



芯源微 (688037.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

涂胶显影国产替代先驱者，在关键设备

领域提前卡位平台化布局

投资逻辑

公司主营业务为光刻工序涂胶显影设备、单片式湿法设备等，公司设备广泛应用于后道先进封装、化合物半导体和MEMS等行业，并积极拓展前道领域，公司2025年前三季度业绩短期承压，主要系部分订单验收延缓。截至25H1公司存货中发出商品为9亿元，较24年末增长57%；截至25Q3公司合同负债达8亿元，较24年底增长78%，充足的在手订单有利于公司业绩重回高增长态势。

半导体设备行业景气度延续，涂胶显影设备国产替代空间广阔。

根据SEMI的数据，24年全球半导体设备销售额为1171亿美元（YOY+10%）。分地区来看，中国大陆24年半导体设备销售额为495亿美元（YOY+35%），占全球市场比重从15年的13%提升至42%。涂胶显影设备是集成电路在光刻过程中不可或缺的关键设备，公司的涂胶显影设备产品成功打破国外厂商垄断并填补国内空白，目前公司已成功推出包括I-line、KrF及ArF浸没式等多型号产品并获得国内头部逻辑、存储等客户订单。

产品线持续丰富，北方华创控股带来协同效应。在巩固现有产品竞争优势的基础上，公司积极丰富前道物理/化学清洗、临时键合机、解键合机、后道先进封装产品线，持续打开新的成长空间。

25年3月先进制造和中科天盛分别与北方华创签署了《股份转让协议》，分别将占公司当时总股份9.5%和8.4%的股份转让给北方华创。25年6月公司控股股东变更为北方华创，实控人变更为北京电控。截至25Q3北方华创持有公司17.8%的股权，取得了对公司的控制权有望全面赋能公司研发端、供应链和客户资源，优化研发和供应链管理，推动公司降本增效，实现业务协同发展。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司25-27年归母净利润分别为0.5亿元/2.3亿元/5.1亿元，对应当前PS估值分别为16/11/8倍。参考可比公司估值，平均26年为11倍PS，公司是国内涂胶显影国产替代的领军者，湿法设备平台化发展有望率先受益国内资本开支重回上行通道，带动半导体设备的需求增长，我们给予2026年13倍PS，对应目标价为167.18元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

技术迭代的风险，下游客户产能过剩或扩产不及预期，供应链供货不稳定，公司设备验收周期拉长的风险，限售股解禁的风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：周焕博 (执业 S1130525080009)

zhouhuanbo@gjzq.com.cn

分析师：戴宗廷 (执业 S1130524120005)

daizongting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：143.24元

目标价 (人民币)：167.18元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,717	1,754	1,824	2,592	3,571
营业收入增长率	23.98%	2.13%	4.03%	42.10%	37.77%
归母净利润(百万元)	251	203	51	232	508
归母净利润增长率	25.21%	-19.08%	-74.70%	352.63%	118.63%
摊薄每股收益(元)	1.818	1.009	0.255	1.152	2.519
每股经营性现金流净额	-4.08	2.20	-0.58	1.21	2.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.53%	7.54%	1.88%	7.90%	14.87%
P/S	73.51	82.87	562.81	124.34	56.87
P/B	7.74	6.25	10.58	9.83	8.45

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、涂胶显影设备国产替代排头兵.....	4
1.1 公司深耕半导体设备二十余年，涂胶显影设备国内领先	4
1.2 公司近几年收入快速增长，盈利能力短期承压	5
二、国产替代加速+下游需求回暖，涂胶显影设备市场空间广阔.....	7
2.1 半导体市场高速发展，公司产品是光刻环节的核心配套设备.....	7
2.2 光刻机需求扩增，助力涂胶显影设备发展.....	9
2.3 半导体设备受政策、行业周期等因素影响国产替代进程加速，涂胶显影机持续突破.....	11
三、产品平台化布局，实现重大合并巩固竞争优势.....	12
四、盈利预测与投资建议.....	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 投资建议及估值.....	16
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：公司产品目前覆盖前道晶圆加工、后道先进封装和化合物半导体等多个领域.....	4
图表 2：光刻工序涂胶显影设备和单片式湿法设备贡献公司主要营收	5
图表 3：公司在关键节点持续实现国产化突破	5
图表 4：由于部分订单延迟交付，2025 年前三季度公司收入和业绩同比出现下滑	6
图表 5：公司盈利能力短期承压	6
图表 6：涂胶显影设备和湿法设备的毛利率略有下滑	6
图表 7：2025Q1-Q3 公司期间费用率有所上升	7
图表 8：WSTS 预测 2025、2026 年全球半导体市场销售额同比增速分别为 15% 和 10%	7
图表 9：SEMI 预计 2026-2028 年全球 300mm 晶圆厂设备支出将达到 3740 亿美元	8
图表 10：支持 AI 应用的先进逻辑和存储的产能扩张将持续拉动半导体设备的需求（单位：十亿美元）	8
图表 11：半导体设备位于半导体产业链最上游，是支撑集成电路制造、先进封装等环节顺利进行的关键基础	9
图表 12：公司产品覆盖集成电路、LED 芯片等半导体芯片制造企业	9
图表 13：光刻工艺是将设计后的半导体图案以相同形状和尺寸压印到晶圆相应位置上.....	10
图表 14：24 年 ASML、Nikon、Canon 集成电路用光刻机出货达 683 台（单位：台）	10
图表 15：24 年 ASML 在全球半导体前道光刻机市占率达 61%	10
图表 16：25Q1-Q3 ASML 中国大陆收入占比达 32%	11
图表 17：25Q1-Q3 ASML 在中国大陆实现营收 54 亿欧元	11
图表 18：光刻、薄膜沉积、刻蚀设备是半导体设备价值量中最大的部分	11
图表 19：中国大陆半导体设备市场全球占比逐步提升	12



图表 20: 多品类半导体设备进口数量出现明显下滑	12
图表 21: 目前光刻、量检测、涂胶显影、离子注入等环节的设备国产化率偏低	12
图表 22: 截至 2025 年 12 月, 北方华创是公司第一大股东	13
图表 23: 北方华创的收入规模远高于同行业其他公司	14
图表 24: 25 年前三季度公司的收入增速低于同行业公司	14
图表 25: 公司的毛利率略低于行业平均水平	14
图表 26: 公司的研发费用率高于行业均值	14
图表 27: 25 年前三季度公司的合同负债增长显著 (单位: 百万元)	15
图表 28: 公司的在建工程较 24 年末大幅提升 (单位: 百万元)	15
图表 29: 2025H1 公司存货中发出商品较 24 年末增长 56% (单位: 百万元)	15
图表 30: 公司分产品营收拆分	16
图表 31: 可比公司估值比较	17

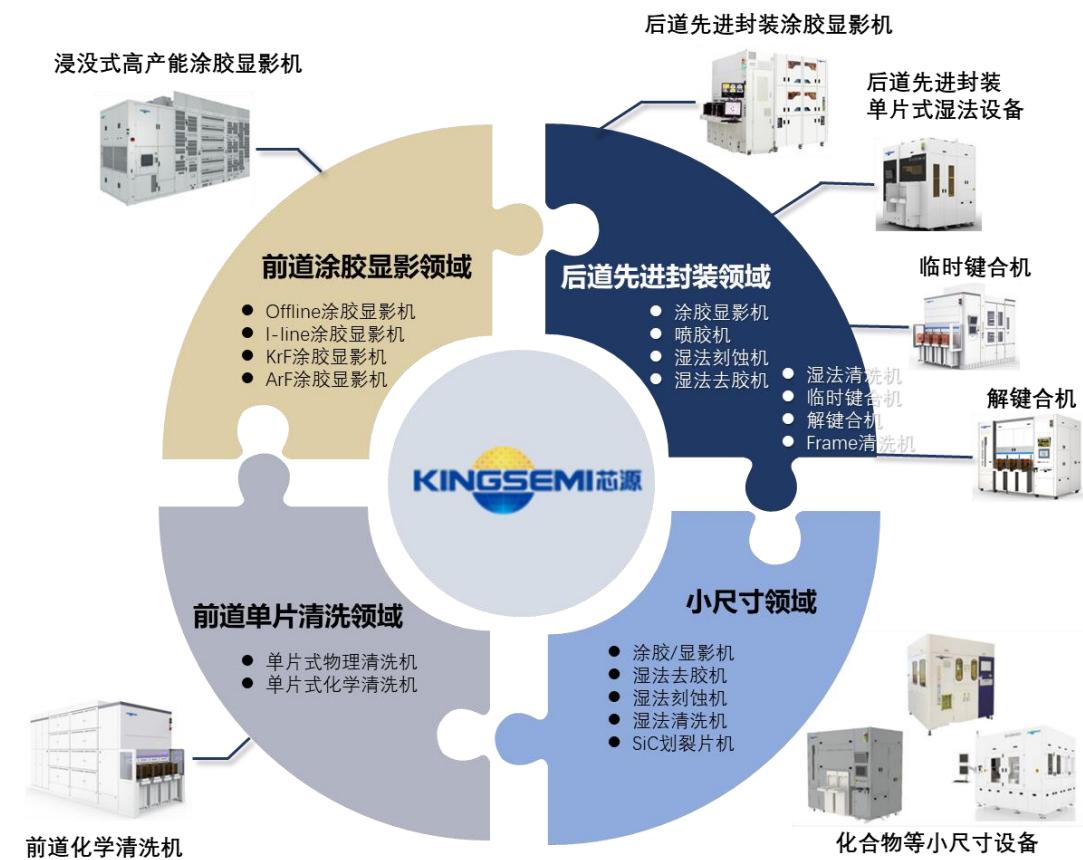


一、涂胶显影设备国产替代排头兵

1.1 公司深耕半导体设备二十余年，涂胶显影设备国内领先

芯源微成立于 2002 年，公司自成立以来主要从事半导体专用设备的研发、生产和销售，产品主要包括光刻工序的涂胶显影设备、单片式湿法设备。经过 20 余年的发展，公司产品布局日益丰富，目前已形成前道涂胶显影设备、前道清洗设备、后道先进封装设备、化合物等小尺寸设备四大业务板块，产品覆盖前道晶圆加工、后道先进封装、化合物半导体等多领域。

