

# 亚翔集成 (603929.SH)

优于大市

## 海内外市场共振驱动业绩高增，洁净室龙头扬帆再启航

### 核心观点

**在手项目进展顺利，收入利润大幅增长。**2024年公司实现营业收入53.8亿元，同比+68.1%，实现归母净利润6.36亿元，同比+121.6%。公司在手重大项目施工进度推进顺利，推动全年收入和利润实现高增长。2024H2公司在手重大项目施工进入尾声，成本投入下降，对应第三、四季度收入环比下降，但利润率大幅上升，24H2实现营业收入25.3亿元，环比上半年-11.2%，实现归母净利4.0亿元，环比上半年+61.5%。

**工程收款顺利，现金回款大幅增加。**2024年公司实现经营活动产生的现金流量净额16.0亿元，同比+204%，是归母净利润的2.5倍，主要原因是当期工程收款顺利，过往应收款回款增加，同时预收款规模增加。2024年末公司账面货币资金规模达到24.8亿元，同比+129%，应收票据及账款6.1亿元，同比-38.8%，合同资产5.4亿元，同比-49.4%，合同负债4.7亿元，同比+10.6%。

**若剔除单一重大项目影响，新签订单中枢持续上移。**2024年公司新签合同额36.1亿元，同比-49.6%，年末已签约未完工合同额30.3亿元，同比-45.9%。若剔除2023年联电新加坡订单影响，公司总体新签订单中枢上移的趋势并未改变，2024年10月公司中标新加坡VSMC厂房系统项目，合同额6.3亿元，该项目有望接力联电新加坡项目为公司贡献海外业务量。当前联电新加坡项目已接近尾声，客户已如期顺利搬机，当前仍有8.3亿元未确认收入，剩余3.5亿元未回款，若以2024年的净利率水平估算，联电新加坡在2025年仍能为公司贡献1.75亿元的归母净利润。

**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。**公司是半导体厂房系统集成工程龙头，持续受益于中国和东南亚半导体扩产需求。洁净室工程是高壁垒赛道，半导体国产替代加速，资本开支保持高位，同时，国产DeepSeek推动先进制程推理芯片需求，未来先进制程晶圆厂投资预期持续上升。公司长期服务未来具备扩产预期的龙头生产商，曾承建中芯国际北京、天津、上海多个基地的建设，2024年公司成功中标合肥长鑫二期15nmDRAM项目，海外再度斩获台积电旗下新加坡VSMC大订单。预测公司2025-2027年归属于母公司净利润4.11/5.30/6.51亿元，每股收益1.93/2.49/3.05元，同比-35.4%/+29.1%/+22.8%。维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,201	5,381	4,128	5,246	6,358
(+/-%)	5.3%	68.1%	-23.3%	27.1%	21.2%
归母净利润(百万元)	287	636	411	530	651
(+/-%)	90.6%	121.7%	-35.4%	29.1%	22.8%
每股收益(元)	1.34	2.98	1.93	2.49	3.05
EBIT Margin	10.1%	10.9%	10.1%	10.7%	11.0%
净资产收益率(ROE)	20.1%	34.8%	22.0%	27.6%	32.8%
市盈率(PE)	27.1	12.2	18.9	14.6	11.9
EV/EBITDA	29.8	16.8	23.2	18.5	15.8
市净率(PB)	5.45	4.25	4.15	4.04	3.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·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  
zhujiqi@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	36.40元
总市值/流通市值	7766/7766百万元
52周最高价/最低价	38.80/19.50元
近3个月日均成交额	143.57百万元

#### 市场走势



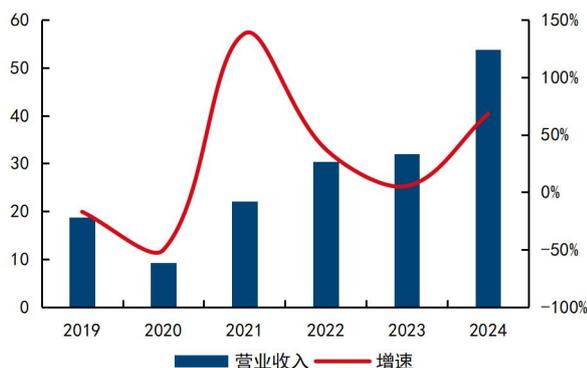
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《亚翔集成(603929.SH)-在手项目进展顺利，国内收入增长亮眼》——2024-08-01
- 《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

