 投资净收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -20 | -23 | -31 | -45 |
| **营业利润** | **84** | **114** | **182** | **271** |
| 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | **84** | **115** | **182** | **271** |
| 所得税费用 | 12 | 11 | 18 | 27 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | **72** | **103** | **164** | **244** |
| EBIT | 113 | 145 | 222 | 325 |
| EBITDA | 125 | 155 | 247 | 370 |

| 现金流量表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 103 | 18 | 111 | 202 |
| 投资活动现金流 | 11 | -204 | -158 | -121 |
| 筹资活动现金流 | -29 | 316 | -45 | -59 |
| 现金净增加额 | 80 | 129 | -92 | 21 |
| 资本开支 | -15 | -204 | -158 | -121 |
| 企业自由现金流 | 127 | -159 | -11 | 129 |

| 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益(元) | 1.20 | 1.29 | 2.05 | 3.05 |
| 每股净资产(元) | 6.65 | 10.22 | 11.64 | 13.78 |
| 发行在外股份(百万股) | 60.0 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| ROIC(%) | 26.1% | 23.3% | 24.3% | 28.4% |
| ROE(%) | 18.0% | 12.6% | 17.6% | 22.1% |
| 毛利率(%) | 39.9% | 43.0% | 45.8% | 48.0% |
| 销售净利率(%) | 19.5% | 20.3% | 23.1% | 25.1% |
| 资产负债率(%) | 17.0% | 11.5% | 13.5% | 15.7% |
| 收入增长率(%) | 18.6% | 38.2% | 39.2% | 37.0% |
| 净利润增长率(%) | 29.6% | 43.9% | 58.5% | 48.9% |
| P/E | 57.4 | 53.2 | 33.6 | 22.5 |
| P/B | 10.3 | 6.7 | 5.9 | 5.0 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**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