

富淼科技（688350）

产业链纵向延伸，打造水处理一体化服务

买入（首次）

2023 年 09 月 20 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书：S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1,697	1,582	1,756	2,220
同比	17%	-7%	11%	26%
归属母公司净利润（百万元）	128	82	103	136
同比	20%	-36%	26%	32%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.05	0.67	0.84	1.11
P/E（现价&最新股本摊薄）	15.98	25.09	19.87	15.10

关键词：#一体化

■ **建设完整产业链，安庆项目未来可期：**富淼科技拥有“功能性单体——水溶性高分子——应用产品——应用技术服务”完整产业链，实现业务协同，整体竞争力强。1) **产业链优势：**通过“核心技术、核心原料、核心产线”三重叠加的技术模式，满足客户的差异化需求；2) **技术优势：**具备功能性单体和水溶性高分子研发、生产优势，实现上下游技术互通；3) **客户资源与品牌优势：**深耕水基工业领域多年，积累大量制浆造纸、水处理、油气开采、矿物加工等领域等客户。另外，公司位于安庆的 **44.5 万吨水溶性高分子及配套功能性单体新项目**，将进一步完善产品矩阵，增强公司核心竞争力。

■ **水溶性高分子原料——功能性单体质量高，市场竞争力强：**公司主要功能性单体为丙烯酸酯类单体 AM 与烯丙基类单体 DMDAAC。1) **AM：**采用自主培育微生物菌种进行发酵产生催化剂，并结合多项分离技术，产品转化率和纯度达 99.9% 以上，市占率排名全国前十。2) **DMDAAC：**采用一步法和连续法合成工艺，在提高产品品质的同时实现降本增效。

■ **公司核心产品——水溶性高分子灵活应用于多种场景：**1) **市政污水处理领域：**公司自主研发的有机污泥脱水剂提高脱水效率，单位污泥脱水剂的消耗量减少可达 90%，助力市政污泥的减量化、无害化和资源化。2) **制浆造纸领域：**改善以二次纤维为主要原料的造纸化学品质量，助留助滤剂产品市占率国内第一。3) **油气领域：**在能源安全战略背景下，我国页岩油产量将迎来高速增长。公司针对页岩油开采所研发的新型耐盐压裂减阻剂，已成功进入西北页岩油新兴市场，并中标中石油长庆油田、中海油等业务，未来市场空间广阔。

■ **水溶性高分子下游——水处理膜分离选择性高，募投项目拓展应用领域：**公司 **新型高选择性纳滤膜材料**对二价盐截留率大于 98%，一价盐截留率小于 30%，对水中高低价态的离子和分子量 200Da 以上的有机物具有良好的选择分离性能。随着“950 套/年分离膜制造项目”逐步投产，公司纳滤膜应用领域将延伸至盐湖提锂，打开未来成长空间。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 0.8、1.0、1.4 亿元，同比增速分别-36%、26%、32%，按 2023 年 9 月 19 日收盘价计算，对应 PE 为 25、20、15 倍。考虑到公司募投项目逐步投产，能够实现产能扩张，以及公司安庆项目在页岩油开采领域的拓展完善，进一步提升核心竞争力，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧及需求变化风险、在建项目不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.77
一年最低/最高价	15.65/23.86
市净率(倍)	1.44
流通 A 股市值(百万元)	1,051.68
总市值(百万元)	2,048.46

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.64
资产负债率(% ,LF)	34.57
总股本(百万股)	122.15
流通 A 股(百万股)	62.71

相关研究

内容目录

1. 富淼科技：专精特新“小巨人”企业，助力水基工业绿色发展	5
1.1. 专注水溶性高分子领域，延拓产品上下游	5
1.2. 科研实力强劲，奠定公司发展优势	9
1.3. 归母净利润稳中有升，费用管控良好	11
2. 构筑完整产业链，实现业务协同发展	13
2.1. 功能性单体：精益求精，制备高品质关键原料	14
2.1.1. AM：具备三重生产优势，市占率排名国内前十	14
2.1.2. DMDAAC：采用先进制造工艺，实现降本增效	16
2.2. 水溶性高分子：多重应用场景，守护生命之源	17
2.2.1. 水处理化学品：有机污泥脱水剂成为市政污水处理新方案	18
2.2.2. 工业水处理化学品：造纸领域与油气领域两手抓，提高产品市占率	20
2.3. 水处理膜及膜应用：实现下游产业链进一步延伸	22
2.4. 能源供应：为公司产品生产提供重要保障	24
3. 盈利预测与投资建议	25
3.1. 关键假设与盈利预测	25
3.2. 相对估值	26
4. 风险提示	27

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司业务及产品.....	6
图 3:	公司四大生产基地.....	7
图 4:	公司股权结构 (截至 2023 年 8 月)	8
图 5:	2018-2023H1 可比公司研发费用率情况	9
图 6:	2021-2023H1 公司研发人员情况	9
图 7:	2018-2023H1 公司营业收入及其 yoy	11
图 8:	2018-2022 年公司分业务营收占比	11
图 9:	2018-2023H1 公司归母净利润及其 yoy	11
图 10:	2018-2023H1 公司销售毛利率&销售净利率	11
图 11:	2018-2022 年公司分业务毛利占比	12
图 12:	2018-2022 年公司分业务毛利率	12
图 13:	2018-2023H1 公司期间费用率情况	12
图 14:	公司所处产业链.....	13
图 15:	AM 反应生成 PAM.....	14
图 16:	2018-2022 年我国丙烯酰胺产量与需求量 (万吨)	15
图 17:	公司 AM 生产工艺流程	16
图 18:	DMDAAC 反应生成 P-DMDAAC	16
图 19:	公司 DMDAAC 生产工艺流程.....	16
图 20:	2022 年我国聚丙烯酰胺水溶性高分子消费结构.....	17
图 21:	2020H1 公司水溶性高分子收入按市场分类.....	17
图 22:	2016-2021 年中国污水排放量变化 (亿立方米)	18
图 23:	2016-2021 年中国污水处理能力(万立方米/日)	18
图 24:	PAM、P-DMDAAC 污泥调理机制	19
图 25:	污水处理方法.....	19
图 26:	2013-2022 年国产纸浆消耗情况 (万吨)	20
图 27:	2013-2022 年利用国内回收废纸总量	20
图 28:	页岩油示意图.....	21
图 29:	2014-2025E 中国页岩油产量及增长率.....	21
图 30:	膜分离技术原理.....	22
图 31:	不同孔径膜分离范围.....	22
图 32:	膜技术应用领域.....	23
图 33:	2017-2027E 我国膜产业总产值.....	23
图 34:	公司卷式纳滤/反渗透膜元件	23
图 35:	卷式膜组件示意图.....	23
图 36:	天然气制氢装置.....	24
图 37:	热电联产装置.....	24
表 1:	公司业绩考核目标及各解锁批次内公司层面解锁系数.....	8
表 2:	公司核心技术人员	10
表 3:	公司部分功能性单体产品.....	14