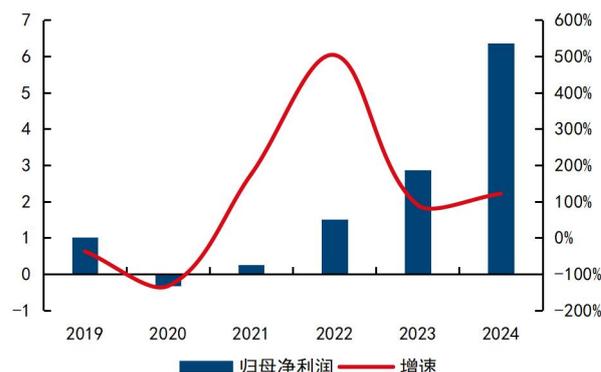
**在手项目进展顺利，收入利润大幅增长。**2024 年公司实现营业收入 53.8 亿元，同比+68.1%，实现归母净利润 6.36 亿元，同比+121.6%。公司在手重大项目施工进度推进顺利，推动全年收入和利润实现高增长。2024H2 公司在手重大项目施工进度进入尾声，成本投入下降，对应第三、四季度收入环比下降，但利润率大幅上升，24H2 实现营业收入 25.3 亿元，环比上半年-11.2%，实现归母净利 4.0 亿元，环比上半年+61.5%。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



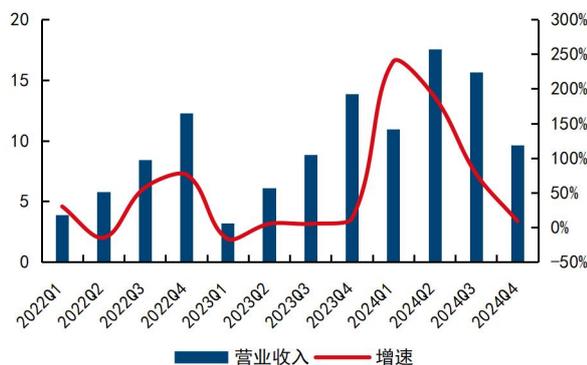
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



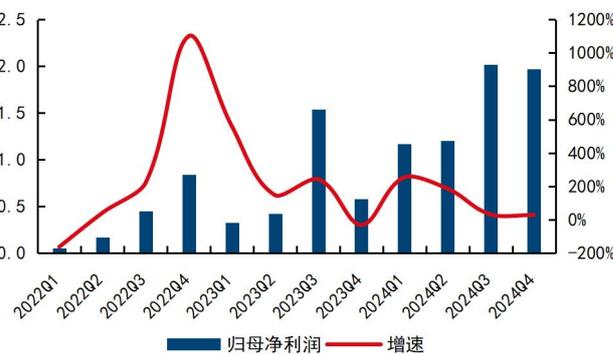
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

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

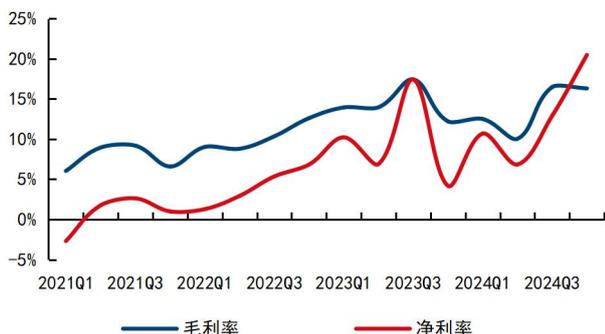
图4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

