

工业废气治理龙头，横向纵深立体布局

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入4.5亿元, 同比增长17.9%; 实现归母净利润0.5亿元, 同比增长3.6%。
- **2021H1:** 1) 从营收端来看, 光电显示领域收入规模由于厦门天马 AMOLED 项目工期长、规模大等因素较上年同期有所下降; 泛半导体业绩再创新高, 以终端客户需求为研发导向进行设备创新; 湿电子化学品供应与再生系统实现了 PGMA 组分的在线回收再生, 报告期内确认收入超过 20 年全年水平; 公司还成立 VOC 事业部, VOCs 净化一体机项目已在多行业取得进展。2) 从利润端来看, 2021 年公司归母净利润同比增长 3.6%, 公司毛利率为 28.7%, 与去年同期基本持平; 净利率为 11.6%, 较去年同期下降 1.6pp。3) 从费用端来看, 公司销售费用率为 4.2%, 同比下降不到 0.1pp; 管理费用率为 4.4%, 同比增长 0.9pp; 研发费用率为 4.8%, 同比增长 0.4pp。
- **收入结构持续优化, 公司实现横向纵深立体布局。** 公司订单充足, 截至 2021 年 8 月 15 日, 公司合计订单达 8.2 亿元(不含税), 其中集成电路领域订单金额为 2.9 亿元(不含税)。在集成电路领域, 泛半导体工艺废气治理系统业务取得较大进展, 成为公司传统优势业务新亮点。同时, 泛半导体制程附属设备的优化和创新实现了 8 月 15 日前此类设备共 0.4 亿元(不含税)的订单总量。湿电子化学品供应与回收再生领域及烟气净化、非泛半导体 VOCs 减排领域同样实现突破, 截止日前共分别完成 0.5 亿元和 0.3 亿元(不含税)的订单总量。
- **行业快速发展下加大研发力度, 技术创新成果卓越。** 国内泛半导体产业产能扩张带动相关产品市场需求上升。主流 LCD 产线产能持续扩张, 未来 OLED 市场也将持续保持高速增长公司, 同时在国家环保政策影响下在烟气净化、VOCs 减排领域均有新的机遇。公司持续进行产品研发和技术创新, 目前已掌握 30 项工艺废气治理核心技术, 均应用于废气治理系统及设备业务, 形成了公司的主营业务收入。截至 2021 年 6 月 30 日, 公司已取得专利共 225 件。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年, 公司 EPS 分别为 1.58 元、2.40 元、3.14 元, 未来三年归母净利润复合增速有望达到 47% 以上。我们给予公司 2021 年 55 倍 PE 估值, 对应目标价 86.87 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品开拓不达预期的风险; 全球新冠疫情反复影响下游需求。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	937.74	1451.27	2102.24	2612.30
增长率	5.87%	54.76%	44.85%	24.26%
归属母公司净利润(百万元)	121.61	195.72	297.37	388.77
增长率	7.26%	60.94%	51.94%	30.74%
每股收益 EPS(元)	1.31	1.58	2.40	3.14
净资产收益率 ROE	17.30%	13.65%	17.57%	19.23%
PE	53.10	44.00	28.96	22.15
PB	12.25	6.01	5.09	4.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

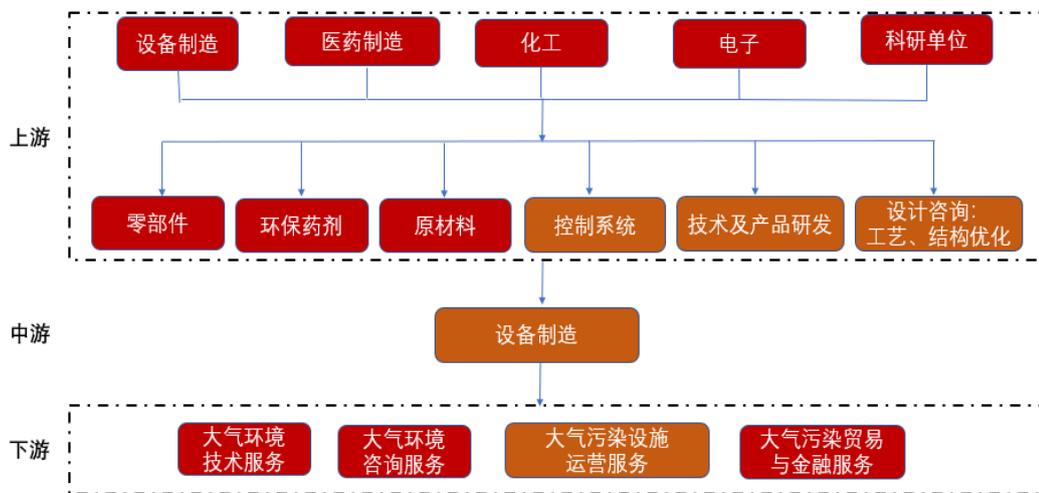
总股本(亿股)	1.24
流通 A 股(亿股)	0.31
52 周内股价区间(元)	23.63-84.00
总市值(亿元)	86.11
总资产(亿元)	19.14
每股净资产(元)	10.31

