

凯美特气(002549)

中国食品级二氧化碳龙头，电子特气打造新增长极

——凯美特气深度报告

深度报告

行业公司研究——化学制品行业一

证券研究报告

投资要点

中国食品级二氧化碳龙头，过去3年净利润复合增速达12%

公司是一家以石化尾气为原料的工业气体公司，主要生产食品级二氧化碳、氢气及其他可燃气，电子特气、双氧水等新产品有望在未来逐步放量。2020年食品级二氧化碳/氢气的收入及毛利占比分别为46%/29%、64%/23%。公司预计2021年上半年净利润同比增长80%-130%，业绩拐点显现。

传统业务：“碳中和”提升客户尾气回收积极性，产能扩张助力增长

公司上游为大型石化企业，客户更依赖于专业的第三方尾气处理公司。在“碳中和”的大背景下，客户对尾气回收的意愿增强，公司传统业务产能有望持续扩张。揭阳项目投产后有望新增20万吨二氧化碳、6000吨氢气以及30万吨高纯双氧水产能，完全达产预计新增年收入6.5亿元左右。

公司产能集中在东南沿海地区，为可乐的策略供应商，在高端市场（如可乐、啤酒），公司市占率高达70%以上。食品级二氧化碳市场空间20亿元左右，其中泛食品领域占比56%，公司综合市占率为12%，还有进一步提升空间。

新业务：电子特气新星，优先切入稀有气体及激光混配气

我国电子特气市场150亿元，复合增速20%左右，主要应用在集成电路、液晶显示、晶硅太阳能电池、光纤等领域，其中半导体市场所需电子特气占比达70%左右。我国电子特气国产化率约15%，行业的主要壁垒在于技术，具体包括混配精度要求高、分析检测与质量控制要求高、气体充装及储运要求高。

公司从事电子特气具备三大竞争优势：1）技术先进，信息化管理；2）产业闭环，成本优势；3）产品认证有序进行，潜在市场空间逐步打开。

公司电子特气项目（一期）于2020年底已投产，核心产品为高纯稀有气体（氦气、氖气、二氧化碳等）以及氟基混配气，主要应用在激光器、半导体等领域。据公告，项目达产后将贡献年收入1.3亿元（含税），利润总额0.73亿元。

盈利预测及估值

随着电子特气业务逐步放量，公司业绩有望加速增长。预计公司2021-2023年的归母净利润分别为1.3/2.1/3.9亿元，分别同比增长83%/56%/89%，复合增速为75%，对应PE分别为53/34/18倍。

公司成长性显著优于同板块可比公司。参考可比公司估值，给予2022年48xPE，对应合理市值为101亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	519	589	697	1155
(+/-)	1%	13%	18%	66%
净利润	72	132	206	390
(+/-)	-20%	83%	56%	89%
每股收益(元)	0.12	0.21	0.33	0.62
P/E	96	53	34	18
ROE	7.3%	12.9%	18.3%	29.6%
PB	7.1	6.6	5.8	4.8

评级

上次评级

当前价格

买入

首次评级

¥11.14

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

电话：021-80108036

邮箱：qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

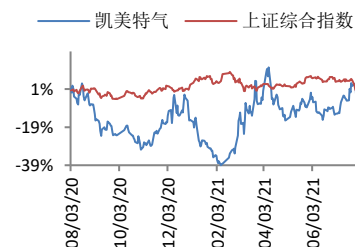
电话：18610723118

邮箱：wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理：张杨

电话：15601956881

邮箱：zhangyang01@stocke.com.cn



相关报告

投资故事

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 5.9/7.0/11.6 亿元，同比增速分别为 13%/18%/66%，综合毛利率分别为 47%/53%/54%。预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 1.3/2.1/3.9 亿元，分别同比增长 83%/56%/89%，三年复合增速为 75%。

公司 2021-2023 年 PE 分别为 53/34/18 倍，成长性显著优于同板块可比公司。给予公司 2022 年 48xPE，对应的合理市值为 101 亿元，现价 45% 空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

2021-2023 年我国电子特气市场复合增速 20%；2021-2023 年食品级二氧化碳市场复合增速 10%

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：1) 行业空间相对较小；2) 公司属于新进入者，产品市场认可度较低。

我们认为：1) 电子特气在芯片制造材料市场的份额为 14%，仅次于硅片材料的价值量。半导体产业正在经历向大陆转移的过程，行业历年复合增速约 20%，增速较快。我们预计电子特气国内市场规模为 150 亿元，全球 500-600 亿元，国内的电子特气厂家正在经历从 0 到 1 的过程，从国产替代到供应全球。2) 公司 2011 年登上资本市场，2013 年开始布局电子特气，2018 年吸收原林德普莱克斯高管技术团队，组建电子特种稀有气体子公司。公司竞争优势：学习欧美，技术先进，信息化管理；产业闭环，成本优势；产品认证正在有序进行。我们认为公司作为电子特气行业新贵，电子特气业务有望在未来三年贡献较大的业绩弹性。

● 股价上涨的催化因素

相干、阿斯麦等半导体设备企业认证通过；电子特气订单发布等

● 投资风险

上游石化企业产生经济共生风险；电子特气认证进度不及预期

正文目录

1. 中国食品级二氧化碳龙头，电子特气成为新增长极	5
2. 传统业务：国内最大食品级 CO₂ 供应商，产能扩张助增长	6
2.1. 与上游企业经济共生，尾气处理依赖于独立第三方气体公司	6
2.2. 食品级二氧化碳市场空间约 20 亿元/年，泛食品领域应用占 56%	7
2.3. 竞争优势：技术先进成本低、高端市场份额高、产能覆盖沿海地区	10
2.4. “碳中和”提升客户尾气回收积极性，揭阳项目拉开产能扩张序幕	12
3. 新业务：电子特气新贵，优先切入稀有气体及激光混配气	14
3.1. 我国电子特气市场 150 亿元，预计复合增速 20% 左右	14
3.2. 电子特气总体国产化率 15% 左右，国产替代加速进行	16
3.3. 一期电子特气已投产，认证完成后有望加速放量	17
4. 盈利预测及估值	20
4.1. 盈利预测：预计 2021-2023 年归母净利润复合增速达 75%	20
4.2. 估值：参照可比公司给予 2022 年 48 倍 PE，合理市值 101 亿元	22
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：2020 年营业收入 5.19 亿元，同比增长 1%	5
图 2：2020 年归母净利润为 0.72 亿元，同比下滑 19%	5
图 3：2020 年液体二氧化碳及氢气收入占比分别为 46%/29%	5
图 4：液体二氧化碳毛利率超 50%，2020 年下滑系工厂检修	5
图 5：祝恩福为实际控制人，直接或间接控制公司 46% 的股份（截止 2020.3.31）	6
图 6：公司已建设 7 家子公司，主要布局华南华中地区	6
图 7：与国内外大型石化企业合作，上游原料气稳定	6
图 8：海外二氧化碳主要应用于食品保鲜、碳酸饮料等领域	7
图 9：2020 年国内二氧化碳在泛食品领域的应用占比达 56%	7
图 10：近三年我国啤酒/碳酸饮料产量复合增速分别为 -8%/6%	8
图 11：我国啤酒/碳酸饮料每年所需二氧化碳为 50 万吨左右	8
图 12：2018 年我国气保焊机市场需求达 184 亿元，同增 7%	8
图 13：2018 年气保焊机销量占比达 32%，不断替代手工焊机	8
图 14：2017-2019 年公路冷链运输车保有量复合增速达 23%	9
图 15：我国冷链流通率及冷藏运输率与发达国家均有较大差距	9
图 16：预计 2020 年我国食品级二氧化碳需求达 226 万吨	9
图 17：公司二氧化碳生产主要包括压缩、净化、液化提纯及储存等四个工序	10
图 18：碳酸饮料为公司最主要的客户源（2009 年）	10
图 19：近年气体品类拓展，客户结构相应变化（2020 年）	10
图 20：公司与可乐、百事、娃哈哈等知名客户保持长期的合作关系	11
图 21：公司产能重点覆盖我国华中、华东、华南等区域	11

