

亚翔集成（603929）

证券研究报告

2025 年 07 月 02 日

AI 驱动半导体资本开支景气延续，看好洁净室龙头出海&大订单持续兑现

深耕洁净室领域多年，布局新加坡大订单持续落地

亚翔集成作为一站式洁净室系统集成工程服务的专业提供商，具备“工程施工设计+采购+施工+维护”EPCO 的能力，背靠母公司中国台湾亚翔，深耕 IC 产业链、云计算中心和生化制药等领域，聚焦高附加值的大型洁净室及机电工程项目，同时公司积极拓展新加坡、越南等海外市场，2024 年公司累计新签订单为 36.08 亿元，受高基数影响同比下滑 49.60%。公司 4 月份公告中标新加坡世界先进 31.6 亿大订单，有望受益于东南亚地区半导体产业链转移，我们认为公司仍有较好的订单预期。我们预计公司 25-27 年归母净利润为 4.78、6.34、7.12 亿，估值显著低于同行可比公司，认可给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价 44.83 元，首次覆盖给予“买入”评级。

AI 驱动下芯片需求持续增长，晶圆厂建设保持较高景气

AI 需求激增带动半导体产业需求，根据 Gartner 预测，2025 年和 2026 年半导体行业的收入将分别实现 11.8%和 11.2%的增长，预计到 2030 年，全球半导体市场年收入将超过 1 万亿美元，CAGR 达 8%。晶圆厂建设仍保持较高景气度，SEMI 预测 2025 年全球晶圆厂预计新建 18 座，预测全球 300mm 晶圆厂 2024-2028 年有望从 100 座增长至 161 座，2025 年 300mm 晶圆厂建设支出有望同比增长 84%达 263 亿美元，同时，先进制程产能仍在积极储备。国内受益于半导体关键环节国产替代加速，大基金三期彰显国家对半导体产业支持力度。

东南亚承接半导体产业链转移，新加坡区位优势明显

在中美科技摩擦加剧背景下，迫使半导体产业链寻求供应链避险策略。美国正积极支持东南亚地区经济条件较为优越的国家，旨在从不同层次上取代中国在东亚生产链中的位置。新加坡和马来西亚的协同优势显著，马来西亚的 APT 集群与新加坡的晶圆制造形成“前后端协同”，缩短芯片从制造到商用周期，降低地缘中断风险。新加坡是半导体产业链的关键环节，以其稳定的电力供应、高素质劳动力、高效的物流以及完备的基础设施吸引众多芯片制造商投资，2025 年美光科技宣布在新加坡投资 70 亿美元兴建 HBM 先进封装工厂。2025 年亚翔成立新加坡子公司，2024 年公司新加坡收入占比已超 40%，该区域毛利率整体高于国内及其他区域，我们看好公司新加坡区域订单机遇。

海外大订单持续落地，人均创收明显高于同行可比公司

公司 2022 年中标新加坡联电项目，2025 年中标新加坡世界先进项目（累计订单金额约 38 亿），叠加新加坡区域美光项目投资在即，或仍有较好的订单预期。亚翔集成组织结构较优人均创收、人均创利、费用率水平均较同行表现出色，2024 年人均创收、人均创利分别实现 739.10、87.35 万元，同比分别增长 64.86%、117.40%。

风险提示：下游需求&项目实施不及预期，国际贸易摩擦及地缘政治影响，行业竞争加剧风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,201.09	5,380.65	4,585.39	5,706.37	6,383.00
增长率(%)	5.33	68.09	(14.78)	24.45	11.86
EBITDA(百万元)	376.54	574.92	462.93	586.24	672.07
归属母公司净利润(百万元)	286.88	635.91	478.23	634.09	711.73
增长率(%)	90.58	121.66	(24.80)	32.59	12.24
EPS(元/股)	1.34	2.98	2.24	2.97	3.34
市盈率(P/E)	25.78	11.63	15.47	11.67	10.39
市净率(P/B)	5.19	4.05	3.65	3.24	2.68
市销率(P/S)	2.31	1.37	1.61	1.30	1.16
EV/EBITDA	10.32	5.69	9.84	7.20	5.35

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	34.67 元
目标价格	44.83 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	213.36
流通 A 股股本(百万股)	213.36
A 股总市值(百万元)	7,397.19
流通 A 股市值(百万元)	7,397.19
每股净资产(元)	8.98
资产负债率(%)	60.86
一年内最高/最低(元)	38.80/19.98

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

王悦宜 联系人
wangyueyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《亚翔集成:首次覆盖报告:集成电路政策力度加大, 高端洁净室工程屡获大单》 2019-05-10
- 2 《亚翔集成:半年报点评:二季度营收同比大为好转, 技术领先费用率小幅下降》 2017-08-14

内容目录

1. 洁净室系统集成服务商，专注半导体产业链高端洁净室.....	4
1.1. 台资企业出身，项目丰富积极布局出海	4
1.2. 聚焦海外，深耕半导体产业链，新签订单仍有较好预期	5
1.3. 收入、业绩实现较快增长，股息率具备竞争力	7
2. 东南亚承接全球半导体转移，新加坡市场高景气.....	10
2.1. AI 浪潮带动芯片需求，晶圆厂仍在加速扩产	10
2.2. 东南亚承接新一轮半导体产业转移，新加坡是半导体供应链的关键节点	12
3. 加速新加坡区域布局，人均产值高于业内同行.....	16
3.1. 深耕主业&海外布局双轮驱动，新加坡区域大订单持续落地	16
3.2. 人均创收明显高于可比公司，研发投入巩固公司技术优势	17
4. 盈利预测.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构示意图（截至 2025 年一季报）	5
图 3：2021-2024 年亚翔集成新签订单金额及增速	6
图 4：2020-2024 年公司在手订单金额	6
图 5：2020-2024 年按业务类型分类营收情况	6
图 6：2021-2024 年各业务毛利率	6
图 7：2021-2024 年按行业分类营收情况	6
图 8：2020-2025Q1 营业收入及增速	7
图 9：2020-2025Q1 归母净利润及增速	7
图 10：2020-2024 年公司综合毛利率、净利率	7
图 11：2020-2025Q1 公司费用率拆分	7
图 12：2020-2024 年公司各地区营收占比情况	8
图 13：2020-2024 年公司各地区毛利率情况	8
图 14：2020-2025Q1 公司 CFO 净额、净现比	8
图 15：2020-2025Q1 公司收现比和付现比	8
图 16：亚翔、柏诚、圣晖现金分红以及分红比例对比	9
图 17：亚翔、柏诚、圣晖股息率对比（截至 25/6/12）	9
图 18：2015—2024 年全球半导体销售额及同比增长率	10
图 19：全球 300mm 晶圆总产能及晶圆厂数量	10
图 20：全球 300mm 晶圆厂建设支出	10
图 21：2025 年全球新建晶圆厂分布预测（SEMI 预测）	11
图 22：我国电子信息产业固定资产投资完成额及增速	12

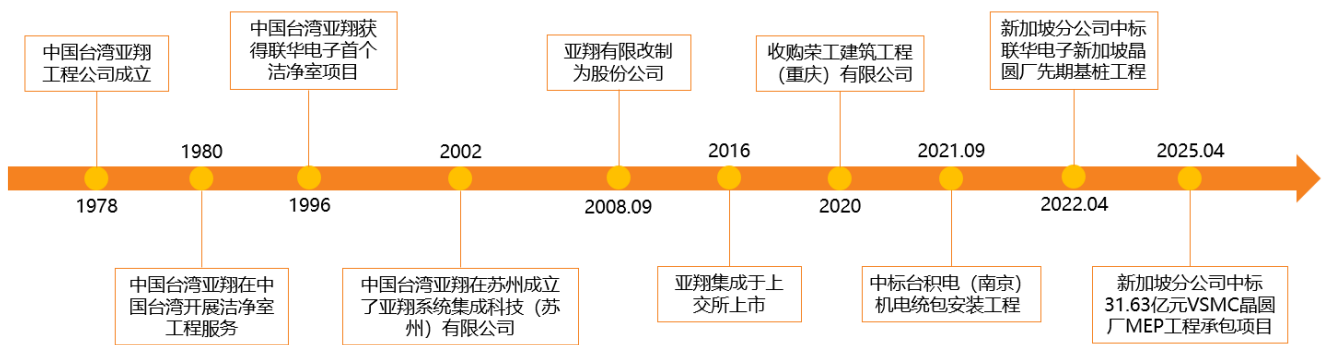
图 23：2024 年中国半导体行业投资项目分布情况	12
图 24：东南亚半导体产业供应链	13
图 25：亚翔集成区域布局以及工程实绩	16
图 26：2020-2024 年亚翔集成及可比公司人均创收	17
图 27：2020-2024 年亚翔集成及可比公司人均创利	17
图 28：2020-2025Q1 亚翔集成与可比公司费用率对比	18
图 29：2024 年公司在职工员工岗位分布	18
图 30：公司管理架构	18
图 31：2020-2024 年亚翔集成及可比公司研发费用率	19
图 32：2020-2024 年亚翔集成研发费用及增速	19
表 1：公司部分资质类别及等级（截至 2025Q1）	4
表 2：东南亚地区半导体巨头布局入场	13
表 3：东南亚半导体投资	14
表 4：亚翔集成新项目中标情况	16
表 5：公司盈利拆分以及预测	20
表 6：公司费用率预测	20
表 7：可比公司估值表	21

1. 洁净室系统集成服务商，专注半导体产业链高端洁净室

1.1. 台资企业出身，项目丰富积极布局出海

公司是国内出色的洁净室系统集成工程解决方案提供商，下游客户主要集中于高端洁净室工程市场中的 IC 半导体、光电行业领域。中国台湾亚翔于 1978 年成立，2002 年成立了亚翔系统集成科技（苏州）有限公司，系公司的前身，2008 年完成改制。公司发展历程可分为初创期（2002-2004 年）、成长期（2005-2007 年）、改制期（2008-2015 年）和茁壮期（2016 年至今）。初创期公司为国内最早投入大型芯片厂无尘室工程厂商之一，2004 年 4 月获得空气净化工程专业承包二级资质。2006 年成立研发中心。2008 年至 2013 年期间公司均获得高新技术企业认定。2016 年 12 月公司在上交所上市。2020 年 7 月公司成功收购荣工建筑工程（重庆）有限公司，进一步提升一体化工程建筑服务范畴。2022 年公司获联电新加坡订单，2024、2025 年公司中标世界先进的洁净室订单，新加坡市场持续取得重大突破，2025 年，公司坚持“国内市场稳健守成、海外市场扩大布局、持续技术创新、保持市场领先地位”的发展策略，继续深耕 IC 产业链（晶圆、光罩、封装、测试）、锂电、云计算中心和生化制药等领域，聚焦高附加值的大型洁净室及机电工程项目，公司将积极布局和拓展新加坡、越南等海外市场。