表 4: 公司主要功能性单体及水溶性高分子..... 17

表 5: 不同膜分离技术特点及过滤效果..... 22

表 6: 公司盈利预测拆分..... 25

表 7: 可比上市公司相对估值（参考 2023 年 9 月 19 日收盘价）..... 26

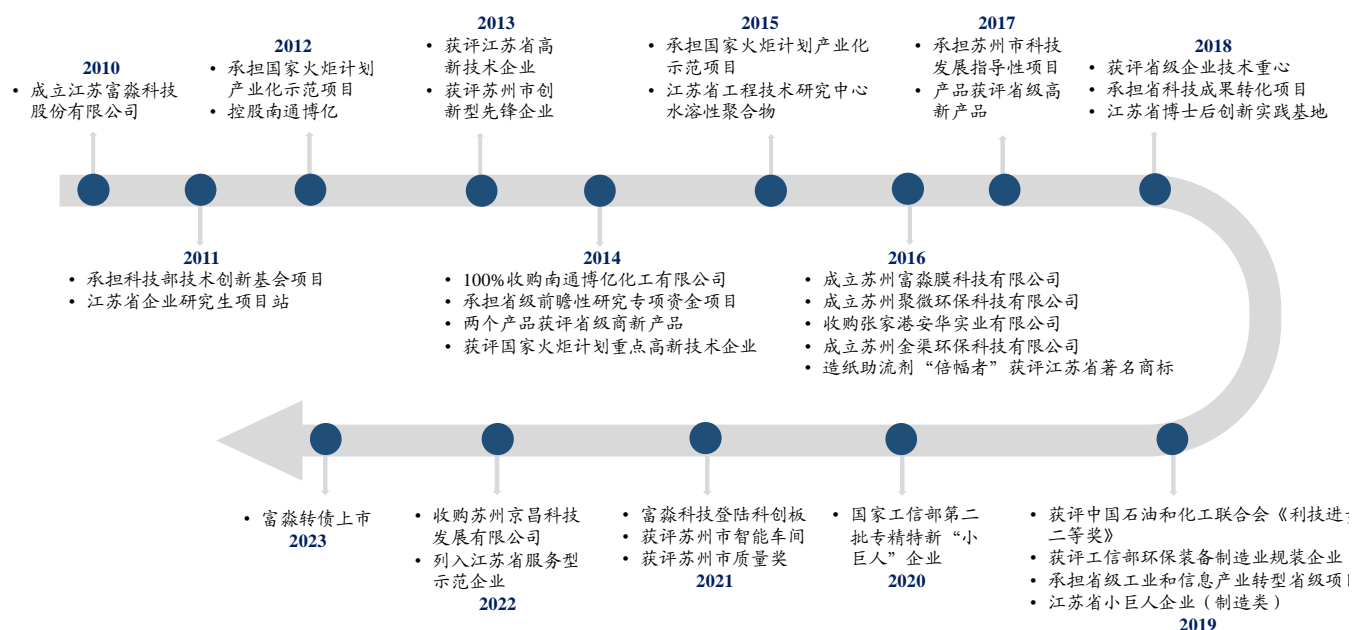
1. 富淼科技：专精特新“小巨人”企业，助力水基工业绿色发展

1.1. 专注水溶性高分子领域，延拓产品上下游

富淼科技是一家以水溶性高分子为核心，服务于制浆造纸、水处理、矿物加工等水基工业领域的企业。秉承“以绿色科技、护生命之源”的使命，自 2010 年在张家港市成立以来，公司一直专注于水溶性高分子领域的技术创新和应用开发。2012 年，公司通过控股南通博亿，将产业链向上游延伸，保障水溶性高分子聚丙烯酰胺（PAM）的原料——功能性单体丙烯酰胺（AM）的自主供应，2014 年公司 100%控股南通博亿。2015 年，公司确立新的发展战略，以已有功能性单体和水溶性高分子业务为依托，进入下游水处理膜领域，并开拓膜法水处理工程与运营业务。2016 年，设立富淼膜科技、聚微环保、金渠环保等相关子公司。至此公司形成了“功能性单体——水溶性高分子——应用产品——应用技术服务”的完整产业链。2020 年，公司获评工信部第二批专精特新“小巨人”企业。2021 年，公司正式登陆 A 股科创板。2022 年，公司以现金方式收购丙烯酰胺生产公司江苏昌九，助力公司进一步完善了上游产业链，丰富了公司丙烯酰胺产品形态与技术成果。

另外，公司于 2022 年 12 月 15 日向不特定对象发行 450 万张可转换公司债券，募集资金总额 4.5 亿元，债券简称“富淼转债”，并于 2023 年 1 月 9 日起在上海证券交易所挂牌交易，自 2023 年 6 月 21 日起可转换为公司股份。截至 2023 年 7 月 3 日，共有 2,000 元已转换为公司股票，转股数量为 99 股，占“富淼转债”转股前公司已发行股份总额 12215 万股的 0.0001%。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

构建完整产业链，延拓公司产品矩阵。公司主要从事功能性单体、水溶性高分子、水处理膜及膜应用的研发、生产和销售，同时针对集中区内企业提供能源外供。1) 功能性单体：主要用于公司水溶性高分子和水处理膜产品的生产以及对外销售。2) 水溶性高分子：公司为水基工业客户提供水处理化学品、工业水过程化学品等产品及技术服务。经过多年积累，公司已跻身于中高端水溶性高分子市场。3) 水处理膜及膜应用：公司为水处理工业客户提供 MBR 膜、超滤膜、纳滤膜和反渗透膜等水处理膜产品以及基于膜应用的水处理工程与运营服务。4) 能源外供：公司建有天然气制氢和热电联产装置，除满足公司自用外，为索尔维、阿科玛、北方天普等集中区内企业提供氢气、蒸汽和电力作为其生产的原料或能源。

图2：公司业务及产品

业务类型	具体产品/业务				主要用途
功能性单体	丙烯酸胺类	烯丙基类	特种阳离子类	制膜专用单体	公司所生产的大多数功能性单体品种用于生产水溶性高分子，少数品种用于生产亲水性高分子分离膜
					
水溶性高分子	聚丙烯酰胺类（固体）	聚丙烯酰胺类（水溶液）	聚丙烯酰胺类（乳液）		水处理化学品主要应用于提高水处理过程中的固液分离、油水分离效率，进而提高水体澄清度或污泥干度，或用于水系统的阻垢缓蚀，以保证水处理系统的水质稳定。 工业水过程化学品主要应用于制浆造纸、矿物洗选、油气开采、纺织印染等水密集性行业。
					
水处理膜及膜应用	聚丙烯酰胺类（水分散液）	聚二甲基二烯丙基氯化铵类	聚羧酸类	聚胺类	水处理膜产品主要应用于市政和工业水处理过程及水生态治理项目，通过精密膜过滤工艺，高效清除水体中杂质和污染物，提升出水水质，提高污染物生化处理效率。
					
能源外供	中空纤维帘式 MBR 膜箱	中空纤维柱式超滤膜堆设备	卷式纳滤/反渗透膜元件		主要为飞翔化工集中区内企业提供工业生产过程中所需的氢气、蒸汽、电力。
					
	天然气制氢	热电联产			
					

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司先后共投资建成四座规模化、现代化的生产工厂。1) 张家港凤凰工厂, 主要生产水溶性高分子和功能性单体, 工厂原有功能性单体产能和水溶性高分子产能 2.2 万吨/年和 5.0 万吨/年。随着公司募投项目的实施, 凤凰工厂新增了包括固体型、乳液型、水分散型在内的各类水溶性高分子产品产能合计 6.8 万吨/年, 配套功能性单体 2.5 万吨/年, 截至 2023 年 8 月产线已全部建成投产。2) 南通博亿工厂, 采用先进的微生物催化法, 由丙烯腈生产丙烯酰胺, 与普通化学催化法相比, 其反应选择性高、产品质量好, 可以实现连续高效的生产和供应。截至 2022 年该工厂拥有功能性单体产能 4 万吨/年。3) 江苏富淼膜工厂, 拥有设施先进的膜材料、膜元件及膜设备生产基地, 以一流的膜产品和膜应用, 满足清洁水源、治理水污染、实现水资源再生利用及物料分离等需求。4) 昌九工厂, 拥有晶体和水剂两种形态的丙烯酰胺产能 4 万吨/年, 为公司原材料供应提供强力保障。

图3: 公司四大生产基地

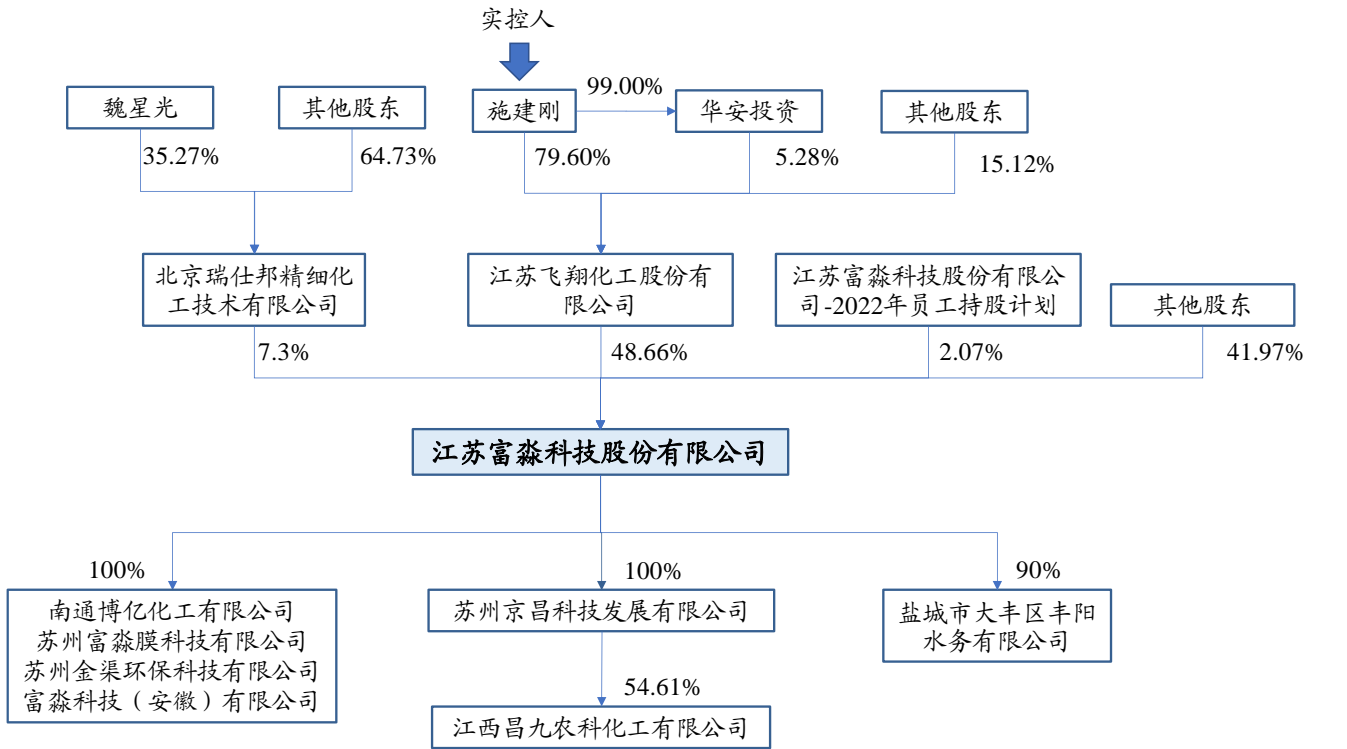


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

提升核心竞争力, 安庆项目未来可期。2023 年 3 月 31 日, 公司发布公告宣布拟在安庆市高新区新设立全资子公司, 建设年产 44.5 万吨水溶性高分子及配套功能性单体项目, 分三期建设, 预计于 2027 年建成投产。此项目主要包括 22.5 万吨水溶性高分子以及配套的 14 万吨的特种阳离子类单体与 8 万吨丙烯酰胺类单体。安庆项目是公司迄今为止在外投资的最大项目, 不仅将进一步扩大聚丙烯酰胺类高分子产品产能, 同时还将新增聚胺类高分子产品, 补全公司的水溶性高分子的产品系列, 而且还将解决公司上游核心阳离子单体卡脖子的问题。

