

2023年03月14日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

国内电子半导体洁净室过滤设备龙头，产能扩张&规模效应助力加速成长

买入 (首次)

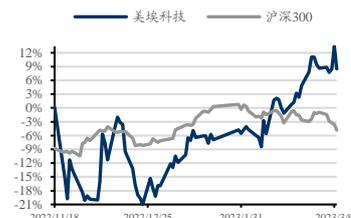
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,150	1,227	1,554	2,050
同比	27%	7%	27%	32%
归属母公司净利润 (百万元)	108	123	172	249
同比	31%	14%	40%	45%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.81	0.92	1.28	1.85
P/E (现价&最新股本摊薄)	50.73	44.57	31.94	22.09

关键词: #产能扩张

投资要点

- **国内电子半导体洁净室过滤设备龙头，产能扩张&规模效应助力公司加速成长：**公司 2001 年成立，研发工业级超洁净技术，产品主要为风机过滤单元 (FFU) 和过滤器等；应用领域涉及电子、半导体、生物医药行业。2017-2021 年，收入/归母净利润复增 30%/48%，成为我国电子半导体洁净室过滤设备龙头，市占率 27%。公司在手订单饱满，2021 年主要产品产能利用率均超 100%。公司募集 4.2 亿元用于产能扩张，2024 年预计实现产量扩充。
- **洁净室设备市场格局分散，市占率提升&医药领域拓展打开市场空间：**洁净室下游应用领域主要包括电子半导体、食品医药等，其中电子半导体占比 55% 为最大下游，洁净室等级直接影响其产品良率。经我们测算，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，晶圆/面板项目扩建将快速释放过滤设备市场空间。洁净室设备市场分散，供应商众多，2019 年国内洁净室设备供应商 CR5 为 2.8%，其中公司市占率 0.83%，位列第一；公司市占率逐年提升，2021 年达 0.91%。不同的洁净室设备供应商通常提供不同类型的产品，并专注于不同的下游行业，公司专注电子半导体洁净室过滤设备细分市场，2021 年市占率 27%，未来市占率提升并向医药洁净室过滤设备 (2021 年市占率 3.6%) 拓展，结构向好，逐步摆脱对单一下游的依赖。
- **领先技术&优质客户&国际化版图三大优势构造核心竞争力。**1) **领先技术：**公司注重技术研发，产品指标行业领先。公司的过滤产品可实现高总静压、低耗电，中等噪音运行。2) **客户：**涵盖各下游行业领军企业。客户包括天马微电子、中芯国际、华星光电、京东方、ST Microelectronics、辉瑞制药、雀巢、苹果等，标杆效应助力公司快速开拓市场。3) **国际化：**2017-2021 年国外收入复增超 60%，占比提升至 16%。未来公司通过马来西亚生产基地、在新加坡和日本的子公司以及在泰国的联营企业持续开拓海外市场，扩展业务边界。
- **耗材属性产品收入占比提升&毛利率更高，盈利稳定性增强。**过滤器等产品存在更换周期，2022H1 公司过滤器/空气净化设备替换收入占比为 52%/70%。未来公司客户规模逐步扩大，将会带来更高的替换收入并拉高公司整体毛利率，盈利稳定性增强。
- **盈利预测与投资评级：**公司已成为国内洁净室设备供应龙头；在手订单饱满，募投产线 2024 年预计实现产量扩充，产能扩张&规模效应助力公司加速成长。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润 1.23/1.72/2.49 亿元，同比 14%/40%/45%，EPS 为 0.92/1.28/1.85 元，对应 PE45/32/22 倍 (估值日期 2023/3/10)，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**扩产进度不及预期，洁净室下游政策风险，技术迭代风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.86
一年最低/最高价	29.54/43.85
市净率(倍)	7.51
流通 A 股市值(百万元)	1,260.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.44
资产负债(% ,LF)	63.52
总股本(百万股)	134.40
流通 A 股(百万股)	30.86

