

新莱应材(300260)

报告日期: 2023年03月13日

## 高洁净应用材料领军者，半导体+食品+医药三轮驱动

### ——新莱应材深度报告

#### 投资要点

- 深耕洁净应用材料领域二十年，三业齐发驱动成长**  
 公司是国内高洁净应用材料领先的研发与制造商，主要产品包括泵、管道、法兰、管件、阀门、真空室等高洁净零部件，下游覆盖半导体、食品、医药三大领域。2021年半导体、食品、医药板块营收占比分别为26%、51%、23%，毛利占比分别为35%、35%、30%。2018-2021年公司营业收入和归母净利润三年复合增长率为20%和63%，业绩稳健增长，盈利能力优异。
- 半导体：气液真空零部件国产龙头，打破双重壁垒国产替代提速**  
 半导体高纯及超高纯材料主要应用于半导体厂务端和设备端，预计2023年全球、我国市场规模135、42亿美元，2023-2025年CAGR 9%、13%。公司打破半导体零部件行业技术和客户认证双重壁垒，成功进入应用材料、泛林、北方华创、台积电、长江存储等客户供应链。在半导体产业链自主可控的大背景下，半导体零部件国产化提速。公司凭借优秀的技术水平和丰富的认证经验，预计深入国产供应链，乘扩产东风，起替代之势。
- 食品：零部件+设备+包材三位一体，紧抓出口+替代双重机遇**  
 公司产品主要应用于食品包装领域，2018年公司收购山东碧海后，成为“食品零部件+设备+包材”一体化解决方案供应商。2021年中国无菌包装市场近200亿元，预计2025年我国无菌包装市场规模250亿元。当前无菌包装行业迎出口机遇和国产替代两大机遇，公司一体化优势有望加速导入大客户，带动食品板块收入增长。利润端，包材原材料价格有望进入下行周期，带来盈利弹性。
- 医药：绑定国产制药装备龙头，淮安项目助力产能提升和产品迭代**  
 疫情催化下过去三年医药制造业高速增长，带动医药洁净材料市场高速增长。预计2023年我国制药装备泵阀类零部件市场规模约60亿元，2023-2025年CAGR 9%。公司产品获得全球知名生物制药企业的广泛认可，设备商客户包含东富龙、楚天科技、新华医疗等，终端用户包含Roche、Merck、GSK、药明康德、辉瑞、康希诺等。随着公司淮安生产基地陆续投产，公司产能将进一步扩充，产品将继续升级迭代、毛利有望继续提升。
- 盈利预测与估值：我们预计2022-2024公司营收26.3、32.6、42.0亿元，同比增长28%、24%、29%；归母净利润分别为3.5、4.6、6.4亿元，同比增长106%、30%、40%，对应PE为53、40、29倍。分部估值法下给予公司2023年49倍PE，对应股价98元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：半导体行业周期波动风险；中美半导体摩擦加剧风险；下游客户导入不及预期风险；原材料价格波动风险；项目建设进度不及预期风险。**

#### 投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁  
执业证书号：S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

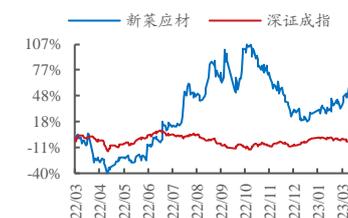
分析师：王华君  
执业证书号：S1230520080005  
wanghua jun@stocke.com.cn

研究助理：王一帆  
wangyifan01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价 ¥81.23  
总市值(百万元) 18,645.83  
总股本(百万股) 226.56

#### 股票走势图



#### 相关报告

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2054	2630	3261	4195
(+/-) (%)	55%	28%	24%	29%
归母净利润	170	350	455	636
(+/-) (%)	92%	106%	30%	40%
EPS (元)	0.75	1.55	2.01	2.81
PE	108.4	52.5	40.4	28.9

资料来源：浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 盈利预测: 我们预计 2022-2024 公司营收 26.3、32.6、42.0 亿元, 同比增长 28%、24%、29%; 归母净利润分别为 3.5、4.6、6.4 亿元, 同比增长 106%、30%、40%。
- 2) 估值指标: 分部估值法下给予公司 2023 年 49 倍 PE。
- 3) 目标价格: 98 元/股。
- 4) 投资评级: 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### ● 关键假设

- 1) 半导体行业周期性复苏, 国内晶圆厂扩产顺利; 2) 国内消费及液态食品需求复苏; 3) 健康意识普及, 医疗健康需求稳健增加。

### ● 我们与市场的观点的差异

1) 半导体领域: 市场认为气体管路系统和真空泵阀技术难度小, 壁垒较低。我们认为气体、真空系统类半导体零部件壁垒较高, 目前阀门的国产化率约 1%, 泵的国产化率为 5-10%, 且实现替代的只是部分低端产品, 高端产品未实现替代, 公司有望凭借技术优势和认证经验领跑国产替代。目前公司持续进行研发和品类扩充, 未来有望在真空干燥泵和流量控制计等领域取得突破;

2) 食品领域: 市场认为在无菌包装行业, “伊利系”的新巨丰和“蒙牛系”的纷美包装因绑定国产乳企龙头而占据竞争优势, 公司后续发展空间不大。我们认为公司是国内稀缺的“零部件+设备+包材”供应商, 凭借一体化布局, 在导入客户和提高客户粘性方面具备优势。且目前国产乳企龙头逐步开始包材和设备的国产化, 我们认为公司食品包材和设备发展空间大。

3) 医药领域: 市场认为疫情趋于稳定, 疫情带来的制药装备扩产红利已过, 公司医药板块后续发展动力不足。我们认为, 当前我国人均医疗资源较低, 我国将持续扩充相应产能, 下游的制药装备市场将长期向好。另外, 公司产品还可以延伸至医疗器械领域, 拓展新市场, 顺应加速的“医疗新基建”进程。

### ● 股价上涨的催化因素

- 1) 原材料价格下行; 2) 晶圆厂扩产; 3) 导入新客户。

### ● 风险提示

- 1) 半导体行业周期波动风险; 2) 下游客户导入不及预期风险; 3) 原材料价格波动风险; 4) 项目建设进度不及预期风险。

## 正文目录

<b>1 新莱应材：高洁净应用材料领军企业，三业并举驱动成长</b>	<b>6</b>
1.1 内生外延双轮驱动，客户资源丰富产能不断扩张	6
1.2 盈利能力持续改善，产品结构不断优化	8
1.3 股权结构集中，重视研发投入	10
<b>2 半导体：国产替代势不可挡，零部件厂商大有可为</b>	<b>10</b>
2.1 国内 IC 市场自给率低，晶圆厂逆势扩产带来机遇	10
2.2 半导体零部件：设备行业基石，我国市场规模 130 亿美元	12
2.3 高纯及超高纯材料：应用于厂务和设备端，2025 年我国市场 53 亿美元	15
2.4 打破技术和认证双重壁垒，零部件国产替代迎来加速期	17
<b>3 食品：发挥三位一体优势，把握替代+出口双重机遇</b>	<b>20</b>
3.1 下游需求扩容潜力巨大，无菌包装品类仍有拓展空间	20
3.2 垄断松动国产突围，原料价格回落毛利有望改善	22
3.3 “零部件+设备+无菌包材”三位一体，助力客户导入与深度维系	25
<b>4 医药：制药行业长期向好，深度绑定龙头客户</b>	<b>28</b>
4.1 医药制造业增长稳健，我国医药洁净材料市场超百亿元	28
4.2 绑定国产制药装备龙头，淮安项目加码医药产品	29
<b>5 盈利预测及估值</b>	<b>30</b>
5.1 盈利预测	30
5.2 估值及投资建议	31
<b>6 风险提示</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图 1: 新莱应材发展历程.....	6
图 2: 公司营产品及应用领域.....	7
图 3: 公司主要客户.....	7
图 4: 公司全球七大生产基地布局.....	8
图 5: 2018-2021 年公司营业收入 CAGR 20%.....	8
图 6: 2018-2021 年公司归母净利润 CAGR 63%.....	8
图 7: 国内营收占比逐步增长, 2021 年国内营收占比增至 73%.....	9
图 8: 21 年食品/医药/泛半导体营收占比分别为 51%/24%/26%.....	9
图 9: 三大板块营收及同比情况(单位: 亿元).....	9
图 10: 泛半导体和医药贡献高毛利.....	9
图 11: 2018 年至今毛利率波动上升, 净利率稳步上升.....	9
图 12: 2018 年至今费用率逐步下降.....	9
图 13: 新莱应材股权结构(截至 2022 年 6 月 30 日).....	10
图 14: 研发投入持续增长.....	10
图 15: 2018-2021 年研发人员数量平均占比 9.4%.....	10
图 16: 全球半导体资本开支具有周期性.....	11
图 17: 中国大陆 IC 市场自给率低于 20%.....	11
图 18: 全球、中国大陆半导体销售额及中国占比.....	11
图 19: 2021-2022 年中国大陆 12 英寸晶圆厂月产能.....	12
图 20: 2017-2026 年中国大陆地区 12 英寸厂增量预测.....	12
图 21: 半导体设备零部件产业链.....	12
图 22: 2021 年半导体零部件市场规模及竞争格局.....	15
图 23: 晶圆厂产线资本支出拆分.....	16
图 24: 晶圆厂厂房投资拆分.....	16
图 25: 厂务系统构成.....	16
图 26: 半导体设备客户认证流程.....	20
图 27: 中国液态奶产量稳健增长.....	21
图 28: 中国人均液态乳制品消费量显著低于发达国家.....	21
图 29: 中国软饮料销量持续增长.....	21
图 30: 2021 年利乐包装材料净销售额拆分.....	21
图 31: 全球无菌包装市场规模(单位: 亿美元).....	22
图 32: 中国无菌包装消费量(单位: 亿包).....	22
图 33: 预计我国 2025 年无菌包装市场规模 250 亿人民币.....	22
图 34: 2020 年全球无菌包装行业市占率情况(按销售量口径).....	23
图 35: 2020 年国内无菌包装行业市占率情况(按销售额口径).....	23
图 36: 2021 年公司食品板块营业成本构成.....	24
图 37: 2021 年新巨丰原材料采购金额占比.....	24
图 38: 白卡纸价格走势.....	24
图 39: 聚乙烯(PE)价格走势.....	24
图 40: 铝价走势.....	24
图 41: 钢材综合价格指数走势.....	24
图 42: 新莱应材食品板块营收拆分(亿元).....	25

图 43: 山东碧海全球销售网络 .....	27
图 44: 中国医药制造业企业数量及同比 .....	28
图 45: 中国医药制造业营业收入及同比 .....	28
图 46: 全球疫苗市场规模及同比 (不含新冠疫苗) .....	28
图 47: 中国疫苗市场规模及同比 (不含新冠疫苗) .....	28
图 48: 全球制药装备市场规模 .....	29
图 49: 中国制药装备市场规模 .....	29
图 50: 2020 年本土制药装备厂商制药装备产值占比 .....	30
图 51: 2020 年中国制药装备市场占有率 .....	30
图 52: 东富龙营收和归母净利润及同比 .....	30
图 53: 楚天科技营收和归母净利润及同比 .....	30
图 54: 盈利预测 .....	31
表 1: 半导体设备零部件分类 .....	13
表 2: 2020 年全球前十大半导体零部件厂商排名 .....	14
表 3: 国内重点半导体零部件上市公司 .....	14
表 4: 半导体领域高纯及超高纯应用材料市场规模测算 .....	17
表 5: 2021Q1 部分半导体零部件供应商及国产化率情况 .....	18
表 6: 公司与海外厂商 UHP 系列产品技术对比 .....	19
表 7: 国内无菌包装行业竞争格局 .....	23
表 8: 食品行业实现全产业链布局 .....	25
表 9: 山东碧海无菌包装核心技术情况 .....	26
表 10: 各公司灌装机对比 .....	26
表 11: 山东碧海具有广泛的资质认证 .....	27
表 12: 我国制药装备泵阀类零部件市场规模测算 .....	29
表 13: 可比公司估值 (截止 2023 年 3 月 13 日收盘) .....	32
表附录: 三大报表预测值 .....	33

## 1 新莱应材：高洁净应用材料领军企业，三业并举驱动成长

### 1.1 内生外延双轮驱动，客户资源丰富产能不断扩张

**深耕洁净领域二十年，国内高洁净应用材料制造领军者。**1991年公司实控人成立台湾新莱，2000年成立了公司前身昆山新莱，2011年9月在深圳证券交易所上市，主营业务为高洁净应用材料、食品无菌包材和包装器械的研发、生产和销售，覆盖食品、医药、泛半导体三大下游应用领域。

**内生外延多栖发展，产品丰富度不断提升。**公司自成立以来紧跟产业发展导向，下游从食品领域扩展到生物医药和泛半导体领域迈进。**(1) 食品领域：**公司成立之初主要生产食品洁净材料，产品应用于乳品、果汁、水、酒等食品饮料行业。2018年收购山东碧海，将业务延伸至液态食品无菌包装材料、无菌灌装机械及相关配套设备领域，形成“零部件+包材+设备”一体化布局；**(2) 医药领域：**2004年步入生物医药领域，于2013年获得ASME BPE（美国工程师协会发布的生物医药生产设备标准）管道/管件双认证，成功替代国外进口产品填补国内空白；**(3) 泛半导体领域：**2006年步入泛半导体领域，2012年成为美国应用材料合格供应商，2016年收购美国真空室和阀门生产商GNB扩充半导体领域产品线，目前产品应用于泛半导体设备端、厂务端、生产过程及废气收集处理端。

