

创元科技 (000551)

深耕洁净环保&瓷绝缘子，受益于下游新兴行业扩产&电网建设放量

增持 (首次)

2023 年 10 月 08 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书: S0600523070006

chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,180	4,564	5,033	5,579
同比	13%	9%	10%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	164	181	206	240
同比	50%	11%	14%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.41	0.45	0.51	0.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	24.13	21.81	19.16	16.51

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **深耕洁净环保和瓷绝缘子，业绩稳健增长&盈利提升。**公司深耕“洁净环保”和“瓷绝缘子”双主业，精密轴承、磨具磨料、精密仪器等多种经营产业共同发展。公司拥有国家创新型试点企业、国家重点高新技术企业江苏苏净，高新技术企业苏州轴承、苏州电瓷、苏州一光、远东砂轮、高科电瓷、上海北分等全资、控股企业 8 家。2018-2022 年归母净利润复增速 22%，销售净利率从 2016 年 4.70% 提升至 2022 年 6.52%。
- **洁净环保空间广阔，新兴行业&自研产品贡献增长动能。**公司洁净环保业务由全资子公司江苏苏净、控股子公司上海北分经营。1) **半导体&新能源&大健康产业扩张，洁净室需求扩张：**洁净室下游应用领域主要包括电子半导体、食品医药等，2021 年电子半导体占比 54% 为最大下游。新兴行业扩产带动洁净环保需求释放，我们测算 2022-2025 年全球/国内洁净室工程市场空间复增 4.1%/7.4%，2025 年全球/国内市场空间分别达 8167/2858 亿元。江苏苏净发力新能源、大健康 and 电子信息三大新兴领域，2023H1 合同额占比超 2/3。2) **政策驱动环境监测行业发展，公司抢占超低排放改造先机：**上海北分与德国 DURAG 合作 23 年，拥有其所有监测产品的销售代理权，为 DURAG 中国地区核心合作伙伴。同时，公司逐步提高自研产品占比。公司粉尘仪产品在国内五大电力系统占有一定的市场份额，并积极开拓非电市场。
- **瓷绝缘子随电网建设放量，苏州电瓷特高压市占率第二。**电网建设带动输变电高压绝缘子需求，国网“十四五”规划特高压投资 3800 亿元，较“十三五”期间增长 35.7%，特高压建设经 2022 年放缓后有望提速。2020-2022 年特高压瓷绝缘子渗透率 61.6%，技术壁垒高，格局相对稳定。2020-2023H1 国网招标的六交三直项目中，按中标金额来看，子公司苏州电瓷在特高压交流/直流瓷绝缘子的市占率为 27.6%/44.2%，均位列第二。宿迁项目达产后，年产能达 6 万吨以上，保障后续订单落地。
- **控股国内滚针轴承龙头，下游应用广泛国产替代提速。**苏州轴承是滚针轴承行业头部企业，深耕行业近 60 年，产品广泛应用于汽车的转向系统、制动系统、扭矩管理系统、新能源电驱系统、发动机、变速箱等重要总成，以及工业自动化、高端装备、机器人、工程机械、家用电器、电动工具、航空航天及国防工业等领域，下游多元应用驱动公司未来增长。公司把握国产化机遇，与优质客户建立了持续稳定的配套关系。
- **盈利预测与投资评级：**新兴行业扩产&电网建设推进，双主业有望释放增量。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.81/2.06/2.40 亿元，同比+11%/14%/16%，对应当前 PE 为 22/19/17 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游扩产不及预期，行业竞争加剧，宏观经济波动风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.79
一年最低/最高价	8.32/11.29
市净率(倍)	1.73
流通 A 股市值(百万元)	3,916.79
总市值(百万元)	3,955.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.66
资产负债率(% ,LF)	49.67
总股本(百万股)	403.98
流通 A 股(百万股)	400.08

相关研究

内容目录

1. 聚焦洁净环保&瓷绝缘子，业绩稳健增长&盈利水平提升	5
1.1. 洁净环保&瓷绝缘子双轮驱动，多产业经营齐头并进	5
1.2. 国资控股结构稳定，股权激励激发活力	6
1.3. 业绩稳健增长，盈利水平提升	7
2. 洁净环保市场空间广阔，新兴行业&自研产品贡献增长动能	9
2.1. 半导体&新能源&大健康产业扩张，洁净设备及工程业务受益	10
2.1.1. 半导体扩产&国产替代提速，洁净室需求提升	10
2.1.2. 新能源&大健康产业贡献增量空间，洁净室工程大有可为	13
2.1.3. 江苏苏净为洁净环保设备及工程供应商，三大新兴领域齐发力	15
2.2. 政策驱动环境监测行业发展，上海北分抢占超低排放改造先机	16
3. 瓷绝缘子受益电网建设，精密轴承国产替代可期	19
3.1. 特高压瓷绝缘子随电网建设放量，苏州电瓷市占率前列	19
3.2. 控股国内滚针轴承龙头，下游应用广泛国产替代提速	22
4. 盈利预测与投资建议	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 业务板块及主要子公司 (截至 2023H1)	5
图 3: 创元科技股权架构 (截止至 2023 年 6 月 30 日)	6
图 4: 2016-2022 年营业收入复合增速约 10.61%.....	7
图 5: 2016-2022 年归母净利润复合增速约 21.98%.....	7
图 6: 2016-2022 年销售净利率保持上行趋势	8
图 7: 2016-2022 年公司期间费用率总体下降	8
图 8: 2016-2022 年公司加权平均 ROE 呈上升趋势	8
图 9: 2022 年经营性现金流净额同比增加 59.16%.....	8
图 10: 2016-2023H1 公司分产品收入占比情况	9
图 11: 公司营收以洁净环保设备和绝缘子为主.....	9
图 12: 洁净环保及绝缘子毛利率总体略有下降.....	9
图 13: 2021 年中国洁净室工程市场规模构成 (%)	10
图 14: 集成电路制作过程及洁净室在其中的应用.....	10
图 15: 2021 年我国 IC 自给率上升至 16.7%.....	11
图 16: 2018-2021 年, 中国大陆晶圆产能占全球比提升	11
图 17: 全球晶圆厂资本开支强劲, 2022-2025 年维持在 500 亿美元以上	12
图 18: 大陆主要制造商 TFT-LCD 产能 (百万平方米)	12
图 19: 2011-2025 年全球光伏新增装机量 (GW)	13
图 20: 2018-2025 年全球主流电池厂产能规划 (GWh)	13
图 21: 2016-2025 年生物医药市场规模 (亿美元)	14
图 22: 国内洁净室工程 2025 年市场空间达 2858 亿元.....	15
图 23: 江苏苏净营业收入及增速.....	15
图 24: 江苏苏净净利润及增速.....	15
图 25: 2006-2025 年中国特高压投资规模 (亿元)	19
图 26: 2020-2022 年特高压绝缘子招标材质金额占比	20
图 27: 2020-2022 年各类绝缘子招标金额 (亿元)	20
图 28: 2020 年-2023H1 特高压交流瓷绝缘子市占率	20
图 29: 2020 年-2023H1 特高压直流瓷绝缘子市占率	20
图 30: 2020 年-2023H1 特高压瓷绝缘子中标金额 (亿元, 按公司分)	21
图 31: 2020 年-2023H1 特高压瓷绝缘子中标金额 (亿元, 按线路分)	21
图 32: 公司输变电高压绝缘子收入及增速 (合并口径)	22
图 33: 输变电高压绝缘子毛利及毛利率 (合并口径)	22
图 34: 2016-2021 年中国轴承行业主营业务收入及增速	23
图 35: 公司精密轴承业务收入及增速 (合并口径)	23
图 36: 公司精密轴承业务毛利及毛利率 (合并口径)	23
表 1: 2021 年限制性股票激励计划激励对象及授予情况.....	6
表 2: 公司层面业绩考核要求.....	7
表 3: 环境监测行业相关政策.....	16
表 4: 上海北分主要产品.....	18

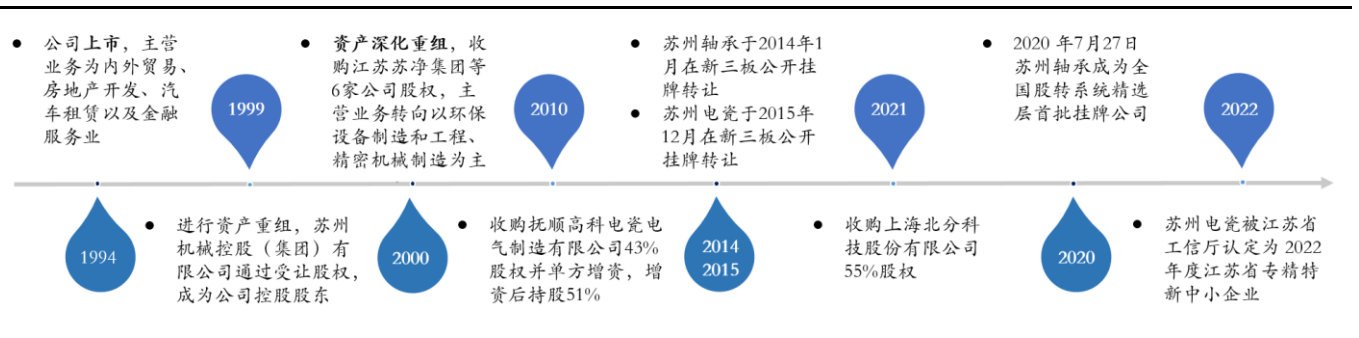
表 5: 公司业务拆分: 亿元.....	24
表 6: 截至 2023/9/28 可比公司 PE 估值.....	25