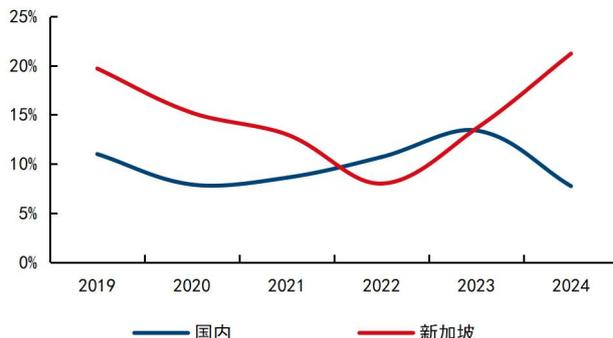
**毛利率维持高位，净利率大幅提升。**2024 年公司毛利率为 14.0%，较上年同期下降 0.17 个百分点。分地区看，新加坡地区毛利率 21.2%，较上年大幅上升 7.6 个百分点，国内毛利率 7.7%，较上年下降 5.7 个百分点。2024 年公司归母净利率为 11.8%，较上年提升 2.8 个百分点。国内毛利率明显下滑而海外毛利率大幅提升，或与项目施工阶段有关，国内重点项目处于启动投入高峰期，海外重点项目处于收尾期，未来两个市场的毛利率差异预计会逐步收敛。公司期间费用中管理费用和研发费用占比较高，其中大部分为管理和研发人员薪酬，其增长弹性小于收入增长弹性，同时公司汇兑收益增加，故公司在收入大幅上升的同时期间费用率下降 11.2%，期间费用率由 2.7% 下降至 1.4%。

图5: 公司单季度毛利率及净利率 (单位: %)



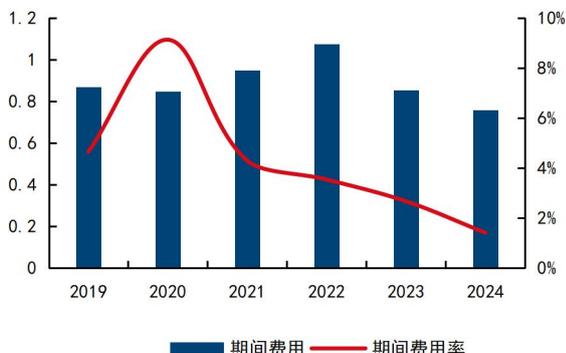
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分地区毛利率变化 (单位: %)



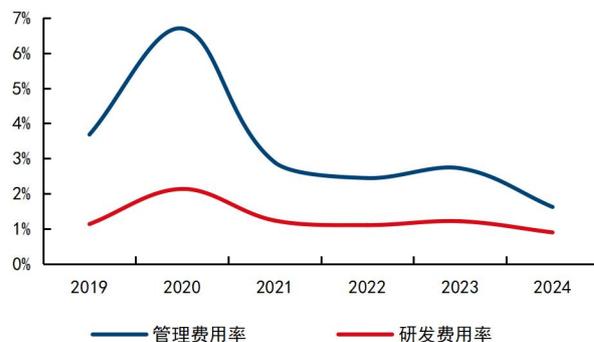
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司期间费用及期间费用率 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

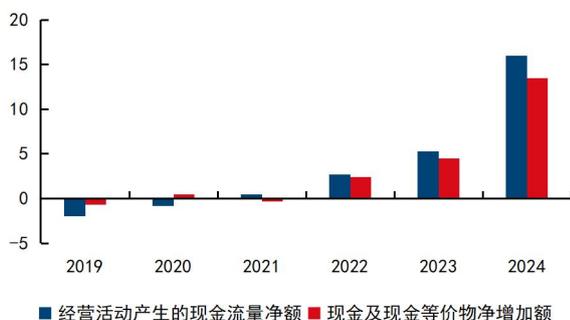
图8: 公司管理费用率和研发费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