图 1：公司发展历程



资料来源：Wind，招股说明书，公司公告，公司官网，天风证券研究所

公司具备“工程施工设计+采购+施工+维护”EPCO 的能力，资质完善，项目经验丰富。作为一站式洁净室系统集成工程服务的专业提供商，公司具备“工程施工设计+采购+施工+维护”EPCO 的能力。公司的主要客户为电子行业包括 IC 半导体、光电等，2024 年电子行业销售收入占主营业务收入 99.15%。这类企业对洁净室工程服务的质量、工期及厂务系统集成服务提供能力等方面的要求较高，而公司正是行业中少数的具有建造高等级洁净室的技术水平的公司，目前已承建了国内多座高科技厂房的高端洁净室工程项目。此外，公司具备机电工程施工总承包一级、建筑机电安装工程专业承包一级、消防设施工程专业承包一级等行业专业资质。凭借丰富的工作经验以及较高的声誉和市场影响力，“亚翔”已经成为国内洁净室工程行业的知名品牌。

表 1：公司部分资质类别及等级（截至 2025Q1）

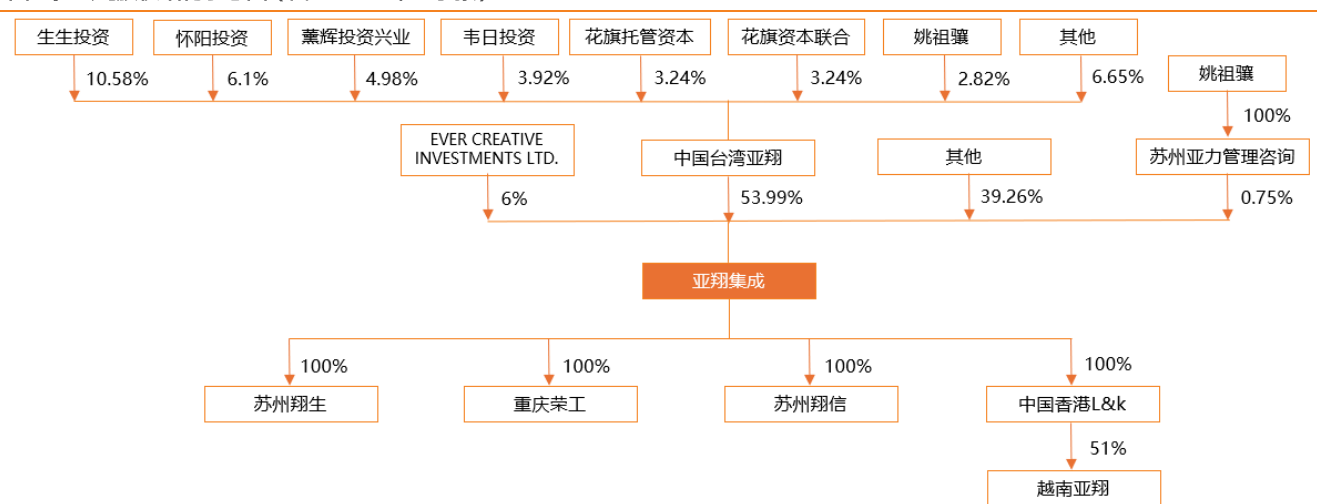
建筑业企业资质证书	机电工程施工总承包一级
	建筑机电安装工程专业承包一级
	消防设施工程专业承包一级
	电子与智能化工程专业承包二级
	建筑装修装饰工程专业承包二级
	环保工程专业承包三级
中华人民共和国对外承包工程资格证书	钢结构工程专业承包三级
	--

中华人民共和国特种设备安 压力管道 GC2 级
装改造维修许可证 压力容器

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司实际控制人持股比例较高，股权结构相对稳定。截至 2025 年一季报，姚祖骧与赵玉华夫妇是中国台湾亚翔工程股份有限公司（以下简称“中国台湾亚翔”）的控股股东。通过中国台湾亚翔（持有 53.99% 股权）及姚祖骧全资的苏州亚力管理咨询有限公司（持有 0.75% 股权），夫妇二人合计间接持有亚翔集成 54.74% 的股权，成为公司实际控制人。此外，公司共有 4 家全资子公司和 1 家控股孙公司，并在中国上海、厦门、深圳、成都、重庆、武汉、新加坡分别设立分公司。2017 年 11 月 6 日，亚翔集成通过全资子公司中国香港 L&K 收购中国台湾亚翔持有越南亚翔 51% 股权，间接持有了越南亚翔 51% 股权。中国台湾亚翔拥有强大的客户资源，且与众多客户保持着较好的合作关系。1996 年中国台湾亚翔成功获得联华电子首个 8 英寸 IC 晶圆厂洁净室项目，此后双方多次合作，充分体现了其在行业内的竞争力和客户认可度。公司背靠中国台湾亚翔，伴随核心半导体行业客户逐步向东南亚转移，公司有望承接更多海外洁净室订单。

图 2：公司股权结构示意图（截至 2025 年一季报）

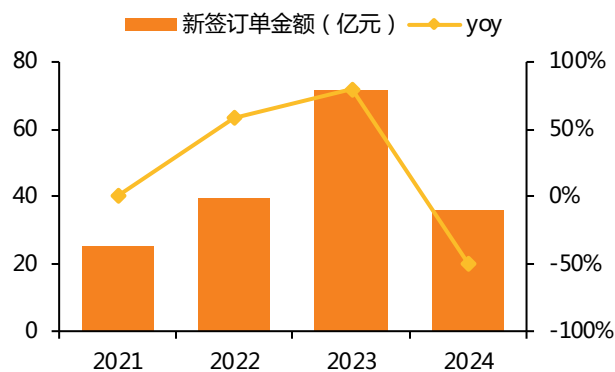


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.2. 聚焦海外，深耕半导体产业链，新签订单仍有较好预期

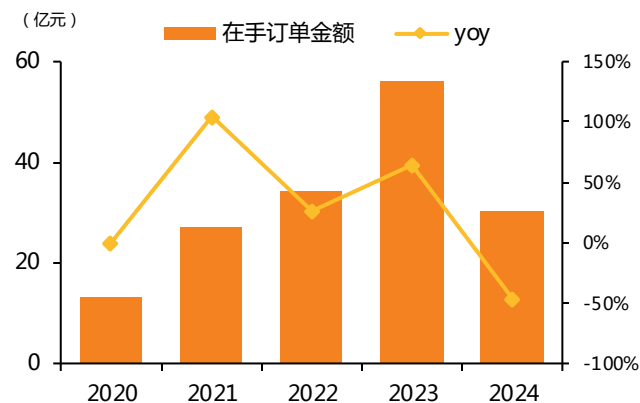
2024 年新签订单在高基数基础上同比下滑，2025 年来看新签订单仍有较好预期。2024 年公司累计新签项目 23 个，金额为 36.08 亿元，受 23 年新签订单金额高基数影响，同比减少 49.60%。24 年底，公司在手订单 30.31 亿，较 2023 年底有较大下滑，主要系 2024 年联电项目转化结转，展望 2025 年，美光、世界先进及其他半导体产业链厂商在新加坡及其他东南亚区域半导体厂商仍有较多的投资计划，同时国内高端芯片国产替代进程仍在继续，半导体领域资本开支仍有望保持景气向上，看好公司 2025 年订单预期。

图 3：2021-2024 年亚翔集成新签订单金额及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

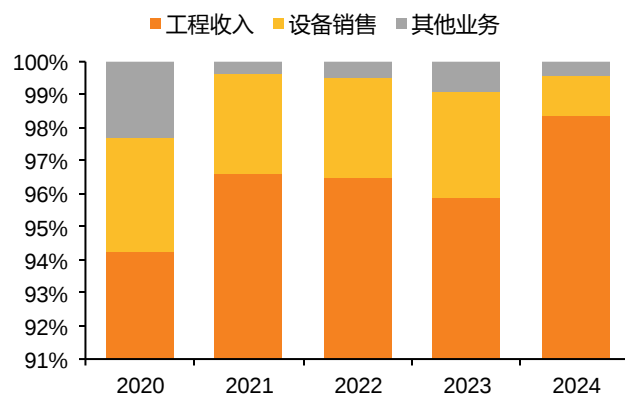
图 4：2020-2024 年公司在手订单金额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

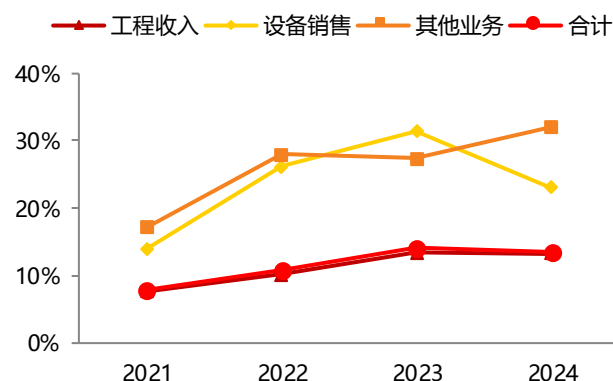
公司业务以洁净室系统工程施工业务为主，主要客户为 IC 半导体、光电等高科技电子产业客户。分业务看，2021-2024 年公司工程营收 CAGR 达 56.79%。24 年营收为 52.91 亿，同比增长 72.40%，占公司主营业务收入的 98.34%；设备销售和其他业务板块分别实现营收 0.66、0.23 亿元，同比分别下降 35.34%、22.00%。分业务看，工程收入、设备销售、其他业务毛利率分别为 13.35%、23.03%、32.07%，同比分别-0.12pct、-8.40pct、+4.66pct。分行业看，公司 24 年在电子行业、其他行业分别实现营业收入 53.12、0.46 亿元，同比分别增长 69.34%、32.67%，电子行业营收 CAGR 高达 43.91%，占比达到 99.15%。

