

# 美埃科技 (688376.SH)

**买入(首次评级)**

 当前价格: 33.80 元  
 目标价格: 41.04 元

## 半导体空气洁净龙头，尖端产品多领域布局

### 投资要点:

► **国产半导体洁净室设备龙头企业，多产品方案产能募投倍增中。**公司成立于2001年为国内半导体洁净室设备龙头企业，目前国内半导体洁净室领域市占率30%。截至2022年，核心产品包括风机过滤单元（FFU）、空气过滤器产品和空气净化设备，产能利用率目前已处于满负荷状态，公司募投4.23亿元针对各类产品进行倍增扩产。

► **半导体国产化高景气度，生物医药市场空间广阔。**受中美贸易摩擦升级影响，半导体行业国产化替代进程加快，带动公司高效过滤器产品及风机过滤单元等关键设备销量。目前，国内公共医疗卫生领域对空气净化的需求推进公司医用空气净化设备的研发、生产和销售。截至2022年H1，公司在半导体和生物医药领域的收入快速增长，2019-2021年CAGR分别为19.17%和32.29%。公司风机过滤器销售搭配组合产品，过滤器耗材属性创造持续性订单，所带来替换收入占比稳定增长。

► **高客户粘性+产品指标优秀带动长期发展，积极布局海外业务。**公司自2006年与中芯国际展开合作，包括14和28nm产业线洁净设备供应，公司产品技术指标处于国内外领先水平。近期，公司参与国内首台28nm光刻机产业线，提供国际最高洁净登记标准（ISO Class 1级）洁净环境产品，助力国内光刻机事业突破卡脖子技术难题。此外，在海外市场，公司也是某知名尖端国际半导体厂商空气净化产品的合格供应商，具有标杆效应，并且在东南亚市场及海外业务的发展基础奠定良好。

► **盈利预测与投资建议：**我们预测2023-2025年公司的营业收入分别为14.14、19.61、24.18亿元；2023-2025年归母净利润分别为1.84、2.60、3.22亿元。预计2023-2025年EPS分别为1.37、1.93、2.39元，对应PE分别为24.71、17.50、14.13倍。结合公司和可比公司情况，给予2023年30倍PE估值，目标价41.04元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

► **风险提示：**下游半导体行业波动风险；产能释放不及预期的风险；技术升级迭代风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	134/32
总市值/流通市值（百万元）	4543/1089
每股净资产（元）	11.12
资产负债率（%）	38.00
一年内最高/最低（元）	42.59/29.65

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师 汪磊  
 执业证书编号: S0210523030001  
 邮箱: wl30040@hfzq.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	11.50	12.27	14.14	19.61	24.18
增长率	27%	7%	15%	39%	23%
净利润（亿元）	1.08	1.23	1.84	2.60	3.22
增长率	31%	14%	49%	41%	24%
EPS（元/股）	0.81	0.92	1.37	1.93	2.39
市盈率（P/E）	41.97	36.91	24.71	17.50	14.13
市净率（P/B）	9.8	3.1	2.8	2.4	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键变量

**变量 1：公司扩产节奏加快，满产后足够支撑 23、24 年业务增长需求。**公司募投资金 4.23 亿元，针对各种核心产品及废气治理和生物医药行业空气过滤解决方案进行大幅扩产。目前公司订单供不应求，产品产能处于超负荷状态，我们认为公司随着 2023 年疫情恢复，会加速建设进度，满足客户需求，保障业绩发展，因此假设风机过滤单元及过滤器产品 23-25 年收入分别为 11.18/14.96/17.46 亿元，增速分别为 13.98%/33.78%/16.72%。

**变量 2：募投项目投产后，公司产品毛利率将呈增长趋势。**公司目前产品毛利率均保持在高位，我们认为随着募投项目的产能陆续投产后的规模效益，有助于带动毛利率增长，假设风机过滤单元及过滤器产品 23-25 年毛利率分别为 31.75%/32.94%/34.26%。

### 我们区别于市场的观点

市场认为公司主要受国内半导体行业高景气度影响，带动公司高效过滤器产品及风机过滤单元等关键设备销量。我们认为公司相较于其他可比公司，除产品指标处于国内外优秀水平，客户资源方面具有高客户粘度外，公司未来也将在生物制药、大气排放治理领域深耕，多应用领域同时布局，为业绩带来新增长点。

### 股价上涨的催化因素

半导体行业资本开支提升，带动洁净设备产品需求；下游客户扩展超预期，带动公司订单增长；募投项目扩产进度超预期，公司产能释放提前。

### 估值和目标价格

预测2023-2025年公司的营业收入分别为 14.14、19.61、24.18亿元；2023-2025年归母净利润分别为 1.84、2.60、3.22亿元。预计2023-2025年EPS分别为 1.37、1.93、2.39元，对应PE分别为24.71、17.50、14.13倍。结合公司和可比公司情况，给予2023年30倍PE估值，目标价41.04元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

下游半导体行业波动风险；产能释放不及预期的风险；技术升级迭代风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 正文目录

1	专研工业级超洁净技术，国产半导体洁净室龙头	5
1.1	国产半导体洁净设备龙头，净化过滤设备核心供应商	5
1.2	技术支持多领域布局扩张，专注研发投入同行业领先	8
2	过滤器替换收入占比增强，订单持续性彰显商业模式	10
2.1	核心产品产能均超负荷，募投项目规划产能倍增	10
2.2	过滤器耗材属性贡献持续性订单，替换收入占比提升	13
3	半导体+生物医药景气度高，角逐海外市场拥抱龙头	16
3.1	半导体国产化带动业绩，海外市场前景一片明朗	16
3.2	医疗室内净化需求提高，相关领域标准有望提升	21
3.3	大气治理领域积极布局，配合国家“双碳”目标发展	23
4	投资建议：给予公司“持有”评级	24
5	风险提示	26

## 图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构（截至 2023 年 Q1）	5
图表 3：公司主要核心技术情况（截至 2022M11）	6
图表 4：公司生产基地情况（截至 2022 年）	6
图表 5：公司上下游分析	7
图表 6：公司主要产品介绍	8
图表 7：公司 2017-2023Q1 营业收入情况	9
图表 8：公司 2017-2023Q1 归母净利润情况	9
图表 9：公司 2017-2023Q1 毛利率和净利率情况	9
图表 10：公司 2017-2023Q1 资产负债率情况	9
图表 11：公司 2017-2023Q1 期间费用率情况	10
图表 12：公司 2018-2023Q1 研发费用情况	10
图表 13：2017-2022H1 公司业务分产品收入情况	10
图表 14：2017-2022H1 公司业务分产品毛利率分析	10
图表 15：2017-2022H1 公司分下游行业收入情况	11
图表 16：公司半导体和生物医药行业、大气治理领域收入增速	11
图表 17：公司 2021 年产品产能/产量/产销情况	11
图表 18：2017-2022H1 产品毛利率情况	12
图表 19：2019-2022H1 过滤器产品收入构成情况	12
图表 20：公司与同行业可比公司高效/超高效过滤器（H14-U17）对比情况	13
图表 21：公司 FFU 产品性能优越	13
图表 22：公司 2019-2022H1 过滤器产品新建/替换收入	14
图表 23：公司过滤器产品寿命情况	14
图表 24：超纤滤料与 PTEF 滤料性能比较	14
图表 25：公司海外子公司/参股公司情况	14
图表 26：2017-2022 年公司境外业务收入及占比情况	15
图表 27：公司海外竞争对手情况	16
图表 28：2015-2024E 中国洁净室净化设备市场规模情况	16
图表 29：2014-2015E 中国空气过滤器市场规模情况及预测	17
图表 30：2019&2024E 中国洁净室设备下游细分市场情况	17

图表 31: 2019-2023E 国内晶圆代工龙头资本开支情况 .....	18
图表 32: 2018-2023E 全球半导体资本开支情况 .....	18
图表 33: 洁净室及洁净区空气中悬浮粒子洁净度等级 (ISO 洁净度规范) .....	18
图表 34: 针对半导体制造的气态污染物 (AMC) 浓度的要求 (IRDS 规范*) .....	19
图表 35: 半导体制造-应用洁净室的环节流程 (灰色部分) .....	20
图表 36: 公司半导体洁净厂房主要结构示意图 .....	21
图表 37: 公共卫生和疾病防控领域空气净化相关政策梳理 .....	21
图表 38: 医疗消毒除菌空气过滤技术法情况 .....	22
图表 39: 医疗工业洁净室相关政策梳理 .....	22
图表 40: 公司生物医药洁净室示意图 .....	23
图表 41: 公司大气环境治理技术示意图 .....	23
图表 42: 公司工业废弃排放治理外观 .....	24
图表 43: 美埃科技营业收入及成本预测 (亿元) .....	25
图表 44: 美埃科技可比公司情况 .....	25
图表 45: 财务预测摘要 .....	27

