

盛剑科技 (603324.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

半导体扩产起势，盛剑乘势而上

投资逻辑

- 半导体废气处理市场随下游扩产预计有双位数增速。参考历史数据，假设中国大陆占全球半导体行业资本开支比例为33%、环保投资占比为3%，废气处理系统占环保投资比例为30%。根据WSTS的预测2025年全球半导体销售额将维持同比双位数的增长。
- ✓ 根据CINNO Research的数据，1H24年中国半导体项目投资金额约5173亿元，同比-37.5%，其中晶圆制造相关的投资金额约为2468亿人民币，占比47.7%，虽然半导体行业的投资金额有所下降，但2024年上半年中国半导体行业内的投资资金主要流向了晶圆制造领域。我们测算2025-2026年全球半导体行业资本开支将维持10%的同比增速，计算可得2024~2026年中国大陆半导体废气处理系统市场空间分别为4.10亿/4.51亿/4.96亿美元。
- 聚焦半导体市场，公司新签订单高增。横向对比废气治理上市公司可见下游景气度至关重要。公司主营半导体行业废气治理系统与装备，前端土建环节进场，因此新增订单具有前瞻性。
- ✓ 23年全年公司新签订单总额达27.9亿元，同比+76%；其中在集成电路板块新签订单实现快速增长、新签订单20.5亿元，同比+109%；24年半导体显示弥补了光伏扩产下降缺口。
- 拓展半导体附属装备、电子化学品新业务。江苏盛剑研发制造基地建成投产后，公司L/S单体治理设备研制成功并取得订单，业务从中央治理端拓展至源头控制端，设备业务毛利率高出系统约10%。18年起湿电子布局初见成效，承接了京东方B11、京东方B17、合肥奕斯伟和深南电路等项目。

盈利预测、估值和评级

- 半导体需求向上，公司绑定大客户紧抓机遇获取订单，开拓附属装备、电子化学品等新的增长点。我们预计公司24~26年实现归母净利润1.9/2.7/3.1亿元，给予公司25年PE 22倍，目标价40.07元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期风险、新业务拓展不及预期、原材料价格波动风险等。

国金证券研究所

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：张君昊 (执业 S1130524070001)

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

联系人：戴宗廷

daizongting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.39 元

目标价 (人民币)：40.07 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,328	1,826	1,962	2,731	3,087
营业收入增长率	7.74%	37.45%	7.46%	39.17%	13.06%
归母净利润(百万元)	130	165	187	272	314
归母净利润增长率	-14.47%	26.96%	13.21%	45.34%	15.32%
摊薄每股收益(元)	1.042	1.327	1.253	1.821	2.100
每股经营性现金流净额	-1.37	0.00	0.18	-0.05	1.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.15%	10.39%	10.87%	13.93%	14.10%
P/E	33.66	22.89	23.71	16.31	14.15
P/B	3.08	2.38	2.58	2.27	1.99

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、半导体废气治理龙头，开拓附属装备、电子化学品新增长点.....	4
1.1 深耕半导体行业废气治理系统与装备.....	4
1.2 收入体量扩张，运营指标稳定.....	6
2、半导体行业 2H24 再入扩产周期.....	8
3、看好公司乘势而上.....	14
3.1 聚焦半导体，产能利用率与良率驱动行业需求.....	14
3.2 向附加值更高的装备、电子化学品业务延伸.....	17
4、盈利预测与投资建议.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 投资建议及估值.....	21
5、风险提示.....	21

图表目录

图表 1： 公司为半导体领域客户提供安全稳定的定制化废气治理系统解决方案.....	4
图表 2： 公司股权结构稳定，实控人持股比例较高.....	5
图表 3： 集成电路领域贡献公司主要收入（单位：百万元）.....	5
图表 4： 废气治理系统和关键设备收入占比超 95%（单位：%）.....	5
图表 5： 1~3Q24 公司营收同比下滑主要系部分订单执行周期略有延长.....	6
图表 6： 受集成电路行业部分客户项目延迟的影响，1~3Q24 公司归母净利润出现下滑.....	6
图表 7： 公司综合毛利率基本稳定.....	6
图表 8： 公司加大研发投入力度相关费率有所提升.....	6
图表 9： 公司收入体量略低于同行业竞争对手（单位：百万元）.....	7
图表 10： 公司近几年收入增速波动较大（单位：%）.....	7
图表 11： 1H24 公司毛利率与同行接近（单位：%）.....	7
图表 12： 公司存货周转速度领先同行（单位：天）.....	7
图表 13： 公司应收账款周转天数高于同行（单位：天）.....	7
图表 14： WSTS 预测 2025 年全球半导体销售额将达到 6874 亿美元.....	8
图表 15： 中国半导体当月销售额自 11M23 同比增速由负转正.....	8
图表 16： 1-3Q24 主要半导体设备厂商收入同比保持增长.....	9
图表 17： 3Q24 部分国内龙头半导体设备厂商在建工程有所下降（单位：亿元）.....	9
图表 18： 国内主要半导体设备厂商合同负债呈上升趋势（单位：亿元）.....	9
图表 19： 7M24 主要晶圆代工厂情况.....	10
图表 20： TrendForce 预测 2027 年中国的成熟制程产能份额占比将达到 33%.....	10



图表 21:	1H2024 中国半导体行业投资资金主要流向晶圆制造领域	10
图表 22:	全球集成电路领域主要厂商资本开支情况 (单位: 亿美元)	11
图表 23:	2018-2022 年全球半导体专用工艺废气处理设备市场规模	12
图表 24:	2018-2022 年中国半导体专用工艺废气处理设备市场规模	12
图表 25:	某电子材料企业和某显示器件企业环保投资组成表	12
图表 26:	半导体企业投资情况	13
图表 27:	中国半导体设备在全球市场的占比 (单位: %)	13
图表 28:	集成电路废气治理设备市场规模测算	13
图表 29:	集成电路专用工艺废气处理设备国内的市场集中度较高	14
图表 30:	1H24 公司合同负债较上一年末增长 31%	14
图表 31:	23 年新签订单接近翻倍	15
图表 32:	半导体显示新签订单近两年占大头	15
图表 33:	公司集成电路板块主要客户	15
图表 34:	公司半导体显示板块主要客户	15
图表 35:	可比公司致力于解决不同下游行业的烟气治理问题	16
图表 36:	可比公司营收体量增长比较 (百万元)	16
图表 37:	可比公司利润体量增长比较 (百万元)	16
图表 38:	可比公司毛利率趋势比较	17
图表 39:	可比公司应收账款周转天数比较 (天)	17
图表 40:	废气治理系统/附属装备/电子化学品材料三大业务所处环节/关系	17
图表 41:	设备业务毛利率高于系统	18
图表 42:	产销率保持较高水平	18
图表 43:	公司半导体附属装备产品布局	18
图表 44:	公司半导体附属装备产品布局	19
图表 45:	公司电子化学品材料业务流程图	19
图表 46:	公司分业务营收、毛利率预测	20
图表 47:	可比公司估值情况 (截至 24 年 11 月 22 日)	21

