仅供内部参考，请勿外传

订单迎来拐点，二次配业务驱动盈利上行

柏诚股份(601133)
建筑工程业/工业

■ 柏诚股份公司深度报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
韩其成(分析师)	021-38676162	hanqicheng@gtht.com	S0880516030004
郭浩然(分析师)	010-83939793	guohaoran@gtht.com	S0880524020002
曹有成(分析师)	021-23185701	caoyoucheng@gtht.com	S0880525040079

评级: 增持

目标价格(元): 36.40

当前价格(元):	23.67

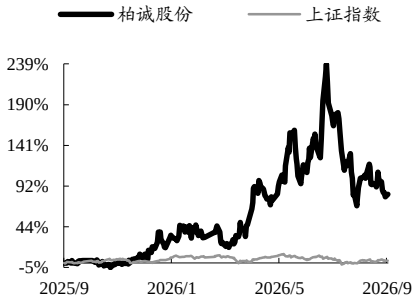
交易数据

52 周内股价区间(元)	12.31-44.04
总市值(百万元)	12,455
总股本/流通 A 股(百万股)	526/524
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	3,054
每股净资产(元)	5.80
市净率(现价)	4.1
净负债率	-49.85%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	-14%	86%
相对指数	-9%	-12%	83%

相关报告

2026H1 归母净利润同增 3%，新签订单超去年全年 2026.09.01
提供专业洁净系统集成整体解决方案，深度聚焦半导体领域 2026.06.29

本报告导读:

柏诚股份聚焦高端半导体洁净室赛道，依托毛利较高二次配业务形成区别于传统总包厂商的盈利优势，2026 年新签订单显著回暖，公司受益行业景气上行，业绩有望持续释放。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**预测 2026-2028 年 EPS 0.65/0.80/0.94 元增 67.8%/22.7%/16.7%，参考可比公司估值，给予公司 2026 年 56 倍 PE，维持目标价 36.40 元。
- **公司聚焦于先进制程洁净室系统集成服务，2026 年新签订单已实现反超，等待业绩释放。**2026H1 公司实现营业收入 26.52 亿元，同比+9.40%；归母净利润 0.86 亿元，同比+3.01%。公司在手订单逐步转化，营收止跌回升，Q2 单季度环比增速提升较快，2026Q2 营收环比+108.44%。
- **全球算力浪潮趋势推动晶圆厂进入扩产周期，洁净室厂房建设的时间成本成为存储扩产限制直接原因。**存储芯片 HBM 高传输速度存储需求旺盛，带动晶圆出货量反转提升，2025 年全球晶圆出货量为 12973 百万平方英寸，同比+6.62%。根据 Semi，预计到 2028 年全球晶圆出货量将达到 15485 百万平方英寸。美光、三星和 SK 海力士均曾在投资者交流会中表示洁净室厂房建设是限制 DRAM/HBM 产能增长的核心结构性瓶颈。
- **国内洁净室行业受益于下游半导体资本开支上行，支撑洁净室需求中长期上行。**国内国家大基金三期募集 3440 亿元计划投入半导体行业，目前仅为投资初期，企业扩产资金支持力度较大。CHIPS 法案对中国投资限制，叠加已有产线产能满载，龙头企业进行产能升级扩建。两存上市加速，百亿募投项目创造洁净室增量空间。
- **公司盈利能力强于国内洁净室总包厂商，未来模块化投产海外市场空间有望打开。**与深桑达 A、太极实业相比，公司聚焦于半导体洁净室系统集成服务，不包括土建低毛利业务。同时公司近年来重视发展毛利较高的二次配和机电业务，2026H1 新签订单中二次配业务占比已达 35.54%。模块化未来投产也有望抬升海外项目盈利水平，海外业务有望打开增量空间。
- **风险提示:**下游需求不及预期；模块化业务产业落地不及预期；海外业务拓展不及预期；大额订单收入确认滞后；财务垫资与回款不及时。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,244	4,133	6,573	8,242	9,700
(+/-)%	31.8%	-21.2%	59.0%	25.4%	17.7%
净利润(归母)	212	205	344	422	493
(+/-)%	-0.8%	-3.3%	67.8%	22.7%	16.7%
每股净收益(元)	0.40	0.39	0.65	0.80	0.94
净资产收益率(%)	7.4%	6.9%	10.7%	12.0%	12.8%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	57.71	59.71	35.59	29.00	24.86

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,205	2,160	2,157	2,336	2,576
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款及票据	721	624	962	1,184	1,374
存货	185	121	184	223	256
其他流动资产	2,024	2,167	3,400	4,250	4,994
流动资产合计	**5,134**	**5,072**	**6,703**	**7,993**	**9,201**
长期投资	0	1	1	1	1
固定资产	184	177	169	165	164
在建工程	1	1	6	10	15
无形资产及商誉	16	15	15	15	15
其他非流动资产	325	230	280	280	283
非流动资产合计	**526**	**425**	**472**	**472**	**477**
总资产	**5,660**	**5,497**	**7,175**	**8,465**	**9,678**
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	2,396	2,244	3,580	4,494	5,292
一年内到期的非流动负债	3	5	4	4	4
其他流动负债	377	242	358	441	515
流动负债合计	**2,776**	**2,491**	**3,943**	**4,940**	**5,811**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
租赁负债	3	4	4	4	4
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	**3**	**5**	**4**	**4**	**4**
总负债	**2,780**	**2,496**	**3,947**	**4,944**	**5,816**
实收资本(或股本)	527	528	526	526	526
其他归母股东权益	2,352	2,467	2,695	2,987	3,328
归属母公司股东权益	**2,880**	**2,995**	**3,221**	**3,513**	**3,854**
少数股东权益	1	7	7	8	9
股东权益合计	**2,880**	**3,001**	**3,228**	**3,521**	**3,863**
总负债及总权益	**5,660**	**5,497**	**7,175**	**8,465**	**9,678**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	215	77	150	313	396
投资活动现金流	-50	-14	-34	-4	-5
筹资活动现金流	-103	-95	-119	-130	-152
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	62	-32	-3	179	240
折旧与摊销	17	22	27	27	26
营运资本变动	-55	-158	-221	-154	-136
资本性支出	-56	-23	-20	-25	-30

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**5,244**	**4,133**	**6,573**	**8,242**	**9,700**
营业成本	4,720	3,640	5,807	7,289	8,583
税金及附加	11	8	13	17	20
销售费用	29	35	56	70	82
管理费用	147	152	242	303	356
研发费用	13	6	10	13	15
EBIT	**280**	**298**	**426**	**536**	**632**
其他收益	3	1	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	11	18	22	26
财务费用	-22	-8	-58	-58	-61
减值损失	-61	-23	-40	-40	-40
资产处置损益	0	0	0	0	0
营业利润	**294**	**288**	**483**	**593**	**692**
营业外收支	0	1	1	1	1
所得税	82	83	139	171	199
净利润	**212**	**205**	**345**	**423**	**494**
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属母公司净利润	212	205	344	422	493

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	7.4%	6.9%	10.7%	12.0%	12.8%
ROA(%)	4.0%	3.7%	5.4%	5.4%	5.4%
ROIC(%)	7.0%	7.0%	9.4%	10.8%	11.6%
销售毛利率(%)	10.0%	11.9%	11.7%	11.6%	11.5%
EBIT Margin(%)	5.3%	7.2%	6.5%	6.5%	6.5%
销售净利率(%)	4.0%	5.0%	5.2%	5.1%	5.1%
资产负债率(%)	49.1%	45.4%	55.0%	58.4%	60.1%
存货周转率(次)	24.6	23.8	38.1	35.8	35.8
应收账款周转率(次)	8.2	6.3	8.5	7.9	7.8
总资产周转周转率(次)	1.0	0.7	1.0	1.1	1.1
净利润现金含量	1.0	0.4	0.4	0.7	0.8
资本支出/收入	1.1%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
EV/EBITDA	12.51	18.69	22.34	17.62	14.71
P/E(现价&最新股本摊薄)	57.71	59.71	35.59	29.00	24.86
P/B(现价)	4.25	4.09	3.80	3.49	3.18
P/S(现价)	2.34	2.96	1.86	1.49	1.26
EPS-最新股本摊薄(元)	0.40	0.39	0.65	0.80	0.94
DPS-最新股本摊薄(元)	0.22	0.12	0.20	0.25	0.29
股息率(现价,%)	0.9%	0.5%	0.9%	1.1%	1.2%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 盈利预测与估值 4
2. 公司聚焦半导体洁净室服务，在手订单景气度回升 6
2.1. 三十年跨行业经验构筑稀缺综合项目交付能力 6
2.2. 2026 年新签订单超额反转，未来业绩释放可期 8
3. 洁净室赛道供需错配，内资企业享国产替代红利 10
3.1. 产业链：下游资本开支为中游集成订单核心传导源头 10
3.2. 格局分化：台资出海、央企总包短板凸显，柏诚卡位二次配赛道 13
3.3. 全球 AI 算力造成 HBM 紧缺，建厂周期成为扩产硬性瓶颈 16
3.4. 国内大基金三期叠加两存上市，下游资本开支具备长期支撑 17
4. 业务结构塑造盈利韧性，模块出海拓宽业绩增长空间 21
4.1. 高毛利二次配占比持续上行，显示业务稳定增厚利润 21
4.2. 模块化 EPFC 模式破解海外痛点，全球化打开增量空间 24
4.3. 聚焦细分赛道构筑盈利优势，轻负债优化盈利质量 25
5. 风险提示 26

仅供内部参考，请勿外传

1. 盈利预测与估值

1、2025 年全年新签 37.6 亿元。2026 年半年报公布 2026H1 公司新签 58.3 亿元，2026 年 6 月 24 日，公司签署“TCL 华星第 8.6 代印刷 OLED 生产线一期项目洁净 2 包”实施合同，合同总金额 3.59 亿元。我们预计公司洁净室系统集成工程业务将保持稳定增长，2026、2027、2028 年营收分别增长 80%、30%、20%，毛利率保持稳定；我们预计公司机电工艺系统业务将保持稳定增长，2026、2027、2028 年营收分别增长 80%、30%、20%，毛利率保持稳定；

2、我们预计公司二次配工程业务将保持稳定增长，2026、2027、2028 年营收分别增长 5%、5%、5%，毛利率保持稳定；

3、我们预计公司销售产品业务将保持稳定增长，2026、2027、2028 年营收分别增长 5%、5%、5%，毛利率保持稳定；

4、我们预计公司设计咨询业务将保持稳定增长，2026、2027、2028 年营收分别增长 5%、5%、5%，毛利率保持稳定。

5、我们预计公司其他业务将保持稳定增长，2026、2027、2028 年营收分别增长 5%、5%、5%，毛利率保持稳定。

表1：主营业务分项预测

业务	项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
洁净室系统集成工程	营业收入（百万元）	2,704.10	1,758.00	3,164.40	4,113.7	4,936.5
	同比增速（%）	18.30%	-34.99%	80.00%	30.00%	20.00%
	营业成本（百万元）	2,466.14	1,590.99	2,863.78	3,722.92	4,467.50
	毛利率（%）	8.80%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
	占营收比重（%）	51.6%	42.5%	48.1%	49.9%	50.9%
机电工艺系统	营业收入（百万元）	1,363.30	1,220.00	2,196.00	2,854.80	3,425.76
	同比增速（%）	18.23%	-10.51%	80.00%	30.00%	20.00%
	营业成本（百万元）	1,229.70	1,057.74	1,903.93	2,475.11	2,970.13
	毛利率（%）	9.80%	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%
	占营收比重（%）	26.00%	29.52%	33.41%	34.64%	35.32%
二次配工程	营业收入（百万元）	1,167.60	1,143.60	1,200.78	1,260.82	1,323.86
	同比增速（%）	120.93%	-2.06%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本（百万元）	1,016.98	978.92	1,027.87	1,079.26	1,133.22
	毛利率（%）	12.90%	14.40%	14.40%	14.40%	14.40%
	占营收比重（%）	22.26%	27.67%	18.27%	15.30%	13.65%
销售产品	营业收入（百万元）	/	5.90	6.20	6.50	6.83
	同比增速（%）	/	/	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本（百万元）	/	6.73	5.89	6.18	6.49
	毛利率（%）	/	-14.10%	5.00%	5.00%	5.00%
	占营收比重（%）	/	0.14%	0.09%	0.08%	0.07%
设计咨询	营业收入（百万元）	6.40	5.40	5.67	5.95	6.25
	同比增速（%）	-46.22%	-15.63%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本（百万元）	5.44	5.87	5.39	5.66	5.94
	毛利率（%）	15.00%	-8.70%	5.00%	5.00%	5.00%
	占营收比重（%）	0.12%	0.13%	0.09%	0.07%	0.06%
其他业务	营业收入（百万元）	2.80	0.30	0.32	0.33	0.35
	同比增速（%）	1300.00%	-89.29%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本（百万元）	1.85	0.14	0.15	0.15	0.16
	毛利率（%）	33.90%	53.90%	53.90%	53.90%	53.90%
	占营收比重（%）	0.05%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	营业收入（百万元）	5244.20	4133.20	6573.36	8242.13	9699.51
	同比增速（%）	31.78%	-21.19%	59.52%	25.53%	17.75%

仅供内部参考，请勿外传

营业成本（百万元）	4720.11	3640.39	5807.00	7289.28	8583.45
毛利率（%）	9.99%	11.92%	11.66%	11.56%	11.51%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

表2：洁净室产业链公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
603929.SH	亚翔集成	156.00	4.18	7.07	10.71	22.84	23.28	22.84
603163.SH	圣晖集成	77.83	1.55	2.39	3.34	44.39	33.95	24.33
000032.SZ	深桑达 A	14.18	-0.11	0.22	0.37	-173.29	66.27	38.99
600667.SH	太极实业	17.96	0.21	0.22	0.24	37.20	88.42	82.52
688376.SH	美埃科技	64.90	0.90	2.13	2.85	64.57	32.09	23.98
688596.SH	正帆科技	65.72	0.46	0.81	1.70	68.26	83.10	39.72
	平均值						54.52	38.73
601133.SH	柏诚股份	23.67	0.39	0.65	0.80	61.35	36.57	19.80

