

亚翔集成（603929.SH）

单季度利润创新高，毛利率大幅提升

优于大市

核心观点

单季度利润创新高，高基数下再次实现高增长。2025年第三季度公司实现营业收入14.25亿元，同比-9%，环比二季度+68%；实现归母净利润2.82亿元，同比+40%，环比二季度+257%。2025年前三季度公司累计实现营业收入31.09亿元，同比-30%，累计实现归母净利润4.42亿元，同比+0.8%。三季度公司海外重大项目开始集中确认收入，推动公司季度收入环比大幅增长，海外毛利率较高，带动净利润在上年高基数下继续实现显著增长。

VSMC项目或已进入密集施工期，推动单季度毛利率大幅提升。2025年第三季度公司毛利率达到27.5%，环比二季度大幅提升7.1个百分点，同比上年同期大幅提升11.0个百分点，归母净利率达到19.8%，环比二季度大幅提升10.5个百分点，同比上年同期大幅提升6.9个百分点。2025年三季度公司海外在建项目或已进入密集施工期，海外毛利率可能较高，推动公司整体毛利率大幅提升。

各项费用稳定，三季度汇兑损益改善。公司销售、管理、研发费用支出节奏保持平稳，财务费用波动较为显著，主要系用于新加坡市场经营的美元定期存款受汇率波动影响，阶段性产生汇兑损益。2025年二季度受美元持续贬值影响，公司确认汇兑损失0.82亿元；三季度随着美元汇率企稳并小幅回升，公司实现小额汇兑收益。因此，除毛利率显著提升外，三季度汇兑损益的改善也是推动净利率环比二季度实现较大幅度提升的关键因素。

投资建议：上调盈利预测，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并持续深耕新加坡市场，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。由于公司三季度毛利率大幅提升，表明公司在新加坡市场成本控制能力逐步增强，海外毛利率具备提升空间，我们上调利润率预测，同时未来三年的盈利预测也将相应上调。预测公司2025-2027年归属于母公司净利润6.79/10.07/12.37亿元（前值为4.77/8.16/7.13亿元），每股收益3.18/4.72/5.80元（前值为2.24/3.83/3.34元），同比+6.7%/+48.4%/+22.8%。

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	4,408	5,930	6,788
(+/-%)	5.3%	68.1%	-18.1%	34.5%	14.5%
归母净利润(百万元)	287	636	679	1007	1237
(+/-%)	90.6%	121.7%	6.7%	48.4%	22.8%
每股收益(元)	1.34	2.98	3.18	4.72	5.80
EBIT Margin	10.1%	10.9%	16.9%	18.7%	20.3%
净资产收益率(ROE)	20.1%	34.8%	34.6%	40.8%	43.6%
市盈率(PE)	31.6	14.2	13.3	9.0	7.3
EV/EBITDA	33.8	19.0	14.7	10.6	8.9
市净率(PB)	6.36	4.95	4.61	3.67	3.19

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

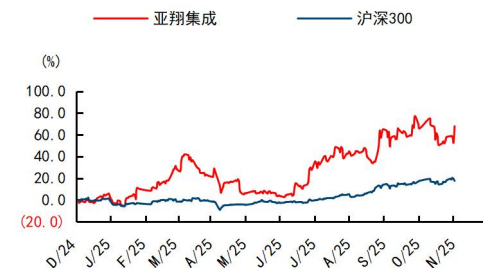
zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	42.46元
总市值/流通市值	9059/9059百万元
52周最高价/最低价	46.34/24.95元
近3个月日均成交额	132.83百万元

市场走势



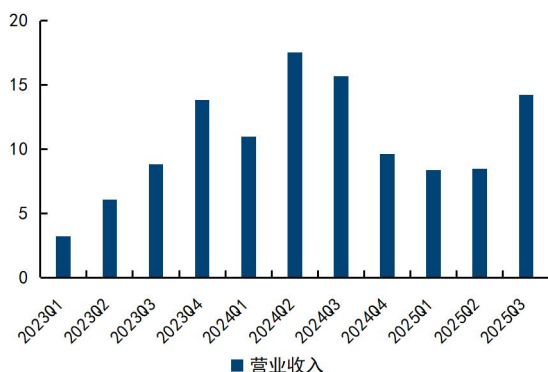
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《亚翔集成（603929.SH）-重大项目有序衔接，后续增长动能明确》——2025-07-25
- 《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