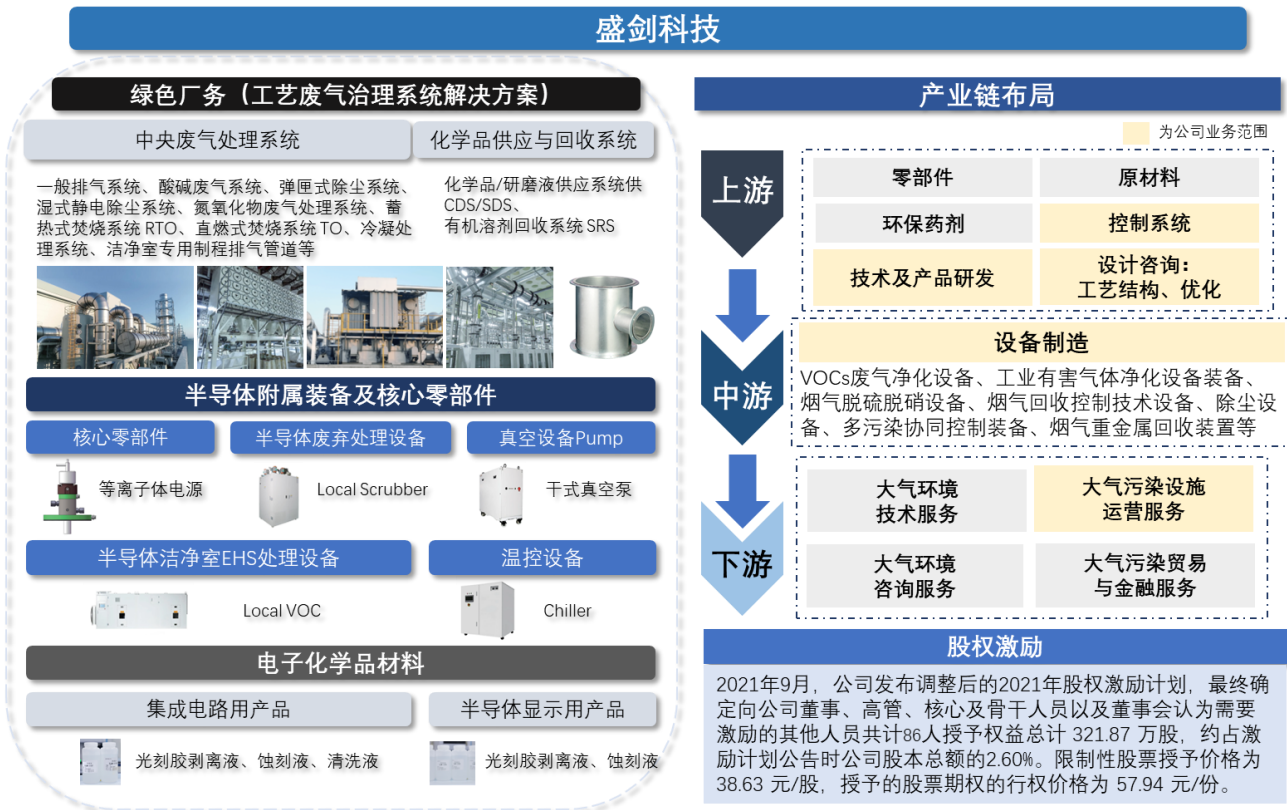


1、半导体废气治理龙头，开拓附属装备、电子化学品新增长点

1.1 深耕半导体行业废气治理系统与装备

- 公司创立于 2005 年，于 2021 年 4 月在上交所主板上市，是中国半导体产业提供绿色厂务即工艺废气治理系统的综合解决方案供应商。公司深耕半导体工艺废气治理领域多年，与京东方、华星光电、天马微电子、维信诺、中电熊猫、信利光电、惠科光电、中电系统等业内领军企业保持长期合作关系。
- 公司在业务初创期的执行主体为盛剑通风，业务主要以制造和销售镀锌及不锈钢材质的螺旋和焊接工艺排气管道为主，客户主要分布在大型展馆、医疗机构、食品饮料、汽车制造、光伏发电、集成电路和光电显示等行业。公司把握国家大力发展半导体和环比领域的机遇，聚焦半导体工艺废气治理领域并开始进行技术与产品转型升级，并开始掌握洁净室专用的排气及排烟管道系统等核心产品。凭借公司前期积累的客户基础和核心产品，公司正式进军半导体工艺废气治理领域，独立设计并整体承接半导体工艺废气治理业务。2012 年，公司中标上海集成电路研发中心废气处理系统（一期），该项目成为了公司首单整体承接的工艺废气治理系统项目。此后，公司相继中标了京东方、华星光电等半导体显示行业头部客户的标杆性项目。
- 2016 年公司在昆山市置地扩大废气治理设备产能，同时持续进行研发投入。随着江苏盛剑研发制造基地的建成投产，公司 L/S 单体治理设备研制成功并取得订单，标志着公司业务从中央治理端拓展至源头控制端，具备了半导体工艺废气全面系统解决能力。2017 年公司设立子公司北京盛科达，专注于湿电子化学品供应与回收再生系统服务，进一步挖掘半导体行业客户需求，实现产业链纵向延伸。
- 公司深度布局中国半导体产业集聚区，总部位于中国上海，下设华东、华中、华南等制造基地及华北服务中心，并在新加坡设立海外总部，构建“国内海外双驱动”的格局。目前公司已形成“绿色厂务、半导体附属装备及核心零部件、电子化学品材料”主营业务三驾马车。

图表1：公司为半导体领域客户提供安全稳定的定制化废气治理系统解决方案



来源：公司官网，公司招股说明书，Wind，国金证券研究所

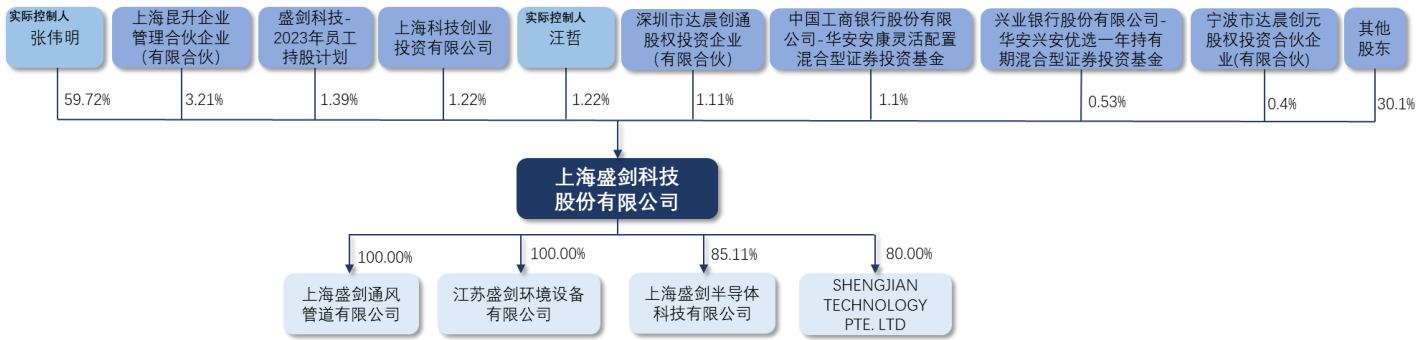
- 23 年员工持股计划完善员工利益共享机制。2023 年员工持股计划以 17.50 元/股的价格，完成了 1,736,000 股的过户。根据考核目标，第二解锁期公司在 2023 年度及 2024



年度实现净利润累计值需不低于 3.25 亿元（含）；第三解锁期 2023 年度、2024 年度及 2025 年度实现净利润累计值不低于 5.45 亿元（含）。

- 公司股权结构高度集中，实际控制人持股比例高。截至 2024 年中报，公司实际控制人张伟明、汪哲夫妇直接持有公司 60.94% 的股权，并通过上海昆升企业管理合伙企业（有限合伙）间接持有公司 3.21% 的股权，合计持有公司 64.15% 的股份。

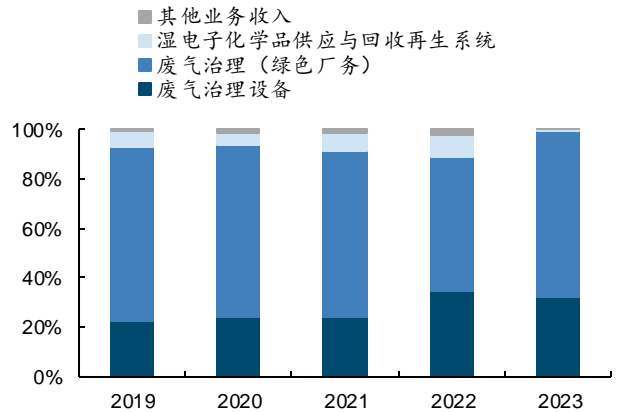
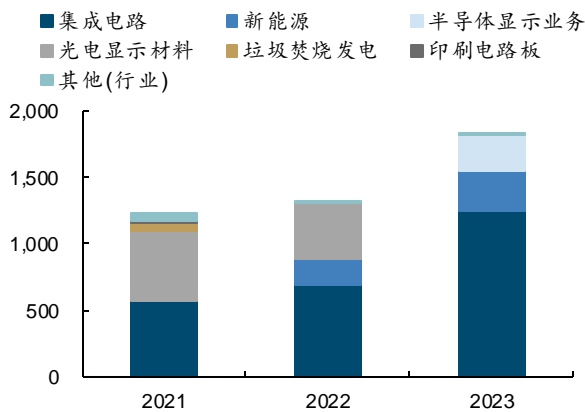
图表2：公司股权结构稳定，实控人持股比例较高



来源：Wind，国金证券研究所

- 集成电路、新能源和半导体显示行业为公司贡献主要收入。从公司的下游结构来看，2023 年公司集成电路、新能源和半导体显示行业分别实现营收 12.52 亿、2.92 亿、2.71 亿元，分别占当期营收的 68.7%、16.03%、14.87%。随着光伏制造领域 CAPEX 增速放缓，预计半导体显示、集成电路领域占比将有提升。
- 按产品划分的收入结构来看，设备业务业绩贡献有所扩大。2023 年公司废气治理系统、废气治理、湿电子化学品供应与回收再生系统分别占当期营收的 32.43%、66.58%、0.77%，废气治理和废气治理设备共计对公司营业收入的贡献达 99.01%。

图表3：集成电路领域贡献公司主要收入（单位：百万元） 图表4：废气治理系统和关键设备收入占比超 95%（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

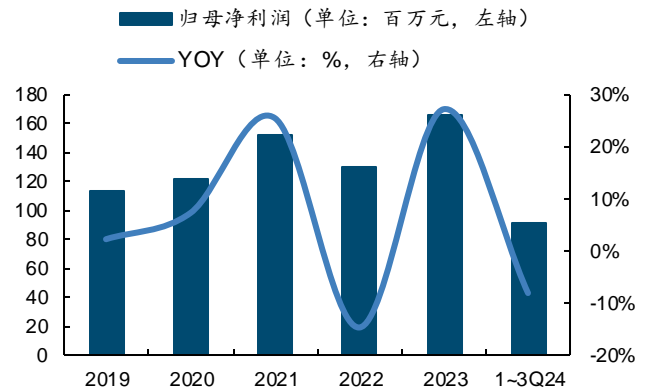
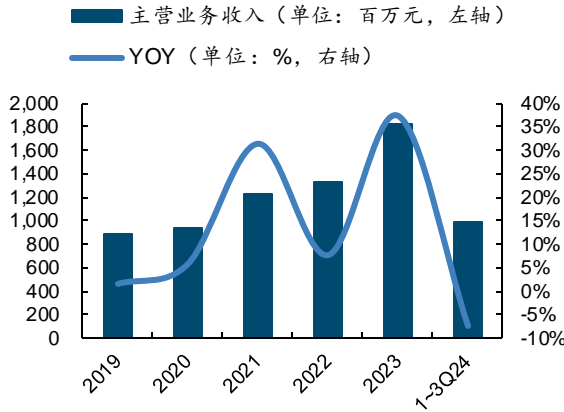
来源：Wind，国金证券研究所

- 受国内半导体产业国产替代加速进行，2019-2023 年，公司营业收入由 8.86 亿元增长至 18.26 亿元，年均复合增长率 27.27%；归母净利润由 2019 年的 1.13 亿元增长至 2023 年的 1.65 亿元。1~3Q24 公司的营业收入和归母净利润同比出现下滑，主要系公司部分重大订单的确认收入周期较长，在上半年仍处于执行和交付阶段，因此未能贡献收入。



图表5: 1~3Q24 公司营收同比下滑主要系部分订单执行周期略有延长

图表6: 受集成电路行业部分客户项目延迟的影响, 1~3Q24 公司归母净利润出现下滑



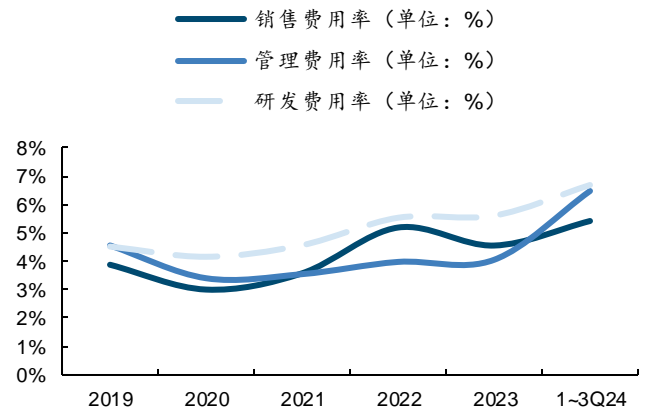
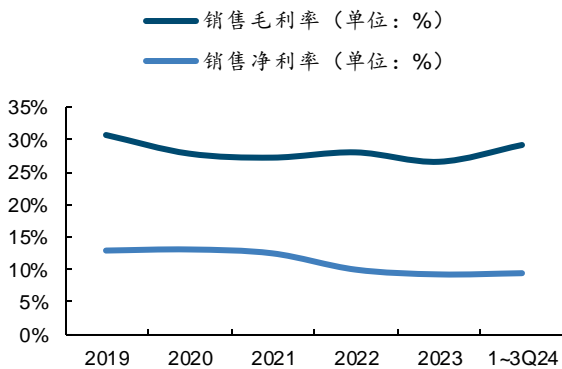
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

