

## 柏诚股份 (601133)

证券研究报告  
2024年07月15日

## 高端洁净室技术龙头，产业升级&amp;国产替代迎来行业扩容新机遇

## 洁净室下游景气高增&amp;订单释放高弹性，首次覆盖给予“买入”评级

公司深耕中高端洁净室领域，工程实绩丰富，客户粘性较好行业认可度高。23年公司在手订单28.7亿(不含税)，同比+57.9%。新签订单额49.5亿元，同比+48.24%，考虑到订单转化周期为6-12个月，股权激励提升员工凝聚力并激发内在成长动能，业绩或进入释放周期。受益于显示面板更新换代以及半导体自主可控带来的行业扩容，模块化运用及数字化赋能洁净室集成效率。公司重视股东回报，23年现金分红比例51%，高分红提升投资吸引力。我们预计24-26年归母净利润为2.7/3.4/4.1亿元，给予24年25倍PE，目标价为12.82元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**看点一：新型显示产线建设需求增加，预计带动洁净室需求118-177亿**  
AI催化消费电子迭代升级，中高端面板显示需求旺盛，根据群智咨询预测2024年全球OLED面板出货量约可达1240万片，同比增长超过200%，2026-2027年多条8.X OLED产线将逐渐投入量产。2023年底，京东方启动建设国内首条第8.6代AMOLED产线，总投资630亿元；24年5月维信诺官宣即将投资建设第8.6代柔性AMOLED生产线项目，项目预计总投资额为人民币550亿元，两个头部厂商投资额约1200亿，洁净室施工占总投资比例10%-15%，预计将带动洁净室建设需求规模为118-177亿。新型显示面板洁净室领域主要的竞争者为中电二、中电四及柏诚，我们认为公司有望受益于头部面板厂扩产投资，订单有望实现迎来快速增长。

**看点二：行业集中度较高，大基金三期或带动半导体保存较高资本开支**  
行业竞争格局较优，洁净室行业技术复杂壁垒较高，客户看重过往项目实绩，邀标模式下较大提高了头部企业订单获取概率。洁净室中高端市场集中度较高，2023年CR5为33%，柏诚市占率为1.5%，仍具备较大提升空间。大基金三期发布，注册资本3440亿元，半导体自主可控有望再加速，2023-2028年全球半导体资本开支CAGR可达7.33%，中国半导体投资约占全球一半左右，未来3-4年国内半导体行业仍处于景气上行阶段。光伏行业阶段性产能过剩，大尺寸、高功率组件已成为央企招标重头，N型组件的市场占比或将提升，24M1-5光伏制造业新增签约投资金额超2600亿元，先进技术量产规模仍有望扩大，或为洁净室建设需求带来新机遇。

**看点三：人均创收仍有望提升，模块化&数字化提高洁净室系统集成效率**  
公司2023年人员同比增长21%，我们测算2023年人均创收达357万元，考虑到人员新增后尚处于爬坡阶段，对比行业最高448万的人均创收或仍有提升空间。公司推进装配式模块化等新业务的应用，利用BIM技术实现洁净室系统集成全流程的数字化，有效提高了洁净室集成效率。柏诚加快构建全球化战略布局，设立越南、泰国等子公司，积极布局东南亚市场。

**风险提示：**下游需求不及预期；行业竞争加剧；项目实施&回款不及预期；测算具有一定主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,751.46	3,979.61	5,015.17	6,442.84	7,767.73
增长率(%)	0.33	44.64	26.02	28.47	20.56
EBITDA(百万元)	309.26	384.46	430.63	529.96	632.14
归属母公司净利润(百万元)	250.85	213.97	267.91	341.78	410.83
增长率(%)	65.18	(14.70)	25.21	27.57	20.20
EPS(元/股)	0.48	0.41	0.51	0.65	0.79
市盈率(P/E)	21.18	24.83	19.83	15.55	12.93
市净率(P/B)	4.11	1.92	1.83	1.73	1.63
市销率(P/S)	1.93	1.34	1.06	0.82	0.68
EV/EBITDA	0.00	11.97	6.74	5.25	4.18

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	10.17元
目标价格	12.82元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	522.50
流通A股股本(百万股)	147.50
A股总市值(百万元)	5,313.83
流通A股市值(百万元)	1,500.08
每股净资产(元)	5.41
资产负债率(%)	41.94
一年内最高/最低(元)	15.80/8.19

## 作者

鲍荣富 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521010001  
wangtaoa@tfzq.com

王雯 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521120005  
wangwena@tfzq.com

王悦宜 联系人  
wangyueyi@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

## 内容目录

1. 高端洁净室工程技术龙头，在手订单充足前景可期.....	5
1.1. 专注中高端洁净室系统集成解决方案，资质齐备项目实绩丰富.....	5
1.2. 工业洁净室占比较高，在手订单充足业绩或进入释放周期.....	7
1.3. 营收、利润整体实现较快增长，基本面表现优异.....	8
2. 洁净室下游多领域景气高增，紧抓行业扩容新机遇.....	13
2.1. AI 驱动消费电子迭代升级，中高端显示面板需求旺盛.....	14
2.1.1. AI 带动产业变革，看好下游 OLED 面板渗透率提升.....	14
2.1.2. 国内面板企业加速扩产，有望带动洁净室建设需求增长.....	17
2.2. 大基金三期正式发布，半导体产业仍有望保持较高的资本开支强度.....	18
2.3. 光伏先进技术量产规模仍有望扩大，短期投资热度不减.....	20
3. 中高端市场集中度较高，加码模块化及数字化赋能洁净室系统集成服务能力.....	22
3.1. 高端洁净室技术壁垒高，竞争格局稳定头部市占率较高.....	22
3.2. 人均创收有望继续提升，模块化项目提高洁净室系统集成效率.....	24
4. 盈利预测.....	27
5. 风险提示.....	29

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构示意图（截至 24Q1）.....	6
图 3：2019-2023 年按下游行业分类营收情况.....	7
图 4：2022-2023 年按下游行业分类毛利率情况.....	7
图 5：公司新签及在手订单情况（亿元）.....	8
图 6：2023 年各行业在手订单占比.....	8
图 7：2019-2023 年营业收入及增速.....	9
图 8：2019-2023 年归母净利润及增速.....	9
图 9：2019-2023 年公司各业务营收情况（分产品）.....	9
图 10：2019-2023 年各业务毛利率（分产品）.....	9
图 11：2019-2023 柏诚股份及可比公司毛利率.....	10
图 12：2019-2023 年柏诚股份与圣晖集成二次配毛利率对比.....	10
图 13：2020-2023 年公司合同资产.....	10
图 14：2019-2023 柏诚股份及可比公司 ROE.....	11
图 15：2019-2023 柏诚股份及可比公司净利率.....	11
图 16：2019-2023 柏诚股份及可比公司期间费用率.....	11
图 17：2019-2023 柏诚股份费用率拆解.....	11
图 18：2019-2023 年公司 CFO 净额、净现比.....	11
图 19：2019-2022 年公司收现比和付现比.....	11

图 20: 2022、2023 年公司现金分红 (亿元) 及分红比例	12
图 21: 2022、2023 年公司及可比公司股息率	12
图 22: 2021 年中国洁净室工程下游需求占比	13
图 23: 2022-2026E 中国洁净室市场规模预测	13
图 24: 2028 年 AI 手机市场份额有望达 54%	14
图 25: 2024-2028 年全球 AI PC 出货量 CAGR 为 44%	14
图 26: 23Q1-24Q1 全球面板出货市场占比	15
图 27: 2021-2024E 全球 OLED 面板出货量及增速	15
图 28: 2017-2030E 全球 AMOLED 半导体显示面板销售额	15
图 29: 2022-2030E 智能手机 AMOLED 出货量预测	16
图 30: OLED 智能手机渗透率预测	16
图 31: 移动 PC 对 OLED 面板需求预测	16
图 32: 2022-2026 年 OLED 车用面板市占率预估	17
图 33: 2019-2023 年全球车载显示面板出货量及增速	17
图 34: 23-24Q1 中国大陆地区 OLED 面板竞争力持续增强, 2024Q1 市场占比首超半数达到 51.8%	17
图 35: 2017-2023 年中国 OLED 产能预测趋势	18
图 36: 2008-2028E 全球半导体资本开支及预测	19
图 37: 我国电子信息产业固定资产投资完成额及增速	19
图 38: 2023 年中国半导体产业投资项目分布情况	19
图 39: 2008-2023 年国内电池片量产转换效率发展趋势	20
图 40: 2023-2030 年不同类型硅片市场占比变化趋势	20
图 41: 2023-2030 年不同电池技术路线市场占比变化趋势	20
图 42: 23M1-24M5 光伏制造业签约投资金额	21
图 43: 洁净室行业竞争格局	22
图 44: 公司邀标模式订单占比超 80%	23
图 45: 2019-2023 年柏诚股份及可比公司员工数量	25
图 46: 2019-2023 年柏诚股份及可比公司人均创收	25
图 47: 2019-2023 年柏诚股份及可比公司技术人员人均创收	25
图 48: 装配式模块化项目优势	26
表 1: 2024 年限制性股票激励计划 (草案)	6
表 2: 公司部分资质类别及等级 (截至 2023 年末)	7
表 3: 柏诚股份项目实绩	8
表 4: 显示面板企业投资	18
表 5: 头部洁净室工程公司主要客户及 2023 年市占率	23
表 6: 公司长期合作客户及相关项目 (部分展示)	23

表 7：公司募投项目 .....	26
表 8：公司收入结构拆分及预测（单位：亿元） .....	27
表 9：费用率预测 .....	28
表 10：可比公司估值表 .....	28

## 1. 高端洁净室工程技术龙头，在手订单充足前景可期

### 1.1. 专注中高端洁净室系统集成解决方案，资质齐备项目实绩丰富

深耕洁净室行业近三十年，位列洁净室行业第一梯队，提供专业的洁净室系统集成整体解决方案。柏诚系统科技股份有限公司（以下简称“柏诚股份”）致力于为国内外高科技企业的建厂、技改等项目提供专业的洁净室系统集成整体解决方案。公司前身“无锡市合众冷气工程有限公司”成立于1994年1月，于2006年整体变更为股份有限公司，注册资本为2000万元。2017年11月，柏诚贸易（香港）成立，成为公司的国际采购业务平台。2021年收购安徽众诚设计（现更名为安徽元诚工程设计有限公司），逐步发展食品药品及生物制药项目整体设计能力，打造EPC支持平台。2023年3月，柏诚股份在上交所上市。2023年6月，公司设立子公司工一智造；设立越南、泰国子公司，积极开拓海外市场。自成立以来，公司一直坚持技术创新，专注于洁净室系统集成技术的升级，打造了多项标杆项目，下游客户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。

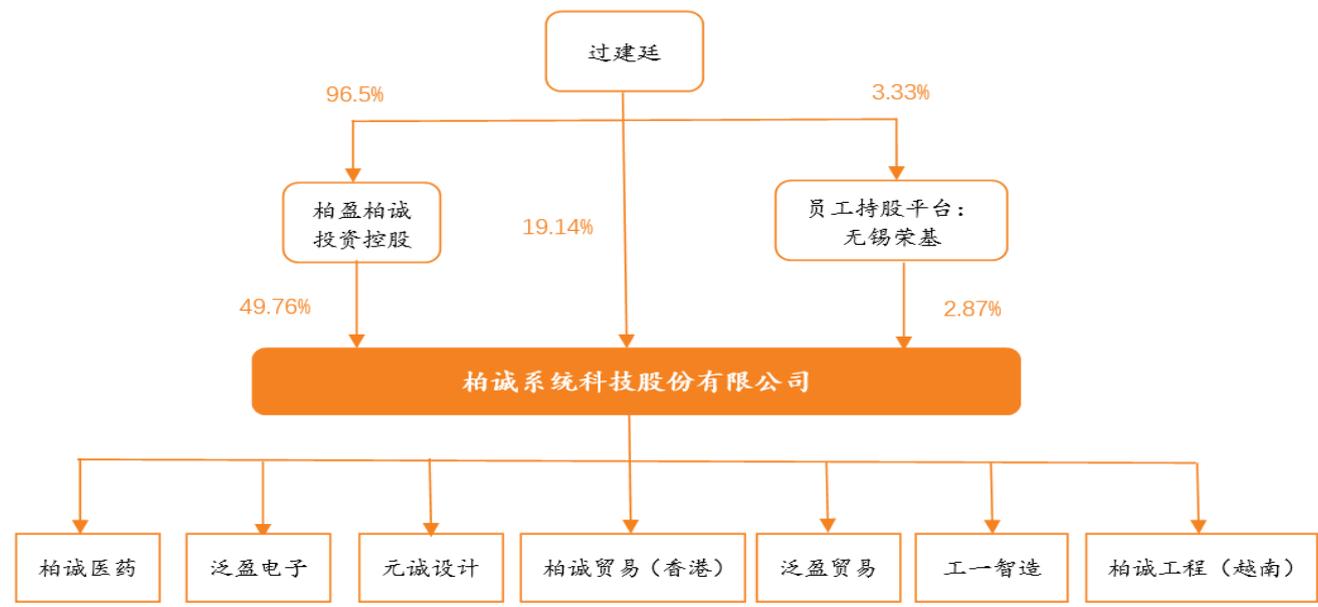
图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

公司实际控制人持股比例高，股权结构较为集中。截至 24Q1，公司实际控制人过建廷直接持有公司股份 19.14%，通过柏盈柏诚投资控股和无锡荣基间接持股 48.11%。员工持股平台无锡荣基持有公司股份比例为 2.87%。公司在上海、西安、成都、广州、合肥等地设立分公司，将业务范围辐射至全国。此外，公司下属多家子公司，元诚工程设计有限公司主要负责承接的是医药行业的项目，增强项目设计与实施之间的衔接配合，并满足客户在设计领域的多方位需求，实现设计实施一体化。2023 年，公司设立越南子公司，跟随长期客户，逐步布局和拓展东南亚及海外业务，同年设立工一智造科技有限公司，主要负责模块化生产和制造。