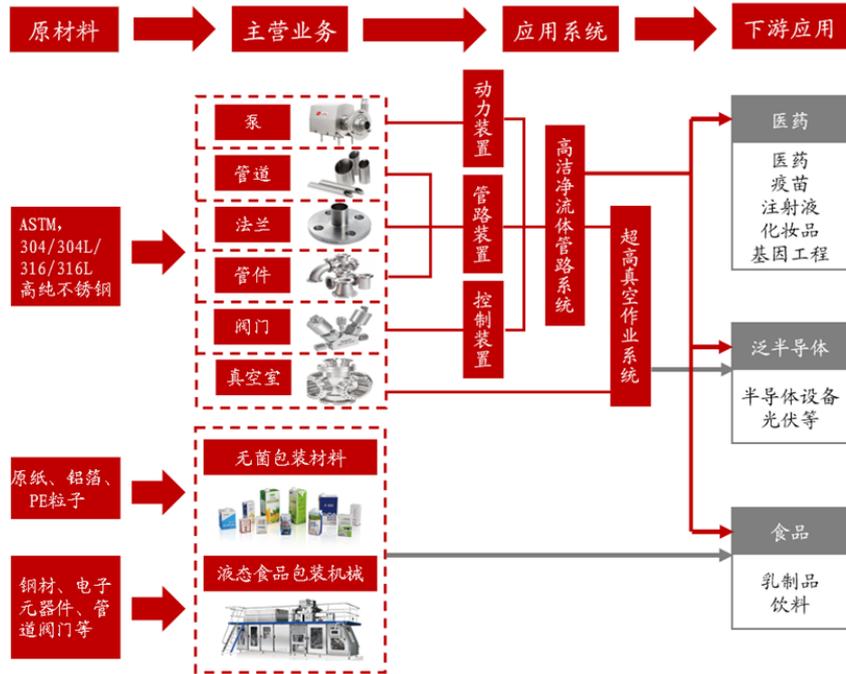
图1：新莱应材发展历程



资料来源：公司官网，公司可转债募集说明书，浙商证券研究所

**两大类主营业务，下游覆盖泛半导体、生物医药和食品。**（一）洁净应用材料和高纯及超高纯应用材料。产品包括泵、管道、法兰、管件、阀门、真空室等。该产品应用于对于污染控制严格的领域，属于高洁净流体管路系统和超高真空作业系统的关键组件。洁净应用材料应用于食品安全和生物医药领域，高纯及超高纯应用材料应用于泛半导体领域。（二）无菌包装材料和无菌包装设备，由全资子公司山东碧海开展经营。包材用于饮料和乳制品等液态食品的包装，设备包括灌装机及配套设备贴管机、贴盖机、灭菌机、清洗机、装箱机等。山东碧海是液态食品领域为数不多的能够同时生产、销售包材和设备的企业之一。

图2: 公司营产品及应用领域



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

**客户资源丰富, 多为行业龙头。(1) 泛半导体领域:** 在设备端, 公司与国内外知名半导体设备厂商开展合作, 如应用材料 (AMAT)、泛林 (LAM)、北方华创、中微半导体、电科 48 所等; 在厂务端, 公司配合工程厂商, 如亚翔集成、至纯科技、正帆科技、中电四等, 以满足终端客户的需求, 包括无锡海力士、台积电、英特尔、三星、长江存储等海内外头部晶圆厂, 以及其他泛半导体领域客户。(2) 食品领域: 与三元乳业、完达山乳业已经成为战略合作伙伴, 与康师傅的合作日益紧密。无菌包装领域已逐渐打入伊利、蒙牛等国内头部乳企供应链, 验证进展顺利。(3) 医药领域: 与国内前二的制药机械企业东富龙和楚天科技深度合作二十余年, 与国内几乎所有的大中药厂都开展了合作。

图3: 公司主要客户



资料来源: 公司可转债募集说明书, 浙商证券研究所

全球七大生产基地，两大在建项目产能释放在即。公司经过多年内生外延发展，规模不断扩大，现已在全球范围内布局业务，拥有昆山、淮安、山东、台湾、美国等七处生产基地。公司目前有两大在建项目：1) 超高洁净及超高纯管路系统项目（淮安项目），产品应用于生物医药领域，拟投资额 8 亿元，预计达产后年产值 15 亿元，2022 年 7 月已试生产。2) 半导体行业超高洁净管阀件生产线技改项目（可转债项目），产品为应用于半导体的超高洁净管阀件，投资额 3.6 亿元，达产后年产值 2.9 亿元，预计 2022 年底投资完成。

图4： 公司全球七大生产基地布局

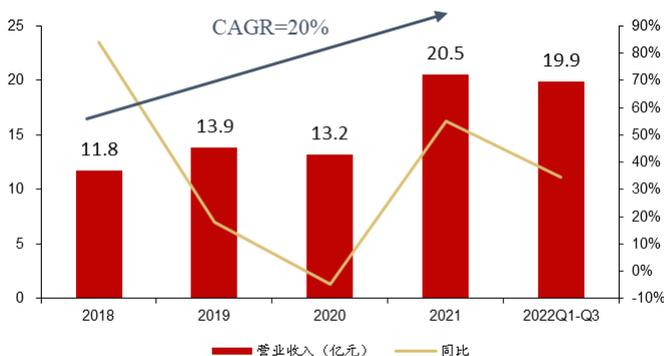


资料来源：公司公告及官网，山东碧海官网，GNB官网，浙商证券研究所

## 1.2 盈利能力持续改善，产品结构不断优化

营收规模快速扩张，归母净利润增势更甚。受益于半导体国产替代加速、医药行业稳健增长和食品行业高速发展，近年来公司营收实现高速增长。且随着产品结构的优化和规模效应，公司盈利能力持续提升，2018-2021 年公司营业收入和归母净利润的复合增长率分别为 20%和 63%，归母净利润增速远超营收增速。根据公司 2022 年业绩快报，2022 年公司实现营收 26.3 亿，同比+28%，归母净利润 3.5 亿，同比+106%。受益于毛利提高及费用控制，公司利润端实现高增长。

图5： 2018-2021 年公司营业收入 CAGR 20%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6： 2018-2021 年公司归母净利润 CAGR 63%

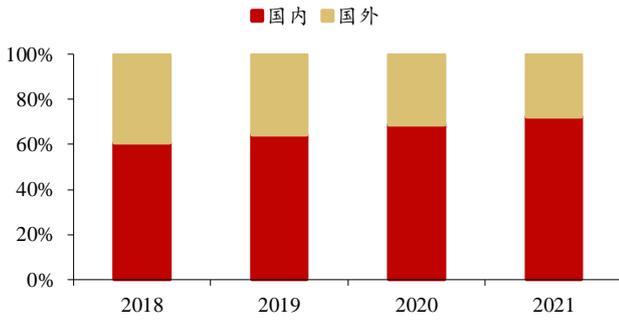


资料来源：Wind，浙商证券研究所

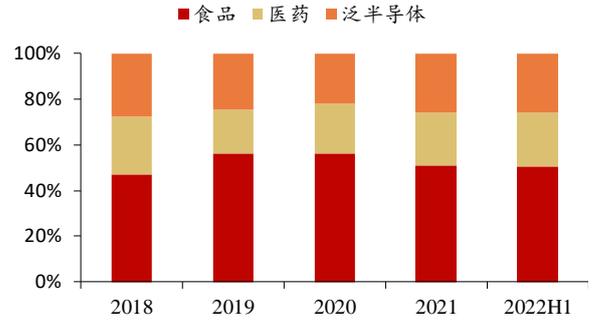
**食品业务贡献高收入，半导体医药贡献高毛利。**由于地缘政治和全球供应链收紧，为保障产业链安全，公司下游的三大行业均有不同程度的国产替代之势，国内营业收入占比从2018年的57%增长到2021年的73%。食品业务贡献高收入，2021年食品、半导体、医药板块营收占比分别为51%、26%、23%。半导体医药贡献高毛利，2022H1医药、半导体和食品板块毛利率分别为41%、35%和18%。随着食品包材原材料价格回落及成本向下游传导，食品业务毛利率或向上修复。

图7：国内营收占比逐步增长，2021年国内营收占比增至73%

图8：21年食品/医药/泛半导体营收占比分别为51%/24%/26%



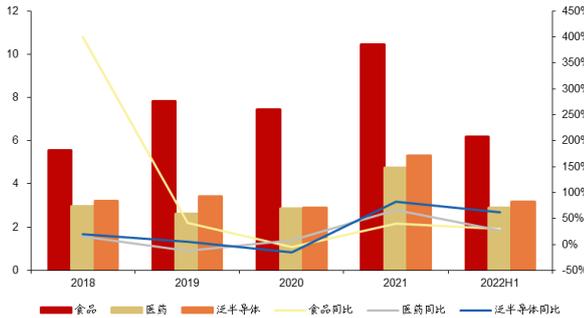
资料来源：Wind，浙商证券研究所



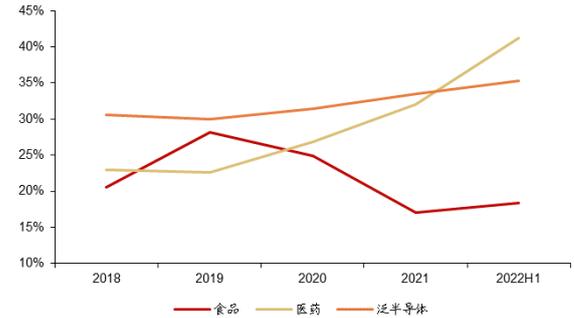
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：三大板块营收及同比情况（单位：亿元）

图10：泛半导体和医药贡献高毛利



资料来源：Wind，浙商证券研究所

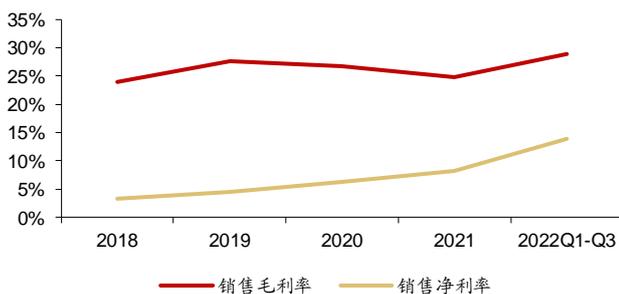


资料来源：Wind，浙商证券研究所

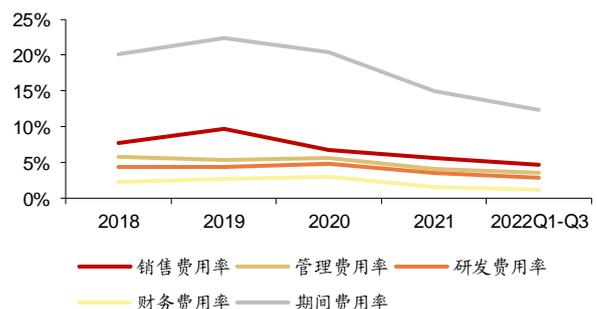
**规模效应及产品结构优化，盈利能力持续提升。**近年来公司毛利率稳中有升、净利率持续提升，2018年至2022年前三季度，毛利率由23.9%上升至28.8%，净利率由3.3%稳步提升至13.8%。2020年以来受疫情及俄乌冲突影响，食品包材原材料价格大幅上升，毛利率受到挤压，但凭借泛半导体和医药板块产品毛利提升，公司整体毛利率实现提升。净利率提升主要由于规模效应下费用率的下降，2019年至2022年前三季度期间费用率由22%下降至12%。淮安和可转债项目中重点布局医药和半导体两大高毛利行业，随着两大项目的陆续投产和产能爬坡，将进一步优化产品结构、强化规模效应。

图11：2018年至今毛利率波动上升，净利率稳步上升

图12：2018年至今费用率逐步下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

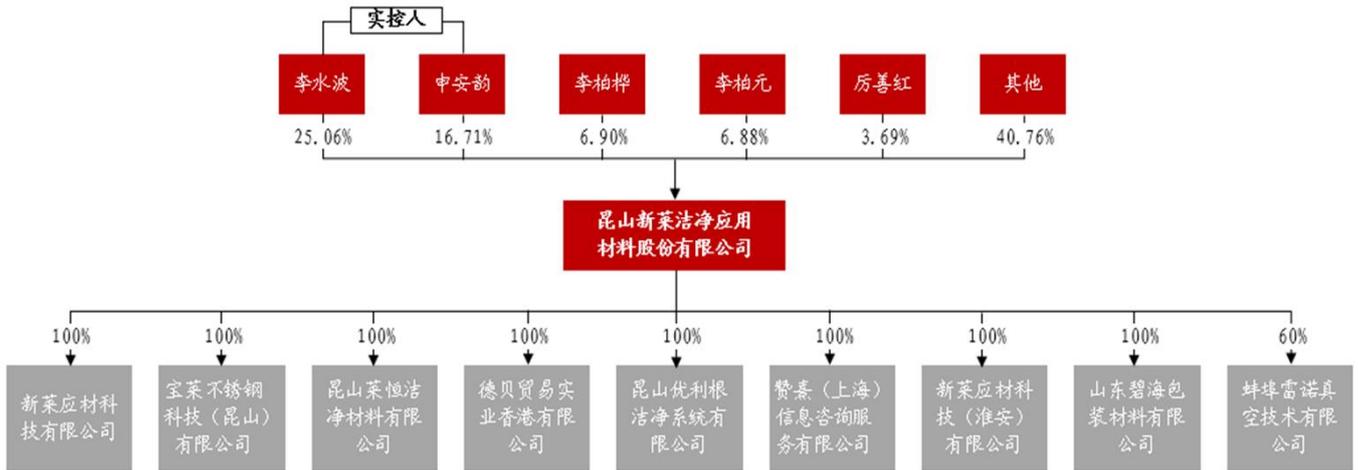


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.3 股权结构集中，重视研发投入

家族控股企业，股权结构集中。公司的实际控制人为公司创始人李水波先生和申安韵夫妇，长子和次子李柏桦与李柏元为其一致行动人。至2022年6月末，四人合计持股56%，股权结构集中。公司第五大股东厉善红任公司副总经理和子公司山东碧海的董事长。公司目前有全资子公司14家，控股子公司1家。

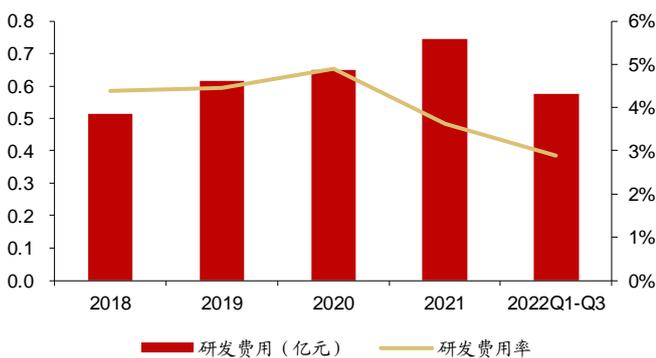
图13：新莱应材股权结构（截至2022年6月30日）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