1. 聚焦洁净环保&瓷绝缘子，业绩稳健增长&盈利水平提升

1.1. 洁净环保&瓷绝缘子双轮驱动，多产业经营齐头并进

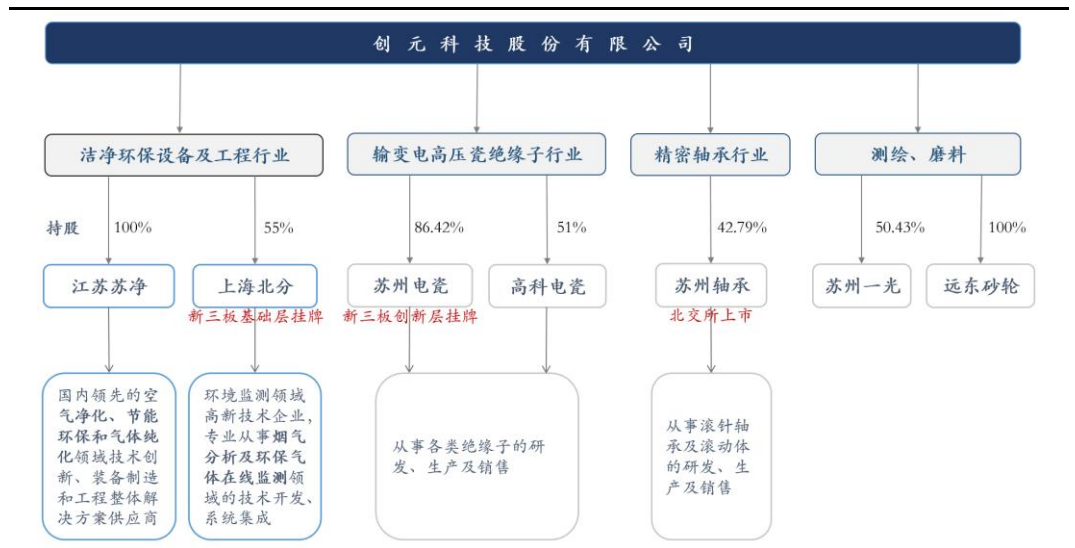
聚焦“洁净环保”和“瓷绝缘子”双主业，精密轴承、磨具磨料、精密仪器等多种经营并存。创元科技股份有限公司成立于1993年，1994年公司上市，主营业务以内外贸易、房地产开发、汽车租赁以及金融服务业为主。经过1999年底的重大资产重组以及2000年的深化重组，公司的主营业务变为以环保设备制造和工程、精密机械制造为主，工贸一体。目前公司核心业务以制造业为主，主要从事洁净环保工程及设备、输变电高压瓷绝缘子、滚针轴承、各类光机电算一体化测绘仪器、各类磨料磨具等产品的生产经营，形成了以“洁净环保”和“瓷绝缘子”为双主业，精密轴承、磨具磨料、精密仪器等多种经营产业并存的格局。公司拥有国家创新型试点企业、国家重点高新技术企业江苏苏净，高新技术企业苏州轴承、苏州电瓷、苏州一光、远东砂轮、高科电瓷、上海北分等全资、控股企业8家。其中苏州轴承为北交所上市公司，苏州电瓷为新三板创新层挂牌企业，上海北分为新三板基础层挂牌企业。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图2：业务板块及主要子公司（截至2023H1）

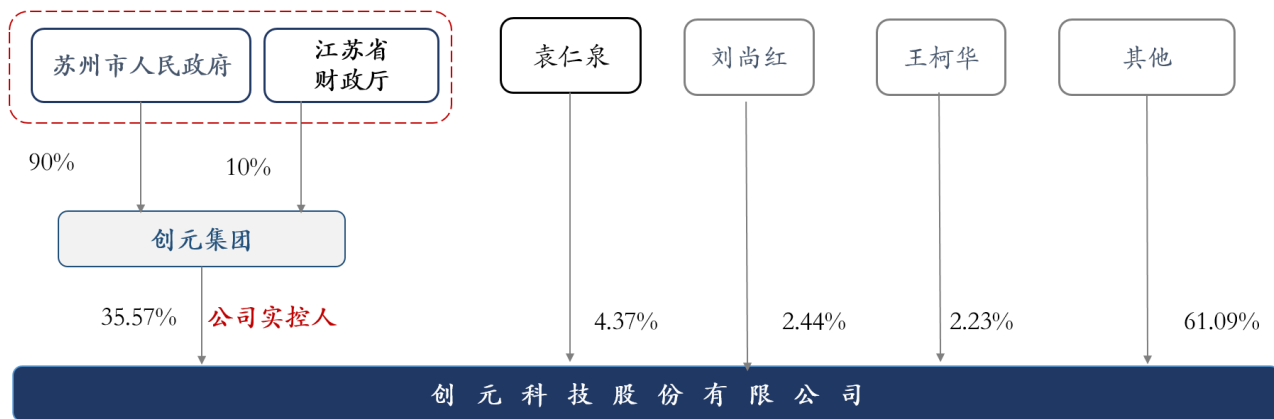


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 国资控股结构稳定，股权激励激发活力

国资控股结构稳定，截至 2023H1 创元集团持股 35.57%。截至 2023 年中报，公司最大股东为苏州创元投资发展(集团)有限公司，持股比例为 35.57%，长期以来股权结构稳定。公司实际控制人创元集团自 2008 年以后完成了从行政管理局向国有资产经营管理公司的转型，为国有独资型企业，连续 14 年荣登中国企业 500 强和中国制造业企业 500 强排行榜，业务以高科技先进制造业为核心。

图3：创元科技股权架构（截止至 2023 年 6 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

实行限制性股票激励，激发员工活力。2022年2月14日，公司以人民币5.29元/股的授予价格向57名激励对象授予390.44万股限制性股票，占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.9759%。激励对象为公司公告本激励计划时在公司任职的公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、骨干人员等。激励计划的发布有利于充分调动和激发核心员工积极性，稳定核心队伍，发挥聚才引才效果，为公司加快转型发展提供人才保障。

表1：2021年限制性股票激励计划激励对象及授予情况

姓名	职务	授予限制性股票数量 上限（股）	占授予限制性股 票总量比例	占激励公告时 总股本比例
周成明	副董事长、总经理	97500	2.50%	0.024%
胡增	董事、副总经理	91400	2.34%	0.023%
俞雪中	董事、副总经理	91400	2.34%	0.023%
周微微	董事会秘书	91400	2.34%	0.023%
鲁斌	财务总监	91400	2.34%	0.023%
骨干人员（52人）		3441300	88.14%	0.860%
合计（57人）		3904400	100.00%	0.976%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：公司层面业绩考核要求

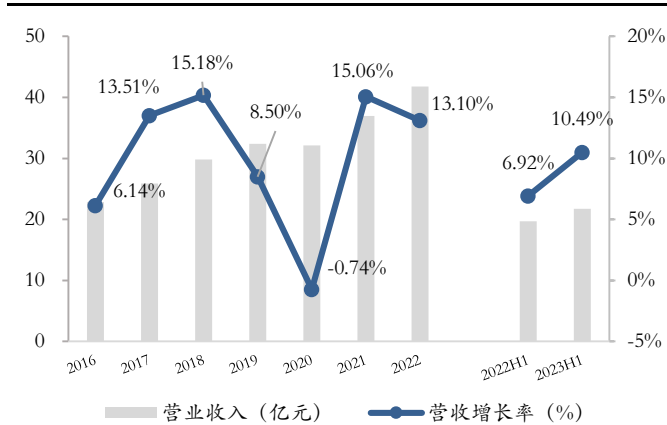
	营业收入	扣非归母净利润	现金分红比例
基数	2018年-2020年三年营业收入平均值：31.45亿元	2018年-2020年三年扣非归母净利润平均值：0.88亿元	/
第一个解除限售期	2021年营收≥基数 2022年营收增速≥15%且不低于同行业平均水平	2021年扣非≥基数 2022年扣非增速≥15%且不低于同行业平均水平	不低于2022年合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的15%
第二个解除限售期	2022年-2023年两年平均营收增速≥20%，且不低于同行业平均水平	2022年-2023年两年平均扣非增速≥20%，且不低于同行业平均水平	不低于2023年合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的15%
第三个解除限售期	2022年-2024年三年平均营收增速≥25%，且不低于同行业平均水平	2022年-2024年三年平均扣非增速≥25%，且不低于同行业平均水平	不低于2024年合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的15%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 业绩稳健增长，盈利水平提升

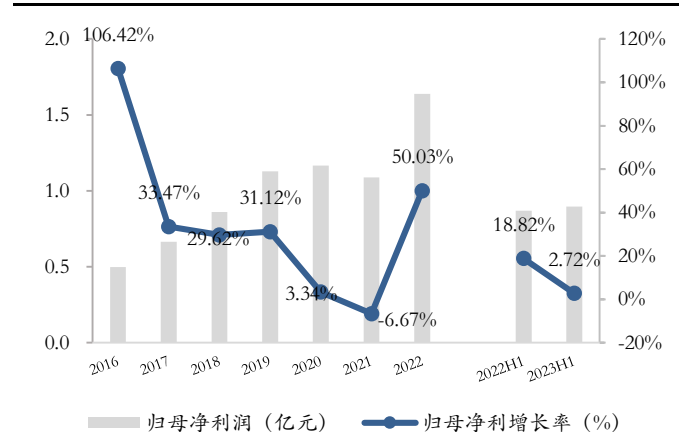
业绩保持增长态势，2016-2022年归母净利润复合增速22%。2022年公司营业收入为41.80亿元，同比增长13.10%，2016-2022年营业收入复合增速达10.61%；实现归母净利润1.64亿元，同比增长50.03%，2016-2022年归母净利润复合增速达21.98%。2023年上半年，在宏观环境承压的背景下，公司业务保持稳健，实现营业收入21.75亿元，同比增长10.49%，归母净利润0.90亿元，同比增长2.72%，

图4：2016-2022年营业收入复合增速约10.61%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2016-2022年归母净利润复合增速约21.98%