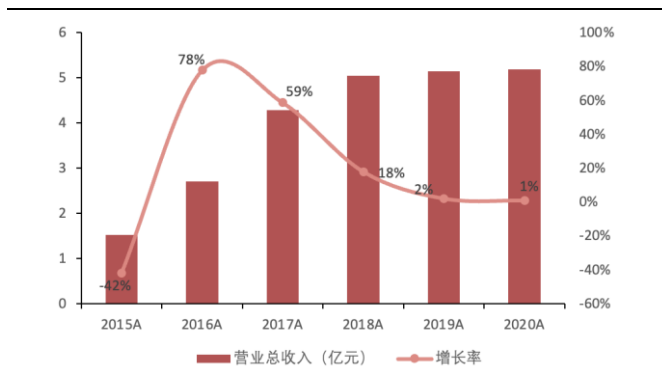
图 22: 我们预计公司食品级二氧化碳国内市占率约 12%左右	12
图 23: 电子特气属于工业气体, 主要应用在电子等领域	14
图 24: 电子气体占芯片制造材料市场的份额为 14%	15
图 25: 近五年中国集成电路产业销售额复合增速达 20%	15
图 26: 2019 年中国电子特气市场(半导体领域)约 84 亿元	15
图 27: 2018 年全球电子特气市场 CR4 达 94%	16
图 28: 2018 年国内电子特气市场外资企业占比 85%	16
图 29: 公司已建立起 ERP、MES 等在内的信息化管理平台	17
图 30: 气瓶追踪系统可实时监测气瓶状态	17
图 31: 公司力求实现电子特气原料、生产、包装、检测完整产业闭环	18
图 32: 公司正在进行中的重要认证: 太阳日酸、相干、阿斯麦等	19
表 1: 公司现有产能布局: 食品级液体二氧化碳产能达 46 万吨	12
表 2: 电子特气广泛应用在集成电路、液晶显示、晶硅太阳能电池等领域	14
表 3: 公司第一期电子特气产品: 主要涉及高纯稀有气体及混合气体等	17
表 4: 2021 年公司氦气产品率先实现销售, 合同总金额达 952 万元	18
表 5: 凯美特气分业务收入和盈利预测(单位: 亿元)	21
表 6: 预计公司 2021-2023 年的期间费用率分别为 27.9%/26.1%/20.1%	21
表 7: 凯美特气 2022 年 PE 估值 33 倍, 在同板块中估值偏低	22
表附录: 三大报表预测值	23

1. 中国食品级二氧化碳龙头，电子特气成为新增长极

公司是一家以石油化工尾气、废气、火炬气为原料，将其中有价值成分进行分离、液化、提纯形成产品的工业气体公司，主营产品包括液体二氧化碳及干冰、氢气、燃料气以及电子特种气体等。

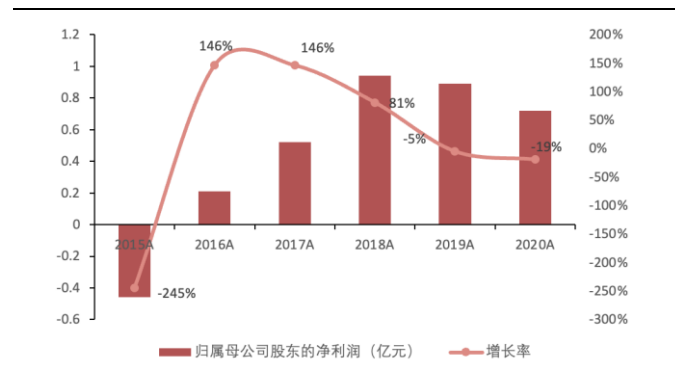
2020年公司营业收入为5.2亿元，与2019年基本持平；受疫情影响，2020年实现归母净利润0.72亿元，同比下滑19%。根据公告，公司预计2021年上半年净利润为0.56-0.71亿元，同比增长80%-130%。

图 1：2020 年营业收入 5.19 亿元，同比增长 1%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：2020 年归母净利润为 0.72 亿元，同比下滑 19%

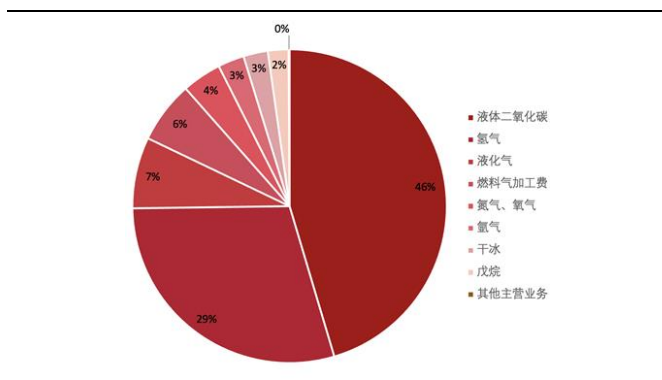


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

液体二氧化碳和氢气为公司核心产品，2020年两者收入占比分别为46%/29%，毛利占比分别为64%/23%。

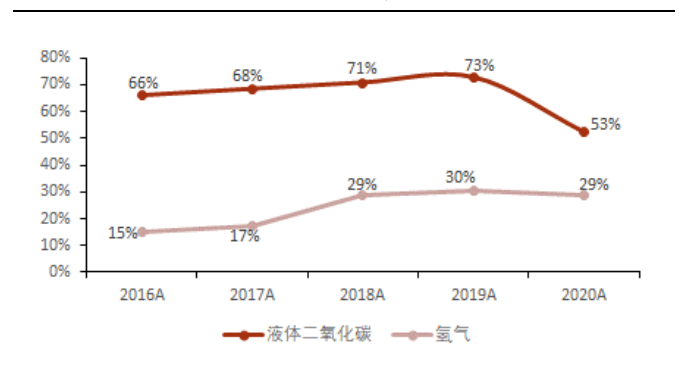
核心产品液体二氧化碳的毛利率达70%左右，2020年毛利率有所下降系惠州、岳阳、安庆三座工厂同时停产检修40天左右，长途调配成本增加。公司氢气产品的毛利率近三年约30%左右，较为稳定。

图 3：2020 年液体二氧化碳及氢气收入占比分别为 46%/29%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：液体二氧化碳毛利率超 50%，2020 年下滑系工厂检修



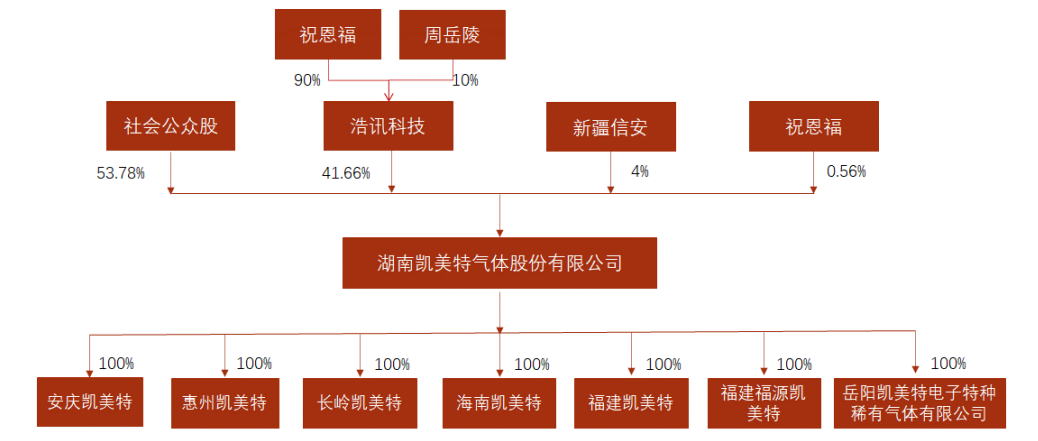
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司位于湖南岳阳，属外资企业，祝恩福为公司实际控制人，直接或间接控制公司46%的股份。根据2020年年报，公司主要控股子公司共7家：安庆、惠州、长岭、海南、福建、福建福源凯美特以及岳阳凯美特电子特种气体公司。

