



买入（首次）

所属行业：环保/环保设备 II
当前价格(元)：30.60

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

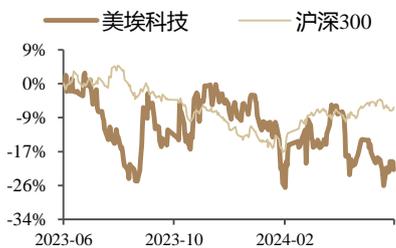
卢璇

资格编号：S0120524050004

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.93	-15.24	-14.00
相对涨幅(%)	-9.24	-16.58	-16.20

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

美埃科技（688376.SH）：洁净室设备龙头，设备+耗材双轮驱动

投资要点

- 洁净室设备龙头，深耕高级空气净化技术二十载。**公司前身南京埃科成立于2001年，成立之初主要业务为针对电子和空调行业基础产品的研发、生产及销售业务，核心产品包括空气过滤器等，2002年公司进入电子半导体洁净室领域，随后陆续成为电子领域龙头企业FFU供应商。得益于半导体产能扩张，公司营收规模净利润实现快速增加，2018-2023年营业收入年复合增长率为18.66%，归母净利润复合增长率达37.6%。
- 我国晶圆产能增速全球领先，扩产节奏明确，产能扩增有望带动半导体厂房建设加速。**根据SEMI发布的《世界晶圆厂预测报告》，全球半导体每月晶圆产能有望于2024年突破3000万片（以200mm当量计算），同比增速达6.4%。全球范围看，SEMI预计中国大陆2024年开始运营18个项目，产能同比增加13%。新建产能方面，中芯国际、晶合集成、长鑫存储和士兰微合计计划建设10座，集邦咨询预计，2024年底中国大陆将新建32座晶圆厂，新建项目有望推动半导体洁净室设备需求进一步增长。
- 产品性能出众，过滤器耗材属性持续优化公司业务模式，提升盈利能力。**公司主要产品包括风机过滤单元、过滤器产品、空气净化设备，核心产品风机过滤单元及过滤器在总静压、耗电量等性能指标国内领先。优异性能带来良好毛利率，2022H1，公司高效/初中效过滤器/FFU毛利率分别为33.1%/40.2%/23.8%。其中过滤器产品毛利率高且具备耗材属性，耗材占比提高有望改变公司业务模式——由项目承接转变为工业消费品，大大提高盈利能力和现金流情况。2023年公司替换耗材收入占总收入比约30%，随着客户积累不断加深，耗材占总收入比有望进一步提高。
- 多领域积累丰富优质客户资源，海内外产能持续扩张。**经过多年深耕，公司下游客户涵盖半导体、医疗等多领域，包括中芯国际、英特尔等众多国内外大型半导体企业。自2006年开始，公司为中芯国际全国多个工厂供应FFU、高效/超高效过滤器、化学过滤器等产品，用于保障中芯国际系的历代产品线(包括中芯国际最先进的14nm和28nm制程)对空气洁净度的要求。产能方面，公司募投的南京二期产能投产在即，满产后可达目前南京工厂的1.5倍，助力公司在半导体产业链新一轮扩张东风中实现长足发展。海外方面，公司近年来积极拓展以东南亚为代表的海外市场，已通过了多个国际著名厂商的合格供应商认证，进入核心供应链，2023年新签订单海外占比约为15%-20%，2022年底，公司于海外购买了两间新厂房，预计扩充后海外产能将提升至原有产能的4倍。
- 投资建议：**我们选取再升科技（主要产品包括空气过滤器材料及器材）、金海高科（空调过滤网细分行业的全球龙头企业，主要产品包括高性能过滤材料、功能性过滤材料和功能性过滤网）以及亚翔集成（主业为洁净室工程服务）作为可比公司，2024/2025年可比公司平均PE为27X，22X。我们认为，公司作为国内洁净室设备龙头，已在半导体领域积累了深厚优势，并正积极扩充产能、开拓新应用领域及进军海外市场，具备较强成长性。我们预计公司2024-2026年分别实现收入18.54/22.89/27.26亿元，同比增长23.2%、23.5%、19.1%；实现归母净利润2.39/2.85/3.61亿元，同比增长38.2%、19.2%、26.5%。首次覆盖，给予“买入”

投资评级。

- **风险提示：**原材料价格变动风险，研发回报不及预期风险，下游需求不及预期风险，产能扩张不及预期风险，海外拓展不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
总股本(百万股):	134.40						
流通 A 股(百万股):	49.62						
52 周内股价区间(元):	28.86-40.15						
总市值(百万元):	4,112.64						
总资产(百万元):	2,935.78						
每股净资产(元):	12.40						
资料来源: 公司公告							
		营业收入(百万元)	1,227	1,505	1,854	2,289	2,726
		(+/-)YOY(%)	6.7%	22.7%	23.2%	23.5%	19.1%
		净利润(百万元)	123	173	239	285	361
		(+/-)YOY(%)	13.7%	40.8%	38.2%	19.2%	26.5%
		全面摊薄 EPS(元)	1.19	1.29	1.78	2.12	2.69
		毛利率(%)	27.8%	27.2%	28.4%	28.7%	29.3%
		净资产收益率(%)	8.3%	10.6%	12.9%	13.3%	14.4%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 深耕行业超二十载，受益于下游需求景气营收净利高增	5
1.1. 公司在高级空气净化技术领域具备深厚经验	5
1.2. 营收净利增长较快，半导体行业贡献主要收入	6
2. 半导体或进入新一轮扩张，生物医药等多领域需求旺盛	8
2.1. 洁净室市场规模超 2000 亿元，设备占比约 50%	8
2.2. 半导体去库存进入尾声，产能扩建稳步推进	9
2.3. 医疗装备产业升级&空气治理趋严扩展洁净室应用领域	10
3. 技术+客户+产能打造竞争壁垒，耗材逻辑逐步兑现	12
3.1. 核心产品性能出众，过滤器耗材逻辑兑现优化业务模式	14
3.2. 半导体行业覆盖头部客户，多行业拓展平滑单一需求波动	15
3.3. 国内外产能有序扩张，紧抓半导体新一轮周期机遇	17
4. 盈利预测与估值	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 可比公司估值	20
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构（截至 2024.3.31）	5
图 3：2018-2023 公司营业收入（百万元）及增速（右轴）	6
图 4：2018-2023 公司归母净利润（百万元）及增速（右轴）	6
图 5：2019-2023 年公司分产品营业收入结构	7
图 6：2019-2022H1 公司分应用领域营业收入结构	7
图 7：2019-2023 公司毛利率情况	7
图 8：2019-2023 年公司毛利润结构	7
图 9：2018-2023 公司各项费用率变化	8
图 10：公司与可比公司研发费用率情况	8
图 11：公司产品产业链上下游	8
图 12：2015-2022 我国洁净室市场规模及增速	9
图 13：2022 年中国洁净室细分市场结构	9

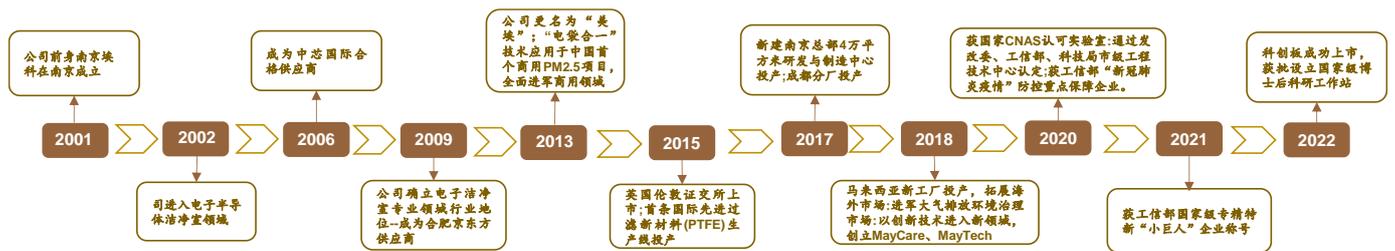
图 14: 2022-2024 年全球计划运营的新晶圆厂数量	10
图 15: 2024 年全球各地晶圆增产情况	10
图 16: 各主要代工厂 8 英寸产能利用率	10
图 17: 各主要代工厂 12 英寸产能利用率	10
图 18: 中国空气过滤器市场规模	12
图 19: 集成电路产业链中需要在洁净室中完成的环节	12
图 20: 半导体工厂洁净室示意图	12
图 21: 产品结构示意图	13
图 22: 公司 FFU 和过滤器产品收入&增速&占总收入比重	15
图 23: 风机过滤单元及过滤器毛利率情况	15
图 24: 三种产品毛利率对比	15
图 25: 过滤器产品新建收入/替换收入占比变化	15
图 26: 公司下游各领域主要客户	16
图 27: 2019-2022H1 公司前五大客户情况	16
图 28: 公司半导体领域收入及占总收入比重	17
图 29: 公司其他领域收入占总收入比重	17
图 30: 2023-2026 年全球各地区 200mm 晶圆产能增长率预测	18
图 31: 公司境外营业收入&占比&同比增速	18
图 32: 2022-2023 年境内外毛利率	18
表 1: 我国洁净室市场规模&洁净室设备市场规模测算	9
表 2: 医药洁净室 (区)空气洁净度等级	11
表 3: 公司与可比公司 FFU 技术指标对比	14
表 4: 公司与可比公司高效/超高效过滤器技术指标对比	14
表 5: 公司二期产能扩充情况	17
表 6: 公司原有生产基地情况	17
表 7: 公司核心外籍高管情况	19
表 8: 公司海外子公司情况	19
表 9: 美埃科技盈利预测	20
表 10: 美埃科技可比公司估值	21