## 1 专研工业级超洁净技术，国产半导体洁净室龙头

### 1.1 国产半导体洁净设备龙头，净化过滤设备核心供应商

公司成立于2001年，位于江苏南京，国家级高新技术、专精特新“小巨人”企业。公司二十余年来深耕工业级超洁净技术并应用到商用和民用领域以及延用至外气的工业废气排放治理技术等。公司2002年起专攻电子半导体洁净室领域，目前在半导体&生物洁净室空气净化、室内空气品质优化、大气污染排放治理等领域拥有16项核心技术及全品类产品线与解决方案，为国内半导体洁净设备龙头。2020年公司获国家CNAS认证实验室，目前已拥有至少二十六个专业研发实验室。2022年，公司在上交所科创板上市。

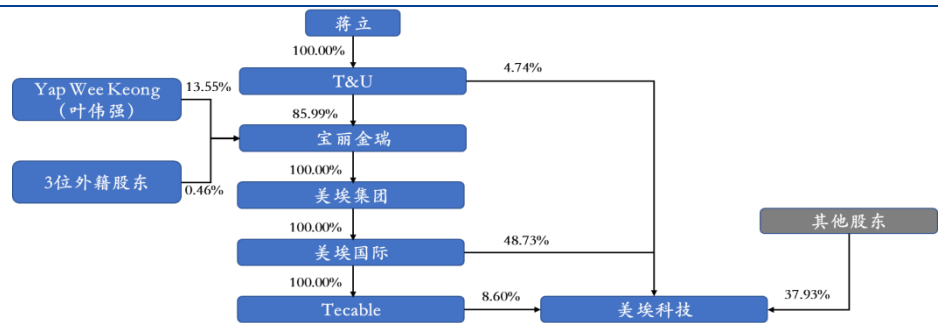
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司实际控制人为蒋立。截至2023年Q1，美埃国际为公司控股股东，直接持有公司48.73%股份，隶属于马来西亚美埃集团。美埃集团的唯一股东为宝利金瑞，其控股股东T&U属蒋立先生100%持股的公司。因此，蒋立通过其100%持股的公司T&U直接或间接控制公司合计62.07%股份，为公司实际控制人。

图表 2：公司股权结构（截至2023年Q1）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

核心技术转化为优质产品，洁净厂房满足IC最高等级。公司拥有提供特定行业空气净化行业全面产品与解决方案的能力，可净化的污染物包含直径小于0.001微米的气态分子污染物、小于等于2.5微米的细颗粒物、到大于100微米的重工业粉

尘。截至 2022 年，公司已取得 114 项专利技术（22 项发明专利），公司的洁净室空气净化技术已经达到了 ISO1 级标准，满足半导体行业内对于最高等级的洁净厂房要求，为国内半导体 IC 领域的核心供应商。

**图表 3：公司主要核心技术情况（截至 2022M11）**

应用领域	核心技术名称	产品应用
洁净室空气净化	高效、超高效过滤技术 FFU 节能降噪和系统集成技术 浸渍型化纤滤材改性技术 高精度温湿度控制技术 基于物理/化学吸附的活性炭吸附技术 离子交换纤维技术 生物医疗空气净化技术	高效、超高效过滤器 风机过滤单元（FFU） 化学过滤器 高精度温湿度控制装置 化学过滤器 化学过滤器 洁净层流手推车、BIBO
室内空气品质优化	高压静电吸附技术 介质过滤技术 “电袋合一”技术 新风全热回收净化技术、室内空气净化技术 PM2.5 在线监测技术	静电过滤器、微静电过滤器、厨房油烟静电过滤器 空气过滤器、自动卷绕式过滤器 电袋合一过滤器 空气净化设备 室内空气品质监测方案
大气污染排放治理	工业除油雾技术 浓缩吸附催化氧化分解技术	离心式除油雾净化器、除油雾过滤器 VOCs 治理设备、高温氧化催化脱臭装置
共用技术	计算流体力学模拟（CFD 仿真）技术	风机过滤单元/空气净化设备/各类过滤器

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

**生产基地布局海内外。**截至 2022 年，公司拥有 6 个境内生产基地及 2 个境外生产基地，其中南京生产基地为公司自建，占地面积最大。公司通过多地建设生产基地扩大生产规模，同时也满足了国内快速供货响应。公司境外生产基地位于马来西亚和加拿大魁北克省，同时在马来西亚和新加坡设立有多家境外子公司，用户遍布全球多个国家和地区。

**图表 4：公司生产基地情况（截至 2022 年）**

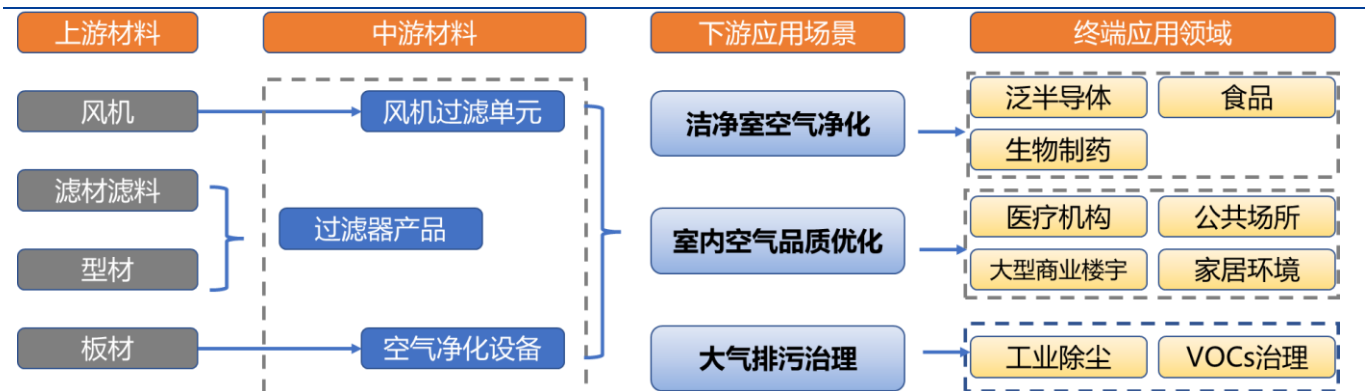
生产基地	所属主体	面积 (m <sup>2</sup> )	主要生产产品
南京生产基地	美埃科技	38781.23	风机过滤单元、初中效过滤器、高效过滤器、化学过滤器、静电过滤器、空气净化设备
中山生产基地	美埃中山	5070.00	初中效过滤器、高效过滤器
成都生产基地	美埃成都	1913.21	初中效过滤器
天津生产基地	美埃天津	2300.00	初中效过滤器、高效过滤器
无锡生产基地	美埃无锡	5900.00	除尘设备、滤筒、大气治理产品
马来西亚生产基地	美埃制造	2472.24	风机过滤单元、初中效过滤器、高效过滤器
南京滤材生产基地	美埃新材	2146.42	空气过滤器滤料等原材料
魁北克生产基地	Circul-Aire Inc.	3045.26	从事滤料和空气净化设备的研发、生产及销售

数据来源：公司公告，华福证券研究所

**洁净室下游客户为政策支持发展重点行业。**公司洁净室空气净化领域的供应厂商包括半导体、生物医药等下游行业公司，均为国家产业政策支持发展重点行业，近年相关产业的投资和发展都很迅速。近年由于中美贸易摩擦不断升级，半导体行业国产化替代进程加快，行业龙头企业在推进启动国产供应链整合及重组，大批国内代工、厂商纷纷投入高标准芯片研发及半导体材料厂房新建中。因此随着半导体行业迅速发展，对洁净室净化设备需求量将会大幅增长，公司洁净室领域发展空间将进一步扩大。

**逐步积累公共医疗和大气环境治理行业技术。**根据新冠疫情爆发后，国内公共卫生领域对空气净化的需求，公司积极拓展了医用空气净化设备的研发、生产和销售。针对不同工业废气，公司也在积累研发大气环境治理方面的技术，并积极拓展工业除尘除油雾、VOCs 治理市场。

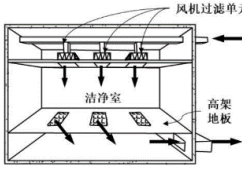








图表 5：公司上下游分析



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司主要产品为风机过滤单元、过滤器产品、空气净化设备。(1) 风机过滤单元广泛用于半导体、生物制药等行业洁净厂房及洁净室中，为关键设备。(2) 过滤器产品搭配风机过滤单元销售，也可单独销售，应用在不同场景的洁净室系统中，不同种类替换周期不同，属于替代产品。(3) 公司空气净化设备以商用和民用领域为主。

