

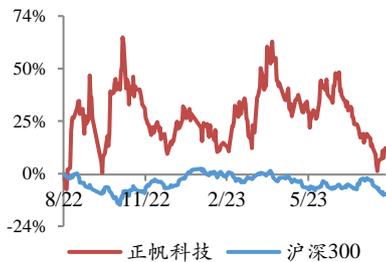
国内领先的工艺介质系统供应商，逐渐向 Opex 业务延伸

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-08-29

收盘价（元）	36.33
近 12 个月最高/最低（元）	48.22/27.33
总股本（百万股）	279
流通股本（百万股）	279
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	101
流通市值（亿元）	101

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001
电话：13560087214
邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003
电话：18616395733
邮箱：zhangfan@hazq.com

主要观点：

- **国内领先的工艺介质系统厂商，由 Capex 业务逐渐向 Opex 业务延伸**
公司创立于 2009 年，是一家致力于为泛半导体、光纤通信、医药制造等行业客户提供工艺介质和工艺环境综合解决方案的高新技术企业。作为国内较早开展为泛半导体行业客户提供超高纯工艺介质供应系统的专业供应商，公司具有微污染控制、流体技术、工艺安全等技术的独特优势，由此延伸出流体系统装备、高纯气体等产品和业务，并凭借在相关领域对客户的工艺流程、关键设备和运营管理深刻理解的基础上，持续为客户提供 MRO 综合服务。
- **下游需求增长+国产替代目的强化，共同推动公司 Capex 业务增长**
公司 Capex 业务主要包括高纯工艺介质系统（例如电子工艺设备、生物制药设备等）以及 Gas box，被广泛应用于半导体、光伏、生物制药、平板显示等领域。
 - 1) 高纯工艺介质系统：根据我们测算，国内半导体用工艺介质系统市场约 117 亿元。我们认为，受中美科技战影响，代工厂 Capex 进行国产替代的目的性加强，公司产品有望从中受益。在光伏领域，随着 TOPCon 扩产，公司相关工艺介质系统收入也有望随下游市场扩张而增长。在生物制药领域，随着国内生物制药市场的稳步发展，公司生物制药设备的收入也有望持续提升。
 - 2) Gas box：国内半导体用 Gas box 市场规模约 50 亿元，然而国产化率不足 10%，国产替代需求强烈。公司 Gas box 已逐步被国产工艺设备头部厂商北方华创、拓荆、晶盛等采用，在手订单充足，且订单量有望受益于国产替代而持续提升。
- **积极向气体业务延伸，多个项目将于 23H2 投产，促进公司长期发展**
公司的气体业务包括前驱体、电子特气与大宗气体。国内市场规模约 2000 亿元。本土特种气体企业实力逐渐增强，但对比海外企业仍有差距，国内气体市场仍被海外企业占据大部分份额，尤其是前驱体产品。公司于 22 年和 23 年开展了多个气体和先进材料生产基地投建项目，其中“合肥高纯氢气项目”、“潍坊高纯大宗项目”、“丽水大宗气、混合气、特种气体项目”以及“铜陵电子材料项目”等项目将分别于 23 年下半年到 24 年逐步落成投产。公司在铜陵电子材料生产基地投建的前驱体制造基地将覆盖 20 余种前驱体产品，涉及硅基、金属基、High-K 和 Low-K 四大品类，目前正在客户导入阶段，预计 24 年逐步达到量产。随着公司气体产能逐渐爬坡，相关收入有望持续增长。
- **投资建议**
我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.14、5.69、7.64 亿元，对应 EPS 分别为 1.48 元、2.04 元和 2.74 元，最新收盘价对应为 PE 22.24、16.17、12.04x。首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

市场需求不及预期风险、竞争加剧风险、原材料采购风险、产能消化不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	27.05	38.19	51.85	65.50
收入同比 (%)	47.3%	41.2%	35.8%	26.3%
归属母公司净利润	2.59	4.14	5.69	7.64
净利润同比 (%)	53.6%	59.9%	37.6%	34.3%
毛利率 (%)	27.5%	28.0%	28.0%	28.0%
ROE (%)	10.7%	14.2%	16.3%	18.0%
每股收益 (元)	1.01	1.48	2.04	2.74
P/E	33.61	22.24	16.17	12.04
P/B	3.86	3.15	2.64	2.16
EV/EBITDA	29.92	18.18	13.36	10.18

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 设备材料服务三位一体，业绩持续增长	5
1.1 依托 CAPEX 业务，拓展 OPEX 业务助力未来可持续发展	5
1.2 股权结构稳定，重视研发投入	6
1.3 公司业绩稳步增长，盈利能力不断提升	7
2 积极推进 CAPEX 业务，拓展 GAS BOX 业务打开成长曲线	8
2.1 不同行业的高纯工艺介质系统功能侧重点各有不同	8
2.2 下游应用广泛，市场需求有望持续增长	10
2.3 国产化率不足 30%，公司具有较大成长空间	11
3.新增 GAS BOX 业务，在手订单充足	13
4 向气体业务延伸，促进公司长期发展	14
4.1 工业气体是生产制造中的关键性材料	14
4.2 国内工业气体市场规模约 2000 亿元，整体稳步发展	15
4.3 海外厂商占据主要市场，国产替代空间广阔	17
4.4 持续丰富气体品类+扩大服务半径，促进公司业绩提升	18
5.盈利预测与估值	19
5.1 盈利预测	19
3.2 公司估值	20
风险提示:	21
财务报表与盈利预测	22

图表目录

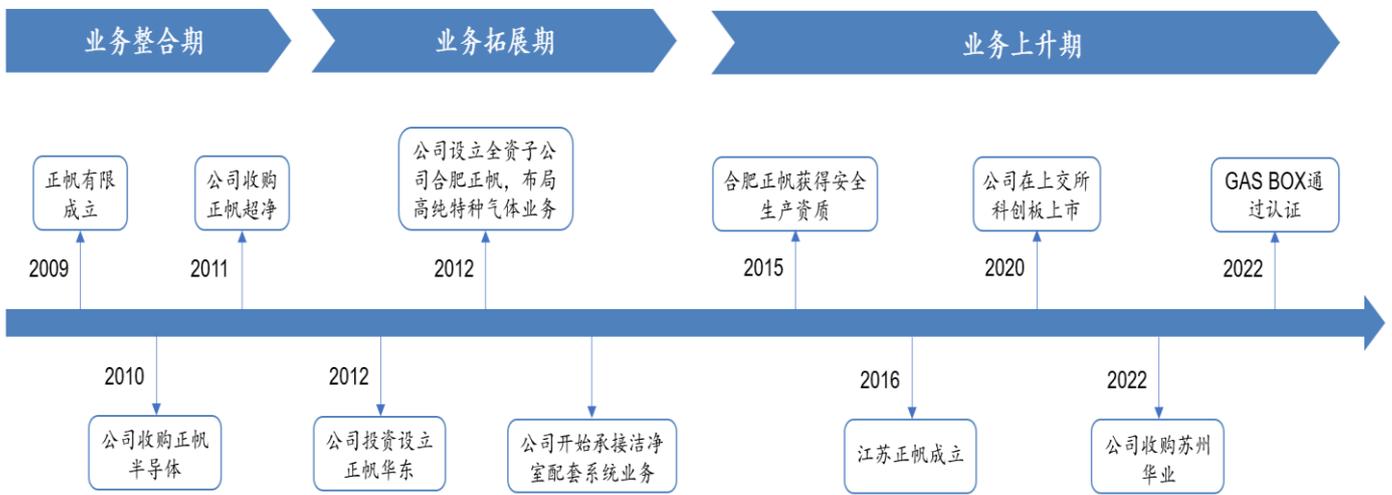
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司产品布局	5
图表 3 公司下游应用拆分	6
图表 4 公司股权结构情况 (截至 23 年 8 月 21 日)	7
图表 5 公司研发费用情况 (亿元)	7
图表 6 公司营收情况 (亿元)	8
图表 7 公司归母净利润情况 (亿元)	8
图表 8 公司销售毛利率、销售净利率情况	8
图表 9 高纯工艺介质供应系统示意图	9
图表 10 不同行业对工艺介质系统在纯度/工艺/安全控制上的侧重点对比	9
图表 11 高纯工艺介质供应系统的应用示例	10
图表 12 中国大陆半导体用高纯工艺介质系统市场规模测算	11
图表 13 中国电池片设备市场规模 (亿元)	11
图表 14 中国大陆医药制药用高纯工艺介质系统市场规模测算	11
图表 15 高纯工艺介质系统国产化率不足 30%	12
图表 16 公司产品所能满足的主要特点	12
图表 17 公司已进入的部分客户供应链示例	13
图表 18 GAS BOX 国产化率不足 10%	14
图表 19 工业气体下游应用	14
图表 20 工业气体市场规模占比	15
图表 21 工业气体的供气模式	15
图表 22 国内大宗气体市场规模 (亿元)	16
图表 23 大宗气体分类	16
图表 24 国内特种气体市场规模 (亿元)	16
图表 25 特种气体以电子特气为主	16
图表 26 国内半导体前驱体市场规模 (亿美元)	17
图表 27 本土大宗气体 CR4 市占率	17
图表 28 本土特种气体竞争格局	18
图表 29 全球半导体前驱体行业主要企业	18
图表 30 公司砷烷/磷烷关键杂质含量优于国家标准	18
图表 31 公司气体募投项目	19
图表 32 公司各业务盈利预测	20
图表 33 可比公司情况对比	20

