仅供内部参考，请勿外传

股票研究

公司深度报告

证券研究报告

半导体洁净室工程龙头 乘风全球晶圆厂扩产浪潮

亚翔集成(603929)

建筑工程业/工业

■ 亚翔集成深度报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
韩其成(分析师)	021-38676162	hanqicheng@gtht.com	S0880516030004
郭浩然(分析师)	010-83939793	guohaoran@gtht.com	S0880524020002
曹有成(分析师)	021-23185701	caoyoucheng@gtht.com	S0880525040079

评级: 增持

目标价格(元): 220.10

当前价格(元):	157.43

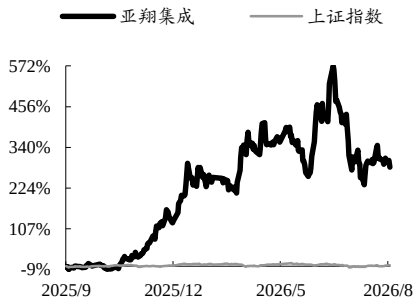
交易数据

52 周内股价区间(元)	38.07-276.20
总市值(百万元)	33,589
总股本/流通 A 股(百万股)	213/213
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	2,388
每股净资产(元)	11.19
市净率(现价)	14.1
净负债率	-129.04%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	7%	283%
相对指数	2%	9%	281%

相关报告

2026H1 归母净利润同增 204.8%，加快海外业务布局节奏 2026.08.05

母公司单 3 月营收同增 47.5%，受益于半导体资本开支持续增长 2026.04.12

2025 年净利润同增 40.3%超预期，受益于半导体资本开支持续增长 2026.03.15

母公司单 1 月合并营收同比增长 87.6%，进一步开拓东南亚市场 2026.02.12

母公司单 12 月合并营业收入同比增长 165.2%，加大海外市场拓展力度 2026.01.11

本报告导读:

半导体资本开支进入新一轮扩张周期，带动洁净室及厂务工程需求增长。联电、世界先进等上游企业 2026 年资本开支维持高位或上调，新建及扩建项目持续推进。公司加快新加坡等海外项目布局，在手订单为后续业绩提供支撑。

投资要点:

- **投资建议：维持增持。**维持预测亚翔集成 2026–2028 年 EPS7.10/8.97/10.42 元增 69.8%/26.4%/16.2%，公司母公司亚翔工程 2026 年一季度累计营业收入同增 67.4%，依据可比公司给予公司 2026 年 31 倍 PE，维持目标价 220.10 元。
- **洁净室行业景气持续向上，半导体扩产周期推动高端洁净室工程需求增长。**(1) 半导体资本开支进入新一轮扩张周期，2025 年全球半导体资本开支约 1,660 亿美元，同比增长 7%，预计 2026 年提升至 2,000 亿美元，同比增长 20% (2)全球云厂商 2026 年资本开支大幅提升；其中 Google、Amazon、Meta、Microsoft 四家公司合计资本开支预计约 7,380 亿美元，同比增长约 105%。(3) 洁净室市场规模持续扩大，2024 年中国洁净室工程市场规模约 2,962 亿元，预计 2026 年达到约 3,586 亿元，2024-2029 年复合增速约 15%；全球洁净室工程市场预计 2025-2030 年 CAGR 约 8.9%。
- **重点上游企业资本开支提速，公司深度绑定全球晶圆厂扩产项目，海外订单进入集中兑现期。**(1) 公司核心客户项目储备充足，VSMC 新加坡厂务系统工程合同金额 6.30 亿元，VSMC MEP 工程合同金额 31.63 亿元，亚翔工程新加坡分包项目合同金额 15.82 亿元，三项核心海外合同合计约 53.75 亿元。(2) 台积电、三星、SK 海力士、美光等全球半导体龙头持续加大资本投入，2026 年台积电资本开支预计 600-640 亿美元，同比增长超过 48%。
- **公司基本面维持高景气，海外业务占比提升推动盈利能力持续处于高位。**(1) 2026 年上半年公司实现营业收入 25.48 亿元，同比增长 51.36%；实现归母净利润 4.90 亿元，同比增长 204.80%；二季度单季营业收入 14.17 亿元，同比增长 67.08%，归母净利润 2.42 亿元，同比增长 207.28%。(2) 盈利能力持续提升，2026 上半年综合毛利率 24.25%，同比提升 7.36 个百分点，归母净利率 19.25%；2025 年公司毛利率 24.57%，较 2024 年提升 11.02 个百分点，归母净利率提升至 18.18%。
- **风险提示：**半导体资本开支不及预期风险，项目收入确认低于预期风险，国际利率波动与应收账款风险。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,381	4,907	8,072	10,102	11,648
(+/-)%	68.1%	-8.8%	64.5%	25.1%	15.3%
净利润(归母)	636	892	1,515	1,914	2,224
(+/-)%	121.7%	40.3%	69.8%	26.4%	16.2%
每股净收益(元)	2.98	4.18	7.10	8.97	10.42
净资产收益率(%)	34.8%	38.7%	44.2%	39.0%	33.5%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	53.44	38.09	22.44	17.76	15.28