图表1：公司产品目前覆盖前道晶圆加工、后道先进封装和化合物半导体等多个领域

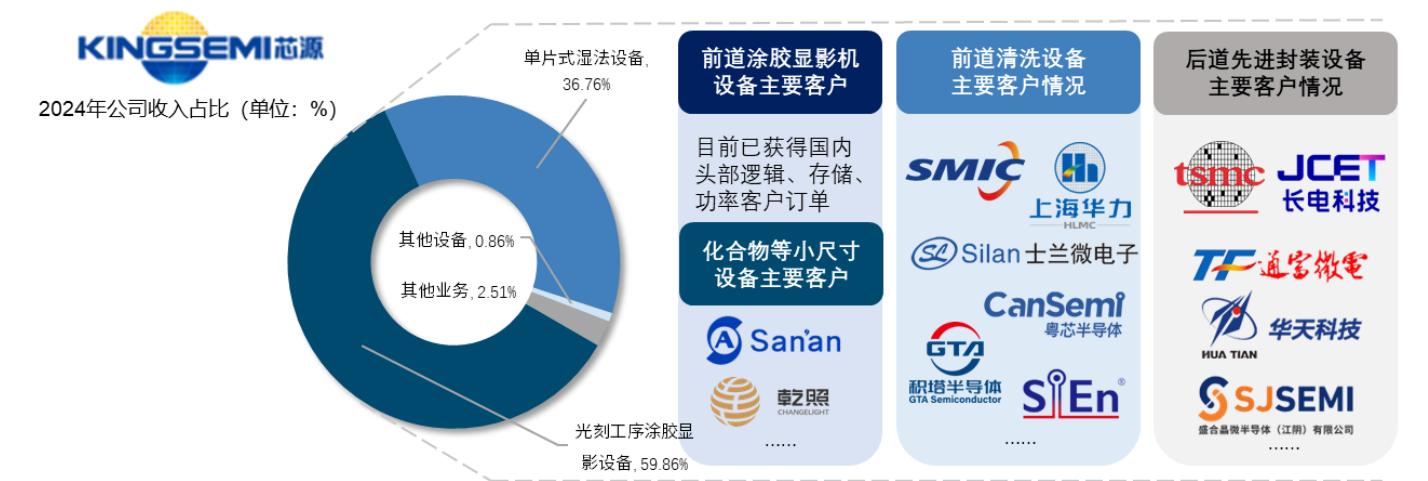


来源：公司公告，国金证券研究所

公司持续推进业务版图扩展，产品体系的技术成熟度与综合竞争力稳步提升。当前公司客户结构覆盖前道晶圆制造、后道先进封装，以及化合物半导体、MEMS 与 LED 芯片制造等领域。作为国内高端半导体装备的核心供应商，公司在涂胶、显影、喷胶、去胶、湿法刻蚀及单片清洗等关键工艺环节形成了体系化技术布局，可根据客户工艺需求提供定制化方案，适配不同制程节点。



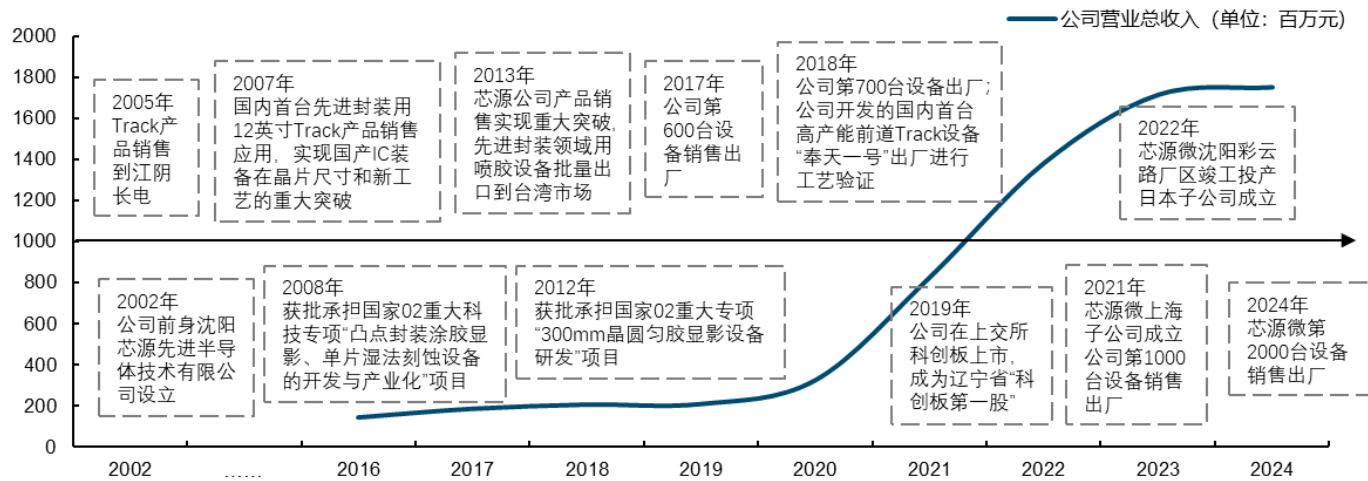
图表2：光刻工序涂胶显影设备和单片式湿法设备贡献公司主要营收



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

公司在关键节点持续实现国产化突破。2005年公司自研8英寸先进封装涂胶设备首次成功导入江阴长电，实现该领域凸点工艺设备的国产化突破；2007年完成12英寸先进封装涂胶/显影设备的量产交付；2012年承担国家02重大专项“300mm晶圆匀胶显影设备研发”；2013年先进封装喷胶设备实现批量出口台湾市场，标志着公司产品的国际化渗透迈出关键一步；2019年自主研发的前道用单片式清洗设备在中芯国际（深圳）通过工艺验证并实现销售，进一步进入头部晶圆厂验证体系。2019年12月，公司在上交所科创板上市，成为辽宁省首家科创板上市企业。

图表3：公司在关键节点持续实现国产化突破



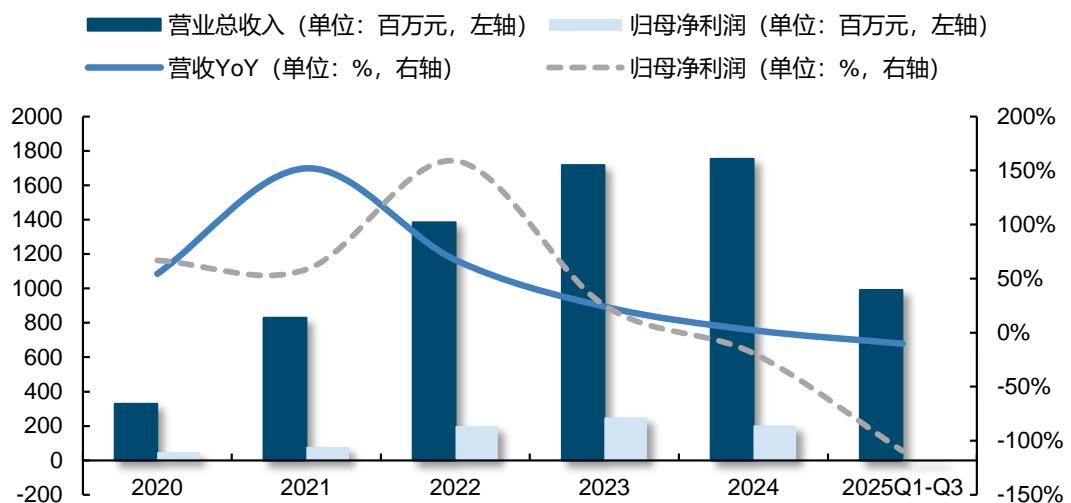
来源：Wind，公司官网，国金证券研究所

1.2 公司近几年收入快速增长，盈利能力短期承压

公司营收持续增长，利润有所回落。从营收端来看，2020-2024年，公司的营业收入由3.3亿元增长至17.5亿元。2025年前三季度，公司实现营收9.9亿元，同比-10.4%；实现归母净利润-0.1亿元，同比-109.3%。公司持续优化产品结构，但设备交付节奏延缓导致公司收入和业绩端短期承压。



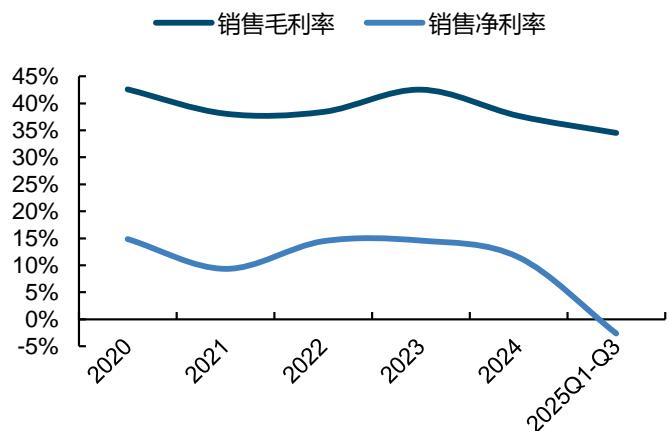
图表4：由于部分订单延迟交付，2025年前三季度公司收入和业绩同比出现下滑



来源：Wind，国金证券研究所

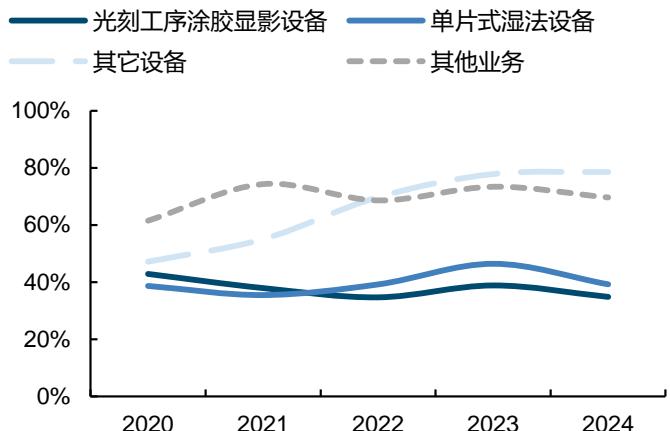
公司盈利能力短期承压，毛利率和净利率出现回落。2025年前三季度，公司销售毛利率为34.5%，销售净利率为-2.7%。业绩下滑主要系生产交付及验收周期延长影响，同时员工人数增长导致期间费用有所增加，以及政府补助减少等因素的影响。分产品来看，公司的光刻工序涂胶显影设备的毛利率低于单片式湿法设备，2024年的毛利率分别为34.8%和46.4%。