**图表 6：公司主要产品介绍**

主要产品	产品名称	图片示例	应用领域
风机过滤单元	风机过滤单元		主要用于洁净室的吊顶或洁净区域的上方或侧面，搭配或内置高效/超高效过滤器。广泛应用于 <b>半导体、生物制药、食品加工</b> 等行业的洁净厂房及洁净室中，是洁净室空气净化器的关键设备。
	设备端风机过滤单元		
过滤器产品	高效过滤器		主要包括高效过滤器（HEPA）、超高效过滤器（ULPA）。主要用于 <b>半导体芯片、液晶平板显示器、生物制药、医院手术室、负压病房、食品饮料</b> 等生产厂房、模块化洁净室及要求严格的微环境、精密机台等，是洁净室空气净化的核心设备。
	初中效过滤器		主要用于 <b>洁净室新风及空调系统</b> 的空气预过滤，去除进入室内空气较大颗粒的杂质、粉尘等污染物，对空气净化系统中高级别的过滤器起到保护作用。
	静电过滤器		静电过滤器主要应用于 <b>商业楼宇或大型公共建筑</b> 的暖通系统空气净化，可以去除空气中PM2.5等颗粒物并具有杀菌的效果。
	化学过滤器		主要应用于洁净厂房的 <b>特定工序中（如芯片厂的酸洗、蚀刻等）</b> ，去除生产工艺中产生的气态分子污染物；也应用于 <b>机房与数据中心、以及国家文物馆</b> 等的防腐蚀控制，保护数据中心与机房控制设备的稳定运行；此外在 <b>排气污染控制、商业楼宇和住宅</b> 中也有所应用。
空气净化设备	生物安全、无菌净化设备		主要应用于 <b>生物制药产业生产线、P3/P4 实验室、洁净室</b> 等场景的送风及排风净化、环境除尘、除菌、滤网非接触式替换。
	商用、医用、家用空气净化器		主要用于 <b>室内空气净化</b> ，可高效去除PM2.5及细菌微生物、高效分解甲醛、VOCs等有机、有害气体。
	工业除尘设备/除油雾设备		主要应用于 <b>工业生产</b> ，用于去除生产过程中产生的粉尘、油雾，提高生产效率和安全性，保护工作环境及人员，降低机器生产损耗。
	除油烟净化器		主要应用于 <b>商用餐厅、餐饮厨房</b> 油烟排放净化场景，用于净化烹饪产生的油烟、颗粒物、臭味等，使对外排放的气体达到环保标准。

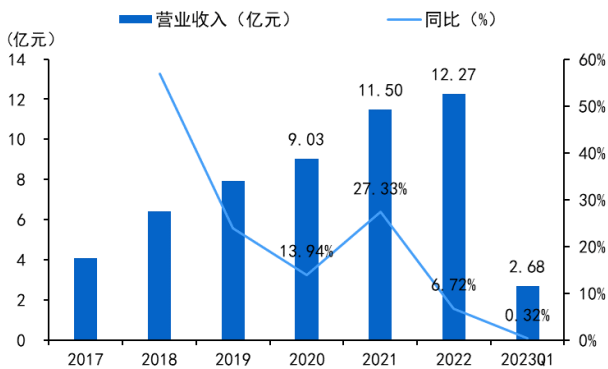
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

## 1.2 技术支持多领域布局扩张，专注研发投入同行业领先

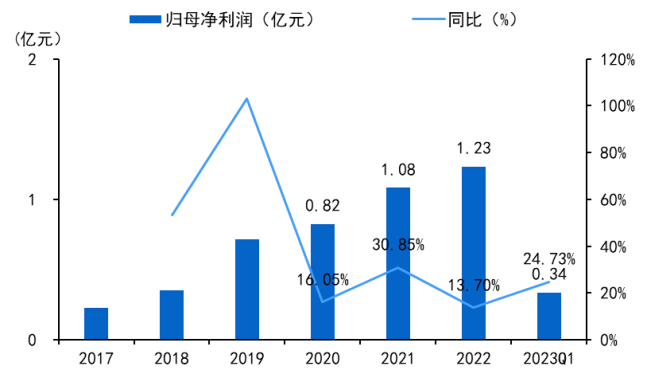
公司营收、净利润五年 CAGR 约 25%、40%。截至 2022 年，公司实现营业收



入 12.27 亿元，同比增长 6.72%；归母净利润 1.23 亿元，同比增长 13.70%，公司业绩保持稳增趋势。公司营收和净利润近五年 CAGR 分别高达 24.64% 和 39.95%，盈利能力较为稳定，2022 年公司受疫情反复影响以及在手产能限制的影响致业绩增速略有放缓，预计随着 2023、2024 年募投产能的陆续落地，公司业绩将恢复高速增长趋势。

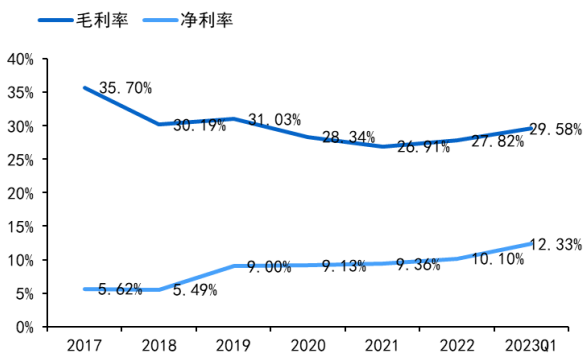
**图表 7：公司 2017-2023Q1 营业收入情况**


数据来源：Wind，华福证券研究所

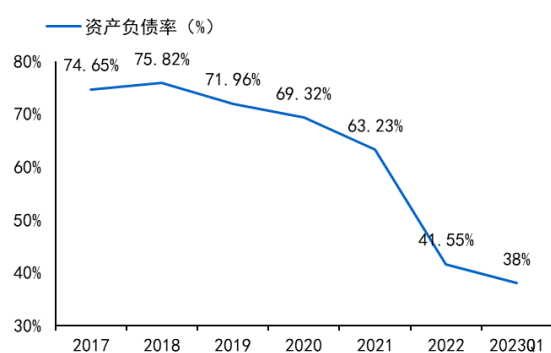
**图表 8：公司 2017-2023Q1 归母净利润情况**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**公司净利率稳定，ROE 较高。**截至 2022 年，公司毛利率为 27.82%，同比增长 0.91pct，净利率为 10.10%，同比增长 0.74pct。公司净利率 2017 年以来一直保持稳定增长趋势，盈利能力保持增强。截至 2022 年，资产负债率大幅下降至 41.55%，大幅下降的原因系公司上市及募投资金到位。

**图表 9：公司 2017-2023Q1 毛利率和净利率情况**


数据来源：Wind，华福证券研究所

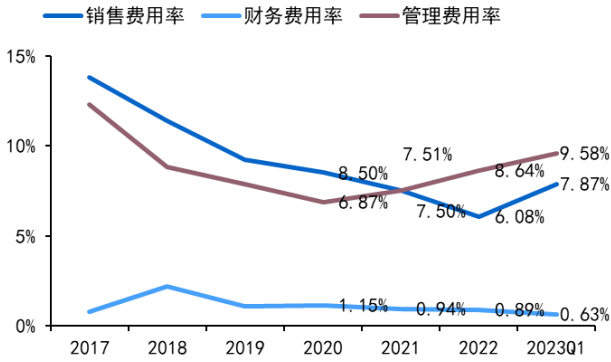
**图表 10：公司 2017-2023Q1 资产负债率情况**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**公司费控能力有所提升，技术研发投入专精趋势。**公司期间费用中销售费用比重较大，截至 2022 年，公司销售费用率为 6.08%，同比下降 1.43pct，保持下降趋势，公司总体费控能力较强。公司重视技术产品的研发并逐年加大研发投入愈发专精，研发费用率高于同行平均值。截至 2022 年，公司研发费用为

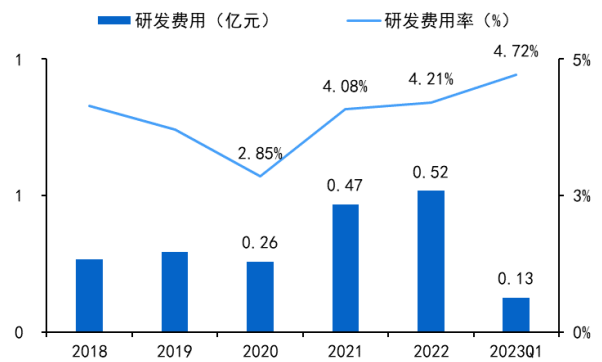
0.52 亿元，研发费用率保持在 4.21%，公司加强核心技术研发有助于提高技术产生的营收。

图表 11: 公司 2017-2023Q1 期间费用率情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 12: 公司 2018-2023Q1 研发费用情况



