专注 IC 半导体高端领域，洁净室龙头技术领先

——圣晖集成（603163.SH）首次覆盖报告

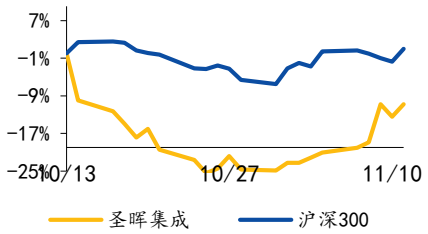
买入|首次覆盖

当前价/目标价：33.13/51.42 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	39.24/28.85
A 股流通股（百万股）：	20.00
A 股总股本（百万股）：	80.00
流通市值（百万元）：	699.80
总市值（百万元）：	2799.20

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 凌晨
执业证书编号 S0020521110002
电话 021-51097188
邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

报告要点：

- **洁净室行业技术领先龙头，专注 IC 半导体等高端领域**

圣晖集成专注于先进制造业的洁净室系统集成整合工程，已具备“工程施工设计+采购+施工+维护”EPCO 的能力。公司客户覆盖电子、医药生物、精细化工、食品等领域，在 IC 半导体和光电面板全生产流程洁净室施工设计上，公司具备过硬的能力和项目经验。2018-2021 年公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 22.20%/52.91%，利润端增速显著高于营收端增速，体现公司布局高端制造业的洁净室领域，带来的优秀盈利能力。

- **我国洁净室行业市场空间广阔，行业向高质量发展**

洁净室工程是先进制造业的基础工程。随着 IC 半导体、光电面板、精密制造等国家战略新兴产业快速发展，相关产业投资加速，带动了我国洁净室行业的快速发展，预计 2025 年我国洁净室行业市场规模将达到 3275.3 亿元。其中，集成电路制造是对洁净度整体要求最高的行业，高制造要求亦带动洁净室工程单位造价的稳步提升。

- **公司核心竞争力：技术业内领先，客户资源积累深厚**

公司是业内少数具有在高端电子领域建造高等级洁净室的企业，其技术在空气洁净度、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。公司已成功实施超 300 项洁净室相关工程，其中百级及以上洁净室工程近 50 项，该等工程的品质均得到了业主的一致认可。公司在高端洁净室工程领域拥有较高的市场份额，主要客户涵盖电子行业的全球知名企业，包括矽品科技、中芯国际、富士康科技集团、三安集成、友达光电、歌尔股份、华润微电子、协鑫集成、晶合集成等，客户资源优质。

- **投资建议与盈利预测**

公司作为国内洁净室行业技术领先龙头，深耕 IC 半导体、光电面板等高端电子制造行业，积累了丰富的项目经验和优质的客户资源。我们认为公司将受益于大客户固定资产投资的高增长，迎来业绩的持续兑现。我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 16.70/23.11/30.43 亿元，归母净利润分别为 1.34/2.29/3.25 亿元。当前股价对应 EPS 分别为 1.68/2.86/4.06 元，对应 PE 为 19.8/11.6/8.2 倍。参考可比公司平均 PE，合理给予公司 2023 年 18 倍 PE，对应目标股价 51.42 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示**

需求不及预期风险、市场竞争加剧风险、成本高于预期风险、产能扩张低于预期风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1096.43	1702.33	1669.72	2311.41	3043.45
收入同比(%)	17.34	55.26	-1.92	38.43	31.67
归母净利润(百万元)	81.73	123.60	134.10	228.54	324.99
归母净利润同比(%)	11.44	51.23	8.49	70.42	42.20
ROE(%)	25.33	29.20	12.77	18.85	22.81
每股收益(元)	1.02	1.55	1.68	2.86	4.06
市盈率(P/E)	32.43	21.44	19.76	11.60	8.16

资料来源：Wind，国元证券研究所

目　录

1.洁净室行业技术领先龙头，专注 IC 半导体等高端领域 4
1.1 圣晖集成是国内洁净室行业的技术领先龙头 4
1.2 财务分析：疫情短期扰动不改发展趋势，期待后续业绩的环比回升 4
2. 我国洁净室行业市场空间广阔，行业向高质量发展 7
2.1 国内的高端制造业崛起推动洁净室行业扩容 7
2.2 洁净室行业的高质量发展趋势带来行业的高壁垒 9
2.3 行业集中度较低，圣晖集成的市场份额不断增长 10
3. 核心竞争力：技术业内领先，客户资源积累深厚 12
3.1 深耕高端电子制造领域，洁净室技术业内领先 12
3.2 工程业绩突出，客户资源积累深厚 13
4. 盈利预测和投资评级 16
5. 风险提示 18

图表目录

图 1：圣晖国际直接持股 65.00% 4
图 2：公司营业收入及同比增速 5
图 3：公司归母净利润及同比增速 5
图 4：IC 半导体行业为公司贡献主要的营业收入 5
图 5：各行业毛利率情况 5
图 6：2021 年公司境内地区收入占比 73.40% 6
图 7：2022Q1-3 公司盈利水平有所抬升 6
图 8：公司期间费用率情况 6
图 9：洁净室工程行业产业链 7
图 10：洁净室系统集成工程示意图 8
图 11：2021 年我国电子信息产业固定资产投资 37440 亿元，同比增长 22.3% 8
图 12：2025 年我国洁净室行业市场规模将达到 3275.3 亿元，同比增长 10.1% 8
图 13：我国洁净室工程均价稳步提升 9
图 14：2021 年公司的国内占有率为 0.78% 12
图 15：2021 年公司的中标合约金额为 17.13 亿元 12
图 16：公司自设立至今服务的 IC 半导体行业主要客户 14
图 17：公司自设立至今服务的光电面板行业主要客户 14
图 18：公司自设立至今服务的精密制造行业主要客户 15
图 19：公司自设立至今服务的生物医药等其他行业主要客户 15

表 1：洁净室行业的主要壁垒 10
表 2：洁净室行业主要的竞争对手情况 11
表 3：公司 2021 年所获得的主要工程奖项 14
表 4：分业务收入及毛利率（单位：百万元） 16
表 5：相对估值表 17

