

亚翔集成 (603929.SH)

在手项目进展顺利，国内收入增长亮眼

优于大市

核心观点

在手项目进展顺利，收入利润保持快速增长。2024年上半年公司实现营业收入28.5亿元，同比+206%，实现归母净利润2.37亿元，同比+205%。单二季度实现营业收入17.5亿元，同比+188.3%，环比一季度+60.0%，实现归母净利润1.20亿元，同比+189.9%，环比一季度+3.1%。公司在手重大项目施工进度推进顺利，推动上半年收入和利润实现高增长。

海外重大项目贡献重要增量，预计下半年收入确认节奏加快。公司承建联电新加坡晶圆厂项目，2024年上半年实现收入11.9亿元，对应净利润1.62亿元，占公司同期收入的42%，归母净利润的68%。联电新加坡项目总合同额约45.68亿元人民币，于2023年下半年开始集中进入施工阶段，预计于2024年年底之前竣工，根据公司年报，截至2023年年末该项目剩余工作量为32.39亿元，预计下半年剩余的20.47亿元工作量将加速确认。

一季度新签订单高增，国内收入增长亮眼。2024H1公司国内实现收入16.56亿元，同比+116.5%，2023年亚翔集成新签订单金额53.9亿元，同比+199%，根据母公司亚翔工程数据，估算2024Q1亚翔集成新签订单额约合21.6亿元人民币，而2023年全年国内新签仅约9.6亿元人民币。一季度国内订单高增长，推动上半年乃至2025年国内收入持续增长。

毛利率下滑但净利率相对稳定。2024年上半年公司毛利率为11.0%，较上年同期下降2.9个百分点，较上年全年下降3.2个百分点。2024年上半年公司净利率为8.3%，较上年同期提升0.4个百分点，较上年全年下降0.7个百分点。国内毛利率下滑明显拖累整体毛利率，可能与新签项目预期收益率较低和季节性因素有关。公司期间费用中管理费用和研发费用占比较高，其中大部分为管理和研发人员薪酬，其增长弹性小于收入增长弹性，管理费用率较上年全年下降1.25个百分点，研发费用率较上年全年下降0.42个百分点，支撑公司净利率保持稳定。

现金流入保持高位，新加坡项目回款进度靠前。2024H1公司实现经营活动产生的现金流净额11.59亿元，同比+41.9%，经营性现金流达到/归母净利达到489%。公司上半年收现比131%，维持过往上半年较高水平，付现比为95%。估算2024H1联电新加坡项目共实现回款20.31亿元，占经营性现金流入的53%。

风险提示：宏观经济形势变化的风险、下游需求周期性波动的风险、客户集中度较高的风险、行业竞争加剧的风险、工程管理与安全生产风险、应收账款及合同资产回款风险、汇率波动风险、中国台湾地区法律法规变化的风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。半导体洁净室工程是芯片产能建设的关键环节，从供给端看，专业化的技术工艺和较强的客户粘性铸就半导体洁净室的高壁垒，从需求端看，国内外扩产建厂需求有望在中长期维持高景气。公司依托母公司亚翔工程的技术积累和客户资源优势，深化属地经营，聚焦半导体工程，完成了一批重大晶圆厂建设项目。受益于下游需求景气，公司新签订单有望保持高增长态势，推动收入利润持续增长。预测公司2024-2026年归属于母公司净利润5.74/5.68/6.07亿元，每股收益2.69/2.66/2.85元，同比+100.1%/-1.1%/+7.0%。维持“优于大市”评级。

公司研究 · 财报点评

建筑装饰 · 专业工程

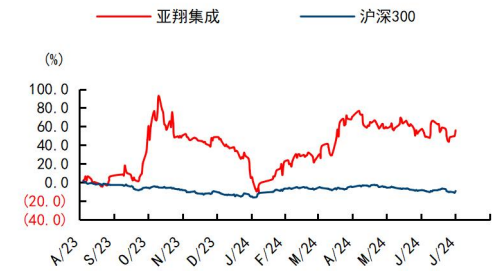
证券分析师：任鹤
 010-88005315
 renhe@guosen.com.cn
 S0980520040006

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.15元
总市值/流通市值	5153/5153百万元
52周最高价/最低价	32.94/13.91元
近3个月日均成交额	103.94百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《亚翔集成(603929.SH)-聚焦半导体洁净室工程，海内外重大项目落地驱动业绩高增》——2024-07-08