图 5：2020-2024 年按业务类型分类营收情况



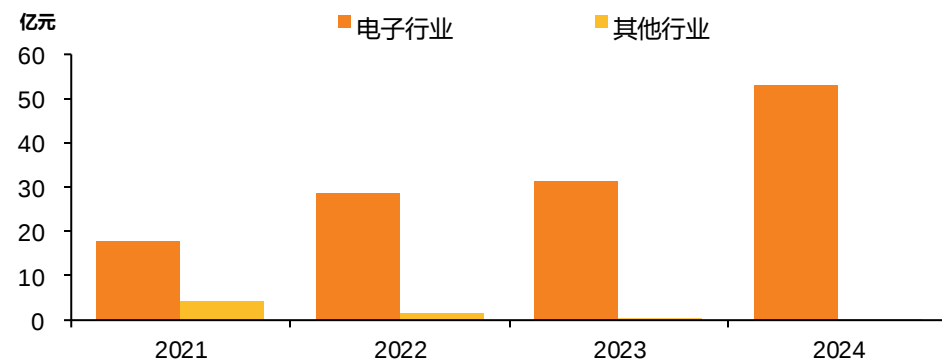
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2021-2024 年各业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2021-2024 年按行业分类营收情况

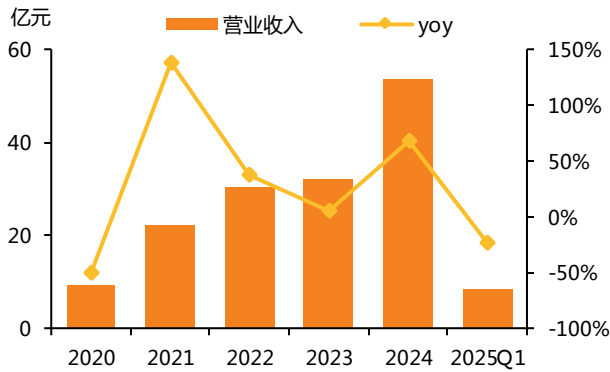


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 收入、业绩实现较快增长，股息率具备竞争力

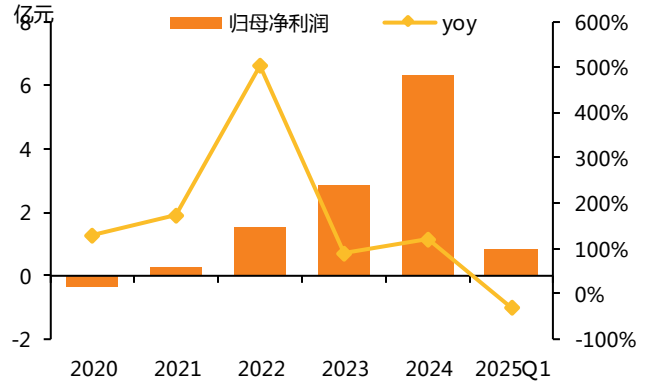
20-24 年公司复合营收增速 42.09%，24 年归母净利润同比增长 121.66%。2020-2024 年，公司营业收入从 9.29 亿元增长至 53.81 亿元，CAGR 高达 55.14%，24 年营收同比增长 68.10%，主要原因系新加坡联电项目转化实现收入、利润高增。公司 24 年实现归母净利润 6.36 亿元，同比增长 121.66%，主要原因系核心业务毛利提升、汇率波动的正向影响以及应收账款和合同资产的减少带来的减值冲回。25Q1 公司营收 8.35 亿元，同比-23.83%，归母净利润 0.82 亿元，同比-29.82%。我们认为受益于行业的快速发展以及公司资金实力的增强，公司未来在国内洁净室工程市场具备广阔的发展空间，公司的营收及利润有望进一步提升。

图 8：2020-2025Q1 营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

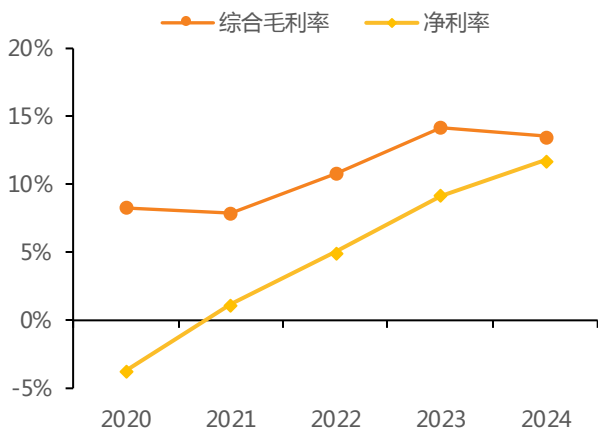
图 9：2020-2025Q1 归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

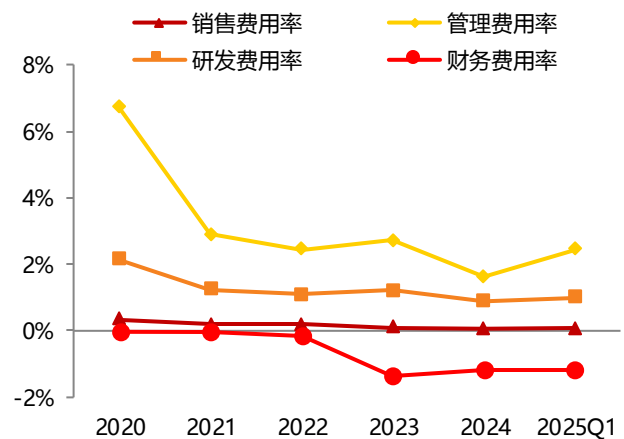
毛利率整体保持 10%以上，费用率管控较好。2024 年公司综合毛利率为 13.55%，同比-0.62pct，净利率 11.79%，同比+2.64pct。2024 年公司期间费用率为 1.41%，同比下降 1.26pct，整体控制良好。2024 年公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.06%/1.63%/0.89%/-1.17%，较去年同比变动-0.04pct/-1.10pct/-0.32pct/+0.19pct，其中 2024 年账上美元 1.2 亿，汇兑收益较多带来财务费用上升 44.01%。25Q1 公司的费用率为 2.34%，同比增加 2.36pct，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.02pct/+0.60pct/+0.13pct/-0.21pct。

图 10：2020-2024 年公司综合毛利率、净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2020-2025Q1 公司费用率拆分

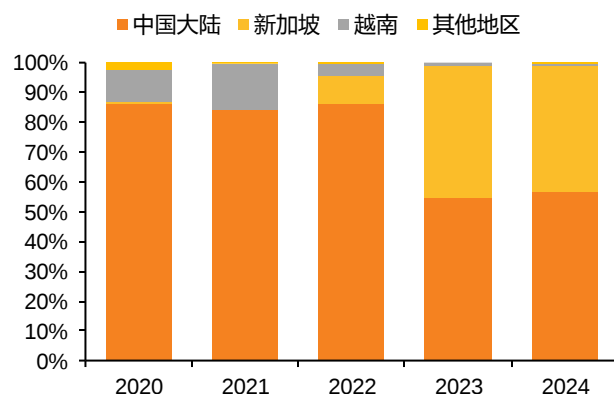


资料来源：Wind，天风证券研究所

2024 年公司新加坡收入占比提升。2025 年 3 月，公司在新加坡投资设立全资子公司 Limk Engineering PTE. LTD.，注册资金 3000 万新加坡元。24 年公司在大陆、新加坡、越南分别实现营收 30.38、22.75、0.44 亿元，同比分别+74.54%、+62.54%、+42.93%，在总营收中分别占比 56.47%、42.29%、0.81%。公司在新加坡地区的毛利率水平整体高于中国大陆和越南，24 年公司在大陆、新加坡、越南分别实现毛利率 7.74%、21.22%、8.71%。考虑

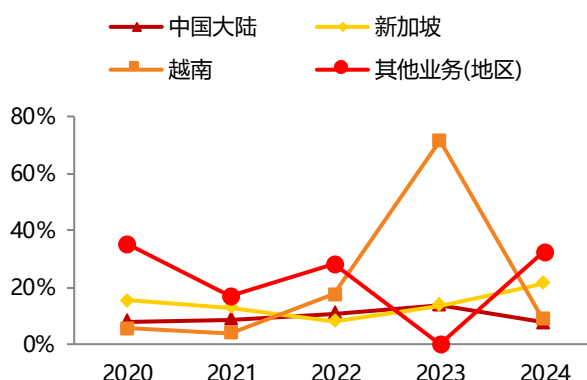
到公司中标新加坡世界先进大订单，预计新加坡区域业务占比有望进一步提升。

图 12：2020-2024 年公司各地区营收占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

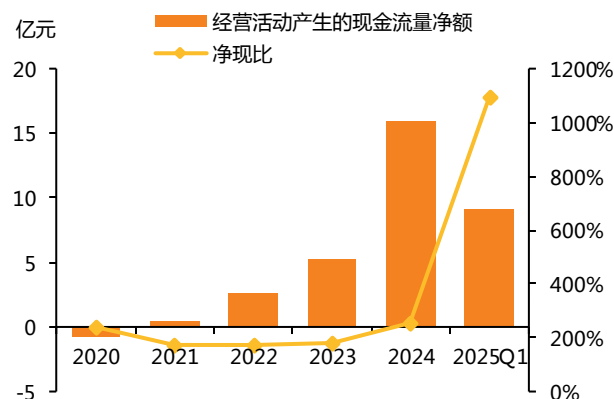
图 13：2020-2024 年公司各地区毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

