

亚翔集成（603929.SH）

重大项目有序衔接，后续增长动能明确

优于大市

核心观点

业绩短期承压，后续增长动能明确。受重大项目确认节奏波动的影响，公司2025H1实现营业收入16.8亿元，同比-41%，实现归母净利润1.61亿元，同比-32%。其中Q2实现营收8.5亿元，同比-52%，净利润0.79亿元，同比-34%。收入与利润短期承压主要系上年同期联电新加坡项目集中施工，而本期新项目尚处准备阶段所致。

联电新加坡项目收入确认完毕，VSMC项目有序衔接。2025H1公司新加坡市场收入9.87亿元，同比-18.1%，收入占比58%。推算联电项目剩余收入已经于上半年确认完毕，新加坡VSMC项目开始初步贡献收入。受国内市场需求疲软影响，国内市场收入6.56亿元，同比-60.4%。

盈利能力持续优化，汇兑损失产生短期扰动。2025H1公司毛利率提升至16.9%，同比提升5.9pct，净利率9.56%，同比提升1.2pct。2025H1财务费用为0.21亿元，较去年同期增加0.48亿元，对利润产生较大扰动。财务费用的大幅上升主要源于新加坡分公司持有的美元定期存款，因美元对新币汇率波动导致汇兑损失增加。

预收款保障未来收入确定性，拟派发中期分红。公司2025H1经营性现金流净流入8.8亿元，收现比达到145%，主因公司收到较多预收款，在手合同负债余额达11.0亿元，显著高于2023年联电新加坡项目启动初期水平。由于重大项目收入确认前已提前锁定大量预收款，回款安全垫充足，后续收入加速兑现亦具备较强确定性。公司拟派发中期分红，分红总额2.13亿元，股利支付率133%。充沛现金流与低资本开支支撑高分红持续性，当前年化股息率约5.5%。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。全球半导体产业受地缘政治因素影响，供应链加速向东南亚转移，新加坡凭借政治中立及关税优势成为半导体企业避险首选。亚翔集成作为半导体洁净室工程龙头，依托母公司资源接连斩获新加坡重大半导体厂务订单。当前新加坡半导体产能建设需求旺盛，公司有望持续获取海外重大项目订单，而当前市场低估其海外业务持续性，未来估值修复空间可观。预测公司2025-2027年归属于母公司净利润4.77/8.16/7.13亿元，每股收益2.24/3.83/3.34元，同比-25.0%/+71.1%/-12.7%。

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	4,570	6,369	5,871
(+/-%)	5.3%	68.1%	-15.1%	39.4%	-7.8%
归母净利润(百万元)	287	636	477	816	713
(+/-%)	90.6%	121.7%	-25.0%	71.1%	-12.7%
每股收益(元)	1.34	2.98	2.24	3.83	3.34
EBIT Margin	10.1%	10.9%	11.1%	13.7%	12.8%
净资产收益率(ROE)	20.1%	34.8%	24.8%	35.0%	28.0%
市盈率(PE)	26.3	11.9	15.8	9.2	10.6
EV/EBITDA	29.2	16.4	19.1	12.2	14.0
市净率(PB)	5.29	4.13	3.92	3.24	2.96

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

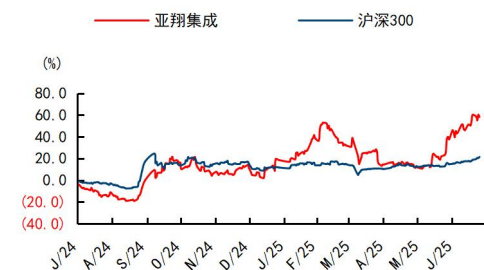
证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	42.08 - 48.14 元
收盘价	38.06 元
总市值/流通市值	8120/8120 百万元
52周最高价/最低价	38.98/19.98 元
近3个月日均成交额	100.85 百万元

市场走势



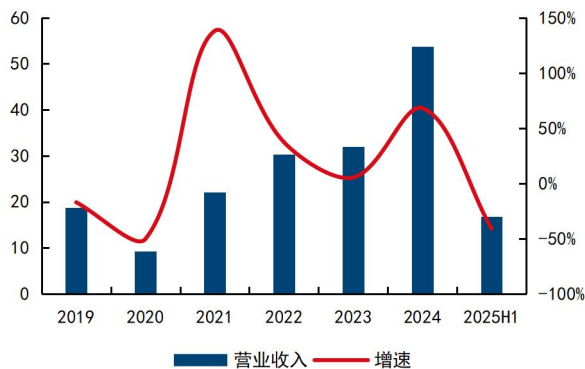
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《亚翔集成(603929.SH)-迎接海外业务重估》——2025-07-13
- 《亚翔集成(603929.SH)-中标新加坡31亿大订单，海内外市场共振驱动业绩持续增长》——2025-04-02
- 《亚翔集成(603929.SH)-海内外市场共振驱动业绩高增，洁净室龙头扬帆再启航》——2025-03-14
- 《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