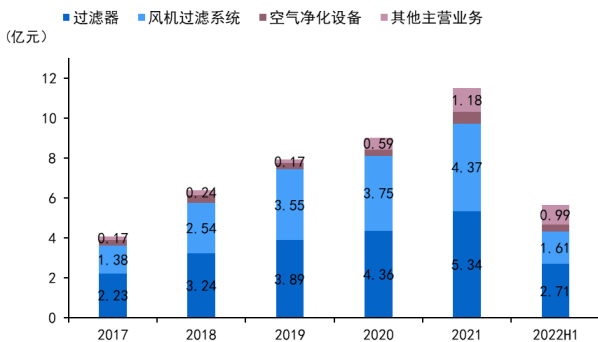
数据来源: Wind, 招股说明书, 华福证券研究所

## 2 过滤器替换收入占比增强, 订单持续性彰显商业模式

### 2.1 核心产品产能均超负荷, 募投项目规划产能倍增

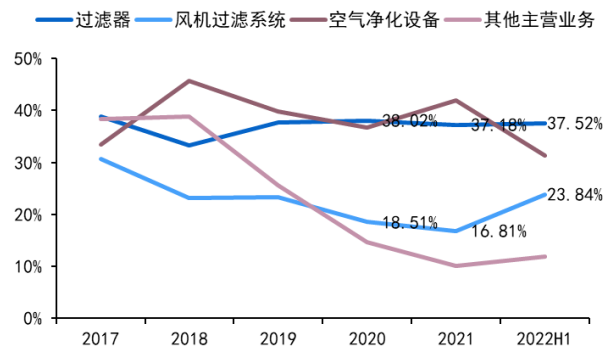
过滤器、风机过滤系统搭配销售, 业务收入齐增长。公司主要产品为风机过滤单元、过滤器产品和空气净化设备, 前两者为搭配销售模式。截至 2022 年, 公司过滤器和风机过滤系统共计实现收入 9.81 亿元, 合计占当年总营业收入的 79.94%。此外, 公司过滤器产品的总毛利率 2019-2022H1 稳定保持在 37% 左右, 溢价能力维持较高水平。预计未来随着公司增强市场扩张和客户群体大量增长, 产品销量收入将保持增长趋势。

图表 13: 2017-2022H1 公司业务分产品收入情况



数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所 \*其他主营业务主要包括大气排放、节能减排类设备

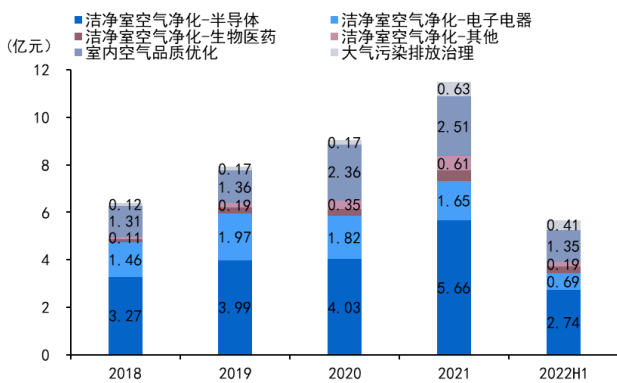
图表 14: 2017-2022H1 公司业务分产品毛利率分析



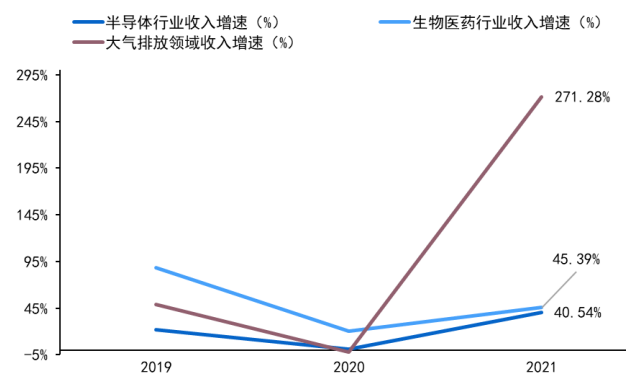
数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

公司下游领域景气度高, 半导体行业收入约占五成。公司主要下游应用领域和行业包括半导体、电子电器、生物医药行业和大气污染排放治理等。其中, 公司半

导体行业客户收入占比最高，截至 2022 年 H1，公司半导体行业收入占营业收入 48.33%，占比约占五成。近年来随着半导体行业的发展，洁净厂房新建项目增加带动了公司产品销量增长，过滤器产品及风机过滤单元等均是用于半导体行业洁净厂房建设的关键设备。生物医药行业和大气排放治理领域方面，配合国家“双碳”目标发展均促进公司销量增速。截至 2021 年，公司在半导体、生物医药行业和大气排放治理领域方面收入分别为 5.66、0.44 和 0.63 亿，同比分别大幅增长 40.54%、45.39% 和 271.26%。

**图表 15: 2017-2022H1 公司分下游行业收入情况**


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

**图表 16: 公司半导体和生物医药行业、大气治理领域收入增速**


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

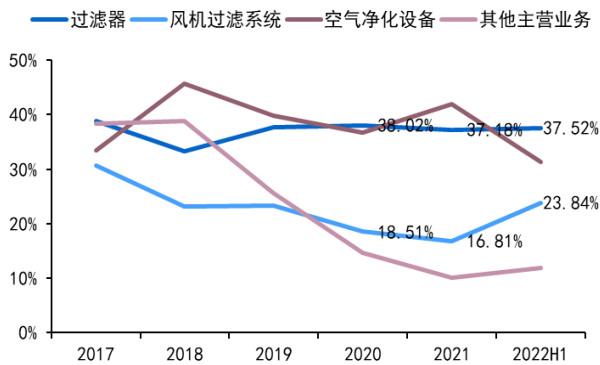
**募投项目多产品扩产，提升市场占有率。**截至 2021 年，公司风机过滤单元和过滤器产品（化学过滤器未披露）产能利用率均已超 100%，处于超负荷状态，不利于公司继续满足下游应用。根据公司公告，公司募投资金 4.23 亿元，建设期拟定 3 年，针对各种核心产品及废气治理和生物医药行业空气过滤解决方案进行大幅扩产，其中风机过滤单元、高效过滤器和初中效过滤器的产能增速分别为 102.78%、64.25% 和 83.15%，均接近倍增程度。此次公司募投建设目的为保持提升业绩和市场占有率，同时实现业务链的完善布局，预计 2023 和 2024 将陆续投产。

**图表 17: 公司 2021 年产品产能/产量/产销情况**

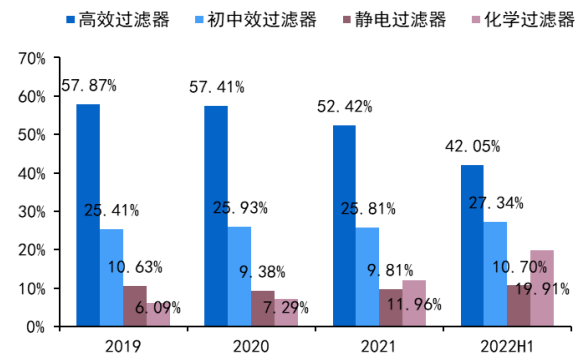
	产能	产量	产能利用率	募投资项目产能	销量	销售均价 (元)	产销率
风机过滤单元 (万台)	25.35	26.06	102.78%	24	29.51	1481.73	113.26%
高效过滤器 (万片)	46.69	47.65	102.07%	30	49.5	565.61	103.87%
初中效过滤器 (万片)	173.19	209.45	120.94%	144	231.26	59.6	110.42%
静电过滤器 (万片)	5.02	7.72	153.70%	32	5.26	996.01	68.18%
化学过滤器 (万片)		/		18		/	
厨房除油烟 (万套)		/		2.38		/	
废弃治理方案 (套)		/		108		/	
生物医药行业空气过滤解决方案 (万套)		/		7		/	

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

过滤器毛利率均高于 30%。截至 2022 年上半年，风机过滤系统毛利率上涨 7.03%，原因系 2022H1 因国产风机采购占比增加，导致单位成本下降；公司过滤器产品总毛利率为 37.52%，细分种类下四款过滤器毛利率均保持在 30% 以上。我们预计随着公司扩产规模经济的体现和专精研发带来的技术改进，过滤器产品毛利率会相应提升。

**图表 18：2017-2022H1 产品毛利率情况**


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

**图表 19：2019-2022H1 过滤器产品收入构成情况**


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

公司 FFU、高效过滤器技术指标高于同行。根据公司招股说明书，高效/超高效过滤器与 FFU 箱体组合，是半导体洁净室末端的关键产品。高效/超高效过滤器的效率级别关键在于阻力 (Pa)，决定 FFU 整机的过滤效率和气流洁净程度，公司与同行三家可比公司 (AAF, Camfil, 再升科技) 的半导体洁净室需采用的高效/超高效过滤器 (H14-U17) 进行性能指标对比，公司产品阻力最低，处于优势地位。此外，公司 FFU 产品过滤效率由高效/超高效过滤器等级决定，产品指标优秀，组合后可实现低耗能、低噪音运行。

**图表 20：公司与同行业可比公司高效/超高效过滤器（H14-U17）对比情况**

效率级别	公司	尺寸 (mm)	阻力 (Pa)	技术效率*
U17(超高效)	美埃科技	610x610x90	135	≥99.99995%
	AAF	/	/	/
	Camfil	/	/	/
	再升科技	/	/	/
U16(超高效)	美埃科技	610x610x90	110	≥99.99995%
	AAF	/	/	/
	Camfil	610x610x90	130	≥99.99995%
	再升科技	610x610x93	110	≥99.99995%
U15(超高效)	美埃科技	610x610x70	120	≥99.9995%
	AAF	610x610x69	145	≥99.9995%
	Camfil	610x610x66	145	≥99.9995%
	再升科技	610x610x70	145	≥99.9995%
H14(高效)	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%
未明确说明效率等级	富泰科技	610x610x70	90	>99.99%
	中建南方	610x610x69	<200	>99.99%