公司股权结构集中，第一大股东江苏飞翔化工持有公司 48.66%股份。截至 2023 年 8 月，公司实控人施建刚先生通过飞翔化工间接持有公司 41%的股份，公司董事、副总裁魏星光先生通过瑞仕邦精细化工间接持有公司 3%的股权。公司股权结构清晰集中，助力公司重大决策的开展和落地。同时，公司拥有 5 个全资子公司和 1 个持股比例为 90% 的子公司，对于下属子公司持股占比高，有利于对子公司的管理。

图4：公司股权结构（截至 2023 年 8 月）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

实施员工持股计划，激发员工积极性。2022 年，公司实施了针对核心员工的员工持股计划，共 102 位员工（占公司员工总数 10%）持有公司股票 252.9 万股，占总股本 2%。考核指标分为公司业绩考核指标与个人绩效考核指标，以 2022 年-2024 年 3 个会计年度为考核年度。2022 年公司实现扣非归母净利润 1.05 亿元，超过当年公司层面触发值，公司层面解锁比例达 22%。

表1：公司业绩考核目标及各解锁批次内公司层面解锁系数

解锁批次	对应考核年度	净利润（A）	
		目标值（Am）	触发值（An）
第 1 个解锁期	2022 年度	11,300 万元	9,835 万元
第 2 个解锁期	2023 年度	14,000 万元	10,819 万元
第 3 个解锁期	2024 年度	18,800 万元	11,900 万元

业绩完成度	公司层面解锁比例 (X)
$A \geq A_m$	$X = 100\%$
$A_n < A < A_m$	$X = (A - A_n) * 30\% / (m * n)$
$A \leq A_n$	$X = 0\%$

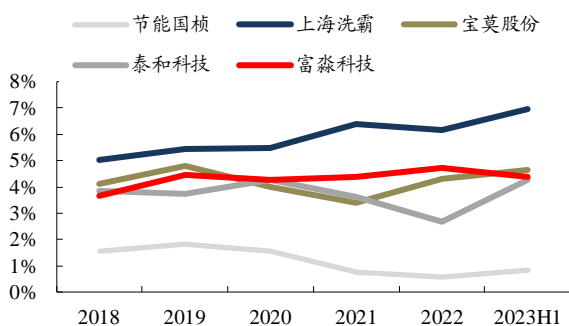
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：1、上述净利润为扣除股份支付费用影响后经审计的归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润；2、m 为本持股计划实际筹集资金总额；3、n 为每个解锁期的解锁比例，即第 1 个解锁期 n 为 40%，第 2 个解锁期和第 3 个解锁期 n 均为 30%。

1.2. 科研实力强劲，奠定公司发展优势

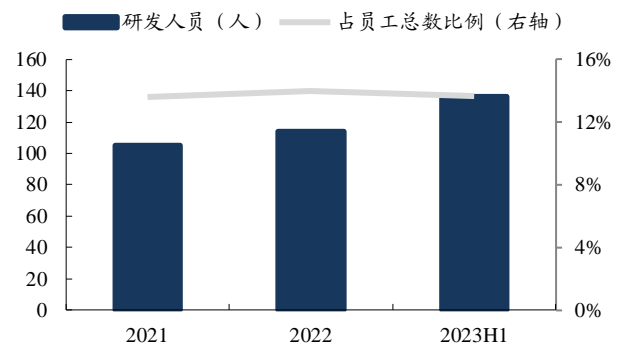
重视研发投入，研发人员稳定增长。2022 年公司研发费用高达 0.8 亿元，同比增长 25%，主要系 2022 年新收购的京昌科技研发费用合并、研发人员数量增加、新技术与新工艺的研发材料投入增加所致。公司研发费用率稳步提升，2022 年和 2023H1 公司研发费用率分别为 5% 和 4%，处于同业中高水平。截至 2023H1 公司共拥有 136 名研发人员，占员工总数 14%，并且公司每年都有高学历人才入职。

图5：2018-2023H1 可比公司研发费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2021-2023H1 公司研发人员情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

核心技术人员稳定，科研实力强劲。随着行业的持续发展，企业之间对于高端人才的竞争日益激烈，核心人员的流失可能对公司的技术水平和研发能力造成不利影响。富淼科技自上市以来共有核心技术人员 6 名，未发生过重大变动，保证了公司重大研发项目的持续性和稳定性。

公司核心技术人员从业时间均超过十年，参与过多项专利研发工作，研发实力强劲。其中**董事、副总裁魏星光先生**是全国功能高分子行业委员会专家委员会副主任委员及江苏省高层次创新创业人才引进计划引进人才；**技术总监王勤博士**是全国功能高分子行业委员会专家委员会委员，曾经两次承担国家火炬计划项目，并获得张家港市领军创新创业

业团队、张家港市科学进步一等奖等荣誉；**工艺研发副总监何国锋先生**曾参与国家 863 计划重点项目-反应过程耦合强化技术及工业示范，主持高聚合活性 MAPTAC 项目、DMDAAC 成本节降技术、固体聚丙烯酰胺性能提升等研发任务，曾荣获上海市科学技术奖技术发明一等奖。另外，魏星光先生、王勤博士和何国锋先生还参与了《水溶性高分子》专著编写工作。

表2: 公司核心技术人员

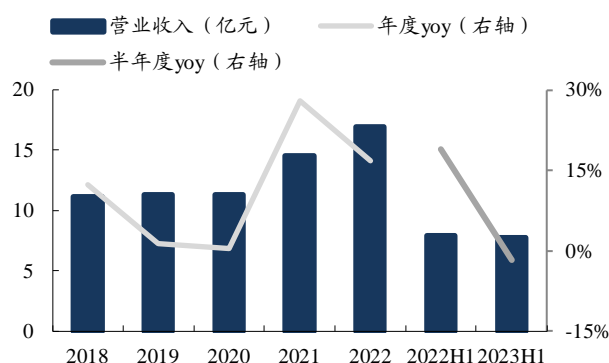
姓名	职务	介绍
魏星光	董事、副总裁	水溶性高分子行业 25 年从业经验，担任全国功能高分子行业委员会专家委员会副主任委员，是江苏省高层次创新创业人才引进计划引进人才，姑苏创新创业领军人才。公司已授权专利中，参与研发发明专利 11 项，实用新型专利 18 项。
王勤	技术总监	水溶性高分子行业 13 年从业经验，担任全国功能高分子行业委员会专家委员会委员。个人或者带领团队进行多项技术研究，两次承担国家火炬计划项目，并获得张家港市领军创新创业团队、张家港市科学进步一等奖等荣誉。公司已授权专利中，参与研发发明专利 15 项，实用新型专利 12 项。
何国锋	工艺研发副总监	精细化工领域的技术开发工作 12 年。曾参与国家 863 计划重点项目-反应过程耦合强化技术及工业示范，主持高聚合活性 MAPTAC 项目、DMDAAC 成本节降技术、固体聚丙烯酰胺性能提升等多项研发任务。公司已授权专利中，参与研发发明专利 8 项，实用新型专利 9 项。
闫武军	应用技术副总监	制浆造纸行业生产与技术管理 10 年从业经验，17 年造纸化学品与水处理化学品销售与技术管理经验。公司已授权专利中，参与研发发明专利 1 项，实用新型专利 4 项。
麻丽峰	富淼膜科技副总经理	膜材料与膜产品开发及膜应用技术 13 年研究经验。公司已授权专利中，参与研发实用新型专利 4 项。
王伟	富淼膜科技副总经理、技术总监	分离膜行业应用技术开发及膜应用技术推广 15 年从业经验。公司已授权专利中，参与研发实用新型专利 15 项。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 归母净利润稳中有升，费用管控良好

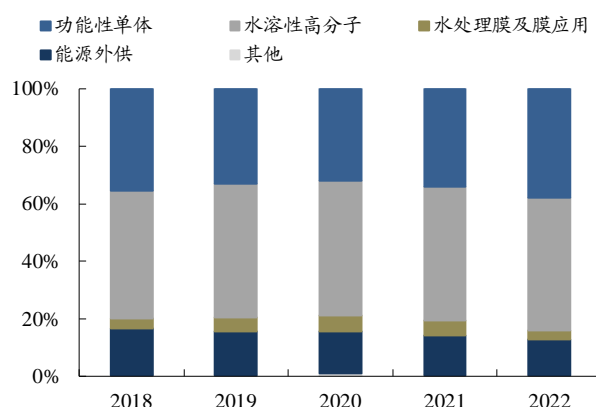
营收稳步提升，水溶性高分子与功能性单体业务占营收八成以上。2022 年公司实现营业收入 17.0 亿元，同比增长 17%，主要系新收购的苏州京昌营业收入合并所致，同时水溶性高分子和功能性单体销量分别增长 37%和 10%。由于下游造纸应用市场需求较为疲软，2023H1 公司实现营业收入 7.8 亿元，同比下降 2%。**分业务来看**，2022 年，水溶性高分子业务和功能性单体业务分别贡献总营业收入的 46%和 38%。另外，能源供应、水处理膜以膜应用和其他业务分别贡献 12%、3%和 0.4%的营收。

