

亚翔集成 (603929.SH)

景气加速上行，空间依然充足

优于大市

核心观点

洁净室已成为全球 AI 基建的核心瓶颈。洁净室作为 AI 算力全产业链产能建设的核心环节，通常占总投资的 10%至 20%。AI 算力需求的爆发直接驱动了芯片制造、封装测试、PCB 载板、组装等产业链环节进入新一轮扩产周期，催生了大规模的洁净室工程建设需求。海外在洁净室工程建设能力上长期积累不足，同时专业工人和工程师的培训与培养周期较长，导致当前“洁净室缺工”已成为制约全球 AI 基础设施建设的核心瓶颈。

亚翔集成龙头地位稳固，利润加速释放。洁净室工程专业化、定制化程度高，客户与供应商存在长期强绑定关系。公司作为台资洁净室工程龙头，其台湾母公司长期服务于全球芯片代工龙头大厂，且拥有最尖端晶圆厂的建设经验。在同业竞争承诺的合作框架下，亚翔集成与母公司共享客户资源与工艺技术，协作开发海外市场。公司凭借当前稀缺的洁净室建设能力与资源，订单和收入的快速放量，利润率大幅提升。

AI 资本开支的持续性是决定产业链公司估值的核心变量，在偏谨慎的假设下，我们认为公司股价仍有充足上涨空间。市场普遍认同本轮 AI 驱动的资本开支属于“超级周期”，其持续性将决定产业链公司的估值基准。根据台积电、美光等龙头大厂的资本开支指引，其 2027 年资本开支强度仍然处于加速阶段，若按照当前工程建设计划推进，2028 年支出力度仍会同比增加。基于“2028 年为工程环节周期顶点”的保守假设，2027 年可给予 20 倍市盈率作为估值基准，并预测 2027-2028 年公司新签订单、收入、利润仍将保持同比增长，对应 2027 年参考市值约为 640 亿元，每股股价约 300 元。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。洁净室已成为全球 AI 基建的核心瓶颈，面对下游需求爆发式增长，建设能力供给相对刚性，亚翔集成作为洁净室工程服务龙头，凭借当前稀缺的洁净室建设能力与资源，订单和收入的快速放量，利润率大幅提升。由于公司下游景气度与公司毛利率提升幅度均超出我们此前的预期，故上调盈利预测，预测公司 2026-2028 年归属于母公司净利润 19.45/31.35/41.38 亿元（前值 10.07/12.37/13.55 亿元），每股收益 9.12/14.69/19.39 元（前值 4.72/5.80/6.36 元），同比 +118%/+61%/+32%。综合多种估值方法，得到公司合理估值区间为 222.90-251.97 元，对应公司总市值 475-537 亿元，较当前股价有 20%-35% 的空间。

风险提示：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、汇率波动风险、中国台湾地区法律法规变化等风险。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,381	4,907	9,070	14,794	20,062
(+/-%)	68.1%	-8.8%	84.8%	63.1%	35.6%
归母净利润(百万元)	636	892	1945	3135	4138
(+/-%)	121.7%	40.3%	118.0%	61.2%	32.0%
每股收益(元)	2.98	4.18	9.12	14.69	19.39
EBIT Margin	10.9%	21.6%	25.4%	25.2%	24.5%
净资产收益率 (ROE)	34.8%	38.7%	65.2%	76.8%	74.8%
市盈率 (PE)	64.1	45.7	21.0	13.0	9.8
EV/EBITDA	72.5	41.0	20.3	13.8	11.2
市净率 (PB)	22.28	17.69	13.65	9.98	7.37

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 · 深度报告

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

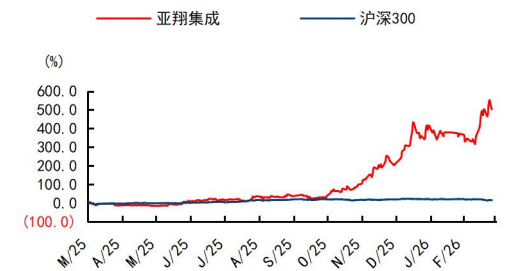
zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	222.90 - 251.97 元
收盘价	185.11 元
总市值/流通市值	39495/39495 百万元
52 周最高价/最低价	210.30/26.38 元
近 3 个月日均成交额	924.56 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) - 单季度利润创新高，毛利率大幅提升》——2025-11-03
- 《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
- 《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

内容目录

亚翔集成：半导体洁净室工程服务商龙头	5
洁净室：全球 AI 基建的核心瓶颈	6
AI 算力驱动下，全球洁净室建设需求爆发	6
专业劳动力供给相对刚性，全球面临“缺工”难题	8
亚翔集成龙头地位稳固，利润加速释放	10
兼具资源优势与技术优势，亚翔集成龙头地位稳固	10
建设能力成为稀缺资源，亚翔集成量价齐升	11
预测未来两年亚翔集成将迎来利润加速释放期	12
估值与投资建议	14
从 AI “超级周期”角度估值：对应股价约 300 元	14
绝对估值：对应股价 195.77-251.97 元	15
相对估值：对应股价 222.90-267.48 元	16
投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级	16
风险提示	17
附表：财务预测与估值	19

图表目录

图 1: 亚翔集成发展历程	5
图 2: 公司股权结构示意	5
图 3: 电子洁净厂房立面构造示意图	6
图 4: AI 算力基建典型标的股价涨跌复盘	6
图 5: 台积电资本开支变化 (单位: 亿美元)	7
图 6: 美光资本开支变化 (单位: 亿美元)	7
图 7: 工程投资约占总资本开支的 20%, 其中洁净室工程约占总工程投资的 60%	7
图 8: 美国净移民情况及预测 (单位: 百万人)	8
图 9: 美国移民按类别流入人数 (单位: 百万人)	8
图 10: 美国承包商预计不同类型项目价值相较上年将增加/减少的比例	8
图 11: 美国承包商 2026 年的主要担忧问题 (单位: %)	9
图 12: 美国承包商普遍采取吸引和留住员工的措施 (单位: %)	9
图 13: 东南亚除新加坡外高等院校入学率均较低 (单位: %)	9
图 14: 中国建筑业农民工人数持续下滑 (单位: 万人)	9
图 15: 台资洁净室服务商 2024 年第一大客户收入占比 (单位: 亿元)	10
图 16: 部分厂务及洁净室工程服务商主要客户	10
图 17: 亚翔工程 2025 年 1-11 月新签订单行业分布 (单位: %)	10
图 18: 亚翔工程 2025 年 1-11 月新签订单地区分布 (单位: %)	10
图 19: 亚翔工程营业据点	11
图 20: 亚翔工程新签合同额 (单位: 亿新台币)	11
图 21: 亚翔集成近两年订单周转率显著修复 (单位: 亿元, %)	11
图 22: 汉唐毛利率 (单位: %)	12
图 23: 亚翔集成单季度毛利率 (单位: %)	12
图 24: 亚翔集成四项费用率变化及营业收入 (单位: 亿元, %)	12
图 25: 亚翔集成毛利率和净利率变动 (单位: %)	12
图 26: 公司新签订单及预测 (单位: 亿元)	13
图 27: 公司营业收入及预测 (单位: 亿元, %)	13
图 28: 公司不同区域市场毛利率变化及预测 (单位: %)	13
图 29: 公司归母净利润及增速预测 (单位: 亿元, %)	13
图 30: 亚翔集成近三年市盈率估值变化	14