1 设备材料服务三位一体，业绩持续增长

1.1 依托 CAPEX 业务，拓展 OPEX 业务助力未来可持续发展

公司是国内领先的工艺介质供应系统供应商，中国高新技术发展大潮中的“卖铲人”和“卖水人”。公司创立于2009年，是一家致力于为泛半导体、光纤通信、医药制造等行业客户提供工艺介质和工艺环境综合解决方案的高新技术企业。作为国内较早开展为泛半导体行业客户提供超高纯工艺介质供应系统的专业供应商，公司具有微污染控制、流体技术、工艺安全等技术的独特优势，由此延伸出流体系统装备、高纯气体等产品和业务，并凭借在相关领域对客户的工艺流程、关键设备和运营管理深刻理解的基础上，持续为客户提供 MRO 综合服务。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

主营业务三位一体，立足 CAPEX 业务，拓展 OPEX 业务。按照业务内容划分，公司主要业务为向泛半导体、生物制药等高科技产业及先进制造业客户提供制程关键系统与装备、关键材料和专业服务的三位一体综合服务。制程关键系统与装备业务主要分为电子工艺设备和生物制药设备，关键材料业务主要是电子气体，专业服务业务主要为 MRO(维护 Maintenance, 维修 Repair 和运营 Operation)和 Recycle(循环再利用)业务。按照业务属性划分，可分为固定资产投资(CAPEX)业务和服务运营开支(OPEX)业务。CAPEX 业务主要包含电子工艺设备和生物制药设备，OPEX 业务主要包含电子气体和 MRO 业务。随着客户的新建产能逐渐投产达产，滞后于资本开支(CAPEX)的运营开支(OPEX)将逐渐上升。

图表 2 公司产品布局

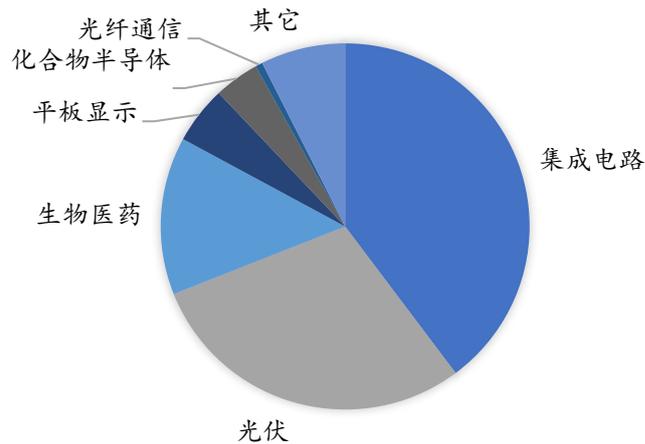
	细分产品	22 年收入占比	相关产品
CAPEX	电子工艺设备	70%	<ul style="list-style-type: none"> 特气柜 化学品中央供应柜 分流箱 化学品稀释混配单元 液态源输送设备

	生物制药设备	13%	<ul style="list-style-type: none"> 泛半导体设备流体配套模组 (Gas Box) 纯化水制备系统-PWG 注射用水设备 纯蒸汽发生器 疫苗抗体生产线 高端制剂生产线 超滤纯化设备
	OPEX		
	电子气体	9%	<ul style="list-style-type: none"> 电子特气：砷烷、磷烷等 电子大宗气体和高纯工业气体：高纯氮、氧、氩气、高纯氢气等 电子先进材料
	MRO	8%	技术改造、快速响应、TGCM 等专业服务

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司下游应用主要集中于集成电路、光伏、生物医药领域。公司下游包括集成电路、太阳能光伏、生物医药、半导体照明、平板显示、光纤通信等领域。其中，以集成电路、光伏、生物医药领域占比较大。2022 年，公司来自集成电路、光伏、生物医药的收入占比分别为 40%、29%、14%。

图表 3 公司下游应用拆分

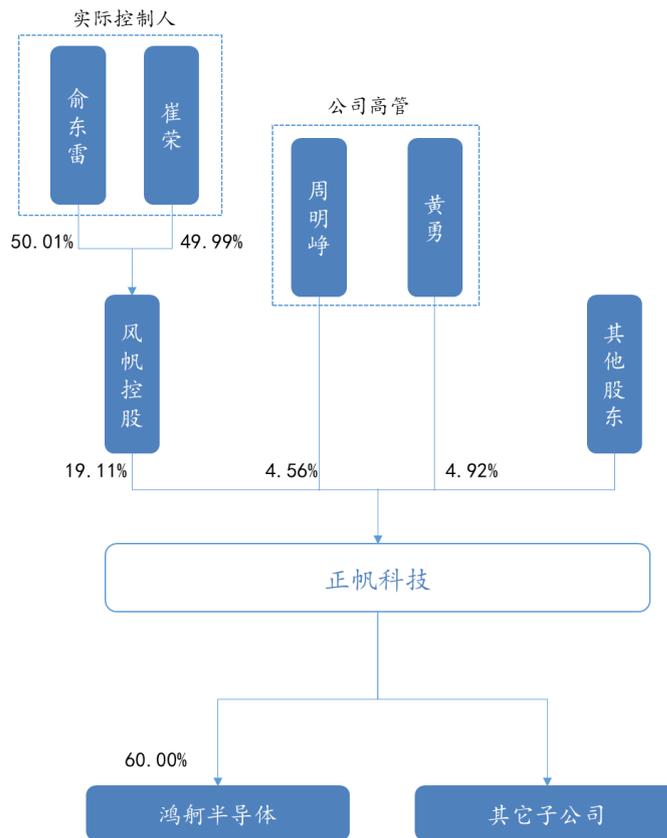


资料来源：公司 22 年年报，华安证券研究所

1.2 股权结构稳定，重视研发投入

风帆控股为公司大股东，股权结构稳定，实际控制人从业经验丰富。风帆控股是公司母公司，截至 23 年 8 月 21 日，风帆控股持有公司股权 19.11%。公司最终控制方为 YU DONG LEI (俞东雷) 与 CUI RONG (崔荣)，两人在风帆控股的持股比例分别为 50.01%和 49.99%。俞东雷在 2000 年-2009 年期间先后任职上海新帆纯超净技术有限公司和上海正帆超净技术有限公司任职，于 2009 年至 2021 年 11 月出任正帆科技总经理，现任正帆科技董事长。此外，公司高管周明峰、黄勇分别持有公司 4.56%、4.92%的股份。

