

亚翔集成 (603929)

电子行业洁净室龙头，重大项目订单落地推动业绩加速增长

增持 (首次)

2023年09月25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)	3,039	3,946	4,554	5,039
同比	37%	30%	15%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	151	204	237	264
同比	504%	36%	16%	12%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.71	0.96	1.11	1.24
P/E (现价&最新股本摊薄)	22.45	16.54	14.28	12.81

关键词: #比同类公司便宜

投资要点

- 国内中高端洁净室工程龙头，专注于电子行业市场：亚翔集成是中国大陆最早投入大型芯片厂洁净室工程的厂商之一，截至2023年中报第一大股东亚翔工程为台资企业，拥有30余年洁净室工程经验，实控人姚祖骧、赵玉华夫妇合计控制公司54.74%股权。公司近两年营收高速增长，利润水平快速修复，2022年公司实现营收30.4亿元，同比+37.4%，实现归母净利润1.5亿元，洁净室系统集成施工在总营收中占比达到91.9%。
- 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（项目实施主体主要为子公司中电二、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。
- 深耕高端洁净室工程，在手订单保障充分为公司业绩增长提供支撑：(1) 公司主要承接的电子行业中IC半导体、光电等领域高科技厂房的洁净室工程项目具有洁净等级高、投资规模大、建筑面积大、系统集成复杂、工程品质要求高等特点；公司2006年成立研发中心，并针对洁净室工程项目建立了工程数据库，2022年研发费用为3349万元，同比+22.7%；(2) 公司工程实绩丰富，在客户处享有较高的声誉，截至2023年6月积累了超过481.2万方洁净室工程的承建经验，成功为联华电子、厦门联芯、中芯国际（上海、天津、北京和深圳）、南京台积电、武汉新芯、武汉长江存储、福建晋华、合肥长鑫等行业内知名业主提供服务；(3) 2023年3月公司公告重大项目订单，新加坡分公司承建联电12英寸晶圆厂第三厂/第四厂扩建统包工程，统包金额高达45.68亿元人民币，截至2023年中报公司在手未完订单余额为70.1亿元，相当于2022年收入的2.3倍，在手订单保障充分为公司中期业绩较快增长提供支撑。
- 盈利预测与投资评级：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度，亚翔集成是国内洁净室行业龙头，工程实绩丰富，在客户处享有较高的声誉，新加坡联电项目订单将为未来2年收入和利润释放提供支持。我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为2.0/2.4/2.6亿元，9月22日对应P/E分别为16.5/14.3/12.8倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：新加坡联电项目等在手订单转化不及预期的风险；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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.84
一年最低/最高价	9.96/20.37
市净率(倍)	2.83
流通A股市值(百万元)	3,379.62
总市值(百万元)	3,379.62

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.61
资产负债率(% ,LF)	59.85
总股本(百万股)	213.36
流通A股(百万股)	213.36

相关研究

内容目录

1. 公司概况：国内中高端洁净室工程龙头，专注于电子行业市场	4
1.1. 公司简介：国内洁净室工程知名企业，背靠台资股东	4
1.2. 经营概况：营收高速增长，利润水平优化，新加坡市场增收明显	6
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	7
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	7
2.2. 半导体洁净室工程门槛较高，持续受益于产业链国产替代	9
2.3. 洁净室市场规模快速增长，高端领域趋向价值竞争	13
3. 深耕高端洁净室工程，在手订单保障充分为公司业绩增长提供支撑	15
3.1. 资质认证齐全，研发与专利为业务开展提供专业保障	15
3.2. 与知名业主形成稳定合作关系，行业内声誉良好	17
3.3. 在手合同额高速增长，有望驱动中期业绩快速增长	19
4. 盈利预测与投资建议	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 投资建议	21
5. 风险提示	21

图表目录

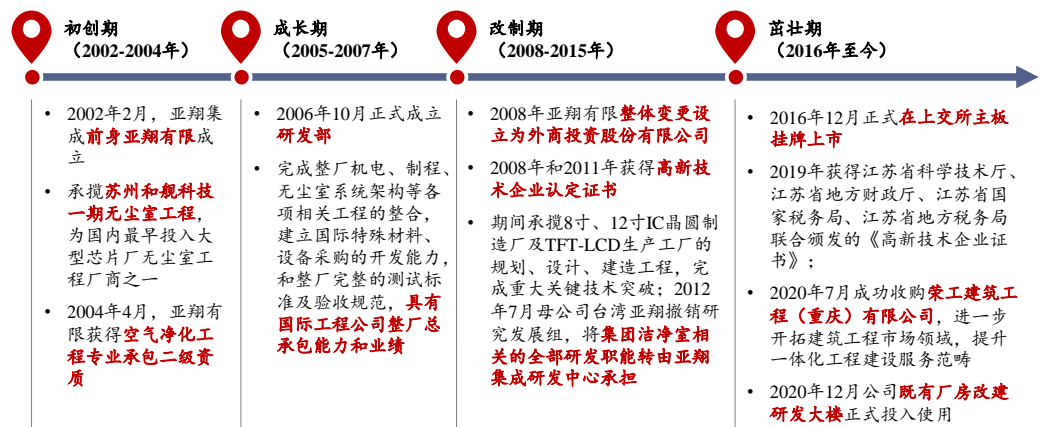
图 1:	亚翔集成发展历程.....	4
图 2:	亚翔集成股权结构 (截至 2023 年中报)	5
图 3:	公司营业收入及同比增速.....	6
图 4:	公司归母净利润及同比增速.....	6
图 5:	公司毛利率及销售净利率情况.....	6
图 6:	公司期间费用率情况.....	6
图 7:	公司分业务类型营业收入占比情况.....	7
图 8:	公司分行业营业收入占比情况.....	7
图 9:	公司分地区营业收入占比情况.....	7
图 10:	公司分地区毛利率情况.....	7
图 11:	洁净室系统示意图.....	8
图 12:	工业洁净室系统构成.....	8
图 13:	生物洁净室系统构成.....	8
图 14:	洁净室产业链上下游情况.....	9
图 15:	洁净室下游行业占比 (截至 2019 年)	9
图 16:	主要下游工业对洁净室洁净等级的要求.....	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.....	10
图 18:	集成电路制造领域资本开支结构.....	11
图 19:	全球半导体产业市场规模及同比增速情况.....	11
图 20:	我国集成电路进出口情况.....	12
图 21:	我国集成电路自给率情况.....	12
图 22:	全球晶圆产能分布 (折合 8 寸, 截至 2020 年底)	12
图 23:	全球与大陆晶圆产能 (折合 8 寸, 万片/月)	12
图 24:	我国洁净室行业市场规模及同比增速.....	13
图 25:	我国洁净室行业新建面积及同比增速.....	13
图 26:	公司有效专利个数.....	17
图 27:	公司工程技术人员和研发人员数量.....	17
图 28:	公司研发费用情况.....	17
图 29:	集团 2020-2022 年中国大陆洁净室部分工程实绩	18
图 30:	公司在手订单金额及同比增速.....	20
图 31:	公司合同负债及同比增速.....	20
表 1:	公司主要董事及管理人员简介.....	5
表 2:	洁净室行业主要行业壁垒.....	14
表 3:	高端电子洁净室行业主要参与者情况.....	15
表 4:	公司研发中心简介.....	16
表 5:	集团位于中国大陆及海外的主要在建工程 (截至 2022 年 11 月)	18
表 6:	亚翔新加坡分公司与联华电子新签重大订单情况.....	19
表 7:	公司盈利预测简表与假设.....	20
表 8:	可比公司估值表 (截至 2023 年 9 月 22 日)	21