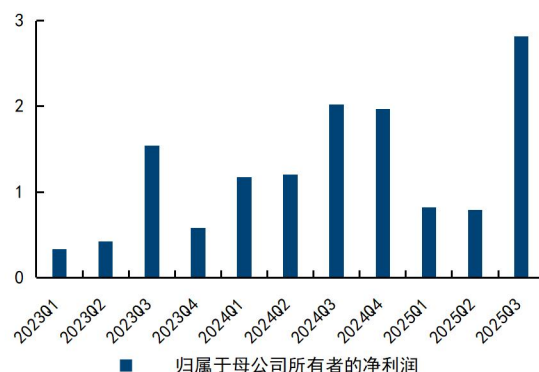
单季度利润创新高，高基数下再次实现高增长。2025 年第三季度公司实现营收 14.25 亿元，同比-9%，环比二季度+68%；实现归母净利润 2.82 亿元，同比+40%，环比二季度+257%。2025 年前三季度公司累计实现营收 31.09 亿元，同比-30%，累计实现归母净利润 4.42 亿元，同比+0.8%。三季度公司海外重大项目开始集中确认收入，推动公司季度收入环比大幅增长，海外毛利率较高，带动净利润在上年高基数下继续实现显著增长。

图1：公司单季度营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

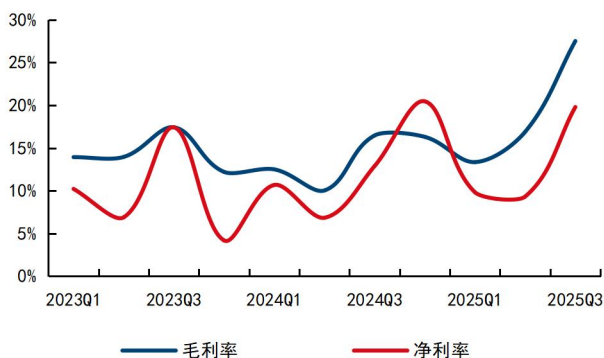
图2：公司单季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

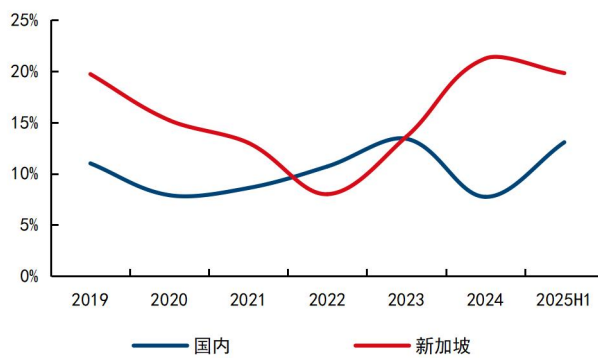
海外重大项目或已进入密集施工期，推动单季度毛利率大幅提升。2025 年第三季度公司毛利率达到 27.5%，环比二季度大幅提升 7.1 个百分点，同比上年同期大幅提升 11.0 个百分点，归母净利率达到 19.8%，环比二季度大幅提升 10.5 个百分点，同比上年同期大幅提升 6.9 个百分点。2024 年 10 月及 2025 年 4 月，公司先后中标 VSMC 新加坡厂务系统及 MEP（机电设备）工程订单，合同额总计为 37.93 亿元。根据建设规划，VSMC 新加坡项目洁净室主体钢结构在 2025 年 6 月初上梁（封顶），2025 年 10 月开始移入机台设备，2027 年第一季量产计划不变，甚至可能超前。因此 2025 年三季度公司海外在建项目或已进入密集施工期，海外毛利率可能较高，推动公司整体毛利率大幅提升。