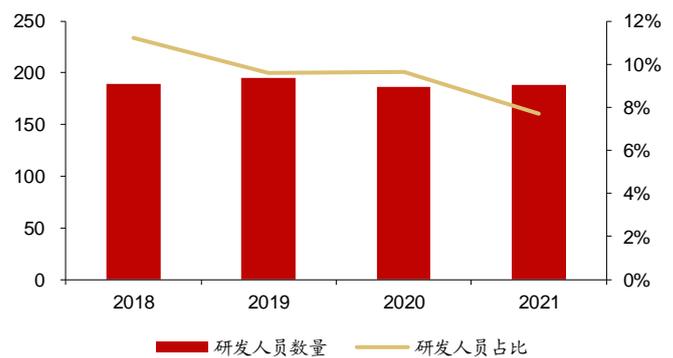
研发投入持续增加，研发管理体系完善。公司拥有开发设计、精密机械加工、表面处理、精密焊接、洁净室清洗与包装等一系列核心技术，是目前国内同行业中少数拥有完整技术体系的厂商之一，在国际同行业中处于先进水平。公司重视研发投入，近五年来的研发投入逐年增长，2018年-2022年前三季度平均研发费用率达4.0%。公司半导体产品研发团队平均拥有超过10年的行业从业经验，在业内架构Nano Pure品牌，填补了国内超高纯应用材料产品的空白。

图14：研发投入持续增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15：2018-2021年研发人员数量平均占比9.4%



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

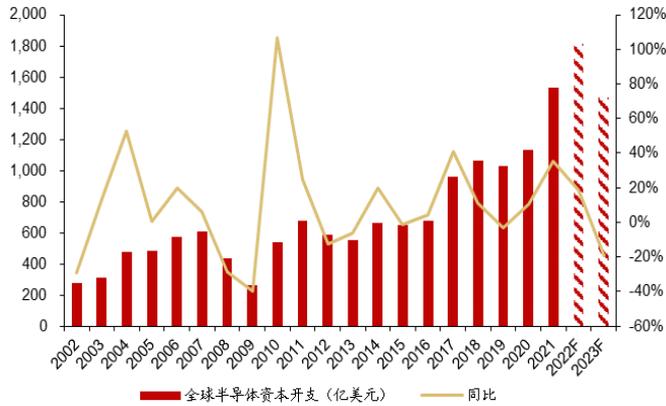
## 2 半导体：国产替代势不可挡，零部件厂商大有可为

### 2.1 国内 IC 市场自给率低，晶圆厂逆势扩产带来机遇

22年半导体厂商支出创历史新高，大陆 IC 市场空间广阔。根据 IC Insights，2022年全球半导体厂商资本支出将达1817亿美元，同比增长19%，创历史新高。受消费电子周期下行影响，台积电、英特尔、美光等晶圆厂下调资本支出计划，预计2023年全球半导体资

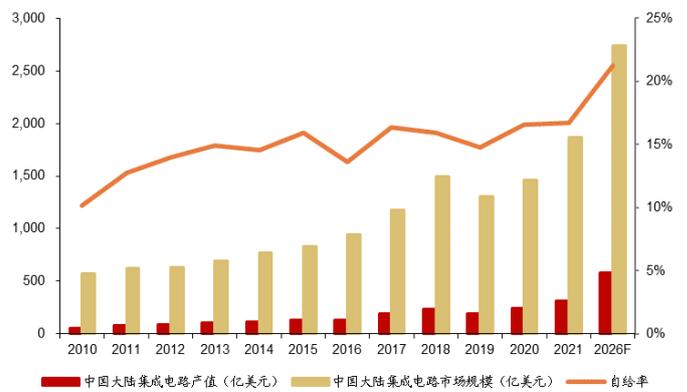
本开支将下行，但半导体市场需求有望在 23 下半年或 24 年触底反弹。且目前中国大陆芯片自给率低，2021 年中国大陆集成电路自给率（产值/市场规模）仅为 16.7%，预计 2026 年自给率能提升至 21.2%，国内 IC 市场仍有很大的需求空间。

图 16: 全球半导体资本开支具有周期性



资料来源: IC Insights, 浙商证券研究所

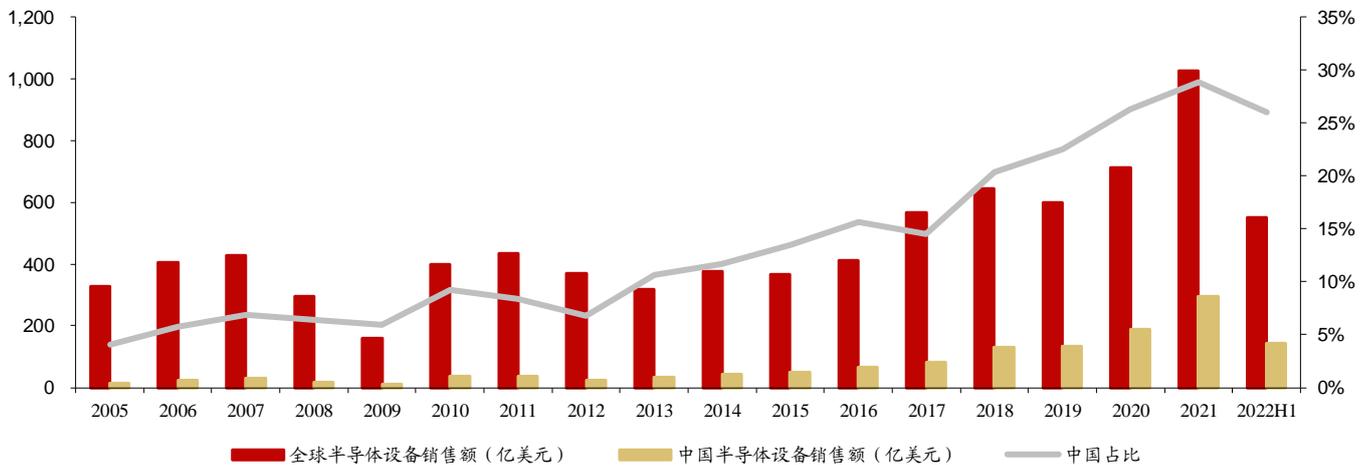
图 17: 中国大陆 IC 市场自给率低于 20%



资料来源: IC Insights, 浙商证券研究所

中国大陆是全球最大半导体设备市场，销售额增速显著高于全球。2005-2021 年，全球、中国大陆半导体设备销售额 CAGR 分别为 7%、21%，中国大陆市场增速显著快于全球。2021 年全球、中国大陆半导体设备销售额分别为 1026、296 亿美元，同比分别增长 44%、58%。2021 年中国大陆半导体设备销售额占全球销售额 29%，是全球最大半导体设备市场。

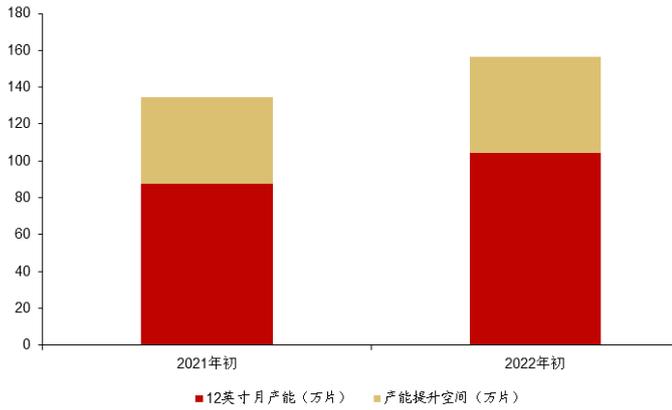
图 18: 全球、中国大陆半导体销售额及中国占比



资料来源: wind, 浙商证券研究所

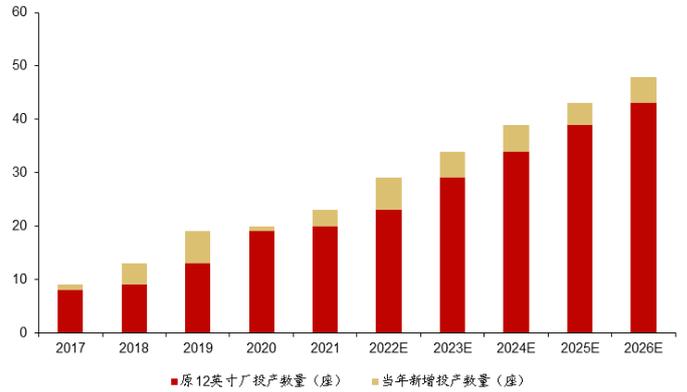
全球晶圆厂产能东移，中国大陆处于扩产期。据集微咨询统计，2022 年中国大陆共有 23 座 12 英寸晶圆厂正在投产，总计月产能约为 104.2 万片，与总规划月产能 156.5 万片相比，产能装载率仅达到 66.58%，仍有较大扩产空间。预计中国大陆 2022-2026 年还将新增 25 座 12 英寸晶圆厂，总规划月产能将超过 160 万片。预计截至 2026 年底，中国大陆 12 英寸晶圆厂的总月产能将超过 276.3 万片，相比目前提高 165.1%。中国大陆晶圆厂持续建设投产，未来厂务端零部件上游需求旺盛。

图19: 2021-2022年中国大陆12英寸晶圆厂月产能



资料来源: 集微咨询, 浙商证券研究所

图20: 2017-2026年中国大陆地区12英寸厂增量预测

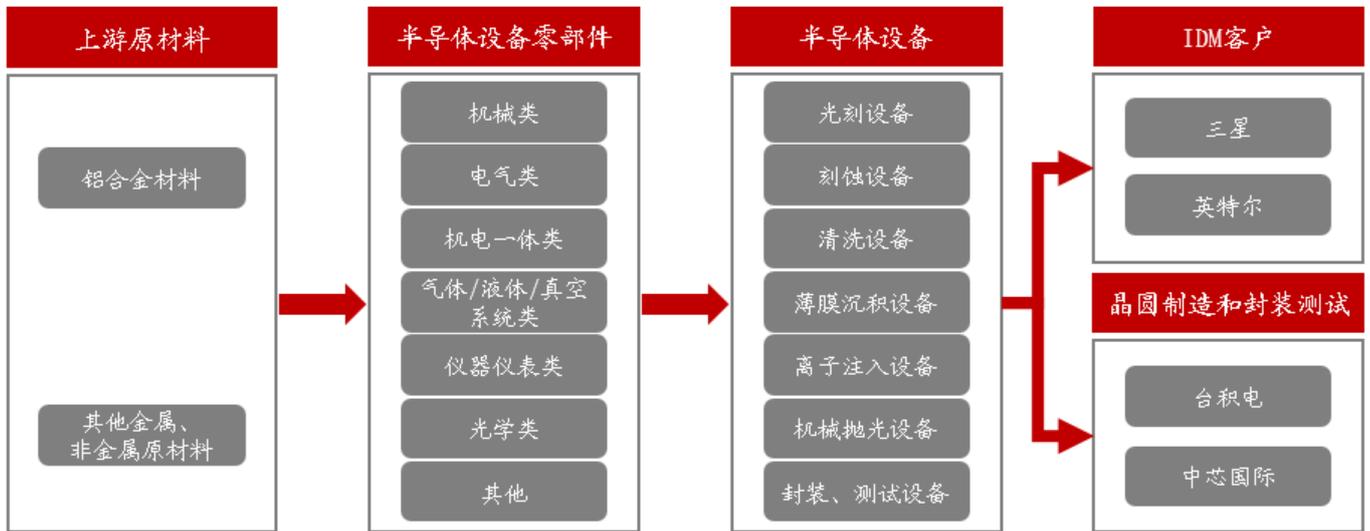


资料来源: 集微咨询, 浙商证券研究所

## 2.2 半导体零部件: 设备行业基石, 我国市场规模 130 亿美元

零部件是半导体设备制造中难度大、技术含量高的环节之一。半导体设备由成千上万个零部件组成, 零部件的性能、质量和精度直接决定着设备的可靠性和稳定性, 制程升级很大程度依赖于精密零部件的技术突破。半导体设备精密零部件具有高精密、高洁净、超强耐腐蚀能力、耐击穿电压等特性, 生产工艺涉及精密机械制造、工程材料、表面处理特种工艺、电子电机整合及工程设计等多个领域和学科。

图21: 半导体设备零部件产业链



资料来源: 富创精密招股说明书, 浙商证券研究所

半导体设备零部件种类较多, 价值占比为半导体设备市场规模的 50%左右。半导体设备零部件可分为机械类、电气类、机电一体类、气体/液体/真空系统类、仪器仪表类、光学类和其他。根据富创精密招股书, 设备成本构成中一般 90%以上为原材料 (即不同类型精密零部件产品), 考虑国际半导体设备公司毛利率一般在 40%-45%左右, 从而全部精密零部件市场约为全球半导体设备市场规模的 50%-55%。

**表1: 半导体设备零部件分类**

分类	占半导体设备成本的比例	零部件具体类别	技术要求	所应用的主要设备	主要作用
机械类	20%-40%	金属工艺件: 反应腔、传输腔、过渡腔、内衬、匀气盘等金属结构件; 托盘、冷却板、底座、铸钢平台等非金属材料; 石英、陶瓷件、硅部件、静电卡盘、橡胶密封件等	满足加工精度、耐腐蚀性、密封性、洁净度、真空度等指标	应用于所有设备	设备中起到构建整体框架、基础结构、晶圆反应环境和实现零部件特殊功能的作用, 保证反应良率, 延长设备使用寿命
电气类	10%-20%	射频电源、射频匹配器、远程等离子源、供电系统、工控电脑等	满足输出功率的稳定性、电压质量、波形质量、频率质量等指标	应用于所有设备	在设备中起到控制电力、信号、工艺反应制程的作用
机电一体类	10%-25%	EFEM、机械手、加热带、腔体模组、阀体模组、双工机台、浸液系统、温控系统等	满足真空度、洁净度、放气率、SEMI定制标准等指标, 同时保证多次使用后的一致性和稳定性, 不同具体产品要求差别较大	应用于所有设备, 其中双工机台和浸液系统仅用于光刻设备	在设备中起到实现晶圆装载、传输、运动控制、温度控制的作用, 部分产品包含机械类产品
气体/液体/真空系统类	10%-30%	气体输送系统类: 气柜、气体管路、管路焊接件等	满足真空度、耐腐蚀性、洁净度、SEMI定制标准等指标	主要应用于薄膜沉积设备、刻蚀设备和离子注入设备等干法设备	在设备中起到传输和控制特种气体、液体和保持真空的作用
		真空系统类: 干泵、分子泵、真空阀门等	满足抽气后的真空指标、可靠性、稳定性、一致性等指标	主要应用于薄膜沉积设备、刻蚀设备和离子注入设备等干法设备	
		气动液压系统类: 阀门、接头、过滤器、液体管路等	满足真空度、表面粗糙度、洁净度、使用寿命、耐液体腐蚀等指标	主要应用于化学机械抛光设备、清洗设备等湿法设备	
仪器仪表类	1%-3%	气体流量计、真空压力计等	满足量程时间、流量测量精度、温度测量精度、压力测量精度、温度影响小等指标	应用于所有设备	在设备中起到控制和监控流量、压力、真空度、温度等数值的作用
光学类	55%	光学元件、光栅、激光源、物镜等	满足制造精度、分辨率、曝光能力、光学误差小等指标	主要应用于光刻设备、量测设备等	在光学设备中起到控制和传输光源的作用
其他	3%-5%	定制装置、耗材等	满足相应设备要求的定制化指标	应用于所有设备	实现设备运行的作用