1. 公司概况：国内中高端洁净室工程龙头，专注于电子行业市场

1.1. 公司简介：国内洁净室工程知名企业，背靠台资股东

公司是国内洁净室工程知名企业，主要专注于 IC 半导体、光电等高端洁净室市场。亚翔集成的前身亚翔有限成立于 2002 年 2 月，发展历程可划分为初创期（2002-2004 年）、成长期（2005-2007 年）、改制期（2008-2015 年）和茁壮期（2016 年至今）。公司是中国大陆最早投入大型芯片厂无尘室工程的厂商之一，2004 年 4 月获得空气净化工程专业承包二级资质，2006 年设立研发部，2008、2011 年获得高新技术企业认定证书，2012 年 7 月承接集团洁净室相关的全部研发职能，并于 2016 年 12 月在上交所主板挂牌上市。公司目前主要为 IC 半导体、光电等高科技电子产业及食品医药、云计算中心等相关领域的建厂工程提供洁净室工程、机电工程及建筑工程等服务，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。

图1：亚翔集成发展历程

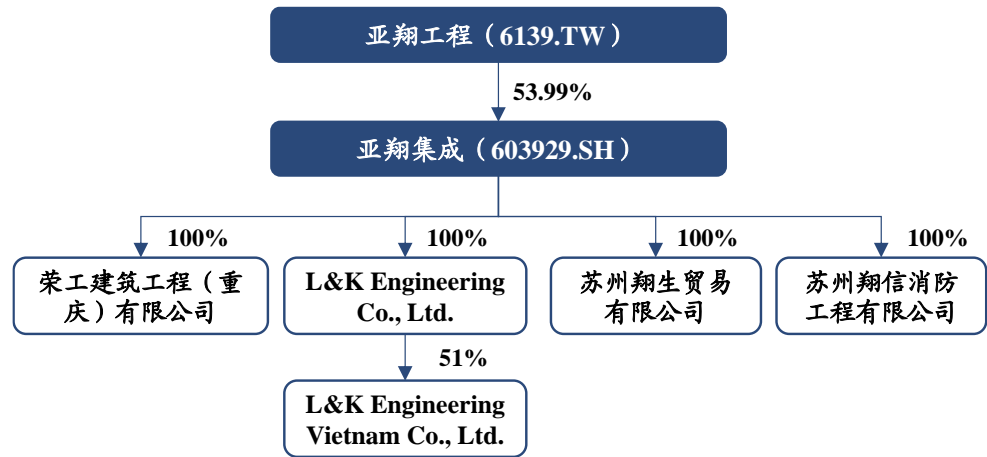


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

大股东具备台资背景，股权结构相对集中。公司第一大股东亚翔工程为台资企业，成立于 1978 年，成立初期主要从事机电与空调工程，1990 年进入半导体电子工业洁净室工程行业，并于 1996 年、2000 年获得联华电子订单，承接了首个 8 寸、12 寸 IC 晶圆厂无尘室工程，打破了高端洁净室均由外商承包的惯例。2002 年出于拓展市场的考虑成立了亚翔集成的前身亚翔有限，截至 2023 年中报，亚翔工程对公司持股比例达到 53.99%，为公司第一大股东，最终实控人为姚祖骧、赵玉华夫妇，通过台湾亚翔和苏州亚力咨询合计间接控制公司 54.74% 的股权。公司背靠亚翔工程，一方面得到了母公司在技术层面的支持，另一方面台资股东背景也有助于公司获取订单，且股权结构相对集中和稳定，也有助于公司长期发展战略的一致性。

截至 2023 年中报，公司共有 4 家全资子公司和 1 家控股孙公司，并在上海、深圳等地设立分公司，主要从事相关洁净室工程配套业务以及相关设备销售与进出口贸易。

图2: 亚翔集成股权结构 (截至 2023 年中报)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司董事长姚祖骧为台湾亚翔创始人和公司实控人, 于 2002-2003 年、2008 年至今担任公司董事长一职, 其余多数高管也在公司拥有多年的技术、工程或管理经验。

表1: 公司主要董事及管理人员简介

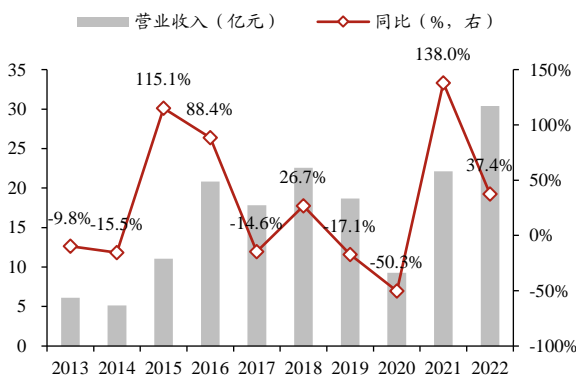
姓名	职务	简介
姚祖骧	董事长	台湾亚翔创始人, 1978 年 12 月至今任台湾亚翔董事长。2002 年 2 月至 2003 年 9 月担任亚翔集成董事长、总经理; 2003 年 9 月至 2008 年 2 月担任亚翔集成董事; 2008 年 3 月迄今担任亚翔集成董事长。
毛智辉	董事、总经理	1996 年 4 月至 2007 年 9 月担任台湾亚翔工程师、主任、经理、协理、副总; 2007 年 11 月至 2016 年 7 月担任深超光电 (深圳) 有限公司处长; 2016 年 7 月至 2017 年 3 月担任亚翔集成董事长特别助理; 2017 年 3 月迄今担任亚翔集成总经理, 2018 年 3 月迄今担任亚翔集成董事。
李繁骏	董事、副总经理、董事会秘书	2003 年 8 月至 2005 年 3 月担任台湾亚翔董事长特助; 2005 年 4 月至 2007 年 11 月担任台湾亚翔业务处副总经理; 2007 年 12 月至 2008 年 12 月担任台湾亚翔市场及客户关系处处长; 2009 年 1 月至 2009 年 6 月担任台湾亚翔董事长特助; 2009 年 7 月迄今担任亚翔集成董事、资深副总经理、董事会秘书;
裴力彪	副总经理、总经理特助	2002 年 2 月至 2005 年 9 月担任台湾亚翔工程师、主任、经理; 2005 年 9 月至 2011 年 6 月担任亚翔集成经理; 2011 年 7 月至 2014 年 6 月担任苏州友昶机电安装工程有限公司总经理; 2014 年 7 月至 2017 年 8 月担任北京世源希达工程技术公司工程技术总监; 2017 年 10 月至 2018 年 3 月担任盛剑环境总经理特助。现职: 2018 年 3 月迄今担任亚翔集成总经理特助、副总经理。
王明君	财务负责人	2006 年 5 月迄今于亚翔集成担任会计部负责人, 主管公司会计工作。2006 年 5 月迄今担任亚翔集成会计部资深经理。2022 年 3 月迄今担任亚翔集成财务负责人。
吕信宏	COO 运营长	2002 年 5 月至 2004 年 4 月担任台湾亚翔工程部副理; 2004 年 4 月至 2017 年 4 月担任亚翔集成经理、协理; 2022 年 11 月迄今担任亚翔集成协理;
姚智怀	董事、CSO 永续长	2017 年 3 月迄今担任亚翔集成董事; 2022 年 12 月迄今担任本公司永续长;
金勇	CTO 技术长	2003 年 7 月至 2017 年 3 月亚翔集成工程师、经理、资深经理。2017 年 3 月迄今担任亚翔集成协理;

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 经营概况：营收高速增长，利润水平优化，新加坡市场增收明显

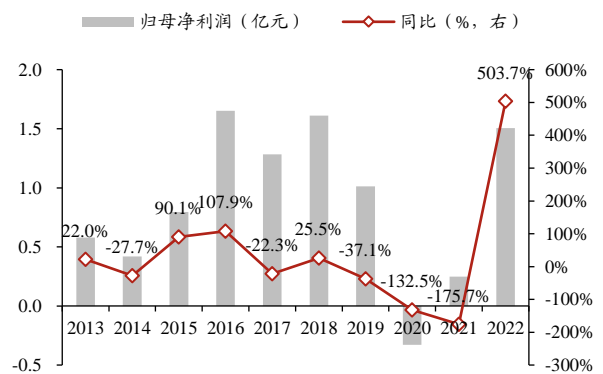
受益于国内芯片相关领域加速投资和疫后修复，公司近两年营收高速增长，利润水平快速修复。2022 年公司实现营收 30.4 亿元，同比+37.4%，实现归母净利润 1.5 亿元，同比+503.7%，营收增长主要得益于公司新签项目数量及规模保持提升且项目进展稳步推进，归母净利润高增还得益于公司毛利率恢复至疫情前水平、期间费用控制良好、且多个老项目工程回款取得突破使得减值准备回款冲销等因素共同作用。2023 上半年公司实现营业收入 9.3 亿元，同比略下滑 3.8%，但毛利率较 2022 全年继续提升 3.1pct 至 13.9%，与此同时公司确认较多汇兑收益，老项目工程回款持续推进，使得公司 2023 上半年归母净利润同比增长 236.7%至 7418 万元。

