

2025 年 09 月 15 日

25H1 业绩稳健增长，深度受益固态电池/先进制程产业趋势

美埃科技(688376)

► 耗材快速放量+出海加速，25H1 收入端快速增长

2025H1 公司实现收入 9.35 亿元，同比+23.51%；其中 Q2 收入为 6.18 亿元，同比+27.73%，实现快速增长，主要系并购捷芯隆（贡献收入 1.75 亿元）。1）分业务来看：我们判断风机过滤单元仍为主要收入来源，保持稳健增长；受益于存量设备提升，预计过滤器等耗材收入实现快速增长。2）分地区来看：25H1 国内收入为 7.63 亿元，同比+23.73%；海外收入为 1.72 亿元，同比+22.53%，公司正加速布局东南亚等海外市场，已经通过多个国际龙头认证如半导体芯片厂商、新能源厂商、光伏厂商，并已开展实质业务，预计后续海外市场增速较快。截至 25Q2 末，公司存货/合同负债为 7.21/3.06 亿元，分别同比+23%/+128%，在手订单饱满，叠加出色耗材逻辑，看好公司收入端持续快速增长。

► 毛利率承压+股份支付费用影响，25H1 盈利水平有所下滑

2025H1 公司实现归母净利润/扣非归母净利润为 0.98/0.75 亿元，分别同比+5.53%/-12.69%，利润端增速低于营收端，盈利水平有所下滑，若剔除股份支付后的净利润为 1.16 亿，同比+25.95%。2025H1 公司净利率/扣非净利率为 11.35%/8.01%，分别同比-0.84pct/-3.32pct，具体来看：

1) 毛利端：2025H1 公司毛利率 29.62%，同比-1.96pct，其中国内毛利率为 26.44%，同比-3.13pct，系会计准则变更影响；国外毛利率 32.95%，同比+3.21。随着海外收入占比提升，高毛利耗材持续放量，预计公司毛利率有望提升；

2) 费用端：2025H1 公司期间费用率为 17.05%，同比持平，其中销售/管理/研发/财务分别同比-0.01/+0.65/-0.75/+0.18pct，主要系规模效应抵消股权激励支付费用增长影响，我们预计 2026 年股份激励费用将明显减少，费用率有望下降；

3) 此外，投资净收益同比减少约 600 万元（影响扣非净利率下降 0.63pct）。非经损益方面，2025H1 公司非经损益为 0.23 亿元，同比增长 0.15 亿元，一定程度增厚利润端表现。

► 基本面稳健低估值标的，先进制程/固态电池带动价值量大幅提升

公司为国内洁净室设备龙头，主要产品为风机过滤单元（设备）和过滤器（耗材），构成半导体、面板等生产中需要的超洁净环境，公司市占率超 30%，引领进口替代。

1) “设备+耗材”成长逻辑优秀：2025 年公司出海加速，进入海外半导体龙头供应链，叠加锂电客户突破，预计设备端订单持续向好。此外，公司风机过滤单元具备出色耗材属性，2024 年耗材收入超 5 亿元，收入占比超 30%（最早仅占 5%），且盈利水平出色。简单测算：2019-2024 年公司收入合计超 70 亿元

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	54.7
股票代码：	688376
52 周最高价/最低价：	56.5/25.59
总市值(亿)	73.52
自由流通市值(亿)	27.89
自由流通股数(百万)	50.99



分析师：黄瑞连

邮箱：huangrli@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话：

相关研究

(主要为设备收入), 假定每年耗材更换需求约占设备价值量的 10%, 对应 2025 年耗材收入约在 7 亿元级别。随着存量设备增加, 将持续贡献稳定利润。

2) 深度受益半导体/固态电池产业趋势: 随着技术迭代, 无论是半导体还是固态电池均对生产环境洁净度提出更高要求, 带动价值量大幅提升, 公司深度受益:

①**半导体:** 国内先进制程扩产需求广阔, 2025Q2 台积电 7nm 以下收入为 223 亿美元, 国内仅中芯国际拥有少量 n+2 产能, 先进制程扩产将是确定的产业趋势。从整体资本开支来看, 每万片 7nm 芯片的资本开支是 28nm 的翻倍, 相应洁净室价值量也将显著提升。此外, 公司为上海微电子的 28nm 光刻设备开发空气净化系统, 随着光刻机加速国产, 市场空间同样广阔;