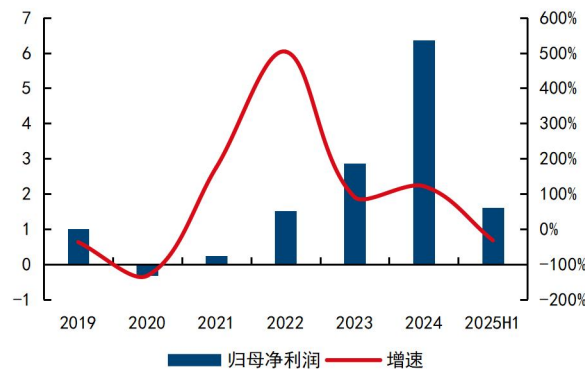
业绩短期承压，后续增长动能明确。2025H1 公司实现营业收入 16.8 亿元，同比-41.0%，实现归母净利润 1.61 亿元，同比-32.2%。2025Q2 实现营业收入 8.5 亿元，同比-52%，环比一季度+2%，实现归母净利润 0.79 亿元，同比-34%，环比一季度-4%。由于公司上年同期联电新加坡项目密集施工，而本期新中标重大项目处于前置准备期，尚未进入工程实体安装阶段，导致收入和利润短期内同比下滑。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

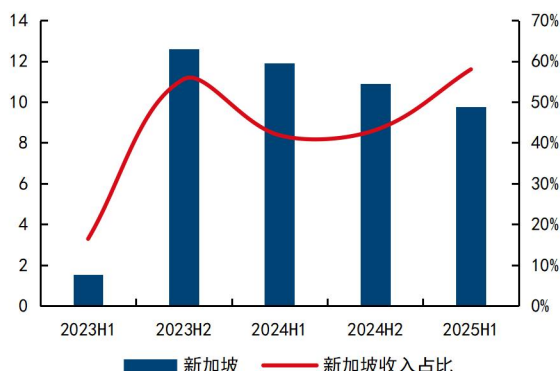
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

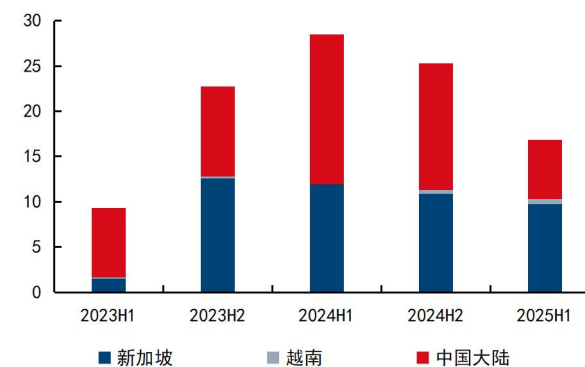
联电新加坡项目收入确认完毕，VSMC 项目有序衔接。2025H1 公司新加坡市场收入 9.87 亿元，同比-18.1%，占比 58%。2024 年末公司在建联电新加坡项目剩余工程量约 7.92 亿元，这部分收入已于 2025H1 确认完毕，剩余 1.84 亿元收入可能来源于 VSMC 项目初期工程收入。受国内市场需求疲软影响，公司 2025H1 国内收入下滑较多，实现收入 6.56 亿元，同比-60.4%。

图3：公司新加坡市场收入及占比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

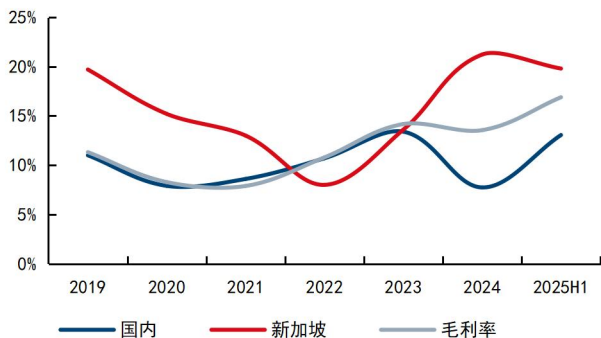
图4：公司分区域市场收入结构（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