图7：2018-2023H1 公司营业收入及其 yoy



数据来源：Wind，东吴证券研究所

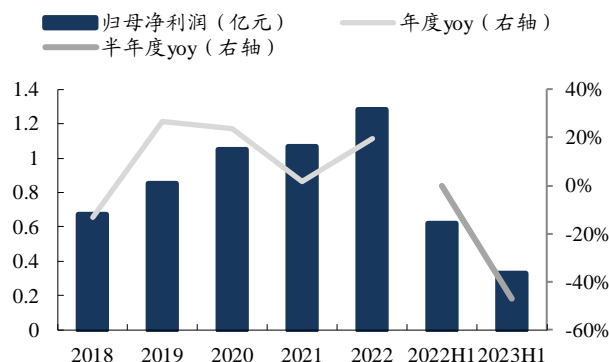
图8：2018-2022 年公司分业务营收占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

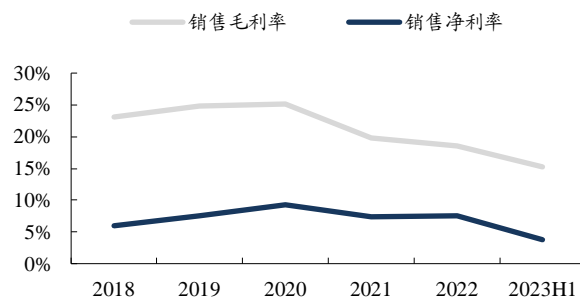
归母净利润逐年提升，销售利润率略有下降。受销售收入增加以及汇兑收益增加等多重因素共同影响，2022 年公司归母净利润达到 1.3 亿元，同比上升 20%。2022 年由于公司主要原材料煤炭和 DAC（丙烯酰氧乙基三甲基氯化铵，用于制作聚丙烯酰胺）采购价格提高，公司销售毛利率、销售净利率分别为 18.5%和 7.5%，同比下降 1.3 pct、上升 0.1pct。2023H1 公司实现归母净利润 0.3 亿元，同比下降 47%；销售毛利率、销售净利率分别为 15%和 4%，同比下降 3.3pct、4.1pct。

图9：2018-2023H1 公司归母净利润及其 yoy



数据来源：Wind，东吴证券研究所

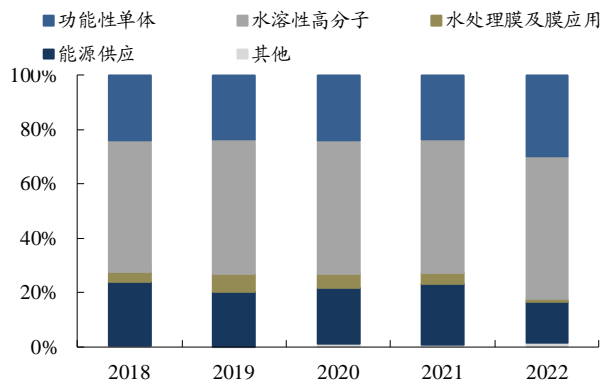
图10：2018-2023H1 公司销售毛利率&销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

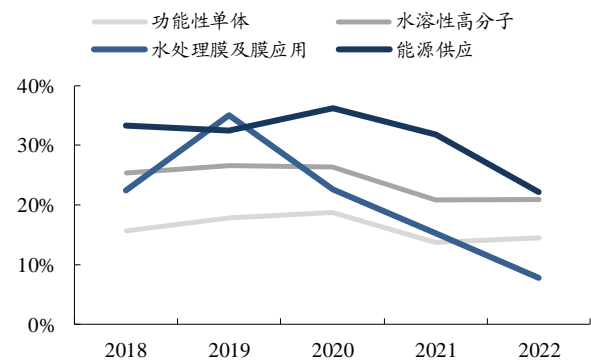
水溶性高分子贡献主要毛利。2022 年，水溶性高分子业务贡献毛利 1.6 亿元，占总毛利 53%；近年来该业务毛利率总体保持稳定，2022 年水溶性高分子业务毛利率为 21%。受疫情和能源价格上涨影响，2022 年能源供应业务毛利率为 22%，同比下滑 9.6pct。另外，水处理膜及膜应用业务近三年来毛利率下降较为明显，主要原因在于公司为该领域新进者，尚处于市场开拓阶段，毛利率波动较大。

图11：2018-2022 公司分业务毛利占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

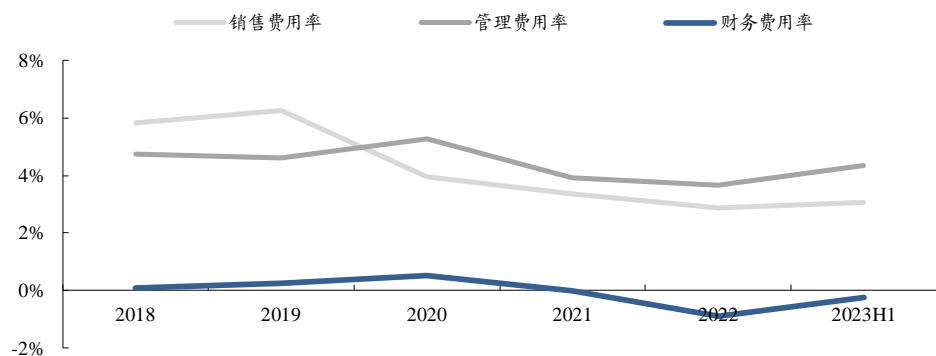
图12：2018-2022 公司分业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

规模效应凸显，三费控制良好。随着公司的不断成长，资金、生产规模效应逐步凸显，三费比例逐步降低。2022 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3%、4%和-1%，同比下降 0.5pct、0.3 pct 和 0.9pct。其中财务费用率为负的原因主要在于募集资金存款的利息收入增加和汇率变化导致的汇兑收益增长。2023H1 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3%、4%和-0.3%

图13：2018-2023H1 公司期间费用率情况

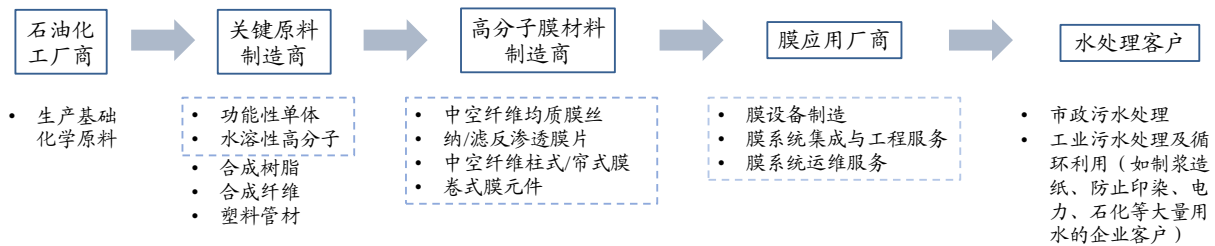


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 构筑完整产业链，实现业务协同发展

建设“功能性单体——水溶性高分子——应用产品——应用技术服务”完整产业链，业务具有协同效应。公司产品和服务以水溶性高分子为核心，上游拓展至关键原料功能性单体，下游延伸至水处理膜及膜应用，构建了较为完整的产业链。

图14：公司所处产业链



注：蓝色虚线框处为公司业务涉及领域。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

完整的产业链具备多重优势：

(1) 产业链优势：公司具备产品上游单体的自主配套和质量把握能力，通过“核心技术、核心原料、核心产线”三重叠一发散的技术模式，以丰富的产品结构面向多元市场，通过规模化的制造和专业化的服务，满足客户的差异化需求，高效、精准、经济地为客户解决问题，创造价值。

(2) 技术优势：公司视技术创新为核心驱动力，自公司成立以来，一直坚持研发费用的大力投入致力于新产品、新技术及新装备的开发与创新，截止 2023H1，公司拥有专利总数超 230 篇，其中发明专利 84 篇，累计参与制定和修订的国家/行业标准 29 项，具备功能性单体和水溶性高分子研发、生产优势，实现上下游技术互通。

(3) 客户资源与品牌优势：深耕水基工业领域多年，公司凭借高性能产品与优质服务，深受客户好评，已与制浆造纸、水处理、油气开采、矿物加工等领域的国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系。

2.1. 功能性单体：精益求精，制备高品质关键原料

功能性单体是具有特定官能团的可聚合单体，是制备水溶性高分子的关键原料。公司的功能性单体包括丙烯酰胺类、烯丙基类、特种阳离子类和制膜专用单体四大类。

表3：公司部分功能性单体产品

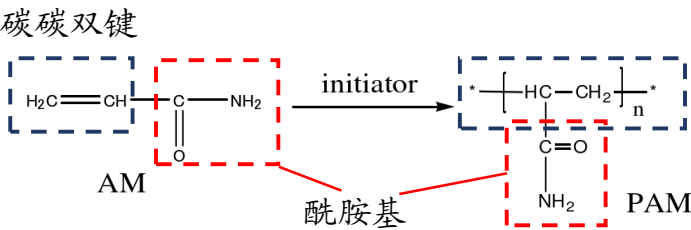
种类	具体品种	中文名称	化学式
丙烯酰胺类	AM	丙烯酰胺	
烯丙基类	DMDAAC	二甲基二烯丙基氯化铵	
特种阳离子类	DMC	甲基丙烯酰氧乙基三甲基氯化铵	
	MAPTAC	甲基丙烯酰胺基丙基三甲基氯化铵	
	DMBZ	甲基丙烯酰氧乙基二甲基苄基氯化铵	
制膜专用单体	SACM	特种酰氯单体	

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.1.1. AM：具备三重生产优势，市占率排名国内前十

丙烯酰胺（AM）是公司主要单体产品，在博亿工厂和昌九工厂共有 8 万吨产能，2022 年 AM 销量占公司单体总销量六成左右。AM 是聚丙烯酰胺水溶性高分子（PAM）的重要原料。AM 中含有“碳碳双键”和“酰胺基”两种官能团，其中“碳碳双键”能够通过双键加成发生聚合反应形成高分子长链；“酰胺基”则具有强亲水性，易形成氢键，赋予 PAM 特殊功能。