图表5：公司盈利能力短期承压



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：涂胶显影设备和湿法设备的毛利率略有下滑

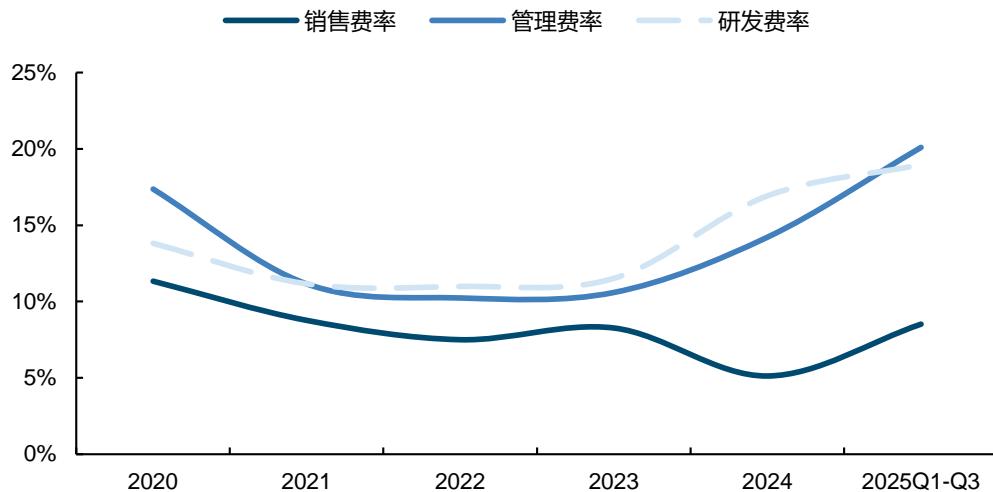


来源：Wind，国金证券研究所

2025Q1-Q3公司期间费用率波动较大，盈利能力短期承压。25Q1-Q3公司的管理费用率攀升至20.10%，主要系公司员工人数增加、薪酬支出上升及股份支付分摊，叠加前三季度营收同比出现下降。25年前三季度的销售费用率从2024年的5.1%上升至8.5%，体现了公司在市场拓展、客户支持及订单交付服务方面投入持续加大。公司重视研发投入，研发费用率逐年增长，2024年研发费率达16.9%，2025Q1-Q3进一步增至19.0%。



图表7：2025Q1-Q3 公司期间费用率有所上升



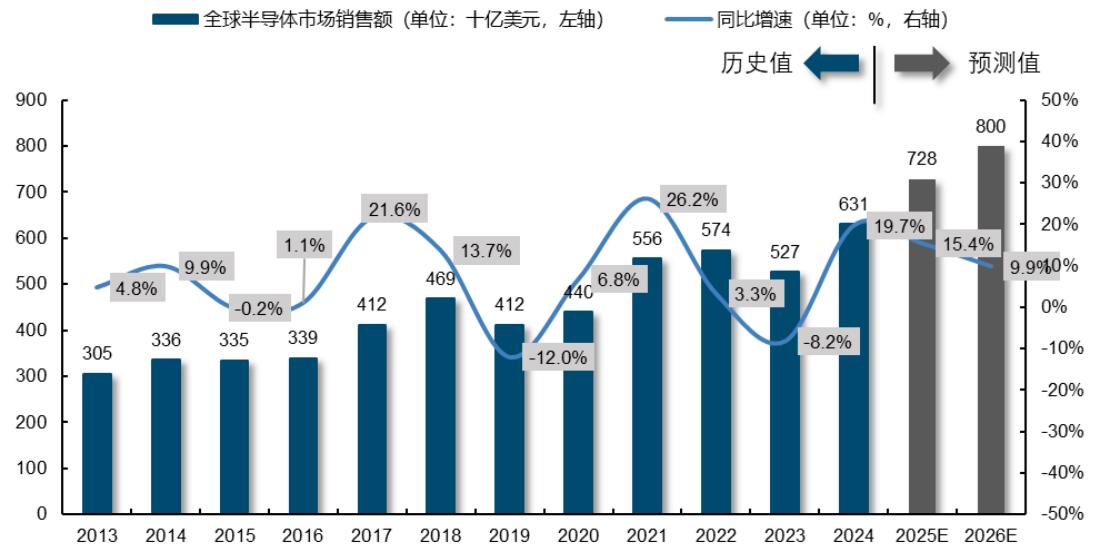
来源：Wind，国金证券研究所

二、国产替代加速+下游需求回暖，涂胶显影设备市场空间广阔

2.1 半导体市场高速发展，公司产品是光刻环节的核心配套设备

近年来，随着国内外市场对于高性能计算、5G 通信等技术需求的激增，全球半导体行业迎来了高速发展期，全球半导体产业产能持续扩张，推动半导体设备需求持续增长。半导体设备贯穿于芯片制造、封装和测试等关键环节，从硅片制造到晶圆加工，再到封装测试，每一步都离不开高精度、高性能的设备支持。根据 WSTS 的预测，2025 年和 2026 年全球半导体市场规模将分别达到 7280 亿美元 (YOY+15%) 和 8000 亿美元 (YOY+10%)。

图表8：WSTS 预测 2025、2026 年全球半导体市场销售额同比增速分别为 15% 和 10%

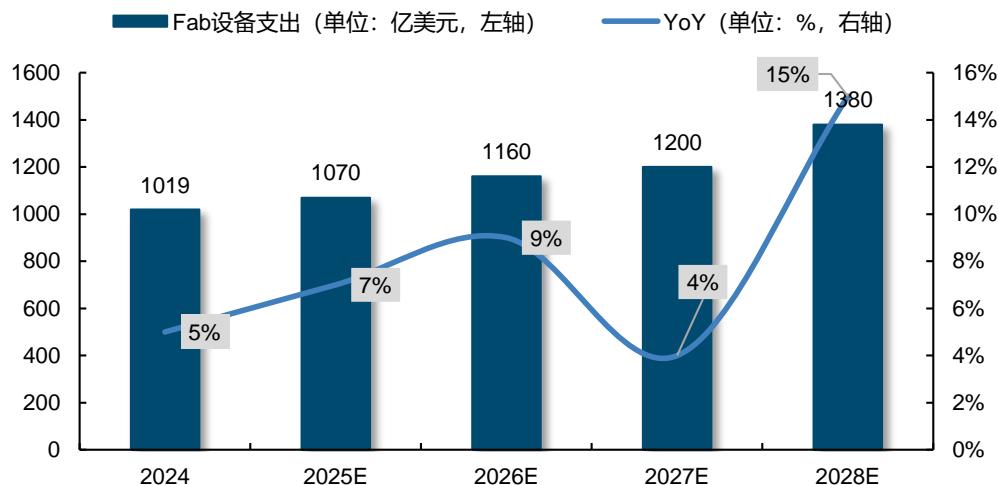


来源：WSTS，国金证券研究所

公司主营的半导体设备行业是半导体产业链的上游关键支撑环节。根据 SEMI 在 25 年 10 月发布的《300mm 晶圆厂展望报告》，预计从 2026 年到 2028 年，全球 300mm (12 英寸) 晶圆厂设备支出将达到 3740 亿美元。这一强劲投资反映了晶圆厂区域化趋势以及对数据中心和边缘设备中 AI 芯片需求的激增，同时也凸显了全球主要地区通过本地化产业生态系统和供应链重构，推动半导体自主化的持续承诺。SEMI 预测 2026 年到 2028 年，12 英寸晶圆厂的设备投资额将从 1160 亿美元增长至 1380 亿美元。



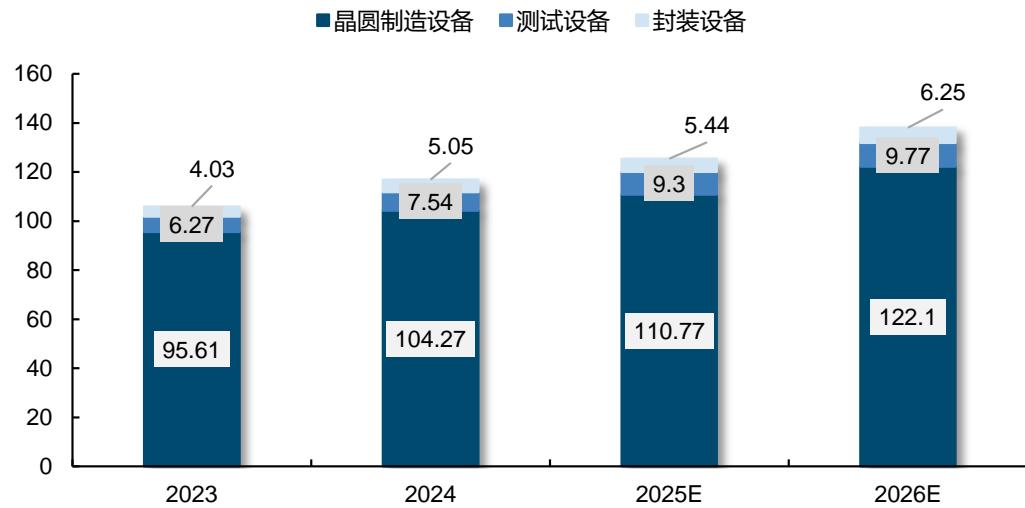
图表9: SEMI 预计 2026-2028 年全球 300mm 晶圆厂设备支出将达到 3740 亿美元