资料来源: 富创精密招股书, 浙商证券研究所

**行业格局分散、细分赛道集中, 美日欧厂商垄断高端零部件供应。** 半导体设备本身结构复杂, 对加工精度、一致性、稳定性要求较高, 导致精密零部件制造工序繁琐, 技术难度大, 行业内多数企业只专注于个别生产工艺, 或专注于特定精密零部件产品, 行业相对分散。根据 VLSI Research 数据, 近 10 年前十大供应商的市场份额在 50% 左右。而细分品类垄断效应明显, 市场集中度往往在 80%-90% 以上, 且基本都由美日欧等海外厂商垄断, 2020 年全球前十大半导体零部件厂商中美国公司 4 家, 日本公司 2 家, 欧盟公司有 2 家。

**表2: 2020年全球前十大半导体零部件厂商排名**

企业名称	所在国家	主要产品	半导体/泛半导体零部件收入规模(亿美元)
ZEISS 蔡司	德国	光学镜头	21.2
MKS 万机仪器	美国	MFC、射频电源、真空产品	14
Edwards 爱德华	英国 (2014年加入瑞典Atlas集团, Atlas2018年收购Brooks半导体低温业务)	真空泵	约13.8
Advanced Energy 先进能源	美国	射频电源	6.12
Horiba 堀场	日本	MFC	4.94
VAT 微拓	瑞士	真空阀件	约4.3
Ichor	美国	模块化气体输送系统以及其他组件	约3.8
Ultra Clean Tech 超科林	美国	真空阀件	约3.5
ASML 阿斯麦尔	荷兰	光学部件及光刻机组件服务	约3
EBARA 荏原	日本	干式真空泵	约3
合计	/	/	约75-80

资料来源: VLSI Research, 半导体零部件产业现状及对我国发展的建议-朱晶, 浙商证券研究所

**国内零部件企业市占率较低, 国产替代提速。**受美国 BIS 新规的限制措施刺激及美日荷对华先进制程的封锁, 半导体产业链自主可控势在必行, 推动半导体零部件国产化进程提速。国内产品虽已进入国际半导体设备厂商, 但与国际同业相比, 所应用设备的工艺制程和业务体量仍有一定差距。

**表3: 国内重点半导体零部件上市公司**

公司名称	主要产品	2021年营收(亿元)	2021年毛利率
万业企业 (compart system)	气体输送零部件、焊件、密封件、气棒、MFC	13.1	39.2%
富创精密	金属机械零部件、腔体模组、刻蚀阀体模组、气体管路、气柜模组	8.4	32.0%
新莱应材	真空室、气体管路、泵阀等	5.3	33.5%
华亚智能	精密金属结构件	5.2	39.4%
中科仪	干式真空泵、真空仪器设备	4.5	22.1%
新松机器人	真空机械手、集束型设备、物料搬运系统	1.6	5.9%
凯德石英	石英玻璃制品	1.3	55.1%
英杰电气	直流编程电源、射频电源、	0.7	50.9%
汉钟精机	干式真空泵、螺杆/离心压缩机、空气压缩机、热泵	10.4	43.1%
神工股份	硅电极、半导体级单晶硅材料	4.6	64.9%

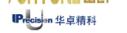
资料来源: 各公司公告, 富创精密招股书, 浙商证券研究所

备注: 万业企业 compart 营收为锔芯营收估算, 毛利率为万业企业制造业板块毛利率。华亚智能为精密金属结构件营收, 下游涵盖半导体设备、新能源等多领域。汉钟精机无半导体真空泵拆分, 营收数据含光伏类真空泵等。

**半导体零部件市场空间广阔, 我国市场规模约 127 亿美元。**精密零部件处于产业链偏上游位置, 主要分为机械类、电气类、机电一体类、气体/液体/真空系统类、仪器仪表类、光学类, 在半导体设备的成本构成中价值占比较高。其中, 机械类零部件(金属工艺件、结构件等)国产化率较高, 电气类(射频电源、射频匹配器等)、仪器仪表、光学类元器件

国产化率低。半导体零部件市场空间广阔，据我们测算，2021年全球、中国大陆半导体零部件市场分别为452亿美元、127亿美元。

图22: 2021年半导体零部件市场规模及竞争格局

	全球市场规模 (亿美元)	我国市场规模 (亿美元)	零部件类别	主要应用设备	全球主要企业	中国大陆 主要企业	国产化率: 整体/高端
机械类	123	36	金属工艺件 金属结构件 非金属机械件等	所有	  	   	较高/较低
电气类	62	18	射频电源、射 频匹配器等	所有	 	  	低/零
机电 一体类	82	24	EFEM、机械手、腔 体模组、温控系 统、浸液系统等	所有	  	  	不高/零
气体/液 体/真空系 统类	92	27	真空输送系统类 真空系统类气体 液压系统类	薄膜沉积、刻 蚀、离子注 入、CMP、清洗 设备	   	   	中等/零
仪器仪表 类	10	3	气体流量计 真空压力计	所有	 	 	低/零
光学类	82	24	光学元件、光 栅、激光源、 物镜等	光刻设备 量测设备	  	 	低/零

资料来源：富创精密招股说明书，浙商证券研究所

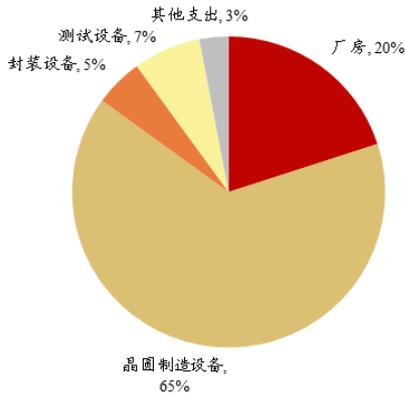
注：占设备成本的比例为各类零部件占配套的不同类别设备的原材料成本的比例。

### 2.3 高纯及超高纯材料：应用于厂务和设备端，2025年我国市场53亿美元

高纯及超高纯应用材料应用于半导体领域的厂务端和设备端。根据智研咨询，一条晶圆厂产线的资本支出中，半导体设备支出占比77%，厂房支出占比20%。公司高纯及超高纯应用材料产品（气体/液体/真空系统类零部件）可用于厂务端和设备端：厂务端，主要应用于厂房建设中的高纯工艺系统；设备端，主要应用于薄膜沉积设备、刻蚀设备、离子注入设备等。

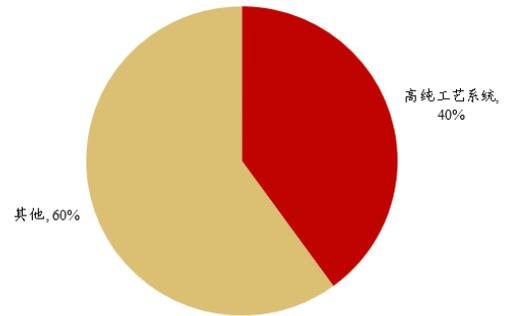
高纯工艺系统成本约占厂房投资的40%。高纯工艺系统与厂务动力系统、尾气废液处理系统共同构成工业企业的厂务系统，为工业企业的核心工艺设备运转提供支持。高纯工艺系统直接影响工艺设备的运行及工艺精度和产品良率。根据至纯科技招股说明书，高纯工艺系统是集成电路、光伏、生物制药、食品饮料等相关制造业企业固定资产投资的重要组成部分，约占其固定资产投资总额的5%-8%，因为半导体领域对气体和化学品纯度要求更高，所以高纯工艺系统在晶圆厂厂房中的成本占比相对较大，故取上限8%，结合厂房投资占晶圆厂总资本支出的20%，可以推算出高纯工艺系统占厂房投资的40%。

图23: 晶圆厂产线资本支出拆分



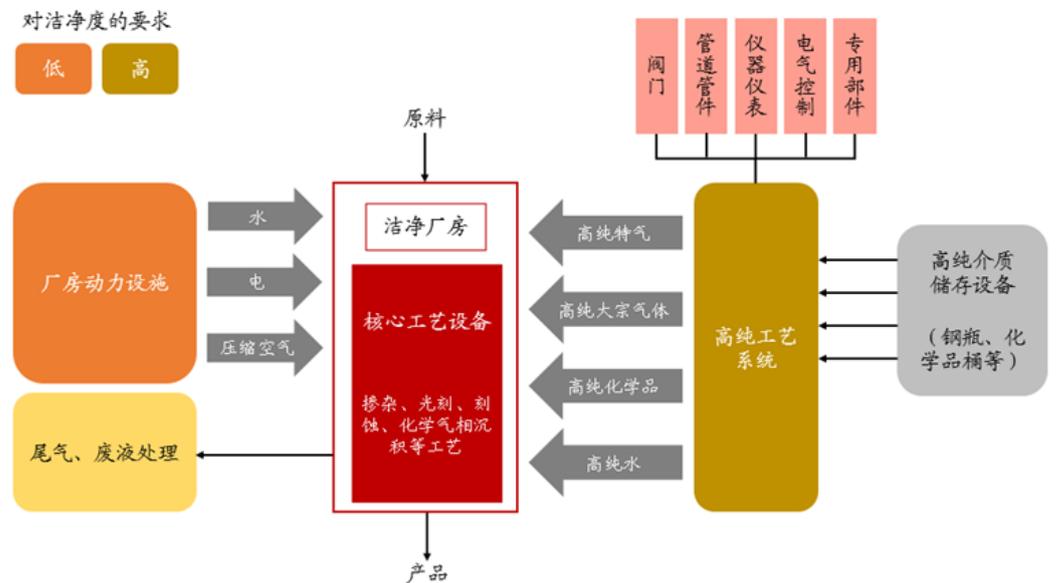
资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

图24: 晶圆厂厂房投资拆分



资料来源: 智研咨询, 至纯科技招股说明书, 浙商证券研究所

图25: 厂务系统构成



资料来源: 正帆科技招股说明书, 浙商证券研究所

全球高纯及超高纯材料市场超百亿美元, 2025年国内市场规模约53亿美元。

1) 全球半导体设备销售额假设: 根据 SEMI, 2022 年全球半导体设备销售额有望达到 1085 亿美元, 2023 年将滑落至 912 亿美元, 2024 年将反弹至 1072 亿美元。假设 2025 年增速为 2011-2021 年的 CAGR 9%。

2) 中国半导体设备销售额假设: 2021 年中国半导体设备销售额占全球的份额为 29%, 考虑到中国逆势建厂扩产的趋势, 预计份额将进一步提升, 故假设 2022-2025 年份额每年增加 1%。

3) 全球及中国晶圆厂资本支出假设: 根据 IC Insights, 2023 年预计全球晶圆厂资本开支达 1466 亿美元, 由于晶圆厂资本开支中设备占比较为稳定, 故假设 2024-2025 年全球晶圆厂资本开支增速与全球设备销售额增速一致, 晶圆厂资本开支的中国占比与设备销售额的中国占比也一致。

4) 设备原材料占设备销售额假设: 选取北方华创、中微公司作为行业代表性企业, 2019-2021 年两家公司的直接材料占营业收入比例的平均值为 59%。

5) **公司产品占半导体设备原材料、芯片厂总投入比重:** 根据公司公告, 公司半导体产品使用量约占半导体设备厂原材料采购额的 5%-10%, 约占芯片厂总投入的 3%-5%, 均取平均值分别为 7.5%和 4%。

6) **存量替换假设:** 公司产品具有耗材属性, 阀门更换频率一年一次, 管道管件、腔体的替换频率稍低, 我们假设当年存量替换需求为前一年增量市场的 30%。

根据以上假设, 加总设备端和厂务端市场增量以及存量替换市场, 测算出 2023-2025 年全球半导体领域高纯及超高纯应用材料市场规模为 135/146/162 亿美元, 复合增长率 9%。2023-2025 年国内半导体领域高纯及超高纯应用材料市场规模为 42/46/53 亿美元, 复合增长率 13%。

表4: 半导体领域高纯及超高纯应用材料市场规模测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球半导体设备销售额 (亿美元)	712	1026	1085	912	1072	1168
中国半导体设备销售额 (亿美元)	187	296	326	283	343	385
全球晶圆厂资本开支 (亿美元)	1131	1531	1817	1466	1723	1878
中国晶圆厂资本开支 (亿美元)	297	442	545	454	551	620
<b>设备端高纯及超高纯应用材料市场增量</b>						
原材料采购占设备销售额比例	59%	59%	59%	59%	59%	59%
高纯及超高纯应用材料占原材料采购额比例	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
<b>全球设备端市场规模 (亿美元)</b>	<b>32</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>52</b>
<b>中国设备端市场规模 (亿美元)</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
<b>厂务端高纯及超高纯应用材料市场增量</b>						
高纯及超高纯应用材料占晶圆厂总支出比例	4%	4%	4%	4%	4%	4%
<b>全球厂务端市场规模 (亿美元)</b>	<b>45</b>	<b>61</b>	<b>73</b>	<b>59</b>	<b>69</b>	<b>75</b>
<b>中国厂务端市场规模 (亿美元)</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>25</b>
<b>存量替换市场</b>						
<b>全球存量替换市场规模 (亿美元)</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>35</b>
<b>中国存量替换市场规模 (亿美元)</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>11</b>
<b>半导体领域高纯及超高纯应用材料市场规模</b>						
<b>全球高纯及超高纯应用材料市场规模 (亿美元)</b>	<b>97</b>	<b>130</b>	<b>153</b>	<b>135</b>	<b>146</b>	<b>162</b>
<b>中国高纯及超高纯应用材料市场规模 (亿美元)</b>	<b>25</b>	<b>37</b>	<b>45</b>	<b>42</b>	<b>46</b>	<b>53</b>