图3：公司营业收入及同比增速



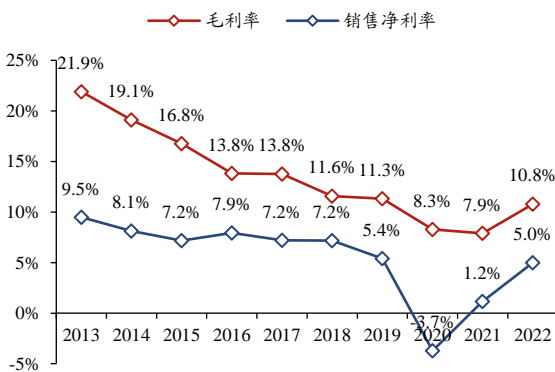
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司归母净利润及同比增速



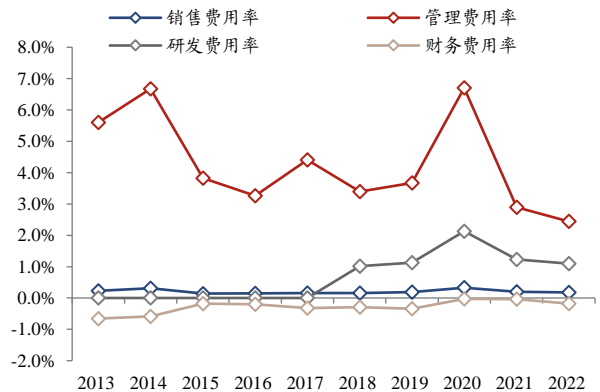
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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

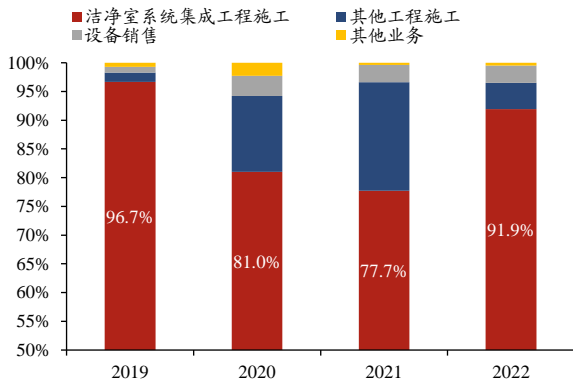
图6：公司期间费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

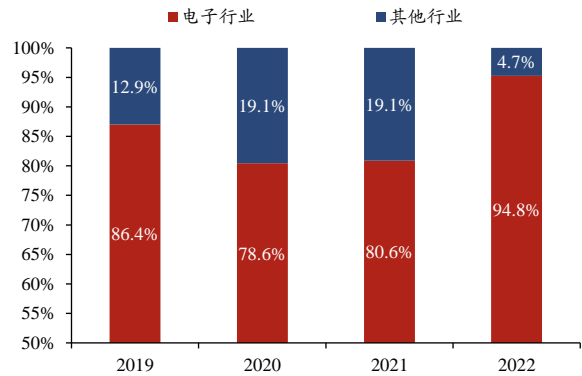
公司主要专注于电子行业中 IC 半导体、光电等中高端领域的洁净室工程项目。分业务类型来看，公司 2022 年洁净室系统集成施工/其他工程施工/设备销售/其他业务分别实现营业收入 27.9 亿元/1.4 亿元/9159 万元/1541 万元，在总营收占比分别为 91.9%/4.5%/3.0%/0.5%；分行业来看，公司 2022 年在光电/半导体行业分别实现营业收入 28.1 亿元/7002 万元，电子行业营收占比达到 94.8%。

图7：公司分业务类型营业收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

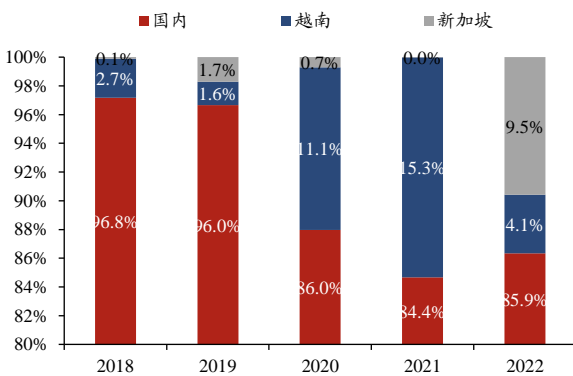
图8：公司分行业营业收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

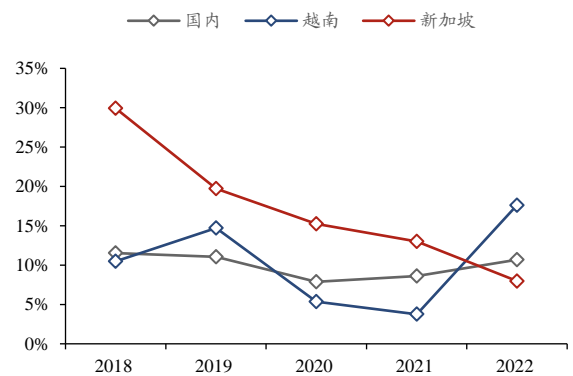
公司主要在中国大陆/越南/新加坡等地开展业务，2022 年分别实现营业收入 26.1/1.2/2.9 亿元，在总营收中占比分别为 85.9%/4.1%/9.5%；公司新加坡项目整体毛利率水平高于国内及越南地区，但 2022 年出现下滑，主要是由于新承接项目体量较大。公司设有越南亚翔子公司和新加坡亚翔分公司，借助新加坡联电系列项目顺利推进，新加坡市场开拓卓有成效，2023 上半年实现营收 1.5 亿元，在总营收中占比提升至 16.4%。

图9：公司分地区营业收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：公司分地区毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