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

注：（1）选取四家洁净室企业和两家洁净室系统、设备耗材企业作为公司的可比公司；

（2）股价为 2026/9/7 日收盘价，亚翔集成、圣晖集成为国泰海通预测值，柏诚股份数据来自本文，其他公司预测来自 Wind 一致预期（180 天）。

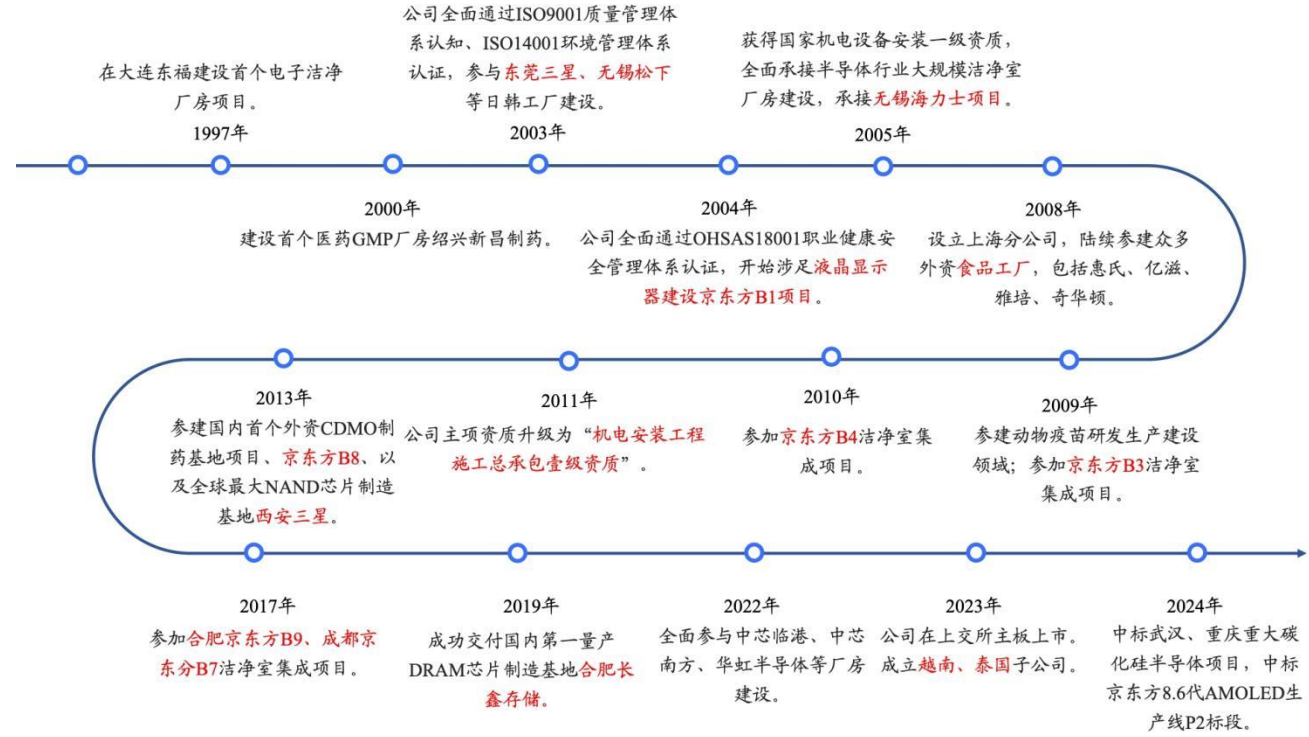
仅供内部参考，请勿外传

2. 公司聚焦半导体洁净室服务，在手订单景气度回升

2.1. 三十年跨行业经验构筑稀缺综合项目交付能力

公司专注于洁净室系统集成领域，多行业长期项目积累与顶级工程资质。公司于 1997 年首次切入日韩半导体供应链，承接东莞三星、无锡松下、无锡海力士、西安三星等外资洁净室建设项目。同时在显示面板领域，与京东方、华星光电、天马微电子形成稳定合作关系。2000 年，公司涉足医药 GMP 厂房建设，后续逐步参建动物疫苗、人体疫苗、CDMO 制药、胰岛素、多肽药物等高端生物厂房基地，与百济神州、信达生物、药明康德、罗氏诊断均有合作。2007 年，公司涉足食品工厂领域；2008 年，参建多个外资食品工厂。公司多业务布局对冲半导体行业周期波动。同时公司资质齐全，多次荣获业内奖项，包括鲁班奖、国家优质工程奖、詹天佑奖等在内的国家级奖项及省级奖项荣誉。

图1：公司发展历程

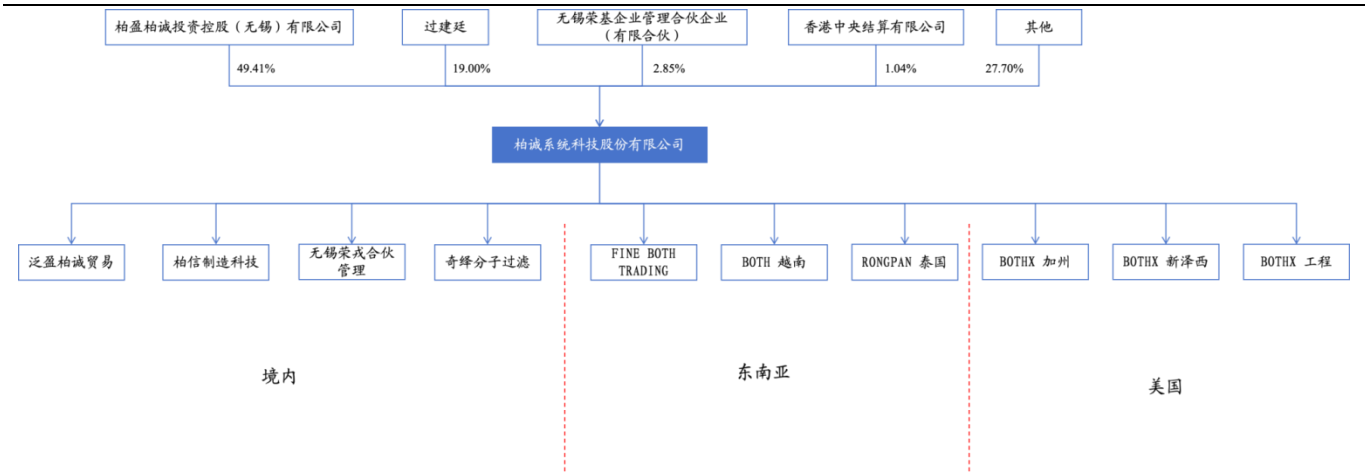


资料来源：公司官网，国泰海通证券研究

公司股权结构稳定，逐步在海内外全球布局，未来有望进一步打开海外增量空间。截至 2026 年 6 月底，公司第一大股东为柏盈柏诚投资控股（无锡）有限公司，持股比例为 49.41%。公司控股公司在境内境外均有布局，近期重视出海业务。公司在越南、泰国均设立子公司，已构建相对成熟的跨境运营体系，2026H1 海外新签合同额（不含税）3.67 亿元，实现营业收入 2.38 亿元。同时，2025 年公司在美国旧金山和新泽西设立两家子公司，看好美国制造业回流，本土洁净室带来增量需求。并且公司在国内向产业链上游核心耗材环境延伸，2025 年 4 月与奇異科技股份有限公司（中国台湾）合资设立奇绎分子过滤技术（无锡）有限公司，聚焦分子级过滤领域，相关产品可满足半导体、显示面板行业对空气分子污染物（AMC）控制的严苛需求，增强公司整体盈利能力。

仅供内部参考，请勿外传

图2：公司股权结构



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

公司主营业务为半导体及泛半导体领域洁净室系统集成工程，收入结构向高毛利二次配业务倾斜，带动毛利率稳定回升。公司一直以来聚焦于半导体领域洁净室服务，受益于近年下游半导体行业资本开支上行，半导体企业为公司主要客户，2026H1 收入占比 75.97%。从公司产品结构来看，洁净室系统集成工程为公司贡献主要收入，2026H1 洁净室系统集成工程收入占比 47.07%。2021 年以来，二次配工程收入占比整体呈现上升趋势，其中 2025 年二次配收入为 11.44 亿元，占比 27.67%，增长了 6.29pct。2026H1 公司二次配业务收入占比 20.58%，与 2025H1 相比减少 0.8pct，二次配业务订单转化为收入的进度与业主方工艺机台到货进展相关。二次配业务毛利率与其他业务相比较高，2026H1 二次配毛利率为 13.01%，收入结构调整有望进一步带动公司盈利能力提升。二次配业务是指在洁净室实施完成且系统调试通过后，伴随生产设备进入洁净室，将工艺系统从洁净室工艺系统与各种工艺设备有效连接。二次配项目设计、施工精细度要求高，技术壁垒和专业化要求更高，且二次配多为公司在建造洁净室基础上进行，公司熟悉本身项目管线走向，整体成本控制较好。同时关注公司各行业毛利率，2026H1 生命科学行业毛利率为 35.83%，提升了 26.90pct。

图3：2021-2026H1 公司产品收入结构

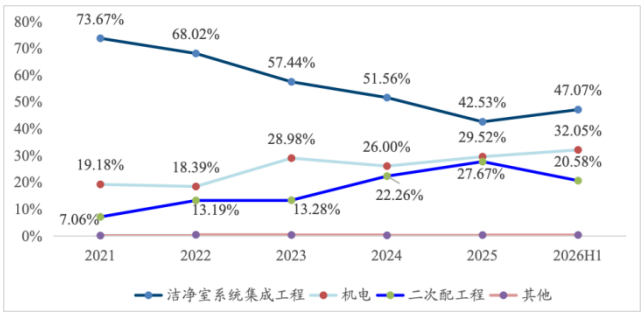
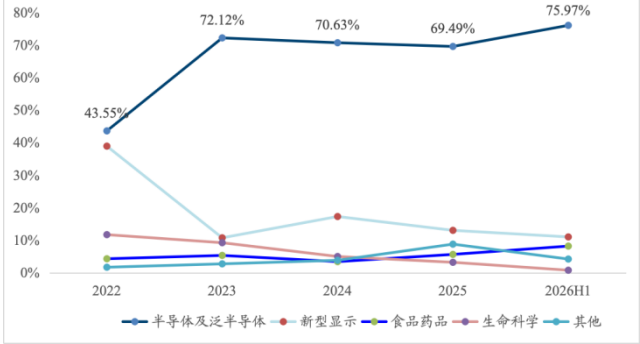


图4：2022-2026H1 公司产品涉及行业收入结构

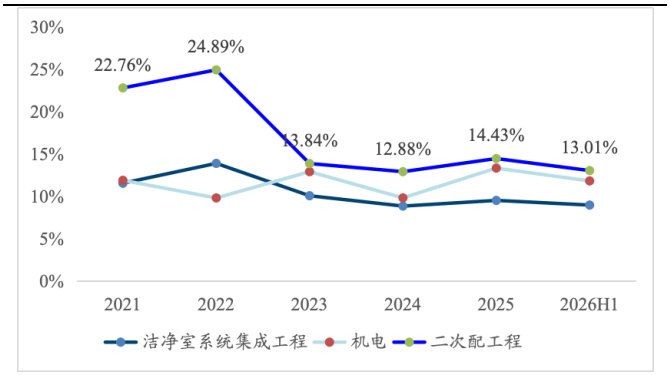


仅供内部参考，请勿外传

资料来源：Choice，国泰海通证券研究

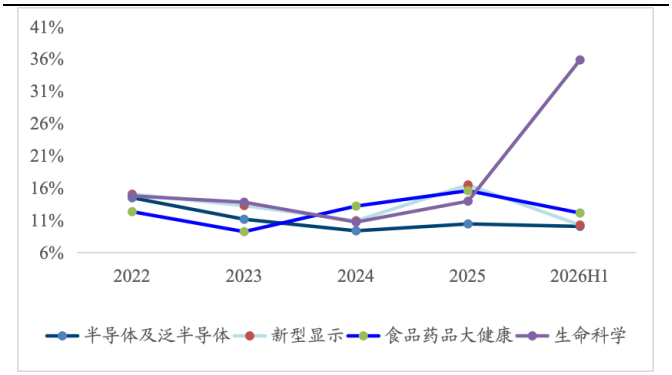
资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图5：2021-2026H1 年公司各产品毛利率



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图6：2022-2026H1 公司各行业毛利率

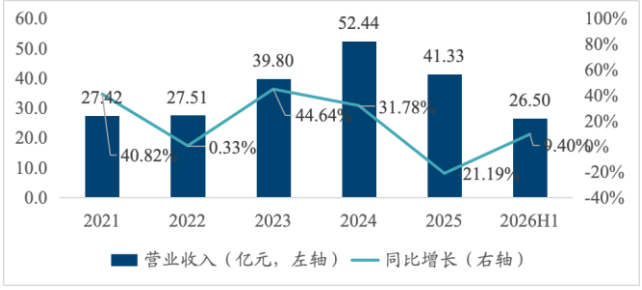


资料来源：Choice，国泰海通证券研究

2.2. 2026 年新签订单超额反转，未来业绩释放可期

公司订单周期结转错配，等待未来业绩释放。2025 年公司营业收入为 41.33 亿元，同比-21.19%；归母净利润 2.05 亿元，同比-3.34%。受下游客户建厂计划节奏、公司项目承接时点较晚等原因，项目未进入施工结转收入阶段，公司项目的密集执行期一般为 6-12 个月，因此 25H2 新签订单一部分需等到 2026 年及以后才能逐步转化为收入。同时二次配业务执行周期可能会受到业主方工艺机台分批到货的影响而有所延长。2026H1 公司实现营业收入 26.52 亿元，同比+9.40%；归母净利润 0.86 亿元，同比+3.01%。公司在手订单逐步转化，营收止跌回升，Q2 单季度环比增速提升较快，2026Q2 营收环比+108.44%。