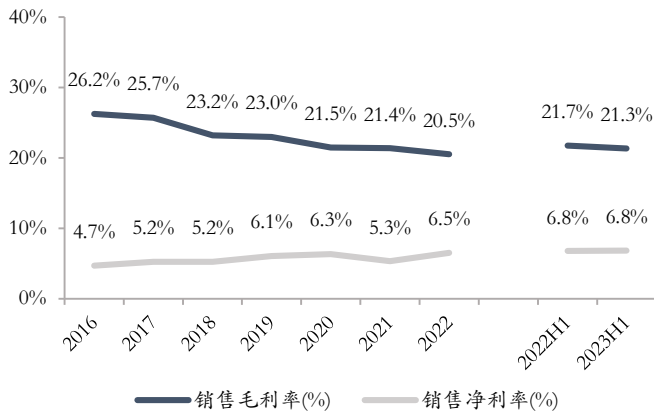
数据来源：Wind，东吴证券研究所

原料成本攀升&竞争加剧致毛利率承压，费用率管控有效销售净利率上升。公司主

业市场呈现竞争加剧态势，近两年来能源以及上游主要原材料价格不断攀升，下游市场

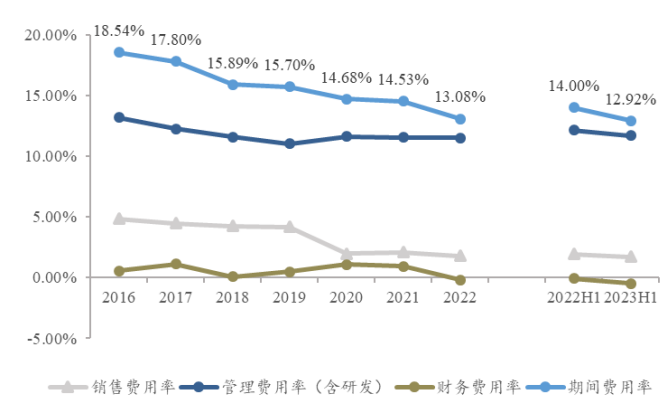
竞争激烈,导致公司盈利空间不断被压缩,毛利率下行。公司推进降本工作和精细管理,期间费用率保持下降趋势,从2016年的18.54%降至2022年的13.08%,销售净利率保持上行趋势。

图6: 2016-2022年销售净利率保持上行趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2016-2022年公司期间费用率总体下降

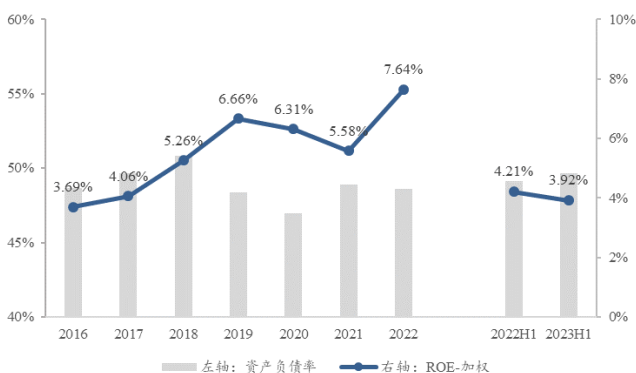


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 此处期间费用率=销售+管理+财务+研发费用率

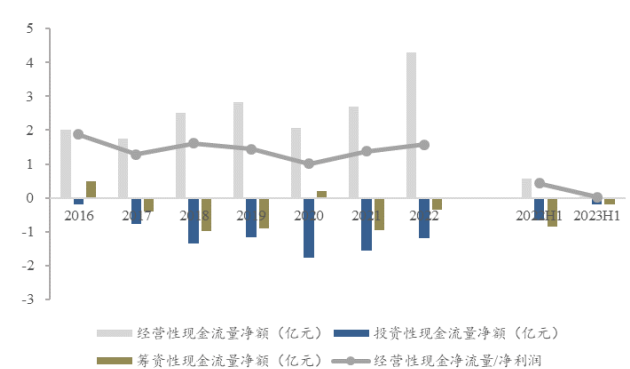
净利率提升带动加权平均 ROE 上行, 资产负债率保持稳定。近几年公司净利率保持上升态势, 带动加权平均 ROE 从2016年的3.69%提升至2022年的7.64%。公司资产负债率稳定在50%左右。2016-2022年公司净现比维持1以上, 经营性现金流净额表现良好。

图8: 2016-2022年公司加权平均 ROE 呈上升趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2022年经营性现金流净额同比增加59.16%

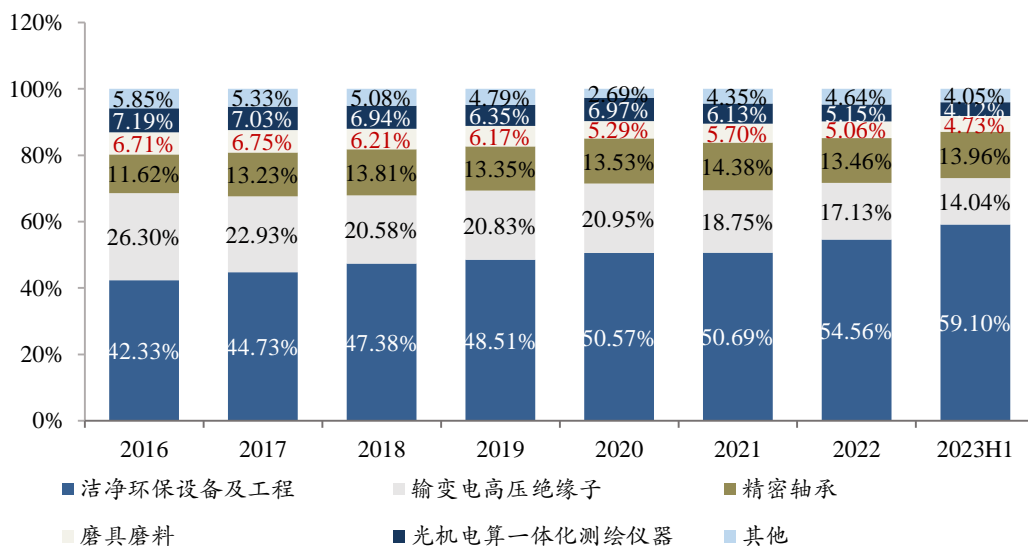


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

洁净环保设备及工程业务贡献营收主力, 且占比逐年提升。从公司收入结构来看, 洁净环保设备及工程、输变电高压绝缘子、精密轴承贡献主要收入。洁净环保收入占比

从2016年42.33%逐步提升至2023H1的59.10%，毛利率承压。2016-2022年输变电高压绝缘子业务收入在6~7亿元左右小幅上行，毛利率相对平稳。精密轴承收入占比稳定在14%左右。

图10：2016-2023H1 公司分产品收入占比情况



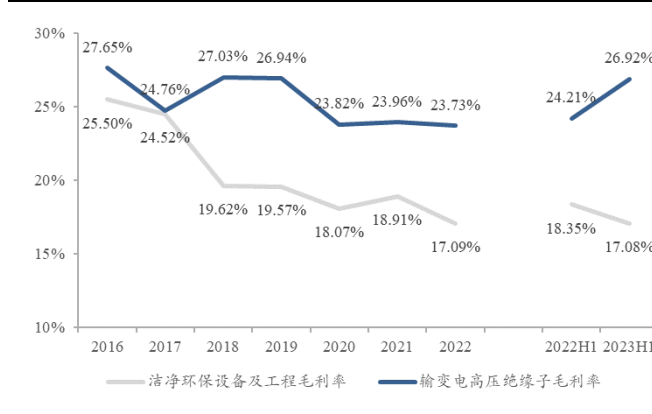
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：公司营收以洁净环保设备和绝缘子为主



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：洁净环保及绝缘子毛利率总体略有下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 洁净环保市场空间广阔，新兴行业&自研产品贡献增长动能

公司洁净环保业务由全资子公司江苏苏净、控股子公司上海北分经营。江苏苏净是国内领先的空气净化、节能环保和气体纯化领域技术创新、装备制造和工程整体解决方案的供应商。上海北分从事烟气分析及环保气体在线监测领域的技术开发、系统集成。

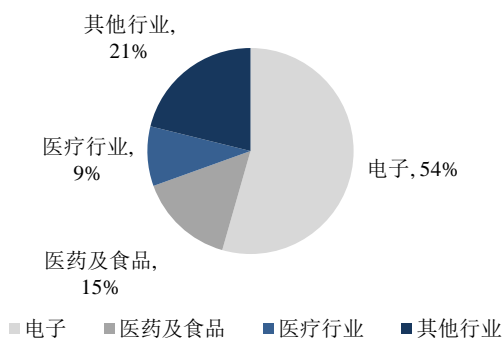
2.1. 半导体&新能源&大健康产业扩张，洁净设备及工程业务受益

洁净室作为保证高科技产品的良品率和安全性的**重要基础设施**，广泛应用于**半导体及泛半导体、新能源、食品药品大健康**等产业。近年来，相关下游产业不断发展，带动我国洁净室行业快速发展。据中国电子学会，2017年我国洁净室市场规模首次突破1000亿元；2019年，我国洁净室市场规模达到1655亿元。我们测算2022-2025年全球/国内洁净室工程市场空间复增**4.1%/7.4%**，2025年全球/国内市场空间分别达**8167/2858**亿元。