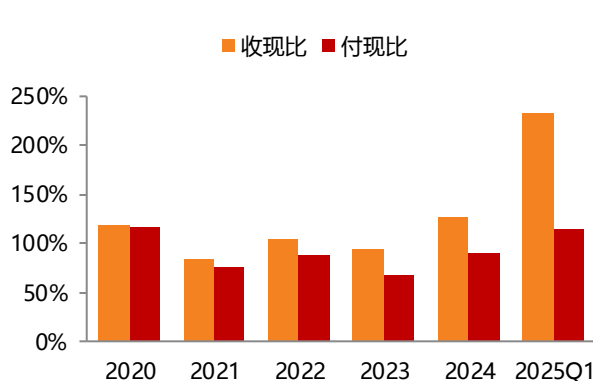
公司现金流稳定，回款情况较好。2024 年公司经营活动现金流净额为 16.02 亿元，较 2023 年多流入 10.76 亿元，净现比为 252.68%，同比提升 73.16pct。经营活动现金流净额较 2023 年增长 204.47%，主要原因系 24 年及以前工程回款良好。24 年公司收、付现比分别为 127.80%、89.95%，同比分别提升 34.52pct、22.06pct。公司现金流表现较好，回款能力较好。

图 14：2020-2025Q1 公司 CFO 净额、净现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

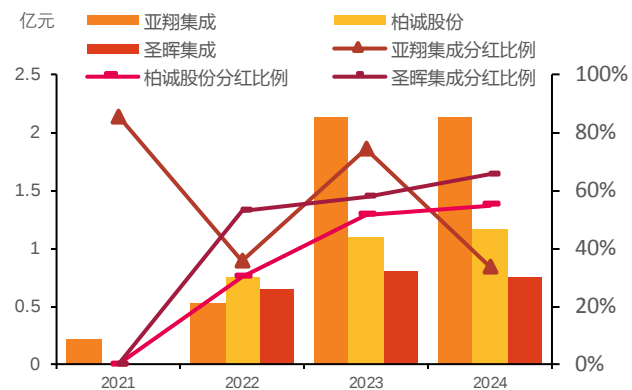
图 15：2020-2025Q1 公司收现比和付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

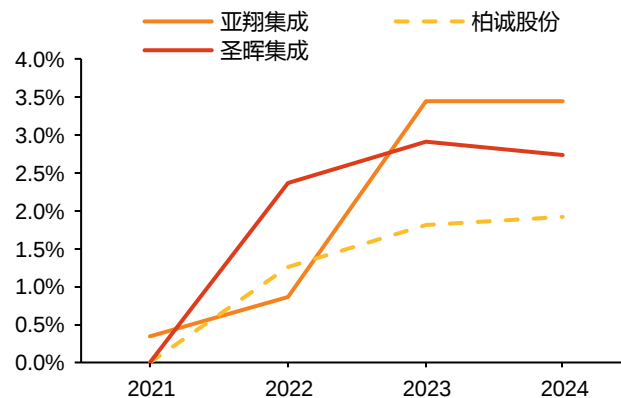
近两年亚翔集成现金分红及股息率高于同行洁净室企业。从现金分红来看，三家洁净室公司中，亚翔集成近两年现金分红最多，均为 2.13 亿，分红比例的角度来看，各公司之间差异较大，柏诚近两年分红比例基本维持在 55% 左右，圣晖集成的分红比例基本维持 60% 左右，亚翔集成现金分红总额相对较稳定。从 2025/6/12 的收盘股息率来看，亚翔集成股息率更有优势，2024 年现金分红对应股息率为 3.44%，明显高于同行可比公司。公司发布《关于提请股东大会授权董事会决定于 2025 年中期对 2024 年度剩余可分配利润进行现金分红的公告》，中期分红或可期待。

图 16：亚翔、柏诚、圣晖现金分红以及分红比例对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：亚翔、柏诚、圣晖股息率对比（截至 25/6/12）



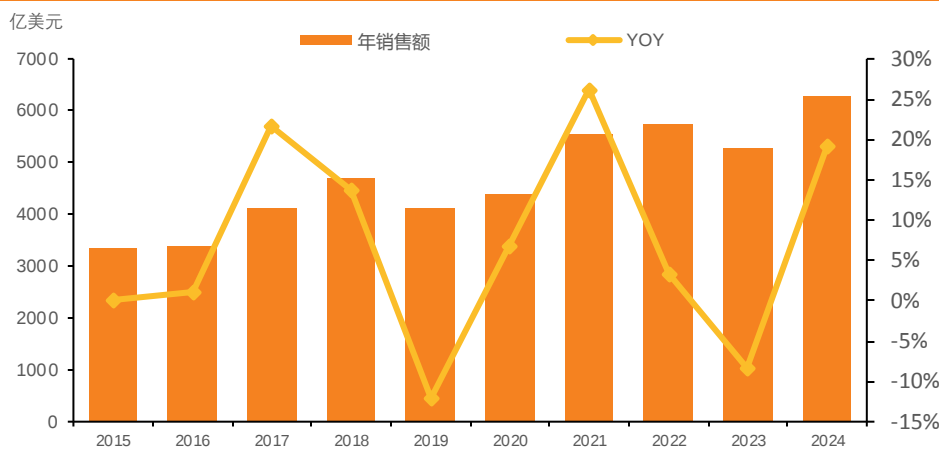
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 东南亚承接全球半导体转移，新加坡市场高景气

2.1. AI 浪潮带动芯片需求，晶圆厂仍在加速扩产

AI 需求激增带动半导体产业需求，未来产能规划聚焦更先进组件需求。美国半导体行业协会（SIA）于 2025 年 2 月发布的最新数据显示，2024 年全球半导体销售额达到 6276 亿美元，同比增长 19.1%，首度突破 6000 亿美元大关。随着大模型开源，人工智能加速普及，数据中心建设需求激增，汽车及消费电子设备更新需求增长，工业自动化、机器人技术和分布式人工智能工作负载将强劲增长，对先进硅片的需求将重新定义整个价值链的采购优先级。根据 Gartner 预测，2025 年和 2026 年半导体行业的收入将实现两位数增长，分别为 11.8% 和 11.2%，预计到 2030 年，全球半导体市场年收入将超过 1 万亿美元，2024-2030 年复合增速有望达 8%。未来的产能规划反映了行业持续的转变以及对更先进组件的需求。全球 5 纳米以下节点的产能正在激增，Gartner 和 SEMI 均预测到 2029 年增长率将达到约 13.5%。与此同时，预计 2 纳米产能也将同一时期快速增长，增幅接近 1600%。

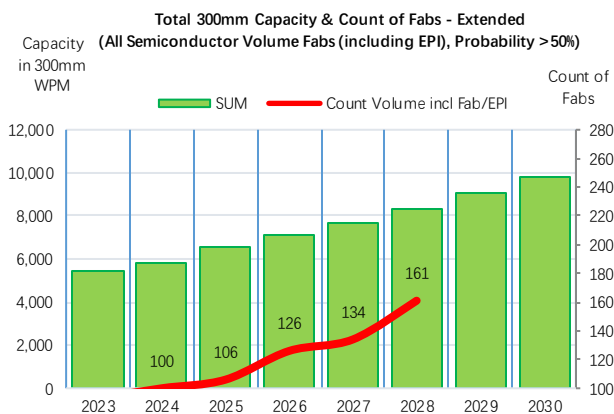
图 18：2015—2024 年全球半导体销售额及同比增长率



资料来源：中国电子报公众号，根据 SIA 及 WSTS 历年数据整理，天风证券研究所

晶圆厂建设仍保持较高景气度。SEMI 发布《300mm 晶圆厂 2027 年展望报告(300mm Fab Outlook Report to 2027)》指出，从 2025 年到 2027 年，全球 300mm 晶圆厂设备支出预计将达到创纪录的 4000 亿美元。预计到 2027 年，中国将保持其作为全球 300mm 设备支出第一的地位，未来三年将投资超过 1000 亿美元。全球 300mm 晶圆厂 2024-2028 年有望从 100 座增长至 161 座，2025 年 300mm 晶圆厂建设支出有望同比增长 84% 达 263 亿美元。

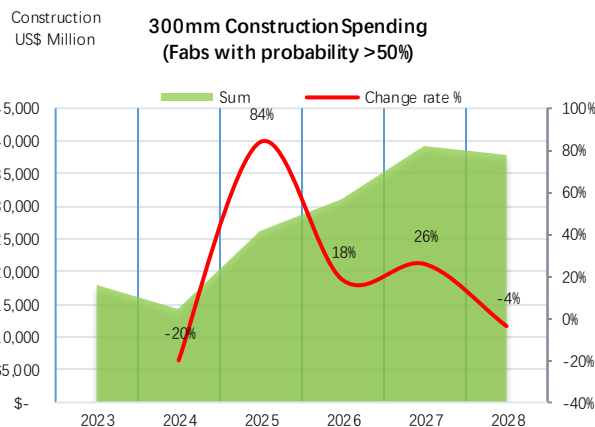
图 19：全球 300mm 晶圆总产能及晶圆厂数量



300mm Fab Report, 1Q25 Update, Published by SEMI

资料来源：SEMI，天风证券研究所

图 20：全球 300mm 晶圆厂建设支出

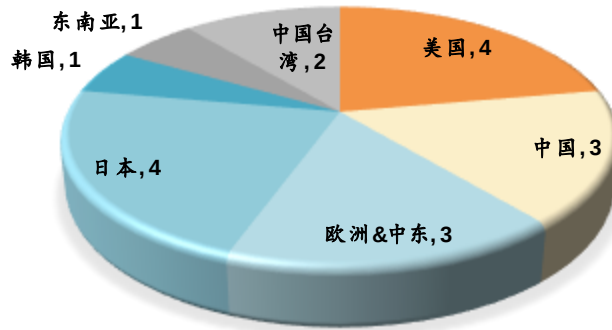


300mm Fab Report, 1Q25 Update, Published by SEMI

资料来源：SEMI，天风证券研究所

SEMI 预计 2025 年全球晶圆厂预计新建 18 座。国际半导体产业协会（SEMI）于 2025 年 1 月份发布的最新一季全球晶圆厂预测报告显示，2025 年半导体产业将有 18 座新的晶圆厂启动建设。新晶圆厂包括 3 座 8 英寸晶圆厂和 15 座 12 英寸晶圆厂，它们大多预计将在 2026 年至 2027 年间开始量产运营；区域上来看，2025 年北美和日本将各有 4 座新晶圆厂计划。中国、欧洲及中东地区将各有 3 座晶圆厂新建，中国台湾地区以 2 座晶圆厂紧随其后，韩国和东南亚各计划建设 1 座。