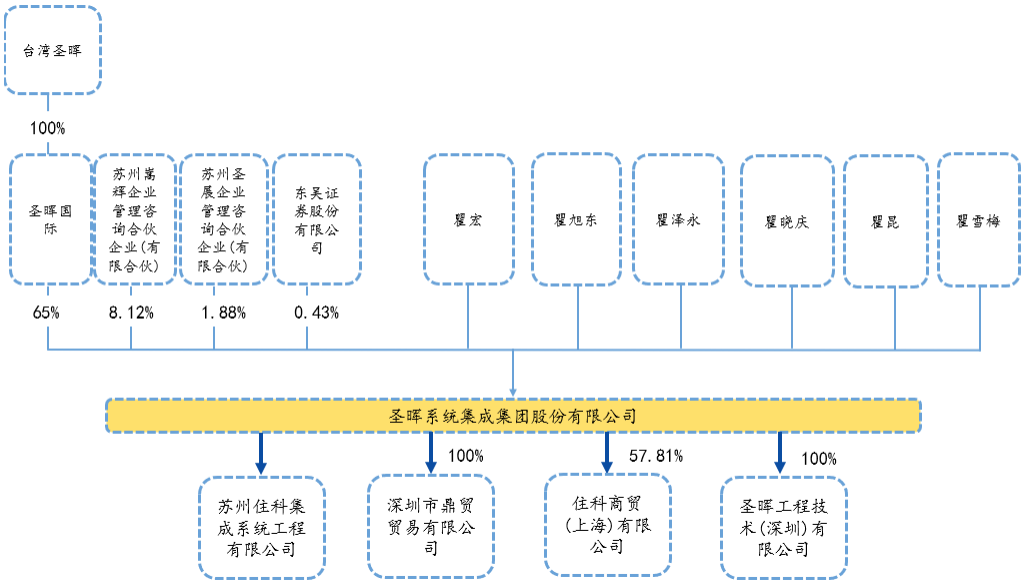
1.洁净室行业技术领先龙头，专注 IC 半导体等高端领域

1.1 圣晖集成是国内洁净室行业的技术领先龙头

洁净室行业技术领先龙头。圣晖集成成立于 2003 年，专注于先进制造业的洁净室系统集成整合工程，目前已具备“工程施工设计+采购+施工+维护”EPCO 的能力。公司客户覆盖电子、医药生物、精细化工、食品等领域，在 IC 半导体和光电面板全生产流程洁净室施工设计上，公司具备过硬的能力和项目经验。公司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，包括中芯国际、富士康科技集团、矽品科技、三安集成、友达光电、歌尔股份、华润微电子、上海合晶硅等业内知名企业。

公司直接控股股东为圣晖国际。圣晖国际直接持有公司 65.00%的股份，为公司直接控股股东，台湾圣晖直接持有圣晖国际 100%股权，为公司间接控股股东。苏州嵩晖和苏州圣展分别持有公司 8.12%/1.88%的股权，公司股权结构较为集中。

图 1：圣晖国际直接持股 65.00%



资料来源：爱企查，公司招股说明书，Wind，国元证券研究所

注：股权结构截至 2022-10-13(首发上市)

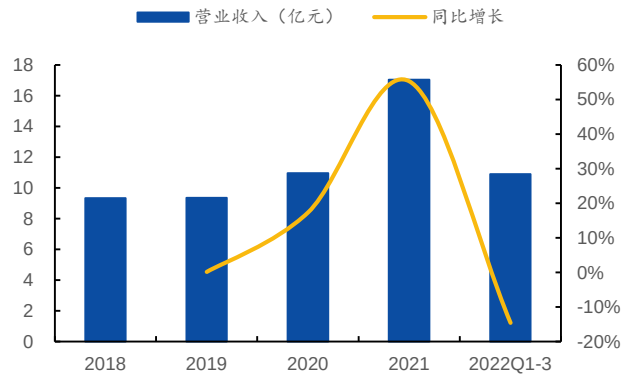
1.2 财务分析：疫情短期扰动不改发展趋势，期待后续业绩的环比回升

2018-2021 年归母净利润复合增速达 52.91%，盈利增速显著。作为洁净室行业的技术领先龙头，公司的在手订单快速增长，助力公司的业绩增长。2018-2021 年公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 22.20%/52.91%，利润端增速显著高于营收端增速，体现公司布局高端制造业的洁净室领域，带来的优秀的盈利能力。

2022 年受疫情影响公司营收下滑，预计 1-2 个季度后订单结转，将助力公司业绩

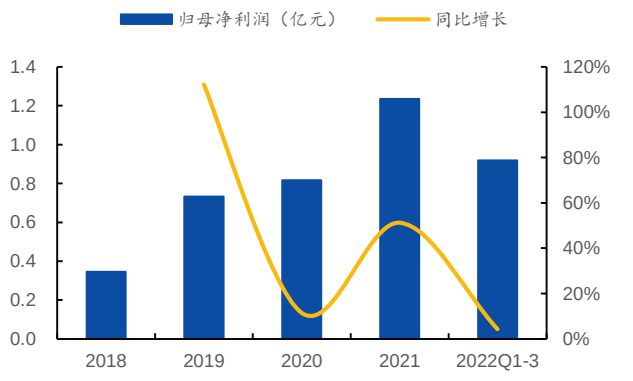
的边际回升。2022Q1-3 公司营业收入/归母净利润分别为 10.90/0.92 亿元，分别同比增长-14.55%/4.30%，主要系 2022 年国内疫情影响公司部分材料设备的交期以及人员的施工作业，叠加越南、泰国 2021 年疫情爆发，部分业主推迟了其在越南、泰国等地的建厂投资计划，公司 2021 年新增订单的下滑幅度较大，进而影响公司 2022 年的境外收入。截至 2022Q3 公司合同负债为 0.95 亿元，相较于 2021 年底增长 336.84%，预计 1-2 个季度后订单的收入结转，将助力公司业绩的边际回升。