- 公司的综合毛利率水平相对稳定。公司 2019 年降低部分项目报价以抢占市场份额, 使得整体毛利率水平出现一定程度的下滑。2020-2023 年, 公司综合毛利率水平基本稳定在 27% 左右, 随着公司业务结构的改善和行业地位逐步稳固, 1~3Q24 公司整体毛利率提升至 29.11%。

图表7: 公司综合毛利率基本稳定

图表8: 公司加大研发投入力度相关费率有所提升



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

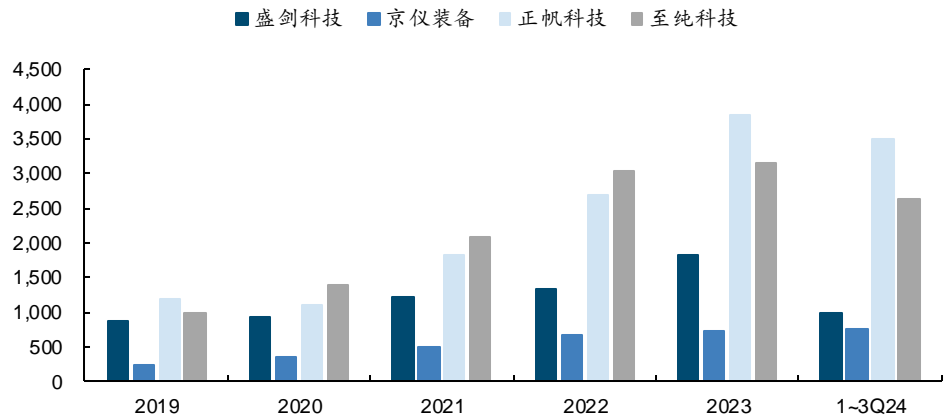
- 1~3Q24 费率上升。1~3Q24 公司管理费用率和销售费用率分别为 6.47% 和 5.43%, 较上一年末有增长, 主要系职工薪酬和股份支付的增加; 公司注重自主研发与技术创新, 1~3Q24 研发费用率为 6.67%, 主因加大研发投入, 相应职工薪酬以及股份支付增加。

1.2 收入体量扩张, 运营指标稳定

- 公司收入体量略低于同行业竞争对手。正帆科技和至纯科技的主要业务为半导体晶圆厂厂务的高纯工艺系统与设备及维护保养等增值服务, 受益于半导体装备和相关产业国产替代的加速进行, 均实现了收入端的快速增长。京仪装备主要从事半导体专用设备的研发、生产和销售, 主要产品为半导体温控设备和工艺废气处理设备, 主要 fab 厂采购半导体专用温控设备和工艺废气处理设备占资本开支比例较为稳定, 因此京仪装备和公司的收入逐年增长较为平缓。由于公司绿色厂务业务占比较大, 且主要营收均来自半导体领域的大客户, 1~3Q24 国内晶圆厂客户恢复扩产, 但部分项目仍有延迟导致三季度未能确认收入, 1~3Q24 公司收入增速下滑至 -7.34%。



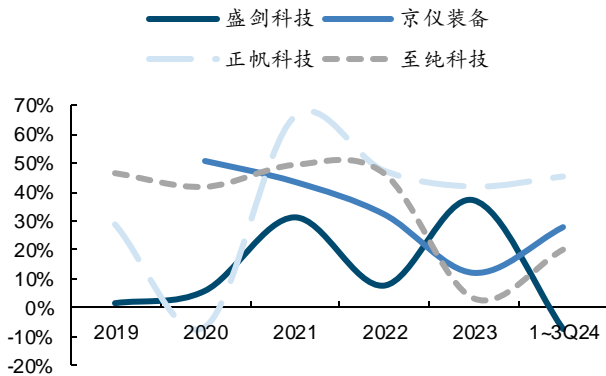
图表9：公司收入体量略低于同行业竞争对手（单位：百万元）



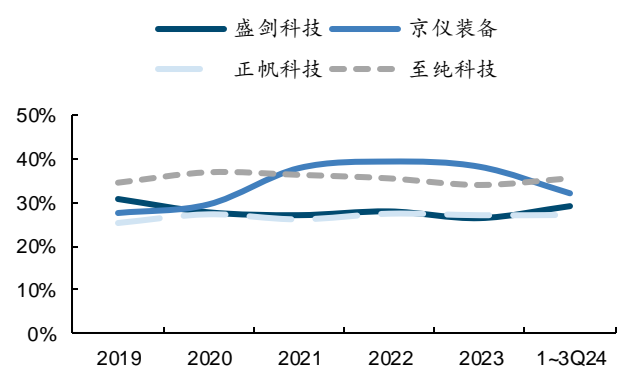
来源：Wind，国金证券研究所

- 凭借着定制化设计、及时交付能力和稳定的产品质量，公司在半导体工艺废气治理领域建立了竞争优势，并与下游行业的领军企业建立良好稳定合作关系。从毛利率水平来看，公司综合毛利率和行业平均水平基本一致。京仪装备、正帆科技和至纯科技的订单周期相对较长，存货周转天数更高，1~3Q24 分别为 685 天、390 天和 490 天。公司在保证供货和日常排产的情况下，对存货保持良好的动态管理，1H24 公司存货周转天数为 332 天。

图表10：公司近几年收入增速波动较大（单位：%）



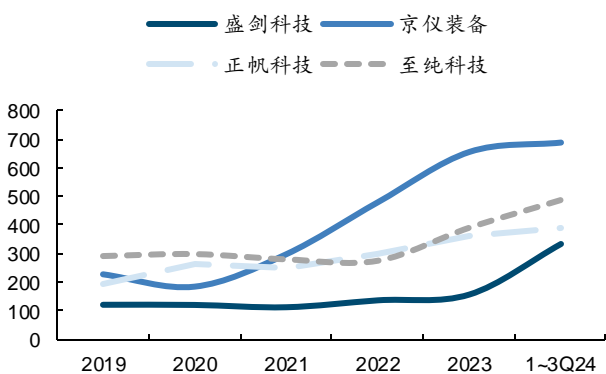
图表11：1H24 公司毛利率与同行接近（单位：%）



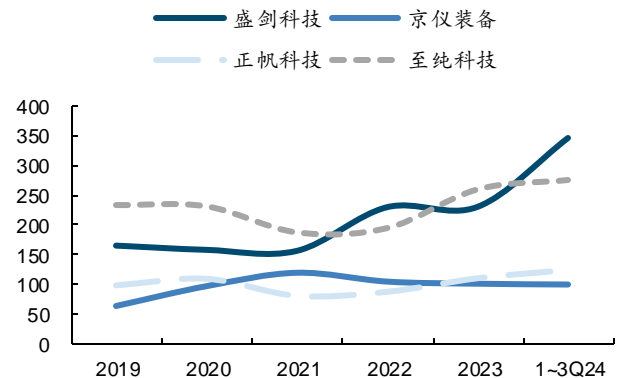
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表12：公司存货周转速度领先同行（单位：天）



图表13：公司应收账款周转天数高于同行（单位：天）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



2、半导体行业 2H24 再入扩产周期

- 全球半导体谷底期已过, SIA 预计 24 年半导体销售额有望超 6000 亿美元(YOY+16%)。根据 SIA 的统计, 2024 年第三季度全球半导体销售额达 1660 亿美元, 环比+10.7%, 同比+23.2%。
- 根据美国半导体行业协会(SIA)的数据, 2024 年 7 月全球半导体销售额为 513.2 亿美元, 同比+18.7%。连续 9 个月高于上年。库存调整不断取得进展, 半导体销售持续恢复。展望 2025 年, WSTS 预测全球半导体销售额将达到 6874 亿美元(yoy+12.5%), 25 年增长主要由存储和逻辑芯片驱动, 随着 Ai 新技术的创新驱动, 这两个板块将分别同比+77%和+11%。

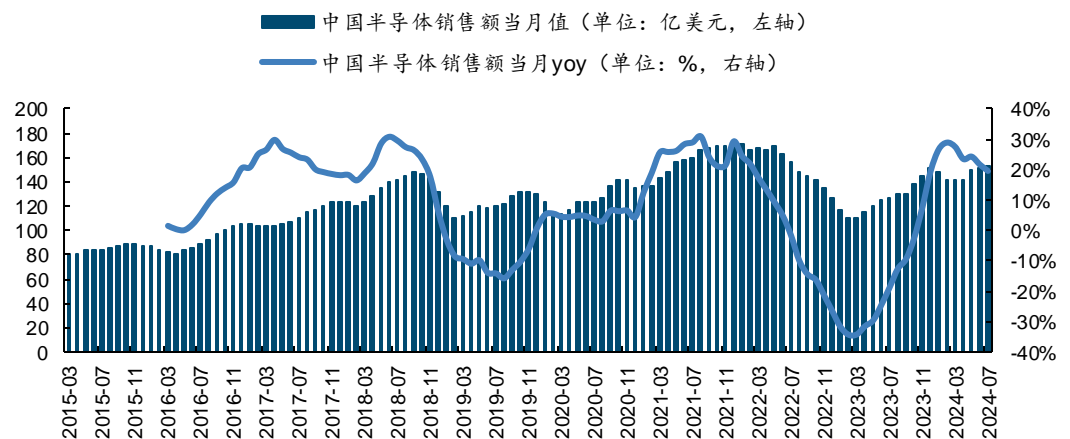
图表14: WSTS 预测 2025 年全球半导体销售额将达到 6874 亿美元