表1: 台积电台湾 Fab18 和美国 AZ P1 两座 5nm 晶圆厂投资结构对比	7
表2: 公司盈利预测假设条件 (%)	15
表3: 资本成本假设	15
表4: 亚翔集成 FCFE 估值表 (单位: 百万元)	15
表5: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	16
表6: 可比公司估值比较	16

亚翔集成：半导体洁净室工程服务商龙头

亚翔系统集成科技（苏州）股份有限公司（简称“亚翔集成”或“公司”）成立于2002年，由亚翔工程股份有限公司（L&K ENGINEERING CO., LTD.）等股东共同投资，于2008年改制为股份公司，2016年12月于上海证券交易所挂牌上市。亚翔集成为高科技产业提供洁净室系统集成工程解决方案及实施服务，主要产品有洁净厂房建造规划、设计建议、设备配置、洁净室环境系统集成工程及维护服务等。

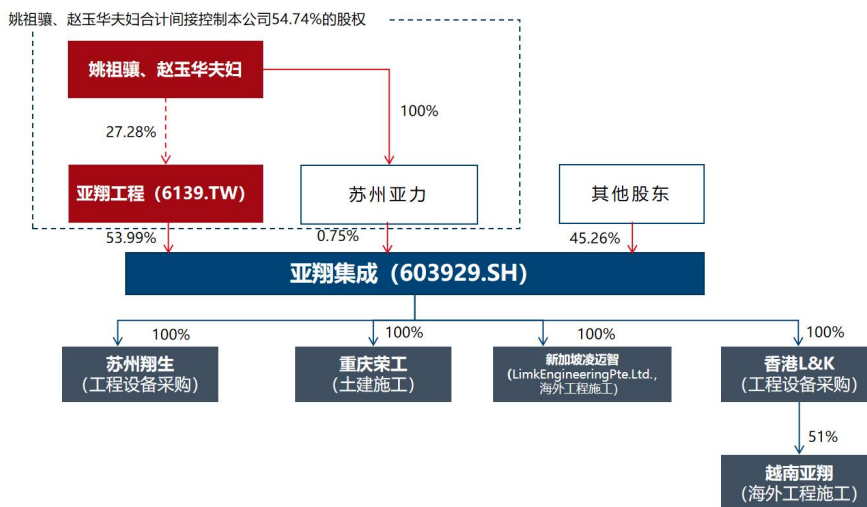
图1：亚翔集成发展历程



资料来源：亚翔工程官网，亚翔集成官网，国信证券经济研究所整理

股权集中, 大股东为台资背景。亚翔工程股份有限公司(简称“亚翔工程”, 6139.TW)系中国台湾上市公司, 持有亚翔集成 53.99%的股权, 为公司的控股股东。亚翔工程由姚祖骧创办, 姚祖骧、赵玉华夫妇为亚翔工程的控股股东, 姚祖骧全资持有的苏州亚力管理咨询有限公司持有本公司 0.75%的股权。姚祖骧、赵玉华夫妇合计间接控制公司 54.74%的股权, 为公司的实际控制人。

图2：公司股权结构示意



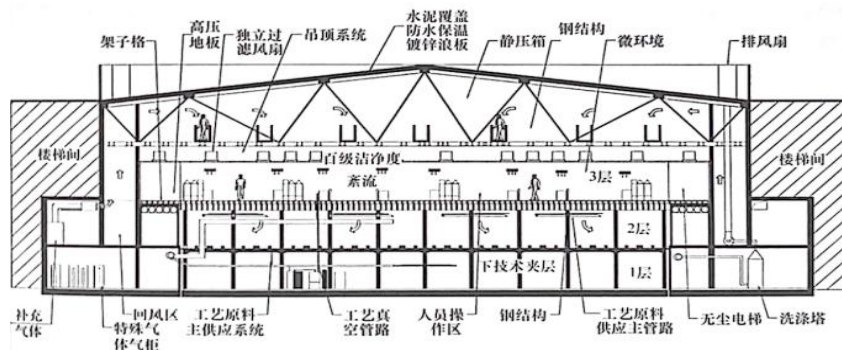
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

洁净室：全球 AI 基建的核心瓶颈

AI 算力驱动下，全球洁净室建设需求爆发

洁净室是 AI 算力全产业链扩产的刚需。洁净技术产生的核心目标是为产品加工的精密化、微型化、高纯度、高质量、高可靠性要求创造一个污染物受控的生产环境，广泛用于电子工业、生物医药、食品等领域。随着电子半导体领域向微型化不断发展，对洁净室的要求日益严格，单位洁净室面积的投资密度不断提升，高等级洁净室的应用范围不断扩张。

图3：电子洁净厂房立面构造示意图



资料来源：圣晖集成招股书，国信证券经济研究所整理

以洁净室为代表的工程产业链将成为 AI 基建下一阶段的主线环节。随着 AI 基建从备货采购步入到工程建设阶段，下游客户资本开支将发生结构性变化，工程投资占比将显著上升，以洁净室工程为代表的工程产业链将成为新的主线环节。与此同时，过去两年云服务商对算力芯片及配套部件的集中采购，快速消耗了上游制造商的产能储备。为应对持续增长的需求，半导体产业链进入新一轮产能扩张周期，直接推动了芯片制造、封装测试、PCB 载板、组装等产业链环节开启新一轮扩产，带来大量工程建设需求。

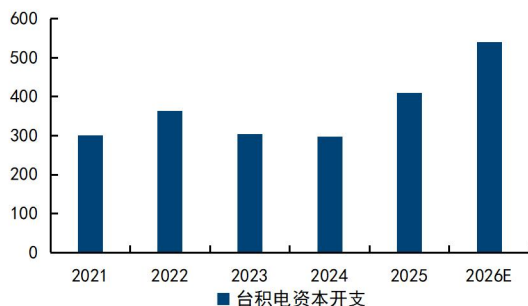
图4：AI 算力基建典型标的股价涨跌复盘

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
亚翔集成	23%	62%	2%	22%	39%	-15%	23%	5%	11%	18%	12%	22%	153%	90%
圣晖集成	-26%	20%	69%	60%	0%	-16%	-4%	-1%	4%	-7%	18%	60%	89%	71%
中际旭创	4%	480%	151%	177%	-2%	39%	23%	12%	-20%	-20%	48%	177%	59%	-5%
英维克	4%	18%	19%	169%	5%	9%	-7%	22%	55%	-4%	0%	169%	39%	0%
胜宏科技	-3%	89%	36%	112%	-17%	31%	34%	23%	6%	92%	67%	112%	5%	1%
台积电	9%	87%	9%	24%	20%	31%	28%	0%	14%	-16%	37%	24%	7%	14%
美光科技	0%	138%	5%	36%	26%	38%	12%	-21%	-19%	3%	42%	36%	71%	62%
英伟达	20%	519%	52%	18%	14%	82%	37%	-2%	11%	-19%	46%	18%	1%	-2%
涨幅第一	亚翔集成	英伟达	中际旭创	中际旭创	亚翔集成	英伟达	英伟达	胜宏科技	英维克	胜宏科技	胜宏科技	中际旭创	亚翔集成	圣晖集成
涨幅第二	英伟达	中际旭创	圣晖集成	英维克	美光科技	中际旭创	胜宏科技	英维克	台积电	亚翔集成	中际旭创	英维克	圣晖集成	亚翔集成
涨幅第三	台积电	美光科技	英伟达	胜宏科技	台积电	美光科技	台积电	中际旭创	亚翔集成	美光科技	英伟达	胜宏科技	美光科技	美光科技
主线环节	芯片					设备及器件					工程			