2.1.1. 半导体扩产&国产替代提速，洁净室需求提升

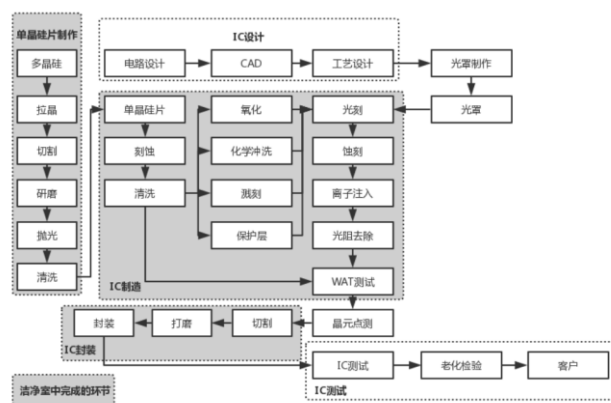
电子半导体为洁净室最大下游。洁净室下游应用领域主要包括**电子半导体、食品医药**等领域，2021年电子半导体领域洁净室工程占比**54%**，为洁净室的**最大下游**。对于半导体行业来说，洁净室是制造环节中**重要的一环**，直接影响产品良率。集成电路产业链几乎所有的主要环节，如单晶硅片制造和IC制造及封装都需要在洁净室中完成，且随着技术的进步，集成电路对洁净度的要求越来越高。一般而言，当微粒尺寸达到集成电路节点一半大小时就成为了破坏性微粒，对集成电路的制造产生影响。比如，14纳米工艺中7纳米的微粒就会影响制造过程。随着集成电路的工艺越来越高，目前3纳米的工艺已经开始研发，对于洁净室工程技术提出越来越高的要求。

图13: 2021年中国洁净室工程市场规模构成(%)



数据来源: 共研网, 东吴证券研究所

图14: 集成电路制作过程及洁净室在其中的应用

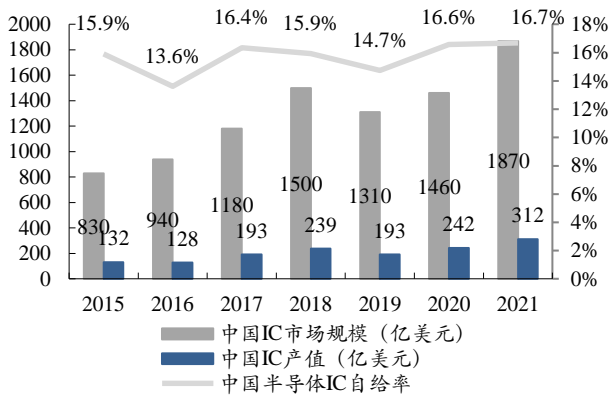


数据来源: 美埃科技招股书, 东吴证券研究所

我国半导体IC对外依存度高，自给率待提升。我国半导体IC (Integrated Circuit) 进出口长期存在贸易逆差，对外依存度高，尤其体现在**高端芯片**方面；2015-2021年，我国IC自给率总体呈现上升趋势，到2021年达到**16.7%**，但与国务院2015年印发的《中国制造2025》中的：“到2025年，70%的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障”的目标仍有较大差距，自给率仍需提升。

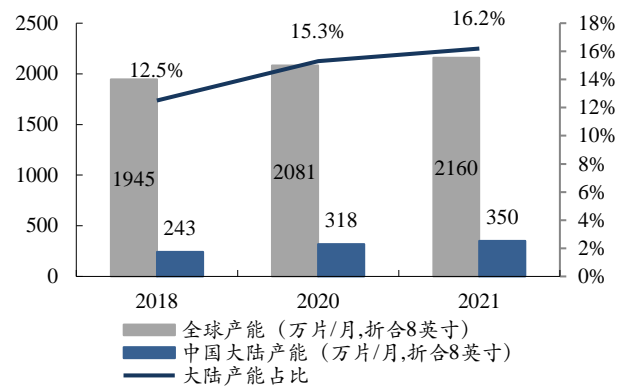
2018-2021 年大陆晶圆厂产能复增 12%， “芯片法案”促使半导体产业回流美国， 国产替代进程加速。劳动力成本的上升使得偏向劳动密集型的代工和封测环节逐步转向我国台湾与大陆， 产业向东迁移； 而美国《2022 芯片和科技法案》将产业链召回， 通过补贴加速芯片产业回流美国， 意图切断向中国供应半导体芯片先进制程的技术和设备及材料， 隔断中国芯片产业与全球联系， 重塑全球芯片产业链供应链格局。2018-2021 年大陆晶圆厂产能复增 12%， 《2022 芯片和科技法案》的签订无疑加速了中国半导体产业国产替代的进程。在半导体设备国产化提速的背景下， 鼓励半导体设备发展的政策频发， 国内半导体产业发展将进一步提速。

图15： 2021 年我国 IC 自给率上升至 16.7%



数据来源： IC Insight、 iResearch Inc.， 东吴证券研究所

图16： 2018-2021 年， 中国大陆晶圆产能占全球比提升

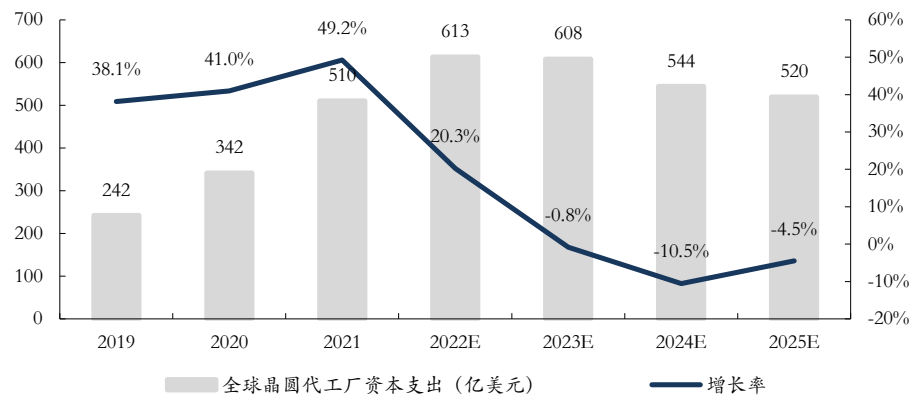


数据来源： IC Insight、 电子信息产业网， 东吴证券研究所

单万片每月的晶圆/面板产能所需过滤设备金额为 635~1190 万元/638~15301 万元， 项目扩建将快速释放过滤设备市场空间。晶圆厂对洁净室的要求在 ISO3-4 级， 面板厂的要求为 ISO4-7 级， 不同的洁净室等级对应的 FFU 铺设面积占洁净厂房总面积的比例不同。根据具体项目的产能及洁净室信息， 单万片/月产能的晶圆厂/面板厂所需洁净室面积分别为 0.6/9.2 平方米， 单万片/月晶圆/面板产能所需过滤设备金额为 635~1190 万元/638~15301 万元。晶圆厂/面板厂项目扩建将快速释放过滤设备市场空间。

全球晶圆厂资本开支强劲， 2022-2025 年维持在 500 亿美元以上； 大陆晶圆厂扩产加快， 主要晶圆产线 2021-2025 年四年产能复合增速 16.6%。2018 年-2022 年全球晶圆厂资本开支力度逐年增加， 2022 年达 613 亿美元。国内各大晶圆厂仍处于扩产周期， 在 2025 年前仍在进行产线扩建。根据我们的统计， 至 2025 年底， 头部晶圆厂的产能距 2021 年新增 296.9 万片/月（折合 8 英寸）。2021-2025 年大陆晶圆产能复合增速 16.6%。公司将受益晶圆厂扩建周期， 业务稳健发展。

图17: 全球晶圆厂资本开支强劲, 2022-2025 年维持在 500 亿美元以上



数据来源: Gartner, 东吴证券研究所

大陆面板厂仍在扩建, 主要面板产线 2021-2025 年四年产能复合增速 8.0%。TFT-LCD 为我国主要电子显示器件类别。2020 年前三季度中国大陆 TFT-LCD 出货面积 9701 万平方米、全球占比 54.5%，产值 266.85 亿美元，AMOLED 出货面积 109 万平方米、全球占比 0.6%，产值 27.09 亿美元。根据 Omdia 的数据, 大陆面板厂在 2025 年前仍在扩产。大陆面板制造商通过扩建自身产线或收购其他国家生产线并转移到国内的方式继续扩大大陆面板产能, 产能将从 2021 年的 187.8 百万平方米, 增长至 2025 年的 255.4 百万平方米, 2021-2025 年四年产能复合增速 8.0%。

图18: 大陆主要制造商 TFT-LCD 产能 (百万平方米)

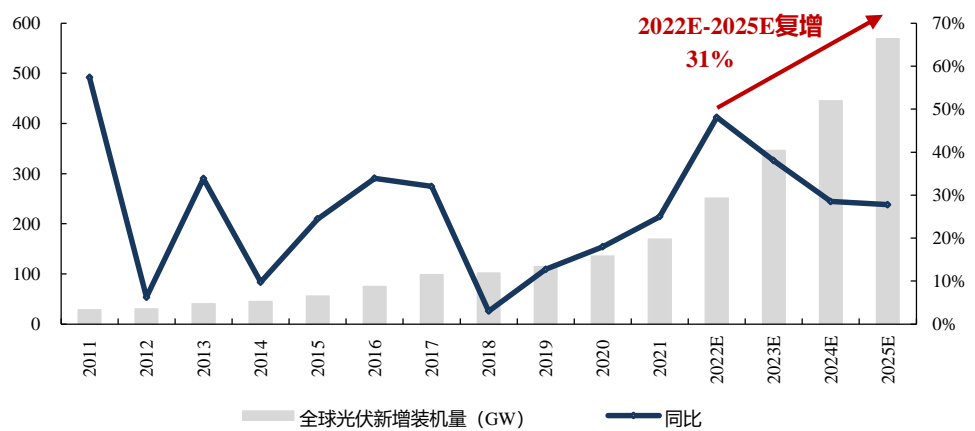
制造商	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
京东方 (BOE)	76.3	86.6	92.5	99.8	109.8	109.8
中电熊猫 (已被京东方并购)	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
TCL	42.5	46.9	54.9	63.1	68.3	68.3
华锐光电 (China top optical)	0.0	0.2	1.0	1.0	1.0	1.0
彩虹股份 (CHOT)	9.5	11.4	12.7	12.7	12.7	12.7
凌巨科技	0.5	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
惠科 (HKC)	16.6	29.4	40.5	41.1	41.1	41.1
海康威视	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
莱宝高科	0.0	0.0	0.0	1.0	4.3	5.3
华佳彩	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
泰嘉光电	0.0	0.0	1.2	4.0	4.0	4.0
天马微电子	4.2	4.2	4.2	3.9	3.9	3.9
信利国际	1.6	2.7	3.3	3.1	3.1	3.1
大陆主要面板厂总产能	157.1	187.8	216.8	235.9	254.4	255.4