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

仅供内部参考，请勿外传

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,484	3,680	5,939	8,142	10,408
交易性金融资产	9	19	24	29	34
应收账款及票据	607	457	721	880	994
存货	8	6	6	6	5
其他流动资产	733	1,012	1,572	1,944	2,230
流动资产合计	**3,841**	**5,172**	**8,263**	**11,001**	**13,671**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	52	50	52	58	67
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产及商誉	5	5	5	4	4
其他非流动资产	141	165	171	174	176
非流动资产合计	**199**	**220**	**228**	**236**	**247**
总资产	**4,040**	**5,392**	**8,490**	**11,237**	**13,917**
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1,579	2,281	3,753	4,697	5,416
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
其他流动负债	608	792	1,309	1,641	1,896
流动负债合计	**2,188**	**3,074**	**5,062**	**6,338**	**7,312**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	0	0	0	0
非流动负债合计	**2**	**0**	**0**	**0**	**0**
总负债	**2,190**	**3,074**	**5,062**	**6,338**	**7,312**
实收资本(或股本)	213	213	213	213	213
其他归母股东权益	1,615	2,091	3,211	4,694	6,416
归属母公司股东权益	**1,829**	**2,304**	**3,425**	**4,908**	**6,630**
少数股东权益	21	14	4	-9	-24
股东权益合计	**1,850**	**2,318**	**3,429**	**4,898**	**6,605**
总负债及总权益	**4,040**	**5,392**	**8,490**	**11,237**	**13,917**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,602	1,666	2,674	2,664	2,803
投资活动现金流	4	-33	-20	-30	-35
筹资活动现金流	-270	-364	-407	-445	-517
汇率变动影响及其他	12	-11	13	14	15
现金净增加额	1,347	1,257	2,259	2,203	2,266
折旧与摊销	11	8	10	12	15
营运资本变动	1,044	757	1,119	714	541
资本性支出	-3	-5	-15	-20	-25

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**5,381**	**4,907**	**8,072**	**10,102**	**11,648**
营业成本	4,651	3,701	6,089	7,620	8,786
税金及附加	7	2	4	5	6
销售费用	3	4	6	8	9
管理费用	87	82	135	169	195
研发费用	48	55	91	113	131
EBIT	**622**	**1,068**	**1,712**	**2,151**	**2,486**
其他收益	1	1	2	2	3
公允价值变动收益	-1	7	0	0	0
投资收益	2	-2	-4	-5	-6
财务费用	-63	-13	-81	-115	-148
减值损失	103	-21	-33	-33	-33
资产处置损益	0	0	0	0	0
营业利润	**751**	**1,059**	**1,793**	**2,265**	**2,633**
营业外收支	-1	-2	1	1	1
所得税	115	170	289	366	425
净利润	**634**	**886**	**1,504**	**1,901**	**2,209**
少数股东损益	-2	-6	-10	-13	-15
归属母公司净利润	636	892	1,515	1,914	2,224