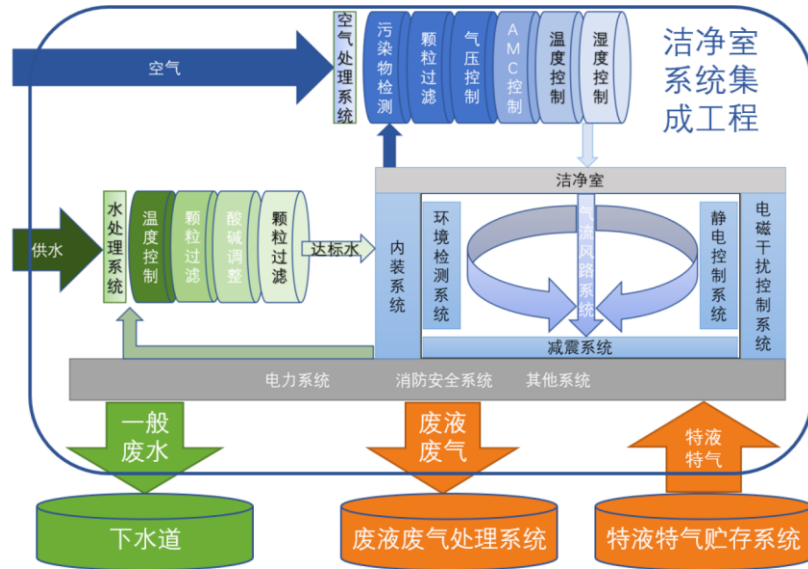
2. 洁净室工程：先进制造业国产替代驱动长周期需求成长，高端领域格局清晰

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 静电控制和微生物控制等。

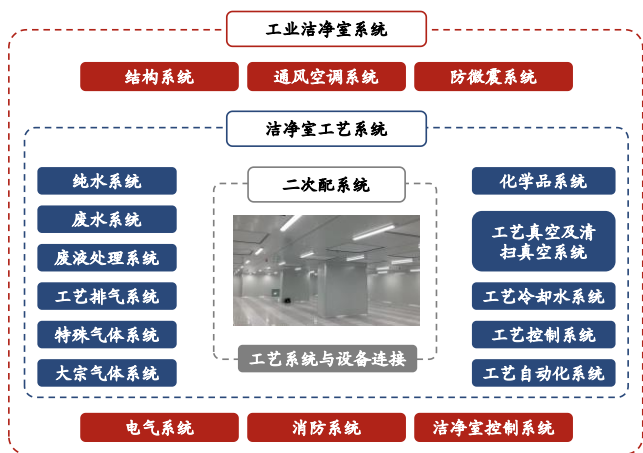
图11: 洁净室系统示意图



数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

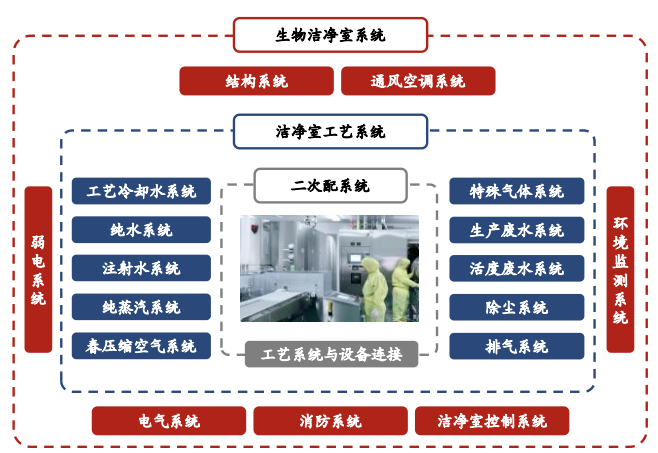
按照下游行业用途，洁净室可分为工业洁净室和生物洁净室两大类。(1)工业洁净室：以无生命微粒为主要控制对象，主要应用领域包含半导体及泛半导体、新型显示、航空航天及其他高端制造业，对无生命微粒控制标准严格洁净度等级更高；(2)生物洁净室：以无生命悬浮微粒和微生物等生命微粒为主要控制对象，主要应用领域涵盖生命科学、食品药品大健康、医院手术室等领域，对于微生物等生命微粒控制标准更加严格，可细分为一般生物洁净室和生物安全洁净室。

图12: 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13: 生物洁净室系统构成

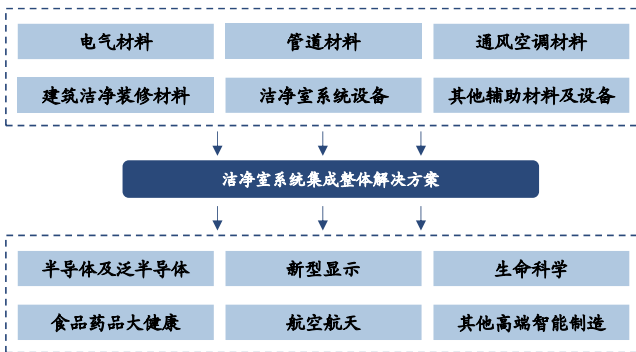


数据来源：柏诚股份招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 半导体洁净室工程门槛较高，持续受益于产业链国产替代

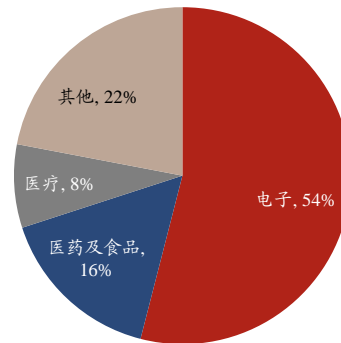
洁净室下游行业包括集成电路、新型显示、生命科学、食品药品大健康等高科技行业，电子信息产业（IC 半导体、光电面板等）占比超五成。洁净室是保证高科技产品的良品率和安全性的基础设施，根据圣晖集成招股说明书，电子信息/医药及食品/医疗产业在洁净室行业下游需求中分别占比 54%/16%/8%，电子信息、医药生物等高端制造业为国家重点鼓励发展的战略性新兴产业，下游产业的快速发展为我国洁净室需求创造增长点。

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）



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 μ m 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。