盈利预测和财务指标

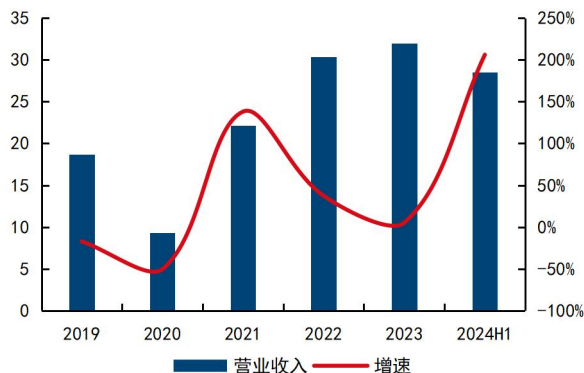
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,039	3,201	6,524	6,632	7,142
(+/-%)	37.4%	5.3%	103.8%	1.7%	7.7%
归母净利润(百万元)	151	287	574	568	607
(+/-%)	503.7%	90.6%	100.1%	-1.1%	7.0%
每股收益(元)	0.71	1.34	2.69	2.66	2.85
EBIT Margin	6.9%	10.1%	11.3%	11.1%	11.1%
净资产收益率(ROE)	12.9%	20.1%	35.9%	32.1%	31.1%
市盈率(PE)	32.8	17.2	8.6	8.7	8.1
EV/EBITDA	28.9	21.3	11.7	11.8	11.4
市净率(PB)	4.21	3.46	3.09	2.79	2.53

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

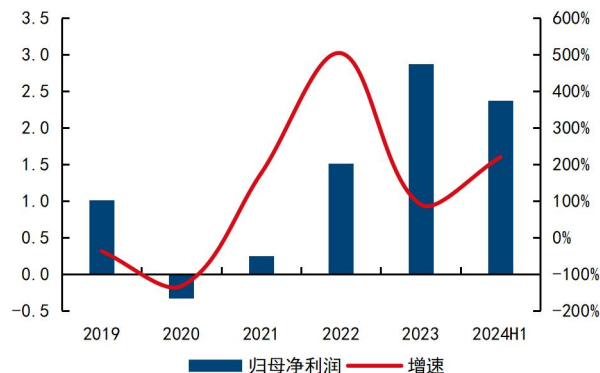
在手项目进展顺利，收入利润保持快速增长。2024年上半年公司实现营业收入28.5亿元，同比+206%，实现归母净利润2.37亿元，同比+205%。单二季度实现营业收入17.5亿元，同比+188.3%，环比一季度+60.0%，实现归母净利润1.20亿元，同比+189.9%，环比一季度+3.1%。公司在手重大项目施工进度推进顺利，推动上半年收入和利润实现高增长。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



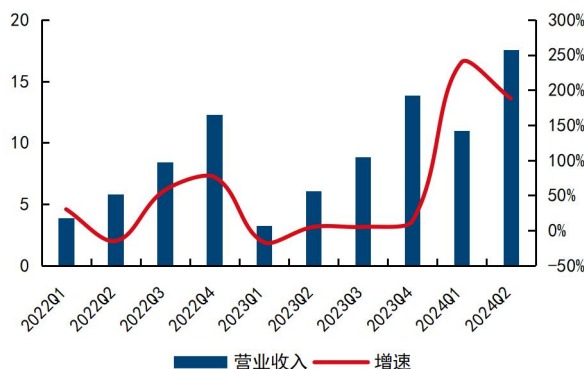
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



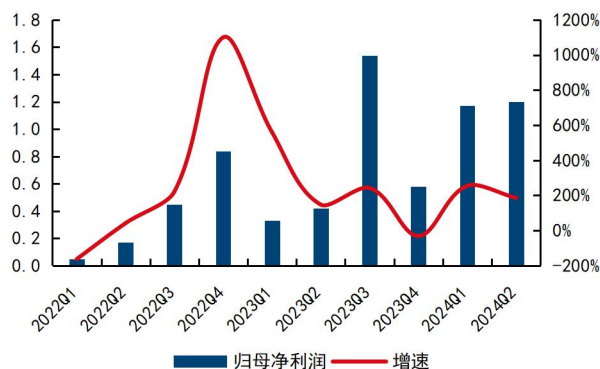
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元，%）