1. 深耕行业超二十载，受益于下游需求景气营收净利高增

1.1. 公司在高级空气净化技术领域具备深厚经验

公司前身南京埃科成立于 2001 年，成立之初主要业务为针对电子和空调行业基础产品的研发、生产及销售业务，核心产品包括空气过滤器等；2002 年公司进入电子半导体洁净室领域，而后陆续成为中芯国际、京东方等电子领域龙头企业供应商，是京东方选用的首个替代国外品牌的 FFU 供应商；2013 年公司更名“美埃(中国)环境净化有限公司”，将“电袋合一”技术应用于我国首个商用 PM2.5 项目，并全面进军商用领域；2015 年公司于英国伦敦证交所上市，且公司首条国际先进过滤新材料 (PTFE) 生产线投产。2018 年公司马来西亚新工厂投产，拓展海外市场；2022 年公司于科创板成功上市。公司深耕高级空气净化技术领域超二十年，在半导体洁净室技术领域具备深厚的经验和底蕴，近年来积极拓展除半导体领域的其他领域，包括生物安全 GMP 制药、医疗健康、商用人居健康环境以及餐饮油烟大气排放治理。

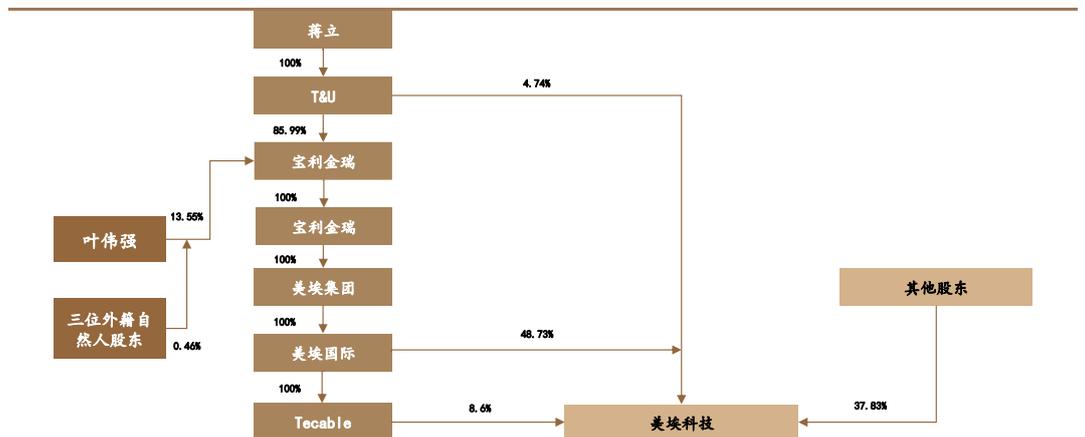
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司招股说明书，德邦研究所

公司股权集中度较高，股权结构较为稳定。截至 2024 年 3 月 31 日，公司前三大股东为美埃国际、Tecable、T&U，分别持股 48.73%、8.6%、4.74%，董事长、公司实控人蒋立合计持有公司 54.04% 的股份。

图 2：公司股权结构（截至 2024.3.31）

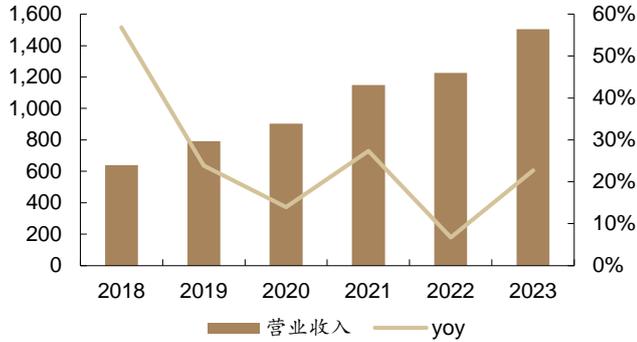


资料来源：公司公告，wind、德邦研究所

1.2. 营收净利增长较快，半导体行业贡献主要收入

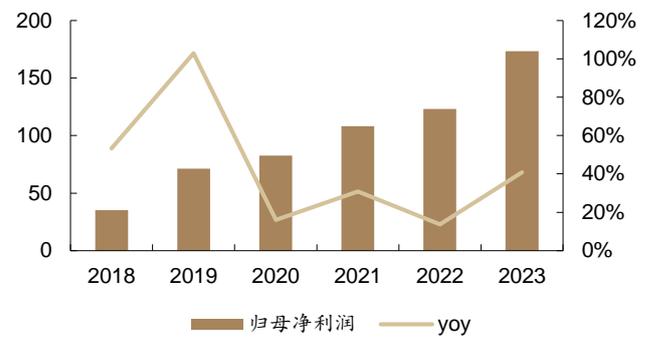
公司下游与半导体行业关系紧密，近年来受益于半导体行业快速发展，公司实现收入和归母净利润快速增长。公司 2018-2023 年营业收入由 6.4 亿元增长至 15.1 亿元，年复合增长率为 18.66%。2023 年，营收同比增速为 22.7%，较 2022 年实现一定程度修复。归母净利润方面，2018-2023 年复合增长率达 37.6%，2023 年实现归母净利润 1.73 亿元，同比增长 40.8%。

图 3：2018-2023 公司营业收入（百万元）及增速（右轴）



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 4：2018-2023 公司归母净利润（百万元）及增速（右轴）

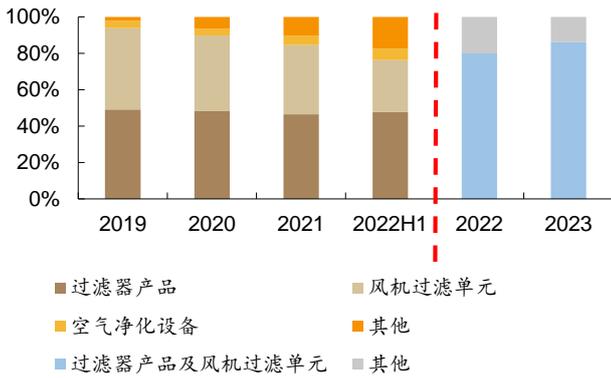


资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

过滤器产品及风机过滤单元（FFU）为主要收入来源。风机过滤单元和过滤器是公司两大最主要的产品，占总收入比重约八成。风机过滤单元应用于半导体、生物医药等领域洁净厂房和洁净室中，是净化空气的关键设备。过滤器根据功能和使用场景不同分为高效/初中效/静电/化学过滤器，可搭配风机过滤单元，应用于洁净室中，是使用最广泛的搭配方式。

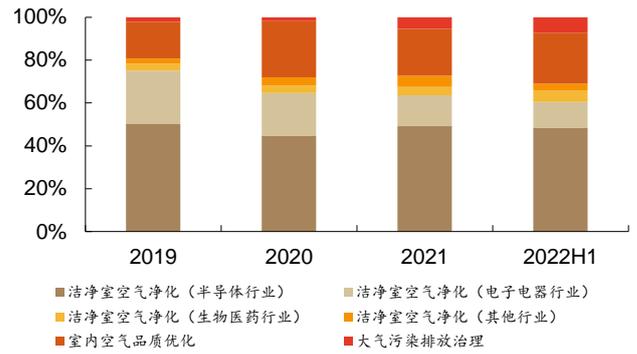
分行业看，半导体行业为主要收入来源，占比约 50%。受益于国内半导体市场规模扩大和升级，显示面板及芯片生产工艺对生产环境的洁净程度要求不断提高，半导体行业有望成为公司业绩持续增长的重要驱动力；生物医药方面，疫情影响下，生物医药治理需求体现，行业收入占比逐渐扩大，由 2019 年的 3.2% 扩大至 2022H1 的 5.2%，同时疫情提升了大众对于流行疾病问题关注度，对室内空气质量的要求提升，公共空间和私人空间的空气净化设备的需求增加，室内空气质量优化行业收入占比整体向上，占比由 2019 年的 17% 提升至 2020-2022H1 的近 25% 水平。此外，近年来受益于双碳目标下大气环境治理和 VOCs 治理需求增加，公司大气污染排放治理相关产品收入占比有所提升，由 2019 年的 2.17% 提升至 2022H1 的 7.23%。