海南凯美特为花园式工厂，依托原海南美特的尾气回收装置通过进一步提纯，供应亚洲博鳌论坛会议氢能源用车所需的氢能原料以及后续支持海南氢能源岛的建设。

凯美特电子特气公司成立于 2018 年，现已建成并投入 12 套电子特种气体生产及辅助装置，全套装置源自美国技术，设备大部分采用国外进口。

图 5：祝恩福为实际控制人，直接或间接控制公司 46%的股份（截止 2020.3.31）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：福建凯美特与福建福源凯美特于 2021 年 4 月合并

2. 传统业务：国内最大食品级 CO₂ 供应商，产能扩张助增长

2.1. 与上游企业经济共生，尾气处理依赖于独立第三方气体公司

公司上游均为特大型的石化央企及海外跨国公司。这些企业生产经营稳定，能够为公司提供足量、稳定的原材料来源。

公司生产产品所需主要的原材料，即二氧化碳排放尾气的采购来自于上游大型石化企业，公司的生产经营受到上游石化企业生产经营节奏的制约。对上游石化企业来说，若独立从事废气回收、净化工作，需要额外增加人员、资产，在专业化分工逐步强化的行业背景下，上游企业更加依赖于专业的第三方尾气处理公司。

图 6：公司已建设 7 家子公司，主要布局华南华中地区



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：与国内外大型石化企业合作，上游原料气稳定



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

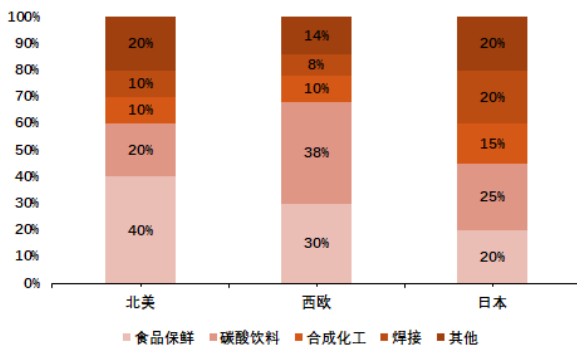
2.2. 食品级二氧化碳市场空间约 20 亿元/年，泛食品领域应用占 56%

二氧化碳按照纯度不同，可分食品级二氧化碳（分液态和干冰等）和工业级二氧化碳。近年来，食品级液态二氧化碳在在饮料、冶金、食品、烟草、石油、农业、化工、电子等众多领域的发展较快。

根据经纬万方资料显示，在北美、西欧、日本等发达国家或地区，二氧化碳主要应用在食品保鲜、碳酸饮料、合成化工、焊接等领域。其中食品（含保鲜及碳酸饮料等）分别占据北美/西欧/日本的 60%/68%/45%，系二氧化碳最为重要的应用领域。

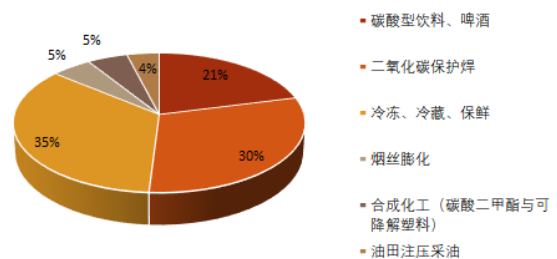
参考相关资料，我国二氧化碳主要应用在碳酸型饮料（含啤酒）、二氧化碳保护焊、冷冻保鲜、烟丝膨化等领域。我们预测 2020 年泛食品领域（碳酸饮料、生鲜冷链、烟丝膨化）的应用占比达 56%，工业领域（二氧化碳保护焊、合成化工、油田注压采油）等应用占比为 44%。

图 8：海外二氧化碳主要应用于食品保鲜、碳酸饮料等领域



资料来源：经纬万方，浙商证券研究所

图 9：2020 年国内二氧化碳在泛食品领域的应用占比达 56%



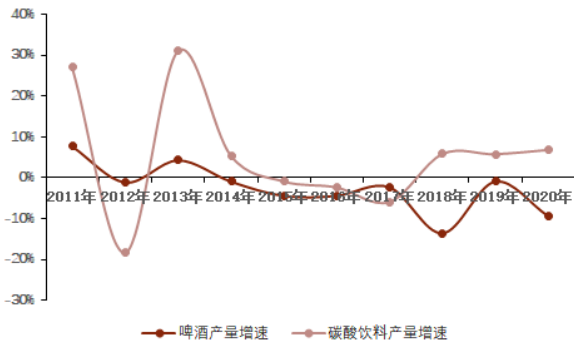
资料来源：经纬万方，浙商证券研究所

在啤酒生产过程中需要消耗大量的二氧化碳，部分来自于麦芽糖发酵过程，不足部分通过外购食品级液体二氧化碳补充。由于发酵产生的二氧化碳杂质较多，高端啤酒及精酿啤酒等外购食品级二氧化碳（纯度大于 99.998%）的比例提升。

根据国家统计局数据，2020 年我国啤酒产量为 3411 万千升，同比下降 9%；2020 年我国碳酸饮料产量为 1971 万吨，同比增长 7%。过去 3 年，我国啤酒及碳酸饮料产量的复合增速分别为-8%及 6%。

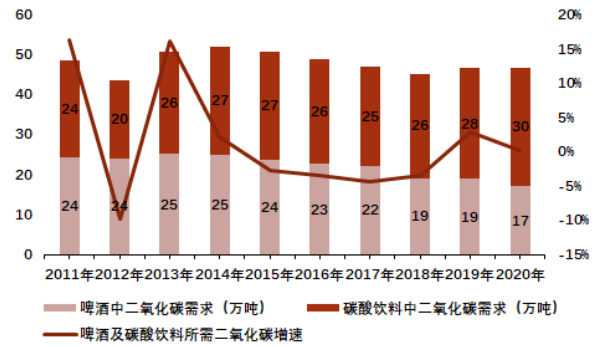
预计 2020 年我国啤酒及碳酸饮料所需食品级二氧化碳分别为 17 万吨和 30 万吨，近年来总市场约 50 万吨左右，行业已趋于稳定。参考 GBT4927-91/201 等文件，啤酒中二氧化碳含量（质量分数）大约在 0.40%-0.65%之间，啤酒的密度大约为 1.012 千克/立方米，预计 2020 年我国啤酒所需二氧化碳在 20 万吨左右。参考公司招股说明书，每吨碳酸饮料所需添加二氧化碳为 15kg 左右，对应 2020 年我国碳酸饮料所需二氧化碳为 30 万吨。

图 10：近三年我国啤酒/碳酸饮料产量复合增速分别为-8%/6%



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 11：我国啤酒/碳酸饮料每年所需二氧化碳为 50 万吨左右

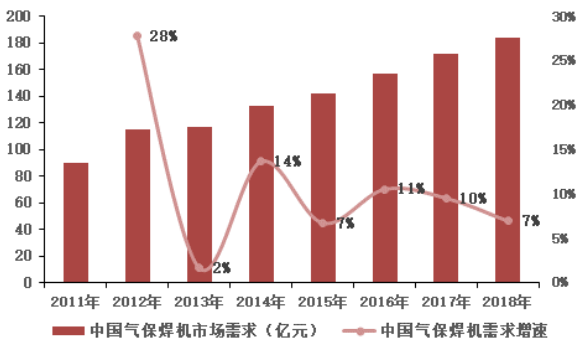


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

二氧化碳气体保护焊接是我国 20 世纪末开始重点推广的焊接方法。与手工焊相比，气保焊可提高功效 1-2 倍，节约用电 50% 左右。近几年二氧化碳与氩气混合使用，扩大了二氧化碳保护焊的应用范围，进一步推动了二氧化碳的需求增长。

