

# 太极实业 (600667.SH)

## 半导体制造及工程服务商，有望受益区位优势加持、集团资源倾斜

### 核心观点：

- **电子高科技工程及封测服务商，盈利能力稳定。**公司实控人无锡市国资委，控股股东无锡市产业发展集团，1993年上市。19-23年，公司营收/归母净利润 CAGR+23.52%/+4.09%。
- **公司旗下十一科技聚焦高科技领域，布局全过程工程服务。**①**技术、客户、大股东优势筑牢业务基本盘。**十一科技可独立完成1级（每立方米空气0.1 $\mu$ m微粒数少于10）高等级洁净室。24H1，十一科技实现营收/净利润142.9/3.1亿元；②**受益电子、行业投资高景气，洁净室市场规模持续增长。**我们测算2025年电子信息洁净室市场空间达为1157亿元；③**依托公司工程优势，拓展光伏业务。**截至23年末，公司持在手已核准总装机容量共437MW。
- **公司旗下海太半导体、太极半导体进军先进封测领域，技术、股东优势助力半导体业务发展。**24H1，海太半导体封装最高产量达19.4亿Gb容量/月，封装测试最高产量达19.9亿Gb容量/月。依托海太半导体国际领先后工序服务技术，加快发展独立运营太极半导体，24H1，太极半导体核心机台产能利用率超过90%。24H1，海太、太极半导体营收/净利润为17.3/1.57亿元、3.9/0.04亿元。**无锡市积极培育集成电路产业，公司有望持续受益。**2022年3月，无锡市出台《无锡高新区关于进一步加快推进集成电路产业高质量发展的政策意见(试行)》，提出到2025年，全市集成电路产业规模超过2000亿元。
- **盈利预测及投资建议：**公司区位优势、股东优势显著，有望受益半导体投资扩产+后端制造需求扩张。预计24-26年归母净利润分别为7.33/7.57/7.92亿元，参考可比公司情况，给予25年24倍PE估值，对应合理价值8.62元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、减值损失扩大、光伏收益不及预期。

### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	35195	39377	39612	41303	41600
增长率(%)	44.9%	11.9%	0.6%	4.3%	0.7%
EBITDA(百万元)	565	1785	1689	1778	1900
归母净利润(百万元)	-743	730	733	757	792
增长率(%)	-181.7%	198.4%	0.3%	3.3%	4.6%
EPS(元/股)	-0.35	0.35	0.35	0.36	0.38
市盈率(P/E)	-	21.06	21.19	20.52	19.61
ROE(%)	-10.4%	9.2%	8.6%	8.4%	8.3%
EV/EBITDA	16.82	7.39	7.27	6.41	5.63

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

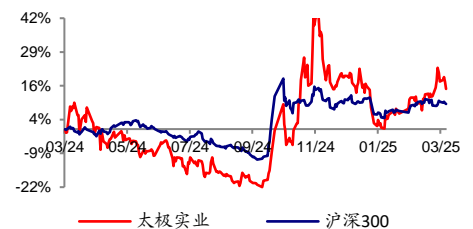
### 公司评级

当前价格	7.37元
合理价值	8.62元
报告日期	

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2106/2106
总市值/流通市值(百万元)	15523/15523
一年内最高/最低(元)	9.15/4.99
30日日均成交量/成交额(百万)	65/482
近3个月/6个月涨跌幅(%)	-0.67/47.70

### 相对市场表现



### 分析师：



耿鹏智



SAC 执证号：S0260524010001



021-38003620



gengpengzhi@gf.com.cn

### 分析师：



谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

请注意，耿鹏智并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 联系人：

张子峻 021-38003620

zhangzijun@gf.com.cn

## 目录索引

一、先进制造产业工程服务商，开拓半导体封测业务.....	5
（一）先进制造产业工程及封测服务商，实控人无锡市国资委.....	5
（二）盈利能力稳定，费用管控持续优化.....	7
二、工程技术服务：深耕高科技蓝海，子公司十一科技为国内半导体工程设计龙头.....	10
（一）布局全过程工程服务，涉及电子、生物医药、新能源多个领域.....	10
（二）技术、客户、大股东优势筑牢业务基本盘，持续优化区域布局.....	13
（三）受益电子行业投资高景气，洁净室市场规模持续增长.....	16
三、半导体业务：开展与海力士深度合作，进军先进封测领域.....	19
（一）公司下设海太、太极半导体，进军先进封装测试领域.....	19
（二）乘借半导体行业复苏东风，技术、股东优势助力半导体业务发展.....	20
四、盈利预测及投资建议.....	25
五、风险提示.....	28
（一）下游需求不及预期.....	28
（二）减值损失扩大.....	28
（三）光伏收益不及预期.....	28

## 图表索引

图 1: 2010 年, 公司与海力士合资成立海太半导体, 开拓半导体业务.....	5
图 2: 公司股权结构 (截至 24Q3 末) .....	6
图 3: 2023 年, 十一科技实现营收 348 亿元, 贡献公司主要营收 .....	7
图 4: 2023 年, 十一科技实现净利润 6.57 亿元, 贡献公司主要利润.....	7
图 5: 24Q1-3, 公司营收同比-6.9%.....	8
图 6: 24Q1-3, 公司归母净利润同比-11.1%.....	8
图 7: 2021-2023 年, 公司期间费用率持续下降 .....	8
图 8: 2021-2023 年, 资产负债率呈上升趋势.....	8
图 9: 2019-2023 年, 存货/应收账款周转天数下降 .....	9
图 10: 2024Q1-3, 经营性现金流量有所改善.....	9
图 11: 2021-2023 年, 公司减值情况波动明显.....	9
图 12: 2019-2023 年, 公司应收账款龄结构稳定.....	9
图 13: 2016 年, 十一科技与太极实业重组成功, 成为上市公司控股企业 .....	10
图 14: 公司部分总包光伏电站项目概览.....	11
图 15: 2018-2023 年, 十一科技营收 CAGR+21.62% .....	12
图 16: 2018-2023 年, 十一科技净利 CAGR+7.75% .....	12
图 17: 2023 年, 十一科技工程总包业务占其营业收入 92.02%.....	12
图 18: 2019-2023 年, 电子及高端制造业务贡献十一科技主要营收.....	12
图 19: 公司华虹半导体制造(无锡)有限公司华虹制造(无锡)项目获得工业建筑组“一 等奖” .....	13
图 20: 十一科技五大区域战略分布 .....	14
图 21: 十一科技在半导体、新型显示行业、生物医药、光伏等领域主要客户情况14	
图 22: 2023 年, 十一科技在手订单总金额 433 亿元, 同比增长 44.0%.....	15
图 23: 工程技术服务贡献无锡产业发展集团主要营收, 主要来自十一科技.....	15
图 24: 2016-2022 年, 中国洁净室工程行业市场规模 CAGR 高达 18.1%.....	17
图 25: 太极半导体实控人太极实业, 海太半导体中韩合资.....	19
图 26: 半导体生产流程由晶圆加工、芯片设计、芯片制造、芯片封装和封装后测 试组成.....	20
图 27: 2025 年, 预计中国半导体市场规模增至 2115 亿美元, 同比+14.08%....	21
图 28: 2025 年, 预计中国集成电路封测市场规模增至 3036 亿元, 同比+5.00%21	
图 29: 无锡市集成电路产业发展载体图谱.....	22
图 30: 24H1, 海太半导体/太极半导体营业收入分别达 17/4 亿元 .....	23
图 31: 24H1, 海太半导体/太极半导体净利润分别达 1.57/0.04 亿元.....	23
图 32: 2023 年, 海太半导体封装最高产量达 22.4 亿 Gb 容量/月 .....	23
图 33: 2023 年, 海太半导体封装测试最高产量达 24.3 亿 Gb 容量/月 .....	23
图 34: 2019-2023 年, 公司研发费用持续上升.....	24
图 35: 2023 年, 公司封测业务已披露实际完成投资额 5.49 亿元.....	24

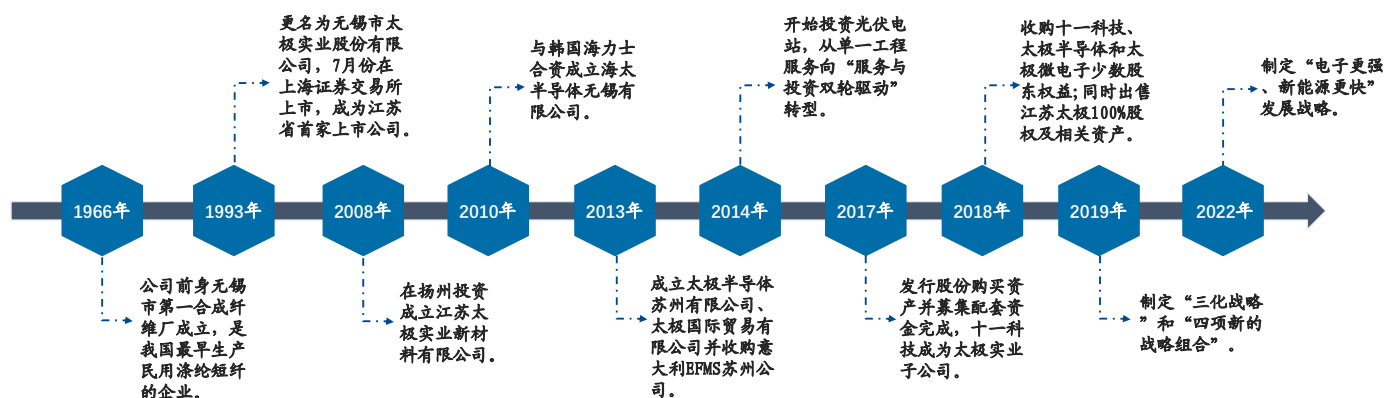
表 1: 2018-24H1 公司营收拆分情况.....	6
表 2: 太极实业洁净室业务布局高端制造、医疗卫生、食品加工等全领域.....	11
表 3: 2020 年至今, 十一科技重大项目签署情况 .....	15
表 4: 2025 年电子信息/医疗/医药食品洁净室市场空间分别为 1157/181/346 亿元.....	18
表 5: 海太半导体、太极半导体商业模式对比.....	20
表 6: 借助太极、海太半导体, 公司下游应用广泛布局, 聚焦半导体、汽车电子、集成电路领域.....	21
表 7: 新签订单预测表(单位: 亿元) .....	25
表 8: 分业务营收预测表(单位: 亿元) .....	26
表 9: 期间费用预测表(单位: 亿元) .....	26
表 10: 盈利预测表(单位: 亿元) .....	27
表 11: 可比公司估值表(2025.3.13) .....	27

## 一、先进制造产业工程服务商，开拓半导体封测业务

### （一）先进制造产业工程及封测服务商，实控人无锡市国资委

聚焦半导体业务，拓展电子高科技工程和新能源板块。公司成立于1966年，总部位于无锡市。无锡市太极实业股份有限公司（以下简称“太极实业”）其前身系无锡市合成纤维厂，于1993年在上交所上市。公司致力于成为国内领先半导体制造与服务厂商，目前主营业务包括半导体IC芯片封装、封装测试、模组装配及测试、工程技术服务和光伏电站投资运营。