图 5：2019-2023 年公司分产品营业收入结构



资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

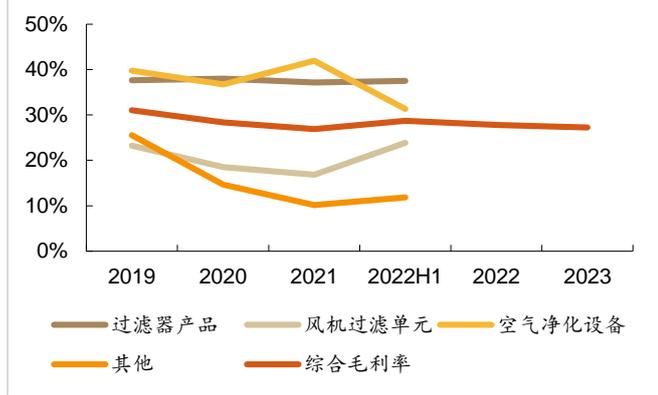
图 6：2019-2022H1 公司分应用领域营业收入结构



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

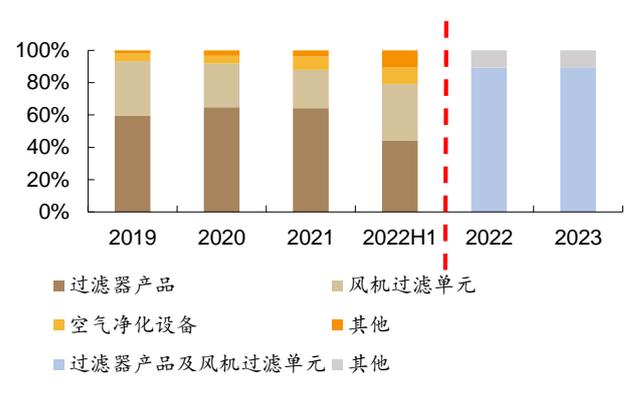
FFU 受市场开拓期部分订单毛利率较低以及原料价格上涨影响有所波动，综合毛利率 2022-2023 年保持稳定。2019-2023 年，公司综合毛利率呈先降后升趋势，由 2019 年的 31% 下降至 2021 年的 26.9%，2022&2023 年恢复至 27.5% 左右。其中，过滤器毛利率整体保持稳定，2019-2022H1 约为 37%，而 FFU 毛利率受到原料价格上涨以及为开拓市场，公司降低了部分订单价格而有所下滑，2022H1，随着规模扩大和竞争力提高，国产风机采购比例增加，FFU 毛利率修复，带动整体毛利率提升。空气净化设备则由于不同产品之间差异较大，毛利率有所波动。

图 7：2019-2023 年公司毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，wind，德邦研究所

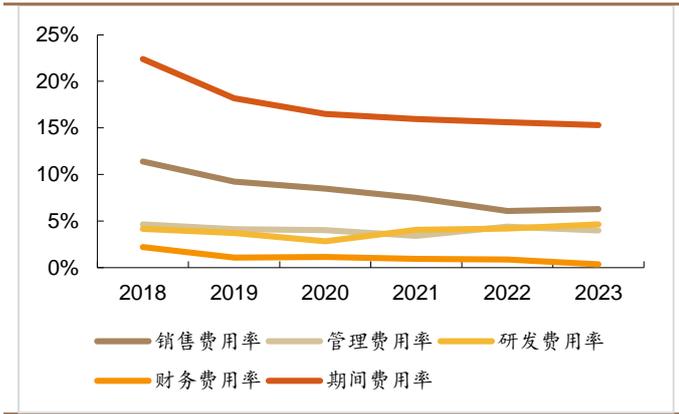
图 8：2019-2023 年公司毛利润结构



资料来源：公司招股说明书，公司公告，wind，德邦研究所

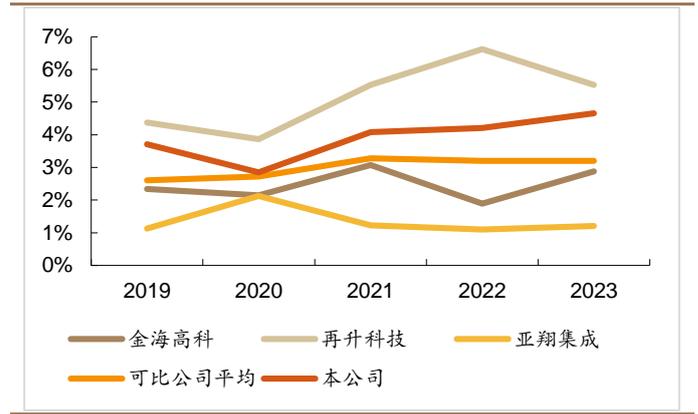
期间费用率持续优化，研发投入力度位于业内较高水平。随着营业收入增长，调整运输模式、降本增效，公司销售费用率近年来明显下降，由 2018 年的 11.4% 下降至 2023 的 6.3%，整体期间费用率优化。研发费用率有所上涨，主要系公司加大研发投入，研发规模扩大、项目增加。横向对比看，公司研发费用率在同业可比公司中亦位于较高水平，充足研发投入进一步夯实公司核心技术，蓄力长期发展。

图 9：2018-2023 公司各项费用率变化



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 10：公司与可比公司研发费用率情况



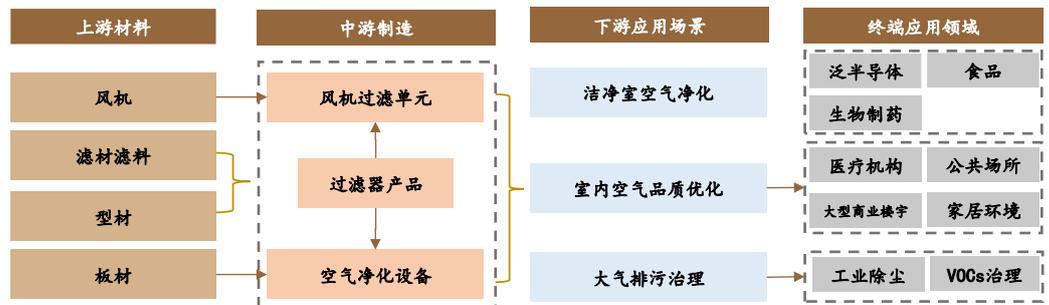
资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

2. 半导体或进入新一轮扩张，生物医药等多领域需求旺盛

2.1. 洁净室市场规模超 2000 亿元，设备占比约 50%

洁净室是指空气悬浮粒子浓度受控的房间，其建造和使用的目的是减少室内诱入、产生及滞留粒子，并对室内其他有关参数，如温度、湿度、压力等按要求进行控制。不论外界环境如何变化，实验室内的各项指标能够保持稳定，保证产品生产的稳定性。按功能与用途分，洁净室分为电子洁净室（无尘）与生物洁净室（无尘、无菌）。工业洁净室适用于以半导体、集成电路行业为主的电子工业，生物洁净室适用于以制药、医院（手术室、无菌病房）、生物实验室等为代表的生命科学领域（陈玲《半导体洁净室的空气净化技术综述》）。

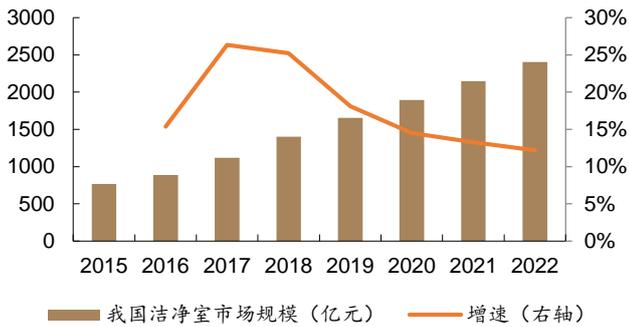
图 11：公司产品产业链上下游



资料来源：公司公告，德邦研究所

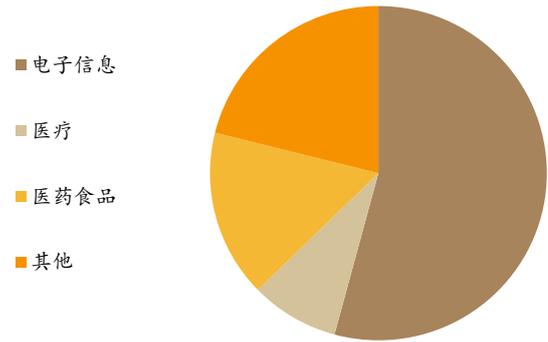
根据华经产业研究院，2015-2022 年我国洁净室市场规模年复合增长率达 18%，2022 年超 2400 亿元。从应用结构看，电子领域占比为 54%，是洁净室最主要的下游。从洁净室新建面积来看，2022 年洁净室新建面积达到 3821 万平方米，2018-2022 年复合增长率为 8.4%。洁净室新建面积稳步增长带来洁净室设备需求。

图 12: 2015-2022 我国洁净室市场规模及增速



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

图 13: 2022 年中国洁净室细分市场结构



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

洁净室设备近年来占洁净室工程比重超 50%，洁净室工程规模稳定增长推动设备需求稳步提升。根据 Frost &Sullivan，中国洁净室设备市场规模在 2019 年度超过 900 亿元，占总洁净室市场规模的 57%。我们对洁净室设备市场规模进行了测算，假设前提为：

- (1) 2023-2024 年我国洁净室市场规模增速分别为 12%、11%，预计 2023/2024 年洁净室工程市场规模分别为 2686/2981 亿元；
- (2) 2020-2023 年洁净室设备市场规模占总工程比重预计为 53%、53%、51%/50%；而后趋于稳定，由此测算 2023/2024 年洁净室设备市场规模分别为 1343/1491 亿元。

表 1: 我国洁净室市场规模&洁净室设备市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
我国洁净室工程市场规模 (亿元)	767.55	885.52	1119.02	1401.29	1655.13	1895.05	2146.14	2407.3	2686.00	2981.46
yoy		15.37%	26.37%	25.22%	18.11%	14.50%	13.25%	12.17%	12%	11%
我国洁净室设备规模 (亿元)	482.53	528.8	647.78	892.35	938.62	1004.38	1137.45	1227.72	1343.00	1490.73
yoy		9.59%	22.50%	37.76%	5.19%	7.01%	13.25%	7.94%	9.39%	11.00%
占总工程比重	62.87%	59.72%	57.89%	63.68%	56.71%	53%	53%	51%	50%	50%