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

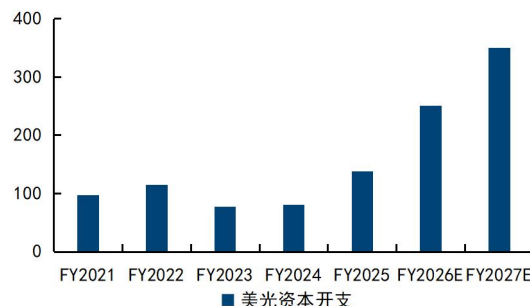
龙头芯片厂商证实 AI 需求“真实且健康”，大额资本开支具备可持续性。2026 年 1 月，台积电计划 2026 年资本开支指引为 520 - 560 亿美元，其中约 70% - 80% 用于先进制程晶圆厂建设及设备采购，并明确表示该轮投入建立在下游客户的实际需求之上，确认 AI 需求真实且健康。2026 年 3 月，韩国 SK 集团董事长崔泰源表示，由于 AI 驱动的需求持续超过供应，全球芯片晶圆短缺很可能持续到 2030 年。同月，美光在业绩会上提到，2026 财年资本支出指引将由 200 亿美元上调至 250 亿美元，且 2027 财年的建筑相关支出将增加超 100 亿美元。

图5: 台积电资本开支变化 (单位: 亿美元)



资料来源: 台积电, 国信证券经济研究所整理

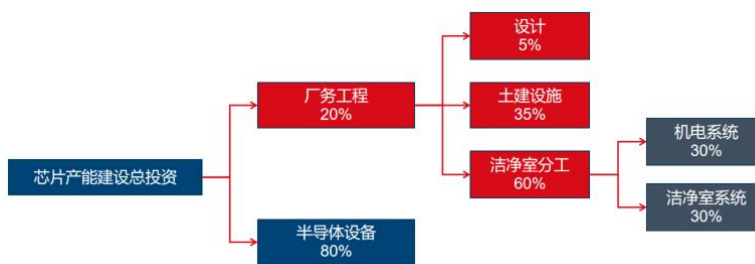
图6: 美光资本开支变化 (单位: 亿美元)



资料来源: 美光, 国信证券经济研究所整理 (注: 横轴为财年)

工程投资约晶圆厂总投资的 20%，其中洁净室约占工程投资的 60%。以芯片晶圆厂建设投资为例，厂务/设备支出分别占 20%/80%，其中洁净室工程约占厂务投资的 60%。不同地区工程成本差异显著，美国建厂材料和人力成本高，劳工管理难度大，政策法规复杂，导致综合建厂成本较高，台积电在美国亚利桑那州 P1 工厂的厂务工程投资占总资本开支的比例高达 40%，洁净室投资则占约 25%。也就是说，台积电在美资本开支中，洁净室工程已成为所有环节中投资额最大的部分。

图7: 工程投资约占总资本开支的 20%，其中洁净室工程约占总工程投资的 60%



资料来源: 屹唐股份招股书, 国信证券经济研究所整理

表1: 台积电台湾 Fab18 和美国 AZ P1 两座 5nm 晶圆厂投资结构对比

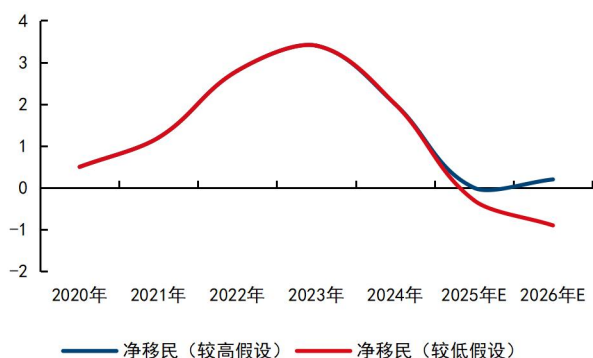
Item 项目	Unit 单位	Taiwan	US
		Fab 18 Phase 1-3	Fab 21, Phase 1
Fab capex (资本开支)	M US\$	27,000	14,380
Wafer fab equipment (设备)	M US\$	22,950	8,600
Non-wafer fab equipment (非设备/工程)	M US\$	4,050	5,691
工程投资占比	%	15%	40%
Installed wafer starts per month (月产能)	Thousand	90	24

资料来源: Semianalysis, 国信证券经济研究所整理

专业劳动力供给相对刚性，全球面临“缺工”难题

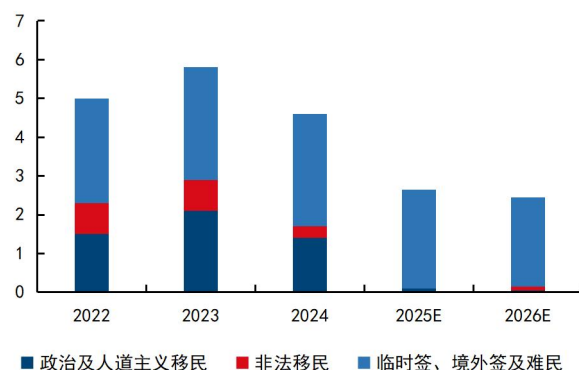
美国移民政策收紧导致建筑劳动力供给减少。美国建筑业对移民劳动力的高度依赖，全美建筑工人中约 30% 为外国出生 (Foreign-born)，在德州和加州，这一比例甚至超过 40%。2025 年以来，美国加强了工作场所的合规审查和现场执法，根据美国总承包商协会 (AGC) 调查，三分之一总包企业表示过去六个月内受到移民执法行动影响，6% 的承包商称其办公场所或项目工地曾被移民官员访问。

图8: 美国净移民情况及预测 (单位: 百万人)



资料来源: 布鲁金斯学会 Brookings, 国信证券经济研究所整理

图9: 美国移民按类别流入人数 (单位: 百万人)



资料来源: 布鲁金斯学会 Brookings, 国信证券经济研究所整理

数据中心与能源电力建设需求激增，专业技术工人结构性短缺。北美地区数据中心、能源建设需求保持高速增长，但传统观点住宅、公建需求增长停滞。而暖通空调、机电系统等工程领域专业性强，传统建筑工人难以胜任，导致了北美建筑劳动力市场的结构性短缺。根据 AGC 调查，在计划招聘的企业中，超过 80% 表示难以找到合格的临时工或合同工。