图 2：公司股权结构示意图（截至 24Q1）



资料来源：招股说明书，公司年报，Wind，天风证券研究所

**公司发布限制性股票激励计划，绑定核心骨干有效调动员工发展积极性。**7 月 13 日公司发布限制性股票激励计划（草案），激励计划涉及的拟首次授予部分激励对象共计 97 人，包括公司董事、中高级管理人员以及核心骨干，激励计划拟授予的限制性股票数量为 574.75 万股，约占公告日公司股本总额的 1.10%。激励计划的考核周期为 2024-2026 年度，2024-2026 年营业收入相较于 2023 年的增速分别为 15%、32%、52%，对应营收目标为 45.77 亿、52.54 亿、60.5 亿，净利润相较于 2023 年的增速为 12%、25%、40%，对应净利润目标为 2.4、2.68、3 亿元，我们认为本次员工持股计划将有效调动员工发展积极性，有效激发管理团队的积极性，提高经营效率，利于中长期健康发展。

表 1：2024 年限制性股票激励计划（草案）

对应考核年度	营业收入		归属于上市公司股东的净利润	
	较 2023 年营收增速	对应营收目标值	较 2023 年增速	对应净利润目标值
2024	15%	45.77	12%	2.40
2025	32%	52.54	25%	2.68
2026	52%	60.50	40%	3.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**公司洁净室业务链条所需资质完备，项目经验丰富。**公司的洁净室业务链主要包括项目规划及设计方案深化、采购、系统集成、二次配、运行维护等。公司主要客户为高科技企业，投资规模巨大，对操作环境要求高，且由于半导体及泛半导体、新型显示等产品周期更新迭代快，需要尽可能缩短洁净室前期建造周期，同时保证中期运行的稳定性。因此，本行业具有较高的资质和项目业绩壁垒。公司是国内少数具备承接多行业主流项目的洁净室系统集成解决方案提供商之一，具备机电工程施工总承包一级资质、建筑工程施工总承包一级资质等行业领先专业资质，凭借在洁净室行业深耕 30 余年，积累了良好的客户资源和口碑，先后参建了当时国内技术最先进、规模最大的 12 英寸半导体工厂、国内首条第 8 代 TFT-LCD 生产线等标杆项目，并多次获得包括鲁班奖、国家优质工程奖、詹天佑奖等在内的国家级奖项荣誉。此外，在 2021 年收购众诚设计后，公司也具备了建筑行业（建筑工程）乙级等工程设计资质，可以开展设计咨询业务。

表 2：公司部分资质类别及等级（截至 2023 年末）

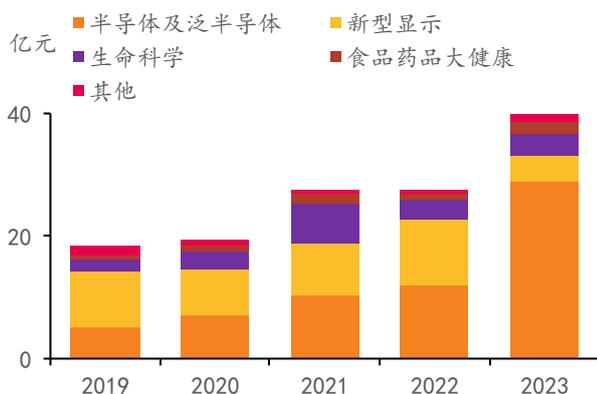
资质类别	资质名称
建筑业企业资质	机电工程施工总承包壹级
	建筑工程施工总承包壹级
	消防设施工程专业承包壹级
	建筑装修装饰工程专业承包壹级
	建筑机电安装工程专业承包壹级
	电子与智能化工程专业承包壹级
	电子与智能化工程专业承包贰级
	消防设施工程专业承包贰级
	环保工程专业承包贰级
	建筑工程施工总承包叁级
安全生产许可证	建筑施工企业安全生产许可证
特种设备安装改造维修许可证 (压力管道)	承压类特种设备安装、修理、改造；工业管道安装 GC2
特种设备生产许可证	压力管道设计（工业管道 GC2）

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 1.2. 工业洁净室占比较高，在手订单充足业绩或进入释放周期

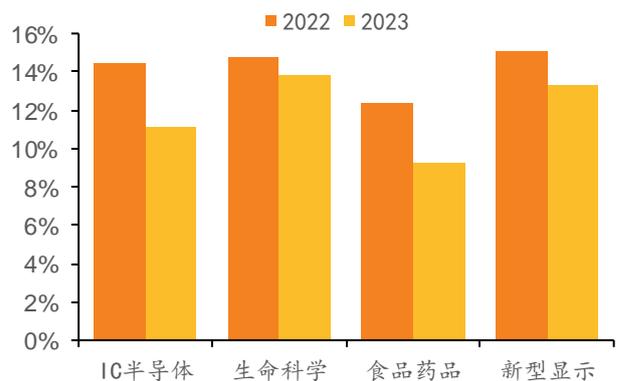
公司主营业务为工业洁净室，立足半导体及泛半导体产业。2019-2023 年，公司半导体及泛半导体营收 CAGR 高达 54.29%，23 年营业收入为 28.70 亿元，同比增长 139.52%，占公司主营业务收入的 72.12%；新型显示收入为 4.26 亿元，同比下降 60.19%，营收占比下降 28.17pct 至 10.70%；生命科学及食品药品大健康板块 23 年实现营收 5.76 亿元，同比增长 31.48%。从订单情况来看，23 年半导体及泛半导体新增合同额较上年同期增长 69.74%；半导体及泛半导体、新型显示、生命科学及食品药品大健康累计已签约未完工订单金额为 22.44、3.72、2.36 亿元，在手订单充裕有望保障后续业绩增长。**毛利率来看**，2023 年半导体及泛半导体行业毛利率为 11.16%，同比下滑 3.33pct，生命科学、食品药品大健康、新型显示行业毛利率分别为 13.80%/9.24%/13.28%，分别同比下滑 0.97pct、3.09pct、1.76pct。

图 3：2019-2023 年按下游行业分类营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2022-2023 年按下游行业分类毛利率情况

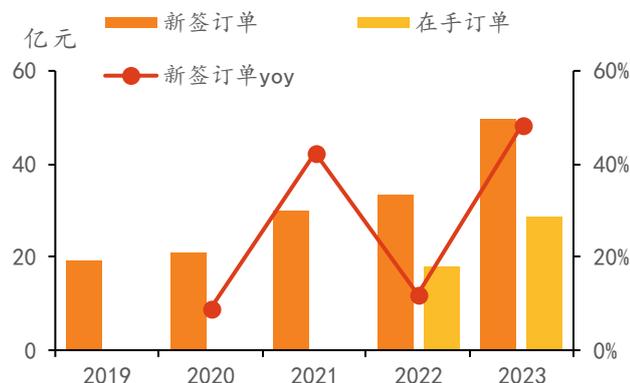


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**23 年新签订单高增长，在手订单充足。**23 年末公司在手订单 28.7 亿(不含税)，同比+57.9%。23 年公司累计新签订单数量 117 个，相比 22 年增加 6 个；新签订单额 49.5 亿元，同比增长 48.24%，受益于半导体投资高景气，半导体及泛半导体新签订单额同比增长 69.74%，增幅较为显著。23 年公司半导体行业在手订单金额为 22.44 亿元，占比 78.14%。2023 年 4 月公司公告与上海天捷建设联合体中标中芯南方厂房建设项目厂务电力系统工程，合同总金额 6.91 亿元(含税)。2023 年新型显示在手订单 3.72 亿元，占比 12.97%。生命科学及

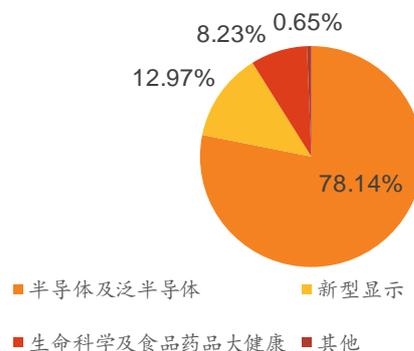
食品药品大健康、其他智能制造产业在手订单为 2.36 亿元/0.19 亿元,占比为 8.23%/0.65%。

图 5: 公司新签及在手订单情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 2023 年各行业在手订单占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 3: 柏诚股份项目实绩

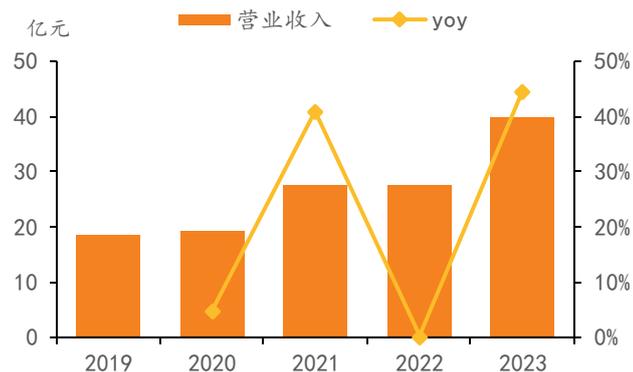
所属行业	参与项目
半导体及泛半导体	无锡华虹半导体制造二期项目 合肥长鑫-12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目 中芯国际临港 12 英寸生产线项目 长江存储国家基地项目 (一期) 无尘室系统项目 上海格科半导体 12 英寸 CIS 集成电路特色工艺研发与产业化项目
新型显示	武汉华星光电技术有限公司第 6 代半导体新型显示器件生产线扩产项目 合肥京东方显示技术有限公司第 10.5 代液晶显示器项目 (B9)
食品药品大健康	苏州辉瑞制药有限公司钻石项目 上海波士顿科学医疗器械本土化项目
生命科学	上海勃林格殷格翰药业有限公司生物制药项目
其他智能制造产业	深圳深南电子元器件系统及研发项目

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

### 1.3. 营收、利润整体实现较快增长, 基本面表现优异

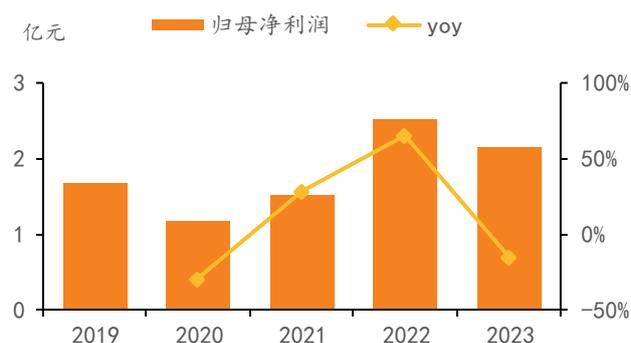
19-23 年公司营收复合增速 20.99%, 归母净利复合增速 6.49%。2019-2023 年, 公司营业总收入从 18.57 亿元增长至 39.80 亿元, CAGR 为 20.99%。23 年营收较上年同比增长 44.64%, 主要系下游半导体及泛半导体等产业发展带来的洁净室业务需求增长, 公司业务规模持续扩大。公司归母净利润从 2019 年的 1.66 亿元增长至 2023 年的 2.14 亿元, CAGR 为 6.49%。受毛利率下滑与减值计提增加影响, 23 年归母净利润同比下降 14.70%。24Q1 公司营收 11.45 亿, 同比+111.11%, 归母净利润为 0.56 亿, 同比+37.77%, 业绩表现亮眼。我们认为受益于国内 IC 半导体相关领域投资加速, 以及新型面板领域更新迭代, 公司的营收及利润有望稳步提升。

图 7：2019-2023 年营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2019-2023 年归母净利润及增速

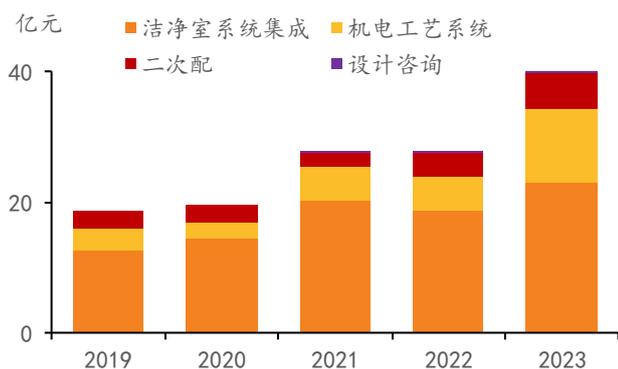


资料来源：Wind，天风证券研究所

分产品来看，公司做强做优洁净室系统集成，发力机电工艺系统与二次配。从板块来看，公司主营业务包括洁净室系统集成、机电工艺系统、二次配和设计咨询，其中洁净室系统集成为公司核心主业，2019-2023 年占公司总营收 60%-70%左右。2023 年洁净室系统集成收入为 22.86 亿元，同比增长 22.14%，占主营业务营收的 57.44%；机电工艺系统收入为 11.53 亿元，同比增长 127.88%，营收占比 28.98%；二次配收入为 5.29 亿元，同比增长 45.60%，收入占比 13.28%。机电工艺系统与二次配业务近些年发展迅速，2019-2023 年机电工艺系统与二次配工程业务收入 CAGR 分别为 33.29%、20.74%。