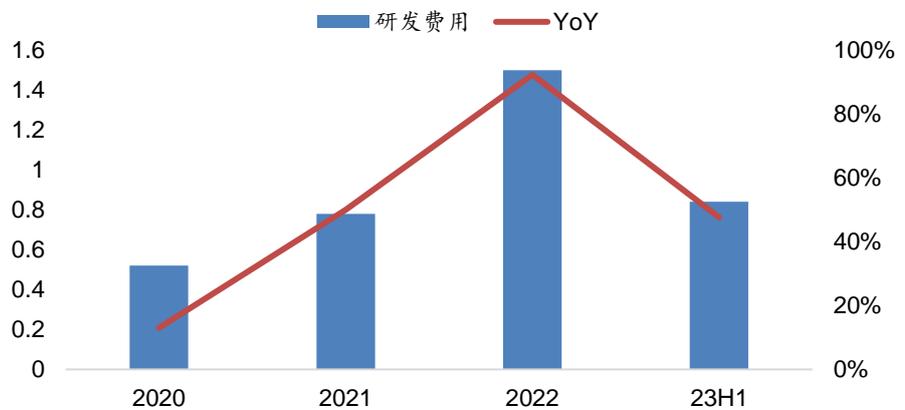
图表 4 公司股权结构情况 (截至 23 年 8 月 21 日)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司重视研发，研发费用逐年上升。公司自成立以来始终坚持自主研发的发展道路，专注于为下游客户提供关键材料从生产、储存、输配到循环利用的全流程综合解决方案，以电子工艺设备和生物制药设备的研发、设计和制造为切入点，向前端拓展以电子气体为核心的气体业务，向后端布局减排及资源再利用业务，实现产业链闭环。2020~2022 年，公司研发费用从 0.52 增长至 1.5 亿元；23H1 研发费用为 0.84 亿元，同比增长 48%。

图表 5 公司研发费用情况 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

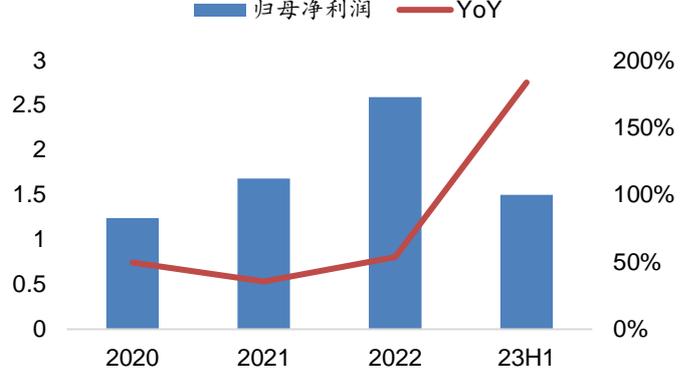
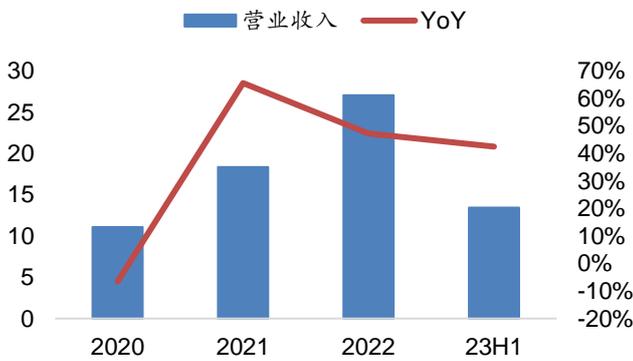
1.3 公司业绩稳步增长，盈利能力不断提升

营收与归母净利润均稳步提升。受下游行业市场规模扩大以及公司市场竞争力

不断提升等因素，从 2020 年至 2022 年，公司营业收入复合增长率为 56%，归母净利润复合增长率 45%，业绩稳步提升。23H1 公司营业收入为 13.44 亿元，同比增长 42.55%；归母净利润为 1.50 亿元，同比增长 183.54%。23H1，公司新签合同 35.9 亿元，同比增长 78.6%；在手合同 56.3 亿元，同比增长 73.8%。我们认为，公司充足的在手订单将成为公司业绩的强劲支撑，推动公司业绩持续增长。

图表 6 公司营收情况 (亿元)

图表 7 公司归母净利润情况 (亿元)

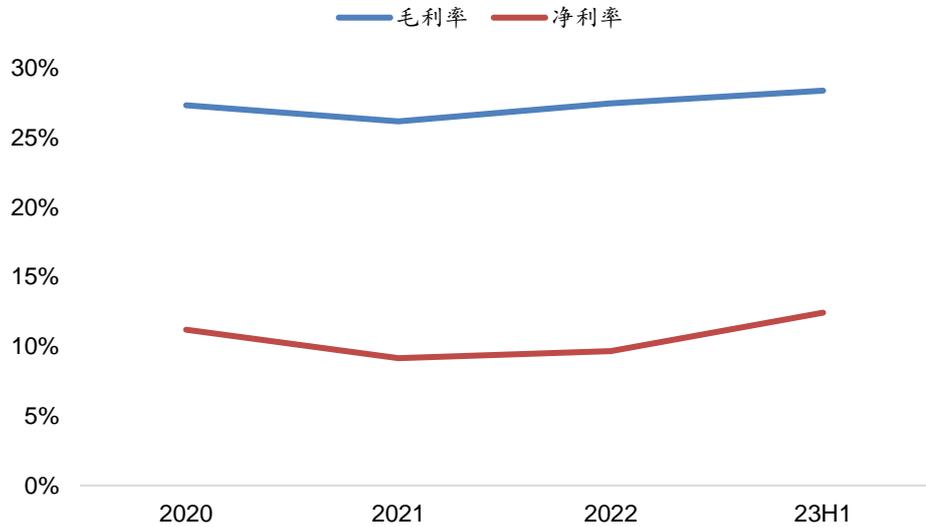


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

公司销售毛利率与净利率均呈上升趋势。2020~2022 年，公司毛利率稳定维持在 25% 以上，23H1 毛利率约 28.38%，同比增长 2.2pct。自 21 年以来，公司净利率稳步增长，23H1 净利率约 12.42%，同比增长 6.76pct。

图表 8 公司销售毛利率、销售净利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

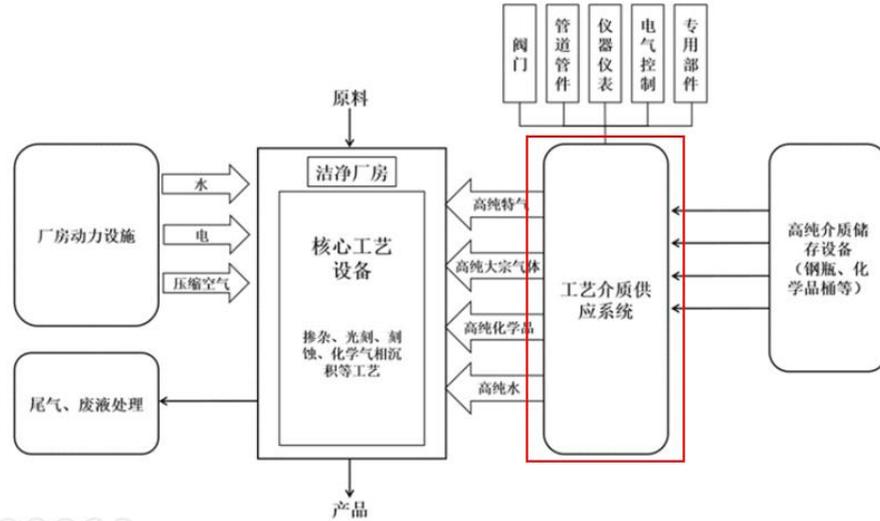
2 积极推进 Capex 业务，拓展 Gas box 业务打开成长曲线

2.1 不同行业的高纯工艺介质系统功能侧重点各有不同

高纯工艺介质系统用于帮助 FAB 制造厂商把高纯气体、湿化学品和先进材料供

应至工艺机台设备。工艺介质系统的主要功能在微充分保证质量和安全的前提下，按照工艺需求的流量及压力，将气体、化学品、水等介质输送到各个工艺环节，在整个过程中实现“输送分配、蒸发冷凝、混合稀释”等功能。

图表 9 高纯工艺介质供应系统示意图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

高纯工艺介质系统需满足客户在纯度控制、工艺控制及安全控制方面的核心诉求，不同行业对功能的侧重点各有不同。高科技制造业在生产过程中，存在多种特殊制程，对工艺精度、工艺介质（比如高纯气体、高纯湿化学品、高纯先进材料等）和工艺环境都有较高要求，工艺中会用到大量高纯、超高纯（ppt 级别）的干湿化学品或先进材料，对介质输送系统的要求极其严格。纯度控制、工艺控制与安全控制是 FAB 制造厂商在使用高纯工艺介质系统时需要被满足的三大核心诉求。基于自身工艺的特点，不同行业的客户均有功能上的侧重点。