来源: SEMI, 国金证券研究所

全球晶圆制造设备 (WFE) 市场景气度有望延续。根据 SEMI 的数据, 2025 年全球 WFE 市场规模将同比增长 6.2% 至 1108 亿美元, 主要得益于代工及存储器相关设备需求超预期增长。展望 2026 年, WFE 市场规模预计进一步提升至 1221 亿美元, 同比增长 10.2%。从驱动因素来看, 半导体设备架构复杂度显著提升, 以及人工智能与高带宽存储器 (HBM) 等高性能半导体需求快速增长, 是推动设备持续扩张的核心动力。

图表10: 支持AI应用的先进逻辑和存储的产能扩张将持续拉动半导体设备的需求(单位:十亿美元)



来源: SEMI, 国金证券研究所

涂胶显影机与光刻机、光刻胶是光刻工序的三大要素。在芯片制造的工艺体系中, 光刻工序占据着核心且至关重要的地位, 主要包括涂胶、曝光、显影三大步骤。首先, 通过涂胶机将光刻胶精确涂覆于晶圆表面; 随后利用光刻机进行高精度曝光, 以定义出芯片设计的精细图案; 最后, 显影机则负责将曝光后的图形清晰显现。涂胶显影设备连接光刻机的输入和输出端口, 不仅直接关乎光刻图形的质量与缺陷控制, 还深刻影响着后续蚀刻、离子注入等工序中图形的精确转移, 是光刻工序中的核心设备。



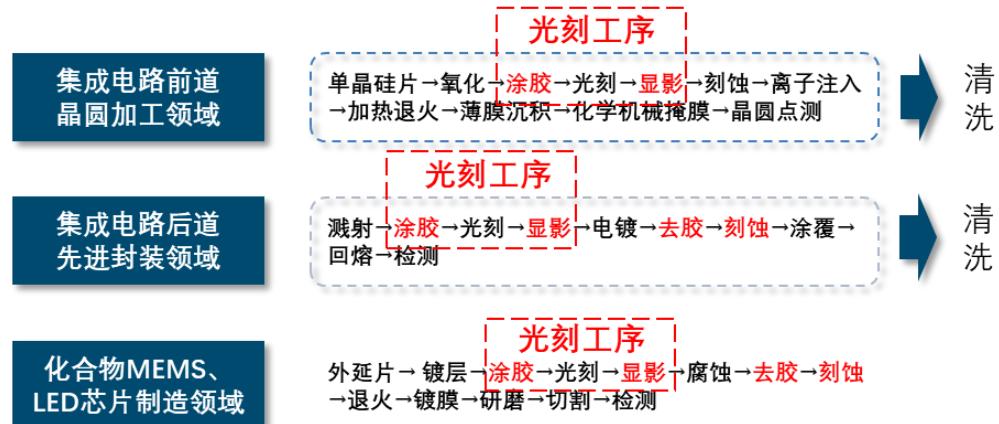
图表11：半导体设备位于半导体产业链最上游，是支撑集成电路制造、先进封装等环节顺利进行的关键基础



来源：观研天下，国金证券研究所

涂胶显影是光刻工艺的重要环节，前道与后道流程均需用到光刻工艺，但两者需要的光刻精度和工艺流程都有所差异，前道晶圆加工主要与光刻机配合完成晶圆加工过程中的精细光刻工艺流程，对设备精度要求极高，后道先进封装主要用于 Bump、WLCSP、Fanout 等后道先进封装技术的涂胶、显影等工序，对设备精度的要求低于前道晶圆加工。涂胶显影设备包括涂胶机、喷胶机和显影机。按应用环节可以分为前道设备、后道设备；按技术节点可以分为 KrF 及以下节点类、ArF 类、其他先进节点类。

图表12：公司产品覆盖集成电路、LED 芯片等半导体芯片制造企业



注：[] 为公司产品适用工序，其中清洗工序在集成电路前道、后道各关键节点均有应用

来源：公司公告，国金证券研究所

公司立足自主研发，深度耕耘，已经成为国内唯一可提供量产型中高端涂胶显影设备的企业。公司涂胶显影设备已全面覆盖 offline、KrF、ArF、浸没式等 28nm 工艺节点设备。其发展涂胶显影设备的路线是从后道封装的涂胶显影做到化合物半导体的涂胶显影再到前道 IC 涂胶显影。其中，前道物理清洗设备已经达到国际先进水平，成功实现国产替代，国内市场占有率第一；前道化学清洗设备聚焦先进制程，瞄准国外长期垄断环节，公司已成为国内首个通过高温硫酸清洗工艺验证并获得重复订单的企业。在后道先进封装领域，公司作为成套工艺设备提供商，产品市占率超 50%，成为客户端主力量产设备商，同时持续布局 2.5D、3D 封装等新兴领域，发展新增长点。

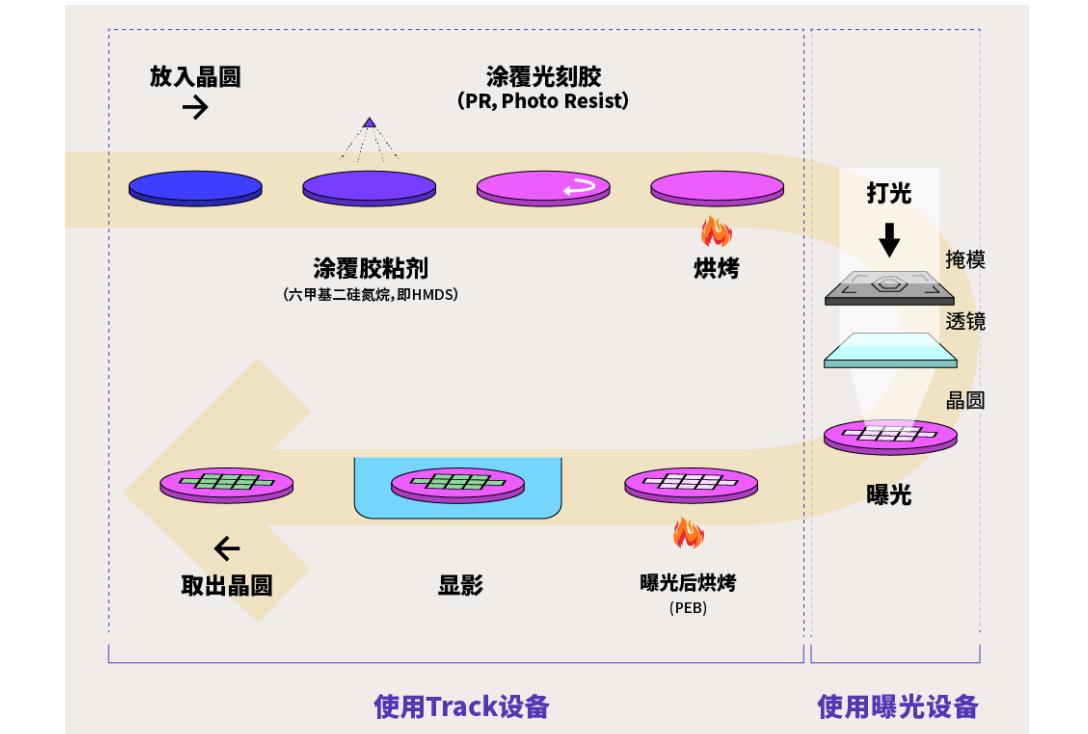
2.2 光刻机需求扩增，助力涂胶显影设备发展

光刻机和涂胶显影设备是光刻工序的主要设备，两者高度相关。一方面，涂胶显影设备性能将会影响光刻工艺效果，另一方面，光刻机在产能、精度等指标上持续升级，将对涂胶显影设备提出较高的匹配要求。光刻工艺是将设计后的半导体图案以相同形状和尺寸压印



到晶圆相应位置上。该工艺主要包括三个步骤——光刻胶涂覆、曝光和显影。光刻胶涂覆和显影步骤需使用 Track 设备，光刻机则用于曝光过程。

图表13：光刻工艺是将设计后的半导体图案以相同形状和尺寸压印到晶圆相应位置上

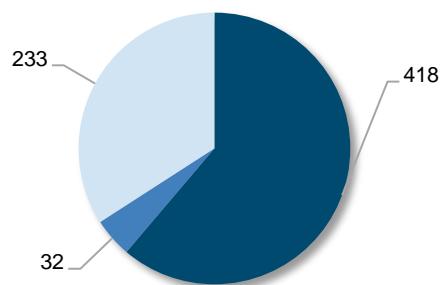


来源：SKhynix，国金证券研究所

全球光刻机市场呈现出明显的寡头垄断格局。ASML、Nikon 和 Canon 三家公司长期占据全球光刻机市场的主导地位。其中，ASML 凭借其在高端光刻机领域的技术优势，2024 年占据了全球光刻机市场 61.2% 的份额，特别是在 EUV 光刻机领域，ASML 是全球唯一的供应商。尼康和佳能则主要集中在中低端光刻机领域。

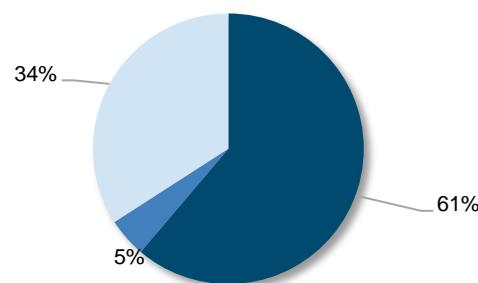
图表14：24年 ASML、Nikon、Canon 集成电路用光刻机出货达 683 台（单位：台）