图7：2021-2026H1 公司营业收入情况



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图8：2021-2026H1 公司归母净利润情况



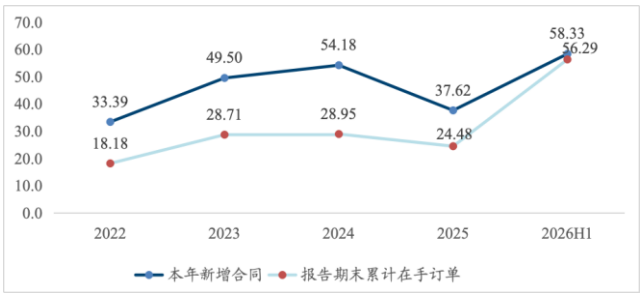
资料来源：Choice，国泰海通证券研究

公司新签订单额实现反转，整体销售毛利率稳定回升。公司 2025 年新签订单金额为 37.62 亿元，同比下降 30.56%，但 2026H1 公司新签订单已修复，合同额为 58.33 亿元，反超 2025 年全年新签订单金额 20.71 亿元。未来随着 2025 年末在手订单以及 2026 年新签订单业绩释放，公司营业收入未来可期。2026H1 新签订单中，从行业看，半导体及泛半导体行业占比 78.60%；从业务结构看，二次配业务占比 35.54%。半导体洁净室项目仍为公司主业，伴随行业扩产重心向先进制程、HBM 存储、高端晶圆产线倾斜；叠加公司毛利率较高的二次配业务合同额占比较高，公司整体毛利率已稳步回升，2026H1 毛利率为 10.72%，同比+0.72pct。

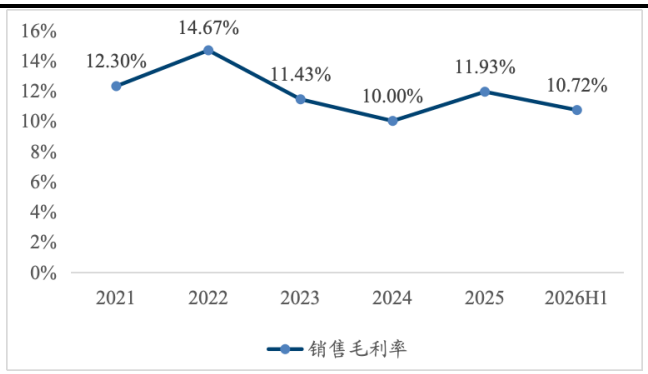
图9：2022-2026H1 公司新签订单情况

图10：2021-2026H1 公司毛利率情况

仅供内部参考，请勿外传



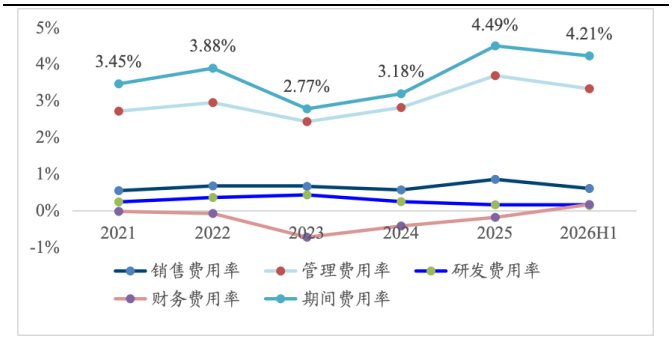
资料来源：2022-2026H1 年报，国泰海通证券研究



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

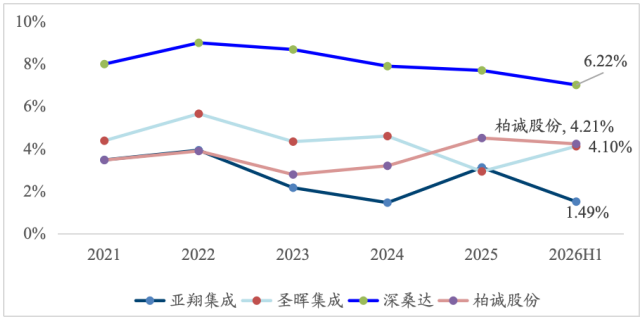
受收入下降影响，公司期间费用率阶段性增加。公司 2026H1 期间费用为 1.12 亿元，期间费用率为 4.21%，整体费用可控，总额波动不大，公司对内狠抓管理，提质增效，降本节支。与可比公司相比，公司期间费用率处于中游水平。

图11：2021-2026H1 公司费用率情况



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

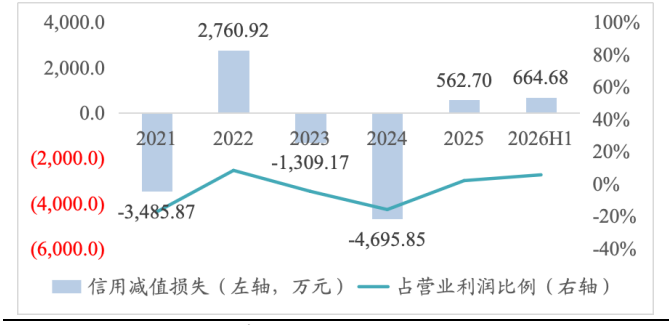
图12：2021-2026H1 公司与可比公司期间费用率情况



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

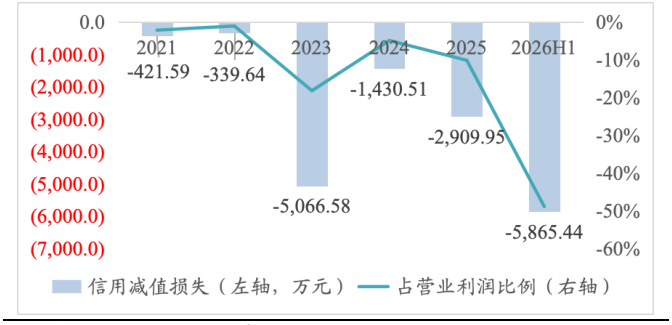
公司 2025 年信用减值损失为 562.70 万元，主要原因为收入减少进而应收账款规模降低，对应计提的应收账款坏账损失减少。2026H1 信用减值损失为 664.68 万元，占营业利润比例为 5.54%。2025-2026H1 公司合同资产减值损失增长较多的原因主要为公司完工项目合同资产增加所致，2025 年完工项目形成的合同资产占比 35.40%。在施工项目合同资产按照 5%计提坏账准备，而完工未结算项目按照账龄阶梯计提，账龄越久计提比例越高。1 年以内为 5%，1-2 年为 10%，2-3 年为 30%，3-4 年为 80%，而公司 2025 年完工项目形成的合同资产计提坏账准备比例为 10.19%，坏账准备金额为 7531.29 万元。2026H1 信用减值损失同比-35.92%，主要原因为本期长账龄应收账款收回较少所致。

图13：2021-2026H1 公司信用减值损失情况



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图14：2021-2026H1 公司资产减值损失情况



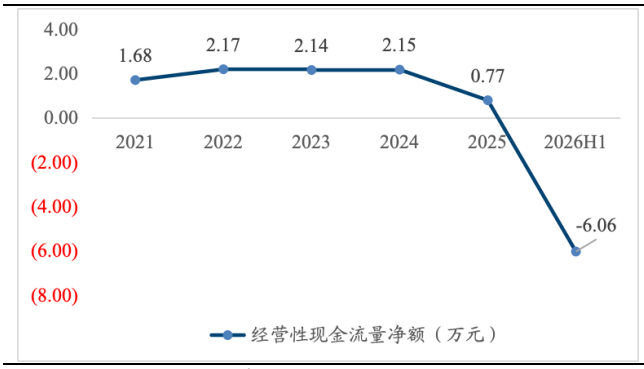
资料来源：Choice，国泰海通证券研究

公司现金流阶段性承压，客户优质叠加定增募集资金支撑中长期持续改善。2026H1 公司经营性现金流量净额为-6.06 亿元，主要原因系工程行业季节性规律明显，上半年集中支付上游款项，回款集中在下半年，公司往年半年报

仅供内部参考，请勿外传

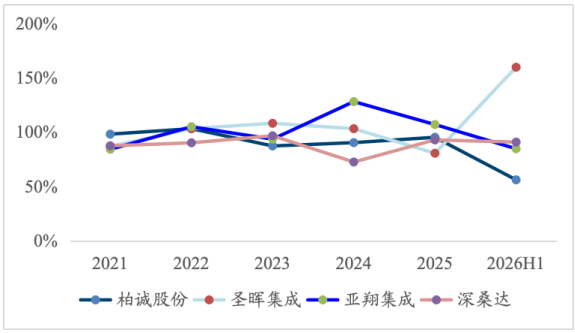
经营性现金流量净额均为负数，年末现金流边际修复。公司现金流阶段性承压主要源于两点：（1）半导体存储厂房项目复杂周期长，整体项目密集执行期 6-12 个月，2025 年公司重大项目工期最短为 439 天，因此前期分包工程款需要公司垫付，但公司客户黏性强，与客户合作时间久，因此目前项目垫资为时间错配，永久性坏账损失概率较低；（2）公司 IPO 募投项目装配式模块化生产基地预计于 2027 年 4 月全面投产，截至 2026 年 6 月底公司对该项目投资 8320.49 万元，且该项目购买原材料、项目物资、库存预制模块均计入存货，占用公司一定现金流。但长期来看模块化生产有利于公司降本，该基地可以满足将 70%模块工程量在公司自有工厂中建造、测试、调试完成。同时公司已于 2026 年 5 月发布定增预案，拟定增募集资金不超过 12 亿元，其中 3.6 亿元专项用于补充流动资金，能够有效缓解对项目垫资、模块化生产占用流动资金的压力。

图15：2021-2026H1 公司经营性现金流量净额情况



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图16：2021-2026H1 公司营业收现率情况



资料来源：Choice，国泰海通证券研究
注：营业收现率=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入

3. 洁净室赛道供需错配，内资企业享国产替代红利

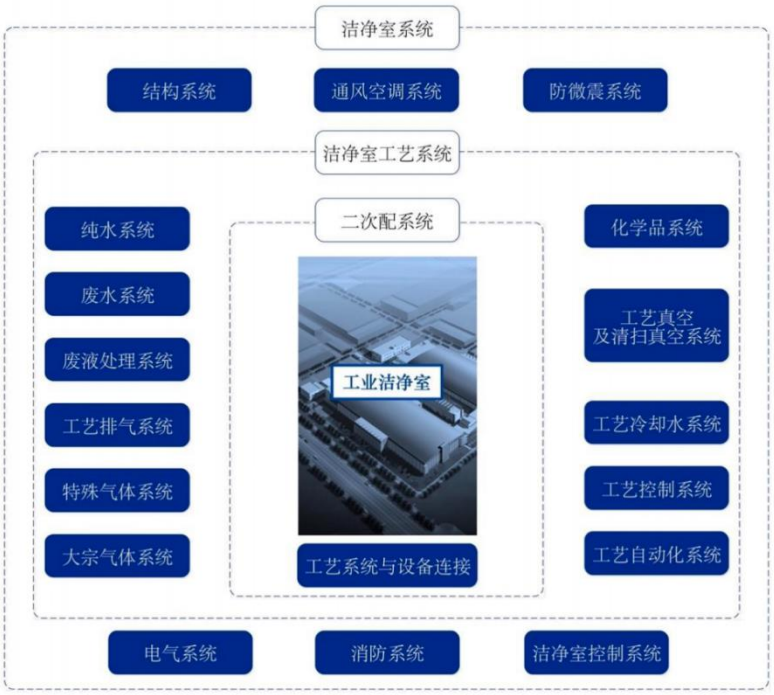
3.1. 产业链：下游资本开支为中游集成订单核心传导源头

工业洁净室为产线投产前必要条件，洁净度等级更高。洁净室由洁净室系统、洁净室工艺系统及二次配系统构成，但工业洁净室和生物洁净室的具体构成存在一定差异。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。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。

工业洁净室由三层架构构成。以下为工业洁净室系统构成：（1）洁净室系统主要包括洁净室结构系统通风空调系统、电气系统、消防系统、洁净室控制系统和防微震系统等；（2）洁净室工艺系统（也称为“一次系统”）主要包括纯水系统、废水系统、废液处理系统、工艺排气系统、特气系统、大宗气系统、化学品系统、工艺真空及清扫真空系统、工艺冷却水系统、工艺控制系统、工艺自动化系统等；（3）二次配系统指将工艺系统从一次系统与各种工艺设备有效连结，确保工艺设备有效运行的连接系统。