Spring 2024	Amounts in US\$M			Year on Year Growth in %		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Americas	134,377	168,062	192,941	-4.8	25.1	14.8
Europe	55,763	56,038	60,901	3.5	0.5	8.7
Japan	46,751	46,254	50,578	-2.9	-1.1	9.3
Asia Pacific	289,994	340,877	382,961	-12.4	17.5	12.3
Total World - \$M	526,885	611,231	687,380	-8.2	16.0	12.5
Discrete Semiconductors	35,530	32,773	35,310	4.5	-7.8	7.7
Optoelectronics	43,184	42,736	44,232	-1.6	-1.0	3.5
Sensors	19,730	18,265	19,414	-9.4	-7.4	6.3
Integrated Circuits	428,442	517,457	588,425	-9.7	20.8	13.7
Analog	81,225	79,058	84,344	-8.7	-2.7	6.7
Micro	76,340	77,590	81,611	-3.5	1.6	5.2
Logic	178,589	197,656	218,189	1.1	10.7	10.4
Memory	92,288	163,153	204,281	-28.9	76.8	25.2
Total Products - \$M	526,885	611,231	687,380	-8.2	16.0	12.5

来源: WSTS, 国金证券研究所

- 半导体产业链逆全球化, 晶圆厂稼动率持续提升, 下游补库需求拉货持续, 逻辑大厂重启招标。国内存储大厂 24 年已逐步恢复招标扩产, 国产半导体设备厂商订单持续高景气, 未来扩产的增长预期仍将由前沿逻辑和代工推动。在此国产设备导入窗口期, 看好国产设备公司随扩产逐渐落地, 产品逐步突破以提升整体市场占有率。

图表15: 中国半导体当月销售额自 11M23 同比增速由负转正

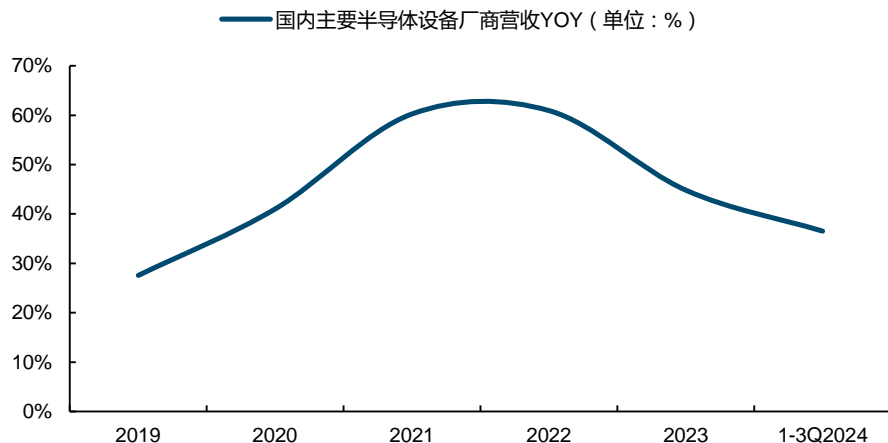


来源: Wind, 国金证券研究所

- 7M24 中国半导体销售额为 152.3 亿美元, 同比+19.50%, 环比+0.93%。整体来看 1-7M24 终端需求复苏, 叠加 AI+终端应用持续推出, 电子和半导体各子行业开始出现拐点, 但增速有所分化, AI 云端算力硬件需求持续强劲, 产业链业绩高速增长; 国内半导体自主可控、国产替代需求加速, 设备板块业绩亮眼; 消费电子及半导体终端需求逐渐回暖, 盈利能力开始逐步改善。



图表16: 1-3Q24 主要半导体设备厂商收入同比保持增长



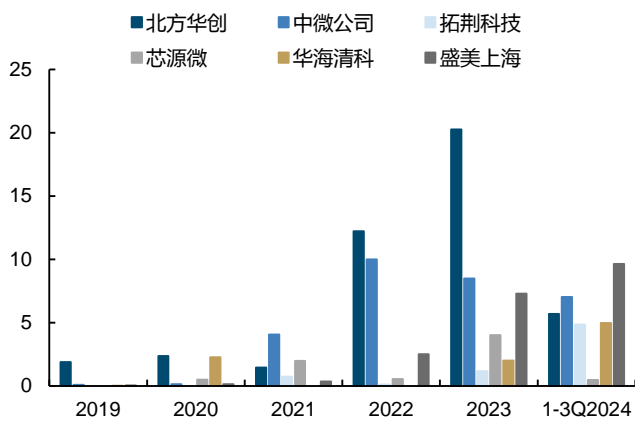
来源: Wind, 国金证券研究所

注: 国内主要半导体设备厂商数据包含北方华创、中微公司、拓荆科技、芯源微、华海清科、盛美上海。

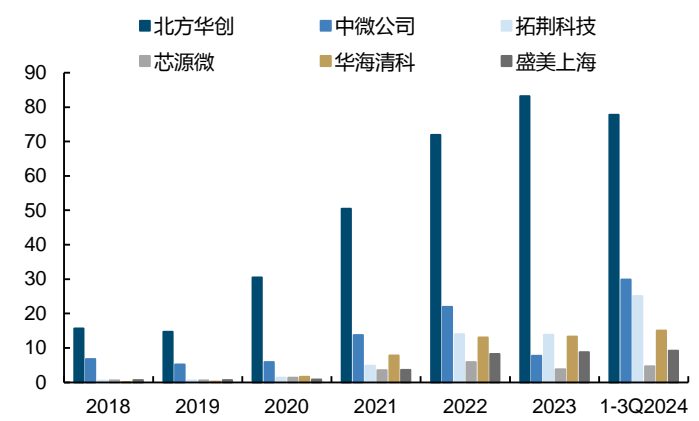
- 根据 Wind 的数据, 截至 2024 年前三季度, 国内部分半导体设备厂的在建工程有所下降, 但合同负债仍有所增长。1-3Q2024, 北方华创、中微公司、拓荆科技、芯源微和盛美上海的在建工程分别达到了 5.68 亿元、7.04 亿元、4.85 亿元、0.48 亿元和 9.64 亿元, 分别较 2023 年末-71.98%、-17.08%、+314.53%、-88.06%和+32.05%。从合同负债数据来看, 中微公司和拓荆科技 2024 年前三季度的合同负债规模分别达到了 29.88 亿元和 25.12 亿元, 分别较 2023 年末增长 287.25%和 81.77%。

图表17: 3Q24 部分国内龙头半导体设备厂商在建工程有所下降 (单位: 亿元)

图表18: 国内主要半导体设备厂商合同负债呈上升趋势 (单位: 亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

- 半导体设备行业 2024 年上半年营收为 287.61 亿元, 同增 41.74%, 归母净利润为 51.25 亿元, 同增 54.33%。24Q2 营收为 157.58 亿元, 同增 157.47%, 环增 21.19%, 归母净利润为 31.33 亿元, 同增 122.07%, 环增 57.36%。23 年头部晶圆厂的招标整体一般, 24 年部分厂商的招标情况有希望有积极改善, 部分存储厂商如果进展顺利有望拉动较大的国产设备需求。根据芯八哥统计的主要晶圆代工工厂情况, 7M24 整体代工产能及订单有所复苏, 但是成熟制程和部分先进制程价格有一定降幅。



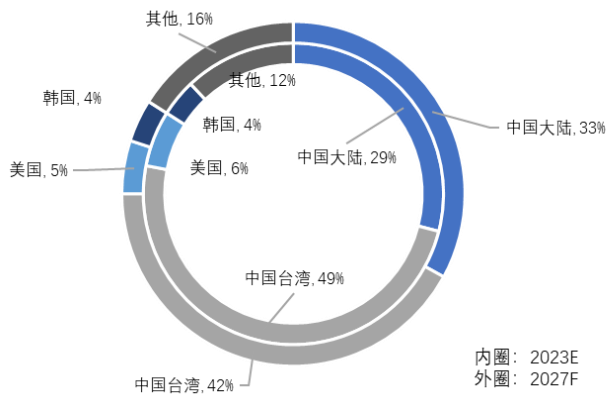
图表19: 7M24 主要晶圆代工厂情况

厂商	7月产能利用率	7月动态	8月代工价格预测
台积电	>90%	5/3nm 制程产能利用率达 100%；2025 年 6/7nm 制程降价 10%	上升
三星	85%-88%	暂停平泽 P4 厂代工产线建设；预计 2H24 移动需求反弹，AI/HPC 应用需求将继续保持高增长	稳定
联电	70%-75%	下半年整体需求好一些，汽车和工业库存消化速度低于预期	下降
中芯国际	90%-100%	随着产能回升芯片价格将继续下降	稳定
力积电	60%-70%	晶圆代工价格已落底回升，预计 3Q24 产能利用率和营收有上升趋势	下降
华虹	100%	预计市场处于复苏的拐点	上升

来源：芯八哥，国金证券研究所

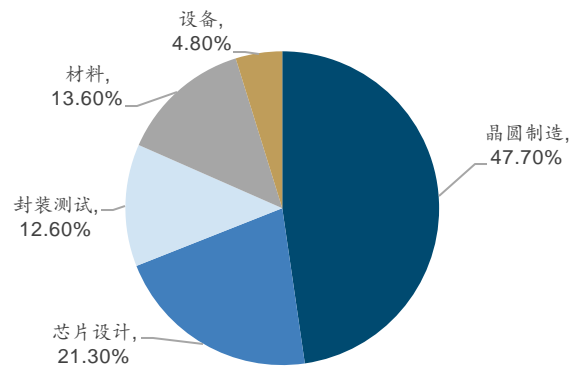
- 作为全球半导体市场活跃指数的主要观测指标，产能的提振也宣告市场正在走出持续一年多的低迷期。根据 Knometa Research 的数据，中国大陆一直在领先优势的芯片制造能力上进行大量投资，截至 2023 年底，中国大陆在全球晶圆月产能中的份额为 19.1%，落后韩国和中国台湾几个百分点。预计到 2025 年，中国大陆的产能份额预计将达 20.1%，与领先国家或地区大致持平。从成熟制程的产能占比情况来看，根据 TrendForce 的数据，2023 年中国大陆的成熟制程产能份额达 29%，预计到 2027 年将达到 33%。

图表20: TrendForce 预测 2027 年中国的成熟制程产能份额占比将达到 33%



来源：TrendForce，国金证券研究所

图表21: 1H2024 中国半导体行业投资资金主要流向晶圆制造领域



来源：CINNO Research，国金证券研究所

- 虽然 2024 年上半年中国半导体行业项目投资金额同比下滑 37.5%，但主要资金仍流向了晶圆制造领域。根据 CINNO Research 的数据，2024 年上半年中国半导体项目投资金额约为 5173 亿元人民币，同比下降 37.5%。2024 年 1-6 月，中国半导体行业内投资资金主要流向晶圆制造，金额约为 2468 亿人民币，占比 47.7%，同比下降 33.9%。