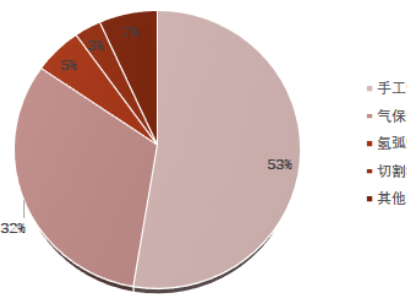
2005 年气保焊占总焊接量的比例为 5%，到 2018 年气保焊机的销量占比提升至 32%。日本等发达国家气保焊的渗透率超 40%，我国仍有进一步提升空间。

图 12：2018 年我国气保焊机市场需求达 184 亿元，同增 7%



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 13：2018 年气保焊机销量占比达 32%，不断替代手工焊机

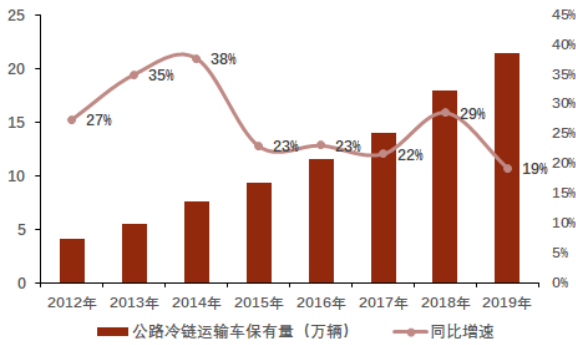


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

此外，在高档食品领域，越来越多采用二氧化碳作为或干冰作为防腐保鲜剂。与传统机械冷藏相比，二氧化碳冷冻保鲜不会使食品失水、风干、气化，而且节能省电，尤其适用于大型食品保鲜和粮食的低温干燥储存。

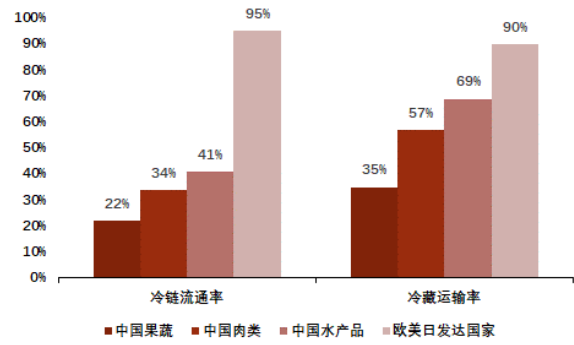
2017-2019 年我国公路冷链运输车的保有量复合增速达 23%，大致可以判断冷链运输行业需求增速在 20% 以上。同时我国冷链流通率在 22%-41%，与欧美日发达国家平均 95% 水平相比差距较大，未来仍有较大的提升空间。

图 14: 2017-2019 年公路冷链运输车保有量复合增速达 23%



资料来源: 中国物流与采购联合会, 浙商证券研究所

图 15: 我国冷链流通率及冷藏运输率与发达国家均有较大差距



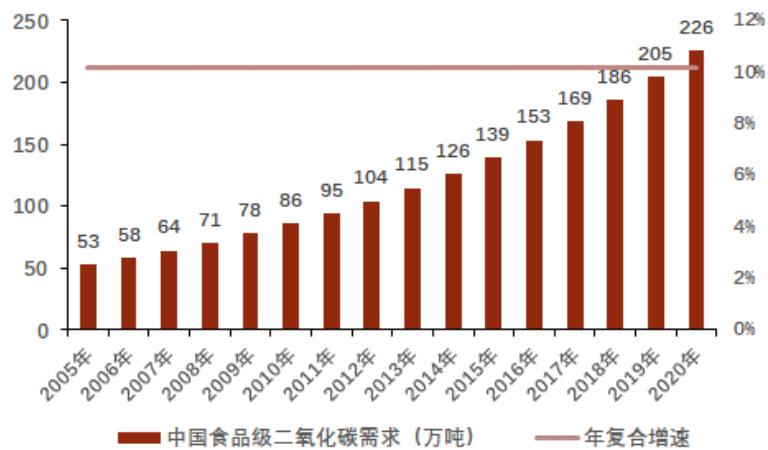
资料来源: 商务部, 浙商证券研究所

此外, 我国烟草行业也为食品级二氧化碳的应用提供了很好机遇。用二氧化碳进行烟丝膨化, 不仅可提高烟丝质量, 还可节省烟丝 5% 左右。从近几年一些烟草企业的经验来看, 每生产 1 万箱香烟约需二氧化碳 150 吨左右。

综上, 我们预测 2020 年我国碳酸饮料、气保焊、冷链等领域所需食品级二氧化碳为 194 万吨, 占总需求的比例为 86%, 预测 2020 年食品级二氧化碳总需求约为 226 万吨, 2005-2020 年的复合增速约为 10%。

假设食品级二氧化碳均价按照 900 元/吨计算 (即 2021 上半年平均单价), 预计我国食品级二氧化碳的市场空间约为 20 亿元/年左右。因下游食品饮料行业需求稳定增长、气保焊渗透率仍在提升, 我们预计未来食品级二氧化碳的市场需求仍将维持平稳增长。

图 16: 预计 2020 年我国食品级二氧化碳需求达 226 万吨



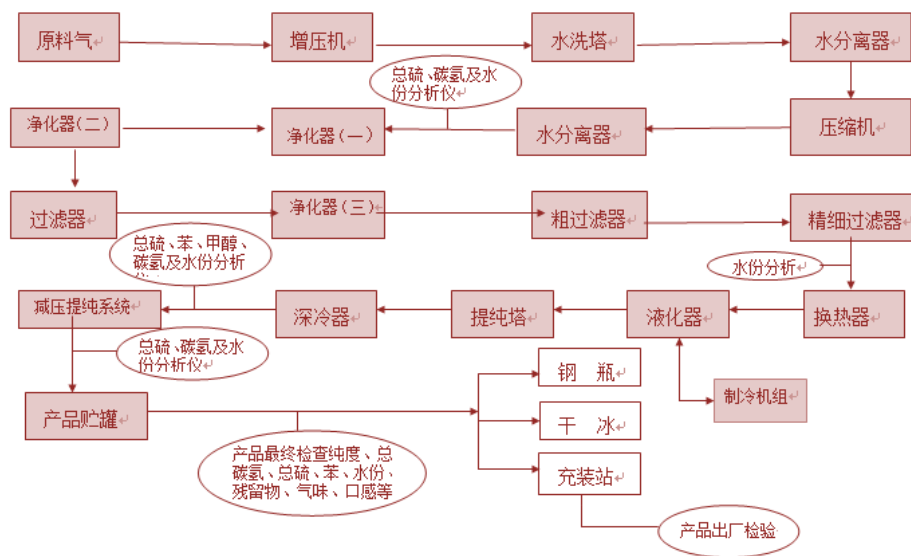
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所整理

2.3. 竞争优势：技术先进成本低、高端市场份额高、产能覆盖沿海地区

根据中国工业气体协会相关资料显示，公司是国内以化工尾气为原料、年产能最大的食品级二氧化碳生产企业。空气中二氧化碳的含量仅为 0.03%，因此若采用空分方法分离二氧化碳不具备经济性。

公司开发出特有的动态减压二氧化碳提纯技术，通过对高压液体二氧化碳减压，采用减压分离单元将 0℃、6.0Mpa 的液体二氧化碳减压至-27℃、1.8Mpa，来达到去除不凝气体的目的。

图 17：公司二氧化碳生产主要包括压缩、净化、液化提纯及储存等四个工序



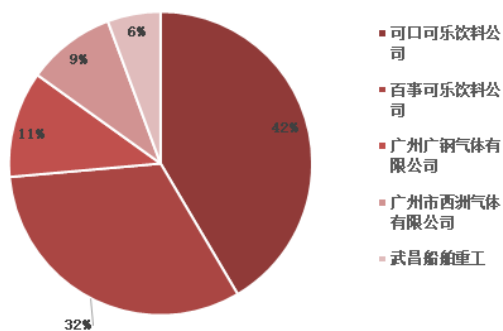
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所整理