■ ASML ■ Nikon ■ Canon



来源：ChipInsights，国金证券研究所

■ ASML ■ Nikon ■ Canon



来源：ChipInsights，国金证券研究所

ASML 主导全球前道高端光刻机市场。根据 ChipInsights 的 2024 年全球半导体前道光刻机销量数据显示，ASML 作为行业龙头在 EUV、ArFi 等高端光刻机领域的销量明显高于其他两家。Nikon 和 Canon 在 KrF、i-line 等领域占据相当程度的市场份额，Nikon 除高端的 EUV 光刻机外，其他类型均有出货；而 Canon 则主攻低端的 i-line 和 KrF 光刻机，在 i-line 类型光刻机方面销售量较高。

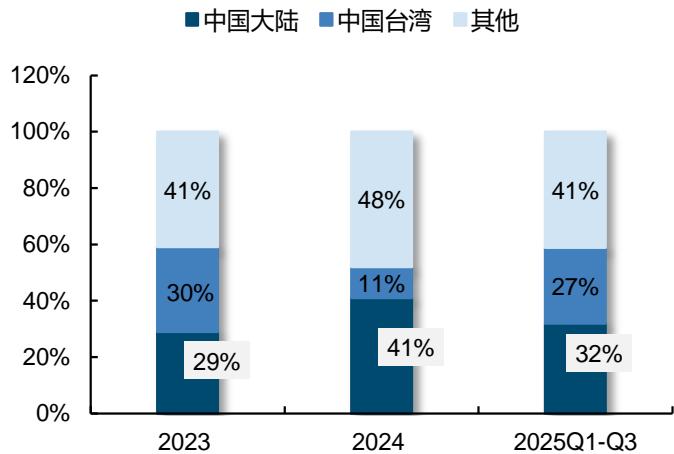
中国光刻机需求量较大，是 ASML 光刻机最大的客户。当前，中国大陆是最大的半导体



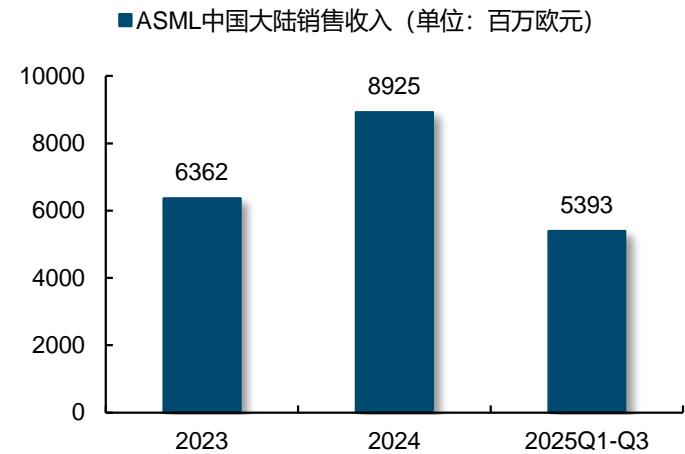
设备市场，同时也是 ASML 的最大客户之一，2023 年 ASML 在中国大陆实现营收 64 亿欧元，占比总营收比重为 29%，2024 年因晶圆厂扩产景气度及超额备货的因素影响，占比增长至 41%，实现对中国大陆的销售额为 89 亿欧元，2025 年 Q1-Q3 受出口管制等因素影响，中国大陆地区的收入比重下滑至 32%，销售额为 54 亿欧元。展望未来，我们认为后续国内晶圆厂仍将继续扩产，国内对于光刻机需求仍然旺盛。Market.us 预测到 2034 年，全球配套光刻的半导体 Track 设备市场规模将从 2024 年的 36.3 亿美元增长至 69.4 亿美元，2025 年至 2034 年的复合增速（CAGR）为 6.7%。

图表 16：25Q1-Q3 ASML 中国大陆收入占比达 32%

图表 17：25Q1-Q3 ASML 在中国大陆实现营收 54 亿欧元



来源：ASML，国金证券研究所

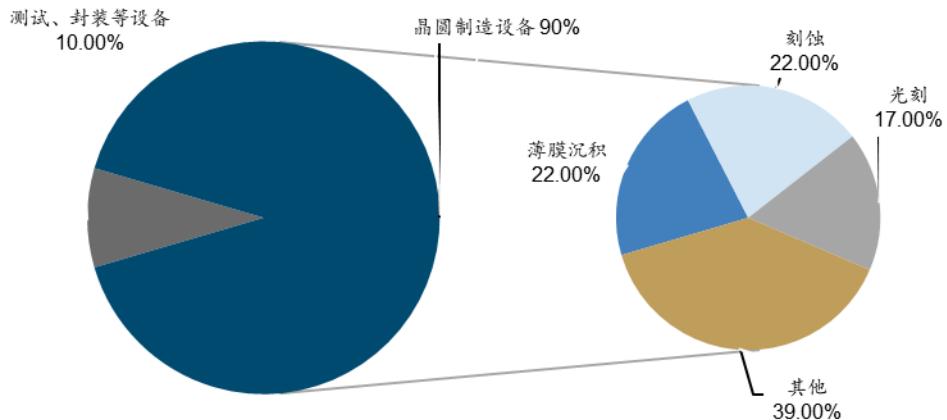


来源：ASML，国金证券研究所

2.3 半导体设备受政策、行业周期等因素影响国产替代进程加速，涂胶显影机持续突破

晶圆制造设备中三大前道核心工艺价值量显著。根据 SEMI 的数据，半导体前道设备在全球半导体设备市场中占据 90% 的绝对份额，是产业链的资本开支重心。在半导体前道设备细分工艺环节中，薄膜沉积、刻蚀与光刻依旧是前道制造的三大核心支柱，刻蚀设备与薄膜沉积设备价值量均为 22%，光刻设备价值量约为 17%，三者合计占据了前道晶圆制造设备价值量 61%。光刻在前道制程中的价值占比较高，我们认为配套光刻的涂胶显影设备也将成为未来国产替代的关键。

图表 18：光刻、薄膜沉积、刻蚀设备是半导体设备价值量中最大的部分



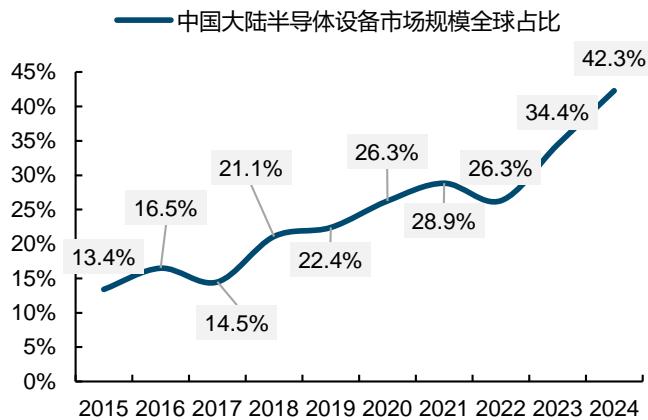
来源：SEMI，国金证券研究所

全球半导体设备销售额增速高于同期行业增速，且行业产值向中国大陆转移趋势明显。根据 SEMI 的数据，分地区来看，中国大陆 2024 年半导体设备销售额为 495.4 亿美元，同比增长 35.4%，占全球比重从 2015 年的 13.4% 提升至 42.3%。近年来，得益于内资晶圆



厂建厂潮兴起以及多品类半导体设备国产替代的旺盛需求，中国大陆半导体设备销售额增速远高于全球平均水平，行业产值转移趋势明显。

图表19：中国大陆半导体设备市场全球占比逐步提升



来源：SEMI，国金证券研究所

图表20：多品类半导体设备进口数量出现明显下滑

设备名称	进口量 (台)	
	2024 年	同比 (%)
硅单晶炉	58	-37%
研磨机	562	-9%
切割设备	933	-19%
CMP 设备	371	-10%
氧化扩散炉	1669	-3%
CVD 设备	1836	3%
PVD 设备	626	2%
离子注入	553	30%
分步重复光刻机	240	-19%

来源：半导体产业纵横，国金证券研究所

半导体设备方面，光刻、检测与量测、涂胶显影、离子注入等环节国产化率偏低。根据观研天下 2025 年整理的数据，近年来，我国在半导体设备领域国产替代取得一定进展，尤其是在刻蚀设备、薄膜沉积、清洗设备等细分环节国产替代进程较快，国产化率达到 20% 及以上，但光刻设备、检测与量测、涂胶显影、离子注入等环节国产化率偏低，仍处于国产替代的初级阶段，行业主要市场份额被美国、欧洲、日本等国家或地区占据。

图表21：目前光刻、量检测、涂胶显影、离子注入等环节的设备国产化率偏低

设备品类	海外龙头厂商	本土代表性企业	国产化率
光刻机	ASML、尼康、索尼等	上海微电子	<3%
检测与量测设备	KLA、应用材料	精测电子、中科飞测	<5%
涂胶显影设备	TEL、DNS 等	芯源微、盛美上海	<10%
离子注入设备	应用材料	万业企业（先导基电）	<10%
刻蚀机	泛林半导体、应用材料、TEL	中微公司、北方华创、屹唐半导体等	≈20%
薄膜沉积设备	泛林半导体、应用材料、TEL	拓荆科技、北方华创、中微公司、盛美上海	≈20%
清洗设备	泛林半导体、TEL、DNS 等	盛美上海、北方华创、芯源微	≈20%
热处理设备	KE、TEL	北方华创、盛美上海、屹唐半导体	≈30-40%
去胶设备	泛林半导体	屹唐半导体、浙江宇谦	>80%

来源：观研天下，国金证券研究所

近年来，中央及地方政府对半导体行业给予了高度重视和大力支持，出台了一系列扶持政策，相关政策和法规为半导体及行业及专用设备行业提供了资金、税收、技术和人才等多方面的有力支持，为国产半导体设备企业营造了良好的经营环境，大力促进了国内半导体及其专用设备产业发展，提升国产半导体设备企业的竞争力。