图表22：全球集成电路领域主要厂商资本开支情况（单位：亿美元）

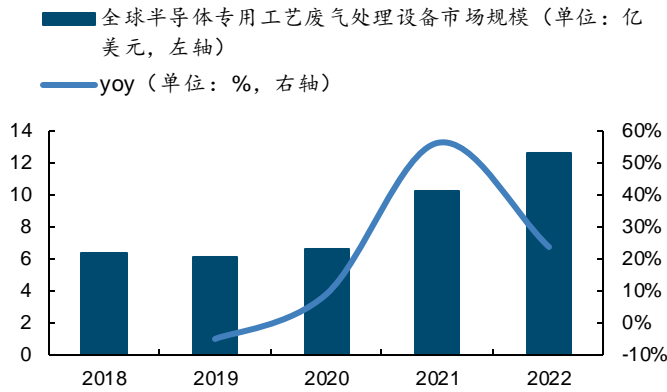
	2022	2023	2024	2023YoY (%)	2024 YoY (%)
存储厂商	662	526	546	-21%	4%
三星	371	370	372	-0.1%	0.4%
镁光	120	70	78	-42%	11%
SK 海力士	147	64	75	-57%	18%
其他	25	22	21	-12%	-2%
晶圆代工厂	509	480	451	-6%	-6%
台积电	363	320	300	-12%	-6%
中芯国际	64	75	75	18%	0%
联电	27	30	33	11%	10%
格罗方德	31	18	7	-42%	-61%
其他	25	37	37	49%	-1%
IDM	336	382	369	14%	-4%
英特尔	248	258	262	4%	2%
德州仪器	28	51	50	81%	-1%
意法半导体	35	41	25	17%	-39%
英飞凌	24	32	32	33%	-3%
其他	309	302	284	-2%	-6%
总计	1820	1690	1650	-7%	-2%

来源：IC Insights，国金证券研究所

- 随着 AI 应用的需求推动，存储厂商在 2024 年资本开支恢复增长。根据 IC Insights 的数据统计，三星在 2023 年和 2024 年都保持相对稳定的资本开支，而镁光和海力士则在 2023 年大幅削减资本开支，但在 2024 年镁光和海力士的资本支出都恢复了双位数的增长。
- TrendForce 统计的数据显示，截至 2023 年末，除去 7 家暂时停工的晶圆厂，中国目前已建成的晶圆厂有 44 家，包括 25 座 12 英寸晶圆厂、4 座 6 英寸晶圆厂、15 座 8 英寸晶圆厂及产线，另外还有 22 家晶圆厂在建，包括 15 座 12 英寸晶圆厂、8 座 8 英寸晶圆厂。12 英寸晶圆厂，占国内晶圆厂总数的比例约为 60%。下游半导体行业的工艺、技术不断发展对环境保护专用设备制造业提出更高要求。随着制程纳米数逐渐降低，直至小于光刻机的波长时，光刻制程会受到驻波效应的限制，需要采用多重模板工艺，重复多次薄膜沉积和刻蚀工序以实现更小的线宽，使得薄膜沉积和刻蚀次数显著增加。根据 SEMI 的统计，20nm 工艺需要的刻蚀步骤约 50 次，而 10nm 和 7nm 工艺所需刻蚀步骤则超过 100 次。工艺复杂程度的增加相应也增加了污染物的排放。
- 集成电路专用工艺废气处理设备将工艺废气的处理前置到工艺制程生产过程中，在工艺废气进入厂务中央处理系统前即进行无害化处理，实现了工艺废气高效处理。根据 QY Research 的数据，2018 年至 2022 年全球半导体专用工艺废气处理设备市场空间从 6.38 亿美元增长至 12.64 亿美元，而中国的半导体专用工艺废气处理设备市场规模从 2018 年的 1.16 亿美元增至 2022 年的 2.26 亿美元。



图表23: 2018-2022 年全球半导体专用工艺废气处理设备市场规模



图表24: 2018-2022 年中国半导体专用工艺废气处理设备市场规模



来源: 京仪装备招股说明书, QY Research, 国金证券研究所

来源: 京仪装备招股说明书, QY Research, 国金证券研究所

- 由于集成电路是资金密集型行业, 生产线本身投资巨大, 其在环保方面的投入往往达到上千万甚至上亿元人民币。根据《电子工业污染物排放标准 (征求意见稿)》编制说明, 从某电子材料企业和某显示器件企业的环保投资组成表可知废气处理系统占环保投资比例较高, 分别为 27.18% 和 33.98%。

图表25: 某电子材料企业和某显示器件企业环保投资组成表

序号	项目	内容	电子材料公司-环保投资比例 (%)	显示器件公司-环保投资比例 (%)
1	生产废水处理系统	酸碱、含氟、有机废水处理系统及清洗水回收和水闭路回收利用	23.78	29.69
2	生活污水处理系统	生活中产生的污水处理	12.74	1.57
3	废气处理系统	酸碱、有机、高沸点有机、有害废气处理系统; 一般排风处理系统	27.18	33.98
4	噪声控制	废气处理、动力系统噪声控制	15.50	2.61
5	绿化		-	0.78
6	化学品回收		20.81	31.36
7	总计		100	100

来源: 《电子工业污染物排放标准》编制说明, 国金证券研究所

- 根据公司招股说明书的数据, 集成电路行业环保投资一般占总投资比例不超过 5%。根据《电子工业污染物排放标准 (征求意见稿)》编制说明, 半导体企业环保投资占总投资比例区间为 1.2%~3.3%。考虑到先进制程趋势下对洁净度要求的提升, 我们将以环保投资占比 3% 对集成电路废气治理设备市场规模进行测算。



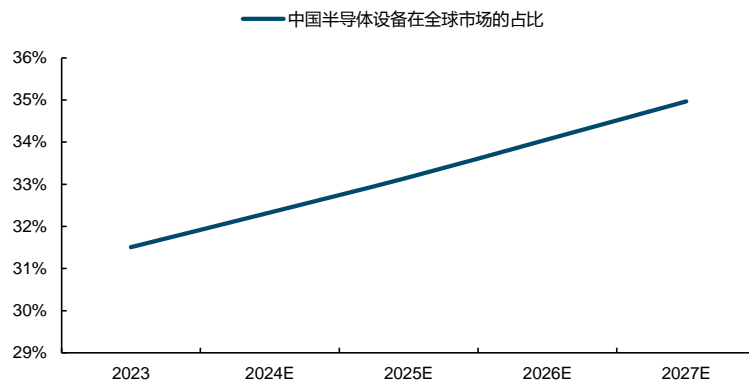
图表26: 半导体企业投资情况

企业	总投资 (亿元)	环保投资 (万元)	环保投资占比 (%)
A	14	4550	3.25
B	86	12483	1.45
C	84	22752	2.71
D	12	1436	1.20
E	462	82690	1.79
F	114	36150	3.17
G	502	98130	1.95
H	200	9450	0.47

来源:《电子工业污染物排放标准》编制说明, 国金证券研究所

- 随着中国半导体产业链自主可控的逻辑不断加强, 上游国产半导体设备出货持续增长, 36Kr 预计 2027 年中国大陆半导体市场规模将达到 783 亿美元, 2023~2027 年年复合增长率将达到 15%。同时, 从中国半导体设备市场在全球的占比将从 2023 年的 31% 提升至 2027 年的 35%。

图表27: 中国半导体设备在全球市场的占比 (单位: %)



来源: 36Kr, 国金证券研究所

- 根据我们测算中国大陆半导体废气处理设备市场规模在 2026 年将达到 4.96 亿美元。根据 TechInsights 的数据, 2023 年和 2024 年全球半导体行业的资本开支分别为 1334 亿和 1379 亿美元, 为简化计算, 我们假设中国大陆占全球半导体行业资本开支比例为 33%、环保投资占比为 3%, 废气处理系统占环保投资比例为 30%。根据 WSTS 的预测 2025 年全球半导体销售额将维持同比双位数的增长, 我们预测 2025-2026 年全球半导体行业资本开支将维持 10% 的同比增速, 计算可得 2023-2026 年中国大陆半导体废气处理系统市场空间分别为 3.96 亿、4.10 亿、4.51 亿和 4.96 亿美元。

图表28: 集成电路废气治理设备市场规模测算

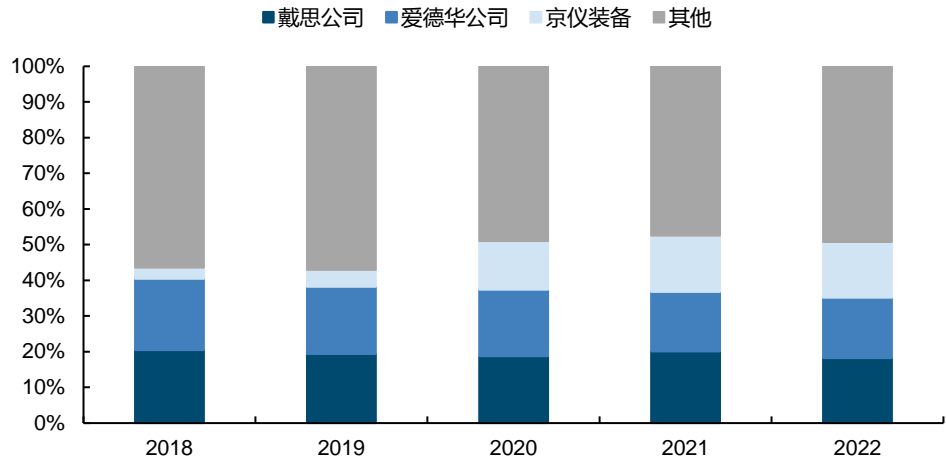
集成电路废气治理设备市场规模测算					
	单位	2023	2024E	2025E	2026E
全球半导体行业资本开支	亿美元	1334	1379	1517	1669
中国大陆占全球半导体行业资本开支比例	%	33%	33%	33%	33%
中国大陆半导体行业资本开支	亿美元	440	455	501	551
环保投资占比	%	3%	3%	3%	3%
中国大陆半导体环保投资额	亿美元	13	14	15	17
废气处理系统占环保投资比例	%	30%	30%	30%	30%
中国大陆半导体废气处理系统市场空间	亿美元	3.96	4.10	4.51	4.96