图3：公司单季度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4：公司分地区毛利率（单位：%）

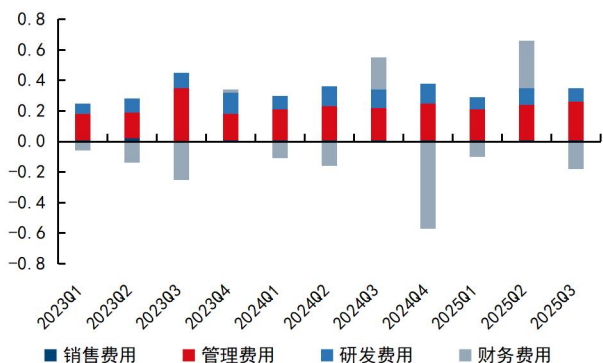


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

各项费用稳定，三季度汇兑损益改善。公司销售、管理、研发费用支出节奏保持平稳，财务费用波动较为显著，主要系用于新加坡市场经营的美元定期存款受汇率波动影响，阶段性产生汇兑损益。2025 年二季度受美元持续贬值影响，公司确

认汇兑损失 0.82 亿元；三季度随着美元汇率企稳并小幅回升，公司实现小额汇兑收益。因此，除毛利率显著提升外，三季度汇兑损益的改善也是推动净利率环比二季度实现较大幅度提升的关键因素。

图5：公司单季度各项费用率变动（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司汇兑损益与新加坡元汇率波动相关（单位：亿元）

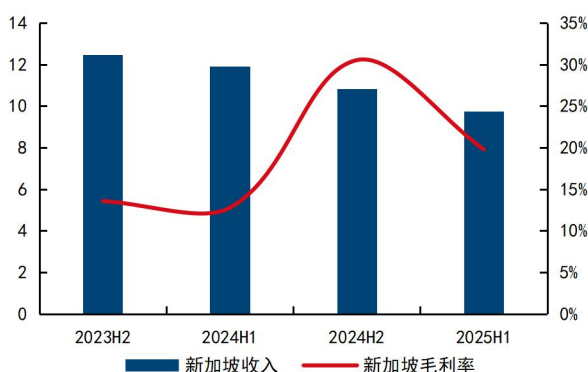


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海外毛利率具备提升空间，上调未来利润率假设。国内半导体工程被视为标杆项目，客户议价能力强，常常将项目拆分为多个子标段分包，工程环节竞争激烈，导致毛利率被挤压在 8%-15% 的低位。海外市场则普遍采用交钥匙模式，由单一总包商承接，竞争格局更优，毛利率维持在 15%-25% 的较高水平。公司承建的联电新加坡项目自 2023 年下半年进入密集施工期，其收入确认节奏平稳，毛利率存在阶段性波动，其中 2024 年下半年最高接近 30%，整体平均毛利率约为 18%。而 2025 年三季度公司单季毛利率达 27.5%，考虑到国内项目毛利率普遍低于 15%，可推算出该季度海外项目阶段性毛利率或已超过 35%。这表明随着公司在新加坡市场的持续深耕及供应链优化，成本控制能力逐步增强，海外毛利率具备提升空间。

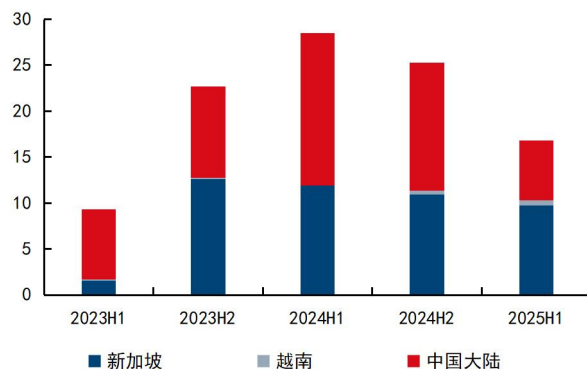
因此，我们上调 2025-2027 年海外毛利率预测至 28%/26%/27%（前值为 20%/20%/20%），上调公司整体毛利率预测至 20.2%/21.4%/22.8%（前值为 14.3%/16.1%/15.6%），上调净利率预测至 15.4%/17.0%/18.2%（前值为 10.4%/12.8%/12.1%）。