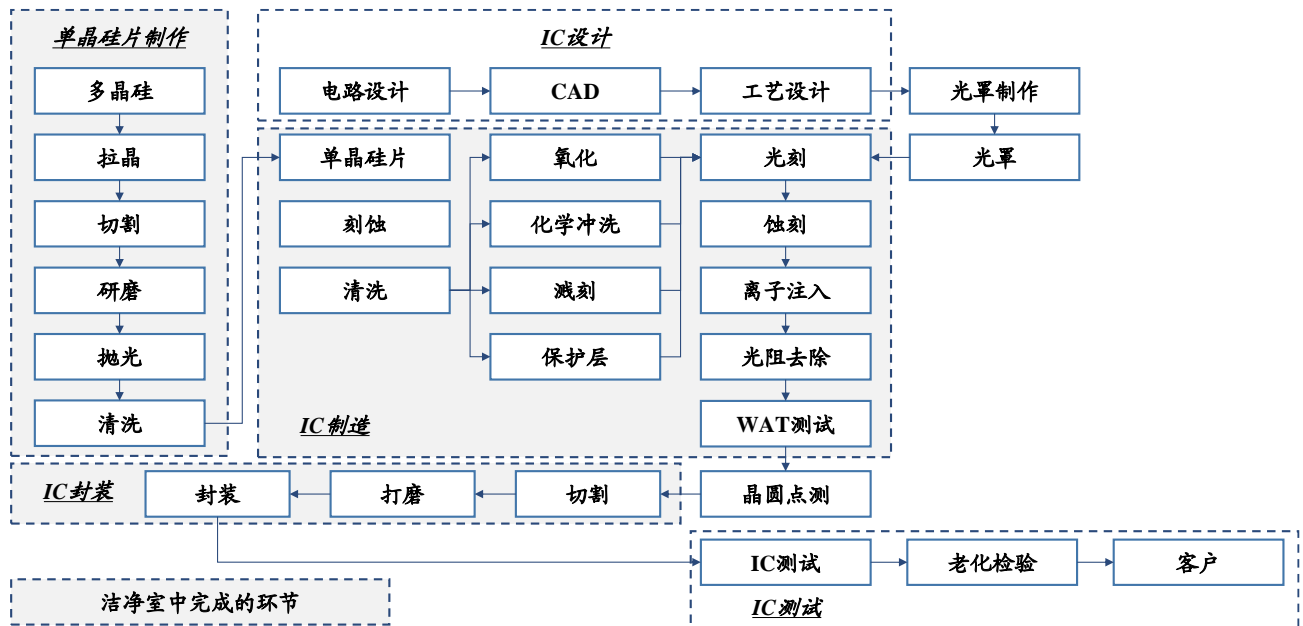
图16: 主要下游工业对洁净室洁净等级的要求

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

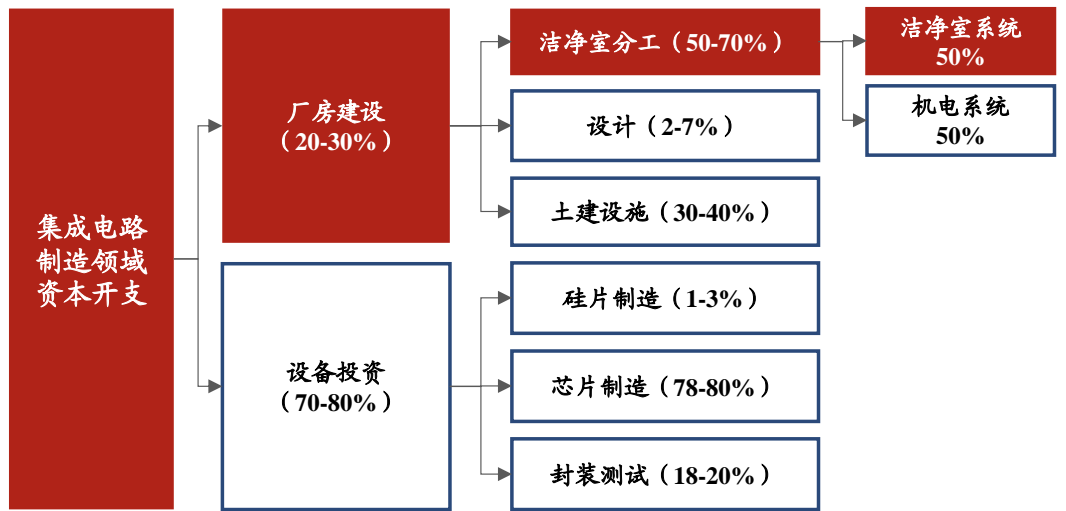
IC 半导体为高端洁净室最主要应用领域, 集成电路制造资本开支中洁净室工程占比 5-10%。洁净室工程是集成电路制造环节中重要的一环, 半导体集成电路产业链中几乎所有的主要环节, 从单晶硅片制造到 IC 制造及封装, 几乎所有重要的步骤都需要在洁净室中完成, 且随着技术进步, 集成电路对洁净度的要求也越来越高, 直接带动了洁净室工程的发展需求。根据屹唐股份招股说明书, 洁净室工程资本开支在集成电路制造领域资本开支中占比约为 10-20%, 其中洁净室系统、机电系统分别占比 5-10%。

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

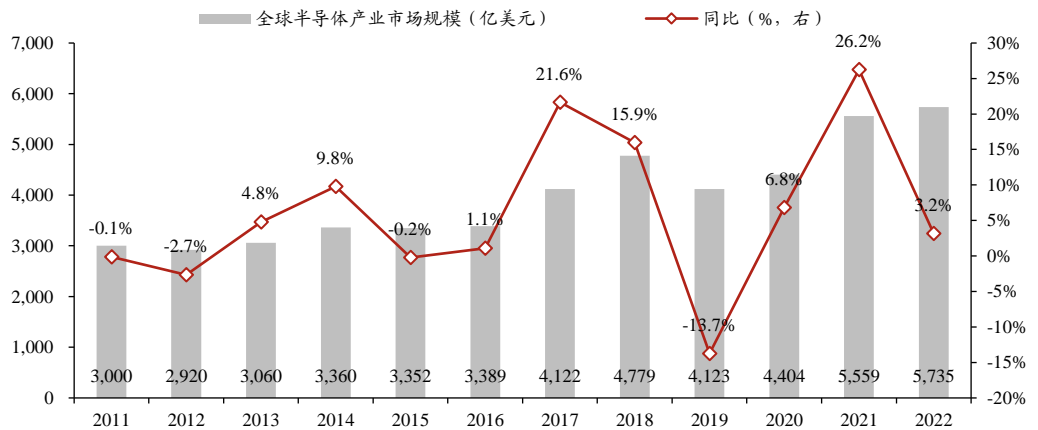
图18: 集成电路制造领域资本开支结构



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

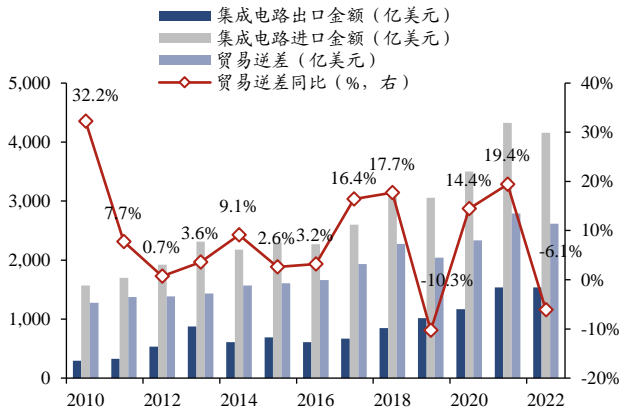


数据来源: WSTS, 东吴证券研究所

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, 已超过原油, 汽车整车、零部件等商品, 成为我国进口金额最大的商品品类; 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，进口替代空间充足。

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

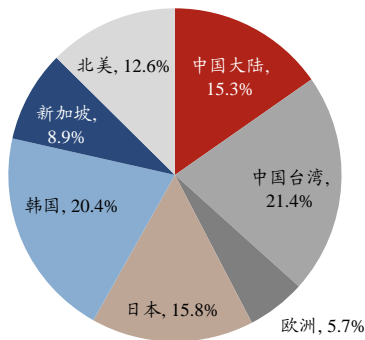


数据来源: IC insights, 东吴证券研究所

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。

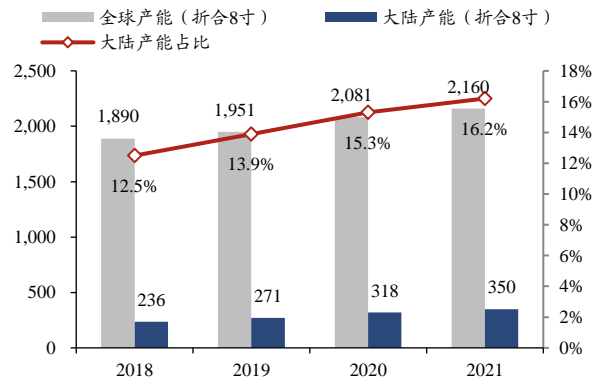
根据 SEMI 统计，2018-2021 年中国大陆折合 8 寸晶圆产能在全球产能中占比由 12.5% 提升至 16.2%，2017-2020 年间全球投产的 62 座半导体晶圆厂中 26 座设于中国，占全球总数的 42%，2018-2020 年中国大陆 12 寸、8 寸晶圆厂年均投资达 2362 亿元，其中内资 1768 亿元；根据 SEMI 《300mm Fab Outlook to 2024》预测，到 2024 年中国大陆将增加 12 英寸晶圆厂 8 座，国家战略、下游需求、产业迁移、半导体行业逆周期扩产等多重因素导致国内大力发展集成电路产业成为大势所趋。

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

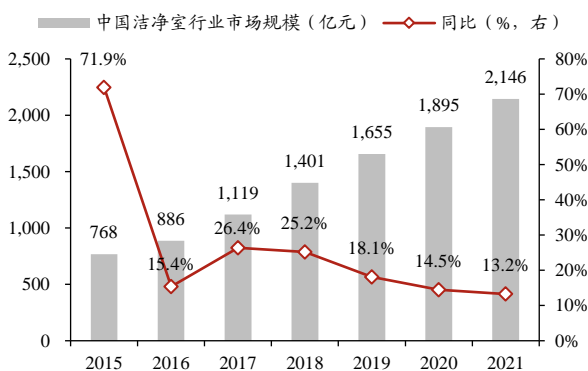
海外制裁加剧限制我国半导体先进制程发展，国内多项政策出台扶持产业发展。近年来美国针对我国在半导体领域的限制全方位加剧，包括 2020 年 12 月将中芯国际列入“实体清单”，2022 年签署《芯片法案》，规定获得美国补贴的企业 10 年内不得在中国大陆扩产 28nm 以下的芯片制造、禁止先进 GAA 芯片的 EDA 设计工具出口中国、与日本、荷兰达成协议全面限制中国进口半导体制造设备材料等，导致国内半导体产业链全环节愈发受限，自主可控迫在眉睫；为鼓励我国集成电路产业发展，推进国产化自主可