图 21：2025 年全球新建晶圆厂分布预测（SEMI 预测）



资料来源：半导体行业联盟公众号，SEMI World Fab Forecast, Q42024 Update，天风证券研究所

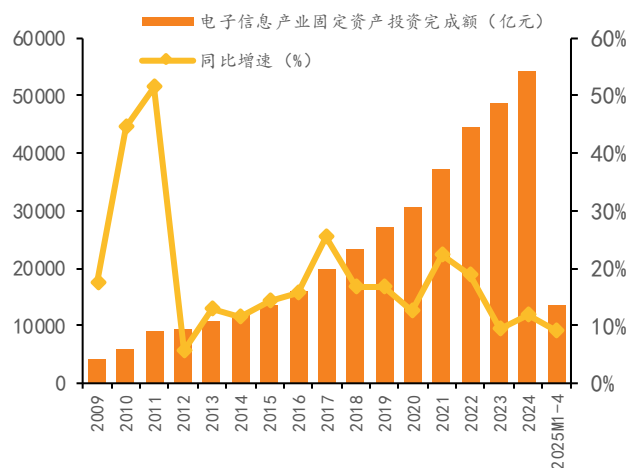
芯片大厂正在积极储备 7 纳米及以下制程的产能，先进制程的军备竞赛仍在持续。根据 SEMI 预测，先进制程（7 纳米及以下）产能的年增长率将超过行业平均水平，达 16%，智能手机、数据中心和人工智能等领域的展现出强劲需求。主流制程（8 纳米至 45 纳米）有望增长 6%，成熟技术制程（50 纳米及以上）预计增长 5%。2025 年，台积电预计资本预算在 380 亿至 420 亿美元之间，较 2024 年的 298 亿美元增长 27.5%~40.9%，其中约 70%将用于先进制程技术，约 10%至 20%用于特殊制程技术，约 10%至 20%用于先进封装测试、掩膜制造及其他方面。2025 年下半年，台积电和英特尔将交付首批 2nm 及以下制程工艺产品，双方对 1.6nm 制程的最新规划也已揭晓。同时，先进封装技术也成为行业发展的重要方向。如台积电的 InFO、CoWoS 等先进封装技术，能够实现芯片间的高密度集成，提高芯片系统的性能和功能。

2024 年大基金三期成立，规模超预期彰显国家对半导体产业支持力度，多领域布局全面赋能产业升级。国家集成电路产业投资基金（大基金，下同）三期于 2024 年 5 月 24 日正式成立，注册资本达 3440 亿元人民币，此前大基金二期成立于 2019 年 10 月，注册资本 2041.5 亿元，大基金一期成立于 2014 年 9 月，注册资本 987.2 亿元，本次大基金三期的注册资本超过前两期之和，规模超预期，彰显了政府对半导体产业的支持力度，从制造、设计到材料、设备等多个环节，全方位布局，为产业发展注入强大动力。投资领域上，在延续对半导体设备和材料投资的基础上，其重点投资人工智能和“卡脖子”领域。据全球半导体观察公众号，AI 芯片、HBM、光刻、先进封装等领域有望成为新的投资重点，推动我国半导体产业在关键领域的自主创新和突破。

国产替代逻辑持续演绎，国内半导体行业投资有望继续加码。从电子信息产业的固定资产投资数据来看，2024 年行业投资增速为 12%，25 年 1-4 月份投资增速为 9%，仍保持中高速增长趋势。根据 CINNO Research 最新统计数据，2024 年中国（含中国台湾）半导体产业项目投资总额为 6831 亿人民币，较去年同期下降 41.6%。1）从投资结构来看，**晶圆制造仍是资金的主要流向。**2）从内外资分布来看，**2024 年中国半导体产业投资以内资为主，占**

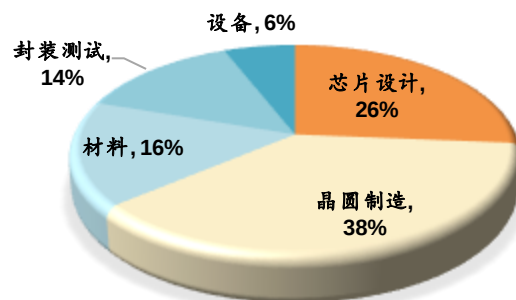
比达到 62.5%，显示出中国在推动半导体产业自主化方面的决心。台资占比为 36.8%，凭借其在晶圆制造和芯片设计领域的技术积累，继续发挥重要的市场作用。3）**硅片与第三代半导体成焦点**。根据 CINNO Research 最新统计数据，在半导体材料领域，2024 年投资资金按项目类别分布显示，硅片投资占比最高，达到 36.4%，投资金额为 406.3 亿人民币。硅片作为半导体制造的核心材料，其投资规模反映了中国在提升晶圆制造能力方面正在加速追赶。

图 22：我国电子信息产业固定资产投资完成额及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2024 年中国半导体行业投资项目分布情况



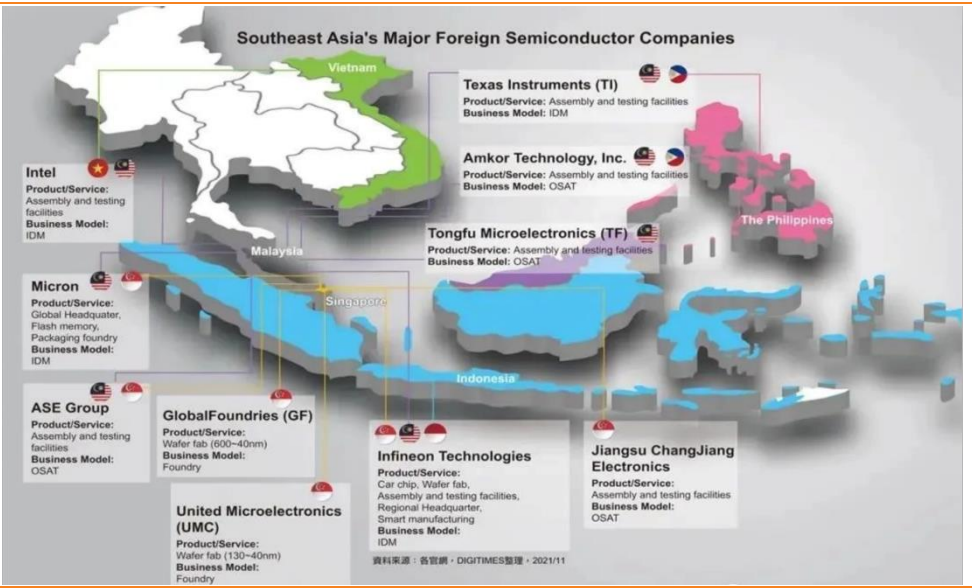
资料来源：北京半导体行业协会公众号，天风证券研究所

2.2. 东南亚承接新一轮半导体产业转移，新加坡是半导体供应链的关键节点

在中美科技摩擦加剧背景下，迫使半导体产业链寻求供应链避险策略。2025 年 4 月中国实施“流片地即原产地”新规，中国半导体行业协会建议，“集成电路”无论已封装或未封装，进口报关时的原产地以“晶圆流片工厂”所在地为准进行申报。长期来看，新规或加速国内晶圆厂扩产，并推动封装测试等环节向东南亚等政策宽松地区转移。

东南亚正在承接新一轮半导体产业大转移。东南亚半导体产业虽然处于产业链低端，但在全球芯片产业链分工中不可或缺。全球约 15%-20%的被动元件来自东南亚，同时也是重要的测试和封装中心，占全球半导体封测市场的 27%。据《财富商业洞察》关于东盟半导体市场的报告，东南亚国家的半导体市场规模 2020 年为 269.1 亿美元，预计将在 2028 年达到 418.8 亿美元，年复合增速约为 6.1%。三星、英特尔、格芯和联电等半导体厂商都在东南亚设有工厂，并计划在那里进一步扩张。东南亚各国，新加坡的人力资本、基础设施和友好的商业环境使其成为天然的首选停靠港；菲律宾、马来西亚、泰国、越南拥有熟练的劳动力和人才基础，可以为复杂芯片的后端制造提供支持。

图 24：东南亚半导体产业供应链



资料来源：半导体行业观察公众号，天风证券研究所

中美贸易摩擦下，东南亚半导体产业发展呈现新趋势。由于贸易摩擦导致的关税增加和供应链风险，许多企业开始重新审视自己的产业布局，将目光投向了东南亚。美国正积极支持东南亚地区经济条件较为优越的国家，旨在从不同层次上取代中国在东亚生产链中的位置。东南亚各国正积极推出优惠引资政策，以吸引国际半导体和先进电子企业的投资。同时，新加坡和马来西亚的协同优势显著。马来西亚和新加坡地理位置相近，二者能够有效整合并放大在半导体行业的独特优势。马来西亚的 APT(Application、Packaging and Testing, 应用、封装和测试) 集群与新加坡的晶圆制造形成“前后端协同”，缩短芯片从制造到商用周期，降低地缘中断风险。

表 2：东南亚地区半导体巨头布局入场

国家	半导体巨头布局	特点
新加坡	美光全球总部、三个内存晶圆厂以及一个组装和测试设施的所在地 晶圆：有格芯、联电、SSMC、Soitec、Siltronic 等企业 设备：有 ASM、KLA 等大型的生产基地，爱德万、泰瑞达、TEL、泛林集团、应用材料等区域总部； 封测：日月光、Amkor、长电科技等	产业链齐备
马来西亚	封测：IDM 大厂如英特尔、美光、TI 等；日月光集团和通富微电子在内的主要委外封测公司也在马来西亚槟城设立了工厂。 晶圆厂：英飞凌	封测基地
越南	封测：英特尔 半导体元器件：三星电子	封装测试为主
泰国	FAB 厂：索尼、罗姆、三星、村田、东芝、京瓷等	日本半导体厂商聚集地
菲律宾	村田、三星、太阳诱电等 MLCC 大厂	MLCC 工厂聚集地
印度	半导体设备：应用材料投资 5000 万美元在班加罗尔建立研发设施； 美光在海得拉巴成立了印度研究中心； 新加坡 IGSS Ventures 将投资 32.5 亿美元在泰米尔纳德邦建立半导体高科技园； 鸿海集团和印度矿业及制造业集团 Vedanta 达成总额 194 亿美元协议，在印度建造晶圆厂，预计 2024 年开始运作。	