数据来源: Omdia, 东吴证券研究所

2.1.2. 新能源&大健康产业贡献增量空间，洁净室工程大有可为

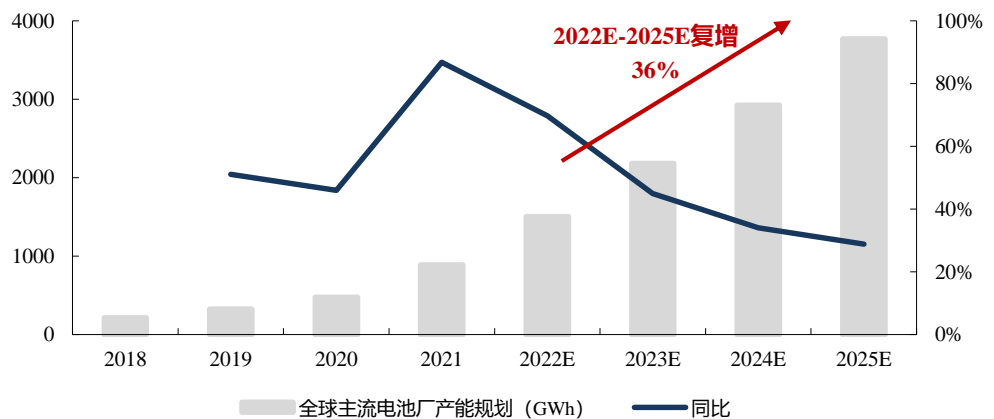
新能源带动洁净室需求扩张。锂电、光伏等新能源需求持续景气，制造环节对洁净室的需求随之提升。太阳能电池产业链的生产制造过程对生产环境的洁净度要求严格，如晶体硅制造、电池银浆及电池组件等生产制造流程，均需在洁净空间内进行，环境中污染物的浓度、震动等因素，直接关系到晶体管的合格率、电学性能以及太阳能电池转换效率的高低。光伏产线扩建推动洁净室需求增长。同样，随着锂电池的良率、精度等指标要求不断提升，锂电产线改造需求也为洁净室业务贡献增量空间。

图19：2011-2025 年全球光伏新增装机量 (GW)



数据来源：BNEF，东吴证券研究所

图20：2018-2025 年全球主流电池厂产能规划 (GWh)

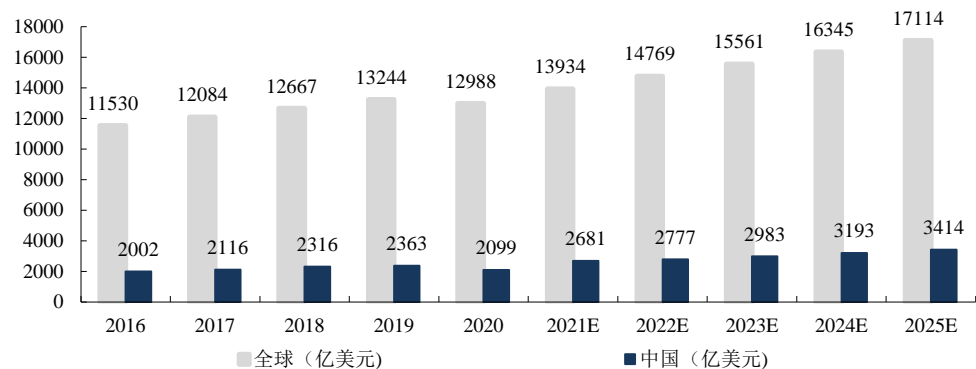


数据来源：各公司官网及公告，东吴证券研究所

洁净室是否达标决定医药企业能否生产，2021-2025 年国内医药行业空间复合增速 6.2%。我国在《药品生产质量管理规范》(GMP) 中明确了不同药品生产制药车间的洁净指标，指标包括风速、单位面积悬浮粒子限值以及微生物浓度。根据国家要求，未通

过《药品生产企业管理规范》认证的企业（或生产车间）一律停止生产，由此带来制药企业对净化车间及过滤系统、洁净生产设备等方面的新建与更换需求。公司的过滤器等产品可以使药品生产环境免受颗粒物及微生物的污染，并达到《药品生产质量管理规范》要求的空气洁净度；为制药行业在生产过程中维持空气洁净度、提高产品良率、实现无污染排放等均起到重要的保障作用。根据 Frost&Sullivan 的预测，全球医药行业市场空间广阔，到 2025 年全球/中国可达 17114/3414 亿美元，2021-2025 年全球/中国复增 5.3%/6.2%，行业空间广阔。

图21：2016-2025 年生物医药市场规模（亿美元）



数据来源：Frost &Sullivan，东吴证券研究所

2022-2025 年全球/国内洁净室工程市场空间复增 4.1%/7.4%，2025 年全球/国内市场空间分别达 8167/2858 亿元。根据圣晖集成招股书，全球洁净室工程市场规模已从 2015 年的 500 亿美元增长到 2019 年的 819 亿美元，其中，2015 年中国洁净室工程市场规模为 768 亿元，预计 2021 年行业规模增长到 2146 亿元；按照年平均汇率进行换算可知，中国洁净室市场占全球的比重逐年增加，从 2015 年的 25%到 2019 年的 29%。经过测算，我们认为 2022-2025 年全球/国内洁净室工程市场空间复增 4.1%/7.4%，2022 年中国洁净室工程市场规模 2295 亿元，其中电子半导体/医药医疗及食品/其他领域市场空间分别为 1251/559/485 亿元。**关键假设：**1) 洁净室设备占总工程的市场规模比重维持在 53%的水平；2) 随着电子信息产业的产业转移，洁净室需求由欧美发达国家转向亚洲及新兴国家；新兴国家经济水平不断提高，对于医疗卫生、食品安全要求日益提升，中国洁净室市场规模占全球的比重 2025 年提高至 35%。

图22：国内洁净室工程 2025 年市场空间达 2858 亿元

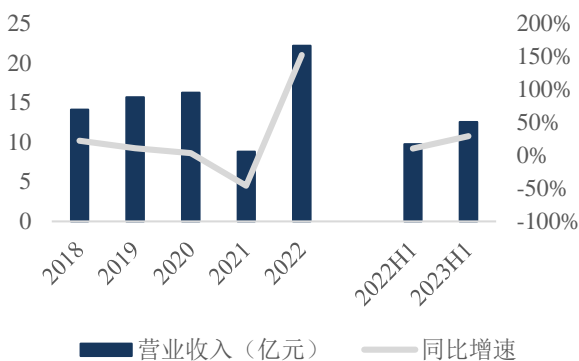
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球洁净室工程市场规模（亿元）	3116	3496	4039	4783	5656	6317	6923	7171	7370	7813	8167
yoy		12.2%	15.5%	18.4%	18.3%	11.7%	9.6%	3.6%	2.8%	6.0%	4.5%
中国洁净室工程市场规模（亿元）	768	886	1119	1401	1655	1895	2146	2295	2432	2656	2858
yoy		15.4%	26.4%	25.2%	18.1%	14.5%	13.2%	6.9%	6.0%	9.2%	7.6%
其中：电子半导体	414	478	604	757	894	1027	1168	1251	1327	1452	1565
%	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%	54.2%	54.4%	54.5%	54.6%	54.7%	54.7%
其中：医药医疗&食品行业	187	215	272	341	402	462	525	559	590	643	689
%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.4%	24.4%	24.4%	24.3%	24.2%	24.1%
其中：其他	167	192	243	304	359	406	454	485	514	562	604
%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.4%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%
中国洁净室设备市场规模（亿元）	483	529	648	892	939	1005	1130	1216	1289	1408	1515
yoy		9.6%	22.5%	37.8%	5.2%	7.0%	12.5%	7.6%	6.0%	9.2%	7.6%
中国占全球比	25%	25%	28%	29%	29%	30%	31%	32%	33%	34%	35%
设备占总工程比重	63%	60%	58%	64%	57%	53%	53%	53%	53%	53%	53%

数据来源：Frost & Sullivan, 中国电子学会, 圣晖集成招股书, 亚翔集成招股书, 美埃科技公司公告, 国际货币基金组织, 东吴证券研究所

2.1.3. 江苏苏净为洁净环保设备及工程供应商，三大新兴领域齐发力

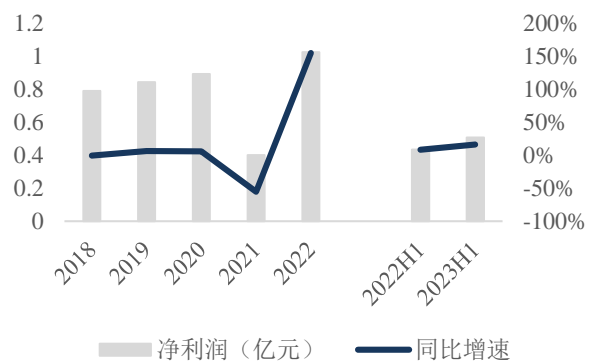
江苏苏净发力三大新兴领域, 2023H1 合同额占比超 2/3。江苏苏净在新能源、大健康和电子信息三大领域共同发力, 相应设立三大事业部, 积极拓展新兴行业市场, 2023H1 江苏苏净三大新兴行业合同总额占比超 2/3, 新兴领域订单增长有望为公司贡献业绩增量。公司主要产品包括空气洁净、生物安全、节能环保、气体纯化设备及系统, 核心产品先后为西昌、酒泉卫星发射基地, 嫦娥、神舟、天宫系列, 国家重大疾病防控体系以及国防军用工程等国家重点项目配套服务, 并出口美国、俄罗斯、日本等三十多个国家和地区。