图10: 美国承包商预计不同类型项目价值相较上年将增加/减少的比例

Net* % who expect value of projects to be higher/lower than in previous year

* Net = % expecting higher value - % expecting lower value than in previous year

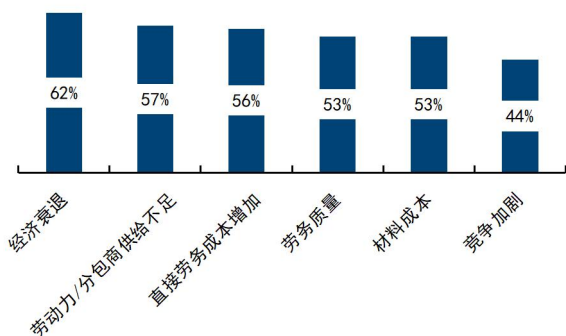


Source: AGC 2026 Outlook Survey, 951 total respondents

资料来源: AGC 2026 Outlook Survey, 国信证券经济研究所整理

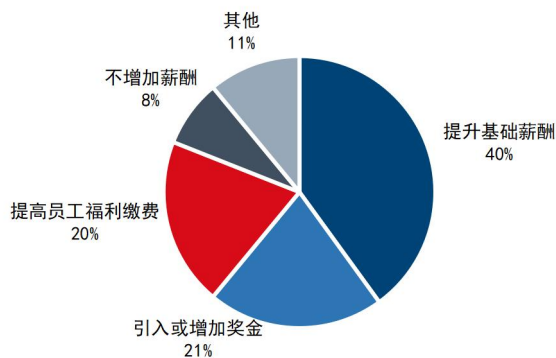
提升薪酬水平已无法解决专业技术工人和工程师紧缺问题。北美地区建筑暖通空调、机电系统等专业领域缺工影响严重，根据美国总承包商协会（AGC）调研，在计划招聘的企业中，超过 80% 表示难以找到合格的临时工或合同工。根据美国人力资源平台 K2，入门级机械、电气和管道工程师的起薪较两年前增长了 12%-15%。熟练的电工、焊工需要长期的经验积累，专业暖通、机电工程师培养周期长达 3-5 年，短期内劳动力供给难以满足数据中心、半导体、能源等项目建设激增的需求。

图11: 美国承包商 2026 年的主要担忧问题（单位：%）



资料来源：AGC 2026 Outlook Survey, 国信证券经济研究所整理

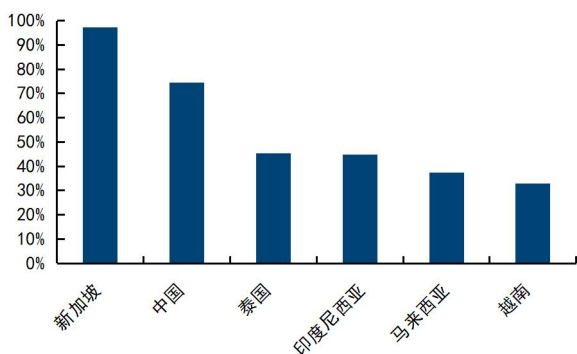
图12: 美国承包商普遍采取吸引和留住员工的措施（单位：%）



资料来源：AGC 2026 Outlook Survey, 国信证券经济研究所整理

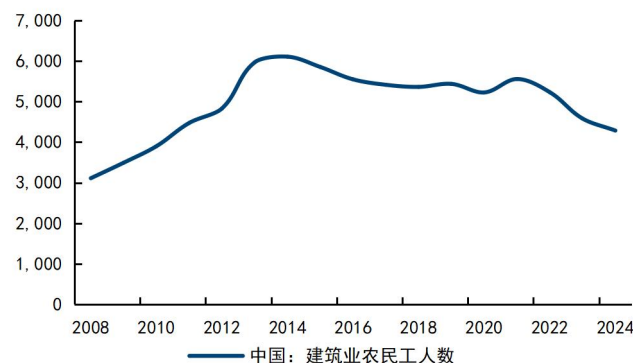
东南亚与中国也存在类似的“结构性缺工”问题。东南亚地区劳动力资源年轻且充沛，但高技能人才供给相对稀缺，企业往往需要投入较高的培训成本。国内方面，过去十年建筑业用工规模持续回落，农民工总量从 2014 年的 6109 万人下滑至 2024 年的 4286 万人，降幅约三成。叠加增量的工程需求向专业化、复杂化、系统化升级，使得能源、暖通、机电等技术人才稀缺性日益凸显。传统以土建为核心的结构难以快速适应高科技工程的技术需求，从而表现出工程师层面“结构性专业错配”的现象。

图13: 东南亚除新加坡外高等院校入学率均较低（单位：%）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中国建筑业农民工人数持续下滑（单位：万人）



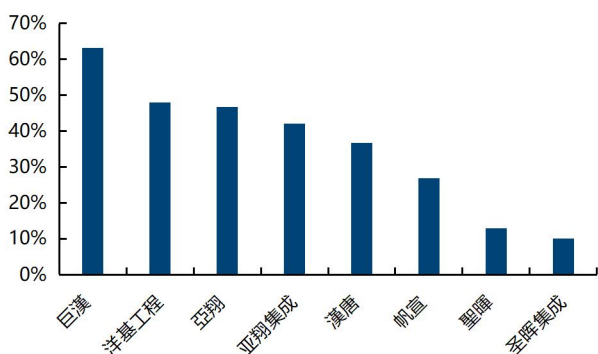
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

亚翔集成龙头地位稳固，利润加速释放

兼具资源优势与技术优势，亚翔集成龙头地位稳固

洁净室工程专业化、定制化程度高，客户与供应商存在强绑定关系。洁净室工程工艺技术难度高，且高度定制化，客户对工程品质和工期要求高，对工程建设环节各类风险比较敏感，因此客户在工程环节转换成本高、转换意愿低，重点客户在拟建新厂时，仅会委托少数几家合作基础扎实的工程供应商，最终铸就了客户与工程服务商的强绑定关系。

图15: 台资洁净室服务商 2024 年第一大客户收入占比（单位：亿元）



资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理

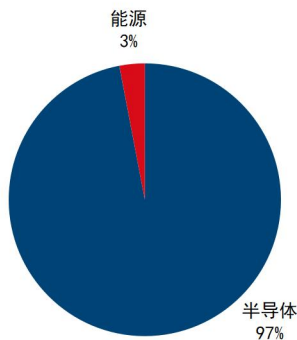
图16: 部分厂务及洁净室工程服务商主要客户

公司名称	主要客户
亞翔	联电、台积电、美光
聖暉	富士康、纬创、台积电、日月光、矽品
帆宣	台积电、ASML、应用材料、美光、日月光
漢唐	台积电、联电、美光
洋基工程	台积电、富士康、旺宏、华通、友达光电
Exyte	Intel、美光、英飞凌、IBM、台积电
柏诚股份	京东方、厦门天马、中芯国际
美埃科技	中国电子、京东方、厦门天马

