

盛剑科技（603324.SH）

立足废气治理，打造半导体厂务系统服务商

优于大市

核心观点

半导体厂务设备：全球AI基建下一个通胀环节。AI算力驱动下全球晶圆厂大幅扩产，需求爆发使供应链脆弱性首先体现在工程建设端，洁净室建设面临严重缺工问题。晶圆厂建设遵循土建-洁净室-厂务设备-工艺设备的时序，随着工程推进，通胀由洁净室向厂务设备传导，海外厂务设备出现供给缺口。厂务设备虽不直接参与芯片加工，但作为洁净厂房的环境支持系统至关重要。国产厂务设备产品与海外厂商性能差距小，在国内重资产制造、模块化预制和交付响应方面更具灵活性，产能储备更充足，有望实现出海突破。

半导体特种排气风管有望实现出海“0-1”突破。废气处理是半导体生产的刚需环节，特种排气风管是其中的核心组件，全球生产风管的厂商众多，但具有高端认证的产能相对稀缺。受人力成本、材料成本、环保合规成本制约，海外特种风管厂商主观上无增产意愿，客观上无扩产能力。面对新建晶圆厂的特种风管供给缺口，EPC承包商或系统集成商不得不打破本地采购的惯例，集中向中国特种风管厂商采购。公司是半导体废气治理龙头，特种风管产品拥有FM双认证，当前产能储备充足，有较大增产空间。

关键厂务设备供不应求，公司产品加速迭代验证。公司产品不断向洁净室内部延伸，当前已布局工艺废气处理设备（Local Scrubber）、真空设备（Pump）、温控设备（Chiller）。在先进逻辑芯片的多重模板工艺和先进存储芯片3D堆叠工艺的推动下，芯片制造过程中的沉积、刻蚀等需求大幅提升，带动配套的真空、废气处理、温控设备需求量显著增加。国产Local Scrubber和温控设备在成熟制程产线已基本实现高比例替代，国产化率快速提升。海外真空设备出现供给缺口，为国产真空泵厂商打开宝贵替代窗口。公司产品性能对标国际一线水准，2025年新产能正式投产，产能储备充足，核心产品已进入海内外头部客户产线验证与客户端技术验证阶段，订单有望逐步兑现。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。公司由特种风管制造起家，高端认证过关，产能储备充足，有望充分受益下游需求释放。公司产品不断向洁净室内部延伸，在国产替代和海外需求爆发共同作用下，公司厂务设备产品加速迭代验证，订单有望逐步兑现，形成强劲增长极。预测2026-2028年归母净利润为0.71/2.04/3.60亿元，归母净利率为3.9%/9.1%/13.5%。综合绝对估值法与相对估值法，得到公司目标估值区间为59.64-66.10元，对应公司目标总市值88-98亿元，较当前股价有32%-46%的空间。

风险提示：下游半导体行业资本开支不及预期风险、市场竞争加剧的风险、现金流持续承压风险、新产品客户验证进度不及预期的风险等。

公司研究·深度报告

环保·环保设备 II

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiqi@guosen.com.cn

S0980524010001

证券分析师：刘汉轩

010-88005198

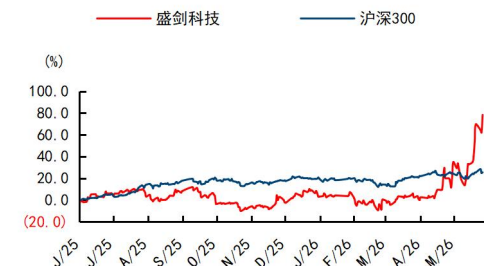
liuhanxuan@guosen.com.cn

S0980524120001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	59.64 - 66.10 元
收盘价	45.30 元
总市值/流通市值	6690/6690 百万元
52周最高价/最低价	45.30/22.61 元
近3个月日均成交额	231.87 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,451	1,126	1,837	2,252	2,679
(+/-%)	-20.5%	-22.4%	63.2%	22.6%	19.0%
归母净利润(百万元)	120	-17	71	204	360
(+/-%)	-27.5%	-114.3%	-514.3%	188.0%	76.4%
每股收益(元)	0.80	-0.12	0.48	1.38	2.44
EBIT Margin	9.9%	-1.0%	6.0%	12.5%	17.8%
净资产收益率(ROE)	7.1%	-1.0%	4.1%	10.8%	16.8%
市盈率(PE)	56.5	-391.0	94.4	32.8	18.6
EV/EBITDA	50.2	196.2	47.0	25.0	16.3
市净率(PB)	4.03	4.03	3.89	3.53	3.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

盛剑科技：高科技厂务设备系统服务商	5
立足工艺废气治理，打造半导体厂务系统服务商	5
业绩阶段性承压，逆势投入蓄力新周期	6
算力基建升温，高景气向厂务设备环节传导	9
厂务设备：算力基建浪潮中的下一个通胀环节	9
海内外需求共振，全球半导体资本开支提速	11
半导体末端废气处理龙头，出海空间广阔	13
末端废气处理是半导体建厂刚需，受益于下游产能快速扩张	13
高端产能稀缺，海外扩产空间有限	14
盛剑科技：认证过关，产能充足，有望充分受益下游需求释放	16
厂务设备供不应求，公司产品加速迭代验证	17
芯片工艺持续迭代，厂务设备需求大幅增长	17
真空设备出现供给缺口，L/S 和温控设备国产替代快速推进	20
盛剑科技：产品性能对标国际一线，客户验证加速推进	22
盈利预测：未来三年净利润 0.7/2.0/3.6 亿元	24
估值与投资建议：目标价 59.64-66.10 元	27
绝对估值：对应股价 50.23-66.10 元	27
相对估值：对应股价 59.64-75.26 元	28
投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级	29
风险提示	30
附表：财务预测与估值	32

图表目录

图 1: 盛剑科技产品矩阵示意图	5
图 2: 盛剑科技发展历程示意	5
图 3: 公司股权结构示意	6
图 4: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	6
图 5: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	6
图 6: 公司下游行业结构变化 (单位: 亿元)	6
图 7: 公司销售产品结构 (单位: 亿元)	6
图 8: 公司毛利率和净利率变化 (单位: %)	7
图 9: 公司各项费用率上升 (单位: %)	7
图 10: 公司主要客户结构稳定, 客户集中度相对较高 (单位: 亿元, %)	7
图 11: 公司经营活动现金流净流出较多 (单位: 亿元)	8
图 12: 公司应收账款余额及应收账款周转率变化 (单位: 亿元)	8
图 13: 全球半导体资本开支及增速 (单位: 十亿美元, %)	9
图 14: 台积电资本开支变化 (单位: 亿美元)	9
图 15: 晶圆厂建设时序示意	9
图 16: 厂务设备与系统在半导体设备投资中约占 15%	10
图 17: 厂务设备分类示意图	10
图 18: 长鑫存储 DRAM 产能快速扩张 (单位: 万片/月, %)	11
图 19: 中国 (除港澳台地区) 半导体投资及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 20: 台积电美国亚利桑那州规划产能情况	12
图 21: 中国、东南亚、美国半导体投资测算 (单位: 亿元人民币)	12
图 22: 晶圆厂废气处理体系示意图	13
图 23: 某显示器件企业环保投资组成表 (单位: %)	14
图 24: 半导体末端工艺废气处理装置市场规模 (单位: 亿元)	14
图 25: 高端涂层风管单价是普通风管的数倍 (单位: 元/m ²)	15
图 26: FM4922 特种风管认证企业国别分布 (单位: %)	15
图 27: 日本西部技研 26Q1 收入结构 (单位: %)	15
图 28: 制造环节附加值相对较低 (单位: %)	15
图 29: FM4922 特种风管认证企业国别分布 (单位: %)	16
图 30: 中国不锈钢材料成本优势明显 (单位: 美元/吨)	16
图 31: 公司绿色厂务业务的收入与毛利率 (单位: 亿元, %)	16
图 32: 公司特种风管产量与产能 (单位: 万平方米)	16
图 33: 盛剑科技半导体设备产品的协同关系	17
图 34: 10 纳米多重模板工艺原理, 涉及多次沉积刻蚀工艺	18
图 35: 随着芯片技术节点进步, 刻蚀次数大幅增加 (单位: 次)	18
图 36: 2D NAND 及 3D NAND 示意图	18
图 37: 中国刻蚀机市场规模 (单位: 亿元人民币)	18

图 38: 全球半导体真空泵竞争格局 (单位: %)	21
图 39: 国内半导体真空泵竞争格局 (单位: %)	21
图 40: Edwards 母公司 Atlas Copco 真空泵业务在手订单陡增 (单位: 百万瑞典克朗)	21
图 41: 日本荏原制造所精密电子行业新签订单金额快速增长 (单位: 亿日元)	21
图 42: 2022 年国内半导体温控设备竞争格局 (单位: %)	22
图 43: 京仪装备分产品销售收入 (单位: 亿元)	22
图 44: 盛剑科技真空泵与行业主流产品关键指标对比	22
图 45: 公司保持高水平研发投入 (单位: 亿元, %)	22
图 46: 公司国产半导体制程附属设备及关键零部件项目 (一期) 产能预估 (单位: 台)	23
图 47: 公司电子化学品业务示意	23
图 48: 公司电子化学品收入 (单位: 亿元)	23
表 1: 公司股权激励方案公司层面营业收入考核目标 (单位: 亿元)	8
表 2: 东南亚重大半导体投资项目落地节奏估算 (单位: 亿元人民币)	11
表 3: 美国半导体投资估算 (单位: 亿元人民币)	12
表 4: 大型半导体工程环保投资案例	13
表 5: 末端废气处理设备价值量分布	14
表 6: 半导体真空泵市场规模预测	19
表 7: 半导体工艺废气处理设备 (Local Scrubber) 市场规模预测	19
表 8: 半导体温控设备 (Chiller) 市场规模预测	20
表 9: 盛剑科技绿色厂务系统与工艺排气管道收入预测 (单位: 亿元人民币)	24
表 10: 盛剑科技厂务设备 (不含工艺排气管道) 收入预测	25
表 11: 盛剑科技收入预测 (单位: 亿元)	25
表 12: 盛剑科技分业务毛利率预测	25
表 13: 公司费用率预测 (单位: 万元)	26
表 14: 公司各项指标预测 (单位: 亿元)	26
表 15: 公司盈利预测假设条件	27
表 16: 资本成本假设	27
表 17: FCFF 估值表 (单位: 百万元)	27
表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	28
表 19: 可比公司主营业务和下游客户梳理	28
表 20: 可比公司估值比较 (截至 2026 年 6 月 17 日)	28

盛剑科技：高科技厂务设备系统服务商

立足工艺废气治理，打造半导体厂务系统服务商

特种风管制造起家，持续开拓高附加值产品。盛剑科技前身为“盛剑环境”，公司长期深耕半导体工艺废气治理，是中国高科技制造产业知名的绿色科技服务商，公司于 2021 年在上交所主板上市，成为“半导体工业废气治理第一股”。凭借螺旋风管和工艺排气管道的坚实的基本盘与优秀的技术延伸执行力，公司先切入大风量末端废气处理系统（Central Scrubber），随后向洁净室内部延伸，突破 Local Scrubber（L/S）生产工艺，实现产品结构转型。2023 年起，公司更进一步向温控、真空设备及电子化学品等核心装备与材料领域探索，持续开拓高附加值产品。

图1：盛剑科技产品矩阵示意图



资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理

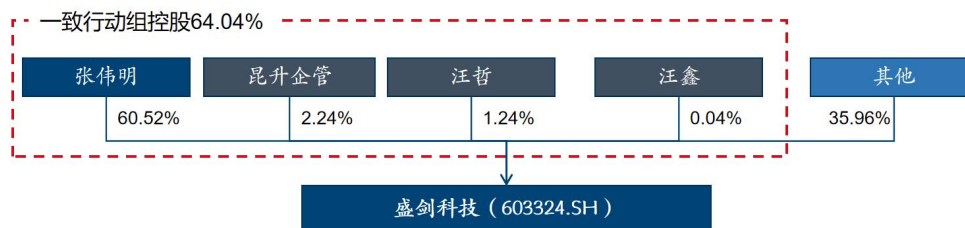
图2：盛剑科技发展历程示意



资料来源：公司官网，盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理

公司股权结构集中，实控人持股比例高。公司实际控制人为张伟明、汪哲夫妇，合计直接持有公司 62.76%的股权，昆升企管为员工持股平台，汪鑫为汪哲之弟，一致行动组合计控股 64.04%。公司实控人持股比例高，战略决策效率高，创新阻力小，利于聚焦中长期发展。