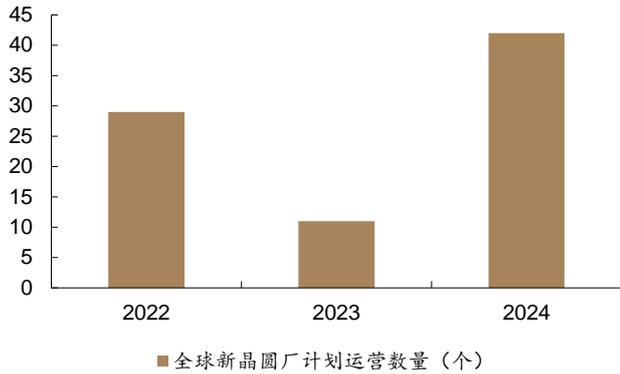
资料来源: Frost &Sullivan, 公司招股说明书, 华经产业研究院, 德邦研究所测算

注: 图中标红数据为预测数据

2.2. 半导体去库存进入尾声，产能扩建稳步推进

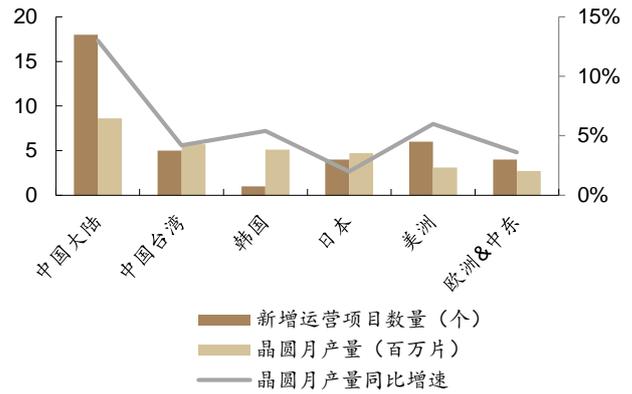
应用产能增长+终端需求复苏，先进制程和晶圆代工产能扩增有望加速，中国增速高于全球。根据 SEMI 于 2024 年 1 月发布的《世界晶圆厂预测报告》，全球半导体每月晶圆产能有望于 2024 年突破 3000 万片（以 200mm 当量计算），同比增速达 6.4%。其中代工厂、DRAM、3D NAND、discrete、analog 领域增速预计分别为 10%、5%、2%、7%、10%。全球范围看，SEMI 预计中国大陆 2024 年开始运营 18 个项目，产能同比增加 13%，达每月 860 万片晶圆，新建项目及晶圆产能增速均快于其他主要晶圆产能地区。

图 14: 2022-2024 年全球计划运营的新晶圆厂数量



资料来源: SEMI 《世界晶圆厂预测报告》, 德邦研究所

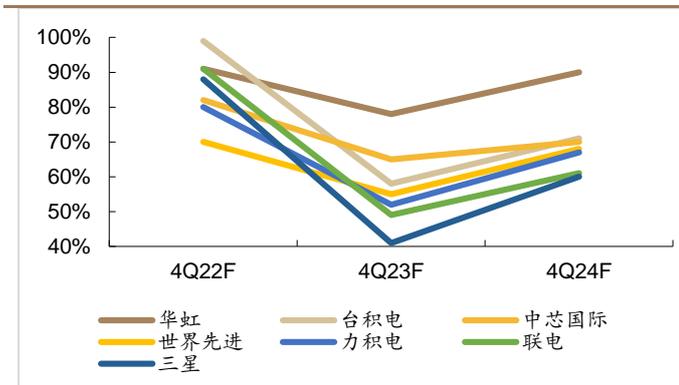
图 15: 2024 年全球各地晶圆增产情况



资料来源: SEMI 《世界晶圆厂预测报告》, 德邦研究所

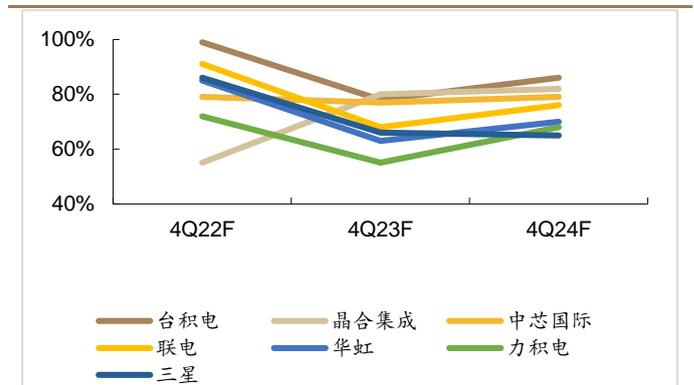
库存消化逐渐进入尾声, 12 英寸晶圆厂产能利用率有望恢复。根据集邦咨询, 2023Q2 中国大陆晶圆代工产线产能利用率有所改善, 以中芯国际为例, 其 23Q2 财报显示产能利用率为 78.3%, 环比提升 10.2pct (24Q1 为 80.8%, 环比提升 4pct), 出货量相比一季度上涨 12.1%。截至 2023Q3, 中国大陆 12 英寸晶圆代工产线总产能 152.7 万片/月, 8 英寸晶圆代工产线总产能 145.4 万片/月。集邦咨询预计, 多数厂商到 2024 年底 8 英寸产能利用率都将提升 5 到 10pct, 达 60% 以上, 部分龙头代工厂或超 70%; 12 英寸则有望恢复至 65% 以上, 部分龙头企业有望超 80%。

图 16: 各主要代工厂 8 英寸产能利用率



资料来源: TrendForce, 德邦研究所
注: 数据为 TrendForce 于 2023 年 11 月预测

图 17: 各主要代工厂 12 英寸产能利用率



资料来源: TrendForce, 德邦研究所
注: 数据为 TrendForce 于 2023 年 11 月预测

中国大陆扩产节奏明确, 2024 年底将新建 32 座晶圆厂。根据集邦咨询, 随着中芯国际、晶合集成、长鑫存储和士兰微计划建设的 10 座晶圆厂 (9 座 12 英寸晶圆厂, 1 座 8 英寸晶圆厂) 陆续提上日程, 2024 年底中国大陆将新建 32 座晶圆厂。预计到 2027 年, 中国大陆将拥有 33% 的成熟工艺产能, 并有可能继续向上调整。新建项目有望推动半导体洁净室设备需求增长。

2.3. 医疗装备产业升级&空气治理趋严扩展洁净室应用领域

生物洁净室主要应用于生命科学、食品药品大健康、医院手术室等领域。按照种类分, 生物洁净室可分为一般生物洁净室和生物安全洁净室。前者主要运用于药品和生物制品、部分食品、保健品和医疗设施等的生产; 生物安全洁净室主要运用于有生物学安全要求的实验室或部分药品和生物制品 (如重组基因、疫苗制备等) 的生产。根据柏诚股份招股说明书, 生物洁净室系统, 主要包括:

- (1) 洁净室结构系统(保证洁净室正压或负压的结构系统)、通风空调系统、电气系统、弱电系统、消防系统、洁净室控制系统、环境监测系统等;
- (2) 洁净室工艺系统,主要包括工艺冷却水系统、纯水系统、注射水系统、纯蒸汽系统、纯压缩空气系统、特气系统、生产废水系统、活毒废水系统、除尘系统、排气系统等;
- (3) 二次配系统,指在洁净环境下,将工艺系统从一次系统与各种工艺设备有效连结,确保工艺设备有效运行的连接系统。

相较于工业洁净室领域主要针对无生命微粒,生物洁净室除了需要控制无生命悬浮微粒之外,对微生物等生命微粒的控制要求较工业领域更高。

表 2: 医药洁净室 (区)空气洁净度等级

洁净度级别	悬浮粒子最大允许数/m ³			
	静态		动态	
	≥0.5μm	≥5μm	≥0.5μm	≥5μm
A 级	3,520	20	3,520	20
B 级	3,520	29	352,000	2,900
C 级	352,000	2,900	3,520,000	29,000
D 级	3,520,000	29,000	不作规定	不作规定

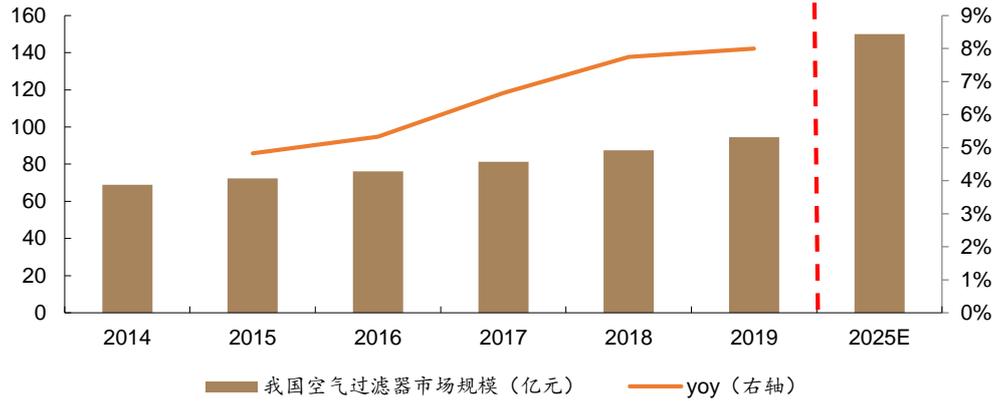
资料来源: 柏诚股份招股说明书,《医药工业洁净室厂房设计标准 (GB50457-2019)》,德邦研究所