来源: TechInsights, 国金证券研究所



- 集成电路专用工艺废气处理设备细分领域的市场份额主要由国外厂商主导，国外厂商主要以爱德华公司、戴思公司为代表，国内厂商市场份额占比相对较低。

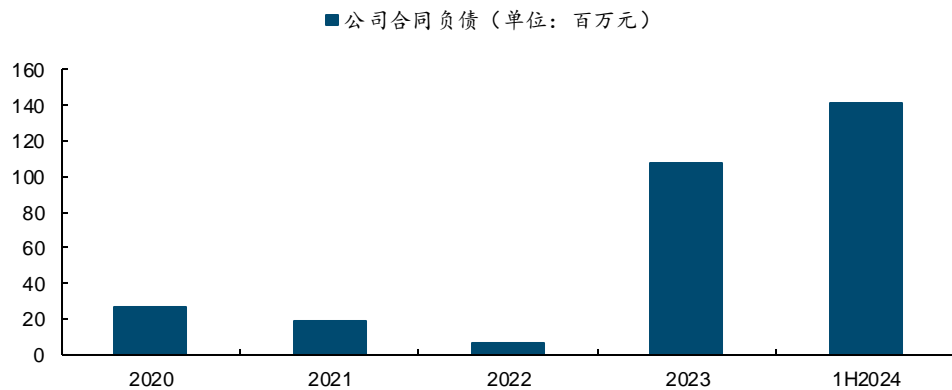
图29：集成电路专用工艺废气处理设备国内的市场集中度较高



来源：QY Research，京仪装备招股说明书，国金证券研究所

- 在集成电路行业提升自主可控性需求催化下，公司加强与行业重点客户的合作，为客户提供有针对性的解决方案。1H2024 公司合同负债达 1.41 亿元，较上一年末增长 31%，主要系预收合同款项增加所致。

图30：1H24 公司合同负债较上一年末增长 31%



来源：Wind，国金证券研究所

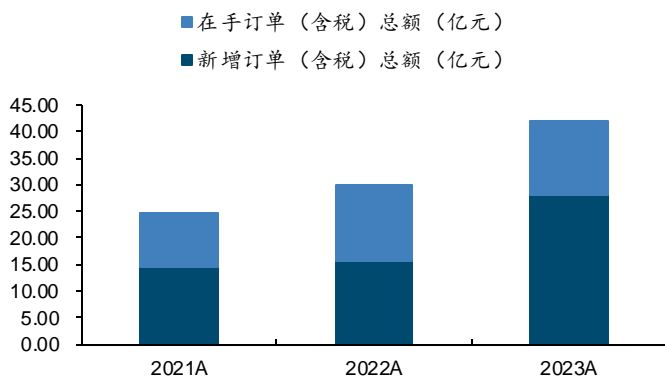
3、看好公司乘势而上

3.1 聚焦半导体，产能利用率与良率驱动行业需求

- 聚焦半导体行业，新增订单额快速增长。随着公司技术研发不断推进和产品体系不断完善，行业关键客户及订单实现新突破。23 全年公司新签订单总额达 27.9 亿元，同比+76%；其中在集成电路板块新签订单实现快速增长、新签订单 20.5 亿元，同比+109%。

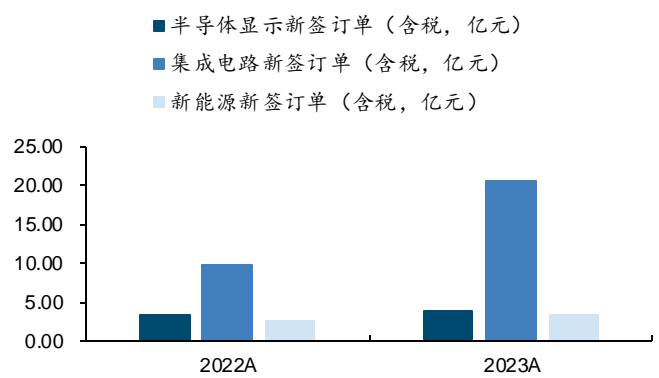


图表31: 23年新签订单接近翻倍



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表32: 半导体显示新签订单近两年占大头



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 突破国内重点客户。公司的主要下游行业为集成电路、半导体显示等半导体产业领域以及新能源领域的业内领军企业，与京东方、华星光电、天马微电子、维信诺、中电熊猫、信利光电、惠科光电、中电系统等业内领军企业保持长期合作关系。

图表33: 公司集成电路板块主要客户



来源: 公司官网、国金证券研究所

图表34: 公司半导体显示板块主要客户



来源: 公司官网、国金证券研究所

- 抓住下游 CAPEX 向上机遇。传统行业 CAPEX 接近尾声或已入去产能周期，半导体行业 CAPEX 迎高峰。行业内可比公司如同兴环保、雪浪环境、青达环保、仕净科技分别在钢铁领域、垃圾焚烧领域、火电领域、光伏领域成为行业内龙头，解决烟气治理问题。从下游行业增速看，钢铁已长期处于去产能阶段；垃圾焚烧作为替代填埋的更环保选项、在主要城镇覆盖率已达较高水平。火电行业受新型电力系统建设影响，在“十三五”去产能后近两年重新出现 CAPEX 高峰。相比之下，集成电路、半导体显示等行业 CAPEX 处于上行阶段，光伏行业 CAPEX 过去两年快速增长、今年有所放缓。
- ✓ 行业 CAPEX 情况直接影响可比公司利润体量及盈利能力。行业缺乏持续增长动力，带来了同兴环保、雪浪环境两家可比公司的收入/利润体量下滑，行业内卷现象加剧带来毛利率水平下降。往后看，相关企业主业修复依靠环保政策升级加码，同时积极开展 CCUS 等第二增长曲线自救。
- 如前所述半导体行业正步入 CAPEX 高峰期，同时我们更看好该行业由先进制程/良率驱动下的“自下而上”成长。盛剑的主要下游为光电显示、集成电路、光伏、PCB 等半导体行业。对半导体工厂而言，工艺废气治理系统及设备是其生产工艺不可分割的组成部分，工艺废气需要与生产工艺同步进行收集、治理和排放，其安全稳定性直接关系到产能利用率、产品良率。
- ✓ 影响产能利用率：半导体生产工艺是高度自动化的连续工序，大部分环节对工艺设备的排气压力存在较高要求。当工艺废气治理系统发生故障，未能同步对工艺废气进行收集、治理和排放时，会导致连续工序中断，直接影响客户产线的稳定运行，从而影响产能利用率。
- ✓ 影响产品良率：半导体生产工艺精密度极高，对生产环境的洁净度要求严格，生产过



程均在高等级洁净室内进行。工艺废气自工艺设备进入工艺排气管道后，如因工艺废气治理系统故障导致负压不稳定，或者工艺排气管道泄漏，致使洁净室内空气环境改变，可能导致产品良率下降乃至报废。

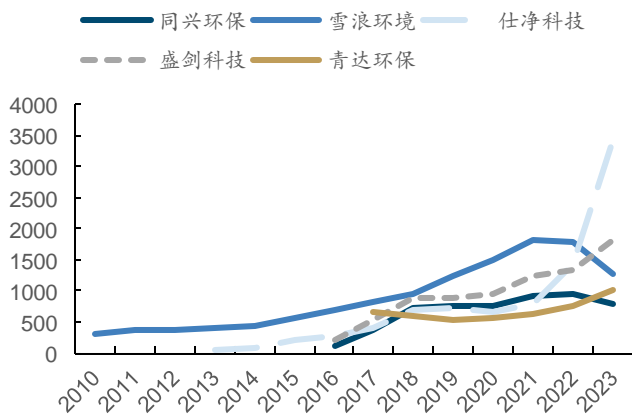
- ✓ 与可比公司相比，半导体行业烟气治理毛利率水平相对更稳定，近两年超过传统非电行业。

图表35: 可比公司致力于解决不同下游行业的烟气治理问题

可比公司	主营业务	下游主要应用场景
同兴环保	为钢铁、焦化、建材等非电行业工业企业提供超低排放整体解决方案,包括除尘、脱硫、脱硝项目总承包及低温 SCR 脱硝催化剂。	钢铁等非电行业
雪浪环境	烟气净化业务、灰渣处理业务、危险废弃物焚烧处置业务	垃圾焚烧等非电行业
仕净科技	制程污染防控设备、末端污染治理设备的研发、生产和销售。	半导体（光伏为主）
青达环保	致力于节能降耗、环保减排设备的设计、制造和销售，为电力、热力、化工、冶金、垃圾处理等领域的客户提供炉渣节能环保处理系统、烟气节能环保处理系统和清洁能源消纳系统解决方案。	火电行业
盛剑科技	专注于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。	半导体（集成电路、半导体显示为主）

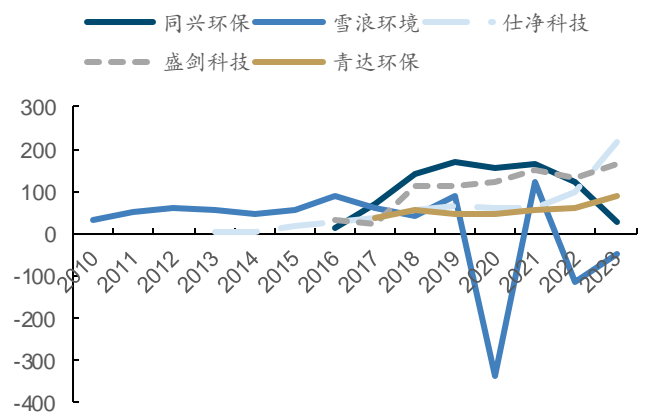
来源: ifind、国金证券研究所

图表36: 可比公司营收体量增长比较 (百万元)



来源: ifind、国金证券研究所

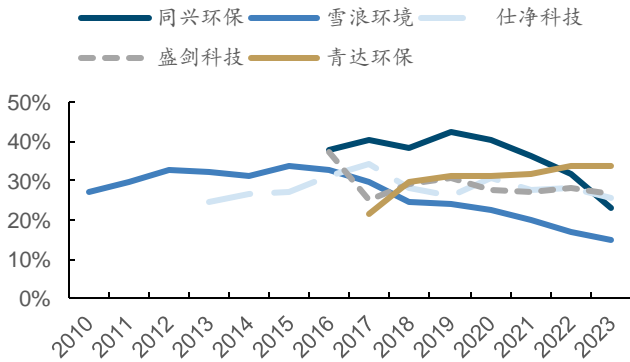
图表37: 可比公司利润体量增长比较 (百万元)



