

圣晖集成（603163.SH）

以工程赋能 AI 全产业链，持续开拓海外新市场

优于大市

核心观点

圣晖集成：洁净室工程专业服务商。公司是洁净室工程专业服务商，具备 EPCO 工程全过程服务能力，为半导体、光电、医药生物、云计算中心等先进制造领域提供定制化工程服务，拥有丰富的工程实施经验。公司系是台资企业，根据同业竞争承诺，母公司聚焦中国台湾地区的洁净室工程业务，而公司在中国台湾地区以外的所有市场的开展工程业务经营。

电子工业精密化推动全球洁净室市场增长。洁净室工程是为精密制造提供受控环境的关键环节，电子工业精密化是技术与市场共同推动下的必然趋势，工艺制程尺寸缩小对生产环境的要求持续提高，推动全球洁净室市场持续增长。2025 年全球洁净室市场规模预计为 100.4 亿美元，到 2030 年将达到 141.6 亿美元，CAGR 为 7.1%。

AI 全产业链产能建设需求快速释放。随着生成式 AI、大模型训练及推理应用的普及，AI 算力需求呈指数级增长，大幅推升全球范围内人工智能服务器建设需求。美国先进制程芯片产能加速建设以响应旺盛的算力需求，台积电规划在美国亚利桑那州投资 1650 亿美元建设晶圆厂，后续可能追加投资至 2000 亿美元。估算台积电在亚利桑那州用于厂房建设总投资约 350 亿美元，建设高峰期每年厂房建设投资将达到 100 亿美元。AI 算力发展对 PCB 的性能提出更高要求，高端多层板和 HDI 板需求快速增长，鹏鼎股份、沪电股份、胜宏科技等 PCB 企业相继宣布扩产计划，新增厂房建设需求显著增加。

公司兼具技术优势和客户资源优势，有望跟随客户开拓海外市场。高技术标准和高客户粘性造就洁净室工程领域较高的竞争壁垒。圣晖集成在境内外市场积累了丰富的项目经验，合作客户包括鹏鼎、三安光电、英诺赛科、矽品、纬创、启基等知名企业。公司海外市场运作经验丰富，随着客户全球扩产力度持续加大，有望继续依托现有客户关系进一步拓展海外业务，进而推动收入与利润规模持续增长。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。预测 2025-2027 年公司收入 29.9/33.5/48.4 亿元，同比+48.8%/+12.2%/+44.3%，预测 2025-2027 年毛利率为 10.4%/12.3%/11.8%，预测 2025-2027 年归母净利润为 1.42/2.06/3.05 亿元，同比+24.1%/+45.4%/+47.9%。综合绝对估值法与相对估值法，得到公司合理估值区间为 52.82-61.80 元，对应公司目标市值 53-62 亿元，较当前股价有 25%-47% 的空间。

风险提示：客户集中度较高的风险、行业竞争加剧的风险、新市场开拓不及预期的风险、汇率波动风险、中国台湾地区法律法规变化等风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,009	2,008	2,988	3,353	4,840
(+/-%)	23.4%	-0.1%	48.8%	12.2%	44.3%
归母净利润(百万元)	139	114	142	206	305
(+/-%)	12.8%	-17.5%	24.1%	45.4%	47.9%
每股收益(元)	1.39	1.14	1.42	2.06	3.05
EBIT Margin	8.6%	7.3%	6.4%	8.3%	8.6%
净资产收益率(ROE)	12.8%	10.3%	12.3%	17.0%	23.4%
市盈率(PE)	32.3	39.1	31.5	21.7	14.7
EV/EBITDA	29.8	34.9	29.3	21.1	16.5
市净率(PB)	4.14	4.03	3.88	3.68	3.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

建筑装饰·专业工程

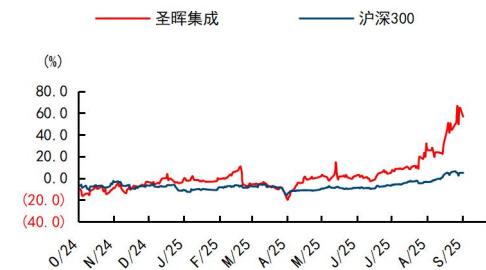
证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn
S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	52.82 - 61.80 元
收盘价	42.00 元
总市值/流通市值	4200/1470 百万元
52 周最高价/最低价	44.80/20.57 元
近 3 个月日均成交额	120.56 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

圣晖集成：台资洁净室工程专业服务商	5
全球 AI 全产业链产能建设需求快速释放	7
工业产品精密化趋势下，全球洁净室市场持续增长	7
AI 算力需求爆发式增长，全球 AIDC 加速建设	9
先进制程芯片加速扩产以响应旺盛的算力需求	9
AI 服务器快速迭代，高端 PCB 积极扩产	12
公司竞争壁垒深厚，经营指标持续向好	15
洁净室工程进入壁垒高，公司兼具技术优势和客户资源优势	15
公司新订单、收入、利润持续增长，预收款规模显著上升	17
盈利预测	20
估值与投资建议	22
绝对估值：对应股价 52.82-79.83 元	22
相对估值：对应股价 51.50-61.80 元	23
投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级	24
风险提示	25
附表：财务预测与估值	27

图表目录

图1: 公司主营业务领域	5
图2: 公司与台湾母公司股权关系示意图	5
图3: 台湾圣晖旗下朋亿主营水、气、化学品设备业务	6
图4: 2025H1 公司对下游客户行业收入结构（单位: %）	6
图5: 公司分地区收入（单位: 亿元）	6
图6: 洁净厂房主要组成示意图	7
图7: 电子洁净厂房立面构造示意图	7
图8: 各行业对洁净室洁净等级的要求	7
图9: 2019 年中国洁净室工程行业下游需求占比（单位: %）	7
图10: 台积电的制程技术节点发展历程	8
图11: ITRS（国际半导体技术蓝图）对于半导体生产环境的部分要求	8
图12: 全球洁净室市场规模（单位: 亿美元）	8
图13: 美国云厂数据中心资本开支估算（单位: 十亿美元）	9
图14: AI 数据中心建设成本结构估算（单位: %）	9
图15: 东南亚半导体产业供应链示意	10
图16: 按制程划分的半导体产能分布（2020 年）	10
图17: 台积电亚利桑那项目 25Q2 实现盈利	10
图18: 美国芯片法案授权的资金分配（单位: 亿美元, %）	11
图19: 美国政府对各半导体公司预计拨款情况（单位: 亿美元）	11
图20: 美国建厂成本显著高于中国台湾和新加坡（单位: 亿新台币）	12
图21: 台积电美国投资落地节奏估算（单位: 亿美元）	12
图22: 2 层通讯 PCB 线路板	13
图23: 8 层三阶 HDI 工艺 PCB	13
图24: 全球 PCB 产值分地区预测（单位: 百万美元）	13
图25: 全球 PCB 分类型产值复合增长预测（单位: 百万美元）	13
图26: 洁净室工程行业竞争格局	15
图27: 公司承建晶合集成 N1 铜制程 L55 HOOKUP 工程机电包	15
图28: 台湾圣晖承建台积电 F15 P1 办公室 MEP 机电工程	15
图29: 2022 年洁净工程设计竞争格局（以收入计）（单位: %）	16
图30: 2023 年国内洁净室工程竞争格局（以收入计）（单位: %）	16
图31: 汉唐毛利率及净利率变化（单位: %）	16
图32: 帆宣毛利率及净利率变化（单位: %）	16
图33: 公司海外业务收入结构（单位: 亿元）	17
图34: 公司境外收入占比持续提升（单位: 亿元, %）	17
图35: 公司新签合同额（单位: 亿元）	17
图36: 公司历史年末在手订单及预测（单位: 亿元）	17
图37: 公司营业收入及增速（单位: 亿元, %）	18

图38: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	18
图39: 公司毛利率变化 (单位: %)	18
图40: 公司期间费用率变化 (单位: %)	18
图41: 公司经营活动产生的现金流净额 (单位: 亿元)	19
图42: 公司收付现比变化 (单位: %)	19
图43: 公司预收账款与合同负债余额 (单位: 亿元)	19
图44: 公司现金分红总额及股利支付率 (单位: 万元, %)	19
图45: 公司年末在手订单预测 (单位: 亿元)	20
图46: 公司营业收入与在手订单转化关系 (单位: 亿元, %)	20
表1: 台积电美国规划产能及投资情况	11
表2: 各公司AI配套PCB扩产计划	14
表3: 未来3年盈利预测表 (单位: 亿元)	21
表4: 公司盈利预测假设条件 (%)	22
表5: 资本成本假设	22
表6: FCFF估值表 (单位: 百万元)	22
表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	23
表8: 可比公司估值比较 (截至2025年9月4日)	23

圣晖集成：台资洁净室工程专业服务商

圣晖集成：洁净室工程专业服务商。公司成立于2003年，是洁净室行业领先的一站式服务商，具备洁净室厂房“工程施工设计+采购+施工+维护”的EPCO工程全过程服务能力。公司为半导体、光电、医药生物、云计算中心等先进制造领域客户提供定制化的工程服务，协助客户优化生产工艺、提升制程水平、保障并提高产品良品率，主要客户包括中芯国际、富士康科技集团、矽品科技、三安集成、友达光电、歌尔股份、华润微电子、上海合晶硅等全球知名的电子工业企业。

图1：公司主营业务领域



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

台湾母公司持股比例高，无实际控制人。圣晖工程科技股份有限公司（以下简称“台湾圣晖”）是中国台湾地区上柜公司（代码 5536.TWO），台湾圣晖通过全资子公司圣晖国际（Sheng Huei International Co, Ltd.）持有圣晖集成 65%的股权，为公司的间接控股股东。而台湾圣晖董事长梁进利及其家人、董事兼创始人杨炯棠及其家人持有台湾圣晖股份均未超过 10%，因此台湾圣晖和圣晖集成均无实际控制人。

图2：公司与台湾母公司股权关系示意图



资料来源：台湾圣晖法说会材料，国信证券经济研究所整理

集团军协同作战，同业竞争关系界定明确。台湾圣晖聚焦工程主业，采用集团化经营，旗下除了圣晖集成外，还有主营洁净室厂房化学品供应回收设备生产销售的朋亿（6613.TWO）和主营洁净室规划设计与气体设备的锐泽（7703.TWO）。在经营区域的划分上，根据台湾圣晖与圣晖集成的同业竞争协议，在中国台湾地区市场以外，台湾圣晖及下属企业不从事与圣晖集成构成同业竞争的业务；若因客观原因不适合圣晖集成实施的，由台湾圣晖先行实施，并在相关条件满足后优先注入圣晖集成。