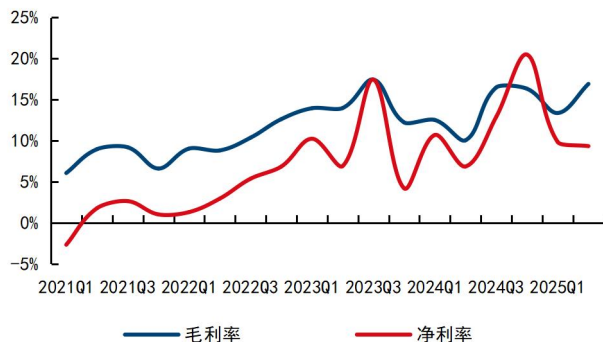
整体盈利能力显著提升，汇兑损失产生短期扰动。在 2023 年之前，公司主营业务集中在国内，整体公司的利润率由国内利润率决定，而 2024 年以后公司海外收入占比提升，持续拉动公司毛利率上升。2025H1 公司整体毛利率为 16.9%，同比显著提升 5.9 个百分点，2025H1 净利率为 9.56%，同比提升 1.2 个百分点。2025 年上半年，公司四项期间费用合计 0.85 亿元，同比增加 0.46 亿元，其中财务费用为 0.21 亿元，较去年同期增加 0.48 亿元。财务费用的大幅上升主要源于新加坡分公司持有的美元定期存款，因美元对新币汇率波动导致汇兑损失增加。

图5: 公司毛利率变化 (单位: %)



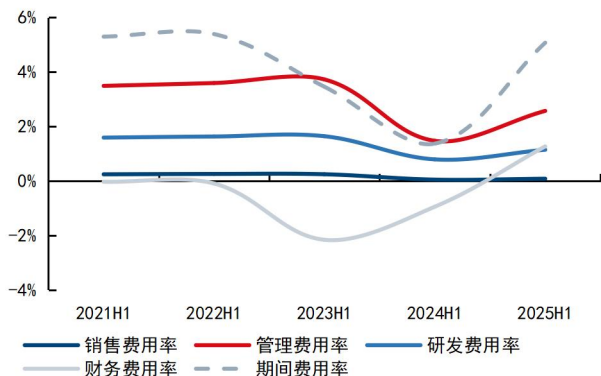
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司毛利率与净利率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司上半年各项费用率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

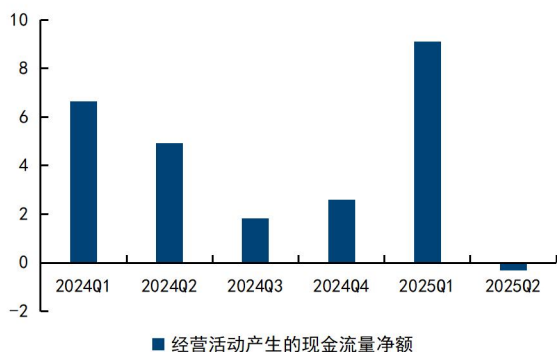
图8: 公司汇兑损益与新币汇率关系 (单位: 亿元, 新加坡元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

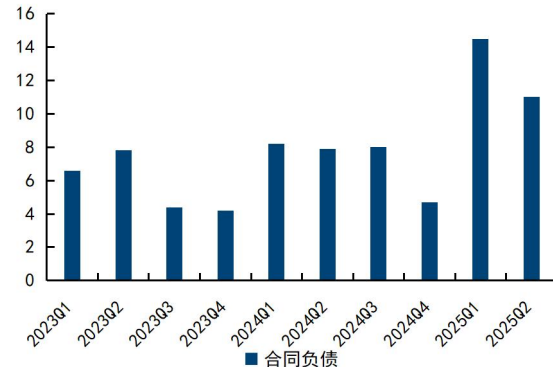
预收款先行, 后续业绩加速兑现确定性强。公司 2025H1 经营性现金流净流入 8.8 亿元, 与归母净利润的比值达到 545%, 收现比达到 145%。公司重大项目启动初期收到较多预收款, 2025 年 6 月末公司账面合同负债 11.0 亿元, 显著高于 2023 年联电新加坡项目启动初期水平。由于重大项目收入确认前已提前锁定大量预收款, 回款安全垫充足, 后续收入加速兑现具备较强确定性。

图9: 公司经营活动产生的现金流量净额变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

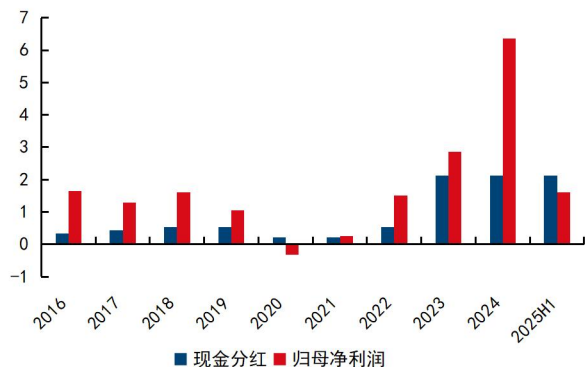
图10: 公司合同负债余额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