公司已构建“食品饮料、工业用户及气体供应站”三大市场并举的营销策略。

在碳酸饮料等食品饮料行业，公司已经是可口可乐、百事可乐最大的供应商。其他客户包括杭州娃哈哈集团、屈臣氏集团、广东健力宝等。在啤酒市场，公司为百威英博啤酒集团、珠江啤酒集团、青岛啤酒、华润雪花啤酒提供液态二氧化碳。

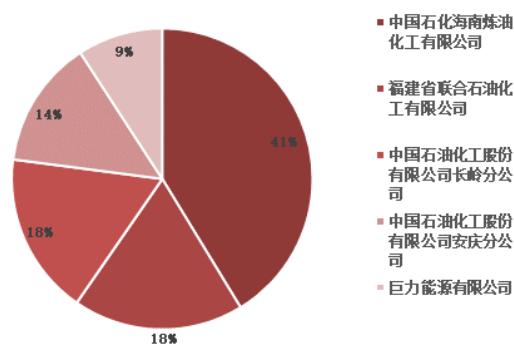
在工业应用领域，公司主要客户包括中国中车集团、中船重工集团、中国船舶工业集团、武汉钢铁、铜陵有色、三一重工、中联重科等特大型工业企业。

图 18：碳酸饮料为公司最主要的客户源（2009 年）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 19：近年气体品类拓展，客户结构相应变化（2020 年）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司的客户结构优良，因而产品盈利能力较强。在食品级二氧化碳高毛利的市场，公司作为可口可乐和百事可乐的策略供应商，供应比例超过70%。

图 20：公司与可乐、百事、娃哈哈等知名客户保持长期的合作关系



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

此外，公司的产业布局及物流配送优势显著。二氧化碳产品运输成本较高、运输过程需要低温、高压环境，因此存在一定的销售半径。公司产能重点布局东南沿海，可覆盖华中、华东、华南等区域。二氧化碳运输车辆均已安装了全球卫星定位系统。通过该系统，公司可实现对所有运输车辆的全天候、全过程监控，确保产品运输安全。

图 21：公司产能重点覆盖我国华中、华东、华南等区域



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

2.4. “碳中和”提升客户尾气回收积极性，揭阳项目拉开产能扩张序幕

2020年我国二氧化碳年排放量超100亿吨，占全球的30%。2020年第75届联合国大会上，习总书记历史性提出中国的碳排放要力争在“2030年前达到峰值”、“2060年前实现碳中和”这一目标。

公司产品的主要来源为石化尾气、火炬气等的回收。在“碳中和”的大背景下，上游企业对尾气回收的需求快速增长，公司未来产能扩张有望提速。

根据2020年年报，公司已形成食品级液体二氧化碳产能46万吨，湖南母公司、安庆、福建工厂都在实施扩产计划。

表 1：公司现有产能布局：食品级液体二氧化碳产能达46万吨

产能(万吨/年)	母公司	安庆	惠州	岳阳长岭	海南	福建福源	福建	岳阳电子特气	揭阳
食品级液体二氧化碳	10	10	13		3		10		20
干冰			2				0.3		
液氧	1.5								
液氮	4.5				5.24				
液氩	2.29								
精馏可燃气		5.208							
氢气		3214 万方		0.476	1.072	1852.8 万方			0.6
双氧水									30
燃料气		5564 万方		10.6	7.3	1580 万方			
转化炉用燃料气					15.2				
戊烷		1.14							
高纯态标瓶(万个)			10						
火炬尾气压缩装置(万方/小时)						0.8			
2020年营业收入(亿元)	0.74	1.16	1.18	0.38	0.97	0.4	0.36	0	
2020年营业利润(亿元)	0.24	0.06	0.37	-0.09	0.31	0.12	0.02	-0.22	
2020年净利润(亿元)	0.22	0.06	0.33	-0.13	0.28	0.11	0.02	-0.17	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们预测公司2020年食品级二氧化碳的国内市占率约为12%。未来随着产能的逐步释放，预计份额还有较大的提升空间。

图 22：我们预计公司食品级二氧化碳国内市占率约12%左右



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

备注：市场份额=公司营业收入/对应年份食品级二氧化碳的市场需求

2021年4月，公司与揭阳大南海石化工业区管理委员会签署战略合作协议。根据协议内容，公司将在揭阳大南海石化工业区内投资建设**20万吨/年食品级二氧化碳项目，6000吨/年氢气提纯项目及30万吨/年高洁净双氧水项目**。

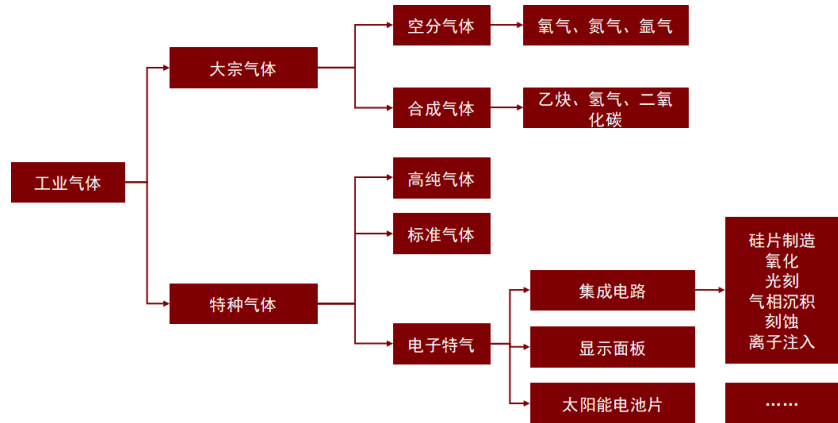
该项目合计总投资金额为15亿元，采取分期投产的模式。我们预计该项目有望在2022年底开始投产，2024年实现完全达产。若完全达产，假设二氧化碳价格为900元/吨，氢气价格为10000元/吨，双氧水价格为1800元/吨，则预计年均营业收入6.5亿左右。

3. 新业务：电子特气新星，优先切入稀有气体及激光混配气

3.1. 我国电子特气市场 150 亿元，预计复合增速 20%左右

工业气体包括大宗气体、特种气体两类。大宗气体主要涵盖空分气体、合成气体；特种气体又可分为高纯气体、标准气体、电子特气等。

图 23：电子特气属于工业气体，主要应用在电子等领域



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

电子特气主要应用在集成电路、液晶显示、晶硅太阳能电池、光纤等领域。根据 Linx Consulting 资料显示，半导体市场所需电子特气占比达 70%左右，液晶显示和晶硅太阳能电池需求占比分别为 20%和 4%。在集成电路所需的电子特气种类超过 100 种，常用的电子特气主要应用在化学气相沉积（CVD）、刻蚀、掺杂等领域。

表 2：电子特气广泛应用在集成电路、液晶显示、晶硅太阳能电池等领域

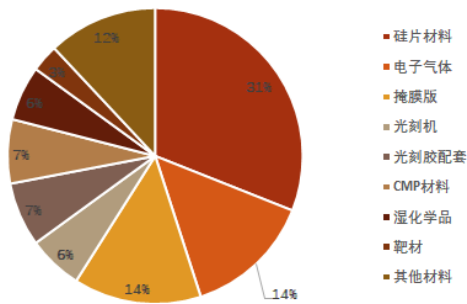
应用领域	环节	主要气体品种
集成电路	硅片制造	氯化氢、氢气、氩气
	氧化	氯气、氯化氢、三氯乙烷、二氯乙烯
	光刻	氟气、氩气、氟气、氩气
	气相沉积	六氟化钨、四乙氧基硅烷、氧化亚氮、六氟化碳、氨气、三氟化氮、磷化氢、四氯化硅、二氯氢硅
	刻蚀	六氟化碳、氢溴酸、氯化硼、四氯化碳、氯气、三氟甲烷
	掺杂	含硼、磷、砷等三族或五族原子的气体，如乙硼烷、砷化氢
	离子注入	四氯化硅、六氟化硫
TFT-LCD	成膜	氩气、四氯化硅、氨气、磷化氢、氧化亚氮、三氟化氮
	刻蚀	四氯化碳、高纯氧、氯气
LED	外延片制造	氢气、氮气、氨气、磷化氢、砷化氢
	芯片蚀刻	氯化硼、氯气
晶体硅 太阳能电池片	扩散	三氯化磷、氧气
	刻蚀	四氯化碳
	减反射膜 PECVD	四氯化硅、氨气