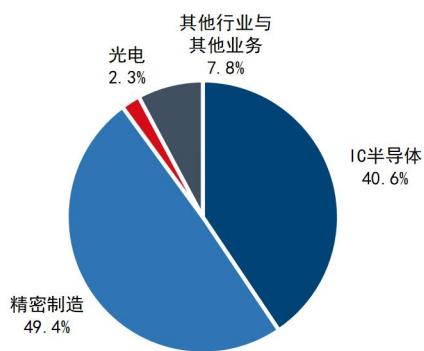
图3：台湾圣晖旗下朋亿主营水、气、化学品设备业务



资料来源：台湾圣晖法说会材料，国信证券经济研究所整理

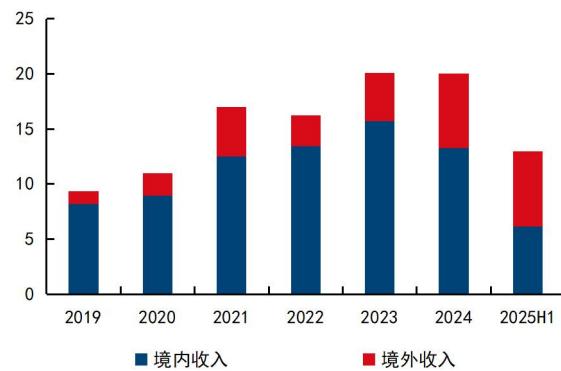
下游客户集中在半导体与精密制造行业，海外收入占比显著提升。当前公司主要客户集中在半导体和精密制造领域，2025年上半年公司在对半导体行业客户实现收入5.25亿元，同比-16.5%，占比40.6%，对精密制造行业客户实现收入6.39亿元，同比+39.0%，占比49.4%。从收入区域看，2025年上半年公司实现境内收入6.11亿元，同比-12.4%，占比47.2%，实现境外收入6.84亿元，同比+191.6%，占比52.8%。

图4：2025H1 公司对下游客户行业收入结构（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司分地区收入（单位：亿元）



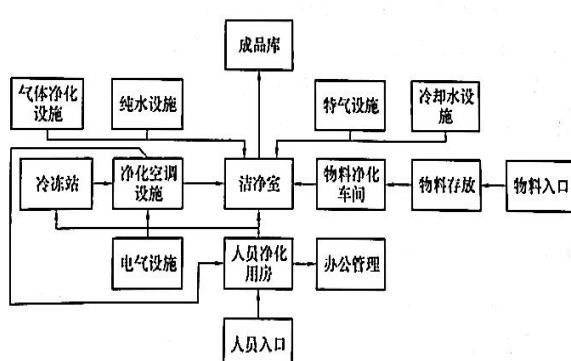
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

全球AI全产业链产能建设需求快速释放

工业产品精密化趋势下，全球洁净室市场持续增长

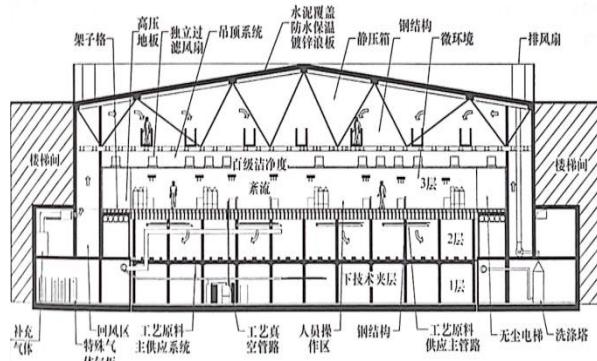
洁净技术与洁净室：精密产品生产的刚需。洁净室（Clean Room）也叫洁净厂房、无尘车间、无尘室，指空气悬浮粒子浓度受控的房间，洁净室的目标是为了减少室内诱入、产生及滞留的粒子，并将室内温度、湿度、洁净度、气流、振动、静电等控制在一定恒定范围内，以满足特定生产的需要。

图6: 洁净厂房主要组成示意图



资料来源：《超大面积电子洁净厂房快速建造技术及总承包管理》¹，国信证券经济研究所整理

图7: 电子洁净厂房立面构造示意图



资料来源：《超大面积电子洁净厂房快速建造技术及总承包管理》，国信证券经济研究所整理

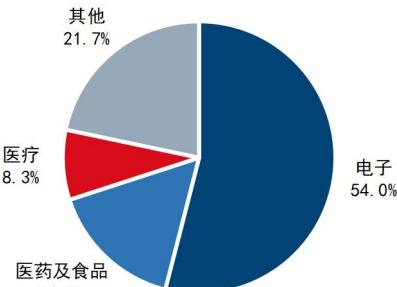
电子行业创造 54% 的洁净室工程需求。洁净室广泛用于电子工业、生物医疗、食品等领域。不同行业对洁净度的要求不同，一般来说，芯片制造和显示器件制造对生产环境洁净度要求较高，其次是光伏组件、LED 照明产品制造；医疗、医药等对操作空间生物菌落控制需求较多；食品、化妆品、石化等领域对操作间洁净度有一定要求，但要求相对较低。洁净室下游需求中，电子行业约占 54%，医药及食品行业约占 16%，医疗卫生行业占 8%。

图8: 各行业对洁净室洁净等级的要求

洁净等级	芯片制造	TFT-LCD 薄膜晶体管液 晶显示器	HDD硬盘驱动 器	半导体材料	封装	药品工业	食品工业
1							
2							
3							
4	芯片制造 1-8级	TFT-LCD 2-7级	HDD 2-7级				
5							
6							
7							
8							
9							

资料来源：圣晖集成招股书，国信证券经济研究所整理

图9: 2019 年中国洁净室工程行业下游需求占比（单位：%）

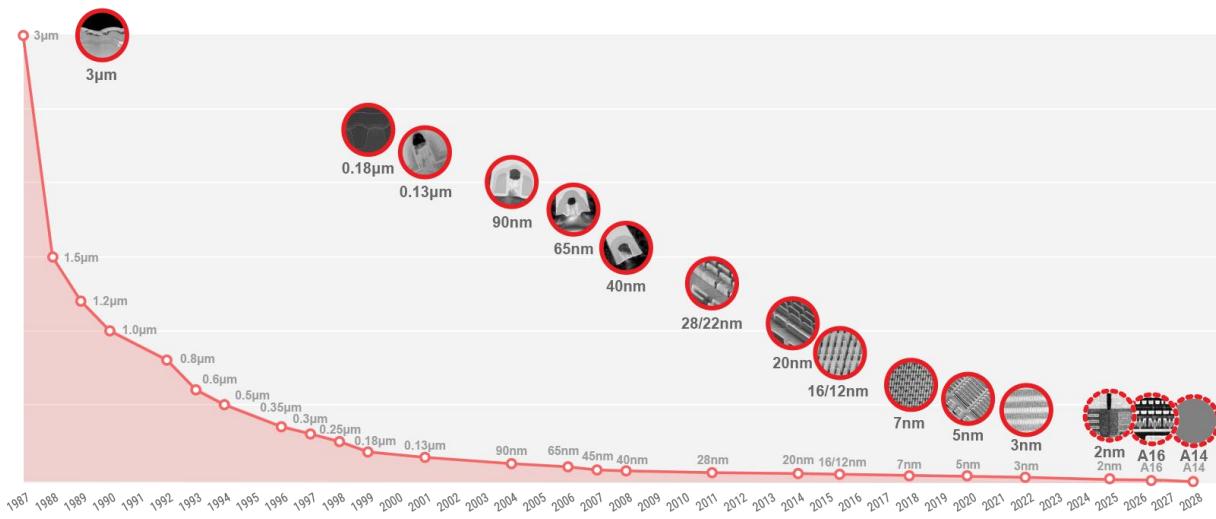


资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

¹ 邓伟华等. 超大面积电子洁净厂房快速建造及总承包管理 [M]. 北京: 中国建筑工业出版社, 2021. p14-15.

电子工业精密化是技术与市场共同推动下的必然趋势。不断缩小工艺制程是提升电子产品性能、降低能耗与成本的核心技术路径。随着摩尔定律的持续演进，芯片制程从早期的微米级别发展到如今的2纳米节点，实现了更高集成度和更强性能。同时，消费电子领域对轻薄与便携的需求日益增强，智能手机、可穿戴设备等产品需要在有限空间内集成更多功能，推动了产品精密化发展。

图10：台积电的制程技术节点发展历程



资料来源：台积电官网，国信证券经济研究所整理

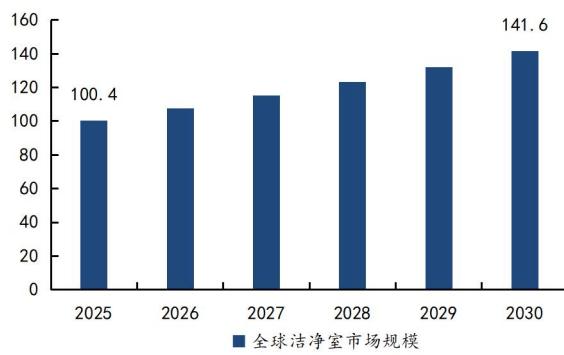
工艺制程尺寸缩小对生产环境的要求持续提高，推动全球洁净室市场规模持续增长。洁净室工程是为精密制造提供受控环境的关键环节，广义上涵盖洁净室建造、机电安装以及纯水、气体、化学品供应等系统的集成。随着工业产品向微型化、精密化不断发展，洁净室对环境控制的要求日益严格，不仅需精准管控微粒浓度，还需在温度、湿度、气流、振动、静电等多个维度实现更高标准的稳定控制。晶圆级封装所需无尘室洁淨度从过往 ISO 7-8 级提升前端工艺环节的 ISO 2-6 级，相较于 3nm 制程晶圆厂，估算 2nm/A14 制程晶圆厂的工程建设成本将提升 15%/38%。根据 Modor Intelligence 预测，2025 年全球洁净室市场规模预计为 100.4 亿美元，到 2030 年将达到 141.6 亿美元，CAGR 为 7.1%。