图7：公司新加坡收入与毛利率变化（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司各地区收入变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表1: 亚翔集成利润率预测

	2023	2024	2025E		2026E		2027E	
			新假设	此前假设	新假设	此前假设	新假设	此前假设
毛利率	14.2%	13.6%	20.2%	14.3%	21.4%	16.1%	22.8%	15.6%
国内毛利率	13.4%	7.7%	13.0%	9.0%	14.0%	9.0%	15.0%	9.0%
海外毛利率	13.6%	21.2%	28.0%	20.0%	26.0%	20.0%	27.0%	20.0%
净利率	9.2%	11.8%	15.4%	10.4%	17.0%	12.8%	18.2%	12.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

投资建议: 上调盈利预测, 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并持续深耕新加坡市场, 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。由于公司三季度毛利率大幅提升, 表明公司在新加坡市场成本控制能力逐步增强, 海外毛利率具备提升空间, 我们上调利润率预测, 盈利预测也相应上调。预测公司 2025-2027 年归属于母公司净利润 6.79/10.07/12.37 亿元 (前值为 4.77/8.16/7.13 亿元), 每股收益 3.18/4.72/5.80 元 (前值为 2.24/3.83/3.34 元), 同比+6.7%/+48.4%/+22.8%。

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	2683	3269	3503	营业收入	3201	5381	4408	5930	6788
应收款项	998	630	516	1020	1539	营业成本	2748	4651	3516	4664	5243
存货净额	25	8	36	48	54	营业税金及附加	3	7	4	5	7
其他流动资产	1212	676	529	712	815	销售费用	3	3	3	3	3
流动资产合计	3323	3841	3806	5091	5952	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)	(90)	(104)	(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	4003	5286	6146	其他收入	(64)	56	(88)	(83)	(98)
短期借款及交易性金融负债	3	0	10	10	10	营业利润	344	751	799	1187	1458
应付款项	1627	1579	1540	2172	2586	营业外净收支	1	(1)	0	0	0
其他流动负债	461	608	465	614	689	利润总额	346	750	799	1187	1458
流动负债合计	2090	2188	2015	2795	3285	所得税费用	53	115	122	181	223
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	679	1007	1237
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	2017	2797	3287	净利润	287	636	679	1007	1237
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	1964	2468	2839	折旧摊销	8	8	6	7	7
负债和股东权益总计	3542	4040	4003	5286	6146	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)	(90)	(104)	(118)
每股收益	1.34	2.98	3.18	4.72	5.80	营运资本变动	217	1034	51	82	(139)
每股红利	1.00	1.00	2.54	2.36	4.06	其它	1	(1)	(0)	(1)	(0)
每股净资产	6.68	8.57	9.21	11.57	13.31	经营活动现金流	512	1679	736	1095	1104
ROIC	23%	34%	65%	206%	155%	资本开支	0	(1)	(4)	(4)	(5)
ROE	20%	35%	35%	41%	44%	其它投资现金流	11	(38)	0	0	0
毛利率	14%	14%	20%	21%	23%	投资活动现金流	11	(39)	(4)	(4)	(5)
EBIT Margin	10%	11%	17%	19%	20%	权益性融资	12	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	17%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	5%	68%	-18%	35%	14%	支付股利、利息	(213)	(213)	(543)	(504)	(866)
净利润增长率	91%	122%	7%	48%	23%	其它融资现金流	353	187	10	0	0
资产负债率	60%	55%	51%	53%	54%	融资活动现金流	(62)	(240)	(533)	(504)	(866)
股息率	2.4%	2.4%	6.0%	5.6%	9.6%	现金净变动	461	1400	199	587	233
P/E	31.6	14.2	13.35	8.99	7.32	货币资金的期初余额	623	1084	2484	2683	3269
P/B	6.4	5.0	4.6	3.7	3.2	货币资金的期末余额	1084	2484	2683	3269	3503
EV/EBITDA	33.8	19.0	14.7	10.6	8.9	企业自由现金流	0	1536	685	1025	1032
						权益自由现金流	0	1759	771	1113	1132

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所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