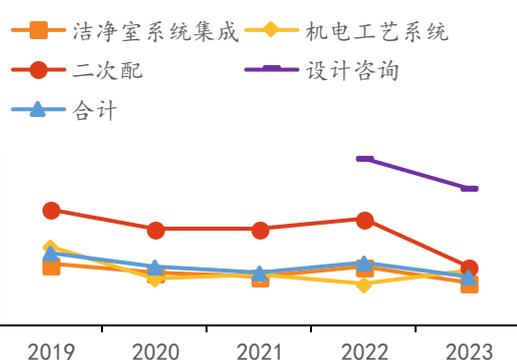
受市场竞争压力加剧，23 年毛利率小幅下滑。分业务毛利率情况来看，2023 年公司洁净室系统集成、机电工艺系统、二次配和设计咨询毛利率分别为 10.04%、12.88%、13.84%和 32.09%，同比-3.82pct、+3.10pct、-11.05pct 和 -6.99pct。2019-2023 年，公司洁净室系统集成业务毛利率略低于可比公司圣晖集成；2023 年二次配业务毛利率与圣晖集成基本持平。从可比公司来看，头部企业整体毛利率整体差异不大，柏诚股份处行业中上游水平。2023 年公司总体毛利率为 11.43%，同比-3.24pct，毛利率略有承压。

图 9：2019-2023 年公司各业务营收情况（分产品）



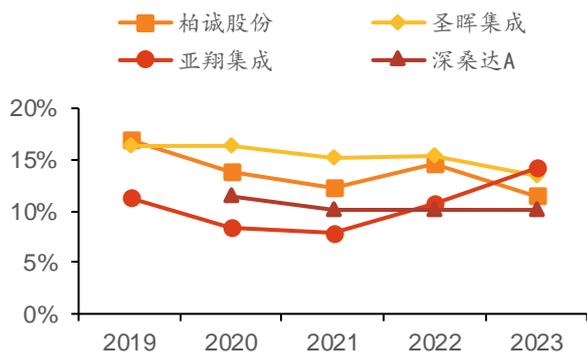
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2019-2023 年各业务毛利率（分产品）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

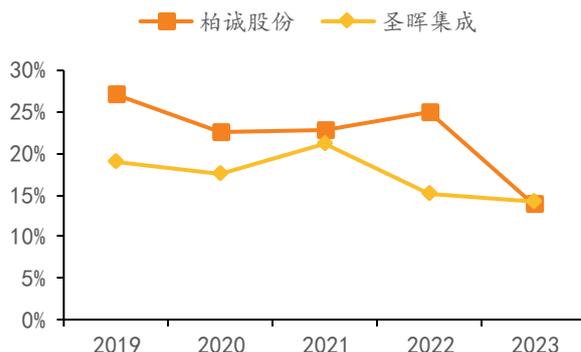
图 11：2019-2023 柏诚股份及可比公司毛利率



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：深桑达 A 为“高科技产业工程服务”业务毛利率

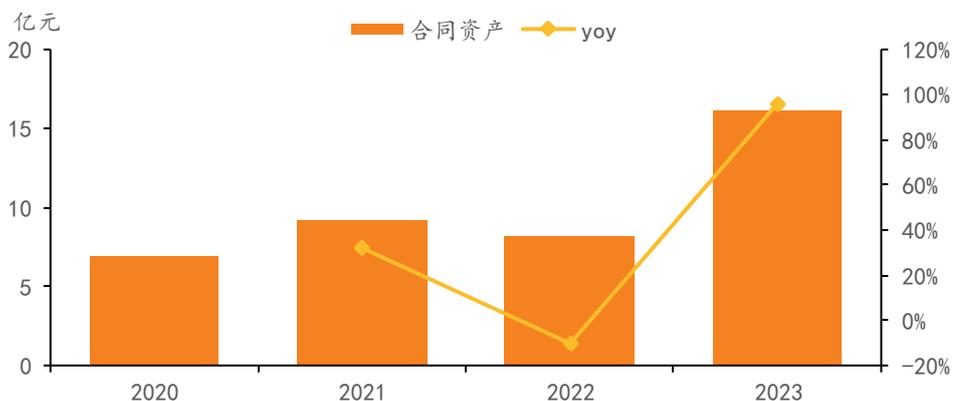
图 12：2019-2023 年柏诚股份与圣晖集成二次配毛利率对比



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

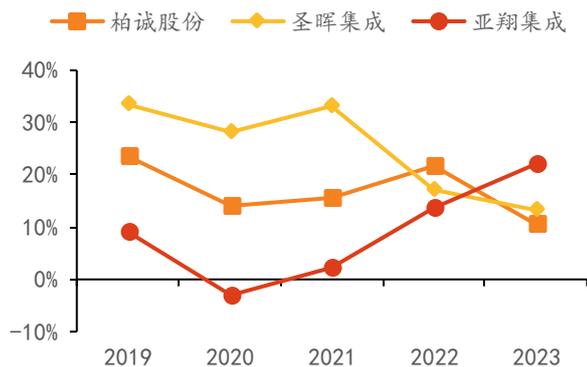
受坏账准备计提以及毛利率下滑影响净利率小幅承压，减值影响消除可期。2023 年公司的 ROE 由 22 年的 21.55% 下降至 10.53%，我们认为，主要系 2023 年柏诚股份资产及信用减值计提较多以及毛利率下滑导致盈利水平小幅承压( 23 年资产及信用减值为 0.64 亿元，较 22 年增加 0.88 亿元)。从净利率情况来看，柏诚股份低于亚翔集成、圣晖集成，高于中电二、中电四，整体盈利水平较为稳健。公司合同资产从 2020 年的 6.96 亿元增长至 16.16 亿元，近三年合同资产 CAGR 为 32.41%，23 年合同资产较 22 年同比增长 96.0%。24Q1 公司合同资产为 20.56 亿，较年初增加 4.39 亿元。受 23 年新签合同较多，导致合同资产增长较快，23 年合同资产坏账准备计提净额较上年同期增加 4646.36 万元，进而导致净利润较上年同期减少 3492.03 万元。考虑到公司客户质量整体较为优质，资信状况良好，履约能力较强，合同资产坏账有望转回，我们看好公司中长期成长韧性。

图 13：2020-2023 年公司合同资产



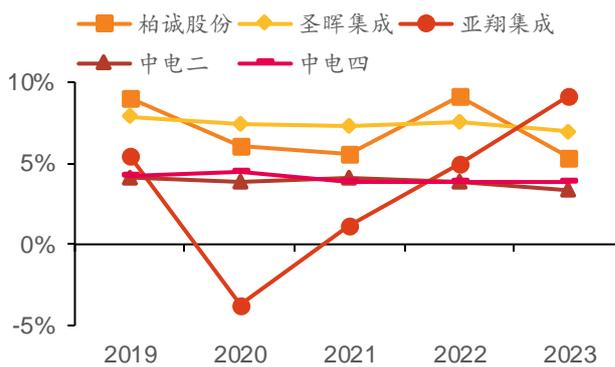
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2019-2023 柏诚股份及可比公司 ROE



资料来源：Wind，天风证券研究所

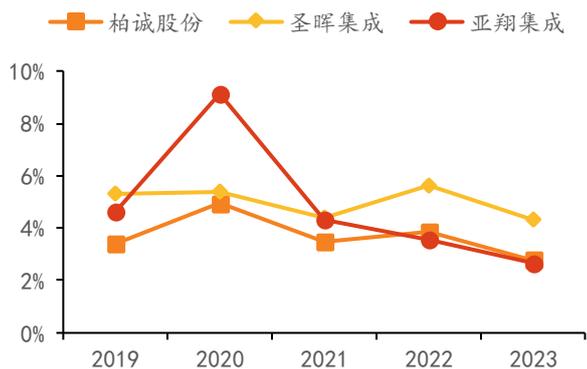
图 15：2019-2023 柏诚股份及可比公司净利率



资料来源：Wind，深桑达 A 公告，天风证券研究所

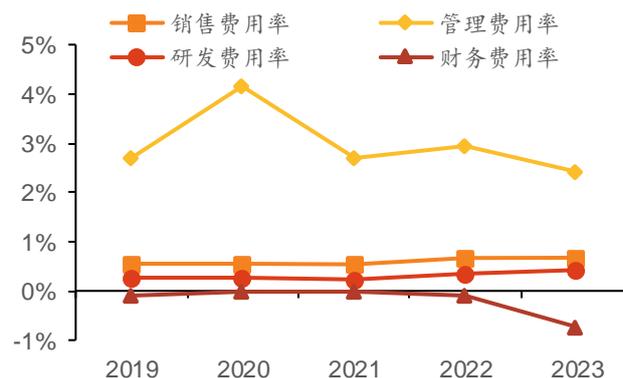
**整体费用率稳中有降，研发费率持续提高。**2023 年公司的费用率为 2.77%，较 22 年减少 1.11pct，低于可比公司圣晖集成。拆分来看，2023 年公司的管理/销售/研发/财务费用率为分别 2.42%/0.66%/0.42%/-0.73%，较 22 年同比-0.52/-0.01/+0.07/-0.65pct。其中 23 年度加大研发力度，积极推进研发项目落地，研发费用较 22 年增长 73.68%。

图 16：2019-2023 柏诚股份及可比公司期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

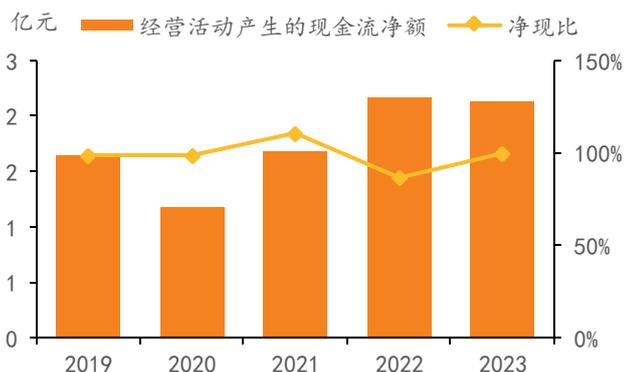
图 17：2019-2023 柏诚股份费用率拆解



资料来源：Wind，天风证券研究所

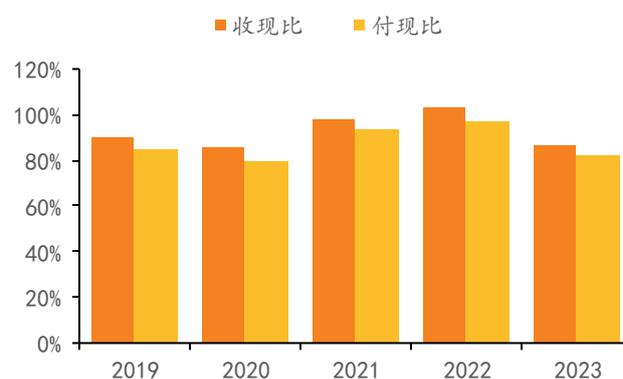
**公司现金流整体表现良好，回款能力较强。**2023 年公司经营活动现金流净额 2.14 亿元，较 2022 年少流入 0.03 亿元，净现比为 99.82%，同比提升 13.28pct，与净利润匹配度较好；23 年收、付现比分别为 87%、82%，同比-15.87pct、-15.51pct，现金流整体表现较好，客户资源优质，履约能力较强。

图 18：2019-2023 年公司 CFO 净额、净现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

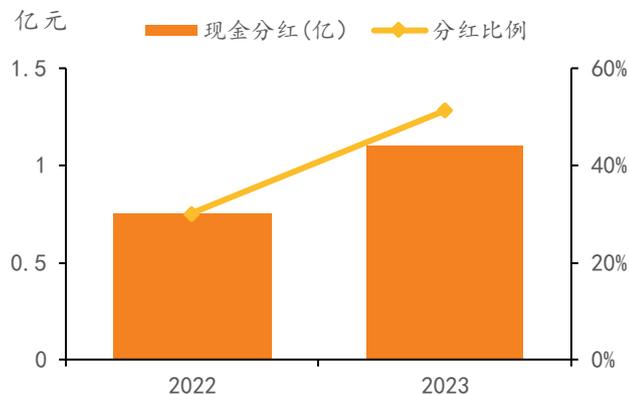
图 19：2019-2022 年公司收现比和付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

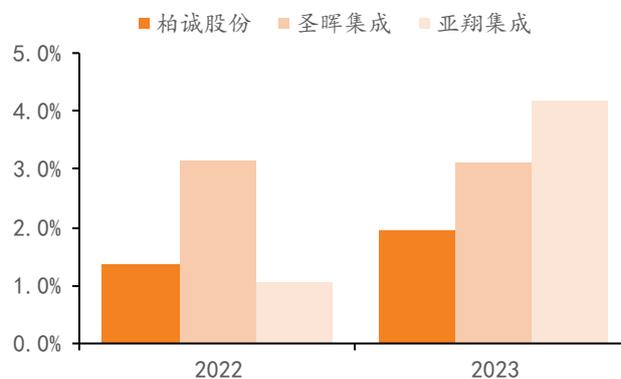
**高比例现金分红提升投资吸引力，股息率有望稳步提升。**公司 2022 年、2023 年现金分红分别为 0.76、1.1 亿元，同比增长 45%，现金分红比例分别为 30%、51%，高比例现金分红提升投资吸引力。同时公司也将积极探索研究中期分红及一年多次分红等政策，建立长期稳定的股东价值回报机制。从股息率对比来看，公司股息率略低于可比公司，截至 2024/6/28，柏诚股份 2023 年股息率为 1.96%。

图 20：2022、2023 年公司现金分红（亿元）及分红比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2022、2023 年公司 & 可比公司股息率



资料来源：Wind，天风证券研究所

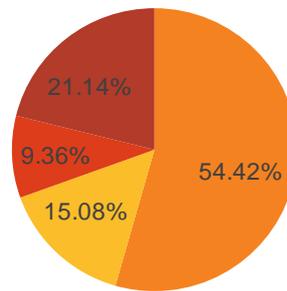
注：截止于 2023/6/28

## 2. 洁净室下游多领域景气高增，紧抓行业扩容新机遇

IC 半导体、光电领域是洁净室工程的主战场。洁净室工程在工业制造领域起不可或缺的基础性作用，是下游电子工业等高端制造业的重要组成部分，其中集成电路的生产过程对受控环境要求严格，控制生产超大型集成电路所需的环境，不仅严格控制颗粒，而且严格控制生产环境中的化学污染物和各种与生产过程直接接触的介质，因此电子领域洁净室工程应用广泛。除电子工业外，医药医疗、精细化工、食品等工业亦是洁净室工程的重点需求领域。根据共研网数据，电子信息产业是洁净室行业的主要下游领域，2021 年占比高达 54.4%；其次为医药及食品占比 15.1%；医疗行业占比 9.4%。电子信息产业和医药生物等高端制造业都是国家重点鼓励发展的战略性新兴产业，洁净室工程行业有望深度受益。