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	34.8%	38.7%	44.2%	39.0%	33.5%
ROA(%)	16.7%	18.8%	21.7%	19.3%	17.6%
ROIC(%)	28.4%	38.7%	41.9%	36.8%	31.6%
销售毛利率(%)	13.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
EBIT Margin(%)	11.6%	21.8%	21.2%	21.3%	21.3%
销售净利率(%)	11.8%	18.1%	18.6%	18.8%	19.0%
资产负债率(%)	54.2%	57.0%	59.6%	56.4%	52.5%
存货周转率(次)	276.4	526.7	1007.1	1256.0	1707.3
应收账款周转率(次)	6.8	9.2	13.7	12.6	12.4
总资产周转周转率(次)	1.4	1.0	1.2	1.0	0.9
净利润现金含量	2.5	1.9	1.8	1.4	1.3
资本支出/收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
EV/EBITDA	5.43	15.52	16.29	11.95	9.43
P/E(现价&最新股本摊薄)	53.44	38.09	22.44	17.76	15.28
P/B(现价)	18.58	14.75	9.92	6.92	5.13
P/S(现价)	6.32	6.93	4.21	3.36	2.92
EPS-最新股本摊薄(元)	2.98	4.18	7.10	8.97	10.42
DPS-最新股本摊薄(元)	1.00	2.65	1.65	2.08	2.42
股息率(现价,%)	0.6%	1.7%	1.0%	1.3%	1.5%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 投资建议：维持增持评级，维持目标价 220.10 元 4
1.1. 盈利预测：维持预测 2026-2028 年 EPS7.10/8.97/10.42 元增 69.8/26.4/16.2%....4
1.1.1. 营收及毛利拆分：工程施工为主要营收和毛利来源 4
1.1.2. 盈利预测：维持预测 2026-2028 年 EPS7.10/8.97/10.42 元增 69.8/26.4/16.2%....4
1.2. 估值建议：维持目标价 220.10 元，对应 2026 年 31 倍 PE....6
1.2.1. 当前 PE 约 28 倍，估值修复至长周期中枢附近....6
1.2.2. PE 估值法计算公司合理估值为 220.10 元....6
2. 洁净室行业景气向上：半导体产业的“地基工程”....9
2.1. 半导体对洁净等级要求高，洁净室占资本开支 5%~15% 9
2.2. 半导体、AI 算力、国产替代三大引擎共振，扩大行业需求 9
2.3. 洁净室行业呈现金字塔式分层，高端市场寡头垄断 10
2.4. AI 开启半导体新一轮资本开支周期....11
2.5. AI 算力需求向先进逻辑及存储产能扩张传导 12
2.6. 晶圆制造及存储扩产提速，洁净室工程需求持续释放 12
2.7. 资本开支传导存在时滞，洁净室景气度具备较强韧性 13
3. 重点上游企业资本开支提速，催化公司市值提升 15
3.1. 联华电子 UMC：资本开支重新上升，新加坡扩建打开获单窗口 15
3.2. 世界先进与 VSMC：资本开支维持高位，一期产能锁定并开始评估二期扩产 16
3.3. 台积电：长期合作关系已获验证，资本支出再上台阶打开扩建空间 16
3.4. 中芯国际：高资本开支常态化，构成国内订单稳定底盘 17
3.5. 长鑫科技：产线升级叠加高资本开支，国内 DRAM 项目打开持续获单空间 18
3.6. 长江存储：三期项目进入设备安装，新增晶圆厂规划提升订单弹性 18
3.7. 美光科技：母公司已进入供应链，亚翔集成具备潜在协同空间 ..19
4. 盈利模式重塑：海外经营能力沉淀推动公司价值中枢上移 21
4.1. 经营策略由规模导向转向质量导向，项目组合持续优化 22
4.2. 海外订单增加业绩确定性，订单确认稳步向好 22
4.3. 技术、客户与海外交付壁垒构筑高盈利能力 23
4.4. 客户关系由单次工程承包向全生命周期服务延伸，存量客户价值有望持续释放 24
4.5. 盈利能力与成长属性正在重估，公司预期稳步向上 25
5. 风险提示 26