图 2：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

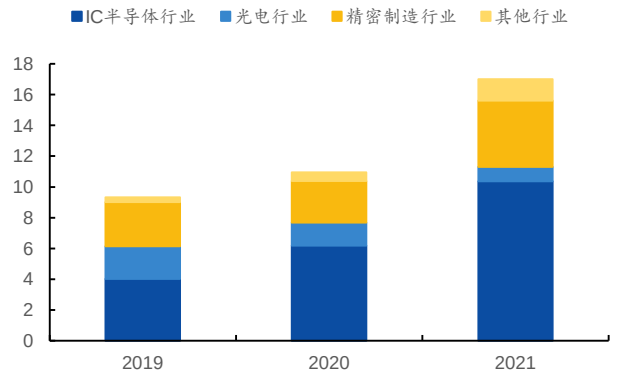
图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

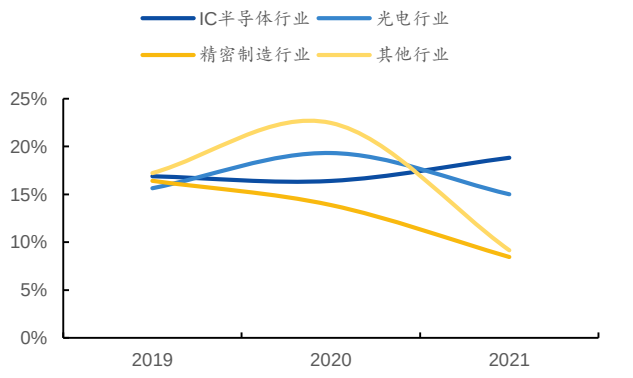
IC 半导体领域的客户为公司贡献了主要营业收入。公司深耕高端电子制造（IC 半导体、光电面板等）洁净室领域，具备 IC 半导体和光电面板全生产流程洁净室施工设计施工能力和项目经验。2021 年，IC 半导体客户贡献超 60.94%的营业收入，其次依次是精密制造、光电行业和其他，营收占比依次为 25.42%、5.48%和 8.16%。从毛利率水平来看，2021 年 IC 半导体行业毛利率为 18.82%，同比提升 2.43pct，较精密制造行业高出 10.36pct。我们认为未来公司在 IC 半导体和光电面板行业的持续深耕，有望持续增厚公司的盈利能力。

图 4：IC 半导体行业为公司贡献主要的营业收入



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：各行业毛利率情况

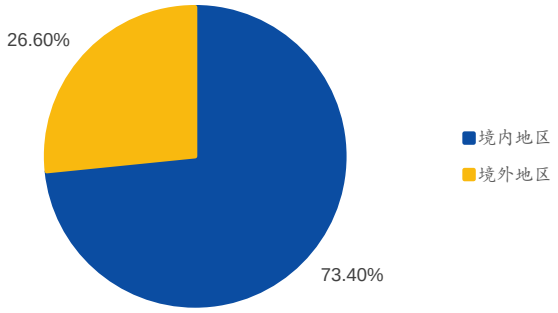


资料来源：Wind，国元证券研究所

境内地区贡献主要营收，2022 年境外新签订单 2.11 亿元已超 2021 年全年。2021 年公司境内/境外地区营收分别为 12.49/4.52 亿元，占比分别为 73.40%/26.60%。

公司境外客户主要集中于越南、印尼和泰国，2019-2021 年新增订单分别为 2.12/4.95/1.63 亿元，2021 年受越南、泰国的疫情影响，公司新增订单大幅下滑。根据公司招股说明书，截至 2022 年 10 月 13 日（首发上市日），2022 年公司的境外新签订单金额已达 2.11 亿元，超过 2021 年全年，后续公司境外业务有望逐步恢复。

图 6：2021 年公司境内地区收入占比 73.40%

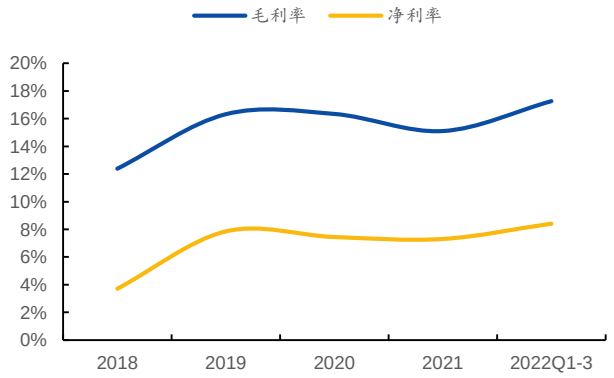


资料来源：Wind，国元证券研究所

2022Q1-3 公司盈利水平有所提升。2022Q1-3 公司毛利率/净利率分别为 17.27%/8.41%，同比提升 2.52/1.47pct，主要系 2022 年毛利率较低的境外收入及占比均大幅减少，以及由于 2020 年低毛利承接的境外主要项目在 2021 年已基本完工，使得 2022Q1-3 公司的境外毛利率有所回升。

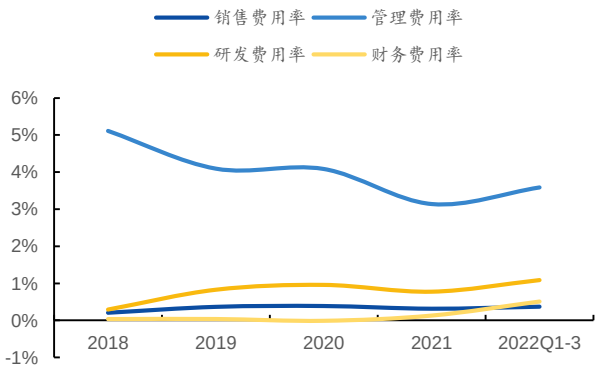
2022Q1-3 公司期间费用率有所抬升，但仍保持在合理区间内。2022Q1-3 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.37%/3.59%/1.09%/0.51%，分别同比提升 0.07/0.63/0.46/0.43pct，期间费用率有所抬升，但仍保持在合理区间。