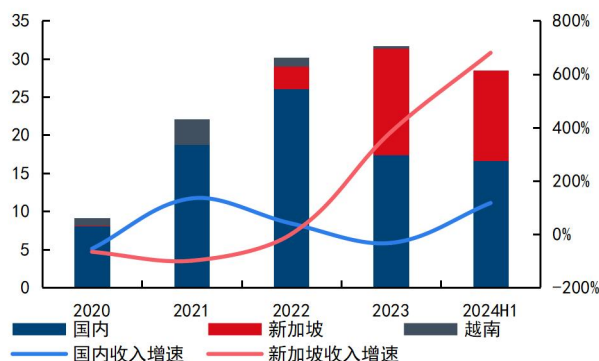


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

海外重大项目贡献重要增量，预计下半年收入确认节奏加快。公司承建联电新加坡晶圆厂项目，2024年上半年实现收入11.9亿元，对应净利润1.62亿元，占公司同期收入的42%，归母净利润的68%。联电新加坡项目总合同额约45.68亿元人民币，于2023年下半年开始集中进入施工阶段，预计于2024年年底之前竣工，根据公司年报，截至2023年年末该项目剩余工作量为32.39亿元，预计下半年剩余的20.47亿元工作量将加速确认。

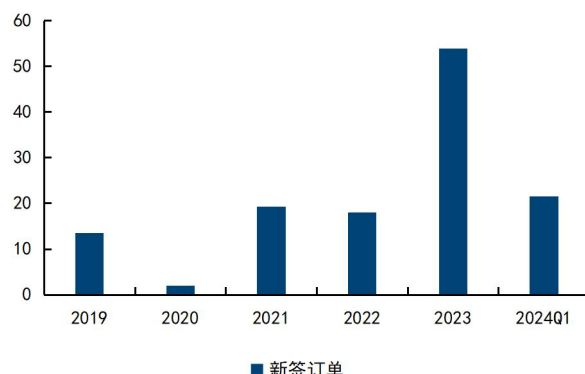
一季度新签订单高增，国内收入增长亮眼。2024H1公司国内实现收入16.56亿元，同比+116.5%，2023年亚翔集成新签订单金额53.9亿元，同比+199%，根据母公司亚翔工程数据，估算2024Q1亚翔集成新签订单额约合21.6亿元人民币，而2023年全年国内新签仅约9.6亿元人民币。一季度国内订单高增长，推动上半年乃至2025年国内收入持续增长，为新加坡项目以外的业绩增长提供支撑。

图5: 公司按地区分营业收入变化 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

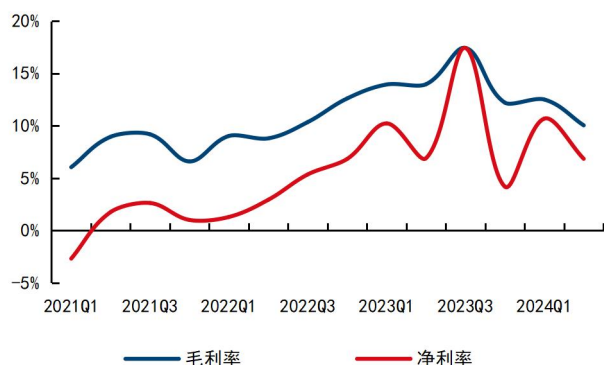
图6: 公司新签订单金额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 亚翔工程法说会简报, 国信证券经济研究所整理

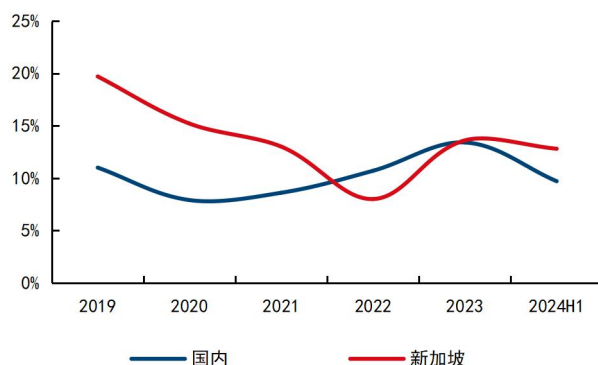
毛利率下滑但净利率相对稳定。2024年上半年公司毛利率为11.0%，较上年同期下降2.9个百分点，较上年全年下降3.2个百分点。分地区看，新加坡地区毛利率12.8%，较上年全年下降0.8个百分点，国内毛利率9.7%，较上年全年下降3.7个百分点。2024年上半年公司净利率为8.3%，较上年同期提升0.4个百分点，较上年全年下降0.7个百分点。国内毛利率下滑明显拖累整体毛利率，可能与新签项目预期收益率较低和季节性因素有关。公司期间费用中管理费用和研发费用占比较高，其中大部分为管理和研发人员薪酬，其增长弹性小于收入增长弹性，管理费用率较上年全年下降1.25个百分点，研发费用率较上年全年下降0.42个百分点，支撑公司净利率保持稳定。