资料来源：各公司年报及官网，国信证券经济研究所整理

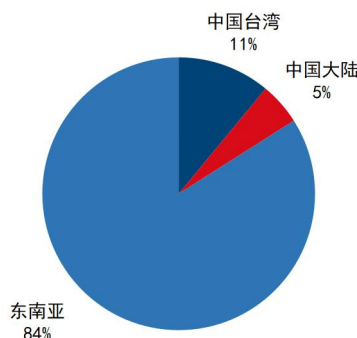
母公司长期服务于全球晶圆代工龙头，具备 2nm 晶圆厂建设经验。公司母公司亚翔工程是中国台湾地区高科技整厂建设工程总承包企业，2009 年亚翔工程吸收基础设施建设服务商荣工工程，形成“高科技工程+基建工程”的业务结构。亚翔工程长期服务于台资芯片厂商扩产建厂需求，与台积电、联电等全球晶圆代工龙头建立了稳固的合作关系，承建台积电高雄 F22（2nm）晶圆厂和 AP8 先进封装厂。亚翔集成与母公司共享客户资源和工艺技术能力，建设了台积电、联电在中国（除港澳台地区）投资的一系列重大晶圆厂项目。

图17: 亚翔工程 2025 年 1-11 月新签订单行业分布(单位:%)



资料来源：亚翔工程法说会材料，国信证券经济研究所整理

图18: 亚翔工程 2025 年 1-11 月新签订单地区分布（单位：%）



资料来源：亚翔工程法说会材料，国信证券经济研究所整理

借力母公司资源，协同开发海外市场。根据亚翔集成与亚翔工程签署的同业竞争

承诺，在洁净室工程及机电安装领域，亚翔工程独占经营中国台湾市场，亚翔集成负责中国台湾以外的其他市场。在海外项目中，母公司的总承包及土建业务与亚翔集成不构成同业竞争，通常采用亚翔工程总承包、亚翔集成担任洁净室与机电安装分包商的协作模式。这使得亚翔集成能够充分利用母公司丰富的客户资源，借助台资半导体厂商的海外投资项目积累相关建设经验，持续深化海外布局。

图19: 亚翔工程营业据点

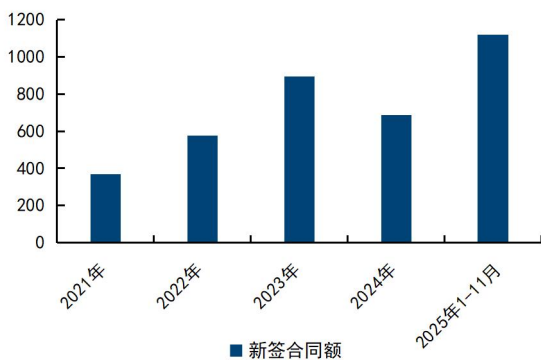


资料来源：亚翔工程法说会材料，国信证券经济研究所整理

建设能力成为稀缺资源，亚翔集成量价齐升

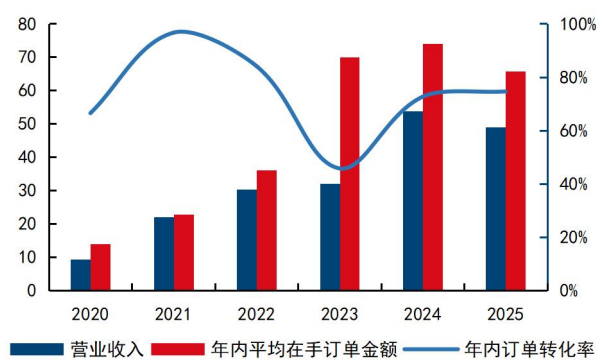
受益于下游半导体客户加快扩产，工程服务商正迎来订单和收入的快速放量。台湾亚翔2025年1-11月新签合同额达到1120亿新台币，相比2024年全年增加63%，其中东南亚市场的“12寸晶圆代工厂总承揽及二次配工程”、“记忆体先进封装厂全案统包工程”两个海外重大订单贡献了绝大部分增量。由于AI拉动的算力需求极其迫切，下游客户普遍要求项目加速落地，订单执行周期持续压缩，订单周转速度明显提升。2023年亚翔集成承接新加坡联电12寸晶圆厂项目，转变为大订单驱动的增长模式，周转阶段性放缓，但随后两年周转率快速回升至此前水平。

图20: 亚翔工程新签合同额（单位：亿新台币）



资料来源：亚翔工程法说会材料，国信证券经济研究所整理

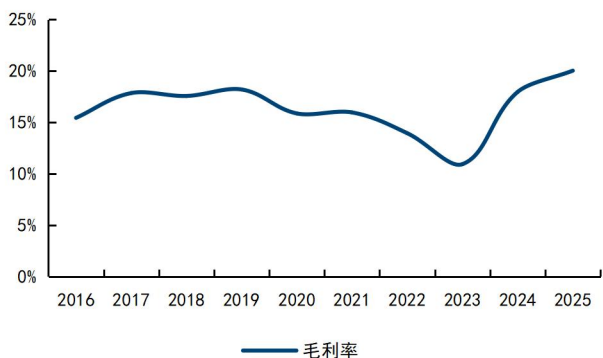
图21: 亚翔集成近两年订单周转率显著修复（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（年内平均在手订单=年初在手订单+1/2×年内新签订单）

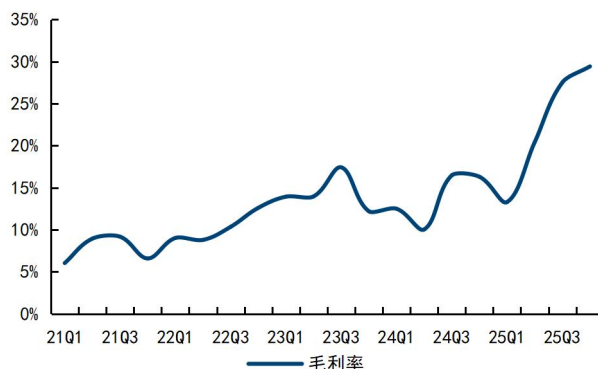
报价上调同时成本下降，利润空间打开。当前拥有稀缺工程师资源的承包商报价显著上浮，同时，随着海外市场进入“从1-10”阶段，供应链趋于成熟，各类运营成本边际降低。汉唐作为第一批随台积电赴美建厂的供应商，需要从0-1搭建供应链，导致在美国亚利桑那州的第一个项目执行期间利润率明显承压，而后随着供应链趋于成熟，汉唐的毛利率明显回升并在2025年创下利润率新高。而亚翔集成自2025年下半年开始，新加坡第二个重大项目开始集中确认收入，报价提升的同时供应链管理成本边际下降，毛利率持续提升，2025Q4单季度毛利率达到29.4%，较2024年水平大幅提升15.8个百分点。