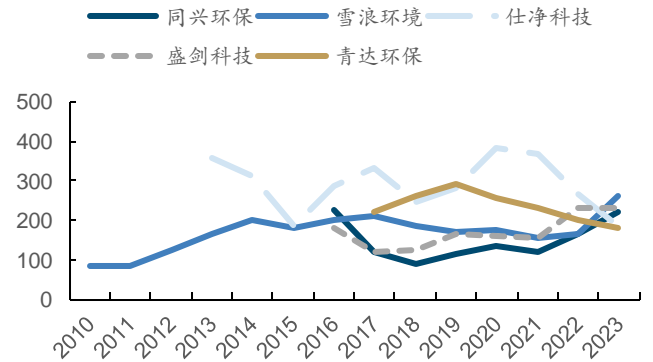
来源: ifind、国金证券研究所



图表38: 可比公司毛利率趋势比较



图表39: 可比公司应收账款周转天数比较 (天)



来源: ifind、国金证券研究所

来源: ifind、国金证券研究所

3.2 向附加值更高的装备、电子化学品业务延伸

- 以L/S设备为首,拓展更高附加值的装备业务。公司在处理半导体制程产生的组分复杂、特性不一的工艺废气时,难点在于先分析工艺废气特性并根据该等气体的特性,在处理上采用水洗、氧化/燃烧、吸附、解离、冷凝等方案,在处理一些包括剧毒、自燃、易爆等特殊废气时,则要综合应用中央治理和源头控制技术,即先在生产区域配置适合气体特性的就地处理设备进行处理,之后再排入中央治理系统进行集中处理。随着江苏盛剑研发制造基地建成投产,公司L/S单体治理设备研制成功并取得订单,标志着公司业务从中央治理端拓展至源头控制端,具备了半导体工艺废气全面系统解决能力。

图表40: 废气治理系统/附属装备/电子化学品材料三大业务所处环节/关系

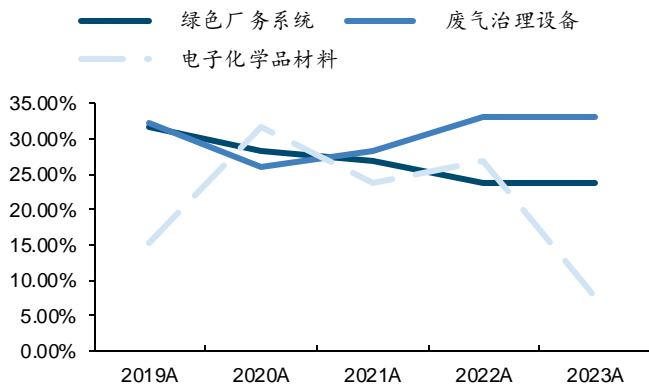


来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

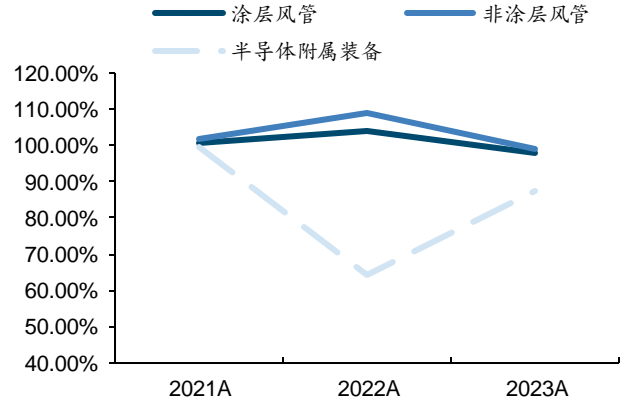
- 设备毛利率高于系统;江苏盛剑厂房建成、设备制造能力大幅提升。不同于系统类产品,设备类产品随着更先进的制成工艺出现,需要不断迭代升级,具有更高的技术壁垒。因此,设备类业务毛利率高出系统类业务约10%。22年受下游需求波动影响产销量有所下降,23年回升至87.4%。



图表41：设备业务毛利率高于系统



图表42：产销率保持较高水平



来源：ifind、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

- 在机型开发升级、制程工艺突破、应用领域延伸等方面，公司不断提升半导体废气处理设备 L/S 竞争优势。完成等离子+水洗双腔机型的研发验证，并取得集成电路头部客户 Etch 制程的测试订单。通过技术创新，将等离子+水洗机型应用于控制 NOx，可以使 NOx 的排放能力控制在 50mg/m³ 内；在国际高难度制程的常压 EPI 领域，完成国内首台套水洗+燃烧+水洗机型设备厂内性能验证，获得 SEMI 认证，并斩获某集成电路头部客户的测试订单；积极探索在新能源领域的应用，针对 TOPCon 电池粉尘堵塞 PM 周期短等痛点，结合 PE-Poly 工艺高 SiH₄ 和 H₂ 的特点，定向研发的 PW3000 机型能够显著提升客户的生产稼动率，并取得订单；PW3000 机型在国内龙头光伏企业 HJT 电池相关研发线开展测试，性能反馈优异。
- 在半导体核心零部件业务方面，公司完成了真空设备 2 款机型的研发测试，其中 1 款机型在新能源领域某头部客户 PE-Poly 制程验证测试，同时实现集成电路领域维保服务订单突破。

图表43：公司半导体附属装备产品布局

半导体附属装备	主要用途
L/S (Local Scrubber)	半导体工艺设备 PFCS 污染物处理装置，用于对制程过程中产生的含氟、氯、硅等元素为代表的成分复杂的有毒有害废气进行源头处理。L/S 属于半导体工艺制程设备的一部分，其运行稳定性及气体处理效率要求高。
LOC-VOC	用于处理洁净室内弥散的 VOC 气体，有助于提高客户制程的产品良率。
半导体真空设备	包括半导体真空泵、阀等设备。真空设备可使反应腔体内部形成发生反应所必须的真空环境，并抽离工艺废气，传输至工艺废气处理设备中进行无害化处理。
温控设备	在半导体制程工艺流程中多环节对温控有不同的需求，均需要用到相关设备来控制反应温度。

来源：公司公告、国金证券研究所

- 21 年募投项目重点投于附属装备制造。21 年公司 IPO 募资 55,958.87 万元用于新增制造产能、研发中心和运营中心的建设。其中 12,528.27 万元用于由江苏盛剑实施的环保装备智能制造项目，重点建设附属装备产能，主要产品包括半导体工艺设备 PFCS 污染物处理装置 (L/S)、半导体洁净室 EHS 处理装置 (LOC-VOC)、VOC 超净排放处理装置、工艺排气管道等。



图表44: 公司半导体附属装备产品布局

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入 (万元)
环保装备智能制造项目	22,566.14	12,528.27
新技术研发建设项目	21,400.73	11,881.25
上海总部运营中心建设项目	6,827.27	3,790.36
补充流动资金	50,000.00	27,758.99
总计	100,794.14	55,958.87

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

- 进军湿电子化学品, 发挥客户协同优势。
- 2017 年, 公司设立子公司北京盛科达, 专注于湿电子化学品供应与回收再生系统服务, 进一步挖掘半导体行业客户需求, 通过产品升级迭代进一步巩固行业竞争优势, 实现产业价值链纵向延伸。2018 年起, 公司前期在该领域的布局初见成效, 陆续参与、承接了京东方 B11、京东方 B17、合肥奕斯伟和深南电路等项目。
- ✓ 湿电子化学品供应与回收再生是两个相关联的化学品系统。前者主要作用是将化学品从化学品原材料供应商提供的盛装容器中, 输送到使用化学品的工艺设备入口, 并根据需要进行加压、纯化、多组分调配及计量等; 后者主要作用是将废化学品收集后, 根据需要进行外运处置或者在厂内就行提纯再生, 调配单组分、添加剂达到原液标准后循环使用。
- ✓ 在此基础上, 引进光刻胶剥离液和蚀刻液技术, 进行相关电子材料的研发、制备工作。主要规划产品聚焦于剥离液、蚀刻液、清洗液等。下游应用领域包括集成电路、半导体显示等, 主要用于显影、蚀刻、清洗等制造工艺。

图表45: 公司电子化学品材料业务流程图



来源: 公司公告、国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 存量订单视角看: 23 全年公司新签订单总额达 27.9 亿元, 其中在集成电路板块新签订单实现快速增长、新签订单 20.5 亿元, 同比+109%; 在半导体显示板块新签订单 3.8 亿元, 同比+10.4%; 在新能源板块新签订单 3.5 亿元, 同比+41.3%。考虑今年受部分订单执行周期影响, 订单确收节奏有所放缓, 但业绩增长仍具备确定性。分产品角度看, 23 年半导体附属装备业务新签订单 1.36 亿元, 占总订单比例约 5%。
- 市场空间预测: 结合前文, 我们预测 2025-2026 年全球半导体行业资本开支将维持 10% 的同比增速, 计算可得 2023-2026 年中国大陆半导体废气处理系统市场空间分别为 3.96 亿、4.1 亿、4.51 亿和 4.96 亿美元。



- 未来订单预测：(1) 公司主要订单仍来自于集成电路板块，扣除半导体附属装备订单后 23 年该板块新签订单占国内市场份额约 66%，我们预计 24~26 年维持该市场率，对应集成电路板块系统新签订单 19.6/21.6/23.7 亿元。(2) 24 年半导体显示订单表现较好、预计可弥补新能源订单下降的影响，集中扩产过后 25/26 订单逐步下降，对应 24~26 年半导体显示+新能源板块系统新签订单合计 7.3/5.6/3.8 亿元。(3) 半导体附属装备为公司重点发展方向，预计 24 年新签订单升至 22 年水平，后续保持年增 40%，对应 24~26 年新签订单 1.9/2.7/3.7 亿元。
- 营收预测：预计 24~26 年公司实现营收分别为 19.6/27.3/30.9 亿元，分别同比 +7.5%/39.2%/13.1%。
- ✓ 绿色厂务系统业务营收预测：23 年分产品视角看，废气治理业务中装备与系统营收占比约为 3:7，与单个订单的组成结构相关，预计保持不变。结合订单确认节奏，我们预计系统业务 24~26 年分别实现营收 12.4/17.3/19.1 亿元，分别同比 +2.2%/39.2%/10.3%。
- ✓ 废气治理设备业务营收预测：系统订单量的扩大，加之半导体附属装备订单的增多，预计该业务营收增速快于系统增速，预计 24~26 年分别实现营收 7.0/9.7/11.4 亿元，分别同比 +17.5%/39.4%/17.3%。
- ✓ 电子化学品业务营收预测：电子化学品等其他电子材料业务为公司新兴业务方向，业务体量较小、受单一订单影响较大。看好客户协同效应下该业务的发展前景，预计 24~26 年分别实现营收 0.2/0.3/0.4 亿元，年增 40%。
- 毛利率预测：公司近两年下游客户结构稳定、产能利用率及产销率维持较高水平，因此毛利率稳定，22/23 系统业务毛利率分别为 23.68%/23.71%，预计后续维持 23.7%；22/23 设备业务毛利率分别为 33.23%/33.16%，预计后续维持 33%；电子化学品业务毛利率受单一订单影响较大，预计 24~26 年分别为 8%/9%/10%，逐步修复。