相关研究

1 行业经验丰富，业务定制化方案助力拓宽客户资源

上海盛剑环境系统科技股份有限公司成立于 2012 年，由张伟明、盛剑通风和盛剑机电共同出资设立。公司聚焦泛半导体工艺废气治理系统及关键设备的研发设计、加工制造、系统集成及运维管理，且致力于在各业务层为客户提供安全稳定的定制化方案。从成立到现在，公司已经在泛半导体行业积累了丰富的经验，拥有出众的设计能力和出色的专业人才，并将综合解决方案应用至烟气治理、VOCs 减排等行业。目前，公司已逐步进入泛半导体湿电子化学品供应，回收再生系统服务领域以及泛半导体工艺制程附属设备领域，相关产品包括 Local Scrubber(L/S 设备)和 LOC-VOC 设备。

图 1：公司业务范围



应用领域：

1.垃圾焚烧 2.光电显示 3.集成电路 4.其他电子工业 5.VOCs减排涉及近400个行业 6.其他

资料来源：招股说明书，西南证券整理（注：橙色框为公司业务范围）

拓宽业务板块，实现产业价值链纵向延伸。回顾公司发展历程，公司的发展主要可以分为三个阶段：

- **2005-2011年：业务初创期。**该时期，公司主要从事以制造、销售镀锌及不锈钢材质的螺旋和焊接工艺排气管道为主，将重点聚焦于泛半导体工艺废气治理领域。
- **2012-2016年：业务成型期。**公司凭借初创期积累的客户资源和核心产品开始进军泛半导体工艺废气治理领域，开启高端单体治理设备制造的国产化进程。
- **2017年至今：业务快速发展期。**公司主营业务稳速发展，市场需求快速增长。在产品结构上，L/S 研制成功，公司从过去的中央治理转变成源头控制。

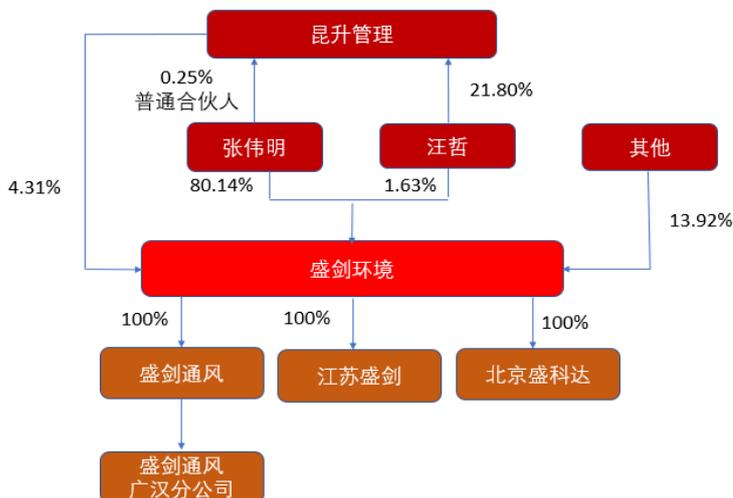
图 2：公司主要发展历程



资料来源：招股说明书，西南证券整理

公司股权结构较为集中。公司的实际控制人为张伟明、汪哲夫妇，合计持有公司 81.8% 的股权，通过昆升管理控制公司 4.3% 的股权，合计控制公司 86.1% 的股权。在前十大股东中，除了张伟明以外，其余股东持股均在 4% 以下。公司股权较为集中，有利于公司长期稳定经营。