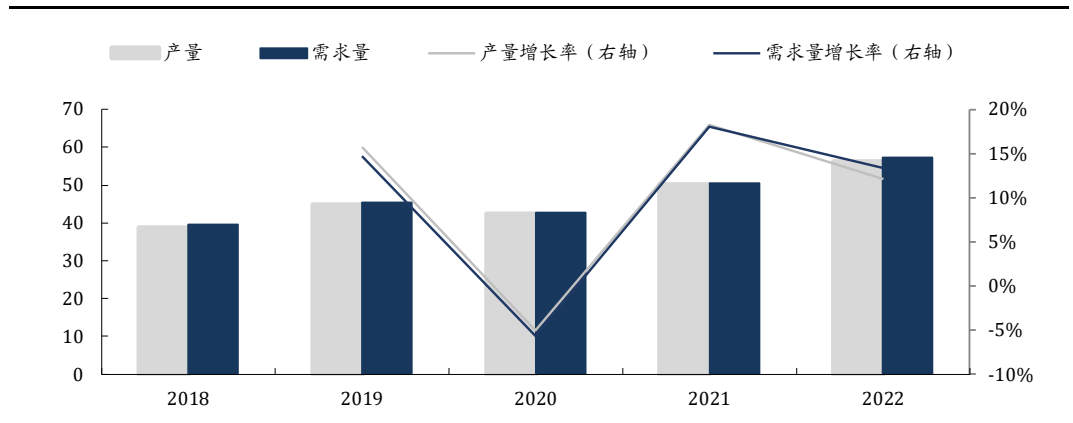
图15：AM 反应生成 PAM



数据来源：《水溶液法制备新型阳离子聚丙烯酰胺及特性研究》，东吴证券研究所

环保需求高涨，AM 需求量逐年上升。在国家环保政策愈发收紧的大背景下，多用于水处理和工业水过程的水溶性高分子 PAM 的市场规模高速增长，在下游带动下，AM 需求量和产量也逐年提高。2022 年我国 AM 产量、需求量分别为 56.7 万吨、57.4 万吨，同比增长 12% 和 13%。

图 16: 2018-2022 年我国丙烯酰胺产量与需求量（万吨）



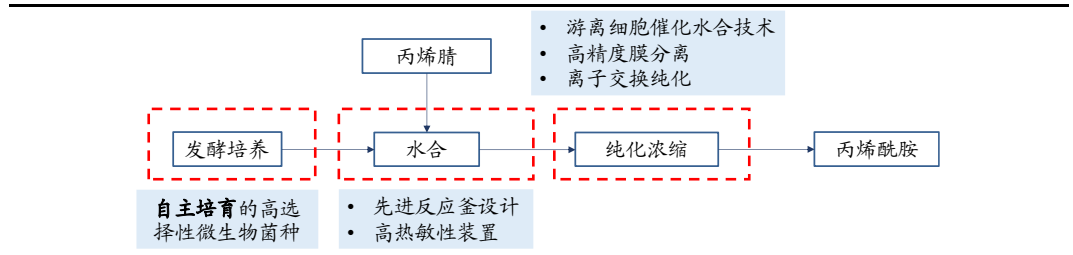
数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

全国 AM 产能较为分散，低端产能竞争激烈。由于功能性单体产品在生产过程中稳定性控制难度大，且易发生自聚导致收率下降，**优质 AM 的稳定生产具有较高技术门槛**。目前国内低端 AM 产品呈现产能供给过剩、市场竞争激烈的局面。

公司 AM 市占率全国前十，具备三重生产优势。公司依靠自身技术优势，生产高纯度丙烯酰胺，2018-2020 年公司 AM 产品市场占有率排名国内前十，跻身中高端市场。具体来看，公司具备**产品转化率高、产品杂质少和生产稳定性高**三大优势：

- **产品转化率高：**公司采用生物法制备 AM，即以发酵合成的胍水合酶为催化剂，由丙烯腈生成 AM。虽然目前大部分企业都使用生物法合成 AM，但公司采用**自主培育的高选择性微生物菌种**进行发酵生产高活性的生物酶催化剂，能够提高丙烯腈水合转化成丙烯酰胺的转化率，反应转化率达到 99.9% 以上。
- **产品杂质少：**结合**游离细胞催化水合技术、高精度膜分离及离子交换纯化**等技术，能够高效去除丙烯酰胺单体中蛋白质等生物杂质，产品纯度可达到 99.9% 以上。同时，公司 AM 副产物丙烯酸含量能够达到 0.01% 以下，行业内生产厂家通常控制丙烯酸含量小于 0.2%。
- **生产稳定性高：**采用先进的反应釜设计、高热敏性装置可实现高活性丙烯酰胺的稳定生产。

图17: 公司 AM 生产工艺流程

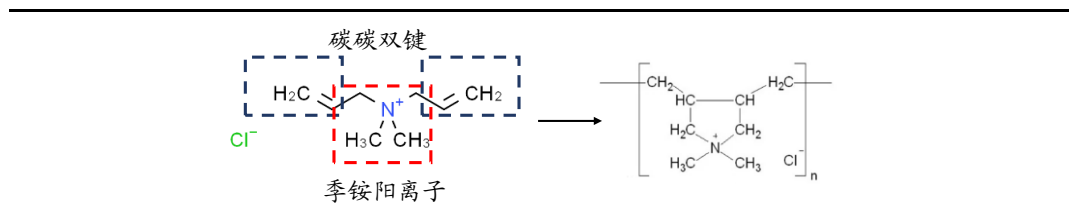


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.1.2. DMDAAC: 采用先进制造工艺，实现降本增效

二甲基二烯丙基氯化铵(DMDAAC),是聚二甲基二烯丙基氯化铵水溶性高分子(P-DMDAAC)的重要原料,2022年DMDAAC销量占公司单体总销量三成左右。DMDAAC与AM一样中含有“碳碳双键”可以发生聚合反应,同时DMDAAC还含有季铵正离子,使合成的高分子具有更高的电荷。

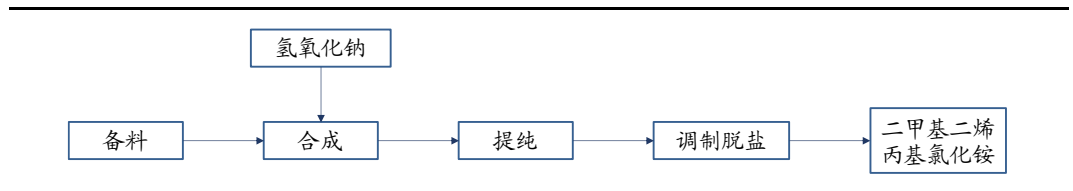
图18: DMDAAC 反应生成 P-DMDAAC



数据来源：960 化工官网，东吴证券研究所

制造工艺先进，实现降本增效。对于DMDAAC生产，公司采用一步法生产工艺，通过调节反应物料配比精准控制工艺条件，能够将副产物氯化钠和杂质降到最低，提高DMDAAC的产品质量和聚合活性。此外公司还开发了连续法DMDAAC生产工艺，提升生产效率，降低生产成本，达到国内领先水平。

图19: 公司 DMDAAC 生产工艺流程

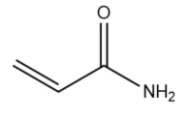
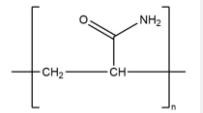
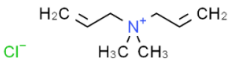
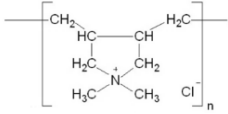


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 水溶性高分子：多重应用场景，守护生命之源

水溶性高分子是以功能性单体为原料制备的具有亲水性的功能性高分子，通过分子骨架结构以及特殊官能团的组合可实现絮凝与混凝、增稠与减阻、分散与乳化、电荷键合等作用。

表4：公司主要功能性单体及水溶性高分子

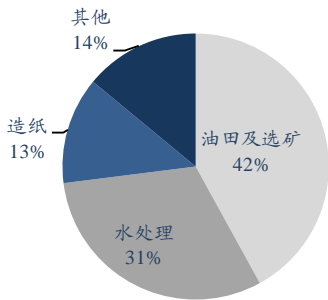
单体种类	功能性单体	化学式	对应水溶性高分子	化学式
丙烯酰胺类	AM		PAM	
烯丙基类	DMDAAC		P-DMDAAC	

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

水溶性高分子按应用领域的不同，主要可以分为水处理化学品和工业水过程化学品。水处理化学品主要应用于市政污水处理和工业污水处理；工业水过程化学品则覆盖制浆造纸、纺织印染、油气开采等细分工业领域。

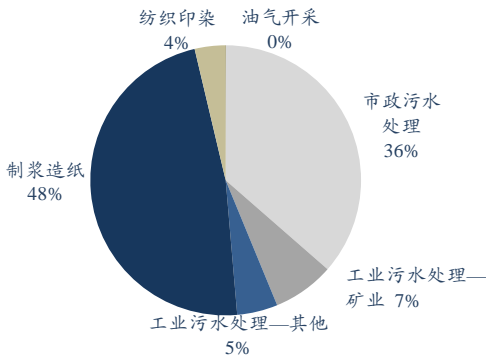
从全国范围来看，以 PAM 水溶性高分子为例，主要用于油田及选矿、水处理以及造纸领域。从公司层面来看，公司水溶性高分子多用于市政污水处理和制浆造纸领域，未来公司将进一步开拓公司产品在油气开采领域的领域，提高产品市占率。