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所 \*计数效率：过滤 0.1 μm 或 0.3 μm 颗粒物的等级和精度，计数效率百分比越高则过滤效率越高。

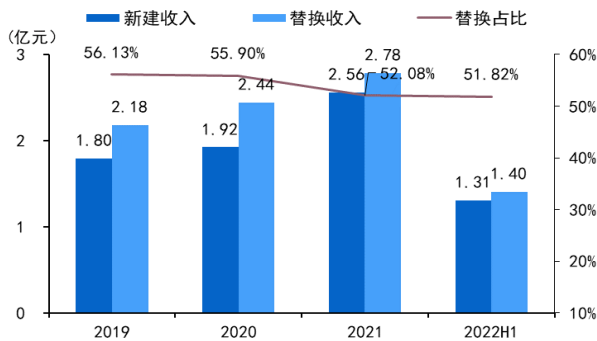
**图表 21：公司 FFU 产品性能优越**

公司	a、总静压 (Pa)	b、耗电量(W)	c、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	未披露	50-52	风速 0.4m/s
中建南方	未披露	未披露	<55	风速 0.4m/s
富泰科技	280	160	48-58	风速 0.27-0.45m/s

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

## 2.2 过滤器耗材属性贡献持续性订单，替换收入占比提升

过滤器耗材订单增长，替换类业务满足存量客户。公司风机过滤系统会搭配过滤器销售，该过滤器销售所得收入属于新建收入，过滤器作为耗材在一定替换周期（根据最终客户的制程环境以及其对洁净度的要求为最终考量）后，需更换维持过滤效果，存量客户再次购买属于公司替换收入。截至 2021 年，公司过滤器替换收入 2.78 亿，同比增长 14.03%；截至 2022 年上半年替换占比保持在 50% 以上。公司不断拓展存量替换市场，在满足客户非新建工厂替换需求同时，获持续性订单保障业绩发展。

**图表 22：公司 2019-2022H1 过滤器产品新建/替换收入**


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

**图表 23：公司过滤器产品寿命情况**

产品	寿命周期
高效过滤器	1-8 年，在风机过滤单元使用寿命期限内，约替换 1-2 次
初中效过滤器	1-6 个月
静电过滤器	根据实际情况在数月至数年不等
化学过滤器	

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

**PTFE 高效过滤器性能优。**公司高效过滤器产品主要为玻纤和 PTFE（聚四氟乙烯）材质，PTFE 为创新滤材产品，具有高效率低阻力特点，但原材料成本原因致售价高于玻纤过滤器。根据公司公告，近年 PTFE 滤料供应商增多，采购均价呈下降趋势，有助于公司提高滤料采购量并继续大力推广产品，提升创新知名度。

**图表 24：超纤滤料与 PTFE 滤料性能比较**

滤料	效率等级	滤料克重 / (g/m <sup>2</sup> )	压损 / (Pa@5.33cm/s)	释气	阻燃性能	过滤特性	寿命
超细玻璃纤维滤料	H13-U17	70~80	250~500	高	好	深层过滤	长
PTFE 滤料	H13-U17	60~70	100~250	低	差	表面过滤	短

数据来源：《半导体洁净室的空气净化技术综述（美埃）》，华福证券研究所

**公司海外业务稳步开展。**公司开展境外业务的机构包括美埃制造、美埃新加坡和美埃泰国，主要销售空气净化类、过滤器产品，其中位于马来西亚的生产基地兼子公司可生产、销售初中效、高效过滤器及风机过滤单元产品，是公司在海外东南亚地区布局发展的经营主体；此外美埃医疗拟开展医疗器械生产业务，美埃日本拟开展医疗器械、消毒器械以及有关医疗器械的相关研发项目。

**图表 25：公司海外子公司/参股公司情况**

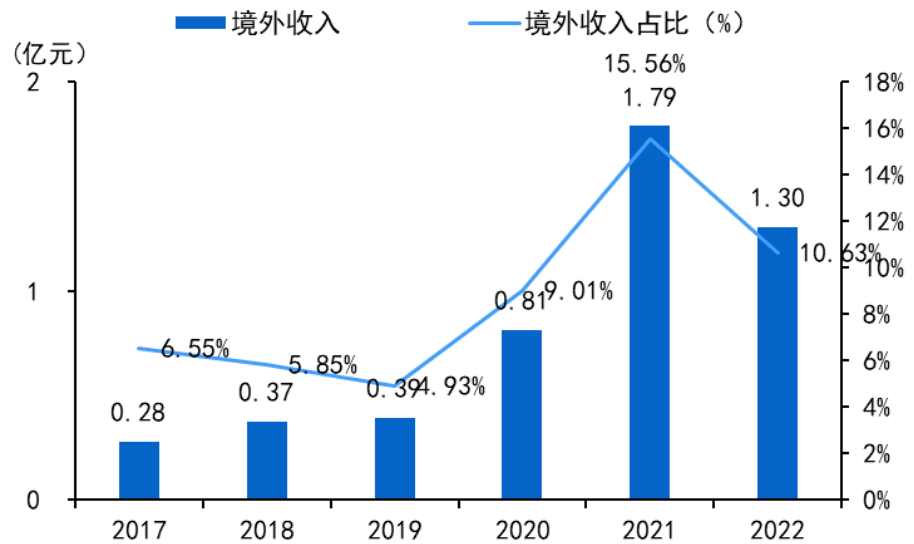
公司	海外地区	主营业务关系
美埃制造	马来西亚	马来西亚生产基地，主要负责研发、生产、销售空气净化产品
美埃新加坡	新加坡	新加坡的销售公司，主要负责销售空气净化产品
美埃医疗	新加坡	尚未开展业务
美埃日本	日本	研究所尚未开展业务，拟开展医疗器械、消毒器械、环境保护专用设备的制以及有关医疗器械的相关研发项目
美埃泰国	泰国	泰国销售公司，主要负责销售空气净化产品

Circul-Aire Inc.	加拿大	从事滤料和空气净化设备的研发、生产及销售
------------------	-----	----------------------

数据来源：公司公告，华福证券研究所

**公司境外收入占比超 10%。**2017-2022 年，公司境外收入从 0.28 亿增长至 1.30 亿，逐年提升并且 CAGR 达 36.31%；截至 2022 年，公司境外收入占比为 10.63%。公司将通过马来西亚和魁北克生产基地在东南亚和北美市场开拓、加速布局，预计未来随着全球半导体行业加速发展，公司东南亚市场将充分受益其中。此外，公司在海外市场是国际某尖端半导体、ST Microelectronics、Micron、AMD、Western Digital、Texas Instruments 等国际半导体厂商空气净化产品的合格供应商，将起到一定的标杆效应，这为在东南亚及海外业务的发展奠定良好基础。

**图表 26：2017-2022 年公司境外业务收入及占比情况**



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

**公司产品在技术上可与国际品牌 AAF、Camfil 平行竞争。**目前，国际半导体洁净室领域市场主流的空气过滤设备提供商包括 AAF、Camfil，分别来自美国和瑞典。空气过滤行业在欧美等地区发展较早，公司在资金实力、收入规模、品牌影响力差距较远，但在产品核心技术指标上，公司产品可与两家国际品牌平行竞争，处于国内品牌领先的地位。

**图表 27：公司海外竞争对手情况**

	总部地址	业务服务规模	中国工厂/业务	收入规模	过滤行业细分市场	主要产品	备注
AAF	美国-肯塔基州路易斯维尔市	四大洲 22 个国家	苏州、深圳、武汉、台湾 4 间工程，总部位于苏州；截至 2017 年，全国 14 个销售办事处，销售网络覆盖全中国	2016 年销售额达 6 亿人民币	医药防疫设备	空气过滤器、洁净设备、隔离防护设备、化学过滤器、化学过滤设备等	全球最大空气过滤解决方案制造商之一；母公司：日本大阪大金工业株式会社
CAMFIL	瑞典-斯德哥尔摩	美洲、欧洲和亚太地区共设立了 28 家生产工厂，6 座研发中心以及遍及全球的销售有限公司。	/	2020 年净销售额 73 亿元人民币	核电行业过滤、燃气轮机行业除尘过滤	初中效过滤器、高效过滤器、FFU、高效送风口、生物安全过滤器、化学过滤器	空气过滤设备和洁净空气解决方案的生产 and 研发领域的世界专业品牌

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

### 3 半导体+生物医药景气度高，角逐海外市场拥抱龙头

#### 3.1 半导体国产化带动业绩，海外市场前景一片明朗

国内洁净室市场规模预计 2024 年超 1400 亿。根据公司公告，近年芯片、液晶面板、生物医药及食品加工行业经历着产品升级、更新换代的趋势，多行业企业需新建更高标准的洁净厂房。根据弗若斯特沙利文数据，中国洁净室设备市场 2015-2019 年期间快速增长，CAGR 为 18.0%，预计 2024 年市场规模将超过 1400 亿元，将带动大部分市场主要细分领域扩张。