资料来源: SEMI, IC Insights, 公司公告, 中微公司年报, 北方华创年报, 浙商证券研究所

## 2.4 打破技术和认证双重壁垒, 零部件国产替代迎来加速期

**零部件具有技术和认证双重壁垒, 目前国产化率较低。**根据芯谋研究, 泵、阀、射频电源、机械手、气体流量计、仪器仪表等零部件国产化率小于 10%。技术突破难度较高的零部件的国产化率都较低, 国产零部件厂商的大多产品主要供应国内半导体设备厂商, 少量进入国际设备厂商, 而功能复杂、要求严格的大部分品类的高端产品都尚未国产化。公司覆盖的气体/液体/真空系统类领域中, 壁垒相对偏低的零部件公司和其他厂商已经在进行国产替代, 技术壁垒较高的泵阀目前国产化率还较低, 公司也正在发力高端产品, 争取占据广阔的国产替代市场空间。

**表5: 2021Q1 部分半导体零部件供应商及国产化率情况**

主要零部件名称	海外供应商	国内供应商	国产化率
石英件	Ferrotec, Heraeus	菲利华, 太平洋石英	>10%
边缘环	Tokai Carbon, EPP	珍宝, 神功股份	>10%
喷淋头	台湾新鹤	靖江先锋, 江丰电子	>10%
泵	Edwards, Ebara, Pfeiffer	沈阳科仪, 北京中科科仪	5%-10%
陶瓷件	Kyocera, CoorsTek	苏州科玛	5%-10%
射频电源	Advanced Energy, MKS	北广科技, 英杰电气	1%-5%
机械手	Brooks, Rorze	新松机器人	1%-5%
气体流量计	Brooks, MKS, Fujikin, Horiba	北方华创, 万业企业	1%-5%
阀	VAT, MKS, Fujikin, Hamlet	新莱应材	<1%
测量仪表	MKS, Inficon	—	<1%

资料来源: 芯谋研究, 富创精密招股说明书, VLSI Research, 浙商证券研究所

**打破技术壁垒, 公司核心产品媲美海外公司。** 半导体设备零部件种类较多, 不同细分领域的零部件所需要的核心技术和工艺有所不同, 企业需要积累相应的专利技术和 Know-How, 并对原材料的质量稳定性、纯度等方面都有较高的要求, 这些都形成了极高的技术门槛。在公司产品所覆盖气体/液体/真空系统类零部件, 需满足真空度、洁净度、耐腐蚀性、稳定可靠性等指标。公司超高纯 (UHP) 产品技术参数已经标齐海外先进厂商, 实现技术壁垒突破。

表6: 公司与海外厂商 UHP 系列产品技术对比

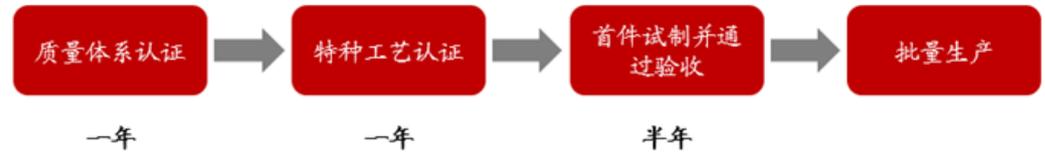
(1) UHP 无缝管道、UHP 无缝管件主要工艺技术水平对比			
项目	规范要求	威莱克	新莱应材
材料	316L、316L VIM/VAR	✓	✓
标准依据	ASTM A269, A632&JIS: G3459	✓	✓
内表面电解抛光	7.10 μ in Ra	✓	✓
	目视检验	✓	✓
	表明粗糙度	✓	✓
	氦气测漏	✓	✓
	扫描电镜 (SEM)	✓	✓
	俄歇电子显微镜 (AES)	✓	✓
测试与检验	化学分析电子光谱 (ESCA 或 XPS)	✓	✓
	颗粒检测	✓	✓
	水分检测	✓	✓
	电化学-腐蚀检测		✓
	金属表面污染 (ICP-MS)		✓
	烃类表面污染 (GC-MS&FTIR)		✓
(2) UHP 气体阀门 (以调压阀为例) 主要工艺技术水平对比			
项目	规范要求	派克汉尼汾	新莱应材
膜片形式	紧固膜片	✓	✓
本体材料	316L, 316L VAR (可选)	✓	✓
膜片材料	哈氏合金 C-22®	✓	✓
阀座材料	聚三氟氯乙烯	✓	✓
表面粗糙度	10 μ in inch	✓	✓
进气压力	3500 psig	✓	✓
出气压力	1 to 150 psig	✓	✓
设计验证压力	150% of 操作压力	✓	✓
工作温度	-40° to +150° F (-40° to +71° C)	✓	✓
(3) UHP 系列产品电解抛光工艺主要技术指标对比			
参数	测试方法	世伟洛克	新莱应材
铬铁比	基于 SEMI F60 的电子光谱	Ratio ≥ 2.0	Ratio ≥ 2.0
氧化铬氧化铁比率	基于 SEMI F60 的电子光谱	Ratio ≥ 2.0	Ratio ≥ 2.0
氧化层厚度	基于半导体 F72 标准的俄歇电子能谱 (AES)	≥ 15 Å	≥ 20 Å
表面缺陷分析	基于 SEMI F73 标准的扫描电镜	最多 40 个缺陷, 超过 5 个样品区域	最多 40 个缺陷, 超过 5 个样品区域
外观	成品部件使用额外的亮光目视检查	所有部件将高度反射, 镜面状, 一致的粗糙度和统一的有光泽的表面	所有部件将高度反射, 镜面状, 一致的粗糙度和统一的有光泽的表面

资料来源: 公司可转债募集说明书, 浙商证券研究所

**打破客户认证壁垒, 产品进入国内外顶尖客户。** 半导体设备厂商对零部件供应商和产品的认证周期较长, 认证壁垒较高。以某一国际半导体设备厂商龙头认证流程为例, 其首先会对零部件供应商进行一年左右的质量体系认证和一年左右的特种工艺认证, 并定期复核。两轮认证通过后, 供应商获得首件试制资格, 选择承接首件试制任务并交付和通过客户验收后, 才具备批量生产资格。首件试制及验收周期差异较大, 一般在半年左右。通常

情况下，全部认证过程完成需要 2-3 年。因此，半导体设备厂商对建立合作关系的零部件供应商一般不会轻易更换，客户黏性强。尽管客户认证壁垒高。但公司已经打破壁垒，成为 AMAT、LAM、北方华创等国内外顶尖半导体设备厂商的供应商，下游终端客户中也包括三星、台积电、长江存储、合肥长鑫等领先 Fab 厂，获得国内外主流客户认可。

图26： 半导体设备客户认证流程



资料来源：富创精密招股说明书，浙商证券研究所

**美国限制措施提供替代窗口，加速国产化进程。**2022 年 10 月 7 日，美国出台 BIS 新规，旨在进一步限制中国半导体先进制程的发展。随着美国对半导体设备、零部件、材料、人才的限制的收紧，美国相应受限厂商将无法继续供货，只能陆续退出中国市场，国产替代迎来窗口期。另外在供应链紧张时，国际零部件厂商往往优先供应国际设备厂商，所以为把握产业链安全自主可控，国产设备厂商和晶圆代工厂正在提速国产化进程，加快上游设备和零部件的验证。公司凭借优异的技术水平及国际客户验证的经验，对于深入国内供应链具有很大优势，对于升级迭代高端零部件也具有很大优势。

### 3 食品：发挥三位一体优势，把握替代+出口双重机遇

#### 3.1 下游需求扩容潜力巨大，无菌包装品类仍有拓展空间

**无菌包装行业主要应用于下游乳业和非碳酸饮料企业。**无菌包装可以使液体食品在无需添加防腐剂或冷藏的条件下，保持较长的无菌状态。相较于 PET、金属和玻璃包装材料，无菌包装空间占比小、便于运输，生产成本低，具有隔光和隔热的良好属性。此外，无菌包装还可以被回收再利用，具有良好的环保效益。

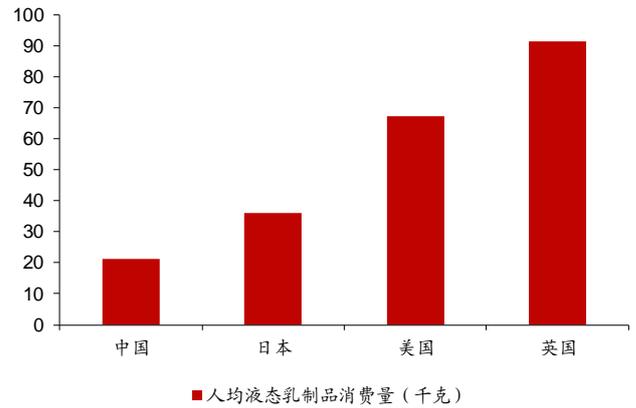
**液态奶市场成长稳健，对比海外需求扩容空间广大。**2018-2021 年，我国液态奶产量加速增长，从 2018 年的 2505 万吨增长至 2021 年的 2843 万吨。随着疫情防控政策的调整，经济将稳定复苏，包括乳制品在内的消费品市场将迎来新成长。另外，根据欧瑞国际数据，我国人均液态乳制品消费量为 21.1 千克，显著低于发达国家，表明我国乳业市场扩容潜力巨大。随着我国经济持续发展，居民可支配收入的持续增加，以及膳食营养知识的持续普及，我国乳制品人均消费量将逐渐追赶海外。

图27: 中国液态奶产量稳健增长



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图28: 中国人均液态乳制品消费量显著低于发达国家



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

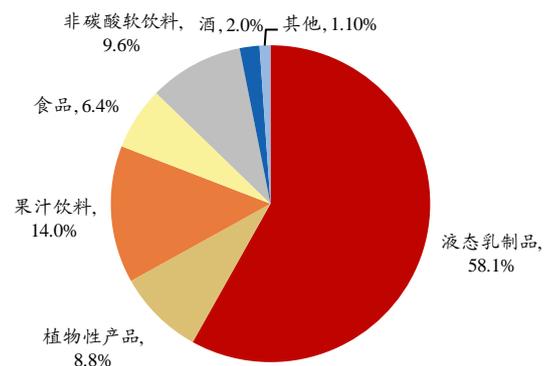
**软饮料市场规模持续增长, 无菌包装可拓展品类众多。**2011-2020年我国软饮料销量CAGR达4.6%, 市场规模持续增长, 无菌包装的渗透率和使用量有望随之提升。国内无菌包装领域的企业大多依赖液态常温奶业务, 并经营少量非碳酸饮料业务, 而国际食品包装龙头——利乐的下游结构十分丰富。参考利乐, 国内企业可延伸拓展至低温奶、酒、罐头食品等更多的无菌包装品类, 无菌包装应用有望进入创新高峰期。

图29: 中国软饮料销量持续增长



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

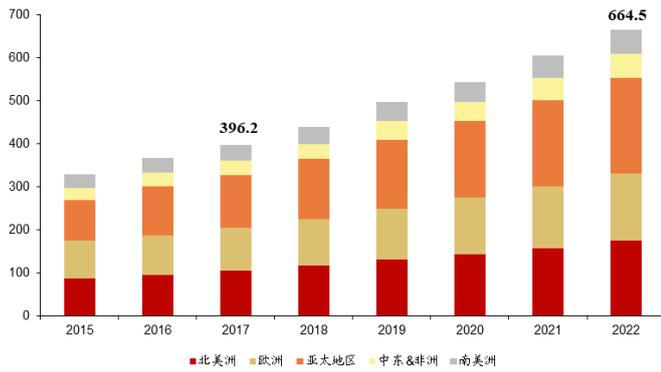
图30: 2021年利乐包装材料净销售额拆分



资料来源: 利乐年报, 浙商证券研究所

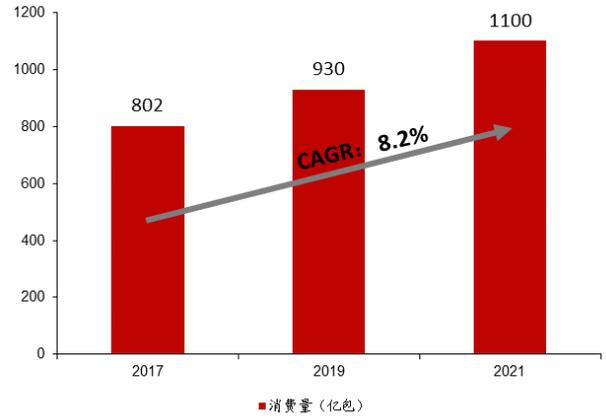
**全球无菌包装市场规模超600亿美元, 国内规模约200亿元人民币。**随着对即食品的需求增加, 无菌包装市场正在高速增长。以发达国家为代表的越来越多的国家禁止使用食品防腐剂, 这推动了无菌包装的使用。根据新莱应材2021年年报引用Markets and Markets的数据, 无菌包装市场有望从2017年的396.2亿美元增长到2022年的664.5亿美元, CAGR达11%, 其中亚太地区将成为增长最快的市场。根据观研天下的数据, 中国无菌包装消费量从2017年的802亿包增至2021年的1100亿包, CAGR 8.2%。按0.18元/包测算, 2021年中国无菌包装市场近200亿元。据中研网预计, 2025年我国无菌包装市场规模250亿元。

图31: 全球无菌包装市场规模 (单位: 亿美元)