图表 10 不同行业对工艺介质系统在纯度/工艺/安全控制上的侧重点对比

	纯度控制	工艺控制	安全控制
集成电路	对颗粒尺寸、浓度、水分含量、氧分含量、金属离子含量等微污染物的控制要求更为严格	用到的特气种类较多，每种气体使用量较小，但对压力、流量等稳定性要求极高	特种气体或化学品种类多，物化特性差异大，系统中检测或控制点较多，因此需要针对性地建立安全控制策略
光伏	对微污染物的控制与检测能力标准低于集成电路行业	所使用的 SiH4 有大流量的特点，需降低气体输送过程中相变效应和焦耳-汤姆逊效应的影响，实现稳定输送	部分气体、化学品用量大且性质各异（例如易燃易爆气 SiH4）。若设备宕机，可能波及的产线较多，因此会考虑冗余设计，防止个别模块的故障对整个系统造成损害
平板显示	对微污染物的控制与检测能力标准低于集成电路行业	对化学品的流量及日用量需求极大，对稀释混配的精度要求高	部分气体、化学品用量大且性质各异（例如毒性气体 Cl2）。若设备宕机，可能波及的产线较多，因此会考虑冗余设计，防止个别模块的故障对整个系统造成损害
光纤	对微污染物的控制与检测能力标准低于集成电路行业	涉及较多介质相态转换的情况，所以对加热功率的控制及蒸发气体	需对介质相态转换过程中的加热过程进行多点温度监控，避免加热

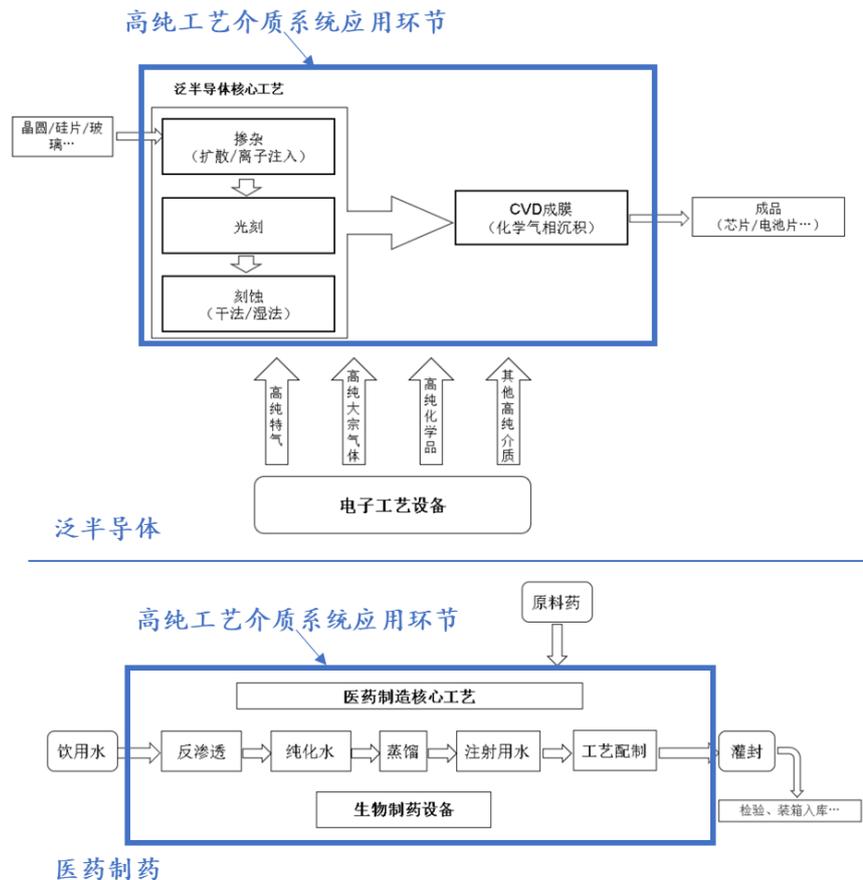
		的稳定性要求高	体内介质压力过高引发系统损坏乃至爆炸风险
半导体照明	对特定的工艺及微污染物有严格要求（例如在生产蓝光 LED 时需要特别控制氨气中的水分含量、避免影响产品亮度）	所使用的 NH3 有大流量的特点，需降低气体输送过程中相变效应和焦耳-汤姆逊效应的影响，实现稳定输送	部分气体、化学品用量大且性质各异（例如毒性气体 NH3）。若设备宕机，可能波及的产线较多，因此会考虑冗余设计，防止个别模块的故障对整个系统造成损害
医药	需要参考药品药典标准，对微生物、内毒素等生物污染以及颗粒物、有机物等生物污染进行控制，避免影响药品质量	高度关注配药过程中物料的分散及混合、定量配比等工艺，保障药品的浓度、均匀性特性符合要求	关注容器与管道的超压安全以及蒸汽高温安全，同时重点控制医药配液过程的交叉污染，以保障产品质量安全

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

2.2 下游应用广泛，市场需求有望持续增长

高纯工艺介质系统被广泛应用于泛半导体、医药等应用。泛半导体（集成电路、光伏等）、医药制药等领域均需要用到高纯工艺介质系统。例如，在泛半导体领域中，高纯工艺介质系统会被用于掺杂、光刻、刻蚀、化学气相沉积等核心工艺中；在医药制药中，高纯工艺介质系统会被用于提供纯化水、注射用水等核心原料。

图表 11 高纯工艺介质供应系统的应用示例



资料来源：公司简易增发说明书，华安证券研究所

预计 23 年中国大陆半导体行业工艺介质系统市场约 16 亿美元。根据 IC Insights, 预计 2023 年全球半导体资本开支约 1560 亿美元。根据前瞻产业研究院，中国大陆

晶圆制造产值约占全球的 16%。假设中国大陆半导体晶圆厂资本开支占全球比与中国大陆晶圆制造产值占全球比一致，则可推算出 23 年中国大陆半导体晶圆厂资本开支约 250 亿美元 (1560 亿美元*16%≈250 亿美元)。根据公司，高纯工艺介质系统占资本开支的 5~8%，取中值为 6.5%，则可测算出 23 年中国大陆半导体用高纯工艺介质系统市场规模约 16 亿美元 (1560 亿美元*16%*6.5%≈16 亿美元)。

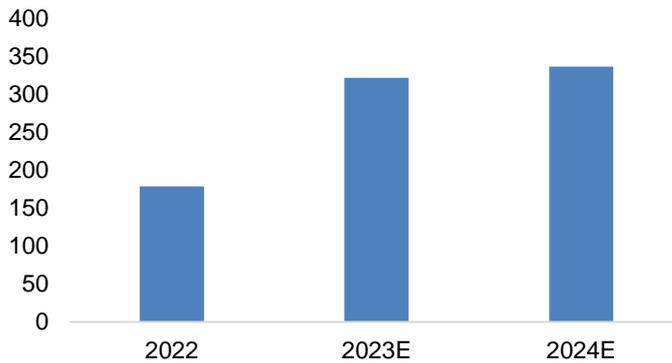
图表 12 中国大陆半导体用高纯工艺介质系统市场规模测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
全球半导体晶圆厂资本开支 (亿美元)	1061	1025	1131	1531	1817	1560
假设: 中国大陆半导体晶圆厂资本开支占全球比	16%	16%	16%	16%	16%	16%
中国大陆半导体晶圆厂资本开支 (亿美元)	170	164	181	245	291	250
假设: 高纯工艺介质系统占资本开支比	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
中国大陆高纯工艺介质系统市场规模 (亿美元)	11	11	12	16	19	16

资料来源: IC Insights、前瞻产业研究院、公司招股说明书, 华安证券研究所整理

电池片扩产推动光伏市场对于高纯工艺介质系统的需求增长。电池片的扩产及技术迭代为电池片设备带来巨大的市场空间。电池片设备主要包括清洗制绒设备、扩散炉、刻蚀设备等。根据中商产业研究院, 2022~2024 年国内电池片年均扩产约 160GW, 电池片设备市场规模预计将从 179 亿元增长至 337 亿元, 也带动了市场对于电池片用高纯工艺介质系统的需求。

图表 13 中国电池片设备市场规模 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 华安证券研究所

国内制药用高纯工艺介质系统市场规模约 27 亿元。从生物制药领域来看, 生物制药领域涉及大量高纯工艺介质供应系统, 包括制药级用水系统、物料工艺配液系统等。仅考虑制药用水和抑制机械设备, 2020 年二者占制药设备的 6%。根据中商产业研究院与中国制药装备行业协会, 22 年国内医药制药设备市场规模约 444 亿元。假设 22 年高纯工艺介质系统占医药制药设备的至少 6%, 则 22 年医药制药用高纯工艺介质系统市场规模约 27 亿元。