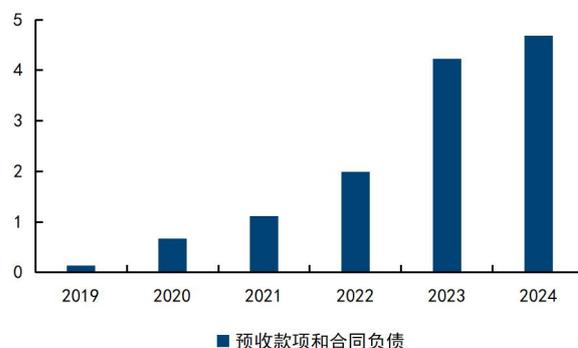
**工程收款顺利, 现金回款大幅增加。**2024 年公司实现经营活动产生的现金流量净额 16.0 亿元, 同比+204%, 是归母净利润的 2.5 倍, 主要原因是当期工程收款顺利, 过往应收款回款增加, 同时预收款规模增加。2024 年末公司账面货币资金规模达到 24.8 亿元, 同比+129%, 应收票据及账款 6.1 亿元, 同比-38.8%, 合同资产 5.4 亿元, 同比-49.4%, 合同负债 4.7 亿元, 同比+10.6%。

图9: 公司经营现金流净额及现金净增加额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

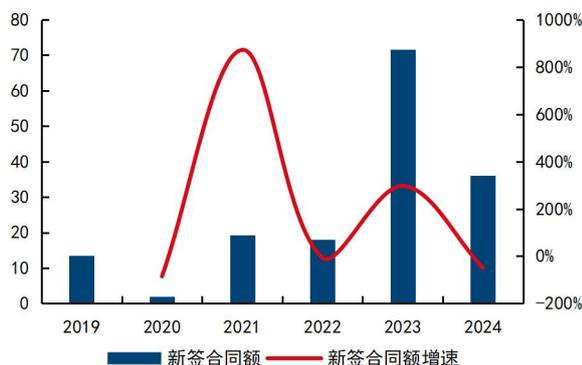
图10: 公司期末预收款项和合同负债规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

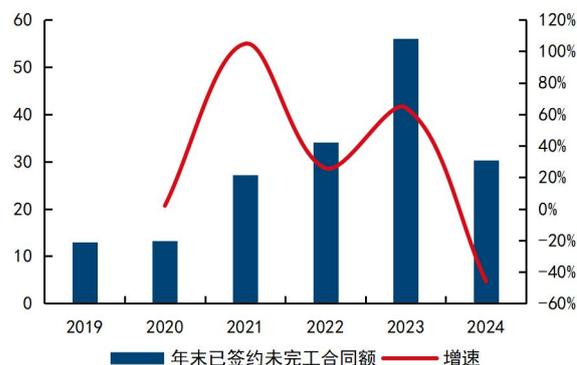
**若剔除单一重大项目影响，新签订单中枢持续上移。**2024 年公司新签合同额 36.1 亿元，同比-49.6%，年末已签约未完工合同额 30.3 亿元，同比-45.9%。由于 2023 年公司新签联电新加坡重大项目订单推高了 2023 年基数，导致 2024 年新签订单和在手订单同比有所下滑。但若剔除 2023 年联电新加坡订单影响，公司总体新签订单中枢上移的趋势并未改变，2024 年 10 月公司中标新加坡 VSMC 厂房系统项目，合同额 6.3 亿元，该项目有望接力联电新加坡项目为公司贡献海外业务量。当前联电新加坡项目已接近尾声，客户已如期顺利搬机，当前仍有 8.3 亿元未确认收入，剩余 3.5 亿元未回款，若以 2024 年的净利率水平估算，联电新加坡在 2025 年仍能为公司贡献 1.75 亿元的归母净利润。

图11: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



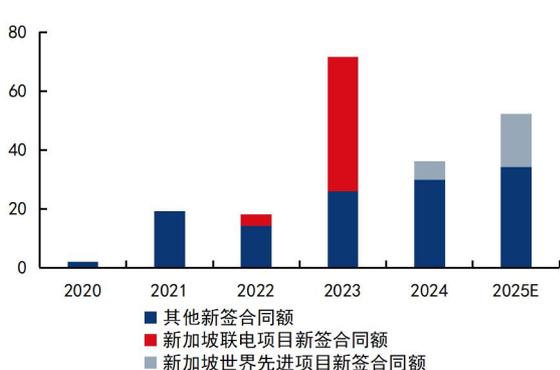
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司在手订单及增速 (单位: 亿元, %)