三、产品平台化布局，实现重大合并巩固竞争优势

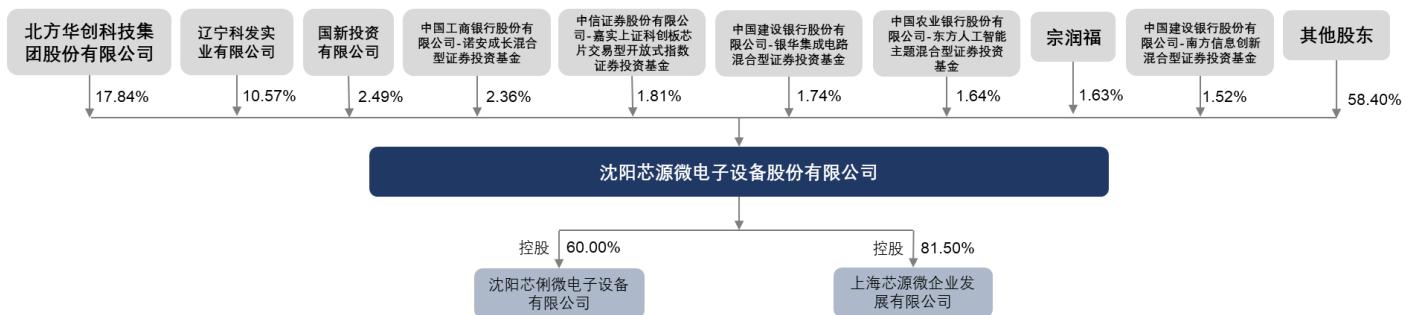
公司继续提升研发力度，在前道涂胶显影、高端封装涂胶显影、前道化学清洗、后道键合品类等多个业务板块及核心零部件方面持续加大研发投入，产品综合竞争力持续提升。公司战略性新产品前道化学清洗机 KS-CM300/200 于 24 年 3 月发布，目前高温 SPM 设备市场被海外厂商高度垄断，客户亟需国产替代。公司高温 SPM 机台在 26nm 颗粒控制、刻蚀率及均匀性、金属离子控制三大核心指标上可对标海外龙头。目前该机台已成功通过客户工艺验证，成功打破国外垄断，获得国内多家大客户订单及验证性订单。国内高精度临时键合设备市场长期被海外厂商高度垄断，针对 Chiplet 技术解决方案，公司提前布局



自主研发的全自动临时键合及解键合机，可应用于 InFO、CoWoS、HBM 等 2.5D/3D 技术路线产品。目前公司临时键合机、解键合机整体技术已达到国际先进水平并获得了国内多家客户订单。此外，公司在 2.5D/3D 先进封装领域布局的新产品 Frame 清洗设备，也已成功通过客户验证，进入逐步放量阶段。

北方华创入主将为公司带来协同效应，巩固竞争优势。在北方华创收购公司之前，公司处于无实控人状态，且股权相对分散，公司的前三大股东分别为辽宁科发实业有限公司、先进制造和沈阳中科天盛自动化技术有限公司，三个股东持股比例分别为 10.6%、9.5% 和 8.4%。2025 年 3 月，公司重要股东沈阳中科天盛自动化技术有限公司和沈阳先进制造技术产业有限公司分别将持有的 8.4%、9.5% 股份转让给北方华创，截至 2025 年 12 月，北方华创累计持有公司 17.8% 的股份，为公司最大股东。

图表22：截至 2025 年 12 月，北方华创是公司第一大股东



来源：ifind，国金证券研究所

北方华创与公司同属集成电路装备行业，但各自的产品布局有所不同。北方华创作为国内半导体设备龙头，在半导体基础产品的研发、生产、销售和技术服务方面有着丰富的经验，尤其在刻蚀、薄膜沉积等核心工艺装备领域具有显著优势；公司专注于半导体专用设备的研发、生产和销售，尤其在涂胶显影设备等核心工艺装备领域有着深厚的技术积累。北方华创的入股将有助于双方发挥协同效应，实现资源共享和优势互补，进一步提升技术创新能力和市场竞争力。同时也有助于推动两家公司在半导体装备领域的快速发展，加速国产半导体设备产业的突破。

从业务布局看，双方合作具有显著战略价值：

1) 产品覆盖环节实现互补

北方华创目前主要核心产品聚焦于：刻蚀设备(Etch)，薄膜沉积设备（CVD/PVD/ALD），热处理设备（退火、氧化），清洗设备（干法等），而公司则聚焦于涂胶显影设备，本次交易对于交易双方，尤其是对于作为行业龙头北方华创，本次交易将有助于补强光刻设备环节产品，进一步提升和完善其半导体设备产业链布局。另一方面，公司有望借助北方华创的客户资源进一步提升自身设备在下游厂商的渗透率，加速实现在前道光刻和后道先进封装领域对日本东京电子（TEL）等海外巨头的国产替代。此外通过该交易，公司结束了长期无实控人的状态，提升决策集中度并加速技术转化与市场响应速度。

2) 技术协同与工艺优化

涂胶显影设备的均匀性、稳定性直接影响刻蚀的精度，整合后可通过联合研发优化光刻与刻蚀的工艺参数匹配。薄膜沉积与清洗的协同：某些薄膜沉积工艺（如 ALD）对晶圆表面洁净度要求极高，公司的清洗设备可为北方华创的薄膜沉积提供更优的前处理支持。

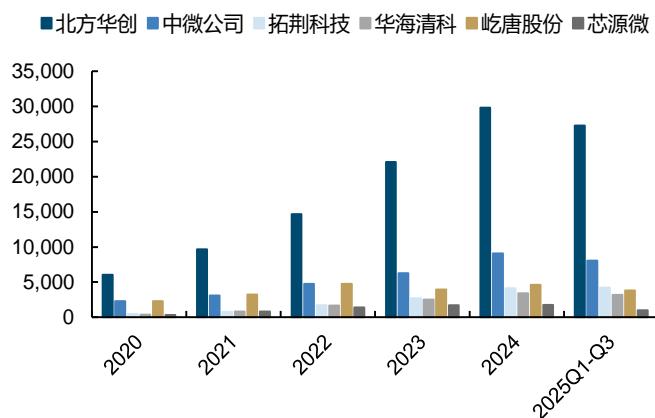
3) 潜在产品线联合拓展研发

若未来北方华创涉足 CMP 设备，公司的清洗设备可与其形成抛光后清洗的配套；同时，双方可共同开发与工艺设备联动的检测设备，提升产线自动化水平，通过联合开发，能提供“涂胶—光刻—显影—刻蚀—清洗”一体化解决方案，缩短研发周期并降低设备研发费用。

从营收规模来看，北方华创作为国产半导体设备龙头，收入体量保持行业领先。中微公司和拓荆科技依靠薄膜设备实现量产突破，收入增速行业领先。华海清科和屹唐股份稳健扩张，华海清科受益于 CMP 设备国产化率进一步提升，营收与利润双增；屹唐股份则在去胶设备领域保持稳定增长。2025 年前三季度公司的收入增速承压明显，前三季度营收同比下降 10.4% 至 9.9 亿元，主要受部分订单验收延缓，单季度收入波动影响，第三季度单季营收仅 2.8 亿元，环比大幅下滑 35.3%。

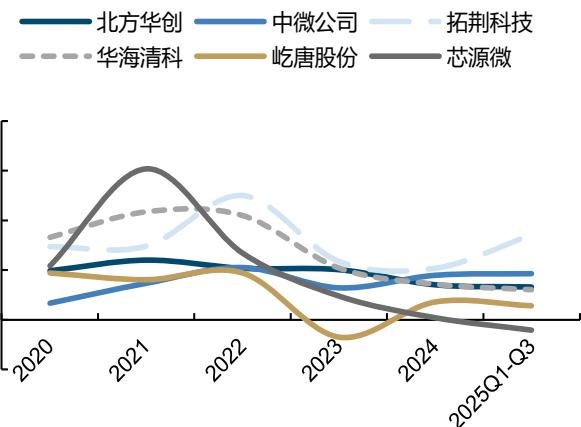


图表23：北方华创的收入规模远高于同行业其他公司



来源：Wind，国金证券研究所

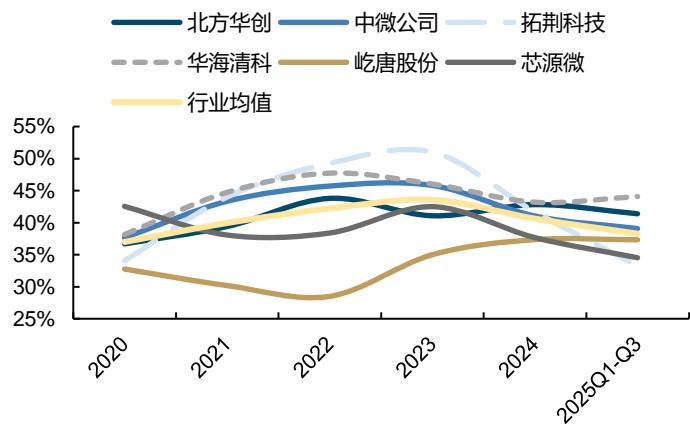
图表24：25 年前三季度公司的收入增速低于同行业公司



来源：Wind，国金证券研究所

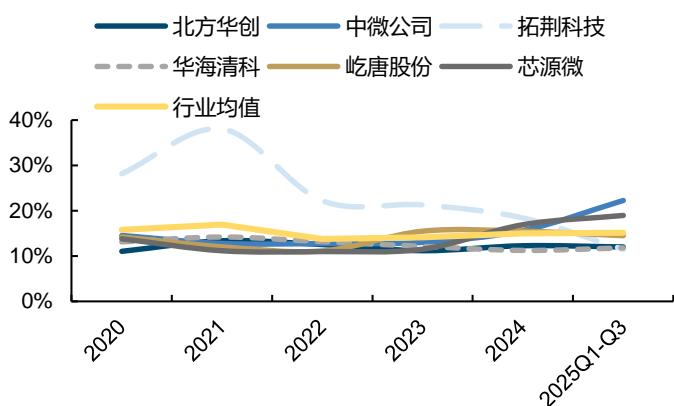
从毛利率情况来看，2025Q1-Q3 北方华创和中微公司的毛利率略有下滑，分别为 41.4% 和 39.1%，但仍领先行业平均水平。华海清科的毛利率在 25 年前三季度维持高位，达 44.1%，毛利率水平领先同行业公司，体现了 CMP 设备高附加值与公司的成本控制优势。拓荆科技 25Q3 毛利率为 33.3% 低于行业平均水平。25Q3 公司的毛利率降至 34.5%，主要系公司的前道清洗设备目前仍处于客户端验证初期，规模效应未完全释放。从研发投入的力度来看，2025Q1-Q3，中微公司和公司的研发费用率分别达到了 22.3% 和 19.0%，研发强度超同行业公司，公司短期盈利能力承压，但研发持续投入将为前道和涂胶显影设备新品突破蓄力。

