

圣晖集成 (603163.SH)

台资电子洁净室龙头，拓美布局加速成长

台资半导体洁净室龙头，封装领域优势显著。公司系2003年由台湾圣晖成立的大陆子公司，主营洁净室系统集成工程业务，下游涉及半导体、精密制造、光电面板等领域（2024年收入占比分别为59%/31%/5%）。母公司圣晖工程台湾本土洁净室工程龙头（成立于1979年），25Q3末控制权达75%，依托母公司品牌资源及技术优势，公司在封装、精密制造等洁净室领域龙头地位显著，积累日月光（矽品科技）、富士康、鹏鼎、纬创等优质客户资源，2018-2024年收入规模稳步扩张至20亿元，复合增速达14%；2025Q1-3延续快速扩张态势，实现营收21亿元，同增46%。

美国AI资本开支强劲，洁净室供需严重错配。近年来美国持续加大半导体制造链投资，吸引台积电、三星等多家巨头在美建厂，截至2024年末台积电已落地在美投资650亿美元，2025年3月宣布追加1000亿美元投资，拟新增建设3座晶圆厂、2座先进封装设施和一家大型研发中心；近日受“关税换投资”政策影响，台积电等中国台湾企业承诺新增至少2500亿美元对美直接投资，有望带动区域洁净室需求快速增长。从供给端看，洁净室主要产能集中于中国大陆及中国台湾地区（CR5近40%），美国本土供需严重错配，考虑大陆产能出口或存在一定限制，后续台资洁净室龙头赴美进程预计显著提速。

台湾圣晖落地美国子公司，美国业务有望贡献显著业绩增量。根据公司12月公告披露，已由母公司台湾圣晖在美国设立子公司，后续将启动本土招聘及从苏州和台湾两地协调人员派驻（业务上初步规划依据双方投入资源占比划分），今年美国业务有望实现突破，为公司贡献显著订单增量。从台积电规划投资看，剔除P1/P2已基本完工项目，P3及新增项目合计待投资1250亿美元，假设洁净室环节占比10%、公司市占率20%，对应中标总额175亿人民币，年均35亿元（假设2026-2030年建设完毕），12%净利率对应业绩增量4.2亿元（考虑洁净室供需错配严重，美国项目毛利率预计显著高于境内）。

东南亚需求高景气，PCB等资本开支大幅扩张。公司自2007年起布局东南亚市场，参建多个精密制造龙头扩产项目，2023/2024/25H1海外收入分别同增54%/55%/192%，规模快速扩张。当前东南亚地区依托劳动力、政策、产业集群等多方优势，正加速承接半导体相关产业链产能转移，多家PCB龙头（鹏鼎、胜宏等）部署越南、泰国扩产，区域资本开支旺盛。

Q4末在手订单同增46%，有望带动今年业绩增长提速。截至25Q4末，公司在手订单25.4亿元，同比大幅增长46%。从转化周期看，国内订单基本6-9月确认大部分收入，海外订单约9-12月，Q4末在手订单增长预计将带动今年营收维持高增，叠加前期个别低毛利项目影响已过、海外项目占比提升，毛利率有望稳步改善，带动今年业绩增长提速。

投资建议：考虑下游资本开支高景气，我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.44/2.30/3.47亿元，同增26%/59%/51%，对应EPS分别为1.44/2.30/3.47元/股，当前股价对应PE分别为77/48/32倍，看好后续美国区域业务突破带动业绩增长，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：美国业务开拓不及预期、半导体资本开支下行风险、东南亚精密制造业务增长不及预期、测算存在误差风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,009	2,008	2,625	3,750	4,749
增长率 yoy (%)	23.4	-0.1	30.7	42.9	26.6
归母净利润(百万元)	139	114	144	230	347
增长率 yoy (%)	12.8	-17.5	26.3	59.2	50.9
EPS 最新摊薄(元/股)	1.39	1.14	1.44	2.30	3.47
净资产收益率(%)	12.8	10.3	11.7	16.0	19.8
P/E(倍)	80.0	96.9	76.7	48.2	31.9
P/B(倍)	10.2	10.0	9.0	7.7	6.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2026年01月30日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	专业工程
01月30日收盘价(元)	110.85
总市值(百万元)	11,085.00
总股本(百万股)	100.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	5.72

股价走势



作者

分析师 何亚轩
执业证书编号: S0680518030004
邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师
执业证书编号: S0680524060001
邮箱: lifengting3@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1791	1829	2254	2889	3582
现金	722	575	676	778	898
应收票据及应收账款	440	390	630	813	1029
其他应收款	13	10	17	23	28
预付账款	89	111	116	179	228
存货	0	4	4	6	8
其他流动资产	526	740	811	1091	1391
非流动资产	113	123	111	105	98
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	39	57	50	44	37
无形资产	7	8	8	8	8
其他非流动资产	65	57	51	51	51
资产总计	1904	1953	2365	2994	3680
流动负债	786	796	1078	1497	1866
短期借款	0	24	0	20	20
应付票据及应付账款	630	599	867	1174	1460
其他流动负债	156	173	211	303	386
非流动负债	29	31	37	37	37
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	31	37	37	37
负债合计	814	826	1115	1534	1903
少数股东权益	8	16	18	21	27
股本	100	100	100	100	100
资本公积	563	563	563	563	563
留存收益	372	406	531	738	1049
归属母公司股东权益	1082	1110	1233	1439	1750
负债和股东权益	1904	1953	2365	2994	3680

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	134	-4	135	105	154
净利润	140	117	146	234	353
折旧摊销	6	8	7	7	7
财务费用	0	-3	0	0	0
投资损失	-2	-1	-1	-2	-2
营运资金变动	-26	-132	-26	-139	-204
其他经营现金流	14	7	10	5	0
投资活动现金流	107	-78	10	2	2
资本支出	-17	-14	0	0	0
长期投资	122	-65	0	0	0
其他投资现金流	2	1	11	2	2
筹资活动现金流	-75	-57	-41	-4	-36
短期借款	-31	24	-24	20	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	20	0	0	0	0
资本公积增加	-20	0	0	0	0
其他筹资现金流	-44	-81	-17	-24	-36
现金净增加额	168	-135	100	102	120

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2009	2008	2625	3750	4749
营业成本	1739	1755	2298	3259	4059
营业税金及附加	4	3	5	7	9
营业费用	8	7	11	15	17
管理费用	59	63	79	109	133
研发费用	25	34	45	64	81
财务费用	-6	-11	-6	-7	-4
资产减值损失	1	-7	-5	-3	0
其他收益	4	0	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	1	1	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	182	154	191	304	461
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	181	154	190	304	460
所得税	41	37	44	70	107
净利润	140	117	146	234	353
少数股东损益	1	3	2	4	6
归属母公司净利润	139	114	144	230	347
EBITDA	180	157	191	304	463
EPS (元/股)	1.39	1.14	1.44	2.30	3.47

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	23.4	-0.1	30.7	42.9	26.6
营业利润(%)	13.6	-15.2	23.7	59.8	51.4
归属母公司净利润(%)	12.8	-17.5	26.3	59.2	50.9
获利能力					
毛利率(%)	13.4	12.6	12.5	13.1	14.5
净利率(%)	6.9	5.7	5.5	6.1	7.3
ROE(%)	12.8	10.3	11.7	16.0	19.8
ROIC(%)	12.3	9.8	11.3	15.4	19.4
偿债能力					
资产负债率(%)	42.8	42.3	47.1	51.2	51.7
净负债比率(%)	-65.9	-48.6	-53.8	-51.7	-49.2
流动比率	2.3	2.3	2.1	1.9	1.9
速动比率	1.5	1.3	1.3	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.2	1.4	1.4
应收账款周转率	4.6	5.3	5.5	5.6	5.6
应付账款周转率	2.9	2.9	3.1	3.2	3.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.39	1.14	1.44	2.30	3.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	-0.04	1.35	1.05	1.54
每股净资产(最新摊薄)	10.82	11.10	12.33	14.39	17.50
估值比率					
P/E	80.0	96.9	76.7	48.2	31.9
P/B	10.2	10.0	9.0	7.7	6.3
EV/EBITDA	14.4	13.4	54.6	34.0	22.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 30 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：台资半导体洁净室龙头	5
1.1. 公司简介：台湾圣晖控股企业，洁净室实力领先	5
1.2. 业务结构：洁净室系统集成为核心主业，下游领域以半导体为主	6
1.3. 财务分析：业绩步入恢复期，毛利率有望迎修复拐点	7
2. IC 半导体：美国 AI 资本开支强劲，区域贡献显著增量	11
2.1. AI 芯片市场加速扩容，龙头资本开支维持高位	11
2.2. 先进封装景气上行，头部 OSAT 加速扩产	14
2.3. 台湾圣晖设立美国子公司，有望贡献显著业绩增量	16
3. 精密制造：东南亚需求高景气，规模快速提升	19
3.1. 深耕东南亚市场，区域洁净室需求高景气	19
3.2. 高端 PCB 需求放量，资本开支显著扩张	21
4. 在手订单规模显著提升，今年业绩增长有望提速	23
5. 盈利预测、估值及投资建议	25
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构（截至 2025Q3 末）	5
图表 3: 台湾圣晖营业总收入及同比增速	6
图表 4: 台湾圣晖净利润及同比增速	6
图表 5: 台湾圣晖营收结构（分业务）	6
图表 6: 台湾圣晖营收结构（分区域）	6
图表 7: 2018-2024 年公司营收结构（分业务）	7
图表 8: 2022-2024 年公司营收结构（分行业）	7
图表 9: 公司洁净室系统业务主要产品	7
图表 10: 公司营业总收入及同比增速	8
图表 11: 公司归母净利润及同比增速	8
图表 12: 公司毛利率同业对比	8
图表 13: 公司分业务毛利率	8
图表 14: 公司期间费用率同业对比	9
图表 15: 公司期间费用率分项	9
图表 16: 公司减值规模及占归母净利润比	9
图表 17: 公司经营性现金流趋势（单位：亿元）	10
图表 18: 公司净现比同业对比	10
图表 19: 公司财务指标拆解	10
图表 20: 2021-2026 年全球八大 CSP 资本支出总额更新	11
图表 21: 台积电资本开支及同比增速	12
图表 22: 台积电季度营收及归母净利润增速	12
图表 23: 台积电季度业务结构	12
图表 24: 全球半导体企业资本开支及同比增速	13
图表 25: 全球半导体企业资本开支情况（单位：十亿美元）	13
图表 26: 集成电路制造领域典型资本开支结构	14
图表 27: Chiplet 模块化系统	14
图表 28: 台积电 CoWoS-L 技术	15
图表 29: 2026 全球 CoWoS 需求格局	15
图表 30: 头部 OSAT 厂商扩产计划	16
图表 31: 半导体洁净室龙头相关业务规模对比（2024 年数据）	16
图表 32: 2022 年《芯片与科学法案》主要内容	17
图表 33: 获《芯片与科学法案》政策支持的半导体龙头及其扩产计划	17

图表 34:	台积电在美投资项目	18
图表 35:	台积电在美投资项目敏感性测算	18
图表 36:	公司精密制造收入及同比增速	19
图表 37:	公司精密制造收入占比	19
图表 38:	圣晖集成海外子公司建立及收购历程	19
图表 39:	公司精密制造客户主营业务情况 (2024 年)	20
图表 40:	公司海外收入及同比增速	20
图表 41:	公司海外各区域收入 (单位: 亿元)	20
图表 42:	2024-2029 年全球 PCB 产值复合增长率预测 (单位: 百万美元/%)	21
图表 43:	PCB 龙头资本开支扩产计划	22
图表 44:	公司新签合同额及同比增速	23
图表 45:	公司前五大客户贡献收入及占总营收比	23
图表 46:	公司优势业务领域及重点合作客户	23
图表 47:	公司在手订单规模及同比增速	24
图表 48:	公司在手订单分行业结构	24
图表 49:	主营业务拆分表	26
图表 50:	可比公司估值表	27