图 3：公司股权结构



资料来源：招股说明书，西南证券整理

公司的**主营业务主要包括**：废气治理系统，废气治理设备，湿电子化学品供应与回收再生系统。

从**营收结构**来看，2020 年，废气治理系统完成收入 6.5 亿元，同比增长 4.9%，营业收入占比 69.6%，是公司营收的主要来源；废气治理设备实现收入 2.2 亿元，同比增长 12.6%，营业收入占比为 23.9%；湿电子化学品供应与回收再生系统完成收入 0.5 亿元，同比下降 18.3%，营业收入占比 5.4%；报表中其他业务收入和其他共完成收入，营业收入占比 1.2%。2021H1，废气治理系统完成收入 2.5 亿元，同比下降 5.2%，营业收入占比 56.7%；废气治理设备实现收入 1.1 亿元，同比增长 24.8%，营业收入占比为 29.9%；湿电子化学品供应与回收再生系统完成收入 0.5 亿元，同比增长 9.2%，营业收入占比 12.4%。

从**毛利结构**来看，2020 年，公司主要业务中，废气治理系统业务毛利率为 28.3%，毛利占比为 70.9%；废气治理设备毛利率为 26.0%，毛利占比为 22.3%；湿电子化学品供应与回收再生系统毛利率为 31.8%，毛利占比为 6.1%；其他业务毛利率为 20.0%，毛利占比为 0.7%。2021H1，公司综合毛利率为 28.7%，与上年同期基本持平。

图 4：公司 2021H1 主营业务结构情况

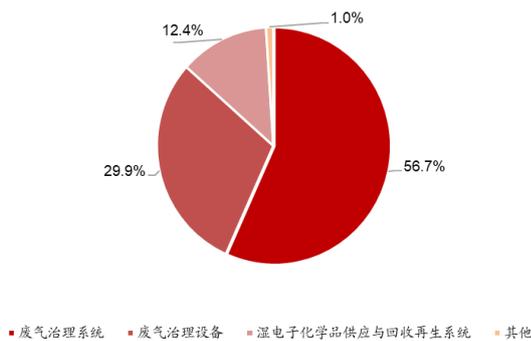
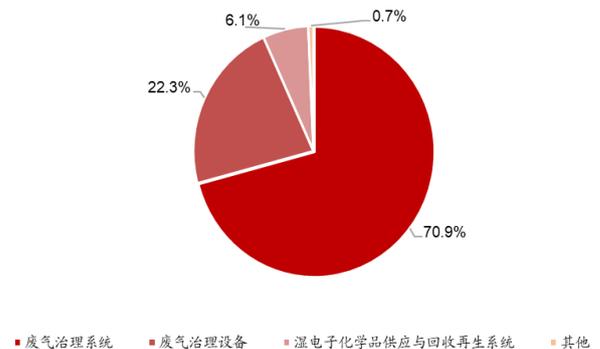


图 5：公司 2020 年主营业务毛利占比



数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

回顾公司往年的经营情况：2016-2020 年，公司营业收入由 2.1 亿元增至 9.4 亿元，年复合增长率约为 45.5%；其中 2017 年的营业收入同比增长最高为 148%，2018 至 2020 年营业收入增长缓慢，增长率均在 10% 以下。同期间，公司归母净利润由 0.3 亿元增至 1.2 亿元，年复合增长率为 41.4%，其中 2018 年同比增长 450%。

2021 年上半年，公司以“行业延伸+产品延伸”的战略持续发展，围绕“研发设计+装备制造+系统解决方案+投资运营+关键零部件及材料”五位一体的价值链为绿色产业创造价值。2021H1，公司实现归母净利润 0.5 亿元，同比增长 3.6%，增速不高主要原因一方面在于公司承接的厦门天马显示科技有限公司第 6 代柔性 AMOLED 生产线工艺排气系统工程项，受该项目规模大、工期长等因素的影响，导致上半年光电显示收入规模同比下降；另一方面在于公司上市过程中发生的相关咨询费、管理费等费用的增加，以及研发投入的进一步加大。随着烟气净化、VOCs 减排新机遇的到来，公司在 2021 年上半年成立了 VOC 事业部，正式进入非泛半导体 VOCs 减排领域。