②**固态电池:** 相较液态电池, 新能源电池新技术对于洁净度要求进一步提高。全球各大电池制造商和汽车厂商加速推进固态电池的研发和产业化进程, 公司和头部电池厂商均有多年合作, 技术角度从半导体切入属于降维打击, 后续将深度受益电池厂商的固态电池扩产浪潮。

投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收为 22.47、28.42、34.50 亿元, 分别同比+30%、27%、21%; 归母净利润为 2.54、3.40、4.23 亿元, 分别同比+32%、34%、24%; 对应 EPS 为 1.89、2.53、3.15 元, 2025/9/12 股价 54.7 元对应 PE 分别为 29、22、17 倍。考虑到公司业绩稳健增长, 成长性较好, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

订单不及预期、海外拓展不及预期、产能扩张不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,505	1,723	2,247	2,842	3,450
YoY (%)	22.7%	14.5%	30.4%	26.5%	21.4%
归母净利润(百万元)	173	192	254	340	423
YoY (%)	40.8%	10.8%	32%	34%	24%
毛利率 (%)	26.7%	29.6%	29.3%	29.9%	30.4%
每股收益 (元)	1.29	1.43	1.89	2.53	3.15
ROE	10.6%	10.7%	12.6%	14.7%	15.8%
市盈率	42.40	38.25	28.99	21.63	17.39

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 深耕半导体洁净室设备，持续开拓下游新领域	4
2. 盈利预测与投资建议	7
3. 风险提示	9

图表目录

图 1 公司主营产品包括风机过滤单元、过滤器、空气净化设备、大气排放治理设备四大类	5
图 2 公司股权集中稳定，实控人、董事长间接控股比例为 54%（截至 2025/3/31）	7
表 1 公司盈利预测表	8
表 2 可比公司估值表	8

1. 国内半导体超洁净室龙头，深度受益先进制程/固态电池 产业趋势

公司主要产品包括风机过滤单元、过滤器、空气净化设备、大气排放治理设备。公司产品下游应用领域主要聚焦半导体洁净室，其在国内市占率约 30%。依托半导体超洁净技术，公司将下游领域进一步延伸至 GMP 生物制药、光伏、新能源等领域。

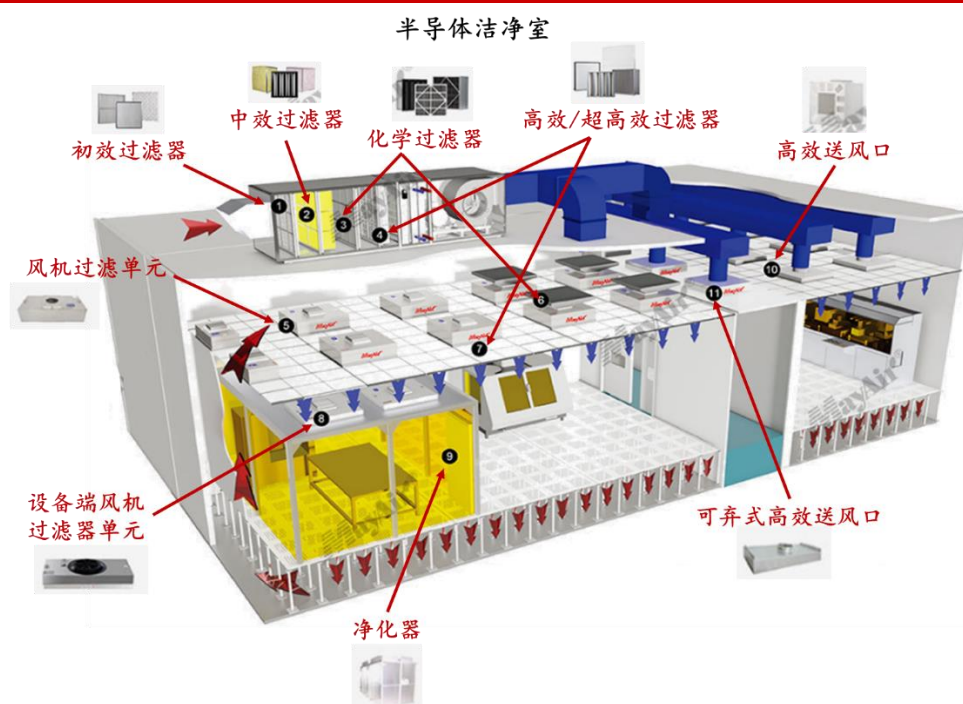
(1) 风机过滤单元：主要用于半导体、生物制药、新能源光伏、食品加工等行业的洁净厂房及洁净室中，装于洁净室的吊顶或洁净区域的上方或侧面，搭配或内置高效/超高效过滤器，通过气流的推出作用和稀释作用将室内污染物高效净化。