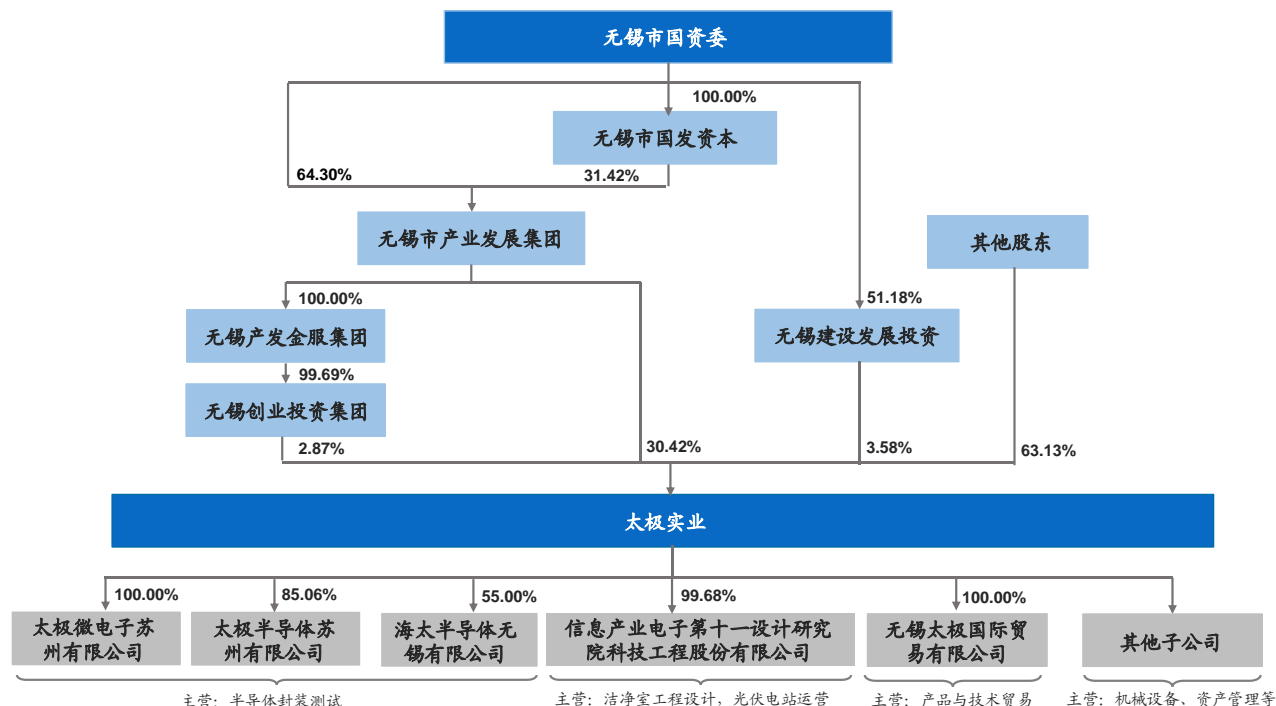
图 1：2010 年，公司与海力士合资成立海太半导体，开拓半导体业务



数据来源：iFinD、公司官网、广发证券发展研究中心

实控人为无锡市国资委，控股股东为无锡市产业发展集团有限公司。根据财报及iFinD，截至24Q3末，公司实控人为无锡市国资委，控股股东为无锡产业发展集团有限公司（以下简称“产业集团”）、直接持股占比30.42%，太极实业旗下全资子公司信息产业电子第十一设计研究院科技工程股份有限公司（以下简称“十一科技”）主营建设工程设计、施工和监理；太极半导体（苏州）有限公司（以下简称“太极半导体”）、太极微电子（苏州）有限公司及控股公司海太半导体（无锡）有限公司（持股比例55%，以下简称“海太半导体”）主营研究、开发、封装、测试生产半导体产品；无锡太极国际贸易有限公司主营危险化学品、食品、第三类医疗器械经营与进出口。中国电子系统工程第四建设有限公司（以下简称“中电四公司”）为公司联营企业，由十一科技直接持股20%。

图 2: 公司股权结构 (截至 24Q3 末)



数据来源: iFinD、公司官网、广发证券发展研究中心

业务端看，工程技术服务及半导体封测业务贡献主要营收。根据iFinD，公司工程总包营收占比最高且呈上升趋势，24H1，公司实现营收129.15亿元，毛利率1.62%，营收占比78.69%；封装测试业务实现营收12.12亿元，毛利率12.76%，营收占比7.38%；设计和咨询业务实现营收11.66亿元，毛利率47.60%，营收占比7.10%；模组业务实现营收8.82亿元，毛利率23.62%，营收占比5.37%；光伏发电业务实现营收1.63亿元，毛利率47.77%，营收占比0.99%。

表1: 2018-24H1公司营收拆分情况

单位: 亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
营业收入	156.52	169.17	178.46	242.89	351.95	393.77	164.12
YoY	30.07%	8.09%	5.49%	36.10%	44.90%	11.88%	-11.84%
综合毛利率	13.25%	12.83%	12.46%	10.98%	7.06%	8.16%	7.63%
按产品分类							
工程总包	85.56	102.32	113.44	170.28	276.68	320.3	129.15
营收占比	54.66%	60.48%	63.57%	70.11%	78.61%	81.34%	78.69%
YoY	56.30%	19.59%	10.87%	50.11%	62.49%	15.77%	-
毛利率	3.64%	3.68%	3.45%	2.77%	1.92%	2.73%	1.62%
封装测试	19.86	22.8	24.61	25.56	28.26	28.31	12.12
营收占比	12.69%	13.48%	13.79%	10.52%	8.03%	7.19%	7.38%
YoY	3.49%	14.80%	7.94%	3.86%	10.56%	0.18%	-
毛利率	16.70%	17.56%	15.57%	14.46%	12.73%	11.48%	12.76%
设计和咨询	18.36	18.61	18.06	24.87	27.14	23.44	11.66
营收占比	11.73%	11.00%	10.12%	10.24%	7.71%	5.95%	7.10%
YoY	4.91%	1.36%	-2.96%	37.71%	9.13%	-13.63%	-
毛利率	47.50%	47.39%	51.36%	52.72%	52.85%	63.03%	47.60%

模组	21.39	20.27	16.79	16.45	17.99	16.97	8.82
营收占比	13.67%	11.98%	9.41%	6.77%	5.11%	4.31%	5.37%
YoY	13.23%	-5.24%	-17.17%	-2.03%	9.36%	-5.67%	-
毛利率	12.68%	13.17%	14.98%	13.80%	13.58%	18.33%	23.62%
光伏发电	3.18	4.05	4.58	4.67	0.61	3.5	1.63
营收占比	2.03%	2.39%	2.57%	1.92%	0.17%	0.89%	0.99%
YoY	26.69%	27.36%	13.09%	1.97%	-86.94%	473.77%	-4.68%
毛利率	56.46%	54.95%	53.53%	52.78%	-230.71%	46.11%	47.77%
其他业务	-	-	0.59	1.06	1.27	1.25	0.7
营收占比	0.00%	0.00%	0.33%	0.44%	0.36%	0.32%	0.43%
YoY	-	-	-	79.66%	19.81%	-1.57%	12.90%
毛利率	-	-	33.12%	38.17%	42.66%	52.35%	66.93%

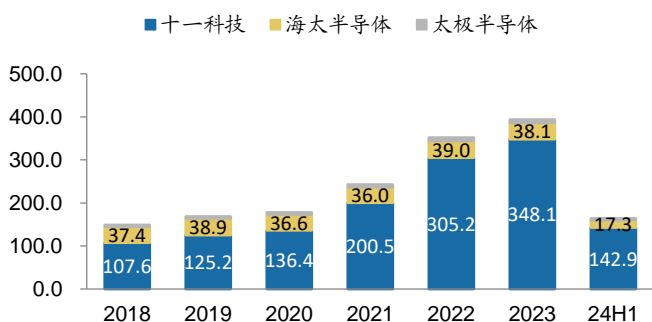
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

子公司端看，子公司十一科技、海太半导体及联营企业中电四公司贡献主要利润。收入端，2018-2023年，主要子公司十一科技营收增速较快，由107.59亿元增至348.10亿元，CAGR+26.5%。另一主要子公司海太半导体2018-2023年营收稳定在37亿元左右。24H1，十一科技/海太半导体营收142.91/17.27亿元。利润端，十一科技除2022年由于内蒙古发改委追回电费补贴4.13亿元导致亏损外，其他年份均保持稳升态势，2023年，归母净利润达6.57亿元，占归母净利润总和74.47%；2018-2023年，海太半导体净利润稳定在2.2亿元左右，2023年，净利润达2.19亿元，占比24.84%。2023年，旗下联营公司中电四公司净利润8.07亿元，公司当年实现投资收益1.96亿元。24H1，十一科技/海太半导体净利润3.08/1.57亿元。

图3：2023年，十一科技实现营收348亿元，贡献公司主要营收

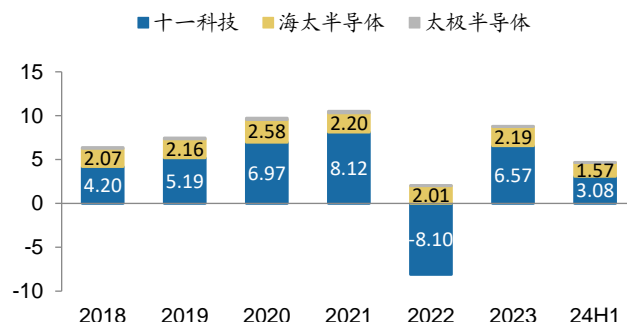
图4：2023年，十一科技实现净利润6.57亿元，贡献公司主要利润

太极实业主要子公司营业收入（亿元）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

太极实业主要子公司净利润（亿元）



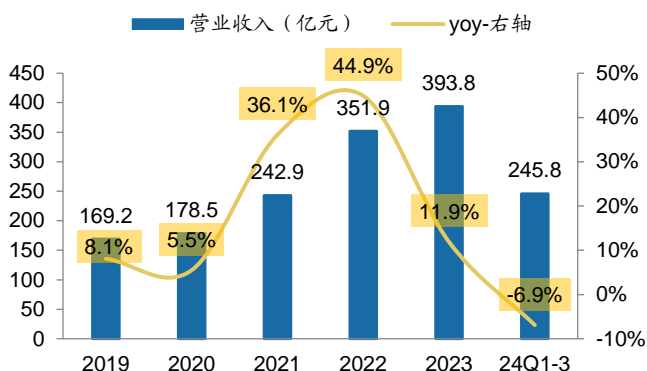
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

## （二）盈利能力稳定，费用管控持续优化

公司营收、归母净利总体波动成长。根据 iFinD，营收端，2019-2023 年，公司营业收入持续上升，CAGR+23.52%；24Q1-3，公司实现营收 245.8 亿元，同比下降 6.9%。利润端，2019-2021 年，公司归母净利润由 6.22 亿元增至 9.09 亿元；2022 年，受内蒙古发改委追回电费补贴与子公司计提信用减值损失影响，实现归母净利

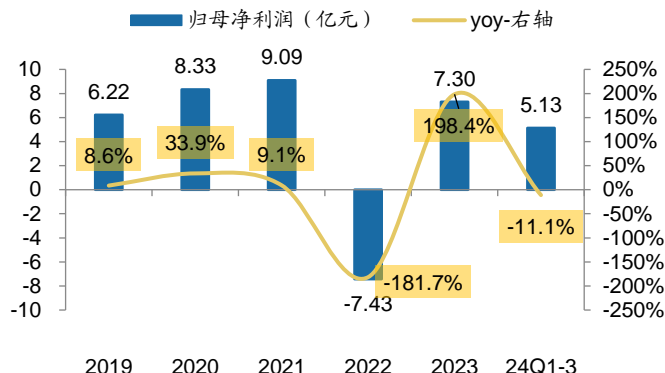
润-7.43 亿元，同比-181.7%。24Q1-3，公司实现营收 245.8 亿元，同比-6.9%；实现归母净利润 5.13 亿元，同比-11.1%。