仅供内部参考，请勿外传

图17：工业洁净室构成

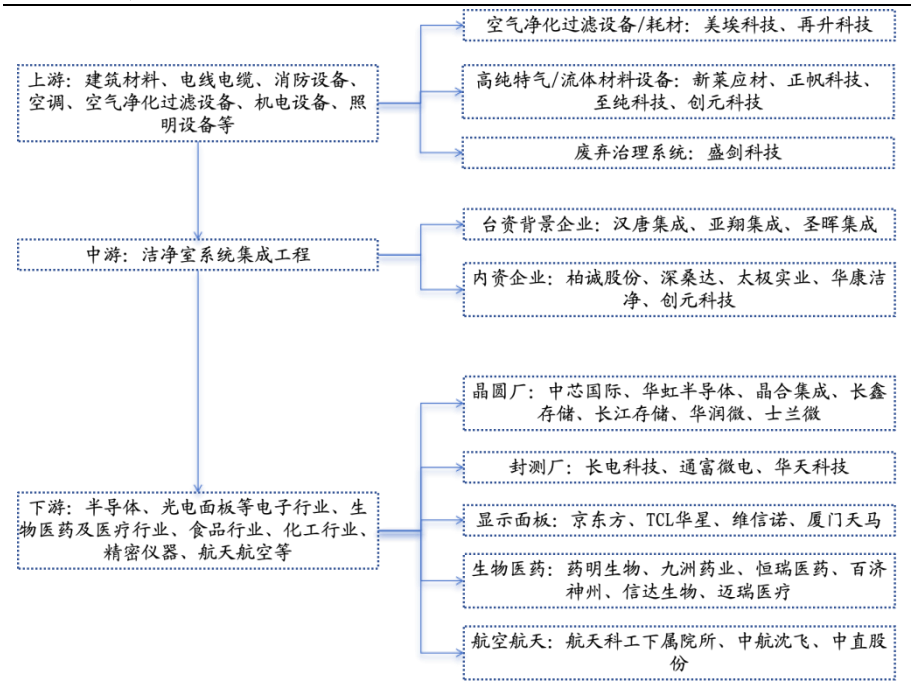


资料来源：2025 年报

洁净室产业链呈清晰三层传导格局，半导体下游资本开支为全产业链景气核心驱动。洁净室板块上游多为洁净室建造原材料和专用设备供应商，包括空气过滤设备、滤材耗材、高纯特气流体配套设备材料等，美埃科技、再升科技、新莱应材、正帆科技等为核心配套厂商，产品是洁净厂房维持高等级洁净环境的刚需基建；行业中游为洁净室系统集成服务商，代表企业可分为内资和台资背景企业，目前台资背景企业多聚焦于中国台湾及海外业务，内资企业多聚焦于中国大陆半导体、医药洁净室承包。下游覆盖半导体晶圆制造、新型显示、生物医药、航空航天等多个领域。其中目前半导体存储与逻辑芯片扩产为行业景气核心驱动力。产业链自下而上，下游扩产计划带动中游工程订单释放，进一步拉动上游设备材料采购需求。

仅供内部参考，请勿外传

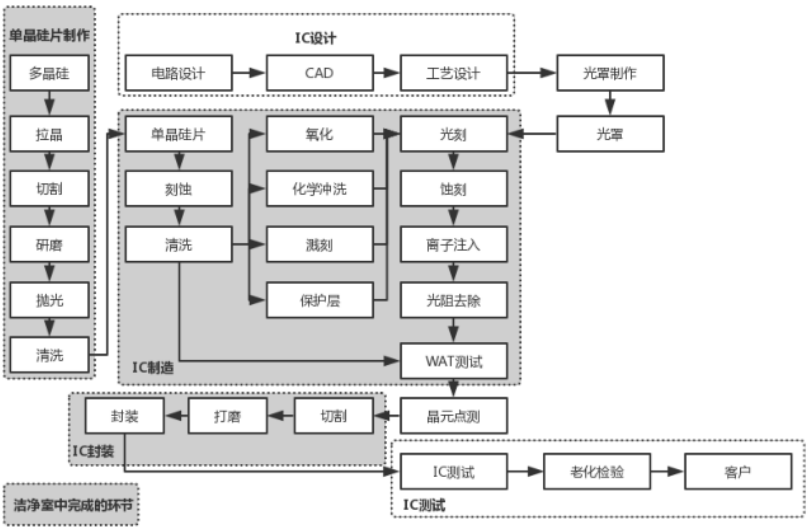
图18：洁净室产业链



资料来源：圣晖集成招股书，Choice，国泰海通证券研究

晶圆制造和封测环节均需要在洁净室中完成，为洁净室行业刚需基础。洁净室是半导体行业制造环节中重要的一环，从单晶硅片制造、到 IC 制造及封装，都需要在洁净室中完成。集成电路的基础制造材料是硅片，硅片经过各种表面处理后，与光刻板一起经过包括光刻、热处理、介质沉积、化学机械研磨等工艺最终形成集成电路芯片。如果生产过程中空气洁净程度达不到要求，产品良率会受到很大影响。随着工艺技术的进步，集成电路制造过程需要的洁净程度越来越高，对于洁净室工程技术也提出更高的要求。

图19：集成电路产业链需要在洁净室中完成的环节



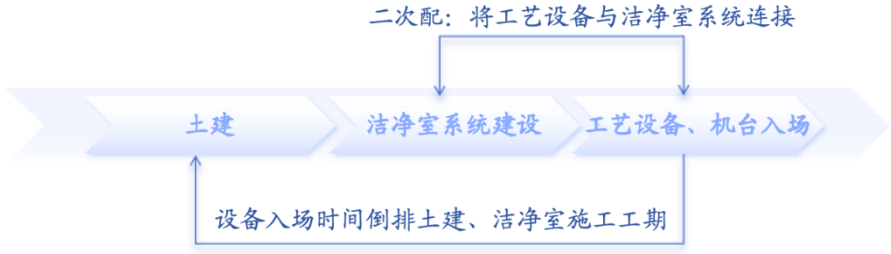
资料来源：美埃科技招股书

洁净室工期由设备入场时间倒排，工期时间支撑行业景气度具备中长期属性。Fab 建厂全周期流程为首先下游晶圆制造和封测厂商有具体扩产规划，通过招标选择 EPC 总包或者多标段分包形式进行施工。整个 Fab 施工顺序为项目开工先推进厂房土建，土建验收后，开展机电工程和洁净室系统建设。待工艺设备/机台入场后进行二次配工程，将工艺设备与洁净室系统精准连通。而洁净室项目实施过程中关键时间节点主要为工艺设备搬入时间，业主

仅供内部参考，请勿外传

方综合考虑产能规划、工艺设备采购及供货周期，确定工艺设备搬入时间节点后，倒排土建及洁净室系统施工工期。根据统计，中国台湾建设晶圆厂大约需要 19 个月，新加坡和马来西亚需要 23 个月，欧洲约 34 个月，而美国最长，可达 38 个月。因此下游一旦开启扩产计划，1-3 年内持续释放洁净工程订单，行业景气度具备中长期属性。

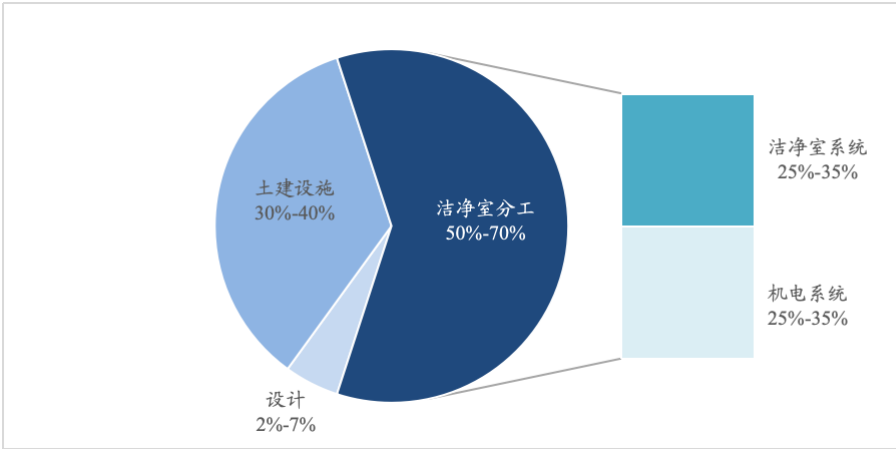
图20：洁净室项目施工顺序



资料来源：柏诚股份披露机构调研记录，国泰海通证券研究

洁净室投资建设在整个集成电路项目投资额中占比 10%-21%，未来晶圆厂建设支出将更加昂贵。集成电路制造领域中，厂房建设一般占总投资额的 20%-30%，设备投资占比 70%-80%。在厂房建设中，土建设施一般占比 30%-40%，洁净室分工占比最高，一般占比 50%-70%。因此洁净室占整个集成电路项目投资额的比例为 10%-21%。根据 Semi 统计，一般 7nm 先进工艺以下的晶圆厂总成本超过 200 亿美元，其中建筑结构本身需要花费 40 亿至 60 亿美元，从成本角度来看，未来新晶圆厂的破土动工在前期和持续支出方面都将比几年前更加昂贵。

图21：集成电路制造领域厂房建设成本结构



资料来源：屹唐股份招股书，国泰海通证券研究

3.2. 格局分化：台资出海、央企总包短板凸显，柏诚卡位二次配赛道

洁净室行业竞争格局呈现台资出海龙头，内资布局国产化、存储重大项目的特点。目前洁净室供应商分别侧重于海外市场和国内市场。亚翔集成、圣晖集成和汉唐集成等台资洁净室企业侧重于东南亚、中国台湾以及美国等市场。柏诚股份、深桑达 A、十一科技（太极实业全资子公司）为大陆主要半导体洁净室供应商，共同主导国内 12 寸晶圆、两存基地（长鑫科技、长江控股）等核心项目。华康洁净、创元科技（江苏苏净）也在大陆半导体洁净室有一定布局。

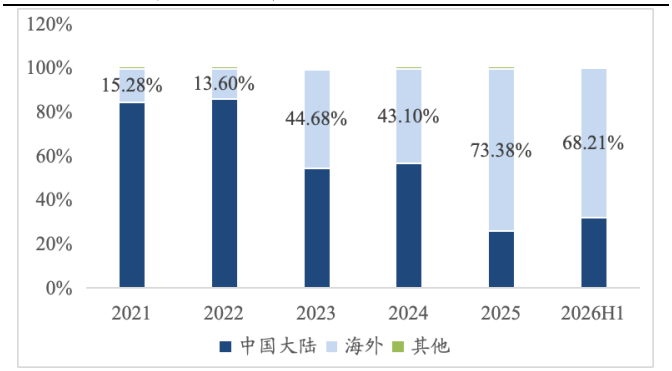
亚翔集成：凭借母公司优势，大力发展新加坡业务。亚翔集成为中国台湾洁净室企业台湾亚翔的控股子公司。亚翔集成 2026H1 营业收入为 25.48 亿元，海外业务营收占比为 68.21%，单个项目体量较大。2025 年在建最大项目为 VSMC（世界先进和恩智浦）一般机电工程，确认当期收入 25.50 亿元，占全年营收

仅供内部参考，请勿外传

51.98%。近年来，亚翔集成海外业务逐步扩大，主要集中在新加坡地区。2026 年 4 月，台湾亚翔新加坡分公司将海外机电工程项目发包给苏州亚翔新加坡分公司，金额约 31.154 亿元，该项目于 2026H1 确认收入 4.09 亿元。亚翔集成也在新加坡成立凌迈智子公司。

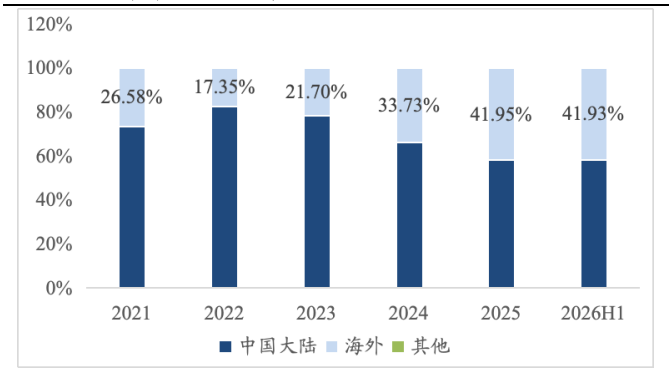
圣晖集成：公司聚焦于国内和东南亚的半导体封测和 PCB 洁净室建设，二次配业务较少。2026H1 圣晖集成营业收入为 10.88 亿元，海外业务营收占比为 41.93%。公司自 2007 年以来，陆续在越南、马来西亚、印尼、泰国等地设立子公司，开拓东南亚市场。圣晖集成业务主要布局封装、精密制造、PCB 等洁净室领域。近年来，东南亚本地电子制造企业蓬勃发展，洁净室需求强劲。其中越南子公司 2025 年在建 95 个项目，越南客户群主要以 SMT 组装厂、PCB 为主，客户涵盖纬创、明泰、新普、达方、歌尔、健鼎等。泰国圣晖在建项目 14 个，合计总金额 12.98 亿元，客户群主要以 AI 边缘应用的高阶 PCB 为主，主要客户如 UNIEQ、鹏晟等。而公司在国内主要聚焦于半导体上游的长晶、切磨抛、光罩、外延厂以及下游的封装测试厂。且在公司业务中，2025 年系统集成业务占比最高为 56.57%，其次为机电安装 32.40%，毛利较高的二次配业务占比仅为 8.88%。

图22：亚翔集成国内外收入结构



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

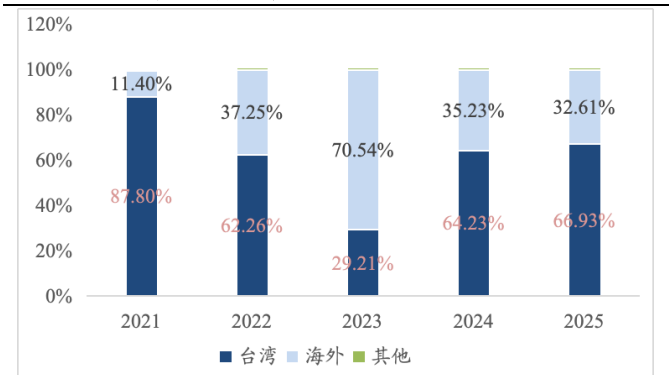
图23：圣晖集成国内外收入结构



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

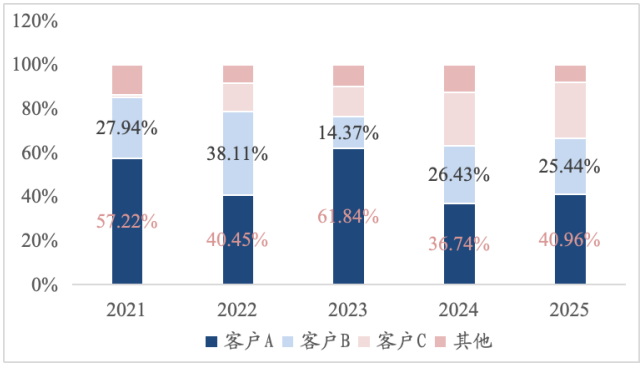
汉唐集成：汉唐集成在中国台湾上市，与台积电捆绑密切，业绩随台积电扩产节奏波动。2025 年营业收入为 660.93 亿新台币，折合人民币约 138.27 亿元。公司主要绑定台积电，2025 年前三大客户集中度高达 91.82%。因此汉唐集成海内外收入结构受台积电美国基地投资规划影响较大。2025 年 3 月台积电计划在美国亚利桑那州追加投资 1000 亿美元来建设三座 2nm 先进晶圆厂、两座先进封装厂和一个研发中心。除台积电美国基地外，台积电台湾多座先进封装厂同步新建、扩建，受益于 AI 算力拉动 CoWoS 扩产需求旺盛，CoWoS 为台积电独家 2.5D 先进封装技术，用于把 GPU 和 HBM 拼在一块高速硅底板上，实现超高带宽数据互通。