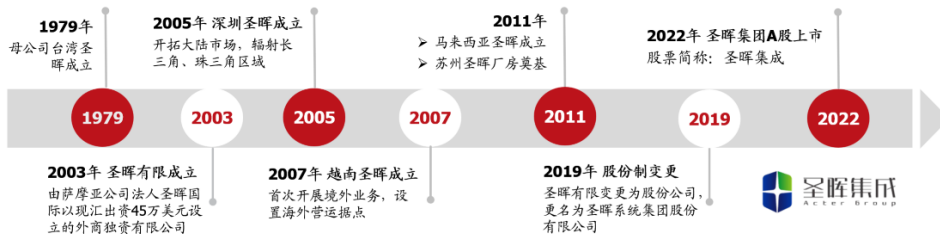
1. 公司概况：台资半导体洁净室龙头

1.1. 公司简介：台湾圣晖控股企业，洁净室实力领先

历史沿革

公司前身圣晖有限成立于 2003 年 9 月，2019 年整体变更为股份公司，2022 年于上交所上市。公司主营洁净室系统集成工程业务，覆盖“工程施工设计+采购+施工+维护”EPCO 全产业链，下游涉及半导体、精密制造、光电面板、生技医疗等多领域，截至 2024 年末累计实施超 450 项洁净室相关工程，其中百级及以上洁净室工程近百项，综合实力强劲。2007 年起公司逐步在越南、马来西亚、印尼、泰国等地设立子公司，开拓东南亚市场，系国内少数具备跨领域、跨国界洁净室工程服务能力的综合承包商。

图表1：公司历史沿革

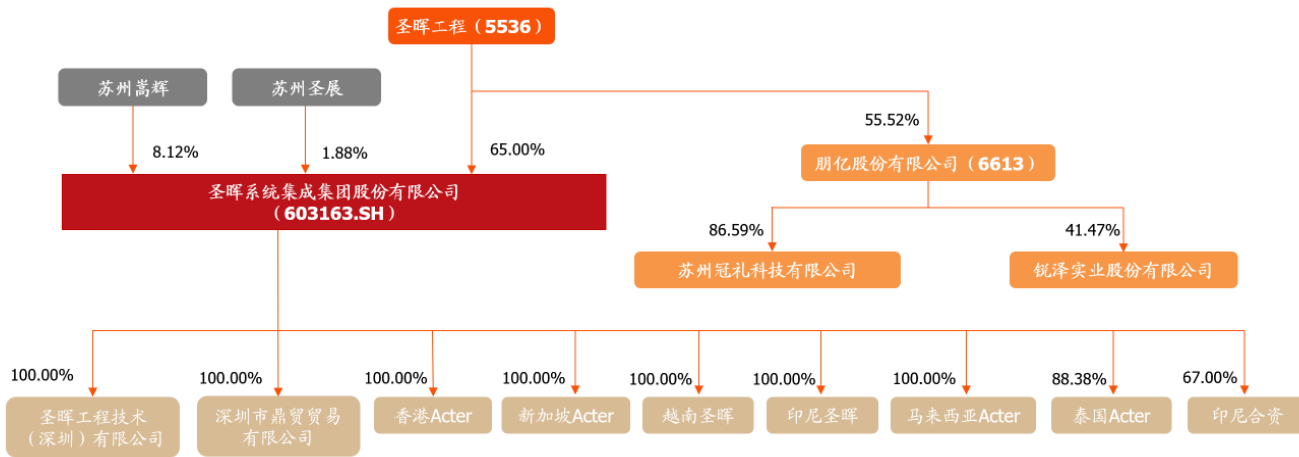


资料来源：公司官网、公司公告、国盛证券研究所

股权结构

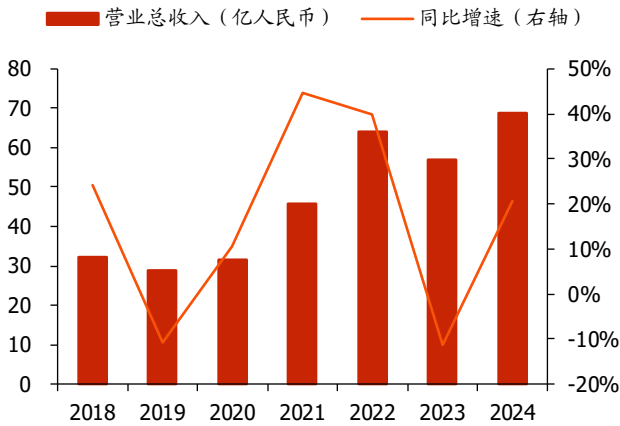
股权结构稳定，控股权集中于实控人。截至 2025Q3 末，公司第一大股东为圣晖工程，持股比例 65%，系公司实际控制人；两大员工持股平台苏州嵩辉、苏州圣展持股比例分别达 8.12%/1.88%，实控人及员工持股平台合计控制权 75%。母公司圣晖工程系台湾洁净室工程龙头，2024 年实现营业收入/净利润 68.7/5.9 亿人民币，同增 21%/42%（半导体贡献超 60% 收入），旗下上市控股公司包括圣晖集成、朋亿股份（洁净室水气化整合业务）。

图表2：公司股权结构（截至 2025Q3 末）



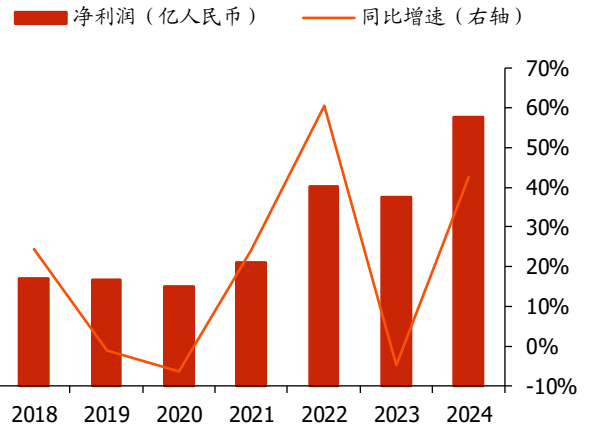
资料来源：台湾圣晖官网、iFind、公司公告、国盛证券研究所

图表3: 台湾圣晖营业总收入及同比增速



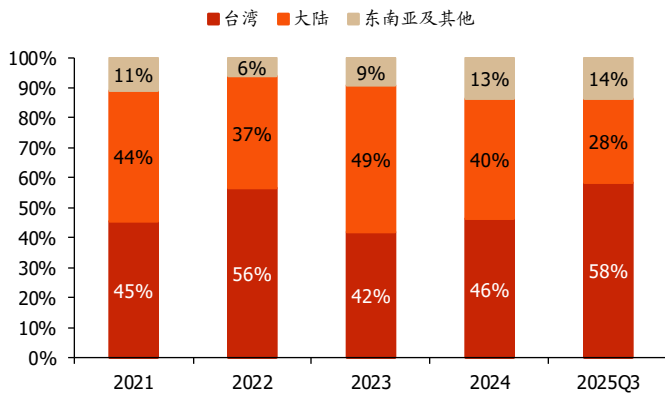
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 台湾圣晖净利润及同比增速



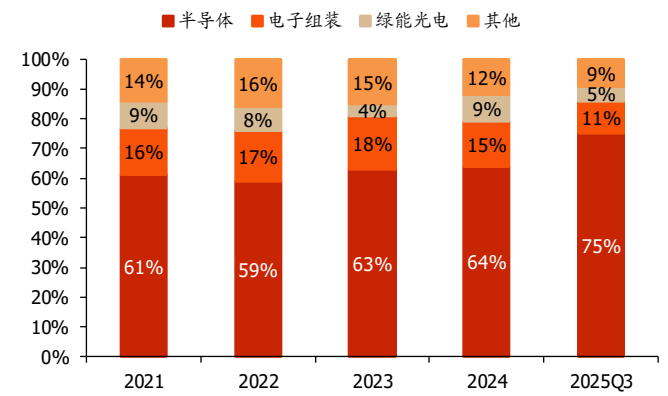
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 台湾圣晖营收结构 (分业务)



资料来源: 台湾圣晖官网, 国盛证券研究所

图表6: 台湾圣晖营收结构 (分区域)

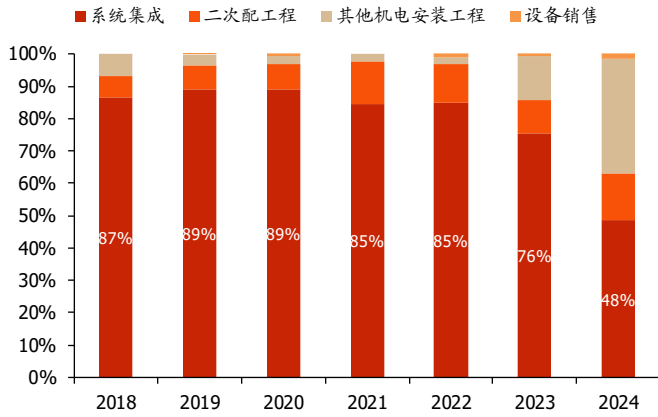


资料来源: 台湾圣晖官网, 国盛证券研究所

1.2. 业务结构: 洁净室系统集成为核心主业, 下游领域以半导体为主

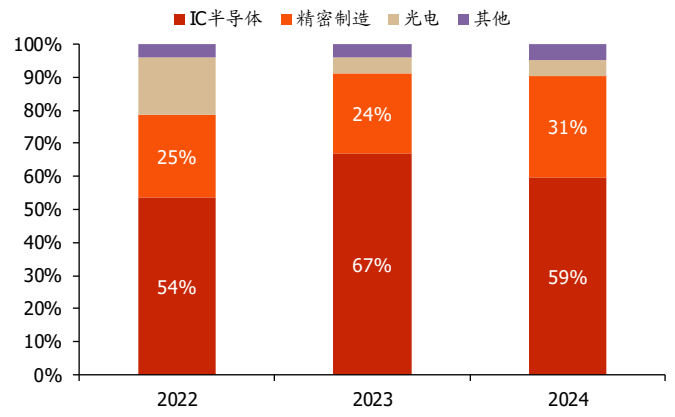
公司主要为高科技产业提供洁净室系统集成服务,业务覆盖项目系统集成、二次配工程、其他机电安装工程、设备销售等,其中洁净室系统包括结构系统(保证洁净室正压或负压)、通风空调系统、电气系统、消防系统、洁净室控制系统、防微震系统等;二次配指在洁净环境下,将工艺系统从一次系统与各种工艺设备有效连结,确保各工艺设备有效运行。2024年系统集成、其他机电安装工程、二次配收入分别占比48%/35%/14%,其中其他机电安装工程占比大幅提升,主要因境外承接项目金额较大,且客户多为精密制造行业。分行业看,公司下游覆盖IC半导体、精密制造、光电、其他行业四大板块,2024年占比分别为59%/31%/5%/5%。

图表7: 2018-2024年公司营收结构(分业务)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表8: 2022-2024年公司营收结构(分行业)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表9: 公司洁净室系统业务主要产品

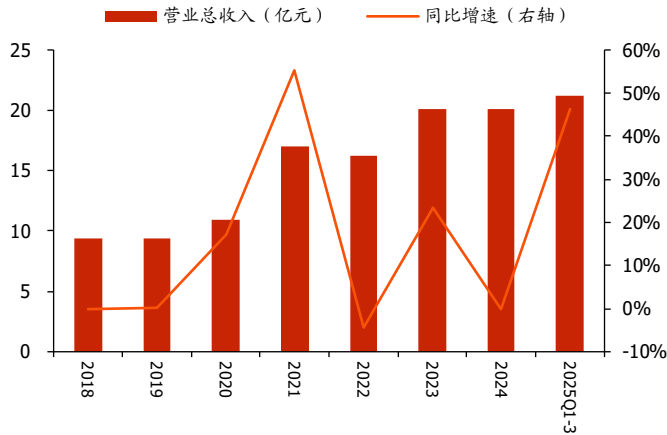


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3. 财务分析: 业绩步入恢复期, 毛利率有望迎修复拐点

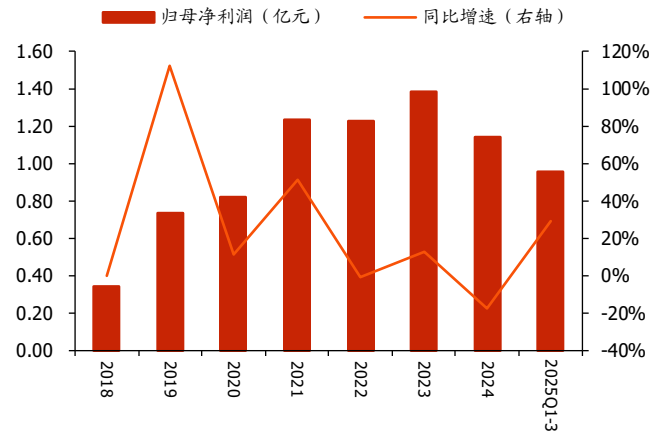
营收总体呈扩张态势; 2024年业绩受毛利率波动影响承压, 25Q1-3显著恢复。2018-2024年公司营业总收入稳步扩张, CAGR达13.6%, 2024全年实现营收20亿元, 同降0.1%, 主要因受全球供应链波动、地缘政治冲突及内需不足影响, 制造业投资增速整体承压, 境内客户资本开支有所放缓(2024年境内/境外收入分别同比-15%/+55%); 业绩端, 2018-2023年公司归母净利润CAGR约32%, 规模快速扩张; 2024年毛利率波动影响, 全年归母净利润同比降低17.5%, 短期有所承压。2025Q1-3公司实现营业总收入21.2亿元, 同增46%; 实现归母净利润1亿元, 同增29%, 经营业绩显著恢复。

图表10: 公司营业总收入及同比增速



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

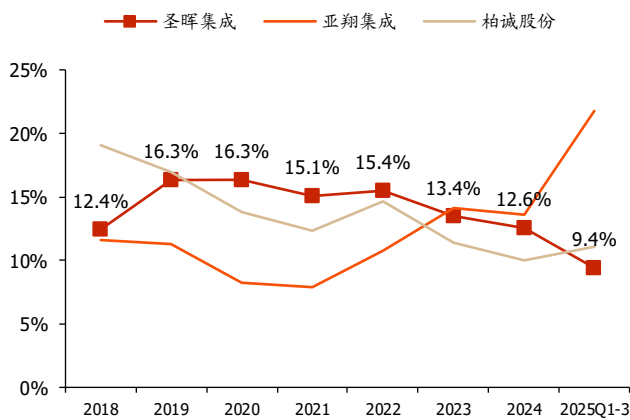
图表11: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

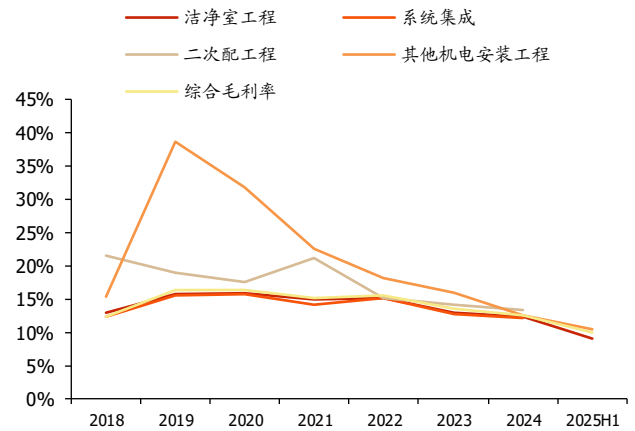
毛利率有所下降,项目结构优化有望驱动盈利改善。2020年起公司综合毛利率逐年下降,由16%降至2024年的13%,一方面因前期为开拓海外市场,以相对较低的毛利率承接部分项目,另一方面受宏观景气波动影响,境内业主资本开支放缓,行业竞争加剧,毛利率有所承压。2025Q1-3公司毛利率9.4%,同降3pct,主要因公司策略性承接的部分项目金额较大但毛利率较低,随着项目进入后期结算阶段以及新签订单结构的持续优化,整体毛利率水平有望逐步修复。

图表12: 公司毛利率同业对比



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

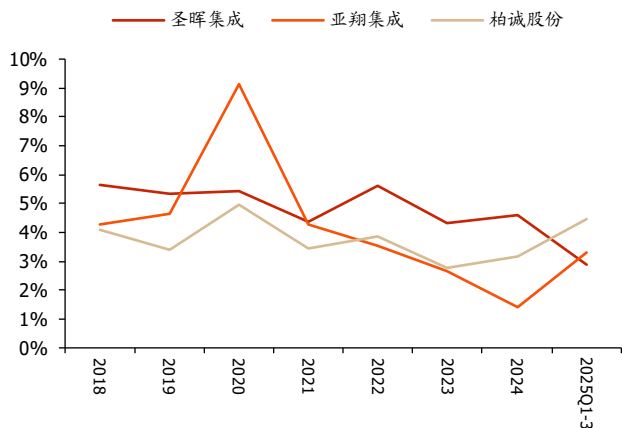
图表13: 公司分业务毛利率



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

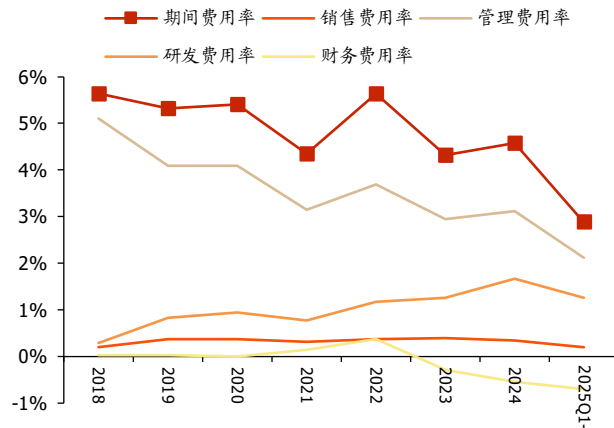
期间费用率总体呈下行趋势,费率管控较优。2018年起公司期间费率总体呈下行趋势,主要得益于收入规模扩张带动职工薪酬等刚性成本降低,管理费用率显著下降(2024年管理费用占期间费用比例达68%)。2025Q1-3公司期间费用率2.9%,同比降低2.2pct,其中销售/管理/研发/财务费用率0.2%/2.1%/1.3%/-0.7%,同比-0.3/-1.0/-0.7/-0.3pct,收入高增带动下销管费率持续下行,财务费用率下降主要因本期海外外币借款及境外采购金额较高,产生一定汇兑收益,总体费率管控较优。

图表14: 公司期间费用率同业对比



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

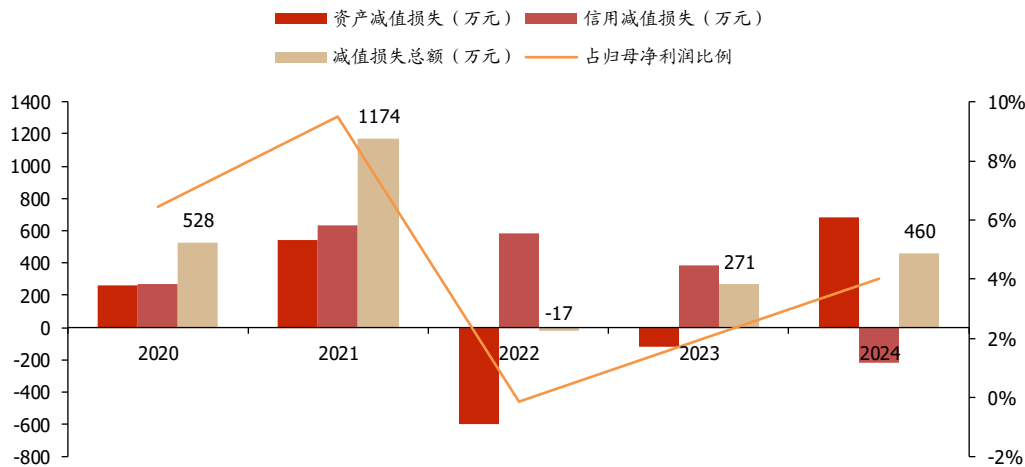
图表15: 公司期间费用率分项



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

近年来减值规模小幅提升，总体对利润影响可控。根据公司披露会计准则，公司应收账款按照不同年限计提减值损失（1-6 个月/7-12 个月/1-2 年/2-3 年分别计提 3%/5%/10%/20%）；合同资产（已完工未结算工程）按照 0.5%计提减值损失，该比例显著低于同业（亚翔集成、柏诚股份最低按 5%计提）。2023-2024 年公司合计减值 271/460 万元，占归母净利润 2%/4%，对业绩影响较小。

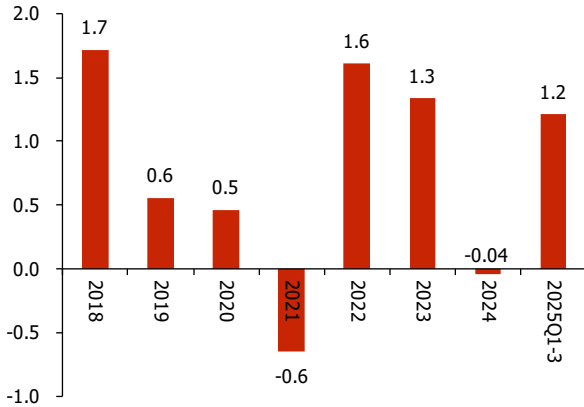
图表16: 公司减值规模及占归母净利润比



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

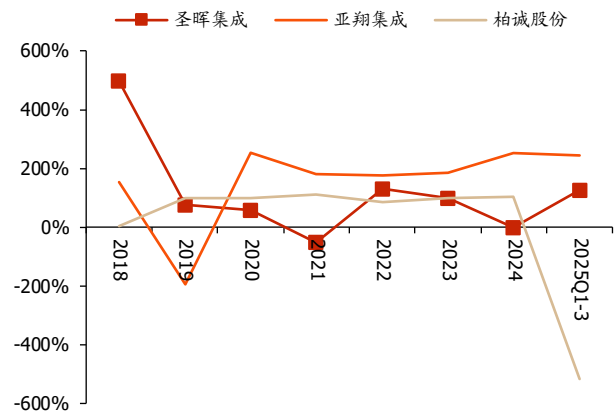
25Q1-3 经营现金流显著改善，净现比优异。2024 年公司经营现金流净流出 0.04 亿元，上年同期为净流入 1.3 亿元，现金流短期承压，主要因执行工单量较大的项目完工进度大于结算进度较多，垫付资金体量大，叠加本期回款速度低于上年同期。25Q1-3 已显著恢复，实现经营现金净流入 1.2 亿元，同比多流入 1 亿元，净现比 126%，盈利质量明显改善。

图表17: 公司经营性现金流趋势 (单位: 亿元)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表18: 公司净现比同业对比



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表19: 公司财务指标拆解

单位: 亿元	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
营业收入	9.3	11.0	17.0	16.3	20.1	20.1
同比增速	0.2%	17.3%	55.3%	-4.4%	23.4%	-0.1%
分行业:						
精密制造	2.9	2.7	4.3	4.1	4.8	6.2
同比增速	-2%	-6%	59%	-6%	18%	29%
IC半导体行业	4.0	6.2	10.4	8.7	13.5	11.9
同比增速	5%	54%	68%	-16%	54%	-11%
光电行业	2.1	1.5	0.9	2.8	1.0	0.9
同比增速	-7%	-29%	-38%	203%	-64%	-9%
其他行业	0.3	0.6	1.4	0.6	0.8	1.0
同比增速	23%	75%	148%	-54%	22%	27%
营业成本	7.8	9.2	14.5	13.8	17.4	17.6
毛利率	16.3%	16.3%	15.1%	15.4%	13.4%	12.6%
其中:						
精密制造	16.4%	13.9%	8.5%	11.1%	18.3%	15.4%
IC半导体行业	16.9%	16.4%	18.8%	17.1%	10.6%	9.5%
光电行业	15.7%	19.3%	15.0%	12.4%	20.5%	19.7%
其他行业	17.2%	22.5%	9.1%	35.0%	21.2%	24.6%
期间费用率	5.3%	5.4%	4.4%	5.6%	4.3%	4.6%
销售费用率	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
管理费用率	4.1%	4.1%	3.1%	3.7%	2.9%	3.1%
研发费用率	0.8%	1.0%	0.8%	1.2%	1.3%	1.7%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.4%	-0.3%	-0.5%
资产(含信用)减值损失	0.02	0.05	0.12	0.00	0.03	0.05
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.01
营业外收入	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00
税前利润	0.99	1.13	1.68	1.59	1.81	1.54
所得税	0.26	0.31	0.44	0.36	0.41	0.37
所得税率	25.9%	27.5%	26.0%	22.6%	22.5%	23.8%
少数股东损益占比	0.00%	-0.16%	0.58%	0.12%	1.05%	2.31%
归母净利润	0.73	0.82	1.24	1.23	1.39	1.14
同比增速	112.2%	11.4%	51.2%	-0.6%	12.8%	-17.5%
净利率	7.85%	7.45%	7.26%	7.55%	6.90%	5.70%
摊薄EPS (元)	0.73	0.82	1.24	1.23	1.39	1.14
经营性现金流净额	0.56	0.46	-0.65	1.61	1.34	-0.04
收现比	101%	98%	87%	103%	108%	103%
付现比	104%	99%	94%	98%	104%	108%

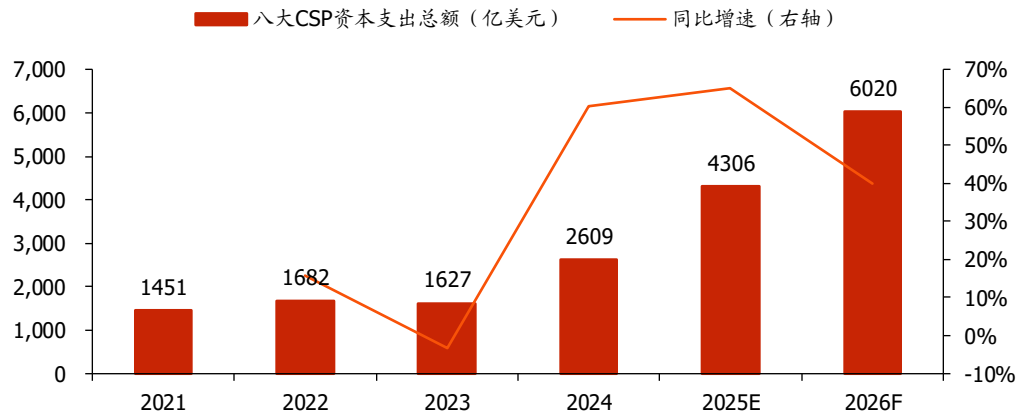
资料来源: iFind, Wind, 国盛证券研究所

2. IC 半导体：美国 AI 资本开支强劲，区域贡献显著增量

2.1. AI 芯片市场加速扩容，龙头资本开支维持高位

算力需求持续推动下，AI 芯片市场加速扩容。当前随着大模型逐步进入规模化应用，算力与存储等基础资源消耗显著增加，全球 tokens 调用量正以指数级增长，几乎每三个月实现翻倍增长。从北美 CSP 近期公布财报指引看，2025 年八大主要 CSPs 资本开支总额同比增速预计达 65%，2026 年受 AI 数据中心与云端运算需求驱动，龙头有望延续积极投资节奏，合计资本开支预计超 6000，同增 40%，有望带动上游 GPU/ASIC、存储、封装材料等供应需求同步扩张。根据 TrendForce 测算，2024 年 AI 芯片在先进工艺的产能占比预计由 2022 年的 2% 提升至 4%，2027 年预计达 7%，市场规模加速扩容。

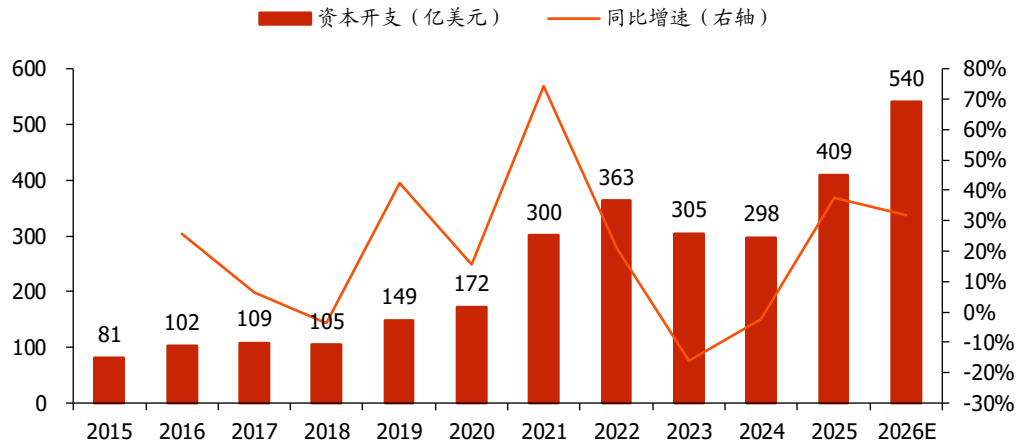
图表20：2021-2026 年全球八大 CSP 资本支出总额更新



资料来源：TrendForce，国盛证券研究所

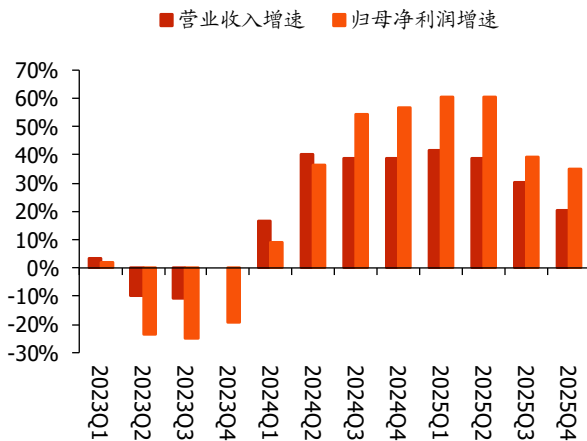
台积电指引 AI 需求强劲，资本开支规划进一步上调。台积电 2025Q4 营收 10461 亿台币，同增 20%，高于此前指引；归母净利润 5057 亿台币，同增 35%，AI 需求持续强劲。从业务结构看，HPC（高性能计算业务）/智能手机/IoT/汽车/DCE 收入占比分别达 55%/32%/5%/5%/1%，同时台积电上调 2024-2029 年 AI 业务及整体复合增速目标，由此前法说会的 40%/20% 上调至 mid-to-high 50s/25%。资本开支方面，台积电预测 2026 年资本开支 520-560 亿美元，同增 27%-37%，其中 70%-80% 投向先进制程、10% 投向特色工艺，10%-20% 用于先进封装、测试、光罩及其他。管理层强调，本轮 CAPEX 扩张基于审慎评估，决策过程与下游客户进行充分沟通，认为 AI 需求具备真实性与健康度，未来有望为产业链带来可观回报。

图表21: 台积电资本开支及同比增速



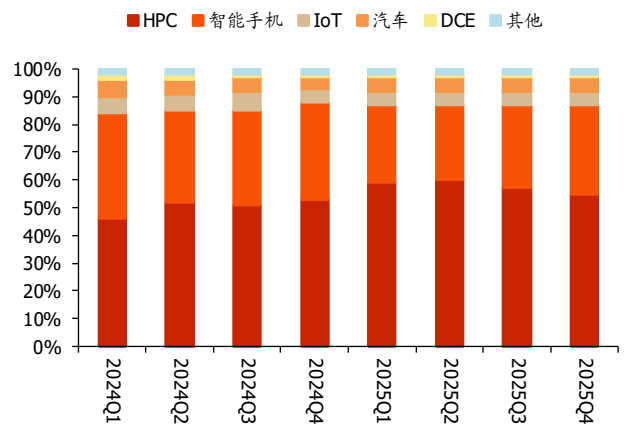
资料来源: 台积电公告, 国盛证券研究所 *注: 2026年取预算中值

图表22: 台积电季度营收及归母净利润增速



资料来源: 台积电公告, 国盛证券研究所

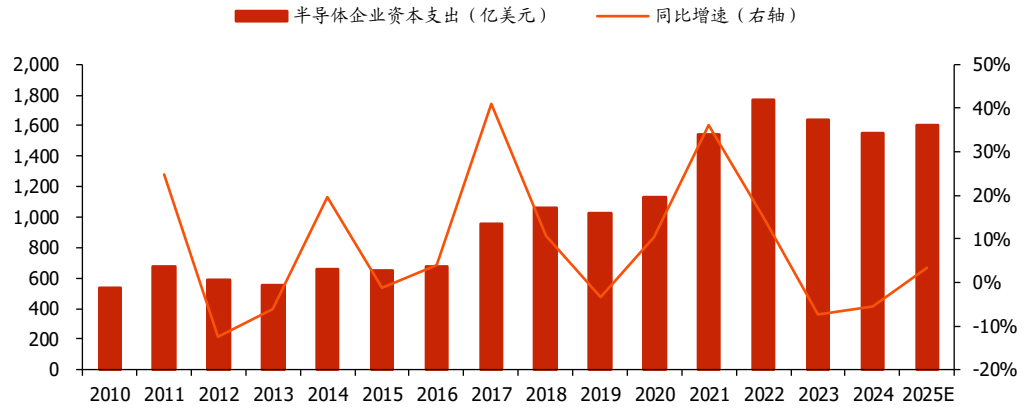
图表23: 台积电季度业务结构



资料来源: 台积电公告, 国盛证券研究所

SC-IQ 测算 2025 年全球半导体资本开支恢复增长, 达 1600 亿美元; 我们预计 2026 年增长继续提速。根据 IC Insights 数据, 2021-2022 年半导体资本开支分别同增约 36%/15%, 2023-2024 年受半导体行业周期影响, 行业资本开支有所收缩。2025 年受益 AI 算力高景气, 行业资本开支预计有所回升。SC-IQ 根据各家资本开支规划预测全年 CAPEX 预期达 1600 亿美元, 同增 3%, 其中存储/晶圆代工/IDM 预计分别同比 +4%/+21%/-11%, 台积电、美光等贡献主要增量, 2026 年在 AI 需求带动下, 资本开支预计延续高景气。

图表24: 全球半导体企业资本开支及同比增速



资料来源: IC Insights, 创芯网, 国盛证券研究所

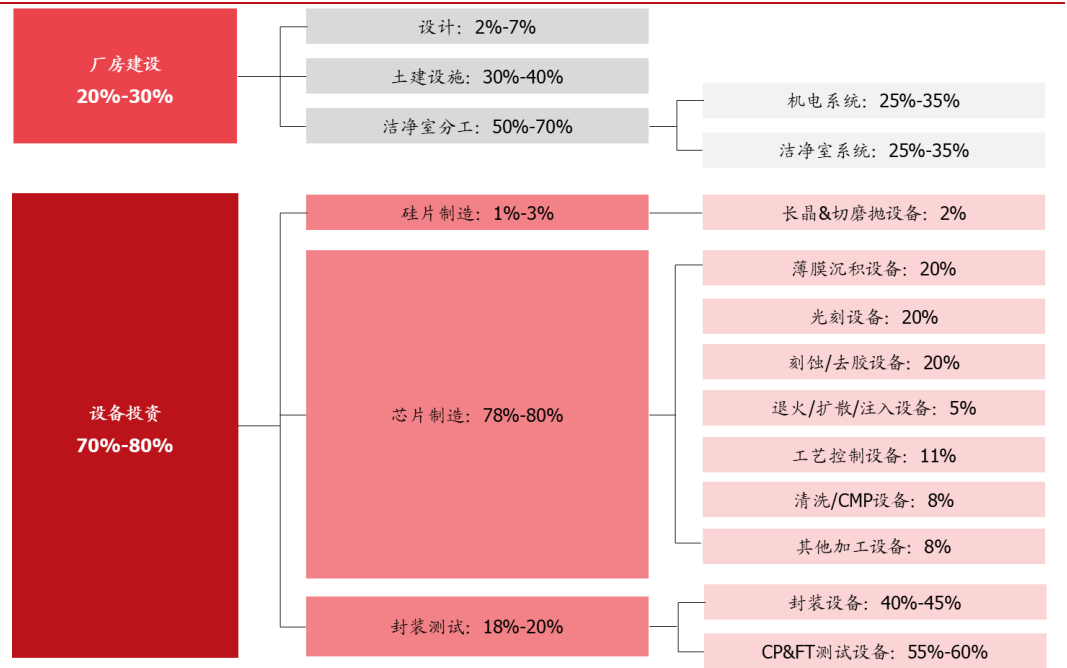
图表25: 全球半导体企业资本开支情况 (单位: 十亿美元)

类别	2023年	2024年	2025年	2024年变化率	2025年变化率
存储器公司	55.1	55.7	58.1	1%	4%
三星	37	33.9	30.3	-8%	-11%
美光	7	8.1	14	16%	73%
SK 海力士	6.4	11.7	11.2	82%	-4%
其他	4.6	2	2.5	-58%	29%
晶圆代工厂	47.4	43.4	52.4	-8%	21%
台积电	32	29.8	40	-7%	34%
中芯国际	7.5	7.3	7.3	-2%	0%
联电	3	2.9	1.8	-3%	-38%
格芯	1.8	0.6	0.7	-65%	12%
其他	3.1	2.8	2.6	-9%	-8%
IDM企业	61.5	55.9	49.5	-9%	-11%
英特尔	25.8	25.1	20	-3%	-20%
德州仪器	5.1	4.8	5	-5%	4%
意法半导体	4.1	2.5	2.3	-39%	-10%
英飞凌	3.2	3	2.7	-9%	-9%
其他	23.3	20.5	19.6	-12%	-4%
半导体资本支出总计	164	155	160	-5%	3%

资料来源: 创芯网, 国盛证券研究所

洁净室约占半导体项目总投资 10%-21%，测算 2025 年全球半导体洁净室建设投资约 1680 亿元。参考屹唐股份披露的集成电路资本开支结构，芯片制造项目包括厂房建设及设备投资，分别约占总投资的 20%-30%、70%-80%，厂房建设包括设计、土建设施、洁净室，分别占比约 2%-7%、30%-40%、50%-70%，洁净室整体约占半导体资本开支的 10%-21%。按照 2025 年全球半导体资本开支（约 1600 亿美元），假设洁净室环节占比 15%，对应 2025 年全球半导体洁净室行业规模约 1680 亿元。

图表26: 集成电路制造领域典型资本开支结构

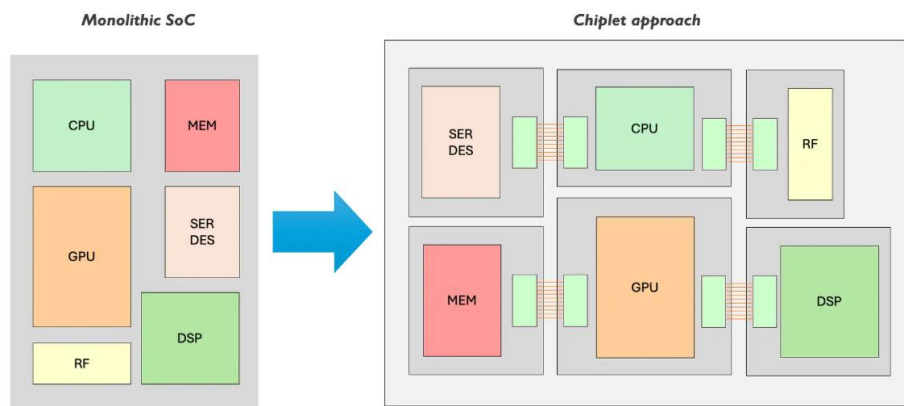


资料来源: 屹唐股份招股说明书, 国盛证券研究所

2.2. 先进封装景气上行, 头部 OSAT 加速扩产

AI 算力需求爆发驱动半导体产业扩容, 先进封装景气上行。与摩尔定律依赖制程微缩的路径不同, 先进封装通过芯片堆栈提升 I/O 密度, 为芯片性能突破提供非制程依赖方案, 是实现 Chiplet 模式的重要技术基础。Chiplet 采用模块化设计, 将复杂单片 SoC 拆解为多个功能独立的定制裸片, 通过 2.5D/3D 封装及高速 Die-to-Die 互连, 可在单个封装内集成完整的芯片系统。根据 YoleGroup 报告, 2024 年全球先进封装市场规模达 460 亿美元, 同比增长 19%, 较 2023 年回暖后增速显著; 预计 2030 年市场规模将超 794 亿美元, 2024-2030 年复合年增长率 (CAGR) 达 9.5%。

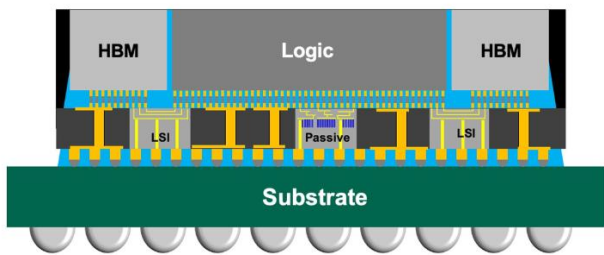
图表27: Chiplet 模块化系统



资料来源: imec, 国盛证券研究所

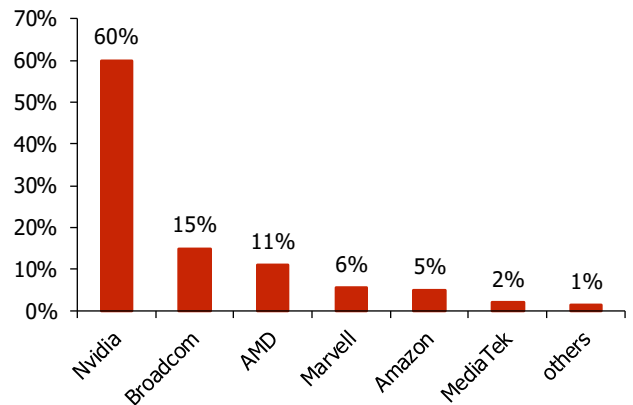
台积电 CoWoS 产能供不应求，先进封装投资持续增长。台积电 CoWoS 是 GPU 与 AI 加速器的主流 2.5D 封装技术，可将高带宽内存（HBM）与逻辑芯片共封装，能为 AI 训练/推理提供最优性能，主要应用于英伟达、AMD 等客户的 AI 芯片，2026 年全球 CoWoS 总需求约 100 万片，英伟达/博通/AMD 等头部企业占比分别为 60%/15%/11%。当前下游客户需求持续增长，CoWoS 产能供不应求，台积电计划在 2026 年底前将月产能从原预估的 10 万片扩大 20% 以上，达至少 12-13 万片/月，同时在技术上持续加码，拟于 2026 年推出光罩面积扩大 5.5 倍的 CoWoS-L、2027 年实现 SoW-X 量产，进一步巩固 AI/HPC 领域领先地位。

图表28: 台积电 CoWoS-L 技术



资料来源: 台积电官网, 国盛证券研究所

图表29: 2026 全球 CoWoS 需求格局



资料来源: Astute, 国盛证券研究所

头部 OSAT 加速布局先进封装扩产。2024 年全球 OSAT (封测代工商) 营收总额约 3032 亿元，其中前十大企业营收合计占比 80%，日月光（25%）、安靠（16%）、长电科技（11%）、通富微电（8%）稳居头部，市场集中度高。当前头部 OSAT 积极扩展先进封装产能：

- **日月光**：全球最大独立 OSAT 厂商，2024 年起显著加大先进封装投资，2025 年预计先进封装板块可实现 16 亿美元营收，2026 年预期进一步同增 60% 以上，总收入超 26 亿美元。公司于 10 月法说会将 2025 年资本开支上调 10 亿美元（原规划 55 亿美元），新增资本支出将集中于先进技术相关产能，包括 Wafer probing（晶圆测试）及成品测试产能扩充，强化涵盖 Cowos 等全制程能力。
- **安靠**：美国本土封测龙头，受先进封装需求推动，Q3 营收达 19.9 亿美元，环比增长 31%，创下营收新高；2025 全年资本开支预期约 9.5 亿美元，同比大幅增长 27%，亚利桑那州新型先进封装与测试园区于 10 月破土动工，同时安靠规划追加 50 亿美元投资额用于扩建计划，两期工程总投资额达 70 亿美元。
- **长电科技**：大陆最大 OSAT 厂商，在高算力、AI 端侧、功率与能源、汽车工业等重要领域拥有行业领先的半导体先进封装技术，2025 年资本开支大幅增长，全年规划额 85 亿元，同增 42%，投资聚焦先进封装项目及其技术突破，重点投向运算、汽车电子等增长迅速领域。
- **通富微电**：半导体封装测试龙头，积极布局 Chiplet、2D+ 等顶尖封装技术，Q1-3 归母净利润同比大幅增长 56%。2025 年在建项目投资额累计 60 亿元，其中 25 亿元投向崇川工厂、南通通富、合肥通富等新厂房建设及产品研发；35 亿元用于苏州、槟城基地产线升级，以满足大尺寸多芯片服务器及 AIPC 需求。

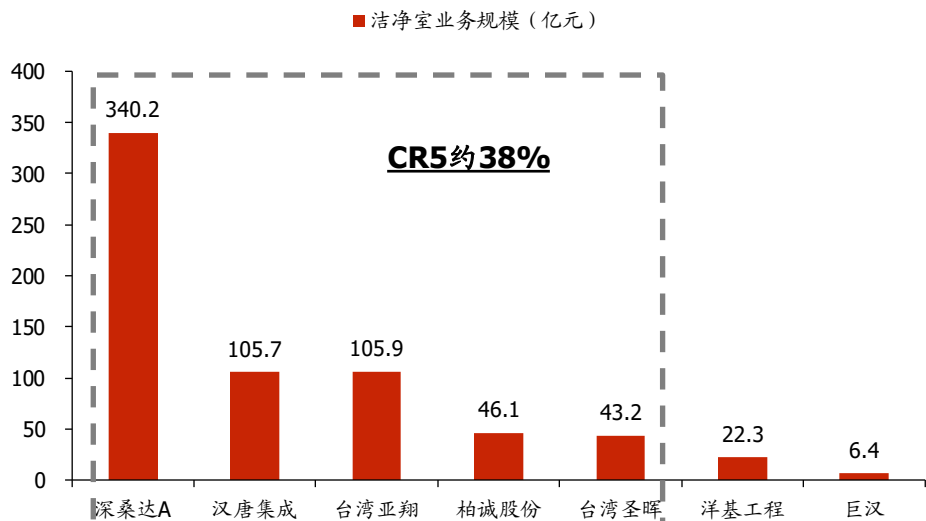
图表30: 头部 OSAT 厂商扩产计划

厂商	2024年营收(亿元)	市占率	资本开支规划
日月光	765	25%	2025年资本开支预计65亿美元(规划55亿美元),新增资本支出将集中于先进技术相关产能,包括Wafer probing(晶圆测试)及成品测试产能扩充,强化涵盖Cowos等全制程能力。2025年全年预期资本开支约9.5亿美元,同比大幅增长27%。亚利桑那州新型先进封装与测试园区于10月破土动工,并追加50亿美元投资额用于扩建计划,包括新增洁净室空间及第二座全新包装与测试工厂,两期工程总投资额达70亿美元。
安靠	470	16%	2025年资本开支大幅增长,全年规划额85亿元,同增42%,投资聚焦先进封装项目及其技术突破,重点投向运算、汽车电子等增长迅速领域。
长电科技	346	11%	2025年在建项目投资额累计60亿元,其中25亿元投向崇川工厂、南通通富、合肥通富等新厂房建设及产品研发;35亿元用于苏州、槟城基地产线升级,以满足大尺寸多芯片服务器及AIPC需求。
通富微电	242	8%	2025年资本支出规模上修至190亿新台币(原规划150亿新台币),预计2026年资本支出规模将大幅增长至400亿新台币,其中扇出型面板封装产能拟投资10亿美元。
力成集团	172	6%	

资料来源:芯思想研究院、经济日报、Amkor Technology、长电科技公司公告、通富微电公司公告、工商时报、IEK产业情报网、国盛证券研究所

公司在封装洁净室领域具备显著优势,有望受益细分领域景气上行。从竞争格局看,深桑达A系大陆地区洁净室主要参与方,下游涉及半导体、新能源、生物医药等多个领域,2024年洁净室工程相关营收630亿元,远超大陆其他洁净室龙头;大陆以外地区中,中国台湾半导体产能建设贡献主要洁净室市场,头部企业包括汉唐集成、台湾亚翔(苏州亚翔母公司)、台湾圣晖(苏州圣晖母公司)等,前五大洁净室企业半导体领域相关业务收入合计641亿元,占全球洁净室市场规模(测算额1680亿元)的38%,行业格局相对集中,且除深桑达外,其余半导体洁净室龙头均有自身优势领域,如圣晖集成在封装洁净室领域具备明显优势,与矽品科技(日月光控股)等封装龙头深度合作(合作历史超15年),将重点受益先进封装产能扩张带动洁净室需求上行。

图表31: 半导体洁净室龙头相关业务规模对比(2024年数据)



资料来源:各公司公告、各公司官网、Wind、国盛证券研究所 *注:台湾亚翔业务结构参考2024年1-11月数据;深桑达A业务中半导体占比参考行业整体假设;汉唐披露半导体占比超90%,测算时假设为100%

2.3. 台湾圣晖设立美国子公司,有望贡献显著业绩增量

地缘政治驱动北美半导体制造回流,区域产能投资旺盛。2022年8月美国通过签署《芯片和科学法案》,旨在促进半导体产业回流和前沿科技研发。该法案授权金额合计2800亿美元,包括提供527亿美元用于芯片制造业补贴及税收优惠、超过2000亿美元用于资助人工智能、机器人技术、量子计算等研发投入,同时限制受资助企业在大陆地区扩

大半导体产能或开展技术合作。法案签署以来，已吸引台积电、三星等多家半导体巨头资本开支向美国本土倾斜，形成强大“虹吸效应”，区域产业链布局持续完善。

图表32: 2022年《芯片与科学法案》主要内容

方向	具体措施
设立“创造有益的激励措施以促进美国半导体生产”基金	1、五年内为美国芯片基金拨款500亿美元，用于实施商务部的半导体激励措施，以发展国内半导体生产能力，并投资研发及劳动力发展计划，基金拨款包括： <u>1）激励计划</u> ，5年内拨款390亿美元，其中20亿美元将专用于投资传统芯片生产，最多60亿美元可用于直接贷款与贷款担保费用； <u>2）商务研发与劳动力发展计划</u> ，5年内拨款110亿美元，用于建立国家半导体科技中心、国家先进封装制造计划以及其他研发和劳动力发展计划。 2、为美国芯片国际技术安全和创新基金拨款5亿美元，用于与外国政府伙伴协调、支持国际信息和通信技术安全以及半导体供应链活动，包括支持开发、采用安全可信的电信技术、半导体和其他新兴技术。 3、为美国劳动力和教育基金拨款2亿美元，以促进半导体行业劳动力的增长。
采取半导体激励措施	1、通过芯片计划获得资金援助的企业需签署一项协议，承诺在接受资金起10年内不得在中国或其他存在顾虑的国家扩大或发展制造先进半导体的能力。 2、美国商务部将更新在有关国家扩大或发展半导体制造能力的技术门槛，并考虑使出口管制要求与技术进步保持一致性。 3、通过芯片计划获得资金援助的企业必须就其在有关国家的交易通知商务部，并在商务部裁定交易违反协议时纠正相关违法行为。否则，商务部有权收回联邦政府提供的援助。
为无线供应链创新的拨款	为公共无线供应链创新基金拨款15亿美元。该资金旨在利用美国的软件优势，加速开发一个开放的架构模型（OpenRAN）以允许不同的供应商进入特定网络组件的市场。
为先进制造业设立投资信贷	国会将为半导体制造的投资设立25%的投资税收优惠，以激励企业向半导体制造行业投资。该法规定了类似的资金保障措施，以确保该投资信贷的受益者企业将不能在构成国家安全威胁的国家（如中国）建立先进的半导体生产设施。

资料来源：天津市商务局，国盛证券研究所

图表33: 获《芯片与科学法案》政策支持的半导体龙头及其扩产计划

公司	政策支持内容
英特尔	提供85亿美元直接补贴资金、110亿美元低息贷款，资助其建设四座逻辑晶圆厂，两座位于亚利桑那州（生产Intel18A）、两座位于俄亥俄州新奥尔巴尼。
台积电	提供66亿美元补贴资金、50亿美元低息贷款，资助其在美国亚利桑那州凤凰城建设三座晶圆厂（4nm、3nm、2nm），项目投资总金额650亿美元。
三星	提供高达64亿美元的直接补贴资金，以支持其在美国德克萨斯州泰勒市投资建造两个新的领先逻辑晶圆厂（一个4nm晶圆厂、一个2nm晶圆厂）、一个致力于开发和研究当前生产节点之前的技术代的研发工厂和一个生产HBM和2.5D封装的先进封装工厂，以及扩建现有的德克萨斯州奥斯汀晶圆厂，使得三星在美国总投资升至超过400亿美元。
美光科技	提供约61.4亿美元直接补贴资金以及75亿美元拟议贷款，资助其在纽约州建设两座领先的动态随机存取存储器（DRAM）工厂。长期美光拟在纽约州投资约1000亿美元并创造约13500个设施和建筑工作岗位。
SK海力士	提供4.5亿美元直接资助和5亿美元贷款，资助其在美国印第安纳州西拉斐特新建大型的先进芯片封装工厂，用于量产新英伟达AIGPU新一代存储HBM3E。
德州仪器	提供46亿美元的补贴及贷款，资助其在德州谢尔曼以及犹他州李海建设新12寸半导体晶圆制造基地。
格芯	提供15亿美元资金，其中13.75亿美元用于在纽约州马耳他建设一座新的大型12英寸晶圆厂；1.25亿美元用于在佛蒙特州伯灵顿现有晶圆厂实现8英寸硅基氮化镓制造技术的商业化。

资料来源：芯智讯、TweakTown、智通财经、新电子、电子技术应用网、IT之家，国盛证券研究所

台积电进一步加码北美区域布局，总投资额达1650亿美元。截至2024年，在《芯片与科学法案》政策支持下，台积电累计在美投资达650亿美元，包括Fab21 P1-3三座晶圆厂，目前P1已量产；P2正在进行洁净室建设与机电系统整合，预计将于2026年10月开始安装生产设备、2027Q4量产；P3于2025年二季度动工，预计2028年移机、2029年量产。2025年3月，台积电宣布追加1000亿美元投资，拟在亚利桑那州新增建设3座晶圆厂、两座先进封装设施和一家大型研发中心，预计将于2029-2030年间量产。

图表34: 台积电在美投资项目

项目名称	投资额 (亿美元)	具体规划	目前进展
Fab21 P1	120	采用 4nm 制程技术	已量产
Fab21 P2	280	采用 3nm 制程技术	正在进行内部洁净室建设与机电系统整合, 预计将于 2026 年 10 月开始安装生产设备、2027 年四季度量产
Fab21 P3	250	采用 2nm 或更先进制程技术	2025Q2 动工, 预计 2028 年移机、2029 年量产
新增先进半导体制 造设施	1000	拟于亚利桑那州建设 3 座晶圆厂、2 座先进封装厂和 1 座研发中心建设	前期规划中, 预计 2029-2030 年间量产

资料来源: 芯智讯、超能网, IEK 产业情报网、澎湃新闻、IT 之家、Trendforce、环球时报, 国盛证券研究所

台湾圣晖赴美设立子公司, 有望为公司业务带来显著增量。根据公司 12 月披露公告, 母公司台湾圣晖已完成美国子公司的设立程序, 业务上初步规划依据双方投入资源占比划分, 目前已启动本土招聘以及从苏州和台湾两地协调人员派驻, 预计下一阶段将着力处理签证事宜与前期团队组建, 今年美国市场业务有望实现突破, 为公司业务带来显著增量。当前台积电美国区域资本开支大幅增长, 原有工程产能有限, 台湾圣晖系其无尘室及机电安装工程建置合格供应商之一, 后续有望参与相关项目: 从公开新闻看, 台积电美国 P1、P2 建设环节已完工, P3 以及新增项目尚未进入洁净室建设阶段, 合计投资额约 1250 亿美元, 假设洁净室环节占比 10%、公司市占率 20%, 对应中标总额 175 亿人民币, 年均 35 亿元 (假设 2026-2030 年建设完毕), 12% 净利率对应业绩增量 4.2 亿元 (考虑当前洁净室供需错配严重, 美国项目毛利率预计显著高于境内)。

图表35: 台积电在美投资项目敏感性测算

台积电项目投资额		1250 亿美元 (待建部分)				
洁净室环节投资敏感性测算 (单位: 亿元)		洁净室占总投资比例				
		6%	8%	10%	12%	15%
公司市占率	10%	53	70	88	105	131
	15%	79	105	131	158	197
	20%	105	140	175	210	263
	25%	131	175	219	263	328
	30%	158	210	263	315	394
投资周期		5 年				
年均收入 (亿元, 按测算中值)		35				
净利率		12%				
年均业绩 (亿元, 按测算中值)		4.2				

资料来源: 芯智讯、澎湃新闻, 国盛证券研究所

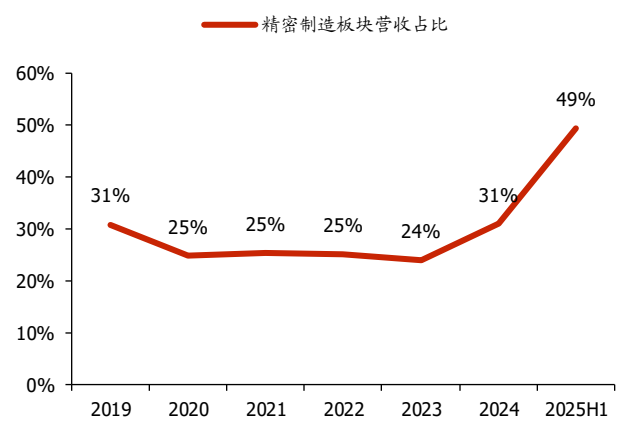
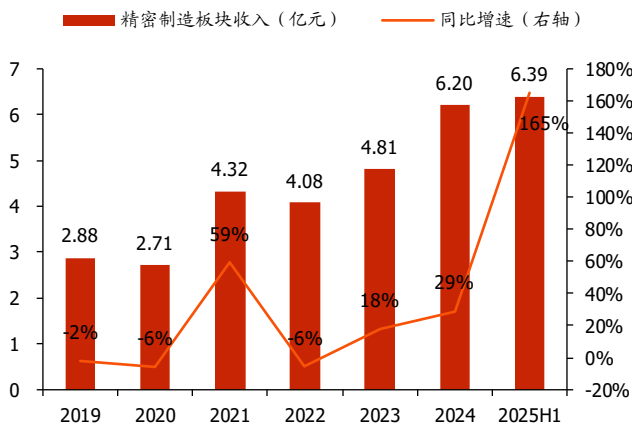
3. 精密制造：东南亚需求高景气，规模快速提升

深耕东南亚市场，区域洁净室需求高景气

受益东南亚区域需求增长，精密制造板块收入快速扩张。从收入占比看，精密制造为公司第二大收入来源，2024年实现营收6.2亿元，同增29%，贡献总收入31%；2025H1板块实现营收6.39亿，同比大幅增长165%，收入占比提升至49%，主要得益于东南亚等海外区域项目加速转化。公司自2007年起实施“东南亚本土化战略”，2018年通过股权收购陆续取得越南、马来西亚、印尼子公司的控制权（母公司台湾圣晖分别于2007/2011/2013年设立），2019年增设泰国子公司，形成覆盖东盟主要经济体的战略支点。近年来公司下游多家核心客户（纬创、启基等）出海建厂，洁净室建造需求持续提升，带动公司精密制造板块快速扩张。

图表36：公司精密制造收入及同比增速

图表37：公司精密制造收入占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

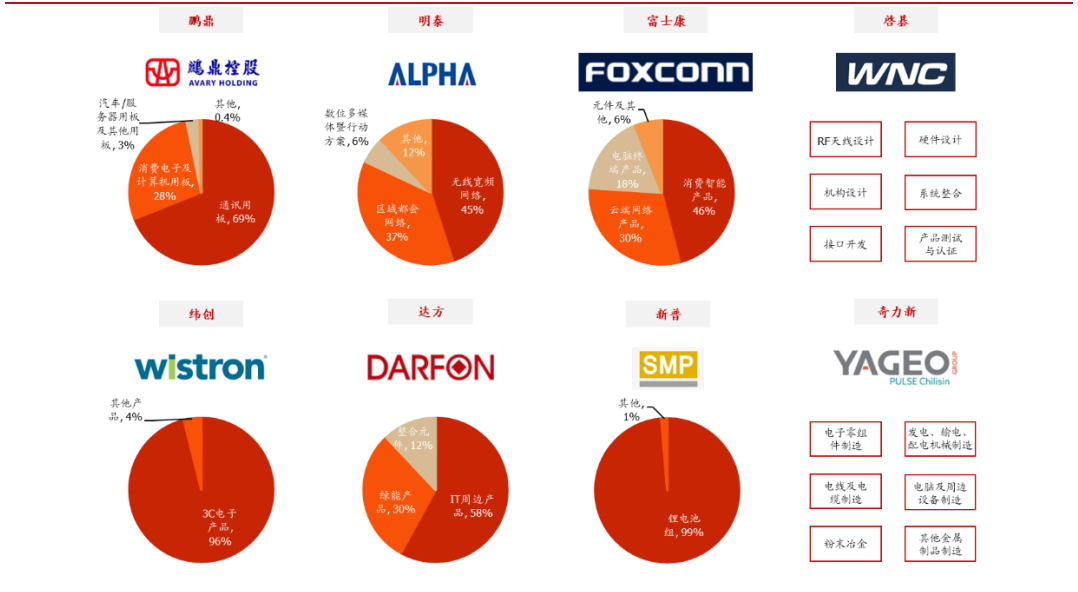
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表38：圣晖集成海外子公司建立及收购历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

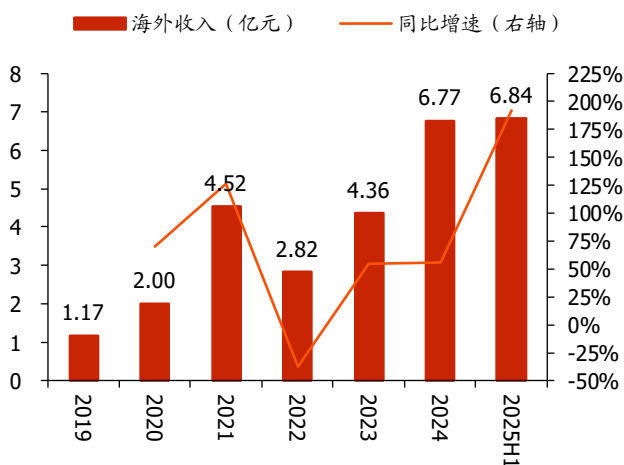
图表39: 公司精密制造客户主营业务情况 (2024年)



资料来源: 各公司公告、各公司官网, 国盛证券研究所

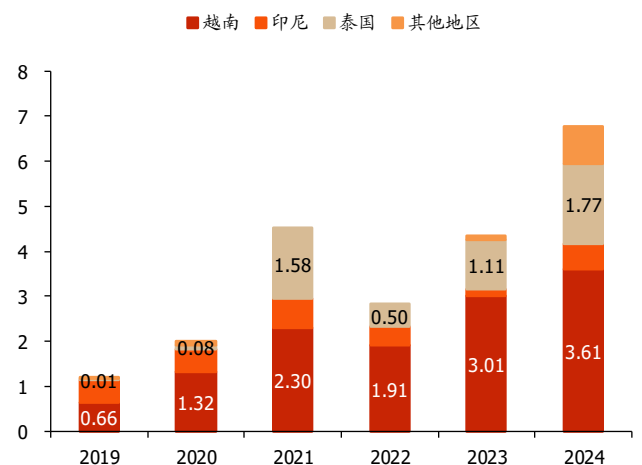
东南亚区域高景气有望延续, 带动公司海外收入持续高增。从产业链定位看, 当前东南亚各国在半导体领域分工有所差异, 精密制造产能基本集中于越南、泰国等地, 新加坡偏晶圆制造、马来西亚偏制造与封测, 其中: 1) 越南以半导体产业链下游 SMT 组装产业为主, 其依托低廉劳动力成本、优异地理位置、产业集群等优势, 吸引大量加工制造业 FDI, 集中于电子、零部件和设备领域。2) 泰国为东盟最大汽车生产和出口国之一, PCB 电路板等半导体产业链发展具备较强协同优势, 近年来吸引多家车企配套半导体企业投资建厂 (索尼、罗姆、恩智浦等)。2025-2029 年泰国计划拉动 5000 亿泰铢投资 (约 1025 亿人民币), 强化泰国作为区域半导体产业中心的地位, 同时对 PCB、PCBA 等领域投资提供税收优惠支持。公司海外项目以精密制造为主, 近年来受益东南亚区域景气上行, 境外收入快速扩张, 2023-2024 年同增 54%/55%, 2025H1 同比大幅增长 192%。

图表40: 公司海外收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表41: 公司海外各区域收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 高端 PCB 需求放量，资本开支显著扩张

AI 服务器放量驱动高端 PCB 需求快速增长。印刷电路板 (PCB) 是 AI/HPC 系统的核心基础电子平台，为各类芯片、内存模组和其他电子元件提供电气连接和物理支撑；其需满足高速信号传输、高功率密度及热管理需求，对材料与信号完整性要求极高。以英伟达 Rubin 平台为代表的 AI 服务器结构性变革，正推动 PCB 从电路载体升级为算力释放的核心层，迈入高频、高功耗、高密度的“三高时代”；无缆化互连、高层 HDI 设计及低 Dk 材料、极低粗糙度铜箔应用成为主流，层数提升带动 PCB 价值量大幅增长。根据 PrismaMark 数据，2024 年全球 PCB 产值为 735.65 亿美元，预计 2024-2029 年 CAGR 达 5.2%；算力需求增长驱动下，AI 相关 18 层及以上 PCB 板 2024-2029 年 CAGR 为 20.6%，远超 PCB 行业平均增速。

图表42: 2024-2029 年全球 PCB 产值复合增长率预测 (单位: 百万美元/%)

地区/年份	2000	2023	2024	2029F	2024/2023	2024-2029F 复合增长率
美洲	10852	3206	3493	4075	9.0%	3.1%
欧洲	6702	1728	1638	1863	-5.3%	2.6%
日本	11924	6078	5840	7855	-3.9%	6.1%
中国大陆	3368	37794	41213	49704	9.0%	3.8%
亚洲 (中国大陆、日本除外)	8724	20710	21381	31164	3.2%	7.8%
合计	41570	69517	73565	94661	5.8%	5.2%

资料来源: 胜宏科技公司公告, 国盛证券研究所

头部 PCB 厂商加速扩产，资本开支显著扩张。从区域结构看，中国大陆为全球 PCB 第一大生产地，2024 年 PCB 产值 412 亿美元，占比 56%；东南亚地区依托劳动力、资源、政策、产业等多方优势，正逐步承接 PCB 产能转移。当前多家头部 PCB 厂商围绕“中国+N” (N 主要指越南、泰国等东南亚国家) 模式推动产能布局，资本开支预计步入景气周期：

- **鹏鼎控股:** 2025Q1-3 资本开支 50 亿元，同比增长 30 亿元，计划 2025-2026 年均资本开支 66 亿元，其中近 50% 投向高阶 HDI 及 HLC 产能，重点在建项目包括：1) 淮安三园区高阶 HDI 及 SLP 项目，投资 50 亿，一期已投产，二期在建；2) 淮安产业园建设项目，投资 80 亿元，2025H2 开始建设；3) 泰国巴真府 SAHA 工业园区，总投资 43 亿元，投建 HDL、HLC 产能，项目周期为 2026 全年。
- **胜宏科技:** 公司国内产能以惠州总部为核心，同时为提升全球化交付服务能力，规划在越南、泰国投资建设生产线，稳步布局东南亚 PCB 高端产能，在建项目包括：1) 国内于 2025 年下半年新购置工业用地，规划建设两栋厂房；2) 泰国高多层印制线路板项目，总投资 14 亿元，A1 栋一期升级改造于 2025 年 3 月完成、二期已开始生产验证板；A2 栋建设有序推进中；3) 越南 HDI 项目在建中，总投资 18 亿元。

图表43: PCB 龙头资本开支扩产计划

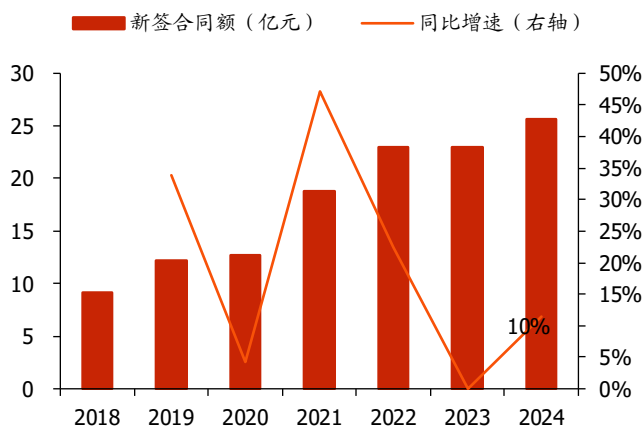
厂商	地区	项目	投资额 (亿元)	当前进度及投产方向
鹏鼎控股	淮安	淮安产业园建设项目	80	建设期为 2025H2-2028 年; 整合建设淮安产业园, 扩充 SLP、高阶 HDI、HLC、软板等产能
		淮安三园区高阶 HDI 及 SLP 项目	50	一期已投产, 二期在建; 服务于 AI 服务器/光模块等领域
	泰国	2026 年泰国园区投资计划	43	建设期为 2026 年全年; 用于建设泰国园区生产厂房及周边配套设施, 投资建设高阶 HDI、HLC 等产品产能
胜宏科技	泰国	泰国高多层印制线路板项目	14	A1 栋一期升级改造已于 2025 年 3 月完成, 二期高端产能已经开始生产验证板; A2 栋建设有序推进中。
	越南	越南胜宏人工智能 HDI 项目	18	建设中
	国内	高端 PCB 产能扩产	-	2025 年已部分投产厂房四项目、10 月初封顶厂房九钻孔中心; 新购置一块工业用地, 规划建设两栋厂房, 后续国内高端产能将进一步提升
沪电股份	国内	人工智能芯片配套高端印制电路板扩产项目	43	2025 年 6 月下旬开工, 目前正有序推进
景旺电子	珠海	AI 算力及高端智能汽车高阶 HDI 扩产项目	32	预计于 2026 年 6 月份投产, 达产后将形成年产 80 万 m ² 高阶 HDI (含 SLP) 产能

资料来源: 各公司公告、景旺电子公司官网、人民网、国盛证券研究所

4. 在手订单规模显著提升，今年业绩增长有望提速

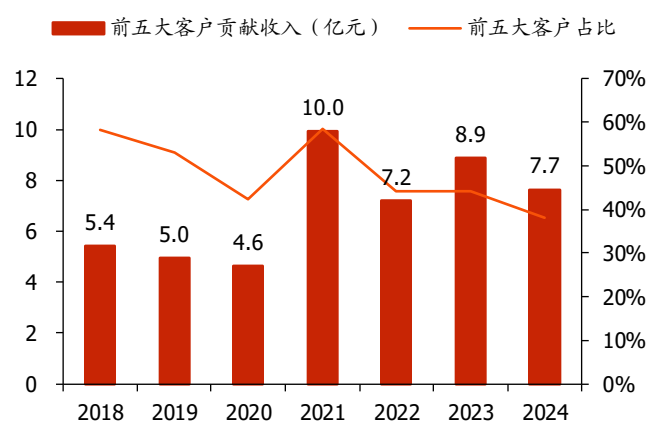
新签订单规模持续扩张，优质客户资源丰富。2018年以来公司新签合同额规模呈持续扩张态势，2018-2024年复合增速19%，2024年全年新签订单25.6亿元，同增12%。由于IC半导体、光电等高科技厂房投资金额巨大，且对洁净室稳定性要求较高，工程质量直接影响后续生产效率，因此业主通常选择此前有合作基础、历史业绩稳健的工程服务商。公司与矽品科技、富士康、晶合集成、鹏鼎等优质客户建立长期稳定合作关系，后续受益核心客户资本开支扩张，公司有望获取较大份额订单，叠加美国台积电扩产提供潜在增量项目，新签合同额预计延续高增。

图表44: 公司新签合同额及同比增速



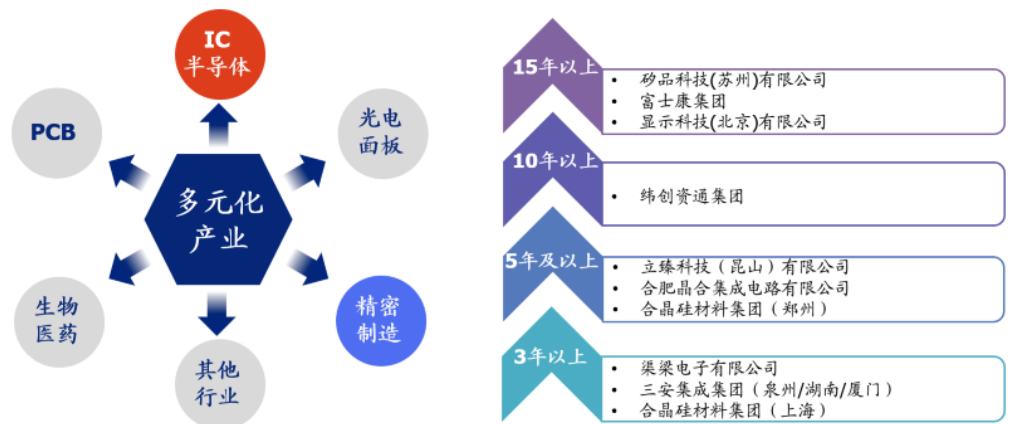
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表45: 公司前五大客户贡献收入及占总营收比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表46: 公司优势业务领域及重点合作客户

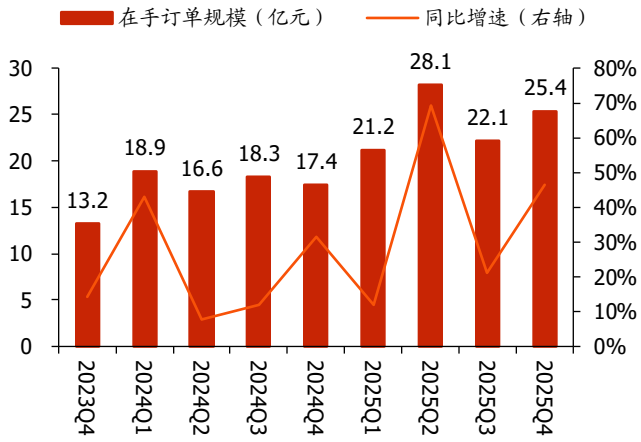


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

25Q4末在手订单规模显著提升, 叠加毛利率改善, 今年业绩增长有望提速。截至2025Q4末, 公司在手订单25.4亿元, 同增46%, 其中IC半导体/精密制造/光电在手合同额分别为20.5/3.7/1.2亿元, 同比+160%/-54%/-13%, 占比80.6%/14.5%/4.8%, 从在手结构看IC半导体业务占比明显提升。从转化周期看, 国内订单基本6-9个月确认大部分收入, 海外订单约9-12个月; 仅个别大型或高复杂度项目周期会延长至1-2年, Q4末在手订单增长预计将带动今年营收增长进一步提速。盈利端, 前期受个别金额较大的低

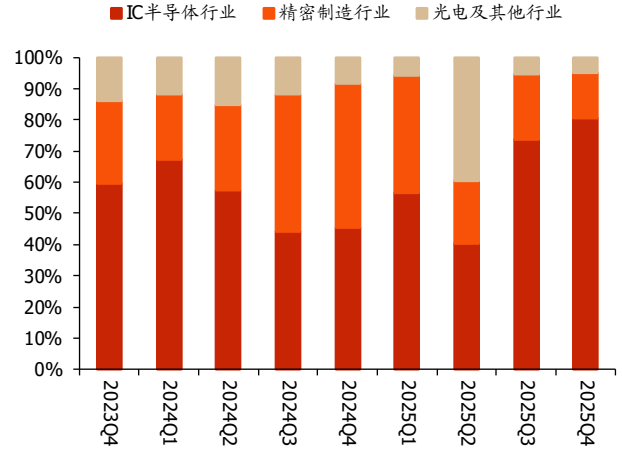
毛利项目影响，毛利率有所承压，目前项目已逐步确认收入，同时随着海外项目占比提升（海外总体盈利能力优于境内），今年毛利率有望稳步改善，带动业绩增长提速。

图表47: 公司在手订单规模及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表48: 公司在手订单分行业结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测、估值及投资建议

营业收入：预计 2025-2027 年公司分别实现营业收入 **26.25/37.5/47.5 亿元**，同增 **31%/43%/27%**。根据 25Q4 末在手订单情况及下游各领域需求展望，我们对各业务板块营收进行拆分预测：**1) IC 半导体：**当前 AI 资本开支强劲，北美洁净室产能持续紧缺，相关订单预计维持高增，我们假设 2025-2027 年板块营收分别同增 20%/100%/30%，达 14.33/28.66/37.25 亿元。**2) 精密制造：**2024 年受益东南亚区域开拓，在手订单大幅增长，预计带动 2025 年收入同比高增 60%；2026 年受高基数影响，预计有所回落，假设收入同比-30%；2027 年恢复增长（PCB 带动），预计同增 20%，对应 2025-2027 年板块营收分别为 9.92/6.94/8.33 亿元。**3) 光电行业：**体量较小，假设 2025-2027 年分别同比+10%/-10%/0%，对应营收 1.01/0.91/0.91 亿元。

毛利率：受益海外高毛利业务占比提升，综合毛利率预计改善，测算得 2025-2027 年分别为 12.5%/13.1%/14.5%。**1) 精密制造：**海外部分项目预计于 2026H1 进入结算期，盈利有望恢复，假设 2025-2027 年毛利率分别为 14%/15%/15%；**2) IC 半导体：**前期受个别大型项目低毛利率影响，盈利能力有所下滑，2026 年起公司接单策略将以毛利率为导向，叠加北美等海外区域项目开拓，毛利率预计上升，假设 2026-2027 年分别为 12%/14%；**3) 光电行业：**假设相对稳定，2025-2027 年均均为 20%。

期间费用率：**1) 销售费用率：**考虑北美地区业务开拓，销售费用预计维持较快增长，假设 2025-2027 年销售费率分别达 0.40%/0.40%/0.35%；**2) 管理费用率：**职工薪酬等刚性成本占比较高，预计随着收入扩张稳步下行，假设 2025-2027 年分别为 3.0%/2.9%/2.8%；**3) 研发费用率：**研发费用预计维持高位，假设研发费率保持稳定，2025-2027 年均均为 1.7%。

图表 49: 主营业务拆分表

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	17.02	16.28	20.09	20.08	26.25	37.50	47.49
增长率		-4.3%	23.4%	0.0%	30.7%	42.9%	26.6%
精密制造	4.32	4.08	4.81	6.20	9.92	6.94	8.33
增长率		-5.6%	17.9%	28.9%	60%	-30%	20%
IC 半导体行业	10.37	8.72	13.46	11.94	14.33	28.66	37.25
增长率		-15.9%	54.4%	-11.3%	20%	100%	30%
光电行业	0.93	2.82	1.01	0.92	1.01	0.91	0.91
增长率		203.2%	-64.2%	-8.9%	10%	-10%	0%
其他业务	1.40	0.66	0.81	1.02	0.99	0.99	0.99
毛利 (亿元)	2.57	2.51	2.70	2.53	3.27	4.91	6.89
精密制造	0.37	0.45	0.88	0.95	1.39	1.04	1.25
IC 半导体行业	1.95	1.49	1.42	1.13	1.43	3.44	5.22
光电行业	0.14	0.35	0.21	0.18	0.20	0.18	0.18
其他业务	0.11	0.22	0.19	0.26	0.25	0.25	0.25
毛利率	15.11%	15.44%	13.44%	12.59%	12.46%	13.09%	14.52%
精密制造	8.46%	11.09%	18.31%	15.40%	14.00%	15.00%	15.00%
IC 半导体行业	18.82%	17.09%	10.55%	9.45%	10.00%	12.00%	14.00%
光电行业	15.02%	12.36%	20.46%	19.66%	20.00%	20.00%	20.00%
期间费用率	4.36%	5.63%	4.32%	4.58%	4.88%	4.82%	4.77%
销售费用率	0.31%	0.39%	0.40%	0.34%	0.40%	0.40%	0.35%
管理费用率	3.14%	3.69%	2.95%	3.11%	3.00%	2.90%	2.80%
研发费用率	0.77%	1.17%	1.25%	1.67%	1.70%	1.70%	1.70%
财务费用率	0.13%	0.37%	-0.28%	-0.54%	-0.22%	-0.18%	-0.08%
归母净利润 (亿元)	1.24	1.23	1.39	1.14	1.44	2.30	3.47
增长率		-0.6%	12.8%	-17.5%	26.3%	59.2%	50.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.44/2.30/3.47 亿元, 同增 26%/59%/51%, 对应 EPS 分别为 1.44/2.30/3.47 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 77/48/32 倍。我们选取洁净室工程龙头亚翔集成、柏诚股份、华康洁净、深桑达 A 作为同业可比, 2025-2027 年可比 PE 均值分别为 60/48/41 倍。公司当前 PE 与同业可比接近, 考虑母公司品牌赋能, 后续美国区域订单有望贡献显著增量, 进一步打开成长空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 50: 可比公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE				PB
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
圣晖集成	110.85	1.14	1.44	2.30	3.47	96.9	76.7	48.2	31.9	9.96
亚翔集成	158.29	2.98	3.27	4.53	5.25	53.1	48.5	35.0	30.2	18.09
柏诚股份	18.55	0.40	0.41	0.46	0.51	46.1	45.0	40.7	36.7	3.35
华康洁净	52.28	0.62	1.31	1.97	3.24	84.3	39.8	26.5	16.1	3.10
深桑达 A	20.81	0.27	0.20	0.23	0.25	76.7	106.3	91.0	82.4	3.46
可比公司 (剔除圣晖集成) 平均值						65.1	59.9	48.3	41.3	3.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 *注: 股价截至 2026/1/30, 可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期

6. 风险提示

美国业务开拓不及预期、半导体资本开支下行风险、东南亚精密制造业务增长不及预期、测算存在误差风险等。

- 1) **美国业务开拓不及预期:** 当前美国 AI 扩产需求旺盛, 带动洁净室建设投资增长, 母公司台湾圣晖已设立美国子公司, 若后续美国订单落地不及预期, 可能会对业绩增长造成不利影响。
- 2) **半导体资本开支下行风险:** 洁净室市场规模受半导体新建厂投资影响, 如半导体资本开支下行, 可能影响洁净室整体需求。
- 3) **东南亚精密制造业务增长不及预期:** 公司境外收入中东南亚贡献主要比例, 下游以 PCB 等精密制造客户为主, 如若后续业务增长不及预期, 可能对公司海外业务规模扩展造成不利影响。
- 4) **测算存在误差风险:** 本文对公司美国业务弹性测算均基于假设参数, 可能与实际存在一定误差。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com