资料来源：半导体行业观察公众号，天风证券研究所；注：数据统计时间截至 2023 年 2 月

新加坡是全球半导体供应链的关键节点，其芯片产量占全球的十分之一，半导体设备产量占全球的五分之一，更构建了覆盖研发-制造-封装-测试的全价值链生态。GlobalFoundries 投资 40 亿美元在新加坡建厂；VIS（台积电关联企业）联合恩智浦（NXP）合资 78 亿美元打造 12 英寸晶圆厂，瞄准车规级芯片需求。此外，中国台湾的联合微电子也在新加坡投资 50 亿美元建造工厂。美国半导体设备制造商应用材料（Applied Materials）投资 4.5 亿美元扩建新加坡基地，员工规模将扩至 3500 人。芯片制造对电力供应稳定性要求极高，新加坡拥有**稳定的电网**，确保生产过程不会中断，**先进的水处理和废物管理系统**也进一步增强了其对半导体制造商的吸引力。此外，新加坡国内政治稳定，在相对地缘政治环境中保持中立，对于需要大量投资的芯片公司来说，这些因素使其成为极具吸引力的外商直接投资目的地。根据 2023 年**物流绩效指数（LPI）**，新加坡在全球**排名第一**，LPI 得分为 4.3。其高效的运输和物流基础设施有力地支撑了作为半导体枢纽的地位。我们梳理了近三年来东南亚各国半导体产业链投资情况，新加坡仍在吸引全球芯片制造商投资。

表 3：东南亚半导体投资

地区	企业	公告时间	投资金额	投资项目	投资进度
新加坡	美光科技	2025 年 1 月	70 亿美元	计划拓展高带宽内存（HBM）封装工厂，旨在帮助满足对 AI 数据中心的需求	计划于 2026 年开始运营，并从 2027 年开始大幅扩大其先进封装总产能
	恩智浦和世界先进	2024 年 6 月	78 亿美元	计划在新加坡建立一家制造合资企业 VSMC，将在新加坡建造一座新的半导体晶圆制造工厂	预计于 2024 年下半年开始建设，产品将于 2027 年运送给客户
	联电	2025 年 4 月	第一期投资额 50 亿美元	新加坡白沙晶圆科技园区扩建	第一阶段将于 2026 年开始量产，预计将 Fab 12i 厂总产能提升至每年超过 100 万片 12 英寸晶圆
	政府	2025 年 2 月	10 亿新元(约 7.45 亿美元)	建立新的研究中心，致力于支持芯片技术创新	--
	Toppan Holdings	2024 年 3 月	预计 500 亿日元	在新加坡建立半导体封装基板工厂	计划于 2026 年底开始运营，预计到 2027 年度将把整体产能提高到 2022 年度的 2.5 倍
	KLA	2024 年 10 月	2 亿美元	扩大其在新加坡的业务，满足对过程控制解决方案日益增长的需求	第一阶段的完成，第二阶段预计 2026 年完成
	Soitec	2022 年 12 月	3.73 亿美元	位于新加坡 Pasir Ris 的晶圆厂扩建项目正式破土动工	该扩建项目将助力工厂实现年产能翻番，300mm SOI（绝缘体上硅）晶圆产能将达到约 200 万片/年
	三星显示	2024 年 9 月	18 亿美元	在越南北部建造一家工厂，生产用于汽车和技术设备的有机发光二极管（OLED）显示器	三星是越南最大的外国直接投资者，累计投资 224 亿美元
	富士康	2024 年 7 月	5.51 亿美元	一项规划是耗资 2.637 亿美元建立场地用于每年生产 418 万台娱乐产品；另一项规划是耗资 2.872 亿美元用于每年生产 878 万台智能系统设备	当地政府将成立一个工作组来加快这一进程，并帮助富士康在 2025 年 9 月开始运营这两个项目
越南	Hana Micron	2023 年 12 月	6 亿美元	用于半导体产业	计划到 2025 年在越南投资 10 亿美元
	LG Display	2024 年 11 月	10 亿美元	进一步扩大该公司海防工厂的 OLED 显示器产量	在越南的总资本承诺目前达到 56.5 亿美元
	英伟达	2024 年 4 月	2 亿美元	利用英伟达图形芯片和软件建设一座	2024 年 12 月越南政府与英

马来西亚				人工智能工厂，帮助 FPT 在汽车和数字化转型等领域开发人工智能技术	伟达签署关于建立英伟达-越南人工智能研发中心和人工智能数据中心的合作协议
	日月光	2024 年 1 月	6969.6 万令吉	收购槟城桂花市科技园的土地使用权来扩大先进封装的产能	2023 年 9 月指槟城工厂的年营业额约为 3.5 亿美元。据估计，槟城工厂的营业额将在 2-3 年内翻倍至 7.5 亿美元
	英伟达和 杨忠礼电 力国际	2023 年 12 月	43 亿美元	开发马来西亚人工智能云和超级计算机基础设施	--
	美光	2023 年 10 月	10 亿美元	位于马来西亚槟城新建的封装和测试厂落成，未来几年继续增加投资，将工厂面积增加到 150 万平方英尺	扩建后可以提高产能，并进一步加强其组装和测试能力，使其能够提供领先的 NAND、PCDRAM 和 SSD 模块，以满足对人工智能、自动驾驶或电动汽车等变革技术的需求
	德国仪器	2023 年 6 月	146 亿令吉	计划在吉隆坡和马六甲设立两家新的半导体封测工厂，以扩大其在马来西亚的内部制造足迹	到 2030 年将其 90% 的组装和测试业务在内部进行，以更好地控制供应。
	博世	2023 年 8 月	6500 万欧元	在马来西亚槟城开设一个新的芯片和传感器测试中心	计划在 2030 之前，在此基础上再投资 2.85 亿欧元
	印度 塔塔电子 和力积电	2024 年 9 月	约 110 亿美元	力积电将提供技术授权，协助塔塔电子在印度古吉拉特邦多雷拉建设印度首座 12 英寸晶圆厂，并转移成熟制程技术以及培训印度员工	月产能 5 万片，计划于 2026 年完成 12 英寸晶圆厂的建设并投入量产。

资料来源：美光科技公告，半导体行业观察公众号，全球半导体观察公众号，第一财经公众号，新加坡数据库 EDB，Soitec 公司公众号，中华人民共和国商务部，Vnexpress International，The Asia Live，韩国中央日报，Morningstar 官网，天风证券研究所

3. 加速新加坡区域布局，人均产值高于业内同行

3.1. 深耕主业&海外布局双轮驱动，新加坡区域大订单持续落地

亚翔集成以苏州为中国大陆总部，先后在中国上海、厦门、成都和新加坡等地分别设立分公司。公司主要为半导体和光电产业提供洁净室工程、配套机电及制程系统工程的设计规划建议及建造服务。公司擅长总承包设计规划、施工、测试到验证系统整体工程。服务客户包含中芯国际、台积电、联华电子、鹏鼎、华星光电等行业头部企业，承建了众多国内外重大项目。截至 2024 年底，公司工程已覆盖 16 个大陆省份，2 个海外国家，共建成 258 万平洁净室面积，工程实绩丰富。

图 25：亚翔集成区域布局以及工程实绩



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司凭借东南亚半导体产业链转移机遇，积极布局新加坡市场。公司在新加坡设立亚翔集成新加坡分公司用于承接工程。此外，公司基于海外业务拓展的战略布局，在新加坡成立全资子公司 Limk Engineering PTE. LTD.。通过新成立的新加坡子公司 1) 公司可以提前安排对外出资，实现更快业务拓展的计划 2) 公司可以享有当地税收优惠和更灵活的用工政策，能优化成本结构 3) 公司便于参与当地项目投标，扩大业务范围；4) 加快辐射马来西亚等东南亚市场。

公司多次中标新加坡大项目，持续提高公司行业知名度以及大订单承接能力。根据公司公告，2025 年 4 月公司中标 31.63 亿元 VSMC 的 MEP 工程，加上 2024 年中标的 6.3 亿的工程，累计中标 VSMC 订单约 38 亿。2022 年以及 2023 年 3 月公司累计中标约 49 亿人民币新加坡元联华电子的项目，2024 年公司业绩实现高增长主要得益于新加坡联电大订单转化，考虑到公司新签 VSMC 大订单，叠加新加坡区域新项目投资在即，我们认为公司订单仍有较好预期。

表 4：亚翔集成新项目中标情况

公告日期	项目名称	中标金额	招标单位	工程期限
2025 年 4 月 1 日	VSMC FACILITY SYSTEM	31.63 亿元	VSMC	2027 年 9 月
2024 年 10 月 8 日	VSMC FACILITY SYSTEM	6.30 亿元	VSMC	2027 年 9 月
2024 年 2 月 5 日	12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目无尘室系统包	7.28 亿元	信息产业电子第十一设计研究院科技工程股份有限公司	-
2023 年 3 月 22 日	新加坡 12 吋晶圆厂第三厂/第四厂扩建工程之无尘室(20K)、制程管路(含共同管架)(20K)、空调、消防	3.64 亿新加坡元	联华电子	2024 年 12 月

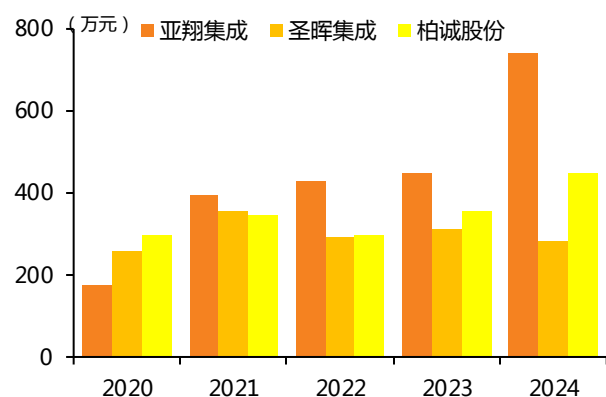
/给排水/LPG、电力/弱电(含电梯)劳务安装工程				
2023 年 3 月 2 日	新加坡 12 吋晶圆厂第三厂/第四厂扩建统包工程之无尘室(20K)、制程管路(含共同管架)(20K)、空调、消防/给排水/LPG、电力/弱电(含电梯)工程	2.05 亿美元+1.83 亿新加坡元	联华电子	2024 年 12 月
2022 年 5 月 5 日	庆鼎高端高密度印刷电路板(一期)一次侧机电工程	3.00 亿元	凯谛思咨询(深圳)有限公司	2023 年 6 月
2022 年 4 月 21 日	新加坡 12 吋晶圆厂第三厂/第四厂扩建统包工程之先期基桩工程	0.72 亿新加坡元	联华电子	2023 年 12 月
2022 年 4 月 20 日	12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目无尘室包 B	8.30 亿元	信息产业电子第十一设计研究院科技工程股份有限公司	2022 年 4 月