图24：汉唐集成海内外收入结构



资料来源：2021-2025 年汉唐集成年报，国泰海通证券研究
注：该口径以项目所在地区分，除中国台湾本岛外其他地区项目收入均算海外收入。

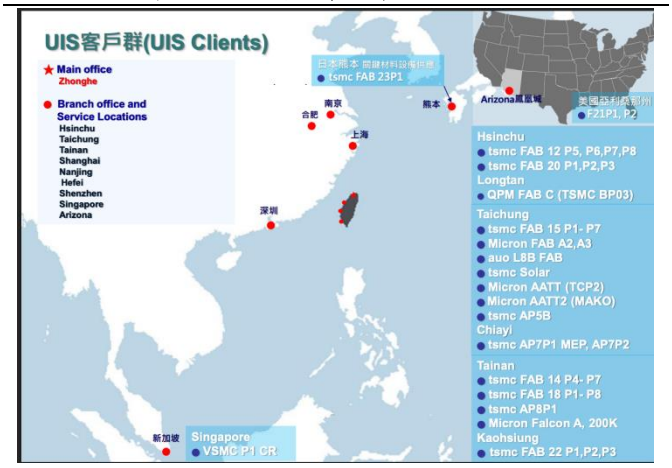
图25：汉唐集成客户销售收入结构



资料来源：2021-2025 年汉唐集成年报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

图26：汉唐集成主要客户群分布



资料来源：2026 年法说会简报

图27：汉唐集成主要客户群名单



资料来源：2026 年法说会简报

内资央企总包毛利率偏低，柏诚专注高附加值二次配形成盈利差异化。柏诚股份、深桑达 A 和太极实业三家均有承包 12 寸晶圆先进制程、存储厂房的能力，华康洁净和江苏苏净分别以医药洁净室和洁净室配套设备进行差异化布局。柏诚股份是内资民营企业，主营业务为洁净室系统集成及其配套业务；深桑达 A 洁净室相关业务主要由其子公司中电二公司、中电四公司承接；太极实业洁净室相关业务由其子公司十一科技承接。深桑达 A 和太极实业背靠央企，公司规模大，业务类型以 EPC 总承包、施工总承包为主，核心订单为几十亿园区总包。深桑达 A2026 年中标 24.9 亿元中国移动呼和浩特智算中心 EPC 总承包项目，项目涵盖总体规划、土建工程、高标准机电安装等。太极实业承接过长鑫、长存生产基地总包建设，长鑫科技单期生产基地建设项目投资额几十亿元不等。柏诚股份则专注于中小体量中高端专项洁净室建设、二次配和机电工程业务。

柏诚股份：公司聚焦国内半导体行业洁净室系统集成，是长鑫科技优秀合作承包商。公司 2026H1 营业收入 26.52 亿元，同比+9.40%%。公司整体业务聚焦于半导体及泛半导体行业的洁净室集成和二次配业务。2026H1 半导体及泛半导体业务占比 75.97%，公司主要承接对象集中在内地先进制程晶圆厂，公司承接过长鑫科技合肥生产基地的 12 英寸存储器晶圆厂二次配业务，在 2023-2024 年均荣获长鑫颁发的“卓越运营奖”。同时公司在新型显示、医药和食品均有布局，新型显示板块与京东方、厦门天马、TCL 华星等企业也有长期稳定的合作。

深桑达 A：公司洁净室行业布局广泛，具备全生命周期 EPC 总包能力。深桑达 A 2026H1 营业收入 242.63 亿元，同比+3.54%，其中洁净室整体解决方案业务占比 85.62%。公司有能力承接 12 英寸晶圆厂洁净室系统建设，承接过华虹无锡 FAB9B 项目、国家存储器基地项目（一期）3 号厂房项目、士兰微汽车半导体封装厂房（二期）等。公司洁净室承接行业分布广泛，除半导体和显示面板行业以外，公司也承接新能源（光伏、硅片、锂电、储能）、生物医药（制药、疫苗、器械、医学实验室）以及精细化工和特种工业等行业洁净室系统集成业务。

太极实业：公司洁净室板块主要承接高科技公司工程总承包项目。2026H1

仅供内部参考，请勿外传

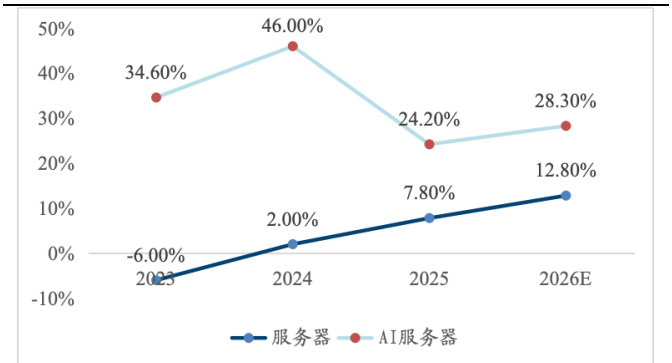
营业收入 131.44 亿元，同比-14.88%，其中工程技术板块占比 80.88%，此业务主要由全资子公司十一科技承接。公司主要聚焦高科技工厂整体总包，曾中标长江控股国家存储器基地工程(一期)厂区和综合配套区项目和长鑫科技 12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目 EPC 总承包。同时公司子公司海太半导体、太极半导体主要业务为探针及封装测试和模组产品，主要客户为 SK 海力士、长鑫、长存、美光等，2026H1 半导体业务营收占比 18.27%，对应毛利率为 15.73%。

华康洁净和江苏苏净也具备一定半导体行业洁净室承接能力。华康洁净 2026H1 营业收入 10.23 亿元，同比+22.58%。公司以净化系统集成服务为主，2026H1 营收占比 81.77%，此板块毛利率 27.68%。公司以生物医药洁净室为主，但公司地处武汉，具备一定地理优势，同时承接多个武汉半导体项目，包括先导芯光电子科技（武汉）、上海宏茂微电子（长江控股控股子公司）等。江苏苏净是创元科技的全资子公司，主营业务为洁净室设备和工程，洁净室配套设备包括净化设备、净化空调、环境检测仪器等。创元科技 2026H1 营业收入 22.58 亿元，同比+8.59%，其中洁净环保设备及工程占比 44.86%，毛利率 16.16%。

3.3. 全球 AI 算力造成 HBM 紧缺，建厂周期成为扩产硬性瓶颈

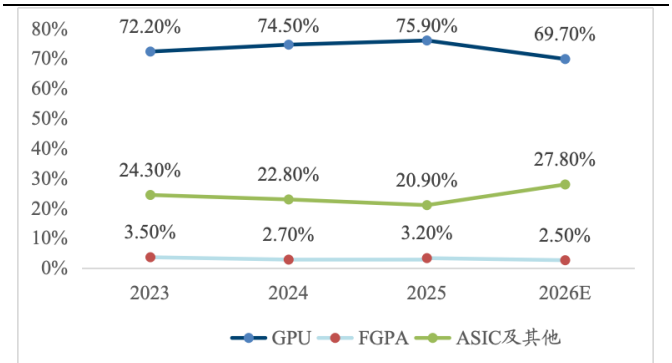
AI 推理服务持续发展推动 AI 服务器和通用服务器出货量保持较高增速。2024-2025 年，服务器市场主要聚焦于先进大型语言模型训练，依赖 GPU、HBM 的 AI 服务器执行运算。2025 年下半年开始，AI Agents 等 AI 推理服务的发展，云厂商积极转向推理服务，AI 服务器及通用服务器需求增长以支撑推理前后的运算和存储需求。根据 TrendForce 预测，北美云厂商持续加强对 AI 基础设施投资力度，预计将带动 2026 年全球 AI 服务器出货量增长 28.30%，增幅较 2025 年扩大。同时 AI 推理服务产生的庞大运算将通用服务器也带入替换与扩张周期，预计 2026 年全球服务器增速为 12.80%。而 AI 服务器中，受益于北美云厂商加快自有 ASIC 研发、边缘 AI 推理方案的助力，ASIC 芯片出货量占比 2026 年有望进一步提升至 27.80%。

图28：2023-2026 年全球服务器出货量增速



资料来源：TrendForce，国泰海通证券研究

图29：2023-2026 年 AI 服务器出货量结构



资料来源：TrendForce，国泰海通证券研究

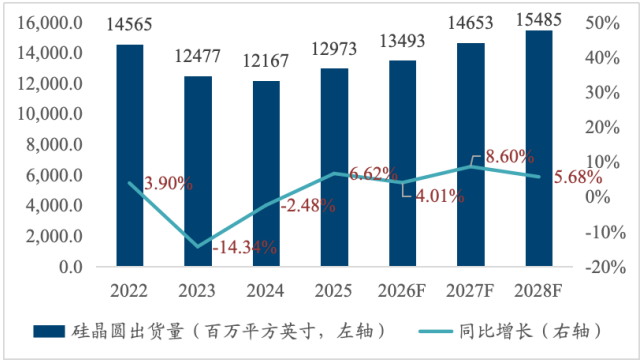
AI 服务器等需求推动 HBM 高传输速度存储需求旺盛，带动全球晶圆出货

仅供内部参考，请勿外传

量反弹。AI 算力需求强劲首要面对的问题是内存不足的挑战，传统内存的数据传输速度已无法满足万亿参数模型的海量处理需求。高带宽存储（HBM）通过 3D 堆叠多个 DRAM 芯片（通常为 8 或者 12 层），利用硅通孔技术实现了数据传输速度的倍增，提供普通图形内存的 5-10 倍带宽。因此用于先进逻辑芯片的外延晶圆和用于 HBM 的抛光晶圆需求强劲，直接推动硅晶圆出货量恢复增长。2025 年晶圆出货量拐点确立，2023-2024 年全球晶圆出货量连续下降。2025 年全球晶圆出货量为 12973 百万平方英寸，同比+6.62%。根据 Semi，预计到 2028 年全球晶圆出货量将达到 15485 百万平方英寸，2026-2028 年出货量 CAGR 为 7.13%。

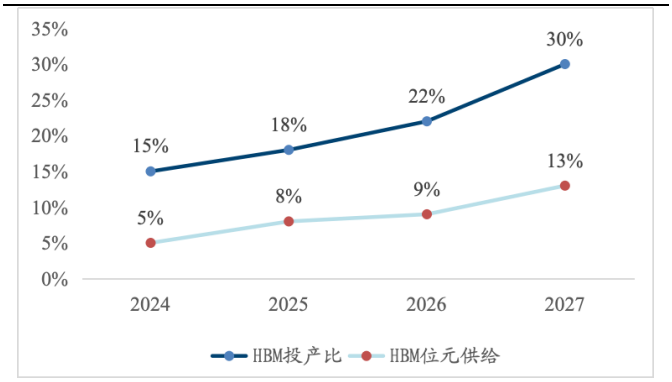
HBM 供给紧缺，容量吞噬、结构性消耗造成 DRAM 晶圆产能结构性缺口，存储厂商扩产刚需是本轮洁净室需求核心动力。根据 TrendForce 统计，2025 年用于生产 HBM 晶圆片占全部 DRAM 晶圆片数的 30%，而 HBM 位元供给占比（产出总存储容量占比）仅为 13%，美光官网显示 HBM 晶圆产能消耗量达到标准 DDR5 的 3-4 倍。因此 HBM 结构性产能消耗挤占了通用 DRAM 的晶圆产能，导致 DRAM 等产品供应缺口扩大，本轮存储芯片扩产刚需显现。

图30：2022-2028 年全球晶圆出货量预测



资料来源：Semi，国泰海通证券研究

图31：2024-2027 年 HBM 在 DRAM 产业位元出货量与投片量的占比预测



资料来源：TrendForce，国泰海通证券研究
注：HBM 投产比=做 HBM 的晶圆片/全部 DRAM 晶圆总片数
HBM 位元供给占比=HBM 总存储容量/全部 DRAM 总容量

洁净室厂房建设周期限制存储产能短期释放，下游扩产周期拉长。三大存储龙头企业美光、三星和 SK 海力士均曾在投资者交流会中表示洁净室厂房建设是限制 DRAM/HBM 产能增长的结构性瓶颈，时间成本成最大成本项。根据美光官网，中国台湾建设晶圆厂大约需要 19 个月，新加坡和马来西亚需要 23 个月，欧洲约 34 个月，而美国最长，可达 38 个月。美光在 2026Q3 财报电话会议准备发言稿中表示，存储行业供应增长依赖于大规模新建晶圆厂的扩建，新建项目规模庞大、复杂且耗时。同时建设速度还受到多种因素的制约，包括全球晶圆厂建设周期长、关键技术工人短缺、监管规定复杂（包括许可审批）等。且驱动公司资本支出增长的主要因素是洁净室设施相关的资本支出，美光预计 2027 财年与建设相关的资本支出将同比增长 100 亿美元。