生物医药领域快速发展+医疗装备产业升级有望带动生物洁净室需求增加。

2021 年 12 月,工业和信息化部、国家卫生健康委等 10 部门联合印发的《“十四五”医疗装备产业发展规划》提出,到 2025 年,医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升,主流医疗装备基本实现有效供给,高端医疗装备产品性能和质量水平明显提升,初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力。新冠疫情后,医疗系统各领域对于洁净室的重视程度或将进一步增加,叠加我国庞大的人口基数和尚未完善的医疗基础设施建设,我们认为未来生物领域洁净室需求有望持续增长。

空气过滤器作为洁净室核心设备之一,需求有望随国内对空气质量要求提升和下游应用领域拓宽增加。空气过滤器下游应用包含家用及商用电器、汽车、轨道交通、航天航空、电子、制药、生物工程等领域,根据公司招股说明书,2019 年我国空气过滤器行业市场规模为 94.5 亿元,随着国家对空气质量要求的提高以及下游细分领域景气度提升,空气过滤器需求有望持续释放,以 8% 的增长率测算,预计 2025 年我国空气过滤器行业市场规模将达 150 亿元。

图 18: 中国空气过滤器市场规模

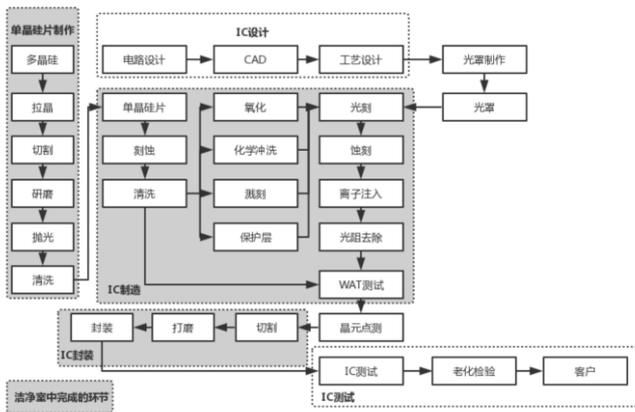


资料来源: 中研网, 公司招股说明书, 德邦研究所

3. 技术+客户+产能打造竞争壁垒, 耗材逻辑逐步兑现

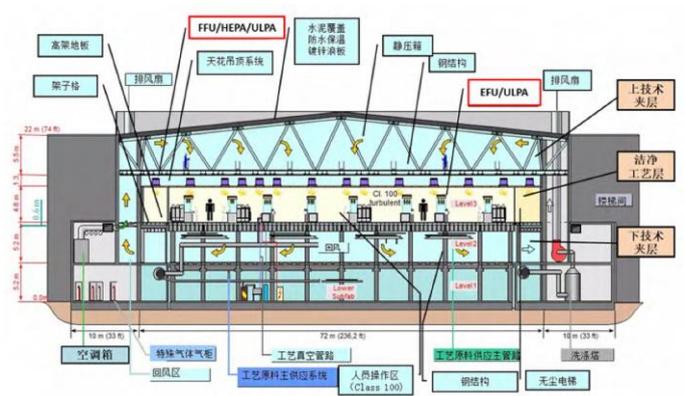
洁净室在半导体制造中至关重要, 直接决定半导体产品的成败。现代半导体产业一直按照摩尔定律快速演变, 当前已经达到 5nm 级别。一般而言, 当微粒尺寸达到集成电路节点一半大小时就成为了破坏性微粒, 因此, 随着集成电路的线宽越来越小, 集成电路行业对于产线的洁净程度要求也越来越高, 对洁净室工艺提出更高要求。

图 19: 集成电路产业链中需要在洁净室中完成的环节



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

图 20: 半导体工厂洁净室示意图



资料来源: 陈玲《半导体洁净室的空气净化技术综述》, 德邦研究所

洁净室空气净化分为三个阶段, 公司产品涵盖核心环节。根据公司招股说明书, 洁净室的空气净化主要环节有:

- (1) 洁净室新风预处理: 通过空调控制温湿度, 同时通过其中搭载的过滤器对室外进入室内的新风进行预处理, 此环节属于通用型场景, 且对过滤技术要求不高;
- (2) 洁净室内部空气精细过滤: 通过位于洁净室内部的风机过滤单元, 对第一阶段预处理后的空气中未能处理的其他细微颗粒物、气态分子污染物、微生物进行进一步处理, 以达到生产所需要的净化等级要求。如应用于半导体、生物等对于生产洁净度要求极高的场景, 亦对该环节使用的过滤技术要求提高, 并需要根据释放特定化学气体的组成情

况、洁净程度的要求，设计、生产特定的过滤材料；

- (3) 洁净室内部空气循环净化：回风通过高架地板及回风夹道，送至风机过滤单元重新过滤后送入洁净室内重复使用。以维持洁净室内空气持续、高度洁净。

公司主要产品包括风机过滤单元、过滤器产品、空气净化设备，其中风机过滤单元主要搭配过滤器产品销售，应用于洁净室中；过滤器产品可单独销售，应用于洁净室中特定工序、新风系统、暖通系统等。空气净化设备涵盖生物医药、家用、工业除尘等多领域。

图 21：产品结构示意图



资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

3.1. 核心产品性能出众，过滤器耗材逻辑兑现优化业务模式

核心产品风机过滤单元及过滤器性能指标国内领先。(1) 风机过滤单元方面，同产品口径下，公司产品具备更高的总静压和更低的耗电量。公司 FFU 产品总静压为 360Pa，高于同业可比公司最高 330Pa 水平，总静压衡量在一定面风速(风量)下克服一定阻力输出洁净空气的能力，直接影响 FFU 的洁净送风能力；耗电量为 152W，较可比公司低 5%-8%；(2) 高效/超高效过滤器方面，同等效率级别下，公司产品阻力较低，具备低耗能、低噪音优势。

表 3：公司与可比公司 FFU 技术指标对比

公司	总静压 (Pa)	耗电量 (W)	噪音 (dBA)	风速
美埃科技	360	152	53.5	风速 0.4m/s
再升科技	330	164	52-54	风速 0.4m/s
AAF	320	-	50-52	风速 0.4m/s
中建南方	-	-	<55	风速 0.4m/s
富泰科技	280	160	48-58	风速 0.27-0.45m/s

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

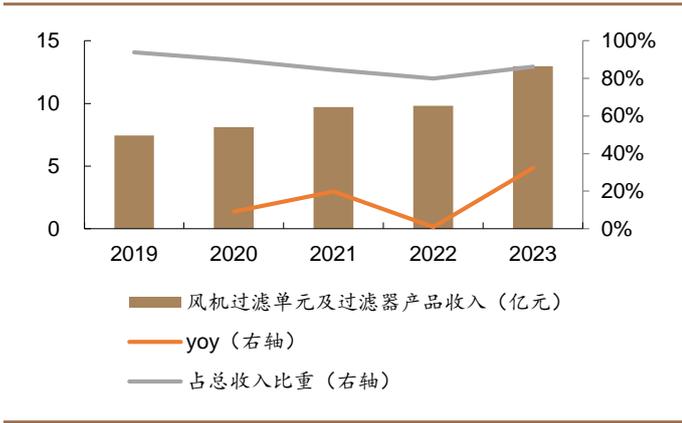
表 4：公司与可比公司高效/超高效过滤器技术指标对比

效率级别	公司	尺寸 (mm)	b、阻力 (Pa)	c、计数效率
U17	美埃科技	610x610x90	135	≥99.99995%
	AAF	未披露	未披露	未披露
	Camfil	未披露	未披露	未披露
	再升科技	未披露	未披露	未披露
U16	美埃科技	610x610x90	110	≥99.99995%
	AAF	未披露	未披露	未披露
	Camfil	610x610x90	130	≥99.99995%
	再升科技	610x610x93	110	≥99.99995%
U15	美埃科技	610x610x70	120	≥99.9995%
	AAF	610x610x69	145	≥99.9995%
	Camfil	610x610x66	145	≥99.9995%
	再升科技	610x610x70	120	≥99.9995%
H14	美埃科技	610x610x70	110	≥99.995%
	AAF	610x610x69	125	≥99.995%
	Camfil	610x610x66	140	≥99.995%
	再升科技	610x610x70	110	≥99.995%
未明确说明	富泰科技	610x610x70	90	>99.99%
效率等级	中建南方	610x610x69	<200	>99.99%

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

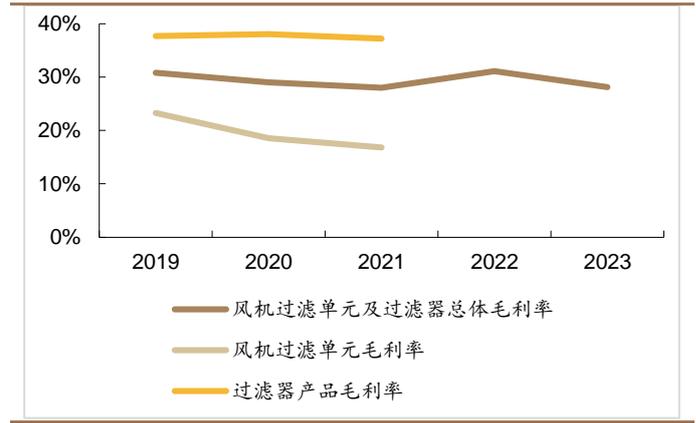
优异性能带来稳定较高毛利率，FFU 和过滤器是公司收入主要来源。从收入端看，风机过滤单元和过滤器产品是公司主要来源，占总收入比重约 80%；过滤器毛利率维持在 37%左右较高水平，高于公司约 28%的综合毛利率。