(2) 过滤器产品：搭配风机过滤单元使用，用来去除空气中的杂质，应用于洁净室中特定工序、洁净室新风系统、暖通系统等。根据用途和洁净效率分为初中效过滤器、高效过滤器、静电过滤器和化学过滤器等。

(3) 空气净化设备：内置搭配不同的过滤器产品进行销售。可用于生物制药产线（生物安全、无菌净化设备）、室内空气净化（商用、医用、家用空气净化器）、餐饮场景（除油烟净化器）。

(4) 大气排放治理设备：公司提供系统解决方案，包括粉尘治理系统，油雾净化系统及 VOCs 有机废气治理系统，公司现已开发出多系列的废气治理设备，如干式除尘设备、湿式除尘设备，VOCs 浓缩转轮及 RCO 蓄热式催化氧化设备等，用于去除工业生产过程中的粉尘、油雾和有机废气等大气污染物质。

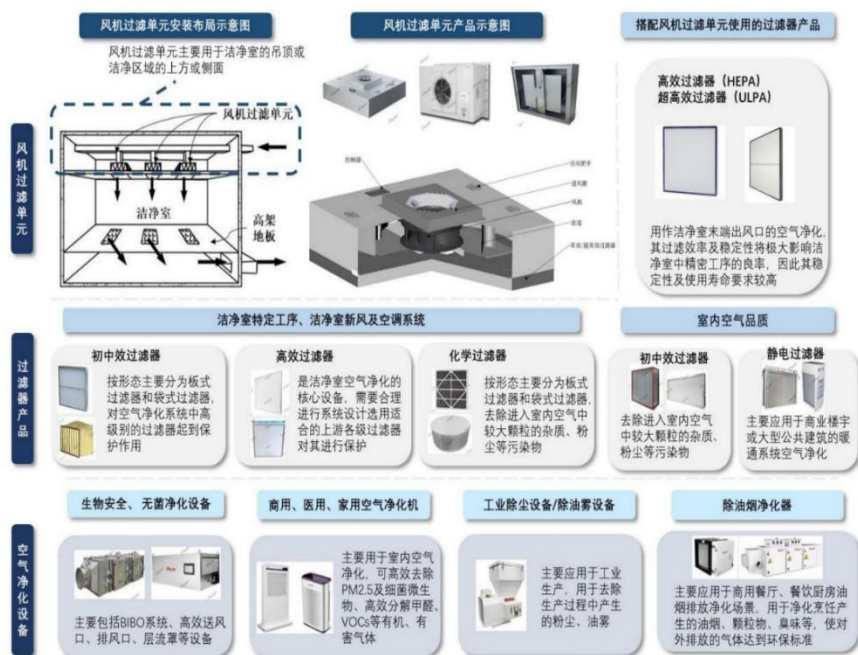
图 1 公司主营产品包括风机过滤单元、过滤器、空气净化设备、大气排放治理设备四大类