图 6：公司营业收入及增速情况

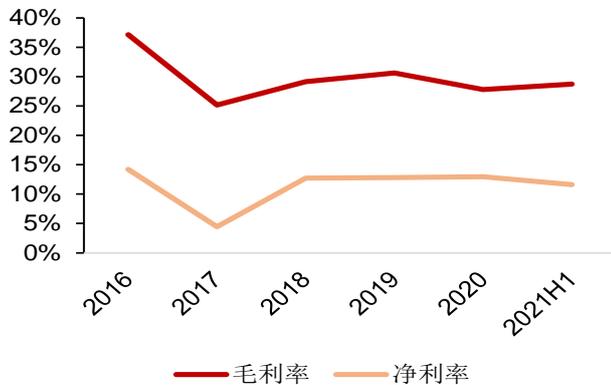

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司归母净利润及增速情况

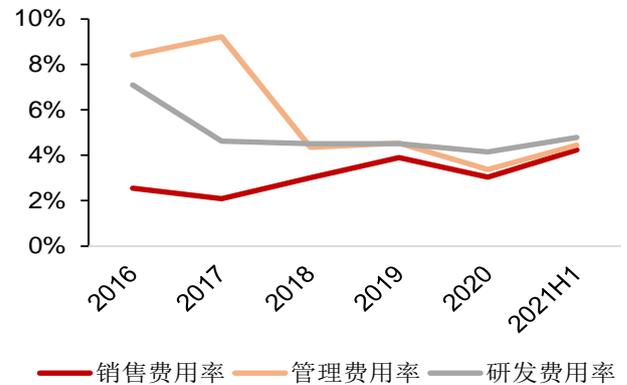

数据来源：公司公告，西南证券整理

1) 利润率方面：2020 年，公司毛利率为 27.8%，较去年同期下降 2.8pp；净利率为 13.0%，较去年同期增加 0.2pp。2021H1，公司毛利率为 28.7%，与上年同期基本持平；净利率为 11.6%，较去年同期下降 1.6pp。

2) 费用率方面：2020 年，公司销售费用率为 3.0%，同比下降 0.9pp；管理费用率为 3.4%，同比下降 1.2pp；研发费用率为 4.2%，同比下降 0.4pp。2021H1，公司销售费用率为 4.2%，同比下降不到 0.1pp；管理费用率为 4.4%，同比增长 0.9pp；研发费用率为 4.8%，同比增长 0.4pp。

图 8：公司毛利率和净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司泛半导体工艺废气治理系统业务在集成电路领域取得较大突破，与行业内各领先企业开展项目合作，在手订单充裕，21 年下半年开始业绩有望放量，我们预计公司废气治理系统业务在 21-23 年销量同比增长 60%、50%、25%，对应毛利率分别为 28%、29%、30%。

假设 2：公司泛半导体制程附属设备持续优化，设备类产品产量大幅提升，我们预计公司 21-23 年废气治理设备业务销量同比增长 40%、30%、20%，对应毛利率分别为 30%、32%、34%。

假设 3：公司湿电子化学品供应与回收再生系统业务已实现 PGMEA 组分的在线回收再生，21 年上半年确认收入就已超过 20 年全年水平，我们预计公司 21-23 年湿电子化学品供应与回收再生系统业务销量同比增长 60%、40%、30%，对应毛利率保持在 25% 左右的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
废气治理系统	收入	6.5	10.4	15.7	19.6
	增速	4.9%	60.0%	50.0%	25.0%
	毛利率	28.3%	28.0%	29.0%	30.0%
废气治理设备	收入	2.2	3.1	4.1	4.9
	增速	12.6%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	26.0%	30.0%	32.0%	34.0%
湿电子化学品供应 与回收再生系统	收入	0.5	0.8	1.1	1.5
	增速	-18.3%	60.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	31.7%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务	收入	0.1	0.1	0.2	0.2
	增速	285.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	16.8%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	9.4	14.5	21.0	26.1
	增速	5.9%	54.8%	44.9%	24.3%
	毛利率	27.8%	28.1%	29.3%	30.4%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业内四家主流可比公司，分别是至纯科技、中创环保、龙净环保、华峰测控，2021 年四家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 53 倍。

我们预计 2021-2023 年，公司的 EPS 分别为 1.58 元、2.40 元、3.14 元，未来三年归母净利润的复合增长率将有望达到 47% 以上，我们给予公司 2021 年 55 倍 PE，对应目标价 86.87 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
603690.SH	至纯科技	60.80	0.85	1.00	1.31	1.63	46.44	61.09	46.30	37.24
300056.SZ	中创环保	7.18	0.05	0.24	0.47	0.62	110.48	29.77	15.25	11.52
600388.SH	龙净环保	9.10	0.66	0.85	0.98	1.17	13.51	10.73	9.31	7.80
688200.SH	华峰测控	627.28	3.26	5.64	7.88	10.47	114.74	111.14	79.58	59.93
平均值							71.29	53.18	37.61	29.13