图22：汉唐毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

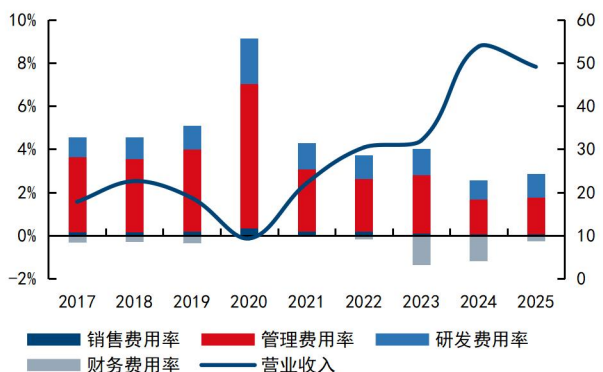
图23：亚翔集成单季度毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

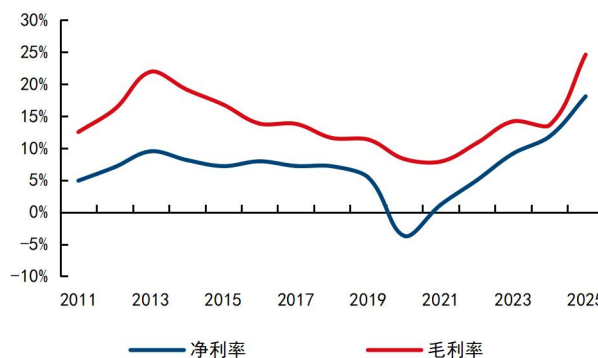
收入快速增长有效摊薄各类费用，各项费用率持续下降。工程服务商的各项费用及支出主要包括销售、管理、研发费用（主要为相关人员薪酬），洁净室工程服务商均为轻资产运营，现金流充沛，资本开支需求极低，因此基本没有带息负债，财务费用通常体现为净利息收入。在收入快速增长的过程中，人员薪酬弹性小于收入弹性，减值损失和利息收入相对稳定，所以收入规模增长，各类费用率将得到摊薄，净利率提升将快于毛利率。

图24：亚翔集成四项费用率变化及营业收入（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25：亚翔集成毛利率和净利率变动（单位：%）



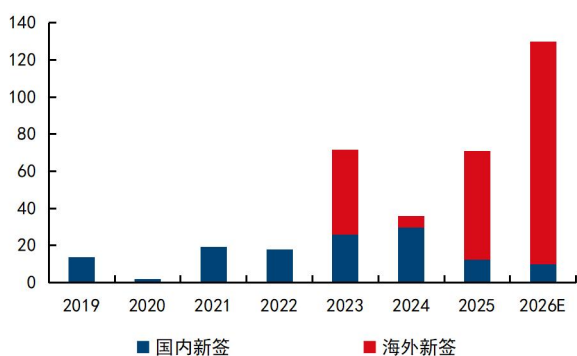
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

预测未来两年亚翔集成将迎来利润加速释放期

海外新订单有望持续释放。公司过去三年签约多个新加坡重大项目，推动公司整

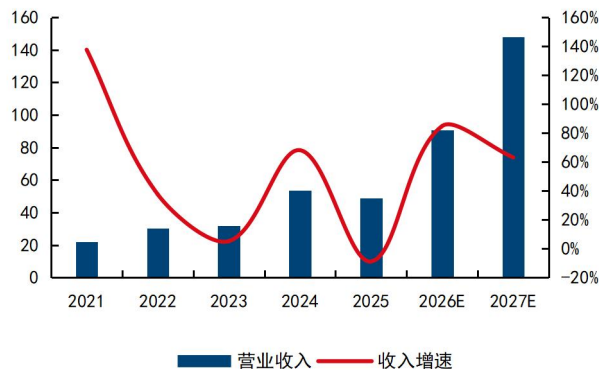
体新签订单大幅增长。站在当前时点观察，公司承接的项目均有后续扩建计划，全球政治经济不确定性增强的背景下，新加坡乃至整个东南亚地区半导体产能扩建需求仍然旺盛，我们认为公司有望在东南亚市场持续获取重大项目订单。同时，由于客户扩产更加紧迫，在建项目推进加速，对应订单转化为收入的速度明显提升，将推动收入加速增长。

图26: 公司新签订单及预测 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

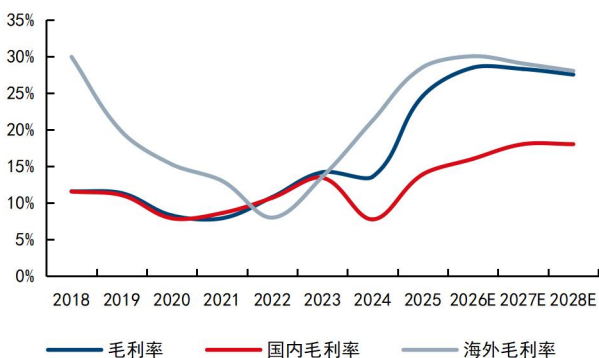
图27: 公司营业收入及预测 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

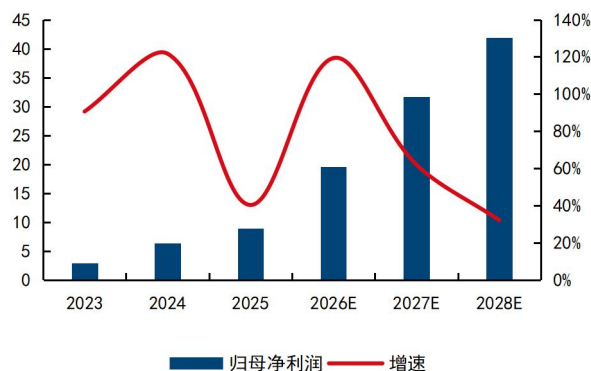
公司整体毛利率将趋近于海外水平，推动利润进入快速释放期。由于海外市场面临严重的“缺工”问题，工程服务商议价能力提升，同时海外供应链日趋成熟，管理成本下降，公司盈利空间持续扩张。国内市场竞争激烈，毛利率相对较低，公司在国内市场加强优质项目筛选，毛利率在2025年已出现明显回升。在2023年之前，公司主营业务集中在国内，整体公司的利润率由国内利润率决定，而随着公司海外收入占比持续提升，整体毛利率也将趋近于海外水平。收入与利润率同步增长，推动公司归母净利润进入快速释放期，预测2026-2028年公司归母净利润19.6/31.7/41.9亿元，同比+119%/62%/32%。

图28: 公司不同区域市场毛利率变化及预测 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图29: 公司归母净利润及增速预测 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

从 AI “超级周期” 角度估值：对应股价约 300 元

当前，对亚翔集成合理估值的判断，其核心变量在于 AI 资本开支的持续性与周期顶峰位置的判断。**我们的核心结论是：AI 资本开支在工程环节的高峰至少在 2028 年及以后，在偏谨慎的假设下，公司股价仍有显著的上涨空间。**