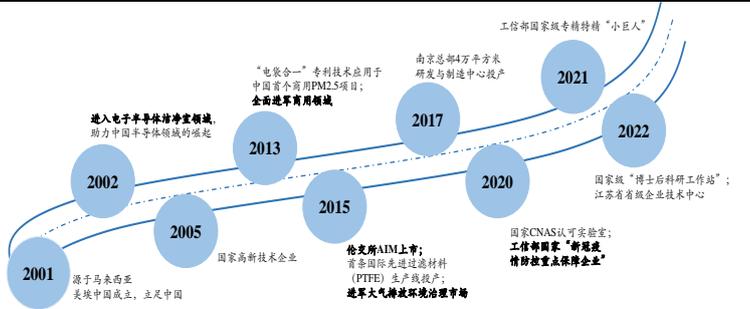
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢袁理、马天翼和任逸轩的指导。

1. 国内电子半导体洁净室设备龙头，产能扩张成长加速

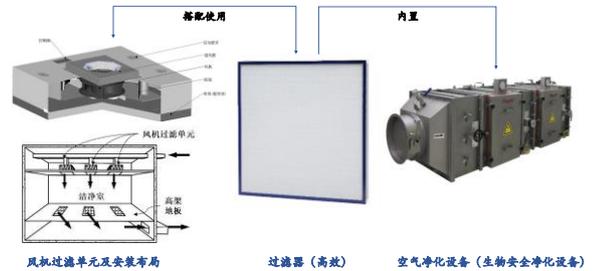
聚焦工业级超洁净技术，二十年打造国内电子半导体洁净室设备龙头。公司产品有风机过滤单元、过滤器、空气净化设备。

图1: 美埃科技发展史



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

图2: 公司三大主要产品示意图



数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

收入/归母净利润四年复增 30%/48%，费控卓有成效。

公司募集 4.2 亿元用于产能扩张，2024 年预计实现产量扩充。

图3: 公司各产品募投产能、现有产能及产能弹性

序号	产品名称	项目产能	现有产能	产能弹性	单位
1	FFU&EFU 净化设备	24	25.35	95%	万套
2	初中效过滤器	144	173.19	83%	万片
3	高效过滤器	30	46.69	64%	万片
4	化学过滤器	18	/		万片
5	静电过滤器	32	5.02	637%	万套
6	厨房除油烟	2.38	/		万套
7	废气治理方案	108	/		套
8	生物医药行业空气过滤解决方案	7	/		万套

数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

2. 电子半导体洁净室过滤设备龙头，市占率提升&向医药领域拓展打开市场空间

电子半导体占比 55%为洁净室最大下游，洁净室等级直接影响下游行业产品良率。洁净等级分为 9 级，半导体产业要求最高，公司可满足最高 (ISO 1 级) 标准。2021-2024 年全球/国内洁净室设备市场空间复增 4.3%/7.6%，2024 年全球/国内市场空间分别达 4141/1408 亿元。

公司为电子半导体洁净室过滤设备龙头，市占率达 27%。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。

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%。公司洁净室业务中医药医疗及食品行业收入占比 5%，未来将大力拓展医药领域，摆脱对单一下游的依赖。

3. 领先技术、优质客户、国际化版图，三大优势构筑核心竞争力

公司注重技术研发，产品指标行业领先。截至 2022 年 9 月，公司的已授权专利数和研发人员占比领先同行。公司在洁净室空气净化领域具备 8 项核心技术，涉及节能、降噪、系统集成等方面。

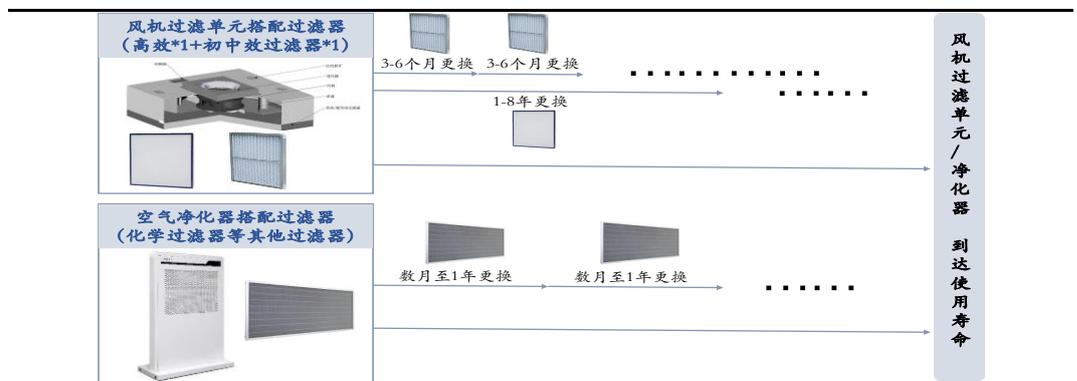
公司客户涵盖各下游行业领军企业，具备标杆效应。公司客户优质，各领域均有优秀企业背书。通过多年耕耘，公司已突破各个下游行业领军企业，包括天马微电子、中芯国际、华星光电、京东方、辉瑞制药、雀巢、苹果等。