图20：2022 年我国聚丙烯酰胺水溶性高分子消费结构



数据来源：《聚丙烯酰胺的应用进展》，东吴证券研究所

图21：2020H1 公司水溶性高分子收入按市场分类



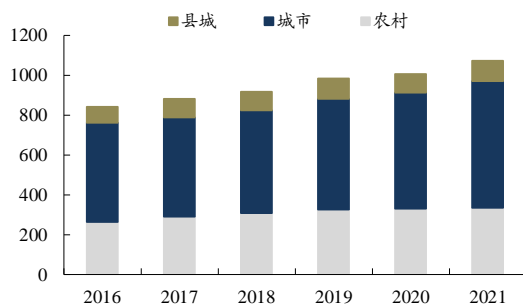
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2.1. 水处理化学品：有机污泥脱水剂成为市政污水处理新方案

水处理化学品是指水处理中所应用的具有特定功能的化学品，包括凝聚剂、絮凝剂等，能够提高水处理过程中的固液分离、油水分离效率，进而提高水体澄清度或污泥干度。公司水处理化学品多应用于市政污水处理。

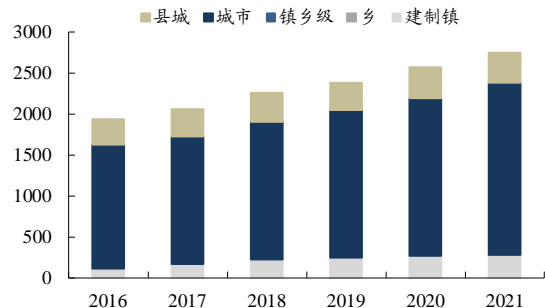
我国污水排放量和污水处理能力逐年提高。据住建部公布数据显示，近年来我国污水排放总量持续提升。2021 年，我国污水排放量 1081 亿立方米，同比增长 7%。与此同时，我国污水处理厂处理能力也逐步提高。2021 年，我国城市、县城、建制镇、乡及镇乡级特殊区域污水处理厂污水处理能力分别为 20767 万立方米/日、3979 万立方米/日、2933 万立方米/日、122 万立方米/日及 25 万立方米/日。

图22: 2016-2021 年中国污水排放量变化（亿立方米）



数据来源：住建部，前瞻经济学人，东吴证券研究所

图23: 2016-2021 年中国污水处理能力(万立方米/日)

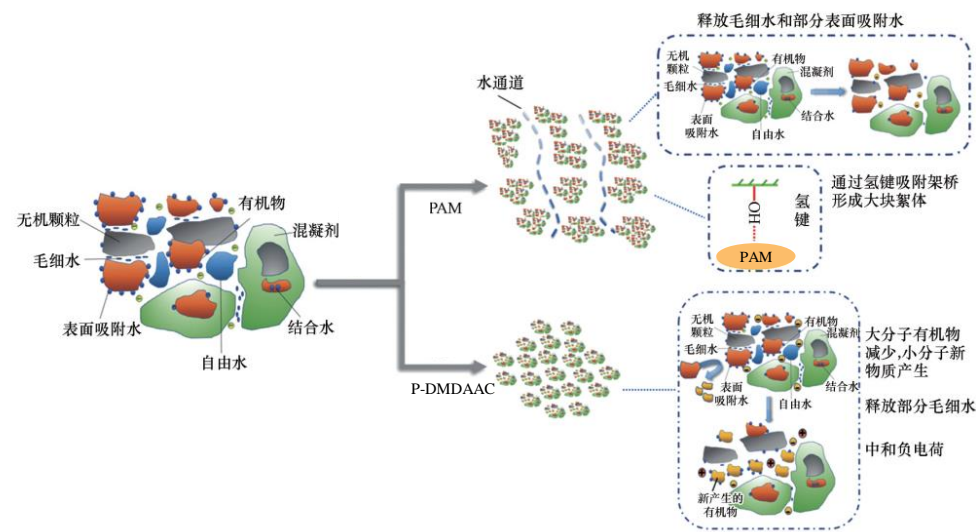


数据来源：住建部，前瞻经济学人，东吴证券研究所

污泥为污水处理的衍生品，传统污泥处理方法存在缺陷。一般来说，污水处理厂每处理 1 万吨污水就会产生 10 吨以上的污泥，而这些刚生产出的污泥含水率较高，需进行脱水、压干处理后，才可进行焚烧及其他后处理。传统处理污泥办法是加石灰和铁盐使污泥絮凝团聚，达到泥水分离的目的。但这种方法不仅增加了固废的重量，而且脱水后污泥含水量仍然比较高，增加了焚烧需要消耗的热量。

水溶性高分子依靠其官能团，能够改善污泥脱水性能。1) PAM: 在进行水处理的过程中，PAM 可以通过氢键吸附架桥，显著增大污泥颗粒的尺寸，形成水通道，释放污泥的毛细水和表面吸附水，形成大块絮体，改善污泥脱水性能。2) P-DMDAAC: 带正电的 P-DMDAAC 能够中和污泥颗粒的表面电位，使污泥颗粒脱稳形成絮体；同时 P-DMDAAC 可以降低大分子生物聚合物的含量并产生小分子新物质，对污泥的调理过程有去水化作用的影响，提高污泥脱水性能。

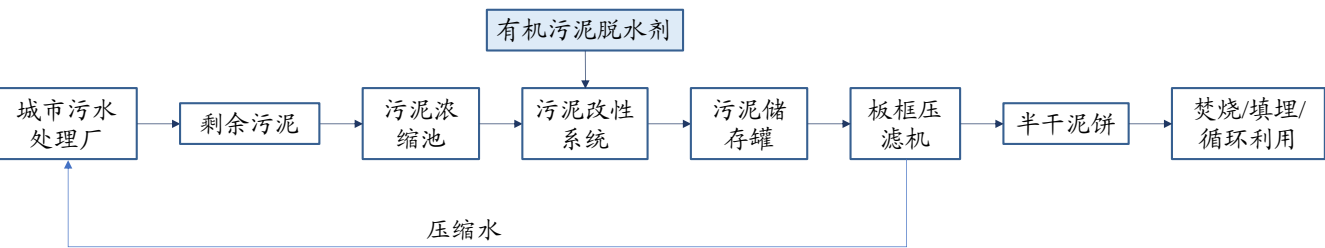
图24： PAM、 P-DMDAAC 污泥调理机制



数据来源：《阴离子聚丙烯酰胺(APAM) 和聚二甲基二烯丙基氯化铵(HCA) 对给水厂污泥水分分布的影响及其与污泥颗粒的作用机制》，东吴证券研究所

公司自主研发的有机污泥脱水剂助力市政污泥的减量化、无害化和资源化。公司自主研发的有机污泥脱水剂脱水效率高，单位污泥脱水剂的消耗量减少可达 90%，助力市政污泥的减量化、无害化和资源化，而且处理后的污泥还能循环使用。

图25： 污水处理方法



数据来源：中国污水处理网，东吴证券研究所

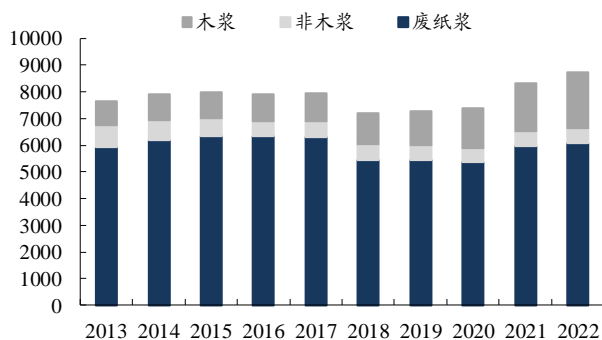
2.2.2. 工业水处理化学品：造纸领域与油气领域两手抓，提高产品市占率

工业水过程化学品主要应用于制浆造纸、矿物洗选、油气开采、纺织印染等水密集型行业，提高固液分离、油水分离等过程效率或提高水体渗透力、驱替力和传力。其中制浆造纸行业是公司工业水过程化学品的主要应用领域，未来将拓展至油气领域。

1) 制浆造纸领域

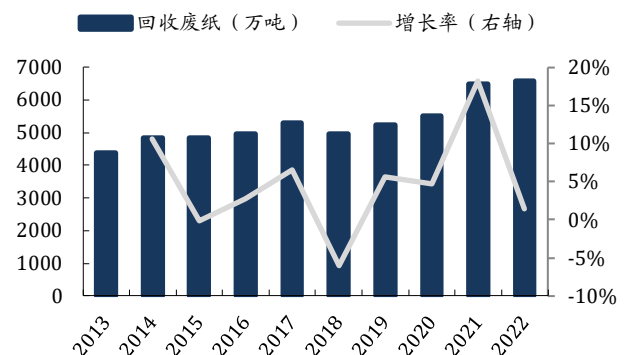
助力改善造纸纤维品质，公司助留助滤剂市占率国内第一。对于造纸工业而言，废纸是十分重要的可回用资源，2022 年，我国由废纸制得的废纸浆（二次纤维）消耗量为 6094 万吨，占当年纸浆消耗量的 70%，废纸浆已成为我国纸浆的重要原料之一。但随着废纸循环利用次数的增加，造纸纤维原料日益变差，需要更高性能的造纸化学品来弥补原料品级的下降。公司造纸用助留助滤剂能够帮助解决废纸处理及造纸生产过程中的细小纤维流失问题，减少浆耗和能耗，提高造纸产量和设备运行效率。目前公司助留助滤剂市占率排名国内第一。