图 22: 公司 FFU 和过滤器产品收入&增速&占总收入比重



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, wind, 德邦研究所

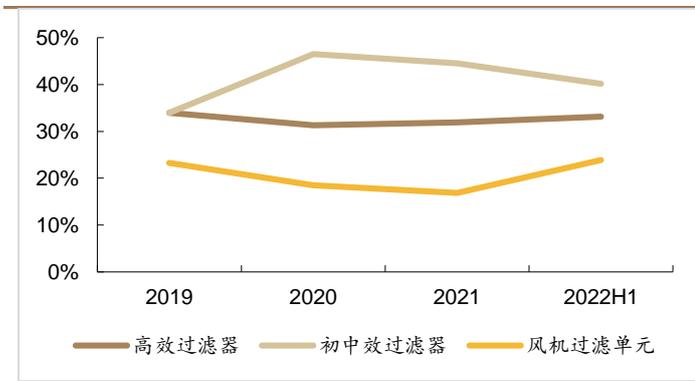
图 23: 风机过滤单元及过滤器毛利率情况



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, wind, 德邦研究所

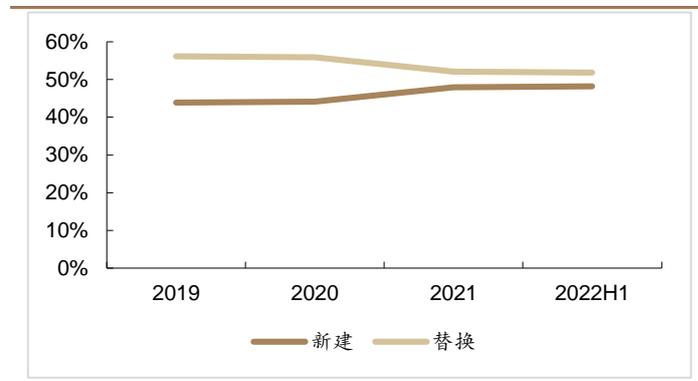
FFU 内置 (搭配) 的过滤器产品具备耗材属性, 客户积累不断加深背景下耗材占总收入比重或进一步提高, 带动整体毛利率提升。过滤器产品根据不同的应用场景、产品本身特性等具有不同的替换周期, 一般来说, 搭配风机过滤单元的高效/超高效过滤器替换周期为 1-8 年 (FFU 寿命期限内高效过滤器替换 1-2 次), 初中效过滤器替换周期为 1-6 个月。毛利率方面, 2022H1, 公司高效/初中效过滤器毛利率分别为 33.1%/40.2%, 明显高于 FFU23.8% 的毛利率水平。2023 年公司替换耗材收入占总收入比约 30%, 随着公司 FFU 销量的持续增长和长期积累的客户相继进入耗材替换周期, 耗材在收入中的占比有望进一步提高, 当耗材占比超过 50% 时, 公司业务模式有望由项目承接转变为工业消费品, 大大提高盈利能力和现金流情况。

图 24: 三种产品毛利率对比



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

图 25: 过滤器产品新建收入/替换收入占比变化



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

3.2. 半导体行业覆盖头部客户, 多行业拓展平滑单一需求波动

公司产品应用广泛, 下游客户覆盖半导体、医疗等多领域。公司半导体行业客户主要为大型芯片、液晶屏幕制造企业, 包括中芯国际、京东方、英特尔、SK 海力士等国内外大型半导体企业。医疗行业客户主要为医院、生物制药企业等。自 2006 年开始, 公司为中芯国际全国多个工厂供应 FFU、高效/超高效过滤器、化学过滤器等产品, 用于保障中芯国际系的历代产品线 (包括中芯国际最先进的 14nm 和 28nm 制程) 对空气洁净度的要求。此外, 公司还为上海微电子开发国内首台 28nm 光刻设备工艺制程所需的机台内国际最高洁净等级标准 (ISO Class 1 级) 洁净环境提供 EFU (超薄型设备端自带风机过滤机组) 及 ULPA (超高效过滤器) 等产品。

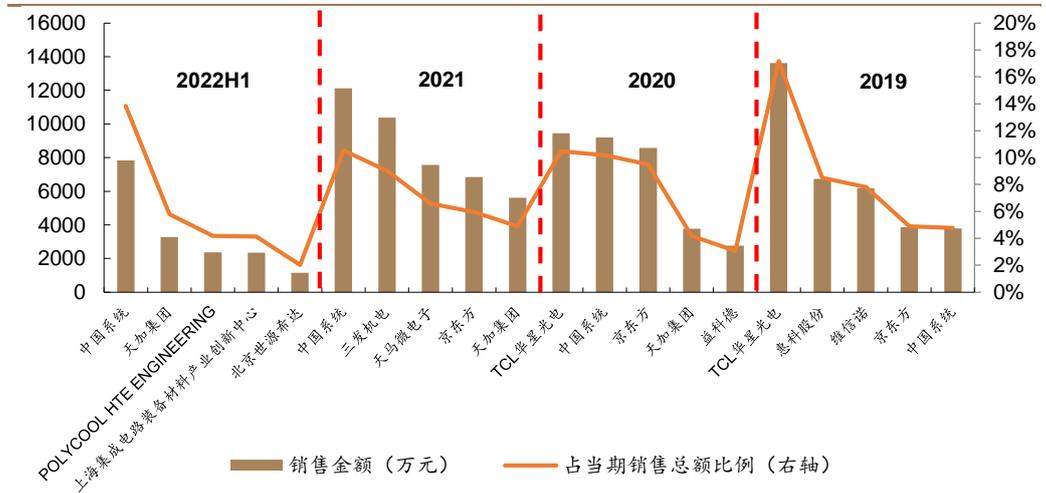
图 26: 公司下游各领域主要客户

电子半导体	TIANMA 天马微电子	燕东微电子	京东方 BOE	SK hynix	SMIC 中芯国际
生物制药	Novartis 诺华	Pfizer 辉瑞	Roche 罗氏	WALVAX 沃森生物	Boehringer Ingelheim 拜耳
医疗健康	火神山医院	北京医院	北京医院	北京医院	北京医院
涂装	Mercedes-Benz	HONDA	TESLA	VOLVO	一汽-大众
空调厂	GREE 格力	美的 Midea	TICA	TRANE 特灵空调	SINKO 新克空调
商用人居	Apple	清华大学	水立方	国家体育场·鸟巢	BDIA
餐饮油烟	金鸡湖大酒店	北京饭店	钓鱼台 DIAOYITAI HOTEL	WandaVista	SOFITEL 索菲特
废气治理	国轩高科	潍柴动力 WEICHAI POWER	当升科技 EASPRING	华天科技 HUA TIAN	五征集团 WUZHENG
食品饮料	农夫山泉 NONGFU SPRING	旺旺 WANG WANG	CP	雀巢 Nestle	娃哈哈
数据中心	中国移动 China Mobile				

资料来源: 公司公告, 公司官网, 德邦研究所

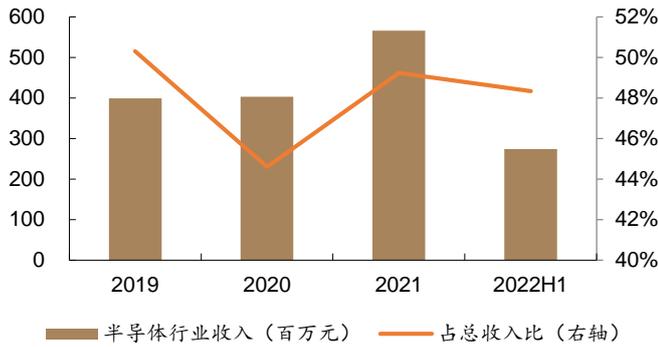
半导体领域客户贡献主要营收, 2019-2022H1 占营收比重均值超 48%。公司主要产品如风机过滤单元及过滤器等系半导体行业洁净厂房建设的关键设备, 经过多年积累, 半导体领域客户已成为公司最主要营收来源。2019-2022H1, 半导体领域收入占总收入比重分别为 50.3%、44.6%、49.2%、48.3%。2019-2022H1 公司前五大客户合计份额分别为 43.15%、37.39%、36.96%、29.98%。其中京东方、中国系统等均是公司长期合作伙伴。

图 27: 2019-2022H1 公司前五大客户情况



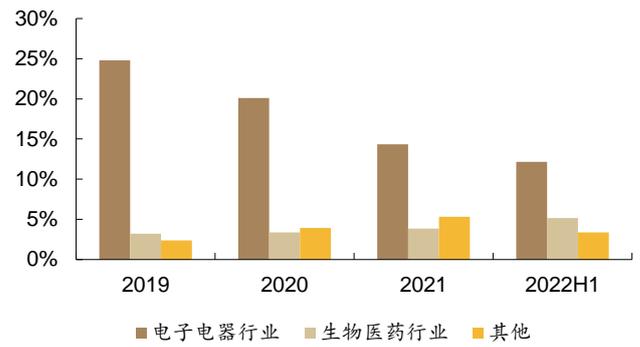
资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