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。

2.3. 洁净室市场规模快速增长，高端领域趋向价值竞争

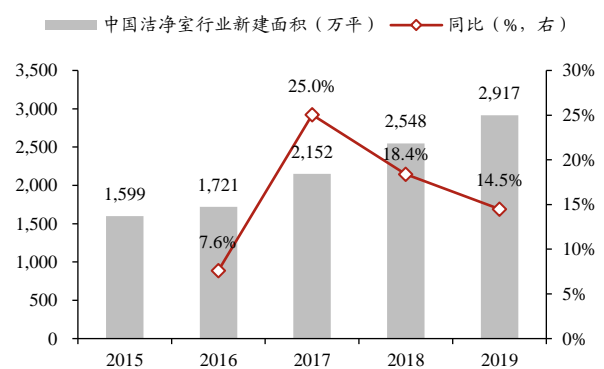
下游高端制造业蓬勃发展，带动洁净室工程行业快速扩容。随着制造强国战略的持续推进，国内半导体及泛半导体、新型显示、生物医药等国家战略新兴产业快速发展；洁净室是高科技产业发展必要的前序投入，高科技产业投资的快速增长驱动了洁净室行业市场的快速扩容。根据圣晖集成招股说明书，2021 年我国洁净室市场规模达到 2146 亿元，在 2015-2021 年均保持 10% 以上的增速。

图24：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25：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要求，行业发展趋于集中化和规模化。

表2: 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巨大, 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, 造成客户巨大的损失; 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。 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。
项目管理能力壁垒	<ul style="list-style-type: none"> 半导体及泛半导体、新型显示、生命科学等领域投资巨大, 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。 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。 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。
人才壁垒	<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。
行业资质壁垒	<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。
技术壁垒	<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，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%，但其中包含部分工业建筑服务，以及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，行业集中度整体仍有较大提升空间。

表3: 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	<ul style="list-style-type: none"> 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，及末端管路工程等系统。

数据来源：圣晖集成招股说明书，东吴证券研究所

3. 深耕高端洁净室工程，在手订单保障充分为公司业绩增长提供支撑

3.1. 资质认证齐全，研发与专利为业务开展提供专业保障

公司成立以来一直重视研发投入，技术水平较高。公司成立以来承接国内多座电子

行业中 IC 半导体、光电等领域高科技厂房的洁净室工程项目，此类洁净室具有洁净等级高、投资规模大、建筑面积大、系统集成复杂、工程品质要求高等特点，对企业的技术水平要求较高。公司长期以来注重研发投入，2006 年成立研发中心，并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和科学化，为公司承揽和实施工程项目提供数据支持。2012 年公司被苏州市科技局确认为苏州市无尘室洁净工程技术研究中心，2022 年度再次被认定为高新技术企业。

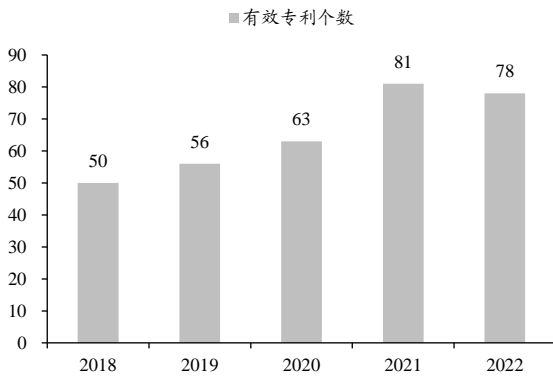
资质认证方面，公司拥有机电工程施工总承包一级资质，建筑机电安装工程专业承包一级资质，消防设施工程专业承包一级资质，压力管道的安装 GC2 级资质，压力容器的安装一级资质，电子与智能化工程专业承包二级资质，建筑装修装饰工程专业承包二级资质，钢结构工程专业承包三级资质，环保工程专业承包三级资质。全资子公司重庆荣工具有建筑工程施工总承包二级资质。**专利方面**，截至 2022 年底公司拥有有效专利 78 项（其中发明专利 17 项），共有研发人员 85 人、工程技术人员 606 人，技术人员结构覆盖公司业务各个领域，在实践中积累了丰富的施工作业经验。**研发投入方面**，公司的研发费用投入也较为可观，持续依据客户需求推陈出新，为客户提高产品良率、防止交叉污染、提高生产环境稳定性和安全性，2022 年研发费用为 3349 万元，同比+22.7%，研发费用率为 1.1%。为提升工程技术研发能力，公司 2019 年完成研发中心建设项目，在工程应用技术领域持续耕耘，为客户创造更大的价值。

表4: 公司研发中心简介

时间	事件
2006 年	研发中心成立
2012 年	应亚翔集成长远发展规划，基于技术独立性及整个市场发展的需求，正式将母公司亚翔工程所有研发技术与主要人员转移至亚翔集成研发中心
2014 年	亚翔集成自有化学分析实验室投入运营。该实验室已经成为整个亚翔集团的化学分析检测中心，承接海峡两岸的各类客户产品不良所需的环境检测分析工作。
2014 年	亚翔集成重新购置新仪器，沿袭 2000 年在中国台湾所建立的振动频谱量测技术，建立微振动量测及防振基座设计制作能力。现计算流体力学分析(CFD)技术与空气采样技术已经成为亚翔集成研发主力的服务项目。
2016 年	结合洁净工程设计技术，半导体工艺知识，及多年服务于客户产品良率问题的处理经验及海量数据的统计分析，发展出以雷达图作为解析表达手法，应用于产品不良与环境关联性的解析分析中，并成功为客户处理分析相关问题。
2019 年	开展研发中心扩充，除了将 2014 年建置的实验室环境及空间予以提升扩大外，并另辟约 1012m ² 的研发实验场，作为模厂试验及工程人员教育训练于实际操练的场所。
2021 年	无尘实验室与研究实验场扩建完成，实验室除原有的离子色谱仪外，并增购气相色谱质谱仪及扫描电镜，已投入工程服务行列。
2022 年	原有的 ppb 级别的离子色谱仪基础上，还增购两台 ppt 级别的离子色谱仪以及有机酸离子色谱仪。

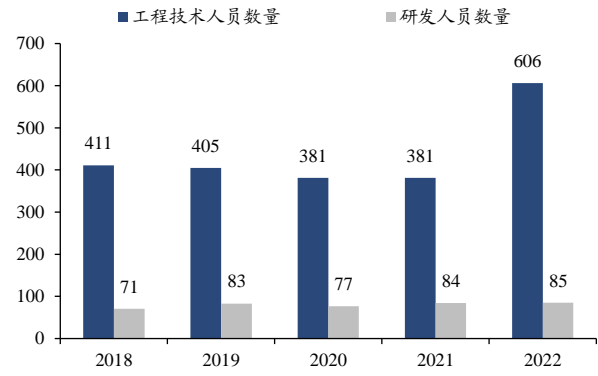
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图26: 公司有效专利个数



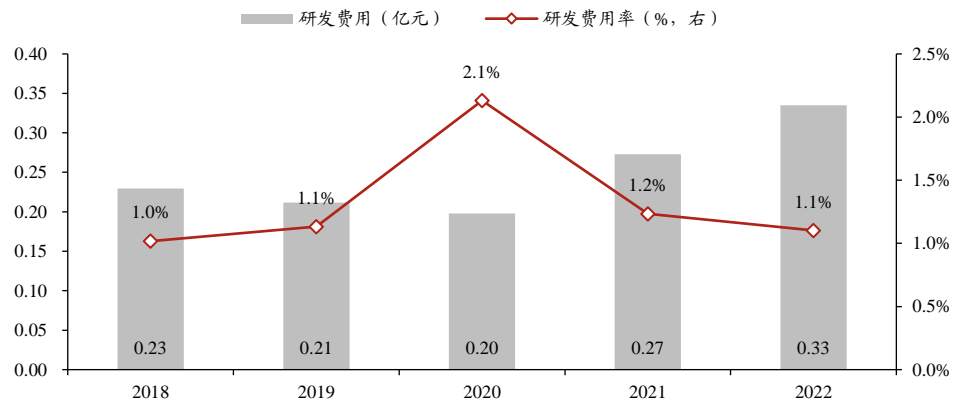
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图27: 公司工程技术人员和研发人员数量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图28: 公司研发费用情况