图 7：2022Q1-3 公司盈利水平有所抬升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

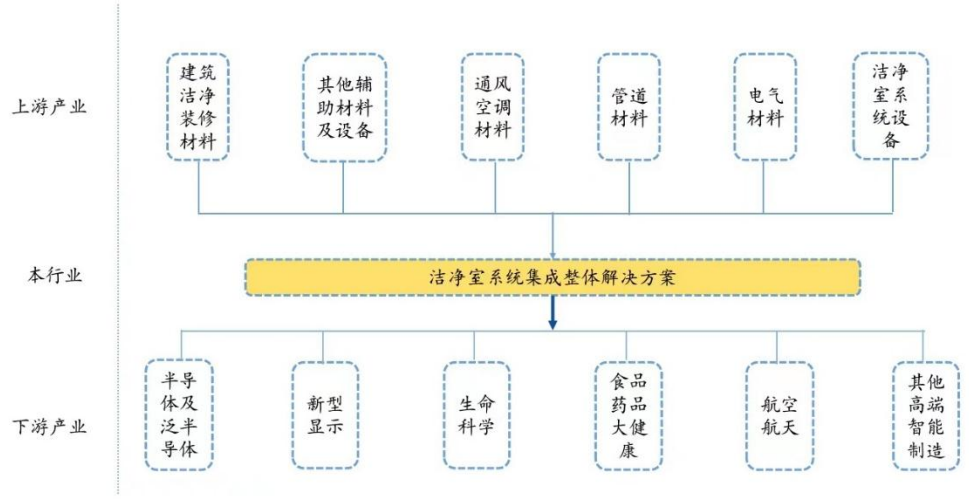
2. 我国洁净室行业市场空间广阔，行业向高质量发展

2.1 国内的高端制造业崛起推动洁净室行业扩容

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，并将室内的洁净度、温度、湿度、压力、气流速度与流向、噪音、电磁干扰、微振动、照度、静电等控制在某一需求范围内，而给予特别设计的空间。

洁净室工程是先进制造业的基础工程，其品质对于制造业的发展影响较大。洁净室工程属于先进制造业的基础性工程，是 IC 半导体、电子元器件、光电面板、医药生技、食品饮料等行业必不可少的一部分，先进制造行业的发展很大程度上受到洁净室的品质和水平的影响。除了传统的空气洁净程度、气压气流、温湿度控制以外，广义洁净室还包括：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。

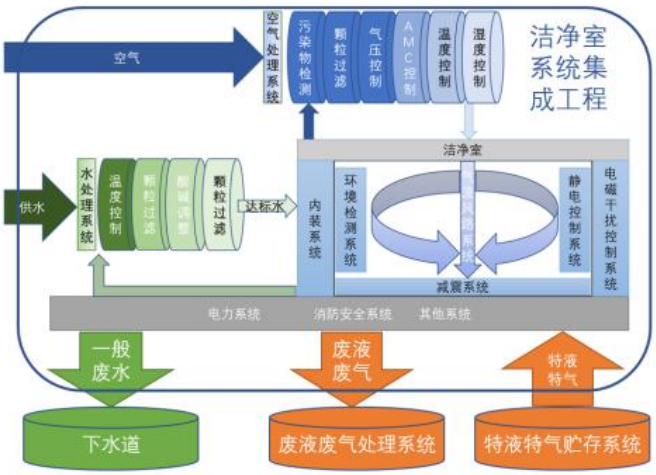
图 9：洁净室工程行业产业链



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

洁净室系统集成包括洁净室相关的空气处理系统、气流风路系统、水处理系统、内装系统、减振系统、静电控制系统、电磁干扰控制系统、制程系统、环境检测系统、电力系统、消防安全系统和其他洁净室相关系统。

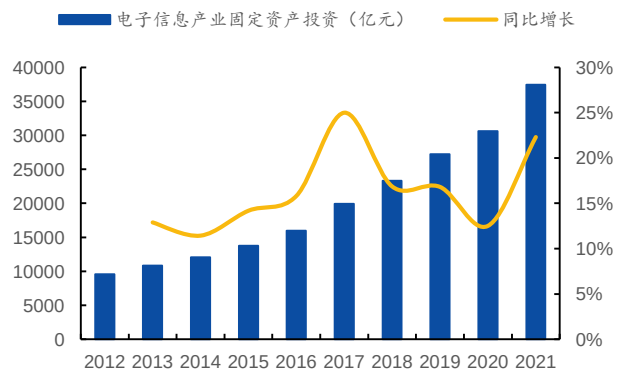
图 10：洁净室系统集成工程示意图



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

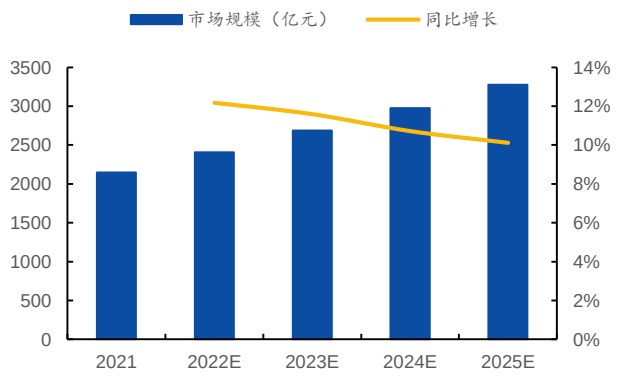
下游高端制造业的蓬勃发展助力洁净室工程行业的扩容。随着国家产业升级、制造强国的进一步推进，IC 半导体、光电面板、精密制造等国家战略新兴产业快速发展，极大程度上加速推动相关产业投资，带动了洁净室需求的增长和我国洁净室行业的快速发展。1）2021 年我国电子信息产业固定资产投资达到 37440 亿元，同比增长 22.3%；2）新能源行业的产能扩张，带来对洁净室的需求。例如，光伏硅片的生产和电池片的制造均需在净化车间内进行，电解铜箔的生产对于洁净室的生产环境提出了较高要求。在下游产业的蓬勃发展的驱动下，预计我国洁净室行业市场规模将从 2021 年的 2146.1 亿元提升至 2025 年的 3275.3 亿元，CAGR 达 11.15%。