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

根据北美半导体产业协会（SIA），在芯片制造材料中，硅片材料、电子气体、掩模版、光刻胶、光刻胶配套、CMP材料、湿化学品、靶材、其他材料占比分别为31%、14%、14%、6%、7%、7%、6%、3%、12%。

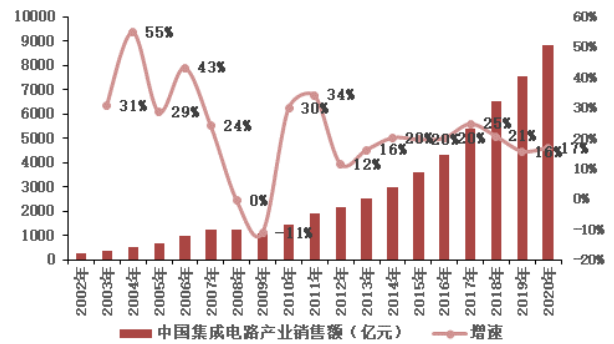
根据中国半导体行业协会，我国2020年集成电路产业销售规模达8848亿元，同比增长17%，过去5年复合增速达20%。据此我们判断芯片制造所需电子特气未来仍有望维持较快增长。

图 24：电子气体占芯片制造材料市场的份额为 14%



资料来源：SIA，浙商证券研究所

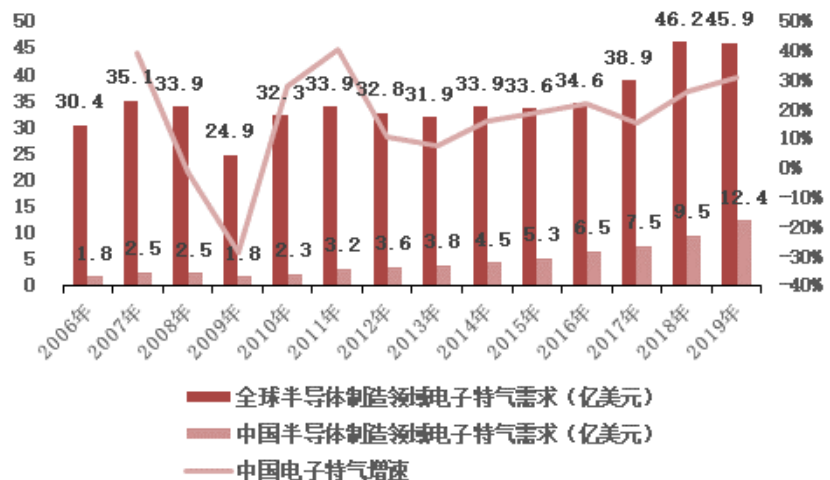
图 25：近五年中国集成电路产业销售额复合增速达 20%



资料来源：中国半导体行业协会，浙商证券研究所

根据全球半导体贸易统计组织相关数据，芯片制造材料占半导体所需材料的60%（上下的为封测材料），假设中国半导体制造材料占全球的比例与同期集成电路产业销售额占比相同，我们测算2019年全球以及中国半导体制造领域电子特气市场规模分别为46亿美元（约合人民币312亿元）和12.4亿美元（约合人民币84亿元）。

图 26：2019 年中国电子特气市场（半导体领域）约 84 亿元



资料来源：SEMI，浙商证券研究所

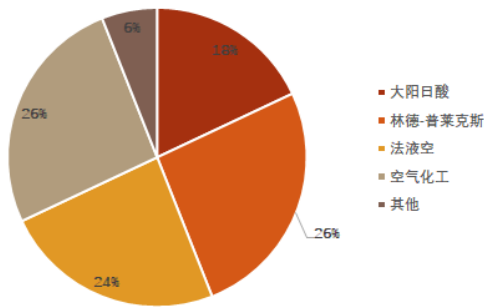
假设半导体所需电子特气市场占电子特气总市场规模的70%，我们测算2020年我国电子特气市场规模约为150亿元左右，全球大致500-600亿元市场。未来随着半导体产业向大陆转移、贸易摩擦加快国产化进程、市场需求持续增加，保守预计未来5年仍将保持10%以上的复合增速。

3.2. 电子特气总体国产化率 15%左右，国产替代加速进行

目前全球电子特气的主要生产商包括法国液空、美国空气化工产品、林德普莱克斯、日本昭和电工、韩国大成产业气体、韩国 SK、日本住友、中国台湾联华实业等。

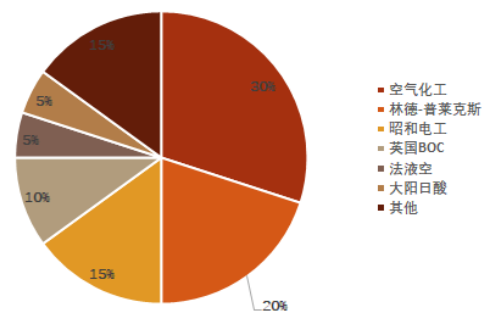
2018 年全球电子特气市场 CR4 达 94%，林德、法液空、空气化工等龙头企业为主要供应商。国内市场中外资占比达 85%，近几年本土企业积极扩产，国产化率持续提升。

图 27：2018 年全球电子特气市场 CR4 达 94%



资料来源：《低温与特气》，浙商证券研究所

图 28：2018 年国内电子特气市场外资企业占比 85%



资料来源：《低温与特气》，浙商证券研究所

电子特气行业的主要壁垒在于技术，具体包括混配精度要求高、分析检测与质量控制要求高、气体充装及储运要求高。

1) 对于混配气，配比的精度是核心参数，随着产品组分的增加，配制精度的上升，客户要求能够对多种 PPM（百万分之）乃至 PPB（十亿分之）级浓度的气体组分进行精细操作。

2) 随着集成电路制程节点不断缩小，对电子气体的颗粒度和杂质含量的要求也越来越高，需要检测 PPM 级甚至 PPB 级的金属离子杂质。

3) 气体在生产 and 应用中都要求使用高质量的气体包装储运容器、相应的气体输送管线、阀门和接口，以避免二次污染的发生，对输送和盛装的容器要求极高，容器内壁需要做特殊处理。

部分电子特气产品，如三氟化氮、四氟化碳、六氟化硫、六氟化钨、氧化亚氮、氨气等国产化程度较高，部分产品的国产化率超过 50%。但如准分子气体（氟基混配气体，主要应用在激光领域）等国产化率目前还比较低，本土电子特气厂商扩产速度快、人工及原材料成本低，一旦相关技术实现突破，产品竞争力远胜于海外企业。

3.3. 一期电子特气已投产，认证完成后有望加速放量

岳阳凯美特电子特种稀有气体有限公司成立于2018年1月2日，位于湖南岳阳本部，现已建成并投入12套电子特种气体生产及辅助装置。采用深冷精馏、物理化学吸附等先进技术设备，生产半导体、面板、航天、医疗等领域急需的超高纯气体和多元混配气。

2020年7月，公司收到《安全生产许可证》，许可范围为：二氧化碳36万方/年、一氧化碳2.5万方/年、氦气1.175万方/年、氙气900方/年、氢气14.4万方/年、氮气14.4万方/年、氩气14.4万方/年、氪气14.4万方/年、氖气6.8万方/年、氟基激光混配器1.4万方/年、氯化氢激光混配气3600方/年、动态混配气8600方/年等。