当前市场普遍认同本轮由 AI 驱动的资本开支属于“超级周期”，周期的顶点直接决定了产业链公司的估值基准。

对周期顶点的判断：至少在 2028 年及以后。来自产业链龙头公司的指引有力支撑“工程环节周期高峰至少在 2028 年以后”的判断：1) 台积电明确指出，新建晶圆厂通常需要 2.5-3 年，主要产能释放将在 2028-2029 年。这意味着至少到 2028 年，工程建设仍处于高峰期。具体到其美国亚利桑那州基地，P4 厂与 AP1 预计于 2027 年开工，2028 年进入集中建设期，且后续尚有 P5、P6、AP2 等厂房规划，预示着 2028 年的工程投资强度理论上应高于 2027 年。2) 美光在 2026 年 3 月的业绩会上，美光将 2026 财年资本开支指引从 200 亿美元上调至 250 亿美元，并明确表示 2027 财年资本开支将继续上升，并额外增加 100 亿美元支出用于厂务及洁净室工程。这至少表明，到 2027 年前三个季度，其资本开支仍处于加速状态。

基于“2028 年为周期顶点”的保守假设，我们可为亚翔集成进行估值推演：

估值基准：2027 年可给予 20 倍 PE。对于一个回款良好、无重大资本开支压力的工程类公司，其合理估值中枢可参考 20 倍市盈率（对应约 5% 的股息收益率）。若假设公司业绩自周期顶点回落 25% 后回归自然增长，那么典型的估值映射为：周期顶点当年（T0）给予 15 倍 PE，顶点前一年（T-1）给予 20 倍 PE，顶点后一年（T+1）恢复至 20 倍 PE。

图30: 亚翔集成近三年市盈率估值变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

预测 2027-2028 年公司新签订单、收入、利润将保持同比增长。预测 2027 年新签订单 180 亿元，同比+38%，营业收入 148 亿元，同比+63%，归母净利润 31 亿元，同比+61%；2028 年营业收入 201 亿元，同比+36%，归母净利润 41 亿元，同比+32%。

对应 2027 年参考市值约为 32 亿元 × 20 = 640 亿元，对应每股股价约 300 元。

绝对估值：对应股价 195.77-251.97 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表2：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	5.33%	68.09%	-8.81%	84.85%	63.12%	35.60%	5.00%	5.00%
营业成本/营业收入	85.83%	86.45%	75.43%	71.55%	71.74%	72.50%	72.50%	72.50%
管理费用/营业收入	2.70%	1.61%	1.66%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%
研发费用/营业收入	1.21%	0.89%	1.12%	1.07%	1.07%	1.07%	1.07%	1.07%
销售费用/销售收入	0.10%	0.06%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
营业税及附加/营业收入	0.08%	0.12%	0.05%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
所得税税率	15.28%	15.38%	16.13%	16.78%	16.86%	16.90%	16.90%	16.90%
股利分配比率	74.37%	33.55%	63.37%	65.00%	65.00%	65.00%	70.00%	70.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表3：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	16.78%
无风险利率	1.30%	Ka	12.10%
股票风险溢价	9.00%	有杠杆 Beta	1.20
公司股价（元）	191	Ke	12.10%
发行在外股数（百万）	213	E/(D+E)	99.98%
股票市值(E, 百万元)	40752	D/(D+E)	0.02%
债务总额(D, 百万元)	10	WACC	12.10%
Kd	3.50%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

由以上主要假设条件，采用 FCFF 估值，公司合理价值区间为 195.77-251.97 元。

表4：亚翔集成 FCFF 估值表（单位：百万元）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	2,305.1	3,731.8	4,908.4	5,153.9	5,411.6
所得税税率	16.78%	16.86%	16.90%	16.90%	16.90%
EBIT*(1-所得税税率)	1,918.4	3,102.4	4,078.9	4,282.9	4,497.0
折旧与摊销	6.1	6.5	7.0	7.6	8.3
营运资金的净变动	1,022.9	1,819.8	2,110.3	907.1	375.4
资本性投资	(6.1)	(7.3)	(8.8)	(10.6)	(12.7)
FCFF	2,941.2	4,921.4	6,187.4	5,187.0	4,868.0
PV(FCFF)	2,623.9	3,916.8	4,393.1	3,285.5	2,750.8
核心企业价值	48,326.7				
减：净债务	1,356.8				
股票价值	46,969.9				
每股价值	220.14				

资料来源：国信证券经济研究所预测

敏感性分析：该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表5: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		11.1%	11.6%	12.10%	12.6%	13.1%
永续 增长 率变 化	3.0%	251.97	237.43	224.40	212.65	202.02
	2.5%	249.06	234.92	222.23	210.77	200.37
	2.0%	246.27	232.52	220.14	208.95	198.78
	1.5%	243.60	230.21	218.14	207.20	197.25
	1.0%	241.04	228.00	216.21	205.52	195.77

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 对应股价 222.90–267.48 元

选取洁净室工程服务商上市公司柏诚股份、圣晖集成、华康洁净作为可比公司。尽管亚翔集成股价累计涨幅较大,但由于业绩释放较快,当前估值仍明显低于可比公司。三家可比公司 2027 年平均市盈率为 18.1X,若给予公司 2027 年 15–18X 市盈率,对应股价 222.90–267.48 元。

表6: 可比公司估值比较

证券代码	证券名称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS-2026E	EPS-2027E	PE-2026E	PE-2027E
603929.SH	亚翔集成	185.11	395	9.17	14.86	20.8	12.9
601133.SH	柏诚股份	18.30	97	0.59	0.76	31.0	24.1
603163.SH	圣晖集成	112.72	113	2.52	7.10	46.4	16.4
301235.SZ	华康洁净	48.95	53	1.98	3.53	24.7	13.9

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

以上三种估值方法的结果分别为: 1) 周期角度估值: 300 元左右; 2) 绝对估值法: 195.77–251.97 元; 3) 相对估值法: 222.90–267.48 元。综合三种方法的结果,我们尽可能谨慎地判断当前位置的合理估值区间为 222.90–251.97 元,对应公司总市值 475–537 亿元,较当前股价有 20%–35%的空间。

投资建议: 上调盈利预测, 维持“优于大市”评级

洁净室已成为全球 AI 基建的核心瓶颈,面对下游需求爆发式增长,建设能力供给相对刚性,亚翔集成作为洁净室工程服务龙头,凭借当前稀缺的洁净室建设能力与资源,订单和收入的快速放量,利润率大幅提升。

由于公司下游景气度与公司毛利率提升幅度均超出我们此前的预期,故上调盈利预测,预测公司 2026–2028 年归属于母公司净利润 19.45/31.35/41.38 亿元 (前值 10.07/12.37/13.55 亿元),每股收益 9.12/14.69/19.39 元 (前值 4.72/5.80/6.36 元),同比+118%/+61%/+32%。综合多种估值方法,得到公司合理估值区间为 222.90–251.97 元,对应公司总市值 475–537 亿元,较当前股价有 20%–35%的空间。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了多种估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 222.90-251.97 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了主观判断,因此存在估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司营业收入和利润增长率估计乐观,导致未来自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.3%、风险溢价 9.00%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 2.0%,不排除公司所处行业在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面,我们选取了与公司业务结构相近的公司作为可比公司,但公司自身业务仍然具有一定的特殊性,可能存在高估公司价值的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预测 2026-2028 年公司新签订单增长+83%/+38%/+20%,存在新签订单增长不及预期的风险;
- ◆ 我们预测 2026-2028 年公司毛利率保持在 28.4%/28.3%/27.5%,存在市场竞争加剧,毛利率下行的风险;
- ◆ 我们假设 2026-2028 年公司各项费用维持稳定增长,存在员工工资等成本上升快于收入增速,导致费用率上行的风险;
- ◆ 我们假设资产减值损失和信用减值损失与营收规模变化正相关,存在公司回款不及预期导致减值大幅上升的风险。