图 11：2021 年我国电子信息产业固定资产投资 37440 亿元，同比增长 22.3%



资料来源：国家统计局，公司招股说明书，国元证券研究所

图 12：2025 年我国洁净室行业市场规模将达到 3275.3 亿元，同比增长 10.1%



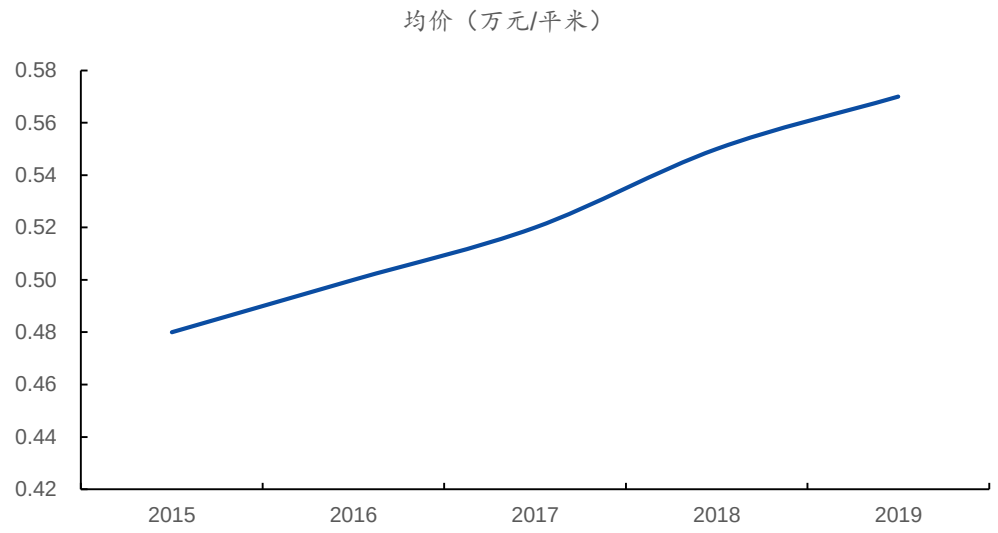
资料来源：智研咨询，公司招股说明书，国元证券研究所

2.2 洁净室行业的高质量发展趋势带来行业的高壁垒

由于技术原因和制造工序的复杂程度高，集成电路制造是对洁净度整体要求最高的行业。集成电路由于技术的复杂程度与日俱增，对于空气洁净度的要求也越来越高，核心工艺区需保持 1-4 级的洁净度。而其他大部分行业比如食品制造、药品、医学等行业对洁净度的要求大多在 5-9 级，低于集成电路和新型显示对洁净度的要求。

高制造要求带来洁净室工程单位造价的稳步提升。微量的脏污或者微弱的静电都有可能造成元器件产品良品率大幅降低，直接影响业主的效益。目前硬盘磁头的静电压阈值已经下降到 3V 以内，部分 IC 封装环境要求达到 ISO Class6 水平。随着电子产品的集成化、密化、微型化、功能化等趋势逐步加强，对元器件的要求越来越高，电子信息产业对洁净室的要求标准也越来越严格。在高质量导向的要求下，我国洁净室工程的单位造价由 2015 年的 0.48 万元/平方米提升至 2019 年的 0.57 万元/平方米，呈现稳步上涨的趋势。

图 13：我国洁净室工程均价稳步提升



资料来源：公司招股说明书，智研咨询，国元证券研究所

洁净室行业具有高准入门槛、资金、技术等多重壁垒。洁净室行业具有准入起点较高、技术含量高、施工难度大等特点，小型洁净室工程企业愈发不能满足下游大型企业在业务资质、集中采购、低成本配送、持续稳定的全方位服务等方面的要求。同时下游行业的快速发展和变化也对行业的技术服务能力提出了高要求，洁净室工程行业的发展趋于集中化和规模化。

表 1：洁净室行业的主要壁垒

壁垒	相关介绍
资质壁垒	业主在招标时一般会根据自身项目特点，按照政府相关部门颁布的标准，设置一定的资质条件。而按照资质管理的相关规定，服务商取得不同等级的资质需要在注册资本、项目经验、企业规模、技术装备、人员数量等多方面满足要求，方能取得相应资质与许可。 新进入企业难以在短时间内获得资质证书，严格的资质审核将对新进入者形成一定的壁垒。
技术水平与人才壁垒	**洁净室工程较为复杂，专业性、综合性较强**，在项目实施工程中，需要多专业、多环节统筹考虑，工程实施需要较高的技术水平。需掌握材料学、工程学、化工、力学等相关领域的知识，并熟悉洁净室在不同行业中的应用，具有专业性、综合性、实践性的特点。 新进入企业面临着缺乏专业人才的壁垒。
业绩壁垒	电子行业的洁净室工程项目由于投入大、要求高，因此过往成功业绩的品质和效果以及与业主合作等方面累积的商业信誉，往往成为客户筛选洁净室工程项目的重点。 新进入企业由于缺乏相应的业绩和行业经验支撑，在竞标时一般不具备优势。
资金壁垒	行业的竞争在低层次上主要体现为机电安装工程服务的竞争，工程服务以人为主，资金的需求较低，**主要体现为项目的资金垫付**。
客户壁垒	有**工程金额较大、工程周期较长、专业要求较高**等特点，洁净室的质量、稳定性、后续维护等因素，使得客户会谨慎选择洁净工程承包方，并在企业技术水平、企业规模、从业经验等方面进行综合考察，在通过后方进行合作。 由于洁净工程的高度定制化，导致后续的维护、维修工作很难交由第三方完成。因此，行业新进入者将面临一定的客户壁垒。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2.3 行业集中度较低，圣晖集成的市场份额不断增长

经过多年发展，洁净室工程行业内企业不断进行细分市场的竞争，逐渐形成了不同行业领域内的领先企业。在高端电子行业，主要洁净室工程服务企业有圣晖集成、十一科技、十院、中电二公司、中电四公司、亚翔集成、江西汉唐、新纶新材、柏诚股份等。