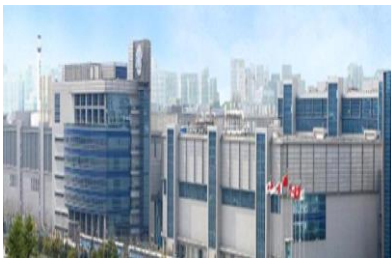
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 与知名业主形成稳定合作关系, 行业内声誉良好

公司为半导体、光电等电子行业知名企业提供洁净室系统集成工程服务, 在行业内声誉较高。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。

公司在集团中的业务定位为从事除中国台湾地区之外的其余地区的洁净室工程服务和机电安装工程服务, 以多年在半导体、光电、太阳能、生物制药、食品、医院、商用建筑等不同领域建造的成功经验和雄厚实力, 为客户提供了专业化的工程技术服务, 成功为联华电子、厦门联芯、中芯国际(上海、天津、北京和深圳)、南京台积电、武汉新芯、武汉长江存储、福建晋华、合肥长鑫、武汉弘芯、合肥晶合、厦门三安、友达光电(苏州、厦门)、华星光电(深圳、武汉和惠州)、天马微电子(上海、成都、武汉和厦门)等行业内知名业主提供了国际化的设计建造服务。

图29: 集团 2020-2022 年中国大陆洁净室部分工程实绩



中芯南方集成电路制造有限公司
SH Fab8-P2扩充项目(P1)厂务改扩建工程-
洁净室一般机电系统工程&电力系统工程



合肥晶合集成电路股份有限公司
L40洁净室工程



武汉弘芯半导体制造有限公司
一期洁净室工程、一般机电工程



长江存储科技有限责任公司
通用配电工程P1-2包



绵阳惠科光电科技有限公司
第8.6代薄膜晶体管液晶显示器件项目
洁净包1工程



深圳市华星光电半导体显示技术有限公司
i7第11代超高清新型显示器件生产线项目
ph2二次配包

数据来源: 亚翔工程业绩推介材料, 东吴证券研究所

表5: 集团位于中国大陆及海外的主要在建工程(截至 2022 年 11 月)

客户名称	工程名称
一、芯片行业	
中芯京城集成电路制造(北京)有限公司	2021 BJ Fab3 P1 厂房建设项目制程冷却水工艺真空和真空清扫系统工程
杭州富芯半导体有限公司	12 英寸模拟集成电路芯片生产线项目(一期)洁净工程
和舰芯片制造(苏州)股份有限公司	87.7k 产能扩充厂务扩建工程与新建仓库 WH3 机电安装工程
长江存储科技有限责任公司	国家内存基地项目(一期)FAB2 及配套设施建筑机电设计采购施工总承包工程通用配电包安装工程
长江存储科技有限责任公司	2 号厂房机台工艺管线安装 A 包安装工程
福建省晋华集成电路有限公司	首台套+20K 产能建置 hookup 采购专案电力空调给排水类二次配
中芯国际集成电路制造(深圳)有限公司	2021 SZ Fab6 香蜜湖项目厂务 EXH 系统扩充工程
联芯集成电路制造(厦门)有限公司	32K 无尘室扩充工程与冷热水系统扩充工程
长鑫新桥存储技术有限公司	12 英寸内存晶圆制造基地二期项目无尘室包 B
武汉楚兴技术有限公司	楚兴电子产品生产项目一期生产设施工程 F01 洁净包项目
中芯南方集成电路制造有限公司	2022 SH Fab8-P2 扩充项目(P1)厂务改扩建工程-洁净室一般机电系统工程、电力系统工程、PCW-PV-HV 系统工程
中芯国际集成电路制造(北京)有限公司	2021 BJ Fab2-P1 风险改善-干变负载过高改善工程、VCB 更换工程
二、面板行业	
浙江泰嘉光电科技有限公司	湖州泰嘉中国制造 2025 产业园建设项目(二期工程)EPC 总承包项目
惠州华星光电显示有限公司	模块天池计划项目二次配包
TCL 华星光电技术有限公司	i2 超大 50K PH1-M1B 洁净包工程、PH2 PHL 改造项目洁净包
三、其它行业	
礼鼎半导体科技(深圳)有限公司	礼鼎半导体新建项目 SL01 一期一次侧工程

厦门美日丰创光罩有限公司

车间 1 (F1) P2-1 期扩充装修工程设备安装

庆鼎精密电子(淮安)有限公司

淮安庆鼎高端高密度印刷电路板(一期)机电安装工程

四、海外项目

United Microelectronics Corporation
(Singapore Branch)

UMC FAB 12i P3/P4 EPC Project

数据来源: 亚翔工程业绩推介材料, 东吴证券研究所

公司工程实绩丰富, 在客户处享有较高的声誉。截至 2023 年 6 月, 公司积累了超过 481.2 万方洁净室工程的承建经验, 工程经验丰富, 项目质量广受赞誉, 近年来获得长沙惠科光电优秀施工企业、杭州富芯项目优秀安全承包商和突出安全贡献承包商等奖、天津中芯国际 2022 年度安全生产月进步标兵奖、苏州和舰(联华电子子公司)2022 年度“工程项目优秀承包商”奖、中芯京城项目优秀合作奖和安环管理最佳合作单位等奖。公司与客户建立了良好稳定的合作关系, 为业务的发展奠定了坚实基础。

3.3. 在手合同额高速增长, 有望驱动中期业绩快速增长

联电 45.7 亿大订单落地, 2023 年中报在手订单大幅增长。公司凭借 2019 年新加坡联电项目和 2020 年越南环旭项目的实施经验以及母公司台系客户的资源, 初步在新加坡和越南两个国家获得客户订单, 以此作为国内业务增长的补充。2022 年 2 月, 联电发布公告将于新加坡兴建 Fab 12i P3 厂房, 将在新加坡 Fab 12i 厂区扩建一座新先进晶圆厂 (Fab 12i P3), 主要生产 22/28nm 特殊制程技术, 如嵌入式高压解决方案、嵌入式非挥发性存储器、RFSOI 及混合信号 CMOS 等, 对于智能手机、智慧家庭设备和电动车等实现广泛应用起到至为关键的作用, 新厂总投资金额为 50 亿美元, 第一期的月产能规划为 3 万片晶圆, 预计于 2024 年底开始量产; 2022 年 12 月联电再次发布公告, 将以租地委建方式进行 Fab 12i P3 厂房建设; 2023 年 3 月, 亚翔集成先后发布两则公告, 新加坡分公司承建联电 12 英寸晶圆厂第三厂/第四厂扩建统包工程, 涵盖无尘室、制程管道、空调及水电工程, 统包金额高达 45.68 亿元人民币(为公司 2022 全年收入的 1.5 倍), 建设工期为不晚于 2024 年 12 月完工; 届时将为公司收入释放提供支持。

表6: 亚翔新加坡分公司与联华电子新签重大订单情况

项目名称	公告日期	中标金额	工期
联华电子「新加坡 12 寸晶圆厂第三厂/第四厂扩建统包工程」之无尘室(20K)、制程管路(含共管架)(20K)、空调、消防/给排水/LPG、电力/弱电(含电梯)工程	2023 年 3 月 2 日	205,272,200 美元及 182,870,533 新加坡元	2024 年 12 月
联华电子「新加坡 12 寸晶圆厂第三厂/第四厂扩建工程」之无尘室(20K)、制程管路(含共管架)(20K)、空调、消防/给排水/LPG、电力/弱电(含电梯)劳务安装工程	2023 年 3 月 22 日	364,331,968 新加坡元	2024 年 12 月