图7: 公司单季度毛利率及净利率 (单位: %)



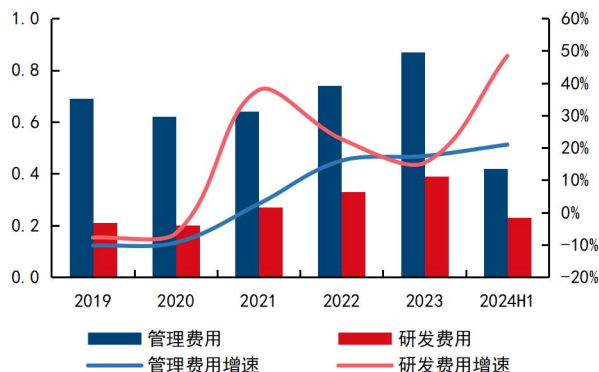
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司分地区毛利率变化 (单位: %)



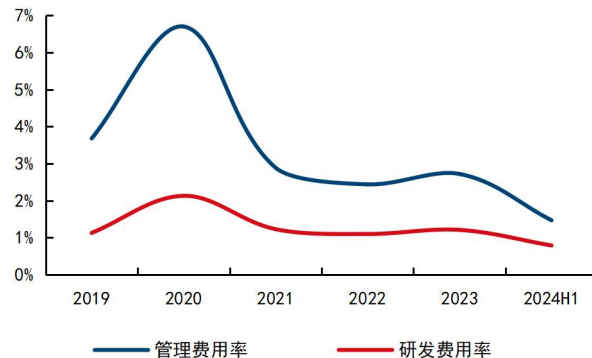
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司管理费用和研发费用及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

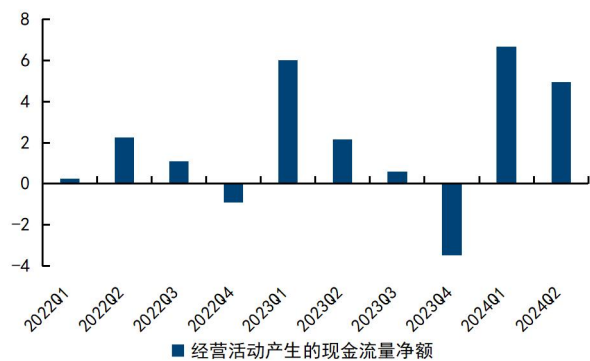
图10: 公司管理费用率和研发费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

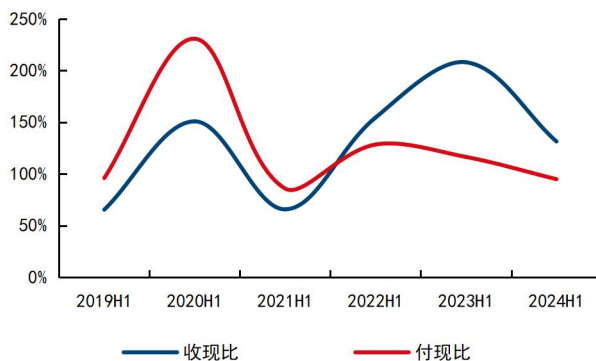
现金流入保持高位, 新加坡项目回款进度靠前。2024H1 公司实现经营活动产生的现金流净额 11.59 亿元, 同比+41.9%, 经营性现金流达到/归母净利达到 489%。公司上半年收现比 131%, 维持过往上半年较高水平, 付现比为 95%。根据公司半年报, 联电新加坡项目合同负债较年初增加 5.26 亿元。2023 年末新加坡联电项目已确认收入 13.29 亿元, 已回款 10.16 亿元, 即账面有应收帐款与合同资产合计 3.13 亿元, 可以估算 2024H1 联电新加坡项目共实现回款 20.31 亿元, 占经营性现金流入的 53%。