图 22：2021 年中国洁净室工程下游需求占比

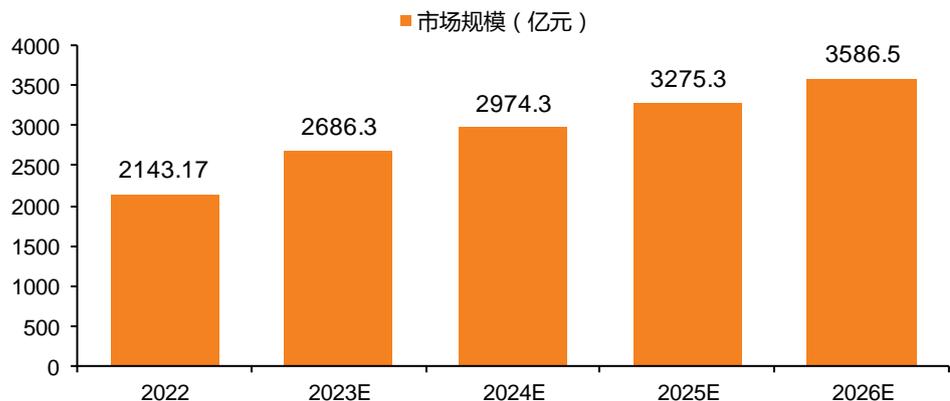
■ 电子 ■ 医药及食品 ■ 医疗 ■ 其他



资料来源：共研网，天风证券研究所

预计到 2026 年中国洁净室市场规模将达到 3587 亿元，2022-2026 年市场规模复合增速为 13.7%。根据智研咨询统计数据显示，2022 年中国洁净室行业市场规模为 2143.17 亿元，同比增长 7.7%，2015 年到 2022 年复合增长率为 15.8%，增长势头稳定。根据柏诚股份招股书以及智研咨询数据，我国洁净室市场规模到 2026 年有望达到 3586.5 亿元，2022 年至 2026 年能够实现年均复合增长率 13.7% 的高速增长。

图 23：2022-2026E 中国洁净室市场规模预测



资料来源：中国电子学会、智研咨询、柏诚股份招股书，天风证券研究所

## 2.1. AI 驱动消费电子迭代升级，中高端显示面板需求旺盛

### 2.1.1. AI 带动产业变革，看好下游 OLED 面板渗透率提升

AI 驱动产业变革,或将带来新一轮消费电子换机潮。在苹果、华为等产业链巨头的推动下,2024 年预计成为 AI 手机的元年, AI 手机也被称为继功能机、智能机之后手机行业的第三个重大变革阶段。根据 Canalsys 数据显示,2024 年 AI 手机出货占比 16%,预测到 2028 年市场份额将达 54%,2023-2028 年间, AI 手机市场以 63%的年均复合增长率增长,生成式 AI 在手机市场的渗透率将得到较快提升。PC 端产品来看,2024 年全球 AI PC 出货量将达 4800 万台,占出货的 PC 比例仅为 18%,随着 AI 功能的开发完善,商业应用将激增,预计到 2025 年 AI PC 的出货量将超过 1 亿台,占总出货量的 40%,到 2028 年, AI PC 出货量将达到 2.05 亿台,2024-2028 年期间复合年增长率将达 44%,戴尔、惠普和联想在内的头部 Windows PC 厂商将从 2024 年开始推出一波采用 AI 加速的新机型。此轮 AI 浪潮带动下,叠加换机周期以及折叠机的消费趋势,消费电子领域有望迎来新一波换机浪潮。

图 24：2028 年 AI 手机市场份额有望达 54%

#### 2028 年, AI 手机市场份额将达到 54%



资料来源: Canalsys 公众号, 天风证券研究所

图 25：2024-2028 年全球 AI PC 出货量 CAGR 为 44%

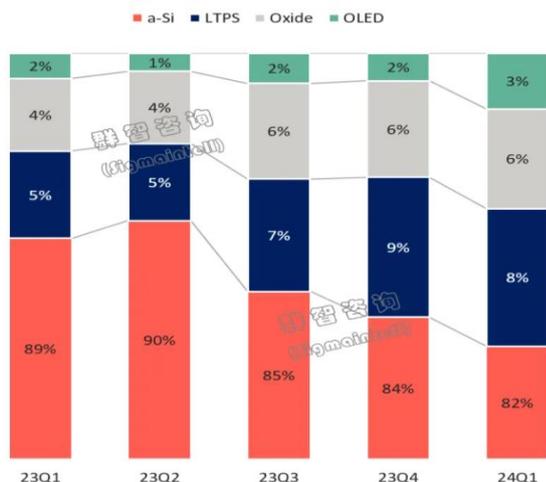


资料来源: Canalsys 公众号, 天风证券研究所

AI 带动的消费电子升级换代,同时也带动相关产业的革新,新型面板或将长期受益于国内终端消费电子的浪潮。随着移动互联网的内容不断丰富以及信息传递方式的图像化,消费者对各类智能终端设备的显示要求日益增强。我们认为,在终端产品市场竞争过程中,为抢占市场份额,作为上游的显示面板企业,需要配合下游消费电子厂商推出新产品的种类数量与频率,以此来稳固并提升市场份额。

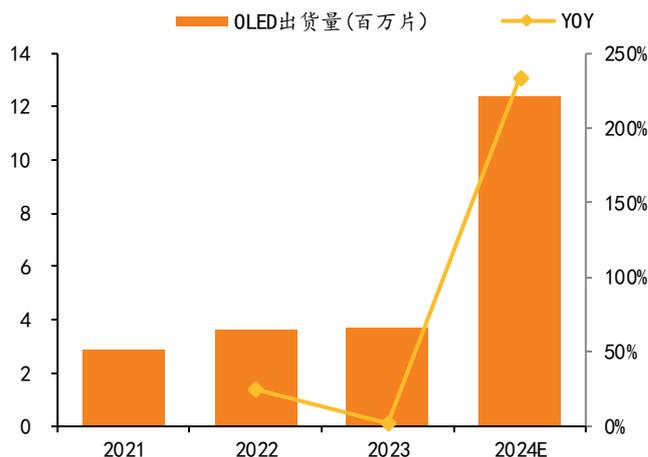
新型显示面板更新迭代加快,高端需求渗透率提升。显示面板主要分为 LCD (液晶显示面板)和 OLED (有机自发光二极管显示面板)两种主流技术路线,除了主赛道外,Mini-LED、Micro-LED、激光等新兴显示技术也在竞相发展,为显示终端市场提供了更多差异化产品。根据群智咨询(Sigmaintell)预测数据,OLED 平板面板 2024 年一季度出货同比增加 121%,预计 2028 年渗透率可达 20%,2024 年全球 OLED 面板出货量约可达 1240 万片,同比 2023 年,增长率将超过 200%。2026-2027 年,多条 8.X OLED 产线将逐渐投入量产,释放的产能将进一步加速 OLED 面板技术在平板电脑等中尺寸设备中的广泛应用,预计 2028 年全球 OLED 平板面板渗透率将达约 20%。

图 26：23Q1-24Q1 全球面板出货市场占比



资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

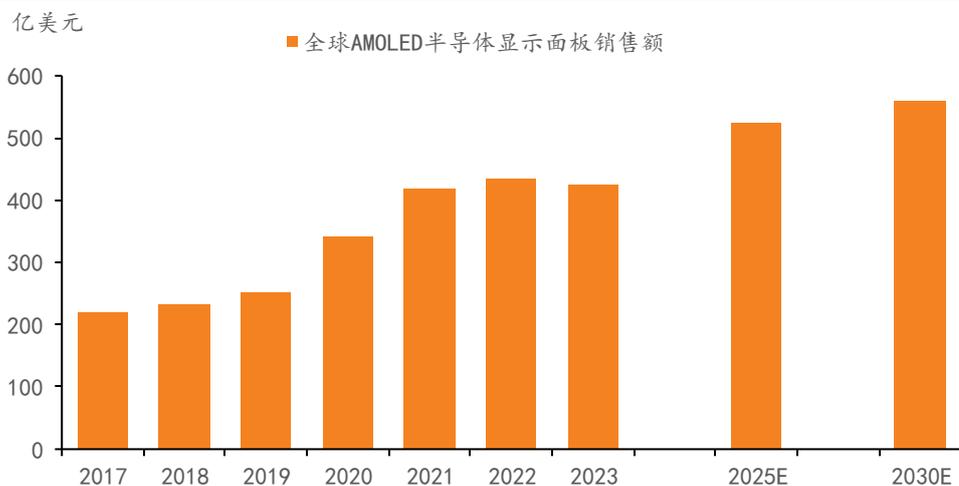
图 27：2021-2024E 全球 OLED 面板出货量及增速



资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

**OLED 面板行业下游应用渗透率持续提升，高景气支撑或将带动面板厂商加速完善产能布局。**OLED 技术包括 PMOLED 和 AMOLED，AMOLED 仍是 OLED 的主流应用技术，AMOLED 主要用于智能手机，并继续朝低功耗、低成本、大尺寸方向发展。随着产业技术的升级及市场需求的增长，AMOLED 市场规模显著增长。根据 Omdia 数据，2023 年全球 AMOLED 半导体显示面板销售额为 423.66 亿美元，预计 2030 年全球 AMOLED 半导体显示面板销售额为 558.44 亿美元，2023-2030 年行业销售额 GAGR 为 4%，保持较快增长态势。

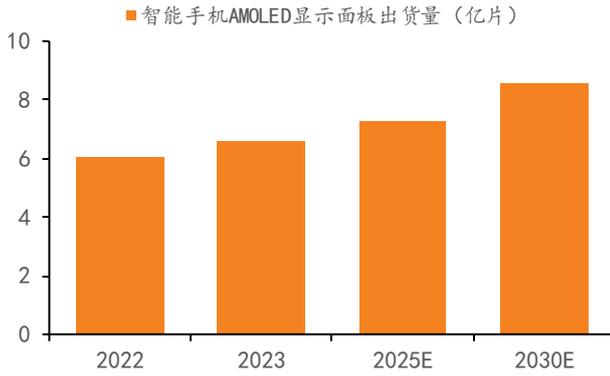
图 28：2017-2030E 全球 AMOLED 半导体显示面板销售额



资料来源：Omdia，和辉光电公告，天风证券研究所

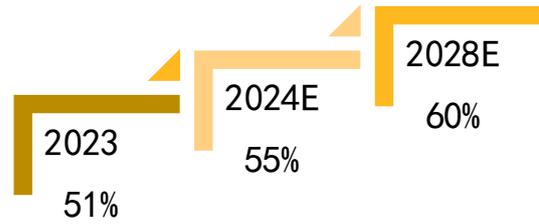
- **智能手机：预计 2028 年智能手机 OLED 渗透率可提升至 60%。**根据 Omdia 的最新数据显示，2023 年全球 OLED 智能手机的出货量为 5.95 亿部，渗透率达到 51%。预计到 2024 年，OLED 智能手机的出货量将攀升至 6.61 亿部，渗透率增至 55%。预计到 2028 年，OLED 智能手机的出货量有望达到 7.5 亿部，渗透率也将随之提升至 60%。2023 年-2028 年全球 OLED 智能手机的出货量复合增长率预计为 4.74%，显示出市场对 OLED 技术的持续认可和强劲需求。

图 29：2022-2030E 智能手机 AMOLED 出货量预测



资料来源：和辉光电公告，天风证券研究所

图 30：OLED 智能手机渗透率预测

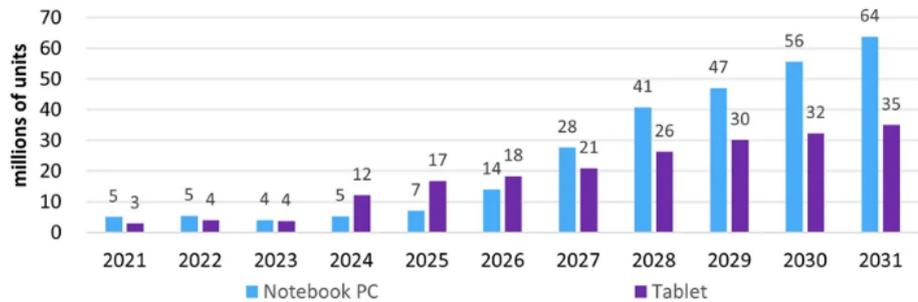


资料来源：环球 Tech 公众号，天风证券研究所

- PC 端：中尺寸方面，根据 Omdia 的《显示面板长期需求预测跟踪报告》，预计 2023-2031 年期间，移动 PC 市场对 OLED 显示屏的需求将以 37% 的年复合增长率 (CAGR) 增长。随着支持人工智能的个人电脑的出现和人工智能性能的进步，PC 厂商正在准备自 2024 年开始陆续推出相关的 AI PC。苹果首次在其 iPad Pro 系列产品中引入 OLED 屏幕，2024 年平板电脑 OLED 的需求预计将是去年的三倍，或将带动其他系列以及竞争对手的 OLED 采用策略。

图 31：移动 PC 对 OLED 面板需求预测

OLED demand forecast for mobile PC



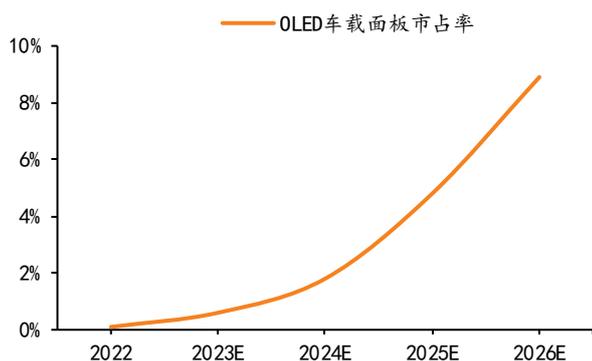
Source: Omdia, Display long-term demand forecast tracker