图11：ITRS（国际半导体技术蓝图）对于半导体生产环境的部分要求

线宽 (nm)	65	45	24	17
控制微粒粒径 (nm)	33	23	15.9	10
洁净室整体洁淨度	ISO 5	ISO 5	ISO 5	ISO 5
微环境局部洁淨度	ISO 2	ISO 1	ISO 1	ISO 1

资料来源：ITRS，国信证券经济研究所整理

图12：全球洁净室市场规模（单位：亿美元）



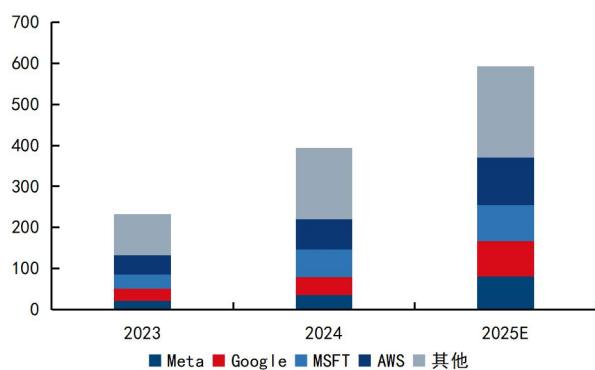
资料来源：Modor Intelligence，国信证券经济研究所整理

AI 算力需求爆发式增长，全球 AIDC 加速建设

算力需求爆发式增长，AIDC 持续加速建设。随着 AI 大模型训练与推理需求爆发式增长，千亿参数级模型需要超大规模算力支撑，单次训练任务可能消耗数万张 GPU 卡并持续数周，机柜功率从 3-8kW 跃升至 20-100kW 甚至更高，推动数据中心从传统数据存储向高密度算力中心升级。根据国际数据公司（IDC），2024 年全球人工智能服务器市场规模预计为 1251 亿美元，2025 年将增至 1587 亿美元，2028 年有望达到 2227 亿美元，其中生成式人工智能服务器占比将从 2025 年的 29.6% 提升至 2028 年的 37.7%。

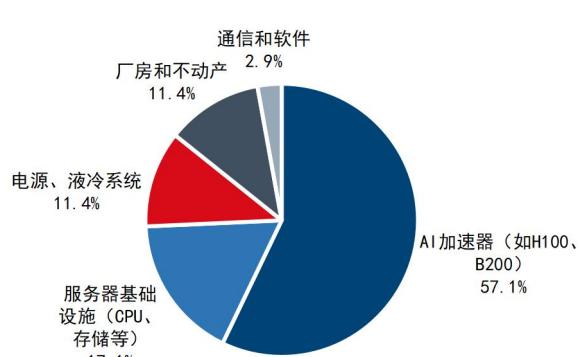
美国数据中心投资强度领跑全球，中国互联网大厂保持强劲势头。2025 年美国主要云服务商的资本开支总额预计将逼近 2800 亿美元，同比增幅高达 34%，这些资金将重点用于建设新一代 AI 数据中心，以满足生成式人工智能和大模型训练对算力资源的爆发式需求。国内方面，阿里巴巴宣布未来三年将投入 3800 亿元人民币用于云计算和 AI 基础设施建设，字节跳动 2025 年计划投入 1600 亿元，其中 900 亿元专门用于 AI 算力采购。腾讯的年度资本开支预计超过 1000 亿元，华为的投资规模在 500 至 700 亿元之间。AI 数据中心的资本开支中芯片、服务器、电源、液冷等设备环节占据绝大部分投资，但厂房建设在投资中也稳定占据 10% 左右的份额。

图13: 美国云厂数据中心资本开支估算（单位：十亿美元）



资料来源：CSP，国信证券经济研究所整理

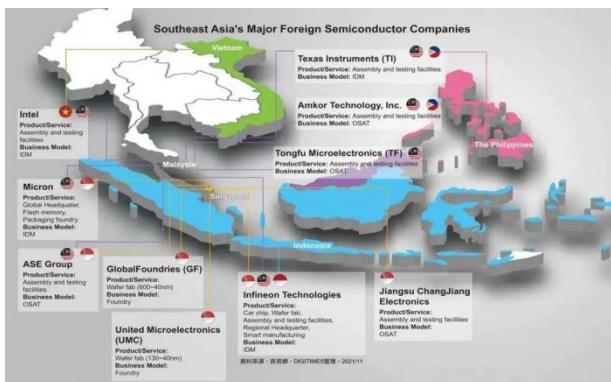
图14: AI 数据中心建设成本结构估算（单位：%）



资料来源：Senmianalysis，国信证券经济研究所整理

先进制程芯片加速扩产以响应旺盛的算力需求

全球芯片产能持续扩张：成熟制程新建产能集中在中国、日本和东南亚，先进制程新建产能集中在中国台湾和美国。1) 成熟制程受避险需求驱动。受中美脱钩和美国出口管制影响，中国加速扩产成熟制程芯片以加快国产替代；同时，由于中国芯片供给风险抬升，全球半导体厂商产能迁往终端市场（如日本、德国）或流向东南亚地区以寻求中国的供给替代。2) 先进制程受 AI 算力需求驱动。随着生成式 AI、大模型训练及推理应用的普及，AI 算力需求呈指数级增长，大幅推升先进制程芯片需求。台积电在先进制程（3nm、2nm）和先进封装技术（CoWoS、SiIC）上持续领先，正通过大额资本开支在中国台湾和美国推进产能扩张。

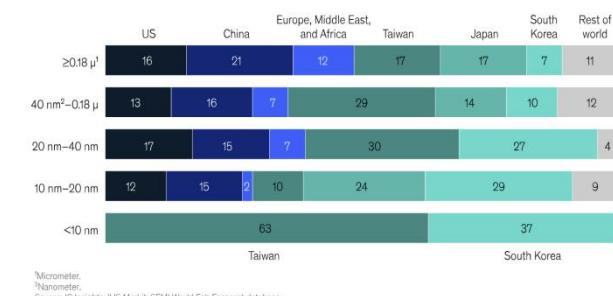
图15: 东南亚半导体产业供应链示意


资料来源：集微网，DIGITIMES，国信证券经济研究所整理

图16: 按制程划分的半导体产能分布（2020 年）

Regional semiconductor chip production varies by node size.

Installed worldwide capacity, by node size, December 2020, %



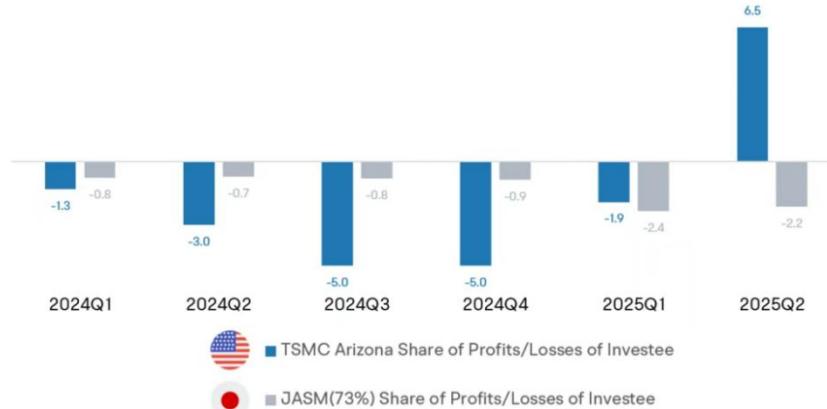
资料来源：麦肯锡，国信证券经济研究所整理

美国先进制程芯片产能加速建设以响应旺盛的算力需求。美国云端训练与推理需求的持续高速增长,5/3nm 等尖端制程在AI 加速芯片中的应用比例持续提升,2025 年四大 CSP 资本开支指引合计 3150 亿美元, 其中 AI 相关投资占比超 60%。台积电凤凰城首座 4nm 厂 P1 已于 2024Q4 实现量产, 产能已全部被苹果、AMD 等客户预定, 后续产能正在加速建设以满足客户需求。

图17: 台积电亚利桑那项目 25Q2 实现盈利

A Turning Point in the US TSMC Arizona Reaches Key Profitability Milestone

NT\$ in billions

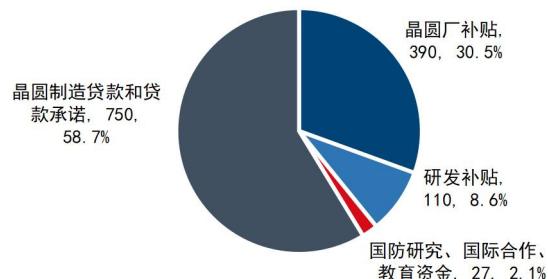


Note: All data is from the quarterly filings.
Source: TSMC

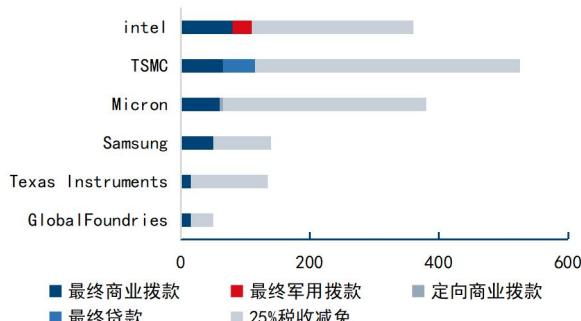
Production date: August 18, 2025

资料来源：台积电公告，国信证券经济研究所整理

美国通过“补贴+关税”策略，加速半导体产能回流。《芯片与科学法案》提供总额约 527 亿美元的政府补贴, 其中 390 亿美元直接用于半导体制造、组装、测试、先进封装及研发的设施设备建设; “大而美法案”将半导体企业建厂的税收抵免比例从 25% 提升至 35% , 并要求企业在 2026 年前完成产能扩建才能享受优惠。2025 年 8 月, 特朗普威胁对进口芯片征收最高 300% 的关税, 但豁免“已承诺在美建厂的企业”, 台积电、苹果、三星、英特尔、美光均宣布在美投资计划以规避半导体关税, 总投资计划规模超 5000 亿美元。

图18: 美国芯片法案授权的资金分配 (单位: 亿美元, %)


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图19: 美国政府对各半导体公司预计拨款情况(单位:亿美元)