表 3：公司第一期电子特气产品：主要涉及高纯稀有气体及混合气体等

纯气		混配气及准分子气体	
产品名称	产品规格	产品名称	产品规格
二氧化碳 CO ₂	99.99996%	氟氩氦混合气	F2 0.95% Ar 3.45%/Ne
一氧化碳 CO	99.99800%	氟氩氦混合气	F2 1% Kr 1.25%/Ne
氦气 Kr	99.999%	氩氦氖混合气	Ar 3.5% Xe 10ppm/Ne
氙气 Xe	99.9990%	氦氖混合气	Kr 1.25%/Ne
氪气 Ar	100.000%	氢氦混合气	H2100PPm/Ne
氩气 Ar	99.9999%	氯化氢氩氦混合气	HCl 4.5% H21.0%/Ne
氮气 N ₂	100.000%		
氢气 H ₂	99.9999%		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据公司公告，一期电子特气项目共投资2亿元人民币左右，新建12套电子特种稀有气体生产及辅助装置。达产后有望实现营业收入1.3亿元（含税），年平均利润总额达0.73亿元。

我们认为公司从事电子特气具备以下三大竞争优势：1) 学习欧美，技术先进，信息化管理；2) 产业闭环，成本优势；3) 产品认证有序进行，潜在市场空间打开。

公司电子特气提纯、混配等相关技术均来自于原林德-普莱克斯高管及核心技术人员。公司拥有数名专业检测分析人员和专业高纯气体及混配气体分析实验室，包括6套分析与处理系统、30余台色谱、傅立叶变换红外光谱仪等先进进口分析设备，可实现ppb级杂质含量的测量。

公司已经建立起ERP、MES等在内的综合性信息化管理平台，气瓶追踪系统可以实时监测气瓶状态。

图 29：公司已建立起 ERP、MES 等在内的信息化管理平台



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 30：气瓶追踪系统可实时监测气瓶状态



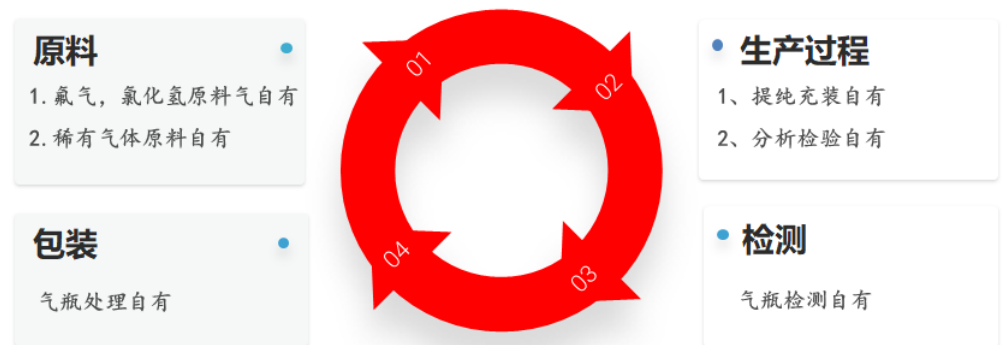
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

此外，公司力求打造原料、生产、包装、检测等完整的产业链闭环，实现自给自足，在成本方面将具备显著的优势。

在原料方面，电子级二氧化碳原材料为食品级二氧化碳，公司质量稳定、产能充足；公司未雨绸缪，已经提前进口并储备了大量的氟气；稀有气体提纯来自于大型空分装置，公司已经与中石化、林德气体等签订长期合作协议，氦氖氩氙等气体来源有保障。

在生产及包装装置方面，公司全套进口欧美产品，采用深冷精馏、物理化学吸附等先进技术设备。公司自主研发钢瓶处理技术，纯化水平远高于国内水平。保证产品运输、储存过程中的高稳定性。

图 31：公司力求实现电子特气原料、生产、包装、检测完整产业闭环



资料来源：浙商证券研究所整理

公司电子特气产品的认证有序进行，有望逐步打开潜在市场空间。2021年2月，公司已取得法液空（上海）国际贸易公司的产品认证，认证耗时2个多月，产品包括电子级二氧化碳、氟气、氦气等。

2021年以来公司电子特气开始逐步放量。2020年底，公司与南大光电签订独家代理协议，范围为中国大陆地区的半导体厂。2021年3月-5月，公司陆续与多家电子特气代理商签订氟气销售合同，合计金额达952万元。据公司公告，合同签订后客户需在7日内全额付款，在15日内自行将货物提取完毕。

表 4：2021 年公司氟气产品率先实现销售，合同总金额达 952 万元

合同签订时间	客户	产品类型	产品规格	金额 (万元)
2020 年 12 月 8 日	南大光电	动态激光混配气, 氟基准分子激光混配气, 氯化氢基准分子激光混配气		
2021 年 3 月 17 日	上海谏筠实业	氟气	99.999%	343
2021 年 5 月 14 日	光谱特种气体贸易有限公司	氟气	99.999%	384
2021 年 5 月 14 日	上海华谊三爱富化工销售公司	氟气	99.999%	225
合计				952

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司正在积极推进大阳日酸、相干 (COHERENT)、巨福 (GIGAPHOTON)、阿斯麦等公司的认证。大阳日酸为日本最大的工业气体公司，取得认证后将有望加快打开日本半导体电子特气市场。相干为全球领先的激光技术供应商，取得认证后公司的准分子气体将有望快速切入激光混配气市场。阿斯麦为全球最大的光刻机制造商，取得认证后公司相关气体将快速进入光刻气领域。

图 32：公司正在进行中的重要认证：大阳日酸、相干、阿斯麦等



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测：预计 2021-2023 年归母净利润复合增速达 75%

1、传统业务：

1) 预计二氧化碳业务 2021-2023 年收入分别同比增长 5%/5%/15%。二氧化碳下游市场较为成熟，行业低速增长。随着 2022 年底揭阳年产 20 万吨二氧化碳项目开始投产，我们假设 2023 年揭阳二氧化碳共销售 5 万吨（食品级二氧化碳爬坡期较长，假设产能利用率为 25%），预计 2023 年公司液体二氧化碳业务收入有望达 2.99 亿元，同比增长 15%。干冰与二氧化碳共用产能，约 2.5 万吨二氧化碳可产生 1 万吨的干冰，由于干冰下游冷链物流、酒吧餐饮等增速较快，预计 2021-2023 年干冰收入分别同比增长 15%/6%/16%。

盈利能力方面，2020 年受疫情及空分装置大修双重影响，二氧化碳及干冰的毛利率均出现下滑，我们预计 2021 年起毛利率将有所恢复。预计 2021-2023 年液体二氧化碳业务毛利率分别为 63%/66%/69%，预计 2021-2023 年干冰毛利率分别为 65%/67%/70%。

2) 公司氢气现有产能约 2 万吨左右，我们预计揭阳项目完全达产后产能有望增加至 2.6 万吨。假设 2023 年揭阳项目新增氢气销售 0.3 万吨，预计 2021-2023 年氢气业务收入分别同比增长 6%/6%/15%。

盈利能力方面，公司氢气业务近几年毛利率维持 30% 左右，下游需求增长潜力较大，我们预计 2021-2023 年氢气毛利率维持 30% 水平。

3) 液化气、戊烷等业务收入较为平稳，其价格主要受到石油、可燃气价格的波动影响。2019-2020 年油价跌幅较大，因而液化气、戊烷等毛利率均出现较大幅度下滑。2021 年油价大幅上涨，我们预计这几类产品的盈利能力有显著提升，有望扭亏为盈。

4) 空分气体方面，公司短期内产能稳定，预计 2021-2023 年氧氮气和氩气的收入分别稳定在 0.2 亿元和 0.15 亿元左右。预计 2021-2023 年氧氮气和氩气的毛利率分别维持 30% 和 40%。

5) 双氧水是公司新开发的产品，揭阳双氧水项目达产后将新增产能 30 万吨。且双氧水的市场开拓速度较液体二氧化碳更快，我们预测 2023 年产能利用率将达到 50% 左右，预计全年贡献营业收入 2.4 亿元，毛利率为 40%。

2、电子特气业务：

2021 年上半年公司电子特气（氦气）已签订销售合同 952 万元，我们预计全年有望实现销售收入 0.3 亿元，主要产品为氦气，毛利率达 80-90%。

2022 年若准分子气体等产品的相关认证取得较大进展，公司电子特气的品牌认知度将大幅提升，有望实现较大规模的销售，预计 2022 年电子气体业务收入达 1.15 亿元（假设一期项目按设计产能实现销售），同比增长 283%，毛利率为 85%。