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 人均创收明显高于可比公司，研发投入巩固公司技术优势

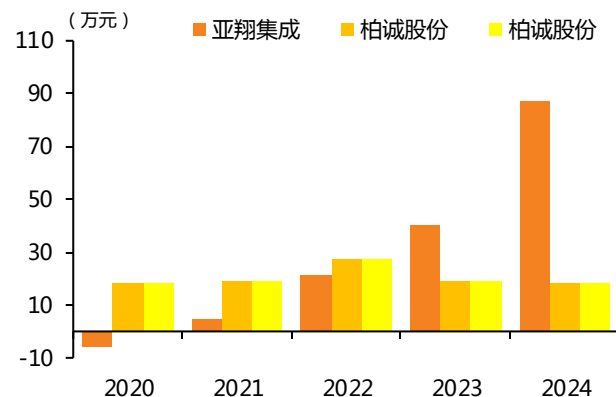
公司人均创收、人均创利明显优于可比公司。公司员工由 2020 年的 535 人提升至 2024 年的 728 人，CAGR 为 8.01%。截至 2024 年 12 月，公司工程技术人员占到 641 人，公司汇聚大批成熟的管理和专业技术人才，为公司的规范化管理、研发创新及稳定发展奠定了可靠的人力资源基础，是公司长期业务推进和确保工程项目品质的重要保证。2020-2024 年亚翔集成人均创收、人均创利均表现出色，呈现持续增长的态势，2024 年人均创收、人均创利分别实现 739.10、87.35 万元，同比分别增长 64.86%、117.40%，远超圣晖集成、柏诚股份等可比公司。2020-2024 年公司费用率维持良好，整体呈现下降趋势，反映其出色的运营管理能力。2024 年期间费用为 1.41%，明显低于圣晖集成等可比公司，这一成本管控能力进一步强化了其人均创利的领先地位，形成“高产出、低消耗”的复合竞争优势。

图 26：2020-2024 年亚翔集成及可比公司人均创收



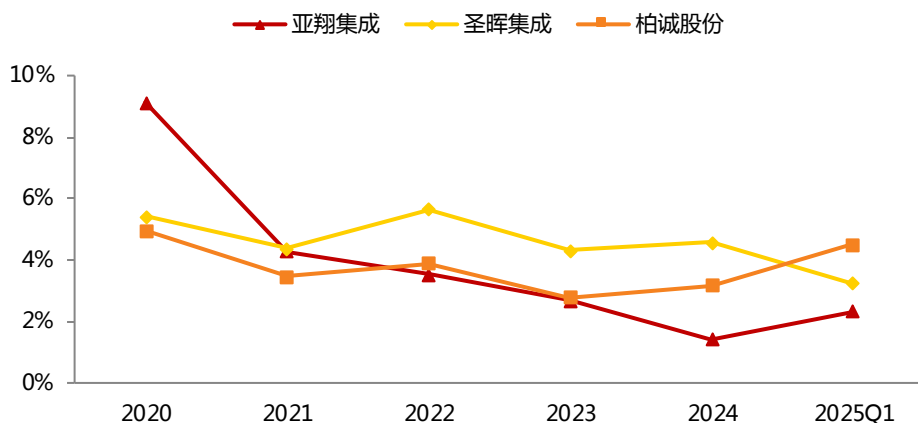
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：2020-2024 年亚翔集成及可比公司人均创利



资料来源：Wind，天风证券研究所

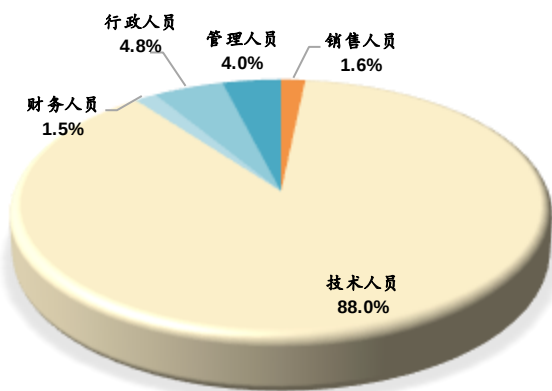
图 28：2020-2025Q1 亚翔集成与可比公司费用率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

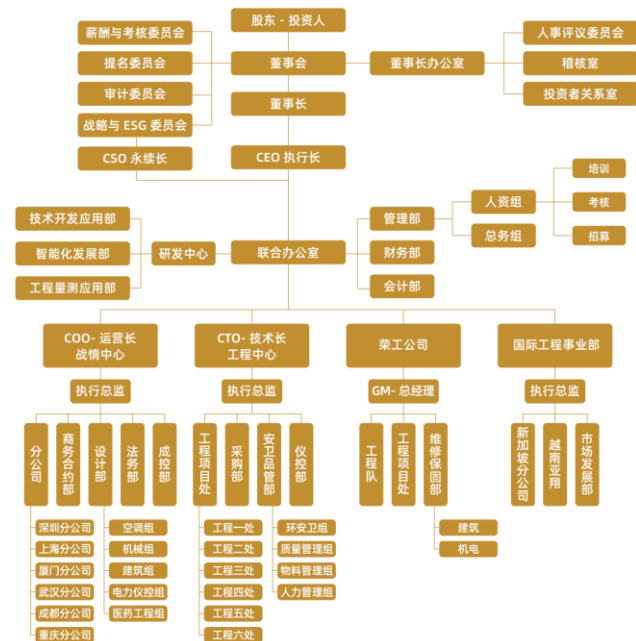
组织架构优化，发挥现有人力资源配置下的最高效能。公司 2024 年在职员工 728 人，其中技术人员为 641 人，占比 88%，行政、财务、管理层占比仅 10%左右，精简的管理及组织结构保障公司高效有序推进项目。同时公司引入数字化管理和办公系统，2025 年是工程项目管理云平台运行的第六个年度，公司将进行第三阶段开发，除继续推进精细化管理与数字化管理外，将导入人工智能 AI 的演算，缩短方案设计与施工组织设计时间，期望做到预知管理的能力，减少试错成本，让管理更智能化、更高效。

图 29：2024 年公司在职工岗位分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：公司管理架构

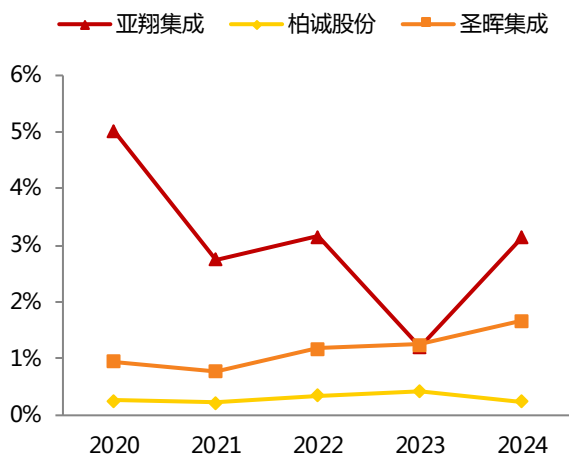


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司注重研发投入，大幅度提高洁净室工程的稳定性和可靠性。洁净室工程所需的建造技术的取得需要长时间的研发和经验积累，行业内只有少数企业具有在该等领域建造高等级洁净室的技术水平。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”，可以为客户提供事前模拟分析和事后采样分析，优化洁净室的布局、改进生产流程、降低生产成本以及改善成品良率，大幅度提高洁净室工程的稳定性和可靠性。2024 年公司研发费用率为 3.14%，整体高于可比公司。2020-2024 年公司研发费用整体呈现增长趋势，从 2020 年的 0.20 亿元增长到 2024 年的 0.48 亿元，CAGR 为 24.58%。截至 2024

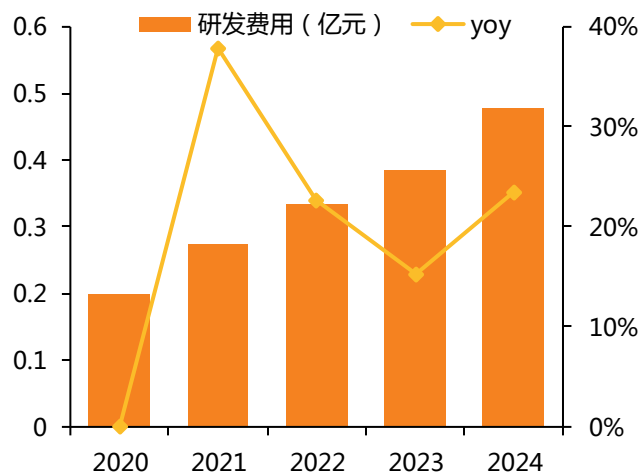
年，公司拥有的有效专利是 92 项，其中发明专利 20 项，由此可见 2024 年公司研发投入成果显著。2025 年公司计划扩大研发实验室的功能，针对高等级洁净室工程建厂的需要，年内将在分子污染防治技术、节能、新产品和新工艺等领域，投入更多的研发人力与财力，以更先进的技术及创新的产品领先市场，维持公司在行业内的领先地位。

图 31：2020-2024 年亚翔集成及可比公司研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2020-2024 亚翔集成研发费用及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测

收入预测，我们认为公司 2025-2027 年营业收入增速分别为 -15%、24%、12%。考虑到公司 2024 年新签订单为 36.08 亿，同比-49.6%，年底在手订单 30.31 亿，我们预计 2025 年公司收入以及业绩可能会有一定的下滑压力，公司的主要业务为洁净室工程，预计 2025 年公司该业务收入增速为-15%，展望 2026、2027 年，公司 2025 年中标世界先进大订单（工期期限 2027 年 9 月），预计订单将集中在 2026、2027 年转化，同时考虑到半导体产业链加速向东南亚转移，新加坡区域仍有较好的订单预期，因此我们预计公司洁净室工程业务 26、27 年增速分别为 25%、12%，毛利率来看，公司洁净室工程毛利率保持相对较稳定，预计 25-27 年仍维持 13.4%左右。