图23：江苏苏净营业收入及增速



数据来源：公司财报, 东吴证券研究所

图24：江苏苏净净利润及增速



数据来源：公司财报, 东吴证券研究所

公司注重技术研发, 优质人才队伍支撑自主创新。江苏苏净现有员工超 1000 名,

其中科技人员 500 余名，占员工总数 50%以上。公司设有“一院两站三中心”（江苏省环境微污染控制与洁净技术研究院；院士工作站、博士后科研工作站；国家企业技术中心、江苏省净化工程技术研究中心、江苏省大气污染治理工程技术中心等），与北京大学、南京大学、同济大学、中科院生态环境研究中心等国内知名高校院所开展产学研合作。

2.2. 政策驱动环境监测行业发展，上海北分抢占超低排放改造先机

政策驱动环境监测行业持续发展。目前，以污染源监测、环境空气质量监测、水环境质量监测为主体的国家环境监测网络，形成了我国环境监测的基本框架，监测因子覆盖二氧化硫、氮氧化物、颗粒物、VOCs、二氧化碳、甲烷、化学需氧量、氨氮、总磷、总氮、重金属等。《“十四五”生态环境监测规划》指出，推进碳监测评估试点，碳排放监测及温室气体监测将逐步开展并纳入常规监测体系，细颗粒物（PM2.5）和臭氧（O3）协同控制将成为大气环境监测主线，继续深化应用大气走航及遥感监测，进一步开展水生态环境监测、评价及溯源监测及重点流域监测，逐步优化推进土壤环境监测、地下水环境监测及农村环境监测。在国家政策的持续驱动下，结合新一轮火电投资的落地，“十四五”期间环境监测行业仍将保持良好的发展前景。

表3：环境监测行业相关政策











发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2022/11/2	科学技术部	《“十四五”生态环境领域科技创新专项规划》	在重大国家战略发展区域突破生态环境协同治理与绿色发展技术，强化生态环境监测监管科技创新，重点开展细颗粒物（PM2.5）和臭氧协同防治、土壤-地下水生态环境风险协同防控、减污降碳协同等关键技术研发，加强多污染物协同控制和区域协同治理，守住自然生态安全边界促进区域流域自然生态系统质量整体改善，形成多介质生态环境污染的综合防治能力。
2022/5/24	国务院办公厅	《新污染物治理行动方案》	制定实施新污染物专项环境调查监测工作方案。依托现有生态环境监测网络，在重点地区、重点行业、典型工业园区开展新污染物环境调查监测试点。
2022/2/17	生态环境部、国家发改委等	《重点海域综合治理攻坚战行动方案》	加强近岸海域污染源解析与管控、流域入海总氮负荷削减、受损海洋生态系统修复、海洋生态环境监测与管理信息化等关键技术研究，开展国控河流入海断面的总氮通量监测试点，积极推动海洋生态环境综合治理相关科技成果转化和示范推广。
2022/1/22	生态环境部	《“十四五”生态环境监测规划》	坚持精准、科学、依法治污方针，以监测先行、监测灵敏、监测准确为导向，以更高标准保证监测数据“真、准、全、快、新”为根基，以健全科学独立权威高效的生态环境监测体系为主线，巩固环境质量监测、强化污染源监测、拓展生态质量监测，全面推进生态环境监测从数量规模型向质量效能型跨越，提高生态环境监测现代化水平，为生态文明建设实现新进步奠定坚实基础。

2022/1/21	国家发改委	《关于推动建立太湖流域生态保护补偿机制的指导意见》	充分发挥太湖流域管理局及其水文水资源监测中心、太湖流域东海海域生态环境监督管理局及其生态环境监测与科学研究中心的作用,做好生态保护补偿协议中相关指标的监测与评价,完善太浦河水资源保护协作机制和太湖流域水环境综合治理信息共享平台。
2021/9/13	财政部	《关于深化生态保护补偿制度改革的意见》	加快构建统一的自然资源调查监测体系,开展自然资源分等定级和全民所有自然资源资产清查。健全统一的生态环境监测网络,优化全国重要水本、重点区域、重点生态功能区和生态保护红线等国家生态环境监测点位布局,提升自动监测预警能力,加快完善生态保护补偿监测支撑体系,推动开展全国生态质量监测评估。
2021/6/10	全国人民代表大会	《中华人民共和国环境保护法》	国务院环境保护主管部门制定监测规范,会同有关部门组织监测网络,统一规划国家环境质量监测站点的设置,建立监测数据共享机制,加强对环境监测的管理。
2020/3/3	国务院	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》	加快构建陆海统筹、天地一体、上下协同、信息共享的生态环境监测网络,实现环境质量、污染源和生态状况监测全覆盖。

数据来源:各发布单位官网、智研咨询,东吴证券研究所

上海北分与德国 DURAG 长期合作,自研产品占比逐步提升。上海北分成立于 2000 年,是创元科技控股的国有高新技术企业,为德国 DURAG 在中国市场的长期重要合作伙伴。主要业务包括烟气在线监测系统的生产、销售以及在线监测设备运维服务,产品覆盖粉尘仪、CEMS(固定污染源气态污染物在线监测系统)、VOCs 在线监测系统等,下游涉及及电力、石化、水泥、钢铁、垃圾焚烧、生物制药、电子半导体等诸多领域。德国 DURAG 成立于 1948 年,目前已发展为覆盖全球的测量和控制工艺设备供应商。上海北分与德国 DURAG 合作长达 23 年,拥有其所有监测产品的销售代理权,为 DURAG 中国地区核心合作伙伴。**与欧洲供应商长期合作的同时,公司逐步提高自主研发产品的销售收入和毛利在公司业绩中的占比。**公司 SBF900 型粉尘仪等多款型号产品被认定为“上海市高新成果转化项目”和“软件产品”,研发成果顺利落地。截至 2023H1 末,上海北分共拥有授权发明专利 8 项,实用新型专利 47 项,软件著作权 19 项和外观专利 4 项;其中,发明专利“一种烟气取样装置”获得 2022 年度上海市浦东新区科技发展基金知识产权资助专项——高价值专利产业化实施资助。

表4：上海北分主要产品

分类	具体产品			
粉尘仪				
	烟尘监测仪 SBF600	超净排放湿式烟尘仪 SBF800	烟尘检测仪 D-R800/808	光学浊度仪 D-R220
				
	烟尘监测仪 D-R290	光学浊度仪 D-R216	多功能烟尘仪 D-RX250	超声波流量计 D-FL220
				
	烟气流量计 D-FL100	电荷法烟尘仪 D-FW231	双向后散射烟尘仪 SBF320	
CEMS				
	烟气排放连续监测系统 SBF1100	烟气排放连续监测系统 SBF1200	烟气排放连续监测系统 SBF1500	
VOCs、温室气体等				
	VOCs 在线监测系统 SBF2100	温室气体连续监测系统 SBF1600-A	总汞分析仪 HM-1400 TRX 2	

数据来源：上海北分官网，东吴证券研究所

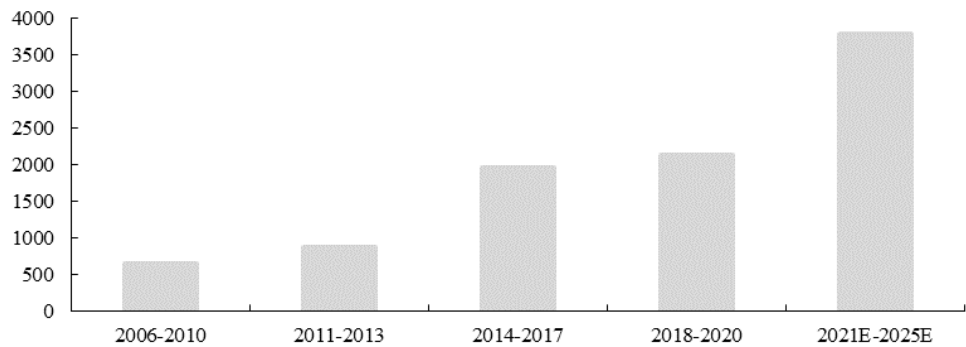
抢占超低排放改造先机，客户优质稳定。上海北分是国内环境监测设备市场的先入者之一，把握超低排放改造市场的先发机遇，在粉尘仪细分领域优势显著。经过二十余年的耕耘，公司与宝钢、中石油、中石化、国家电投等一大批国内大型知名企业建立了长期稳定的合作关系，在国内五大电力系统占有一定的市场份额。

3. 瓷绝缘子受益电网建设，精密轴承国产替代可期

3.1. 特高压瓷绝缘子随电网建设放量，苏州电瓷市占率前列

电网建设带动输变电高压瓷绝缘子需求。据《中国能源报》，“十四五”期间，国网规划建设特高压线路“24交14直”，涉及线路3万余公里，变电换流容量3.4亿kVA，总投资3800亿元，较“十三五”期间增长35.7%。特高压建设经历2022年的放缓后，有望迎来提速。特高压瓷绝缘子价值量与线路铁塔数量相关，受益于特高压建设推进。