3.4. 国内大基金三期叠加两存上市，下游资本开支具备长期支撑

国家大基金三期持续落地有望拉动洁净室订单放量，行业具备一定政策资金支撑。2014 年国务院设立国家集成电路产业投资基金，该基金分为三期，合计募集资金 6768.5 亿元。国家大基金有两种投资模式，一种为直投半导体企业，另一种为出资各类半导体基金、地方集成电路产业基金，间接赋能。国家大基金一期、二期分别直接投资 63 和 76 家企业，其中一期主要投向集成电路制造/设计/封测/装备材料等行业，投资比例大致分别为

仅供内部参考，请勿外传

67%/17%/10%/6%。国家大基金三期目前处于投资早期阶段，截至 2026 年 7 月，根据中国企业库披露，仅直接投资了 18 家企业。未来随着资金持续投向先进制程、存储、半导体设备、先进封装等企业，支持产业链企业新建、改扩建晶圆厂房与设备产线，洁净室行业有望持续受益于国家级政策资金支持带来的长期扩产周期。

表3：国家大基金规模及投向梳理

	成立时间	注册资本	出资方	受托基金	投资案例
国家大基金一期	2014-09-26	987.2 亿元，实际募集 1387 亿元	财政部 36.4668%、国开金融 22.2844%、中国烟草 11.1422%、北京亦庄 10.1301%、武汉金控 5.0644%、中国移动 5.0644%、上海国盛 5.0644%等 16 家股东	华芯投资管理有限责任公司	中巨芯、华虹半导体、长江控股、中芯南方、中芯宁波、江苏鑫华半导体、拓荆科技、华大九天、赛微电子、长川科技、景嘉微、芯原股份、国芯科技、中科仪、江波龙、北斗星通、长电科技、雅克科技、士兰微、通富微电、中芯国际、华润微电子等 63 家企业
国家大基金二期	2019-10-22	2041.5 亿元	财政部 11.0213%、国开金融 10.7764%、浙江富浙 7.3475%、武汉光谷 7.3475%、天府国集 7.3475%、中国烟草 7.3475%、上海国盛 7.3475%等 28 家国有企业	华芯投资管理有限责任公司	中微公司、佰维存储、华虹宏力、沪硅产业、北方华创、长鑫新桥、长鑫科技株洲中车、清微智能、燧原科技思特威、士兰微、兴福电子、华天科技、燕东微、通富微电、慧智微等 76 家企业
国家大基金三期	2024-05-24	3340 亿元	财政部 17.4419%、国开金融 10.4651%、上海国盛 8.7209%、中行 6.25%、建行 6.25%、工行 6.25%、农行 6.25%、亦庄国际投资 5.8140%、交行 5.8140%等 19 家国有企业	国家人工智能产业投资基金合伙企业（有限合伙）	科大讯飞、中电信人工智能、上海云脉芯联、集益威、长亭未来、黑湖科技
				国投集新（北京）股权投资基金（有限合伙）	南通晶体、长飞石英、拓荆键科、江丰电子、江苏鲁汶仪器、赛美特、中环领先半导体、安捷利美维电子
				华芯鼎芯（北京）股权投资基金（有限合伙）	天遂芯愿、元禾纳芯、安徽聚合微电子

资料来源：中国企业库，央视网，国泰海通证券研究

CHIPS 法案“护栏条款”限制外企在中国投资，倒逼国内产业扩产。2022 年 8 月 9 日，时任美国总统拜登正式签署了《2022 年芯片与科学法案》（简称“CHIPS 法案”），法案旨在扶持美国芯片产业以及限制获得美国政府资助的半导体企业在中国等国家扩大或者新增投资。法案内容主要包括：（1）2022-2027 年，美国政府将提供 527 亿美元补贴芯片行业发展，其中 500 亿美元用于芯片制造、研发与劳动力发展领域；（2）制定了半导体行业投资的税收抵免政策，税收减免额度为 25%，包括项目建设费用；（3）禁止接受美国政府资助的半导体企业未来 10 年在中国和其他“被关注国家”（包括俄罗斯、朝鲜和伊朗等）扩大或新增先进制程的半导体产业的投资，否则将收回全部资助。因此国内整体半导体产业链国产化需求刚需升级，CHIPS 法案签署倒逼内资先进制程龙头企业扩产，加速我国半导体全产业链自主可控进程。

两存上市募集资金加速产能产线升级，洁净室企业业绩兑现可期。长鑫科技于 2026 年 7 月 27 日上市，本次 IPO 计划募集资金 295 亿元，其中 205 亿元用于进行原有产线升级，产线改造升级旨在向中高端产品生产技术切换。其中存储器晶圆制造量产线技术升级改造项目计划于 2027 年底分批实施厂务改造、机台搬入、机台调试、机台投产等工作，洁净室是厂务改造刚性前置支出，业绩有望较早兑现。长江控股也于 2026 年 8 月获得 IPO 受

仅供内部参考，请勿外传

理，计划募集资金 330 亿元，其中 208 亿元用于产线技术升级。我们认为，随着两存上市，募投项目落地，存量产线改造叠加新建产线双驱动，洁净室供应商订单转化为业绩增长。

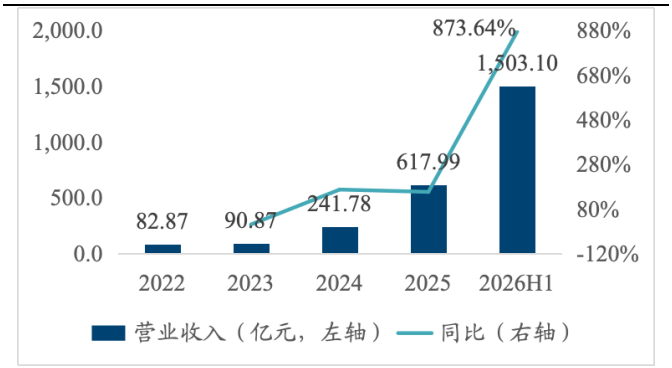
表4：长鑫科技、长江控股目前生产基地情况

	建设时间	厂房/产能规划	洁净室供应商	IPO 进展	IPO 募投项目及项目投资金额
长鑫合肥一期	2017 年 3 月	3 座 12 英寸 DRAM 晶圆厂	总包：十一科技 动力系统：亚翔集成	2026-07-27 上市，募集资金 295 亿元	存储器晶圆制造量产线技术升级改造项目 75 亿元； DRAM 存储器技术升级项目 180 亿元； 动态随机存取存储器前瞻技术研究与开发项目 90 亿元
长鑫合肥二期			总包：十一科技		
长鑫北京	2021 年 8 月		总包：十一科技 三个阶段二次配：柏诚股份 洁净室系统：亚翔集成		
长存一期	2016 年 12 月	3 座 12 英寸晶圆厂	总包：十一科技	2026-8-21 披露招股书申报稿	长江控股量产线技术升级项目 208 亿元； 研发相关募投项目 122 亿元
长存二期	2020 年 6 月		总包：十一科技 Fab2 配电：亚翔集成		
长存三期	2025 年 9 月		未披露		

资料来源：长鑫科技招股书，长江控股招股书，太极实业重大合同公告，亚翔集成重大项目中标公告，柏诚股份重大项目中标公告，国泰海通证券研究

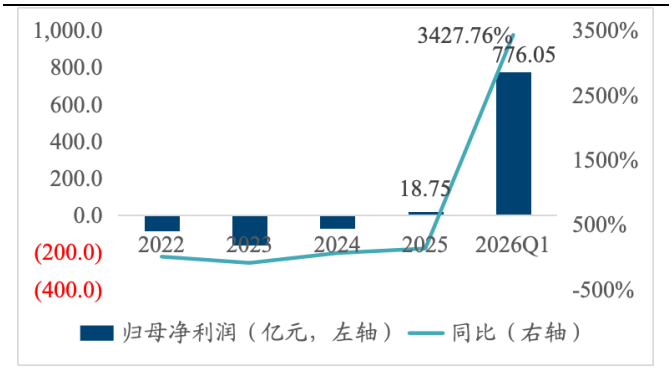
长鑫科技业绩爆发，存量产能已无增量释放空间。2025 年长鑫科技迎来业绩拐点，归母净利润亏损转正为 18.75 亿元，同比+126.24%。伴随存储芯片持续涨价，2026H1 公司实现营业收入 1503.10 亿元，同比+873.64%；归母净利润为 776.05 亿元，同比+3427.76%。公司 2023/2024/2025 年产能利用率分别为 87.06%/92.46%/95.73%，生产基地产能充分爬坡。长鑫科技业绩爆发带来现金流显著改善，叠加 IPO 落地 295 亿元募集资金，新一轮大额资本开支有望进入落地周期，持续加码厂房建设需求。

图32：2021-2026H1 长鑫科技营业收入



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图33：2021-2026H1 长鑫科技归母净利润



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

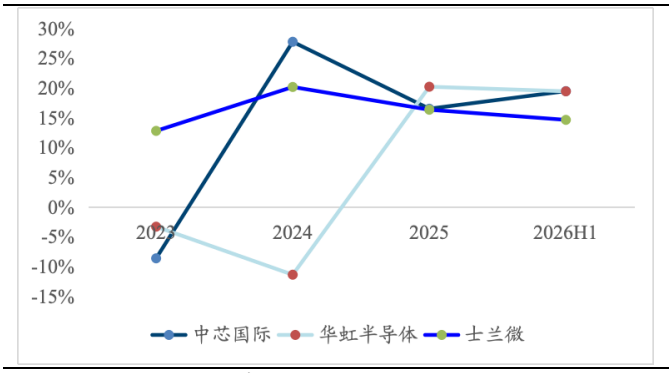
下游晶圆厂产能满载，业绩持续修复。2023-2024 年晶圆厂业绩低迷主要原因为受宏观经济影响，终端需求疲软，叠加 2021-2022 年晶圆产能紧张导致的厂商备货行为，集成电路产品库存积压严重，同业竞争激烈，短期盈利承压。据 IBS 统计，2023 年全球半导体市场销售额约为 5054 亿美元，同比-9%。2025 年起行业迎来拐点，据 IBS 统计，全球半导体市场销售额约为 7435 亿美元，同比增长 18.7%。AI 算力需求爆发拉动高景气芯片需求爆发，叠加海外技术、出口和对我国投资限制，国内晶圆厂订单回流。2026H1 三家公司营业收入增速在 14%-20%区间，2026H1 盈利增速提速，中芯国际/华虹半导体/士兰微归母净利润分别同比+94.16%/436.69%/94.84%。

下游经营基本面修复，晶圆厂具备充足扩产动力。从经营层面逻辑判断，下游晶圆厂具备一定扩产动力。第一，现有产能满载，存量产线无法匹配晶圆需求量增加；第二，公司经营层面盈利与现金流持续修复，具备一定扩产资

仅供内部参考，请勿外传

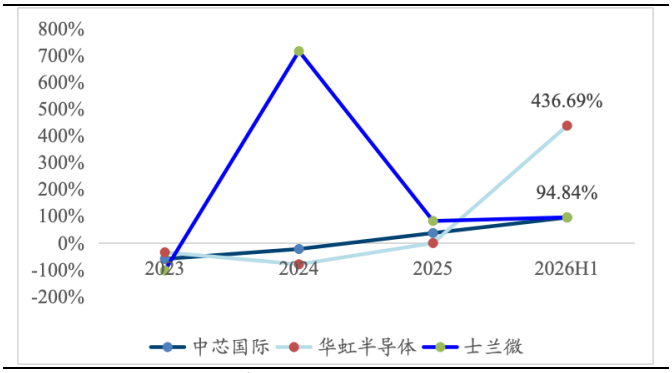
金支撑；第三，本轮成熟制程紧缺行情具备中长期支撑，高毛利代工订单回报确定性提升，现有产能产线升级改造动力充足。

图34：2023-2026H1 晶圆制造龙头厂商营收增速



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图35：2023-2026H1 晶圆制造龙头归母净利润增速



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

表5：晶圆制造龙头企业产能利用率

公司产能利用率	2023 年	2024 年	2025 年
中芯国际	75.0%	85.6%	93.5%
华虹半导体	101.1%	接近满产	100%以上
士兰微	扩产，产能爬坡阶段	8 吋线、12 吋线 IGBT 芯片产能已满载	8 吋线、12 吋线 IGBT 芯片产能已满载

资料来源：各公司 2023-2025 年报，国泰海通证券研究

下游半导体企业扩产持续加码，有望打开洁净室增量空间。国内下游逻辑芯片、封测、存储芯片企业持续加码资本开支，布局新厂房、新产线以及对存量产线进行产能升级，行业扩产热潮延续。洁净室厂房建设作为半导体行业建厂前置环境，下游持续大规模扩产将最先转化为洁净室企业新增订单。且项目周期较长，下游企业布局多为分批布局，订单将持续转化为业绩，洁净室行业景气度能够至少支撑未来 2-3 年持续上行。且目前扩产多为对先进制程产能扩容，高端洁净室项目占比有所提升，行业盈利中枢同步抬升。

表6：下游半导体企业产能扩建规划情况（2026 年 1-7 月，上市公司及龙头企业产能扩产规划情况）

公司	预计开工时间	预计完工时间	规划产能情况
卓胜微	2026 年初	2030 年	射频芯片制造扩产项目，投资额 41.82 亿元。
斯达半岛	2026 年		车规级 SiC MOSFET 模块制造项目，投资额 10 亿元； IPM 模块制造项目，投资额 3 亿元； 车规级 GaN 模块产业化项目，投资额 3.17 亿元。
长电科技	2026 年	一期 2028H2	上海临港“东方芯港”万祥工业园投资建设高端先进封测工厂，投资额 78 亿元。
甬矽电子	2026 年	2034 年	微电子高端集成电路 IC 封装测试三期项目，投资额 103 亿元。
华天科技	2026 年 6 月	2028 年 5 月	华天南京集成电路先进封测产业基地二期二阶段建设项目，投资额 30 亿元。
通富微电	2026 年	2029 年	存储芯片封测产能提升项目，投资额 8.88 亿元； 汽车等新兴应用领域封测产能提升项目，投资额 11 亿元； 晶圆级封测产能提升项目，投资额 7.43 亿元； 高性能计算及通信领域封测产能提升项目，投资额 7.24 亿元。
深科技	2026 年	2027 年底	合肥沛顿存储封测产能扩大项目，投资额 8.3 亿元。
士兰微	2026 年		12 英寸高端模拟集成电路芯片制造生产线项目，投资额 51.1 亿元。
上海新昇			母公司沪硅产业与上海国盛将合计增资 114.48 亿元，用于对 300mm（12 英寸）晶圆产能升级。
长鑫上海	2026H2	2027 年	上海工厂，产能为合肥基地 2-3 倍，投资金额超 200 亿元。
粤芯四期	2026 年 1 月	2029 年底	粤芯四期，总投资约 252 亿元。
芯港集成	2026 年 6 月	2027 年底	芯港集成项目一期