图表 14 中国大陆医药制药用高纯工艺介质系统市场规模测算

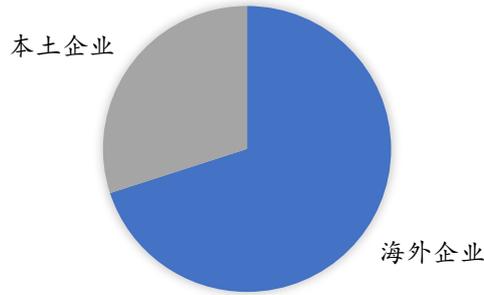
	2018	2019	2020	2021	2022
中国大陆制药设备市场规模 (亿元)	285	323	359	395	444
假设: 高纯工艺介质系统占设备比	6%	6%	6%	6%	6%
中国大陆高纯工艺介质系统市场规模 (亿元)	17	19	22	24	27

资料来源: 中商产业研究院、中国制药装备行业协会、前瞻产业研究院, 华安证券研究所整理

2.3 国产化率不足 30%, 公司具有较大成长空间

高纯工艺介质系统国产化率不足 30%，仍有较大提升空间。随着国家半导体等战略新兴产业的迅猛发展，电子工艺设备需求迅猛增大。但大部分市场由美国、韩国、日本等海外供应商及中国台湾半导体供应商占比，中国大陆企业市占率较少。随着国内泛半导体行业的不断成长，加之中美科技竞争的“倒逼”，国内企业正在快速增长。根据公司公告，高纯介质供应系统的市场占有率目前不足 30%，仍有较大成长空间。

图表 15 高纯工艺介质系统国产化率不足 30%



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司产品满足客户在纯度/工艺/安全控制的核心诉求。在纯度控制方面，公司能够应用介质供应系统微污染控制技术，对各环节工艺进行有效改良，结合下游客户的工艺特点开发出对应纯度级别的产品。在工艺控制方面，公司能够根据不同的工艺介质特性、用量要求为客户提供最优方案，解决各类流体控制问题，确保客户持续稳定的气液供应。在安全控制方面，公司将安全控制方案运用于电子工艺设备和生物制药设备的整个生命周期，为客户提供可靠的安全保障。

图表 16 公司产品所能满足的主要特点

纯度控制			
测试项目	国家标准	某集成电路客户标准	公司测试结果
正压测试	充入氮气 24 小时内压降值不超过 1%	充入氮气 24 小时内无压降	充入氮气 24 小时内无压降
氨检测	漏率 $\leq 1.0 \times 10^{-9} \text{m bar.l/s}$	漏率 $\leq 1.0 \times 10^{-9} \text{mbar.l/s}$	$1.0 \times 10^{-12} \text{mbar.l/s}$
颗粒测试	大于 $0.1 \mu\text{m}$ 的颗粒数 ≤ 1 个/scf	大于 $0.1 \mu\text{m}$ 的颗粒数 ≤ 1 个/scf	0 个/scf
水分测试	微水分增量 $\leq 20 \text{ppb}$	微水分增量 $\leq 10 \text{ppb}$	微水分增量 2.9ppb
氧分测试	微氧分增量 $\leq 20 \text{ppb}$	微氧分增量 $\leq 10 \text{ppb}$	微氧分增量 2.4ppb
工艺控制			
工艺介质	公司成果示例		
气体	公司所开发的氨气供应系统流量可达到 2000slpm/套，硅烷供应系统流量可达到 500slpm/套		
湿化学品	公司开发了针对平板显示客户的定制化学品混配与输送系统，浓度误差范围在 $\pm 0.002\%$ 以内，混配能力可达 3000 m ³ /天		
安全控制			
生命周期	公司提供的保障示例		
系统安装时	<ul style="list-style-type: none"> 通过钢瓶自动防呆设计，防止客户因误拆钢瓶导致危险气体泄漏 通过多重冗余部件设计，确保关键部件故障时系统可以自动切换至备份部件从而维持安全运转等 		

系统安装完成后	公司将定制的操作规程提交给客户，指导供应系统的安全运行（系统方案中的气体、化学品监控平台可对工艺介质输送和使用过程进行监控和预警值，及时给予客户智能化的安全诊断及操作提示）
---------	--

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司在泛半导体、光纤通信、医药制造等领域均积累了强大的客户资源。公司客户包括中芯国际、京东方、三安光电、亨通光电、恒瑞医药等国内知名客户以及SK海力士、德州仪器等国际品牌客户。目前，公司已经能够与国外同业知名品牌同台竞争，并为客户提供核心解决方案。

图表 17 公司已进入的部分客户供应链示例

客户	项目情况	公司服务内容
中芯国际	12 英寸 14nm/28nm Fab 厂	气体供应系统
华润上华	8 英寸 Fab 厂	气体供应系统
重庆万国	12 英寸功率半导体	气体、化学品供应系统
英诺赛科	8 英寸氮化镓生产	气体供应系统
杭州中欣	8/12 英寸硅片生产	气体供应系统
重庆超硅	8/12 英寸硅片生产	气体、化学品供应系统
上海新昇	12 英寸硅片生产	化学品供应系统
京东方	10.5 代线 TFT-LCD	化学品供应系统
惠科集团	8.6 代线 TFT-LCD	气体、化学品供应系统

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

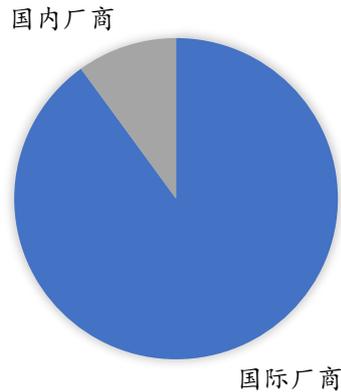
发行可转债项目，为正帆百泰新建生物医药核心装备及材料研发生产基地项目，进一步促进公司业绩增长。为打破国外长期对生物制药设备的垄断，为国内诸多生物制药企业提供安全可靠、性价比高的核心装备与耗材，公司于 23 年 5 月发布《向不特定对象发行可转债预案》，计划为正帆百泰（公司全资子公司）新建生物医药核心装备及材料研发生产基地项目。公司预计项目实施后，达产年销售收入为 5 亿元，年均销售利润 1.75 亿元，扣除各项摊销费用后年均净利润 0.85 亿元。总投资内部收益率为 18.99%，投资回收期 5.7 年。

3. 新增 Gas Box 业务，在手订单充足

Gas Box 是一种在半导体工艺设备侧的模组化气体供应系统，国内市场规模约 50 亿元。Gas Box 作为半导体干法设备中极为重要的通用子系统，在为设备制程精密供气的同时还需要防止各种毒性、可燃性气体的泄露，具体包含手动/气动截止阀，逆止阀、质量流量控制器、压力调节控制器、高精密度过滤器、垫片、镀银螺帽/螺丝等组件。由于具有极高的安全气密性、耐蚀性、小型化和控制精度要求，故具有较高技术门槛和行业壁垒。根据公司，国内半导体用 Gas Box 市场规模约在 50 亿元左右，且还在持续增长。

Gas Box 国产化率不足 10%。半导体的制造工艺品质需要物化到工艺设备上，而工艺设备品质的提升又强烈依赖于上游的材料和零部件、组件和子系统。由于国内半导体行业受到以美国为主的半导体技术发达国家的遏制，国内产业供应链受到影响，Gas Box 的国际供应商在国内的市占率依然在 90% 以上。

图表 18 Gas Box 国产化率不足 10%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司 Gas box 业务与高纯工艺介质设备业务均有技术协同性。公司顺应市场需求，开发了 Gas Box 业务（由子公司鸿舸承担）。Gas Box 与高纯工艺介质系统在技术上具有一定协同性，二者使用的超纯介质的纯度，最终都需要进入到设备的腔体中进行工艺，所以对零部件的要求几乎是一样的，只是在流量控制、压力控制等方面不太一样。