图26：2013-2022 年国产纸浆消耗情况（万吨）



数据来源：《造纸工业 2022 年度报告》，东吴证券研究所

图27：2013-2022 年利用国内回收废纸总量



数据来源：《造纸工业 2022 年度报告》，东吴证券研究所

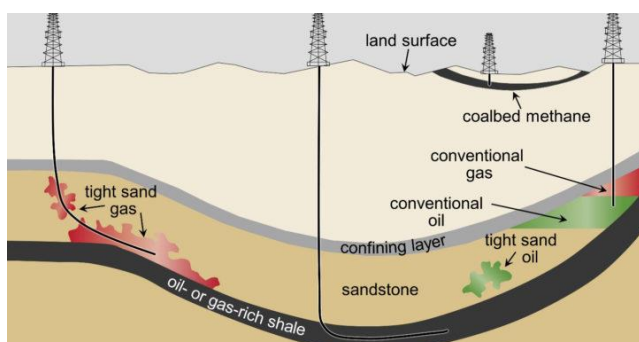
另外，公司阴离子垃圾固定剂也处于国内市场优势地位。阴离子垃圾控制剂与应用技术是使用带有很强阳电荷的水溶性高分子与造纸系统中阴离子电荷发生中和反应、吸附反应，提高纤维与其它化工填料的反应性能，降低造纸化学品用量，特别是功能化学品用量，同时降低纸机车间外排水 COD（化学需氧量），助力绿色造纸工艺。

2) 油气领域

能源安全问题备受关注，页岩油产量将迎来高速增长。2022 年，我国原油进口 5.08 亿吨，对外依存度高达 71%。随着能源安全战略不断得到重视，作为非常规油气资源的页岩油资源备受关注。中共中央、国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，明确提出要“推动页岩气稳产增产、提升页岩油开发规模”。2022 年，我国页岩油产量达到 312 万吨，同比增长 19%。据中研网预测，2025 年我国页岩油产量将增长至 650 万吨。

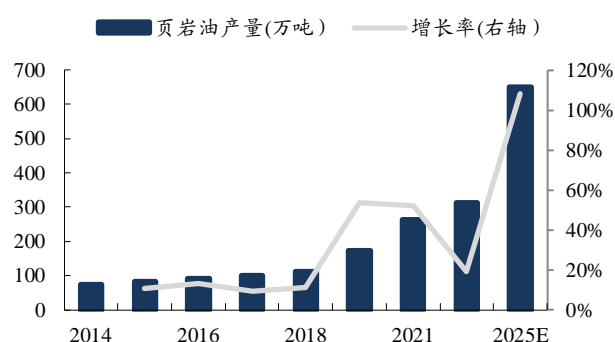
创制新型耐盐压裂减阻剂，聚焦页岩油开采市场。由于页岩储层具有低渗、低孔的结构特性，勘探开采难度大，需要借助相关化学制剂协助开采。公司的减阻剂产品能够降低压裂液流动时的摩擦系数，从而降低压力损耗，保证注水压力能够传导到目标油气层，实现油气增产。2022 年，公司创制的**新型耐盐压裂减阻剂已成功进入西北页岩油新兴市场**，合计实现近 2000 吨销售。2023 年，公司**中标中石油长庆油田、中海油等业务**，提高市场占有率。另外，公司安庆项目新增油田悬浮液阴离子聚丙烯酰胺等水溶性高分子，进一步开拓油气领域市场。

图28：页岩油示意图



数据来源：Upstream Petroleum Management，东吴证券研究所

图29：2014-2025E 中国页岩油产量及增长率

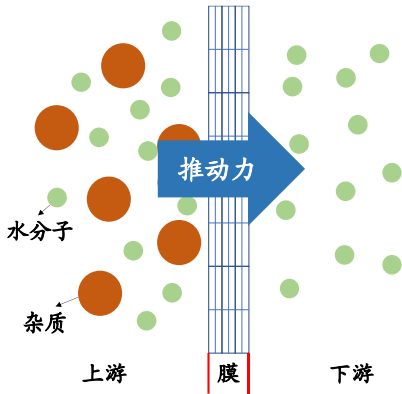


数据来源：ECF 国际页岩气论坛，中经智盛市场研究，能源界网，华夏能源网，中研网，东吴证券研究所

2.3. 水处理膜及膜应用：实现下游产业链进一步延伸

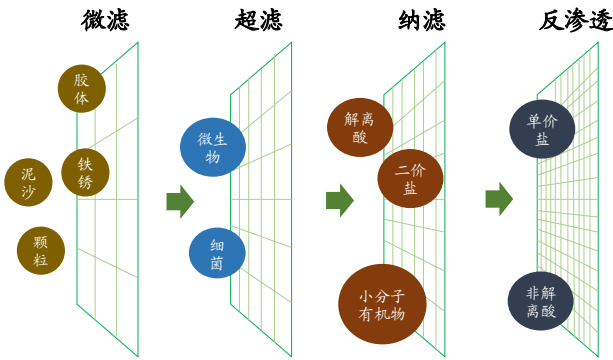
以具有选择性分离功能的膜为分离介质，在膜两侧施加（或存在）一种或多种推动力（如压力差），使原料中的某组分选择性地优先透过的分离方法为膜分离技术。依据膜的孔径大小将膜产品分为微滤、超滤、纳滤和反渗透等类型。

图30：膜分离技术原理



数据来源：《药物分离工程》，东吴证券研究所绘制

图31：不同孔径膜分离范围



数据来源：励进环保，东吴证券研究所绘制

表5：不同膜分离技术特点及过滤效果

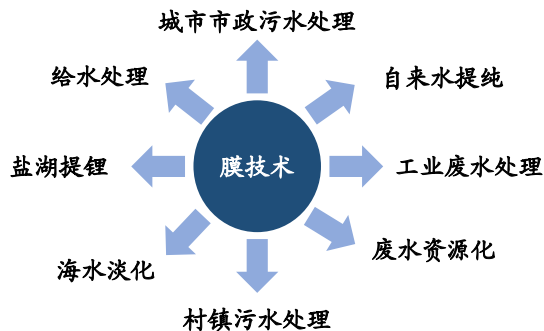
膜分离技术	孔径范围	操作压力	截留物
微滤（MF）	0.1-1.0μm	0.7-7bar	悬浮颗粒
超滤（UF）	0.01-0.1μm	1-7bar	大分子
纳滤（NF）	0.001-0.01μm	3.5-30bar	小分子有机物、二价盐、解离酸
反渗透（RO）	<0.001μm	12-70bar	单价盐、非解离酸

数据来源：公司招股说明书，《药物分离工程》，励进环保，东吴证券研究所

膜分离技术应用范围广泛，市场规模大。膜分离技术多运用于城市市政污水处理、工业废水处理、村镇污水处理等领域。随着对水资源保护重视程度越来越高，再加上自来水提标、盐湖提锂、废水资源化、海水淡化等新增长点的出现，未来膜产业市场规模将进一步扩大。据中国膜工业协会数据，2021 年我国膜产业总产值为 3230 亿元，2009-2021 年复合增长率为 24.77%，预计 2025 年将到达 5000 亿元。

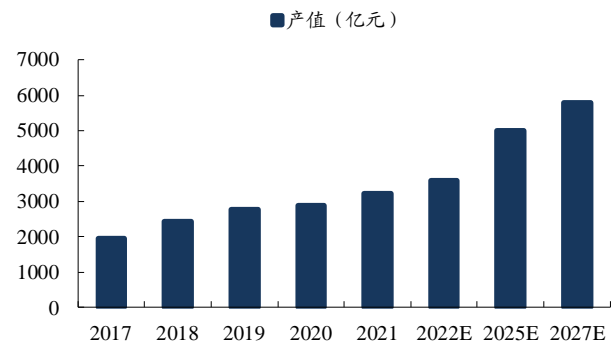
公司子公司富淼膜科技，拥有年产 1710 套（堆）膜分离水处理设备的生产能力，主要采用超滤和 MBR 技术。为国内外水处理客户提供技术先进、性能优越的膜分离水处理设备，为工业废水和市政污水深度处理、提标改造和再生利用创造价值。

图32: 膜技术应用领域



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所绘制

图33: 2017-2027E 我国膜产业总产值



数据来源：中国膜工业协会，东吴证券研究所

采用纳滤技术和反渗透技术，募投项目稳步推进。公司募投“950套/年分离膜制造项目”主要采用公司高选择性纳滤膜和反渗透膜生产技术。在实际含有混合盐的废水处理中，高选择性纳滤膜材料对二价盐截留率大于98%，一价盐截留率小于30%，对水中高低价态的离子和分子量200Da以上的有机物，具有良好的选择分离性能。

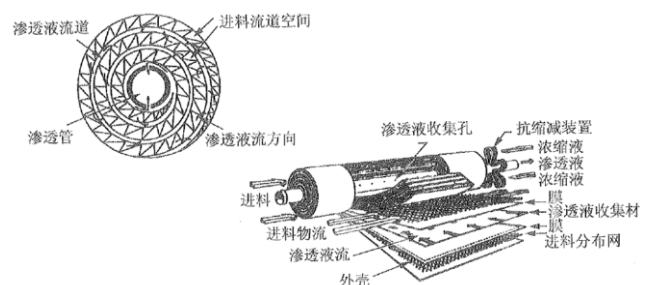
镁锂分离，盐湖提锂打开未来成长空间。目前，盐湖提锂行业广泛采用“吸附—膜分离—结晶法”工艺生产碳酸锂。其中，膜分离工艺发挥浓缩和提纯的重要作用。公司在高选择性纳滤膜产品制备技术基础上，开发专用于盐湖提锂工艺的镁锂分离特种纳滤膜产品，并配套开展采用多级膜分离浓缩提纯工艺应用研究。截至2022年底，“950套/年分离膜制造项目”已于进入试生产阶段。