图表46：公司分业务营收、毛利率预测

	单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
绿色厂务系统	营收	722.4	1215.7	1242.7	1729.6	1907.5
	YOY(%)	-13.7%	68.3%	2.2%	39.2%	10.3%
	毛利率	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%
	毛利润	171.1	288.3	294.5	409.9	452.1
废气治理设备	营收	458.9	592.2	695.8	969.7	1137.4
	YOY(%)	57.4%	29.1%	17.5%	39.4%	17.3%
	毛利率	33.2%	33.2%	33.0%	33.0%	33.0%
	毛利润	152.5	196.4	229.6	320.0	375.3
电子化学品等其他电子材料	营收	111.9	14.1	19.7	27.5	38.6
	YOY(%)	29.9%	-87.4%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	26.9%	7.6%	8.0%	9.0%	10.0%
	毛利润	30.1	1.1	1.6	2.5	3.9
其他	营收	35.3	4.0	4.0	4.0	4.0
	YOY(%)	91.9%	-88.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	0.5%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利润	18.5	0.0	0.1	0.1	0.1
合计	营收	1328.5	1826.0	1962.2	2730.9	3087.5
	YOY(%)	7.7%	37.5%	7.5%	39.2%	13.1%
	毛利率	28.0%	26.6%	26.8%	26.8%	26.9%
	毛利润	372.1	485.7	525.8	732.5	831.3

来源：公司公告、国金证券研究所

- 费用率预测：公司 21~23 年销售费用率分别 3.6%/5.2%/4.6%；管理费用率分别为 3.5%/3.9%/4%。考虑到公司半导体附属装备及电子化学品材料两大新业务处于发展初级阶段，仍需要较大的投入，预计 24~26 年销售费率维持约 4.6%，管理费率维持



约 4.5%。

- 盈利预测结果：基于上述对公司营收、毛利率、费用率的预测结果，得出预计 2024~2026 年公司实现归母净利润 1.9/2.7/3.1 亿元。

4.2 投资建议及估值

- 给予公司 25 年 PE 22 倍，给予目标价 40.07 元。预计 24~26 年公司实现归母净利润分别为 1.9/2.7/3.1 亿元。在可比公司选取上综合考虑业务范围和体量规模，选取主营高纯工艺系统与设备的正帆科技、至纯科技，以及主营半导体专用设备的京仪装备、主营洁净室空气过滤器的美埃科技。可比公司 25 年 PE 一致预期均值为 22 倍、中位数为 17 倍，根据我们的盈利预测结果，公司当前股价对应 25 年 PE 为 16 倍。看好本轮半导体下游 CAPEX 向上带来公司业绩成长。因此给予公司 25 年 PE 22 倍估值。基于此，给予公司目标价 40.07 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 47：可比公司估值情况（截至 24 年 11 月 28 日）

代码	证券简称	总市值	收盘价	EPS (元/股)					PE				
		(亿元)	(元/股)	22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E
		11月28日	11月28日										
603690.SH	至纯科技	98.1	25.4	0.89	1.06	0.93	1.38	1.68	29	24	27	18	15
688376.SH	美埃科技	48.5	36.1	1.19	1.29	1.71	2.25	2.96	30	28	21	16	12
688596.SH	正帆科技	110.1	38.1	1.01	1.47	1.83	2.63	3.80	38	26	21	14	10
688652.SH	京仪装备	89.9	53.5	0.72	0.92	1.04	1.40	1.77	74	58	51	38	30
中位数				0.95	1.17	1.38	1.82	2.37	34	27	24	17	14
平均值				0.95	1.18	1.38	1.91	2.55	43	34	30	22	17
603324.SH	盛剑科技	42.4	28.4	1.82	2.10	27	21	23	16	14	24	16	14

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所 注 1：市盈率 PE 计算基于 11/28 日收盘价；注 2：公司 24~26 年 EPS 取值于本报告盈利预测结果，美埃科技、正帆科技取值于国金最新盈利预测，其余公司暂未覆盖或超 1 年未有盈利预测更新，故取值于 Wind 一致预期

5、风险提示

- 下游需求不及预期风险。从公司营收结构来看电子半导体领域占大头。若未来一定阶段半导体行业存量产能达到饱和状态，可能导致新增投资减少，或随着发达国家对我国技术封锁加剧，部分半导体核心生产设备无法顺利到位，可能影响新增投资的落地。若半导体行业新增投资受阻或发生其他不确定性波动，可能使公司业绩表现不及我们预期。
- 新业务拓展不及预期风险。公司新业务拓展包括半导体附属装备、电子化学品等电子材料，构成公司新的增长曲线，由此也带来销售管理费用的上升。若业务开拓不及预期，或不利于公司做大规模，维持业绩高增。
- 原材料价格波动的风险。公司产品涉及设备及材料主要包括风机、VOC 设备、洗涤塔等；废气治理设备的成本构成包括直接材料、直接人工和制造费用，其中直接材料占比较高。设备、钢材、氟涂料等原材料采购价格的波动直接影响单位成本。如果未来原材料价格发生较大波动，而公司不能采取有效措施及时将价格压力传导至客户，将可能导致公司产品成本出现波动。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	1,233	1,328	1,826	1,962	2,731	3,087	货币资金	575	510	654	343	480	542	
增长率	7.7%	37.5%	37.5%	7.5%	39.2%	13.1%	应收款项	700	1,090	1,384	1,338	1,861	2,105	
主营业务成本	-897	-956	-1,340	-1,436	-1,998	-2,256	存货	183	350	655	771	1,073	1,211	
%销售收入	72.8%	72.0%	73.4%	73.2%	73.2%	73.1%	其他流动资产	439	108	122	156	196	215	
毛利	336	372	486	526	732	831	流动资产	1,897	2,056	2,815	2,608	3,611	4,073	
%销售收入	27.2%	28.0%	26.6%	26.8%	26.8%	26.9%	%总资产	84.5%	79.1%	81.4%	72.7%	78.3%	79.9%	
营业税金及附加	-6	-6	-10	-10	-14	-15	长期投资	0	30	43	58	58	58	
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	257	366	398	645	660	682	
销售费用	-44	-69	-83	-90	-126	-142	%总资产	11.5%	14.1%	11.5%	18.0%	14.3%	13.4%	
%销售收入	3.6%	5.2%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	无形资产	37	42	83	91	98	104	
管理费用	-43	-53	-74	-88	-123	-139	非流动资产	349	543	644	980	1,000	1,026	
%销售收入	3.5%	4.0%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	15.5%	20.9%	18.6%	27.3%	21.7%	20.1%	
研发费用	-56	-73	-102	-110	-153	-173	资产总计	2,245	2,599	3,459	3,588	4,611	5,100	
%销售收入	4.6%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	短期借款	50	172	356	237	497	464	
息税前利润 (EBIT)	186	171	217	228	317	362	应付款项	722	922	1,238	1,176	1,636	1,847	
%销售收入	15.1%	12.9%	11.9%	11.6%	11.6%	11.7%	其他流动负债	77	54	204	173	238	269	
财务费用	3	2	-7	-6	-12	-14	流动负债	849	1,147	1,797	1,585	2,371	2,580	
%销售收入	-0.3%	-0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	长期贷款	12	7	48	258	268	278	
资产减值损失	-26	-42	-64	-16	-6	-3	其他长期负债	1	21	15	13	10	8	
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	负债	861	1,175	1,860	1,857	2,649	2,866	
投资收益	1	2	-1	0	0	0	普通股股东权益	1,384	1,425	1,592	1,724	1,954	2,226	
%税前利润	0.7%	1.4%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	125	125	125	149	149	149	
营业利润	175	141	179	206	299	345	未分配利润	466	540	674	819	1,050	1,322	
营业利润率	14.2%	10.6%	9.8%	10.5%	11.0%	11.2%	少数股东权益	0	0	7	7	7	7	
营业外收支	-1	1	0	0	0	0	负债股东权益合计	2,245	2,599	3,459	3,588	4,611	5,100	
税前利润	174	141	180	206	299	345	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	14.1%	10.7%	9.8%	10.5%	11.0%	11.2%	每股指标							
所得税	-21	-11	-14	-19	-27	-31	每股收益	1.218	1.042	1.327	1.253	1.821	2.100	
所得税率	12.3%	7.9%	7.9%	9.0%	9.0%	9.0%	每股净资产	11.063	11.391	12.767	11.532	13.074	14.894	
净利润	152	130	165	187	272	314	每股经营现金净流	0.275	-1.366	0.002	0.181	-0.052	1.498	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.373	0.160	0.270	0.280	0.280	0.280	
归属于母公司的净利润	152	130	165	187	272	314	回报率							
净利率	12.4%	9.8%	9.1%	9.5%	10.0%	10.2%	净资产收益率	11.01%	9.15%	10.39%	10.87%	13.93%	14.10%	
							总资产收益率	6.79%	5.01%	4.78%	5.22%	5.90%	6.16%	
							投入资本收益率	11.26%	9.83%	9.96%	9.29%	10.58%	11.06%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	31.49%	7.74%	37.45%	7.46%	39.17%	13.06%	
							EBIT增长率	17.51%	-7.80%	26.67%	4.98%	39.49%	14.07%	
							净利润增长率	25.28%	-14.47%	26.96%	13.21%	45.34%	15.32%	
							总资产增长率	68.31%	15.77%	33.09%	3.71%	28.51%	10.60%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	157.9	232.6	233.2	235.0	235.0	235.0	
							存货周转天数	66.3	101.6	136.8	200.0	200.0	200.0	
							应付账款周转天数	144.3	189.5	190.3	190.0	190.0	190.0	
							固定资产周转天数	26.5	91.6	77.8	73.7	52.2	46.4	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-58.41%	-23.28%	-15.65%	8.77%	14.55%	8.96%	
							EBIT利息保障倍数	-57.4	-85.4	30.6	38.1	26.3	25.4	
							资产负债率	38.35%	45.19%	53.76%	51.75%	57.46%	56.20%	

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	3	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究