仅供内部参考，请勿外传

1. 投资建议：维持增持评级，维持目标价 220.10 元

1.1. 盈利预测：维持预测 2026-2028 年 EPS7.10/8.97/10.42 元增 69.8/26.4/16.2%

1.1.1. 营收及毛利拆分：工程施工为主要营收和毛利来源

工程施工营收/毛利占比达到 95%/90%，长期构成公司收入及毛利的核心来源。2021—2025 年，工程施工收入占比始终维持在 95%以上，2025 年实现收入 47.47 亿元，占总营收 96.74%；同期工程施工毛利由 2021 年的 1.64 亿元增至 2025 年的 11.65 亿元，毛利占比连续五年超过 90%，2025 年达到 96.60%，工程施工毛利率由 2021 年的 7.66%提升至 2025 年的 24.53%。

表1：近五年营收拆分中工程施工占比始终高于 95%

分业务	2021	2022	2023	2024	2025
工程施工（亿元）	21.37	29.32	30.69	52.92	47.47
占比（%）	96.61	96.48	95.88	98.34	96.74
设备销售（亿元）	0.67	0.92	1.02	0.66	1.25
占比（%）	3.02	3.01	3.18	1.22	2.55
其他业务（亿元）	0.08	0.15	0.30	0.23	0.35
占比（%）	0.37	0.51	0.93	0.43	0.71
合计（亿元）	22.12	30.39	32.01	53.81	49.07

数据来源：2021-2025 公司年报，国泰海通证券研究

表2：近五年毛利拆分中工程施工占比始终高于 90%

分业务	2021	2022	2023	2024	2025
工程施工（亿元）	1.64	3.00	4.13	7.07	11.65
占比（%）	93.87	91.37	91.14	96.89	96.60
毛利率（%）	7.66	10.22	13.47	13.35	24.53
设备销售（亿元）	0.09	0.24	0.32	0.15	0.26
占比（%）	5.33	7.29	7.06	2.08	2.19
毛利率（%）	13.97	26.14	31.44	23.03	21.06
其他业务（亿元）	0.01	0.04	0.08	0.08	0.15
占比（%）	0.80	1.31	1.81	1.03	1.22
毛利率（%）	17.15	27.98	27.41	32.07	42.25
合计（亿元）	1.75	3.28	4.54	7.29	12.06

数据来源：2021-2025 公司年报，国泰海通证券研究

1.1.2. 盈利预测：维持预测 2026-2028 年 EPS7.10/8.97/10.42 元增 69.8/26.4/16.2%

海外高毛利项目持续放量，项目结构优化支撑毛利率维持高位。2025 年公司新加坡主营业务收入 35.50 亿元，同比增长 56.02%，收入占比提升至 72.87%，毛利率达到 28.50%，显著高于国内业务的 13.88%；2026 上半年综合毛利率仍维持 24.25%，同比提升 7.36pct。随着 VSMC 厂务系统、MEP 工程及新签海外机电工程持续进入集中执行阶段，海外高质量项目收入占比预计维持较高水平，我们预计 2026-2028 年工程施工收入分别为 78.32/97.90/112.59 亿元，同比增长 65.0%/25.0%/15.0%，综合毛利率分别为 24.6%/24.6%/24.6%，维持高位。

大型项目连续交付叠加精细化成本管控，规模效应有望进一步释放。公司连续执行联电、VSMC 等大型半导体工程，海外项目经验逐步沉淀并复用于设计、采购、供应商管理及分包体系，有助于降低项目组织和执行成本。2026 上半年公司指出，利润增速显著高于收入增速主要受益于项目毛利率较好及分包成本有效控制；公司保持轻资产、低费用率经营模式，2025 年

仅供内部参考，请勿外传

销售、管理及研发费用合计约 1.41 亿元，占营业收入比例不足 3%。随着收入规模扩张，固定费用进一步摊薄，净利率有望维持在较高水平。

海外订单滚动接续叠加存量客户持续贡献，利润增长确定性较强。 截至 2026 上半年，公司未完工项目 43 个，合同总额约 78.98 亿元，其中 4 月新签 31.15 亿元海外机电工程项目当期已确认收入 4.09 亿元;联电项目之后，公司又连续获得 VSMC 厂务系统、VSMC MEP 及亚翔工程新加坡分包项目。