2023 年随着客户认证基本完成，一期项目两班次运行（24 小时），电子特气收入有望达到 2.5 亿元，同比增长 117%，毛利率约 80%。

综上，我们预测公司 2021-2023 年的营业收入分别为 5.9/7.0/11.5 亿元，同比增速分别为 13%/18%/66%，综合毛利率分别为 47%/53%/54%。

表 5：凯美特气分业务收入和盈利预测（单位：亿元）

		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
液体二氧化碳	收入	1.88	2.14	2.35	2.47	2.59	2.99
	增速		14%	10%	5%	5%	15%
	毛利率	71%	73%	53%	63%	66%	69%
干冰	收入	0.15	0.16	0.13	0.15	0.16	0.18
	增速		7%	-19%	15%	6%	16%
	毛利率	74%	65%	55%	65%	67%	70%
氢气	收入	1.12	1.22	1.52	1.61	1.71	1.96
	增速		9%	25%	6%	6%	15%
	毛利率	29%	30%	29%	30%	30%	30%
液化气	收入	0.68	0.58	0.38	0.50	0.50	0.63
	毛利率	21%	11%	-3%	20%	20%	35%
燃料加工费	收入	0.31	0.34	0.33	0.35	0.35	0.38
	毛利率	52%	49%	41%	42%	44%	45%
氧氮气	收入	0.53	0.41	0.21	0.20	0.20	0.20
	毛利率	43%	27%	39%	30%	30%	30%
氩气	收入	0.17	0.14	0.14	0.15	0.15	0.15
	毛利率	50%	42%	39%	40%	40%	40%
戊烷	收入	0.19	0.15	0.11	0.15	0.15	0.15
	毛利率	-11%	-20%	-64%	5%	0%	0%
双氧水	收入						2.39
	增速						/
	毛利率						40%
电子特气	收入				0.30	1.15	2.50
	增速					283%	117%
	毛利率				85%	85%	80%
合计	收入	5.03	5.15	5.18	5.88	6.96	11.54
	增速		2%	1%	13%	18%	66%
	毛利率	47%	47%	38%	47%	53%	54%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司主要经营的气体产品，如食品级二氧化碳、氢气、电子特气等，产品技术壁垒较高、参与者相对较少，因而我们预计 2021-2023 年销售费用率维持较低水平。管理费用率及研发费用率受益于销售收入规模快速扩张，将有所降低。我们预计 2021-2023 年公司的期间费用率分别为 27%/25%/20%。

表 6：预计公司 2021-2023 年的期间费用率分别为 27.9%/26.1%/20.1%

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	11.9%	12.2%	5.0%	4.8%	4.0%	3.0%
管理费用率	10.9%	12.3%	14.2%	13.5%	12.0%	9.0%
研发费用率	4.7%	5.9%	6.3%	6.0%	5.5%	4.5%
财务费用率	0.7%	1.2%	2.6%	2.8%	3.7%	3.3%
期间费用率	28.2%	31.6%	28.0%	27.2%	25.2%	19.8%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

综上，我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 1.3/2.1/3.9 亿元，分别同比增长 83%/56%/89%，复合增速为 75%。对应的 PE 分别为 53/34/18 倍。

4.2. 估值：参照可比公司给予 2022 年 48 倍 PE，合理市值 101 亿元

公司为国内食品级二氧化碳龙头，具有较强的稀缺性。参考同类可比工业气体公司，2021-2023 年的平均 PE 分别为 63/48/38 倍，公司 2021-2023 年的 PE 分别为 53/33/18 倍，相对低估。

随着电子特气业务逐步放量，公司业绩有望加速增长。预计公司 2021-2023 年归母净利润的复合增速达 75%，而行业平均复合增速为 28%，公司成长性显著优于同板块可比公司。给予公司 2022 年 48xPE，对应的合理市值为 101 亿元，现价 45% 空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：凯美特气 2022 年 PE 估值 33 倍，在同板块中估值偏低

简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			ROE (摊薄)
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
雅克科技	480	6.3	8.5	10.9	77	57	44	8.8%
昊华科技	295	7.6	9.0	10.6	39	33	28	10.1%
金宏气体	160	2.7	3.5	4.5	60	46	35	7.1%
华特气体	114	1.5	2.0	2.6	76	57	44	8.4%
	262	4.5	5.7	7.2	63	48	38	8.6%
凯美特气	69	1.3	2.1	3.9	53	33	18	7.4%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：除凯美特气外，其他上市公司参考 Wind 一致预期；股价为 2021 年 8 月 2 日收盘价

5. 风险提示

- 1、上游石化企业产生经济共生风险；
- 2、电子特气认证进度不及预期

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	658	709	791	968	营业收入	519	589	697	1155
现金	438	482	554	665	营业成本	325	312	328	530
交易性金融资产	55	55	55	55	营业税金及附加	6	7	8	14
应收账款	53	63	74	122	营业费用	26	28	28	35
其它应收款	5	5	6	10	管理费用	74	79	84	104
预付账款	8	7	7	12	研发费用	33	35	38	52
存货	27	26	23	32	财务费用	13	17	26	38
其他	72	72	72	72	资产减值损失	1	2	1	3
非流动资产	968	1016	1503	1678	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	6	5	6	6
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	33	35	40	45
固定资产	815	796	1169	1325	营业利润	81	148	230	432
无形资产	92	96	103	105	营业外收支	(0)	(1)	(1)	(1)
在建工程	14	51	161	169	利润总额	81	148	230	432
其他	48	74	70	79	所得税	9	15	23	41
资产总计	1626	1726	2294	2645	净利润	72	132	207	391
流动负债	455	469	906	1011	少数股东损益	0	0	0	1
短期借款	320	322	755	802	归属母公司净利润	72	132	206	390
应付款项	59	65	69	111	EBITDA	198	225	332	564
预收账款	0	2	2	3	EPS (最新摊薄)	0.1	0.2	0.3	0.6
其他	76	79	81	94	主要财务比率				
非流动负债	191	194	193	193		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	156	156	156	156	成长能力				
其他	35	38	37	37	营业收入	1%	13%	18%	66%
负债合计	646	663	1099	1203	营业利润	-22%	82%	55%	88%
少数股东权益	2	2	3	3	归属母公司净利润	-20%	83%	56%	89%
归属母公司股东权益	978	1061	1192	1438	获利能力				
负债和股东权益	1626	1726	2294	2645	毛利率	37%	47%	53%	54%
					净利率	14%	23%	30%	34%
					ROE	7%	13%	18%	30%
					ROIC	6%	10%	11%	18%
					偿债能力				
					资产负债率	40%	38%	48%	45%
					净负债比率	82%	80%	87%	84%
					流动比率	1.4	1.5	0.9	1.0
					速动比率	1.4	1.5	0.8	0.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.4	0.3	0.5
					应收帐款周转率	10.0	10.0	9.9	11.3
					应付帐款周转率	5.5	5.7	5.7	6.9
					每股指标(元)				
					每股收益	0.1	0.2	0.3	0.6
					每股经营现金	0.3	0.3	0.5	0.8
					每股净资产	2	2	2	2
					估值比率				
					P/E	96	53	34	18
					P/B	7.1	6.6	5.8	4.8

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	160	188	302	500
净利润	72	132	207	391
折旧摊销	98	56	71	91
财务费用	13	17	26	38
投资损失	(6)	(5)	(6)	(6)
营运资金变动	160	4	(10)	(3)
其它	(178)	(16)	15	(10)
投资活动现金流	(14)	(79)	(562)	(256)
资本支出	15	(76)	(557)	(256)
长期投资	0	0	0	0
其他	(28)	(3)	(5)	(0)
筹资活动现金流	(83)	(65)	332	(133)
短期借款	60	2	433	48
长期借款	(43)	0	0	0
其他	(101)	(67)	(101)	(181)
现金净增加额	63	44	72	111

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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>