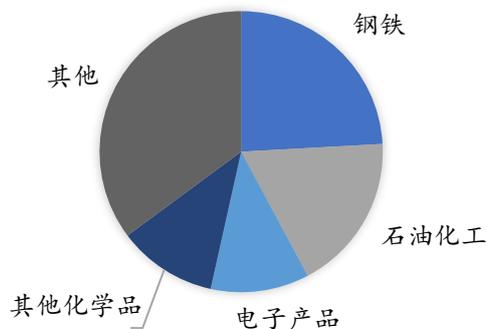
鸿舸（公司子公司）已进入北方华创、拓荆、晶盛等知名客户产业链，在手订单充足。公司作为较早进入到工艺设备上游国产替代行列的企业，产品已逐步被国产工艺设备头部厂商北方华创、拓荆、晶盛等采用，在手订单充足，其订单量有望受益于国产替代而持续提升。

4 向气体业务延伸，促进公司长期发展

4.1 工业气体是生产制造中的关键性材料

工业气体是工业生产制造中的关键性材料，下游应用广泛，新兴行业的占比将持续提升。工业气体是用于工业生产制造的气体，下游包括钢铁、石油化工、冶金、电子、环保新能源等行业。目前，钢铁、石油化工、冶金等传统行业对工业气体需求量较大。未来，在国家政策、技术创新等因素的推动下，电子、环保新能源等新型行业在工业气下游应用中的占比将逐步提升。

图表 19 工业气体下游应用

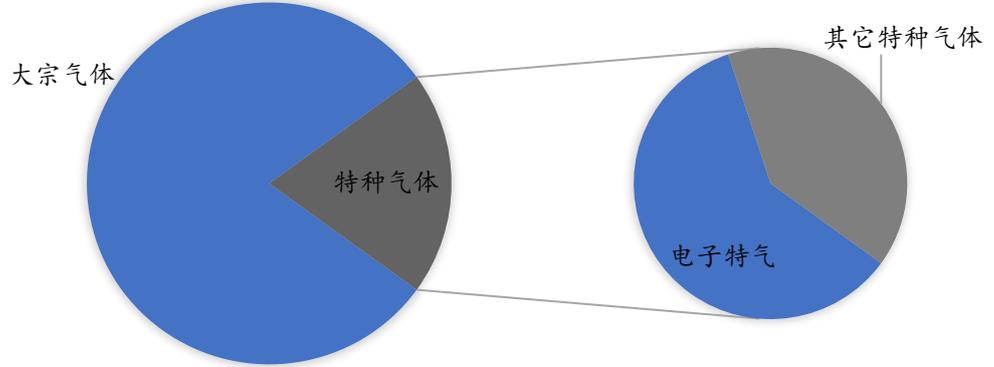


资料来源：亿渡数据，华安证券研究所

根据应用领域的不同，工业气体可分为大宗气体和特种气体。其中，大宗气体

是纯度要求低于 5N，产品产销量大的工业气体；特种气体则指被应用于特定领域，对纯度、品种、性质有特殊要求的工业气体。

图表 20 工业气体市场规模占比



资料来源：亿渡数据，华安证券研究所

工业气体的供气模式主要可分为瓶装供气、储槽供气和现场制气，可根据不同客户需求提供对应的供气模式。电子气体的供应模式主要可分为现场制气和零售供气，其中零售供气又可细分为储槽供气和瓶装供气。现场制气指在用户现场投资设备直接供气，或通过管道为一定区域内用户供气。储槽供气则适用于中等批量需求客户或用气需求波动较大、对多种气体有零碎需求的客户。而瓶装气体则主要用于满足现货市场需求，适合小批量气体用户。其中，电子大宗气体的供应模式通常为现场制气，电子特种气体的供应模式通常为零售供气。

图表 21 工业气体的供气模式

业务模式		盈利模式	规模	运输半径	合同期	特点
零售供气	瓶装气体业务	根据需要随时送达客户端	限于小批量气体用户	特种气体不受运输半径限制，大宗气体覆盖充气站半径 50km 左右	1-3 年	客户分布广泛，高度网络密集型，着重配送和交付能力
	储槽气体业务	通过低温槽车送达客户端，将低温液体产品储存在客户现场的储槽中，供客户规模要求自行气化使用	满足中等规模	200km 左右	3-5 年	要求客户关系和配送能力，易受市场影响
现场制气	在客户端制造现场制气装置通过管网供应气体	满足大规模用气需要	-	10-20 年	资本密集，服务要求高；技术和客户关系稳定；盈利能力持续性强，现金流稳定	现场制气

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

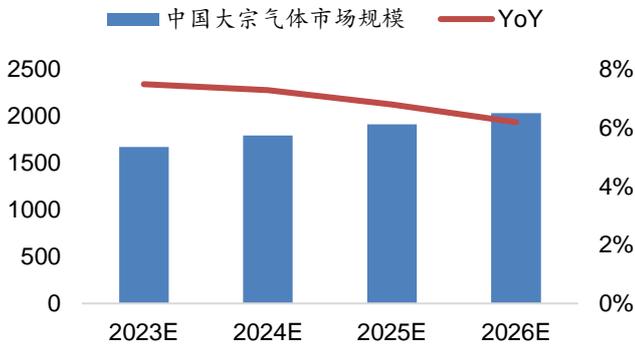
4.2 国内工业气体市场规模约 2000 亿元，整体稳步发展

大宗气体国内市场超过 1600 亿元，空分气体占据主要份额。大宗气体指大批量用于工业生产制造，纯度小于 99.99% 的气体，根据亿渡数据，2023 年国内大宗气体市场规模约 1672 亿元。根据制备方式的不同，大宗气体又可被分为空分气体和

合成气体。其中，空分气体占据大宗气体市场规模的九成以上。而空分气体中主要包括氧气、氮气、氩气等。

图表 22 国内大宗气体市场规模 (亿元)

图表 23 大宗气体分类



气体大类	市场占比	主要分类
空分气体	93%	氧气 (45%)
		氮气 (36%)
		氩气 (2%)
		其它气体 (10%)
合成气体	7%	二氧化碳 (2%)
		氢气 (2%)
		其它气体 (3%)

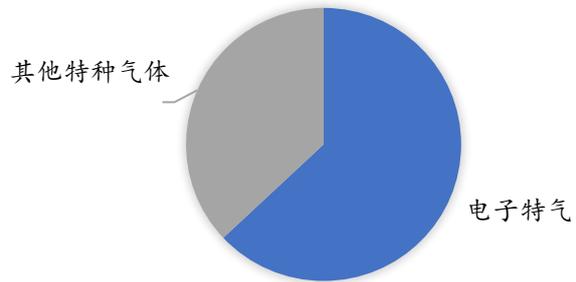
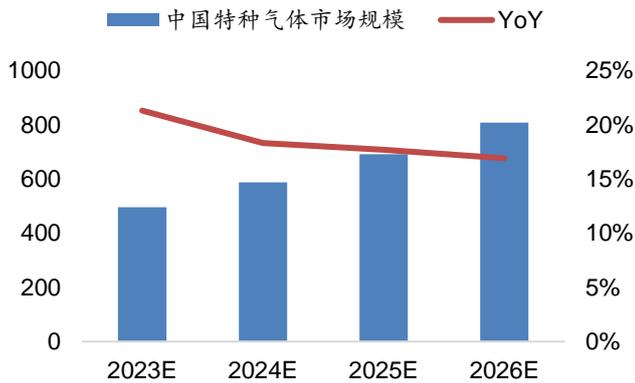
资料来源: 亿渡数据, 华安证券研究所

资料来源: 亿渡数据, 华安证券研究所

国内特种气体市场规模近 500 亿元, 其中电子特气占据较大份额。特种气体作为集成电路、液晶面板、LED、光伏等产业发展必不可少的关键材料, 受益于高新技术发展快速增长。根据亿渡数据, 预计 23~26 年, 国内特种气体市场规模将从 496 亿元增长至 808 亿元。从特种气体的细分市场来看, 电子特气份额占比较大。

图表 24 国内特种气体市场规模 (亿元)