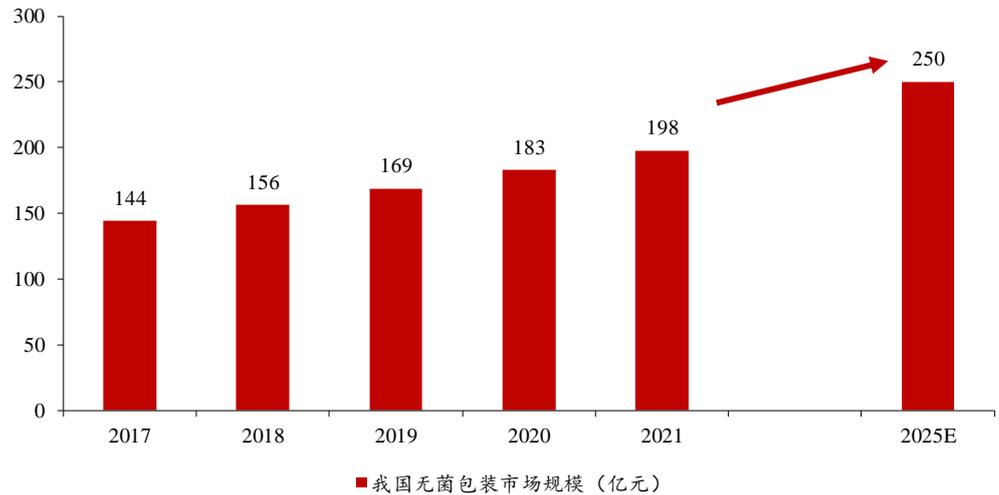
资料来源: 新莱应材年报, Markets and Markets, 浙商证券研究所

图32: 中国无菌包装消费量 (单位: 亿包)



资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

图33: 预计我国 2025 年无菌包装市场规模 250 亿人民币

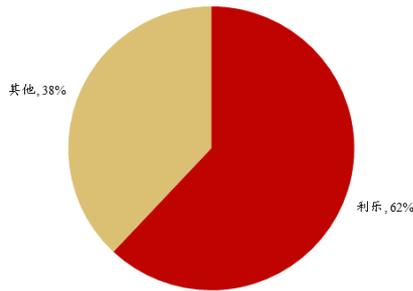


资料来源: 观研天下, 中研网, 浙商证券研究所

### 3.2 垄断松动国产突围, 原料价格回落毛利有望改善

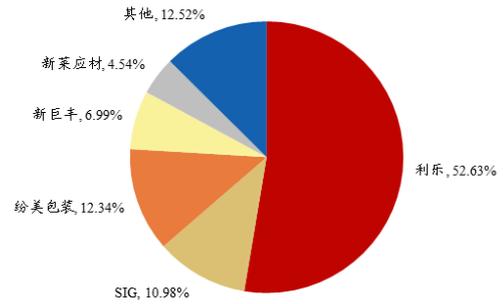
外资仍主导无菌包装行业。无菌包装行业由于技术壁垒高等原因市场集中度高, 曾长期被利乐、SIG 等国际巨头公司垄断, 尤其是利乐公司一家独大。尽管国产厂商逐渐崛起, 但目前外资仍占主导地位。根据益普索的研究报告, 2020 年利乐的无菌包装销售量 (标准包) 占全球的比例为 62%。根据新巨丰招股说明书, 2020 年利乐无菌包装销售额在国内占比为 52.63%, 独占半壁江山, 远超 SIG、纷美包装和新巨丰, 经我们测算, 新莱应材无菌包装销售额占比为 4.54%, 处于国产领先水平。

图34: 2020年全球无菌包装行业市占率情况(按销售量口径)



资料来源: 新巨丰招股说明书, 益普索, 浙商证券研究所

图35: 2020年国内无菌包装行业市占率情况(按销售额口径)



资料来源: 新巨丰招股说明书, 浙商证券研究所  
注: 新莱应材市占率为浙商证券研究所测算值

**外资垄断格局松动, 国产迎来突围契机。**国际无菌包装企业进入中国市场后, 通过灌装机与包装材料捆绑销售的策略, 使得乳制品企业从灌装机到包装材料供应都产生高度依赖, 一度占据中国无菌包装市场90%以上市场份额。随着国家打击反垄断力度增大, 进口替代需求持续扩张, 近年来无菌包装行业外资厂商份额逐步下降。2016年, 利乐被国家工商总局认定构成反垄断, 要求利乐不得制定和实施排除、限制包材市场竞争的行为、不得没有正当理由搭售, 并处以罚款6.68亿元。当前具有替代进口能力的国产企业主要有新巨丰、新莱应材、普丽盛等。

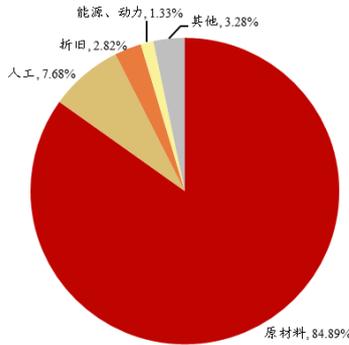
表7: 国内无菌包装行业竞争格局

企业名称	企业介绍	下游行业分类	2021 营业收入	2021 毛利率	2021 净利率
利乐集团	利乐集团成立于1951年, 总部位于瑞士。利乐集团是全球最大的辊型无菌包装和辊型送料灌装机供应商。2020年, 利乐在全球175个国家和地区开展业务, 全球员工达到25,309人。进入中国市场以来, 利乐公司在无菌包装市场处于主导地位。	无菌包装材料/ 灌装机	111.45 亿欧元	—	—
SIG 集团	SIG 公司成立于1853年, 是全球领先食品饮料科纸包装及灌装机系统供应商, 总部位于瑞士, 在欧洲、亚洲、美洲、澳洲和非洲等均设有纸厂。SIG 集团的无菌包装主要为瓶型无菌包装。根据 SIG 集团2019 年度报告, 2019 年 SIG 集团各类包装全球产量超过380 亿, 营业收入达到17.80 亿欧元。	无菌包装材料/ 灌装机	20.62 亿欧元	23.50%	15.34%
普丽盛	普丽盛成立于2007年, 是一家提供液态食品一体化包装系统全面解决方案的液态食品包装机械供应商。主营产品包括灌装机系列设备、前处理系列设备、纸铝复合无菌包装材料以及浓缩干燥设备, 于2015年在创业板上市, 股票代码为300442。	无菌包装材料/ 灌装机	6.92 亿元	20.86%	-1.87%
纷美包装	纷美包装有限公司成立于2001年, 是一家专门提供无菌包装及相关服务的供应商, 专门向乳制品及非碳酸软饮料生产商提供无菌包装。纷美包装于2010年在香港联交所主板上市(00468.HK)。	无菌包装材料/ 灌装机	34.64 亿元	20.14%	8.23%
新巨丰	新巨丰成立于2007年, 是专业从事生产液体食品无菌包装材料的, 是面向全球乳制品及非碳酸软饮料企业提供液体食品无菌包装材料的综合供应商。新巨丰包装在山东拥有两家工厂, 总占地16 万平方米, 于2022 在创业板上市, 股票代码为301296。	无菌包装材料	12.42 亿元	27.29%	12.66%
新莱应材	新莱集团1991 年成立于台湾, 2000 年总部迁至江苏省昆山市, 2011 年创业板成功上市。旗下子公司山东碧海包装材料有限公司建于1985 年, 主要生产无菌纸盒灌装机及配套设备、纸铝塑复合液体食品无菌包装纸。	无菌包装材料/ 灌装机	10.44 亿元	16.99%	—

资料来源: 公司可转债募集说明书, 新巨丰招股说明书, 各公司年报, 浙商证券研究所  
注: 新莱应材的数据仅为食品板块业务

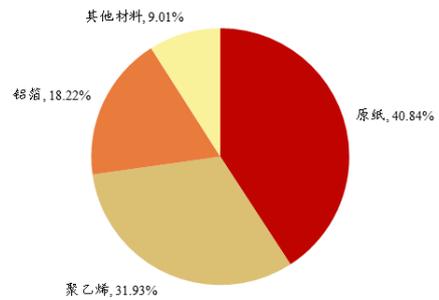
**无菌包装行业毛利率水平受原材料价格影响。**从2021年公司食品板块营业成本构成可以看出，原材料占成本的比例高达85%，原材料价格变动将极大影响食品板块业务的毛利率。公司食品板块营收构成中，无菌包材的营收占75%以上，食品设备占10%左右。无菌包材的上游原材料主要为原纸、聚乙烯（PE）、铝箔，食品设备的上游原材料主要为钢材。根据主营无菌包材业务的国内龙头新巨丰的原材料采购金额结构，原纸/聚乙烯/铝箔占比分别为41%/32%/18%，合计超90%。

图36: 2021年公司食品板块营业成本构成



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

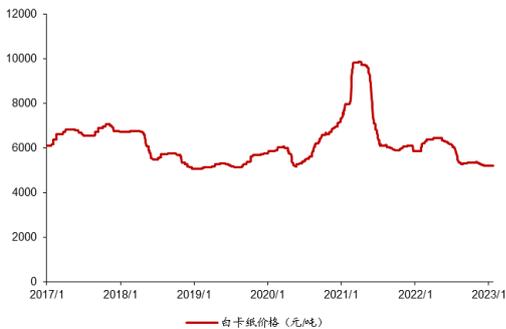
图37: 2021年新巨丰原材料采购金额占比



资料来源：新巨丰招股说明书，浙商证券研究所

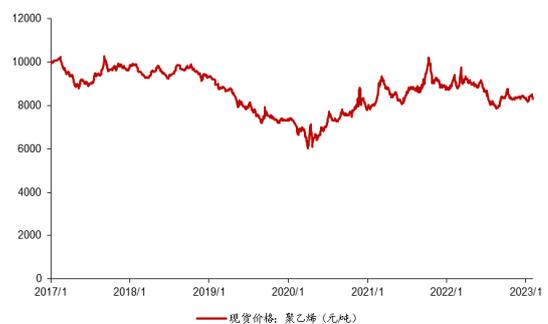
**原材料价格进入下行周期，毛利率有望向上修复。**无菌包材的原材料原纸（以白卡纸为主）和铝箔主要从国内购买，而聚乙烯依赖进口。设备类产品原材料钢材的供应商主要为钢材贸易商，少数供应商为钢材生产型企业。自2020年开始主要原材料受到疫情及国际原油价格波动等影响价格持续上涨，自2022年以来各原材料价格均呈下行趋势，公司食品业务毛利率已经有向上修复趋势，从2021年的16.99%上升至2022H1的18.32%。

图38: 白卡纸价格走势



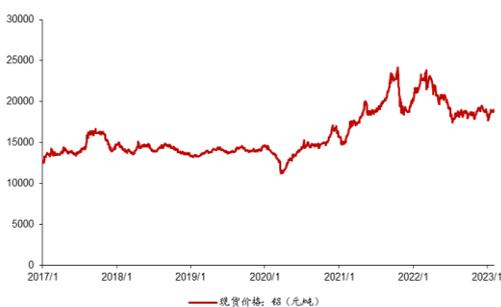
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图39: 聚乙烯（PE）价格走势



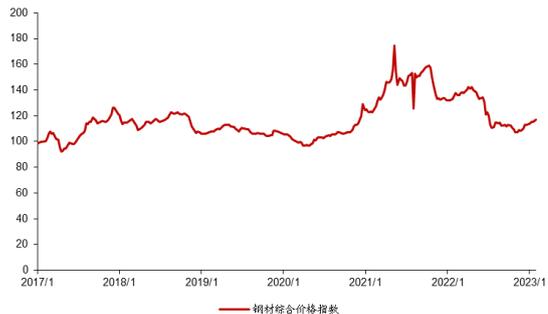
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图40: 铝价走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图41: 钢材综合价格指数走势

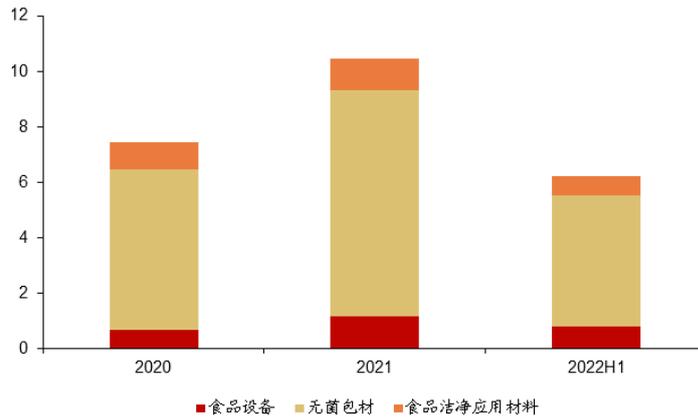


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.3 “零部件+设备+无菌包材”三位一体，助力客户导入与深度维系

公司在食品板块的业务主要分为两大类：一类是无菌包装业务，包括包装材料和包装设备，由子公司山东碧海经营；另一类是应用于食品安全领域的高洁净应用材料，公司该领域产品已经过美国 3A、欧洲 EHEDG 认证。从 2020 年到 2022 上半年的食品板块的营业收入拆分结果来看，公司食品领域中，无菌包装业务约占据收入的九成，洁净应用材料仅占一成左右。

图42：新莱应材食品板块营收拆分（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**一体化服务有利于导入客户，增强客户粘性。**公司自创立伊始就专注于洁净解决方案，在食品安全领域为食品机械设备提供各类高洁净应用材料（即设备零部件），包括管道管件、泵阀、换热器、过滤器等不锈钢产品，并与中国乳制品工业协会共同推动国内乳制品行业“管路系统自动焊接标准”与国际接轨。2018 年收购山东碧海后，将食品业务延伸至无菌包装行业。目前，子公司山东碧海是行业内为数不多的有能力提供从包装技术咨询到施工安装与设备集成、包装材料和售后服务支持的一体化配套方案的企业。碧海通过租赁零部件和包装机械打入客户供应链体系，并以此为突破口销售盈利空间更大的包材。一体化服务也意味着服务范围的扩大、服务水平的提高，有助于增加客户粘性。