仅供内部参考，请勿外传

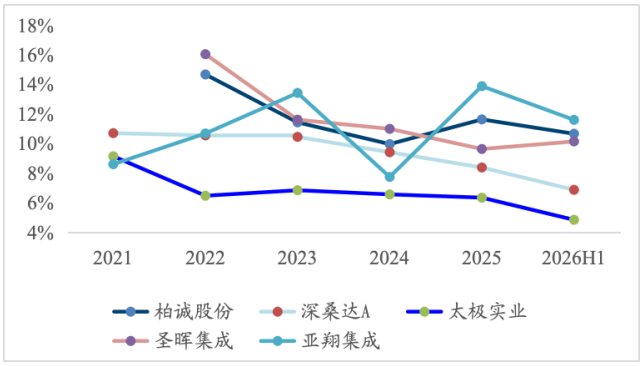
东盛合芯	2026 年 6 月		三维集成芯片制造（一期）项目计划总投资 100 亿元。

资料来源：卓胜微定增募集书，斯达半岛可转债公告，长电科技对外投资公告，甬矽电子对外投资公告，华天科技子公司投资公告，通富微电定增募集书，深科技扩产公告，士兰微投资进展公告，沪硅产业对子公司增资公告，爱企查，工信部，文汇报，国泰海通证券研究

洁净室企业业绩与下游半导体产业投资绑定紧密。2023-2024 年洁净室国内业务毛利率下行，主要原因系 2023-2024 年终端需求疲软，前期国内成熟制程晶圆产能集中释放，集成电路库存积压严重，行业产能过剩问题凸显，整个行业投资力度下降。根据 Cinno 统计，2024 年中国半导体产业投资额 6831 亿元，同比-41.62%，2023-2024 年投资额连续两年下行。下游扩产意愿降温直接导致国内洁净室招标项目竞争加剧，行业从增量市场转为存量博弈，行业定价权向业主方转移，行业整体毛利中枢下移。2025 年半导体行业迎来拐点，前期产能逐步消化，下游晶圆厂重启扩产周期，产业投资额为 7841 亿元，同比+17.20%。行业竞争激烈程度有所缓解，推动洁净室行业毛利水平回升。

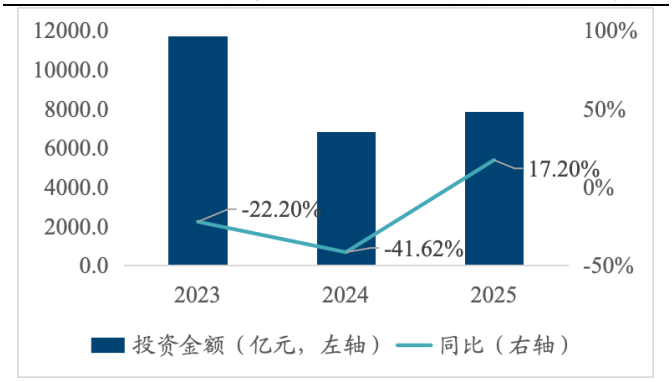
新一轮中长期高端洁净室项目红利有望持续释放。未来随着 HBM 和 DRAM 存储需求中长期紧缺，叠加下游企业经营侧修复，国家资金支持等多重驱动，行业招标订单规模有望持续扩容，资本开支回暖带来订单增量红利，将持续缓解行业竞争压力。同时，本轮扩产重心从普通晶圆转移至特色工艺、HBM、先进封装等核心技术领域，对应洁净室、机电系统、二次配等项目附加值也会提升，具备高端洁净室建造能力的厂商盈利结构将进一步优化。

图36：2021-2026H1 洁净室企业国内业务毛利率



资料来源：Choice，国泰海通证券研究
注：柏诚股份、圣晖集成和亚翔集成由于主业集中，采用中国大陆毛利率；深桑达 A 和太极实业由于洁净室业务在海外布局较少且有其他业务布局，分别采用产业服务和工程技术服务毛利率。

图37：2023-2025 年中国（含台湾）半导体产业投资额



资料来源：Cinno，国泰海通证券研究

4. 业务结构塑造盈利韧性，模块出海拓宽业绩增长空间

4.1. 高毛利二次配占比持续上行，显示业务稳定增厚利润

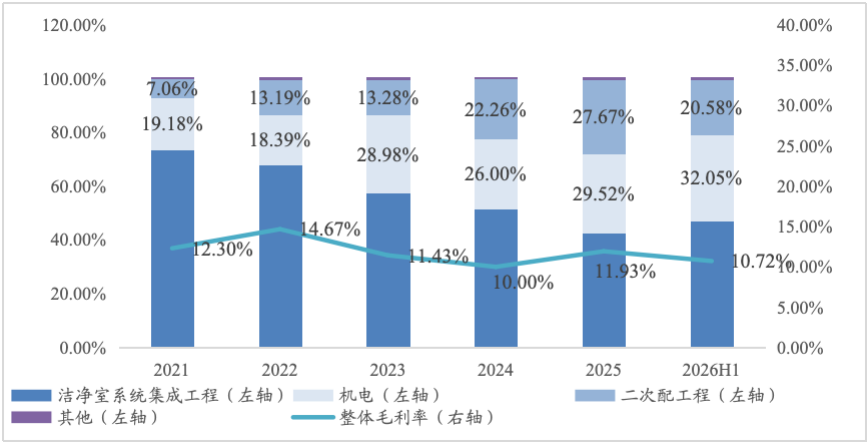
二次配业务复杂，技术难度要求更高，产线改造具备更大复购置换空间。二次配业务项目的设计、施工精细度要求较高，施工容错度较低，实施难度较大。而与二次配业务相比，工厂土建准入门槛较低，内资竞标压价激烈，而工艺机电、洁净室系统二次配业务复杂，体量较大，尤其在半导体行业中，业主通常会将洁净室一次测、二次配分开发包，因此公司在二次配业务中竞争力较强。并且总包业务主要依靠下游企业新建厂房，而二次配和机电业务复购率较高，伴随 HBM、DRAM 等先进制程晶圆厂商升级改造产线，新设备进场需要与洁净室系统连接，具备一定复购置换空间。

公司产品结构逐步聚焦毛利较高业务，二次配和机电占比提升，盈利中枢有望稳步上移。公司 2025 年机电/二次配业务占比分别提升了 5.41/3.52pct，公司整体毛利率提升了 1.93pct。与深桑达 A、十一科技相比，公司可以单

仅供内部参考，请勿外传

独承接毛利较高的二次配业务和机电业务，而非专注于包括土建在内的工厂总包，因此公司整体毛利率（即洁净室整个板块毛利率）高于深桑达 A 和太极实业洁净室板块的毛利率。2026H1 公司二次配业务占比 20.58%，二次配业务执行周期可能会受到业主方工艺机台分批到货的影响而有所延长。从在手订单结构来看，二次配 2026H1 在手订单占比 50.51%，我们认为，未来随着二次配业务订单逐步转化为收入，公司盈利弹性有望释放。

图38：2021-2026H1 公司产品结构及整体毛利率情况



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

公司二次配业务受下游客户认可度较高。根据公司 2025 年报中披露在建重大项目情况，二次配工程确认当期收入占所有重大项目当期收入比例为 25.14%，下游客户对公司二次配工程认可度较高，以长鑫科技为例，合肥长鑫 12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目多个阶段的二次配工艺均由公司承包。除长鑫科技外，公司也曾为西安三星生产基地、厦门半导体 12 寸特色工艺半导体芯片生产线、重庆京东方、超视界等提供二次配业务。客户对公司二次配业务的认可有望进一步带动公司盈利能力提升。

表7：公司部分重大项目梳理

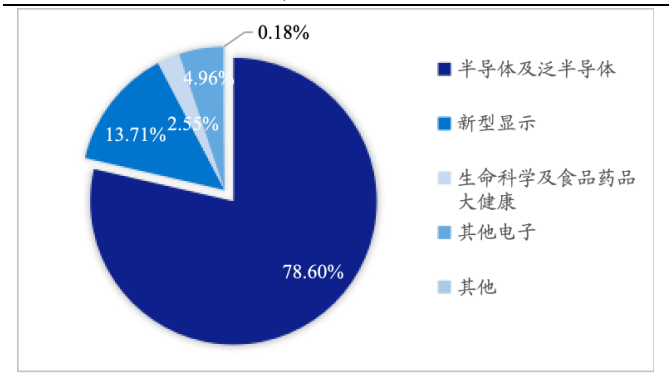
项目名称	客户名称	合同签订时间	合同金额	工程范围
合肥长鑫 12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目	长鑫新桥存储	2022.7.8	4.65 亿元	二次配工艺管线购装 B 包
12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目	十一科技	2022.2.1	1.68 亿元	大宗气体供应及主系统管路
格科半导体（上海）12 英寸 CIS 集成电路特色工艺研发与产业化项目	格科半导体	2021.12	1.19 亿元	二次配机电系统
长鑫 12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目 FAB A2B 二阶段工艺管线购装工程	长鑫新桥存储	2024.11	1.95 亿元	二次配工艺管线购装
长鑫 12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目 FAB A2B 三阶段工艺管线购装工程	长鑫新桥存储	未披露	预计 2.70 亿元（二/三阶段）合计中标金额 4.65 亿元	二次配工艺管线购装
中芯南方集成电路制造有限公司 2023 SH Fab8-P3 厂房建设项目	中芯南方集成	2023.7	联合体金额 6.91 亿元	厂务电力系统
成都京东方显示技术有限公司京东方第 8.6 代 AMOLED 生产线项目分包	中建三局	2024.10	7.13 亿元	洁净工程（P2 标段）专业分包
TCL 华星第 8.6 代印刷 OLED 生产线一期项目洁净 2 包	中建三局	2026.4	3.59 亿元	洁净室工程

仅供内部参考，请勿外传

资料来源：公司招股书，重大项目签订合同进展公告，国泰海通证券研究

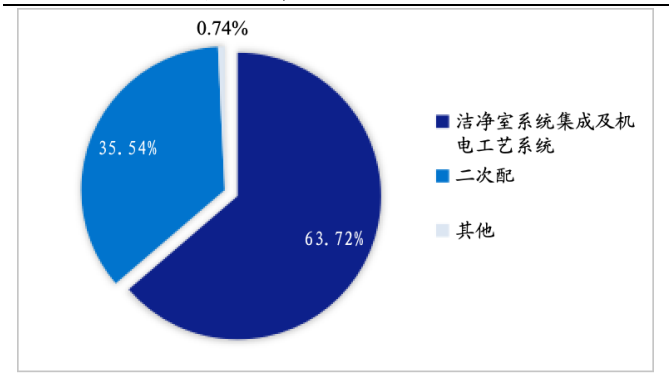
公司二次配业务发力，下游行业多为半导体及泛半导体行业。受益于下游半导体行业需求旺盛，资本开支维持高位。公司目前新签订单主要集中于半导体及泛半导体领域，2026H1 新签订单中，该领域占比达 78.60%；从产品结构来看，2026H1 二次配新签订单占比为 35.54%；公司持续推进提质增效行动，重视高毛利业务，不断改善经营效率和经营质量。

图39：2026H1 新签订单结构（分行业）



资料来源：2026 半年报，国泰海通证券研究

图40：2026H1 新签订单结构（分业务）



资料来源：2026 半年报，国泰海通证券研究

考虑公司二次配业务和机电业务的收入占比对公司毛利率的敏感性分析，我们假定公司营业收入不变，系统集成/二次配/机电业务毛利率分别保持 2025 年毛利率为 9.49%/14.43%/13.30%，通过分别调整二次配和机电业务占比，来测算业务结构对公司毛利率的影响。公司二次配业务占比每增长 10%，公司整体毛利率增长约 0.5%；机电业务每增长 10%，公司整体毛利率增长约 0.4%。

表8：二次配和机电业务占比对公司毛利率敏感性分析

公司整体毛利率	系统集成业务占比（假定机电业务占比不变）			系统集成业务占比（假定二次配业务占比不变）			
	52.53%	42.53%	32.53%		52.53%	42.53%	32.53%
二次配业务占比				**机电业务占比**			
17.63%	11.46%			19.52%	11.57%		
27.67%		11.96%		29.52%		11.96%	
37.63%			12.44%	39.52%			**12.34%**

资料来源：Choice，国泰海通证券研究

公司除半导体行业以外，同样布局新型显示和食品药品大健康及生命科学领域，形成三条增长曲线共同发展的格局。公司在显示面板和食品药品大健康领域也积攒较多经验，在显示面板领域，先后参建国内首条第 8 代 TFT-LCD 生产线、国内首条第 8.5 代氧化物面板生产线、国内首条触摸屏生产线、国内首条第 6 代柔性 AMOLED 面板生产线测试中心、全球首条第 10.5 代 TFT-LCD 生产线以及国内首条、全球首批 8.6 代 AMOLED 生产线等项目的洁净室系统集成业务。在生命科学与食品药品大健康领域，公司主要服务于生物制药、生物实验室、动物疫苗、人体疫苗等领域的国内外知名研发、生产企业，主要客户有百济神州、信达生物、智飞生物、白帆生物、养生堂、梅里众诚、药明生物、药明康德等。2026H1 公司在生命科学行业毛利率为 35.83%，同比+26.90pct。