**图表 28：2015-2024E 中国洁净室净化设备市场规模情况**

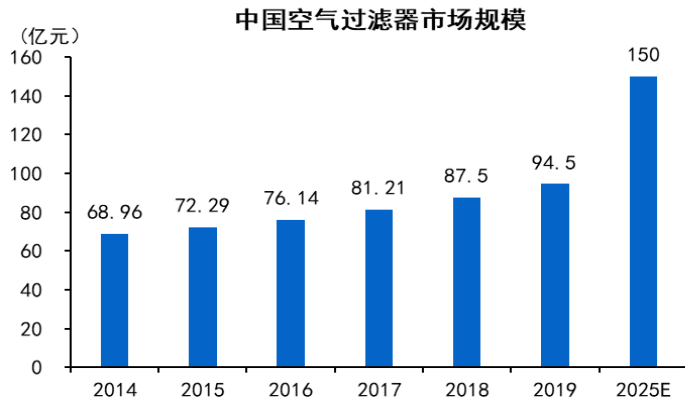

数据来源：弗若斯特沙利文，招股说明书，华福证券研究所

中国空滤器市场规模预计 2025 年达 150 亿元。国内空滤器产品市场空间同样



与空气质量情况紧密联系。2023年2月1日，国家市场监督管理总局发布《室内空气质量标准》新国标正式实施，对加强室内空气质量管控有重要意义，并支持国内空滤器行业市场规模加速扩张。根据公司招股书说明书，假设以8%增长率测算，预计2025年国内空气过滤器行业市场规模将达到150亿元。

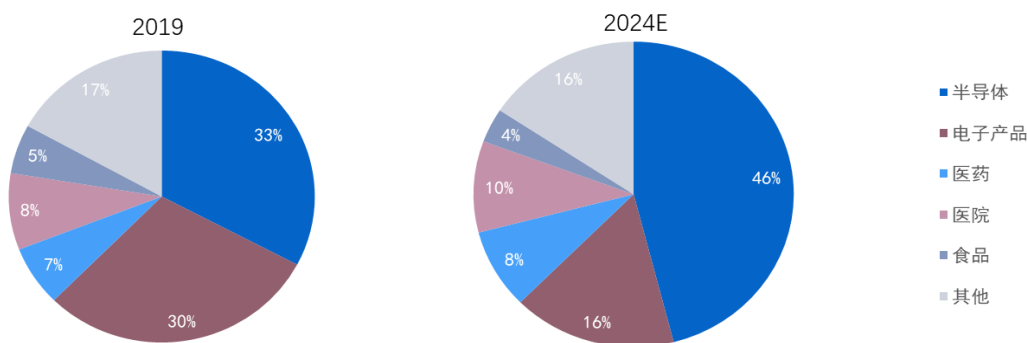
**图表 29：2014-2015E 中国空气过滤器市场规模情况及预测**



数据来源：中研网，公司招股说明书，华福证券研究所

半导体行业占比最高，生物医药+医疗需求预计增加。根据弗若斯特沙利文数据，2019年中国洁净室设备市场下游细分领域中，半导体和电子产品设备领域所占市场规模最高，预计2024年半导体应用领域占比大幅增长至46%，此外医院、医药领域市场规模占比也有将所增长，预计未来国内半导体行业将会保持高景气度，生物医药和医疗领域市场空间广阔。

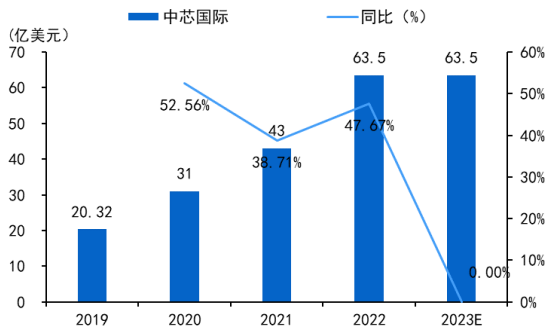
**图表 30：2019&2024E 中国洁净室设备下游细分市场情况**



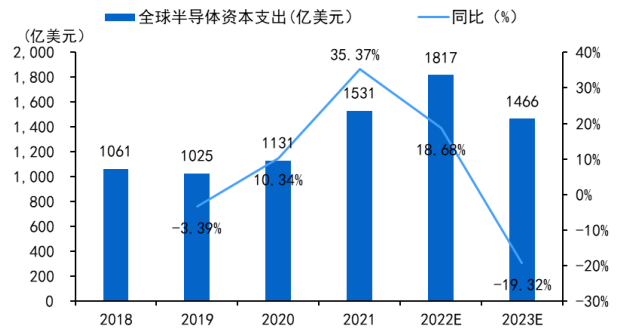
数据来源：弗若斯特沙利文，华福证券研究所

国内晶圆厂资本开支维持高位。根据 IC Insights 报道，在 2021 年全球半导体资本开支飙升 36% 后，预计 2022 年将增长 18.68%，达到 1817 亿美元历史新高，2023 年将进入疲软期，资本支出将下降 19.32%。目前，半导体产业国产化需求带

动下游国内晶圆厂的扩张，以国内晶圆厂代工龙头企业中芯国际为对比，2021 年公司半导体资本开支增速为 38.71%，高于全球增速，2022 年继续大幅增长 47.67%，是全球增速两倍以上。中芯国际预计 2023 年将与 2022 年资本开支大致持平，维持在高位。半导体国产化趋势下，国内晶圆厂的扩张也有望带动半导体配套设备的国产替代需求，目前公司的战略方向与国内半导体行业及头部晶圆代工厂保持一致，预计未来公司前景将随着晶圆代工厂持续扩产向上发展。

**图表 31：2019-2023E 国内晶圆代工龙头资本开支情况**


数据来源：中芯国际，华福证券研究所

**图表 32：2018-2023E 全球半导体资本开支情况**


数据来源：IC Insights，华福证券研究所

**半导体技术精密度翻番，生产环境要求日益严苛。**半导体产业遵循摩尔定律的轨迹高速发展，芯片每隔 18~24 个月电路密度就会翻一番，线宽已从 1900 年代的 800~200nm 减小到 7nm。以中芯国际 14nm 制程项目为例，其生产环境洁净度要求为：(1) 0.1 微米细粒污染物任意时点、位置每立方检测数值需小于 1000 颗；(2) 气态分子污染物 (AMC) 任意时点、位置检测浓度比低于百万分之一。公司目前洁净室空气净化技术悬浮粒子洁净度等级已经达到了 ISO1 级最高等级；在产品技术研发上不断精进，满足半导体洁净室系统要求，稳固提升行业地位。

**图表 33：洁净室及洁净区空气中悬浮粒子洁净度等级 (ISO 洁净度规范)**

空气洁净度等级 [1] (N)	大于或等于表中粒径的最大浓度限值 (pc/m)					
	0.1um	0.2um	0.3um	0.5um	1um	5um
1	10	2				
2	100	24	10	4		
3	1000	237	102	35	8	
4(十级)	10000	2370	1020	352	83	
5(百级)	100000	23700	10200	3520	832	29
6(千级)	1000000	237000	102000	35200	8320	293
7(万级)				352000	83200	2930
8(十万级)				3520000	832000	29300
9(一百万级)				35200000	8320000	295000