图5：24Q1-3，公司营收同比-6.9%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

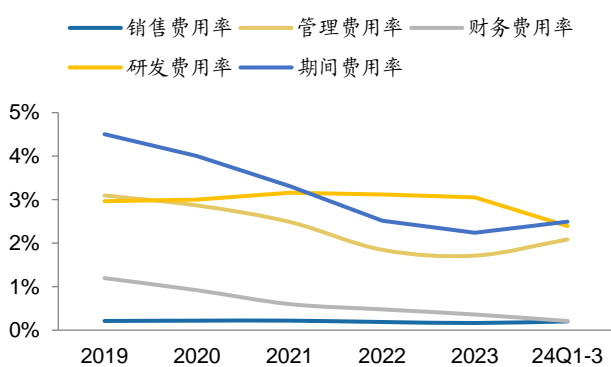
图6：24Q1-3，公司归母净利润同比-11.1%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

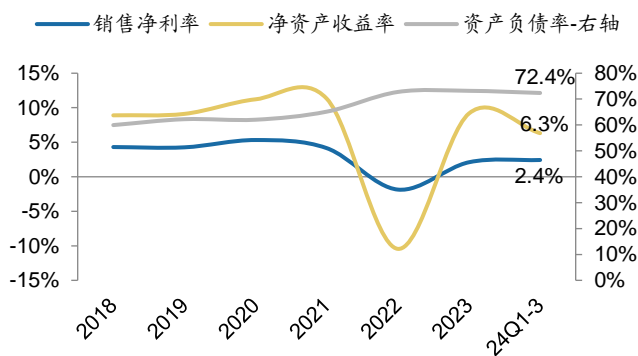
期间费用率总体下降，负债水平受国补退回影响有所上升。根据 iFinD，费用端，2023 年，公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.17%/1.71%/0.36%/3.05%，同比-0.02/-0.13 /-0.12/-0.07pct；24Q1-3，公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.20%/2.08%/0.21%/2.39%，同比+0.02/+0.24/-0.21/-0.07pct。资产结构端，2022 年，公司受所属内蒙古地区电站已收国补退回冲减当期收入与子公司计提信用减值损失影响，资产负债率提升至 72.77%，净资产收益率下降至-10.44%；24Q1-3，资产负债率为 72.37%，同比+0.08pct；净资产收益率为 6.32%，同比-1.14pct。

图7：2021-2023年，公司期间费用率持续下降



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

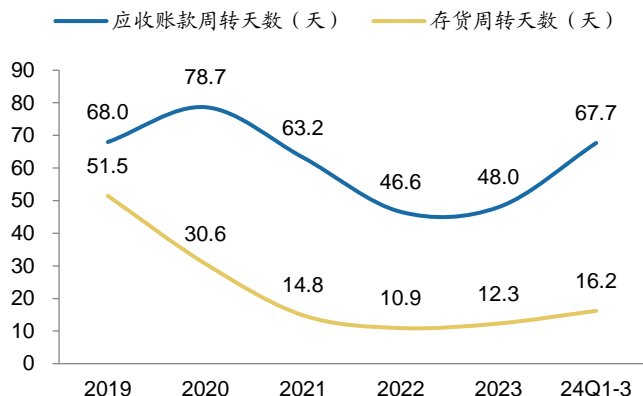
图8：2021-2023年，资产负债率呈上升趋势



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

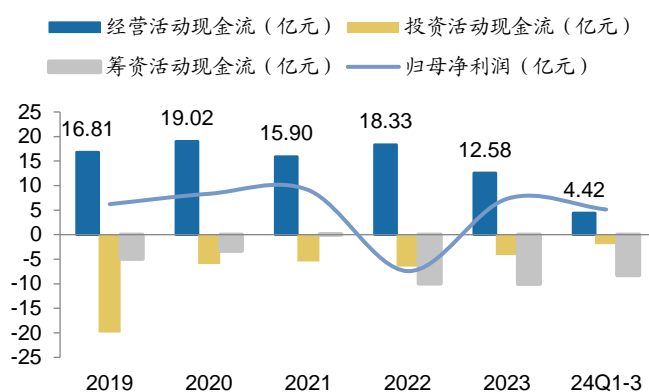
营运能力不断提升，现金流持续净流入。根据 iFinD，2020-2023 年，公司存货/应收账款周转天数分别由 78.7/30.6 天降至 48.0/12.3 天；24Q1-3，公司存货/应收账款周转天数分别为 67.7/16.2 天，同比上升 14.6/5.9 天。现金流方面，2023 年，经营性现金净流入 12.58 亿元，24Q1-3，经营性现金净流入 4.42 亿元，同比多流入 12.80 亿元。

图9: 2019-2023年, 存货/应收账款周转天数下降



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

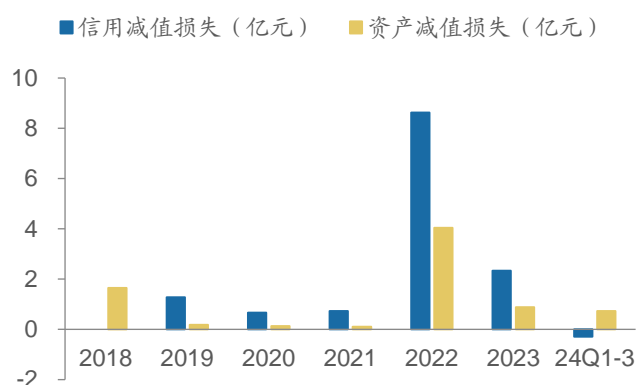
图10: 2024Q1-3, 经营性现金流量有所改善



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

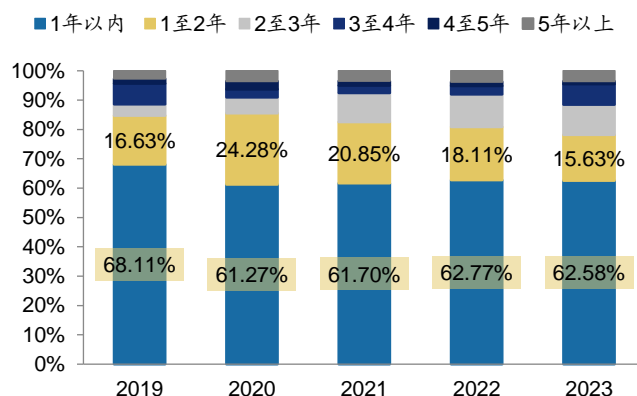
减值情况波动较大, 应收账款龄相对稳定。根据公司年报, 2018-2021年, 公司减值较为稳定, 2022-2023年, 减值显著增加, 系2022年公司所属内蒙古地区电站已收国补退回冲减当期收入与子公司计提信用减值损失导致。24Q1-3, 公司信用减值转回为0.29亿元, 资产减值损失为0.73亿元, 同比大幅降低。应收账款龄方面, 2020-2023年, 应收账款龄结构保持相对稳定, 1年以内应收账款占比保持在62%左右。

图11: 2021-2023年, 公司减值情况波动明显



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图12: 2019-2023年, 公司应收账款龄结构稳定



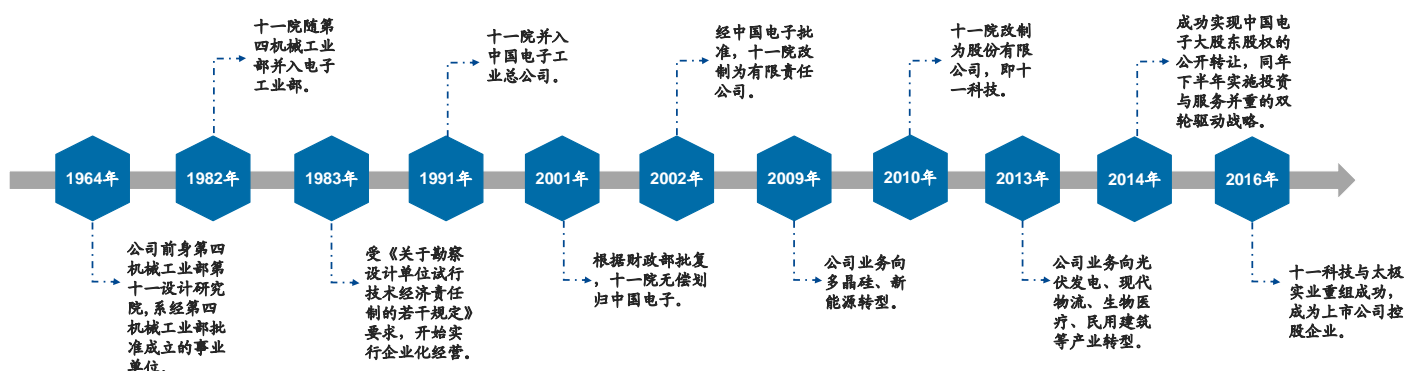
数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

## 二、工程技术服务：深耕高科技蓝海，子公司十一科技为国内半导体工程设计龙头

### （一）布局全过程工程服务，涉及电子、生物医药、新能源多个领域

子公司十一科技经历数次战略转型，业务结构持续优化。历史源远流长：十一科技前身为第四机械工业部第十一设计研究院（以下简称“十一院”）。2002年，十一院改制为有限责任公司，于2010年改制为股份有限公司，即十一科技；2016年，十一科技与太极实业重组成功，成为上市公司控股企业。十一科技总部位于成都，在无锡、上海、北京、天津、重庆等地设31个分公司。战略持续变革：2000年，十一科技提出“设计为核心，总包为主导，工程国际化，经营多元化”战略目标，并于2009年向多晶硅、新能源转型。2013年，向光伏发电、现代物流、生物医药、民用建筑等产业转型。2014年，十一科技成功实现股权公开转让，实施投资与服务并重双轮驱动战略。作为产业集团负责电子高科技工程技术服务业务企业，十一科技同时承接公司光伏电站投资运营业务战略布局。

图 13： 2016 年，十一科技与太极实业重组成功，成为上市公司控股企业



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

十一科技主业布局总包及设计咨询业务，为我国集成电路工程总承包龙头。十一科技主营电子高科技工程建设项目咨询、设计、监理、管理和工程总承包业务。公司搭建“P+EPC+O”全生命周期工程服务体系，先后在国内外承包一批“设计+管理”项目，提供咨询服务（撰写项目环评、立项及可研报告）、工程设计服务（设计项目及施工方案）、全流程工程承包服务。主要竞对为圣晖集成、亚翔集成、柏诚股份等。细分市场看，十一科技在集成电路领域处于领先，下游布局更加广泛，涵盖各战略新兴行业，如电子高科技（集成电路、液晶显示等）、新能源、生物制药等；竞对圣晖集成主营IC半导体、光电等高科技电子产业；亚翔集成下游为IC半导体、光电等电子行业；柏诚股份服务于半导体及泛半导体产业及其他高科技产业。