表8：食品行业实现全产业链布局

产品	核心竞争力	详细说明
洁净材料	产品齐全；经过认证	(1) 产品面很齐全，包括管路系统、卫生级阀门、卫生级泵、换热器、过滤器； (2) 产品经过美国 3A、欧洲 EHEDG 认证。
食品设备	经过认证；主持起草国家标准	(1) 无菌系统为国内首家通过 Mérieux Nutrisciences 国际检测机构认证；现已累计销售无菌纸盒灌装机超过 800 台； (2) 主持起草了《GB/T38078-2019 纸基复合材料灌装成型包装机通用技术条件》国家标准。
无菌包材	生产线先进；经过认证；规格丰富	(1) 采用行业最先进的德国 DAVIS 淋膜生产线； (2) 纸铝塑复合液体食品无菌包装纸拥有 FDA 认证； (3) 公司产品规格，包括碧海瓶、砖包、枕包、钻石包、三角包，共 34 种规格，容量从 80ml 到 1500ml 共 12 种，是目前国内同行业产品规格最多的厂家。
一体化服务	覆盖全流程；首家采用自动焊	(1) 公司可以为液态食品企业提供前处理设备、灌装设备、后段包装设备以及无菌包装材料等在内的一体化服务； (2) 碧海是国内第一家在设备生产中采用自动焊的设备厂家。

资料来源：公司 2022 年中报，浙商证券研究所

**无菌包装技术先进，灌装机国内领先。**山东碧海研发团队在长期的工作经历中，积累了丰富的行业经验和完善的基础技术知识体系，依靠多年的自主研发和创新，逐步形成了具有自主知识产权的核心技术体系。山东碧海的核心技术均来自于研发团队自身积累和自主研发。同时，碧海重视产学研结合，先后与浙江大学、天津科技大学、江南大学、齐鲁工业大学、中国包装和食品机械有限公司及山东省食品发酵研究院等建立了长期稳定的合

作关系。山东碧海技术先进，以灌装机为例，碧海的BH9000系列与利乐的一样能切换不同包型，且灌装容量范围和灌装速度均处于国内前列，优于纷美包装的ABM 125N无菌砖灌装机。

表9：山东碧海无菌包装核心技术情况

技术名称	技术先进性
高频感应加热技术	纵封合速度及质量直接制约着灌装机的生产速度及产品的质量，山东碧海研发团队自生产灌装机开始就一直致力于纵封合的研究，于2013年采用高频发热的方法解决了高频感应加工中的相关技术难题，在纵封合的质量及稳定性上取得了重大突破。同年，高频感应加热技术实现了产业化生产的要求。
调整阀灌装技术	稳定的灌装量及液位控制是灌装机正常运行的关键技术之一，山东碧海研发团队从减少易损件及减少产品可能出现的杂质角度出发，致力于研究无损的灌装技术，于2013年结合电磁感应原理，成功研了调整阀配合磁感应控制液位的技术，该技术可准确控制液位高度，并能快速反应给PLC,实现流量的精确控制。
双纸仓自动接纸技术	自动接纸是全自动无菌灌装生产的核心技术之一，接纸的速度与质量直接影响产品的废包率及设备运行的稳定性。山东碧海研发团队多年来进行不间断试验，成功研发了双纸仓自动接纸的难题，在设备的生产速度上取得了重大突破。
氮气灌装技术	为适应国外市场需求，山东碧海研发团队对氮气的灌装进行细致的研究，根据国内的加工技术，克服了氮气灌装的关键性难题，采用自行设计的控制线路，解决了氮气灌装的使用量及连续稳定的灌装。
感应式密封条贴条技术	密封条对灌装的产品质量有着至关重要的作用，密封条的稳定运行及密封条的接合成为其中重要的一项技术，山东碧海研发团队经过努力，终于成功研发了感应式密封条贴条技术，该技术解决了密封条输送不稳、接合导致废包率提高等难题。
伺服电机排包技术	随着灌装机生产速度的提高，排包速度成为制约生产速度提高的一个关键问题，山东碧海研发决定改变纯机械传动方式，改为机电共同传动控制方式，采用伺服电机的精确控制技术，通过PLC统一控制，成功研发了伺服电机排包技术。

资料来源：公司可转债募集说明书，浙商证券研究所

表10：各公司灌装机对比

企业名称	灌装机型号	规格容量	灌装速度
利乐	利乐®A3/高速灌装机	砖包：90-1000ml 钻石包：200-250ml	24000包/小时
SIG	CFA 124	砖包：125-250ml	24000包/小时
山东碧海	BH9000	砖包：80-330ml 钻石包：200-250ml	9000包/小时
纷美包装	ABM 125N 无菌砖灌装机	砖包：125-200ml	7500包/小时

资料来源：各公司官网，浙商证券研究所

**资质齐备，荣誉众多。**公司洁净材料产品经过美国3A、欧洲EHEDG认证。子公司山东碧海也已通过10项体系认证，孙公司碧海机械还主持起草了《GB/T38078-2019纸基复合材料灌装成型包装机通用技术条件》国家标准。山东碧海是国家高新技术企业、山东省智能制造标杆企业；碧海机械是国家高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业、国家知识产权优势企业、山东省制造业单项冠军企业、山东省技术创新示范企业、山东省中小企业“隐形冠军”。

表11: 山东碧海具有广泛的资质认证

序号	资质认证	发证单位
1	ISO9001 质量管理体系认证证书	中质协质量保证中心
2	ISO22000 食品安全管理体系认证证书	中质协质量保证中心
3	ISO14000 环境管理体系认证证书	中国质量认证中心
4	FSC 森林循环质量管理体系认证	SGS 体系认证中心
5	职业健康安全管理体系认证	华信创(北京)认证中心有限公司
6	FSSC22000 食品安全认证	Intertek
7	BRCGS 包装和包装材料全球标准体系认证	上海天祥质量技术服务有限公司
8	HALAL 清真认证	陕西国际清真认证中心
9	迪士尼授权书	迪士尼
10	CE 安全认证证书	ISET S.R.L.

资料来源: 公司公告, 公司年报, 浙商证券研究所

**进口替代+出口扩张, 双重机遇叠加。**国内乳企龙头伊利和蒙牛为摆脱外资无菌包装企业的依赖, 确保供应链自主可控, 近年来正在加速进口替代进程, 从食品设备到包装材料都在进行替代, 而山东碧海作为上游供应商已与伊利、蒙牛合作多年, 为其提供设备及配件, 已筑下夯实的基础, 未来包材也有望导入两大龙头。另外, 山东碧海已建立全球销售网络, 客户遍布印度、巴基斯坦、泰国、伊朗、埃及、刚果、墨西哥、俄罗斯等40多个国家与地区, 而且公司也正在整合各子公司的销售资源, 以更好地发挥协同作用。随着利乐撤出俄罗斯市场, 山东碧海有望把握出口机遇, 扩张在俄罗斯市场的份额。

图43: 山东碧海全球销售网络



资料来源: 山东碧海官网, 浙商证券研究所

## 4 医药：制药行业长期向好，深度绑定龙头客户

### 4.1 医药制造业增长稳健，我国医药洁净材料市场超百亿元

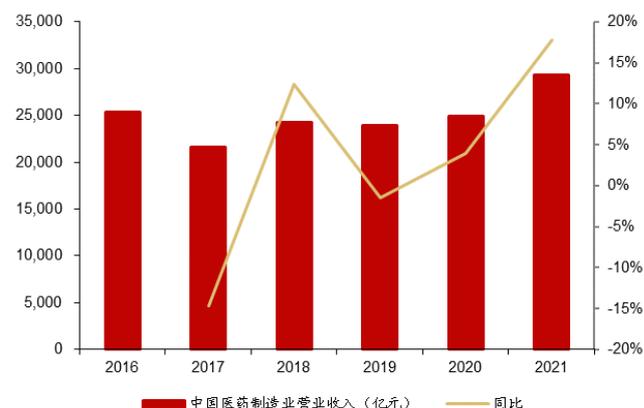
短期疫情催化医药制造业高速增长，长期健康需求将逐步释放。短期来看，新冠疫情的突然爆发，使得2020-2021年我国医药制造业增长明显。根据国家统计局数据显示，2020年我国医药制造业企业数量为8170个，较2019年同比增长10.52%。长期来看，随着“健康中国”上升为国家战略，人口增长、老龄化进程加快、医保体系不断健全、居民支付能力增强，人民群众日益提升的健康需求将逐步得到释放，持续促进了对医药产品的消费，我国医疗健康产业将面临前所未有的发展机遇。

图44：中国医药制造业企业数量及同比



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

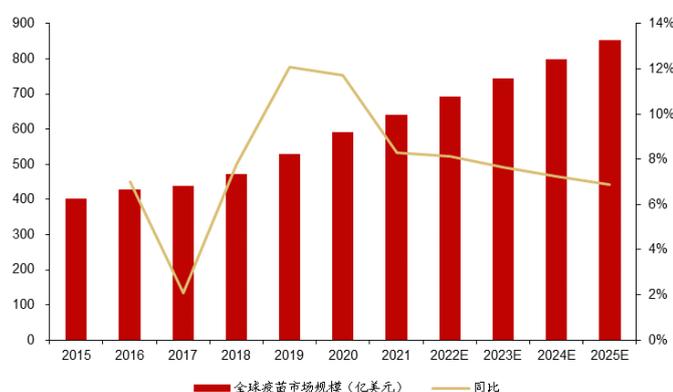
图45：中国医药制造业营业收入及同比



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

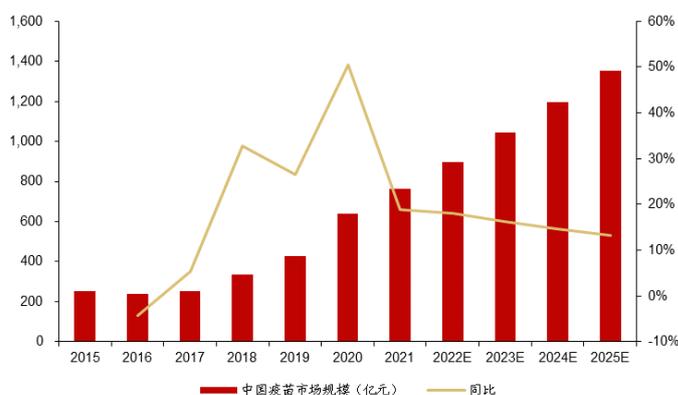
疫苗市场景气度高，中国增势远超全球。疫苗是目前人类预防疾病最经济、最有效的武器，随着全球经济的发展和民众对防疫重视程度的日益提高，各国政府及国际机构对新疫苗的研发也给予大力支持和推动，全球疫苗行业发展速度较快。根据灼识咨询的数据，从销售收入看，全球疫苗市场（不含新冠疫苗）从2015年的401亿美元增长至2021年的640亿美元，CAGR为8.1%。如果将COVID-19疫苗也考虑在内，全球疫苗市场规模将进一步扩大，2021年全球COVID-19疫苗市场规模为约900亿美元。而中国疫苗市场增速更是高于全球水平，2015-2021年中国疫苗市场规模（不含新冠疫苗）CAGR为20.3%。疫苗市场的持续增长将利好上游制药装备和制药装备零部件厂商。

图46：全球疫苗市场规模及同比（不含新冠疫苗）



资料来源：灼识咨询，浙商证券研究所

图47：中国疫苗市场规模及同比（不含新冠疫苗）



资料来源：灼识咨询，浙商证券研究所

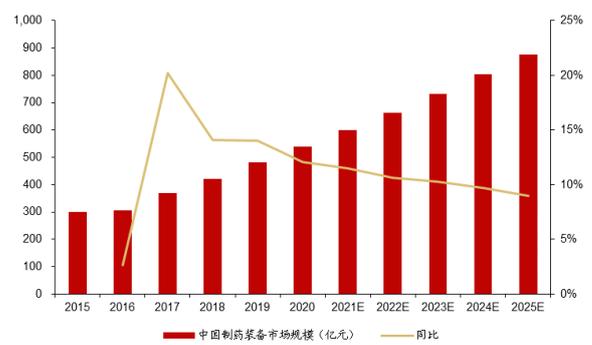
**制药装备市场稳步增长，中国发展势头优于全球。**全球范围内，制药工业发展稳定，药品需求旺盛，整体推动制药装备行业的发展。另外，制药企业加大研发投入，靶向药、生物大分子以及CGT等新兴治疗方式的不断出现，也为上游制药装备市场带来新的增量。同时产能的扩张，亦推动新设备的投资需求。全球及中国制药装备市场规模不断增长。根据灼识咨询数据，全球制药装备市场规模2015-2020年CAGR为10.2%，中国市场规模2015-2020年CAGR为12.5%，高于全球水平。

图48: 全球制药装备市场规模



资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

图49: 中国制药装备市场规模



资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

**2025年中国制药装备高洁净用材料市场规模逾百亿元人民币。**根据国产制药装备龙头东富龙和楚天科技的年报，2019-2021年两家公司的原材料采购额占营业收入比例的平均值为47%，并以此作为制药装备原材料占制药装备市场规模的比例。根据东富龙定增说明书，2019-2021年泵、阀类零部件占原材料采购的比例的平均值约为19%，以此作为泵阀类零部件占原材料采购额。经测算，预计2023年我国制药装备泵阀类零部件市场规模近60亿元，2023-2025年CAGR 9%。

表12: 我国制药装备泵阀类零部件市场规模测算

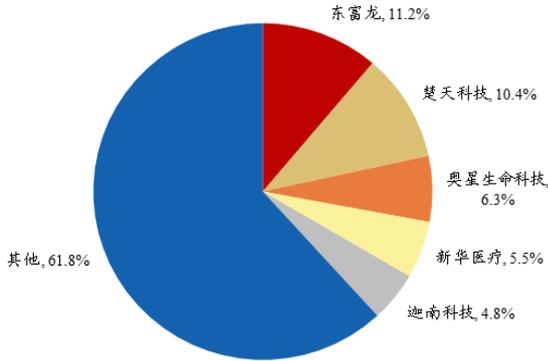
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国制药装备市场规模 (亿元)	538	600	664	732	803	875
原材料采购占市场规模比例	47%	43%	42%	42%	42%	42%
高洁净应用材料占原材料采购额比例	19%	19%	19%	19%	19%	19%
中国制药装备泵阀类零部件市场规模 (亿元)	47	49	52	58	63	69