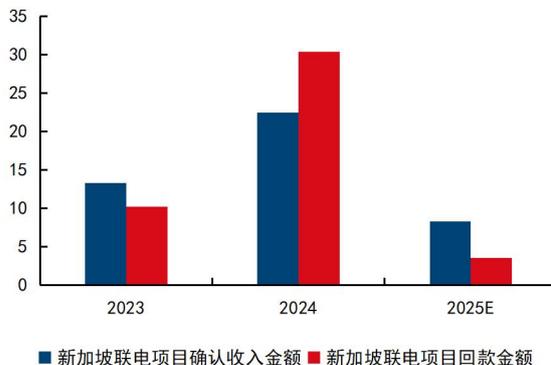
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司新签合同额结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

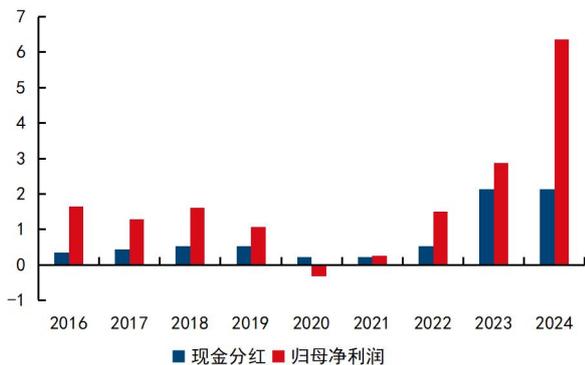
图14: 新加坡联电项目收入确认和回款情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

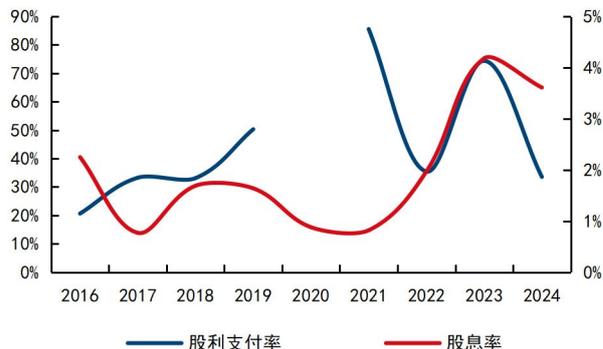
**分红规模保持高位，充足的现金储备支撑未来持续分红。**公司拟派发 2024 年年度现金分红合计 2.13 亿元，与 2023 年度保持一致，股利支付率为 33.5%，合 2024 年股息率约为 3.61%。公司 2024 年业绩大幅增长，分红比率有所降低，但分红规模仍然维持高位，充足的现金储备能够保证未来持续大量分红。

图15: 公司历史分红及归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司股利支付率和股息率 (单位: %)



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。**公司是半导体厂房系统集成工程龙头, 持续受益于中国和东南亚半导体扩产需求。洁净室工程是高壁垒赛道, 半导体国产替代加速, 资本开支保持高位, 同时, 国产 DeepSeek 推动先进制程推理芯片需求, 未来先进制程晶圆厂投资预期持续上升。公司长期服务未来具备扩产预期的龙头生产商, 曾承建中芯国际北京、天津、上海多个基地的建设, 2024 年公司成功中标合肥长鑫二期 15nmDRAM 项目, 海外再度斩获台积电旗下新加坡 VSMC 大订单。预测公司 2025-2027 年归属于母公司净利润 4.11/5.30/6.51 亿元, 每股收益 1.93/2.49/3.05 元, 同比-35.4%/+29.1%/+22.8%。维持“优于大市”评级。