表 2: 太极实业洁净室业务布局高端制造、医疗卫生、食品加工等全领域

典型企业	实控人	业务布局					
		半导体	平板显示	生物医药	食品饮料	新能源	电子配件
太极实业	无锡市国有资产管理委员会 (地方国资企业)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
中电二公司	中国电子信息产业集团有限公司(中 央国资企业)	✓	✓	✓		✓	✓
中电四公司	中国电子信息产业集团有限公司(中 央国资企业)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
柏诚股份	过建廷 (自然人投资企业)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
亚翔集成	亚翔工程股份有限公司 (港澳台投资企业)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
圣晖集成	台湾圣晖为间接控股股东	✓	✓	✓	✓	✓	✓
中国电子工程设计院	国家开发投资集团有限公司 (中央国资企业)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
江西汉唐	汉唐集成股份有限公司 (港澳台投资企业)	✓	✓				✓

数据来源: iFinD、各公司年报、广发证券发展研究中心

依托公司总包优势, 扩展光伏投建营业务。十一科技依托光伏电站总包及设计优势, 在光伏电站投资运营领域形成项目经验, 并逐步开展光伏电站投资和运营业务。根据公司财报, 十一科技光伏电力工程板块累计设计规模6.17GW, 设计合同1.25亿元; 累计工程承包规模2.51GW, 总包合同78.5亿元。2023年末, 公司持有电站数40个, 在手已核准总装机容量共0.44GW, 实现营业利润1.49亿元, 占比15.41%, 营业利润率为42.49%。

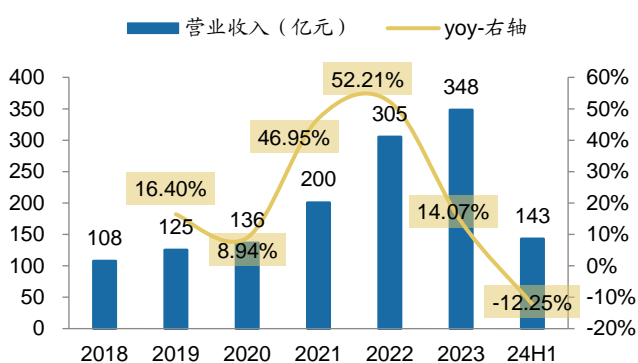
图 14: 公司部分总包光伏电站项目概览



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

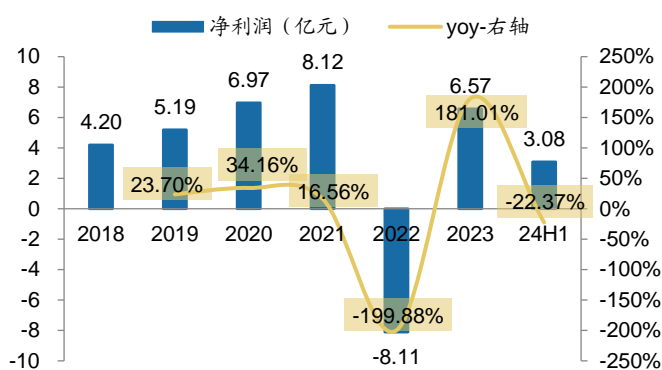
**营收快速增长，净利润扭亏为盈。**根据产业集团评级报告，**营收端**，十一科技持续发力拓展集成电路等战略新兴行业，受益于国家产业转型升级战略和新兴产业扶持等政策，2018-2023年，营业收入逐年上升，CAGR+21.62%。根据公司半年报，24H1，实现营收143亿元，同比-12.25%，主要受市场竞争强度加大，价格竞争激烈，技术进步加速影响。**利润端**，2018-2023年，十一科技净利润CAGR+7.75%。其中，2022年，净利润-8.11亿元，系所属内蒙古地区电站上网电价批复文件被废止，导致计提大额减值损失所致。2023年，十一科技成立集成电路事业部和电子高科技事业部，统筹推进重大电子高科技项目，净利润6.57亿元，实现扭亏为盈。

图 15: 2018-2023年，十一科技营收CAGR+21.62%



数据来源：产业集团评级报告、iFinD、广发证券发展研究中心

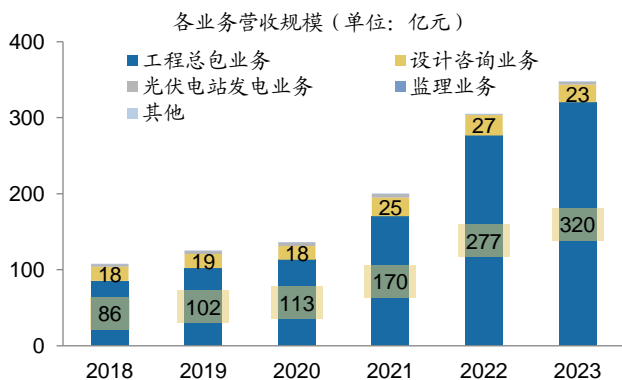
图 16: 2018-2023年，十一科技净利CAGR+7.75%



数据来源：产业集团评级报告、iFinD、广发证券发展研究中心

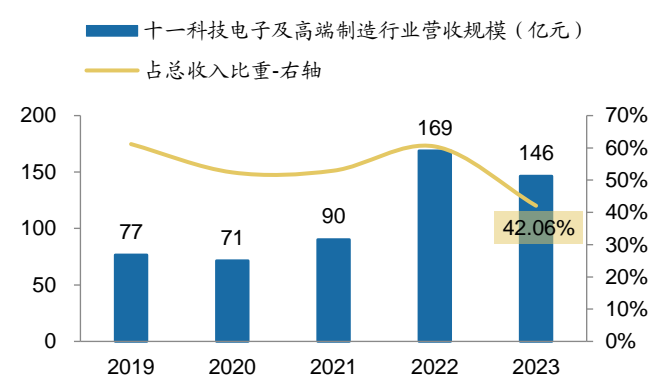
**工程总包业务贡献主要收入，聚焦电子及高端制造和电力领域。**根据产业集团评级报告，**按环节看**，2023年，十一科技营业收入构成中工程总包业务收入占92.02%，设计咨询业务收入占6.67%，光伏电站发电业务收入占1.01%，其余主要为监理收入。**按领域看**，十一科技业务主要集中在电子及高端制造、电力（含光伏电站）、生物医药与保健、市政与路桥、物流与民用建筑等行业板块，并在电子高科技和新能源行业保持领先优势。2023年，电子及高端制造和电力（含光伏电站）板块分别实现收入146.41亿元和149.69亿元，合计占十一科技主营业务收入85.97%。

图 17: 2023年，十一科技工程总包业务占其营业收入92.02%



数据来源：产业集团评级报告、广发证券发展研究中心

图 18: 2019-2023年，电子及高端制造业务贡献十一科技主要营收



数据来源：产业集团评级报告、广发证券发展研究中心

## （二）技术、客户、大股东优势筑牢业务基本盘，持续优化区域布局

十一科技在工程技术服务领域拥有技术优势。十一科技为国内综合甲级设计院之一，位列“2024年中国工程设计企业60强”榜单第23位，拥有国家设计大师4名、四川省设计大师14名，拥有发明创造7项，实用新型专利102项，其中对集成电路，光伏新能源等高新技术产品生产环境所需洁净室工程设计与建造具有独特专长。根据中访网，十一科技可独立完成1级（每立方米空气0.1 $\mu\text{m}$ 微粒数少于10）高等级洁净室。24年9月，十一科技荣获“氢能创新力企业奖”；12月，“华虹半导体制造(无锡)有限公司华虹制造(无锡)”等多个项目获得四川省建筑信息模型（BIM）设计竞赛奖项。

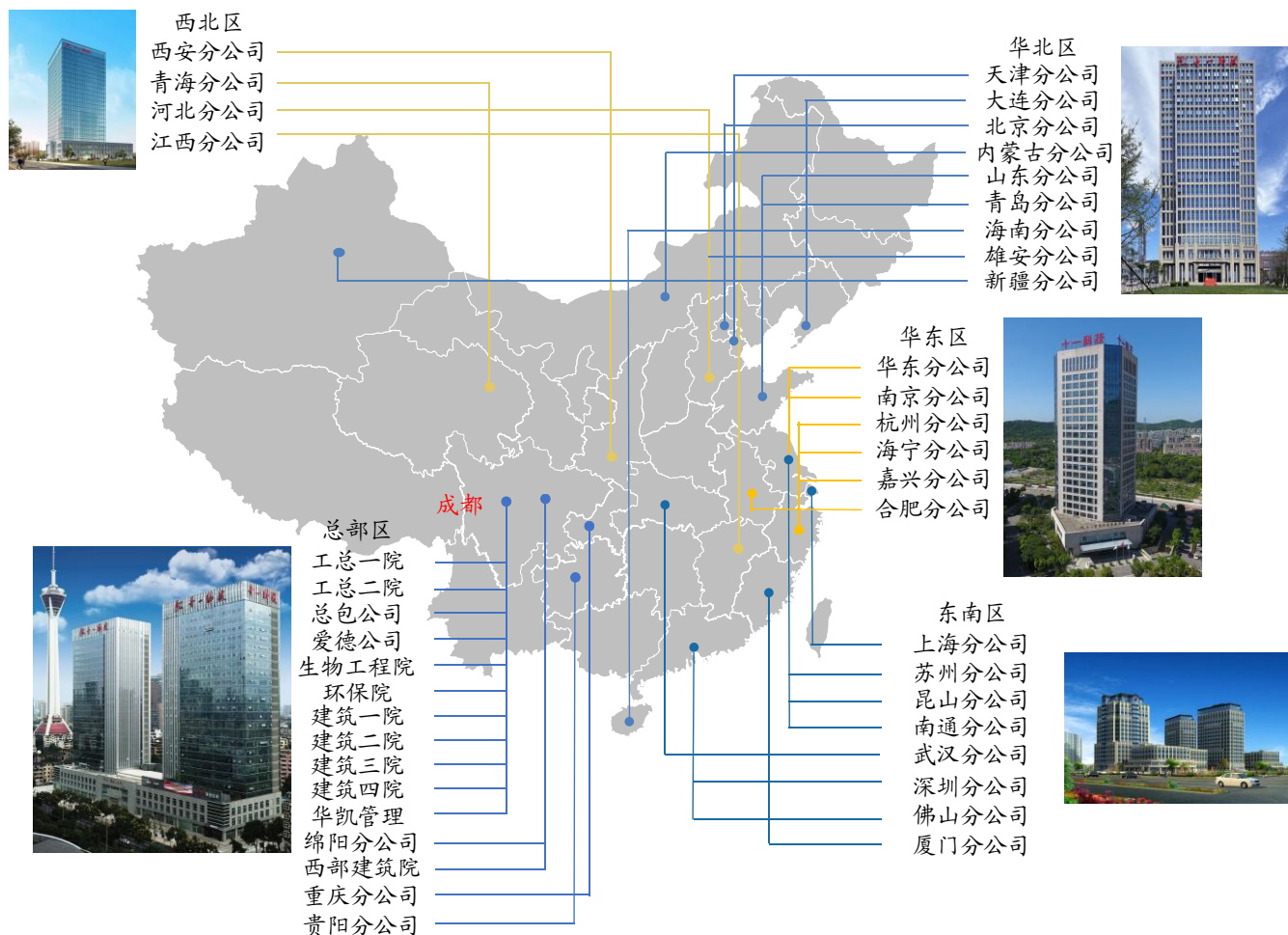
图19: 公司华虹半导体制造(无锡)有限公司华虹制造(无锡)项目获得工业建筑组“一等奖”



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

十一科技推进分院全面建设、优化布局，区域特色业务涉及低空经济、芯片半导体。2018年6月，十一科技对大区战略进行改造，设立总部区、东南区、华东区、华北区、西北区五大区，实现大区管理全覆盖。分公司选址集中于省会城市，对客户吸引力更强。各区域分公司因地制宜，借助地区特点和优势布局主导产业，其中成都航空产业实力雄厚，当地分公司布局低空经济；上海、北京集成电路产业具有优势，当地分公司布局芯片半导体产业。十一科技严格考核分公司，要求分公司实现自负盈亏，成立2-3年后须有利润上交，推动总公司、分公司携手可持续发展。

图20: 十一科技五大区域战略分布



数据来源: 十一科技公众号、广发证券发展研究中心

十一科技客户粘性强，积极拓展新客户、集中度下降。根据公司披露重大项目合同，2020-2025年，十一科技与长鑫储存、华虹集团、芯联集成等客户多次大规模合作并取得优秀工程业绩，客户粘性强。凭借精准战略布局、技术优势和斐然成绩，十一科技积极拓展新客户，根据《产业集团有限公司跟踪评级报告》，2023年，前五大客户销售收入合计占比16.12%，同比-8.77pct，集中度有所下降。

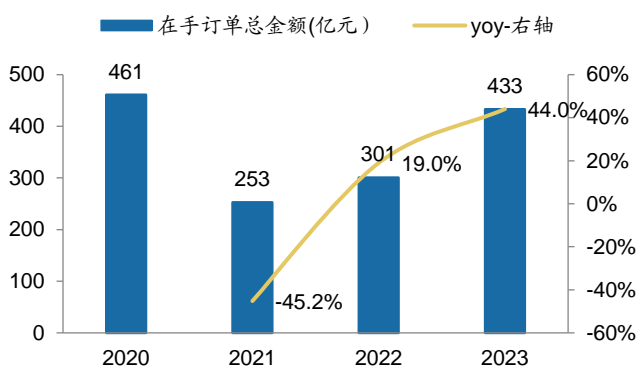
图 21: 十一科技在半导体、新型显示行业、生物医药、光伏等领域主要客户情况



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

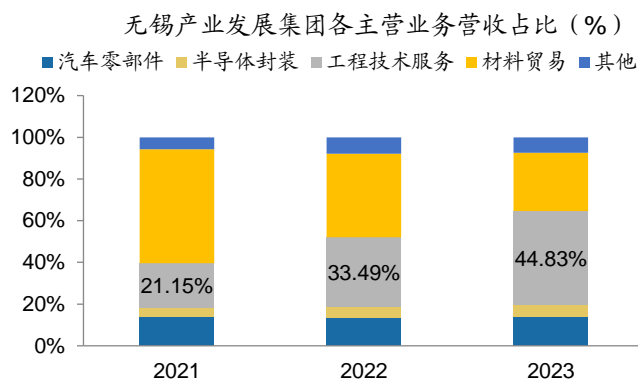
背靠产业集团，区域协同助力公司成长。十一科技股东产业集团旗下共设78家企业，深耕集成电路、物联网、先进制造和绿色低碳四大主导产业，主导实施十一科技与太极实业重大资产重组，开创无锡地方国企收购央企先河。2019年，产业集团引进国家集成电路产业基金，与市政府、华芯投资签订三方战略合作协议，为无锡引入优质资源；产业集团协同旗下思密得科技、十一科技、新能源产业基金等多方优势，打造涵盖光伏完整产业链，持续增强光伏新能源领先优势；2024年，产业集团联合多方出资，推动50亿集成电路产业母基金落地，区域协同下十一科技有望受益。

图22: 2023年，十一科技在手订单总金额433亿元，同比增长44.0%



数据来源：产业集团评级报告、广发证券发展研究中心

图23: 工程技术服务贡献无锡产业发展集团主要营收，主要来自十一科技



数据来源：产业集团评级报告、广发证券发展研究中心

十一科技新签订单持续增长，在手订单充足。根据产业集团评级报告，截至2023年底，十一科技在手订单总金额433亿元，同比增长44.0%。根据公司重大项目披露情况，2020年至今，十一科技披露重大项目合同金额共计550.91亿元。业务结构看，芯片半导体领域披露重大项目合同金额共计306.44亿元，占比55.63%，光伏新能源领域披露重大项目合同金额共计133.64亿元，占比24.56%。业务区域看，国内集中分布在重庆、四川等西南地区和上海、浙江等东部沿海地区；国外主要分布在“一带一路”沿线国家。

表3: 2020年至今，十一科技重大项目签署情况

业务领域	公告时间	项目名称	项目金额(亿元)	业主方名称
其他	2025/1/3	合肥高新区电子信息标准化厂房项目 EPC 工程总承包	23.85	合肥建投高新科创投资发展有限公司
芯片半导体	2024/9/12	三期 12 英寸集成电路数模混合芯片制造项目-生产厂房等项目 EPC 总承包	14.20	芯联先锋集成电路制造(绍兴)有限公司
芯片半导体	2024/4/4	康桥二期集成电路生产线厂房及配套设施建设项目	50.11	上海华力集成电路制造有限公司
芯片半导体	2024/2/22	重庆 12 英寸集成电路特色工艺线项目(一期) EPC 总承包	18.17	重庆芯联微电子有限公司
光伏新能源	2024/2/22	乌兹别克斯坦共和国纳曼干地区波普斯基区 500 兆瓦(一期)光伏电站项目	16.09	Next Solar Energy group
光伏新能源	2023/12/30	铜梁区锂电新材料生产基地建设项目储能产业园配套厂房、年产 27 亿平方米锂离子电池隔膜项目 EPC	12.72	重庆绅鹏实业开发有限公司、重庆铜梁建设发展(集团)有限公司
芯片半导体	2023/8/10	12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目 FAB A2B 厂务机电工程 EPC 总承包	26.15	长鑫新桥存储技术有限公司
光伏新能源	2023/7/20	储能电池超级工厂和新能源电池研究院一期项目	17.50	盛虹动能科技(苏州)有限公司
芯片半导体	2023/5/17	华虹半导体制造(无锡)有限公司华虹制造(无锡)项目工程	46.37	华虹半导体制造(无锡)有限公司

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

## 总承包

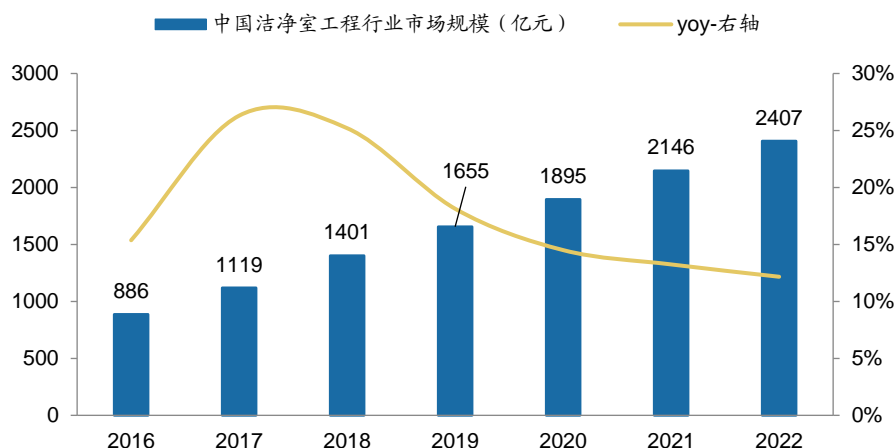
光伏新能源	2023/3/31	滨州沾化区 2GW 渔光互补发电项目(施工总承包二标段)	34.72	滨州市沾化区宏辉新能源有限公司
光伏新能源	2023/2/6	扬州经济技术开发区新能源产业基地西区 EPC 总承包项目	8.00	扬州华舜贸易有限公司
芯片半导体	2022/2/23	中芯绍兴二期晶圆制造项目(第一阶段)厂务工艺支持系统	12.29	中芯越州集成电路制造(绍兴)有限公司
光伏新能源	2021/10/14	甘州区平山湖 49.5 兆瓦风电场项目、甘州区平山湖二期 49.5 兆瓦风电场项目	6.93	张掖风电
光伏新能源	2021/10/14	瓜洲县北大桥第七风电场 C 区 200 兆瓦风电项目	17.98	酒泉风电
光伏新能源	2021/10/14	内蒙古自治区包头市红泥井风电场 4.95 万千瓦风电供热	4.11	包头锋电
光伏新能源	2021/9/8	潇河新能源新材料产业基地项目设计施工总承包	15.59	山西新阳中来新能源科技有限公司
芯片半导体	2021/8/4	12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目 EPC 总承包	50.52	长鑫新桥存储技术有限公司
芯片半导体	2021/7/8	中芯绍兴电子信息配套产业园 EPC 总承包项目	16.61	中芯集成电路制造(绍兴)有限公司
其他	2021/4/21	锡市苏南学校食材配送有限公司江阴净菜加工配送基地 EPC 项目	1.47	市苏南学校食材配送有限公司
其他	2021/2/27	舒城县智慧电子小镇项目机电总承包	17.00	安徽省公路桥梁工程有限公司
芯片半导体	2020/10/20	12 英寸 CIS 集成电路特色工艺研发与产业化项目工程 EPC 总承包工程	13.65	格科半导体(上海)有限公司
芯片半导体	2020/9/29	浙江海芯微 300 毫米晶圆核心特种工艺生产线 EPC 项目	10.90	浙江海芯微半导体科技有限公司
其他	2020/9/16	欧菲光光学光电产业基地建设项目 EPC 总承包	26.00	巢湖市房屋投资租赁管理有限公司
其他	2020/9/15	大唐智华(深圳)科技发展有限公司中国云-环峰 IDC 项目	10.90	大唐智华(深圳)科技发展有限公司
芯片半导体	2020/8/27	集成电路示范线项目(一期)	22.27	北京集电控股有限公司
其他	2020/8/26	左岭新镇还建房六期 A2 地块项目工程总承包(EPC)	31.60	武汉左岭新城开发投资有限公司
芯片半导体	2020/6/16	江苏仁奇科技有限公司芯片产业园项目 EPC 总承包工程	10.89	江苏仁奇科技有限公司
芯片半导体	2020/5/30	长电集成电路(绍兴)有限公司 300mm 集成电路中道先进封装生产线项目 EPC 总承包	14.31	长电集成电路(绍兴)有限公司

数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

### (三) 受益电子行业投资高景气, 洁净室市场规模持续增长

根据中国电子学会数据, 中国洁净室工程行业市场规模在2014-2019年间保持两位数增长。根据华经产业研究院报告, 2017-2020年, 洁净室工程服务行业年新增企业保持在2000家以上, 市场进入快速扩张期。我们认为: 国家产业升级推进带动半导体、生物医药等领域需求增长, 预计洁净室工程行业会保持快速增长趋势。

图 24: 2016-2022 年, 中国洁净室工程行业市场规模 CAGR 高达 18.1%



数据来源: 柏诚股份招股书、中商产业研究院、中国电子学会、广发证券发展研究中心

2025年电子信息/医疗/医药食品洁净室市场空间分别为1157/181/346亿元。

1.根据当前国内半导体发展形势和相关文献, 我们假设:

(1) 洁净室占半导体项目投资比重: 根据屹唐股份招股书, 集成电路制造领域典型资本开支中, 厂房建设占20%-30%, 其中, 洁净室工程占50%-70%, 即洁净室工程投入占集成电路资本开支比例为10%-21%。根据中国电子学会结晶技术分会, 洁净室在整个工程项目投入中占比20%-25%, 芯片厂洁净室投资份额占15%。我们假设2025年半导体资本开支中洁净室分工占比分别为15%;

(2) 2023年投资规模: 根据CINNO Research, 2023年中国半导体产业投资额约1.2万亿元, 同比-22.2%。其中晶圆制造/半导体材料/封装测试3个洁净室工程需求较高环节投资额分别3962/2232/1773亿元, 合计7967亿元。

(3) 2024年投资增速: 根据CINNO Research, 24H1, 中国半导体项目投资金额同比下滑37.5%。随着半导体产品库存逐步回归合理水平, 终端市场需求逐步回暖, 半导体产业景气度将逐步复苏。根据上述信息, 我们假设2024年全国半导体投资额下降35%。

(4) 2025年行业预计投资增速: 根据IDC, 2025年预计半导体市场规模将增长超15%。根据TechInsights, 2025年半导体设备规模预计增长19.6%, 集成电路销售额预计增幅达26%。根据上述预测, 我们假设2025年全国半导体投资额回升20%。

根据测算, 我们预计2025年全国半导体行业洁净室市场空间932亿元。

2.根据当前国内新型显示行业发展形势和相关文献, 我们假设:

(1) 洁净室占新型显示项目投资比重: 根据智研咨询, 结合2013-2015年数据计算得出洁净室工程市场规模占新型显示行业总投资11.6%。我们假设2025年新型显示行业资本开支中洁净室分工占比为11.6%;

(2) 2023年投资规模: 根据CINNO Research, 2023年中国光电显示产业投资金额约3068亿元, 同比-15.6%。

**(3) 2024年投资增速:** 根据CINNO Research, 24H1, 中国光电显示产业投资金额同比下滑37.5%。我们假设**2024年全国新型显示行业投资额下降37.5%**。

**(4) 2025年行业预计投资增速:** 根据中国光学光电子行业协会, 未来5年新型显示行业将呈现“低增长、强周期”基本特征, 新型显示面板出货面积年复合增长率将在1%左右。根据上述预测, 我们假设**2025年全国半导体投资额回升1%**。

根据测算, 我们预计**2025年全国新型显示行业洁净室市场空间225亿元**。

**3.根据华经产业研究院, 中国洁净室细分市场结构中, 电子信息(半导体+新型显示行业)/医疗/医药食品分别占比54.2%/8.5%/16.2%, 结合前文测算, 计算得电子信息/医疗/医药食品洁净室市场空间分别为1157/181/346亿元。**

**表4: 2025年电子信息/医疗/医药食品洁净室市场空间分别为1157/181/346亿元**

	电子信息		医疗	医药食品
	半导体	新型显示行业		
洁净室在产业投资中占比	15%	11.60%		
2023年产业投资规模(亿元)	7967	3068		
2024年预计投资增速	-35%	-37.5%		
2025年预计投资增速	20%	1%		
2025年市场空间(亿元)	932	225		
洁净室细分市场结构占比		54.2%	8.5%	16.2%
2025年市场空间(亿元)		<b>1157</b>	<b>181</b>	<b>346</b>

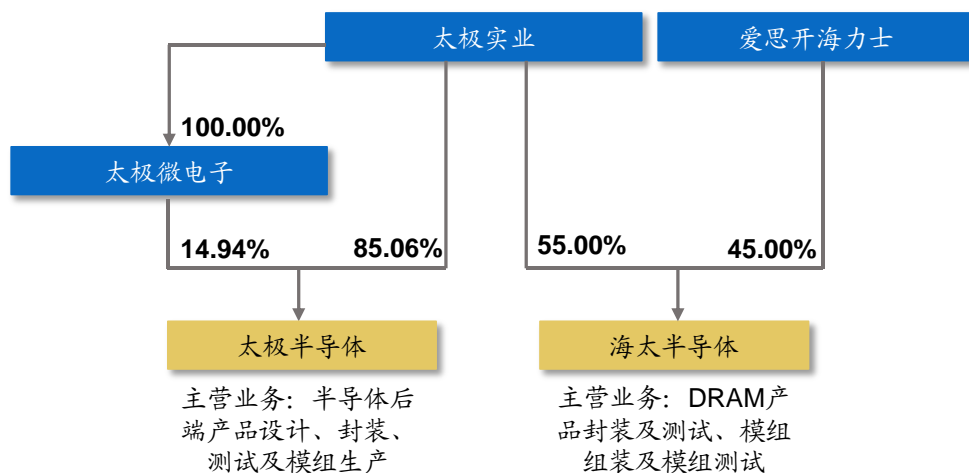
数据来源: 屹唐股份招股书、中国电子学会、智研咨询、中国光学光电子行业协会、华经产业研究院、CINNO Research、IDC、TechInsights、广发证券发展研究中心

### 三、半导体业务：开展与海力士深度合作，进军先进封测领域

#### （一）公司下设海太、太极半导体，进军先进封装测试领域

出资成立海太半导体与太极半导体，提供半导体后端一站式服务。海太半导体成立于2009年，总部位于无锡，由无锡市太极实业股份有限公司（出资55%）与韩国爱思开海力士株式会社（出资45%）共同出资设立，主营DRAM产品封装及测试、模组组装及模组测试；太极半导体成立于2013年，总部位于苏州，为太极实业全资子公司，专注集成电路封装、测试、研发及制造，可完整提供半导体后端产品设计、封装、测试及模组生产等一站式服务及客户定制化产品封装测试服务。海太半导体、太极半导体均服务于半导体封测业务，依托子公司海太半导体在半导体封装测试行业积累运营经验，独立运营全资子公司太极半导体有望加速发展。

图 25：太极半导体实控人太极实业，海太半导体中韩合资



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

封测业务结构高度专业化，门槛逐渐提升。半导体生产流程由晶圆加工、芯片设计、芯片制造、芯片封装和封装后测试组成。制作工序上分为前工序和后工序两个阶段，前工序指在晶圆上形成器件；后工序指将晶圆上器件分离并进行封装和测试。半导体封装与测试业务方面，封测业务上游对接芯片设计制造，下游面向终端应用领域，为芯片制造流程最后阶段和决定产品性能、可靠性和成本效益关键环节。随着集成电路下游产品逐渐向小型化、智能化发展，封测业务对服务商技术工艺经验提出更高要求。

图 26: 半导体生产流程由晶圆加工、芯片设计、芯片制造、芯片封装和封装后测试组成



数据来源: iFinD、公司官网、子公司官网、广发证券发展研究中心

采用企业合作与专业代工双模式互补, 业务能力持续提升。海太半导体为SK海力士及其关联公司提供半导体后工序服务, 在认证供应商间通过招标方式决定采购价格, 通过定期与供应商进行议价调整采购价格, 签订采购合同, 通常锁定1年价格, 采取订单式生产, 产量视SK海力士订单规模而定, 产量即销量; 太极半导体采用专业代工模式, 作为专业集成电路封装企业独立对外经营, 接受集成电路芯片设计或制造企业订单, 提供专业封装服务, 具体经营模式为在原材料供应商经客户认证通过后, 通过定期议价动态管理采购成本, 采取市场化订单式生产模式, 进行市场化经营, 独立挖掘国内外优质客户资源。

表5: 海太半导体、太极半导体商业模式对比

	海太半导体	太极半导体
采购阶段	招标方式决定采购价格; 订单采购合同, 通常锁定1年价格	定期议价动态管理
生产阶段	合同约定订单式生产, 24H1, 封装、封测最高产量分别达 19.4 亿、19.9 亿 Gb 容量/月	市场化订单式生产 24H1, 核心产能利用率超 90%
销售阶段	全部销往 SK 海力士, 2024 年, 向海力士提供后工序服务 5 亿美元, 同类业务占比 100%; 向海力士销售产品达 116 万美元, 占比 100%	市场化经营, 独立挖掘国内外优质客户资源

数据来源: 公司年报、公司半年报、公司关联交易执行情况公告、广发证券发展研究中心

## (二) 乘借半导体行业复苏东风, 技术、股东优势助力半导体业务发展

半导体后端服务市场竞争格局较稳定, 下游分布广泛。海太半导体和太极半导体竞争对手主要包括长电科技、通富微电和华天科技等封测龙头企业, 2023年, 各竞争对手营收296.61/170.81/112.98亿元, 同比-12.15%/ +3.92%/-5.10%, 下游应用集中在半导体, 计算机、汽车电子及工业控制、物联网等领域。借助太极、海太半导

体，公司封测下游应用广泛布局，在半导体、汽车电子、集成电路领域具有独特优势。

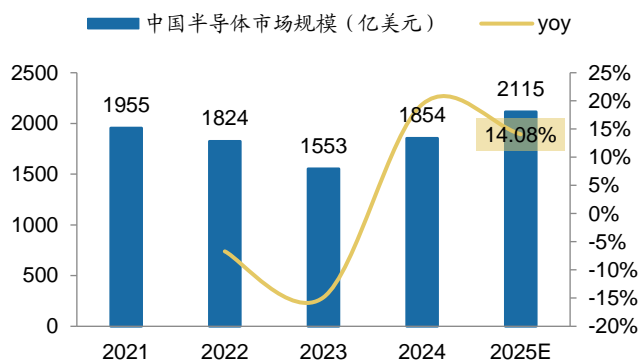
表6: 借助太极、海太半导体，公司下游应用广泛布局，聚焦半导体、汽车电子、集成电路领域

典型企业	实控人	业务布局						2023 营收规模 (亿元)
		半导体	汽车电子	集成电路	工业控制	智能家居	移动存储	
海太半导体	无锡市国有资产管理委员会 (地方国资企业)	✓	✓	✓				38.05
太极半导体	无锡市国有资产管理委员会 (地方国资企业)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	7.54
长电科技	磐石香港有限公司 (在港企业)	✓	✓	✓			✓	296.61
通富微电	石明达 (自然人投资企业)	✓	✓	✓		✓	✓	170.81
华天科技	肖胜利 (自然人投资企业)	✓	✓	✓	✓			112.98

数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

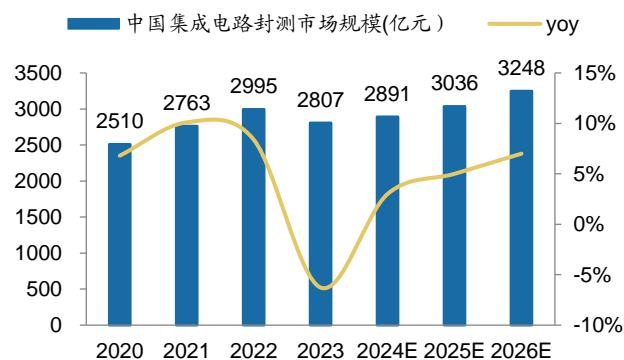
**半导体行业迎来复苏，集成电路封测市场规模持续增长。** 半导体行业正处于“周期下行-底部复苏”阶段，库存高企问题逐步解决，下游企业开始重新备货，消费类和工业类电子产品需求上升，行业呈现出明显复苏趋势。根据WICA，2025年，中国半导体行业市场规模预计将达到2115亿美元，同比+14.08%。随着国内集成电路国产化推进、下游应用蓬勃发展、封测工艺技术持续进步，国内封测行业市场空间近年来不受国外市场影响，市场规模持续增长。根据《2022年中国集成电路封测行业发展白皮书》，2025年中国集成电路封测行业规模预计达到3036亿元，同比+5.00%。公司半导体业务规模有望持续扩大。

图27: 2025年，预计中国半导体市场规模增至2115亿美元，同比+14.08%



数据来源: WICA、广发证券发展研究中心

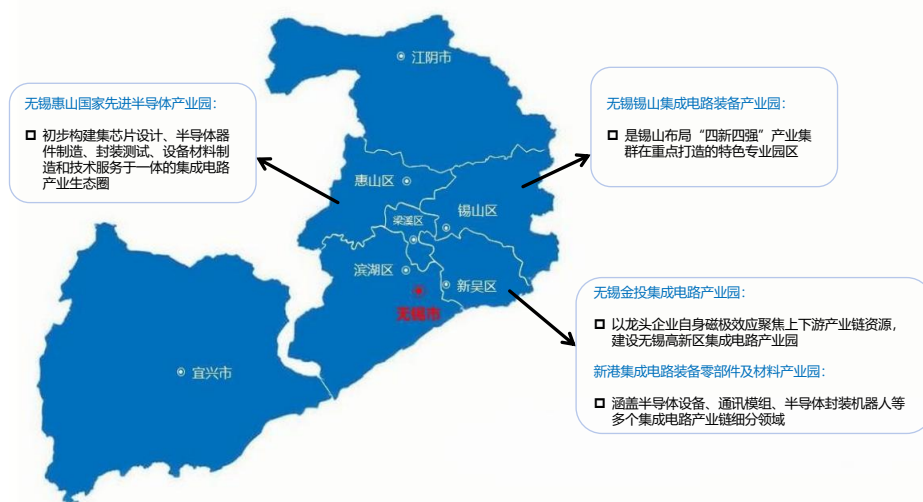
图28: 2025年，预计中国集成电路封测市场规模增至3036亿元，同比+5.00%



数据来源: 深圳半导体行业协会、广发证券发展研究中心

半导体产业布局带来区域红利，产业集团推进产业基金落地助力公司半导体业务发展。2022年，无锡市出台《无锡高新区关于进一步加快推进集成电路产业高质量发展的政策意见(试行)》，提出到2025年，全市集成电路产业规模超过2000亿元。2024年4月，长三角与长江经济带研究中心提出长三角携手聚力，打造世界级集成电路产业集群。长三角区域内集成电路产业链条完整，设计、制造、封测占全国比例均超50%；区域内产业协同加速，华虹半导体在无锡建设12英寸晶圆制造线，区域布局效益初显。2024年11月，产业集团出资推动50亿无锡集成电路产业母基金落地，持续完善集成电路全产业链，重点培育核心技术企业。公司有望享受区域布局和产业集团资源红利。

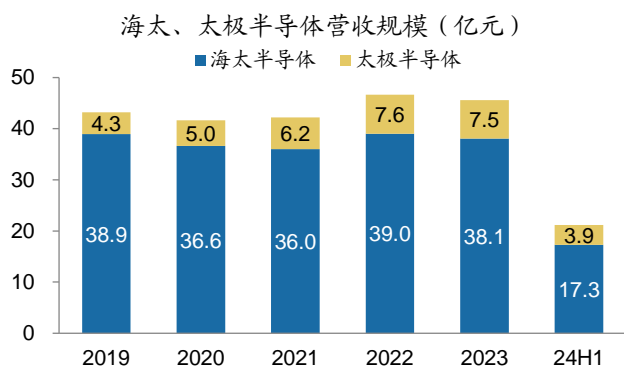
图29：无锡市集成电路产业发展载体图谱



数据来源：前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

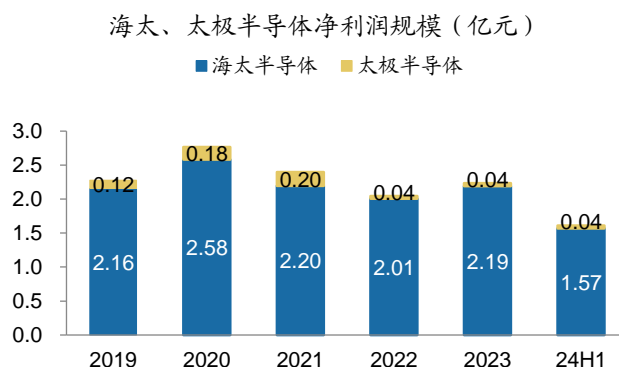
海太半导体、太极半导体优化业务产品结构，经营基本盘保持稳定。海太半导体优化业务结构，应对常规产品需求下行，24H1，海太半导体模组装配测试产量2.9亿（1GB基准），同比增长11.2%，模组测试产量5.5亿（1GB基准），同比增长74.1%。24H1，海太半导体营业收入17.3亿元，同比-11.5%；净利润1.57亿元，同比+64.6%。太极半导体优化产品结构，车、工规产品占比大于43%。24H1，太极半导体营业收入3.9亿元，同比+5.5%；净利润0.04亿元，同比+476.9%。

图30: 24H1, 海太半导体/太极半导体营业收入分别达17/4亿元



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

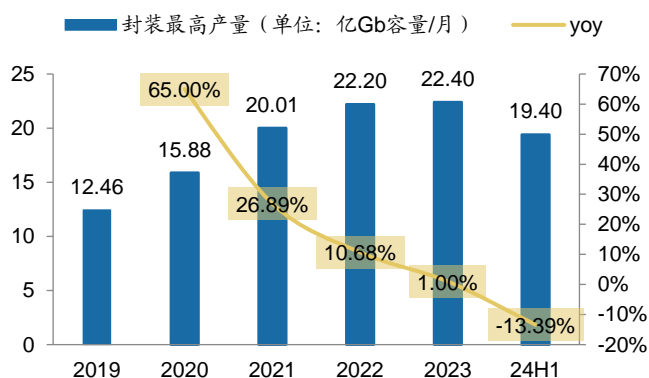
图31: 24H1, 海太半导体/太极半导体净利润分别达1.57/0.04亿元



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

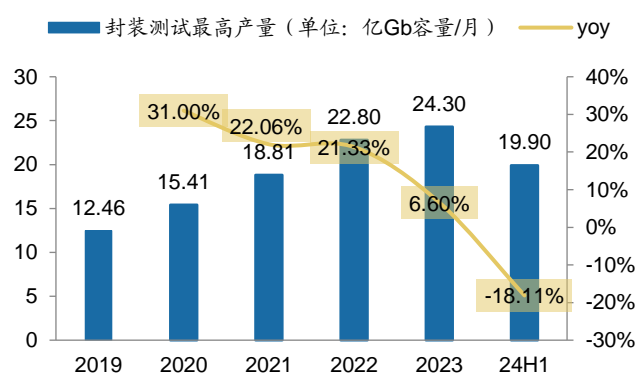
依托海太半导体国际领先后工序服务技术, 加快发展独立运营太极半导体。海太半导体拥有完整封装测试生产线, 与SK海力士12英寸晶圆生产线紧密配套。2023年, 其封装最高产量达22.4亿Gb容量/月, 封装测试最高产量达24.3亿Gb容量/月。24H1, 封装、封装测试最高产量略有下降, 系受到宏观经济增速放缓、国际地缘政治冲突影响。依托海太半导体封装测试行业运营经验, 太极半导体围绕应用端需求, 首次建立Flash BGA测试能力, 实现高堆叠产品(16D)技术突破。24H1, 太极半导体核心机台产能利用率超过90%。

图32: 2023年, 海太半导体封装最高产量达22.4亿Gb容量/月



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

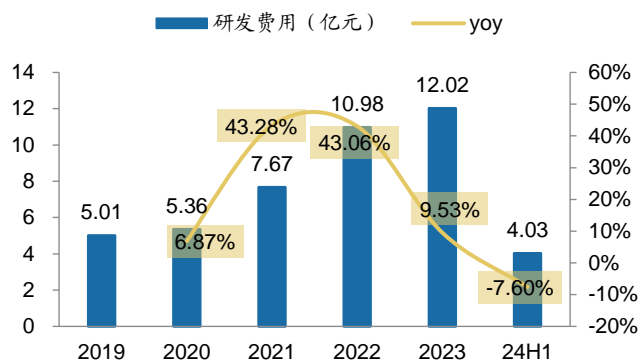
图33: 2023年, 海太半导体封装测试最高产量达24.3亿Gb容量/月



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

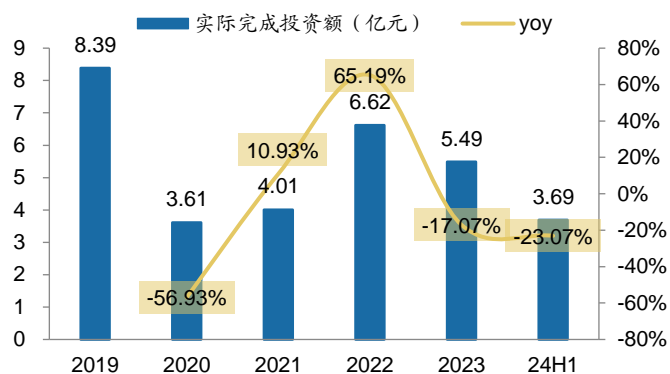
公司研发费用持续上升, 封测业务实际投资呈现波动趋势。根据iFinD, 24H1, 公司研发费用4.03亿元, 同比-7.60%。2021、2022年, 研发费用大幅上涨系职工薪酬增长, 以及试制试验领用原辅材料费用增加。2019年, 公司封测业务实际完成投资额8.39亿元, 主要由于海太半导体投资8.10亿元新增、改造、升级封测生产线。24H1, 公司封测业务实际完成投资额共计3.69亿元, 满足太极半导体扩产需求。根据《无锡产业发展集团有限公司跟踪评级报告》, 截至24Q1末, 太极半导体产能扩充项目完成投资额2.94亿元, 完成进度67%, 25年计划投资0.42亿元; 海太技术改造升级项目完成投资额4.40亿元, 完成进度78%, 25、26年分别计划投资0.43、0.42亿元。

图 34: 2019-2023 年, 公司研发费用持续上升



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图 35: 2023 年, 公司封测业务已披露实际完成投资额 5.49 亿元



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测及投资建议

**订单端：**公司业务聚焦电子及高端制造领域，具有技术、客户、区位、大股东优势。结合24H1情况和市场情况判断，我们预计24-26年公司新签合同额分别为402、362、380亿元，在手合同额分别为456、427、416亿元。2024、2025年订单下滑原因系新能源组件部件行业竞争加剧，新能源产能建设需求或承压。预计公司逐步向非新能源组件领域扩张，2026年新签订单有望增长。

表7：新签订单预测表（单位：亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新签合同额合计	412	503	402	362	380
YoY	-	22.1%	-20.0%	-10.0%	5.0%
在手合同额合计	301	433	456	427	416
YoY	-	44.0%	5.5%	-6.5%	-2.7%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

**营收端：**基于订单预测数据和公司业务开展情况，我们预计：

**工程技术服务：**截至2023年底，十一科技在手订单总金额432.86亿元，合同储备量充足，该业务营收有望实现稳健增长，预计24-26年营收分别350、365、366亿元。洁净室工程具有较高门槛，预计毛利率保持稳定，预计24-26年毛利率均为6.4%。

**半导体：**公司持续深化与海力士合作，封测产量有望实现稳增，预计24-26年营收分别为41、43、45亿元。封测业务市场竞争格局较为稳定，预计毛利率基本保持稳定。根据既往毛利水平，预计24-26年毛利率均为15.0%。

**光伏发电：**24H1，公司成功实现发电2.92亿度，根据当前在手电站利用率情况和未来新增装机预期，预计24-26年营收分别为3.58、3.70、3.82亿元。预计随着储能装机放量，预计光伏电站毛利率将趋于稳定。预计根据既往毛利水平，预计24-26年毛利率均为46.1%。

**其他：**预计24-26年营收增速均为5.0%。根据既往毛利率水平，预计24-26年毛利率均为52.3%。

根据上述情况，我们预计24-26年公司总营收分别为396、413、416亿元，综合毛利率分别为7.9%、7.8%、7.9%。

表8: 分业务营收预测表 (单位: 亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	351.95	393.77	396.12	413.03	416.00
YoY	-	11.9%	0.6%	4.3%	0.7%
毛利率	7.1%	8.2%	7.9%	7.8%	7.9%
工程技术服务	303.82	343.74	350.48	365.17	365.80
YOY	-	13.1%	2.0%	4.2%	0.2%
毛利率	6.5%	6.8%	6.4%	6.4%	6.4%
半导体业务	46.25	45.28	40.75	42.79	44.93
YOY	-	-2.1%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	13.1%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
光伏发电	0.61	3.50	3.58	3.70	3.82
YOY	-	472.9%	2.1%	3.5%	3.3%
毛利率	-230.7%	46.1%	46.1%	46.1%	46.1%
其他收入	1.27	1.25	1.31	1.38	1.45
YOY	-	-1.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	42.7%	52.3%	52.3%	52.3%	52.3%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

**费用端:** (1) **销售费用:** 预计市场竞争环境稳定, 销售费用有望保持稳定, 我们预计公司24-26年销售费用率均为0.19%; (2) **管理费用:** 随业务发展及营收规模扩张, 公司提高管理水平, 结合营收预期, 我们预计公司24-26年管理费用率保持稳定均为1.81%; (3) **研发费用:** 公司加快发展新质生产力、扎实推进高质量发展, 预计公司24-26年研发费用率均为3.05%。

表9: 期间费用预测表 (单位: 亿元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	394	396	413	416
销售费用	0.75	0.76	0.79	0.80
销售费用率	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
管理费用	6.75	7.19	7.49	7.55
管理费用率	1.71%	1.81%	1.81%	1.81%
研发费用	12.02	12.10	12.61	12.70
研发费用率	3.05%	3.05%	3.05%	3.05%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

**利润端:** 预计2024-2026年公司营收分别为396、413、416亿元, 同比分别0.6%、4.3%、0.7%; 实现归母净利润7.33、7.57、7.92亿元, 同比分别+0.3%、3.3%、4.6%。

表10: 盈利预测表 (单位: 亿元)

		2023	2024E	2025E	2026E
营业收入		394	396	413	416
	YOY	11.9%	0.6%	4.3%	0.7%
营业成本		362	364	380	383
	YOY	10.6%	0.8%	4.4%	0.7%
毛利率		8.2%	8.0%	7.9%	7.9%
归母净利润		7.30	7.33	7.57	7.92
	YOY	198.4%	0.3%	3.3%	4.6%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

**我们认为:** (1) 半导体政策陆续出台以及国家大基金、地方集成电路基金落地, 国内集成电路行业迎来前所未有发展机遇, 公司半导体业务有望受益; (2) 国家产业转型升级、扶持新兴产业背景下, 公司工程技术服务业务营收有望持续提升, 带动盈利质量改善。当前估值有进一步提升空间。

根据公司业务, 我们选取 (1) IC 半导体、光电等先进制造业洁净室系统工程服务商; (2) 半导体、新型显示、生命科学等高科技产业洁净室系统工程服务商柏诚股份; (3) 中国大陆第一、全球第三大封测厂商长电科技作为可比公司, 可比公司2025年估值在22-25倍左右。公司净利润主要由半导体封测业务和洁净室等科技工程技术服务贡献, 我们给予公司25年24倍PE估值, 对应合理价值8.62元/股。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表11: 可比公司估值表 (2025.3.13)

股票代码	公司简称	股价 (元)	PE (倍)			PE (TTM)	PB (LF)
			2024E	2025E	2026E		
600584.SH	长电科技	36.73	37.5	24.7	19.8	41.77	2.45
603163.SH	圣晖集成	25.84	25.8	22.3	19.4	26.22	2.32
601133.SH	柏诚股份	11.77	25.8	21.8	18.5	27.85	2.22
<b>600667.SH</b>	<b>太极实业</b>	<b>7.37</b>	<b>21.2</b>	<b>20.5</b>	<b>19.6</b>	<b>23.3</b>	<b>1.87</b>

资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

### （一）下游需求不及预期

公司利润主要来源于工程技术服务和半导体封测业务，如果半导体、生物医药、新能源等下游建设需求不及预期，公司业绩可能受到影响。

### （二）减值损失扩大

光伏组件等新能源制造行业竞争激烈，投资回报显著承压，部分企业经营情况不佳，公司工程技术服务业务下游涵盖此类企业，相关应收账款及合同资产可能存减值压力。

### （三）光伏收益不及预期

国内新能源装机快增，当前新能源消纳压力较大，公司在运营光伏电站收益可能受到影响。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>20,331</b>	<b>24,061</b>	<b>24,849</b>	<b>26,196</b>	<b>26,783</b>
货币资金	7,135	7,500	8,399	9,281	9,978
应收及预付	5,696	7,269	7,115	7,239	7,113
存货	897	1,577	1,589	1,659	1,670
其他流动资产	6,603	7,715	7,746	8,018	8,023
<b>非流动资产</b>	<b>8,619</b>	<b>8,612</b>	<b>8,580</b>	<b>8,666</b>	<b>8,866</b>
长期股权投资	789	894	894	894	894
固定资产	4,411	4,368	4,263	4,292	4,436
在建工程	394	83	133	153	173
无形资产	455	447	413	379	345
其他长期资产	2,570	2,821	2,877	2,948	3,019
<b>资产总计</b>	<b>28,950</b>	<b>32,674</b>	<b>33,429</b>	<b>34,861</b>	<b>35,649</b>
<b>流动负债</b>	<b>19,404</b>	<b>21,888</b>	<b>22,006</b>	<b>22,808</b>	<b>22,937</b>
短期借款	3,546	2,520	2,520	2,520	2,520
应付及预收	10,562	14,150	14,262	14,886	14,984
其他流动负债	5,296	5,218	5,224	5,402	5,433
<b>非流动负债</b>	<b>1,669</b>	<b>2,031</b>	<b>2,029</b>	<b>2,029</b>	<b>2,029</b>
长期借款	1,333	1,294	1,294	1,294	1,294
应付债券	0	409	409	409	409
其他非流动负债	336	327	325	325	325
<b>负债合计</b>	<b>21,073</b>	<b>23,919</b>	<b>24,035</b>	<b>24,837</b>	<b>24,966</b>
股本	2,106	2,106	2,106	2,106	2,106
资本公积	3,145	3,143	3,143	3,143	3,143
留存收益	1,460	2,191	2,707	3,234	3,786
归属母公司股东权益	7,114	7,964	8,504	9,032	9,584
少数股东权益	764	791	890	992	1,100
<b>负债和股东权益</b>	<b>28,950</b>	<b>32,674</b>	<b>33,429</b>	<b>34,861</b>	<b>35,649</b>

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>35195</b>	<b>39377</b>	<b>39612</b>	<b>41303</b>	<b>41600</b>
营业成本	32712	36163	36449	38045	38296
营业税金及附加	68	75	76	79	80
销售费用	66	65	66	68	69
管理费用	650	675	719	749	755
研发费用	1098	1202	1210	1261	1270
财务费用	168	142	72	63	54
资产减值损失	-404	-88	-87	-92	-97
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	220	196	197	206	207
<b>营业利润</b>	<b>-587</b>	<b>966</b>	<b>969</b>	<b>1000</b>	<b>1045</b>
营业外收支	-27	-13	-13	-13	-13
<b>利润总额</b>	<b>-614</b>	<b>953</b>	<b>956</b>	<b>987</b>	<b>1033</b>
所得税	38	124	124	128	134
<b>净利润</b>	<b>-653</b>	<b>829</b>	<b>832</b>	<b>859</b>	<b>899</b>
少数股东损益	90	99	99	103	107
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-743</b>	<b>730</b>	<b>733</b>	<b>757</b>	<b>792</b>
EBITDA	565	1785	1689	1778	1900
EPS (元)	-0.35	0.35	0.35	0.36	0.38

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,833</b>	<b>1,258</b>	<b>1,769</b>	<b>1,912</b>	<b>1,936</b>
净利润	-653	829	832	859	899
折旧摊销	806	803	661	727	813
营运资金变动	471	-673	36	103	8
其它	1,208	298	240	223	216
<b>投资活动现金流</b>	<b>-651</b>	<b>-415</b>	<b>-505</b>	<b>-654</b>	<b>-852</b>
资本支出	-468	-512	-550	-720	-919
投资变动	-366	34	-100	-100	-100
其他	183	63	145	166	167
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-995</b>	<b>-1,003</b>	<b>-370</b>	<b>-376</b>	<b>-387</b>
银行借款	185	-1,064	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1,180	61	-370	-376	-387
<b>现金净增加额</b>	<b>289</b>	<b>-96</b>	<b>899</b>	<b>882</b>	<b>697</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>5,055</b>	<b>5,344</b>	<b>5,248</b>	<b>6,147</b>	<b>7,029</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>5,344</b>	<b>5,248</b>	<b>6,147</b>	<b>7,029</b>	<b>7,726</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	44.9%	11.9%	0.6%	4.3%	0.7%
营业利润	-151.5%	264.4%	0.3%	3.2%	4.6%
归母净利润	-181.7%	198.4%	0.3%	3.3%	4.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	7.1%	8.2%	8.0%	7.9%	7.9%
净利率	-1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%
ROE	-10.4%	9.2%	8.6%	8.4%	8.3%
ROIC	-1.9%	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	72.8%	73.2%	71.9%	71.2%	70.0%
净负债比率	267.5%	273.2%	255.8%	247.8%	233.7%
流动比率	1.05	1.10	1.13	1.15	1.17
速动比率	0.66	0.65	0.68	0.70	0.72
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.30	1.28	1.20	1.21	1.18
应收账款周转率	7.73	7.50	6.82	7.18	7.28
存货周转率	32.98	29.24	23.03	23.43	23.01
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	-0.35	0.35	0.35	0.36	0.38
每股经营现金流	0.87	0.60	0.84	0.91	0.92
每股净资产	3.38	3.78	4.04	4.29	4.55
<b>估值比率</b>					
P/E	—	21.06	21.19	20.52	19.61
P/B	1.53	1.95	1.83	1.72	1.62
EV/EBITDA	16.82	7.39	7.27	6.41	5.63

## 广发建筑行业研究小组

耿鹏智：首席分析师，东南大学工学硕士，一级建造师、注册咨询工程师（投资），2024年加入广发证券发展研究中心。  
 尉凯旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。  
 乔钢：高级分析师，华威大学金融与经济学硕士，武汉大学经济学学士，2024年加入广发证券发展研究中心。  
 张子峻：研究员，香港中文大学（深圳）会计学硕士，北京理工大学会计学学士，2024年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。  
 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。  
 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。  
 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。  
 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
 广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
 广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
 本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。  
 本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
 研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。  
 本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。