图3: 公司股权结构示意

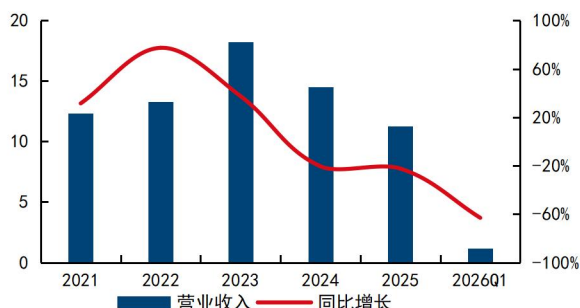


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

业绩阶段性承压，逆势投入蓄力新周期

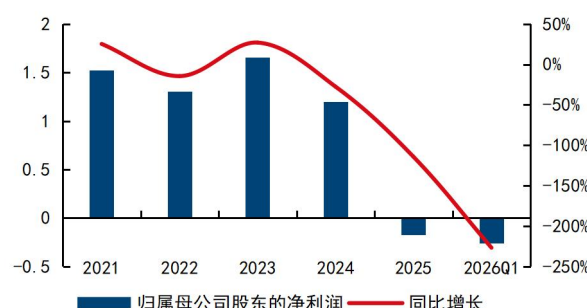
逆势加大研发投入与产能建设，业绩阶段性承压。2025 年公司实现营业收入 11.3 亿元，同比-22%，归母净利-0.17 亿元。2021-2023 年，受益于国内下游行业产能扩张，公司订单充足，收入与利润快速增长。2024 年起，由于下游需求增速放缓，同期公司加大研发投入力度和产能建设力度，导致收入与业绩阶段性承压。

图4: 公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

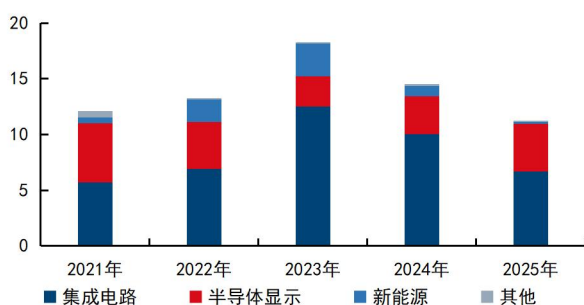
图5: 公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

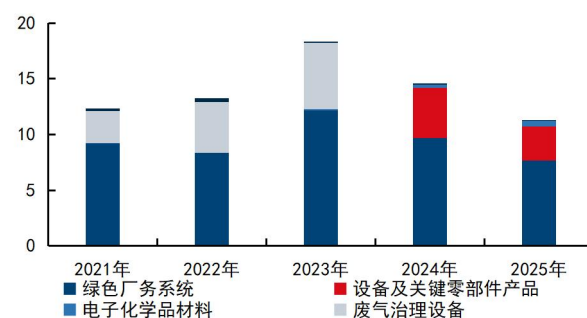
收入结构持续优化，聚焦泛半导体领域。从下游产业来看，公司主要覆盖集成电路、半导体显示和新能源三大领域。随着光伏制造领域资本支出增速放缓，泛半导体（集成电路、半导体显示）在公司业务结构中的占比持续提升，2025 年公司下游行业中泛半导体收入占比已达 97%。从产品结构来看，2025 年公司绿色厂务系统实现收入 7.7 亿元，占比 68%，设备及关键零部件产品收入 3.1 亿，占比 28%。

图6: 公司下游行业结构变化（单位：亿元）



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

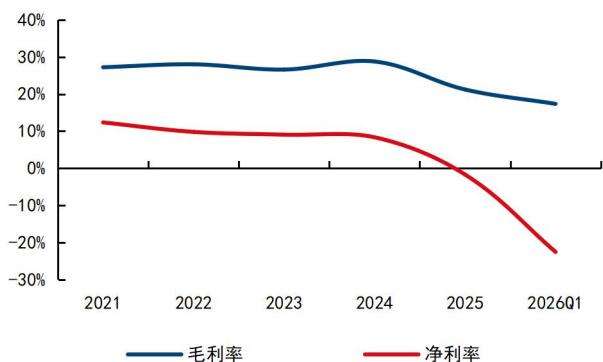
图7: 公司销售产品结构（单位：亿元）



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

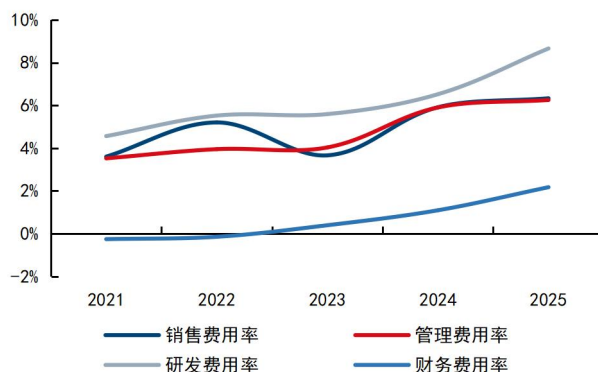
利润率承压，后续有望修复。2021-2024 年公司毛利率稳定在 26%-29% 区间，彼时下游泛半导体行业相对景气，公司营收稳定增长，产能利用相对饱满；同期净利率从 2021 年的 12.4% 下滑至 2024 年的 8.4%，主因公司开发新产品与开拓新客户，研发与销售费用上升。2025 年，由于下游需求承压，叠加新建关键设备及零部件产能投产，折旧支出显著增加，公司毛利率下滑至 21.2%，净利率下降至 -1.7%。随着 2026 年下游需求回升，新建产能逐步爬坡，公司毛利率与净利率将有望修复。

图8：公司毛利率和净利率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

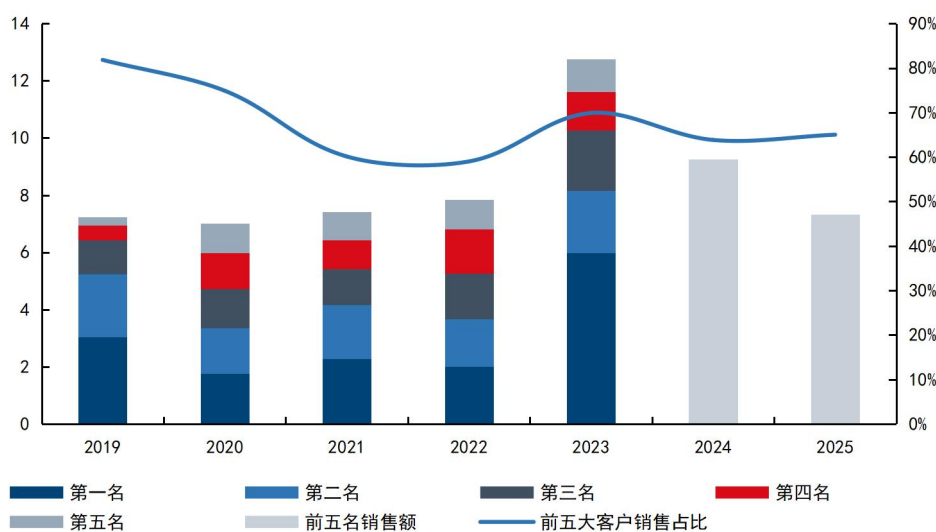
图9：公司各项费用率上升（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

客户集中于泛半导体头部厂商与龙头工程承包商。盛剑科技前五名客户销售占比维持 60-80% 区间。公司深耕泛半导体高壁垒赛道，下游行业本身产能高度集中于头部，供应商准入相对严苛，一旦进入短名单便形成较强粘性，因此“客户少、单体订单金额大”是半导体厂务产业链的共性特征。公司工程端客户以中电系、十一科技、益科德、汉唐集成等 EPC 总包和系统集成商为主，终端客户覆盖京东方、中芯国际、长江存储、华虹半导体等面板与集成电路龙头。

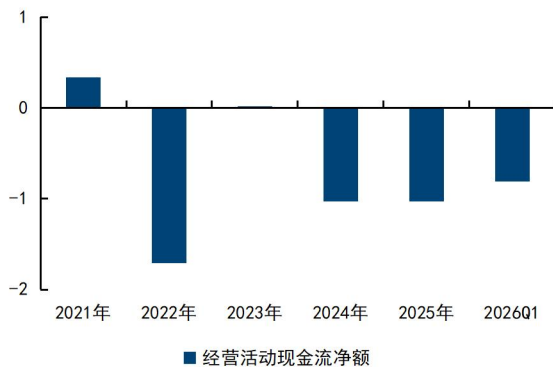
图10：公司主要客户结构稳定，客户集中度相对较高（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

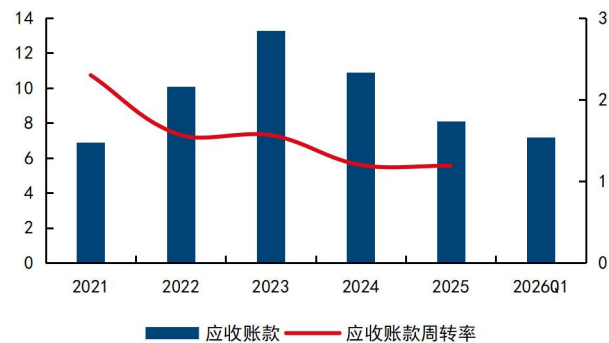
现金流持续净流出，后续有望改善。公司近五年经营活动现金流净流出较多，2025年全年经营活动现金流净流出1.03亿元。绿色厂务系统项目具有“合同金额大、工期长、按节点验收计款、尾款回收慢”的典型工程属性，公司的总承包客户为了降低其资金压力，通常在合同中约定背靠背结算条件，终端客户向总承包商付款不及时会相应导致公司的回款周期拉长。而半导体附属设备较绿色厂务系统业务更标准化、回款节奏更优，随着关键设备及核心零部件收入放量，公司整体收现周期有望显著改善。

图11：公司经营活动现金流净流出较多（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：公司应收账款余额及应收账款周转率变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股权激励目标彰显增长信心。公司于2026年6月23日完成2026年限制性股票激励计划的首次授予，向169名激励对象首次授予519.90万股限制性股票，授予价格16.53元/股。激励对象覆盖董事、高管、核心及骨干人员。按照激励考核目标，公司2026-2028年营业收入目标值分别为16.20/19.44/22.36亿元，对应三年目标营收增速为+44%/+21%/+15%，增长目标较高，彰显公司对于业绩改善、重回增长的信心。

表1：公司股权激励方案公司层面营业收入考核目标（单位：亿元）

解除限售期	考核年度	触发值	目标值
第一期	2026年	12.96	16.20
第二期	2027年	16.07	19.44
第三期	2028年	18.99	22.36

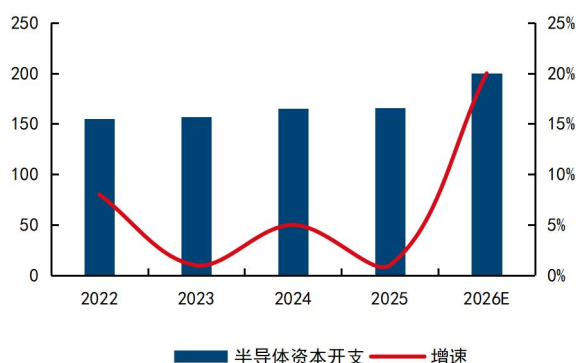
资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理

算力基建升温，高景气向厂务设备环节传导

厂务设备：算力基建浪潮中的下一个通胀环节

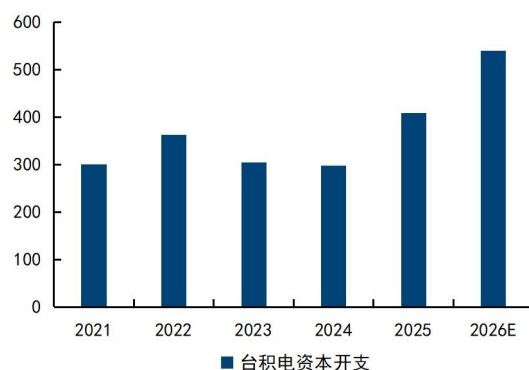
AI 算力驱动下，全球晶圆厂大幅扩产。2026 年全球半导体资本开支预计达到 2000 亿美元，同比+20%。2026 年 1 月，台积电计划 2026 年资本开支指引为 520 - 560 亿美元，其中约 70% - 80%用于先进制程晶圆厂建设及设备采购，并明确表示该轮投入建立在下游客户的实际需求之上，确认 AI 需求真实且健康。2026 年 3 月，韩国 SK 集团董事长崔泰源表示，由于 AI 驱动的需求持续超过供应，全球芯片晶圆短缺很可能持续到 2030 年。

图13: 全球半导体资本开支及增速（单位：十亿美元，%）



资料来源：Semiconductor Intelligence，国信证券经济研究所整理

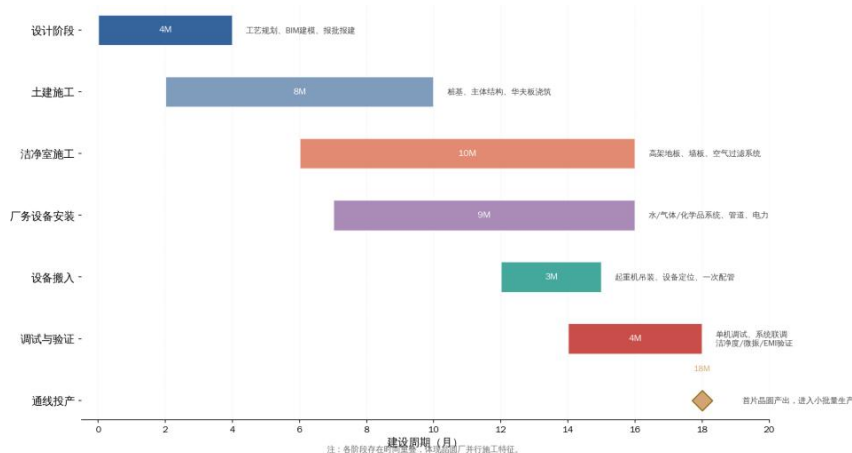
图14: 台积电资本开支变化（单位：亿美元）



资料来源：台积电公告，国信证券经济研究所整理

随着工程持续推进，通胀环节将由洁净室向厂务设备传导。面对爆发式增长的需求，供应链的脆弱性率先反映在工程建设端，半导体产能建设从 2025 年起开始出现严重的缺工问题。而晶圆厂的建设遵循“土建工程-洁净室工程-厂务设备安装-工艺设备搬入”的时序链条，通胀压力正沿这条链条依次传导。已有中国台湾地区厂务工程服务商反映，海外部分厂务设备产能已开始紧张，主要供应商正在酝酿涨价。

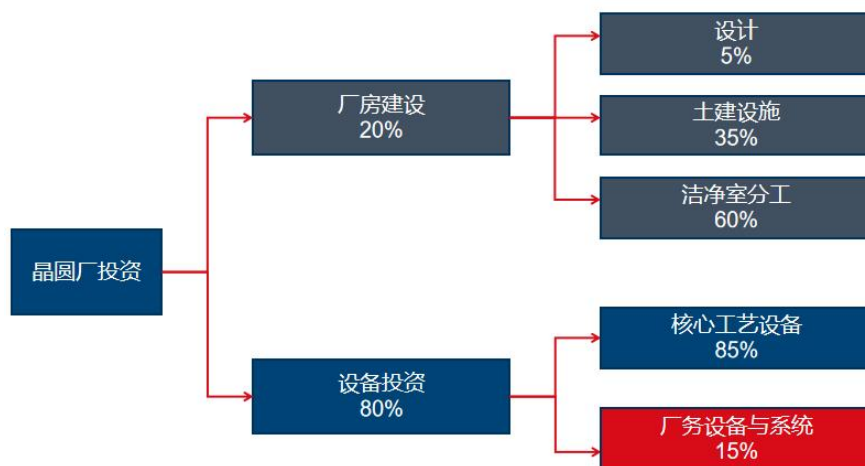
图15: 晶圆厂建设时序示意



资料来源：芯盟，国信证券经济研究所整理

厂务设备是半导体产线稳定生产的基础。半导体厂务设备（Facility Utility Equipment）不直接参与芯片微观结构的加工，但它们是整个无尘室运转的“生命支持系统”，包括空气净化与暖通系统（HVAC）、纯水与特气系统、化学品供应与回收系统、动力及电气系统、废液废气处理系统等。虽然厂务设备不对晶圆的几何结构或电性参数产生直接影响，但其作用同样至关重要，一旦厂务系统出现故障，往往会导致整条产线被迫停产。

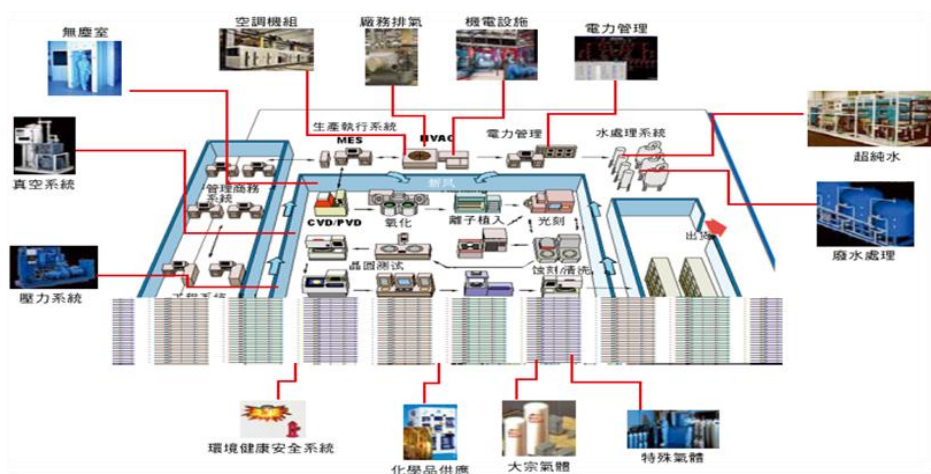
图16: 厂务设备与系统在半导体设备投资中约占 15%



资料来源：屹唐股份公告，中芯国际公告，SEMI，国信证券经济研究所整理

国产厂务设备在全球范围内具备相对优势，有望实现出海突破。与半导体核心工艺设备不同，厂务设备不涉及半导体核心生产工艺，出海阻力相对更低。且厂务设备的生产工艺复杂度低于核心半导体设备，国内产品与海外龙头的技术差距相对较小；当海外设备商受限于本土制造资源、零部件配套和人工成本时，国内企业在重资产制造、模块化预制和交付响应上更灵活，且产能储备更充足。

图17: 厂务设备分类示意图



资料来源：颖杰科技官网，国信证券经济研究所整理

海内外需求共振，全球半导体资本开支提速

中国新一轮半导体资本开支周期开启。经历 2023-2024 年的产能消化期后，中国主要晶圆代工厂的产能利用率在 2025 年普遍回升至满载甚至超载水平，头部代工厂不得不加速扩产以锁定战略客户。同时，存储供应短缺使得下游客户主动寻求替代供应来源，中国存储厂商的产品导入阻力大幅降低，长鑫存储、长江存储积极推进扩张计划。基于 SEMI 对半导体设备市场规模的预测，估算 2026 年中国（除港澳台地区）半导体总投资将达到 4165 亿元，同比+49%。

图18：长鑫存储 DRAM 产能快速扩张（单位：万片/月，%）

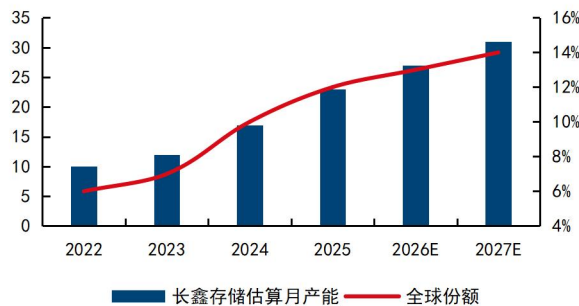
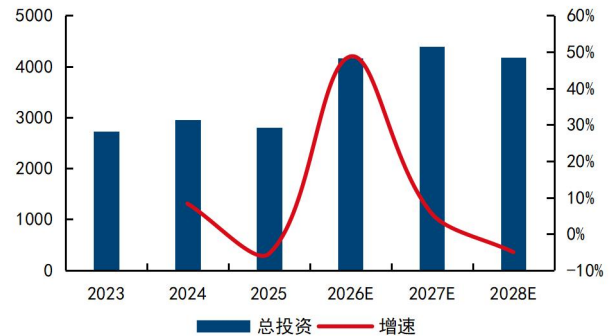


图19：中国（除港澳台地区）半导体投资及增速（单位：亿元，%）



资料来源：长鑫存储公告，TrendForce，国信证券经济研究所整理

资料来源：SEMI，国信证券经济研究所整理

东南亚半导体产业受益于全球产能重构，新增投资全面转向 AI 相关产能。受美国对华芯片技术封锁的影响，中国芯片供给风险抬升，全球半导体投资加速流向东南亚地区以寻求中国的产能替代。2026 年 1 月，美光宣布将在未来十年向新加坡追加 240 亿美元投资，计划内第一座 NAND 闪存工厂预计将于 2028 年下半年投产。世界先进在新加坡的首座晶圆厂将于 2026 年增产硅中介层，服务于台积电 CoWoS 先进封装技术，第二座晶圆厂已初步讨论和规划，全年资本开支的 85%将用于新加坡工厂扩产。2025 年起，东南亚半导体投资进入陡峭的上行通道，预计 2028 年东南亚半导体投资将突破 1000 亿人民币，2023-2028 年复合增长率约 17%。

表2：东南亚重大半导体投资项目落地节奏估算（单位：亿元人民币）

项目	开工时间	量产时间	总工期（年）	累计总投资	2023	2024	2025	2026	2027	2028
GlobalFoundries 新加坡扩产	2021 年 6 月	2023 年 9 月	2 年	280	196					
Intel 马来西亚封测厂	2022 年初	2026 年底	5 年	210	63			105		
美光马来西亚封测厂 Building 2	2022 年初	2023 年 10 月	2 年	70	28					
英飞凌马来西亚 Kulim 一期功率半导体厂	2022 年 7 月	2024 年 8 月	2 年	161	113					
TI 马来西亚封测厂	2023 年下半年	2025 年下半年	2 年	228	46	137	46			
UMC 新加坡 Fab12i P3	2024 年 5 月	2026 年三季度	2 年	350		210	140			
VSMC 新加坡 12 寸晶圆厂	2024 年 12 月	2027 年一季度	2 年	469			188	235	47	
美光新加坡 HBM 封装厂	2025 年 1 月	2027 年以后	2 年	490			147	245	98	
三星越南测试厂	2026 年初	2027 年底	2 年	105				42	63	
美光新加坡 NAND 厂	2026 年一季度	2028 年下半年	2.5 年	560				112	224	224
英飞凌马来西亚 Kulim 二期功率半导体厂	预计 2027 年	2029 年以后	2 年	508					254	254
GlobalFoundries 新加坡硅光子产线升级	2027 年初	2028 年底	2 年	95					57	38
UMC 新加坡 Fab12i P4	2027 年下半年	2029 年下半年	2 年	400					160	240
VSMC 新加坡 12 寸晶圆厂二期	2028 年初	2030 年上半年	2.5 年	500						200
其他/潜在项目	/	/	/	391	35	56	60	70	80	90
东南亚市场合计	/	/	/	2923	480	403	580	809	983	1046

资料来源：美光公告，VSMC 公告，联电公告，国信证券经济研究所整理

美国芯片产能加速建设，以响应旺盛的算力需求。美国云端训练与推理需求的持续高速增长，5/3nm 等尖端制程在 AI 加速芯片中的应用比例持续提升，2025 年四大 CSP 资本开支指引合计 3150 亿美元，其中 AI 相关投资占比超 60%。台积电、美光、英特尔等龙头厂商在美国亚利桑那州、德克萨斯州、俄亥俄州等区域规划了大型生产基地，这批项目预计将在 2026 年进入集中落地阶段，根据我们的测算，2026 年北美半导体投资将达到约合 2345 亿元人民币，同比+60%，2025-2028 年的复合增长率将达到约 45%。

图20: 台积电美国亚利桑那州规划产能情况

工厂代号	AZ P1	AZ P2	AZ P3	AZ P4	AZ P5	AZ P6	AZ AP1	AZ AP2	R&D
制程工艺	4nm	3nm/2nm	2nm/1.6nm	2nm/1.6nm	后续规划采用更先进制程， 具体时间依客户需求调整。		SolC&CoW	CoPoS	-
(预测)开工时间	2021年	2025年	2026年	-			2026年	2027年	-
(预测)量产时间	2024年	2027年	2030年	2030年			2029年	2030年	-
规划投资	120亿美元	280亿美元	250亿美元	1000亿美元					

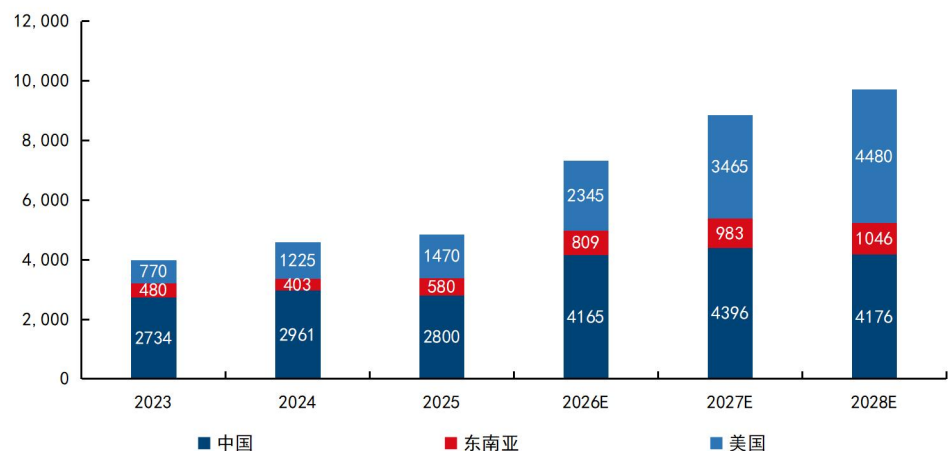
资料来源：台积电公告，国信证券经济研究所整理

表3: 美国半导体投资估算（单位：亿元人民币）

项目	累计投资	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
台积电亚利桑那项目	4200	350	630	490	770	910	1050
英特尔亚利桑那、俄亥俄、新墨西哥项目	3150	280	280	525	525	770	770
三星德克萨斯州泰勒项目	1680	140	175	280	280	385	420
美光爱达荷州、纽约州项目	1785		140	175	350	490	630
TaraFab 得克萨斯州项目	2940				420	910	1610
合计	13755	770	1225	1470	2345	3465	4480

资料来源：台积电公告，英特尔公告，美光公告，国信证券经济研究所整理

图21: 中国、东南亚、美国半导体投资测算（单位：亿元人民币）



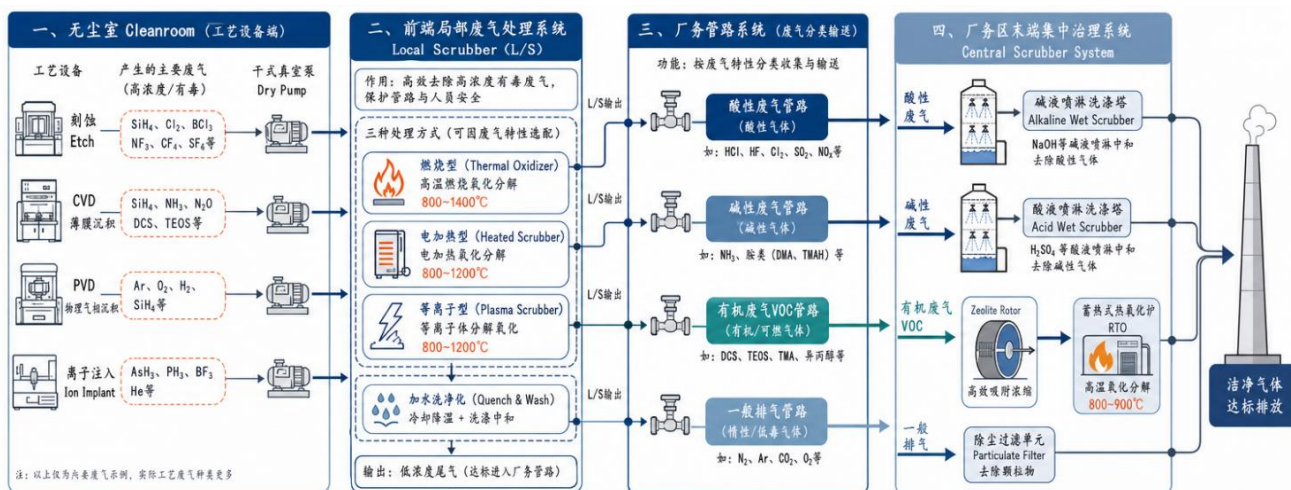
资料来源：SEMI，国信证券经济研究所整理

半导体末端废气处理龙头，出海空间广阔

末端废气处理是半导体建厂刚需，受益于下游产能快速扩张

废气处理是半导体生产的刚需环节。半导体晶圆制造是一个工序复杂的超精密制造过程，在刻蚀（Etch）、化学气相沉积（CVD）、物理气相沉积（PVD）、离子注入（Implant）等关键制程环节中，会大量使用并产生含氟、氯、砷等有毒有害、易燃易爆、强腐蚀性的特种气体。这些工艺废气若未经有效处理直接排入厂务管路，轻则腐蚀管道、堵塞排气系统导致停机，重则引发泄漏、爆炸等安全事故，直接影响正常生产和晶圆良率。现代晶圆厂普遍采用“前端预处理+末端集中治理”的两级废气处理体系，前端由 Local Scrubber（L/S）负责，末端由 Central Scrubber 系统负责。

图22：晶圆厂废气处理体系示意图



资料来源：盛剑科技公告，京仪装备公告，国信证券经济研究所整理

半导体环保投资在总投资中占比约 2.3%。末端废气处理装置将半导体生产中产生的 VOCs、酸性气体、PFC、NF₃、SF₆ 等有害废气进行无害化处理后排入大气，属于环保装置。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%，如果筛选 100 亿元以上大型项目，环保投资的区间约 1.8%~4.6%，均值约 2.3%。随着芯片工艺步骤倍增，各类工艺气体用量持续增长，废气处理需求仍在持续增长，环保投资在总投资中的占比预计将保持稳定。

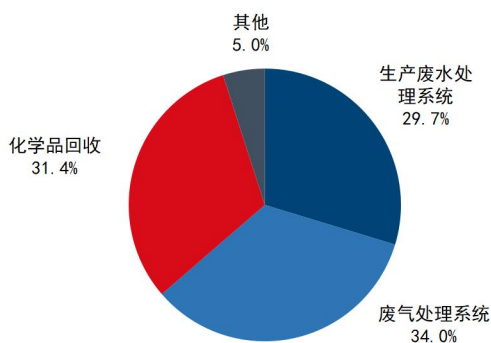
表4：大型半导体工程环保投资案例

企业	总投资(亿元)	环保投资(亿元)	环保投资占比
A	115	5.26	4.6%
B	462	8.27	1.8%
C	114	3.62	3.2%
D	502	9.81	2.0%
合计	1193	26.96	2.3%

资料来源：《电子工业污染物排放标准》编制说明（2008 年、2018 年版），国信证券经济研究所整理

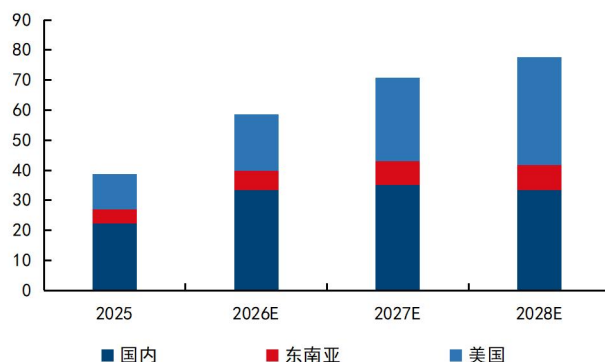
半导体末端废气处理投资约占总投资的 0.8%。未来几年根据《电子工业污染物排放标准（征求意见稿）》编制说明，某显示器件企业环保投资中废气处理系统占比约 34%。假设半导体与显示器件的环保投资结构相似，则废气处理系统占半导体项目总投资的比例约为 $2.3\% \times 34\% \approx 0.8\%$ 。据此测算，2025 年中国、东南亚、美国三个市场的半导体废气处理系统市场规模合计约 38.8 亿元，预计 2028 年增长至 77.6 亿元，2025-2028 年 CAGR 约为 26%。

图23：某显示器件企业环保投资组成表（单位：%）



资料来源：《电子工业污染物排放标准》编制说明（2018 年），国信证券经济研究所整理

图24：半导体末端工艺废气处理装置市场规模（单位：亿元）



资料来源：SEMI，《电子工业污染物排放标准》编制说明（2018 年），国信证券经济研究所测算

特种风管在末端废气处理装置中价值量占比约 40%。半导体末端废气处理装置的价值量可以分为三部分：核心处理设备（沸石转轮、洗涤塔、焚烧炉等），约占总价值量的 35-45%，技术壁垒最高；特种工艺风管约占 35-45%，半导体项目对特种风管的消耗量极大，特种特氟龙风管每平方米单价高达 1200-4500 元，是普通风管的 10 倍以上；现场吊装焊接约占 15-25%，技术门槛相对较低，主要考验供应商的在地化服务能力。

表5：末端废气处理设备价值量分布

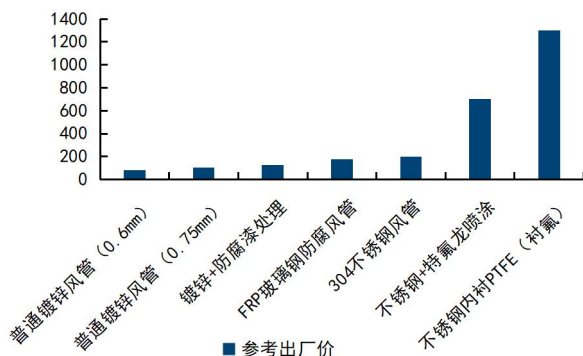
价值量环节	具体范围	价值量占比
核心设备及关键组件	大型中央洗涤塔、沸石浓缩转轮、RTO 焚烧炉、排风机、控制系统	35%-45%
特种风管及配件	特氟龙不锈钢风管、防腐风阀、异型特种风管	35%-45%
安装工程与现场劳务	现场特种焊接、高空管道吊装、检测与系统调试	15%-25%

资料来源：盛剑科技招股书、仕净科技招股书，国信证券经济研究所整理

高端产能稀缺，海外扩产空间有限

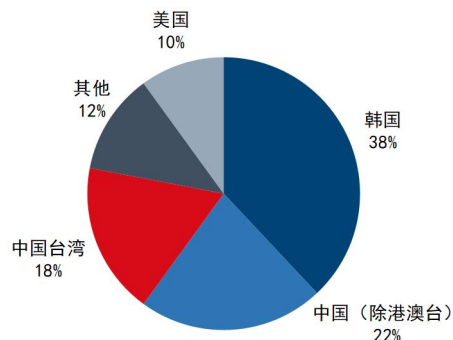
全球范围内通过高端认证的风管厂商数量稀少。全球特种工艺风管厂商的竞争格局与半导体产能分布高度匹配，主要集中在韩国、中国和中国台湾地区。生产风管的厂商众多，但高端产能集中度较高，全球通过最权威的 FM4922 认证的风管生产商仅约 50 家，其中同时拥有 ETFE（乙烯-四氟乙烯共聚物）与 ECTFE（乙烯-三氟氯乙烯共聚物）内衬涂层双重认证的企业估算不足十家。当前，随着东南亚及美国半导体新建产能需求集中释放，这些新建项目亟需产品性能经过验证、产能规模充足、能够快速响应的成熟供应商提供支持。

图25: 高端涂层风管单价是普通风管的数倍（单位：元/m²）



资料来源：优鹏通风官网，杰灿通风官网，国信证券经济研究所整理

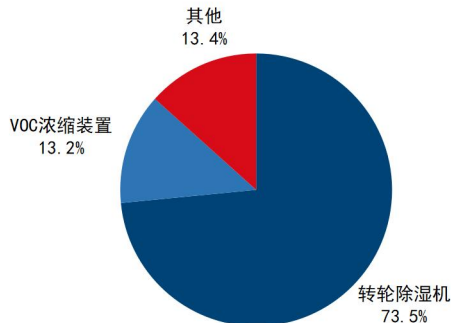
图26: FM4922 特种风管认证企业国别分布（单位：%）



资料来源：FM Approval，国信证券经济研究所整理

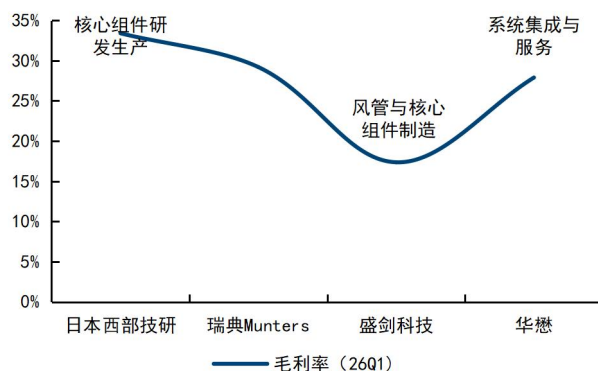
海外龙头厂商聚焦“微笑曲线”两端的高附加值业务，制造端扩产意愿不强。在半导体废气治理领域，欧日设备商如 Munters、西部技研等，专注转轮和焚烧设备等高附加值核心单元的研发生产，而韩台厂商，如华懋、杰智环境等践行“轻资产集成路线”，代理核心设备后聚焦系统集成与在地化运维。特种风管具有人力密集、大体积、重物流的特点，附加值相对较低，通常不在海外龙头厂商的扩张战略之内。

图27: 日本西部技研 26Q1 收入结构（单位：%）



资料来源：西部技研公告，国信证券经济研究所整理

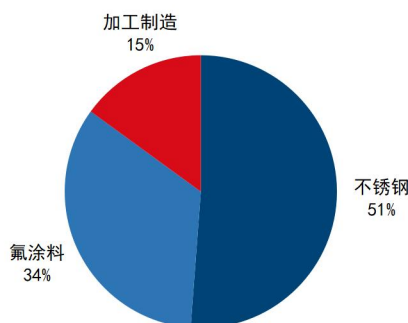
图28: 制造环节附加值相对较低（单位：%）



资料来源：西部技研公告，Munters 公告，盛剑科技公告，华懋公告，国信证券经济研究所整理

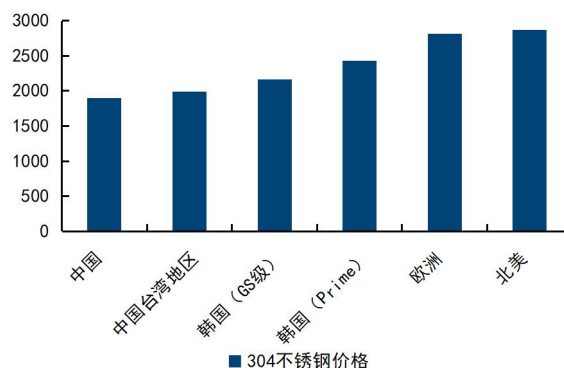
原材料成本与环保政策的制约下，台韩风管厂商竞争力相对下降。不锈钢占特种风管材料成本的一半以上，而中国作为全球最大的不锈钢生产国，其不锈钢成本较韩国低 15%至 25%，较欧美低 30%至 40%。环保政策方面，风管制造涉及酸洗、喷涂等高污染环节，2026 年台韩全面收紧对含特氟龙涂料的管制，本土风管喷涂合规成本大幅上升。较高的原材料成本和环保成本导致韩台厂商客观上无扩产能力，主观上无扩产意愿，面对新建晶圆厂的特种风管缺口，EPC 承包商或系统集成商不得不打破本地采购的惯例，集中向中国特种风管厂商采购。

图29: FM4922 特种风管认证企业国别分布 (单位: %)



资料来源: 盛剑科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图30: 中国不锈钢材料成本优势明显 (单位: 美元/吨)



资料来源: Okon Recycling, 国信证券经济研究所整理

盛剑科技: 认证过关, 产能充足, 有望充分受益下游需求释放

公司是半导体废气治理龙头, 特种风管产品拥有 FM 双认证。盛剑科技是国内唯一一家专注于泛半导体废气治理的上市公司, 其 ETFE 与 ECTFE 涂层风管均已获得 FM4922 认证。公司以 FM 认证特种涂层风管的规模化产能为根基, 自研转轮、焚烧炉等核心装备, 形成“自主设备+规模制造+属地服务”的全链条优势, 未来有望在海外市场以风管加工作为突破口, 导入半导体整厂废气处理一体化系统解决方案。

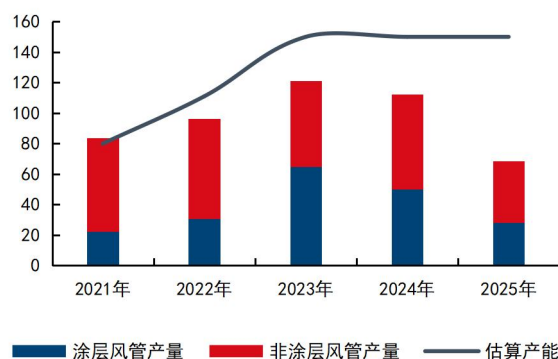
公司特种风管产能储备充足。公司绿色厂务系统业务收入于 2023 年达到阶段性高点 12.2 亿元。2024-2025 年, 受国内半导体建厂节奏放缓影响, 该业务收入连续两年下滑, 产量明显收缩, 毛利率承压回落。展望 2026 年, 随着国内半导体建厂需求显著回暖叠加东南亚厂务设备产能缺口出现, 公司特种风管有较大的增产空间。

图31: 公司绿色厂务业务的收入与毛利率 (单位: 亿元, %)



资料来源: 盛剑科技公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 公司特种风管产量与产能 (单位: 万平方米)



资料来源: 盛剑科技公告, 国信证券经济研究所整理

厂务设备供不应求，公司产品加速迭代验证

芯片工艺持续迭代，厂务设备需求大幅增长

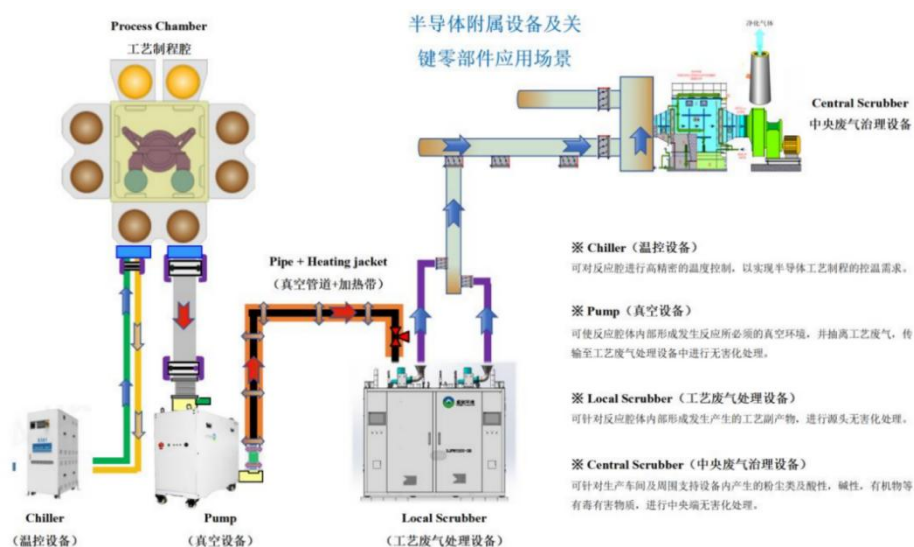
真空设备（Pump）：用于获取和维持真空环境。真空设备（真空泵，Pump）通过多级转子结构，对气体进行反复压缩，从而将工艺腔室内的气压从常压抽至所需的真空状态。集成电路制造高度依赖真空条件，从薄膜沉积（CVD、PVD、ALD）、刻蚀、离子注入到光刻、拉晶、炉管氧化等环节，15 个主要工艺步骤中有 11 个需要使用真空泵，几乎每一台反应腔体（Chamber）都需要配套一台或多台真空泵。

工艺废气处理设备（Local Scrubber）：用于工艺废气无害化处理。半导体工艺机台经由真空泵排出的废气包含未反应的工艺气体、反应副产物、颗粒物及泵油蒸汽等混合物，需经处理后方可排放至末端废气处理系统。半导体工艺废气经真空泵自反应腔抽出后进入工艺废气处理设备（Local Scrubber，L/S）反应腔体，在高温环境下发生氧化分解反应，将有毒有害成分转化为稳定化合物或水溶性物质，最终以安全形态导入末端废气处理系统（Central Scrubber）进行最终处理。

温控设备：用于控制工艺机台恒温。半导体温控设备（Chiller）是半导体晶圆制造中的关键微环境控温系统。其核心工作原理可理解为工艺机台的液冷系统，通过内部的压缩机机械制冷循环，与半导体工艺设备进行高频热交换。其核心用途是为了彻底消除工艺过程中因发热导致的温度波动，防止晶圆因热胀冷缩变形或化学反应速率不均，从而确保纳米级电路刻蚀的线宽均匀性、薄膜沉积的厚度一致性以及光刻曝光的极高对准良率。

薄膜沉积和刻蚀工艺对以上三类设备需求最大。在半导体晶圆厂的附属动力层（Sub-Fab）中，真空泵（Pump）、工艺废气处理设备（Scrubber）、温控设备（Chiller）连接的工艺机台高度重合，只要一个工艺腔室（Chamber）涉及“高真空”、“高功率反应/等离子发热”和“有毒危险气体”，这三个设备就会同时出现，形成标准的“1 对 1 对 1”或“1 对多”的紧密配套关系。其中，刻蚀（Etch）和薄膜沉积（CVD/ALD）机台对这三类设备需求最大。

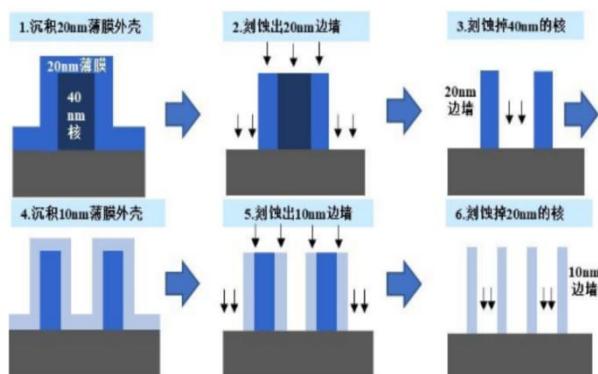
图33：盛剑科技半导体设备产品的协同关系



资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理

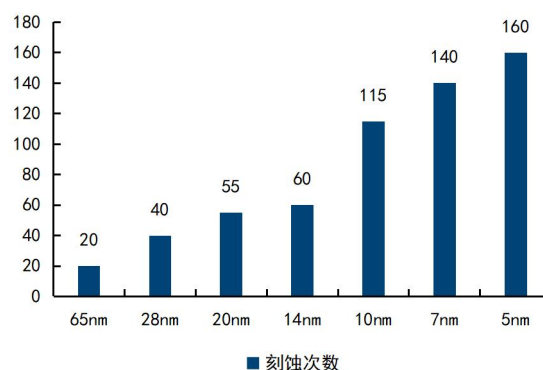
先进制程工艺的沉积和刻蚀次数大幅增加。随着芯片制程的工艺节点逐步逼近物理极限，芯片制造行业广泛引入多重模板技术，其本质是“用非光刻步骤替代光刻分辨率”，通过高频次重复的薄膜沉积与干法刻蚀闭环循环来拼凑更小分辨率的图形，推动芯片制造过程中薄膜沉积和刻蚀工艺次数显著增长。

图34：10 纳米多重模板工艺原理，涉及多次沉积刻蚀工艺



资料来源：中微公司招股书，国信证券经济研究所整理

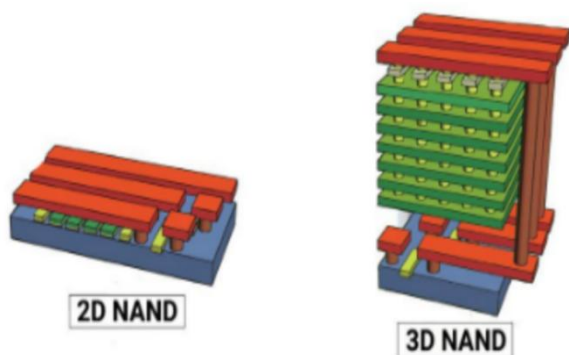
图35：随着芯片技术节点进步，刻蚀次数大幅增加（单位：次）



资料来源：SEMI，国信证券经济研究所整理

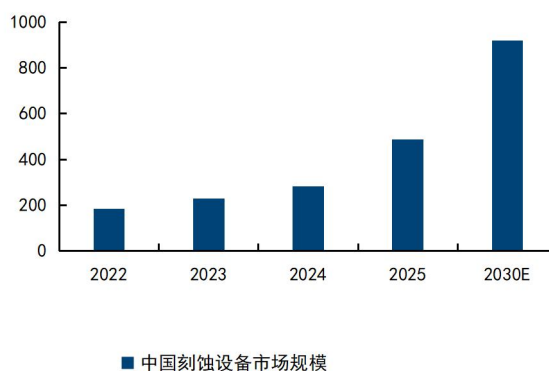
先进存储技术迭代产生大量沉积和刻蚀需求。先进存储的工艺路线可概括为“靠纵向堆叠换取密度”，从 2D NAND 到 3D NAND 的工艺难点从光刻逐步转向沉积和刻蚀工艺。3D NAND 的堆叠层数越高，刻蚀的难度和所需的机台数量便呈指数级上升，根据东京电子测算，从 2D NAND 到 3D NAND 工艺，薄膜沉积设备在资本开支的占比从 18%升至 26%以上。3D DRAM 同样涉及大规模的介质层叠和高深宽比深孔刻蚀，也将对沉积和刻蚀产生大量需求。

图36：2D NAND 及 3D NAND 示意图



资料来源：中微公司招股书，国信证券经济研究所整理

图37：中国刻蚀机市场规模（单位：亿元人民币）



资料来源：融资中国，国信证券经济研究所整理

先进制程工艺推动真空泵需求持续提升。以月产 6 万片的 12 英寸晶圆厂为例，其产线需配置约 3500 台干式真空泵。同时，先进存储的层数演进及高深宽比刻蚀对真空稳定性的高要求，也进一步提升了真空泵的配置密度与单机价值量。根据 SEMI 对全球晶圆月产能的预测，2025 年中国（除港澳台地区）/东南亚/美国半导体真空泵市场规模分别为 72/19/37 亿元，中国市场用量最大，美国市场由于新建产能以先进制程为主，单机售价更高，预计将成为全球最大的真空泵市场。

表6: 半导体真空泵市场规模预测

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
中国(除港澳台地区)	晶圆月产能(12寸万片/月)	396	449	484	524	564
	新增产能(12寸万片/月)	58	53	36	40	40
	真空泵存量替换(台)	23733	26933	31489	36711	42333
	真空泵新建需求(台)	34667	32000	23111	28000	30000
	真空泵单台售价(万元)	12	12	13	15	16
	市场规模(亿元人民币)	70	71	72	94	116
东南亚	晶圆月产能(12寸万片/月)	69	75	81	87	94
	新增产能(12寸万片/月)	7	6	6	6	7
	真空泵存量替换(台)	4116	4493	5233	6086	7075
	真空泵新建需求(台)	4061	3773	3371	3864	4433
	真空泵单台售价(万元)	20	20	22	24	27
	市场规模(亿元人民币)	16	17	19	24	31
美国	晶圆月产能(12寸万片/月)	126	135	161	191	226
	新增产能(12寸万片/月)	1	9	26	30	35
	真空泵存量替换(台)	7560	8088	10466	13390	16980
	真空泵新建需求(台)	613	5280	15728	18162	21074
	真空泵单台售价(万元)	28	28	31	34	37
	市场规模(亿元人民币)	23	37	81	107	142
合计市场规模(亿元人民币)		109	125	172	225	288

资料来源: SEMI, Knomet Research, IC Insights, 国信证券经济研究所整理

工艺废气复杂性提升, L/S 设备用量增加。以月产 6 万片的 12 英寸晶圆厂为例, 其产线约需配置 700 台 L/S 设备。在成熟制程中, L/S 与真空泵的配置比例约为 1:5, 部分低害工艺环节可共享 L/S 或直通中央处理系统。然而在先进制程中, 高浓度含氟气体、自燃性硅烷等危险废气必须于源头逐台处理, 以避免在管路中结晶沉积造成堵塞、真空泵故障乃至设备停机。因此, 先进产线中 L/S 与真空泵的配比预计由当前的 1:5 逐步提升到 1:4 及 1:3, 在部分要求严苛的环节提升至 1:1, 单厂 L/S 需求量将大幅增加, 带动市场空间呈现快速增长。

表7: 半导体工艺废气处理设备(Local Scrubber)市场规模预测

		2024	2025E	2026E	2027E	2028E
中国(除港澳台地区)	真空泵销售量(台)	58400	58933	54600	64711	72333
	真空泵与 L/S 配比	5	4.6	4.2	3.8	3.4
	L/S 数量(台)	11680	12812	13000	17029	21275
	L/S 单台平均售价	22	23	26	30	35
	L/S 市场规模	26	29	34	51	74
东南亚	真空泵销售量(台)	8177	8267	8604	9950	11509
	真空泵与 L/S 配比	5	4.6	4.2	3.8	3.4
	L/S 数量(台)	1635	1797	2048	2618	3385
	L/S 单台平均售价	25	28	31	34	37
	L/S 市场规模	4	5	6	9	13
美国	真空泵销售量(台)	8173	13368	26194	31551	38054
	真空泵与 L/S 配比	4.4	4	3.6	3.2	2.8
	L/S 数量(台)	1858	3342	7276	9860	13591

L/S 单台平均售价	30	33	36	40	43
L/S 市场规模	6	11	26	39	59
合计市场规模（亿元人民币）	35	45	66	99	146

资料来源：SEMI, Knometa Research, IC Insights, 国信证券经济研究所整理

温控设备单台均价将持续提升。假设一座 12 英寸晶圆厂每万片月产能大约需要 100 至 200 台温控设备，先进制程由于更多的高功率刻蚀与沉积步骤，往往趋向于区间上沿。随着先进制程对 Sub-Fab 空间利用率的极致追求，传统“一个温区配一台单体 Chiller”的架构正加速被“多通道 Chiller”所替代，即通过将多个独立的制冷回路集成在同一台机组内，使得名义上的设备台数明显减少，但单台设备的价值量因集成度提高大幅上升。

表8: 半导体温控设备（Chiller）市场规模预测

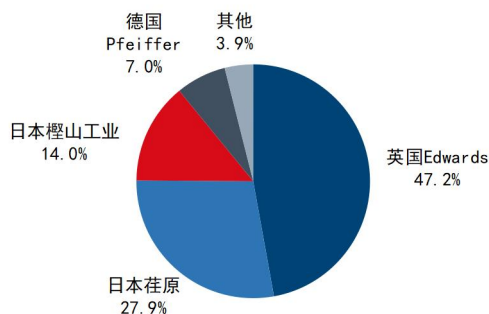
		2024	2025E	2026E	2027E	2028E
中国（除港澳台地区）	晶圆月产能（12 寸万片/月）	396	449	484	524	564
	新增产能（12 寸万片/月）	58	53	36	40	40
	每万片月产能需求量（台）	130	130	125	120	115
	温控设备存量替换（台）	5142	5836	6056	6293	6491
	温控设备新建需求（台）	7511	6933	4444	4800	4600
	温控设备单台售价（万元）	29	29	33	40	45
	市场规模（亿元人民币）	37	37	35	44	50
	合计市场规模（亿元人民币）	79	88	108	139	164
东南亚	晶圆月产能（12 寸万片/月）	69	75	81	87	94
	新增产能（12 寸万片/月）	69	75	81	87	94
	每万片月产能需求量（台）	130	130	125	120	115
	温控设备存量替换（台）	892	974	1006	1043	1085
	温控设备新建需求（台）	8918	9736	10063	10434	10849
	温控设备单台售价（万元）	32	32	36	44	50
	市场规模（亿元人民币）	31	34	40	50	59
	合计市场规模（亿元人民币）	79	88	108	139	164
美国	晶圆月产能（12 寸万片/月）	126	135	161	191	226
	新增产能（12 寸万片/月）	1	9	26	30	35
	每万片月产能需求量（台）	180	170	160	150	140
	温控设备存量替换（台）	2268	2292	2576	2869	3170
	温控设备新建需求（台）	184	1496	4194	4540	4917
	温控设备单台售价（万元）	44	44	50	60	68
	市场规模（亿元人民币）	11	16	34	44	55
	合计市场规模（亿元人民币）	79	88	108	139	164

资料来源：SEMI, Knometa Research, IC Insights, 国信证券经济研究所整理

真空设备出现供给缺口，L/S 和温控设备国产替代快速推进

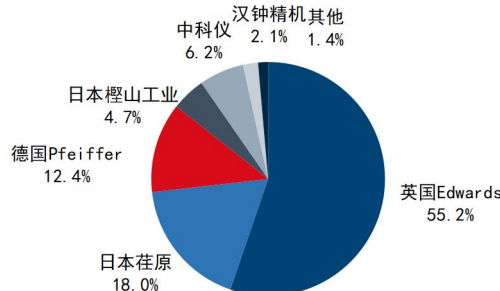
半导体真空泵被海外巨头垄断，国产化率不足 10%。全球半导体真空泵市场呈现寡头垄断格局，绝大部分市场份额被欧洲和日本老牌巨头把控，英国 Edwards、日本荏原、日本榎山工业三家欧日厂商合计占据近 90% 的全球份额，其中 Edwards 份额达到 47%。中国市场的竞争态势与全球市场相似，半导体真空泵国产化率不足 10%，仅中科仪、汉钟精机等厂商的国产真空泵实现少量突破。

图38: 全球半导体真空泵竞争格局（单位：%）



资料来源：Atlas Copco 公告，荏原告告，榎山工业公告，Pfeiffer 公告，国信证券经济研究所整理

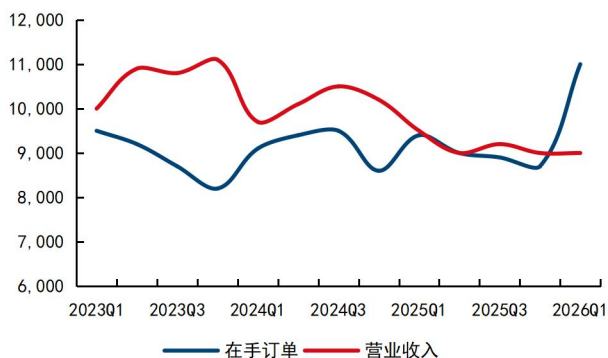
图39: 国内半导体真空泵竞争格局（单位：%）



资料来源：Atlas Copco 公告，荏原告告，榎山工业公告，Pfeiffer 公告，中科仪公告，汉钟精机公告，国信证券经济研究所整理

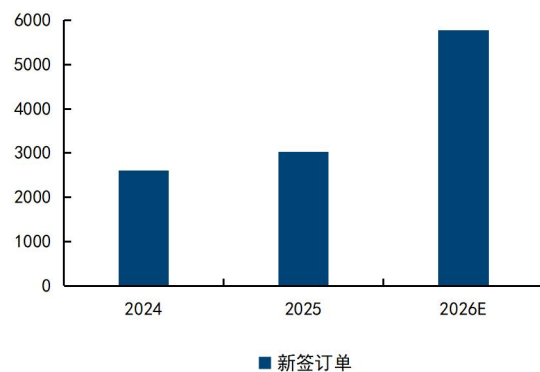
海外真空泵厂商产能紧张，交期大幅拉长。半导体真空泵属于高精密机械装备，核心部件如高速转子、多级罗茨叶片等对加工设备精度、工艺积累和熟练技工要求极高，决定了其产能无法像电子元器件那样通过简单增加产线快速扩张。海外真空泵巨头受限于产能瓶颈，被迫优先保障配套 EUV 光刻、高端逻辑芯片及先进封装等先进工艺的高溢价产品，中低端通用型及特定成熟制程用真空泵的交期由 7-8 个月拉长至一年以上，为国产真空泵厂商打开了宝贵的替代窗口。

图40: Edwards 母公司 Atlas Copco 真空泵业务在手订单陡增（单位：百万瑞典克朗）



资料来源：Atlas Copco 公告，国信证券经济研究所整理

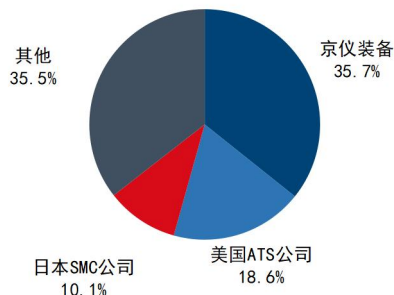
图41: 日本荏原制造所精密电子行业新签订单金额快速增长（单位：亿日元）



资料来源：荏原告告，国信证券经济研究所整理

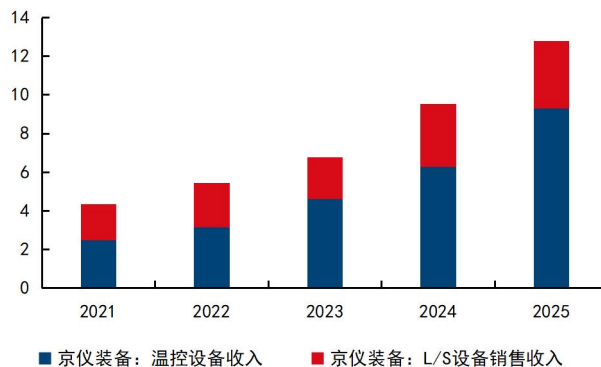
国产 Local Scrubber 设备和温控设备在成熟制程产线已基本实现高比例替代。在常规的酸碱、非苛刻薄膜沉积工艺中，国产电加热/燃气洗涤型 Scrubber 的技术成熟度已能够比肩海外，在新建 12 寸成熟制程晶圆厂中的设备国产化率已达到 60%-80%。国产温控设备在稳定性、降温斜率等核心指标上已基本追平海外一线品牌，成熟产线采购国产温控设备已成主流趋势，国产温控龙头京仪装备国内市占率已升至约 30%。

图42: 2022 年国内半导体温控设备竞争格局（单位：%）



资料来源：京仪装备公告，国信证券经济研究所整理

图43: 京仪装备分产品销售收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盛剑科技：产品性能对标国际一线，客户验证加速推进

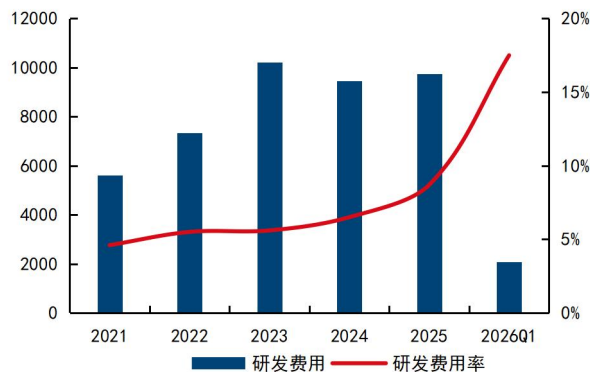
公司产品性能对标国际一线，紧跟行业趋势不断迭代。公司的工艺废气处理设备、真空设备及温控设备性能均实现与行业主流产品的接近，对标国际一线标准，多款设备已通过 SEMI 等行业认证，并持续加大技术研发和工艺提升力度。公司的工艺装备在关键指标、功能适应性和合规认证等方面已实现自主可控，并紧跟行业趋势开展持续研发改进，提升产品与国际主流品牌的对标能力和市场竞争力。公司 2023 年起保持研发投入力度，研发费用率持续提升，2025 年公司研发费用支出 0.97 亿元，研发费用率达到 8.7%。