表 5：公司盈利拆分以及预测

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
洁净室工程	收入	30.19	52.36	44.51	55.63	62.31
	YOY	8%	73%	-15%	25%	12%
	毛利率	13.0%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
其他工程	收入	0.50	0.56	0.56	0.61	0.67
	YOY	-64%	11%	0%	10%	10%
	毛利率	39.0%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
设备销售	收入	1.02	0.66	0.56	0.59	0.62
	YOY	11%	-35%	-15%	5%	5%
	毛利率	31.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
其他业务	收入	0.30	0.23	0.23	0.23	0.23
	YOY	94%	-22%	0%	0%	0%
	毛利率	27.4%	32.1%	30.0%	30.0%	30.0%
总计	收入	32.01	53.81	45.85	57.06	63.83
	YOY	5.33%	68.09%	-14.78%	24.45%	11.86%
	毛利率	14.2%	13.6%	13.6%	13.5%	13.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率预测，随着公司推进降本增效、开展成本管控，以及营收快速增长带来的成本摊薄，我们预计公司整体费用率水平有望呈下降趋势。24 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.06%/1.63%/0.89%，分别同比-0.04pct/-1.10pct/-0.32pct，我们预测 25-27 年公司的销售费用率有望保持稳定 0.06%，管理费用率考虑到 2025 年收入有压力预计会有所提升，26、27 年在营业收入提升后费用率有望下滑，为 1.9%/1.5%/1.35%，研发费用率预计为 0.9%/0.85%/0.85%，财务费用率预计维持-1%左右。

表 6：公司费用率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.10%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
管理费用率	2.72%	1.63%	1.90%	1.50%	1.35%
研发费用率	1.21%	0.89%	0.90%	0.85%	0.85%
财务费用率	-1.36%	-1.17%	-0.97%	-1.05%	-1.05%

资料来源：Wind，天风证券研究所

综上，我们预计公司 25-27 年归母净利润为 4.78、6.34、7.12 亿，增速分别为 -24.8%、32.59%、12.24%。我们选取以下洁净室领域可比公司，圣晖集成（洁净室系统集成工程服务商）、柏诚股份（国内洁净室工程企业）、华康洁净（医疗洁净室工程企业）、深桑达 A

（洁净室工程、数据中心、智能工厂等业务）四家公司 2025 年平均 PE 为 29 倍，亚翔集成目前估值明显偏低，考虑到公司业绩较好的持续性以及大订单持续落地，我们认为可以给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标市值为 95.6 亿，目标价为 44.83 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价 格(元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
603163.SH	圣晖集成	28.89	28.89	1.14	1.37	1.59	25.25	21.09	18.19
601133.SH	柏诚股份	66.06	12.53	0.40	0.45	0.51	31.12	27.72	24.73
301235.SZ	华康洁净	25.08	23.75	0.63	1.52	2.14	37.54	15.67	11.11
000032.SZ	深桑达 A	230.78	20.28	0.29	0.38	0.50	69.99	52.98	40.37
平均							40.98	29.36	23.60
603929.SH	亚翔集成	73.97	34.67	2.98	2.24	2.97	11.63	15.47	11.67

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：时间截止于 2025/7/1，除亚翔集成外其余均为 Wind 一致预期。

5. 风险提示

下游需求不及预期：公司主要从事 IC 半导体、光电等高科技产业的洁净室工程服务业务，若下游行业的市场复苏不及预期，导致国内对半导体产业的投资增速放缓，则公司新签订单增速面临放缓的风险，给公司发展和经营带来一定影响。

国际贸易摩擦及地缘政治影响：若中美贸易摩擦加剧，或将进一步影响海外工程施工进度以及海外市场需求。

行业竞争加剧风险：我国洁净室工程行业经过多年发展，已日趋壮大并步入稳健发展阶段，近年来行业内竞争激烈，公司将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，公司的行业地位将受到一定影响。

项目实施不及预期：公司同时开展多个工程项目，在进度管理、设计管理、物资管理等方面要求不断提高。洁净室系统集成项目涉及环节多，实施过程复杂，建设期间材料、设备的采购价格和施工费用存在发生变动可能，设备材料的质量及交付进度也将对项目装置质量及工程进度产生影响。统筹开展多个工程项目建设，对项目管理、质量管理和安全生产管理提出了新挑战、新要求。而且公司承揽的项目规模一般较大，可能发生由于业主拖延支付或付款能力不佳，导致拖欠工程进度款项，甚至缓建、停建等风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,083.81	2,483.62	2,676.46	3,013.22	3,639.35
应收票据及应收账款	992.09	607.15	539.20	728.89	866.86
预付账款	48.78	27.12	38.95	43.30	48.72
存货	25.31	8.35	80.03	15.65	74.38
其他	109.42	176.41	700.95	850.06	748.48
流动资产合计	2,259.40	3,302.65	4,035.58	4,651.12	5,377.79
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	56.72	52.37	43.42	35.37	28.32
在建工程	0.00	0.00	15.00	30.00	45.00
无形资产	5.62	5.48	4.69	3.89	3.10
其他	156.98	141.11	145.34	149.70	154.20
非流动资产合计	219.33	198.96	208.45	218.97	230.62
资产总计	3,542.49	4,039.59	4,244.03	4,870.09	5,608.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,626.51	1,579.41	1,613.84	1,813.32	2,174.17
其他	40.87	140.25	578.93	745.60	642.45
流动负债合计	1,667.39	1,719.66	2,192.77	2,558.91	2,816.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.13	2.02	2.08	2.14	2.21
非流动负债合计	3.13	2.02	2.08	2.14	2.21
负债合计	2,093.56	2,189.65	2,194.85	2,561.06	2,818.83
少数股东权益	23.71	21.25	23.19	27.05	34.31
股本	213.36	213.36	213.36	213.36	213.36
资本公积	256.20	256.20	256.20	256.20	256.20
留存收益	932.12	1,354.67	1,545.97	1,799.60	2,276.46
其他	23.54	4.45	10.46	12.82	9.24
股东权益合计	1,448.93	1,849.94	2,049.18	2,309.03	2,789.58
负债和股东权益总计	3,542.49	4,039.59	4,244.03	4,870.09	5,608.41

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	292.90	634.28	478.23	634.09	711.73
折旧摊销	8.44	8.15	7.74	7.84	7.84
财务费用	0.61	2.01	(44.42)	(59.96)	(66.85)
投资损失	(2.41)	(2.14)	(1.00)	(1.50)	(3.00)
营运资金变动	162.82	1,142.46	(1.01)	83.74	153.42
其它	63.72	(183.04)	4.31	9.66	10.84
经营活动现金流	526.07	1,601.71	443.86	673.87	813.98
资本支出	6.22	4.76	12.94	13.94	14.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.08	(1.05)	(24.57)	(27.12)	(27.63)
投资活动现金流	9.30	3.71	(11.63)	(13.18)	(12.70)
债权融资	13.82	60.29	44.43	59.97	66.87
股权融资	(193.23)	(232.45)	(283.82)	(383.90)	(242.02)
其他	85.94	(97.99)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(93.46)	(270.14)	(239.39)	(323.92)	(175.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	441.91	1,335.28	192.83	336.76	626.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,201.09	5,380.65	4,585.39	5,706.37	6,383.00
营业成本	2,747.55	4,651.37	3,964.04	4,935.11	5,521.13
营业税金及附加	2.53	6.66	5.50	6.85	6.38
销售费用	3.24	3.35	2.75	3.42	3.83
管理费用	87.16	87.48	87.12	85.60	86.17
研发费用	38.63	47.69	41.27	48.50	54.26
财务费用	(43.54)	(62.70)	(44.42)	(59.96)	(66.85)
资产/信用减值损失	(26.09)	102.86	40.00	70.00	70.00
公允价值变动收益	1.82	(1.41)	(0.52)	0.00	0.00
投资净收益	2.41	2.14	1.00	1.50	3.00
其他	42.94	(207.80)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	344.44	751.01	569.61	758.35	851.08
营业外收入	1.62	0.74	0.70	1.00	1.00
营业外支出	0.32	2.19	2.00	2.00	2.00
利润总额	345.73	749.57	568.31	757.35	850.08
所得税	52.83	115.28	85.25	113.60	127.51
净利润	292.90	634.28	483.06	643.75	722.57
少数股东损益	6.02	(1.63)	4.83	9.66	10.84
归属于母公司净利润	286.88	635.91	478.23	634.09	711.73
每股收益（元）	1.34	2.98	2.24	2.97	3.34

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.33%	68.09%	-14.78%	24.45%	11.86%
营业利润	95.40%	118.04%	-24.15%	33.14%	12.23%
归属于母公司净利润	90.58%	121.66%	-24.80%	32.59%	12.24%
获利能力					
毛利率	14.17%	13.55%	13.55%	13.52%	13.50%
净利率	8.96%	11.82%	10.43%	11.11%	11.15%
ROE	20.13%	34.77%	23.60%	27.79%	25.83%
ROIC	66.42%	281.82%	-54.66%	-72.86%	-74.34%
偿债能力					
资产负债率	59.10%	54.20%	51.72%	52.59%	50.26%
净负债率	-74.63%	-134.25%	-130.60%	-130.49%	-130.46%
流动比率	1.59	1.76	1.84	1.82	1.91
速动比率	1.58	1.75	1.80	1.81	1.88
营运能力					
应收账款周转率	3.88	6.73	8.00	9.00	8.00
存货周转率	81.39	319.74	103.77	119.29	141.80
总资产周转率	1.05	1.42	1.11	1.25	1.22
每股指标（元）					
每股收益	1.34	2.98	2.24	2.97	3.34
每股经营现金流	2.47	7.51	2.08	3.16	3.82
每股净资产	6.68	8.57	9.50	10.70	12.91
估值比率					
市盈率	25.78	11.63	15.47	11.67	10.39
市净率	5.19	4.05	3.65	3.24	2.68
EV/EBITDA	10.32	5.69	9.84	7.20	5.35
EV/EBIT	10.55	5.77	10.01	7.29	5.41

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com