表 2：洁净室行业主要的竞争对手情况

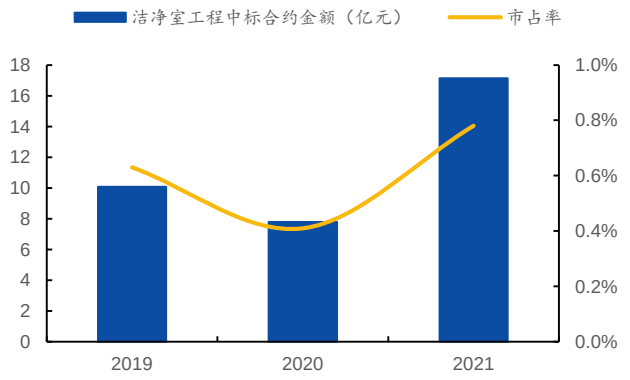
公司名称	公司简介
十一科技	太极实业”（股票编号：600667）的全资子公司，是国内率先整体改制的大型设计院，由 1964 年成立的第四机械工业部十一设计院整体改制成立，是一家专业从事工程咨询，工程设计和工程总承包业务的大型综合性工程技术服务公司。在电子与生物高科技工程、光伏新能源工程、物流工程三大领域已经形成了独特的优势。公司对半导体集成电路、新型显示器件、生物制品、光伏新能源等高新技术产品生产环境所需要的大面积高级别净化空调系统、自动控制系统、数据通信系统以及防静电、防微振、电磁污染控制等方面的工程设计与建造具有独特的专长。
十院	创建于 1953 年，系原信息产业部第十设计研究院，2009 年并入国家开发投资公司。以设计为龙头，服务范围涵盖前期咨询、规划、环境和节能评价、工程设计、项目管理、工程监理、工程承包、工程检测评定等全过程。2016 年、2019 年，被授权国家电子工程建筑及环境性能质量监督检验中心、国家健康养老智能系统与装备质量监督检验中心。
中电二公司	始建于 1953 年，现隶属于中国电子信息产业集团有限公司，是国内最早从事洁净工程、工业建筑工程的大型央企，已成长为从项目咨询、规划、设计、实施、采购、调试到运维，具备全周期服务能力的高科技工业建筑领域 EPC 服务的领先企业，是国内为数不多的能为客户提供真正一体化全厂各系统设计服务的公司。注册地位于江苏无锡，有 4 个业务中心，6 家子公司。
中电四公司	始建于 1953 年，隶属中国电子系统技术有限公司，是一家专注于电子信息、生物制药、化工环保、数据中心、汽车、新能源等高科技制造业领域的工程咨询、工程设计、工程承包和设施管理的综合型工程技术服务公司。公司以石家庄为注册地，北京、上海、成都为 3 大运营中心，建立了苏州、杭州、深圳等 12 个区域中心。
亚翔集成	成立于 2002 年，由台湾亚翔工程股份有限公司等股东共同投资。以苏州为中国大陆总部，先后在上海、厦门、深圳、济宁、成都、重庆、武汉、新加坡分别设立分公司。多年在半导体、光电、太阳能、生物制药、食品、医院、商用建筑等不同领域积累了较多的成功经验，为客户提供了专业化的工程技术服务。
江西汉唐	成立于 2003 年，注册地位于江西南昌，主营机电设备安装专业工程施工承包，系由江西省建工集团公司和台湾汉唐集成股份有限公司合资设立的中外合资经营建筑业企业，是一家以全面性整合服务方式提供高科技产业建厂的专业系统集成服务公司，针对高科技事业建厂所必需的建筑工程、洁净室、机械、配管、制程支持、仪表及控制、通讯、生命安全、门禁及安全管理、空间规划管理、二次配管路工程等系统，均囊括在其服务范围之内。
新纶新材	成立于 2002 年，总部在深圳市南山区，2010 年在深圳证券交易所上市（股票代码：002341）。公司是以新材料研发、生产为本的行业综合服务商，集洁净室工程设计、施工、维护，超净产品研发、生产、销售于一体的行业系统解决方案提供商，中国实验室系统工程及设备提供商。新纶新材致力成为国际领先覆盖上下游业务领域的行业综合服务商，以新材料为本，迄今已构筑起先进材料、洁净工程与超净产品、材料衍生智造三大产业方向，涵盖电子功能材料、新能源材料、光电显示材料、高性能纤维、科创&净化工程、超净产品、电子材料构件、智能模塑八大核心业务领域。
柏诚股份	创立于 1994 年 1 月，总部设在江苏省无锡市，在半导体、光电、新能源、生命科学、生物制药、食品以及其它高端制造等产业建设领域，已经发展成为国内一流的工程承包商。

资料来源：公司招股说明书，各公司官方网站及上市公司年报等其他公开资料，国元证券研究所

圣晖集成在国内的市占率呈现提升趋势。公司已在国内承建了近 50 座百级以上的洁净室工程，工程品质得到了业主的广泛认可。公司作为国内洁净室工程行业的知名品牌，在高端洁净室工程领域拥有较高的市场份额，在行业内享有较高的声誉和

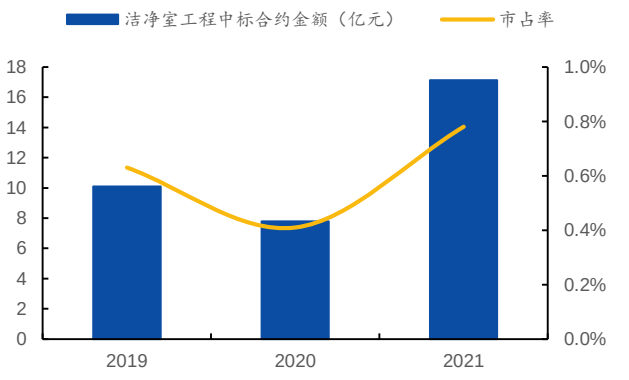
市场影响力，具备较高的行业地位。公司洁净室工程业务的国内市场占有率由 2019 的 0.63%提升至 2021 年的 0.78%，在国内中标的洁净室工程金额由 2019 年的 10.09 亿元提升至 2021 年的 17.13 亿元。

图 14：2021 年公司的国内占有率为 0.78%



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 15：2021 年公司的中标合约金额为 17.13 亿元