数据来源：GATTC，华福证券研究所

**图表 34：针对半导体制造的气态污染物（AMC）浓度的要求（IRDS 规范\*）**

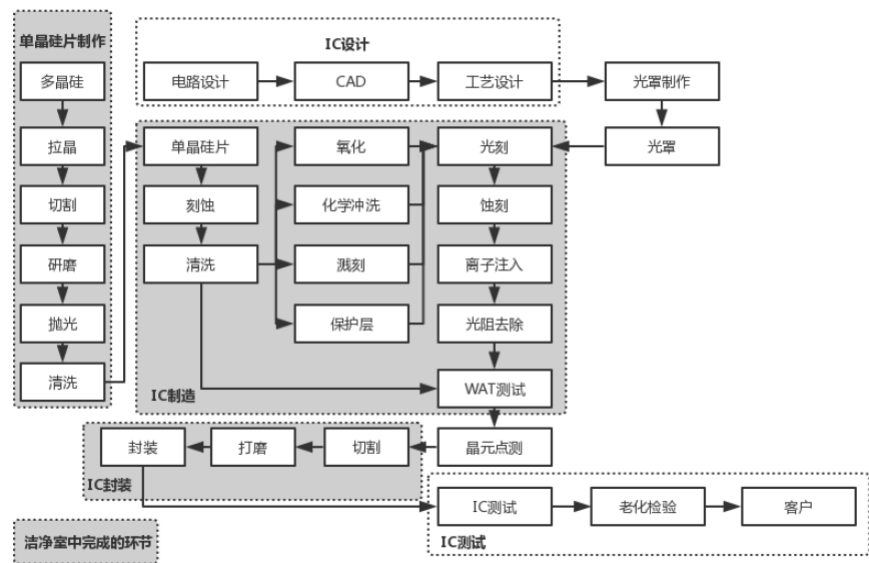
	酸性/ $\times 10^{-9}$		碱性/ $\times 10^{-9}$	有机物/ $\times 10^{-9}$		
	无机酸总量	有机酸总量	碱总量	挥发性有机物	乳酸乙酯	可疑性有机物
洁净室空气:光刻扫描仪	5	2	20	26	5	包含在挥发性有机物中
晶圆环境:光刻扫描仪	0.05	0.02	0.2	0.26	0.05	包含在挥发性有机物中
洁净室空气:涂布显影仪和检查工具	2	2	2	不相关	5	1
晶圆环境:涂布显影仪和检查工具	0.2	0.2	0.2	不相关	0.5	0.1
光罩储存器和曝光区	0.2	0.2	0.2	不相关	无定义	0.1
自对准多晶硅化	0.5	5.0	不相关	不相关	不相关	不相关
曝光晶圆加工(销结合)环境	0.5	0.5	2.0	不相关	不相关	不相关
曝光晶圆加工(铝结合)环境	0.5	无定义	无定义	不相关	不相关	不相关
栅极、炉管晶圆环境	不相关	不相关	不相关	20	不相关	不相关
	硫/ $\times 10^4$		其他/ $\times 10^{-9}$	难溶性化合物 $\times 10^{-9}$	金属	掺杂物
	H <sub>2</sub> S	总硫化物				
洁净室空气:光刻扫描仪	无定义	包含在酸和难溶性化合物中	无定义	0.1	不相关	不相关
晶圆环境:光刻扫描仪	无定义	包含在酸和难溶性化合物中	无定义	0.1	不相关	不相关
洁净室空气:涂布显影仪和检查工具	无定义	包含在酸和难溶性化合物中	无定义	无定义	不相关	不相关
晶圆环境:涂布显影仪和检查工具	无定义	包含在酸和难溶性化合物中	无定义	无定义	不相关	不相关
光罩储存器和曝光区	无定义	包含在酸和难溶性化合物中	无定义	无定义	不相关	不相关
自对准多晶硅化	无定义	包含在酸和难溶性化合物中	无定义	不相关	不相关	不相关
曝光晶圆加工(销结合)环境	1	2.5	1	不相关	不相关	不相关
曝光晶圆加工(铝结合)环境	无定义	无定义	1	不相关	不相关	不相关
栅极、炉管晶圆环境	不相关	不相关	不相关	不相关	10 原子/晶圆	不相关

数据来源:《半导体洁净室的空气净化技术综述(美埃)》, 华福证券研究所 \*国际器件和系统路线图指导性文件

中国半导体内循环开始, 洁净室多环节把控提升半导体良品率。2020 年, 疫情

造成全球物流中断，导致半导体全球供需失衡，同时中美科技战不断升级。2022年10月美国BIS发布对华出口管控，限制中国半导体以芯片领域为首的技术能力，加速推动了半导体产业链国产化扩产趋势。半导体制造环节中单晶硅片制作、IC制造和封装环节都须在洁净室内完成，因此洁净室工程是半导体集成电路制造环节中的关键一环，直接决定了产品良品率的高低。国产半导体产业链的景气周期将为以公司为首国内半导体洁净室企业迎来业绩增长。

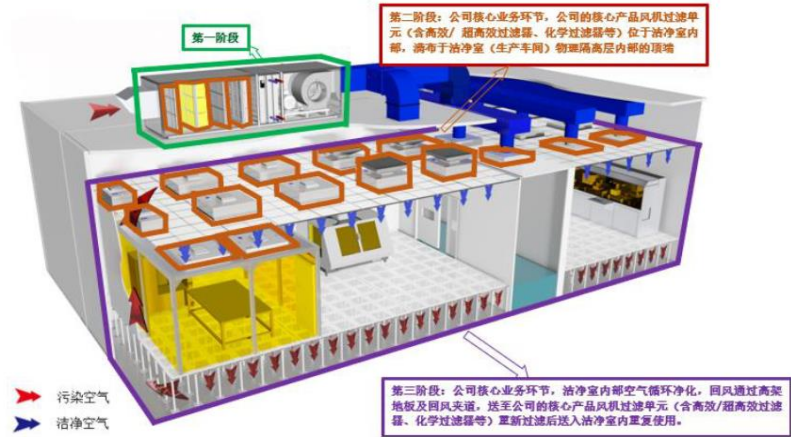
**图表 35：半导体制造-应用洁净室的环节流程（灰色部分）**



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

**半导体洁净室空气净化分三阶段。**半导体洁净厂房通常采用垂直单向流方式以位置洁净度，通过推出作用将室内污染空气排至室外达成净化目的。过程主要分为三个阶段：(1) 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，拦截空气中常见的大颗粒物。该环节位于洁净室物理隔离层壁板外部；第二、三阶段为公司核心业务环节：(2) 公司的核心产品风机过滤单元（含高效/超高效过滤器、化学过滤器等）位于洁净室内部，满布于洁净室（生产车间）物理隔离层内部的顶端，核心功能是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；(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，送至公司的核心产品风机过滤单元重新过滤后送入洁净室内重复使用。

图表 36: 公司半导体洁净厂房主要结构示意图



数据来源: 招股说明书, 华福证券研究所

### 3.2 医疗室内净化需求提高, 相关领域标准有望提升

公共卫生医疗系统提高空气净化要求。2020年, 我国公共卫生和疾病防控方面暴露出不少风险漏洞, 针对相关问题, 国内政府及相关部门陆续出台了相关政策及指导意见, 涉及高标准洁净病房、除菌洁净环境、负压病房等体系, 促进国内医疗净化系统建设高速增长。国内高标准的提升将为空气净化行业带来新业务增长点, 为公司生物医药领域的空气过滤业务发展带来积极影响。

图表 37: 公共卫生和疾病防控领域空气净化相关政策梳理

时间	政策	发布主体	主要内容
2020年5月9日	《公共卫生防控救治能力建设方案》	国家发展改革委、国家卫生健康委、国家中医药局	全面改善疾控机构设施设备条件, 实现每省至少有一个达到生物安全三级(P3)水平的实验室, 每个地级市至少有一个达到生物安全二级(P2)水平的实验室, 具备传染病病原体、健康危害因素和国家卫生标准实施所需的检验检测能力。
2020年7月30日	关于印发综合医院“平疫结合”可转换病区建筑技术导则(试行)的通知	卫生健康委办公厅、发展改革委办公厅	清洁区新风至少应当经过粗效、中效两级过滤, 过滤器的设置应当符合现行国家标准《综合医院建筑设计规范》(GB 51039)的相关规定。疫情时半污染区、污染区的送风至少应当经过粗效、中效、亚高效三级过滤, 排风应当经过高效过滤。

数据来源: 相关政府部门网站, 华福证券研究所

公司过滤器产品达医疗消毒除菌空气过滤效率要求。公司 H14-U17 高效过滤器技术效率满足了医疗消毒除菌空气针对空气过滤技术的要求, 公司的高效过滤器产品均遵循半导体洁净室最高标准, 因此产品具备技术壁垒优势, 可以完全满足公共医疗领域的洁净室标准。

**图表 38：医疗消毒除菌空气过滤技术法情况**

技术	过滤器产品	要求	过滤效率
空气过滤技术	超低阻高中效过滤器	物理阻隔方法,过滤器阻力小,但效率达高中效(对 $\geq 0.5\mu\text{m}$ 微粒效率达 70%~80%以上),重量轻,安装方便,适用于工作状态下的环境控制。	92%~98%
	高效过滤器	物理阻隔,无副作用,一次性,卫生部消毒规范指出净化室空气灭菌只用空气净化过滤方式,适用于工作状态下的环境控制。	99.999%~99.9999%

数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

**医药工业洁净室需求保持增长。**药品生产流程的要求同半导体制程一样严苛极端。根据 2020 年发布的国家要求，未通过《药品生产企业管理规范》认证的企业（获生产车间）一律停止生产，该要求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。“十四五”期间针对医药工业发展规划中，要求加快医药产业化技术突破，提升产业链稳定性，推动制造能力升级，随着医药行业研发投入增长，针对医疗工业洁净室的需求也会随之增长。