宏观经济形势变化的风险

全球和国内经济增长的不确定性可能影响公司下游领域的投资意愿和投资能力。国际政治与外交形势变化,可能对下游企业扩产能力造成影响。宏观经济环境变化可能导致人工成本、原材料价格、设备价格波动,增加公司成本控制的难度,进而影响公司的盈利能力。

下游行业周期导致业绩波动的风险

半导体行业兼具“成长”和“周期”的双重属性,若半导体行业新增产能陆续投产叠加下游需求增长放缓,则行业可能会进入下行周期。根据我们的估算,全国半导体洁净室工程当前市场容量相对较小,半导体行业周期性波动可能导致工程环节投资额产生较大幅度的波动,进而可能导致公司业绩大幅波动。

客户集中度较高的风险

由于半导体行业的资本开支主要集中在头部少数公司，客户集中度高是半导体洁净室工程行业的普遍现象。公司上市以来前五大客户销售额占比持续高于 50%，所承接的项目大部分来自于台积电、联电、中芯国际等全球芯片代工龙头及其关联公司。公司存在不能持续、稳定的开拓新客户和维系老客户新增业务的可能，从而面临业绩下滑的风险。

行业竞争加剧的风险

公司服务的对象主要集中于电子半导体行业这一细分市场领域，具备较强客户资源和技术工艺上具有一定的领先优势，但目前公司与其他聚焦高端市场的洁净室工程服务商在技术、管理、品牌、工艺上尚未拉开明显差距，存在下游需求不足时企业间竞争加剧，导致公司盈利能力下降的风险。

工程管理与安全生产风险

工程项目实际发生成本受多种因素的影响，若公司预估成本所依据的假设发生不利变动或者假设不符合实际，可能导致公司报价偏低，产生实际利润率低于预期的风险。公司所服务的洁净室行业对工程技术要求严格，若出现公司质量管理体系不完善、分包管理不到位、技术操作不规范等问题，可能导致工程延期交付、工程成本增加、甚至可能引发安全事故和经济纠纷，对公司声誉造成损害，影响公司业务开拓，并对公司的经营业绩产生不利影响。

汇率波动风险

公司的主要经营位于中国境内、越南、新加坡，主要业务以人民币、美元、新加坡元、越南盾结算。但本公司已确认的外币资产和负债及未来的外币交易（外币资产和负债及外币交易的计价货币主要为美元、新加坡元和越南盾）依然存在汇率风险，若汇率大幅度波动，可能对公司经营业绩产生较大影响。

中国台湾地区法律法规变化的风险

亚翔工程股份有限公司系中国台湾上市公司，持有亚翔集成 53.99%的股权，为公司的控股股东。亚翔工程创始人姚祖骧、赵玉华夫妇合计间接控制公司 54.74%的股权，为公司的实际控制人。2010 年 6 月 29 日，海峡两岸关系协会和财团法人海峡交流基金会签订《海峡两岸经济合作框架协议》，并于 2010 年 9 月 12 日起实施。由于两岸经济政治环境的变化具有一定的不确定性，如果中国台湾地区对中国（除港澳台地区）地区投资方面的法律法规发生变化，对在中国（除港澳台地区）地区投资范围采取较为严格的限制措施，将会对公司的生产经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2484	3680	6802	11095	15045	营业收入	5381	4907	9070	14794	20062
应收款项	630	479	885	1621	2199	营业成本	4651	3701	6489	10614	14545
存货净额	8	6	27	44	61	营业税金及附加	7	2	8	12	17
其他流动资产	676	944	1088	1775	2407	销售费用	3	4	7	12	16
流动资产合计	3841	5172	8866	14600	19776	管理费用	87	82	163	266	360
固定资产	52	50	50	52	53	研发费用	48	55	97	159	215
无形资产及其他	5	5	5	5	4	财务费用	(63)	(13)	(54)	(60)	(91)
投资性房地产	141	165	165	165	165	投资收益	2	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	7	0	0	0
资产总计	4040	5392	9086	14821	19998	其他收入	56	(75)	(127)	(189)	(245)
短期借款及交易性金融负债	0	0	1421	2800	3196	营业利润	751	1059	2329	3762	4970
应付款项	1579	2281	3557	6110	8773	营业外净收支	(1)	(2)	0	0	0
其他流动负债	608	792	1112	1819	2492	利润总额	750	1057	2329	3762	4970
流动负债合计	2188	3074	6089	10729	14461	所得税费用	115	170	391	634	840
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	(6)	(7)	(7)	(8)
其他长期负债	2	0	0	0	0	归属于母公司净利润	636	892	1945	3135	4138
长期负债合计	2	0	0	0	0	现金流量表（百万元）					
负债合计	2190	3074	6089	10729	14461	净利润	636	892	1945	3135	4138
少数股东权益	21	14	12	9	6	资产减值准备	(0)	(1)	(0)	0	0
股东权益	1829	2304	2985	4082	5530	折旧摊销	8	8	6	6	7
负债和股东权益总计	4040	5392	9086	14821	19998	公允价值变动损失	1	(7)	0	0	0
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	(63)	(13)	(54)	(60)	(91)
每股收益	2.98	4.18	9.12	14.69	19.39	营运资本变动	1034	746	1023	1820	2110
每股红利	1.00	1.00	5.92	9.55	12.61	其它	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)
每股净资产	8.57	10.80	13.99	19.13	25.92	经营活动现金流	1679	1637	2971	4959	6252
ROIC	34%	44%	59%	56%	54%	资本开支	0	(11)	(6)	(7)	(9)
ROE	35%	39%	65%	77%	75%	其它投资现金流	(38)	(22)	0	0	0
毛利率	14%	25%	28%	28%	27%	投资活动现金流	(38)	(33)	(6)	(7)	(9)
EBIT Margin	11%	22%	25%	25%	24%	权益性融资	12	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	22%	25%	25%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	68%	-9%	85%	63%	36%	支付股利、利息	(213)	(213)	(1264)	(2038)	(2690)
净利润增长率	122%	40%	118%	61%	32%	其它融资现金流	174	18	1421	1379	396
资产负债率	55%	57%	67%	72%	72%	融资活动现金流	(241)	(409)	157	(658)	(2293)
股息率	0.5%	0.5%	3.1%	5.0%	6.6%	现金净变动	1400	1196	3122	4293	3950
P/E	64.1	45.7	20.95	13.00	9.85	货币资金的期初余额	1084	2484	3680	6802	11095
P/B	22.3	17.7	13.7	10.0	7.4	货币资金的期末余额	2484	3680	6802	11095	15045
EV/EBITDA	72.5	41.0	20.3	13.8	11.2	企业自由现金流	0	1634	2941	4921	6187
						权益自由现金流	0	1688	4407	6351	6659

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 ±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 ±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