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3. 核心竞争力：技术业内领先，客户资源积累深厚

3.1 深耕高端电子制造领域，洁净室技术业内领先

公司是业内少数具有在高端电子领域建造高等级洁净室的企业。公司专注于 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，属于洁净室工程行业的高端领域，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。电子行业中特定精密电子制造的生产程序通常要求工厂保持 24 小时不间断生产，客户对洁净室的稳定性与可靠性要求很高，对洁净室工程公司的技术水平和综合管理水平提出了更高的要求。由于该洁净室工程所需建造技术的取得需要长时间的研发和实践经验积累，行业内只有少数企业具有在该等领域建造高等级洁净室的技术水平。公司具有较高的技术水平，已承建了国内多座高科技厂房的高端洁净室工程项目，是行业内领先的知名企业。

公司拥有多项专利和领先技术。截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有专利 36 项，还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，可以为客户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。

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）洁净度：公司具有最高等级洁净室施工能力和经验。

空气中颗粒物数量的多少是衡量洁净室内洁净度的主要指标之一。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。

2）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。

不当的温湿度会导致细菌等微生物的产生、静电的产生、冷却水产生、金属腐蚀和工作人员出汗污染洁净室等不良影响。另一方面，由于加工精度越来越精细，洁净室环境要求温度波动的范围越来越小。例如，在大规模集成电路生产的光刻曝光工艺中，作为掩膜板材料的玻璃与硅片的热膨胀系数的差要求越来越小。线径 100μm 的硅片，温度上升 1 度，就引起 0.24μm 线径膨胀。公司具备±0.1℃温度和±2%RH 湿度控制的能力和经验。

3）AMC 控制：公司具有 PPT 级别的 AMC 控制能力

AMC 即空气中分子级污染物，来源于洁净室内及室外空气。洁净室内的 AMC 主要来源于以下几个方面: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 多少与厂房所在地的空气质量有关，且地方差异性较大，通常越是工厂集中的工业区来自室外的 AMC 就越严重。公司能做到 AMC 实时检测，并具备 PPT 级别的 AMC 控制能力。

4）微振动控制：公司具有 VC-C 级微振动控制能力

随着加工精度的逐渐精细，生产环境和相关生产设备对振动的容忍度越来越小。例如集成电路生产的光刻曝光工艺中，生产设备些许的振动就可能影响产品的良率程度。公司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。

3.2 工程业绩突出，客户资源积累深厚

公司积累了丰富的洁净室工程实绩经验，工程业绩突出。从成立至今，公司已成功实施超过 300 项洁净室相关工程，其中百级及以上洁净室工程近 50 项，该等工程的品质均得到了业主的一致认可。仅以 2021 年为例，公司建造多项半导体、集成电路领域的洁净室工程。

表 3：公司 2021 年所获得的主要工程奖项

序号	荣誉名称	客户
1	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
2	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
3	2020 年度优秀厂商	合肥晶合集成电路有限公司
4	2021 年度先进单位	合肥晶合集成电路有限公司
5	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
6	2021 年度上半年项目管理先进单位	中国电建集团山东电力建设第一工程有限公司
7	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
8	2021 年度优秀承包商	康宁显示科技（合肥）有限公司
9	2021 年度卓越安全承包商	康宁显示科技（合肥）有限公司

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司客户资源积累深厚。公司在高端洁净室工程领域拥有较高的市场份额，主要客户涵盖电子行业的全球知名企业，包括矽品科技、中芯国际、富士康科技集团、三安集成、友达光电、歌尔股份、华润微电子、协鑫集成、晶合集成等。公司为上述知名企业的核心生产工序所需的洁净室提供系统集成工程服务，在行业内享有较高的声誉和影响力。

图 16：公司自设立至今服务的 IC 半导体行业主要客户

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 17：公司自设立至今服务的光电面板行业主要客户

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 18：公司自设立至今服务的精密制造行业主要客户

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 19：公司自设立至今服务的生物医药等其他行业主要客户

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

4. 盈利预测和投资评级

核心假设：

1）**IC 半导体行业：**2022 年受到疫情冲击，公司的项目开展和交付有一定的滞后，我们预计 2022 年营收端的增速较低。后续伴随着疫情影响的边际消退，在下游行业的投资驱动下，公司在洁净室工程项目上的订单将逐步转换为业绩，我们认为 2023-2024 年将恢复较高的收入增速。

2）**光电行业：**短期受面板厂投资下降的影响，2021 年该业务的营收同比下滑 37.72%。我们认为伴随下游景气度的回暖，预计 2022-2024 年该领域的收入增速逐步回升。

3）**精密制造行业：**受益于下游的投资驱动，2022-2024 年的收入增速逐步回升。

4）毛利率：IC 半导体等高端电子制造领域对洁净室具有较高的要求，公司将凭借优质的技术能力逐步得到客户的认可，盈利能力稳步提升。

表 4：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
IC 半导体行业	收入	1036.68	1037.61	1437.72	1875.07
	YOY	67.82%	0.09%	38.56%	30.42%
	毛利率	18.82%	19.21%	20.13%	21.45%
光电行业	收入	93.31	93.71	106.31	133.60
	YOY	-37.72%	0.43%	13.45%	25.67%
	毛利率	15.02%	17.78%	19.89%	21.45%
精密制造行业	收入	432.35	435.24	619.61	831.58
	YOY	59.27%	0.67%	42.36%	34.21%
	毛利率	8.46%	9.41%	13.45%	13.78%
其他行业	收入	138.78	103.15	147.77	203.20
	YOY	146.38%	-25.67%	43.25%	37.51%
	毛利率	9.14%	10.47%	14.56%	16.78%
合计	营业总收入	1702.33	1669.72	2311.41	3043.45
	YOY	55.26%	-1.92%	38.43%	31.67%
	整体毛利率	15.11%	16.04%	17.97%	19.04%

资料来源：Wind，国元证券研究所

公司作为国内洁净室行业技术领先龙头，深耕 IC 半导体、光电面板等高端电子制造行业，积累了丰富的项目经验和优质的客户资源。我们认为公司将受益于大客户固定资产投资的高增长，迎来业绩的持续兑现。我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 16.70/23.11/30.43 亿元，归母净利润分别为 1.34/2.29/3.25 亿元。当前股价对应 EPS 分别为 1.68/2.86/4.06 元，对应 PE 为 19.8/11.6/8.2 倍。

相对估值法：对标可比公司 2022-2024 年的平均 PE 分别为 41.2/32.0/17.7 倍，公司估值明显处于低估状态。参考可比公司平均 PE，合理给予公司 2023 年 18 倍 PE，