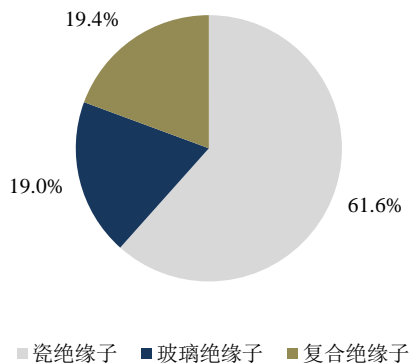
图25：2006-2025年中国特高压投资规模（亿元）



数据来源：北极星输配电网，东吴证券研究所

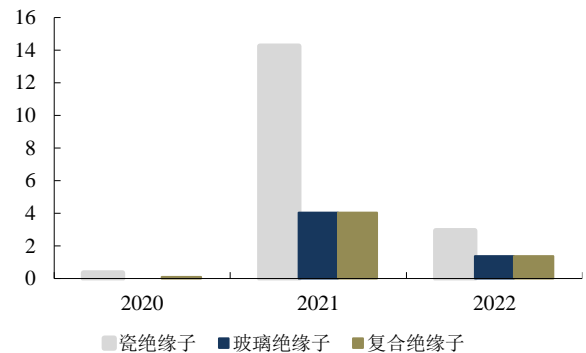
特高压用瓷绝缘子市场份额高、技术壁垒高。2020-2022年特高压招标项目中，特高压瓷绝缘子金额占比61.6%，显著高于玻璃绝缘子和复合绝缘子。2022年，特高压瓷绝缘子中标金额2.94亿元，同期玻璃绝缘子/复合绝缘子中标金额分别为1.38/1.37亿元，瓷绝缘子份额高于二者之和。**特高压用瓷绝缘子是最高等级的瓷绝缘子，安全稳定性要求高。**在电力和轨道交通接触网领域，各部件质量可靠性是保证安全运行的前提，为避免事故，进入上述两领域的关键组成部件均有严格的试验、鉴定或评审等相应准入机制，基于应用领域的特殊性，企业无法通过降价等手段影响客户的采购决策，产品可靠性是抓住市场机遇的唯一途径。

图26：2020-2022 年特高压绝缘子招标材质金额占比



数据来源：中标之家，东吴证券研究所

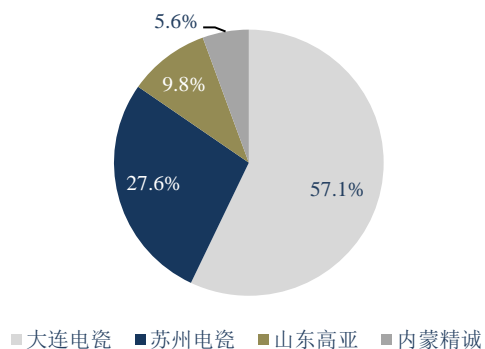
图27：2020-2022 年各类绝缘子招标金额（亿元）



数据来源：中标之家，东吴证券研究所

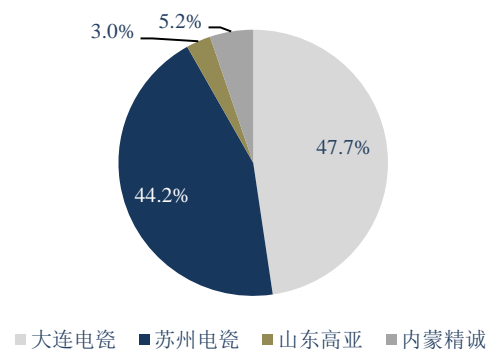
特高压瓷绝缘子市场格局相对稳定，子公司苏州电瓷市占率第二。特高压用瓷绝缘子技术壁垒高，导致行业集中度高，竞争格局相对稳定，行业内技术经验积累丰富的企业占据优势。瓷绝缘子市场在 2020-2023H1 国网招标的六交三直项目中，按中标金额口径来看：1) 特高压交流瓷绝缘子方面，苏州电瓷市占率 27.6%，位列第二，较第三/第四名分别高出 17.8/22.0pct；2) 特高压直流瓷绝缘子方面，苏州电瓷市占率 44.2%，在特高压直流细分领域与大连电瓷平分秋色。

图28：2020 年-2023H1 特高压交流瓷绝缘子市占率



数据来源：国网电子商务平台，东吴证券研究所

图29：2020 年-2023H1 特高压直流瓷绝缘子市占率

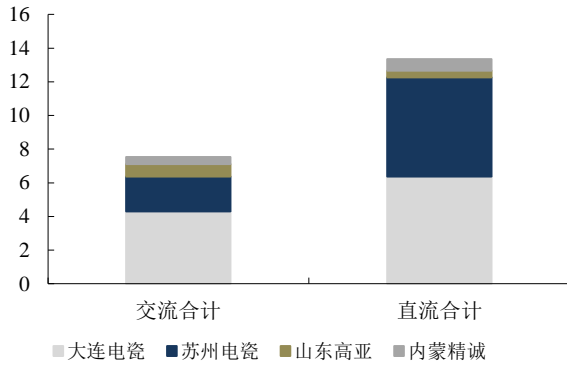


数据来源：国网电子商务平台，东吴证券研究所

特高压直流线路的瓷绝缘子价值量高于交流线路。相较于交流线路，特高压直流输电线路更长，对绝缘子的需求量更大。上述六交三直线路中，六条交流线路（南昌-长沙、荆门-武汉、南阳-荆门-长沙、驻马店-武汉、福州-厦门、张北-胜利）瓷绝缘子合计中标

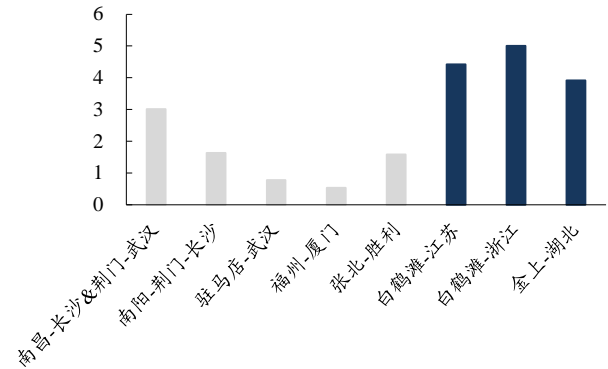
金额 7.5 亿元，而三条直流线路（白鹤滩-江苏、白鹤滩-浙江、金上-湖北）合计中标金额达 13.3 亿元。

图30：2020 年-2023H1 特高压瓷绝缘子中标金额（亿元，按公司分）



数据来源：国网电子商务平台、中标之家，东吴证券研究所

图31：2020 年-2023H1 特高压瓷绝缘子中标金额（亿元，按线路分）

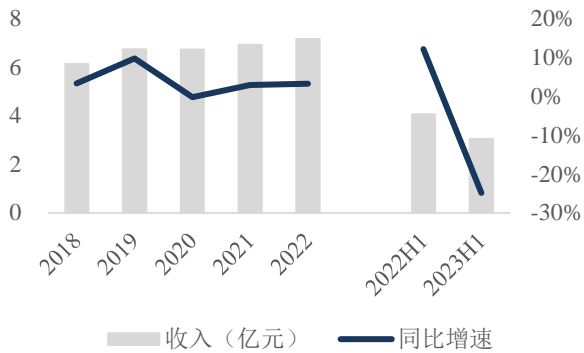


数据来源：国网电子商务平台、中标之家，东吴证券研究所

公司技术经验深厚，参与国标行标制定。公司瓷绝缘子业务包括 2 家控股子公司，分别是苏州电瓷和高科电瓷。苏州电瓷历经 80 年发展，积累丰富技术经验，是我国电瓷行业骨干企业。公司参与制定绝缘子国家和行业标准，设有升级研发中心、中试基地、大型试验室等，成功自主研发超特高压用交、直流盘形悬式瓷绝缘子，1000kV 及以下交流、±800kV 及以下直流棒形支柱瓷绝缘子，高速电气化铁路接触网腕臂支撑用 16kN、20kN、25kN 棒形瓷绝缘子，城市轨道交通（地铁）接触网工程用耐污型高强度系列瓷绝缘子及 10~145kV 线路柱式瓷绝缘子等国内外领先产品。

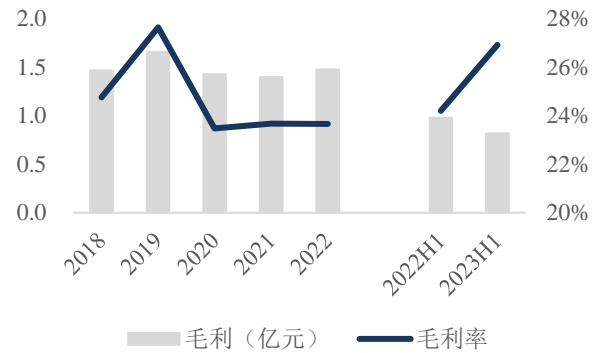
输变电高压绝缘子毛利率稳中有升，宿迁项目产能释放。2018-2022 年，创元科技合并报表口径下，输变电高压绝缘子业务收入稳定在 6 亿元左右，若后续特高压建设节奏加快，考虑项目建设周期，2024-2025 年绝缘子销售收入有望提升。2020-2022 年公司绝缘子毛利率相对稳定，2023H1 提升至 26.9%，同比+2.7pct。产能方面，苏州电瓷拥有工业园区和苏宿工业园区两大制造瓷绝缘子的大型现代化厂区，宿迁项目达产后，年生产能力达 6 万吨以上，为后续新签订单落地进一步提供保障。

图32: 公司输变电高压绝缘子收入及增速 (合并口径)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图33: 输变电高压绝缘子毛利及毛利率 (合并口径)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

3.2. 控股国内滚针轴承龙头, 下游应用广泛国产替代提速

苏州轴承是滚针轴承行业头部企业, 深耕行业近 60 年。公司控股子公司苏州轴承拥有丰富的制造经验和深厚的技术积累, 公司在上世纪六十年代初, 即生产出了我国第一支滚针, 七十年代主持起草了我国第一部滚针轴承行业标准, 八十年代注册“中华”商标, 九十年代被认定为江苏省第一批高新技术企业, 苏州轴承于 2008 年被认定为国家高新技术企业并维持至今。

滚针轴承下游应用多元, 市场空间广阔。苏州轴承的产品包括滚针轴承和滚动体两大类, 其中滚针轴承可细分为向心滚针轴承、推力滚针轴承、单向轴承、圆柱滚子轴承、滚轮滚针轴承等。产品广泛应用于汽车的转向系统、制动系统、扭矩管理系统、新能源电驱系统、智能座椅系统、发动机、变速箱和空调压缩机等重要总成, 以及工业自动化、高端装备、机器人、工程机械、减速机、液压传动系统、家用电器、电动工具、纺机、农林机械、航空航天及国防工业等领域。目前, 汽车制造是滚针轴承行业最大应用领域, 占比约 48%, 苏轴后续重点布局新能源汽车、工业自动化、机器人、高端装备、航空航天、国防等行业, 下游多元应用驱动公司未来增长。