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.08.25 收盘）

3 风险提示

- 1) 新产品开拓不达预期的风险；
- 2) 全球新冠疫情反复影响下游需求。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	937.74	1451.27	2102.24	2612.30	净利润	121.61	195.72	297.37	388.77
营业成本	676.89	1042.75	1487.06	1819.19	折旧与摊销	10.21	10.24	11.22	11.22
营业税金及附加	3.91	6.05	8.77	10.90	财务费用	9.64	6.68	10.52	13.70
销售费用	28.44	42.30	62.85	82.81	资产减值损失	-6.40	0.00	0.00	0.00
管理费用	31.64	130.61	189.20	235.11	经营营运资本变动	-64.61	106.31	-29.54	-24.44
财务费用	9.64	6.68	10.52	13.70	其他	19.28	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-6.40	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	89.74	318.94	289.56	389.24
投资收益	1.81	0.00	0.00	0.00	资本支出	-69.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-31.16	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-100.23	0.00	0.00	0.00
营业利润	143.34	222.87	343.84	450.60	短期借款	-59.84	-60.06	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.16	6.38	6.38	6.38	长期借款	-21.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	143.18	229.26	350.22	456.98	股权融资	0.00	559.59	0.00	0.00
所得税	21.57	33.54	52.85	68.22	支付股利	0.00	-24.32	-39.14	-59.47
净利润	121.61	195.72	297.37	388.77	其他	-14.31	-7.68	-10.52	-13.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-95.19	467.53	-49.66	-73.17
归属母公司股东净利润	121.61	195.72	297.37	388.77	现金流量净额	-107.20	786.47	239.90	316.07
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	358.66	1145.13	1385.04	1701.11	成长能力				
应收和预付款项	396.54	635.16	913.84	1132.52	销售收入增长率	5.87%	54.76%	44.85%	24.26%
存货	143.26	279.50	380.16	459.24	营业利润增长率	7.63%	55.49%	54.28%	31.05%
其他流动资产	231.95	69.08	77.74	85.26	净利润增长率	7.26%	60.94%	51.94%	30.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	4.68%	46.94%	52.46%	30.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	128.21	121.70	114.22	106.74	毛利率	27.82%	28.15%	29.26%	30.36%
无形资产和开发支出	36.73	32.99	29.26	25.52	三费率	7.44%	12.37%	12.49%	12.69%
其他非流动资产	38.66	38.66	38.66	38.66	净利率	12.97%	13.49%	14.15%	14.88%
资产总计	1334.01	2322.22	2938.90	3549.04	ROE	17.30%	13.65%	17.57%	19.23%
短期借款	60.06	0.00	0.00	0.00	ROA	9.12%	8.43%	10.12%	10.95%
应付和预收款项	526.08	867.43	1224.39	1502.97	ROIC	33.84%	48.76%	73.20%	81.47%
长期借款	14.02	14.02	14.02	14.02	EBITDA/销售收入	17.40%	16.52%	17.39%	18.20%
其他负债	30.88	6.82	8.32	10.58	营运能力				
负债合计	631.04	888.27	1246.72	1527.57	总资产周转率	0.70	0.79	0.80	0.81
股本	92.93	123.92	123.92	123.92	固定资产周转率	10.48	13.92	17.82	23.65
资本公积	226.86	755.47	755.47	755.47	应收账款周转率	2.29	3.00	2.92	2.73
留存收益	383.17	554.57	812.79	1142.09	存货周转率	4.08	4.93	4.51	4.33
归属母公司股东权益	702.97	1433.95	1692.18	2021.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.18%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	702.97	1433.95	1692.18	2021.47	资产负债率	47.30%	38.25%	42.42%	43.04%
负债和股东权益合计	1334.01	2322.22	2938.90	3549.04	带息债务/总负债	11.74%	1.58%	1.12%	0.92%
					流动比率	1.83	2.44	2.24	2.23
					速动比率	1.60	2.12	1.93	1.93
					股利支付率	0.00%	12.43%	13.16%	15.30%
					每股指标				
					每股收益	1.31	1.58	2.40	3.14
					每股净资产	5.67	11.57	13.66	16.31
					每股经营现金	0.72	2.57	2.34	3.14
					每股股利	0.00	0.20	0.32	0.48
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	163.19	239.79	365.58	475.52					
PE	53.10	44.00	28.96	22.15					
PB	12.25	6.01	5.09	4.26					
PS	9.18	5.93	4.10	3.30					
EV/EBITDA	37.35	30.87	19.59	14.40					
股息率	0.00%	0.28%	0.45%	0.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn