

圣晖集成 (603163)

专注高端洁净室的系统集成龙头，受益先进制造国产替代加速

买入 (首次)

2023年06月29日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,628	2,143	2,796	3,625
同比	-4%	32%	30%	30%
归属母公司净利润 (百万元)	123	161	216	289
同比	-1%	31%	34%	34%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.23	1.61	2.16	2.89
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.07	26.81	19.98	14.92

关键词: #新需求、新政策 #市占率上升

投资要点

- **公司: 国内领先的高科技产业洁净室系统集成工程服务商。**圣晖集成前身2003年成立,公司2022年上市,控股股东为圣晖国际,无实际控制人;公司是国内高科技产业洁净室系统集成工程服务的领先企业,洁净室工程在主营业务收入中占比达九成以上;公司近4年营收复合增速达到14.9%,2022年毛利率/销售净利率分别为15.4%/7.6%,利润水平整体稳定。
- **先进制造业国产替代驱动长周期需求成长,高端领域格局清晰:**(1)洁净室为产品生产提供洁净空间,是先进制造业的基础工程,制造强国战略带动国内半导体、新型显示、生物医药等新兴产业快速发展,行业持续扩容,2021年国内洁净室市场规模为2146亿元;(2)下游行业投资规模大、工程实施周期短、容错率低,业主偏好项目经验丰富的企业,行业趋于集中化、规模化;国内主要电子洁净室工程供应商包括深桑达A(中电二、四)、亚翔集成、圣晖集成、柏诚股份、江西汉唐等;(3)IC半导体为高端洁净室最主要应用领域,近年来海外制裁限制我国半导体行业发展,自给率仍待提升;国内晶圆厂资本开支保持高强度,支撑国内洁净室行业市场需求。
- **公司深耕高端洁净室领域,技术、口碑和人才积累助力快速成长:**(1)2022年IC半导体和光电面板行业营收占公司年度营收总额的71%,此类项目洁净度等级高、系统集成复杂、质量要求高;公司资质齐全,注重发掘培养内部人才,近4年研发费用CAGR达到63.0%,首次公开发行人募集部分资金用于研发中心建设,进一步提升研发实力;(2)截至2022年末公司已实施洁净室相关工程数千项,百级及以上洁净室工程近200项,2017-2021年在业主处获得主要工程奖项24项,得到业主广泛认可,与矽品科技、富士康、立臻科技等优质企业合作10余年,且与三安集成、中芯国际等企业也建立了稳固的合作关系,2018-2022年前五大客户营收占比均达到40%以上;(3)公司响应客户需求,通过收并购方式在东南亚布点,2019-2021年境外员工人数分别为64/122/143人,营收占比由12.6%增至26.6%,2022年疫情导致境外项目实施进度延迟,境外收入略下滑,但公司市场开发力度不减,将充分受益于东南亚半导体产业发展带来的洁净室工程需求增长。
- **盈利预测与投资评级:**公司主要业务为IC半导体洁净室工程,国内政策高度支持半导体行业发展,大陆晶圆厂商资本开支保持高强度;公司项目经验和客户资源丰富,近年来人员保持扩张,业绩受益于客户的扩产计划有望加速释放。公司6月28日PE(TTM)低于半导体产业链可比公司水平,我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为1.6/2.2/2.9亿元,截至6月28日对应P/E分别为26.8/20.0/14.9倍,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**国内晶圆厂商资本开支不及预期的风险;市场竞争加剧的风险;海外业务恢复不及预期的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.21
一年最低/最高价	28.85/62.80
市净率(倍)	3.24
流通 A 股市值(百万元)	1,055.25
总市值(百万元)	4,221.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.03
资产负债率(% ,LF)	41.63
总股本(百万股)	100.00
流通 A 股(百万股)	25.00

相关研究

内容目录

1. 公司概况：国内领先的高科技产业洁净室系统集成工程服务商	5
1.1. 公司简介：国内领先的洁净室工程整体解决方案一站式服务商	5
1.2. 经营情况：洁净室系统集成工程为公司核心业务，利润水平整体稳定	7
2. 洁净室工程：先进制造业国产替代驱动长周期需求成长，高端领域格局清晰	8
2.1. 洁净室为产品生产提供洁净受控空间，是先进制造业的基础工程	8
2.2. 洁净室市场规模快速增长，高端领域趋向价值竞争	10
2.3. 半导体洁净室工程门槛较高，持续受益于产业链国产替代	13
3. 公司：深耕高端洁净室领域，技术、口碑和人才积累助力快速成长	18
3.1. 经验与技术奠定专业保障，长期人才储备形成护城河	18
3.2. 工程质量获得客户一致认可，有望绑定优质客户助力长期成长	22
3.3. 积极响应客户需求布局东南亚市场，海外扩张贡献新增长点	25
4. 盈利预测与投资建议	27
4.1. 盈利预测	27
4.2. 投资建议	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1:	圣晖集成发展历程.....	5
图 2:	圣晖集成股权结构及子公司基本情况 (截至 2022 年年报)	6
图 3:	公司主营业务及代表项目情况.....	7
图 4:	公司营业收入及同比增速.....	7
图 5:	公司毛利率及销售净利率情况.....	7
图 6:	公司主营业务收入构成 (分业务类别)	8
图 7:	公司分业务类别主营业务毛利率情况.....	8
图 8:	洁净室系统示意图.....	9
图 9:	工业洁净室系统构成.....	9
图 10:	生物洁净室系统构成.....	9
图 11:	我国洁净室行业市场规模及同比增速.....	10
图 12:	我国洁净室行业新建面积及同比增速.....	10
图 13:	我国洁净室行业竞争格局.....	12
图 14:	洁净室产业链上下游情况.....	13
图 15:	洁净室下游行业占比 (截至 2019 年底)	13
图 16:	主要下游工业对洁净室洁净等级的要求.....	14
图 17:	集成电路产业链主要环节以及洁净室在其中的应用.....	14
图 18:	集成电路制造领域资本开支结构.....	15
图 19:	全球半导体产业市场规模及同比增速情况.....	15
图 20:	我国集成电路进出口情况.....	16
图 21:	我国集成电路自给率情况.....	16
图 22:	全球晶圆产能分布 (折合 8 寸, 截至 2020 年底)	17
图 23:	全球与大陆晶圆产能 (折合 8 寸, 万片/月)	17
图 24:	公司主营业务收入构成 (分行业)	19
图 25:	公司分行业主营业务毛利率情况.....	19
图 26:	公司取得的资质认证等情况.....	19
图 27:	公司员工人数情况 (人)	20
图 28:	公司 2022 年员工构成 (人)	20
图 29:	公司研发投入情况.....	21
图 30:	公司专利获取情况 (截至每年末)	21
图 31:	公司各行业服务的重要客户情况.....	23
图 32:	公司 2018-2022 年前五大客户营收及占比情况	24
图 33:	华东地区营业收入及同比增速.....	25
图 34:	华中地区营业收入及同比增速.....	25
图 35:	华南地区营业收入及同比增速.....	26
图 36:	西南地区营业收入及同比增速.....	26
图 37:	公司境内外营收占比情况.....	27
图 38:	公司主要境外地区营业收入情况 (亿元)	27
表 1:	公司主要董事及高管简介.....	6
表 2:	圣晖集成与同行业上市公司净资产收益率拆分情况.....	8

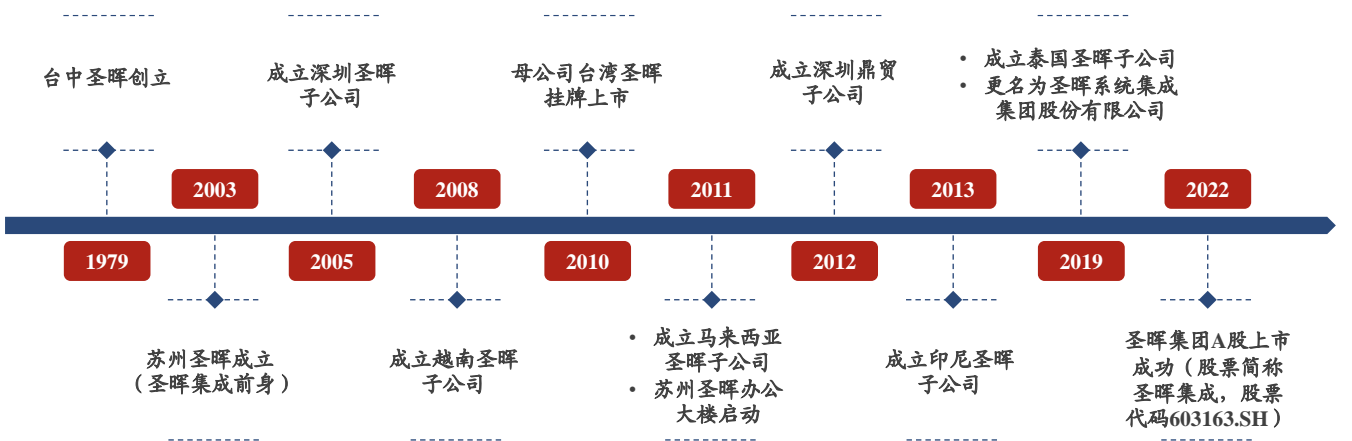
表 3:	洁净室行业主要行业壁垒.....	10
表 4:	高端电子洁净室行业主要参与者情况.....	12
表 5:	我国支持集成电路产业发展的部分政策.....	16
表 6:	国内主要厂商 12 英寸晶圆产能扩产计划.....	18
表 7:	公司在洁净室主要控制指标方面的技术成果.....	21
表 8:	公司研发中心建设项目主要研发方向.....	22
表 9:	公司在客户处获得的荣誉情况.....	23
表 10:	公司 2018-2021 年服务的前五大客户简介.....	24
表 11:	全球知名大厂东南亚产业链转移情况.....	26
表 12:	公司盈利预测简表与假设.....	28
表 13:	圣晖集成利润率、周转率等财务指标表现优于同行业其他公司.....	29
表 14:	可比公司估值表（截至 2023 年 6 月 28 日）.....	30

1. 公司概况：国内领先的高科技产业洁净室系统集成工程服务商

1.1. 公司简介：国内领先的洁净室工程整体解决方案一站式服务商

圣晖集成是国内高科技产业洁净室系统集成工程服务的领先企业，致力成为“优质空间塑造者”。公司前身苏州圣晖成立于2003年，2022年在上交所主板完成上市，主要从事IC半导体、光电等高科技产业的洁净室工程服务业务，涵盖洁净室厂房建造规划、设计建议、设备配置、工程施工、工程管理及维护服务等相关服务，为全球知名的电子工业企业提供洁净室系统集成工程服务，客户包括三安集成、英诺赛科、合肥晶合、上海合晶硅、渠梁、中芯国际、富士康科技集团、矽品科技等业内知名企业。公司已成功实施洁净室相关工程数千项，百级及以上洁净室工程近两百项，在下游各高科技领域打造了多项标杆项目，累积了丰富的施工经验。

图1：圣晖集成发展历程



数据来源：圣晖集成招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

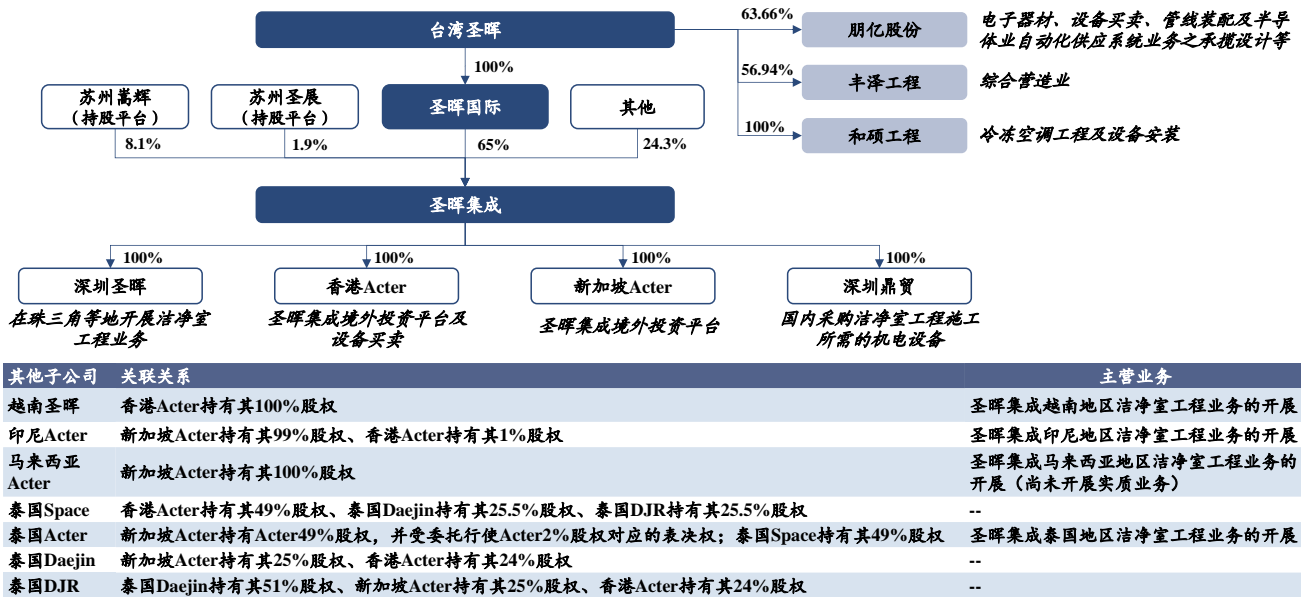
公司控股股东为圣晖国际，无实际控制人，在深圳与东南亚地区设有子公司。截至2022年年报，圣晖国际直接持有公司65%的股份，为公司直接控股股东，台湾圣晖通过持有圣晖国际100%股权，为公司间接控股股东。台湾圣晖成立于1979年，为客户提供专业统包工程服务，涵盖高端洁净室整合、回收再生系统、机电工程、空调工程、恒温恒湿工程、生技医疗工程、环境工程及维修保养工程等领域，截至2022年末总资产规模为271.2亿台币（折合人民币约63.1亿元），2022年实现营业收入282.6亿台币（折合人民币约65.7亿元），归母净利润25.0亿台币（折合人民币约5.8亿元）；台湾圣晖为中国台湾地区上柜公司（5536.TWO），股权结构较为分散，因此圣晖集成无实际控制人。

子公司方面，公司境内子公司包括深圳圣晖（在珠三角等地开展业务）、深圳鼎贸（采购施工所需机电设备），此外公司在中国香港、新加坡设立全资子公司作为公司的投资平台，在越南、印尼、泰国、马来西亚等地设立控股子公司，负责境外对应地区业务的开展。

公司主要高管业务经验丰富。公司主要高管中，梁进利为台湾圣晖董事长兼执行长，

公司董事长，拥有 30 余年洁净室施工行业经验，2003 年率领团队成立圣晖苏州；副董事长陈志豪同时为公司核心技术人员，其余高管也均具备丰富的行业任职管理经验。

图2：圣晖集成股权结构及子公司基本情况（截至 2022 年年报）



数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

表1：公司主要董事及高管简介

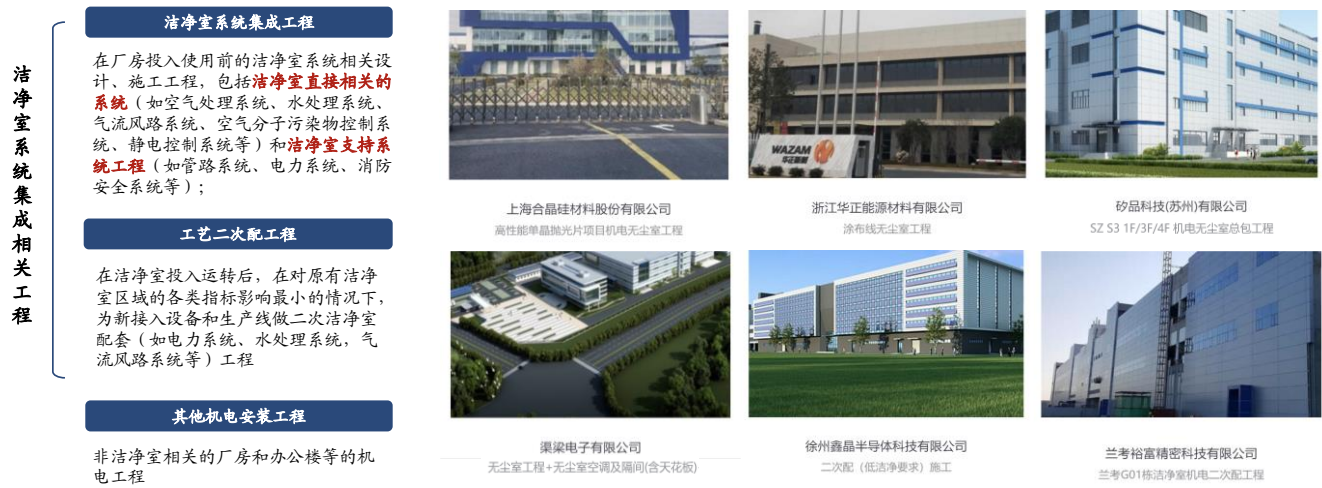
姓名	职务	出生年份	简介
梁进利	董事长、董事	1962	EMBA 硕士学历，高级工程师；1993 年 8 月至今历任台湾圣晖经理，副总经理，执行长兼董事长；1998 年 4 月至今任台湾和硕董事长；2005 年 6 月至今任深圳圣晖董事；2009 年 3 月至今任台湾朋亿董事长；2021 年 6 月至今任锐泽实业董事长；2009 年 6 月至 2019 年 6 月历任圣晖有限董事，董事长；2019 年 7 月至今任公司董事长。
陈志豪	副董事长、董事、董事会秘书	1966	高级工程师；1999 年 3 月至 2005 年 6 月任中山市圣晖机电工程有限公司副总经理；2005 年 7 月至今历任深圳圣晖副总经理，总经理，董事长；2015 年 9 月至 2019 年 6 月历任圣晖有限总经理，董事；2019 年 7 月至 2020 年 6 月任股份公司董事兼董事会秘书；2020 年 7 月至今任公司副董事长兼董事会秘书。
苏昱劬	董事	1976	高级工程师；2000 年 7 月至 2006 年 1 月任台湾圣晖工程师，2006 年 2 月至 2019 年 6 月任圣晖有限工程部经理；2019 年 7 月至今任公司工程处经理，董事。
朱启华	董事、总经理	1973	EMBA 硕士学历，中级工程师；1999 年 9 月至 2002 年 7 月任台湾圣晖课长；2002 年 8 月至 2003 年 8 月任苏州市宏晖机电工程有限公司工程部经理，2003 年 9 月至 2019 年 6 月历任圣晖有限副理，经理，协理，副总经理，总经理，董事；2019 年 7 月至今任公司董事，总经理。
萧静霞	财务总监	1969	2016 年 2 月至 2019 年 6 月任圣晖有限财务经理；2019 年 7 月至今任公司财务总监。

数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 经营情况：洁净室系统集成工程为公司核心业务，利润水平整体稳定

公司主营业务为洁净室系统集成相关工程、其他机电安装工程等。(1) 洁净室系统集成工程：指在厂房投入使用之前的洁净室系统相关设计、施工工程，包括与洁净室直接相关的系统和洁净室支持系统工程；(2) 工艺二次配工程：指在洁净室投入运转后，为新接入设备和生产线进行二次洁净室配套工程；(3) 其他机电安装工程：指非洁净室相关的厂房和办公楼的机电工程。

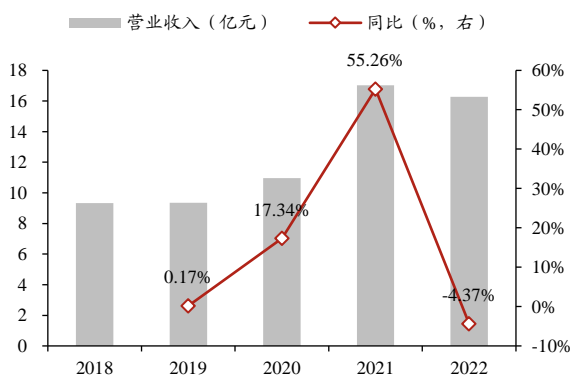
图3：公司主营业务及代表项目情况



数据来源：圣晖集成招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

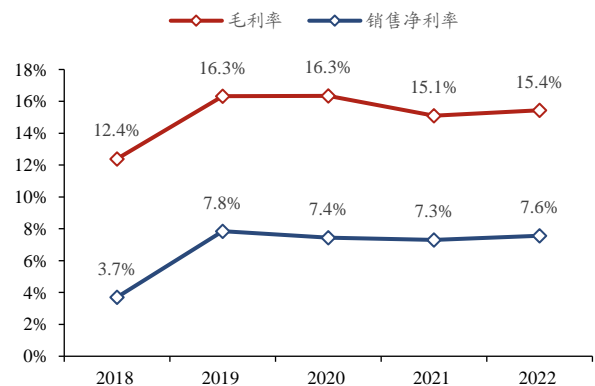
公司近4年营收复合增速达到14.9%，利润水平整体稳定。收入端，公司2018-2022年营业收入分别为9.3/9.3/11.0/17.0/16.3亿元，其中2018-2021年营收CAGR达到22.2%，2022年营收水平略下滑，主要是受到疫情因素影响导致境外工程项目进度延迟、收入确认节奏放缓，23Q1公司实现营业收入4.2亿元，同比+61.2%；分地区来看，公司2022年境内/境外主营业务收入占比分别为82.6%/17.4%；利润端，公司2022年整体毛利率为15.4%，销售净利率为7.6%，利润水平整体稳定。公司上市前净资产收益率水平表现突出，2019-2021年净资产收益率分别为33.5%/28.2%/33.1%，主要得益于周转率较高。

图4：公司营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：公司毛利率及销售净利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

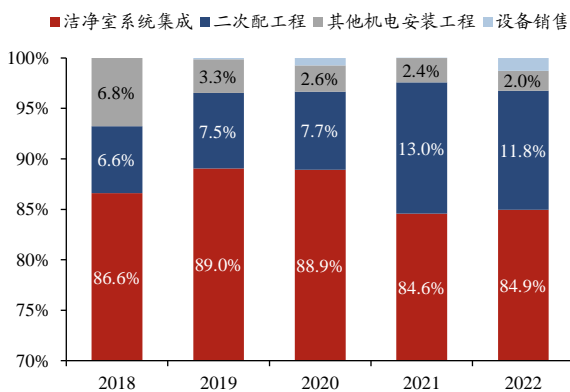
表2: 圣晖集成与同行业上市公司净资产收益率拆分情况

年份	净资产收益率			总资产周转率			归母净利率			权益乘数		
	圣晖集成	柏诚股份	亚翔集成	圣晖集成	柏诚股份	亚翔集成	圣晖集成	柏诚股份	亚翔集成	圣晖集成	柏诚股份	亚翔集成
2018	19.02%	23.50%	15.49%	1.633	1.180	1.254	3.71%	10.81%	7.14%	--	--	1.729
2019	33.46%	23.56%	9.00%	1.449	1.296	0.921	7.85%	8.96%	5.42%	2.941	2.028	1.805
2020	28.21%	14.05%	-3.02%	1.381	1.052	0.453	7.45%	6.07%	3.54%	2.740	2.203	1.879
2021	33.14%	15.62%	2.41%	1.678	1.224	1.045	7.26%	5.54%	1.13%	2.720	2.306	2.043
2022	17.15%	21.55%	13.63%	1.109	1.024	1.259	7.55%	9.12%	4.95%	2.050	2.309	2.186

数据来源: 圣晖集成招股说明书, 东吴证券研究所

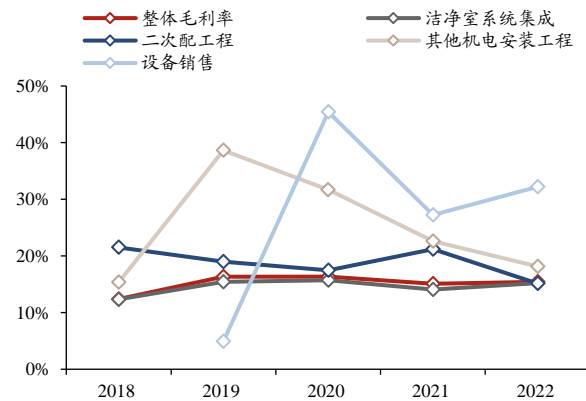
洁净室工程为公司最主要业务, 在主营业务收入中占比达九成以上。收入端, 公司主营业务中占比最大的部分为洁净室系统集成, 2022 年实现营收 13.8 亿元, 占比 84.9%, 其次为二次配工程, 2022 年实现营收 1.9 亿元, 占比 11.8%; 其他机电安装工程业务、设备销售业务 2022 年分别实现营收 0.32/0.21 亿元; 利润端, 2022 年公司整体毛利率为 15.4%, 洁净室系统集成与二次配工程毛利率分别为 15.7%/15.1%, 近 5 年毛利率水平基本稳定。

图6: 公司主营业务收入构成 (分业务类别)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 公司分业务类别主营业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

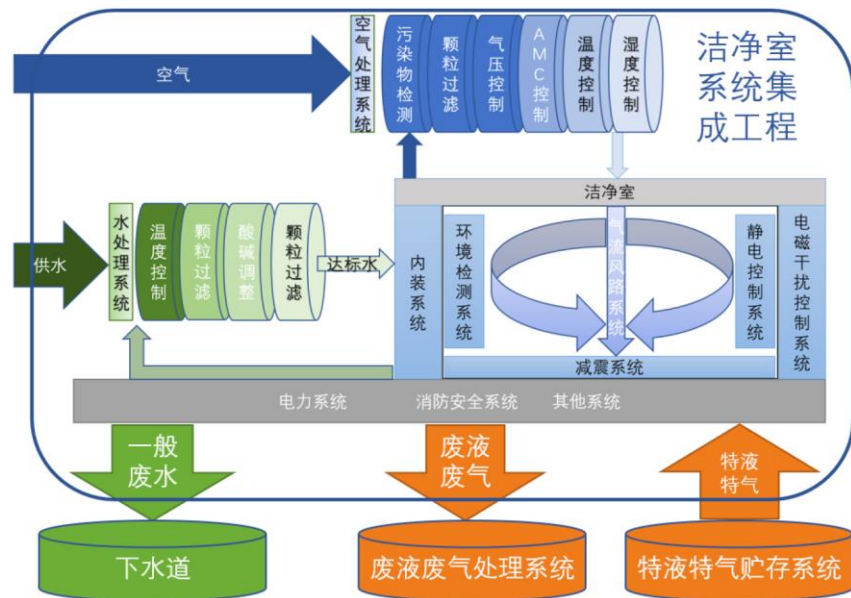
2. 洁净室工程: 先进制造业国产替代驱动长周期需求成长, 高端领域格局清晰

2.1. 洁净室为产品生产提供洁净受控空间, 是先进制造业的基础工程

洁净室的主要作用在于为产品生产提供满足安全生产需求的洁净受控空间, 是先进制造业的基础工程。洁净室是指将一定空间范围内空气中的微粒子、有害气体、细菌等微污染物排除, 并将洁净度、温度、湿度、压力、气流速度与流向、噪音、电磁干扰、微振动、照度、静电等控制在某一范围内的空间, 使产品能在具有良好条件和高度稳定性的环境空间中生产制造, 从而提高产品性能, 保障产品良品率。随着下游制造业需求

的提高和行业技术水平提升，洁净室演变成成为更广义的生产环境控制集成系统，除了传统的空气洁净程度、气压气流、温湿度控制以外还包括了 EMI 电磁干扰控制、振动控制、AMC 空气分子污染物控制、ESD 静电控制、气压气流控制和微生物控制等。

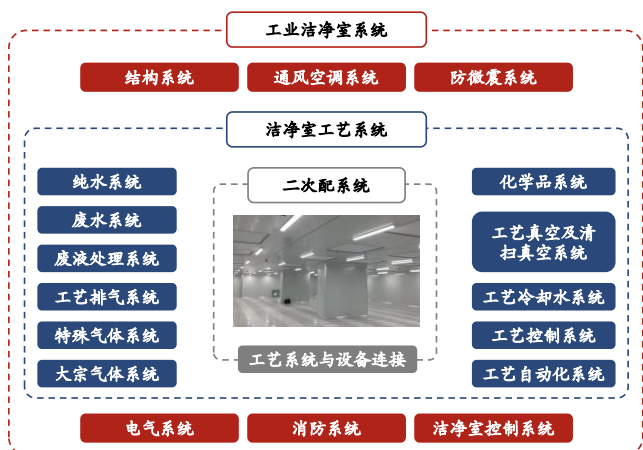
图8：洁净室系统示意图



数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

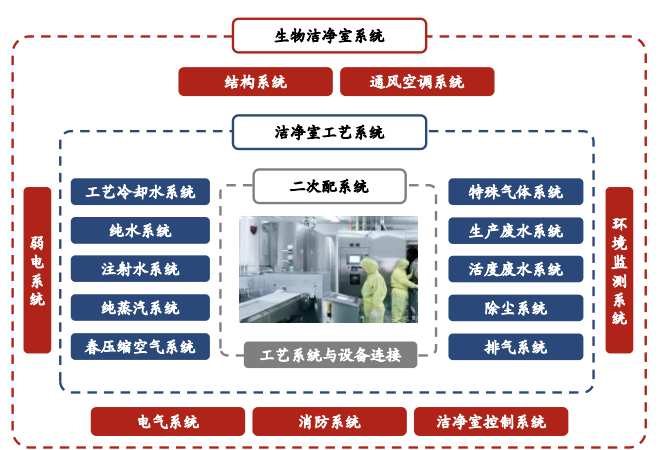
按照下游行业用途，洁净室可分为工业洁净室和生物洁净室两大类。(1) 工业洁净室：以无生命微粒为主要控制对象，主要应用领域包含半导体及泛半导体、新型显示、航空航天及其他高端制造业，对无生命微粒控制标准严格洁净度等级更高；(2) 生物洁净室：以无生命悬浮微粒和微生物等生命微粒为主要控制对象，主要应用领域涵盖生命科学、食品药品大健康、医院手术室等领域，对于微生物等生命微粒控制标准更加严格，可细分为一般生物洁净室和生物安全洁净室。

图9：工业洁净室系统构成



数据来源：柏诚股份招股说明书，东吴证券研究所

图10：生物洁净室系统构成

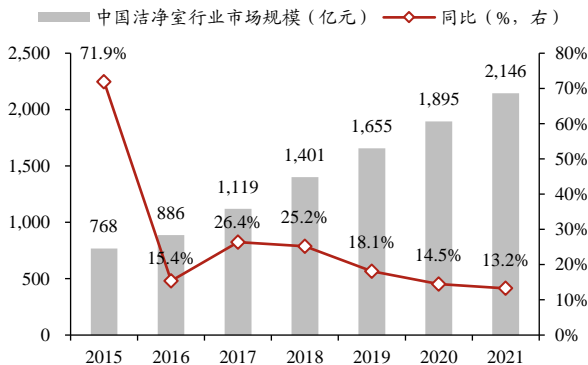


数据来源：柏诚股份招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 洁净室市场规模快速增长，高端领域趋向价值竞争

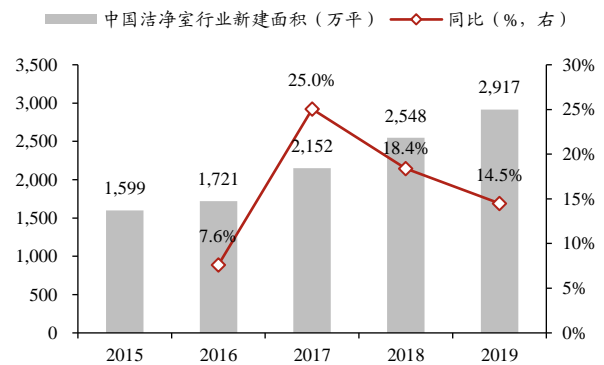
下游高端制造业蓬勃发展，带动洁净室工程行业快速扩容。随着制造强国战略的持续推进，国内半导体及泛半导体、新型显示、生物医药等国家战略新兴产业快速发展；洁净室是高科技产业发展必要的前序投入，高科技产业投资的快速增长驱动了洁净室行业市场快速扩容。根据圣晖集成招股说明书，2021 年我国洁净室市场规模达到 2146 亿元，在 2015-2021 年均保持 10% 以上的增速。

图11: 我国洁净室行业市场规模及同比增速



数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

图12: 我国洁净室行业新建面积及同比增速



数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

洁净室工程下游行业投资规模大、工程实施周期短、容错率低等特质使行业形成较高的进入壁垒，中高端业主趋向选择项目经验丰富的企业，使得行业发展趋于集中化和规模化。首先，在厂房建设过程中，洁净室内各类设备接入通常具有明确的时间安排，导致业主对于工期要求较高，且洁净室下游业主通常投资规模较大，对于作为核心研发生产环境的洁净室工程质量要求极高、容错率极低，从而导致具备良好的专业服务能力、稳定的产品性能和品牌声誉的企业更容易与客户建立长期稳定的合作关系；其次，具备洁净室行业及下游行业较强的专业知识和丰富的实践经验的复合型技术人才团队是生产经营的重要保障，而稳定的人才团队通常需要长期培养沉淀；此外，我国对洁净室行业实行严格的资质管理，而申请应标资质需要企业在过往业绩、注册资本、专业技术人员、技术实力和管理能力等方面满足相应的要求。

综上，洁净室行业经过多年发展，形成了项目经验、客户资源、项目管理能力、人才、资质、技术等多重壁垒，且中高端需求由于技术难度更高、对洁净室工程质量标准要求更为严格，小型洁净室工程企业在持续稳定的全方位服务方面越发难以满足业主的要求，行业发展趋于集中化和规模化。

表3: 洁净室行业主要行业壁垒

行业壁垒	说明
项目经验及客户资源壁垒	<ul style="list-style-type: none"> 洁净室下游行业建厂投资规模较大，而洁净室作为其研发、生产环节的核心组成部分，一旦系统和环境稳定性出现问题，将对客户产能、产品质量等产生重大影响，造成客户损失；洁净室系统不稳定可能会导致有害气体或微生物的泄露，将会危害人体健康，甚至危及生命。因此，洁净室服务无试错机会。

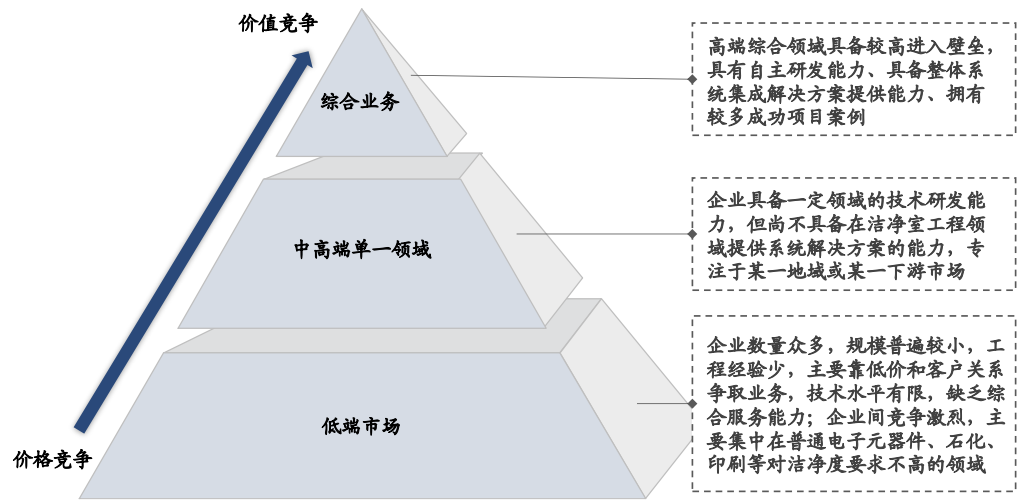
<p>项目管理能力壁垒</p>	<ul style="list-style-type: none"> 在合作过程中表现出良好的专业服务能力、稳定的产品性能和品牌声誉优势的企业更容易与客户建立长期稳定的合作关系，同时客户往往具有较强的粘性。丰富的项目经验和稳定的客户资源等都是企业生产经营的长期积淀，行业新进入者往往较难在短时间内形成较强的影响力及获得客户的认可。 半导体及泛半导体、新型显示、生命科学等领域投资规模较大，且半导体及泛半导体、新型显示等产品周期更新迭代快，需要快速投入生产，并形成收益。 <p>洁净室作为上述产业研发、生产必不可少的组成部分，投资者对其建设工期要求较高，周期相对较短。</p> <ul style="list-style-type: none"> 由于洁净室系统复杂，涵盖的专业领域众多，相关设备及材料的品牌、种类及质量等级差异大，各分包商人员众多，需要精细化的管理能力，能够对各环节进行有效的协调安排。 洁净室系统的复杂性导致其需要根据客户需求和项目实际情况及时优化改进，只有具备丰富的经验积累、能够理解和实现客户需求，以及对项目快速细节变更的准备和快速响应等综合管理能力的企业，才能在较短周期内完成洁净室建设并达到安全稳定可交付状态，有效助力客户管控成本和工期。
<p>人才壁垒</p>	<ul style="list-style-type: none"> 技术人员不仅需要全面掌握本行业涉及的专业知识，还要深刻理解下游行业技术情况。下游客户对洁净室等级要求的不断提升，对人才的要求也越来越高，具备本行业及下游行业较强的专业知识和丰富的实践经验的复合型技术人才团队是生产经营的重要保障。 企业需要在满足客户需求的基础上，协调项目实施各环节有序进行，并实现全流程的高效组织。只有具备丰富项目经验和综合管理能力的人才团队，才能在项目过程中综合协调各要素、及时调整项目变更，保证在要求工期内完成项目交付。
<p>行业资质壁垒</p>	<ul style="list-style-type: none"> 我国对洁净室行业实行严格的资质管理，颁布了一系列的法律法规，建立了严格的市场准入机制。拥有的资质等级直接关系到企业在行业中的业务承接能力。 通常洁净室建设规模大、投资额高，下游行业往往通过招标的形式确定供应商，招标方要求投标企业具备应标资质，企业只有取得相应等级的资质证书后，才有资格入围相应项目以及在其资质等级许可的范围内从事相关活动。而申请应标资质需要企业在过往业绩、注册资本、专业技术人员、技术实力和管理能力等方面满足相应的要求，方可取得相应等级的资质证书。
<p>技术壁垒</p>	<ul style="list-style-type: none"> 洁净室是数十项系统的集成，是跨行业、跨专业、跨学科的技术密集型产业，具有专业程度高，系统性强特征。随着我国制造业的产业升级，智能制造的全面推进，为了满足高科技产业研发、生产过程对洁净环境的要求，洁净室已经发展成为一个高度系统化、智能化、现代化的集成系统。从而要求行业内企业具备强大的技术实力、丰富的技术储备和持续的技术创新。

数据来源：柏诚股份招股说明书，东吴证券研究所

我国洁净室工程市场已基本形成了金字塔形的多层次供应商体系，高端市场以价值竞争为主。虽然我国洁净室工程行业参与者众多，但大部分集中于低端市场，建设单位对洁净室的技术要求不高，行业内企业数量众多、规模普遍较小、工程经验少，主要靠低价和客户关系竞争订单，价格竞争激烈；中等规模的企业受到自身规模、发展阶段、项目经验和管理水平等能力限制，专注于某一地域或下游市场；少数项目经验丰富的企业能够掌握洁净室系统集成关键技术，且能将项目经验应用在多个领域，在市场中占据较为稳定的市场份额。

国内洁净室行业参与者较多，但有能力承接高级别洁净室系统集成解决方案的企业较少，行业有望继续向龙头集聚。在高端电子行业，国内主要的洁净室工程服务企业包括深桑达 A、亚翔集成、圣晖集成、柏诚股份、江西汉唐等。行业集中度方面，根据柏诚股份招股说明书，2021 年深桑达 A 的高科技工程服务业务收入约占中国洁净室市场份额的 16.5%，但深桑达 A 的该业务板块包括部分工业建筑服务和洁净室厂房土建等业务；亚翔集成、柏诚股份、圣晖集成市占率相对较低，行业集中度仍有较大提升空间。

图13: 我国洁净室行业竞争格局



数据来源: 柏诚股份招股说明书, 东吴证券研究所

表4: 高端电子洁净室行业主要参与者情况

公司简称	服务及应用领域
深桑达 A (000032.SZ)	<ul style="list-style-type: none"> 公司洁净室工程系统业务主要由孙公司中电二公司和中电四公司运营, 面向半导体、平板显示、生物医药等领域提供工业建筑及洁净室工程系统服务, 并为高新技术产业链各环节提供洁净、环保、智能化设施系统解决方案和全方位工程总承包、施工总承包和专业承包服务; 2022 年公司实现营业收入 510.5 亿元, 其中中电二、中电四公司分别实现营收 198.9、198.1 亿元; 截至 2022 年末, 公司共有员工 24171 人; 公司洁净室业务归类于高科技工程服务业务板块, 该板块除洁净室业务外还包含工业建筑服务; 2021 年公司高科技工程服务业务收入约占中国洁净室市场份额的 16.5%;
亚翔集成 (603929.SH)	<ul style="list-style-type: none"> 主营业务为 IC 半导体、光电等高科技电子产业及生物医药、云计算中心等相关领域的建厂工程提供洁净室工程服务, 包括洁净厂房建造规划、设计建议、设备配置、洁净室环境系统集成工程及维护服务等。公司目前主要为客户提供中高端的洁净室系统集成工程的整体解决方案, 2022 年公司实现营业收入 30.4 亿元, 分行业来看, 电子行业实现营收 28.8 亿元; 截至 2022 年末, 公司共有员工 706 人; 2021 年该公司洁净室工程施工业务收入约占中国洁净室市场份额的 1.0%;
圣晖集成 (603163.SH)	<ul style="list-style-type: none"> 主要涵盖半导体、精密制造、显示面板以及光电等产业洁净室厂房建造规划、设计建议、设备配置、工程施工、工程管理及维护服务等相关服务; 2022 年公司实现营业收入 16.3 亿元, 分产品来看, 洁净室系统工程实现营收 15.7 亿元, 分行业来看, IC 半导体行业实现营收 8.7 亿元; 截至 2022 年末, 公司共有员工 560 人; 2021 年该公司洁净室工程及其他机电安装业务收入约占中国洁净室市场份额的 0.8%;
柏诚股份 (601133.SH)	<ul style="list-style-type: none"> 主要专注于为高科技产业的建厂、技改等项目提供专业的洁净室系统集成整体解决方案, 覆盖半导体及泛半导体、新型显示、生命科学、食品药品大健康等国家重点产业。 2022 年公司实现营业收入 27.5 亿元, 分产品来看, 洁净室系统工程实现营收 22.3 亿元, 分行业来看, 半导体及泛半导体行业实现营业收入 12.0 亿元; 截至 2022 年末, 公司共有员工 919 人; 2021 年发行人洁净室工程业务收入约占中国洁净室市场份额的 1.3%;

江西汉唐

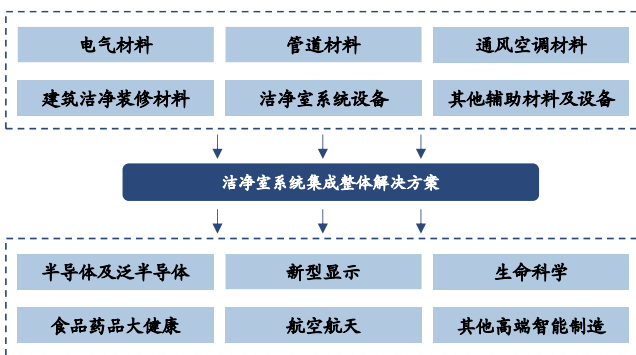
- 主要业务范围包括针对高科技事业建厂所需之建筑工程系统、无尘室系统、机械系统、电气系统、配管系统、制程支持系统、仪表及控制系统、通讯系统、生命安全系统、门禁及安全管理系统、空间规划管理、大宗及特殊气体系统、超纯水（UPW）及再生系统、超纯水回收系统、废水处理与制程化学品输送，及末端管路工程系统等。

数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

2.3. 半导体洁净室工程门槛较高，持续受益于产业链国产替代

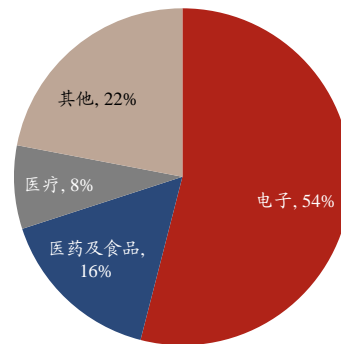
洁净室下游行业包括集成电路、新型显示、生命科学、食品药品大健康等高科技行业，电子信息产业（IC 半导体、光电面板等）占比超五成。洁净室是保证高科技产品的良品率和安全性的基础设施，根据公司招股说明书，截至 2019 年底电子信息/医药及食品/医疗产业在洁净室行业下游需求中分别占比 54%/16%/8%，电子信息、医药生物等高端制造业为国家重点鼓励发展的战略性新兴产业，下游产业的快速发展为我国洁净室需求创造增长点。

图14：洁净室产业链上下游情况



数据来源：柏诚股份招股说明书，东吴证券研究所

图15：洁净室下游行业占比（截至 2019 年底）



数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

各行业对洁净室的洁净等级要求均有所不同，IC 半导体对于洁净度的要求较高。国际标准 ISO14644-1 以每立方米空气中含 0.1 μm 的微粒数量来划分工业洁净室等级，根据生产产品和生产工艺不同采取不同的等级划分标准，IC 半导体和光电面板对于空气洁净度要求较高，且 IC 半导体洁净室生产环境要求的空气洁净等级进一步取决于集成度，集成度越高、IC 半导体线径越小，对生产环境内的指标要求越严苛；相比之下，食品、药品工业等对于空气洁净度要求较低。对于洁净室公司来说，其承建的洁净室等级越高，洁净室内需控制的洁净度、温度、湿度、压力、防微振等指标要求越严苛，业务的技术难度也越大，从而要求工程公司具备较强的专业能力和丰富的从业经验。

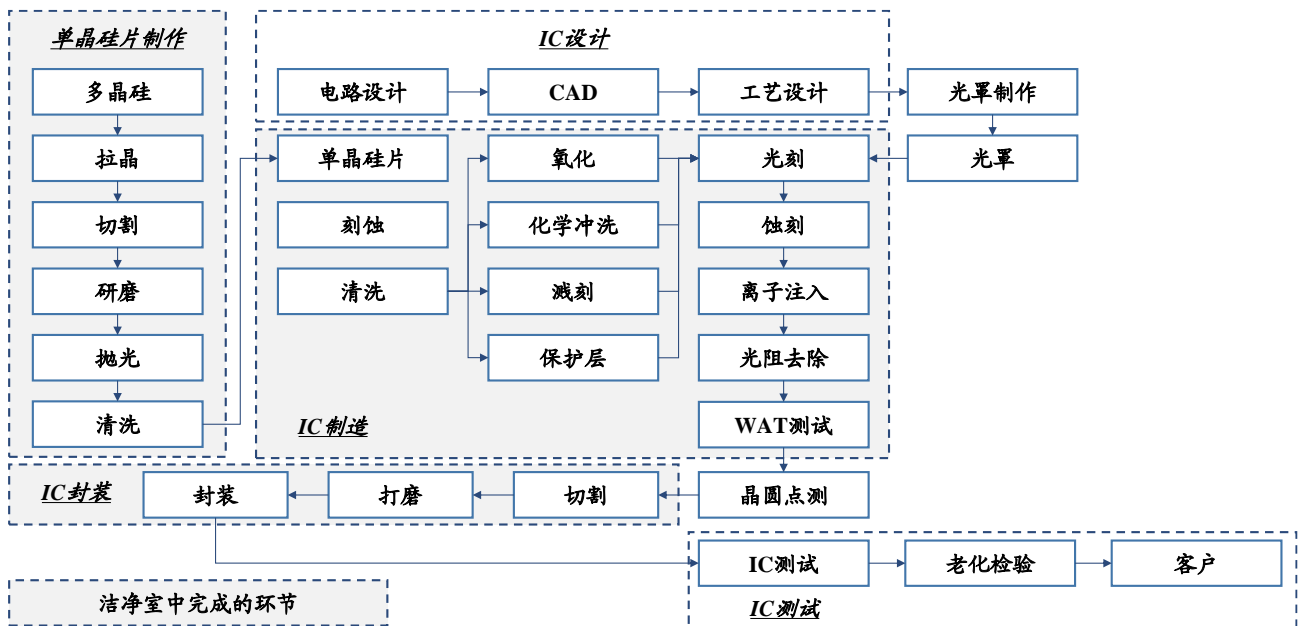
图16: 主要下游工业对洁净室洁净等级的要求

主要下游工业洁净等级要求	ISO 标准 空气洁净度 等级	大于或等于表中粒径的最大浓度限值 (pc/m ³)					
	(N)	0.1μm	0.2μm	0.3μm	0.5μm	1μm	5μm
食品工业 药品工业 封装 半导体材料 H D D T F T - L C D 芯片制造	ISO Class1	10	2	-	-	-	-
	ISO Class2	100	24	10	4	-	-
	ISO Class3	1,000	237	102	35	8	-
	ISO Class4	10,000	2,370	1,020	352	83	-
	ISO Class5	100,000	23,700	10,200	3,520	832	29
	ISO Class6	1,000,000	237,000	102,000	35,200	8,320	293
	ISO Class7	-	-	-	352,000	83,200	2,930
	ISO Class8	-	-	-	3,520,000	832,000	29,300
	ISO Class9	-	-	-	35,200,000	8,320,000	293,000

数据来源: 圣晖集成招股说明书, 东吴证券研究所

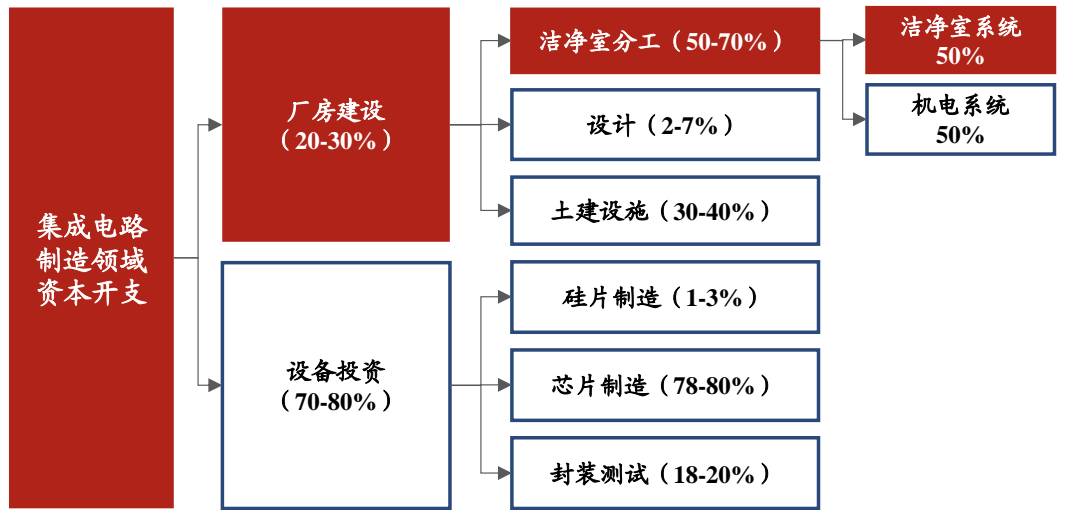
IC 半导体为高端洁净室最主要应用领域, 集成电路制造资本开支中洁净室工程占比 5-10%。洁净室工程是集成电路制造环节中重要的一环, 半导体集成电路产业链中几乎所有的主要环节, 从单晶硅片制造到 IC 制造及封装, 几乎所有重要的步骤都需要在洁净室中完成, 且随着技术进步, 集成电路对洁净度的要求也越来越高, 直接带动了洁净室工程的发展需求。根据屹唐股份招股说明书, 洁净室工程资本开支在集成电路制造领域资本开支中占比约为 10-20%, 其中洁净室系统、机电系统分别占比 5-10%。

图17: 集成电路产业链主要环节以及洁净室在其中的应用



数据来源: 美埃科技招股说明书, 东吴证券研究所

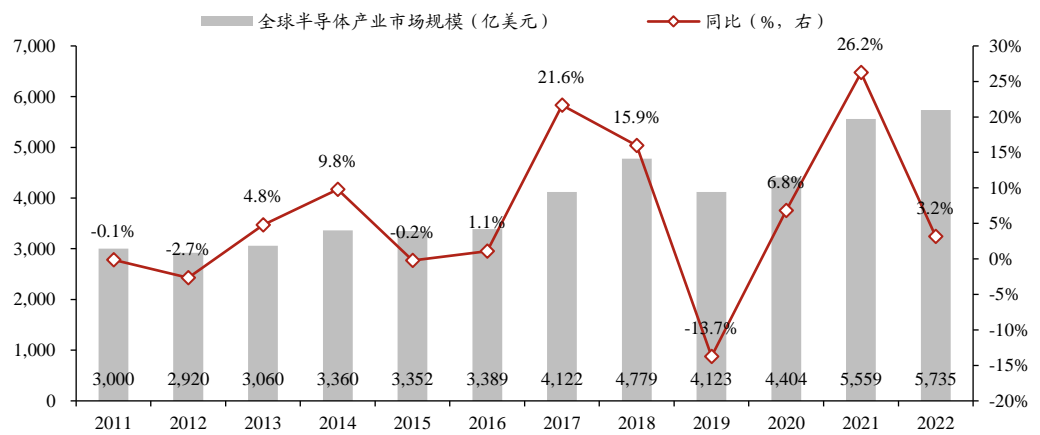
图18: 集成电路制造领域资本开支结构



数据来源: 屹唐股份招股说明书, 东吴证券研究所

全球半导体产业市场规模保持增长, 为洁净室行业发展提供良好契机。半导体产业一直为全球主要经济体激烈竞争的目标, 一方面是由于半导体国产化、自主可控对于维护国家信息安全、占据信息市场主导权等具有重要战略意义, 另一方面也是由于 5G、AI、云计算以及汽车电子等新兴领域的崛起带来对于先进工艺半导体产业的市场需求的日益增长; 根据 WSTS, 2022 年全球半导体产业市场规模达到 5735 亿美元, 过去 10 年的复合增长率达到 6.98%。

图19: 全球半导体产业市场规模及同比增速情况

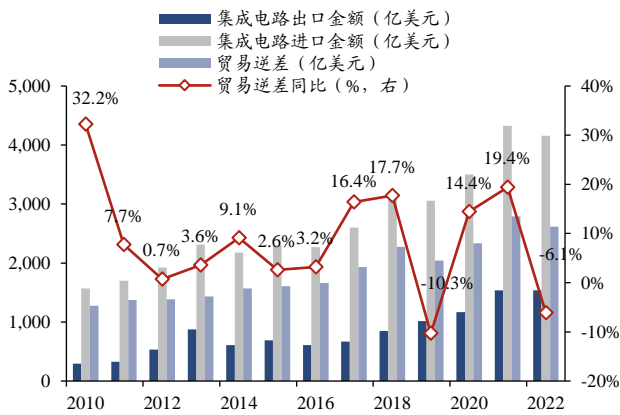


数据来源: WSTS, 东吴证券研究所

集成电路为我国最大贸易逆差商品, 自给率仍待进一步提升。根据海关总署数据, 近年来我国集成电路进口金额快速增长, 超过原油, 汽车整车、零部件等商品, 成为我国 2022 年进口金额最大的细分商品品类; 随着进口金额增长, 集成电路贸易逆差也逐年扩大, 2010-2022 年由 1277 亿美元增至 2617 亿美元; 根据 IC insights, 2021 年我国

集成电路自给率为 16.7%，距离 2020 年“十四五”规划提出的 2025 年国产芯片自给率达到 70% 的目标仍有很大差距，进口替代空间广阔。

图20: 我国集成电路进出口情况



数据来源: IC insights, 东吴证券研究所

图21: 我国集成电路自给率情况



数据来源: IC insights, 东吴证券研究所

海外制裁加剧限制我国半导体先进制程发展，国内多项政策出台扶持产业发展。近年来美国针对我国在半导体领域的限制全方位加剧，包括 2020 年 12 月将中芯国际列入“实体清单”，2022 年签署《芯片法案》，规定获得美国补贴的企业 10 年内不得在中国大陆扩产 28nm 以下的芯片制造、禁止先进 GAA 芯片的 EDA 设计工具出口中国、与日本、荷兰达成协议全面限制中国进口半导体制造设备材料等，导致国内半导体产业链各环节愈发受限，自主可控迫在眉睫；为鼓励我国集成电路产业发展，推进国产化自主可控，国家先后出台一系列支持集成电路发展的产业政策，包括税收减免、政府补贴等，加大力度扶持集成电路产业发展，国内半导体产业发展有望进一步提速。

表5: 我国支持集成电路产业发展的部分政策

时间	发布机构	政策文件	政策内容
2020 年 7 月	国务院	《新时期促进集成电路产业和软件产业政策》	分别从财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等多方面推动集成电路发展，优化集成电路产业和软件产业质量发展的若干产业发展环境。
2020 年 12 月	财政部、税务局	《关于促进集成电路产业和软件高质量发展企业所得税政策的公告》	明确国家鼓励的集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业，自获利年度起按照“两免三减半”征收企业所得税。
2021 年 1 月	国务院	《“十四五”国家知识产权保护和运用规划》	为促进知识产权高质量创造，要健全高质量创造支持政策、加强人工智能、量子信息、集成电路、基础软件等领域自主知识产权创造和储备。
2021 年 3 月	中共中央、国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	制定实施战略性科学计划和科学工程，瞄准前沿领域。其中，在集成电路领域，关注集成电路设计工具、重点装备和高纯靶材等关键材料研发、集成电路先进工艺和绝缘栅双极型晶体管（IGBT）、微机电系统（MEMS）等特色工艺突破，先进存储技术升级，碳化硅、氮化镓等宽禁带半导体发展。
2021 年 11 月	工信部	《“十四五”信息通信行业发展规划》	要完善数字化服务应用产业生态，加强产业链协同创新。丰富 5G 芯片、终端、模组、网关等产品种类。加快推动面向行业的 5G 芯片、模组、终端、网关等研发和产业化进程，推动芯片企业丰富产

品体系，加快模组分级分类研发，优化模组环境适应性，持续降低功耗及成本、增强原始创新能力和产业基础支撑能力。

2021 年 12 月 工信部

《“十四五”国家信息化规划》

要完成信息领域核心技术突破也要加快集成电路关键技术攻关。加快人工智能、量子信息、集成电路、空天信息、类脑计算、神经芯片、DNA 存储、脑机接口、数字孪生、新型非易失性存储、硅基光电子、飞硅基半导体等关键前沿领域的战略研究布局和技术融通创新。

2022 年 3 月

发改委等五部门

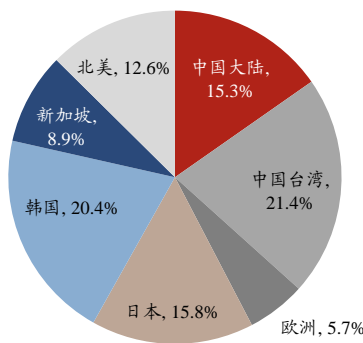
《关于做好 2022 年享受税收优惠的集成电路企业或项目、软件企业清单制定工作有关要求的通知》

对符合条件的集成电路企业或项目、软件企业清单给予税收优惠或减免，鼓励支持集成电路企业健康发展，加速推动国内半导体业的国产替代进程。

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所

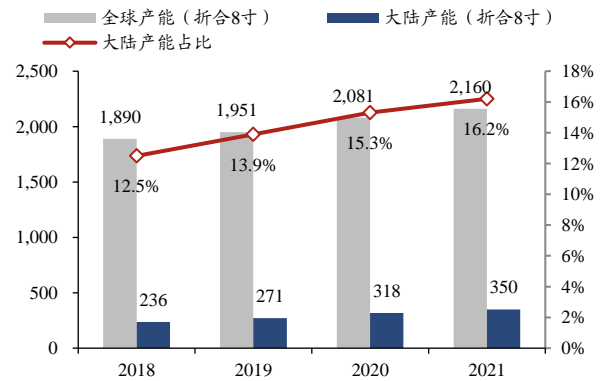
中国大陆晶圆产能占全球比例逐年提升，国内晶圆厂资本开支继续保持高力度。根据 SEMI 统计，2018-2021 年中国大陆折合 8 寸晶圆产能在全球产能中占比由 12.5% 提升至 16.2%，2017-2020 年间全球投产的 62 座半导体晶圆厂中 26 座设于中国，占全球总数的 42%；国家战略、下游需求、产业迁移、半导体行业逆周期扩产等多重因素导致国内大力发展集成电路产业成为大势所趋，根据 SEMI 《300mm Fab Outlook to 2024》预测，到 2024 年中国大陆将增加 12 英寸晶圆厂 8 座，根据 ittbank 等平台披露的国内主要厂商 12 英寸晶圆产能扩产计划，中国大陆晶圆厂未来新增产能有望达到 190 万片/月；国内核心晶圆厂（中芯国际、华虹半导体等）近期发布的 23Q1 季报中也基本维持了此前对于 2023 全年资本支出的判断，半导体行业的持续加大投入将为洁净室行业带来广阔的市场空间。

图22: 全球晶圆产能分布 (折合 8 寸, 截至 2020 年底)



数据来源：IC insights，东吴证券研究所

图23: 全球与大陆晶圆产能 (折合 8 寸, 万片/月)



数据来源：SEMI，东吴证券研究所

表6: 国内主要厂商 12 英寸晶圆产能扩产计划

序号	厂商	工厂代码	地点	当前产能(万片/月)	规划产能(万片/月)	序号	厂商	工厂代码	地点	当前产能(万片/月)	规划产能(万片/月)
1	中芯国际	SN1	上海	1.5	3.5	20	武汉新芯	Fab2	武汉	2.5	11.5
2	中芯国际	SN2	上海	0	3.5	21	合肥长鑫	Fab1	合肥	7	12.5
3	中芯国际	--	上海	0	10	22	合肥长鑫	Fab2	合肥	0	12.5
4	中芯国际	B1(Fab4、6)	北京	5.2	6	23	合肥长鑫	Fab3	合肥	0	12.5
5	中芯国际	B2	北京	6.2	10	24	晶合集成	N1	合肥	4	4
6	中芯国际	B3P1	北京	0	5	25	晶合集成	N2	合肥	0	4
7	中芯国际	B3P2	北京	0	5	26	晶合集成	N3	合肥	0	4
8	中芯国际	B3P3	北京	0	5	27	晶合集成	N4	合肥	0	4
9	中芯国际	B3P4	北京	0	5	28	广州粤芯	--	广州	2	4
10	中芯国际	Fab16A/B	深圳	0	4	29	芯恩	--	青岛	0.3	4
11	中芯国际	--	天津	0	10	30	华润微电子	--	重庆	--	--
12	上海华力	F5	上海	3.5	3.5	31	士兰集科	Fab1	厦门	4	8
13	上海华力	F6	上海	3	4	32	士兰集科	Fab2	厦门	--	8
14	华虹无锡	Fab7	无锡	2.5	8	33	联电-厦门联芯	Fab12x	厦门	2	5
15	上海华力	Fab8	上海	0	4	34	矽力杰	--	青岛	0	4
16	上海华力	Fab9	无锡	0	8	35	万国半导体	CQ	重庆	3	7
17	长江存储	Fab1	武汉	10	10	36	时代芯存	--	淮安	--	0.83
18	长江存储	Fab2	武汉	0	20	37	福建晋华	F1-F2	泉州	--	6
19	长江存储	Fab3	武汉	0	10						
未来新增 12 寸晶圆产能 (万片/月)											190

数据来源: ittbank, 东吴证券研究所

我们预测未来两年我国集成电路洁净室工程市场规模将达到近 500 亿, 支撑国内洁净室行业市场需求。根据 Omdia 数据及预测, 2022-2024 年中国大陆集成电路资本开支约为 269/204/252 亿美元; 根据屹唐股份招股说明书, 洁净室工程资本开支在集成电路制造资本开支中占比约为 10-20%, 取中位数 15%; 假设集成电路资本开支转化为洁净室等厂务招标需要半年时间, 洁净室资本支出将在当年和次年各释放一半, 经汇率换算后, 我们预测 2023-2024 年中国大陆集成电路行业洁净室工程市场规模将达到 481 亿元。

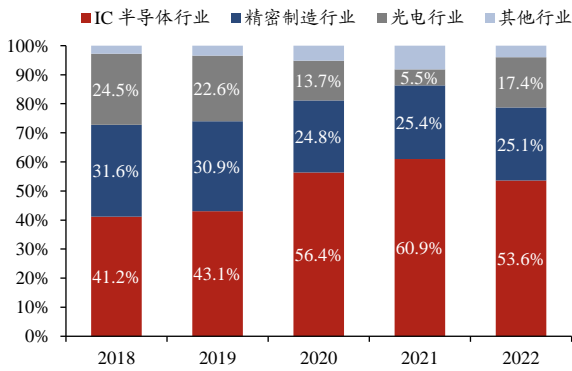
3. 公司: 深耕高端洁净室领域, 技术、口碑和人才积累助力快速增长

3.1. 经验与技术奠定专业保障, 长期人才储备形成护城河

公司主要专注于高端洁净室领域, 积累了丰富的施工经验。公司主要为客户提供中高端的洁净室系统集成工程的整体解决方案, 专注于 IC 半导体、光电面板等电子工业领域高科技厂房的洁净室工程项目, 具有洁净度等级高、投资规模大、建筑面积广、系

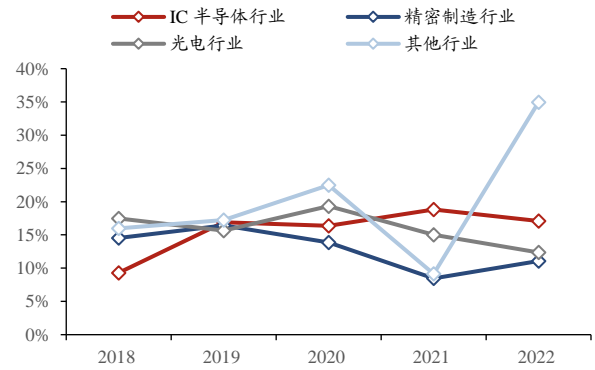
统集成复杂、工程质量要求高等特点；从主营业务收入构成来看，2022年IC半导体和光电面板行业营收占年度营收总额的71.0%，从毛利率水平来看，IC半导体和光电行业2020-2022年毛利率高于精密制造行业。

图24: 公司主营业务收入构成(分行业)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 公司分行业主营业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

行业资质方面,公司资质较为齐全,为业务开展提供了坚实的技术基础和专业保障。进入洁净室行业具备资质壁垒,且下游客户在项目招投标时会对承包商的经营资质、资金实力、工程实绩等进行综合评估;公司具备机电工程施工总承包一级资质、建筑机电安装工程专业承包一级资质、电子与智能化工程专业承包二级资质、建筑装修装饰工程专业承包二级资质和消防设施工程专业承包二级资质等资质,为在半导体、光电行业等高端需求的竞争奠定了良好的基础。

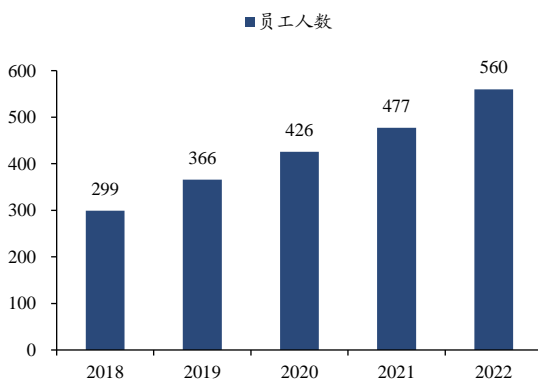
图26: 公司取得的资质认证等情况



数据来源: 圣晖集成招股说明书, 东吴证券研究所

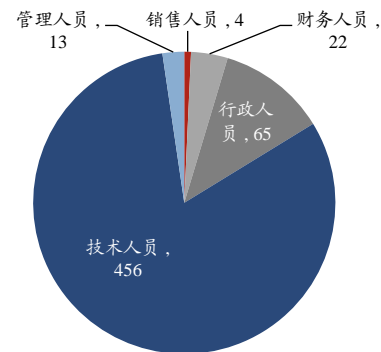
人员配置方面，公司注重对内部人才的发掘和培养，为业务的长远发展奠定坚实基础。由于洁净室属于技术密集行业，涉及专业知识广泛，人才队伍需要长期积累和培养；公司注重对内部技术和管理人才的挖掘和培养，经过多年的发展，培养了一批中高级管理人员、专业技术骨干和项目管理人才，形成了经验丰富的项目管理团队与资深设计团队，截至 2022 年末，公司员工人数达到 560 人，其中有取得 PMP 项目经理证书人员 28 名、一级建造师 14 名、一级建模师 9 名、二级建造师 25 名、中级及以上职称工程师 54 名，技术人员占比超过 75%；中层管理人员中 70%是从基层提拔晋升，员工流动率低，可以为客户提供长久持续的工程服务。

图27: 公司员工人数情况(人)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图28: 公司 2022 年员工构成(人)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

核心技术方面，公司洁净室技术在空气洁净度、温湿度控制、AMC 控制、微振动控制、静电控制等方面处于领先地位。

(1) **空气洁净度**: 洁净度以某些粒径大小的颗粒在每 1 立方米的颗粒数为衡量标准，洁净度等级越高，空气中污染物浓度越低，公司具有 ISO Class1 级别洁净室施工能力和经验，能够承接最高级别的洁净室工程项目；

(2) **温湿度控制**: 不当的温湿度会导致细菌等微生物、静电、冷却水产生，金属腐蚀和工作人员出汗污染洁净室等影响，且随着加工精度要求的提升，洁净室环境要求温度波动的范围也越来越小；公司具有 $\pm 0.1^{\circ}\text{C}$ 温度和 $\pm 2\%\text{RH}$ 湿度控制能力和经验，使得洁净室环境温湿度得到了更好的控制，波动幅度更小，同时也减少了能源的浪费；

(3) **AMC 控制**: AMC 即空气中分子级污染物，洁净室内的 AMC 主要来源于工艺生产使用的各种化学品、工艺设备和原材料的气体释放、室内操作人员以及各种建筑材料等，室外空气中的 AMC 浓度与厂房所在地的空气质量相关；公司能够做到 AMC 实施检测，并具备 PPT 级别的 AMC 控制能力，全面保障生产的效率和质量；

(4) **微振动控制**: 随着加工精度的提升，生产环境和相关生产设备对震动的容忍度也越来越小；公司具备 VC-C 级微振动控制能力，可将特定区域生产环境最大振动控制在 12.5 微米/秒以下，为洁净室指标高精度控制提供参考性系统解决方案；

(5) 静电控制：静电放电（ESD）所造成的破坏，如烧毁、打穿、劣化金属层、生产中断、微污染等，会导致产品制造良率低，成本上升；公司通过选取抗静电及导电材料、引入接地设计、安装静电消除器等方式从而最大程度消除静电对生产的影响。

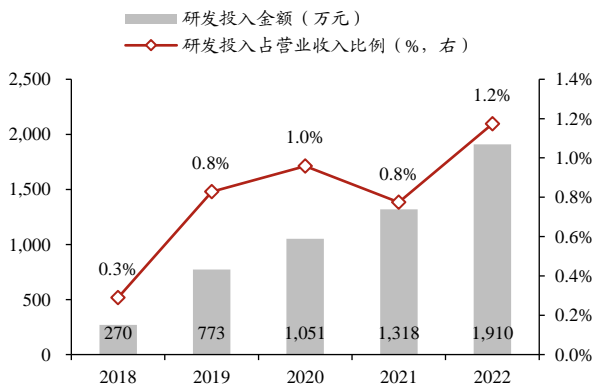
表7：公司在洁净室主要控制指标方面的技术成果

控制指标	公司优势
空气洁净度	公司具有最高等级（ISO Class1）洁净室施工能力和经验，能够承接最高级别洁净室工程项目
温湿度控制	公司洁净室具有±0.1℃温度和±2%RH湿度控制能力和经验，通过在温湿度控制系统中引入模糊控制环境和分程控制环节，发挥模糊控制动态响应好、上升时间快、超调小的特点，使得洁净室环境温度湿度得到了更好的控制，波动幅度更小，同时也减少了能源的浪费
AMC控制	公司能做到 AMC 实时检测，并具备 PPT 级别的 AMC 控制能力，根据业主方生产车间的具体情况，综合利用新风、循环风、化学过滤器、物理过滤器等方式并选择符合标准的建设施工材料，针对整个洁净室的环境进行全面的控制，尽可能减少 AMC 所造成的不良影响，全面保障生产的效率与质量
微振动控制	公司具有 VC-C 级微振动控制能力，具有将特定区域生产环境最大振动控制在 12.5 微米/秒以下的能力和经验，为洁净室指标高精度控制提供参考性系统解决方案。
静电控制	首先，在防静电设计中为业主厂房选用符合静电防护要求的抗静电及导电材料。其次，在厂房天花板、高架地板中引入接地设计，并保证防静电接地系统各个连接部位之间的电阻在几欧姆以下。此外，在生产车间内安装静电消除器。公司通过综合利用上述方式从而最大程度的提高产品良率。

数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

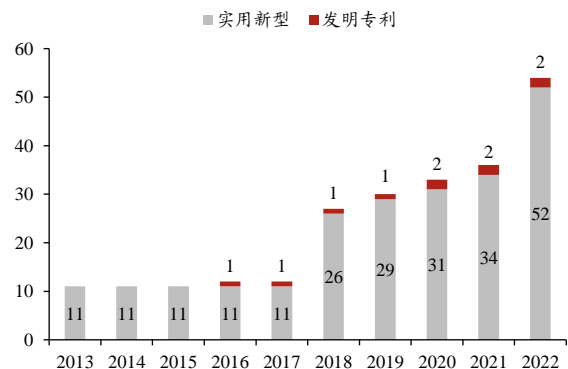
公司研发投入快速增长，拥有多项专利和领先技术。研发投入方面，公司 2018-2022 年研发费用 CAGR 为 63.0%，2022 年研发费用为 1910.2 万元，同比提升 45.0%，研发费用率也提升 0.4pct 至 1.2%；专利方面，截至 2022 年底，公司共拥有 52 项实用新型专利和 2 项发明专利；其他领先技术方面，公司针对洁净室工程项目建立了工程数据库，将多年的工程经验数据化、系统化，为公司承揽和实施工程项目提供强有力的技术与数据支持，此外公司还拥有行业领先的计算流体力学分析应用技术和空气采样与分析技术，可以提供事前模拟分析和事后采样分析，优化洁净室的布局、改进生产流程、降低生产成本以及改善成品良率，大幅度提高洁净室工程的稳定性和可靠性。

图29：公司研发投入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30：公司专利获取情况（截至每年年末）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

首次公开发行募集部分资金用于研发中心建设项目，进一步提升公司研发实力。公

司研发中心建设项目总投资额为 4000 万元，其中研发相关内容拟使用募集资金 2539.5 万元，主要研发方向包括 CFD 工程辅助分析技术、AMC 防治试验、BIM 建模技术和工业 4.0 智能工厂厂务设施解决方案，建设期限为 2 年；研发中心建设项目有助于改善公司研发环境、完善研发架构、提升公司工程服务技术含量，从而进一步增强公司核心竞争力。

表8: 公司研发中心建设项目主要研发方向

研发方向	说明
CFD 工程辅助分析技术	<ul style="list-style-type: none"> CFD 是计算流体力学（Computational Fluid Dynamics）的简称，具有成本低和能模拟较复杂或较理想的过程等优点，还可以拓宽实验研究的范围，减少成本昂贵的实验工作量 本项目将基于稳态洁净室分析的初步数据，在送风温度、流量、湿度以及洁净室内部结构（比如导流板）、设备位置、送/回风口位置等方面进行调整和优化，对大空间的室内空间 CFD 仿真项目，提供点对点验证
AMC 防治实验	<ul style="list-style-type: none"> 在半导体生产领域，目前国内半导体企业的最小制程已经达到 28 纳米。随着技术的发展，未来国内半导体企业的制程将缩减至 20 纳米。在 20 纳米制程的级别，气体分子污染将成为半导体行业持续突破的工程技术障碍 本项目将结合洁净项目 FAB 内引发的 AMC 问题，考虑到洁净室内产生 AMC 的各种可能原因，从洁净室的一般系统，到新风空调箱设计改进，FFU 循环系统优化，各种化学过滤器对 AMC 作用的分析，使得排气系统综合改善，并通过定性与定量的分体，制定防治 AMC 可行性方案，提高洁净室 AMC 的控制水平
BIM 建模技术	<ul style="list-style-type: none"> 借助 BIM 三维模型，提高信息集成化程度，从而为建筑工程项目的相关利益方提供工程信息交换和共享的平台
工业 4.0 智能工厂厂务设施解决方案	<ul style="list-style-type: none"> 本项目将通过对公司现有信息化系统的整合升级，提升公司项目实施和办公管理的效率；公司也将通过对工程实施各环节的深入探索，将更多的环节纳入工厂化的生产体系中，运用工厂化的生产管理和产品管理模式提升整体的生产标准化、自动化和智能化程度

数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 工程质量获得客户一致认可，有望绑定优质客户助力长期成长

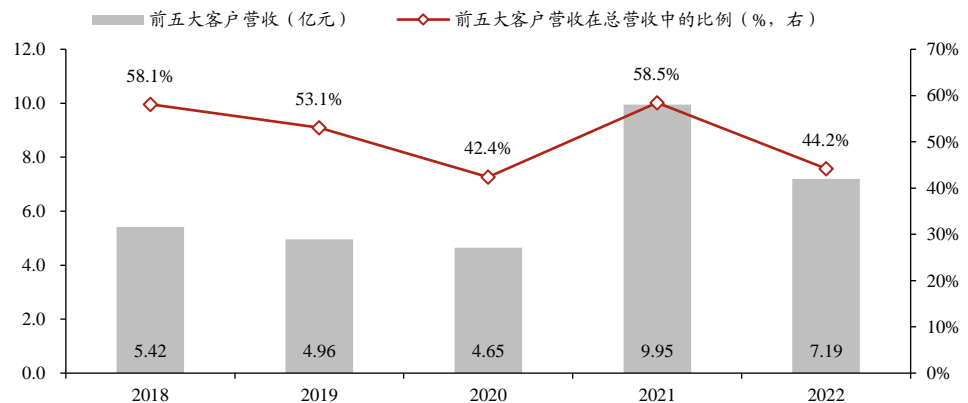
公司为半导体、光电、精密制造等行业知名企业提供洁净室系统集成工程服务，在行业内享有较高的声誉。中高端需求客户的洁净室厂房投资金额大，对洁净室的稳定性要求高，业主通常会选择经验丰富、有历史业绩可考、行业领先的工程服务企业进行合作，若工程质量得到业主认可，业主一般将继续维持与洁净室工程企业的合作关系；公司具备 IC 半导体和光电面板全生产流程洁净室施工设计施工能力和项目经验，通过长期努力积累了宝贵的客户资源，在 IC 半导体产业客户包括中芯国际、三安集成、晶合集成、矽品科技等，光电面板行业客户包括三安光电、纬创资通，精密制造业客户包括富士康科技集团、奇力新、大东科技等，工程品质获得了客户的一致认可。

2021 年	新建半导体生产厂房等项目优秀供应商	英诺赛科（苏州）半导体有限公司北京世源希达工程技术有限公司
2021 年	新建半导体生产厂房等项目优秀项目经理、先进工作者	英诺赛科（苏州）半导体有限公司
2021 年	2020 年度优秀厂商	合肥晶合集成电路有限公司
2021 年	2021 年度先进单位	合肥晶合集成电路有限公司
2021 年	2021 年度上半年安全管理先进单位	中国电建集团山东电力建设第一工程有限公司
2021 年	2021 年度项目管理先进单位	中国电建集团山东电力建设第一工程有限公司
2021 年	2021 年度“战役保生产”优秀供应商	泉州市三安集成电路有限公司
2021 年	2021 年度优秀承包商	康宁显示科技（合肥）有限公司
2021 年	2021 年度卓越安全承包商	康宁显示科技（合肥）有限公司

数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

公司客户集中度较高，大客户粘性强。公司形成了稳定长期的客户群体，2018-2022 年前五大客户营收占比均达到 40%以上，与矽品科技、纬创资通等优质企业建立了 10 余年的合作关系，且与三安集成、中芯国际、矽品科技等企业也建立了稳固的合作关系，为业务开展奠定了坚实的基础；客户开拓方面，公司主要通过现有客户推荐、邀请招标、商务谈判等方式与客户接洽；2022 年公司新签订单 499 个，合同金额达到 23.0 亿元，截至 2022 年末在手订单总金额为 12.4 亿元，订单储备充足。

图32：公司 2018-2022 年前五大客户营收及占比情况



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

表10：公司 2018-2021 年服务的前五大客户简介

客户	简介
泉州三安半导体科技有限公司	三安光电自成立以来投资规模最大、产业涉及面最广、技术难度最大的全资子公司，意味着三安光电在半导体化合物高端领域全产业链的布局
矽品科技（苏州）有限公司	母公司台湾矽品精密工业股份有限公司为全球前四大专业封装测试代工服务业者，现属日月光投资控股公司成员，成为全球第一专业封装测试代工服务业者
渠梁电子有限公司	矽品精密子公司，渠梁电子有限公司技术水平在全球封装测试领域排名前列，主要针对移动通讯 5G、服务器、新能源、AI 人工智能等领域应用芯片，提供各项集成电路封装及测试服务，满足高端客户需求。
纬创资通（股）有限公司	自宏基计算机股份有限公司中分割独立出之专业代工集团，全球最大的 ODM 专业代工公司之一，致力于生产 ICT 产品

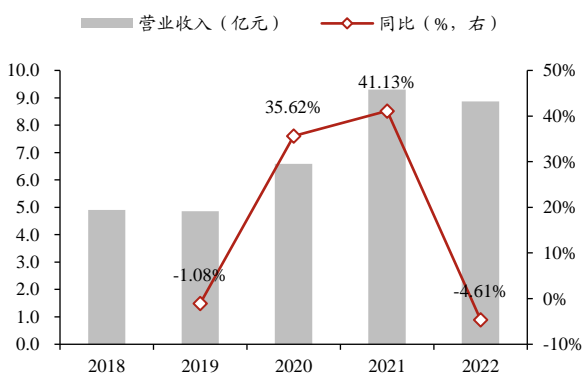
合肥晶合集成电路股份有限公司	由合肥市建设投资控股（集团）有限公司与台湾力晶科技股份有限公司合资建设。晶合集成专注于半导体晶圆生产代工服务
兰考裕富精密科技有限公司	是富士康科技集团在开封市兰考县投资建设的玻璃盖板生产企业，主营业务为手机光学玻璃智能化生产
上海合晶硅材料股份有限公司	为合晶科技控股子公司，是国内量产集成电路硅材料的制造基地之一，中国大陆第一大半导体硅外延片一体化制造商（按产能计算）
矽兴（苏州）集成电路科技有限公司	矽格集团子公司，矽格集团为世界级领导半导体设计公司、组件制造商提供各类型 IC 封装测试及晶圆级凸块和晶圆级封装服务，集团在苏州投资建立测试生产线，为芯片提供封装保护并对封装完毕的芯片进行功能和性能测试
北京世源希达工程技术有限公司	中国电子工程设计院有限公司全资子公司，在我国集成电路、平板显示、新能源、科研院所、智能及信息化系统、生物医药、医疗手术室等多个特种环境建设领域发挥着不容忽视的重要作用，目前的市场份额已在同行业中名列前茅
惠州迪芬尼声学科技股份有限公司	音频行业内领先的系统解决方案的专业服务商，服务客户主要包括 Apple、Amazon、Bose、B&O、Comcast、Facebook、Google、Harman、Sennheiser、Sony、Zound、百度、小米及海尔等全球领先的音频品牌厂商和科技公司，是行业内生产规模和销售规模最大的公司之一
康宁显示科技（合肥）有限公司	美国康宁全资子公司，是公司投资建设的一座 10.5 代玻璃基板制造工厂

数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

3.3. 积极响应客户需求布局东南亚市场，海外扩张贡献新增长点

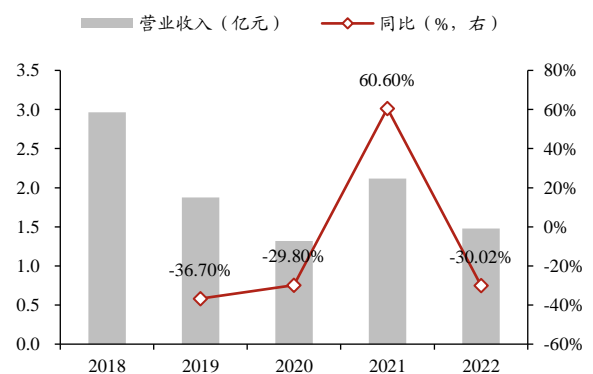
公司在境内深耕长三角、珠三角地区，设立营销服务网点推广公司业务。公司境内设立苏州、深圳两大业务中心以及深圳分公司、厦门分公司等，业务主要分布于长三角、珠三角区域；公司通过在合肥、郑州、长沙、武汉、重庆等地等地设置销售网点，在全国多个省市开展业务，加强技术服务和售后服务，实现直面客户、快速对接。公司 2022 年在华东/华中/华南/西南地区分别实现营业收入 8.9/1.5/0.6/2.3 亿元，其中西南地区营业收入同比+631%，华南地区营业收入同比+136%。

图33: 华东地区营业收入及同比增速



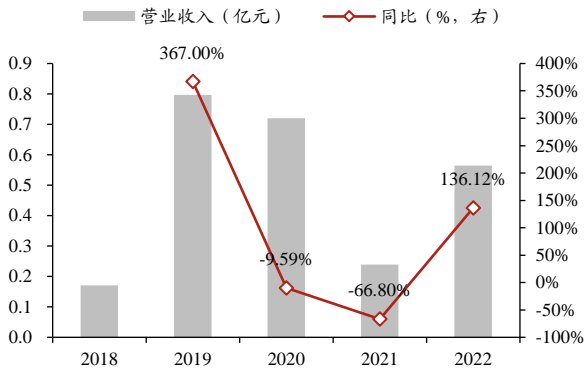
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34: 华中地区营业收入及同比增速



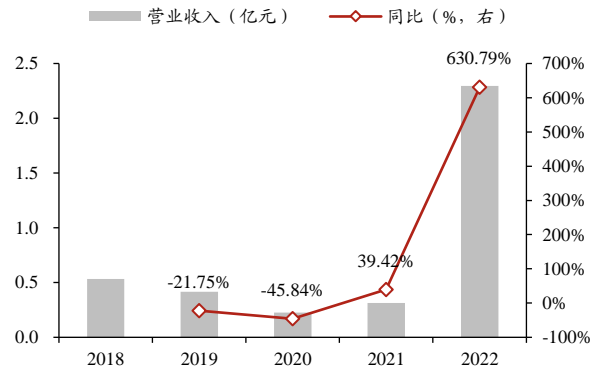
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35: 华南地区营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 西南地区营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在国际地缘冲突、中美贸易摩擦等因素作用下, 半导体产业链加速向东南亚地区转移。东南亚在全球半导体产业链分工中发挥着越来越重要的作用, 制造了全球 15-20% 的被动元件, 约占全球半导体封测市场的 27%, 且在地缘政治冲突等因素作用下, 东南亚成为此次全球半导体产业转移的受益地区。

表11: 全球知名大厂东南亚产业链转移情况

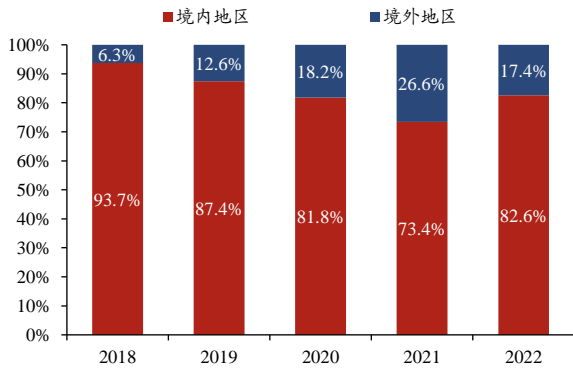
公司	东南亚布局情况	说明
苹果	越南、印度、马来西亚、新加坡、泰国	自中美贸易战开始, 越南、马来西亚、新加坡和泰国的制造工厂数量达到 97 个, 印度也为主要转移目的地, 2022 年苹果生产的 2 亿部 iPhone 中超过 650 万部在印度生产
三星	新加坡、越南、菲律宾、印度尼西亚、泰国、马来西亚	越南是三星全球最大的生产基地, 贡献了三星 1/3 的全球电子产品出货量, 承接三星手机超 50 产能
和硕	印度	印度清奈厂已在 2022 年下半年已投入生产, 成熟度也比预期好很多, 公司表示 2023 年将拨出 3 亿~3.5 亿美元的资本支出, 继续用于东南亚厂区的扩张计划
英特尔	越南	2021 年初, 英特尔向其越南业务注资 4.75 亿美元, 在西贡高科技园区建设高科技芯片测试和封装设施
Marvell	越南	宣布在越南胡志明市建立集成电路设计中心的计划, 项目完成后, Marvell 越南将成为继美国、印度和以色列中心之后的 Marvell 四大全球研发中心之一
纬创、广达	马来西亚、越南、泰国	已经表态将配合美系客户的需求, 预计 2023 年在马来西亚、越南、泰国等地增设生产基地以供调度
谷歌、AWS、Meta、微软等	--	将大部分 ODM 合作商的 L6 服务器产线迁往中国台湾, 更计划在东南亚设立新的产线以备不时之需, 进一步降低地缘政治风险

数据来源: 半导体行业观察、电子工程专辑、PCB 资讯、actSMTC 等公众号, 东吴证券研究所

公司通过收并购方式在东南亚地区实现业务布局, 响应客户需求积极开展境外业务。在业务开展方面, 公司 2018 年从圣晖国际、台湾圣晖处分别完成对香港 Acter、新加坡 Acter 两大投资平台的收购, 逐步在泰国、越南、印尼、马来西亚等东南亚地区实现了布局, 从而为境外客户提供更好的属地化服务, 2019-2021 年公司境外员工人数分别为 64/122/143 人, 境外营收占比由 12.6% 增至 26.6%; 公司 2022 年境外实现营业收入 2.8

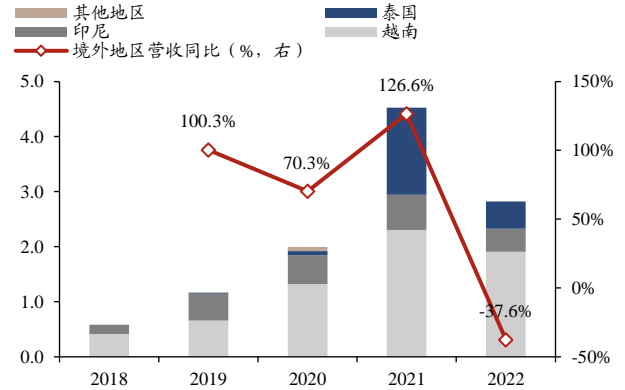
亿元，同比-37.6%，主要是受到疫情影响导致境外项目实施进度延迟，收入确认减少的影响，公司境外市场开发力度不减，将充分受益于东南亚半导体产业发展带来的洁净室工程需求增长。

图37: 公司境内外营收占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图38: 公司主要境外地区营业收入情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

结合上文我们对于洁净室工程行业以及公司的分析，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 21.4/28.0/36.3 亿元（同比分别+31.7%/+30.5%/+29.7%），归母净利润分别为 1.6/2.2/2.9 亿元（同比分别+30.8%/+34.2%/+33.9%）。盈利预测主要假设如下：

(1) 收入端：公司核心业务为 IC 半导体洁净室工程，下游行业需求将稳定提升，基于公司在手及 2022 年新签订单情况，系统集成工程和二次配工程营业收入均有望保持增长。我们预计 2022-2024 年公司系统集成业务实现营业收入 18.4/24.1/31.3 亿元，二次配工程业务实现营业收入 2.5/3.3/4.4 亿元；

(2) 利润端：下游大客户资本开支保持高强度，公司大额订单有望增加，大客户议价权较强，导致公司系统集成工程业务利润水平略下滑；二次配业务利润水平整体高于系统集成工程业务。我们预计 2022-2024 年公司系统集成工程业务毛利率分别 14.7%/14.9%/15.2%，二次配工程业务毛利率为 18.0%/18.0%/18.5%。

(3) 费用端：公司营业收入高速增长，预计各项期间费用率将小幅下降。

表12: 公司盈利预测简表与假设

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	备注与假设
洁净室工程——系统集成工程								
收入	万元	97,406	143,862	138,109	183,684	240,626	312,814	下游行业需求持续提升，基于公司在手订单保障，系统集成工程营业收入有望保持增长；
yoy		17.2%	47.7%	-4.0%	33.0%	31.0%	30.0%	
毛利额	万元	15,305	20,226	20,997	27,002	35,853	47,548	公司大额订单增多，大客户议价权较强，公司毛利率水平小幅下降；
毛利率		15.7%	14.1%	15.2%	14.7%	14.9%	15.2%	
洁净室工程——二次配工程								
收入	万元	8,486	22,116	19,219	25,177	33,486	44,202	下游行业需求稳定提升，基于公司在手订单保障，二次配工程营业收入有望保持增长；二次配收入增速略滞后于系统集成工程；
yoy		21.4%	160.6%	-13.1%	31.0%	33.0%	32.0%	
毛利额	万元	1,484	4,681	2,908	4,532	6,027	8,177	二次配毛利率水平整体高于系统集成工程；公司2022年二次配受结算节奏影响毛利率较低，此后有望回升；
毛利率		17.5%	21.2%	15.1%	18.0%	18.0%	18.5%	
利润表摘要								
营业收入	万元	109,643	170,233	162,790	214,344	279,617	362,545	
yoy		17.3%	55.3%	-4.4%	31.7%	30.5%	29.7%	
毛利额	万元	17,920	25,720	25,137	32,732	43,124	56,983	
毛利率		16.3%	15.1%	15.4%	15.3%	15.4%	15.7%	
销售费用率		0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	公司收入快速增长，期间费用率略有下降；
管理费用率		4.1%	3.1%	3.7%	3.5%	3.4%	3.4%	
研发费用率		1.0%	0.8%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	
财务费用率		0.0%	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	
归母净利润	万元	8,173	12,360	12,287	16,072	21,563	28,878	
yoy		11.4%	51.2%	-0.6%	30.8%	34.2%	33.9%	
净利率		7.5%	7.3%	7.5%	7.5%	7.7%	8.0%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

圣晖集成利润率、周转率等财务指标表现优于柏诚股份、亚翔集成等可比公司。盈利能力方面，2020-2022年圣晖集成毛利率分别为16.3%/15.1%/15.4%，销售净利率分别为7.4%/7.3%/7.6%，明显优于同行业的柏诚股份和亚翔集成，我们认为这主要是由于公司下游应用中IC半导体、光电面板等中高端需求占比较高所致；周转能力方面，洁净室工程项目执行期一般为6-9个月，项目周期较短，且大部分合同款项采用进度款的方式结算，使得洁净室工程的回款速度优于其他类型工程项目，在此基础上圣晖集成应收账款周转率、净营业周期等指标进一步优于可比公司，体现了公司出色的项目管理能力和协调能力。

表13: 圣晖集成利润率、周转率等财务指标表现优于同行业其他公司

	2018	2019	2020	2021	2022
毛利率					
圣晖集成	12.39%	16.32%	16.34%	15.11%	15.44%
柏诚股份	19.06%	16.94%	13.79%	12.30%	14.67%
亚翔集成	11.57%	11.32%	8.28%	7.89%	10.79%
销售净利率					
圣晖集成	3.71%	7.85%	7.44%	7.30%	7.56%
柏诚股份	10.81%	8.96%	6.07%	5.54%	9.12%
亚翔集成	7.16%	5.41%	-3.71%	1.16%	4.99%
人均创收 (万元)					
圣晖集成	312.0	256.0	258.6	358.4	290.7
柏诚股份	323.6	343.9	296.9	348.5	299.4
亚翔集成	395.8	338.1	173.7	395.0	430.5
应收账款周转率					
圣晖集成	4.9	4.3	5.1	6.3	3.9
柏诚股份	2.6	2.9	3.2	5.9	5.1
亚翔集成	3.6	2.5	1.7	5.6	5.0
净营业周期					
圣晖集成	--	15.6	20.1	26.9	48.3
柏诚股份	--	73.6	83.9	71.4	77.6
亚翔集成	45.6	72.0	191.1	80.4	55.1

数据来源: 各公司公告, Wind, 东吴证券研究所

4.2. 投资建议

公司在申万行业分类中所属二级行业为“建筑装饰—专业工程”，同时公司的核心业务洁净室工程为半导体产业链的其中一环，综合考虑后我们选取申万二级专业工程行业分类下的东华科技（新能源、化工等专业工程）、利柏特（工业模块化）、三联虹普（高分子材料专业工程），半导体产业链上的盛剑环境（废气治理系统）、美埃科技（空气净化系统）、至纯科技（IC设备）作为可比公司。

我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.6/2.2/2.9 亿元，截至 6 月 28 日对应 P/E 分别为 26.8/20.0/14.9 倍。圣晖集成是国内领先的洁净室工程解决方案一站式服务商，核心业务为 IC 半导体洁净室工程，国内政策高度支持半导体行业发展，晶圆厂商资本开支保持高强力度，且 IC 半导体对洁净室质量标准要求更为严格，市场参与者有限，以价值竞争为主；公司正处于快速发展阶段，积累了丰富的项目经验和客户资源，近年来人员保持扩张，业绩弹性受益于下游大客户的扩产计划将有望加速释放。截至 6 月 28 日，圣晖集成 PE (TTM) 为 32.3，高于专业工程可比公司水平，但低于半导体产业链可比公司水平，我们首次覆盖给予“买入”评级。

表14: 可比公司估值表 (截至 2023 年 6 月 28 日)

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	归母净利润 (亿元)				市盈率			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
专业工程可比公司											
002140.SZ	东华科技	63.2	21.6	2.9	3.4	4.2	5.1	21.9	18.4	15.1	12.5
605167.SH	利柏特	41.8	26.4	1.4	2.1	2.7	3.5	30.5	20.2	15.5	12.1
300384.SZ	三联虹普*	53.2	21.3	2.4	3.2	4.1	5.3	22.1	16.6	12.8	10.0
	平均值		23.1					24.8	18.4	14.5	11.5
半导体产业链可比公司											
603324.SH	盛剑环境*	46.1	34.2	1.3	2.1	2.9	3.9	35.4	21.5	15.7	11.9
603690.SH	至纯科技*	129.7	40.1	2.8	5.7	7.9	10.1	45.9	22.7	16.5	12.8
688376.SH	美埃科技*	54.0	41.6	1.2	1.7	2.5	3.2	43.8	31.3	21.7	16.8
	平均值		38.6					41.7	25.2	17.9	13.9
603163.SH	圣晖集成	43.1	32.3	1.2	1.6	2.2	2.9	35.1	26.8	20.0	14.9

数据来源: Wind, 东吴证券研究所;

备注: 标*公司盈利预测来自东吴证券研究所, 其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期;

5. 风险提示

(1) **国内晶圆厂商资本开支不及预期的风险。**公司核心业务为 IC 半导体洁净室工程, 晶圆厂商资本开支力度将直接影响到洁净室工程行业的景气程度; 若国内晶圆厂商资本开支不及预期, 产能扩张受限, 将会影响公司的订单水平, 进而影响公司经营业绩。

(2) **市场竞争加剧的风险。**洁净室工程行业规模快速扩张, 行业进入者日益增加, 虽然高端洁净室业务开展具备一定壁垒, 但若公司不能在技术、人才、管理、品牌等方面保持竞争优势, 将会影响公司业务开展。

(3) **海外业务恢复不及预期的风险。**公司境外营收占比达 10%以上, 2022 年公司境内业务稳定增长, 但疫情等因素导致境外工程进度受限, 从而影响收入确认, 导致公司 2022 年营收略有下滑; 若海外业务恢复不及预期, 将导致公司业绩恢复缓慢甚至进一步下滑。

圣晖集成三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,690	2,080	2,601	3,324	营业总收入	1,628	2,143	2,796	3,625
货币资金及交易性金融资产	672	771	930	1,160	营业成本(含金融类)	1,377	1,816	2,365	3,056
经营性应收款项	557	734	943	1,233	税金及附加	4	5	7	8
存货	0	5	2	7	销售费用	6	8	10	13
合同资产	389	513	669	867	管理费用	60	75	95	123
其他流动资产	71	58	58	58	研发费用	19	21	28	36
非流动资产	87	90	92	94	财务费用	6	6	8	11
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	4	5	6	8
固定资产及使用权资产	45	47	50	51	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	7	8	8	9	减值损失	0	(8)	(10)	(12)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	1
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	160	209	280	375
其他非流动资产	33	32	32	32	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	1,777	2,170	2,694	3,419	利润总额	159	208	279	374
流动负债	746	1,043	1,350	1,786	减:所得税	36	47	63	85
短期借款及一年内到期的非流动负债	33	58	83	108	净利润	123	161	216	289
经营性应付款项	590	823	1,056	1,405	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	75	98	128	166	归属母公司净利润	123	161	216	289
其他流动负债	48	64	83	107	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.23	1.61	2.16	2.89
非流动负债	18	18	18	18	EBIT	160	231	308	409
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	166	238	316	417
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.44	15.27	15.42	15.72
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	7.55	7.50	7.71	7.97
其他非流动负债	15	15	15	15	收入增长率(%)	(4.37)	31.67	30.45	29.66
负债合计	764	1,061	1,368	1,804	归母净利润增长率(%)	(0.60)	30.81	34.16	33.92
归属母公司股东权益	1,009	1,105	1,321	1,609					
少数股东权益	4	4	5	5					
所有者权益合计	1,013	1,109	1,325	1,614					
负债和股东权益	1,777	2,170	2,694	3,419					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	161	148	145	216	每股净资产(元)	12.62	11.05	13.21	16.09
投资活动现金流	(126)	(10)	(11)	(11)	最新发行在外股份(百万股)	100	100	100	100
筹资活动现金流	365	(40)	25	25	ROIC(%)	15.51	16.10	18.46	20.17
现金净增加额	400	98	159	230	ROE-摊薄(%)	12.17	14.54	16.33	17.94
折旧和摊销	6	7	8	8	资产负债率(%)	42.98	48.88	50.80	52.78
资本开支	(5)	(8)	(8)	(8)	P/E (现价&最新股本摊薄)	35.07	26.81	19.98	14.92
营运资本变动	25	(28)	(89)	(94)	P/B (现价)	3.42	3.90	3.26	2.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>