资料来源：公司公告、公司官网、华西证券研究所

从流程来看，先用初中效过滤器进行预处理，替换周期 1-6 个月；风机过滤单元深度过滤，高效过滤器替换周期在 1-8 年；内部空气持续循环。

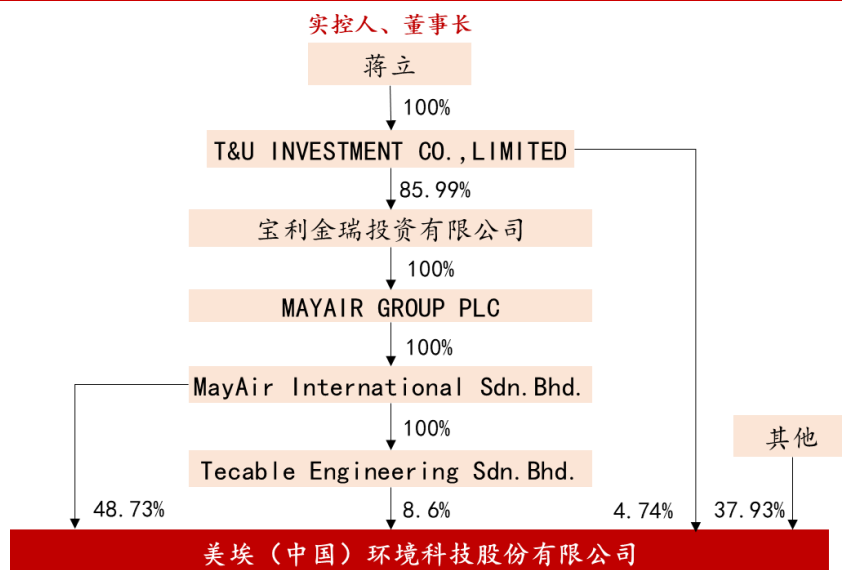
图 2 洁净室典型构成



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

股权集中稳定，实控人、董事长控股比例过半。截至 2025/3/31，公司前三大股东分别是美埃国际、Tecable、T&U，直接持股比例分别为 48.73%、8.6%、4.74%。美埃国际主营业务为股权投资，其唯一股东为美埃集团，美埃集团的唯一股东为宝利金瑞，宝利金瑞的控股股东为 T&U，T&U 系蒋立先生 100%持股的公司。公司董事长蒋立先生通过 T&U、宝利金瑞、美埃集团三家控股公司间接控制美埃国际，并最终实际控制美埃科技，对美埃科技间接持股比例为 54%。

图 3 公司股权集中稳定，实控人、董事长间接控股比例为 54%（截至 2025/3/31）



资料来源：Wind、公司公告、华西证券研究所

2. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1) 风机过滤单元及过滤器：①设备端，受益于国内半导体扩产提速，叠加公司自主拓展下游领域，并加速海外市场扩张，我们认为公司将持续获取设备订单，同时由于海外业务毛利率高于国内业务，海外市场扩张也有望拉升此项业务毛利率。②耗材端，随着公司存量设备增加，耗材收入有望持续稳定增长，并且高毛利的耗材有望拉升此项业务毛利率。我们预计 2025-2027 年公司此业务营收分别为 20.31/26.15/32.00 亿元，同比提升 34%/29%/22%，毛利率为 30%/30.5%/31%。

2) 其他：包括空气净化设备、大气污染排放治理设备等，此项业务占比较小，我们假设此项业务保持小幅稳定增长，预计 2025-2027 年公司此业务营收分别为 2.16/2.27/2.50 亿元，同比提升 5%/5%/10%，毛利率保持为 23%。

表 1 公司盈利预测表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入（百万元）	1,505	1,723	2,247	2,842	3,450
yoy	22.7%	14.5%	30.4%	26.5%	21.4%
营业成本（百万元）	1,095	1,213	1,588	1,992	2,401
毛利（百万元）	410	510	659	850	1050
毛利率	27%	30%	29%	30%	30%
风机过滤单元及过滤器					
营业收入（百万元）	1,298	1,517	2,031	2,615	3,200
yoy	32%	17%	33.9%	28.8%	22.4%
销量（万台, 万片）	405	492	640	799	959
yoy	14%	21%	30.0%	25.0%	20.0%
均价（元/台, 片）	320	308	318	327	334
yoy	16%	-4%	3%	3%	2%
毛利（百万元）	365	459	609	798	992
毛利率	28.13%	30.26%	30.00%	30.50%	31.00%
其他					
营业收入（百万元）	207	206	216	227	250
yoy	-16%	0%	5%	5%	10%
毛利（百万元）	45	51	50	52	57
毛利率	22%	25%	23%	23%	23%

资料来源：Wind、公司公告、华西证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年营收为 22.47、28.42、34.50 亿元，分别同比+30%、27%、21%；归母净利润为 2.54、3.40、4.23 亿元，分别同比+32%、34%、24%；对应 EPS 为 1.89、2.53、3.15 元。我们选取同样从事半导体洁净室的圣晖集成、再升科技、柏诚股份作为可比公司，2025-2027 年平均 PE 分别为 38、31、26；2025/9/12 股价 54.7 元对应 PE 分别为 29、22、17，与可比公司相比处于较低水平。考虑公司成长逻辑出色，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 可比公司估值表