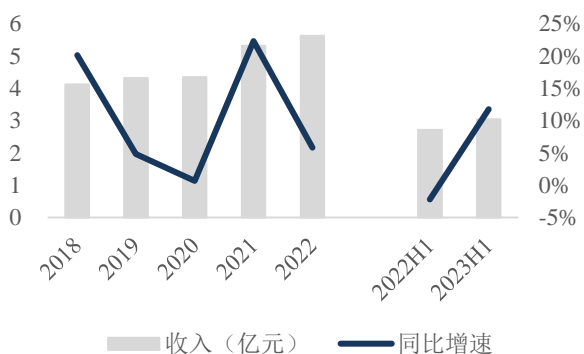
图34：2016-2021年中国轴承行业主营业务收入及增速



数据来源：中国轴承工业协会，东吴证券研究所

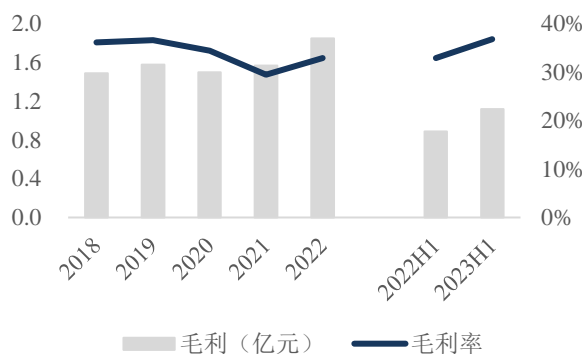
苏轴把握国产化机遇，与优质客户合作稳定。苏轴凭借逐步提升的管理水平、稳定且优质的产品质量，以及与客户项目同步研发的专业能力，已与博世（BOSCH）、博格华纳（BORGWARNER）、采埃孚（ZF）、中国航空工业集团、麦格纳（MAGNA）、上汽变速器、博世华域和纳铁福等一批国内外知名企业建立了持续稳定的配套关系，成为多家跨国公司的全球供应商，国际知名度和品牌竞争力不断提升。2023H1，公司把握国产替代、自主可控的发展机遇，募投项目量产、北美在手项目快速爬坡，营收同增 11.75%，毛利同增 24.67%。

图35：公司精密轴承业务收入及增速（合并口径）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图36：公司精密轴承业务毛利及毛利率（合并口径）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

通过以上分析，我们认为：

1) 洁净环保设备及工程业务：洁净环保设备及工程仍将是公司主要收入来源，半导体、新能源、大健康等行业产能扩张，洁净设备及工程成长空间充足下游需求旺盛，我们预计 2023-2025 年洁净环保设备及工程业务营收增速为 15%/15%/15%，毛利率维持在 18%左右水平。

2) 输变电高压绝缘子业务：伴随电网建设持续推进，输变电高压绝缘子销售收入有望提升，我们预计 2023-2025 年输变电高压绝缘子营收增速为 0%/3%/3%，毛利率维持在 24%左右水平。

3) 精密轴承业务：随着公司在新能源汽车、工业自动化、机器人、高端装备、航空航天等领域持续渗透，乘用车配套用高性能滚针轴承产能释放，中高端产品占比提升，我们预计 2023-2025 年精密轴承业务营收增速为 7%/9%/11%，2023-2025 年毛利率为 36%/37%/37%。

表5：公司业务拆分：亿元

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
洁净环保设备及工程						
收入	16.25	18.74	22.81	26.23	30.17	34.69
yoy	4%	15%	22%	15%	15%	15%
毛利	2.94	3.54	3.90	4.72	5.43	6.24
毛利率	18.07%	18.91%	17.09%	18.00%	18.00%	18.00%
输变电高压绝缘子						
收入	6.73	6.93	7.16	7.16	7.37	7.60
yoy	0%	3%	3%	0%	3%	3%
毛利	1.60	1.66	1.70	1.72	1.77	1.82
毛利率	23.48%	23.68%	23.67%	24.00%	24.00%	24.00%
精密轴承						
收入	4.35	5.32	5.63	6.05	6.59	7.31
yoy	1%	22%	6%	7%	9%	11%
毛利	1.50	1.57	1.85	2.18	2.44	2.70
毛利率	34.44%	29.51%	32.92%	36.00%	37.00%	37.00%
其他业务						
收入	4.80	5.99	6.20	6.20	6.20	6.20
yoy	-14%	25%	4%	0%	0%	0%
毛利	0.86	1.14	1.12	1.12	1.12	1.12
毛利率	17.89%	19.05%	18.11%	18.35%	18.35%	18.35%
总体						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	32.13	36.97	41.80	45.64	50.33	55.79
Yoy	-1%	15%	13%	9%	10%	11%
毛利	6.90	7.90	8.58	9.74	10.76	11.89
毛利率	21.48%	21.38%	20.52%	21.34%	21.38%	21.32%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

美埃科技、大连电瓷、五洲新春分别在洁净设备、输变电高压绝缘子、精密轴承销售业务方面与创元科技类似，我们选取以上三家公司作为同行业可比公司，经过 30 年的行业积累，创元科技形成了以“洁净环保”和“瓷绝缘子”为双主业，精密轴承、磨具磨料、精密仪器等多种经营产业并存的业务格局，经营稳中有进。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 1.81、2.06、2.40 亿元，同比+11%、+14%、+16%，对应当前 PE 为 22、19、17 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表6：截至 2023/9/28 可比公司 PE 估值

可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
美埃科技 (688376.SH)	34.54	46	1.72	2.49	3.21	26.7	18.5	14.3
大连电瓷 (002606.SZ)	7.89	35	1.52	2.90	3.81	23.0	12.1	9.2
五洲新春 (603667.SH)	19.30	71	1.95	2.75	3.71	36.5	25.8	19.1
行业平均						28.7	18.8	14.2
创元科技 (000551.SZ)	9.79	40	1.81	2.06	2.40	21.8	19.2	16.5

注：大连电瓷、五洲新春盈利数据来自 Wind 一致预期，美埃科技、创元科技盈利预测来自东吴证券研究所
数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

1) 下游行业扩产不及预期

公司产品下游应用广泛，产品需求和下游扩产节奏相关，若下游行业扩产节奏不及预期，可能将导致公司订单量低于预期，对经营产生影响。

2) 行业竞争加剧风险

目前洁净室设备市场竞争格局较为分散，如未来竞争对手产出技术指标更好的产品或公司技术无法进一步突破，同行业公司技术领先或产品价格变动将会影响行业格局。

3) 宏观经济波动风险

公司产品应用广泛，下游行业与宏观经济形势关联度较高。如果宏观经济出现较大波动，恐造成下游行业不景气进而影响公司产品的市场需求，造成公司业绩下滑。

创元科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,184	4,562	5,210	5,960	营业总收入	4,180	4,564	5,033	5,579
货币资金及交易性金融资产	1,293	1,444	1,789	2,180	营业成本(含金融类)	3,322	3,590	3,957	4,390
经营性应收款项	1,312	1,413	1,544	1,700	税金及附加	35	46	50	56
存货	1,439	1,555	1,714	1,902	销售费用	74	84	92	99
合同资产	77	84	93	103	管理费用	269	297	326	356
其他流动资产	62	66	70	75	研发费用	212	237	260	276
非流动资产	2,121	2,150	2,162	2,171	财务费用	(8)	(5)	(7)	(6)
长期股权投资	67	73	79	84	加:其他收益	27	24	26	29
固定资产及使用权资产	952	926	897	865	投资净收益	30	27	30	33
在建工程	4	6	8	9	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	178	194	210	226	减值损失	(42)	(40)	(40)	(40)
商誉	71	95	120	144	资产处置收益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	290	326	371	430
其他非流动资产	844	851	846	840	营业外净收支	0	(1)	(1)	(1)
资产总计	6,304	6,712	7,373	8,131	利润总额	290	325	370	429
流动负债	2,791	3,022	3,313	3,648	减:所得税	18	23	26	30
短期借款及一年内到期的非流动负债	549	596	646	696	净利润	273	302	344	399
经营性应付款项	1,368	1,478	1,629	1,807	减:少数股东损益	109	121	138	160
合同负债	661	722	796	882	归属母公司净利润	164	181	206	240
其他流动负债	213	226	242	262	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.45	0.51	0.59
非流动负债	272	247	247	247	EBIT	263	320	363	423
长期借款	120	120	120	120	EBITDA	381	441	487	551
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.52	21.34	21.38	21.32
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	3.92	3.97	4.10	4.29
其他非流动负债	146	120	120	120	收入增长率(%)	13.10	9.18	10.27	10.86
负债合计	3,063	3,268	3,560	3,894	归母净利润增长率(%)	50.03	10.61	13.85	16.03
归属母公司股东权益	2,297	2,379	2,610	2,875					
少数股东权益	944	1,065	1,202	1,362					
所有者权益合计	3,241	3,444	3,813	4,237					
负债和股东权益	6,304	6,712	7,373	8,131					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	429	375	440	484	每股净资产(元)	5.69	5.89	6.46	7.12
投资活动现金流	(118)	(124)	(109)	(106)	最新发行在外股份(百万股)	404	404	404	404
筹资活动现金流	(35)	(106)	14	12	ROIC(%)	6.73	7.35	7.70	8.16
现金净增加额	299	152	345	390	ROE-摊薄(%)	7.14	7.62	7.91	8.33
折旧和摊销	118	121	125	128	资产负债率(%)	48.59	48.69	48.29	47.89
资本开支	(60)	(133)	(133)	(133)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.13	21.81	19.16	16.51
营运资本变动	33	(59)	(76)	(90)	P/B(现价)	1.72	1.66	1.52	1.38

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>