© 2024 Omdia

资料来源：Omdia 公众号，天风证券研究所

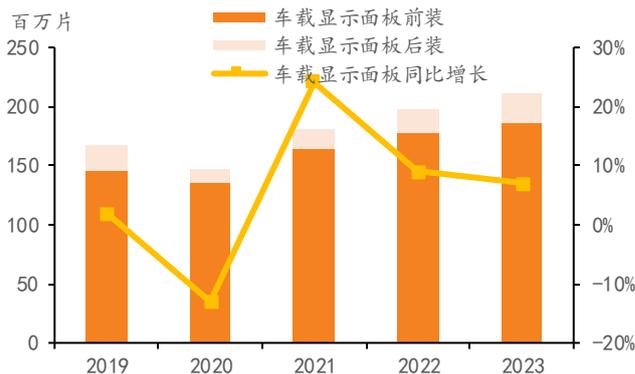
- 车载显示面板需求增长潜力较大。根据群智咨询(Sigmaintel)最新测算，2023 年全球车载显示面板出货约 2.1 亿片，同比增长约 7%，其中前装市场出货约 1.9 亿片。2023 年全球 OLED 车载显示面板出货量达到 120 万片，同比增长 1.1 倍，渗透率仅 0.6% (来源：TrendForce 集邦咨询)。根据 TrendForce 集邦咨询数据，随着汽车市场的逐步复苏及智能座舱的推广，汽车显示面板的需求逐渐回稳，预估 2023 年车用显示面板整体供应量将保持增长，2026 年预计供应量将超过 2.4 亿片。而伴随 OLED 面板的性能提升及成本持续优化，OLED 车用面板市占率至 2026 有望达 8.9%。平板电脑领域，OLED 市占率也有望逐步提升，2023 年全球平板电脑中 OLED 面板渗透率约为 2%，同比 2022 年出货量微幅增长 2%，预计 2024 年全球 OLED 面板渗透率约达 5%，其中苹果需求将占据 6 成，或有望引领并加速整个平板行业对 OLED 技术的采纳与应用。

图 32：2022-2026 年 OLED 车用面板市占率预估



资料来源：TrendForce 集邦咨询，天风证券研究所

图 33：2019-2023 年全球车载显示面板出货量及增速

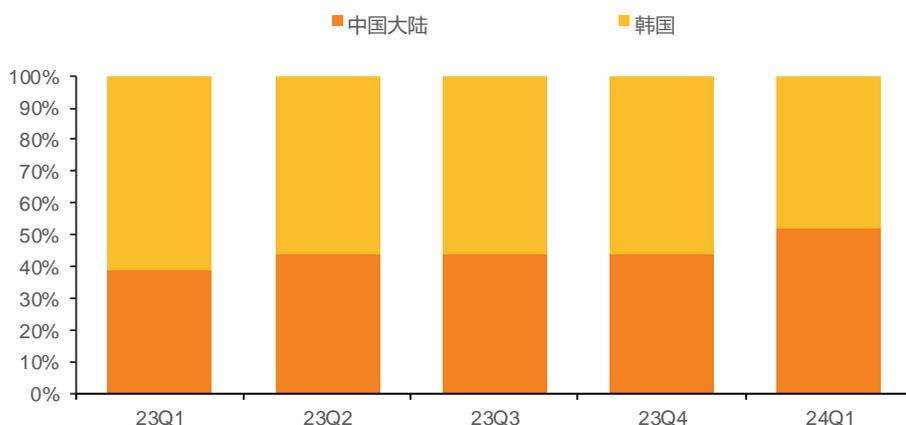


资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

### 2.1.2. 国内面板企业加速扩产，有望带动洁净室建设需求增长

显示面板作为我国的优势产业，逐渐形成由中国企业主导的格局。中高端 OLED 智能手机面板赛道的竞争主要体现在中韩厂商之间的竞争上，随着国内 OLED 面板厂的产品技术和产能的双重提升，并且为品牌端提供更具有竞争力的价格，使得更多的终端品牌将柔性 OLED 需求订单转向国内 OLED 面板厂供应商，国内各 OLED 面板厂出货量均得到大幅度提升。根据群智咨询 (Sigmaintell) 的数据显示，24Q1 中国大陆 OLED 面板整体出货量约 9780 万片，同比增长 55.7%，市场占比首超半数达到 51.8%，相对 23Q4 提升 7.4 个百分点。

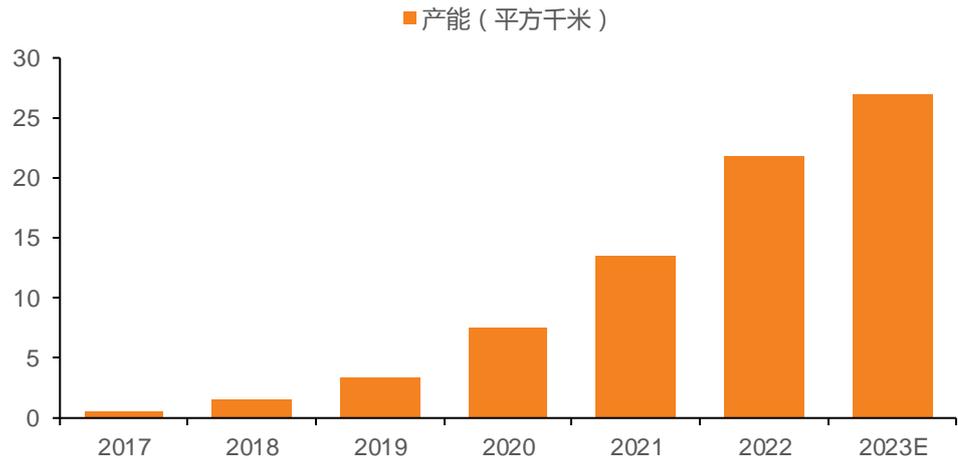
图 34：23-24Q1 中国大陆地区 OLED 面板竞争力持续增强，2024Q1 市场占比首超半数达到 51.8%



资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

**OLED 显示面板厂商产能布局加速，国内面板企业投资约 1200 亿，预计带动洁净室建设需求 118-177 亿。**2021 年，中国 OLED 产能达到 13.6 平方千米；2022 年，中国 OLED 产能约为 21.8 平方千米；据中商产业研究院估计，2023 年我国 OLED 产能将达 27 平方千米，2020-2023 年国内 OLED 产能 CAGR 为 53%，产能扩张较快。同时，京东方为积极抢占市场机遇，启动建设国内首条第 8.6 代 AMOLED 产线，生产线坐落在四川省成都市高新西区，总投资 630 亿元，设计产能每月 3.2 万片玻璃基板（尺寸 2290mm × 2620mm），主要生产笔记本电脑、平板电脑等智能终端高端触控 OLED 显示屏。维信诺积极响应 AMOLED 中尺寸市场需求，布局高世代 OLED 产线，与合肥市政府签署合作备忘录，官宣即将投资建设第 8.6 代柔性有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）生产线项目，项目预计总投资额为人民币 550 亿元，玻璃基板尺寸为 2290mm × 2620mm，设计产能为 32K/M。根据 KLC 环境科技的数据显示，洁净室施工占总投资比例 10%-15%，土建施工占总投资比例 6-10%，即国内头部显示面板厂商的建厂投资预计带动洁净室建设需求规模为 118-177 亿。

图 35：2017-2023 年中国 OLED 产能预测趋势



资料来源：中商产业研究院公众号，天风证券研究所

表 4：显示面板企业投资

公司	投资额	计划建成投产时间	类型	所处阶段	具体内容
三星	4.1 万亿韩元 (约合人民币 224 亿元)	于忠清南道牙山，计划 24 年安装主要设备，于 2026 年开始大规模生产。	8.6 代 IT 有机发光二极管 (OLED) 生产线	在建	年产 1000 万片笔记本用 OLED 面板的生产线，尺、高 2.6 米寸宽 2.25 米
京东方	630 亿元	于四川省成都市的 OLED 面板新工厂 B16 已于 3 月下旬动工，目标在 2024 年内完成厂房兴建、2025 年 9 月搬入制造设备、预估在 2026 年量产	第 8.6 代 AMOLED 生产线	在建	OLED 面板，设计产能每月 3.2 万片玻璃基板 (尺寸 2290mm × 2620mm)，主要生产笔记本电脑、平板电脑等智能终端高端触控 OLED 显示屏。
维信诺	550 亿元	24 年 5 月 28 日宣布，目前项目合作具体细节尚需各方进一步协商，公司具体出资额、出资比例及出资计划尚存在不确定性。	第 8.6 代柔性 (AMOLED) 生产线项目	规划	OLED 面板，项目玻璃基板尺寸为 2290mm × 2620mm，设计产能 32K/月

资料来源：深圳市平板显示行业协会公众号，PanSemicon 公众号，合肥发布，各公司公告，维科网显示公众号，天风证券研究所

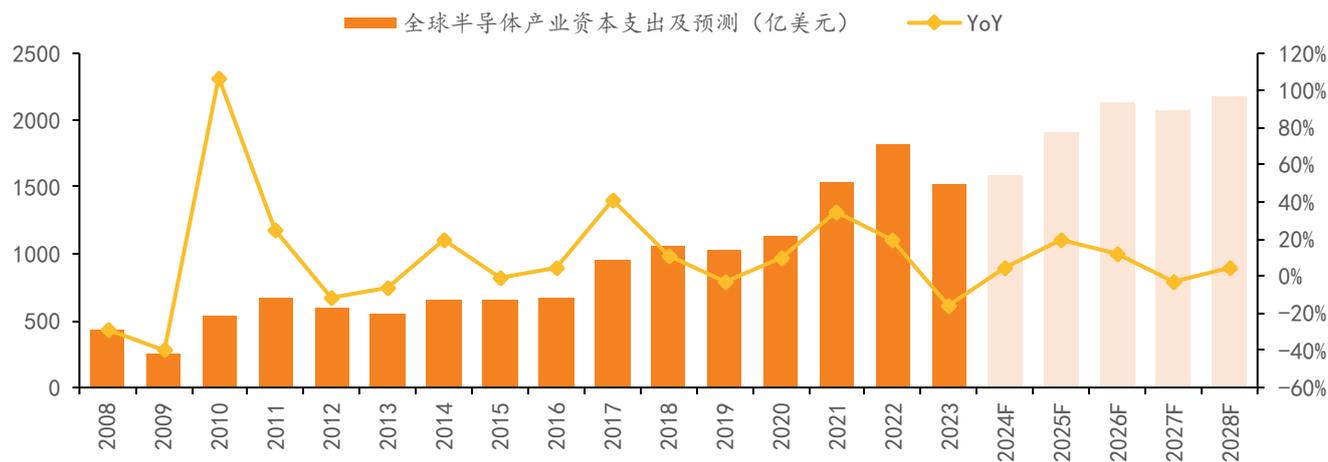
## 2.2. 大基金三期正式发布，半导体产业仍有望保持较高的资本开支强度

大基金三期成立，注册资本 3440 亿元，规模超预期彰显国家对半导体产业支持力度，半导体板块投资规模仍有望保持较高强度。国家集成电路产业投资基金（大基金，下同）三期于 5 月 24 日正式成立，注册资本达 3440 亿元人民币，此前大基金二期成立于 2019 年 10 月，注册资本 2041.5 亿元，大基金一期成立于 2014 年 9 月，注册资本 987.2 亿元，本次大基金三期的注册资本超过前两期之和，规模超预期，彰显了政府对半导体产业的支持力度，大基金的成立有助于本土半导体产业加速发展，我们判断国产替代比例较低的领域（如先进制程产业链、存储产业链等）有望获得大基金的支持，我们预计龙头仍有望保持较高的资本开支强度。

半导体行业资本开支周期大约在 3-4 年，2023-2028 年全球半导体资本开支 CAGR 可达 7.33%。从全球情况来看，近 20 年来半导体行业景气度持续上行，但同时我们也注意到行

业内资本开支存在大约 3-4 年左右的周期性，我们预计一方面由于半导体单个项目的投资规模相对较大(中芯国际临港 10 万片/月的 12 英寸晶圆代工生产线项目总投资 573 亿元)，且项目建设周期相对较长(德州仪器将在美国犹他州李海(Lehi)建造 12 英寸晶圆厂，新工厂已在 2023 年下半年开始建设，最早 2026 年投产)，厂商于行业需求旺盛时集中投资，但在新增产能释放后可能因此导致供需错配。根据 Tech insights 公布的数据，预计 2024 年全球半导体行业资本开支规模大约为 1587 亿美元，同比+4%，24、25 年仍是全球半导体资本开支的高峰阶段，预计 23-28 年全球半导体行业资本开支增速或将达 7.33%。根据半导体行业观察公众号的数据来看，中国占全球(半导体)资本支出的一半左右，即 47.2%，或将意味着未来 3-4 年国内半导体行业仍处于景气上行阶段。