图11: 公司历史分红及股利支付比率 (单位: 万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司期末未分配利润余额 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。半导体洁净室工程是芯片产能建设的关键环节, 从供给端看, 专业化的技术工艺和较强的客户粘性铸就半导体洁净室的高壁垒, 从需求端看, 国内外扩产建厂需求有望在中长期维持高景气。公司依托母公司亚翔工程的技术积累和客户资源优势, 深化属地经营, 聚焦半导体工程, 完成了一批重大晶圆厂建设项目。受益于下游需求景气, 公司新签订单有望保持高增长态势, 推动收入利润持续增长。预测公司 2024-2026 年归属于母公司净利润 5.74/5.68/6.07 亿元, 每股收益 2.69/2.66/2.85 元, 同比+100.1%/-1.1%/+7.0%。维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	623	1084	1706	1477	1571	营业收入	3039	3201	6524	6632	7142
应收款项	663	998	1768	1888	2131	营业成本	2711	2748	5610	5704	6142
存货净额	53	25	82	84	90	营业税金及附加	4	3	3	3	3
其他流动资产	952	1212	1631	1990	2142	销售费用	6	3	4	4	5
流动资产合计	2307	3323	5191	5443	5939	管理费用	74	87	116	126	138
固定资产	61	57	56	57	58	研发费用	33	39	52	56	62
无形资产及其他	6	6	5	5	5	财务费用	(6)	(44)	(21)	(24)	(23)
投资性房地产	200	157	157	157	157	投资收益	0	2	1	1	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	2	0	0	0
资产总计	2573	3542	5410	5662	6159	其他收入	(74)	(64)	(127)	(142)	(152)
短期借款及交易性金融负债	32	3	10	10	10	营业利润	176	344	685	679	726
应付款项	1080	1627	3149	3217	3481	营业外净收支	4	1	0	0	0
其他流动负债	267	461	625	636	685	利润总额	180	346	685	679	726
流动负债合计	1379	2090	3784	3863	4176	所得税费用	28	53	105	104	111
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	6	7	7	8
其他长期负债	5	3	3	3	3	归属于母公司净利润	151	287	574	568	607
长期负债合计	5	3	3	3	3	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1384	2094	3787	3866	4179	净利润	151	287	574	568	607
少数股东权益	18	24	26	28	30	资产减值准备	1	1	(0)	(0)	0
股东权益	1171	1425	1597	1768	1950	折旧摊销	8	8	7	7	8
负债和股东权益总计	2573	3542	5410	5662	6159	公允价值变动损失	(0)	(2)	0	0	0
						财务费用	(6)	(44)	(21)	(24)	(23)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	112	217	440	(401)	(89)
每股收益	0.71	1.34	2.69	2.66	2.85	其它	0	1	2	2	2
每股红利	0.25	1.00	1.88	1.86	1.99	经营活动现金流	271	512	1023	176	528
每股净资产	5.49	6.68	7.49	8.29	9.14	资本开支	0	(6)	(6)	(7)	(9)
ROIC	16%	23%	52%	53%	46%	其它投资现金流	0	11	0	0	0
ROE	13%	20%	36%	32%	31%	投资活动现金流	0	5	(6)	(7)	(9)
毛利率	11%	14%	14%	14%	14%	权益性融资	10	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	10%	11%	11%	11%	负债净变化	(27)	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	11%	11%	11%	支付股利、利息	(53)	(213)	(402)	(397)	(425)
收入增长	37%	5%	104%	2%	8%	其它融资现金流	82	371	7	0	0
净利润增长率	504%	91%	100%	-1%	7%	融资活动现金流	(69)	(56)	(394)	(397)	(425)
资产负债率	54%	60%	70%	69%	68%	现金净变动	202	461	622	(229)	94
股息率	1.1%	4.3%	8.1%	8.1%	8.6%	货币资金的期初余额	421	623	1084	1706	1477
P/E	32.8	17.2	8.59	8.69	8.12	货币资金的期末余额	623	1084	1706	1477	1571
P/B	4.2	3.5	3.1	2.8	2.5	企业自由现金流	0	492	1066	225	581
EV/EBITDA	28.9	21.3	11.7	11.8	11.4	权益自由现金流	0	863	1091	245	600

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032