图表 25 特种气体以电子特气为主

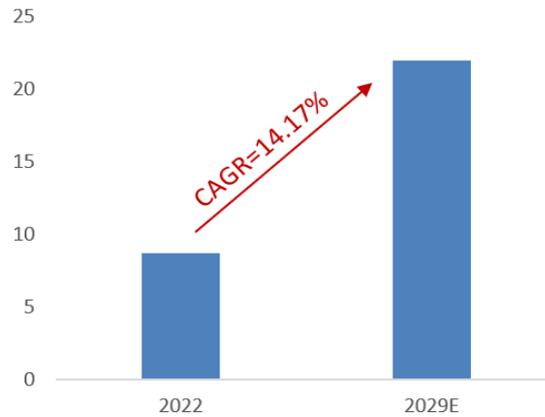


资料来源: 亿渡数据, 华安证券研究所

资料来源: 亿渡数据, 华安证券研究所

前驱体在集成电路薄膜沉积工艺中起到关键作用, 预计 29 年国内半导体前驱体市场将达到 22 亿美元。前驱体是集成电路制造中 ALD 和 CVD 薄膜沉积工艺的核心材料。未来, 随着集成电路先进制程占比上升, 在薄膜沉积工艺中起到关键作用的前驱体材料需求将进一步增长。根据 QY Research, 预计 22~29 年, 国内前驱体市场规模将从 8.7 亿美元增长至 22 亿美元, CAGR 约 14.17%。

图表 26 国内半导体前驱体市场规模 (亿美元)

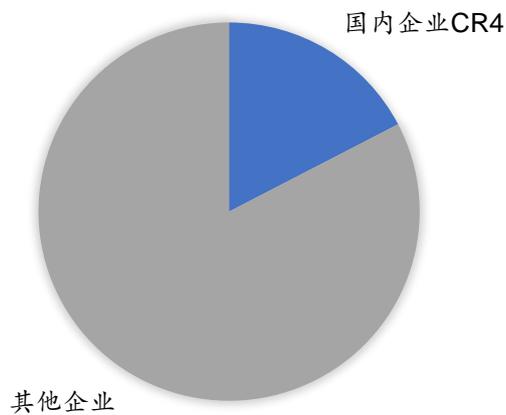


资料来源: QY Research, 华安证券研究所

4.3 海外厂商占据主要市场, 国产替代空间广阔

国内大宗气体市场主要被海外企业占据, 本土企业市场集中度较低。本土大宗气体企业 CR4 市占率约 17.35%, 集中度较低, 其中, 气体动力市占率约 12.27%, 杭氧股份市占率约 4.12%, 和远气体和凯美特气市占率分别为 0.58%和 0.38%。大部分市场份额被海外企业占据。

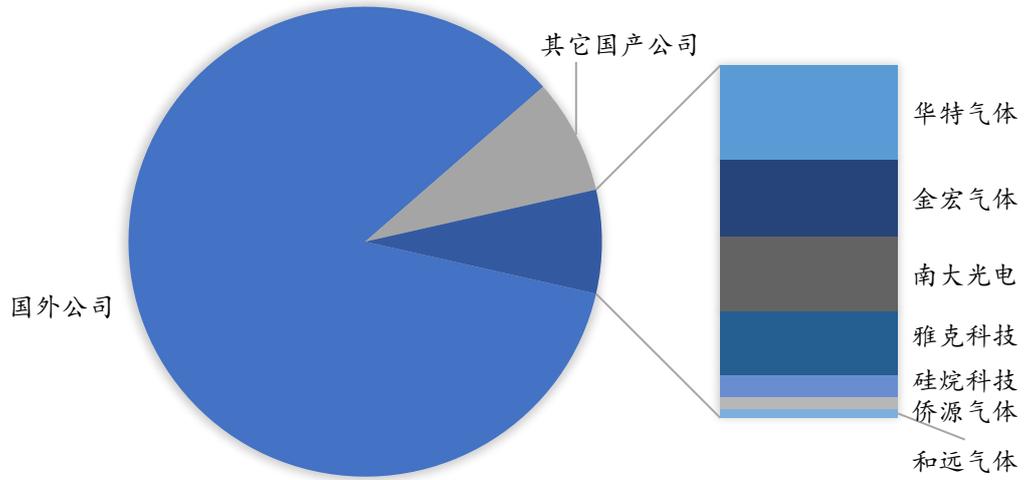
图表 27 本土大宗气体 CR4 市占率



资料来源: 亿渡数据, 华安证券研究所

本土特种气体企业实力逐渐增强, 但对比海外企业仍有差距, 国内特种气体市场仍被海外企业占据大部分市场。特种气体种类繁多, 单一品种产销量较小。本土企业在产品布局上距离海外企业已有一定差距, 因此, 虽然部分本土企业收入已具备一定规模性, 在部分细分领域产品优势明显, 但与海外企业相比仍有差距。

图表 28 本土特种气体竞争格局



资料来源：亿渡数据，华安证券研究所

海外企业深耕前驱体领域已久，主要供应商均为海外企业。前驱体材料具有技术门槛高、开发难度大等特点，国外企业深耕领域已久。目前全球 IC 前驱体主要供应商包括德国默克、法国液化空气集团等企业。本土企业中，雅克科技通过收购 UP Chemical 切入该领域。

图表 29 全球半导体前驱体行业主要企业

公司	国家	主营业务	所处行业
德国默克	德国	医药、SOD、前驱体、高性能材料等	医疗、化工、电子
法国液空	法国	各类气体、前驱体	医疗、化工、电子
SoulBrain	韩国	前驱体、SOD	半导体
三星 SDI	韩国	前驱体、SOD	半导体
DNF	韩国	前驱体	半导体
UP Chemical	韩国	前驱体、SOD	半导体
Versum 材料	美国	前驱体、蚀刻液、清洗液、抛光液	半导体

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

4.4 持续丰富气体品类+扩大服务半径，促进公司业绩提升

公司是国内少数能够稳定量产电子级砷烷、磷烷产品的企业，能够实现纯度 $\geq 99.9999\%$ 。公司的砷烷、磷烷均属于自研自产产品，是国内少数能稳定量产电子级砷烷、磷烷的企业之一，关键杂质含量优于《GBT 26250-2010 中华人民共和国国家标准电子工业用气体-砷化氢》、《GBT 14851-2009 中华人民共和国国家标准电子工业用气体-砷化氢》中的相关规定。目前，公司的砷烷、磷烷产品业务发展良好，已实现进口替代。

图表 30 公司砷烷/磷烷关键杂质含量优于国家标准

测试项目	砷烷		磷烷	
	国家标准	正帆科技	国家标准	正帆科技
纯度	$\geq 99.999\%$	$\geq 99.9999\%$	$\geq 99.9997\%$	$\geq 99.9999\%$
N ₂	<3 ppm	<0.25 ppm	<1 ppm	<0.25 ppm

O ₂ +Ar	<1 ppm	<0.05 ppm	<0.5 ppm	<0.10 ppm
CO	<1 ppm	<0.05 ppm	<0.5 ppm	<0.10 ppm
CO ₂	<1 ppm	<0.05 ppm	<0.5 ppm	<0.05 ppm
CH ₄	<1 ppm	<0.05 ppm	<0.2 ppm	<0.10 ppm
H ₂ O	<3 ppm	<0.10 ppm	<1 ppm	<0.10 ppm

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司气体业务由电子气体向大宗气体延伸，并扩大服务半径，有望促进公司相关业务收入增长。为进一步促进公司气体业务的收入，公司在合肥、潍坊、铜陵、丽水均进行了气体业务的布局。其中，“合肥高纯氢气项目”、“潍坊高纯大宗项目”、“丽水大宗气、混合气、特种气体项目”以及“铜陵电子材料等项目”将分别于 23H2 到 24 年逐步落成投产。随着公司气体项目爬坡，公司电子气体的收入有望持续提升。尤其是公司在铜陵电子材料生产基地投建的前驱体制造基地，将覆盖 20 余种前驱体产品，涉及硅基、金属基、High-Kh 和 Low-K 四大品类，目前正处于客户导入阶段，预计 24 年逐步达到量产。