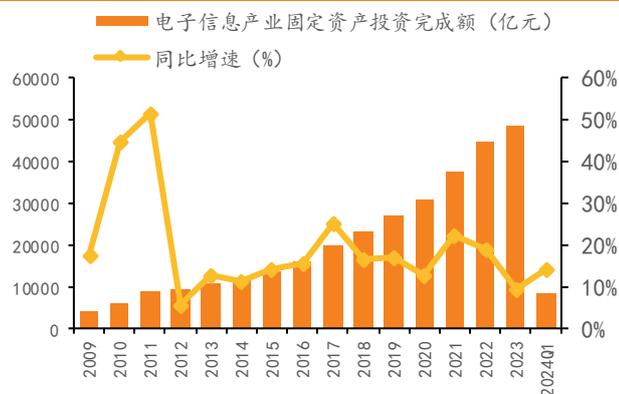
图 36：2008-2028E 全球半导体资本开支及预测



资料来源：Tech insights，天风证券研究所

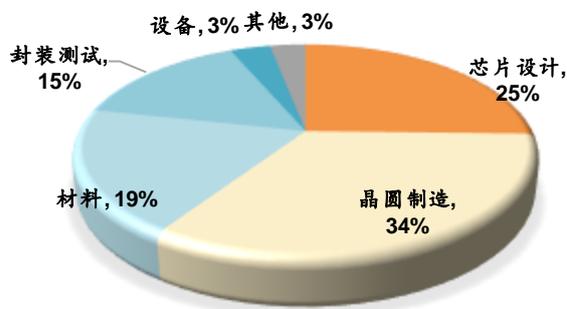
**国产替代逻辑持续演绎，国内半导体行业投资有望继续加码。**根据 CINNO Research 统计数据显示，2023 年中国半导体项目投资金额约为 1.2 万亿人民币(含中国台湾)，同比下降 22.2%，其中投资资金主要流向晶圆制造，金额约为 3,962 亿人民币，占比约为 33.9%，同比增长 114.2%；芯片设计投资金额为 2,972 亿人民币，占比约为 25.4%，同比下降 37.5%；半导体材料投资金额为 2,232 亿人民币，占比约为 19.1%，同比下降 14.3%；封装测试投资金额为 1,773 亿人民币，占比约为 15.2%，同比增长 84.6%；半导体设备投资金额为 401.2 亿人民币，占比约为 3.4%，同比增长 18.6%。

图 37：我国电子信息产业固定资产投资完成额及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：2023 年中国半导体产业投资项目分布情况

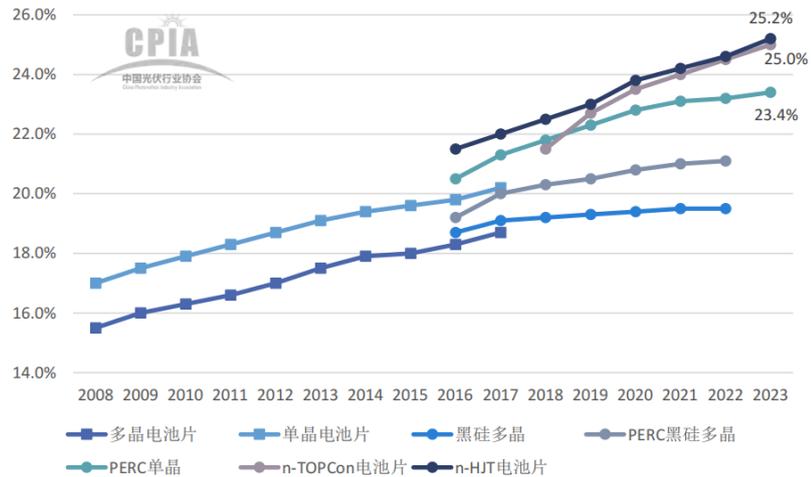


资料来源：CINNO Research 公众号，天风证券研究所

### 2.3. 光伏先进技术量产规模仍有望扩大，短期投资热度不减

随着光伏技术的不断进步，我国光伏产业将呈现技术多元化的发展趋势，大尺寸+N型+高功率成为主流趋势。2023年，规模化生产的p型单晶电池均采用PERC技术，平均转换效率达到23.4%；n型产品已在市场中崭露头角，TOPCon电池片行业平均转换效率达到25%，HJT电池片行业平均转换效率达到25.2%。行业内卷背景之下，光伏行业技术持续创新、迭代，从产品路线来看，TOPCon组件已成为行业主流产品，HJT、XBC亦在持续发力，应用场景多样化。从头部企业发布的TOPCon组件产品来看，大尺寸组件占绝对优势，组件功率、效率持续提升，其中182版型（含矩形片）最高功率集中在650-670W，210版型最高功率集中在715-740W，组件转换效率均突破23%。

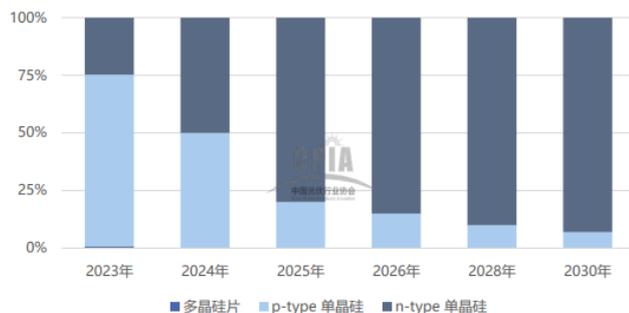
图 39：2008-2023 年国内电池片量产转换效率发展趋势



资料来源：《2023-2024 中国光伏产业发展路线图》，天风证券研究所

从市场需求来看，大尺寸、高功率组件已经成为央国企招标重头，24年N型组件的市场占比或将快速提升。2023年单晶硅片（p型+n型）市场占比已超过99%。随着n型产品的释放，p型单晶硅片市场占比压缩至74.5%，n型单晶硅片占比增长至24.7%。随着下游对n型单晶产品的需求增大，其市场占比也将进一步提升。2023年，新投产的量产产线以n型电池片产线为主。随着n型电池片产能陆续释放，PERC电池片市场占比被压缩至73.0%。随着各企业纷纷布局n型组件，生产技术逐渐成熟，规模化生产有效降低了成本，叠加效率提升，n型组件经济性超过p型，目前也成为央国企招标时的重要选择。n型电池片占比合计达到约26.5%，其中n型TOPCon电池片市场占比约23.0%，异质结电池片市场占比约2.6%，XBC电池片市场占比约0.9%，相较于2022年都有大幅提升。根据全球光伏公众号数据来看，24年1-4月光伏组件招标量约74.65GW，其中N型组件招标占比已达八成，24年以来光伏组件招标中明确HJT招标项目约3.34GW，需求有望加速释放。

图 40：2023-2030 年不同类型硅片市场占比变化趋势



资料来源：《2023-2024 中国光伏产业发展路线图》，天风证券研究所

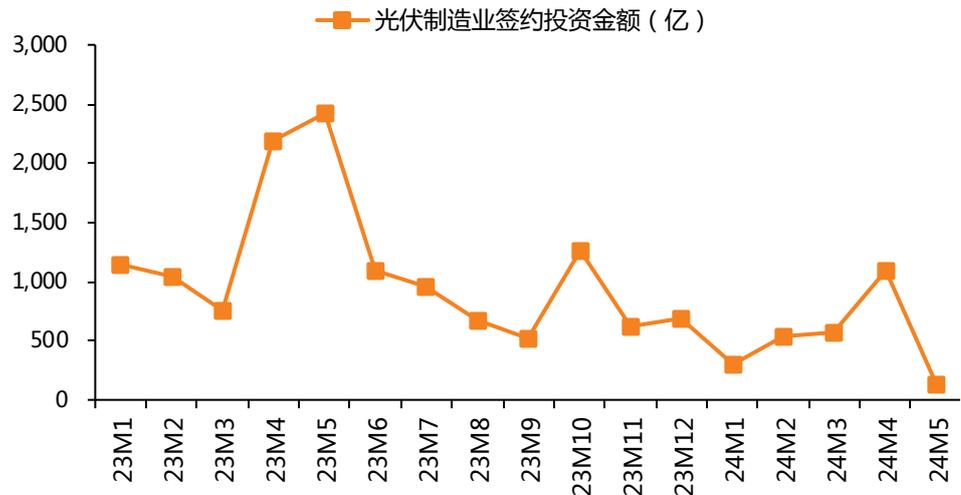
图 41：2023-2030 年不同电池技术路线市场占比变化趋势



资料来源：《2023-2024 中国光伏产业发展路线图》，天风证券研究所

光伏产业链阶段性过剩，部分技术路线仍有较好的投资热情，我们认为技术革新加速背景下光伏制造业投资景气度仍可期，看好洁净室建设需求提升。根据 InfoLink 数据显示，2024 年全球需求规模整体仍呈现确定性增长，全年组件需求有望来到 492-538GW，预测增幅约为 6%~15%。展望今年，预计中国组件需求将达 245GW~255GW，相较去年增长约 7%~11%。结合龙头组件企业的产能计划来看，预计 2024 年底前 5 家组件企业产能将超过 559GW。随着下游应用端对于双面发电组件发电增益的认可，双面组件市场占比较 2022 年上涨 26.6 个百分点至 67.0%，已成为主流组件封装技术，预计 2024 年双面组件市场占比将接近 7 成。根据光伏头条公众号统计数据来看，从 23 年下半年开始，光伏制造业签约投资额逐步回落，24 年 1-5 月份新增签约投资金额超 2600 亿元，4 月份出现签约金额小高峰。目前来看，签约、开工项目主要集中在电池片、组件环节，电池技术方面，TOPCon、HJT、钙钛矿仍在持续发力。

图 42：23M1-24M5 光伏制造业签约投资金额



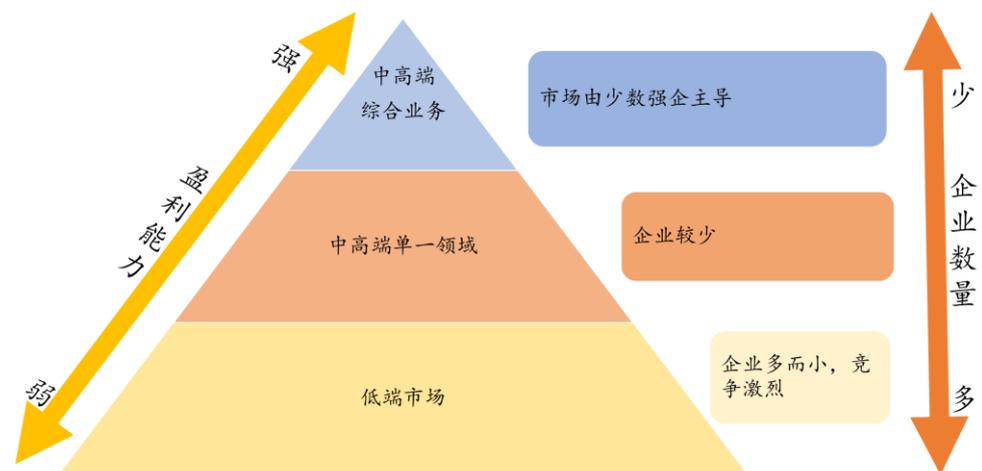
资料来源：光伏头条公众号，天风证券研究所

### 3. 中高端市场集中度较高，加码模块化及数字化赋能洁净室系统集成服务能力

#### 3.1. 高端洁净室技术壁垒高，竞争格局稳定头部市占率较高

洁净室技术壁垒较高，少数企业形成稳定供给格局。洁净室系统结构复杂，技术要求高，行业内多为小型企业，技术与综合解决方案能力有限，主要集中在低端市场，价格竞争激烈。仅少数企业具备专业技术、资金实力、项目经验和管理能力，能够提供大规模、中高等级洁净室集成服务。大规模、中高等级洁净室市场应用广泛。一些企业由于规模、发展阶段、项目经验和管理水平有限，专注于某一领域以稳固其优势。而拥有丰富项目经验的企业则掌握关键技术，能在多个行业布局，将项目经验应用于各领域，形成多领域洁净室服务品牌，抗周期性变化能力强，业务扩展能力和盈利能力较高，在市场中保持稳定份额。头部企业主要包括中电二公司、中电四公司、柏诚股份、亚翔集成、圣晖集成等。

图 43：洁净室行业竞争格局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中高端洁净室领域头部企业市占率较高，我们预计 23 年洁净室 CR5 为 33%。洁净室下游行业建厂投资规模大，洁净室作为其研发、生产环节的核心组成部分，建设工期紧，系统复杂，专业程度高，容错率低，因此中高端洁净室领域，客户更倾向于选择业内项目经验丰富、拥有良好品牌声誉、能够提供安全稳定洁净室系统且长期合作的头部企业提供服务，市场集中度相对较高，我们测算 23 年 CR5 的市占率约为 33%。从洁净室企业的主要客户来看，新型显示领域，主要以中电二、中电四以及柏诚三家为主，半导体及存储领域则竞争较为激烈。我们认为在新型显示面板领域，相较于台资洁净室企业，公司或具备更强的订单获取能力。

表 5：头部洁净室工程公司主要客户及 2023 年市占率

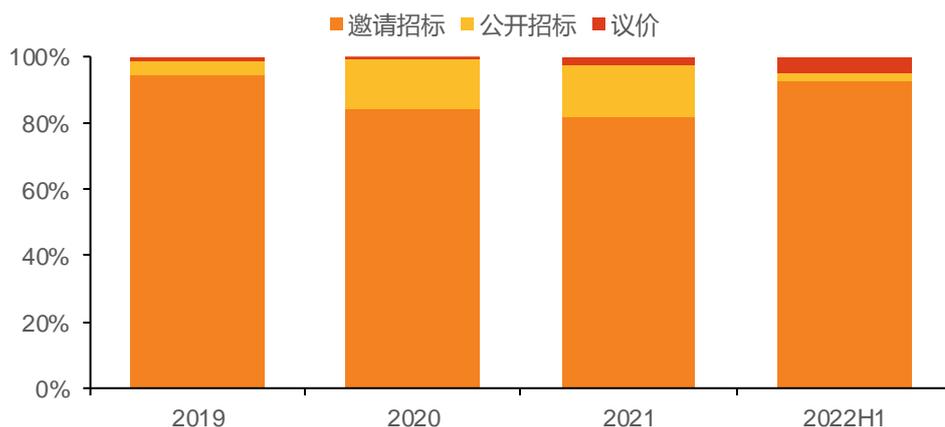
头部企业	市占率	主要客户
太极实业	12.80%	中芯国际、华虹半导体、台积电
中电二	9.03%	华润微电子、华虹、中芯国际、海力士、三星、英特尔、华星光电、京东方、信利集团、和辉光电、惠科、维信诺等
中电四	7.82%	英特尔、AMD 苏州、格芯成都、中芯国际、安靠、京东方、华星光电、天马、熊猫、三星、海力士、晋华、长鑫、上海积塔、北京燕东微电子等
柏诚股份	1.48%	三星、SK 海力士、士兰微、合肥长鑫、绍兴中芯、长江存储、晶合集成、格科微、卓胜微、无锡海辰、中芯国际、通富微电、奕斯伟、鼎材科技、洁美科技、京东方、华星光电、天马微电子、超视界、维信诺等
亚翔集成	1.19%	厦门联芯、武汉长江存储、中芯国际、合肥长鑫、南京台积电、晋江晋华、新加坡联电、深圳华星等
圣晖集成	0.75%	矽品科技、富士康科技集团、立臻科技、三安集成、英诺赛科、合肥晶合、上海合晶硅、渠梁、中芯国际、三安光电、纬创资通、奇力新、大东科技等

资料来源：各公司公告，公司官网等，天风证券研究所

注：标红为主要的面板厂商，根据 2023 年营收测算市占率

客户资源优质且粘性较强，邀标模式较大提高了订单获取的概率。公司项目经验丰富，深刻理解各领域客户的需求，项目实施效率高、成本控制能力强，使得项目能在客户预定工期内保质保量完成交付，获得了客户的广泛认可。公司凭借过往项目经验与优质客户建立起长期合作，例如公司从 2004 年开始为京东方建设洁净室，近 20 年时间多次参与京东方厂房建设，与头部面板厂商建立起长期稳定的合作关系。同时，凭借良好的服务质量与业绩口碑，公司也参与多项半导体、生物医药等行业的洁净室建设，与十一科技、世源科技、益科德等行业内总包企业建立了良好的战略合作伙伴关系。洁净室行业由于设计和建设工业复杂，技术难度大，业主更看重过往项目经验，通常会通过邀标模式获取供应商。中高端洁净室行业的邀标模式也强化了公司的客户资源优势，根据公司招股书显示，2019-2022H1 公司超过 80% 的订单是通过邀标模式获取，提到了获取订单的概率。

图 44：公司邀标模式订单占比超 80%



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

表 6：公司长期合作客户及相关项目（部分展示）

应用领域	服务企业	项目名称	承接年份
新型显示	京东方	北京京东方光电科技有限公司第 5 代薄膜晶体管液晶显示器件(TFT-LCD)项目(B1)	2004
		成都京东方光电科技有限公司 TFT-LCD 第 4.5 代线项目 (B2)	2008

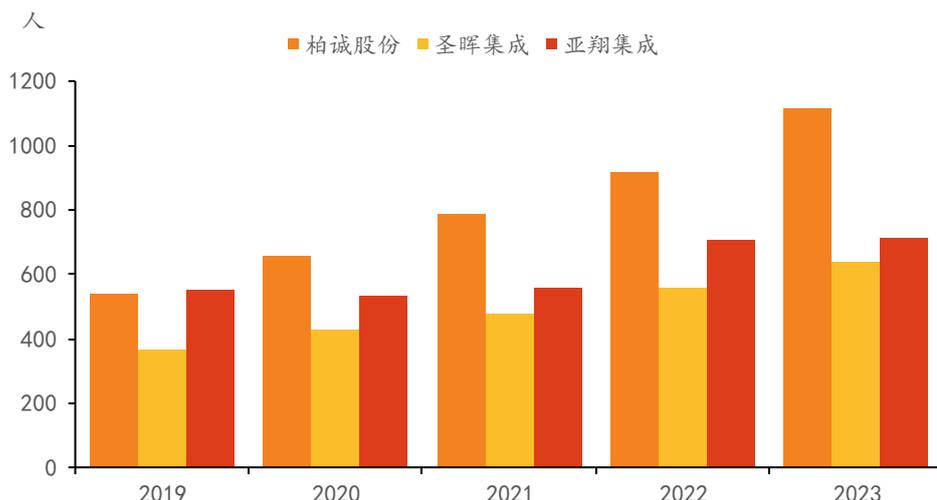
	合肥鑫晟光电科技有限公司液晶显示器项目 (B5)	2013
	合肥京东方显示技术有限公司第 10.5 代 TFT-LCD 项目 (B9)	2017
	重庆京东方显示技术有限公司第 6 代 AMOLED (柔性) 生产线项目 (B12)	2020
	北京京东方第 6 代新型半导体显示器件工艺管线项目	2023
维信诺	合肥维信诺第六代柔性有源矩阵有机发光显示器件 (AMOLED 生产线项目)	
	广州维信诺第 6 代柔性 AMOLED 模组生产线无尘室净化项目	
超视界	增城 817 建厂专案洁净 B 包新建、安装项目	2018
	ARRAY 机台改造无尘室内装项目	2021
	全厂二次配新建安装项目	2023
华星光电	深圳华星光电第 11 代 TFT-LCD 及 AMOLED 新型显示器件生产线玻璃厂项目 (T6)	2017
	广州华星光电第 8.6 代氧化物半导体新型显示器件生产线项目洁净 2 包	2021
	广州华星新型显示器件项目 ph2 洁净机电总包项目	2023
天马微电子	厦门天马第 6 代低温多晶硅 (LTPS) TFT-LCD 彩色滤光片 (CF) 生产线项目	2015
	厦门天马 G6 扩产项目	2017
	厦门天马第 6 代 AMOLED 线项目 PH2M2-2F 无尘室装修项目	2023
半导体及泛半导体	新建厂区二次装饰项目	2011
	场内配线业务项目	2014
	12 英寸闪存芯片项目 (X2-PJT)	2018
	西安三星 SCS 半导体生产设备二次配项目	2021
	化合物半导体芯片制造生产线建设项目机电洁净安装项目	2019
厦门半导体	化合物半导体芯片制造生产线扩建项目机电洁净安装扩建项目	2021
	14 万片产能建设项目机电洁净项目	2023
生命科学	广州百济神州生物制药有限公司新厂建设项目	2018
	广州百济神州 1PQ 五楼新增仓库机电及装修项目	2020
	广州百济 14D 一层称量洗衣区机电安装及洁净装修项	2022
	勃林格殷格翰	勃林格殷格翰动物保健 (中国) 有限公司新建项目 (泰州) 上海勃林格殷格翰药业有限公司生物制药项目 (Bio-LAB) 勃林格殷格翰生物药业 (中国) 有限公司 BI 绿洲 M3 扩展项目 (上海)
食品药品大健康产业	礼来	礼来苏州制药有限公司湖东工厂胰岛素生产 (制剂及灌装) 项目
	雅培	上海雅培研发中心改造项目 雅培 (嘉兴) 营养品有限公司新建工厂项目

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

### 3.2. 人均创收有望继续提升，模块化项目提高洁净室系统集成效率

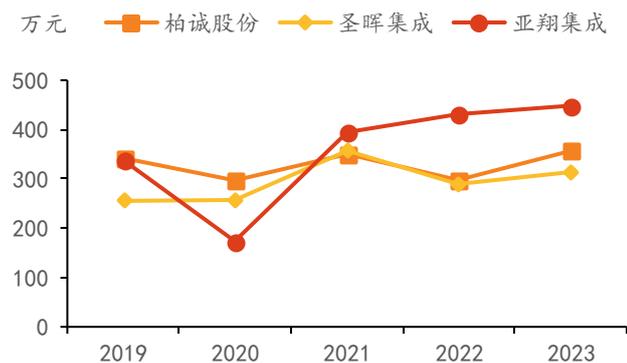
公司员工人数处于可比公司前列，人均创收有望提升。公司人员由 2022 年的 919 人提升至 2023 年的 1116 人，同比+21%。2019-2023 年柏诚股份人均创收较稳健，2023 年达 357 万元/人，高于可比公司圣晖集成。洁净室行业属于技术密集型产业，其核心竞争力之一是技术人员的规模和素质。技术人员不仅需要全面掌握本行业涉及的专业知识，还要深刻理解下游行业技术情况。下游客户对洁净室等级要求的不断提升，对技术人员的要求也越来越高，具备本行业及下游行业较强的专业知识和丰富的实践经验的复合型技术人才团队是生产经营的重要保障。公司技术人员数量由 2022 年的 646 人增加至 2023 年 785 人（注：柏诚股份年报中显示为“项目人员”），多于可比公司亚翔集成和圣晖集成；人均创收亦有提升，从 425.92 万增至 506.96 万元，同比+19.03%，考虑到人员新增之后产能尚处于爬坡阶段，在手订单充足情况下，我们认为公司的人均产能仍有望继续增长。

图 45：2019-2023 年柏诚股份及可比公司员工数量



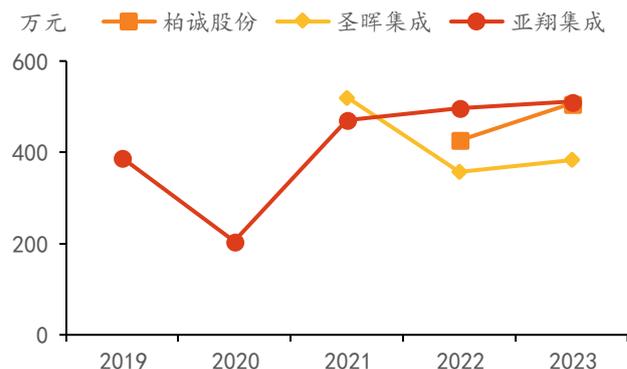
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 46：2019-2023 年柏诚股份及可比公司人均创收



资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

图 47：2019-2023 年柏诚股份及可比公司技术人员人均创收



资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

注：柏诚股份技术人员数据采用年报中项目人员口径进行统计。

**加强关键洁净室技术、BIM 技术研发，有效加强公司洁净室集成能力。**公司通过首次公开发行股票募集资金用于装配式机电模块生产基地及研发中心建设项目和补充流动资金项目，其中建设项目分二期建设，一期建设内容包括装配式模块化生产项目与研发中心建设项目。装配式模块化生产项目将新建综合性装配式预制工厂，主要用于模块化零部件设计研发、预制加工、物资仓储、员工培训及办公行政；研发中心建设项目主要开展企业级信息化系统平台研发、数字化协同设计平台研发、数字化项目管理系统研发、新型建筑工业化研究、关键 BIM 技术研发，能够有效增加公司洁净室系统集成能力，进一步提升公司、项目的组织协调能力；通过数字化协同设计平台的研发，打破项目、部门间的信息孤岛，形成有效的信息整合，实现信息的收集与共享，为后续项目开展提供经验参考，有利于进一步提升公司的综合服务能力。此外，通过本项目开展企业信息化管理平台建设，为公司业务规模增长和公司的可持续发展提供保障。

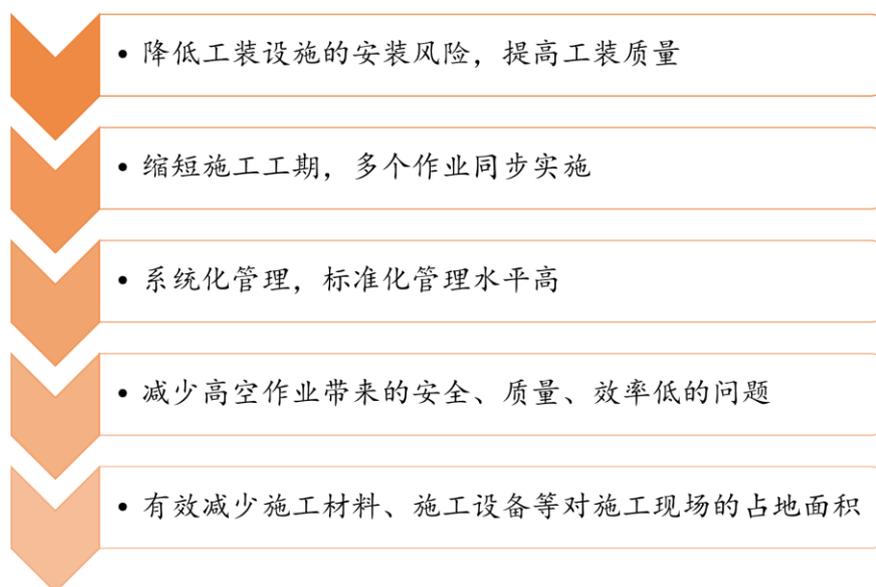
表 7：公司募投项目

项目名称	项目投资 额(亿元)	募集资金 使用金额 (亿元)	使用募集资 金占比	建设期	主要内容
装配式模块化 生产项目	1.65	1.58	33.53%	24 个月	新建综合性装配式预制工厂,主要用于模块化零部件设计研 发、预制加工、物资仓储、员工培训及办公行政。
研发中心	1.04	1.03	21.81%	36 个月	开展企业级信息化系统平台研发、数字化协同设计平台研 发、数字化项目管理系统研发、新型建筑工业化研究、关键 BIM 技术研发。
补充流动资金	2.10	2.10	44.65%		

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

装配式模块化生产项目建设有利于提升施工效率，打造从洁净室系统部件现场安装到涉及工厂化预制的配套产业，有效加强洁净室系统集成服务能力，满足下游客户升级需求。该项目通过运用 BIM 技术，实现洁净室系统部件的工厂化预制和模块化拼装，有效缩短工期，提升施工质量与服务效率。此模式不仅响应了预制模块化发展趋势，增强了公司的核心竞争力，而且实现了从传统现场实施到工厂化预制的转变，降低了成本，提高了盈利能力。通过“标准化设计、工厂化加工、模块化建设”的先进实施模式，满足了下游客户对执行周期和质量的升级需求，推动了洁净室系统集成服务的工业化发展。公司作为行业内较早将 BIM 技术以及模块化装配技术用于洁净室系统集成项目的企业之一，目前已实现 BIM 技术完整运用于洁净机电项目全生命周期，并已为 8 个项目提供了模块化设计和工厂化制造的集成冷水机房。