图44: 盛剑科技真空泵与行业主流产品关键指标对比

项目	中科仪 SGH系列产品	爱德华公司 Edwards iXM 系列产品	荏原机械 Ebara EV系列产品	盛剑科技
抽速 (m³/h)	1,800	1,720	600-6,600	1,800
极限真空压力 (Pa)	0.5	0.3	0.5	0.3
极限真空功率 (kW)	>4.0	2.3	1.8	1.6

资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理

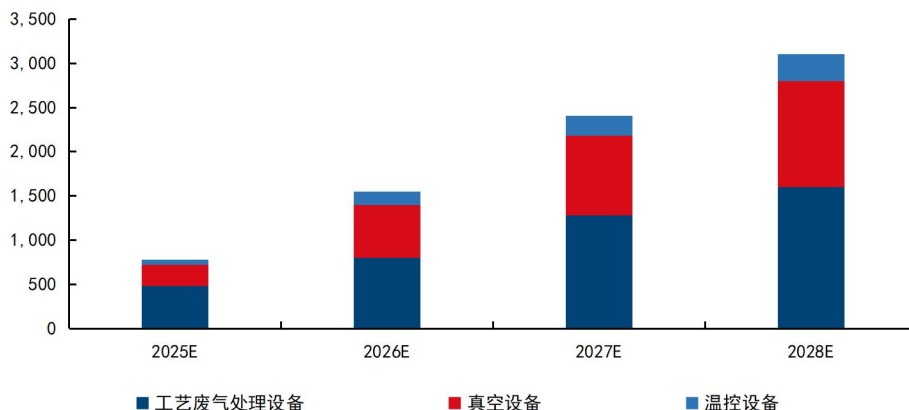
图45: 公司保持高水平研发投入（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司半导体设备新产能已投产，当前产能充足。2025 年 3 月，公司位于上海嘉定的“国产半导体制程附属设备及关键零部件项目（一期）”正式投产，聚焦工艺废气处理设备、真空设备、温控设备三大品类。根据公司估算，预计新项目满产后可年产工艺废气处理设备 1600 台，真空设备 1200 台，温控设备 300 台，为后续批量交付提供充足的产能保障。

图46: 公司国产半导体制程附属设备及关键零部件项目（一期）产能预估（单位：台）

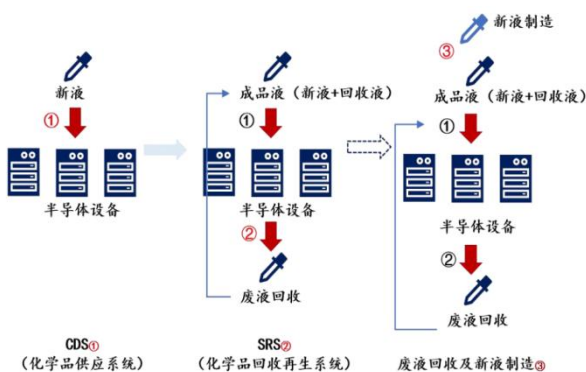


资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理

客户验证加速推进，订单有望逐步兑现。公司核心产品已进入头部客户产线验证与客户端技术验证阶段，具备订单放量的必要条件。根据公司公告，公司 L/S 新机型已在国际知名半导体客户的刻蚀（ETCH）制程测试；多级爪式真空泵在半导体显示头部客户产线测试；多级罗茨真空设备已送国际知名半导体客户验证；温控设备部分型号在头部显示客户产线测试，显示客户侧验证范围从材料去除到真空/热控关键辅助工艺环节全面覆盖。

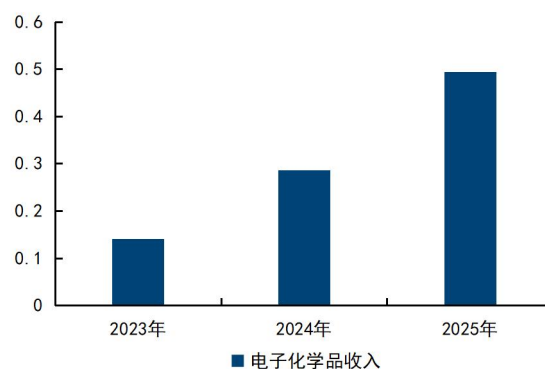
电子化学品业务有望形成新增长点。公司电子化学品业务聚焦于剥离液、蚀刻液、清洗液等产品，已形成“新液制造+废液再生”的闭环模式，2025 年实现收入 4949 万元，同比+72.28%。2025 年，公司光刻胶显影液（TMAH）回收技术在客户端测试验证成功，蚀刻液回收技术研发完成；在 2025 国际显示技术创新大奖评选中，新型显示用铜膜层及阻隔层蚀刻液获“显示材料创新银奖”。

图47: 公司电子化学品业务示意



资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理

图48: 公司电子化学品收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测：未来三年净利润 0.7/2.0/3.6 亿元

末端废气处理收入快速增长，海外份额有望快速提升。受益于半导体产能扩张持续提速，2025 年中国、东南亚及美国三大市场的末端废气处理系统市场规模合计约 38.8 亿元，预计到 2028 年将增长至 77.6 亿元，对应复合年增长率约 26%。与此同时，海外市场供需关系趋于紧张，韩国与中国台湾地区的同业厂商缺乏增产意愿及扩产能力，公司海外市场份额有望快速提升。公司末端废气业务的收入分别确认于两个科目中，若以系统集成方式销售则计入绿色厂务系统收入，若单独销售则计入设备及关键零部件业务收入。我们假设国内销售以系统集成为主，海外销售以单独销售为主，预测 2026-2028 年公司绿色厂务系统收入 11.55/12.66/12.25 亿元，工艺排气管道收入 3.53/4.94/7.37 亿元。

表9：盛剑科技绿色厂务系统与工艺排气管道收入预测（单位：亿元人民币）

	2025	2026E	2027E	2028E
半导体新建投资				
国内	2800	4165	4396	4176.2
东南亚	580	809	983	1046
美国	1470	2345	3465	4480
末端废气治理系统（占比 0.8%）				
国内	22.4	33.3	35.2	33.4
东南亚	4.6	6.5	7.9	8.4
美国	11.8	18.8	27.7	35.8
合计	38.8	58.5	70.8	77.6
盛剑科技市场份额				
国内	43%	43%	43%	43%
东南亚	0	10%	30%	40%
美国	0	0	0%	5%
盛剑科技收入				
国内	9.7	14.4	15.2	14.5
东南亚	0.0	0.6	2.4	3.3
美国	0.0	0.0	0.0	1.8
收入合计	9.7	15.1	17.6	19.6
其中：绿色厂务系统	7.65	11.55	12.66	12.25
其中：设备及关键零部件	2.06	3.53	4.94	7.37
-工艺排气管道				

资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理及预测

厂务设备收入预计将进入快速增长期。工艺废气处理设备是公司当前最成熟的厂务设备产品，未来三年随着产能爬坡，预测销量由 2025 年的 350 台增至 2028 年的 1200 台，由于晶圆厂 Sub-Fab 层空间越来越紧缺，集成度更高的双腔废气处理设备需求增长更快，推动单设备均价从 30 万元升至 39 万元，对应工艺废气处理设备 2028 年销售收入 4.66 亿元，三年收入复合增长率为 65%；真空设备 2025 年产能建设完成进入客户验证阶段，预计 2026 年开始批量销售，预测 2028 年销售 1140 台，对应销售收入 0.98 亿元；温控设备同样 2026 年起贡献收入，而后销售规模持续增长，预测 2028 年销售 270 台，对应销售收入 0.42 亿元。预测 2026-2028 年工艺废气处理/真空设备/温控设备合计收入为 2.62/4.06/6.06 亿元，同比 +154%/+55%/+49%。

表10: 盛剑科技厂务设备（不含工艺排气管道）收入预测

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
工艺废气处理设备	产能（台）	445	480	800	1280	1600
	销量（台）	432	350	500	800	1200
	单价（万元）	-	-	40	38	39
	销售收入（亿元）	-	-	2.02	3.05	4.66
真空设备	产能（台）	0	240	600	900	1200
	销量（台）	0	0	480	765	1140
	单价（万元）	-	-	8	9	9
	销售收入（亿元）	-	-	0.37	0.68	0.98
温控设备	产能（台）	0	60	150	225	300
	销量（台）	0	0	135	203	270
	单价（万元）	-	-	17	16	16
	销售收入（亿元）	-	-	0.22	0.33	0.42
收入合计（亿元）		1.04	1.03	2.62	4.06	6.06

资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上，预测公司 2026-2028 年营业收入 18.37/22.52/26.79 亿元，同比 +63.2%/+22.6%/+19.0%。

表11: 盛剑科技收入预测（单位：亿元）

	2025	2026E	2027E	2028E
绿色厂务系统	7.65	11.55	12.66	12.25
设备及关键零部件产品	3.09	6.15	8.99	13.43
半导体厂务设备	-	2.62	4.06	6.06
工艺排气管道及其他	-	3.53	4.94	7.37
电子化学品材料	0.50	0.64	0.84	1.09
其他业务收入	0.02	0.02	0.02	0.02
营业收入	11.26	18.37	22.52	26.79
增速	-22.4%	63.2%	22.6%	19.0%

资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理及预测

预测公司毛利率持续提升。随着国内和海外下游需求回暖，公司绿色厂务系统和设备及风管及零部件制造业务收入预计将有显著回升，进而有望摊薄固定成本，推动公司整体毛利率修复；半导体厂务设备（L/S、真空设备、温控设备）产能于 2025 年集中投产，产能爬坡期毛利率较低，随着产能爬坡逐步完成，毛利率将持续提升；电子化学品收入规模较小，随着客户端验证持续推进，有望逐步实现盈利。预测公司 2026-2028 年整体毛利率为 23.5%/31.0%/36.1%。

表12: 盛剑科技分业务毛利率预测

	2025	2026E	2027E	2028E
绿色厂务系统	23.1%	24.0%	29.0%	33.0%
设备及关键零部件产品	20.2%	24.6%	36.1%	41.3%
半导体厂务设备	-	20.0%	35.0%	44.0%
工艺排气管道及其他	-	28.0%	37.0%	39.0%
电子化学品材料	-2.3%	2.0%	5.0%	7.0%

其他业务收入	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%
毛利率	21.2%	23.5%	31.0%	36.1%

资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理及预测

受股权激励费用摊销影响，管理费用增加较多。公司管理、销售费用主要为相关人员薪酬，预测未来三年管理、销售费用维持15%的自然增速，但由于股权激励费用摊销金额较大，未来三年管理费用增加较多；研发费用方面，由于公司已经度过集中研发投入期，假设未来三年研发费用增速放缓至5%。预测2026-2028年公司管理费用率分别为6.8%/8.9%/9.4%；销售费用率分别为4.5%/4.2%/4.0%；研发费用分别为6.1%/5.7%/5.5%。

表13：公司费用率预测（单位：万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
管理费用（含激励费用）	8,555	7,036	12,418	19,948	25,145
增速（不含激励费用）	16.4%	-17.8%	15.0%	15.0%	15.0%
股权激励费用摊销	0	0	4,327	5,667	2,205
管理费用率	5.9%	6.3%	6.8%	8.9%	9.4%
销售费用	8,581	7,120	8,188	9,416	10,828
增速	2.8%	-17.0%	15.0%	15.0%	15.0%
销售费用率	5.9%	6.3%	4.5%	4.2%	4.0%
研发费用	9,465	9,749	10,236	10,748	11,286
增速	-7.3%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用率	6.5%	8.7%	6.1%	5.7%	5.5%

资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预测2026-2028年公司收入18.37/22.52/26.79亿元，同比+63.2%/+22.6%/+19.0%，预测2026-2028年毛利率为23.5%/31.0%/36.1%，预测2026-2028年归母净利润为0.71/2.04/3.60亿元，归母净利率为3.9%/9.1%/13.5%。

表14：公司各项指标预测（单位：亿元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	14.51	11.26	18.37	22.52	26.79
营业成本	10.34	8.87	14.06	15.55	17.12
营业税金及附加	0.08	0.11	0.09	0.11	0.13
销售费用	0.86	0.71	0.82	0.94	1.08
管理费用	0.86	0.70	1.27	2.03	2.55
研发费用	0.95	0.97	1.02	1.07	1.13
财务费用	0.16	0.24	0.23	0.26	0.25
利润总额	1.36	-0.29	0.90	2.58	4.56
所得税费用	0.14	-0.10	0.13	0.39	0.68
少数股东损益	0.01	-0.02	0.05	0.15	0.27
归属于母公司净利润	1.20	-0.17	0.71	2.04	3.60
归母净利率	8.26%	-1.52%	3.86%	9.07%	13.45%