对应目标股价 51.42 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：相对估值表

公司简称	EPS				PE			
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
亚翔集成	0.12	0.46	0.50	1.15	104.04	38.84	36.04	15.53
正帆科技	0.66	0.96	1.49	2.10	39.37	43.52	28.04	19.89
平均值	**0.39**	**0.71**	**1.00**	**1.63**	**71.71**	**41.18**	**32.04**	**17.71**
圣晖集成	1.55	1.68	2.86	4.06	21.44	19.76	11.60	8.16

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期（数据截取至 2022 年 11 月 14 日）

5. 风险提示

需求不及预期风险、市场竞争加剧风险、成本高于预期风险、产能扩张低于预期风险。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	783.48	1052.35	1736.75	2177.74	2677.15
现金	220.78	155.18	716.39	1062.42	1481.69
应收账款	184.76	355.57	372.56	398.67	413.21
其他应收款	11.36	17.56	17.52	24.07	31.72
预付账款	49.17	37.01	51.57	73.31	83.00
存货	9.96	5.17	4.21	8.54	9.48
其他流动资产	307.45	481.86	574.50	610.73	658.04
非流动资产	85.92	107.37	106.60	140.22	169.25
长期投资	2.74	2.28	2.19	2.34	2.56
固定资产	42.70	38.46	64.42	93.68	122.93
无形资产	7.07	7.41	7.84	8.42	9.31
其他非流动资产	33.41	59.21	32.16	35.79	34.45
资产总计	869.40	1159.72	1843.35	2317.96	2846.40
流动负债	530.51	716.62	770.90	1081.61	1393.83
短期借款	83.79	113.22	89.34	199.67	267.99
应付账款	370.19	535.29	520.69	706.07	920.02
其他流动负债	76.53	68.10	160.87	175.87	205.82
非流动负债	12.98	16.00	18.44	19.96	23.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	12.98	16.00	18.44	19.96	23.70
负债合计	543.49	732.62	789.35	1101.57	1417.53
少数股东权益	3.20	3.81	3.82	3.93	4.28
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	103.05	110.11	580.84	580.84	580.84
留存收益	111.84	205.45	339.55	501.04	711.76
归属母公司股东权益	322.71	423.29	1050.19	1212.47	1424.59
负债和股东权益	869.40	1159.72	1843.35	2317.96	2846.40

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	46.46	-64.82	107.48	323.21	522.92
净利润	81.61	124.33	134.11	228.65	325.34
折旧摊销	4.01	3.35	4.45	6.98	39.80
财务费用	-0.10	2.24	-11.23	-16.74	-10.41
投资损失	0.00	0.07	-0.78	-1.45	-1.23
营运资金变动	56.92	-80.11	-46.17	119.63	186.34
其他经营现金流	-95.97	-114.68	27.11	-13.85	-16.93
投资活动现金流	-9.70	-1.32	-32.51	-37.36	-68.64
资本支出	6.96	1.88	33.56	38.24	40.57
长期投资	0.00	0.00	-0.13	0.38	0.65
其他投资现金流	-2.74	0.56	0.92	1.26	-27.42
筹资活动现金流	10.40	-5.05	486.24	60.18	-35.01
短期借款	62.86	29.43	-23.88	110.33	68.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	20.00	0.00	0.00
资本公积增加	6.87	7.06	470.73	0.00	0.00
其他筹资现金流	-59.34	-41.55	19.39	-50.15	-103.33
现金净增加额	47.24	-71.09	561.21	346.03	419.27

利润表					单位:百万元
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1096.43	1702.33	1669.72	2311.41	3043.45
营业成本	917.23	1445.13	1401.98	1896.00	2463.91
营业税金及附加	1.95	2.87	2.67	2.78	3.01
营业费用	4.22	5.34	6.34	8.09	10.04
管理费用	44.77	53.46	62.78	87.83	116.56
研发费用	10.51	13.18	18.20	20.36	21.24
财务费用	-0.10	2.24	-11.23	-16.74	-10.41
资产减值损失	-2.61	-5.43	-6.79	-2.45	-8.64
公允价值变动收益	0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-0.07	0.78	1.45	1.23
营业利润	112.74	168.86	184.22	314.40	440.16
营业外收入	0.02	0.54	0.89	0.56	0.87
营业外支出	0.24	1.36	0.56	1.78	1.79
利润总额	112.52	168.04	184.55	313.18	439.24
所得税	30.92	43.72	50.44	84.53	113.89
净利润	81.61	124.33	134.11	228.65	325.34
少数股东损益	-0.13	0.72	0.01	0.11	0.35
归属母公司净利润	81.73	123.60	134.10	228.54	324.99
EBITDA	116.65	174.44	177.43	304.63	469.55
EPS（元）	1.36	2.06	1.68	2.86	4.06

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	17.34	55.26	-1.92	38.43	31.67
营业利润(%)	14.07	49.78	9.10	70.67	40.00
归属母公司净利润(%)	11.44	51.23	8.49	70.42	42.20
获利能力					
毛利率(%)	16.34	15.11	16.04	17.97	19.04
净利率(%)	7.45	7.26	8.03	9.89	10.68
ROE(%)	25.33	29.20	12.77	18.85	22.81
ROIC(%)	-129.05	-291.54	385.04	-396.79	-148.67
偿债能力					
资产负债率(%)	62.51	63.17	42.82	47.52	49.80
净负债比率(%)	15.61	15.73	11.48	18.27	19.05
流动比率	1.48	1.47	2.25	2.01	1.92
速动比率	1.46	1.46	2.25	2.01	1.91
营运能力					
总资产周转率	1.38	1.68	1.11	1.11	1.18
应收账款周转率	5.09	6.30	4.59	5.99	7.50
应付账款周转率	2.72	3.19	2.66	3.09	3.03
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.55	1.68	2.86	4.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	-0.81	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.03	5.29	13.13	15.16	17.81
估值比率					
P/E	32.43	21.44	19.76	11.60	8.16
P/B	8.21	6.26	2.52	2.19	1.86
EV/EBITDA	22.03	14.73	14.49	8.44	5.47

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188