资料来源: 灼识咨询, 东富龙公告, 东富龙定增说明书, 楚天科技公告, 浙商证券研究所

## 4.2 绑定国产制药装备龙头，淮安项目加码医药产品

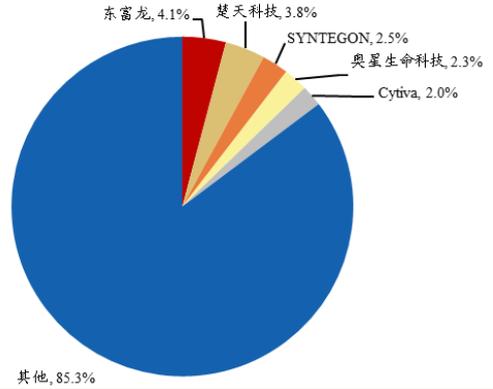
**深度绑定本土制药装备龙头——东富龙和楚天科技。**公司在生物医药领域，获得全球知名生物制药企业的广泛认可，设备商客户包含东富龙、楚天科技、新华医疗等，终端用户包含Roche、Merck、GSK、药明康德、辉瑞、康希诺等。东富龙和楚天科技为国内前二的制药装备厂商，公司与其深度合作近二十年。根据灼识咨询，东富龙、楚天科技在2020年本土制药装备产值占比均超过10%，在中国制药装备市场占有率均为4%左右。

图50: 2020年本土制药装备厂商制药装备产值占比



资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

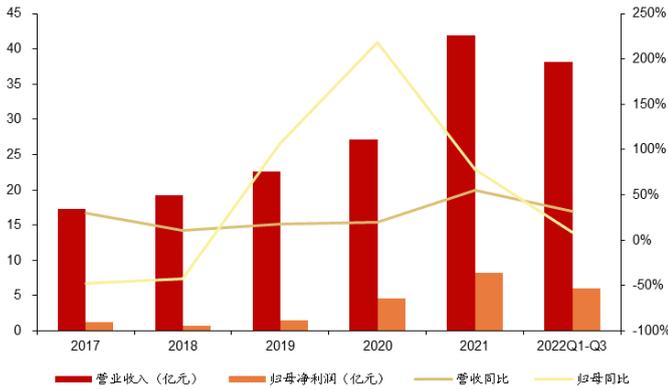
图51: 2020年中国制药装备市场占有率



资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

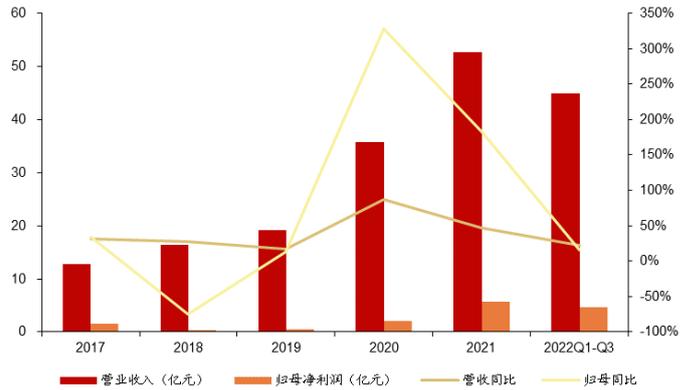
**下游客户业绩表现强劲, 奠定公司医药业务成长基础。**近年来, 公司两大客户东富龙和楚天科技业绩表现出色, 营业收入和归母净利润均快速提升。未来在品牌效应和规模效应的影响下, 制药装备市场集中度将进一步提升, 且国产替代也将成为制药装备行业重要趋势。预期下游客户持续增长, 将带动公司应用于医药领域的高洁净应用材料订单增长。

图52: 东富龙营收和归母净利润及同比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图53: 楚天科技营收和归母净利润及同比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**“双重资质认证+杰出技术水平”彰显公司实力, 淮安项目加码生物医药产品。**公司是亚洲首家通过 ASME BPE 的管道管件双认证的企业。公司在模具开发与产品设计、精密机械加工、内表面抛光、液压成型等技术领域积累了大量研发和生产经验, 并且在引进国外先进技术的基础上, 进行了一系列的技术开发创新活动。公司的淮安超高洁净及超高纯管路系统项目预计投资 8 亿元用于产能扩充和产品迭代, 一期投向主要为生物医药领域产品。2022 年 7 月份淮安工厂的租赁厂区已开始试生产, 达产后每年预计增加营收 3 亿元; 自建厂房部分预计今年可以开工, 达产后每年预计增加营收 15 亿元。

## 5 盈利预测及估值

### 5.1 盈利预测

**1、电子洁净类: 包括泛半导体高洁净应用材料业务。**公司作为气体、真空系统零部件行业的佼佼者, 产品成功进入国内外知名设备厂和晶圆厂客户, 结合半导体行业复苏预期和国产替代趋势, 该板块业务有望取得快速成长。我们预计该板块业务 2022-2024 年的营收分别为 7.29/8.75/11.37 亿元, 对应的增速分别为 37%/20%/30%, 毛利率假设分别为 36.0%/33.0%/36.0%。

**2、食品类：包括包材、设备和食品洁净材料业务。**利乐退出俄罗斯市场公司有望打入海外市场，国产乳企进口替代下公司产品有望导入头部客户，以及公司“零部件+设备+包材”三位一体全链条优势助力客户导入，防疫政策调整经济复苏下，无菌包材板块有望营收加速增长。以灌装机为核心的设备一般搭配包材销售，属于包材的引流产品，受益于下游本土乳企进行食品设备的国产替代趋势，营收预计稳健增长。随着公司无菌包装业务的发展壮大，客户粘性增强，有望拉动对食品设备备件需求，公司食品类洁净应用材料业务有望持续增长。包材原材料价格下行，未来毛利率有望逐渐回归至2021年以前的较高水平。我们预计该板块业务2022-2024年的营收分别为13.54/18.12/24.26亿元，对应的增速分别为30%/34%/34%，毛利率分别为20.1%/23.7%/24.2%。

**3、医药类：**淮安“超高洁净及超高纯管路系统项目”项目2022年7月租赁厂区已经试生产，自建厂区也将于2023-2024年逐渐释放产能，预计22-24年营收稳步增长，但增速略有下滑。2022年疫情因素医药零部件毛利较高，预计2023-2024年毛利率略有下滑。我们预计该板块业务2022-2024年的营收分别为5.47/5.74/6.32亿元，对应的增速分别为15%/5%/10%，毛利率分别为33.0%/32.0%/30.0%。

综上所述，预计2022-2024公司营业收入26.3、32.6、42.0亿元，同比增长28%、24%、29%；归母净利润分别为3.5、4.6、6.4亿元，同比增长106%、30%、40%。

图54：盈利预测

业务类型	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>1. 电子洁净</b>				
营业收入(百万元)	532	729	875	1137
YOY	83%	37%	20%	30%
毛利率(%)	33.5%	35.3%	33.0%	35.3%
<b>2. 食品类</b>				
营业收入(百万元)	1044	1354	1812	2426
YOY	40%	30%	34%	34%
毛利率(%)	17.0%	19.8%	23.4%	23.4%
<b>3. 医药类</b>				
营业收入(百万元)	476	547	574	632
YOY	67%	15%	5%	10%
毛利率(%)	32.0%	33.0%	30.0%	30.0%
<b>合计</b>				
营业收入(百万元)	2,054	2,630	3,261	4,195
YOY	55%	28%	24%	29%
毛利率(%)	24.7%	26.8%	27.1%	27.6%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5.2 估值及投资建议

我们预计2022-2024公司实现营业收入26.3、32.6、42.0亿元，同比增长28%、24%、29%；归母净利润分别为3.5、4.6、6.4亿元，同比增长106%、30%、40%，对应3月13日收盘PE 53、40、29。

公司在洁净材料行业横跨半导体、医药、食品三大领域，主营产品为管路系统、泵、阀、真空室等，国内当前暂无业务相近的可比公司。虽然半导体领域的洁净材料对洁净度、稳定性等技术指标的要求更高，但考虑到半导体零部件行业竞争格局分散，而公司在医药和食品零部件领域的产品竞争优势明显，所以在可以给予类似半导体零部件的估值。整体上选择成长空间广阔的半导体零部件公司江丰电子和富创精密作为可比公司。

公司食品包材业务 A 股的可比公司主要普丽盛和新巨丰。但普丽盛已重组上市，转型数据中心业务，所以只选择新巨丰作为可比公司。考虑到公司具有零部件+包材+设备的优势，具备更高的客户粘性，所以在新巨丰的估值基础上给予一定的溢价。

我们采用分部估值法：1) 参考江丰电子和富创精密等半导体零部件平均估值 59 倍 PE，给予公司 2023 年高纯及超高纯应用材料、洁净应用材料业务相同估值，测算公司该业务合理市值 167 亿元。2) 参考国内包材头部供应商新巨丰 2023 年 29 倍 PE，考虑到公司具有零部件+包材+设备的优势，有望实现更高的收入增速，在新巨丰的估值基础上给予 10% 的溢价，给予公司 2023 年无菌包材和无菌包装设备 32 倍 PE，合理市值 55 亿元。

综上所述，我们预计 2022-2024 公司整体营收将分别达到 26.3、32.6、42.0 亿元，同比增长 28%、24%、29%；归母净利润分别为 3.5、4.6、6.4 亿元，同比增长 106%、30%、40%。分部估值法下给予公司 2023 年市值 222 亿元，对应 49 倍 PE，对应股价 98 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

表13: 可比公司估值(截止 2023 年 3 月 13 日收盘)

股票代码	公司名称	最新价 (元/股)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300666	江丰电子	77.30	205	1.07	2.70	4.08	5.44	191.9	75.9	50.3	37.7
688409	富创精密	112.54	235	1.26	2.40	3.60	5.25	186.7	98.0	65.4	44.9
	<b>平均值</b>							189.3	87.0	57.9	41.3
301296	新巨丰	17.14	72	1.57	1.69	2.49	3.21	45.9	42.6	29.0	22.4
	<b>平均值</b>							45.9	42.6	29.0	22.4
300260	新莱应材	81.23	184	1.70	3.50	4.55	6.36	108.3	52.6	40.4	28.9

资料来源: Wind, 浙商证券研究所(江丰电子、富创精密、新巨丰预测数据来自 wind 一致预期, 新莱应材预测数据来自浙商研究所)

## 6 风险提示

**半导体行业资本开支不及预期风险:** 下游晶圆厂扩产节奏将直接影响厂务端和设备端对高纯及超高纯应用材料的需求。若晶圆厂资本开支下滑, 公司半导体业务或承压。

**中美半导体摩擦加剧风险。** 美国 BIS 对华半导体进行制裁后, 部分美国设备厂商退出中国市场, 部分在华晶圆厂扩产受限。公司半导体客户部分来自美国, 可能影响公司相关收入。

**下游客户导入不及预期风险:** 公司食品板块业务处于客户导入的关键时期, 若客户验证不顺利, 或导入客户时间延期, 将影响未来无菌包装的订单情况。

**原材料价格波动风险:** 原材料占公司成本比重较大, 尤其是对于无菌包材业务。若未来大宗原材料涨价, 且公司对于下游的议价能力较弱, 公司毛利率将承压。

**项目建设进度不及预期风险:** 公司两个扩产项目因疫情原因而延期, 目前仍在建设中, 若投产进度延期, 或影响公司产能。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1926	2538	3022	3692
现金	260	311	280	284
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	507	747	896	1120
其它应收款	12	14	19	24
预付账款	71	57	78	109
存货	1033	1376	1712	2118
其他	43	33	38	38
<b>非流动资产</b>	1014	1064	1302	1530
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	621	712	890	1067
无形资产	69	58	47	36
在建工程	24	59	127	182
其他	300	234	237	245
<b>资产总计</b>	2940	3602	4324	5223
<b>流动负债</b>	1412	1752	1994	2238
短期借款	608	866	948	926
应付款项	495	653	771	999
预收账款	1	1	1	2
其他	307	232	274	311
<b>非流动负债</b>	253	240	281	315
长期借款	210	219	257	286
其他	42	21	24	29
<b>负债合计</b>	1664	1992	2275	2553
少数股东权益	8	8	9	10
归属母公司股东权益	1268	1601	2040	2660
<b>负债和股东权益</b>	2940	3602	4324	5223

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	174	31	249	382
净利润	170	351	456	637
折旧摊销	88	55	66	80
财务费用	33	60	72	75
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	82	(129)	(16)	(6)
其它	(198)	(305)	(329)	(404)
<b>投资活动现金流</b>	(121)	(160)	(309)	(299)
资本支出	(98)	(170)	(300)	(300)
长期投资	2	11	(8)	2
其他	(25)	(1)	(1)	(1)
<b>筹资活动现金流</b>	(63)	(399)	30	(80)
短期借款	90	258	81	(22)
长期借款	42	9	37	29
其他	(196)	(667)	(89)	(87)
<b>现金净增加额</b>	(10)	(527)	(31)	4

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2054	2630	3261	4195
营业成本	1546	1916	2360	3009
营业税金及附加	9	14	18	21
营业费用	117	118	137	164
管理费用	83	97	111	130
研发费用	74	71	88	113
财务费用	33	60	72	75
资产减值损失	6	5	7	8
公允价值变动损益	0	4	4	4
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	10	31	30	35
<b>营业利润</b>	195	384	503	713
营业外收支	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	198	386	506	716
所得税	27	35	50	79
<b>净利润</b>	170	351	456	637
少数股东损益	0	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	170	350	455	636
EBITDA	329	497	638	866
EPS (最新摊薄)	0.75	1.55	2.01	2.81

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	55.28%	28.03%	24.00%	28.62%
营业利润	102.42%	97.00%	31.16%	41.77%
归属母公司净利润	92.05%	106.39%	29.82%	39.85%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.73%	27.17%	27.63%	28.27%
净利率	8.28%	13.35%	13.98%	15.19%
ROE	14.19%	24.30%	24.87%	26.97%
ROIC	9.42%	14.52%	15.52%	17.66%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.61%	55.32%	52.61%	48.88%
净负债比率	53.79%	57.61%	55.56%	50.07%
流动比率	1.36	1.45	1.52	1.65
速动比率	0.63	0.66	0.66	0.70
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.78	0.80	0.82	0.88
应收账款周转率	4.68	4.32	4.08	4.26
应付账款周转率	3.97	3.48	3.48	3.56
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.75	1.55	2.01	2.81
每股经营现金	0.77	0.14	1.10	1.69
每股净资产	5.60	7.07	9.01	11.74
<b>估值比率</b>				
P/E	108.38	52.51	40.45	28.92
P/B	14.52	11.50	9.02	6.92
EV/EBITDA	34.58	38.79	30.42	22.44

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>