国际化版图助力公司扩展业务边界，打开国际市场。公司生产基地分布广阔，共拥有 5 个境内生产基地及 1 个境外生产基地。2017-2021 年国外收入复合增速超 60%，国际化版图造就公司成长新动能。

4. 高毛利率耗材业务占比提升，盈利稳定性增强

公司过滤器等产品存在更换周期且毛利率高，未来替换收入增加，盈利稳定性增强。我们认为，在大客户背书的情况下，公司不断拓展新客户，客户规模的扩大会带来更高的替换收入占比，从而提高公司整体毛利率，盈利稳定性增强。

图4：公司产品替换过程



注：过滤器更换频率与环境制程、环境卫生情况及前道初中效过滤器的维护力度有关
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

5. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-2024 年收入可达 12.27/15.54/20.50 亿元，毛利率逐步提升，分别达到 27.6%/28.6%/29.4%。考虑到公司产能扩张并带来规模效应、业务结构优化毛利率提升，整体成长性较强，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

扩产进度不及预期；洁净室下游行业政策风险；技术迭代风险。

美埃科技 三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,040	1,973	2,087	2,424	营业总收入	1,150	1,227	1,554	2,050
货币资金及交易性金融资产	133	854	719	747	营业成本(含金融类)	840	889	1,110	1,447
经营性应收款项	518	621	776	938	税金及附加	5	6	8	10
存货	341	449	538	668	销售费用	86	86	109	139
合同资产	26	25	31	41	管理费用	39	43	53	68
其他流动资产	21	24	24	30	研发费用	47	48	62	86
非流动资产	224	394	556	708	财务费用	11	12	12	13
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	3	4	3	3
固定资产及使用权资产	144	210	299	393	投资净收益	-1	0	0	0
在建工程	2	57	79	87	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	30	80	130	180	减值损失	-5	-8	-8	-7
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	8	8	营业利润	118	139	195	282
其他非流动资产	37	37	37	37	营业外净收支	0	1	0	0
资产总计	1,263	2,367	2,643	3,133	利润总额	119	140	195	282
流动负债	754	833	927	1,158	减:所得税	11	17	23	34
短期借款及一年内到期的非流动负债	244	244	244	244	净利润	108	123	172	249
经营性应付款项	293	348	422	583	减:少数股东损益	-1	0	0	0
合同负债	111	116	111	145	归属母公司净利润	108	123	172	249
其他流动负债	105	124	149	187	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.81	0.92	1.28	1.85
非流动负债	45	55	65	75	EBIT	130	168	223	309
长期借款	21	31	41	51	EBITDA	150	188	252	346
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.91	27.55	28.57	29.39
租赁负债	16	16	16	16	归母净利率(%)	9.41	10.04	11.06	12.13
其他非流动负债	8	8	8	8	收入增长率(%)	27.33	6.72	26.66	31.90
负债合计	799	888	992	1,233	归母净利润增长率(%)	30.85	13.82	39.56	44.57
归属母公司股东权益	462	1,476	1,648	1,897					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	465	1,479	1,651	1,899					
负债和股东权益	1,263	2,367	2,643	3,133					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	85	20	58	221	每股净资产(元)	4.58	10.98	12.26	14.11
投资活动现金流	-29	-189	-190	-190	最新发行在外股份(百万股)	134	134	134	134
筹资活动现金流	-16	890	-2	-3	ROIC(%)	17.33	11.75	10.56	13.06
现金净增加额	40	720	-135	28	ROE-摊薄(%)	23.44	8.35	10.43	13.11
折旧和摊销	20	20	28	37	资产负债率(%)	63.23	37.52	37.54	39.37
资本开支	-29	-189	-190	-190	P/E(现价&最新股本摊薄)	50.73	44.57	31.94	22.09
营运资本变动	-59	-143	-163	-84	P/B(现价)	8.92	3.72	3.33	2.90

数据来源:Wind,东吴证券(香港),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。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