图 48：装配式模块化项目优势



资料来源：《石油化工建设项目模块化施工应用现状与分析》王娟，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

柏诚股份是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，是国内少数具备承接多行业主流项目的洁净室系统集成解决方案提供商之一。受益于新型面板技术迭代以及半导体自主可控带来的资本开支高增长，同时人均创收仍具备提升空间，我们看好公司中长期业绩增长潜力。

**收入预测方面，我们预计 24-26 年公司营收增速分别为 26%、28%、21%，复合增速为 24%。**23 年公司整体收入 yoy+45%，24Q1 营收 yoy+111%。23 年末公司在手订单 28.7 亿（不含税），同比+57.9%，按照业务来分，洁净室系统集成及机电工艺系统占比 69.92%，二次配占比 29.82%；新签订单额 49.5 亿元，同比增长 48.24%，考虑到公司订单转化周期为 6-12 个月，股权激励激发公司内在成长动力，业绩或进入释放周期。展望 24-26 年，洁净室工程板块受益于公司在手订单充足以及显示面板行业景气度上行，预计洁净室工程收入增速分别为+22%/+30%/+20%，机电工程系统业务收入增速预计为+30%/+26%/+22%，二次配工程业务收入增速分别为+35%/+28%/+20%。设计咨询业务主要为公司子公司元诚设计负责，主要负责承接的是医药行业的项目，预计 24-26 年该业务业绩增速为 10%。

**毛利率预测，我们预计公司 24-26 年毛利率分别为 11.3%、11.2%、11.2%。**23 年公司整体毛利率水平为 11.4%，同比下滑 3.2pct。分业务来看，23 年洁净室系统集成/机电工艺系统/二次配/设计咨询毛利率分别为 10.0%/12.9%/13.8%/32.1%，同比-3.8/+3.1/-11.1/-7.0pct，主要系市场竞争加剧。考虑到公司技术实力出众，客户粘性较强以及公司的成本控制能力的提升，我们预计 24-26 年洁净室工程的毛利率水平为 10%左右，机电系统工程毛利率为 12.5%左右。公司客户粘性较高，业内认可度较好，二次配工程的毛利率有望维持在 13.5%左右。设计咨询业务毛利率有望维持 32%左右。

表 8：公司收入结构拆分及预测（单位：亿元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
洁净室工程	收入	18.71	22.86	27.89	36.26	43.51
	YOY	-7%	22%	22%	30%	20%
	毛利率	13.9%	10.0%	10.0%	10.0%	9.9%
机电工程系统	收入	5.06	11.53	14.99	18.89	23.04
	YOY	-4%	128%	30%	26%	22%
	毛利率	9.8%	12.9%	12.5%	12.4%	12.5%
二次配工程	收入	3.63	5.29	7.14	9.14	10.97
	YOY	87%	46%	35%	28%	20%
	毛利率	24.9%	13.8%	13.5%	13.5%	13.2%
设计咨询	收入	0.11	0.12	0.13	0.15	0.16
	YOY	450%	9%	10%	10%	10%
	毛利率	39.1%	32.1%	32.0%	32.0%	32.0%
总计	收入	27.51	39.80	50.15	64.43	77.68
	YOY	0%	45%	26%	28%	21%
	毛利率	14.7%	11.4%	11.3%	11.2%	11.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

**费用率预测**，随着公司加强项目管控，人均产出提升，以及营收快速增长带来的成本摊薄，我们预计公司整体费用率水平有望呈下降趋势。23 年公司整体费用率同比-1.11pct 至 2.77%，其中销售/管理/研发/财务费用率同比-0.01/-0.52/+0.07/-0.65pct。我们预测 24-26 年公司的销售费用率有望稳定回落，分别为 0.65%/0.64%/0.63%，管理费用率为 2.42%/2.41%/2.39%，考虑到公司持续推进模块化技术运用以及洁净室配套产品开发，预计研发费用率为 0.45%/0.47%/0.46%。

表 9：费用率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.54%	0.67%	0.66%	0.65%	0.64%	0.63%
管理费用率	2.71%	2.94%	2.42%	2.42%	2.41%	2.39%
研发费用率	0.23%	0.35%	0.42%	0.45%	0.47%	0.46%

资料来源：Wind，天风证券研究所

基于以上假设，我们认为公司 24-26 年的归母净利润为 2.68/3.4/4.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.51/0.65/0.79 元。我们选取专业工程领域公司莱伯泰科（洁净环保型实验室主要供应商）、美埃科技（洁净室设备）、工业洁净室建筑企业圣晖集成和亚翔集成、深桑达 A（23 年洁净室工程服务业务占比超 90%）为柏诚股份的可比公司，截至 2024 年 7 月 15 日，可比公司 2024 年平均 PE 为 22 倍。考虑到公司在手订单充足，股权激励提升经营效率及员工凝聚力，显示面板企业扩产在即以及芯片国产替代带来下游景气度高增，我们预计公司 24-26 年归母净利润复合增速有望达 24%，我们认为可以给予公司 24 年 25 倍 PE，对应目标价为 12.82 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
603163.SH	圣晖集成	24.91	24.91	1.39	1.74	2.13	2.34	17.97	14.35	11.68	10.63
603929.SH	亚翔集成	53.72	25.18	1.34	2.69	2.66	2.85	18.73	9.36	9.46	8.85
688376.SH	美埃科技	37.79	28.12	1.29	1.72	2.20	2.77	21.82	16.35	12.80	10.16
688056.SH	莱伯泰科	14.33	21.32	0.41	0.61	0.77	1.03	52.01	34.96	27.57	20.78
000032.SZ	深桑达 A	156.01	13.71	0.29	0.40	0.50	0.63	47.33	34.34	27.55	21.72
平均								31.57	21.87	17.81	14.43
601133.SH	柏诚股份	53.14	10.17	0.41	0.51	0.65	0.79	24.83	19.83	15.55	12.93

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2024/7/15，除柏诚股份外，其余均为 Wind 一致预期。

## 5. 风险提示

**下游需求不及预期：**公司主要从事 IC 半导体、光电等高科技产业的洁净室工程服务业务，若下游行业的市场复苏不及预期，导致国内对半导体产业的投资增速放缓，则公司新签订单增速面临放缓的风险，给公司发展和经营带来一定影响。

**行业竞争加剧风险：**我国洁净室工程行业经过多年发展，已日趋壮大并步入稳健发展阶段，随着各类社会资本进入，行业内竞争激烈，公司将面临来自同行业企业的竞争。因此，若不能持续在技术、管理、品牌、工艺等方面保持优势，公司的行业地位将受到一定影响。

**项目实施不及预期：**公司同时开展多个工程项目，在进度管理、设计管理、物资管理等方面要求不断提高。洁净室系统集成项目涉及环节多，实施过程复杂，建设期间材料、设备的采购价格和施工费用存在发生变动可能，设备材料的质量及交付进度也将对项目装置质量及工程进度产生影响。统筹开展多个工程项目建设，对项目管理、质量管理和安全生产管理提出了新挑战、新要求。而且公司承揽的项目规模一般较大，可能发生由于业主拖延支付或付款能力不佳，导致拖欠工程进度款项，甚至缓建、停建等风险。

**回款不及预期：**公司 2023 年计提较多合同资产减值准备，若回款不及预期，可能会影响公司的业绩及现金流。

**测算具有一定主观性：**本文中的利润测算均给予相应的假设条件，具有一定的主观性，实际利润情况可能会和测算结果不一致。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	785.83	2,129.98	2,259.91	2,372.28	2,508.50
应收票据及应收账款	634.80	605.29	774.75	896.97	1,121.57
预付账款	51.40	55.47	71.54	106.36	100.54
存货	140.46	198.62	194.67	353.30	291.56
其他	158.03	149.46	1,767.95	2,254.36	2,417.18
<b>流动资产合计</b>	<b>1,770.51</b>	<b>3,138.82</b>	<b>5,068.81</b>	<b>5,983.27</b>	<b>6,439.35</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	51.14	48.36	41.57	35.69	30.80
在建工程	80.12	102.53	117.53	132.53	147.53
无形资产	17.14	16.19	15.23	14.27	13.30
其他	168.01	156.30	160.62	165.08	169.71
<b>非流动资产合计</b>	<b>316.41</b>	<b>323.37</b>	<b>334.95</b>	<b>347.56</b>	<b>361.34</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,911.53</b>	<b>5,078.41</b>	<b>5,403.76</b>	<b>6,330.82</b>	<b>6,800.69</b>
短期借款	50.20	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,342.31	2,082.91	2,235.48	2,955.71	3,215.28
其他	133.57	150.48	267.49	309.82	322.86
<b>流动负债合计</b>	<b>1,526.08</b>	<b>2,233.39</b>	<b>2,502.98</b>	<b>3,265.53</b>	<b>3,538.14</b>
长期借款	20.03	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.26	1.43	1.47	1.51	1.56
<b>非流动负债合计</b>	<b>21.29</b>	<b>1.43</b>	<b>1.47</b>	<b>1.51</b>	<b>1.56</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,618.46</b>	<b>2,306.83</b>	<b>2,504.45</b>	<b>3,267.04</b>	<b>3,539.70</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	392.50	522.50	522.50	522.50	522.50
资本公积	74.67	1,310.61	1,310.61	1,310.61	1,310.61
留存收益	824.78	936.87	1,065.46	1,229.52	1,426.72
其他	1.12	1.61	0.74	1.16	1.17
<b>股东权益合计</b>	<b>1,293.07</b>	<b>2,771.58</b>	<b>2,899.31</b>	<b>3,063.78</b>	<b>3,260.99</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,911.53</b>	<b>5,078.41</b>	<b>5,403.76</b>	<b>6,330.82</b>	<b>6,800.69</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	250.85	213.97	267.91	341.78	410.83
折旧摊销	6.27	6.20	5.75	5.85	5.85
财务费用	(3.02)	0.48	(25.48)	(23.99)	(25.56)
投资损失	(1.03)	(1.75)	(1.00)	(0.80)	(0.50)
营运资金变动	(83.72)	(16.49)	9.33	(44.09)	(51.99)
其它	47.75	11.18	(0.00)	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>217.09</b>	<b>213.59</b>	<b>256.51</b>	<b>278.75</b>	<b>338.62</b>
资本支出	73.72	23.71	12.96	13.96	14.95
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(47.75)	(80.29)	(24.96)	(27.16)	(29.45)
<b>投资活动现金流</b>	<b>25.97</b>	<b>(56.58)</b>	<b>(12.00)</b>	<b>(13.20)</b>	<b>(14.50)</b>
债权融资	18.43	(42.21)	25.60	24.13	25.72
股权融资	(68.90)	1,256.71	(140.18)	(177.31)	(213.62)
其他	65.32	41.18	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>14.85</b>	<b>1,255.68</b>	<b>(114.58)</b>	<b>(153.18)</b>	<b>(187.90)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>257.91</b>	<b>1,412.69</b>	<b>129.93</b>	<b>112.37</b>	<b>136.22</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2,751.46</b>	<b>3,979.61</b>	<b>5,015.17</b>	<b>6,442.84</b>	<b>7,767.73</b>
营业成本	2,347.85	3,524.67	4,448.73	5,719.86	6,899.09
营业税金及附加	5.62	6.50	8.02	12.89	15.54
销售费用	18.38	26.08	32.60	41.23	48.94
管理费用	80.87	96.33	121.37	155.27	185.65
研发费用	9.70	16.85	22.57	30.28	35.73
财务费用	(2.30)	(29.07)	(25.48)	(23.99)	(25.56)
资产/信用减值损失	24.21	(63.76)	(52.00)	(54.00)	(55.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.03	1.75	1.00	0.80	0.50
其他	(67.65)	121.56	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>333.75</b>	<b>278.70</b>	<b>356.36</b>	<b>454.10</b>	<b>553.85</b>
营业外收入	2.72	1.84	1.80	2.12	1.92
营业外支出	0.26	0.33	0.95	0.51	0.59
<b>利润总额</b>	<b>336.21</b>	<b>280.21</b>	<b>357.21</b>	<b>455.71</b>	<b>555.18</b>
所得税	85.37	66.24	89.30	113.93	144.35
<b>净利润</b>	<b>250.85</b>	<b>213.97</b>	<b>267.91</b>	<b>341.78</b>	<b>410.83</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>250.85</b>	<b>213.97</b>	<b>267.91</b>	<b>341.78</b>	<b>410.83</b>
每股收益(元)	0.48	0.41	0.51	0.65	0.79

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.33%	44.64%	26.02%	28.47%	20.56%
营业利润	66.91%	-16.50%	27.87%	27.43%	21.97%
归属于母公司净利润	65.18%	-14.70%	25.21%	27.57%	20.20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.67%	11.43%	11.29%	11.22%	11.18%
净利率	9.12%	5.38%	5.34%	5.30%	5.29%
ROE	19.40%	7.72%	9.24%	11.16%	12.60%
ROIC	67.43%	45.47%	50.31%	66.26%	73.12%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.59%	45.42%	46.35%	51.61%	52.05%
净负债率	-55.16%	-76.80%	-77.90%	-77.38%	-76.87%
流动比率	1.62	2.06	2.03	1.83	1.82
速动比率	1.54	1.98	1.95	1.72	1.74
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.90	6.42	7.27	7.71	7.70
存货周转率	22.80	23.47	25.50	23.52	24.09
总资产周转率	1.02	1.00	0.96	1.10	1.18
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.48	0.41	0.51	0.65	0.79
每股经营现金流	0.42	0.41	0.49	0.53	0.65
每股净资产	2.47	5.30	5.55	5.86	6.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	21.18	24.83	19.83	15.55	12.93
市净率	4.11	1.92	1.83	1.73	1.63
EV/EBITDA	0.00	11.97	6.74	5.25	4.18
EV/EBIT	0.00	12.16	6.83	5.31	4.22

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com