图 28: 公司半导体领域收入及占总收入比重



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

图 29: 公司其他领域收入占总收入比重



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

3.3. 国内外产能有序扩张, 紧抓半导体新一轮周期机遇

募投南京二期产能满产后为现有产能的 1.5 倍。项目主要针对 FFU/EFU 净化设备、初中效过滤器、高效过滤器、化学过滤器、静电过滤器、餐饮厨房油烟过滤器以及废气治理和医疗设备净化解决方案等进行产能扩充, 预计满产后的产能可达到目前南京工厂产能的 1.5 倍。产能扩张有望助力公司乘半导体产业链新一轮扩张东风实现业务进一步增长。

表 5: 公司二期产能扩充情况

产品名称	规格	单位	项目产能
FFU&EFU 净化设备	2x4、4x4	套	240,000
初中效过滤器	2x4、4x4	片	1,440,000
高效过滤器	2x4、4x4	片	300,000
化学过滤器		片	180,000
静电过滤器		套	320,000
厨房除油烟		套	23,800
废气治理方案		套	108
生物医药行业空气过滤解决方案		套	70,000

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

表 6: 公司原有生产基地情况

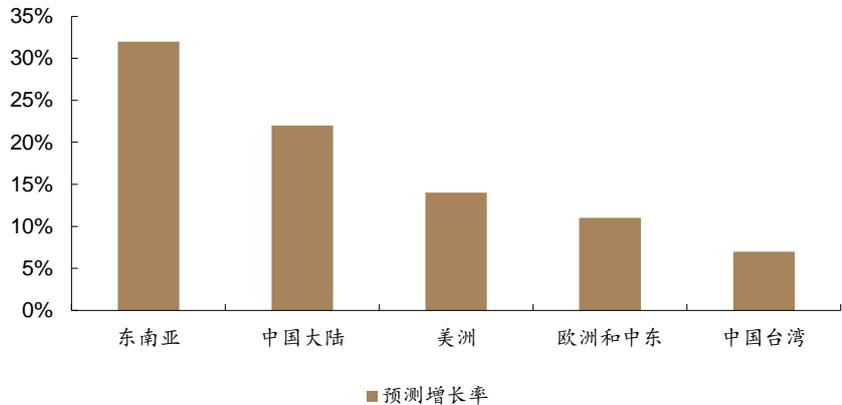
生产基地	所属主体	面积 (m ²)	主要生产产品
南京生产基地	美埃科技	38,781.23	风机过滤单元、初中效过滤器、高效过滤器、化学过滤器、静电过滤器、空气净化设备
中山生产基地	美埃中山	5,070.00	初中效过滤器、高效过滤器
成都生产基地	美埃成都	1,914.21	初中效过滤器
天津生产基地	美埃天津	2,300.00	初中效过滤器
马来西亚生产基地	美埃制造	2,472.24	风机过滤单元、初中效过滤器、高效过滤器
南京滤材生产基地	美埃新材	2,146.42	空气过滤器滤料等原材料

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

半导体产业链向东南亚转移趋势渐显。中美博弈背景下, 寻求更低成本和规避摩擦风险成为各半导体厂商将产能迁往东南亚地区的重要驱动因素之一。多家半导体厂商相继宣布在马来西亚、越南、新加坡等地投资新产能: 英特尔、AMD、博通、英飞凌相继将马来西亚定为其半导体生产基地。2023 年 9 月, 格芯 (GlobalFoundries) 在新加坡投资约 5 万亿韩元的新工厂落成; 美光科技、意法

半导体 (ST)、AMD 和爱德万 (Advantest) 等厂商也相继在新加坡设立基地。根据 SEMI 发布的《2026 年 200mm 晶圆厂展望报告》，预计 2023 年到 2026 年，全球 200mm 晶圆厂产能将增加 14%，新增 12 个 200mm 晶圆厂，其中东南亚预计将引领 200mm 产能的增长，将在报告期内增长 32%，居全球首位。

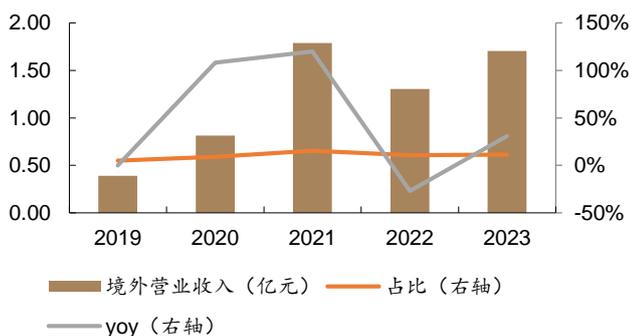
图 30：2023-2026 年全球各地区 200mm 晶圆产能增长率预测



资料来源：SEMI 中国，德邦研究所

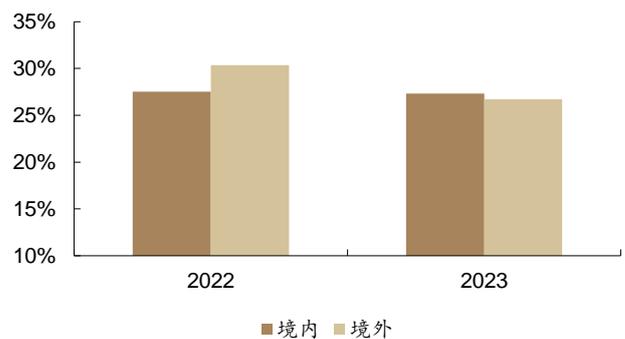
积极拓展海外市场，2020-2022 海外收入 CAGR 近 50%。公司近年来积极拓展以东南亚为代表的海外市场，已通过了多个国际著名厂商的合格供应商认证，进入核心供应链。产品认证方面，公司产品获得了 3C、UL、FM、AHAM、CE 等国内外认证，为公司全球市场拓展打下坚实基础。2019-2023 年，公司海外收入实现快速增长，由 2019 年的 0.39 亿增加至 2023 年的 1.7 亿，CAGR 为 45%，境外收入占比由 4.9% 提升至 11%。根据公司投资者交流公告，2023 年新签订单海外占比约为 15%-20%。

图 31：公司境外营业收入&占比&同比增速



资料来源：公司招股说明书，公司公告，wind，德邦研究所

图 32：2022-2023 年境内外毛利率



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

多位核心外籍高管，海外子公司及生产基地相继完善，公司国际化潜力出色。公司管理层中包含多位马来西亚/日本籍高管，均具备丰富从业经历，有望为公司国际化拓展夯实基础。海外基地方面，公司先后成立了美埃制造、美埃新加坡、美埃泰国、美埃日本研究所株式会社等公司，并于 2022 年 12 月收购了加拿大 Circul-AireImnc. 公司。2022 年底，公司于海外购买了两间新厂房，预计扩充后海外产能将提升至原有产能的 4 倍，达 2 亿元人民币。

表 7: 公司核心外籍高管情况

管理层/董事会成员	职务	国籍	背景
Yap Wee Keong (叶伟强)	董事、总经理	马来西亚	毕业于马来亚大学机械工程一等荣誉学位及英国基尔大学工商管理硕士学位(MBA), 马来西亚注册专业工程师。曾任马来西亚奥威尔工业集团子公司市场兼售后经理;美国采暖、制冷与空调工程师学会(ASHRAE) 会员及马来西亚工程师协会会员。
Chin Kim Fa (陈矜桦)	董事、首席财务官、董事会秘书	马来西亚	特许公认会计师公会资深会员资格(FCCA),也是 CPA(马来西亚注册会计师, MIA) 和注册税务师(MIT);曾任职 Deloitte & Touche 高级审计师和 KPMG 审计经理、国际会计准则导师经理;也曾服务于马来西亚主板上市公司 INTIUniversal Holdings Berhad 和 Esthetics International Group Berhad
Ding Ming Dak (陈民达)	副总经理	马来西亚	马来西亚国立大学微生物系学士学位; 曾任 Airgate Sdn. Bhd.销售经理。 负责公司海外市场营销和销售战略。
Wong Wei shyan (王薇娴)	监事	马来西亚	马来西亚国立大学(UKM)土木与环境工程学士学位; 曾任 Dr YG Tan Jurutera Perunding Sdn.Bhd.土木工程师 现任美埃科技工艺自动化部副经理兼新建设项目负责人。
周荣	技术总监	日本	日本庆兴义塾大学计算机专业硕士学位; 日本净化协会技术委员。

资料来源: 公司 2023 年年报, 德邦研究所

表 8: 公司海外子公司情况

境外子公司、参股公司名称	成立/收购时间	注册地	公司持股比例	主营业务
美埃制造 MayAir Manufacturing (M) Sdn. Bhd.	2004.04	马来西亚	100.00%	马来西亚生产基地; 主要负责研发、生产和销售空气净化产品
美埃新加坡 MayAir Singapore Pte. Ltd.	2016.01	新加坡	100.00%	新加坡销售公司, 主要负责销售空气净化产品
GTG Seiko Singapore Pte. Ltd.	2020.04	新加坡	80.00%	尚未开展业务
美埃日本研究所株式会社	2020.11	日本	100.00%	尚未开展业务, 拟开展医疗器械、消毒器械、环境保护专用设备的制造
美埃泰国 MayAir Thailand Co., Ltd.	2019.05	泰国	49.00%	泰国销售公司, 主要负责销售空气净化产品
MayAir Canada Holding Inc.	2022.11	加拿大	100.00%	投资控股公司
Circul-Aire Inc.	2022.12	加拿大	100.00%	从事滤料和空气净化设备的研发、生产及销售