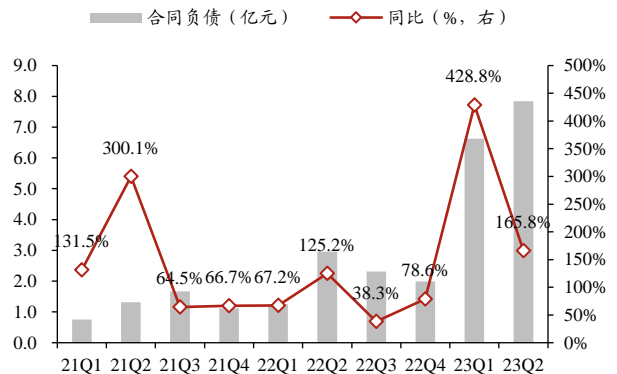
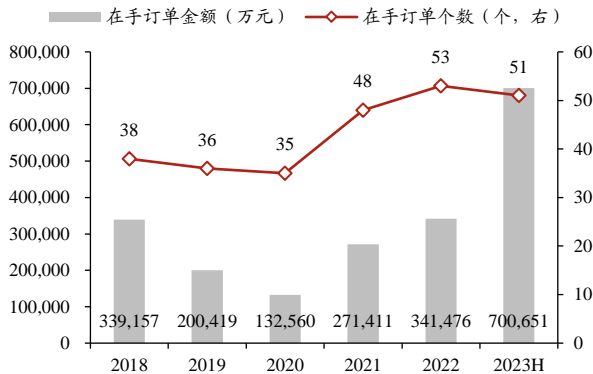
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司在手订单高速增长, 业绩兑现值得期待。得益于新加坡联电订单落地, 截至二季度末, 公司在手未完成项目数量 51 个, 在手订单金额 70.07 亿元, 较 2022 年末在手订单增长 105%, 绝对额为公司 2022 年营业收入的 2.3 倍, 为公司未来两年业绩增长提

供压舱石作用。此外，公司上半年合同负债较 2022 年末增加 295%至 7.84 亿元，反映订单落地较为顺利，后续订单转化有望驱动公司业绩较快增长。

图30: 公司在手订单金额及同比增速

图31: 公司合同负债及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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 39.4/45.5/50.4 亿元（同比分别+29.8%/+15.4%/+10.6%），归母净利润分别为 2.0/2.4/2.6 亿元（同比分别+35.7%/+15.8%/+11.5%）。盈利预测主要假设如下：

表7: 公司盈利预测简表与假设

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	备注与假设
工程施工业务								
收入	万元	87,564	213,723	293,221	381,187	438,365	482,201	国内洁净室工程需求持续提升，截至23H1公司在手订单为70.1亿元，为未来3年收入增长提供支撑
yoy		-52.3%	144.1%	37.2%	30.0%	15.0%	10.0%	
毛利率		7.1%	7.7%	10.2%	11.0%	11.0%	11.0%	
设备销售业务								
收入	万元	3,248	6,678	9,159	11,907	15,479	20,123	公司设备销售业务营收稳定增长
yoy		74.7%	105.6%	37.1%	30.0%	30.0%	30.0%	
毛利率		23.2%	14.0%	26.1%	20.0%	20.0%	20.0%	
利润表摘要								
营业收入	万元	92,937	221,211	303,921	394,635	455,385	503,865	公司营收快速增长，期间费用率受分母增加影响略有下滑
yoy		-50.8%	138.0%	37.4%	29.8%	15.4%	10.6%	
毛利率		8.3%	7.9%	10.8%	11.3%	11.3%	11.4%	
销售费用率		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	公司营收快速增长，期间费用率受分母增加影响略有下滑
管理费用率		0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
研发费用率		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
财务费用率		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
归母净利润	万元	-3,294	2,494	15,054	20,431	23,662	26,385	公司营收快速增长，期间费用率受分母增加影响略有下滑
yoy		-131.1%	175.7%	503.7%	35.7%	15.8%	11.5%	
归母净利率		-3.5%	1.1%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

我们选取半导体产业链上的至纯科技（IC 设备）、盛剑环境（废气治理系统）、美埃科技（洁净室过滤设备）、圣晖集成（洁净室工程）作为可比公司，截至 9 月 22 日公司 PE（TTM）低于可比公司平均水平。亚翔集成是中国大陆最早投入大型芯片厂洁净室工程的厂商之一，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；公司工程实绩丰富，在客户处享有较高的声誉，2023 年 3 月公司公告的新加坡联电重大项目订单将为未来 2 年公司收入和利润释放提供支持。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.0/2.4/2.6 亿元，9 月 22 日对应 P/E 分别为 16.5/14.3/12.8 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表8: 可比公司估值表（截至 2023 年 9 月 22 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
603324.SH	盛剑环境	42.0	29.0	1.3	2.1	2.9	3.9	32.3	19.6	14.3	10.9
603690.SH	至纯科技	104.3	33.6	2.8	5.7	7.9	10.1	36.9	18.3	13.3	10.3
688376.SH	美埃科技	45.3	33.2	1.2	1.7	2.5	3.2	36.8	26.3	18.2	14.1
603163.SH	圣晖集成	33.1	24.2	1.2	1.6	2.2	2.9	26.9	20.6	15.3	11.5
平均值			30.0					33.2	21.2	15.3	11.7
603929.SH	亚翔集成	33.8	16.7	1.5	2.0	2.4	2.6	22.5	16.5	14.3	12.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

5. 风险提示

（1）新加坡联电项目推进不及预期。公司新加坡联电项目总计合同额 45 亿元，为公司营收增长提供支持；若新加坡联电项目推进不及预期，将影响公司收入确认进度。

（2）国内晶圆厂商资本开支不及预期的风险。公司核心业务为电子行业洁净室工程，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。

（3）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。

亚翔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	2,307	2,990	3,597	4,154	营业总收入	3,039	3,946	4,554	5,039
货币资金及交易性金融资产	638	905	1,213	1,537	营业成本(含金融类)	2,711	3,500	4,038	4,465
经营性应收款项	749	942	1,071	1,169	税金及附加	4	6	6	7
存货	53	69	79	88	销售费用	6	7	8	9
合同资产	820	1,026	1,184	1,310	管理费用	74	96	111	123
其他流动资产	47	49	50	51	研发费用	33	47	55	60
非流动资产	266	241	244	248	财务费用	(6)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	0	0	0
固定资产及使用权资产	68	71	75	79	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	6	6	6	6	减值损失	(42)	(51)	(59)	(66)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	176	239	278	310
其他非流动资产	193	164	164	164	营业外净收支	4	4	4	4
资产总计	2,573	3,231	3,842	4,403	利润总额	180	243	281	314
流动负债	1,379	1,832	2,163	2,412	减:所得税	28	36	42	47
短期借款及一年内到期的非流动负债	32	25	25	25	净利润	152	206	239	267
经营性应付款项	1,080	1,465	1,746	1,955	减:少数股东损益	1	2	2	3
合同负债	199	258	298	329	归属母公司净利润	151	204	237	264
其他流动负债	68	84	94	102	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.96	1.11	1.24
非流动负债	5	5	5	4	EBIT	204	242	280	312
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	214	248	287	320
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.79	11.31	11.34	11.39
租赁负债	2	1	1	1	归母净利率(%)	4.95	5.18	5.20	5.24
其他非流动负债	3	4	4	4	收入增长率(%)	37.39	29.85	15.39	10.65
负债合计	1,384	1,837	2,167	2,417	归母净利润增长率(%)	503.67	35.72	15.81	11.50
归属母公司股东权益	1,171	1,374	1,652	1,961					
少数股东权益	18	20	22	25					
所有者权益合计	1,189	1,394	1,674	1,986					
负债和股东权益	2,573	3,231	3,842	4,403					

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	266	286	316	333	每股净资产(元)	5.49	6.44	7.74	9.19
投资活动现金流	(37)	25	(7)	(8)	最新发行在外股份(百万股)	213	213	213	213
筹资活动现金流	2	(57)	(1)	0	ROIC(%)	14.69	15.57	15.27	14.30
现金净增加额	242	267	308	324	ROE-摊薄(%)	12.85	14.87	14.32	13.45
折旧和摊销	10	6	7	7	资产负债率(%)	53.78	56.84	56.42	54.89
资本开支	(17)	(6)	(7)	(8)	P/E (现价&最新股本摊薄)	22.45	16.54	14.28	12.81
营运资本变动	62	27	14	(4)	P/B (现价)	2.88	2.46	2.05	1.72

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>