资料来源：盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理及预测

估值与投资建议：目标价 59.64-66.10 元

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：对应股价 50.23-66.10 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表15：公司盈利预测假设条件

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	37.45%	-20.54%	-22.42%	63.22%	22.57%	18.97%	10.00%	10.00%
营业成本/营业收入	73.40%	71.23%	78.77%	76.54%	69.04%	63.91%	62.91%	61.91%
管理费用/营业收入	3.92%	5.59%	5.82%	6.55%	8.58%	9.08%	5.00%	5.00%
研发费用/营业收入	5.59%	6.52%	8.66%	5.57%	4.77%	4.21%	5.00%	5.00%
销售费用/销售收入	4.57%	5.91%	6.33%	4.46%	4.18%	4.04%	4.00%	4.00%
营业税及附加/营业收入	0.54%	0.56%	0.94%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	7.90%	10.51%	34.54%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	15.61%	33.69%	-211.47%	15.00%	15.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表16：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	15.00%
无风险利率	1.50%	Ka	8.48%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	1.05
公司股价（元）	39.18	Ke	9.41%
发行在外股数（百万）	148	E/(D+E)	86.39%
股票市值（E，百万元）	5786	D/(D+E)	13.61%
债务总额（D，百万元）	911	WACC	8.74%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值，得出公司价值区间为 50.23-66.10 元。

表17：FCFF 估值表（单位：百万元）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	110.1	281.5	477.7	662.5	761.5
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)	93.6	239.3	406.0	563.1	647.3
折旧与摊销	83.9	89.8	94.1	98.2	103.5
营运资金的净变动	(340.9)	(239.2)	(187.7)	(190.3)	(198.7)
资本性投资	(13.0)	(63.0)	(63.0)	(63.0)	(113.0)
FCFF	(176.4)	26.9	249.4	408.0	439.1
PV(FCFF)	(162.3)	22.8	194.1	292.1	289.2
核心企业价值	9,365.4				
减：净债务	913.8				
股票价值	8,451.5				
每股价值	57.23				

资料来源：国信证券经济研究所预测

敏感性分析：该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表18：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.3%	8.5%	8.71%	8.9%	9.1%
永续增长	2.4%	66.10	63.12	60.33	57.73	55.28
	2.2%	64.22	61.39	58.73	56.25	53.91
	2.0%	62.46	59.76	57.23	54.85	52.62
率变化	1.8%	60.80	58.23	55.81	53.54	51.39
	1.6%	59.25	56.79	54.47	52.29	50.23

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：对应股价 59.64–75.26 元

选择中科仪、京仪装备、正帆科技、美埃科技作为可比公司，四家可比公司主营业务可比性分析如下：

表19：可比公司主营业务和下游客户梳理

证券代码	证券简称	核心业务	下游客户
920186.BJ	中科仪	干式真空泵，真空科学仪器设备，半导体核心零部件	中芯国际/长江存储等晶圆厂，适配 ASML/LAM/AMAT/TEL 等
688652.SH	京仪装备	半导体专用温控设备(Chiller)、工艺废气处理(Local Scrubber)、12 英寸晶圆厂，适配泛林/东京电子/北方华创/中微晶圆传片(Sorter)	等
688596.SH	正帆科技	高纯气体/湿化学品供应系统(厂务)、电子工艺设备(Gas Box)、电子气体、生物制药	中芯国际/长江存储/长鑫存储/京东方/隆基/三安等
688376.SH	美埃科技	半导体洁净室风机过滤单元(FFU)、过滤器耗材、大气治理设备	集成电路、显示器件、锂电新能源
603324.SH	盛剑科技	泛半导体工艺废气治理系统、设备及关键零部件(L/S、真空、温控)、电子化学品材料	泛半导体(集成电路/显示器件/锂电新能源)

资料来源：Wind，中科仪公告，京仪装备公告，正帆科技公告，美埃科技公告，盛剑科技公告，国信证券经济研究所整理

我们预测盛剑科技 2026–2028 年 EPS 分别为 0.50/1.42/2.48 元，对应 PE 分别为 78X/28X/16X，公司估值显著低于可比公司，取可比公司 2027 年平均市盈率作为合理估值中枢，给予盛剑科技 2027 年 42–53 倍，对应股价 59.64–75.26 元。

表20：可比公司估值比较（截至 2026 年 6 月 17 日）

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS-2026E	EPS-2027E	EPS-2028E	PE-26	PE-27	PE-28
920186.BJ	中科仪	94.38	211	1.01	1.18	1.40	93.5	80.1	67.3
688652.SH	京仪装备	157.68	265	1.95	2.92	4.13	80.9	54.0	38.1
688596.SH	正帆科技	46.80	138	0.86	1.90	2.68	54.6	24.7	17.5
688376.SH	美埃科技	83.74	113	2.11	2.78	3.57	39.7	30.2	23.4
平均							67.2	47.2	36.6
603324.SH	盛剑科技	39.18	58	0.50	1.42	2.48	78.3	27.6	15.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测（可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期）

综合绝对估值法与相对估值法，得到公司目标估值区间为 59.64–66.10 元，对应公司目标总市值 64–86 亿元，较当前股价有 32%–46% 的空间。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

公司由特种风管制造起家，高端认证过关，产能储备充足，有望充分受益下游需求释放。公司产品不断向洁净室内部延伸，在国产替代和海外需求爆发共同作用下，公司厂务设备产品加速迭代验证，订单有望逐步兑现，形成强劲增长极。预测 2026-2028 年归母净利润为 0.71/2.04/3.60 亿元，归母净利率为 3.9%/9.1%/13.5%。综合绝对估值法与相对估值法，得到公司目标估值区间为 59.64-66.10 元，对应公司目标总市值 88-98 亿元，较当前股价有 32%-46%的空间。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 59.64-66.10 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了主观判断,因此存在估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司营业收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.5%、风险溢价 7.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 2%,不排除公司所处行业在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面,我们选取了与公司业务结构相近的公司作为可比公司,但公司自身业务仍然具有一定的特殊性,可能存在高估公司价值的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预测 2026-2028 年公司收入 18.37/22.52/26.79 亿元,存在新签订单增长不及预期的风险;
- ◆ 我们预测 2026-2028 年公司毛利率为 23.5%/31.0%/36.1%,存在市场竞争加剧,毛利率下行的风险;
- ◆ 我们假设 2026-2028 年公司各项费用维持稳定增长,存在员工工资等成本上升快于收入增速,导致费用率上行的风险;
- ◆ 我们假设资产减值损失和信用减值损失在集中计提后逐步正常化,未来减值损失与营收规模变化正相关,但存在公司回款不及预期导致减值大幅上升的风险。

下游半导体行业资本开支不及预期的风险

公司核心逻辑高度依赖全球晶圆厂扩产、AI 资本开支延续以及中国自主可控带来的厂务设备需求释放。当前多个口径显示 2026 年全球半导体资本开支有望达到约 2000 亿美元、300mm 晶圆厂设备投资同比增长约 18%、中国设备销售额同比增长约 21%,若 AI 需求降温、存储扩产推迟(如长江存储/长鑫存储新增产能落地不及预期)或地缘政策影响新厂建设节奏,则需求向附属设备端的传导将明显弱于预期,公司收入恢复的斜率与持续性都将承压。

市场竞争加剧的风险

公司毛利率已 2023 年的约 26.6%下滑至 2026Q1 的 17.36%,2025 年由盈转亏的重要原因正是市场竞争加剧叠加收入下滑。绿色厂务系统业务的进入门槛相对不高,

若国内竞争对手进一步增多，或海外客户在导入期压价明显，则即便收入恢复，利润率也未必同步修复，“以价换量”可能侵蚀设备化转型本应带来的盈利弹性。

现金流持续承压的风险

公司 2025 年归母净利润为-0.17 亿元，2026Q1 为-0.26 亿元；经营活动现金流净额 2025 年为-1.03 亿元，2026Q1 为-0.81 亿元。在公司逆周期扩产、研发与固定资产投入前置的背景下，若收入放量与回款改善迟迟不能兑现，公司现金流与盈利将持续承压。

新产品客户验证进度不及预期的风险

工艺废气处理设备、真空设备、温控设备是公司平台化升级的关键，但半导体附属设备需经过晶圆厂严格验证，且客户倾向优先采购已在其他领先晶圆厂批量应用的产品。公司若无法在 ETCH 等关键工艺环节顺利完成验证并获得重复订单，则设备业务放量时点可能延后；同时，公司新建的国产半导体制程附属设备产能（一期项目投资约 6 亿元）若验证滞后，也将面临产能利用率不足、折旧摊销拖累利润的风险。

海外市场拓展不及预期的风险

2025 年公司境外收入仅 2420 万元，虽同比增长约 498%，但高增速建立在极低基数之上。海外市场从样机测试、供应链认证到批量订单周期通常较长，并需要本地服务、售后、备件与合规体系支撑。若新加坡、马来西亚等海外平台建设进度不及预期，或客户验证周期拉长、海外订单可持续性不足，则“出海”逻辑可能长期停留在故事阶段，难以形成可重复、可放量的收入贡献。

电子化学品材料及前沿业务商业化爬坡不及预期的风险

电子化学品材料业务 2025 年收入仅 0.49 亿元，虽同比增长 72.28%，但仍处研发、试生产与客户验证早期阶段，盈利能力存在较大不确定性。若公司另有钙钛矿等前沿方向布局，则普遍面临产业化成熟度不足、需求尚未放量、资本开支兑现慢于预期等问题。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	548	295	200	200	200	营业收入	1451	1126	1837	2252	2679
应收款项	1113	825	1409	1727	2055	营业成本	1034	887	1406	1555	1712
存货净额	748	669	987	1013	985	营业税金及附加	8	11	9	11	13
其他流动资产	151	161	207	253	301	销售费用	86	71	82	94	108
流动资产合计	2560	1951	2803	3194	3541	管理费用	86	70	127	203	255
固定资产	869	880	811	787	758	研发费用	95	97	102	107	113
无形资产及其他	86	82	80	77	75	财务费用	16	24	23	26	25
投资性房地产	427	474	474	474	474	投资收益	(3)	(2)	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	(3)	0	0	0
资产总计	3942	3387	4168	4532	4849	其他收入	(82)	(85)	(102)	(107)	(113)
短期借款及交易性金融负债	541	545	654	680	565	营业利润	137	(28)	90	258	456
应付款项	1058	646	1202	1332	1472	营业外净收支	(2)	(1)	0	0	0
其他流动负债	187	90	141	163	183	利润总额	136	(29)	90	258	456
流动负债合计	1786	1281	1998	2175	2220	所得税费用	14	(10)	13	39	68
长期借款及应付债券	270	259	259	259	259	少数股东损益	1	(2)	5	15	27
其他长期负债	196	175	175	175	175	归属于母公司净利润	120	(17)	71	204	360
长期负债合计	466	434	434	434	434	现金流量表（百万元）					
负债合计	2252	1715	2432	2609	2655	净利润	120	(17)	71	204	360
少数股东权益	9	10	14	28	47	资产减值准备	(11)	3	0	(0)	(0)
股东权益	1681	1661	1722	1895	2147	折旧摊销	36	54	84	90	94
负债和股东权益总计	3942	3387	4168	4532	4849	公允价值变动损失	0	3	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	16	24	23	26	25
每股收益	0.80	(0.12)	0.48	1.38	2.44	营运资本变动	(129)	(217)	(341)	(239)	(188)
每股红利	0.27	0.25	0.07	0.21	0.73	其它	12	(9)	4	13	19
每股净资产	11.25	11.25	11.66	12.83	14.54	经营活动现金流	29	(183)	(182)	68	286
ROIC	5.25%	-0.80%	3%	8%	13%	资本开支	0	(60)	(13)	(63)	(63)
ROE	7.13%	-1.03%	4%	11%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	29%	21%	23%	31%	36%	投资活动现金流	0	(60)	(13)	(63)	(63)
EBIT Margin	10%	-1%	6%	13%	18%	权益性融资	0	3	0	0	0
EBITDA Margin	12%	4%	11%	16%	21%	负债净变化	222	(10)	0	0	0
收入增长	-21%	-22%	63%	23%	19%	支付股利、利息	(40)	(36)	(11)	(31)	(108)
净利润增长率	-28%	-114%	-514%	188%	76%	其它融资现金流	(498)	79	110	26	(115)
资产负债率	57%	51%	59%	58%	56%	融资活动现金流	(135)	(10)	99	(5)	(223)
股息率	0.6%	0.5%	0.2%	0.5%	1.6%	现金净变动	(106)	(253)	(95)	0	0
P/E	56.5	(391.0)	94.4	32.8	18.6	货币资金的期初余额	654	548	295	200	200
P/B	4.0	4.0	3.9	3.5	3.1	货币资金的期末余额	548	295	200	200	200
EV/EBITDA	50.2	196.2	47.0	25.0	16.3	企业自由现金流	0	(231)	(176)	27	249
						权益自由现金流	0	(162)	(86)	30	114

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032