代码	公司	收盘价（元）	市值 （亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2025/9/12		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603163.SH	圣晖集成	48.6	48.6	1.4	1.7	2.1	35.8	28.7	23.0
603601.SH	再升科技	5.4	55.0	1.1	1.5	1.9	48.6	36.0	28.3
601133.SH	柏诚股份	13.2	69.8	2.3	2.5	2.8	30.9	27.7	25.3
	平均值						38.4	30.8	25.5
688376.SH	美埃科技	54.7	73.5	2.5	3.4	4.2	29.0	21.6	17.4

资料来源：Wind、公司公告、华西证券研究所（注：可比公司盈利预测均采用 wind 一致预期，PE 按照 9 月 12 日股价计算）

3.风险提示

订单不及预期、海外拓展不及预期、产能扩张不及预期等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,723	2,247	2,842	3,450	净利润	192	254	340	423
YoY (%)	14.5%	30.4%	26.5%	21.4%	折旧和摊销	58	10	10	10
营业成本	1,213	1,588	1,992	2,401	营运资金变动	-487	-111	-272	-279
营业税金及附加	11	13	17	21	经营活动现金流	-205	179	121	233
销售费用	101	135	171	200	资本开支	-199	-13	-13	-13
管理费用	86	112	136	152	投资	48	0	0	0
财务费用	13	0	0	0	投资活动现金流	-139	28	4	8
研发费用	78	101	125	152	股权募资	5	0	0	0
资产减值损失	-1	-30	-30	-50	债务募资	570	55	0	0
投资收益	10	13	17	21	筹资活动现金流	484	26	-48	-59
营业利润	216	288	386	480	现金净流量	139	235	77	182
营业外收支	1	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	218	288	386	480	成长能力				
所得税	26	35	46	58	营业收入增长率	14.5%	30.4%	26.5%	21.4%
净利润	192	254	340	423	净利润增长率	10.8%	32.1%	34.0%	24.4%
归属于母公司净利润	192	254	340	423	盈利能力				
YoY (%)	10.8%	32.1%	34.0%	24.4%	毛利率	29.6%	29.3%	29.9%	30.4%
每股收益	1.43	1.89	2.53	3.15	净利率	11.1%	11.3%	12.0%	12.3%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	5.7%	6.3%	7.3%	7.9%
货币资金	1,013	1,248	1,325	1,507	净资产收益率 ROE	10.7%	12.6%	14.7%	15.8%
预付款项	27	32	40	48	偿债能力				
存货	592	746	914	1,064	流动比率	1.98	1.88	1.88	1.91
其他流动资产	1,214	1,510	1,876	2,230	速动比率	1.51	1.43	1.42	1.44
流动资产合计	2,845	3,537	4,155	4,849	现金比率	0.71	0.66	0.60	0.59
长期股权投资	2	2	2	2	资产负债率	51.2%	53.5%	53.4%	52.7%
固定资产	350	353	356	359	经营效率				
无形资产	249	249	249	249	总资产周转率	0.52	0.56	0.61	0.65
非流动资产合计	854	833	836	839	每股指标 (元)				
资产合计	3,699	4,370	4,991	5,688	每股收益	1.43	1.89	2.53	3.15
短期借款	324	324	324	324	每股净资产	13.34	15.03	17.21	19.91
应付账款及票据	584	772	968	1,167	每股经营现金流	-1.53	1.33	0.90	1.74
其他流动负债	528	785	917	1,052	每股股利	0.20	0.26	0.35	0.44
流动负债合计	1,436	1,881	2,209	2,543	估值分析				
长期借款	422	422	422	422	PE	38.25	28.99	21.63	17.39
其他长期负债	37	35	35	35	PB	2.50	3.64	3.18	2.75
非流动负债合计	459	457	457	457					
负债合计	1,895	2,337	2,666	3,000					
股本	134	134	134	134					
少数股东权益	12	12	12	12					
股东权益合计	1,804	2,032	2,325	2,688					
负债和股东权益合计	3,699	4,370	4,991	5,688					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。