资料来源: 公司 2023 年年报, 德邦研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

- (1) 风机过滤单元：根据公司招股说明书，截至 2021 年，公司风机过滤单元的产能为 25.35 万套/年，公司募投的南京二期产能拟增加公司风机过滤单元 24 万套产能，且产能将于 2024 投产，因此我们认为 2024 年有望成为公司业务快速增长的一年，我们预计新产能建于 24/25 年均匀释放，每年增加 12 万套，新产能的增加将带来产能利用率的缓解，且随着规模效应逐渐显现，毛利率有望修复，我们预计 2024-2026 年毛利率为 20%；
- (2) 过滤器产品：截至 2021 年，公司高效/初中效/静电过滤器已有产能分别为 46.69/173.19/5.02 万片，募投产能释放后，三种产品产能将分别增加 30/144/32 万片，我们预计 24/25 年三种产品产能将陆续释放 20/90/20 以及 10/54/12 万片，规模效应有望带来毛利率提升，我们预计高效过滤器 24-26 年毛利率分别为 32%/33%/33%；初中效过滤器为 46%/47%/47%；静电过滤器为 46%/47%/47%；化学过滤器方面，随着产能释放，我们预计收入增速为 20%/30%/30%，毛利率为 37%/38%/40%；
- (3) 空气净化设备及其他业务：结合公司历史经营情况，我们预计 2024-2026 年该业务增速为 30%/28%/28%，毛利率为 22%。

考虑到公司 2022 年年报更改了业务披露口径，我们将风机过滤单元和过滤器产品进行了合并列示，详见下表：

表 9：美埃科技盈利预测

业务类别	项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
风机过滤单元及过滤器产品	营收 (百万元)	980.88	1298.23	1584.88	1944.70	2284.95
	YOY	0.98%	32.35%	22.08%	22.70%	17.50%
	毛利润 (百万元)	304.95	365.18	466.86	580.46	701.39
	毛利率	31.09%	28.13%	29.46%	29.85%	30.70%
空气净化设备及其他	营收 (百万元)	246.12	207.08	269.21	344.58	441.07
	YOY	38.01%	-15.86%	30.00%	28.00%	28.00%
	毛利润 (百万元)	36.44	44.97	59.23	75.81	97.03
	毛利率	14.80%	21.72%	22.00%	22.00%	22.00%
合计	营收 (百万元)	1227.00	1505.31	1854.09	2289.28	2726.02
	YOY	6.72%	22.68%	23.17%	23.47%	19.08%
	毛利润 (百万元)	341.38	410.15	526.09	656.26	798.42
	毛利率	27.82%	27.25%	28.37%	28.67%	29.29%

资料来源：wind，公司公告，德邦研究所预测

4.2. 可比公司估值

我们选取再升科技（主要产品包括空气过滤器材料及器材）；金海高科（空调

过滤网细分行业的全球龙头企业，主要产品包括高性能过滤材料、功能性过滤材料和功能性过滤网）以及亚翔集成（主业为洁净室工程服务）作为可比公司，2024/2025 年可比公司平均 PE 为 27X，22X。

我们认为，公司作为国内洁净室设备龙头，已在半导体领域积累了深厚优势，并正积极扩充产能、开拓新应用领域及进军海外市场，具备较强成长性。我们预计公司 2024-2026 年分别实现收入 18.54/22.89/27.26 亿元，同比增长 23.2%、23.5%、19.1%；实现归母净利润 2.39/2.85/3.61 亿元，同比增长 38.2%、19.2%、26.5%。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

表 10：美埃科技可比公司估值

公司代码	公司简称	股价（元）	EPS			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
603601.SH	再升科技	3.02	0.04	0.12	0.16	35.40	25.17	18.88
603311.SH	金海高科	8.74	0.21	0.31	0.36	73.52	28.19	24.28
603929.SH	亚翔集成	25.3	1.34	-	-	16.34	-	-
可比公司平均估值						41.75	26.68	21.58
688376.SH	美埃科技	30.6	1.29	1.78	2.12	35.30	17.18	14.41

资料来源：wind，德邦研究所（股价为 6 月 4 日收盘价，数据除美埃科技外，其他采用 wind 一致预期）

5. 风险提示

1) 原材料价格变动风险

公司产品的主要原材料为风机、板材、铝型材、粘合剂等，直接材料占主营业务成本的比重达到 85% 以上，一般来说，公司采用以销定购、以销定产的采购和生产模式，可以较大程度上降低原材料价格波动的影响，但由于产品销售报价至原材料采购存在一定的时间差，若主要原材料价格发生剧烈变动，将会对公司的产品生产成本和营业成本造成较大影响，降低公司利润水平。

2) 研发回报不及预期风险

公司重视研发投入，多年来研发费用率水平位于同业可比公司较高水平，但空气净化行业属于多学科交叉和技术密集的行业，前沿技术研发需投入较大人力物力及时间成本，存在研发周期长、投资大和失败率高等固有风险。若公司在研发过程中出现进度不及预期、路线偏移、研发成果产业化失败等风险，可能会导致公司竞争力下降，研发投入无法获得回报。

3) 下游需求不及预期风险

近年来，随着我国半导体行业、公共医疗卫生行业、生物医药行业等下游市场需求的快速增长，空气净化行业保持了良好的发展态势。若未来出现行业资本开支缩减、政策调整、产业链迁移等因素，可能会导致市场需求增长不及预期。

4) 产能扩张不及预期风险

若由于不可抗因素，导致新产能投产不及预期，可能会导致公司订单交付周期延长，从而影响收入。

5) 海外拓展不及预期风险

公司正积极开拓以东南亚为核心的海外市场，但若海外半导体行业景气度下滑、公司海外销售能力不及预期、公司产品竞争优势无法体现，将会给公司海外订单获取带来负面影响，从而影响公司整体业务水平。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.29	1.78	2.12	2.69
每股净资产	12.15	13.84	15.96	18.64
每股经营现金流	0.89	0.57	1.47	2.40
每股股利	0.10	0.10	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	35.30	17.18	14.41	11.39
P/B	3.13	2.21	1.92	1.64
P/S	2.73	2.22	1.80	1.51
EV/EBITDA	21.24	12.93	10.59	8.01
股息率%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	27.2%	28.4%	28.7%	29.3%
净利润率	11.5%	12.9%	12.5%	13.2%
净资产收益率	10.6%	12.9%	13.3%	14.4%
资产回报率	5.8%	7.7%	7.9%	8.6%
投资回报率	7.7%	11.2%	12.1%	13.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.7%	23.2%	23.5%	19.1%
EBIT 增长率	31.4%	49.6%	18.8%	25.3%
净利润增长率	40.8%	38.2%	19.2%	26.5%
偿债能力指标				
资产负债率	45.1%	40.4%	40.3%	40.5%
流动比率	1.9	2.1	2.1	2.1
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.5
现金比率	0.7	0.5	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	181.3	158.9	163.9	159.6
存货周转天数	166.7	164.2	169.5	166.8
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	9.4	9.7	10.4	10.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	173	239	285	361
少数股东损益	-0	-3	-1	-2
非现金支出	51	24	28	34
非经营收益	-10	10	6	3
营运资金变动	-95	-193	-121	-73
经营活动现金流	120	77	198	323
资产	-359	-171	-90	-110
投资	-52	0	1	1
其他	15	3	5	7
投资活动现金流	-395	-168	-84	-103
债权募资	138	-161	-65	-5
股权募资	3	0	0	0
其他	-49	-30	-11	-10
融资活动现金流	92	-191	-76	-15
现金净流量	-184	-282	38	205

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 4 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,505	1,854	2,289	2,726
营业成本	1,095	1,328	1,633	1,928
毛利率%	27.2%	28.4%	28.7%	29.3%
营业税金及附加	8	9	12	14
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	95	104	137	163
营业费用率%	6.3%	5.6%	6.0%	6.0%
管理费用	60	73	94	110
管理费用率%	4.0%	3.9%	4.1%	4.0%
研发费用	70	80	101	121
研发费用率%	4.7%	4.3%	4.4%	4.5%
EBIT	184	275	327	410
财务费用	6	9	9	8
财务费用率%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	12	3	5	7
营业利润	191	260	318	400
营业外收支	2	3	0	0
利润总额	193	263	318	400
EBITDA	223	299	355	444
所得税	20	27	33	41
有效所得税率%	10.4%	10.2%	10.5%	10.3%
少数股东损益	-0	-3	-1	-2
归属母公司所有者净利润	173	239	285	361

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	867	585	623	828
应收账款及应收票据	851	918	1,161	1,345
存货	500	597	758	881
其它流动资产	117	218	189	219
流动资产合计	2,334	2,319	2,730	3,272
长期股权投资	2	1	1	0
固定资产	161	191	220	264
在建工程	116	164	188	212
无形资产	250	323	332	340
非流动资产合计	656	807	868	944
资产总计	2,990	3,125	3,598	4,216
短期借款	323	161	97	92
应付票据及应付账款	506	539	702	856
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	382	422	511	621
流动负债合计	1,210	1,122	1,310	1,568
长期借款	101	101	101	101
其它长期负债	39	39	39	39
非流动负债合计	140	140	140	140
负债总计	1,350	1,262	1,450	1,708
实收资本	134	134	134	134
普通股股东权益	1,634	1,859	2,145	2,506
少数股东权益	7	4	4	2
负债和所有者权益合计	2,990	3,125	3,598	4,216

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

卢璇，香港大学经济学硕士，2022年5月加入德邦证券研究所，主要覆盖天然气、科学仪器及再生资源板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。