**图表 39：医疗工业洁净室相关政策梳理**

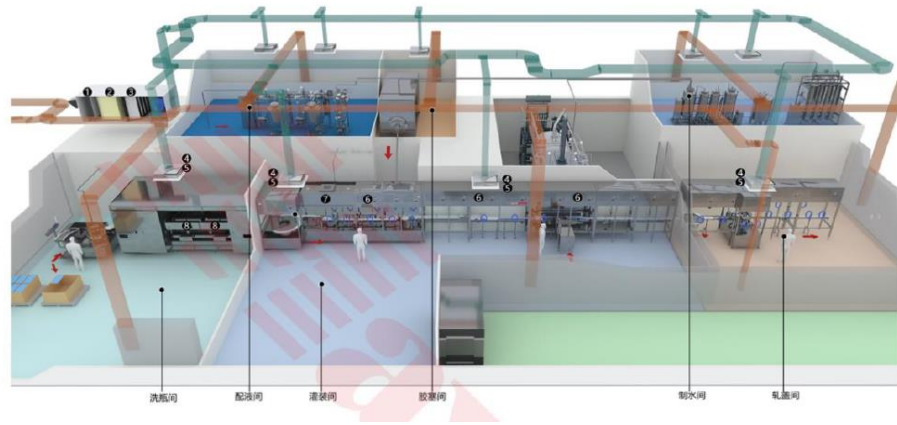
时间	政策	发布主体	主要内容
2018 年 5 月 1 日	《关于组织实施生物医药合同研发和生产服务平台建设专项的通知》	国家发展改革委、工业和信息化部等	提出重点支持一批高水平、国家化的综合性生物医药合同研发和生产服务平台建设，若力提升生物医药研发和生产服务能力，促进生物产业倍增发展，培育生物经济新业态新模式。同时，通过专项实施，有效支撑创新药物研发和产业化，力争达到每年为 100 个以上新药开发提供服务的能力；提高药品生产规模化、集约化水平和全产业链发展效率，支撑一批创新创业型中小企业发展；带动区域生物医药产业进一步高质量集聚，加快培育形成一批世界级生物医药产业集群。
2021 年 12 月 1 日	《“十四五”医药工业发展规划》	工业和信息化部、国家发改委等 9 部委	“十四五”期间,加快产品创新和产业化技术突破、提升产业链稳定性和竞争力、增强供应保障能力、推动医药制造能力系统升级、创造国家竞争新优势。到 2025 年医药工业营业收入、利润总额年均增速保持在 8%以上,增加值占全部工业的比重提高到 5%,全行业研发投入年均增长 10%以上,创新产品新增销售占到全行业营业收入增量比重进一步增长。

数据来源：发改委、工信部，华福证券研究所

**生物医药洁净室解决方案全面完善。**公司生产的各级别过滤器，使环境免受颗粒物及微生物的污染，并达到 GMP 规范要求的空气洁净度。针对生物医药行业，公司为洁净室内部的局部区域提供微环境超洁净解决方案，产品包含超薄型设备端自带风机过滤机组（EFU），有效结合大环境和高级别小环境的洁净度控制。此外，

公司生产的称量罩、层流罩、BIBO 系统等空气净化设备，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。

**图表 40：公司生物医药洁净室示意图**

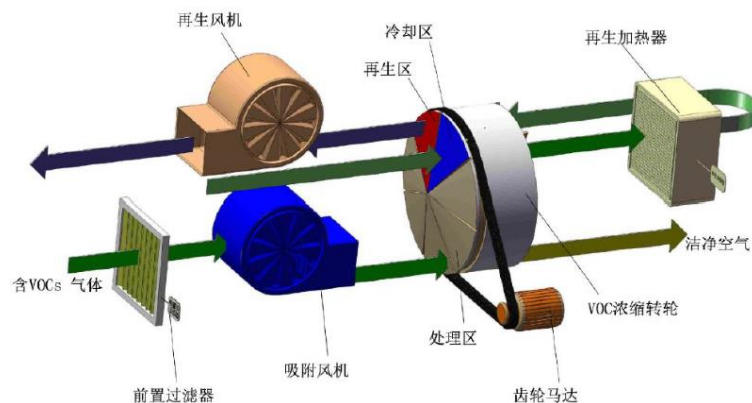


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

### 3.3 大气治理领域积极布局，配合国家“双碳”目标发展

大气治理领域为未来布局大方向。根据公司招股说明书，在工业生产加工的过程中，会产生油雾、粉尘、VOCs 等污染物质，不经有效过滤处置将会危机到人体健康并造成严重大气污染，公司目前针对不同工业废气进行治理，提供一系列环保排放治理产品，其中产品包括沸石转轮模块单元、VOCs 治理系统、油雾净化系统、工业除尘设备、滤筒除尘器等。随着大气环境污染问题凸显，以及国家“双碳”标的针对碳排放要求的提升，政府及公众对空气污染控制和治理的需求将加速推动公司大气治理业务的布局。

**图表 41：公司大气环境治理技术示意图**



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 42：公司工业废弃排放治理外观



数据来源：公司官网，华福证券研究所

#### 4 投资建议：给予公司“持有”评级

**核心假设：**基于公司历史业绩、针对各类产品募投扩产产能，以及公司业务下游领域半导体行业、生物医药行业、大气治理行业发展，我们对公司业务做出如下假设：

##### 风机过滤单元及过滤器产品：

公司募投资金 4.23 亿元，针对各种核心产品进行大幅扩产，目前产品受益于下游半导体、生物医药等行业需求增长，销量快速增加，预计满产后足够支撑 23、24 年业务增长需求。公司目前风机过滤单元及过滤器产品毛利率均保持在高位，我们认为随着募投项目的产能 23、24 年陆续投产后带来的规模效益，有助于带动毛利率增长，假设风机过滤单元及过滤器产品 23-25 年产品营收增速分别为 13.98%/33.78%/16.72%，毛利率分别为 31.75%/32.94%/34.26%。

##### 其他主营业务（包括空气净化系统）：

其他主营业务中主要为大气排放治理设备：包括粉尘治理系统，油雾净化系统及 VOCs 有机废气治理系统等，随着公司积极布局大气治理业务顺应“双碳”目标，预计带动业务收入大幅增长，并且由于大气排放治理设备整体毛利率低于空气净化系统，因此预计整体业务毛利率呈下降趋势。因此假设 23-25 年其他主营业务营收增速分别为 20.35%/57.01%/44.62%，2023-2025 年毛利率分别为 17.81%/17.09%/16.91%。

**期间费用率：**募投项目的扩产产能将会增强公司规模效应，预计未来销售费用



率和管理费用率将保持下降趋势，此外公司保持并增加研发投入，因此假设 2023-2025 年销售费用率分别为 6.0%/5.9%/5.8%；管理费用率分别为 4.3%/4.2%/4.1%；研发费用率分别为 4.3%/4.4%/4.5%。

**图表 43：美埃科技营业收入及成本预测（亿元）**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9.03	11.5	12.27	14.14	19.61	24.18
YoY	13.94%	27.33%	6.72%	15.26%	38.65%	23.34%
营业总成本	6.47	8.40	8.86	10.06	13.87	17.07
YoY	18.37%	29.88%	5.39%	13.64%	37.97%	22.90%
毛利率	28.34%	26.91%	27.82%	28.83%	29.18%	29.43%
风机过滤单元及过滤器产品收入	8.11	9.71	9.81	11.18	14.96	17.46
YoY	9.05%	19.74%	0.99%	13.98%	33.78%	16.72%
成本	5.76	6.99	6.76	7.63	10.03	11.48
毛利率	29.00%	28.02%	31.10%	31.75%	32.94%	34.26%
其他主营业务收入（包括空气净化系统）	0.92	1.78	2.46	2.96	4.65	6.73
YoY	88.97%	94.58%	38.01%	20.35%	57.01%	44.62%
成本	0.71	1.41	2.10	2.43	3.86	5.59
毛利率	22.49%	20.88%	14.80%	17.81%	17.09%	16.91%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

我们选取仕净科技、金海高科 2 家公司作为可比公司，2023-2025 年，可比公司 PE 估值平均值分别为 27.51、13.44、10.91 倍，高于公司估值水平。

**图表 44：美埃科技可比公司情况**

股票代码	简称	股价	EPS				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
301030.SZ	仕净科技	57.3	0.73	1.95	6.87	9.52	57.32	29.85	8.48	6.11
603311.SH	金海高科	11.38	0.32	0.45	0.62	0.72	38.12	25.17	18.4	15.71
	平均						<b>47.72</b>	<b>27.51</b>	<b>13.44</b>	<b>10.91</b>
688376.SH	美埃科技	33.8	0.92	1.37	1.93	2.39	36.91	24.71	17.50	14.13

数据来源：Wind，华福证券研究所注：股价取自 2023 年 8 月 4 日，未覆盖的公司采用 Wind 一致预期

公司作为半导体洁净室龙头企业，下游多行业景气度高，募投项目各产品有望倍增扩产解决产能超负荷情况，满足下游领域需求放量，继续扩张市场规模。公司具备半导体洁净室尖端技术，较于同行企业技术壁垒高。我们预测 2023-2025 年公司的营业收入分别为 14.14、19.61、24.18 亿元，分别同比增长 15.26%/38.65%/23.34%；2023-2025 年归母净利润分别为 1.84、2.60、3.22 亿元，分别同比 49.39%/41.21%/23.84%。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.37、1.93、

2.39 元，对应 PE 分别为 24.71、17.50、14.13 倍。结合公司和可比公司情况，给予 2023 年 30 倍 PE 估值，目标价 41.04 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

**下游半导体行业波动风险：**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，若半导体行业新增投资受阻或发生其他不确定性波动，可能对公司未来经营业绩产生不利影响。

**产能释放不及预期的风险：**公司募投项目针对各产品及解决方案进行扩产，未来有一定产能释放不及预期的风险，影响公司盈利释放时点。

**技术升级迭代风险：**公司所处行业要求不断地进行技术升级迭代，如果公司未来不能持续跟踪行业技术和产品的发展趋势，并针对下游市场应用需求及时进行技术升级迭代，可能对公司未来业绩增长产生不利影响。

**研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。



## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn