

评级：买入（首次）

市场价格：39.49

分析师：耿鹏智

执业证书编号：S0740522080006

Email: gengpz@zts.com.cn

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,702	1,628	2,123	2,774	3,623
增长率 yoy%	55.26%	-4.37%	30.42%	30.67%	30.60%
归母净利润（百万元）	124	123	161	216	289
增长率 yoy%	51.23%	-0.60%	31.26%	33.87%	33.96%
每股收益（元）	1.55	1.54	2.02	2.70	3.62
每股现金流量	-0.81	2.01	2.02	2.19	3.35
净资产收益率	28.94%	12.12%	14.53%	17.12%	19.47%
P/E	25.56	25.71	19.59	14.63	10.92
P/B	7.46	3.13	2.86	2.51	2.13

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；股价取自 2023 年 5 月 12 日收盘价

报告摘要

- 洁净室行业领先企业，营收、净利增速态势良好。**公司间接控股股东为台湾圣晖，于 2022 年在上交所上市，公司专注于先进制造业洁净室系统集成整合工程，亦可提供洁净厂房建造规划、设计建议、设备配置、洁净室环境系统集成工程及维护服务。**业务结构方面：**以洁净室系统集成相关工程占主导，辅以其他机电安装工程与设备销售等业务；2022 年，公司洁净室系统集成/工艺二次配/其他机电安装业务营收占比分别 84.84%/11.81%/1.97%。**营收保持增长，业绩稳健成长：**2018-2022 年，公司营收由 9.3 亿元增至 16.3 亿元，CAGR+14.93%，归母净利润由 0.35 亿元增至 1.23 亿元，CAGR+37.3%。
- 行业分层明显，中高端领域受益下游高质量发展。****(1) 产业链方面：**行业上游竞争充分，多数供应产品有望长期保持充分竞争态势，利好成本控制；中游包括洁净室工程设计及工程施工，**工程设计毛利率高达 40-50%，工程施工毛利率 10%以下**；下游以电子产业为主，驱动行业持续向好；**(2) 行业竞争方面：**高端领域稀缺，低端领域过剩，头部企业掌握高级别洁净室系统集成解决方案，技术壁垒较高、盈利能力强，**2019-2022 年，圣晖集成毛利率高出同行业上市公司平均值约 3%**；头部企业业务涵盖广泛，侧重半导体等高端制造业，**2020-2022 年，圣晖集成半导体行业营收占比均超 50%**；**(3) 下游行业方面：**2017-2021 年，中国集成电路产业销售额 CAGR 为 17.9%，新型显示营收 CAGR 高达 20.8%，生物医药/医疗器械/锂电池行业市场规模 CAGR 分别高达 18.1%/19.5%/41.5%。下游应用产业规模扩大、资本支出增加，直接拉动洁净室工程市场需求。**经测算：保守、中性、乐观情况下，2023-2025 年，中国大陆洁净室工程市场规模分别 1637/2021/2495 亿元、2328/2874/3548 亿元、2816/3476/4291 亿元，2019-2025 年，市场规模 CAGR 分别有望达 7.1%/13.6%/17.2%。**
- 高筑技术护城河，客户资源厚积薄发。****(1) 技术方面：**公司洁净室技术在空气洁净度、温湿度控制、AMC 控制、微振动控制等方面处于领先地位。2022 年，公司研发费用 1910.2 万元，同比增长 45.0%；截至 2022 年底，拥有专利 54 项；**(2) 客户资源方面：**公司客户粘性强，矽品科技、富士康科技集团等均与公司保持 10 年以上合作关系，2019-2022 年，前五大客户营收占比均超 42%。**2022 年，公司累计新签项目数量 499 个，金额 23.0 亿元，同比增加 26.7%，在手订单总金额 12.4 亿元；****(3) 区域布局方面：**1) 在国内，公司深耕长三角、珠三角区域，多地设立营销网点，辐射华中、西南地区，**2022 年，西南区域营收 2.3 亿元，同比大增 631%**；2) 在国外，并购境外公司，布局越南、新加坡等东南亚地区。截至 2022 年，公司主要在越南、印尼、泰国实现境外营业收入，2021 年，泰国区域实现营收 1.58 亿元，同比提升 19.0%。
- 投资建议：**预计公司 2023-2025 年实现营业收入 21.23/27.74/36.23 亿元，yoy+30.4%/30.7%/30.6%，实现归母净利润 1.61/2.16/2.89 亿元，yoy+31.3%/33.9%/34.0%，对应 EPS 为 2.02、2.70、3.62 元。现价对应 PE 为 19.6、14.6、10.9 倍。公司当前价值较可比公司有所低估，给予“买入”评级。
- 风险事件提示：**宏观经济波动风险、行业竞争加剧风险、客户集中度较高风险、工程安全风险、研报使用信息数据更新不及时风险。

基本状况

总股本(百万股)	80
流通股本(百万股)	20
市价(元)	39.49
市值(百万元)	3,159
流通市值(百万元)	790

股价与行业-市场走势对比

相关报告

内容目录

1、洁净室行业领先企业，专注洁净室系统集成工程	- 5 -
1.1 优质空间塑造者，洁净室工程整体一站式服务商	- 5 -
1.2 专注洁净室系统集成主业，营收稳步上升	- 7 -
1.3 盈利水平有所提升，核心财务指标有望优化	- 9 -
2、行业分层明显，中高端领域受益下游高质量发展	- 12 -
2.1 产业链：上游维稳、下游高质量导向助推，洁净室行业市场广阔.....	- 12 -
2.2 竞争格局：洁净室工程行业快速扩张，转向价值竞争.....	- 16 -
2.3 下游行业需求强劲，洁净室工程市场空间广阔.....	- 20 -
3、高筑技术护城河，客户资源厚积薄发	- 25 -
3.1 专注高端洁净室项目，领先技术为工程保驾护航.....	- 25 -
3.2 工程实践经验丰富，客户资源积累深厚.....	- 27 -
3.3 区域布局：华东、华南、西南多线发力，东南亚市场外延布局	- 30 -
4、盈利预测与估值	- 33 -
4.1 盈利预测	- 33 -
4.2 估值分析	- 35 -
4.3 投资建议	- 36 -
5、风险提示	- 37 -

图表目录

图表 1：公司发展历程	- 5 -
图表 2：公司股权结构	- 6 -
图表 3：圣晖集成高管团队	- 6 -
图表 4：洁净室系统集成相关工程占主导，辅以其他机电安装工程设备销售等 -	7 -
图表 5：2018-2022 年，公司营收 CAGR+14.93%	- 8 -
图表 6：2022 年，公司系统集成和二次配工程营收占比 96.65%	- 9 -
图表 7：2022 年，公司系统集成和二次配工程毛利占比 95.10%	- 9 -
图表 8：2018-2022 年，公司营收 CAGR+14.9%	- 9 -
图表 9：2018-2022 年，公司归母净利润 CAGR+37.3%	- 9 -
图表 10：2019-2022 年，主业毛利率水平较稳定	- 10 -
图表 11：2021 年至 23Q1，公司毛利率/归母净利率稳步回升	- 10 -
图表 12：2019 年至 23Q1，期间费用率处合理区间	- 10 -
图表 13：2019-2022 年，资产负债率总体下降	- 10 -
图表 14：2019-2022 年，应收账款、存货周转天数有所上升	- 11 -
图表 15：2019-2022 年，经营性现金流净额增至 1.61 亿元	- 11 -

图表 16: 集成电路行业飞速发展对洁净室技术提出更高要求.....	- 12 -
图表 17: 洁净室通过控制各受控因素, 建立稳定有效、参数受控的环境空间	- 13 -
图表 18: 不同类别的洁净室应用场景有着较大的差异.....	- 13 -
图表 19: 洁净室行业上游竞争尚可, 中游设计环节利润最高, 下游驱动行业持续向好.....	- 14 -
图表 20: 2015-2019 年洁净室工程单位造价稳步上涨.....	- 15 -
图表 21: 《洁净厂房设计规范》(GB50073-2001) 空气洁净度等级划分	- 15 -
图表 22: 主要下游领域洁净度需求	- 15 -
图表 23: 10-19 年, 中国洁净室工程行业市场规模 CAGR 高达 19.7%.....	- 16 -
图表 24: 需求升级和市场延伸推动洁净室工程行业转型	- 17 -
图表 25: 2019-2022 年, 圣晖集成主营业务毛利率高于同行业上市公司平均水平	- 17 -
图表 26: 2019-2022 年, 圣晖集成半导体行业营收占比远高于同行业上市公司平均水平	- 18 -
图表 27: 洁净室行业典型企业业务布局侧重半导体等高端制造业.....	- 18 -
图表 28: 洁净室行业典型企业专利资质及主要客户	- 19 -
图表 29: 17-21 年, 全球半导体产业市场规模 / 企业资本支出 CAGR 分别+7.8% / 12.6%	- 20 -
图表 30: 17-21 年, 中国集成电路产业销售额 CAGR+17.9%.....	- 20 -
图表 31: 2000-2020 年, 中国大陆 LCD 全球产能占比由 0%攀升至 50%.....	- 21 -
图表 32: 17-21 年, 中国新型显示行业营收 CAGR +20.8%.....	- 21 -
图表 33: 2017-2021 年, 中国生物医药市场规模 GAGR 达 18.1%.....	- 21 -
图表 34: 2017-2021 年, 中国医疗器械市场规模 GAGR 达 19.5%	- 22 -
图表 35: 2017-2021 年, 中国锂电池市场规模 GAGR 达 41.5%.....	- 23 -
图表 36: 中性情形下, 19-25 年, 中国大陆洁净室工程市场规模 CAGR 有望达 13.6%.....	- 24 -
图表 37: 公司代表洁净室项目工程级别较高, 具备较强竞争优势.....	- 25 -
图表 38: 2018-2022 年, 公司研发费用稳步上升	- 25 -
图表 39: 2013-2021 年, 公司专利呈上升态势.....	- 25 -
图表 40: 公司在空气洁净度、温湿度控制、AMC 控制、微振动控制等方面处领先地位.....	- 27 -
图表 41: 2022 年, 公司新签订单金额同比增长 22.44%.....	- 27 -
图表 42: 2019-2022 年, 公司前五大客户贡献营收占比高位维稳.....	- 27 -
图表 43: 公司主要采取招投标+商务谈判方式拓展业务.....	- 28 -
图表 44: 2017-2021 年, 公司累计获得主要工程奖项 24 项	- 29 -
图表 45: 2019-2022 年, 公司 IC 半导体营收占比稳居 40%以上	- 30 -
图表 46: 2022 年, 公司 IC 半导体行业营收占比 53.64%.....	- 30 -
图表 47: 公司主要客户分布于半导体、光电面板、精密制造、生物医药等行业	- 30 -
图表 48: 2022 年, 公司西南区域营收大增 631%, 初步体现多元化地域布局优势	- 31 -
图表 49: 2021 年, 公司泰国区域营收上升显著	- 31 -
图表 50: 2022 年, 越南区域毛利润占境外全部毛利润 58%.....	- 31 -

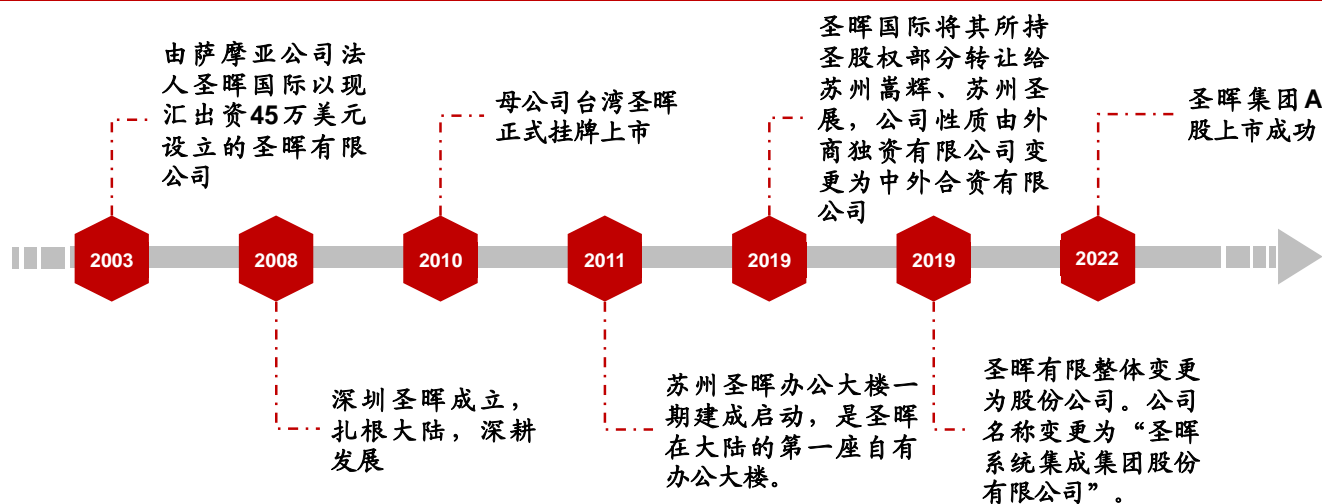
图表 51: 东南亚半导体行业成熟, 发展前景广阔	- 32 -
图表 52: 公司洁净室工程业务新签订单预测表 (单位: 亿元)	- 33 -
图表 53: 简易盈利预测表 (单位: 亿元)	- 34 -
图表 54: 公司期间费用预测表 (单位: 亿元)	- 35 -
图表 55: 简易盈利预测表 (单位: 亿元)	- 35 -
图表 56: 可比公司估值表 (2023.05.12)	- 36 -

1、洁净室行业领先企业，专注洁净室系统集成工程

1.1 优质空间塑造者，洁净室工程整体一站式服务商

整体上市优化资源配置，致力于成为优质空间塑造者。公司前身为圣晖有限公司，成立于2003年，2022年，在上交所上市。圣晖集成专注于先进制造业洁净室系统集成整合工程，已具备“工程施工设计+采购+施工+维护”EPCO能力，亦可提供洁净厂房建造规划、设计建议、设备配置、洁净室环境系统集成工程及维护服务。公司在洁净室工程行业与上下游供应商之间均保持良好合作关系，立足为IC半导体、IC封测、光电等电子行业、生物医药行业、食品行业、PCB等相关领域客户提供洁净室工程服务。

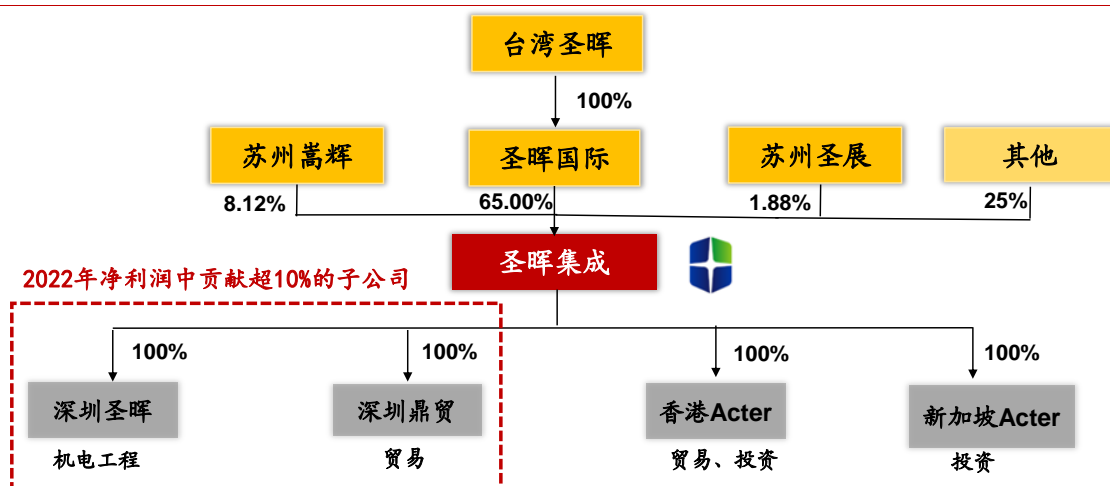
图表 1：公司发展历程



来源：公司公告、中泰证券研究所

间接控股股东为台湾圣晖，控股股东为圣晖国际。截至22Q4末，圣晖国际持有公司65.00%的股权。公司下设圣晖工程技术（深圳）有限公司（以下简称“深圳圣晖”），其主要业务为境内洁净室业务；深圳市鼎贸贸易有限公司（以下简称“深圳鼎贸”），其主营业务为境内设备购销；Acter International Limited（以下简称“香港 Acter”）为公司下属境外设备购销及投资平台，Acter Technology Singapore Pte. Ltd.（以下简称“新加坡 Acter”）为公司下属境外投资平台。

图表 2: 公司股权结构



来源：公司公告、Wind、中泰证券研究所

高管层专业背景、年龄层次搭配合理，具备丰富产业经验和企业管理经验。公司管理层共 11 人，均具备相关的学科背景及履行相关职责所必需的工作经验。董事长梁进利具有丰富的任职、管理经验，曾任台湾圣晖经理、副总、台湾和硕董事长、台湾朋亿董事长等职。

图表 3: 圣晖集成高管团队

姓名	职务	入职日期	年龄	工作经历（入职公司前）
梁进利	董事长	2022 年 7 月 1 日	61	EMBA 硕士学历，高级工程师。1993 年 8 月至今历任台湾圣晖经理、副总经理、执行长兼董事长；1998 年 4 月至今任台湾和硕董事长；2005 年 6 月至今任深圳圣晖董事；2009 年 3 月至今任台湾朋亿董事长；2021 年 6 月至今任锐泽实业董事长。
陈志豪	副董事长、董事会秘书、核心技术人员	2022 年 7 月 1 日	57	高级工程师。1996 年 4 月至 12 月任武汉容晖工贸有限责任公司副总经理；1999 年 3 月至 2005 年 6 月任中山市圣晖机电工程有限公司副总经理；2005 年 7 月至今历任深圳圣晖副总经理、总经理、董事长。
朱启华	董事、总经理	2022 年 7 月 1 日	50	EMBA 硕士学历，中级工程师。1997 年 8 月至 1999 年 8 月任广邑工程有限公司工程部副经理；1999 年 9 月至 2002 年 7 月任台湾圣晖课长；2002 年 8 月至 2003 年 8 月任苏州市宏晖机电工程有限公司工程部襄理
萧静霞	财务总监	2022 年 7 月 1 日	54	1992 年 1 月至 1995 年 1 月任第一联合会计师事务所审计部组长；1996 年 3 月至 2002 年 4 月任富邦综合证券股份有限公司承销部副经理；2002 年 5 月至 2006 年 4 月任绿点高科技股份有限公司财务经理；2006 年 4 月至 2015 年 6 月任英济股份有限公司财务处长；2015 年 7 月至 2016 年 1 月任盛途纸业（苏州）有限公司集团会计人员。

来源：公司公告、中泰证券研究所

1.2 专注洁净室系统集成主业，营收稳步上升

洁净室系统集成相关工程占主导，辅以其他机电安装工程设备销售等。公司洁净室系统集成相关工程包括洁净室系统集成工程和工艺二次配工程。细分业务看：1) 洁净室系统集成工程：指在厂房投入使用前的洁净室系统相关设计、施工工程，2022 年，实现营收 13.81 亿元（同比-4.00%），营收占比 84.84%，毛利率 15.20%；2) 工艺二次配工程：指在洁净室投入运转后，为新接入设备和生产线做二次洁净室配套（如电力系统、水处理系统，气流风路系统等）工程。2022 年，实现营收 1.92 亿元（同比-13.10%），营收占比 11.81%，毛利率 15.13%；3) 其他机电安装工程：指非洁净室相关的厂房和办公楼等的机电工程，2022 年，实现营收 0.32 亿元（同比-22.37%），营收占比 1.97%，毛利率 18.11%。

图表 4：洁净室系统集成相关工程占主导，辅以其他机电安装工程设备销售等

系统集成工程



从设计规划、采购发包、施工管理到完工验收，提供一站式的工程系统整合服务。

工艺二次配



公司致力于以高效高品质使业主之设备机台能顺利进入运转阶段，最终投入生产。

其他机电安装



主要包括废排气工程、中央空调工程、商办大厦工程等。

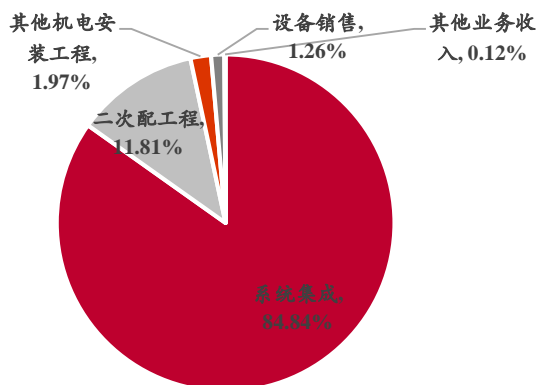
来源：公司公告、公司官网、中泰证券研究所

图表 5: 2018-2022 年, 公司营收 CAGR+14.93%

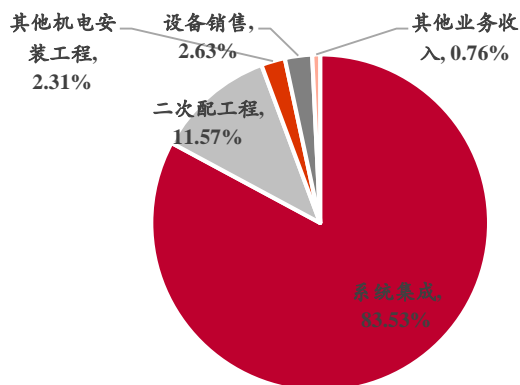
单位: 亿元	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	9.3	9.3	11.0	17.0	16.3
YoY	--	0.2%	17.3%	55.3%	-4.4%
综合毛利率	12.4%	16.3%	16.3%	15.1%	15.4%
分产品营收					
洁净室工程	8.7	9.0	10.6	16.6	15.7
营收占比	93.1%	96.5%	96.6%	97.5%	96.6%
YoY	--	3.7%	17.5%	56.7%	-5.2%
毛利率	13.0%	15.7%	15.9%	15.0%	15.2%
其中: 系统集成	8.1	8.3	9.7	14.4	13.8
营收占比	86.5%	88.9%	88.8%	84.5%	84.8%
YoY	--	3.0%	17.2%	47.7%	-4.0%
毛利率	12.3%	15.5%	15.7%	14.1%	15.2%
其中: 二次配工程	0.6	0.7	0.9	2.2	1.9
营收占比	6.6%	7.5%	7.7%	13.0%	11.8%
YoY	--	13.0%	21.4%	160.6%	-13.1%
毛利率	21.5%	19.0%	17.5%	21.2%	15.1%
其他机电安装工程	0.6	0.3	0.3	0.4	0.3
营收占比	6.8%	3.3%	2.6%	2.4%	2.0%
YoY	--	-50.4%	-9.4%	46.0%	-22.4%
毛利率	15.4%	38.6%	31.7%	22.6%	18.1%
设备销售	--	0.0	0.1	0.0	0.2
营收占比	--	0.1%	0.7%	0.0%	1.3%
YoY	--	--	562.3%	-99.8%	101415.7%
毛利率	--	4.9%	45.4%	27.2%	32.2%
其他业务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营收占比	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
YoY	--	3.9%	9.9%	10.7%	66.6%
毛利率	43.2%	50.0%	56.2%	60.4%	94.4%

来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

洁净室系统集成与二次配工程两大业务贡献主要毛利。2022 年, 公司实现毛利 2.53 亿元, 同比减少 2.22%。其中, 洁净室系统集成实现毛利 2.10 亿元, 同比增长 3.81%, 毛利占比 83.53%; 洁净室二次配工程实现毛利 0.29 亿元, 同比下降 37.87%, 毛利占比 11.57%; 两者毛利合计占比 95.10%。

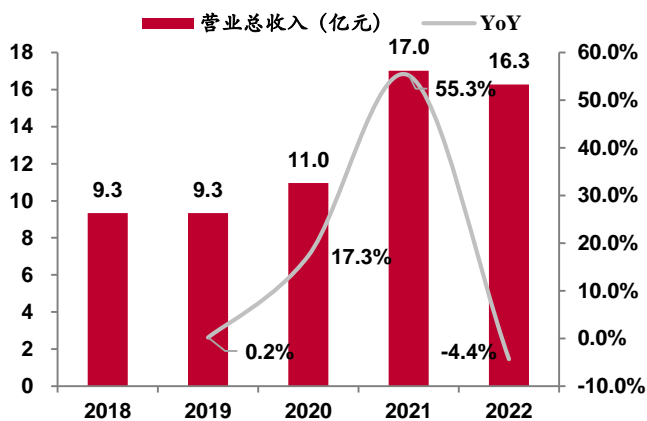
图表 6: 2022 年, 公司系统集成和二次配工程营收占比 96.65%


来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

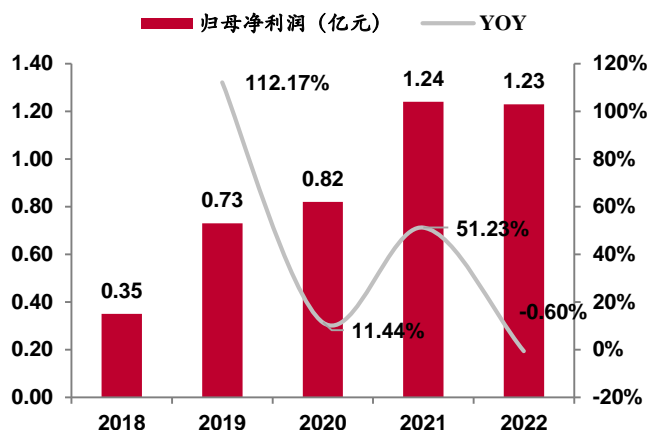
图表 7: 2022 年, 公司系统集成和二次配工程毛利占比 95.10%


来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

营收稳步提升, 归母净利增长态势良好。收入端, 2018-2022 年, 公司营收由 9.3 亿元增至 16.3 亿元, CAGR+14.9%, 持续提升; 利润端, 2018-2022 年, 公司归母净利润由 0.35 亿元增至 1.23 亿元, CAGR+37.3%, 总体保持稳健增长, 2022 年, 营业收入下降原因主要为境外公司项目实施进度有所延迟, 导致境外公司收入确认减少。公司 2022 年营业收入小幅下降, 但综合毛利率较上期变化不大。

图表 8: 2018-2022 年, 公司营收 CAGR+14.9%


来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

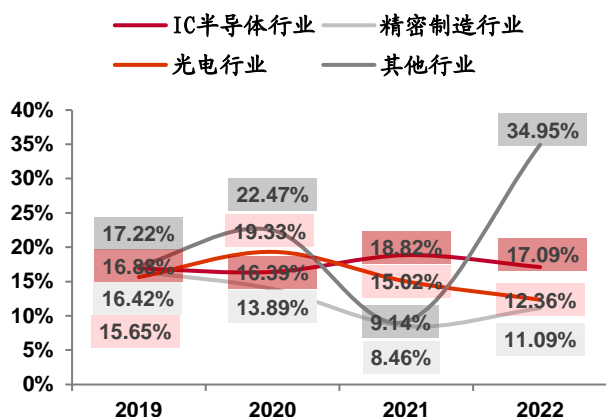
图表 9: 2018-2022 年, 公司归母净利润 CAGR+37.3%


来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

1.3 盈利水平有所提升, 核心财务指标有望优化

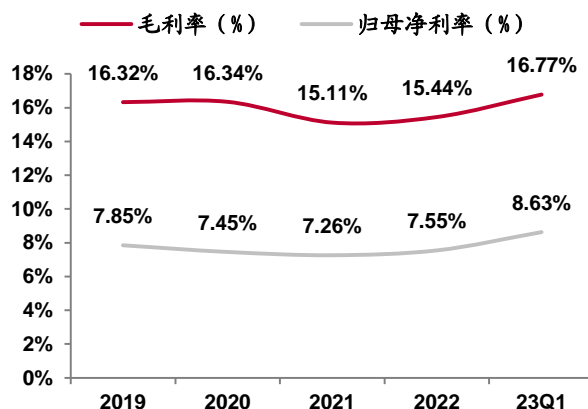
主业毛利率水平保持稳定, 公司盈利水平有所提升。2022 年, 公司 IC 半导体行业、精密制造行业、光电行业和其他行业毛利率分别为 17.09%、11.09%、12.36% 和 34.95%, 主业毛利率近年较稳定。23Q1, 公司综合毛利率、归母净利率分别为 16.77%、8.63%, 较 2019 年分别提升 0.45pct、0.78pct, 盈利能力相对提升。

图表 10: 2019-2022 年, 主业毛利率水平较稳定



来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

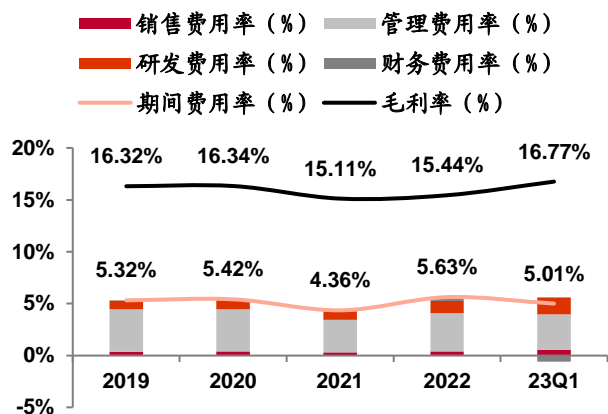
图表 11: 2021 年至 23Q1, 公司毛利率/归母净利率稳步回升



来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

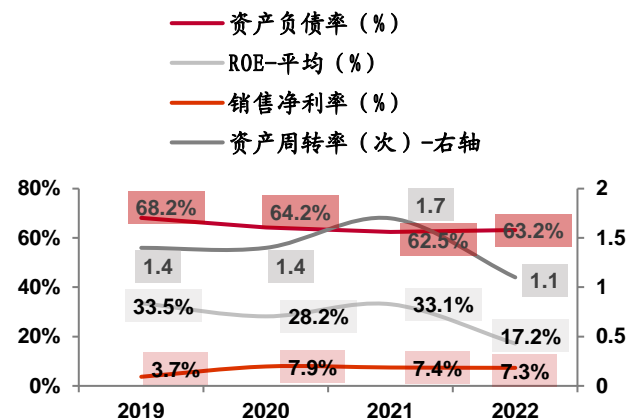
期间费用率处合理区间, 资产负债率总体下降。23Q1, 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.53%、3.42%、1.63%、-0.58%, 合计 5.01%, 近年期间费用率一直处于 4%-6% 的合理区间; 2019-2022 年, 资产负债率由 68.2% 下降至 63.2%, 降低 5pct, 公司资本结构较为稳定; 2019-2022 年, 净资产收益率和资产周转率有所减少, 主因公司营业收入逐年较快增长, 存货及合同资产增长较多。

图表 12: 2019 年至 23Q1, 期间费用率处合理区间



来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

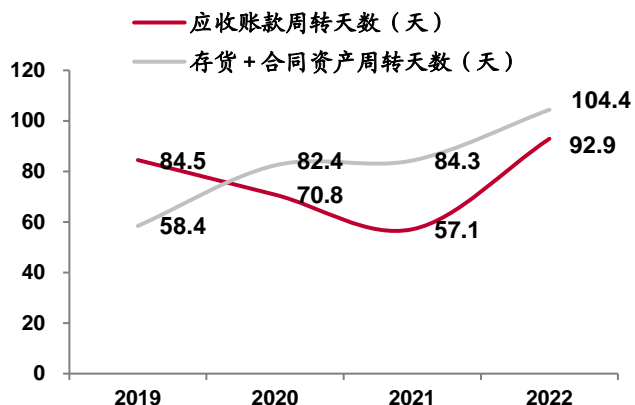
图表 13: 2019-2022 年, 资产负债率总体下降



来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

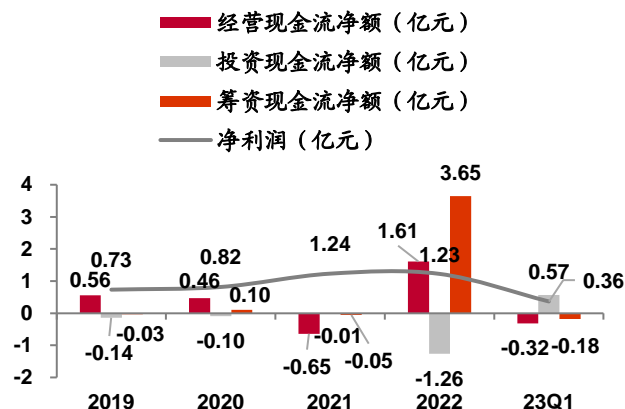
应收账款、合同资产及存货周转天数有所上升, 经营性现金流净额高增。2022 年, 应收账款、存货+合同资产周转天数分别为 92.9 天、104.4 天, 同比分别增加 35.8 天、20.1 天, 主因建造合同形成的已完工未结算资产期末余额增加。经营性现金流方面, 净额由 2019 年 0.56 亿元增至 2022 年 1.61 亿元; 2022 年, 投资现金流净额为-1.26 亿元, 主因公司购买结构性存款所支付现金较高。

图表 14: 2019-2022 年, 应收账款、存货周转天数有所上升



来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

图表 15: 2019-2022 年, 经营性现金流净额增至 1.61 亿元



来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

2、行业分层明显，中高端领域受益下游高质量发展

2.1 产业链：上游维稳、下游高质量导向助推，洁净室行业市场广阔

集成电路行业飞速发展、国外先进技术引进，我国洁净技术和工程服务不断发展。1) 技术端看，随着工业生产尤其电子工业的发展，产品加工要求精密化、微型化、高质量和高可靠性，对生产环境的尘埃离子污染要求受控。以主要下游应用领域集成电路行业为例，集成电路随集成度加大而缩小其特征尺寸，因而对洁净环境空气洁净度等级有更高要求。2) 国内发展看，1965年，我国第一个洁净室由现中国电子工程设计院设计并投入使用；1990年代，中国大力发展微电子技术，大面积洁净室的洁净度达到ISO4级，局部区域达到ISO3级；21世纪后，随着我国产业升级、制造强国进一步推进，2017年，洁净室市场规模首次突破1000亿元。

图表 16：集成电路行业飞速发展对洁净室技术提出更高要求

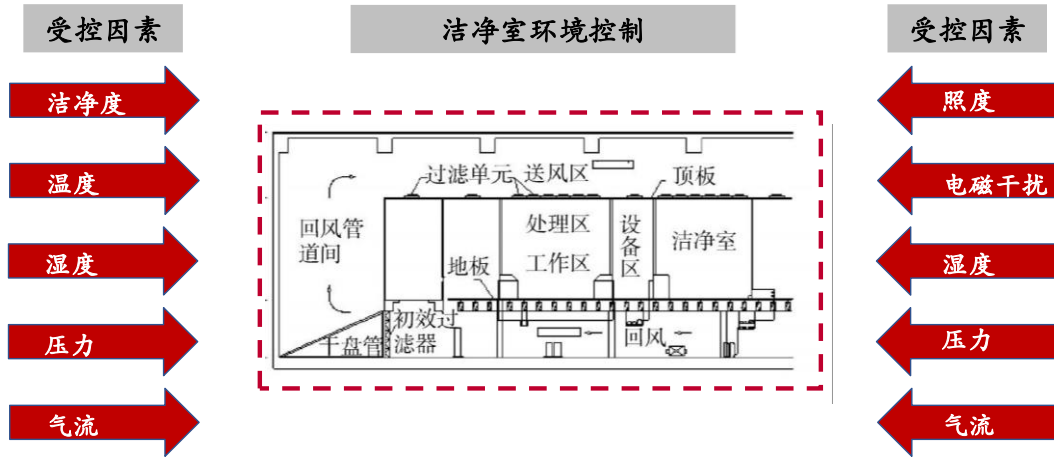


来源：《微电子工业洁净厂房的设计探讨》、中泰证券研究所

洁净室为高科技产业科研及生产过程创造稳定有效、参数受控的环境空间。洁净室能够降低外部环境干扰，保证高科技产品的良品率和安全性，是高科技产业不可分割的组成部分。洁净室将一定空间范围内空气中的

微粒子、有害气体、细菌等微污染物排除，并将室内的洁净度、温度、湿度、压力、气流速度与流向、噪音、电磁干扰、微振动、照度、静电等控制在某一需求范围内。

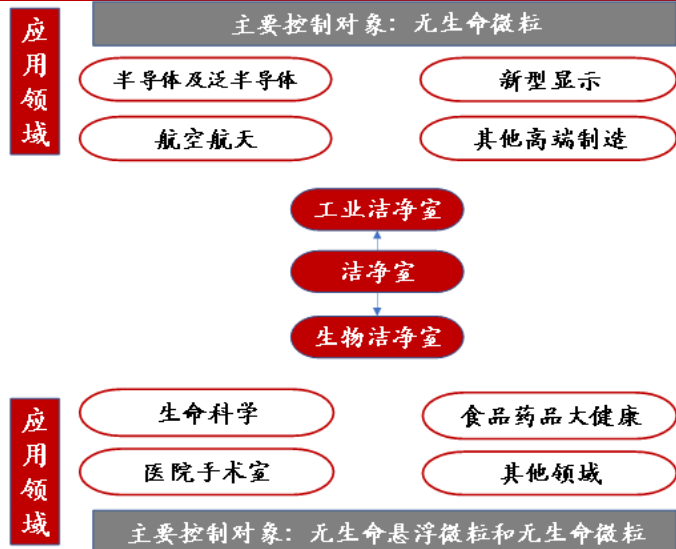
图表 17: 洁净室通过控制各受控因素，建立稳定有效、参数受控的环境空间



来源：公司招股说明书、流体机械期刊、中泰证券研究所

洁净室按主要受控对象及应用领域，可以分为工业洁净室及生物洁净室。两种洁净室的差异体现在控制对象不同，且不同的应用场景对于洁净室建设的复杂性和难度也存在较大差异。工业洁净室以无生命微粒为主要控制对象，主要应用领域包含半导体及泛半导体、新型显示、航空航天及其他高端制造业，对无生命微粒控制标准严格洁净度等级更高。生物洁净室以无生命悬浮微粒和微生物等生命微粒为主要控制对象，主要应用领域涵盖生命科学、食品药品大健康、医院手术室等领域，对于微生物等生命微粒控制标准更加严格。

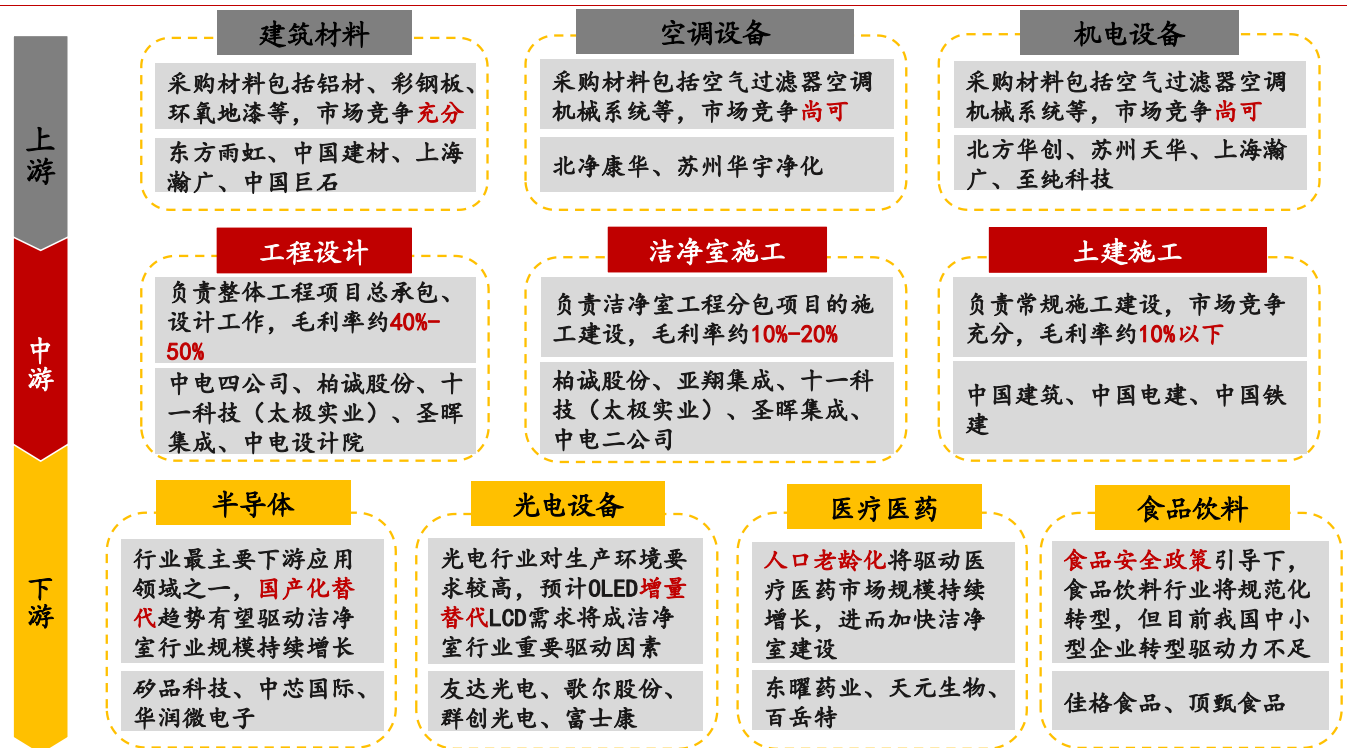
图表 18: 不同类别的洁净室应用场景有着较大的差异



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

产业链上下游共推，洁净室行业持续向好。上游环节，主要为材料及设备供应商，多数供应产品有望长期保持充分竞争态势，保障中游成本稳定；中游环节，主要为洁净室工程设计及施工商，细分为工程设计、土建施工、洁净室施工，毛利率分别约 40%-50%、10%-20%、10%以下，工程设计环节门槛最高，故经营利润较高；下游环节，主要为洁净室应用企业，电子产业为主要领域，2021 年市场份额占比达 54%，半导体国产化替代有望驱动洁净室行业快速发展。

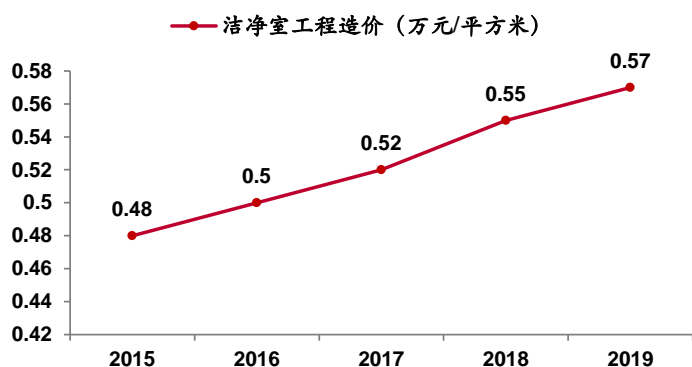
图表 19: 洁净室行业上游竞争尚可，中游设计环节利润最高，下游驱动行业持续向好



来源：公司招股说明书、各公司官网、中泰证券研究所

上游竞争充分利好成本控制，下游高制造要求促成本稳增。洁净室产业上游环节供应商较多，且多数产品为标准化产品，整体供应充足，不存在单一依赖情况，有利于成本稳定。但受下游高质量导向影响，我国洁净室工程单位造价由 2015 年 0.48 万元/平方米提升至 2019 年 0.57 万元/平方米。

图表 20: 2015-2019 年洁净室工程单位造价稳步上涨



来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

洁净室的洁净度参照国际标准 ISO14644-1 空气洁净度等级划分。我国于 2001 年 11 月由国家质量监督检验检疫总局与建设部联合修订并发布了《洁净厂房设计规范》(GB50073-2001), 其中对空气洁净等级的规定等同采用国际标准 ISO14644-1 中的有关规定。预计随着洁净室工程行业持续发展, 下游应用领域洁净度等级有望整体向上提升。洁净度标准逐渐向全球一体化发展, 利好洁净室工程行业向标准化发展。

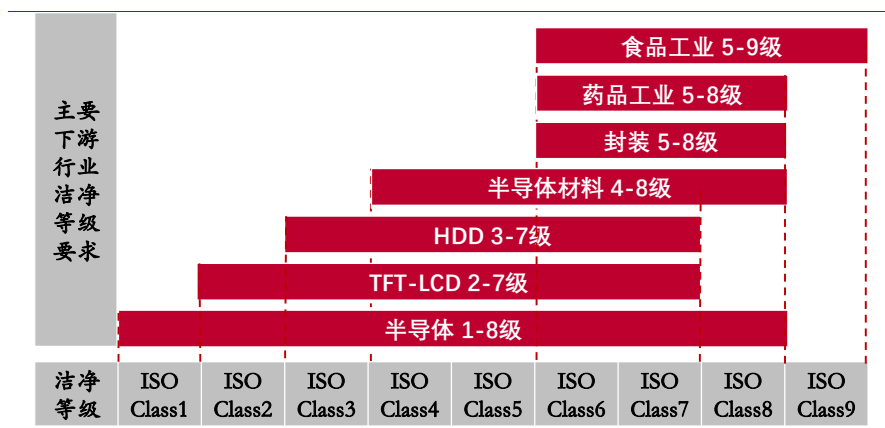
图表 21: 《洁净厂房设计规范》(GB50073-2001) 空气洁净度等级划分

洁净等级	大于或等于表中粒径的最大浓度限值 (pc/m ³)					
	0.1μm	0.2μm	0.3μm	0.5μm	1μm	5μm
1 级	10	2	--	--	--	--
2 级	100	24	10	4	--	--
3 级	1000	237	102	35	8	--
4 级	10000	2370	1020	352	83	--
5 级	100000	23700	10200	3520	832	29
6 级	1000000	237000	102000	35200	8320	293
7 级				352000	83200	2930
8 级				3520000	832000	29300
9 级				35200000	8320000	293000

来源: 亚翔集成招股说明书、中泰证券研究所

下游各应用领域洁净度需求差异较大。(1) 半导体行业洁净等级在 Class1-8 之间, 其中, 集成电路对洁净等级要求高, 不低于 Class3, 其洁净等级取决于集成度, 集成度越高、线径越小、受同样粒径灰尘影响越大, 对生产环境内各种指标要求越严苛; (2) 光电行业方面, 以薄膜晶体管液晶显示器 (TFT-LCD) 为代表的新型显示生产工艺复杂, 对空气洁净等级、温湿度和防微振等要求均更严格, 洁净等级在 Class2-7 之间; (3) 如食品制造、药品、医学等行业对洁净度要求大多在 Class5-9 之间, 低于集成电路和新型显示洁净度要求。

图表 22: 主要下游领域洁净度需求

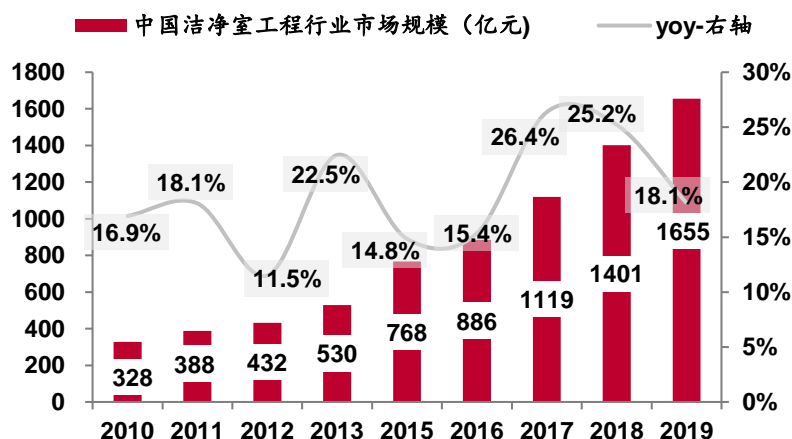


来源：公司招股书、中泰证券研究所

2.2 竞争格局：洁净室工程行业快速扩张，转向价值竞争

根据中国电子学会数据，中国洁净室工程行业市场规模在 2010-2019 年间保持两位数的增长。2017-2020 年，行业年新增企业保持在 2000 家以上，在疫情冲击较严重的 2020 年，年新增企业也达到 2339 家，市场进入快速扩张时期。我们认为：随着疫情后经济复苏及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。

图表 23: 10-19 年，中国洁净室工程行业市场规模 CAGR 高达 19.7%



来源：柏诚股份招股书、中国电子学会、中泰证券研究所

我国洁净室工程行业由价格竞争转向以技术和服务为主导的价值竞争。存量市场端，集成电路和新型显示等行业技术持续迭代，对生产环境提出更高要求；增量市场端，国家“十四五”规划指出，发展壮大新一代信息技术等战略性新兴产业。下游市场对高端洁净室工程需求日益增加，技术和服务成为竞争焦点。

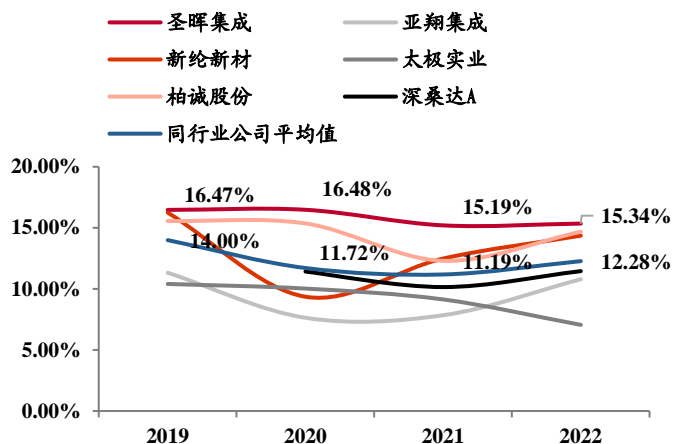
图表 24: 需求升级和市场延伸推动洁净室工程行业转型



来源：柏诚股份招股书、中微公司公告、新华社、《洁净与空调技术 CC&AC》、中泰证券研究所

- 洁净室工程行业头部企业拥有工程设计能力、能达到高洁净度要求 (>ISO Class7)，盈利能力强。行业端看，国内洁净室行业公司较多，竞争激烈，但从事高端洁净室工程的企业较少，呈现出低端企业过剩、高端企业稀缺的局面。公司端看，圣晖集成、中国电子工程设计院、十一科技等企业掌握高级别洁净室系统集成解决方案，技术壁垒较高。以圣晖集成为例，其具有 ISO Class1 级别洁净室施工能力和经验，2019-2022 年，圣晖集成毛利率高出同行业上市公司平均值约 3%，原因系公司深耕 IC 半导体行业，工艺附加值高、客户粘性强。

图表 25: 2019-2022 年，圣晖集成主营业务毛利率高于同行业上市公司平均水平

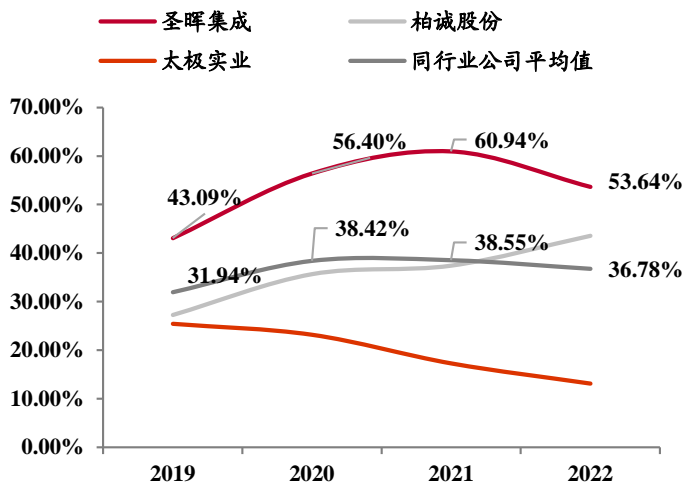


来源：公司招股书、各公司年报、中泰证券研究所 注：同行业公司毛利率均值以亚翔集成、新纶新材、太极实业、柏诚股份和深桑达A进行计算

- 从业务布局看：头部企业业务涵盖广泛，侧重半导体等高端制造业。圣晖集成、柏诚股份等头部企业布局半导体、平板显示、生物医药

等高端制造业。2020-2022年，圣晖集成半导体行业营收占比均超50%，远高于同行业公司35%左右的平均值。

图表 26: 2019-2022 年，圣晖集成半导体行业营收占比远高于同行业上市公司平均水平



来源：各公司招股书、各公司年报、中泰证券研究所 注：根据各公司分行业营收数据披露情况，同行业公司半导体行业营收占比均值以柏诚股份和太极实业进行计算

图表 27: 洁净室行业典型企业业务布局侧重半导体等高端制造业

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
圣晖集成	台湾圣晖为间接控股股东	✓	✓	✓	✓	✓	✓
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)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
太极实业	无锡市国有资产管理委员会 (地方国资企业)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
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)	✓	✓				✓

来源：公司官网、公司招股说明书、国家知识产权局、中泰证券研究所

- **从下游客户实力看：各领域头部企业向洁净室行业领先企业聚集。**洁净室行业领先企业下游客户以 IC 半导体和平板显示等电子领域头部企业居多。以圣晖集成为例，其主要客户为富士康科技集团、晶合集成、三安光电等企业。高端制造领域洁净室工程具有洁净等级高、系统集成复杂等特点，因此客户集中度高、粘性大，倾向于与行业内领先企业建立长期合作关系。

图表 28：洁净室行业典型企业专利资质及主要客户

典型企业	专利及资质				主要客户
	实用新型专利	发明专利	甲级资质	一级资质	
圣晖集成	47	2	0	3	矽品科技、合晶科技、富士康科技集团、三安光电、奇立新电子、迪芬尼声学、中国建筑、中国中冶、纬创资通、晶合集成
中电二公司	23	12	6	7	华润微电子、中芯国际、海力士、英特尔、京东方，华星光电、维信诺、正泰集团、通威集团、中航锂电、亿纬锂能、天合光能、国药、伊利、富士康、等
中电四公司	60	4	5	6	英特尔、AMD、三星电子、海力士、中芯国际、京东方、华星光电、维信诺、宁德新能源、中航锂电、亿纬锂能、诺华、阿斯利康、国药集团、东莞维他奶、哈尔滨可口可乐等
柏诚股份	97	2	1	6	京东方、华星光电、超视界显示、厦门半导体、深天马 A、长电集成电路、格林半导体、百济神州、晶睿电子、维信诺、三星、海辰半导体
亚翔集成	66	19	0	3	中芯国际、台积电、联芯、长江存储、新利、富士康国际、华星光电、天马、味全食品、联亚药、龙腾光电、华为等
太极实业	102	7	4	1	中芯国际、英特尔、LG、台积电、海力士、西门子、大众汽车、三星、富士康、辉瑞医药、中国电子、华虹集团、中兴通讯等
中国电子工程设计院	118	75	30+		三星、京东方、华星光电、天马、何辉光电、维信诺、英诺赛、紫光集团、长江存储、华为、第一制药、同仁堂、力晶半导体等
江西汉唐	5	3	0	1	长江存储、海康威视、欧菲光、台积电、欣中科技、华星光电、日月光半导体、牧东光电、友达光电、南京中电熊猫等

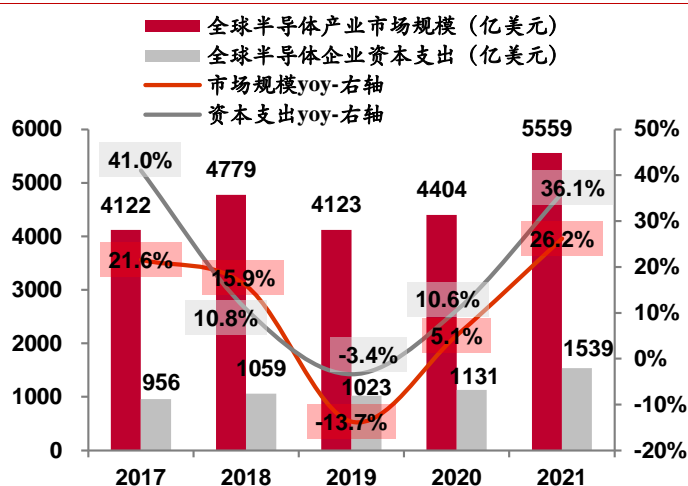
来源：公司官网、公司招股说明书、国家知识产权局、中泰证券研究所

2.3 下游行业需求强劲，洁净室工程市场空间广阔

洁净室应用于集成电路、新型显示、生命科学、食品药品大健康及锂电池等其他高科技行业，下游应用产业规模扩大、资本支出增加，直接拉动洁净室工程市场需求。

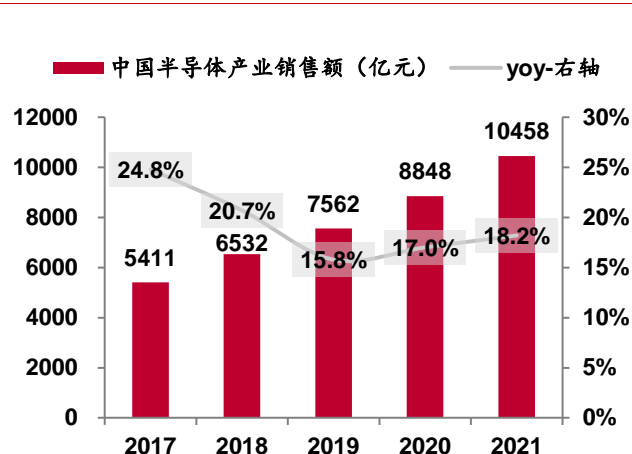
- **集成电路行业：洁净室主要应用领域，国产替代持续推进。**全球市场看，云计算、AI 和物联网等新兴领域驱动半导体产业市场规模和资本投入持续增长，半导体行业中，集成电路市场份额居首位。根据 WSTS，2017-2021 年，全球半导体产业市场规模/企业资本支出分别由 4122/956 亿美元增至 5559/1539 亿美元，CAGR 分别达 7.8%/12.6%，2022 年，全球集成电路市场规模在半导体行业占比预计达 84.2%；国内市场看，我国半导体行业国产化不断推进，2017-2021 年，中国集成电路产业销售额由 5411 亿元增至 10458 亿元，CAGR 高达 17.9%。集成电路行业研发和生产过程洁净程度要求高，新兴领域不断发展叠加国产化趋势，国内高端洁净市场空间广阔。

图表 29: 17-21 年，全球半导体产业市场规模 / 企业资本支出 CAGR 分别+7.8% / 12.6%



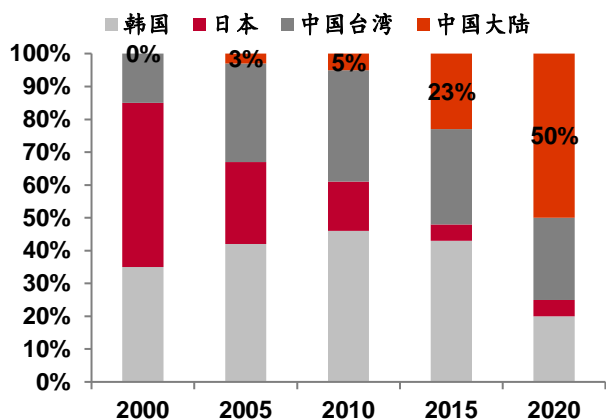
来源: WSTS、IC Insights、中泰证券研究所

图表 30: 17-21 年，中国集成电路产业销售额 CAGR+17.9%

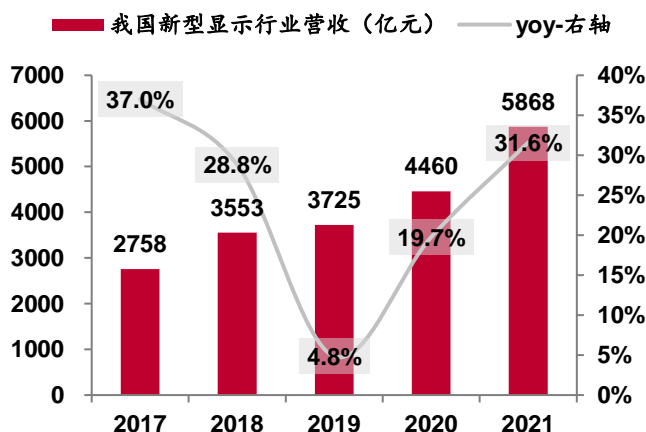


来源: 中国半导体行业协会、中泰证券研究所

- **新型显示行业：国内发展势头旺盛，产业固投持续增长。**从市场规模看，作为国家战略新兴产业，我国新型显示行业快速发展，京东方等本土面板厂商崛起，三星等国际知名大厂也在中国大陆建设高世代面板厂。根据 CCID 和中国电子信息产业发展研究院，2000-2020 年，中国大陆 LCD 全球产能占比由 0%攀升至 50%，2017-2021 年，中国新型显示行业营收由 2758 亿元增至 5868 亿元，CAGR 高达 20.8%。

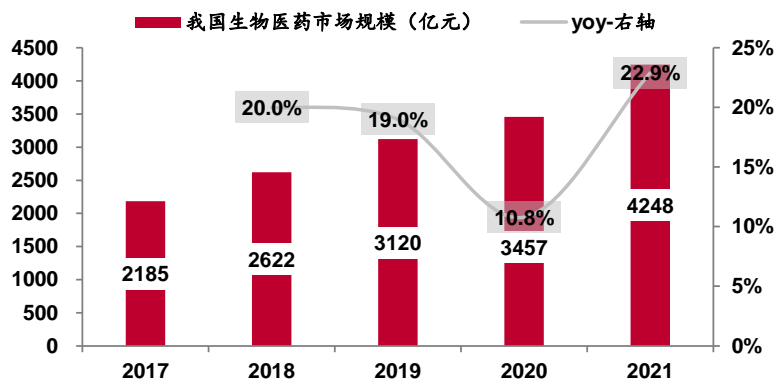
图表 31: 2000-2020 年, 中国大陆 LCD 全球产能占比由 0% 攀升至 50%


来源: CCID、中泰证券研究所

图表 32: 17-21 年, 中国新型显示行业营收 CAGR +20.8%


来源: 中国电子信息产业发展研究院、中泰证券研究所

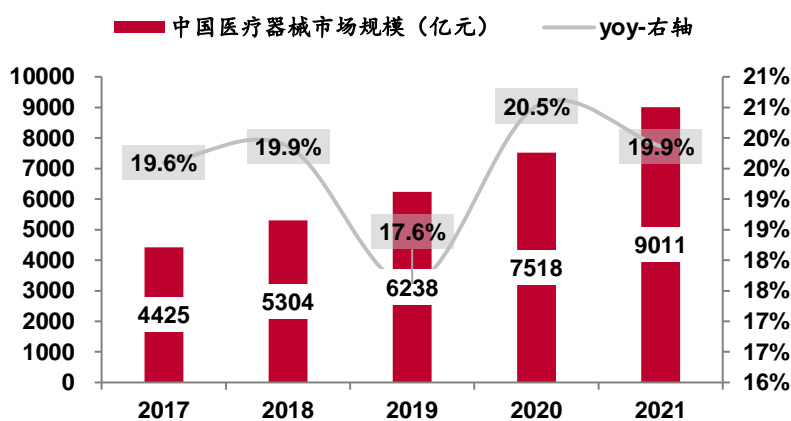
- 生命科学行业: 生物医药行业迅猛发展, 拉动配套基础设施需求增长。**从市场规模看, 我国多项利好政策推动生物医药制度体系不断完善、研发能力持续提升, 行业发展势头迅猛。根据观研天下数据显示, 2022 年我国生物医药市场规模达 0.42 万亿元, 同比增长 22.9%, 2017-2021 年 GAGR 达 18.1%。根据 Frost&Sullivan 数据预测, 2021 年后, 我国生物药市场规模每年将增加近 1000 亿元, 2030 将达 1.3 万亿元。预防性新冠疫苗市场规模不断增长, 根据 Research and Markets 数据显示, 全球疫苗市场规模(含 COVID-19 疫苗)预计将从 2021 年 1394 亿美元增至 2026 年 1492 亿美元。而非 COVID-19 疫苗市场预计将从 2021 年 414 亿美元增至 2026 年 672 亿美元, GAGR 为 10.2%。疫苗等生物创新药的产业化将带来巨量的医药洁净室建设需求, 预计未来生物洁净室行业将进入爆发式的增长期。

图表 33: 2017-2021 年, 中国生物医药市场规模 GAGR 达 18.1%


来源: 柏诚股份招股书、中泰证券研究所

- **食品药品大健康行业：食品、化学药品、医疗器械市场规模增长，洁净室发展机遇显著。**从食品工业看，2018-2022 年我国食品制造业经营规模稳步增长。2020 年，我国食品制造业营业收入/利润总额分别 1.96/0.18 万亿元，同比增长 1.6%/6.4%。2021 年，我国规模以上食品制造业营业收入达到 2.12 万亿元，同比增长 8.5%；**从化学药品看**，我国化学原料药和化学药品制剂出口金额呈增长态势，根据国家统计局及海关数据显示，2021 年我国医药材及药品出口增长 101.2% 有力支持全球抗疫。2022 年，我国化学原料药出口量同比增长 8.74%，出口金额同比增长 24.04%。**从医疗器械看**，医疗器械在全球各国卫生体系建设中占据重要战略地位，根据药监局南方经济研究所，2022 年医疗器械市场规模约 1.3 万亿，同比增长 12%；根据 EvaluateMedTech 预计，2017-2024 年全球医疗器械销售规模将以 5.6% 的 GAGR 增长，并于 2024 年达到 0.6 万亿美元。未来随着《“健康中国 2030”规划纲要》进一步落地实施，生物洁净室需求有望大幅增加。

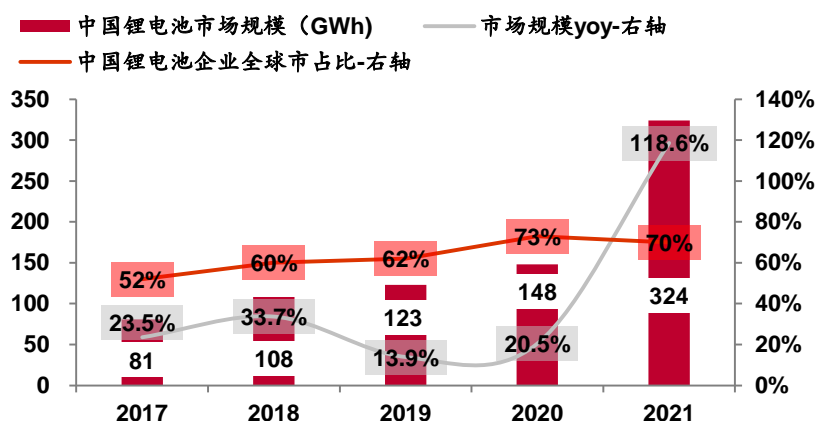
图表 34：2017-2021 年，中国医疗器械市场规模 GAGR 达 19.5%



来源：中物联医疗器械供应链分会、中泰证券研究所

- **锂电池、消费电子等高科技行业：政策与新市场推动战略新兴行业发展，新增产线投资增加。**从锂离子电池看，中国锂离子电池产业规模在新能源车爆发式增长带动下迅猛增长。赛迪顾问数据显示，中国已连续五年成为全球最大的锂电池消费市场。2021 年，中国锂离子电池市场规模约占全球市场的 59.4%，而中国锂电企业销量(含出口与国外分公司)合计达 382GWh，中国企业在全球市场的占有率也由 2016 年的 50% 上升至 70%。从其他高科技行业看，未来伴随 5G、人工智能、大数据等新一代信息技术的应用以及“十四五”发展规划的进一步实施，新材料、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业关键核心技术创新应用，也将带动洁净室应用领域的进一步拓展。

图表 35: 2017-2021 年, 中国锂电池市场规模 GAGR 达 41.5%



来源: 工业和信息化部、中泰证券研究

结合以上洁净室各下游领域发展情况, 经测算, 中性情形下, 中国大陆洁净室工程市场规模在 2025 年有望达 3548 亿元, 2019-2025 年, 市场规模 CAGR 有望达 13.6%。

根据以下假设测算中国大陆洁净室工程市场规模:

(1) 根据 Omdia, 2023 和 2024 年, 中国大陆集成电路资本开支预计分别达 204/252 亿美元, 2024 年, 资本开支同比增速预计 23.5%。我们假设, 2025 年, 中国大陆集成电路资本开支同比增速仍为 23.5%, 计算得到该年资本开支为 299 亿美元。按照 1 美元 = 6.9105 人民币换算, 2023-2025 年, 预计中国大陆集成电路资本开支分别 1408/1738/2146 亿元;

(2) 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, 按常规计算, 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%。我们分别按保守、中性和乐观三种情形, 假设集成电路资本开支中洁净室分工占比分别 15%/21%/25%, 计算得到: 三种情形下, 2023-2025 年, 中国大陆集成电路行业洁净室工程市场规模分别 211/261/322 亿元、296/365/451 亿元、352/435/536 亿元;

(3) 根据中国电子学会洁净技术分会, 2015 年, 中国洁净室工程市场规模合计 768 亿元, 其中集成电路行业为 298 亿元, 计算得出集成电路行业占比 12.7%。2017-2021 年, 中国集成电路/新型显示/生物医药/医疗器械/锂电池行业市场规模 CAGR 分别高达 17.9% /20.8% /18.1% /19.5% /41.5%, 结合其他下游行业市场规模增速高于集成电路行业, 我们分析集成电路洁净室市场规模占比可能下降, 分别按保守、中性和乐观三种情形, 假设集成电路洁净室占比分别 12.9%/12.7%/12.5%。

综合以上假设, 测算得到: 保守、中性、乐观情况下, 2023-2025 年,

中国大陆洁净室工程市场规模分别 **1637/2021/2495 亿元、2328/2874/3548 亿元、2816/3476/4291 亿元**。根据中国电子学会，2019年，中国大陆洁净室工程市场规模为 **1655 亿元**，**保守、中性、乐观情况下，2019-2025 年，市场规模 CAGR 分别有望达 7.1%/13.6%/17.2%**。

图表 36: 中性情形下，19-25 年，中国大陆洁净室工程市场规模 CAGR 有望达 13.6%

	2019A	2023E	2024E	2025E
中国大陆集成电路资本开支 (亿美元)		204	252	310
中国大陆集成电路资本开支 (亿元)		1408	1738	2146
保守情况				
集成电路资本开支: 洁净室工程占比		15%		
中国大陆洁净室工程市场规模: 集成电路行业 (亿元)		211	261	322
中国洁净室工程市场规模: 集成电路行业占比		12.9%		
中国洁净室工程市场规模 (亿元)	1655	1637	2021	2495
2019-2025 年中国洁净室工程市场规模 CAGR		7.1%		
中性情况				
集成电路资本开支: 洁净室工程占比		21%		
中国大陆洁净室工程市场规模: 集成电路行业 (亿元)		296	365	451
中国洁净室工程市场规模: 集成电路行业占比		12.7%		
中国洁净室工程市场规模 (亿元)	1655	2328	2874	3548
2019-2025 年中国洁净室工程市场规模 CAGR		13.6%		
乐观情况				
集成电路资本开支: 洁净室工程占比		25%		
中国大陆洁净室工程市场规模: 集成电路行业 (亿元)		352	435	536
中国洁净室工程市场规模: 集成电路行业占比		12.5%		
中国洁净室工程市场规模 (亿元)	1655	2816	3476	4291
2019-2025 年中国洁净室工程市场规模 CAGR		17.2%		

来源: Omdia、中国电子学会、中国电子学会洁净技术分会、柏诚股份招股书、屹唐股份招股书、中泰证券研究所 注: 汇率换算按照 1 美元=6.9105 元

3、高筑技术护城河，客户资源厚积薄发

3.1 专注高端洁净室项目，领先技术为工程保驾护航

公司主营高端电子工业洁净室，属业内领先水平。公司主要专注于 IC 半导体、光电面板等电子工业领域高科技厂房的洁净室工程项目，属于洁净室工程行业的高端领域，具有洁净度等级高、投资规模大、建筑面积广、系统集成复杂等特点。公司具有较高的技术水平，已承建国内多座高科技厂房的高端洁净室工程项目，是行业内领先的知名企业。

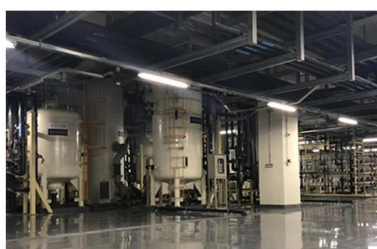
图表 37：公司代表洁净室项目工程级别较高，具备较强竞争优势

兰考裕富精密洁净室工程



施工面积：20000m²
无尘室面积：17000m²
无尘室等级：1/10K

郑州合晶硅材料无尘室工程



施工面积：44130m²
无尘室面积：5866m²
无尘室等级：10/100/10K

苏州矽品科技无尘室工程

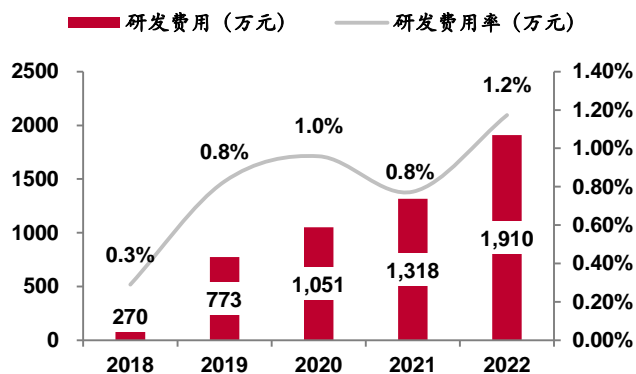


施工面积：30073m²
无尘室面积：19551m²
无尘室等级：100/1K/5K/10K

来源：公司官网、中泰证券研究所

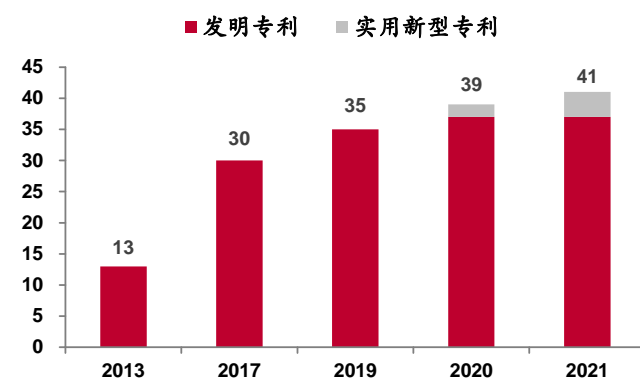
公司 2022 年研发费用率上升显著，累计取得 54 项专利。研发费用方面，公司 2022 年研发费用 1910.17 万元，同比增长 44.98%；专利获得方面，截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有专利 54 项，其中发明专利 2 项，实用新型专利 52 项；其他技术支撑看，公司针对洁净室工程项目建立工程数据库，将多年的工程经验数据化系统化，为公司承揽和实施工程项目提供数据支持。此外，公司拥有行业领先的计算流体力学分析应用技术和空气采样与分析技术，改善成品良率，大幅度提高洁净室工程的稳定性和可靠性。

图表 38：2018-2022 年，公司研发费用稳步上升



来源：公司招股说明书、Wind、中泰证券研究所

图表 39：2013-2021 年，公司专利呈上升态势



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

公司洁净室技术在空气洁净度、温湿度控制、AMC 控制、微振动控制等方面处于领先地位。

1) 空气洁净度: 公司具有最高等级洁净室施工能力和经验

空气中颗粒物数量的多少是衡量洁净室内洁净度的主要指标之一, 洁净度等级越高, 空气中污染物浓度越低。公司具有 ISO Class1 级别洁净室施工能力和经验。

2) 温湿度控制: 公司洁净室具有 $\pm 0.1^{\circ}\text{C}$ 温度和 $\pm 2\% \text{RH}$ 湿度控制能力和经验

以半导体行业为例, 洁净室对温湿度的控制范围通常为: $22 \pm 0.5^{\circ}\text{C}$, 湿度 $45 \pm 3\% \text{RH}$ 。公司具备 $\pm 0.1^{\circ}\text{C}$ 温度和 $\pm 2\% \text{RH}$ 湿度控制的能力和实验, 使得洁净室环境温湿度得到更好控制, 波动幅度更小, 同时减少能源浪费。

3) AMC 控制: 公司具有 PPT 级别 AMC 控制能力

AMC 即空气中分子级污染物, 洁净室内 AMC 主要来源于: 生产使用的化学品、工艺设备和原材料气体释放、室内操作人员以及各种建筑材料等。公司能做到 AMC 实时检测, 并具备 PPT 级别 AMC 控制能力, 全面保障生产效率与质量。

4) 微振动控制: 公司具有 VC-C 级微振动控制能力

随着加工精度越来越精细, 生产环境和相关生产设备对振动容忍度越来越小。公司具有将特定区域生产环境最大振动控制在 12.5 微米/秒以下的能力和经验, 有助于提升良品率。

5) BIM 厂房规划设计: 提高效率节能减排

公司承接建筑工程项目时, 利用 BIM 建筑信息模型技术, 通过数字信息来仿真模拟建筑信息。BIM 具有信息一致性、多专业协调工作性、可视化、模拟化、优化性等特点, 可以提升空间管理技术能力。

6) 静电控制: 公司综合运用多种方式消除静电

静电放电 (ESD) 所造成的破坏, 如烧毁、打穿、劣化金属层、生产中断、微污染等, 会导致产品制造良率低, 成本上升。公司根据生产车间实际情况, 运用各种方式降低并消除可能产生的静电, 如: 选用抗静电材料、引入接地设计、安装静电消除器等。

图表 40: 公司在空气洁净度、温湿度控制、AMC 控制、微振动控制等方面处领先地位

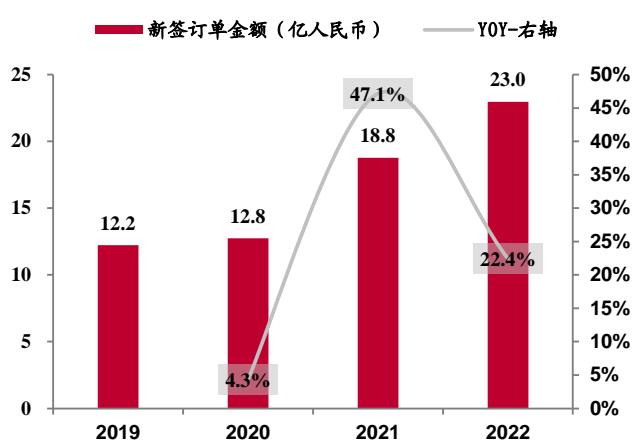
洁净室主要考察指标	公司技术成果
空气洁净度	公司具有 ISO Class1 级别（最高等级）洁净室施工能力和经验，符合集成电路核心工艺区的洁净度要求。
温湿度控制	公司具备±0.1℃ 温度和±2%RH 湿度控制的能力和經驗。使洁净室环境温湿度波动幅度更小，同时也减少了能源的浪费。
AMC 控制	公司能做到 AMC 实时检测，并具备 PPT 级别的 AMC 控制能力，全面保障生产的效率与质量。
微振动控制	公司具有将特定区域生产环境最大振动控制在 12.5 微米/秒以下的能力和经验，有助于提升良品率。
BIM 厂房规划设计	公司利用 BIM 建筑信息模型技术，通过数字信息仿真模拟建筑，提升空间管理的技术能力。
静电控制	公司运用各种方式降低并消除可能产生的静电，如：选用抗静电材料、引入接地设计、安装静电消除器等。

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

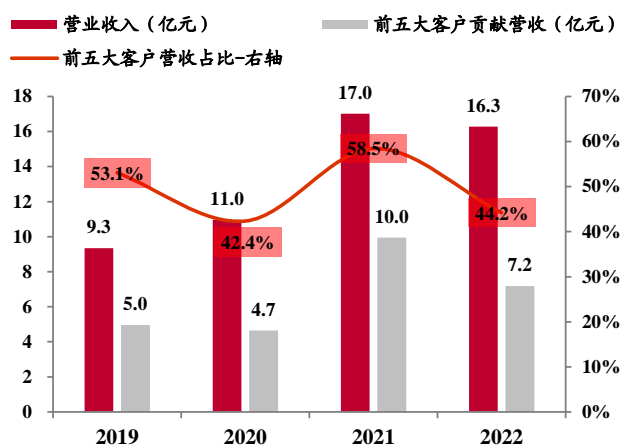
3.2 工程实践经验丰富，客户资源积累深厚

内部招标、邀标获取业务，大客户粘性强。

- 业务获取方面：2022 年，公司累计新签项目数量 499 个，金额 22.97 亿元，同比增长 22.44%；在手订单总金额 12.39 亿元。**公司营销人员通过参加展会、搜索市场信息、现有客户推荐新客户等方式获取客户资源，主要通过客户招标、邀请招标、商务谈判等方式接洽客户。
- 客户开拓方面：2019-2022 年，公司前五大客户营收占比超 42%。**公司客户集中度较高，长期合作客户众多，矽品科技、富士康科技集团、纬新资通等均与公司保持 10 年以上的合作关系；三安集成、英诺赛科、合肥晶合、上海合晶硅、渠梁、中芯国际等国际知名企业也都与公司建立并保持着良好合作关系。

图表 41: 2022 年，公司新签订单金额同比增长 22.44%


来源：公司招股说明书、公司年报、中泰证券研究所

图表 42: 2019-2022 年，公司前五大客户贡献营收占比高位维稳


来源：公司招股说明书、公司年报、中泰证券研究所

图表 43: 公司主要采取招投标+商务谈判方式拓展业务

时间	序号	客户名称	占营业收入比重	业务拓展方式
2021 年	1	泉州三安半导体科技有限公司	17.53%	招投标+商务谈判
	2	渠梁电子有限公司	15.64%	商务谈判
	3	纬创资通(股)有限公司	10.68%	招投标+商务谈判
	4	合肥晶合集成电路股份有限公司	8.26%	招投标+商务谈判
	5	兰考裕富精密科技有限公司	6.34%	招投标+商务谈判
2020 年	1	上海合晶硅材料股份有限公司	12.43%	招投标+商务谈判
	2	矽兴(苏州)集成电路科技有限公司	9.44%	商务谈判
	3	北京世源希达工程技术有限公司	8.89%	招投标
	4	泉州三安半导体科技有限公司	6.99%	招投标+商务谈判
	5	惠州迪芬尼声学科技股份有限公司	4.62%	招投标+商务谈判
2019 年	1	矽品科技(苏州)有限公司	16.37%	招投标+商务谈判
	2	中国二十冶集团有限公司	13.46%	招投标
	3	兰考裕富精密科技有限公司	11.50%	招投标+商务谈判
	4	康宁显示科技(合肥)有限公司	5.90%	招投标+商务谈判
	5	中国建筑股份有限公司	5.86%	招投标+商务谈判

来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

公司洁净室工程业绩突出，获得多项奖项。从成立至今，公司已实施超过 300 项洁净室相关工程，其中百级及以上洁净室工程近 50 项。2017-2021 年，公司累计获得主要工程奖项 24 项，积累了丰富的工程实绩经验，具备较强竞争优势。

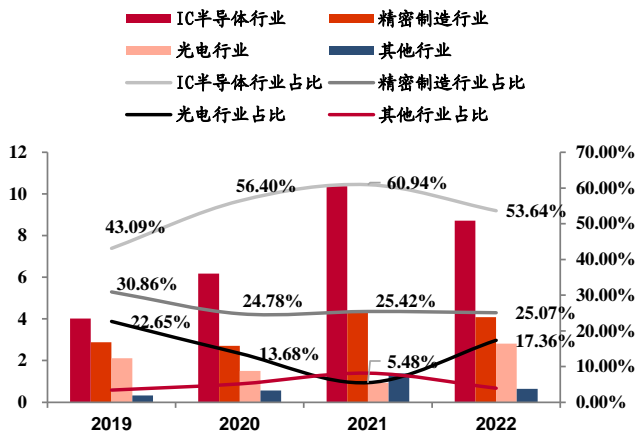
图表 44: 2017-2021 年，公司累计获得主要工程奖项 24 项

时间	荣誉名称	客户
2017 年	2017 年度卓越安全承包商	特殊玻璃和陶瓷材料的全球领导厂商康宁合肥公司
2017 年	水土 8.5 代玻璃基板生产厂房项目洁净室安装工程优秀承包商、优秀项目经理	中机中联工程有限公司
2018 年	2018 年度卓越安全承包商	特殊玻璃和陶瓷材料的全球领导厂商康宁合肥公司
2018 年	机电系统整合优秀厂商	宸展光电(厦门)股份有限公司
2018 年	2018 Outstanding Supplier	ASE Group 日月光半导体(威海)有限公司
2018 年	咸阳虹宁 EPC 工程最佳承包商	特殊玻璃和陶瓷材料的全球领导厂商康宁重庆公司
2019 年	广州项目无事故无伤害-100 万无损失工时感谢奖	特殊玻璃和陶瓷材料的全球领导厂商康宁广州公司
2019 年	富士康兰考科技园科技厂房专案最佳配合厂商	富士康科技集团(兰考科技园)
2019 年	2019 年度 IAP 优秀承包商	特殊玻璃和陶瓷材料的全球领导厂商康宁合肥公司
2019 年	2019 年度优良厂商	合肥晶合集成电路有限公司
2020 年	武汉项目无事故工作环境-100 万安全工时	特殊玻璃和陶瓷材料的全球领导厂商康宁武汉公司
2020 年	2019 年供应商表彰	合肥晶合集成电路有限公司
2020 年	郑州合晶科技厂房专案最佳配合厂商	郑州合晶硅材料有限公司
2020 年	武汉项目无事故工作环境-200 万安全工时	特殊玻璃和陶瓷材料的全球领导厂商康宁武汉公司
2020 年	武汉项目无事故工作环境-300 万安全工时	特殊玻璃和陶瓷材料的全球领导厂商康宁武汉公司
2021 年	新建半导体生产厂房等项目优秀供应商	英诺赛科(苏州)半导体有限公司北京世源希达工程技术有限公司
2021 年	新建半导体生产厂房等项目优秀项目经理、先进工作者	英诺赛科(苏州)半导体有限公司
2021 年	2020 年度优秀厂商	合肥晶合集成电路有限公司
2021 年	2021 年度先进单位	合肥晶合集成电路有限公司
2021 年	2021 年度上半年安全管理先进单位	中国电建集团山东电力建设第一工程有限公司
2021 年	2021 年度项目管理先进单位	中国电建集团山东电力建设第一工程有限公司
2021 年	2021 年度“战役保生产”优秀供应商	泉州市三安集成电路有限公司
2021 年	2021 年度优秀承包商	康宁显示科技(合肥)有限公司
2021 年	2021 年度卓越安全承包商	康宁显示科技(合肥)有限公司

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

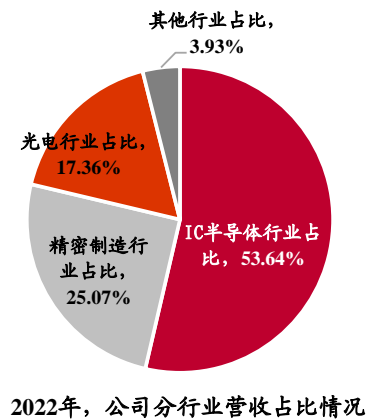
公司下游客户涵盖 IC 半导体、精密制造等行业，资源丰富。2022 年，公司在 IC 半导体、精密制造和光电行业营收占比分别为 53.64%/25.07%/17.36%。主要客户涵盖电子行业全球知名企业，包括矽品科技、中芯国际、富士康科技集团、三安集成等。

图表 45: 2019-2022 年, 公司 IC 半导体营收占比稳居 40%以上



来源: 公司招股说明书、同花顺 ifind、中泰证券研究所

图表 46: 2022 年, 公司 IC 半导体行业营收占比 53.64%



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 47: 公司主要客户分布于半导体、光电面板、精密制造、生物医药等行业

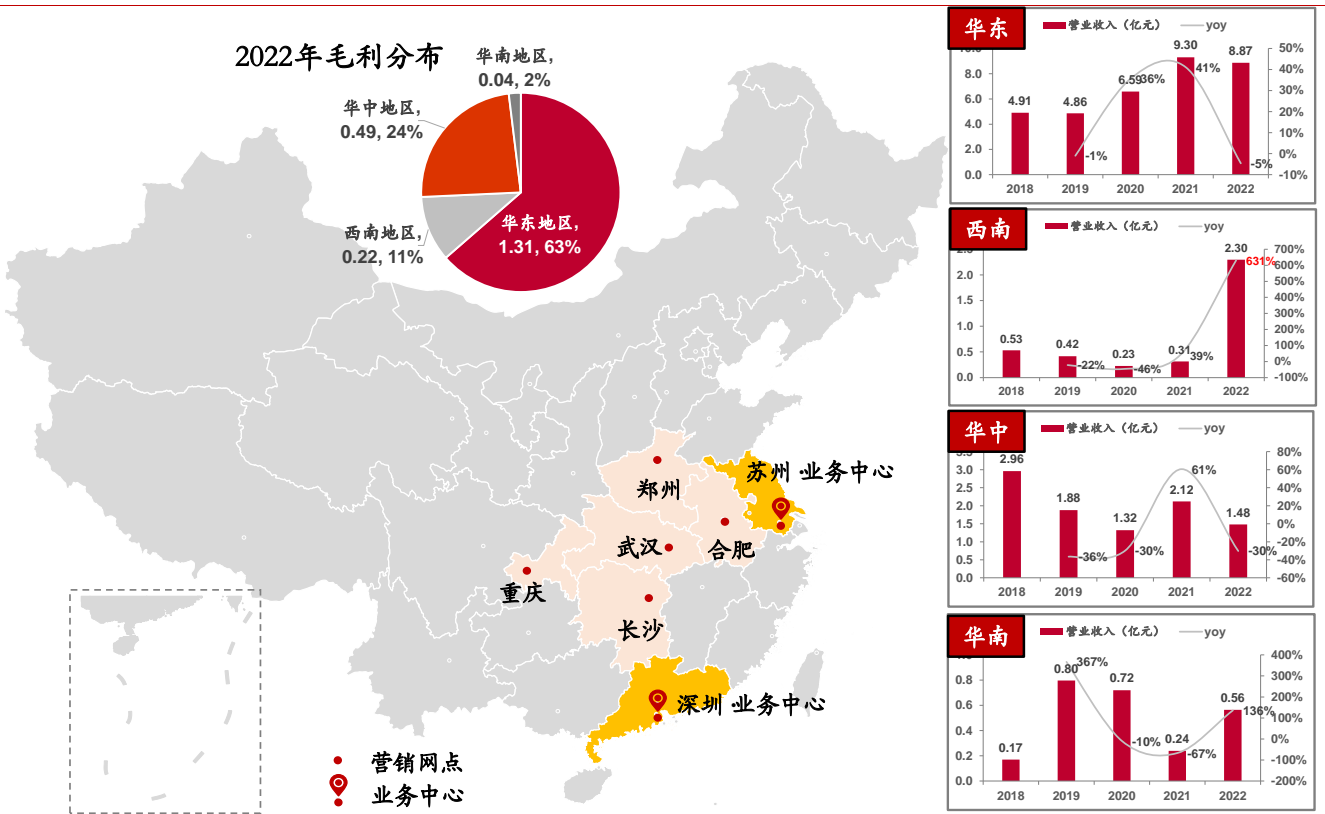


来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

3.3 区域布局: 华东、华南、西南多线发力, 东南亚市场外延布局

深耕长三角、珠三角区域, 多地设立营销网点, 辐射华中、西南地区。在境内, 公司具有苏州、深圳两大业务中心以及深圳分公司、厦门分公司等, 服务范围辐射长三角、珠三角区域, 通过在合肥、郑州、长沙、武汉、重庆设立营销网点, 公司实现与当地制造业客户快速对接。2022 年, 公司实现在西南区域营业收入 2.30 亿元, 同比大增 631%。毛利结构看, 2022 年公司华东/华中/西南地区分别实现毛利 1.31/0.49/0.22 亿元, 占比 63%/24%/11%。

图表 48: 2022 年, 公司西南区域营收大增 631%, 初步体现多元化地域布局优势

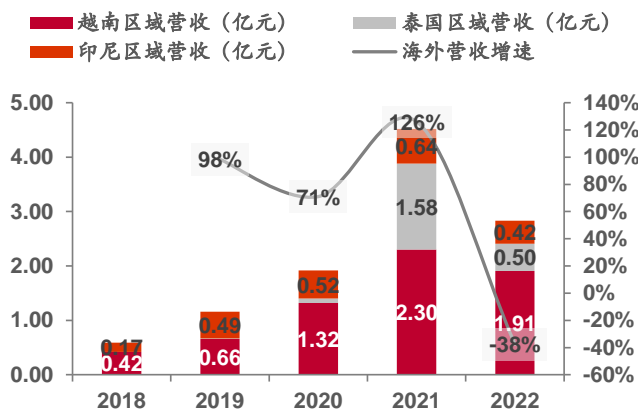


来源: 公司公告、中泰证券研究所

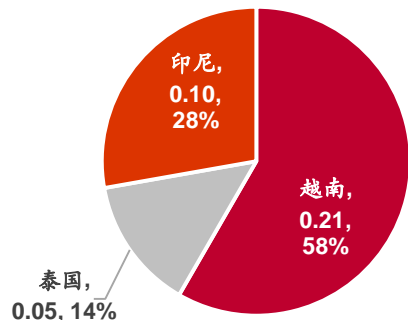
并购境外公司, 布局越南、新加坡等东南亚地区。2018 年, 公司密集进行股权交易和资产重组, 并购泰国圣晖、越南圣晖等境外公司。初步形成新加坡、越南、泰国、马来西亚、印度尼西亚东南亚洁净室工程业务布局。截至 2022 年, 公司主要在越南、印尼、泰国实现境外营业收入, 其中泰国区域业务开展迅速, 2021 年泰国区域实现营收 1.58 亿元, 较 2020 年的 789 万元提升显著。

图表 49: 2021 年, 公司泰国区域营收上升显著

图表 50: 2022 年, 越南区域毛利润占境外全部毛利润 58%



区域毛利润 (亿元) 及占比



来源: 公司公告、中泰证券研究所

来源: 公司公告、中泰证券研究所

东南亚半导体产业链成长迅速，公司有望受益东南亚布局。东南亚约占全球被动元件制造市场 15-20%，约占全球半导体封测市场 27%。据美国《财富商业洞察》的报告，东盟半导体市场预计将从 2020 年的 269.1 亿美元增至 2028 年的 418.8 亿美元，年复合年增长率为 6.1%。公司持续布局东南亚业务，境外子公司分部于重要半导体制造国，有望持续受益。

图表 51：东南亚半导体行业成熟，发展前景广阔

国家	半导体产业发展情况
新加坡	产业链完整：涵盖晶圆制造、设备、应用材料、封测多个环节； 2021 年新加坡占全球晶圆厂产能的近 5%，在全球半导体设备市场中占 19% 的市场份额。
马来西亚	东南亚在全球封测的市占率为 27%，其中马来西亚占一半。
越南	根据 Technavio，2020-2024 年越南半导体行业年复合增长率将达 19%，2024 年产业规模为 61.6 亿美元。
泰国	全球排名第 13 位电子产品和零部件制造基地。
菲律宾	菲律宾最大的出口品类是半导体产业，2020 年出口额为 400 亿美元，占出口的 62%。

来源：半导体行业观察、中泰证券研究所

4、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

订单端：洁净室工程行业市场空间主要由下游需求拉动，当前以 IC 半导体、光电面板等为代表的电子信息产业、生命科学行业、食品药品大健康行业以及锂电池等高科技行业作为洁净室工程的主要下游行业需求强劲，洁净室工程行业市场容量在下游行业需求影响下迅速提升，同时伴随疫情缓解所创造的生产条件，中国洁净室行业市场规模增速有望得到修复。作为洁净室行业领先企业，公司资质体系完整，主流应用业务领域实现全覆盖，洁净室系统集成工程和二次配工程经验丰富。2022 年，公司洁净室工程主业新签合同额 22.97 亿元，同比增长 22.67%，年度订单金额创新高，当前公司在手订单充裕。

基于上述下游行业需求情况、公司业务布局和工程经验、疫情因素变动，我们假设：

- (1) 下游行业需求强劲有望带动公司新签订单额增长；
- (2) 2023-2025 年，公司洁净室系统集成工程新签增速分别 25.00%/25.00%/20.00%，洁净室工艺二次配工程新签增速分别 30.00%/30.00%/30.00%，合计洁净室工程业务新签订单增速分别 25.92%/25.95%/21.96%。从而得到，2023-2025 年：公司新签洁净室工程合同额分别 28.92/36.43/44.43 亿元。

图表 52：公司洁净室工程业务新签订单预测表（单位：亿元）

洁净室工程	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
当年新签：洁净室-系统集成	11.48	14.81		23.44	29.30	35.16
YoY	0.24%	29.02%		25.00%	25.00%	20.00%
当年新签：洁净室-二次配工程	1.01	3.33		5.48	7.12	9.26
YoY	68.16%	228.42%		30.00%	30.00%	30.00%
新签合计	12.49	18.13	22.97	28.92	36.43	44.43
YoY	3.64%	45.19%	26.67%	25.92%	25.95%	21.96%

来源：公司公告、中泰证券研究所 注：2022 年，公司未公布洁净室系统集成和二次配工程细分新签订单额数据。

营收端：基于洁净室工程主业订单预测值，结合洁净室行业上下游产业链基本情况及其他业务板块未来发展规划，我们假设 2023-2025 年：

(1) 洁净室系统集成工程营收分别 16.68、21.62、27.86 亿元，yoy 分别 20.77%、29.61%、28.87%，考虑到 IC 半导体行业毛利率及在公司收入中占比总体呈提升态势，毛利率分别 15.30%、15.40%、15.50%；

(2) 洁净室二次配工程营收分别 3.83 亿元、5.17 亿元、7.08 亿元，yoy 分别 99.39%、34.80%、37.07%，考虑到二次配工程设计和施工难度较高，毛利率分别 15.50%、16.00%和 16.50%；

(3) 其他机电安装营收分别 0.38 亿元、0.46 亿元、0.55 亿元，yoy 分别 20.00%、20.00%、20.00%，考虑到其他机电安装成本与收入变化趋势相一致，毛利率分别 20.00%、20.00%和 20.00%。

(4) 设备销售营收分别 0.31 亿元、0.46 亿元、0.69 亿元, yoy 分别 50.00%、50.00%、50.00%, 考虑到公司设备销售成本与收入变动趋势相一致, 毛利率分别 35.00%、35.00%和 35.00%。

对应得到 2023-2025 年公司总营收分别 21.23 亿元、27.74 亿元、36.23 亿元, yoy 分别 30.42%、30.67%、30.60%, 综合毛利率分别 15.76%、15.97%和 16.19%。

图表 53: 简易盈利预测表 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10.96	17.02	16.28	21.23	27.74	36.23
YoY	17.34%	55.26%	-4.37%	30.42%	30.67%	30.60%
毛利率	16.34%	15.11%	15.44%	15.76%	15.97%	16.19%
分产品营收						
洁净室工程	10.59	16.60	15.73	20.51	26.78	34.94
YoY	17.53%	56.74%	-5.21%	30.38%	30.58%	30.45%
毛利率	15.85%	15.01%	15.19%	15.34%	15.52%	15.70%
其中: 系统集成	9.74	14.39	13.81	16.68	21.62	27.86
YoY	17.20%	47.69%	-4.00%	20.77%	29.61%	28.87%
毛利率	15.71%	14.06%	15.20%	15.30%	15.40%	15.50%
其中: 二次配工程	0.85	2.21	1.92	3.83	5.17	7.08
YoY	21.43%	160.62%	-13.10%	99.39%	34.80%	37.07%
毛利率	17.49%	21.17%	15.13%	15.50%	16.00%	16.50%
其他机电安装工程	0.28	0.41	0.32	0.38	0.46	0.55
YoY	-9.37%	45.98%	-22.37%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	31.69%	22.59%	18.11%	20.00%	20.00%	20.00%
设备销售	0.08	0.00	0.21	0.31	0.46	0.69
YoY	562.33%	-99.75%	101415.65%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	45.41%	27.23%	32.23%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	0.04
YoY	9.87%	10.71%	66.64%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	56.21%	60.44%	94.38%	60.00%	60.00%	60.00%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

费用端: 1) 销售费用率: 基于公司主要通过服务老客户以及通过老客户介绍的订单获取模式, 及公司销售员工数量及薪酬占总员工比例较小的基本情况, 结合营收预测情况, 我们假设公司 2023-2025 年销售费用率分别 0.37%、0.35%、0.34%; **2) 管理费用率:** 随业务发展及营收规模扩张, 公司提高管理水平、实现降本增效, 以及疫情缓解减少抗疫成本, 基于营收预测情况, 我们假设公司 2023-2025 年管理费用率分别 3.66%、3.63%、3.60%; **3) 研发费用率:** 基于公司围绕核心业务、重点业态开展科技攻关, 加大研发投入, 考虑到营收预测情况, 我们假设公司 2023-2025 年研发费用率分别 1.20%、1.23%、1.26%。

图表 54: 公司期间费用预测表 (单位: 亿元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16.28	21.23	27.74	36.23
销售费用	0.06	0.08	0.10	0.12
销售费用率	0.39%	0.37%	0.35%	0.34%
管理费用	0.60	0.78	1.01	1.31
管理费用率	3.69%	3.66%	3.63%	3.60%
研发费用	0.19	0.26	0.34	0.46
研发费用率	1.17%	1.20%	1.23%	1.26%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

利润端: 考虑到公司客户粘性高、主要服务于 IC 半导体行业、技术和工艺随下游行业发展而持续进步, 我们假设公司 2023-2025 年综合毛利率分别 15.76%、15.97%、16.19%。最终预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 1.61 亿元、2.16 亿元、2.89 亿元。

图表 55: 简易盈利预测表 (单位: 亿元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16.28	21.23	27.74	36.23
YOY	-4.37%	30.42%	30.67%	30.60%
营业成本	13.77	17.88	23.31	30.36
YOY	-4.75%	29.92%	30.35%	30.26%
毛利率	15.44%	15.76%	15.97%	16.19%
归母净利润	1.23	1.61	2.16	2.89
YOY	-0.60%	31.26%	33.87%	33.96%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

4.2 估值分析

从相对估值角度看: 圣晖集成为圣晖国际控股洁净室行业领先企业, 在洁净室系统集成与工艺二次配方面具有竞争优势。我们选取以下企业: 1) 为泛半导体等行业先进制造企业提供洁净室配套系统: 正帆科技; 2) 医药、医疗洁净技术综合解决方案服务商: 常铝股份; 3) 洁净环保型实验室解决方案主要供应商之一: 莱伯泰科, 作为可比公司, 得到可比公司 2023-2025 年 PE 均值分别 25.1 倍、18.4 倍、14.4 倍, PB (LF) 均值 3.30 倍。2023 年 5 月 12 日, 圣晖集成收盘价对应 2023-2025 年 PE 为 19.6 倍、14.6 倍、10.9 倍, PB 为 3.03 倍, 显著低于行业均值。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润复合增速 33.92%, 略高于上述 3 家公司归母净利润增速预期均值 33.79%。总体看, 公司当前价值较可比公司价值低估。

图表 56: 可比公司估值表 (2023.05.12)

证券代码	证券简称	市值		PE				PB	ROE
		亿元	2022A	TTM	2023E	2024E	2025E	LF	2022A
688596.SH	正帆科技	103	39.7	39.7	26.4	19.1	14.4	4.18	10.7%
002160.SZ	常铝股份	42	-11.1	-10.5	11.4	7.4	5.3	1.16	-10.5%
688056.SH	莱伯泰科	27	60.9	59.6	40.8	32.8	28.6	3.24	5.4%
	加权平均	-	30.7	30.7	25.1	18.4	14.4	3.30	-
603163.SH	圣晖集成	32	25.7	23.7	19.6	14.6	10.9	3.03	12.2%

来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所 注: 除圣晖集成外, 表内其余公司相关数据采用 Wind 一致预期

4.3 投资建议

投资建议: 预计公司 2023-2025 年实现营业收入 **21.23/27.74/36.23 亿元**, **yoy+30.42%/30.67%/30.60%**, 实现归母净利 1.61/2.16/2.89 亿元, **yoy+31.26%/33.87%/33.96%**, 对应 EPS 为 2.02/2.70/3.62 元。现价对应 PE 为 19.6、14.6、10.9 倍。公司当前价值较可比公司价值低估, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5、风险提示

1、宏观经济波动风险

公司专注电子工业高端领域洁净室工程服务业务。公司下游 IC 半导体、光电行业市场与宏观经济发展周期有着较强的相关性，经济增速和宏观经济的波动将直接影响到整个下游行业的经营发展情况，从而对洁净室工程服务业务经营造成影响。因此，经济增速放缓、宏观经济波动都将影响本公司的业务发展，给公司发展和经营带来一定的风险。

2、行业竞争加剧风险

洁净室行业规模快速扩张，市场快速扩张，竞争加剧。随着行业进入者日益增加，公司将同时面临来自同行业企业的竞争。因此，若不能持续在技术、管理、品牌、工艺等方面保持优势，公司行业地位将受到一定影响。

3、客户集中度较高风险

2019 年以来，公司前五大客户营收占比在 42%以上，营收贡献、客户集中度较高。洁净室工程行业属于项目型业务，公司需要不断开拓新客户、承接新业务以保证公司经营业绩的持续、稳定增长，如公司市场开发策略不符合市场变化或不符合客户需求，则公司存在不能持续、稳定的开拓新客户和维系老客户新增业务的可能，从而面临业绩下滑的风险。

4、工程安全风险

公司所服务的行业的工程施工难度较大，工期紧，技术要求高，施工环境复杂，存在一定的危险性，如果防护不当或者在技术上，操作上出现意外，可能造成人员伤亡及财产损失，存在发生安全事故的可能性。

5、研报使用信息数据更新不及时风险

若研报中使用的信息数据发生变动，或导致相关测算结果发生改变。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	550	718	777	979	营业收入	1,628	2,123	2,774	3,623
应收票据	21	26	34	42	营业成本	1,377	1,788	2,331	3,036
应收账款	484	532	670	841	税金及附加	4	5	6	8
预付账款	51	66	86	112	销售费用	6	8	10	12
存货	0	54	70	91	管理费用	60	78	101	131
合同资产	389	434	567	704	研发费用	19	26	34	46
其他流动资产	583	648	816	998	财务费用	6	-2	-3	-5
流动资产合计	1,690	2,044	2,453	3,063	信用减值损失	-6	-8	-10	-13
其他长期投资	1	1	1	1	资产减值损失	6	-1	-1	-1
长期股权投资	2	2	2	2	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	40	41	41	41	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	其他收益	4	2	3	2
无形资产	7	7	7	7	营业利润	160	215	287	383
其他非流动资产	37	37	37	37	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	87	87	88	88	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	1,777	2,131	2,541	3,150	利润总额	159	214	286	382
短期借款	31	104	56	56	所得税	36	53	70	94
应付票据	0	0	0	0	净利润	123	161	216	288
应付账款	590	784	1,046	1,392	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	123	161	215	288
合同负债	75	49	81	100	NOPLAT	128	160	214	285
其他应付款	2	2	2	2	EPS (摊薄)	1.54	2.02	2.69	3.60
一年内到非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	47	62	77	97					
流动负债合计	746	1,003	1,263	1,649	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	18	18	18	18	营业收入增长率	-4.4%	30.4%	30.7%	30.6%
非流动负债合计	18	18	18	18	EBIT 增长率	-3.0%	28.3%	33.7%	33.2%
负债合计	764	1,021	1,281	1,667	归母公司净利润增	-0.6%	31.3%	33.5%	33.7%
归属母公司所有者权	1,009	1,106	1,256	1,479	获利能力				
少数股东权益	4	4	5	5	毛利率	15.4%	15.8%	16.0%	16.2%
所有者权益合计	1,013	1,110	1,260	1,484	净利率	7.6%	7.6%	7.8%	8.0%
负债和股东权益	1,777	2,131	2,541	3,150	ROE	12.1%	14.5%	17.1%	19.4%
					ROIC	18.4%	19.8%	24.2%	27.1%
					偿债能力				
					资产负债率	43.0%	47.9%	50.4%	52.9%
					债务权益比	5.0%	11.2%	6.0%	5.1%
					流动比率	2.3	2.0	1.9	1.9
					速动比率	2.3	2.0	1.9	1.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2
					应收账款周转天数	93	86	78	75
					应付账款周转天数	147	138	141	145
					存货周转天数	1	5	10	10
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.54	2.02	2.69	3.60
					每股经营现金流	2.01	2.01	2.20	3.33
					每股净资产	12.62	13.82	15.70	18.48
					估值比率				
					P/E	26	20	15	11
					P/B	3	3	3	2
					EV/EBITDA	212	165	124	94

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。