图34: 公司卷式纳滤/反渗透膜元件



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图35: 卷式膜组件示意图



数据来源：《药物分离工程》，东吴证券研究所

为了推广应用水处理膜产品，同时也为了更好地与下游应用市场进行深度融合，公司开展以膜法水处理技术为核心的水处理工程及运营服务，主要应用于市政和工业水处理领域，为客户提供方案设计、膜系统集成、膜工程实施、水处理装置或膜装置运营及技术咨询等专业服务。

2.4. 能源供应：为公司产品生产提供重要保障

在能源供应方面，公司建有天然气制氢和热电联产装置，除满足公司自用外，为索尔维、阿科玛、北方天普等企业提供氢气、蒸汽和电力作为其生产的原料或能源。

能源供应与公司功能性单体、水溶性高分子、水处理膜产品的生产密切相关，就公司的化学品生产而言，蒸汽、电力用于化学反应物的反应、溶解、熔化、干燥等主要生产环节中，为产品生产提供重要保障。

图36：天然气制氢装置



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图37：热电联产装置



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 关键假设与盈利预测

- 功能性单体:** 此产品销售单价主要受到原材料价格及市场供求关系的影响。2023 年受丙烯酸胺原料丙烯腈价格下滑的影响，我们预测丙烯酸胺营收下滑，同时此板块营收也将随之小幅下降。随着宏观经济的复苏以及募投项目的投产，后续年度功能性单体业务的营收将持续增长。
- 水溶性高分子:** 公司拥有大量水溶性高分子领域募投项目将于 2023 年逐步放量，包括“年产 3.3 万吨水处理及工业水过程专用化学品”、“年产 3.2kt/a（折百）PDAC-1、年产 3.8kt/a（折百）常规乳液聚丙烯项目”以及“年产 3.8kt/a（折百）常规乳液聚丙烯酰胺和年产 0.2kt/a（折百）氧肟酸乳项目”等。但受制于上游功能性单体价格下滑，2023 年此板块营收小幅下滑。后续随着募投项目放量，营收将稳步回升。
- 水处理膜及膜应用:** 由于公司此业务发展历程较短，尚处于市场开拓阶段，近年来毛利率有所下降。2022 年底，公司募投项目“950 套/年分离膜设备制造项目”开始试生产，并将应用领域延伸至物料分离、海水淡化、纯水或超纯水制备等，我们预计未来此领域营收将逐步回升。
- 能源外供:** 受宏观经济环境和园区企业开工率影响，2023 年公司能源外供业务营收将下滑。后续随着宏观经济的恢复，此板块营收将稳步回升。

表6: 公司盈利预测拆分

业务分类	假设项	2021	2022	2023E	2024E	2025E
功能性单体	营业收入（亿元）	4.9	6.4	6.2	6.7	8.6
	毛利率	14%	15%	12%	13%	13%
水溶性高分子	营业收入（亿元）	6.7	7.8	7.3	8.5	11.2
	毛利率	21%	21%	20%	21%	21%
水处理膜及膜应用	营业收入（亿元）	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
	毛利率	15%	8%	8%	8%	8%
能源外供	营业收入（亿元）	2.0	2.1	1.7	1.7	1.8
	毛利率	32%	22%	22%	22%	22%
合计	营业收入（亿元）	14.5	17.0	15.8	17.6	22.2
	毛利率	20%	19%	17%	18%	18%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 16、18、22 亿元，归母净利润分别为 0.8、1.0、1.4 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.7、0.8 和 1.1 元/股。

3.2. 相对估值

我们选取 4 家国内行业的代表企业作为可比公司：节能国祯业务覆盖水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大水处理领域。上海洗霸以化学水处理技术为基础，以化学品为手段，为客户提供专业的水处理技术与整体解决方案服务和风管清洗服务。宝莫股份是国内大型聚丙烯酰胺供应商之一，致力于驱油用化学助剂和水处理化学品的开发和应用。泰和科技是一家集研发、生产和销售为一体的规模化水处理药剂专业生产商。上述可比公司均处于水处理领域，并提供水处理相关化学品或相关治理方案，与公司业务存在较高相似性。

根据 Wind 一致预期与我们的预测，2023 年可比公司 PE 均值为 23.5 倍，公司 2023 年的 PE 值为 25.1 倍，公司估值水平略高于可比公司。考虑到公司募投项目逐步投产，能够实现产能扩张，以及公司安庆项目在页岩油开采领域的拓展完善，进一步提升核心竞争力，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：可比上市公司相对估值（参考 2023 年 9 月 19 日收盘价）

代码	公司名称	股价 (人民币)	总市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)				PB (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300388.SZ	节能国祯	6.7	47	4.0	3.7	4.2	4.7	11.5	12.5	11.1	10.0	1.2	1.1	1.0	0.9
603200.SH	上海洗霸	18.2	32	0.4	0.9	1.5	2.3	75.0	34.5	21.7	14.0	3.6	3.3	2.9	2.5
002476.SZ	宝莫股份	4.7	29	0.3	-	-	-	96.2	-	-	-	3.3	-	-	-
300801.SZ	泰和科技	16.2	35	4.0	-	-	-	8.9	-	-	-	1.5	-	-	-
行业平均								47.9	23.5	16.4	12.0	2.4	2.2	1.9	1.7
688350.SH	富淼科技*	16.8	20	1.3	0.8	1.0	1.4	16.0	25.1	19.9	15.1	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：标*为自行预测，其他为 Wind 一致预期

4. 风险提示

- 1、**宏观经济波动风险：**公司下游客户主要分布于水处理、制浆造纸、油气开采等行业，与宏观经济周期及国家环保政策紧密相关。宏观经济运行态势与相关政策的调整，将对公司主营业务的市场需求产生较大影响，从而影响公司业绩。
- 2、**原材料价格波动风险：**公司主要原材料丙烯腈等为石油衍生品丙烯的下游产品，与原油价格具有较强关联性，价格波动较大。如短期原材料价格出现大幅波动，公司经营业绩将受到一定影响。
- 3、**市场竞争加剧及需求变化风险：**募投项目和安庆项目投产后公司产能将大幅上升，需要公司进行市场拓展来消化新增产能。如果未来行业内竞争加剧，或公司市场拓展进度不及产能扩张规模，将会对公司业绩产生不利影响。
- 4、**在建项目不及预期风险：**募投项目和安庆项目如受市场环境、产业政策变化以及实施进度、原材料及设备采购等因素影响，导致项目出现延期情形，可能在一定程度上会影响公司生产和研发的进程。

富淼科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,618	1,518	1,640	1,883	营业总收入	1,697	1,582	1,756	2,220
货币资金及交易性金融资产	734	650	697	722	营业成本(含金融类)	1,382	1,315	1,445	1,823
经营性应收款项	577	586	634	793	税金及附加	7	8	8	10
存货	218	194	219	278	销售费用	49	47	54	67
合同资产	0	0	0	0	管理费用	62	65	69	87
其他流动资产	89	88	89	91	研发费用	80	67	78	99
非流动资产	924	1,057	1,095	1,121	财务费用	(15)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	8	11	13
固定资产及使用权资产	548	744	757	771	投资净收益	2	3	3	3
在建工程	181	71	73	53	公允价值变动	13	0	0	0
无形资产	134	140	149	164	减值损失	(18)	0	0	0
商誉	41	51	64	81	资产处置收益	(1)	0	0	(1)
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	137	91	116	150
其他非流动资产	18	49	49	49	营业外净收支	3	0	0	0
资产总计	2,542	2,575	2,734	3,004	利润总额	140	91	116	150
流动负债	525	522	579	714	减:所得税	13	9	13	15
短期借款及一年内到期的非流动负债	85	84	100	119	净利润	127	81	103	135
经营性应付款项	365	363	403	498	减:少数股东损益	(1)	0	0	(1)
合同负债	20	14	17	22	归属母公司净利润	128	82	103	136
其他流动负债	56	61	60	75	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.05	0.67	0.84	1.11
非流动负债	435	433	433	433	EBIT	110	91	116	150
长期借款	56	56	56	56	EBITDA	187	233	280	354
应付债券	356	356	356	356	毛利率(%)	18.54	16.85	17.74	17.88
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.56	5.16	5.87	6.11
其他非流动负债	24	22	22	22	收入增长率(%)	16.83	(6.77)	11.03	26.42
负债合计	961	956	1,012	1,147	归母净利润增长率(%)	19.54	(36.32)	26.30	31.56
归属母公司股东权益	1,497	1,536	1,639	1,775					
少数股东权益	84	84	83	83					
所有者权益合计	1,581	1,619	1,722	1,857					
负债和股东权益	2,542	2,575	2,734	3,004					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	140	232	231	233	每股净资产(元)	11.56	11.87	12.72	13.83
投资活动现金流	(223)	(270)	(199)	(227)	最新发行在外股份(百万股)	122	122	122	122
筹资活动现金流	418	(48)	15	19	ROIC(%)	5.73	3.88	4.73	5.85
现金净增加额	343	(84)	47	24	ROE-摊薄(%)	8.56	5.32	6.29	7.65
折旧和摊销	76	142	164	204	资产负债率(%)	37.79	37.11	37.01	38.18
资本开支	(158)	(244)	(202)	(231)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.98	25.09	19.87	15.10
营运资本变动	(68)	14	(34)	(103)	P/B (现价)	1.45	1.41	1.32	1.21

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>