图表 31 公司气体募投项目

项目	总投资额 (亿元)	拟投入募集资金金额 (亿元)	基本情况	经济效益
合肥高纯氢气项目	1.59	0.55	计划建成生产 1260 万立方氢气及 30 万瓶罐装特种气体项目	项目达产后，税后内部收益率为 33.58%
潍坊高纯大宗项目	1.50	0.74	计划建成年产 21271 万标准立方米（氧、氮、氩）产品的生产能力	项目达产后，税后内部收益率为 13.65%
铜陵正帆电子材料有限公司特气建设项目（二期）	3.50	3.50	计划建成年产 890 吨电子先进材料及 30 万立方电子级混合气体项目	项目达产后，税后内部收益率为 14.50%
正帆科技（丽水）有限公司特种气体生产项目	4.00	4.00	项目主要包括氢气、氮气、液氮、液氩、液氧、氦气，以及多种电子混合气、实验室气体、工业气、消防气体等	项目达产后，税后内部收益率为 17.88%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设 1：电子工艺设备：公司电子工艺设备下游应用包括半导体、光伏、平板显示、半导体照明等多个应用领域。我们认为，在半导体市场，受中美科技战影响，代工厂 Capex 进行国产替代的目的性加强，公司份额有望受益于国产替代而持续提升。在光伏市场，随着 TOPCon 扩产，公司相关收入也有望随下游市场扩张而增长。我们预计 23~25 年公司电子工艺设备收入将从 26.96 增长至 42.06 亿元。

关键假设 2：生物制药设备：公司生物制药设备的业务发展取决于生物制药市场的 Capex。我们认为，随着国内生物制药市场的稳步发展，公司生物制药设备的收入也有望持续提升。我们预计 23~25 年公司生物制药设备收入将从 4.13 增长至 5.47 亿元。

关键假设 3：电子气体：公司作为国内少数能够稳定量产电子级砷烷、磷烷产品的企业，其砷烷、磷烷产品业务发展良好，已实现进口替代。同时，公司“合肥

高纯氢气项目”、“潍坊高纯大宗项目”、“丽水大宗气、混合气、特种气体项目”以及“铜陵电子材料等项目”将分别于 23H2 到 24 年逐步落成投产。我们预计 23~25 年公司电子气体收入将从 4.61 增长至 14.75 亿元。

关键假设 4: MRO: 随着公司与下游客户的合作持续深入以及气体业务收入的增长, 公司 MRO 业务有望随之持续提升。我们预计 23~25 年公司 MRO 收入将从 2.45 增长至 3.18 亿元。

图表 32 公司各业务盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	27.05	38.19	51.85	65.50
YoY	47%	41%	36%	26%
综合毛利率	27%	28%	28%	28%
① 电子工艺设备				
收入	18.99	26.96	35.05	42.06
YoY	48%	42%	30%	20%
毛利率	28%	29%	29%	29%
② 生物制药设备				
收入	3.45	4.13	4.75	5.47
YoY	105%	20%	15%	15%
毛利率	24%	24%	24%	24%
③ 电子气体				
收入	2.43	4.61	9.22	14.75
YoY	38%	90%	100%	60%
毛利率	18%	19%	22%	24%
④ MRO				
收入	2.15	2.45	2.79	3.18
YoY	14%	14%	14%	14%
毛利率	41%	41%	41%	41%
⑤ 其它				
收入	0.04	0.04	0.04	0.04
YoY	-81%	2%	2%	2%
毛利率	46%	46%	46%	46%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.2 公司估值

公司主要业务包括高纯工艺介质系统、Gas box 以及工业气体, 2023 年可比公司 PE 均值为 33.63x。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.14、5.69、7.64 亿元, 对应 EPS 分别为 1.48 元、2.04 元和 2.74 元, 最新收盘价对应为 PE 22.24、16.17、12.04x。首次覆盖给予“增持”评级

图表 33 可比公司情况对比

代码	公司	归母净利润 (亿元)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603690.SH	至纯科技	4.69	6.18	8.11	21.27	16.13	12.30
688408.SH	富创精密	2.96	4.27	5.87	55.36	38.28	27.88

002430.SZ	杭氧股份	13.14	16.51	19.91	22.48	17.88	14.83
688106.SH	金宏气体	3.25	4.17	5.13	34.72	27.09	22.04
002409.SZ	雅克科技	8.40	11.90	15.27	34.32	24.25	18.89
平均					33.63	24.73	19.19

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

市场需求不及预期风险、竞争加剧风险、原材料采购风险、产能消化不及预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	47.47	58.00	73.09	90.22	营业收入	27.05	38.19	51.85	65.50
现金	12.24	8.34	9.02	9.56	营业成本	19.62	27.48	37.35	47.13
应收账款	8.21	11.60	15.75	19.89	营业税金及附加	0.11	0.16	0.21	0.27
其他应收款	0.27	0.38	0.52	0.66	销售费用	0.48	0.68	0.92	1.16
预付账款	1.41	1.92	2.61	3.30	管理费用	2.66	3.75	4.67	5.90
存货	19.83	28.24	35.28	44.51	财务费用	0.08	0.06	0.14	0.13
其他流动资产	5.51	7.51	9.91	12.31	资产减值损失	-0.08	0.00	0.00	0.00
非流动资产	12.07	15.71	18.18	20.51	公允价值变动收益	0.26	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.01	0.01	0.03	0.03
固定资产	5.24	6.54	7.70	8.71	营业利润	2.66	4.24	5.84	7.84
无形资产	1.49	2.13	2.77	3.41	营业外收入	0.02	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	5.34	7.04	7.72	8.39	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	59.54	73.70	91.27	110.73	利润总额	2.68	4.24	5.84	7.84
流动负债	34.23	43.02	54.90	66.71	所得税	0.07	0.11	0.15	0.20
短期借款	9.32	9.32	9.32	9.32	净利润	2.61	4.14	5.69	7.64
应付账款	10.52	13.74	18.68	23.56	少数股东损益	0.03	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	14.39	19.96	26.90	33.82	归属母公司净利润	2.59	4.14	5.69	7.64
非流动负债	1.18	1.44	1.44	1.44	EBITDA	3.05	5.19	7.02	9.16
长期借款	0.40	0.40	0.40	0.40	EPS (元)	1.01	1.48	2.04	2.74
其他非流动负债	0.78	1.03	1.03	1.03					
负债合计	35.41	44.46	56.33	68.15					
少数股东权益	0.05	0.05	0.05	0.05					
股本	2.74	2.78	2.78	2.78					
资本公积	14.79	15.59	15.59	15.59					
留存收益	6.55	10.82	16.51	24.15					
归属母公司股东权益	24.08	29.20	34.89	42.53					
负债和股东权益	59.54	73.70	91.27	110.73					

现金流量表				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1.62	-0.38	4.58	4.43
净利润	2.61	4.14	5.69	7.64
折旧摊销	0.58	0.89	1.04	1.20
财务费用	0.06	0.31	0.31	0.31
投资损失	-0.01	-0.01	-0.03	-0.03
营运资金变动	-5.06	-5.76	-2.43	-4.68
其他经营现金流	7.86	9.95	8.12	12.33
投资活动现金流	-3.30	-4.47	-3.59	-3.59
资本支出	-2.60	-3.10	-3.10	-3.10
长期投资	-0.84	-0.12	-0.12	-0.12
其他投资现金流	0.14	-1.25	-0.37	-0.37
筹资活动现金流	10.98	0.92	-0.31	-0.31
短期借款	8.52	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.40	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.17	0.04	0.00	0.00
资本公积增加	3.82	0.80	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1.94	0.08	-0.31	-0.31
现金净增加额	6.04	-3.90	0.68	0.54

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	47.3%	41.2%	35.8%	26.3%
营业利润	45.2%	59.6%	37.6%	34.3%
归属于母公司净利润	53.6%	59.9%	37.6%	34.3%
获利能力				
毛利率 (%)	27.5%	28.0%	28.0%	28.0%
净利率 (%)	9.6%	10.8%	11.0%	11.7%
ROE (%)	10.7%	14.2%	16.3%	18.0%
ROIC (%)	6.9%	10.5%	12.7%	14.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.5%	60.3%	61.7%	61.5%
净负债比率 (%)	146.7%	152.0%	161.2%	160.0%
流动比率	1.39	1.35	1.33	1.35
速动比率	0.70	0.58	0.57	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.57	0.63	0.65
应收账款周转率	4.10	3.86	3.79	3.68
应付账款周转率	2.32	2.27	2.30	2.23
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	1.48	2.04	2.74
每股经营现金流 (摊薄)	-0.58	-0.13	1.64	1.59
每股净资产	8.80	10.47	12.51	15.25
估值比率				
P/E	33.61	22.24	16.17	12.04
P/B	3.86	3.15	2.64	2.16
EV/EBITDA	29.92	18.18	13.36	10.18

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈耀波，华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验。

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业 2 年，证券从业 14 年，曾多次获得新财富分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。