图表25：公司的毛利率略低于行业平均水平



来源：Wind，国金证券研究所

图表26：公司的研发费用率高于行业均值



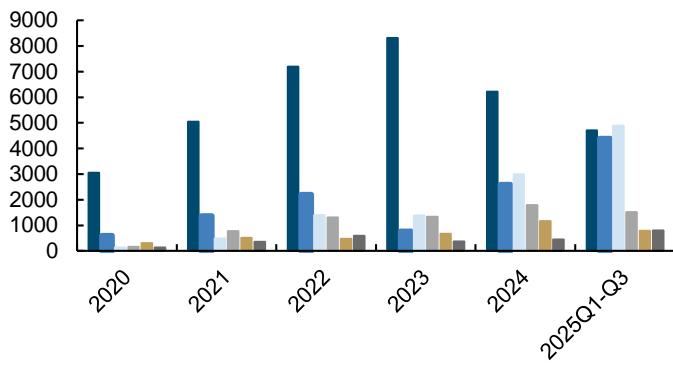
来源：Wind，国金证券研究所

2025 年前三季度，国内主要半导体设备公司的合同负债与在建工程出现分化。头部企业合同负债整体保持高位，中微公司、拓荆科技和公司的增长突出，25Q1-3 公司的合同负债为 8.0 亿元，较 24 年末增长 78.1%，北方华创因订单结构变化有所回落；在建工程方面北方华创、中微公司、屹唐股份与公司均实现扩张，截至 25Q3，公司的在建工程为 2.1 亿元，较 24 年末的增幅达 325.7%，反映了产能建设的持续推进。从存货的发出商品方面来看，除屹唐股份外，头部公司均呈现快速增长的趋势，25H1 公司的发出商品为 9.2 亿元，较 24 年末增长了 56.4%。



图表27: 25年前三季度公司的合同负债增长显著 (单位: 百万元)

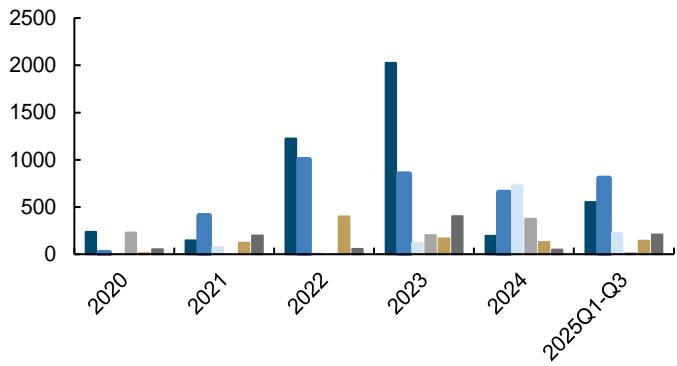
■北方华创 ■中微公司 ■拓荆科技 ■华海清科 ■屹唐股份 ■芯源微



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 公司的在建工程较24年末大幅提升 (单位: 百万元)

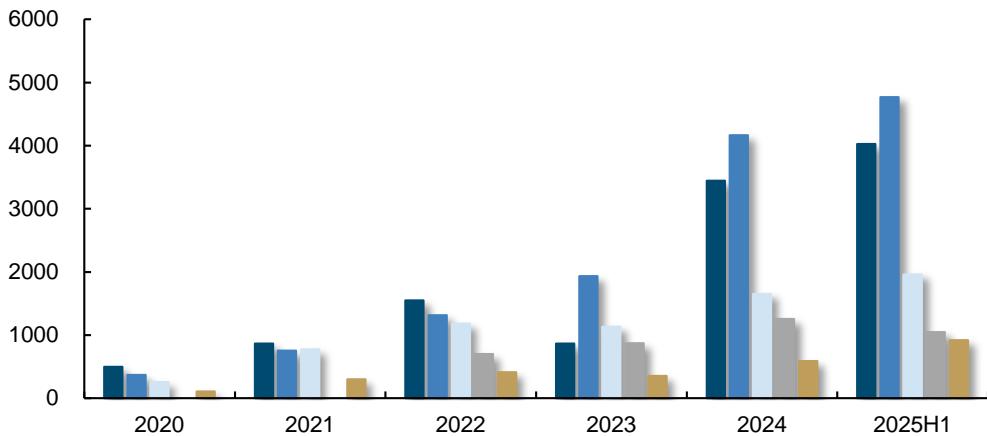
■北方华创 ■中微公司 ■拓荆科技 ■华海清科 ■屹唐股份 ■芯源微



来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 2025H1 公司存货中发出商品较24年末增长56% (单位: 百万元)

■中微公司 ■拓荆科技 ■华海清科 ■屹唐股份 ■芯源微



来源: Wind, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

半导体设备行业是半导体产业链的上游关键支撑环节，根据 SEMI 预测，2025 年全球 WFE 市场规模将同比增长 6.2% 至 1108 亿美元。展望 2026 年，WFE 市场规模预计进一步提升至 1221 亿美元，同比增长 10.2%。Market.us 预测到 2034 年，全球半导体 Track 设备市场规模将从 2024 年的 36.3 亿美元增长至 69.4 亿美元，2025 年至 2034 年的复合增速 (CAGR) 为 6.7%。分地区来看，中国大陆 24 年半导体设备销售额为 495 亿美元 (YOY+35.4%)，占全球市场比重从 15 年的 13% 提升至 42%。我们判断，未来随存储厂商周期性扩产及存储、逻辑芯片先进制程需求增加，半导体设备国产化进程有望加速推进，半导体设备行业将维持高景气度。

光刻工序涂胶显影设备：涂胶显影设备是晶圆生产中的关键核心设备，公司作为目前国内唯一可以提供量产型前道涂胶显影机的厂商，经过长期的研发、多轮次验证及量产应用，目前已成功推出了多款型号产品，并持续获得国内头部逻辑、存储等客户订单，offline、I-line、KrF 机台在多家客户端量产跑片数据良好，客户认可度持续提升。我们预测光刻工序涂胶显影设备 2025-2027 年将分别实现营收 10.4 亿元/16.6 亿元/24.9 亿元，分别同比 -1.0%/+60.0%/+50.0%。

单片式湿法设备：公司于 2018 年发布前道物理清洗设备后，在两年的时间内迅速成为了



客户端主力量产机型。公司高温 SPM 机台经过客户端数月的量产跑片监控，在三大核心指标上可对标海外龙头。目前该机台已成功通过客户工艺验证，成功打破国外垄断，获得国内客户高度认可，公司的化学清洗机也已获得国内多家大客户订单及验证性订单，新签订单实现较快增长。我们预计公司的单片式湿法设备 2025-2027 年的收入将分别为 7.0 亿元/8.0 亿元/8.9 亿元，同比+8.0%/+15.0%/+12.0%。

图表30：公司分产品营收拆分

单位		2023	2024	2025E	2026E	2027E
光刻工序涂胶显影设备						
营收	百万元	1066.0	1049.8	1039.3	1662.9	2494.3
YoY	%	40.8%	-1.5%	-1.0%	60.0%	50.0%
占比	%	62.1%	59.9%	57.0%	64.1%	69.8%
毛利率	%	38.8%	34.8%	33.5%	35.6%	37.7%
单片式湿法设备						
营收	百万元	600.0	644.6	696.2	800.6	896.7
YoY	%	9.1%	7.4%	8.0%	15.0%	12.0%
占比	%	34.9%	36.8%	38.2%	30.9%	25.1%
毛利率	%	46.4%	39.2%	40.3%	41.4%	42.4%
其他业务						
营收	百万元	50.9	59.2	88.8	128.7	180.2
YoY	%	65.5%	116.3%	50.0%	45.0%	40.0%
占比	%	3.0%	3.4%	4.9%	5.0%	5.0%
毛利率	%	74.6%	71.9%	75.3%	76.5%	76.3%
合计						
营业收入	百万元	1717.0	1753.6	1824.3	2592.2	3571.2
YoY	%	24.0%	2.1%	4.0%	42.1%	37.8%
销售毛利率	%	42.5%	37.7%	38.1%	39.4%	40.8%

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

根据公司公告，直接材料（即设备零部件）为成本占比最高的项目，2024 年直接材料占总成本比例达 85.4%，目前公司的主要原材料单价波动幅度较小，但受地缘政治风险的影响，上游原材料的国产化进程加速，因此我们预计公司的光刻工序涂胶显影设备和光刻工序涂胶显影设备的毛利率将稳中有增，2025-2027 年，我们预测公司光刻工序涂胶显影设备和单片湿法设备业务的毛利率将分别为 33.5%/35.6%/37.7% 和 40.3%/41.4%/42.4%。

2024 年公司的研发费用率大幅上升至 16.9%，2025Q1-Q3 微增至 19.0%。随着公司的新机型逐步投入量产，我们预计公司未来的研发投入力度将略有下降，预计 2025-2027 年研发费用率分别为 16.0%/14.0%/12.0%；未来公司在规模扩张中销售效率或将持续改善，2025Q1-Q3 公司的销售费用率为 8.5%。我们预测公司 2025-2027 年销售费用率稳中有降，分别为 8.5%/8.0%/7.0%；2025Q1-Q3 公司管理费率增至 20.1%，管理费用的增加主要系公司经营规模扩大、组织架构完善。我们预计 2025-2027 年管理费用率将逐步降低，分别为 16.0%/12.0%/10.0%。