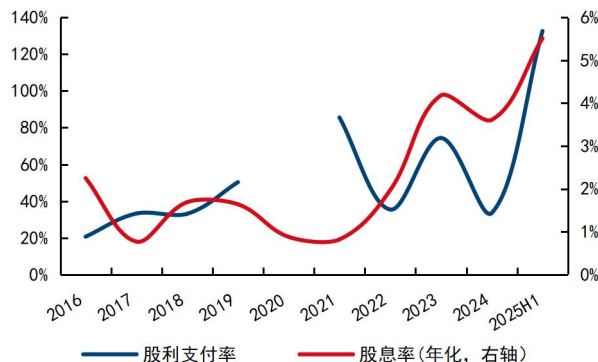
注重股东回报，派发中期分红。2025 年 6 月末公司未分配利润为 11.5 亿元，7 月 25 日公司发布中期分红公告，拟每 10 股派发现金红利 10 元，分红总额 2.13 亿元，与 2024 年全年相当。对应 2025H1 股利支付率达到 133%，合 2025H1 年化股息率达到 5.5%。公司现金回款充沛，未分配利润较多，资本开支需求少，且长期以来重视股东回报，预计未来分红将持续维持在较高水平。

图11：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12：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。半导体产业受地缘政治因素影响，供应链加速向东南亚转移，新加坡凭借政治中立及关税优势成为半导体企业避险首选。亚翔集成作为半导体洁净室工程龙头，依托母公司资源接连斩获新加坡重大半导体厂务订单。当前新加坡扩建需求旺盛，公司有望持续获取大单，而当前市场低估其海外业务持续性，未来估值修复空间可观。预测公司 2025-2027 年归属于母公司净利润 4.77/8.16/7.13 亿元，每股收益 2.24/3.83/3.34 元，同比-25.0%/+71.1%/-12.7%。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1084	2484	2827	3401	3350	营业收入	3201	5381	4570	6369	5871
应收款项	998	630	536	1095	1331	营业成本	2748	4651	3916	5340	4952
存货净额	25	8	40	55	51	营业税金及附加	3	7	4	5	7
其他流动资产	1212	676	548	764	704	销售费用	3	3	3	3	3
流动资产合计	3323	3841	3993	5357	5478	管理费用	87	87	90	94	99
固定资产	57	52	50	49	48	研发费用	39	48	50	53	56
无形资产及其他	6	5	5	5	5	财务费用	(44)	(63)	(93)	(109)	(118)
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
资产总计	3542	4040	4190	5552	5672	其他收入	(64)	56	(90)	(75)	(90)
短期借款及交易性金融负债	3	0	10	10	10	营业利润	344	751	561	961	839
应付款项	1627	1579	1716	2487	2443	营业外净收支	1	(1)	0	0	0
其他流动负债	461	608	517	701	652	利润总额	346	750	561	961	839
流动负债合计	2090	2188	2243	3198	3104	所得税费用	53	115	86	147	128
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	归属于母公司净利润	287	636	477	816	713
长期负债合计	3	2	2	2	2	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2094	2190	2245	3200	3106	净利润	287	636	477	816	713
少数股东权益	24	21	21	20	19	资产减值准备	1	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	1425	1829	1924	2332	2546	折旧摊销	8	8	6	7	7
负债和股东权益总计	3542	4040	4190	5552	5672	公允价值变动损失	(2)	1	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(44)	(63)	(93)	(109)	(118)
每股收益	1.34	2.98	2.24	3.83	3.34	营运资本变动	217	1034	236	165	(266)
每股红利	1.00	1.00	1.79	1.91	2.34	其它	1	(1)	(0)	(1)	(0)
每股净资产	6.68	8.57	9.02	10.93	11.93	经营活动现金流	512	1679	719	987	453
ROIC	23%	34%	51%	277%	147%	资本开支	0	(1)	(4)	(4)	(5)
ROE	20%	35%	25%	35%	28%	其它投资现金流	11	(38)	0	0	0
毛利率	14%	14%	14%	16%	16%	投资活动现金流	11	(39)	(4)	(4)	(5)
EBIT Margin	10%	11%	11%	14%	13%	权益性融资	12	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	11%	14%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	5%	68%	-15%	39%	-8%	支付股利、利息	(213)	(213)	(382)	(408)	(499)
净利润增长率	91%	122%	-25%	71%	-13%	其它融资现金流	353	187	10	0	0
资产负债率	60%	55%	54%	58%	55%	融资活动现金流	(62)	(240)	(372)	(408)	(499)
股息率	2.8%	2.8%	5.1%	5.4%	6.6%	现金净变动	461	1400	343	574	(51)
P/E	26.3	11.9	15.82	9.25	10.59	货币资金的期初余额	623	1084	2484	2827	3401
P/B	5.3	4.1	3.9	3.2	3.0	货币资金的期末余额	1084	2484	2827	3401	3350
EV/EBITDA	29.2	16.4	19.1	12.2	14.0	企业自由现金流	0	1536	667	906	374
						权益自由现金流	0	1759	756	998	474

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

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