表1: 公司新签合同额与营业收入预测表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
在手订单	13.3	27.1	34.1	56.1	30.3	36.7	48.5	54.8
新签合同额	2.0	19.2	18.0	71.6	36.1	52.3	70.0	77.0
新签合同额增速	-85.4%	872.3%	-6.3%	297.3%	-49.6%	45.0%	33.8%	10.0%
营业收入	9.3	22.1	30.4	32.0	53.8	41.3	52.5	63.6
收入增速	-50.8%	137.6%	37.6%	5.3%	68.1%	-23.3%	27.1%	21.2%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1084	2484	2685	2851	2959	营业收入	3201	5381	4128	5246	6358
应收款项	998	630	484	902	1442	营业成本	2748	4651	3571	4537	5500
存货净额	25	8	37	46	56	营业税金及附加	3	7	4	5	7
其他流动资产	1212	676	495	629	763	销售费用	3	3	3	3	3
<b>流动资产合计</b>	<b>3323</b>	<b>3841</b>	<b>3743</b>	<b>4471</b>	<b>5262</b>	管理费用	87	87	90	94	99
固定资产	57	52	50	49	48	研发费用	39	48	43	45	48
无形资产及其他	6	5	5	5	5	财务费用	(44)	(63)	(90)	(97)	(101)
投资性房地产	157	141	141	141	141	投资收益	2	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3542</b>	<b>4040</b>	<b>3939</b>	<b>4666</b>	<b>5455</b>	其他收入	(64)	56	(69)	(80)	(86)
短期借款及交易性金融负债	3	0	10	10	10	营业利润	344	751	483	624	766
应付款项	1627	1579	1564	2113	2712	营业外净收支	1	(1)	0	0	0
其他流动负债	461	608	472	598	723	<b>利润总额</b>	<b>346</b>	<b>750</b>	<b>483</b>	<b>624</b>	<b>766</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2090</b>	<b>2188</b>	<b>2047</b>	<b>2720</b>	<b>3445</b>	所得税费用	53	115	74	95	117
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	6	(2)	(2)	(2)	(2)
其他长期负债	3	2	2	2	2	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>287</b>	<b>636</b>	<b>411</b>	<b>530</b>	<b>651</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2094</b>	<b>2190</b>	<b>2049</b>	<b>2722</b>	<b>3447</b>	净利润	287	636	411	530	651
少数股东权益	24	21	21	21	21	资产减值准备	1	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	1425	1829	1870	1923	1988	折旧摊销	8	8	6	7	7
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3542</b>	<b>4040</b>	<b>3939</b>	<b>4666</b>	<b>5455</b>	公允价值变动损失	(2)	1	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(44)	(63)	(90)	(97)	(101)
每股收益	1.34	2.98	1.93	2.49	3.05	营运资本变动	217	1034	148	111	41
每股红利	0.25	1.00	1.73	2.24	2.75	其它	4	(1)	0	0	(0)
每股净资产	6.68	8.57	8.76	9.01	9.32	<b>经营活动现金流</b>	<b>515</b>	<b>1679</b>	<b>565</b>	<b>648</b>	<b>699</b>
ROIC	23%	34%	41%	160%	121%	资本开支	0	(1)	(4)	(4)	(5)
ROE	20%	35%	22%	28%	33%	其它投资现金流	11	(38)	0	0	0
毛利率	14%	14%	14%	14%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>11</b>	<b>(39)</b>	<b>(4)</b>	<b>(4)</b>	<b>(5)</b>
EBIT Margin	10%	11%	10%	11%	11%	权益性融资	12	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	10%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	5%	68%	-23%	27%	21%	支付股利、利息	(53)	(213)	(370)	(477)	(586)
净利润增长率	91%	122%	-35%	29%	23%	其它融资现金流	30	187	10	0	0
资产负债率	60%	55%	53%	59%	64%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(65)</b>	<b>(240)</b>	<b>(360)</b>	<b>(477)</b>	<b>(586)</b>
股息率	0.7%	2.7%	4.8%	6.1%	7.5%	<b>现金净变动</b>	<b>461</b>	<b>1400</b>	<b>201</b>	<b>166</b>	<b>108</b>
P/E	27.1	12.2	18.90	14.64	11.93	货币资金的期初余额	623	1084	2484	2685	2851
P/B	5.4	4.2	4.2	4.0	3.9	货币资金的期末余额	1084	2484	2685	2851	2959
EV/EBITDA	29.8	16.8	23.2	18.5	15.8	企业自由现金流	0	1536	504	588	637
						权益自由现金流	0	1759	590	670	723

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