我们预计公司 2025-2027 年分别实现营收 18.2 亿元、25.9 亿元和 35.7 亿元，分别同比+4.0%/+42.1%/+37.8%，归母净利润分别为 0.5 亿元、2.3 亿元和 5.1 亿元，分别同比-74.7%/+352.6%/+118.6%。

4.2 投资建议及估值

我们选取了 A 股中主营业务同为半导体设备的中微公司、拓荆科技、华海清科和屹唐股份作为可比公司，公司是国内领先的湿法设备龙头，涂胶显影设备已完成晶圆加工环节 28nm 及以上工艺节点的覆盖，并不断向更先进的工艺节点演进，为国内客户提供高端涂胶显影设备的国产替代选择。公司战略新产品前道化学清洗机成功打破国外垄断，未来有望打造公司业绩增长新动能，形成新的稳定业绩增长点。截至 2025 年 12 月 29 日，根据 Wind 一致预期，4 家可比公司 2026 年 PS 的平均数为 11 倍，我们看好公司后续在涂胶显影和湿法设备等领域的新品进展及放量情况，给予公司 2026 年 13xPS 估值，对应目



目标价格为 167.18 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表31：可比公司估值比较

股票名称	股价(元)	SPS					PS				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
中微公司	272.72	10.11	14.57	19.34	25.50	32.25	16.58	15.23	14.10	10.70	8.46
拓荆科技	336.97	14.37	14.74	22.17	29.41	37.72	18.01	13.04	15.20	11.46	8.93
华海清科	153.86	15.78	14.39	12.98	16.47	20.22	12.66	12.37	11.86	9.34	7.61
屹唐股份	24.81	1.48	1.74	1.80	2.15	2.73	-	-	13.78	11.53	9.09
平均数									13.73	10.75	8.52
中位数									13.94	11.08	8.69
芯源微	143.24	12.45	8.73	9.05	12.86	17.71	10.87	10.41	15.83	11.14	8.09

来源：Wind，国金证券研究所（截至 2025 年 12 月 29 日）

五、风险提示

技术迭代的风险

半导体设备行业属于技术密集型行业，涉及电子、机械、化工、材料等多学科领域，是多门类跨学科知识的综合应用，具有较高的技术门槛。公司技术水平与国际知名企日本东京电子及日本迪恩士的技术仍存在部分差距。若公司后续研发投入不足，可能导致公司创新能力和市场竞争力下降，从而导致公司的收入增长不及预期；

下游客户产能过剩或扩产不及预期的风险

半导体设备行业受下游半导体市场及终端消费需求波动的影响较大，如果未来终端消费需求尤其是增量需求下滑，半导体制造厂商可能会削减资本性支出规模，可能导致公司的营收和业绩不及预期；

供应链供货不稳定的风险

半导体设备中使用的高精度元器件，对产品机械结构的精度和材质要求较高，目前我国与此相关的产业配套环境仍不够成熟，相关核心关键零部件仍部分依赖进口。公司上游的核心供应商短期供货能力不足可能会在一定程度上约束公司的生产能力，同时，随着国际贸易摩擦的加剧，不排除相关国家贸易政策变动影响公司上游供应商的供货稳定性；

公司设备验收周期拉长的风险

公司各类设备的定制化程度较高，需要在客户现场安装调试，其验收周期受设备和工艺本身的成熟程度、客户安装现场的准备情况、客户工艺要求调整、客户验收流程、现场突发状况及其他偶然因素等多种因素影响，波动较大。未来若公司产品验收周期拉长，可能存在设备验收不通过、收款时间拉长、资金压力提升等风险，从而导致 2026 年的光刻工序涂胶显影设备业务的业绩和毛利率可能低于预期；

限售股解禁的风险

公司于 2025 年 9 月 26 日解禁了限售股 34.95 万股，占解禁前流通股比例为 0.17%，占解禁后流通股比例为 0.17%。公司将于 2025 年 6 月 19 日解禁限售股 13.92 万股，占解禁前流通股比例为 0.07%，占解禁后流通股比例为 0.07%，股票解禁将对公司股价造成影响。



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)						
主营业务收入	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	货币资金	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率	1,385	1,717	1,754	1,824	2,592	3,571	应收账款	1,098	743	1,583	875	943	1,082
主营业务成本	-853	-987	-1,093	-1,134	-1,581	-2,123	存货	321	584	583	616	810	1,025
%销售收入	61.6%	57.5%	62.3%	62.2%	61.0%	59.5%	其他流动资产	1,213	1,637	1,816	2,893	3,397	3,991
毛利	532	730	661	690	1,011	1,448	流动资产	225	274	283	375	435	492
%销售收入	38.4%	42.5%	37.7%	37.8%	39.0%	40.5%	%总资产	81.7%	75.3%	76.2%	75.7%	76.6%	78.5%
营业税金及附加	-11	-14	-15	-9	-13	-18	长期投资	50	89	83	83	83	83
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	449	866	1,102	1,223	1,336	1,392
销售费用	-104	-142	-90	-155	-207	-250	%总资产	12.8%	20.1%	19.7%	19.4%	18.3%	16.6%
%销售收入	7.5%	8.3%	5.1%	8.5%	8.0%	7.0%	无形资产	72	84	98	218	277	327
管理费用	-142	-182	-249	-292	-311	-357	非流动资产	639	1,063	1,333	1,531	1,703	1,808
%销售收入	10.2%	10.6%	14.2%	16.0%	12.0%	10.0%	%总资产	18.3%	24.7%	23.8%	24.3%	23.4%	21.5%
研发费用	-152	-198	-297	-292	-363	-429	资产总计	3,496	4,302	5,597	6,290	7,288	8,398
%销售收入	11.0%	11.5%	16.9%	16.0%	14.0%	12.0%	短期借款	136	394	240	530	714	733
息税前利润 (EBIT)	123	194	10	-58	116	394	应付账款	494	527	775	1,169	1,462	1,737
%销售收入	8.9%	11.3%	0.6%	n. a	4.5%	11.0%	其他流动负债	657	456	563	1,043	1,358	1,697
财务费用	-4	-7	-9	-27	-33	-35	流动负债	1,287	1,378	1,579	2,743	3,534	4,167
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	1.5%	1.3%	1.0%	长期贷款	0	469	1,048	688	688	688
资产减值损失	-2	-26	-19	-59	-10	-12	其他长期负债	103	72	150	4	3	2
公允价值变动收益	0	-5	2	0	0	0	负债	1,390	1,919	2,777	3,435	4,225	4,857
投资收益	10	8	9	25	15	20	普通股股东权益	2,107	2,380	2,691	2,730	2,938	3,416
%税前利润	4.7%	3.0%	4.1%	44.9%	5.5%	3.3%	其中：股本	93	138	201	202	202	202
营业利润	176	279	222	53	268	587	未分配利润	261	440	576	605	813	1,290
营业利润率	12.7%	16.3%	12.6%	2.9%	10.3%	16.4%	少数股东权益	0	3	129	125	125	125
营业外收支	46	3	3	3	5	10	负债股东权益合计	3,496	4,302	5,597	6,290	7,288	8,398
税前利润	222	282	225	56	273	597							
利润率	16.0%	16.4%	12.8%	3.1%	10.5%	16.7%							
所得税	-22	-32	-24	-8	-41	-90							
所得税率	9.9%	11.4%	10.5%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	200	250	201	47	232	508							
少数股东损益	0	0	-1	-4	0	0							
归属于母公司的净利润	200	251	203	51	232	508							
净利率	14.5%	14.6%	11.6%	2.8%	9.0%	14.2%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	200	250	201	47	232	508	每股指标						
少数股东损益	0	0	-1	-4	0	0	每股收益	2.161	1.818	1.009	0.255	1.152	2.519
非现金支出	28	67	82	199	169	188	每股净资产	22.744	17.264	13.391	13.541	14.573	16.942
非经营收益	-3	3	-6	24	3	-4	每股经营现金流	2.083	-4.082	2.198	-0.577	1.206	2.124
营运资金变动	-33	-883	164	-387	-161	-263	每股股利	0.300	0.400	0.200	0.110	0.120	0.150
经营活动现金净流	193	-563	442	-116	243	428	回报率						
资本开支	-207	-469	-219	-347	-306	-251	净资产收益率	9.50%	10.53%	7.54%	1.88%	7.90%	14.87%
投资	-50	-45	7	0	0	0	总资产收益率	5.72%	5.83%	3.62%	0.82%	3.19%	6.05%
其他	10	9	10	25	15	20	投入资本收益率	4.94%	5.30%	0.22%	-1.21%	2.22%	6.76%
投资活动现金净流	-246	-505	-201	-322	-291	-231	增长率						
股权投资	1,006	25	215	10	0	0	主营业务收入增长率	67.12%	23.98%	2.13%	4.03%	42.10%	37.77%
债权融资	-80	733	436	-215	184	18	EBIT 增长率	140.65%	57.58%	-94.80%	-673.01%	-301.30%	238.65%
其他	-30	-58	-42	-63	-67	-76	净利润增长率	158.77%	25.21%	-19.08%	-74.70%	352.63%	118.63%
筹资活动现金净流	897	699	610	-268	117	-58	总资产增长率	78.30%	23.03%	30.11%	12.38%	15.86%	15.23%
现金净流量	844	-368	852	-706	69	139	资产管理能力						
							应收账款周转天数	65.3	88.0	113.6	110.0	100.0	90.0
							存货周转天数	459.0	527.2	576.7	950.0	800.0	700.0
							应付账款周转天数	82.2	84.7	120.0	200.0	180.0	160.0
							固定资产周转天数	104.0	98.5	219.2	194.8	127.7	83.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-45.69%	5.06%	-10.43%	12.03%	15.00%	9.57%
							EBIT 利息保障倍数	31.1	28.8	1.1	-2.1	3.5	11.3
							资产负债率	39.75%	44.60%	49.62%	54.61%	57.97%	57.84%

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	0	2	3	14
增持	1	2	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.67	1.57	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。



扫码获取更多服务

公司深度研究

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靠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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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**