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

台积电亚利桑那州计划投资 1650 亿美元，后续可能追加至 2000 亿美元。2025 年 3 月，台积电宣布在美追加 1000 亿美元投资，加上之前的 650 亿美元，总投资达 1650 亿美元；2025 年 8 月，特朗普宣布台积电在美总投资将达到 2000 亿美元。截至目前，台积电规划在亚利桑那州凤凰城的新增产能包括 6 座晶圆厂（P1-6）、2 座先进封装厂（AP1-2）及 1 个研发中心。

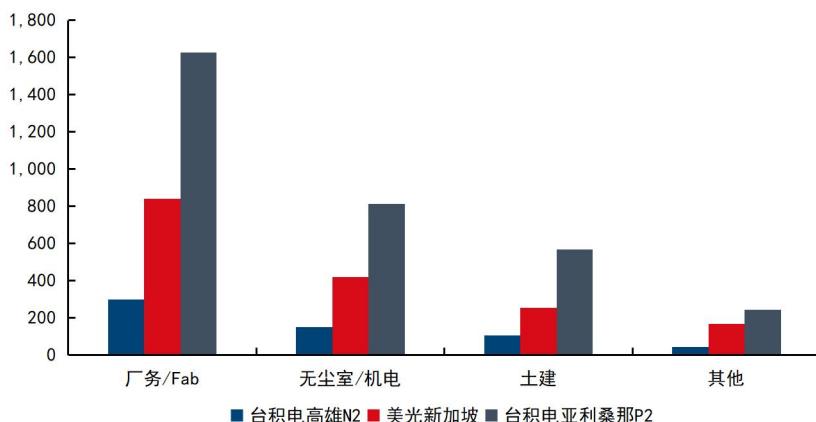
表1: 台积电美国规划产能及投资情况

工厂代号	AZ P1	AZ P2	AZ P3	AZ P4	AZ P5	AZ P6	AZ AP1	AZ AP2	R&D
制程工艺	4nm	3nm/2nm	2nm/1.6nm	2nm/1.6nm	后续规划采用更先进制程，具体时间依客户需求调整。	SoIC&CoW	CoPoS	-	-
(预测)开工时间	2021 年	2025 年	2026 年	-		2026 年	2027 年	-	-
(预测)量产时间	2024 年	2027 年	2030 年	2030 年		2029 年	2030 年	-	-
规划投资	120 亿美元	280 亿美元	250 亿美元			1000 亿美元			

资料来源: 台积电公告, 国信证券经济研究所整理

美国建厂成本是中国台湾的 5 倍，厂房建设成本约占整体资本开支的 20-25%。根据屹唐股份招股书中对 IC 半导体制造领域的投资拆分，在芯片产能投资中，厂房/设备支出分别占 20%/80%，其中洁净室工程约占厂房投资的 60%。而先进制程产能建设中，设备成本较高，相应厂房投资占比略有下降，约为总投资的 10-15%。例如台积电高雄 Fab 22 (2nm) P1-P5 规划投资约 490 亿美元，其中厂房建设成本约占 CAPEX 的 10%-15%，单厂建厂成本约 10 亿美元/Phase。美国建厂材料和人力成本高，劳工管理难度大，政策法规复杂，导致综合建厂成本较高，台积电 AZ P2 总投资约 250 亿美元，厂房建设成本占 CAPEX 的 20%-25%，单厂建厂成本约 50 亿美元/Phase，为中国台湾的 5 倍。

图20：美国建厂成本显著高于中国台湾和新加坡（单位：亿新台币）



资料来源：台积电公告，美光公告，国票投顾，国信证券经济研究所整理

估算台积电亚利桑那厂房投资约为 350 亿美元，建设高峰期年均投资 100 亿美元。根据建设规划，台积电亚利桑那工厂产能建设需要在 2030 年之前基本完工，假设各期项目建设周期在 6-11 个季度不等，测算得到 2025-2029 年落地投资规模分别为 120/298/435/433/251 亿美元，若厂房建设投资占比 20-25%，则厂房建设总投资为 307-384 亿美元，在 2027-2028 年建设高峰期，每年的厂房建设投资约为 100 亿美元。

P1 厂投产顺利，后续多厂将“并行开工”。台积电在美国投资初期采用“单厂优先”策略，即优先确保 P1 厂量产以验证美国设厂可行性，因此彼时建设节奏相对较慢。随着 P1 厂成功量产，当地工程供应链搭建基本成熟，后续项目可能采用“并行建厂”模式以压缩工期。多厂“并行施工”将大幅增加厂房工程需求，此前参与建厂的主力供应商的工程师负荷已趋于饱和，而新工程师培养周期较长，难以满足短期内激增的需求，订单溢出将成为必然趋势。其他台资工程服务商凭借与台积电的长期合作关系和海外项目运作经验，有望承接未来溢出的订单。

图21：台积电美国投资落地节奏估算（单位：亿美元）

代号	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q4	27Q1	27Q2	27Q3	27Q4	28Q1	28Q2	28Q3	28Q4	29Q1	29Q2	29Q3	29Q4	
AZ P1 已投产	40	40	40	40	40	40	40	40													
AZ P2					23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	25	25	25	25	
AZ P3																					
AZ P4									25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	
AZ P5									25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	
AZ P6									25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	
AZ AP1					17	17	17	17	17	17	17	17									
AZ AP2									13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	
R&D					6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	
合计	40	40	40	63	63	86	86	46	121	134	134	117	117	111	88	88	88	75			
									2025		2026		2027		2028		2029				
投资落地规模(亿美元)										120		298		435		433		251			
厂房建设投资占比														20%-25%							
厂房建设落地投资(亿美元)										24-30		60-75		87-109		87-108		50-63			

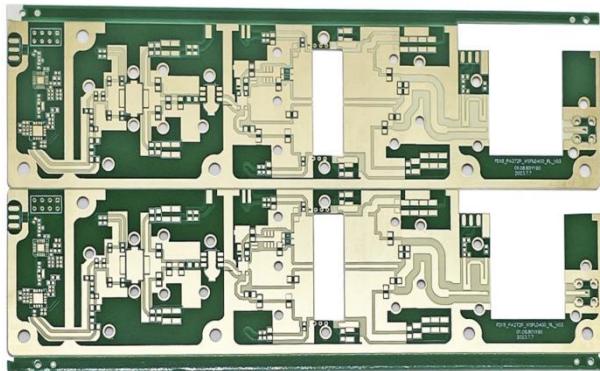
资料来源：台积电公告，国信证券经济研究所整理

AI 服务器快速迭代，高端 PCB 积极扩产

印制电路板（PCB）是现代电子设备的核心载体。PCB 通过精密设计的导电线路实

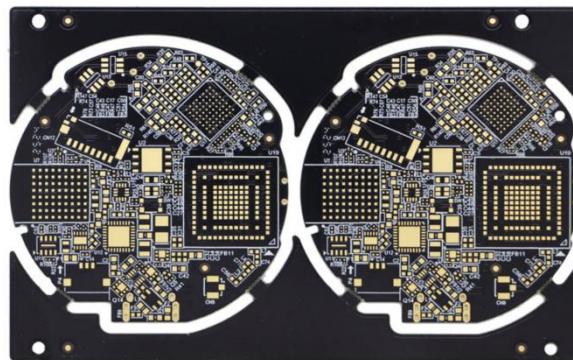
现电子元器件的固定连接与信号传输，其结构以绝缘基板为支撑，表面覆有导电铜层并通过蚀刻工艺形成复杂线路网络。PCB 的标准化设计不仅取代了传统手工布线，更大幅提升了电子设备的集成度和运行可靠性。根据应用场景差异，PCB 可分为单面板、双面板及多层板，其中高性能设备采用的多层板可达数十层。PCB 的制造过程需经过设计、光刻、钻孔、电镀等精密工艺流程，确保电路性能的极致稳定。作为电子工业的基础组件，PCB 在通信设备、消费电子、汽车电子和工业控制系统等领域发挥着不可替代的作用。

图22: 2 层通讯 PCB 线路板



资料来源：宏联电路官网，国信证券经济研究所整理

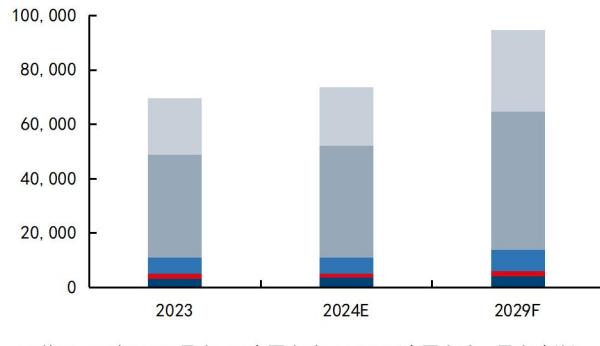
图23: 8 层三阶 HDI 工艺 PCB



资料来源：宏联电路官网，国信证券经济研究所整理

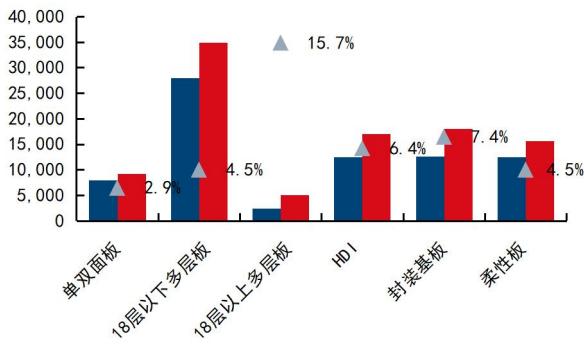
AI 算力发展对 PCB 的性能提出更高要求，高端多层板和 HDI 板需求快速增长。AI 服务器需要支持 PCIe 5.0/6.0 等高速协议，要求 PCB 采用超低损耗材料以降低信号衰减，PCB 层数从传统服务器的 12-16 层跃升至 20-30 层甚至更高。同时，高密度互连（HDI）技术成为 AI 硬件的标配，例如英伟达 GB200 采用 5-7 阶 HDI 工艺，线宽/距精度需达到 0.1mm 以下，这些技术升级使得 AI 服务器单机 PCB 价值量达 5000 元，是传统服务器的 3-5 倍，推动整个 PCB 产业链加速向高端化转型。根据 Prismark 数据，2029 年全球 PCB 市场规模预计将达到 946.61 亿美元，2024—2029 年 CAGR 预计为 5.2%。

图24: 全球 PCB 产值分地区预测（单位：百万美元）



资料来源：胜宏科技公告，国信证券经济研究所整理

图25: 全球 PCB 分类型产值复合增长预测（单位：百万美元）



资料来源：胜宏科技公告，国信证券经济研究所整理

下游需求旺盛，国内 PCB 龙头积极扩产。鹏鼎股份、沪电股份、胜宏科技等 PCB 企业相继宣布扩产计划，聚焦于满足 AI 需求的高阶 HDI、高多层板等高端 PCB 产品线，预计将在未来三年持续释放产能，头部企业新增产能规模均在百万平方米级别，估算满足 AI 服务器需求的 PCB 产品供需缺口可能持续至 2026 年。

表2: 各公司 AI 配套 PCB 扩产计划

公司名称	投资金额	地点	扩产重点与方向	预计投产时间
鹏鼎控股 (002938)	80 亿元	淮安、泰国	全方位 AI PCB 解决方案	淮安投资建设期为 2025 年下半年至 2028 年; 泰国一期 2025 年 5 月已竣工, 二期于 2025 年 5 月开工。
沪电股份 (002463)	43 亿元	昆山、黄石	AI 芯片配套高端 PCB 、半导体芯片测试板	分两阶段建设, 第一阶段 2028 年前完成, 第二阶段 2032 年底前完成
胜宏科技 (300476)	超 44 亿元	惠州、越南、泰国	高阶 HDI 、高多层板	惠州厂房四期 2025 年 6 月投产; 越南项目第三年分步投产; 泰国厂 2025Q2 投产
景旺电子 (603228)	50 亿元	珠海	高阶 HDI	2025 年至 2027 年分阶段实施
广合科技 (001389)	26 亿元	广州	高端服务器 PCB	2027 年建成投产
生益电子 (688183)	19 亿元	吉安	高多层算力电路板	分两阶段实施, 2026 年和 2027 年分别开始试生产
深南电路 (002916)	-	广州、南通、泰国	HDI 板、高端封装基板 、高端多层板	广州项目已批量交付; 南通四期 2025 年投产; 泰国基地建设中
东山精密 (002384)	不超 10 亿美元	-	高端 PCB	-

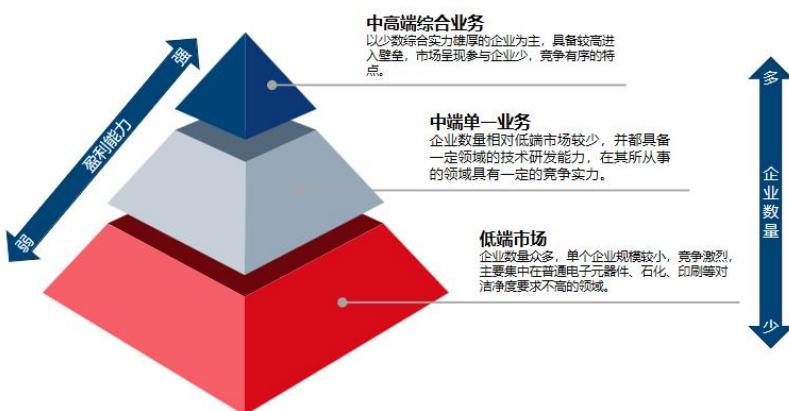
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

公司竞争壁垒深厚，经营指标持续向好

洁净室工程进入壁垒高，公司兼具技术优势和客户资源优势

高技术标准和高客户粘性造就洁净室工程较高壁垒。洁净室结构复杂，建造工序繁多，涉及 40 余个专业子系统的集成，施工过程中对工期、工程质量、工艺工法均有较高要求，合格供应商需要具备较强的技术储备和丰富的历史项目经验。同时，下游客户对工程品质和工期要求高，对工程建设环节各类风险比较敏感，更愿意选择已有长期合作的工程服务商。少数龙头企业在高端工程市场深耕多年，在过往的项目建设中沉淀下来较为深厚的技术工艺基础，积累了丰富的客户资源，当前占据着盈利空间较大的高端市场。

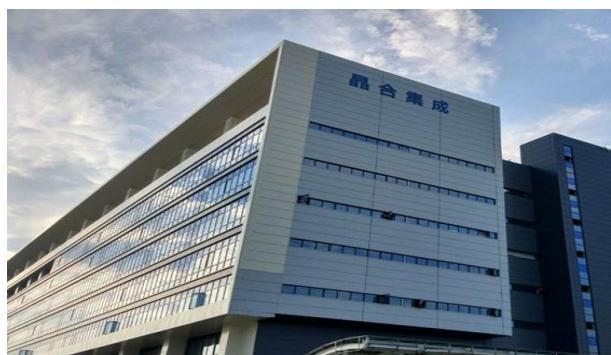
图26：洁净室工程行业竞争格局



资料来源：柏诚股份招股书，国信证券经济研究所整理

公司技术积累深厚，客户覆盖两岸知名企业。随着第三代半导体产业的快速发展，公司已将技术优势扩展至 GaN 功率器件封装车间、SiC 外延生产环境控制等领域，形成覆盖 FAB 厂务系统、先进封装无尘车间及化合物半导体生产环境管理的全产业链服务能力。作为国内少数能够跨越多行业、多地域承接大型洁净室工程的集成服务商，圣晖在境内外市场均拥有丰富的项目经验，客户涵盖鹏鼎、三安光电、英诺赛科、晶合集成、上海合晶、中芯国际、矽品、纬创、启基、明泰、新普、百宏等知名企业。

图27：公司承建晶合集成 N1 铜制程 L55 HOOKUP 工程机电包



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图28：台湾圣晖承建台积电 F15 P1 办公室 MEP 机电工程



资料来源：台湾圣晖官网，国信证券经济研究所整理

国内市场由“中电系”工程服务商主导。在高端洁净工程（半导体、显示器件、生物医药工程）设计环节，主要参与者为太极实业、中国电子院、益科德、深桑达，2022年CR4市占率约为89.9%，在洁净室工程环节，主要参与者为深桑达、亚翔集成、柏诚股份、圣晖集成、江西汉唐，2023年CR5市占率约为77.0%。其中太极实业的工程经营主体“十一科技”、中国电子院、深桑达旗下的工程经营主体中电二公司、中电四公司均曾经归属于中国电子信息产业集团，至今仍能发挥电子工程建设“国家队”的品牌影响力。

图29: 2022年洁净工程设计竞争格局(以收入计)(单位:%)

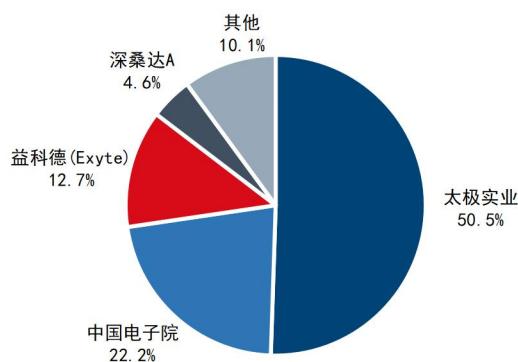
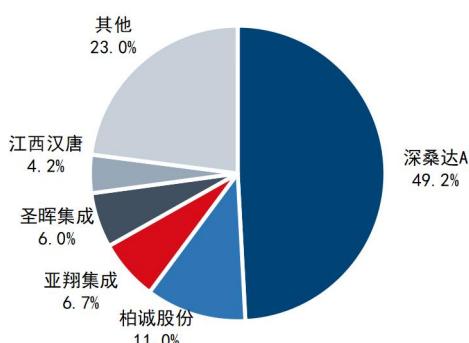


图30: 2023年国内洁净室工程竞争格局(以收入计)(单位:%)



资料来源：iFinD，公司公告，中国勘察设计协会，智研咨询，益科德年报，国信证券经济研究所整理

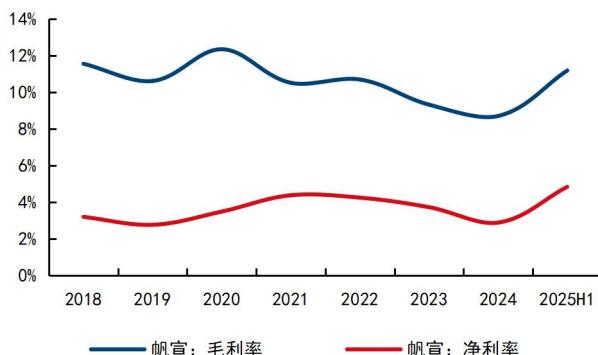
资料来源：iFinD，公司公告，汉唐年报，国信证券经济研究所整理

汉唐、帆宣等台资工程服务商在北美市场具备先发优势。汉唐（2404.TW）主导台积电AZ P1建厂，且将主导台积电AZ P2的建设工作，预计后续将持续在台积电亚利桑那州项目中占据较大份额。帆宣（6196.TW）是水气化供应系统服务商，2023年起参与台积电AZ P1建设。汉唐、帆宣作为第一批随台积电赴美建厂的供应商，需要从“0”到“1”搭建供应链，导致近几年利润率明显承压。随着P1厂完工投产，当前供应链已经趋于成熟，利润率明显回升，预计未来美国利润率将逐步收敛至中国台湾地区水平。

图31: 汉唐毛利率及净利率变化(单位:%)



图32: 帆宣毛利率及净利率变化(单位:%)



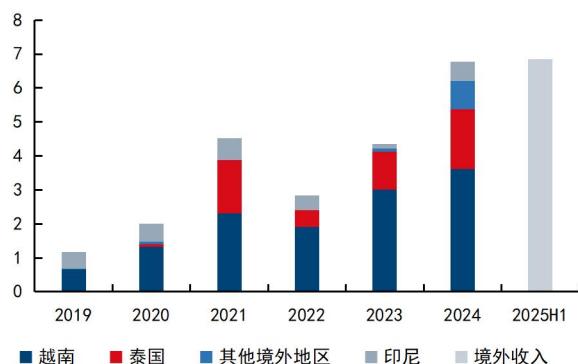
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

受益于客户的海外布局，公司海外收入快速增长。公司自2007年起逐步建立东南亚本土化网络，在泰国、越南等海外市场已建立起完善的供应链体系。受益于客户在东南亚地区持续扩产，公司海外业务快速增长，2019-2025H1，公司海外收入

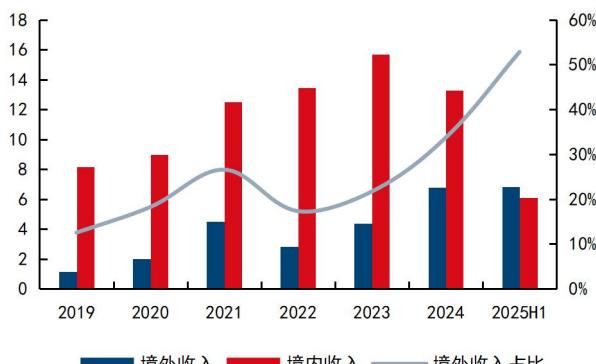
占比从 12.5% 大幅提升至 52.8%。

图33: 公司海外业务收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图34: 公司境外收入占比持续提升 (单位: 亿元, %)

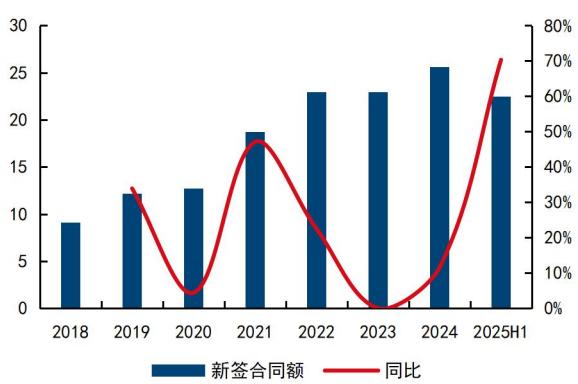


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司新订单、收入、利润持续增长, 预收款规模显著上升

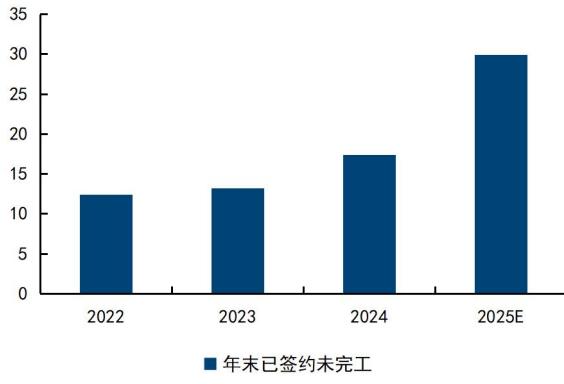
受下游需求驱动, 公司新签订单重回高速增长。2018-2022 年, 受下游投资需求增长驱动, 公司新签订单持续增长, 2023-2024 年, 随着此前投建的项目相继投产, 下游投资需求阶段性下滑。而 2025 年起, 受下游 AI 算力产业链需求大幅增长推动, 2025 年上半年公司新签合同额 22.51 亿元, 同比增长 70.3%, 截至上半年末在手订单 28.13 亿元, 较上年末增加 62.6%。

图35: 公司新签合同额 (单位: 亿元)



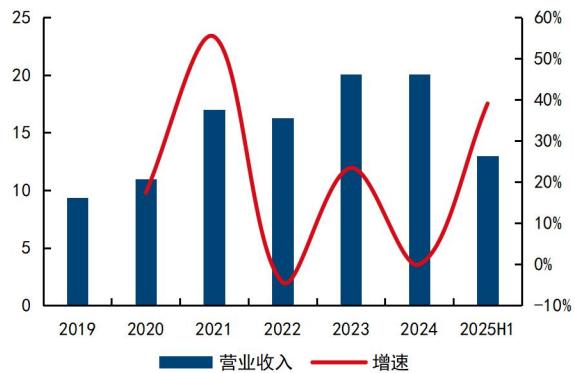
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图36: 公司历史年末在手订单及预测 (单位: 亿元)

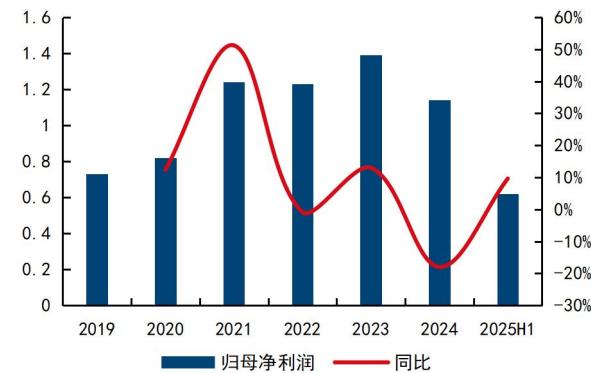


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

收入和利润稳健增长。在新签订单增长的推动下, 公司营业收入实现稳健增长, 2019-2024 年公司营业收入复合增长速为 16.5%。2025 年上半年公司实现营业收入 13.0 亿元, 同比+39.0%, 实现归母净利润 0.62 亿元, 同比+9.6%。2025 年上半年公司境内/境外收入分别为 6.1/6.8 亿元, 公司较早布局东南亚地区, 境外收入较去年同比大幅增长 191.6%。

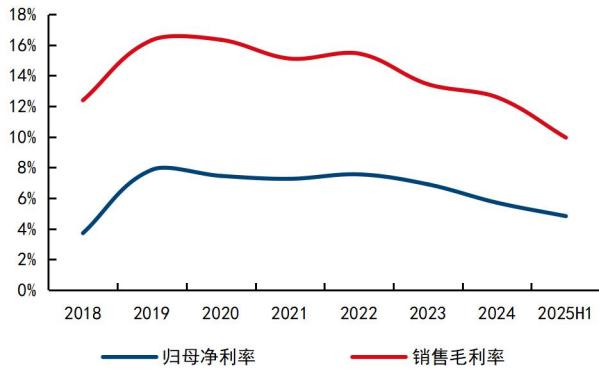
图37: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

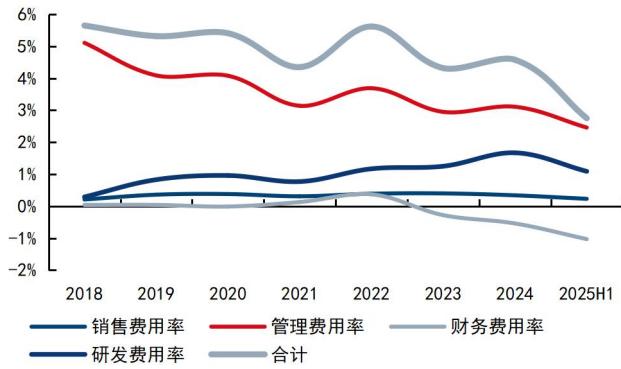
图38: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

毛利率有望筑底回升，费用支出稳中有降。2019–2022年，公司毛利率在16%左右，但由于过去两年国内市场下游需求增速放缓，工程服务环节竞争加剧，公司毛利率有所下滑。2025H1海外业务毛利率略有下滑主要源于海外个别大项目的合同外变更成本尚未完成议价确认，预计随着项目结算推进，下半年海外毛利率有望修复，并带动整体毛利率回升。随着收入增长摊薄费用，同时海外布局逐步完善，公司期间费用率稳中有降，2024年全年期间费用率为4.58%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.34%/3.11%/1.67%/-0.54%，2025上半年公司期间费用率为2.75%，较上年同期大幅下降2.72pct。

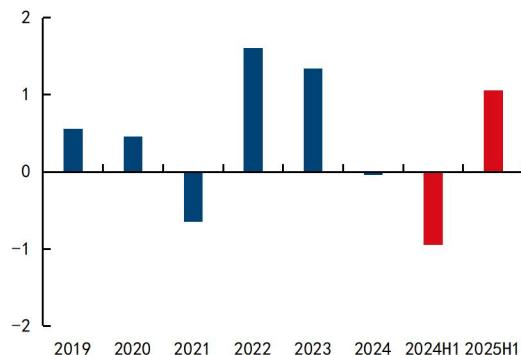
图39: 公司毛利率变化 (单位: %)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

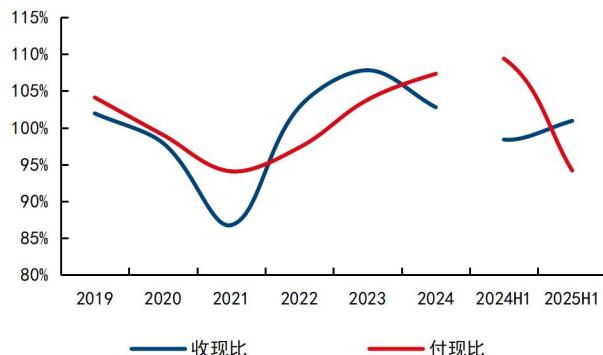
图40: 公司期间费用率变化 (单位: %)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

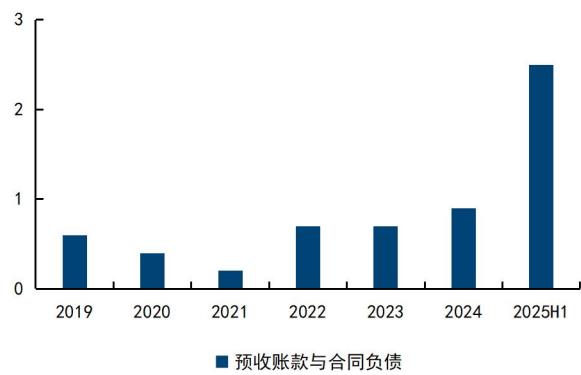
现金流显著改善，预收款规模显著上升。得益于下游客户资金实力雄厚且对项目工期要求严格，公司回款周期短，现金流状况保持健康。2022年至2025年上半年，公司累计净利润达4.46亿元，同期经营性现金净流入为3.97亿元，累计净利润现金含量为89%。2025年上半年，公司实现经营活动现金净流入1.06亿元，较上年同期增加2.00亿元，收现比和付现比分别为100.9%和94.2%，同比分别提升2.5个百分点和下降15.2个百分点。截至2025年上半年末，公司合同负债余额为2.5亿元，较上年末增长1.6亿元，反映在手订单储备充足且已收到较多预收款，这些在手订单预计将有力支撑未来业绩增长。公司分红政策稳健，2022年至2024年分红比率分别为52.9%、57.7%和65.6%，2025年中期派发分红1500万元，占半年度利润的24.0%。

图41: 公司经营活动产生的现金流净额 (单位: 亿元)


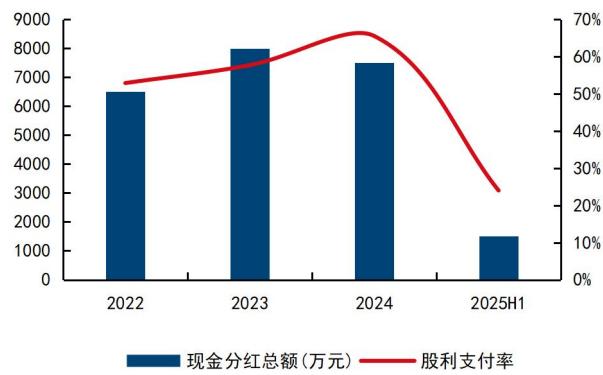
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42: 公司收付现比变化 (单位: %)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

图43: 公司预收账款与合同负债余额 (单位: 亿元)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44: 公司现金分红总额及股利支付率 (单位: 万元, %)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

盈利预测

预测新签订单快速增长，带动收入增长

预测公司受益于AI全产业链资本开支上升，新签订单快速增长。受益于AI算力需求快速增长，AI产业链上下游固定资产投资需求快速上升，公司新签订单进入快速增长阶段，2025年上半年公司新签合同额22.51亿元，同比增长70.3%。预期后续在国内和东南亚地区需求稳健增长的基础上，海外新市场建设需求快速释放，公司新签订单将持续高增长。预测公司2025-2027年新签订单45.0/52.0/58.0亿元，同比+75.6%/+15.6%/+11.5%。

预测订单高增带动收入增长。公司营业收入由在手订单实施结转而来，预测新签订单快速增长，带动在手订单规模快速攀升，2024年末公司在手订单17.3亿元，预测2025-2027年末在手订单规模分别为29.9/45.5/50.9亿元。同时，由于年内新签订单快速增长，而订单从签订到落地施工有一定的准备期，预测公司在手订单年内结转速度可能会略有放缓。预测公司2025-2027年营业收入为29.9/33.5/48.4亿元，同比+48.8%/+12.2%/+44.3%。

图45: 公司年末在手订单预测（单位：亿元）

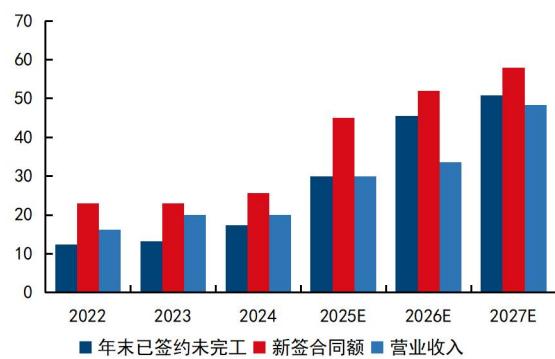
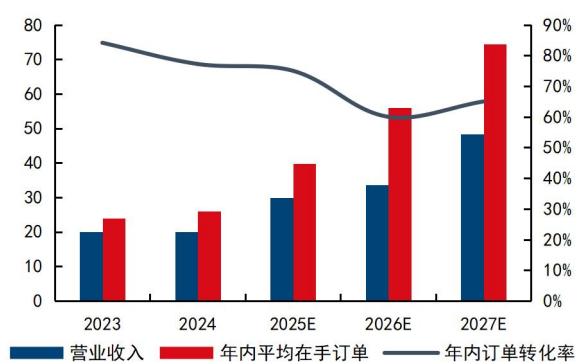


图46: 公司营业收入与在手订单转化关系（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

预测海外毛利率修复，海外占比提升拉动整体毛利率上升

短期海外毛利率有望修复，海外占比提升将持续拉动整体毛利率上升。在国内工程市场，市场竞争激烈，客户方议价能力较强，行业平均毛利率处于较低水平。相比之下，海外市场的竞争格局更为健康，毛利率较高。2022-2024年公司国内毛利率平均为12.9%，海外毛利率平均为15.9%。2025上半年由于海外个别大项目的合同外变更成本尚未完成议价确认，海外毛利率有所下滑，预计随着项目结算推进，下半年海外毛利率有望实现修复。预测2025-2027年公司毛利率为10.4%/12.3%/11.8%，同比-2.2%/-2.1%/-0.5pct。

预测收入快速增长摊薄各项费用，净利率显著上升

收入快速增长有效摊薄各类费用，净利率显著上升。公司的各项费用及支出主要包括销售、管理、研发费用（主要为研发人员薪酬）和信用及资产减值，公司基本没有带息负债，财务费用通常体现为净利息收入。在收入快速增长的过程中，人员薪酬弹性小于收入弹性，减值损失和利息收入相对稳定，所以随着收入规模增长，各类费用率将得到有效摊薄，净利率将显著上升。预测公司期间费用分别为1.13/1.29/1.52亿元，同比+23.0%/+14.3%/+18.0%，期间费用率分别为

3. 8%/3. 9%/3. 1%，净利率分别为4. 75%/6. 14%/6. 30%。

预测2025–2027年归母净利润1.42/2.06/3.05亿元

综上，预测2025–2027年公司收入29.9/33.5/48.4亿元，同比+48.8%/+12.2%/+44.3%，预测2025–2027年毛利率为10.4%/12.3%/11.8%，预测2025–2027年归母净利润为1.42/2.06/3.05亿元，同比+24.1%/+45.4%/+47.9%。

表3：未来3年盈利预测表（单位：亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新签订单	22.97	22.97	25.62	45.00	52.00	58.00
营业收入	16.28	20.09	20.08	29.88	33.53	48.40
毛利率	15.4%	13.4%	12.6%	10.4%	12.3%	11.8%
营业毛利润	2.51	2.70	2.53	3.12	4.12	5.69
税金及附加	0.04	0.04	0.03	0.04	0.04	0.05
销售费用	0.06	0.08	0.07	0.08	0.09	0.10
管理费用	0.60	0.59	0.63	0.71	0.79	0.89
研发费用	0.19	0.25	0.34	0.39	0.43	0.48
资产减值损失	0.06	0.01	-0.07	-0.03	-0.03	-0.05
信用减值损失	-0.06	-0.04	0.02	-0.04	-0.05	-0.07
归母净利润	1.23	1.39	1.14	1.42	2.06	3.05

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：对应股价 52.82–79.83 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表4: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	-4.37%	23.41%	-0.06%	48.83%	12.21%	44.35%	40.00%	40.00%
营业成本/营业收入	84.56%	86.56%	87.41%	89.57%	87.70%	88.24%	88.24%	88.24%
管理费用/营业收入	3.67%	2.93%	3.10%	2.36%	2.36%	1.83%	1.83%	1.83%
研发费用/营业收入	1.17%	1.25%	1.67%	1.29%	1.29%	1.00%	1.00%	1.00%
销售费用/销售收入	0.39%	0.40%	0.34%	0.26%	0.26%	0.20%	0.20%	0.20%
营业税及附加/营业收入	0.23%	0.22%	0.17%	0.13%	0.12%	0.10%	0.10%	0.10%
所得税税率	22.64%	22.52%	23.84%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
股利分配比率	52.90%	57.72%	65.56%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

表5: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	23.00%
无风险利率	2.04%	Ka	12.84%
股票风险溢价	9.00%	有杠杆 Beta	1.23
公司股价(元)	44.77	Ke	13.07%
发行在外股数(百万)	100	E/(D+E)	97.30%
股票市值(E, 百万元)	4477	D/(D+E)	2.70%
债务总额(D, 百万元)	124	WACC	12.79%
Kd	3.50%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值，得出公司股价区间为 52.82–79.83 元。

表6: FCFF 估值表 (单位: 百万元)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	190.4	277.1	417.1	584.1	817.8
所得税税率	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
EBIT*(1-所得税税率)	146.6	213.3	321.2	449.7	629.7
折旧与摊销	7.1	8.2	9.6	11.3	13.3
营运资金的净变动	97.4	(67.7)	(169.7)	(228.5)	(320.1)
资本性投资	(17.3)	(20.8)	(24.9)	(29.9)	(35.9)
FCFF	233.8	133.1	136.1	202.6	287.1
PV(FCFF)	207.2	104.6	94.9	125.2	157.3
核心企业价值	6,453.7				
减: 净债务	72.1				
股票价值	6,381.6				
每股价值	63.82				

资料来源:国信证券经济研究所预测

敏感性分析:该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,下表为敏感性分析。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		11. 8%	12. 3%	12. 79%	13. 3%	13. 8%
永续 增长 率变 化	3. 0%	79. 83	73. 80	68. 44	63. 66	59. 36
	2. 5%	76. 59	71. 00	66. 02	61. 54	57. 51
	2. 0%	73. 68	68. 48	63. 82	59. 61	55. 81
	1. 5%	71. 05	66. 19	61. 81	57. 85	54. 26
	1. 0%	68. 67	64. 10	59. 97	56. 23	52. 82

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 对应股价 51. 50-61. 80 元

在洁净室工程领域, 主要参与者为亚翔集成、柏诚股份、圣晖集成、江西汉唐(未上市)、美埃科技(洁净风机设备)、新莱应材(洁净及高纯应用材料), 选取**柏诚股份、亚翔集成、美埃科技、新莱应材**作为可比公司。

圣晖集成估值水平略低于同业可比公司平均水平, 可比公司 2025/2026 年平均 PE 分别为 31. 0/24. 1X, 圣晖集成分别为 28. 4/19. 6X。我们认为公司在海外订单获取上较非台资企业更具优势, 未来利润增速将持续高于同业可比公司。参考可比公司估值, 结合公司发展前景, 我们谨慎给予公司 2026 年 25-30 倍的市盈率估值, 对应股价 51. 50-61. 80 元。

表8: 可比公司估值比较 (截至 2025 年 9 月 4 日)

证券代码	证券名称	收盘价	总市值(亿元)	EPS-2025E	EPS-2026E	PE-2025E	PE-2026E
603929.SH	亚翔集成	38. 70	83	2. 24	3. 83	17. 3	10. 1
601133.SH	柏诚股份	12. 58	66	0. 43	0. 47	29. 5	26. 6
688376.SH	美埃科技	45. 80	62	2. 06	2. 68	22. 2	17. 1
300260.SZ	新莱应材	36. 71	150	0. 67	0. 86	55. 1	42. 5
平均						31. 0	24. 1
603163.SH	圣晖集成	40. 29	40	1. 42	2. 06	28. 4	19. 6

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理 (除圣晖集成、亚翔集成外盈利预测采用 iFinD 一致预期)

综合绝对估值法 (52. 82-79. 83 元) 与相对估值法 (51. 50-61. 80 元) , 得到公司合理估值区间为 52. 82-61. 80 元, 对应公司目标市值 53-62 亿元, 较当前股价有 25%-47% 的空间。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

圣晖集成：洁净室工程专业服务商。公司是洁净室工程专业服务商，具备EPCO工程全过程服务能力，为半导体、光电、医药生物、云计算中心等先进制造领域提供定制化工程服务，拥有丰富的工程实施经验。公司系是台资企业，根据同业竞争承诺，母公司聚焦中国台湾地区的洁净室工程业务，而公司在中国台湾地区以外的所有市场的开展工程业务经营。

电子工业精密化推动全球洁净室市场增长。洁净室工程是为精密制造提供受控环境的关键环节，电子工业精密化是技术与市场共同推动下的必然趋势，工艺制程尺寸缩小对生产环境的要求持续提高，推动全球洁净室市场持续增长。2025年全球洁净室市场规模预计为100.4亿美元，到2030年将达到141.6亿美元，CAGR为7.1%。

AI全产业链产能建设需求快速释放。随着生成式AI、大模型训练及推理应用的普及，AI算力需求呈指数级增长，大幅推升全球范围内人工智能服务器建设需求。美国先进制程芯片产能加速建设以响应旺盛的算力需求，台积电规划在美国亚利桑那州投资1650亿美元建设晶圆厂，后续可能追加投资至2000亿美元。估算台积电在亚利桑那州用于厂房建设总投资约350亿美元，建设高峰期每年厂房建设投资将达到100亿美元。AI算力发展对PCB的性能提出更高要求，高端多层板和HDI板需求快速增长，鹏鼎股份、沪电股份、胜宏科技等PCB企业相继宣布扩产计划，新增厂房建设需求显著增加。

公司兼具技术优势和客户资源优势，有望跟随客户开拓海外市场。高技术标准和高客户粘性造就洁净室工程领域较高的竞争壁垒。圣晖集成在境内外市场积累了丰富的项目经验，合作客户包括鹏鼎、三安光电、英诺赛科、矽品、纬创、啓基等知名企业。公司海外市场运作经验丰富，随着客户全球扩产力度持续加大，有望继续依托现有客户关系进一步拓展海外业务，进而推动收入与利润规模持续增长。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。预测2025-2027年公司收入29.9/33.5/48.4亿元，同比+48.8%/+12.2%/+44.3%，预测2025-2027年毛利率为10.4%/12.3%/11.8%，预测2025-2027年归母净利润为1.42/2.06/3.05亿元，同比+24.1%/+45.4%/+47.9%。综合绝对估值法与相对估值法，得到公司合理估值区间为52.82-61.80元，对公司目标市值53-62亿元，较当前股价有25%-47%的空间。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 52.82-61.80 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了主观判断，因此存在估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司营业收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.04%、风险溢价 9.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 2.0%，不排除公司所处行业在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取了与公司业务结构相近的公司作为可比公司，但公司自身业务仍然具有一定的特殊性，可能存在高估公司价值的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预测 2025-2027 年公司新签订单 45.0/52.0/58.0 亿元，同比 +75.6%/+15.6%/+11.5%，存在新签订单增长不及预期的风险；
- ◆ 我们预测 2025-2027 年公司预测 2025-2027 年公司毛利率为 10.4%/12.3%/11.8%，同比 -2.2%/+2.1/-0.5pct，存在市场竞争加剧，毛利率下行的风险；
- ◆ 我们假设 2024-2026 年公司各项费用维持稳定增长，存在员工薪酬等成本上升过快，导致期间费用上行幅度超预期的风险；
- ◆ 我们假设资产减值损失和信用减值损失与营收规模变化正相关，存在公司回款不及预期导致减值大幅上升的风险。

宏观经济形势变化的风险

全球和国内经济增长的不确定性可能影响公司下游领域的投资意愿和投资能力。国际政治与外交形势变化，可能对下游企业扩产能力造成影响。宏观经济环境变化可能导致人工成本、原材料价格、设备价格波动，增加公司成本控制的难度，进而影响公司的盈利能力。

下游行业周期导致业绩波动的风险

电子半导体行业兼具“成长”和“周期”的双重属性，若半导体行业新增产能陆续投产叠加下游需求增长放缓，则行业可能会进入下行周期。根据我们的估算，全国半导体洁净室工程当前市场规模约为 250 亿元，市场容量相对较小，半导体行业周期性波动可能导致工程环节投资额产生较大幅度的波动，进而可能导致公

司业绩大幅波动。

新市场开拓不及预期的风险

海外新市场建筑行业监管体系复杂，法规差异显著，环保与安全标准严苛，可能增加合规成本与项目周期。文化差异与客户偏好可能导致产品设计和服务模式需要调整，增加本地化运营难度。供应链方面，远距离物流与本地供应商整合存在不确定性，可能影响成本控制和交付效率。同时，地缘政治因素可能对订单获取和工程实施进程构成潜在威胁。

行业竞争加剧的风险

公司服务的对象主要集中于电子半导体行业这一细分市场领域，具备较强客户资源和技术工艺上具有一定的领先优势，但目前公司与其他聚焦高端市场的洁净室工程服务商在技术、管理、品牌、工艺上尚未拉开明显差距，存在下游需求不足时企业间竞争加剧，导致公司盈利能力下降的风险。

工程管理与安全生产风险

工程项目实际发生成本受多种因素的影响，若公司预估成本所依据的假设发生不利变动或者假设不符合实际，可能导致公司报价偏低，产生实际利润率低于预期的风险。公司所服务的洁净室行业对工程技术要求严格，若出现公司质量管理体系不完善、分包管理不到位、技术操作不规范等问题，可能导致工程延期交付、工程成本增加、甚至可能引发安全事故和经济纠纷，对公司声誉造成损害，影响公司业务开拓，并对公司的经营业绩产生不利影响。

汇率波动风险

公司的主要经营位于中国、越南、泰国、印尼、马来西亚等国家，除本公司的几个下属子公司以美元进行采购和销售外，本公司的其它主要业务活动以人民币计价结算。本公司已确认的外币资产和负债及未来的外币交易存在汇率风险，若汇率大幅度波动，可能对公司的经营业绩产生较大影响。

中国台湾地区法律法规变化的风险

圣晖工程科技股份有限公司（以下简称“台湾圣晖”）是中国台湾地区上柜公司（代码 5536.TWO），台湾圣晖通过全资子公司圣晖国际（Sheng Huei International Co, Ltd.）持有圣晖集成 65%的股权，为公司的间接控股股东。2010 年 6 月 29 日，海峡两岸关系协会和财团法人海峡交流基金会签订《海峡两岸经济合作框架协议》，并于 2010 年 9 月 12 日起实施。由于两岸经济政治环境的变化具有一定的不确定性，如果中国台湾地区对中国（除港澳台地区）地区投资方面的法律法规发生变化，对中国（除港澳台地区）地区投资范围采取较为严格的限制措施，将会对公司的生产经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	722	575	804	902	1253	营业收入	2009	2008	2988	3353	4840
应收款项	453	399	595	667	963	营业成本	1739	1755	2676	2940	4271
存货净额	0	4	2	2	3	营业税金及附加	4	3	4	4	5
其他流动资产	615	801	896	1006	1452	销售费用	8	7	8	9	10
流动资产合计	1791	1829	2347	2627	3721	管理费用	59	63	71	79	89
固定资产	39	60	69	81	96	研发费用	25	34	39	43	48
无形资产及其他	7	8	7	7	7	财务费用	(6)	(11)	(4)	(2)	5
投资性房地产	65	54	54	54	54	投资收益	2	1	1	1	1
长期股权投资	2	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0	0
资产总计	1904	1953	2480	2772	3880	其他收入	(24)	(38)	(46)	(51)	(60)
短期借款及交易性金融负债	2	26	124	240	683	营业利润	182	154	188	272	401
应付款项	630	599	913	1002	1456	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	154	171	242	266	384	利润总额	181	154	188	272	401
流动负债合计	786	796	1280	1509	2524	所得税费用	41	37	43	63	92
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	3	3	3	4
其他长期负债	29	31	31	31	31	归属于母公司净利润	139	114	142	206	305
长期负债合计	29	31	31	31	31	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	814	826	1310	1539	2554	净利润	139	114	142	206	305
少数股东权益	8	16	17	18	19	资产减值准备	1	1	1	1	1
股东权益	1082	1110	1153	1215	1306	折旧摊销	4	5	7	8	10
负债和股东权益总计	1904	1953	2480	2772	3880	公允价值变动损失	0	(0)	0	0	0
						财务费用	(6)	(11)	(4)	(2)	5
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	4	(136)	97	(68)	(170)
每股收益	1.39	1.14	1.42	2.06	3.05	其它	0	(0)	0	0	(0)
每股红利	0.80	0.75	0.99	1.44	2.14	经营活动现金流	148	(15)	247	148	146
每股净资产	10.82	11.10	11.53	12.15	13.06	资本开支	0	(27)	(17)	(21)	(25)
ROIC	14%	11%	13%	16%	19%	其它投资现金流	122	(50)	0	0	0
ROE	13%	10%	12%	17%	23%	投资活动现金流	122	(77)	(17)	(21)	(25)
毛利率	13%	13%	10%	12%	12%	权益性融资	2	5	0	0	0
EBIT Margin	9%	7%	6%	8%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	7%	9%	9%	支付股利、利息	(80)	(75)	(99)	(144)	(214)
收入增长	23%	-0%	49%	12%	44%	其它融资现金流	60	89	98	115	443
净利润增长率	13%	-17%	24%	45%	48%	融资活动现金流	(97)	(55)	(1)	(29)	230
资产负债率	43%	43%	54%	56%	66%	现金净变动	172	(147)	229	98	351
股息率	1.8%	1.7%	2.2%	3.2%	4.8%	货币资金的期初余额	550	722	575	804	902
P/E	32.3	39.1	31.54	21.69	14.67	货币资金的期末余额	722	575	804	902	1253
P/B	4.1	4.0	3.9	3.7	3.4	企业自由现金流	0	(46)	234	133	136
EV/EBITDA	29.8	34.9	29.3	21.1	16.5	权益自由现金流	0	49	335	250	575

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032