仅供内部参考，请勿外传

公司与 OLED 龙头企业合作稳定，OLED 毛利率较高，形成稳定利润补充。公司客源稳定，客户黏性强。公司凭借项目经验丰富，实施效率高、成本控制能力强等优势，与下游龙头企业客户合作稳定，获得了客户的广泛认可，客户黏性较强。公司与显示面板龙头企业有长期稳定的合作，京东方已合作 22 年，与超视界、TCL 华星、厦门天马、士兰微合作也均超过 7 年。洁净室行业本身客户黏性高，由于洁净室微震动、AMC 分子污染、温度、湿度等原因，会造成产能停产，对业主损失较大，因此一般业主不会轻易更换供应商。并且往往业主存在扩产需求，洁净室是持续迭代的长期配套服务，因此原有供应商往往对公司的洁净室要求、管线布局等更熟悉，交付效率高于第三方。柏诚股份正是通过切入优质客户的单个项目，能凭借其独特优势承接该客户后续一系列项目。近年来，公司与显示面板企业合作也多聚焦工艺关系、机电和二次配业务，并且业主后续有产能扩建还会延续与公司合作，因此公司新型显示领域业务稳定。

表9：2021-2025 年公司与显示面板主要客户合作情况

客户	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
京东方	重庆京东方第 6 代 AMOLED（柔性）生产线二次配项目	京东方成都&绵阳区域洁净室维修改造项目、成都车载显示基地工业用房及配套设施项目	北京京东方第 6 代新型半导体显示器件工艺管线项目	成都京东方第 8.6 代 AMOLED 生产线项目洁净工程（P2 标段）	成都京东方第 8.6 代 AMOLED 生产线项目二次配（P2 标段）
超视界	120K 专案及再扩建洁净 A&B 包项目、150K 专案洁净 A&B 包项目、ARRAY 机台改造无尘室内装项目		全厂二次配新建安装项目	前期项目的延续追加项	前期项目的延续追加项
TCL 华星	广州华星广电第 8.6 代氧化物半导体新型显示器生产线项目洁净 2 包	武汉华星第 6 代半导体新型显示器件生产线扩产项目洁净 A 包	广州华星新型显示器件项目 ph2 洁净机电总包项目	武汉华星 T4-M4B 三期扩产项目洁净总包	广州华星显示器件项目 BLU Inhouse ph2 洁净机电项目
厦门天马	厦门天马第 6 代柔性 AMOLED 生产线项目	厦门天马大宗气供应系统二标段项目	厦门天马第 6 代 AMOLED 线项目 PH2M2-2F 无尘室装修项目	芜湖天马新型显示模组生产线项目	
士兰微	化合物半导体芯片制造生产线扩建项目机电洁净安装扩建项目		14 万片产能建设项目机电洁净项目	8 英寸 SiC 功率器件芯片制造项目一期洁净机电项目	8 英寸 SiC 功率器件芯片制造项目一期二次配项目

资料来源：公司 2025 年报，国泰海通证券研究

4.2. 模块化 EPFC 模式破解海外痛点，全球化打开增量空间

公司运用 BIM 技术和模块化技术打造 EPFC 创新出海模式。公司在传统“设计-采购-施工”（EPC）中加入工厂模块化预制环节形成“设计-采购-制造-施工”（EPFC）创新出海模式。公司利用建筑信息模型（BIM）技术，建立可视化带数据的三维模型，可以更加有效地对洁净室系统建筑结构、项目材料、工法运用、工艺技术、工序安排等进行深化。公司运用 BIM 技术和模块化技术实现洁净室系统部件安装的工厂化生产。

公司大力发展模块化，未来有望降本，提速增效。公司重视海外市场，除越南、泰国等东南亚子公司，2025 年又新建 3 家美国子公司。而模块化业务可将模块化 70%以上的工程量在公司工厂中建造、测试、调试完成，再到项目当地安装交付。从而可以实现更快的项目交付、更低的项目实施风险。

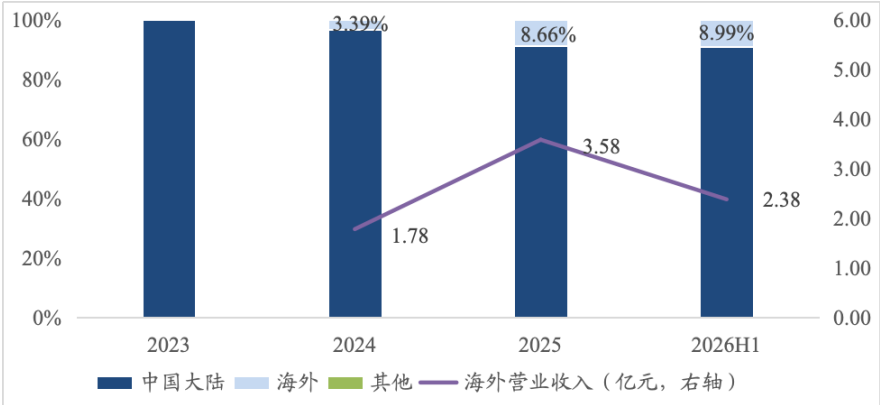
模块化预制缩短项目周期，降低人力成本，契合海外客户快速扩产需求。传统实施安装都是在项目现场完成，存在易受现场作业条件影响、周期长、实

仅供内部参考，请勿外传

施协调困难、管理难度大、安全隐患多、对周边环境影响大等问题。而模块化预制可以将在加工厂预制的模块组运输至项目现场进行装配，能够有效地进行洁净管控，快速完成洁净室系统集成，极大地提高了作业效率、有效缩短工期。尤其面对洁净室出海，海外洁净室施工劳动力昂贵且不足，建厂时间周期长，成本高，可直接组装的模块化洁净厂房是海外建厂的趋势，有效提高公司出海效率。公司 IPO 募投项目为装配式模块化生产项目，截至 2026 年 6 月底，已投资金额 8320.49 万元，计划于 2027 年 4 月完工。未来随着公司出海业务进一步扩大，以及模块化生产基地完工，公司出海盈利质量将进一步提高。

公司稳步推进海外布局，海外收入增速亮眼。2024 年公司首次确认海外业务收入 1.78 亿元，占比 3.39%；2025 年公司积极拓展东南亚业务，承接富士康、力鼎光电、光宝科技等精密电子、天马微电子（新型显示）以及秦淮数据、万国数据（数据中心）等客户项目，海外收入实现 3.58 亿元，同比+101.04%，占比为 8.66%，较 2024 年增长了 5.27pct。2026H1 新签订单中海外金额为 3.67 亿元，占比 6.30%；截至 2026 年 6 月底，海外在手订单金额为 3.51 亿元，占比 6.23%。公司已在泰国、越南和美国设立子公司，从零散项目交付升级为成体系的海外布局，结合模块化预制成本和交付优势，有望拿下大额海外订单，打开海外收入增量空间。

图41：公司内地海外收入结构



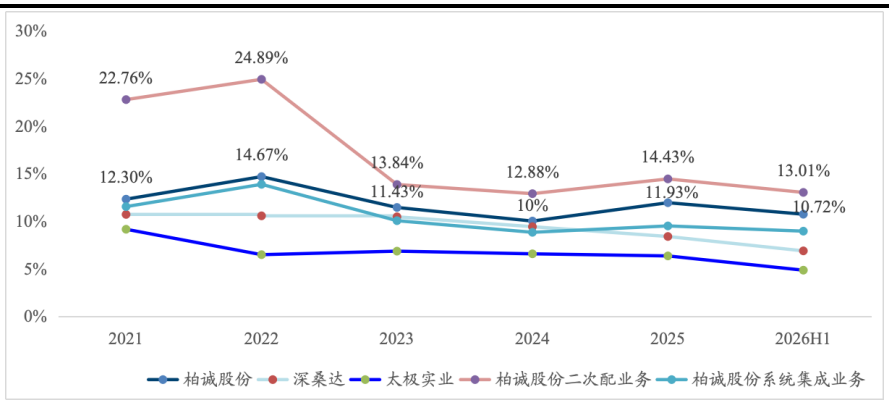
资料来源：Choice，国泰海通证券研究

4.3. 聚焦细分赛道构筑盈利优势，轻负债优化盈利质量

柏诚股份聚焦洁净室系统高毛利板块，未来有望持续受益高附加值订单红利。目前行业竞争格局明显分化，亚翔集成和圣晖集成逐步聚焦于海外布局，亚翔集成 2026H1 海外收入占比 68.21%；圣晖集成 2026H1 海外收入占比 41.93%，但圣晖集成国内业务主要聚焦于封测和高端 PCB 行业。因此目前大陆先进制程晶圆厂洁净室玩家主要为柏诚股份、深桑达 A 和太极实业。而柏诚股份洁净室板块毛利率优于深桑达 A 和太极实业，原因系深桑达 A 和太极实业以总承包为主，其中包括厂房土建和洁净室集成，整体毛利率较低。大型整厂总包项目垫资规模大，周期长，分包管理成本更高。而柏诚股份聚焦于中高端洁净室系统集成和二次配业务，避开低毛利土建，资金占用成本更低。且二次配业务毛利率明显高于洁净室系统集成，2026H1 柏诚股份二次配业务毛利率为 13.01%，公司整体毛利率为 10.72%。而深桑达 A 和太极实业 2026H1 洁净室板块毛利率分别只有 6.87%和 4.84%。因此我们认为，未来随着下游高端产能扩建，以及对原有产线进行高端产线替代，柏诚股份有望在行业上行周期实现营收、毛利率双升。

图42：柏诚股份、深桑达 A、太极实业洁净室业务毛利率对比

仅供内部参考，请勿外传

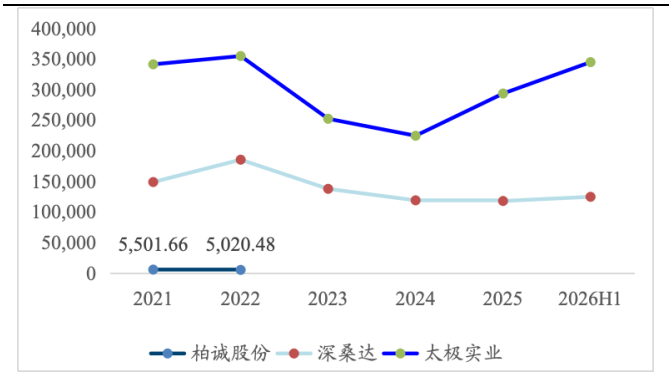


资料来源：Choice，国泰海通证券研究

注：柏诚股份为公司整体毛利率，深桑达 A 为产业服务板块毛利率，太极实业为工程技术服务毛利率。

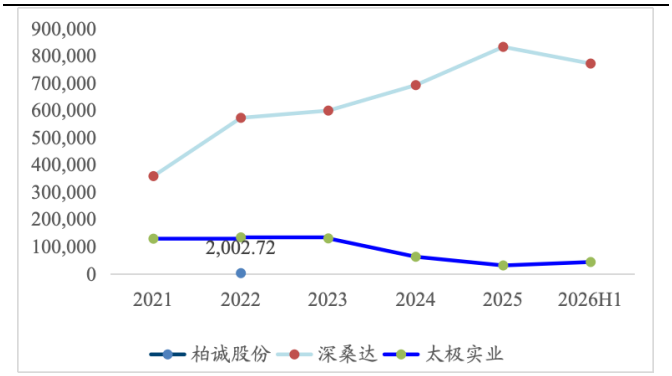
柏诚股份无刚性付息压力，利息费用对营业利润扰动微弱。公司业务布局、项目规模不同导致公司有息负债规模出现明显分层。深桑达 A 和太极实业承接总包项目，垫资压力较大，短期资金需求较高。同时两家公司业务布局多元，深桑达 A 数字与信息服务板块具有较高的营运资金及项目资金需求。太极实业子公司太极半导体基于封测业务发展，信用借款融资需求较高。而柏诚股份聚焦单一细分赛道，专注于洁净室系统集成服务，财务结构具备一定优势。且公司利用闲置资金购买安全性高、流动性好、有保本约定且投资期限最长不超过 12 个月的投资产品，因此投资收益直接增厚公司营业利润。

图43：2021-2026H1 公司与可比公司短期借款情况(万元)



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图44：2021-2026H1 公司与可比公司长期借款情况（万元）



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

5. 风险提示

（1）**下游需求不及预期：**下游晶圆制造、封测、新型显示厂商资本开支下行，公司未来新签订单存在下行压力。

（2）**模块化业务产业落地不及预期：**产能模块化业务当前处于产能爬坡，下游客户验证阶段，若下游客户对模块预制厂房接受度低于预期，模块化大额订单落地节奏存在放缓可能。

（3）**海外业务拓展不及预期：**海外现场施工人工成本超预期，汇兑损失扩大，海外高毛利业务收入贡献有限。

（4）**大额订单收入确认滞后：**公司洁净室项目密集执行期为 6-12 个月，

仅供内部参考，请勿外传

2026 年 1-4 月新签订单已反超 2025 年全年，若下游客户推迟项目开工，延迟验收，则在手订单转化为营收、利润节奏低于市场预期。

（5）**财务垫资与回款不及时：**洁净室行业一般需要项目前期垫资，公司需要提前预付原材料、分包工程款。若下游客户拉长回款周期、信用减值计提增加，将占用公司营运资金，坏账损失存在扩大可能。

仅供内部参考，请勿外传

本公司是本报告所述中微公司(688012),拓荆科技(688072),沪硅产业(688126),燕东微(688172),百济神州(688235),华虹宏力(688347),华润微(688396),芯原股份(688521),佰维存储(688525),中芯国际(688981)的做市券商。本报告系本公司分析师根据中微公司(688012),拓荆科技(688072),沪硅产业(688126),燕东微(688172),百济神州(688235),华虹宏力(688347),华润微(688396),芯原股份(688521),佰维存储(688525),中芯国际(688981)公开信息所做的独立判断。

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666