表3：主营业务分项预测中毛利率水平维持高位

业务	项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
工程施工	营业收入（百万元）	5,291.47	4,746.69	7,832.04	9,790.0	11,258.6
	同比增速（%）	72.40	-10.30	65.00	25.00	15.00
	营业成本（百万元）	4,585.06	3,582.33	5,910.84	7,388.55	8,496.83
	毛利率（%）	13.35	24.53	24.53	24.53	24.53
	占营收比重（%）	98.34	96.74	97.03	96.91	96.66
设备销售	营业收入（百万元）	65.85	125.15	187.73	244.04	305.05
	同比增速（%）	-35.34	90.05	50.00	30.00	25.00
	营业成本（百万元）	50.68	98.79	148.19	192.65	240.81
	毛利率（%）	23.03	21.06	21.06	21.06	21.06
	占营收比重（%）	1.22	2.55	2.33	2.42	2.62
其他业务	营业收入（百万元）	23.33	34.69	52.04	67.65	84.56
	同比增速（%）	-22.00	48.69	50.00	30.00	25.00
	营业成本（百万元）	15.85	20.03	30.05	39.07	48.83
	毛利率（%）	32.07	42.25	42.25	42.25	42.25
	占营收比重（%）	0.43	0.71	0.64	0.67	0.73
合计	营业收入（百万元）	5380.65	4906.53	8071.80	10101.74	11648.17
	同比增速（%）	68.09	-8.81	64.51	25.15	15.31
	营业成本（百万元）	4,651.59	3,701.15	6,089.08	7,620.26	8,786.47
	毛利率（%）	13.55	24.57	24.56	24.56	24.57

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

表4：盈利预测管理费用/研发费用率维持不变

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5380.65	4906.53	8071.80	10101.74	11648.17
同比增速（%）	68.09	-8.81	64.51	25.15	15.31
毛利率（%）	13.55	24.57	24.56	24.56	24.57
税金及附加占比（%）	0.12	0.05	0.05	0.05	0.05
销售费用占比（%）	0.06	0.08	0.08	0.08	0.08
管理费用占比（%）	1.63	1.68	1.68	1.68	1.68
研发费用占比（%）	0.89	1.12	1.12	1.12	1.12
归母净利润（百万元）	**635.91**	**892.17**	**1,514.52**	**1,913.69**	**2,224.10**
同比增速（%）	121.66	40.30	69.76	26.36	16.22
EPS（元/股）	2.98	4.18	7.10	8.97	10.42

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

综上所述，我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 15.15/19.14/22.24 亿元，同比增长 69.8%/26.4%/16.2%，对应 EPS 7.10/8.97/10.42 元。

仅供内部参考，请勿外传

1.2. 估值建议：维持目标价 220.10 元，对应 2026 年 31 倍 PE

我们采用可比公司 PE 估值法作为主要估值方法，并结合公司历史估值分位及 PEG 水平进行交叉验证。

亚翔集成属于轻资产专业工程服务商，固定资产投入规模较小，盈利能力主要由项目获取、工程结构、成本管控及项目执行效率决定，PE 估值能够更直接反映公司盈利增长和经营质量变化。

1.2.1. 当前 PE 约 28 倍，估值修复至长周期中枢附近

以 2026 年 8 月 25 日收盘价计算，公司 TTM PE 约 28.08 倍，处于 2016 年以来历史估值中枢附近。按报告基准价 161.52 元及 TTM EPS 约 5.73 元计算，公司当前 TTM PE 约 28.2 倍。2016 年以来，公司 PE 估值区间最大值、75%分位、50%分位、25%分位和最小值分别约为 51.04 倍、40.65 倍、30.25 倍、19.85 倍和 9.46 倍，当前估值位于 25%分位与中位数之间，略低于长周期估值中枢。公司估值已经明显脱离 2023-2025 年的低位水平，但尚未进入历史 75%分位以上的高估值区间。

估值中枢上移具有基本面支撑。2025 年公司综合毛利率和归母净利率分别达到 24.57%和 18.18%，ROE 提升至约 43%；2026 年上半年综合毛利率仍维持 24.25%，营业收入同比增长 51.36%，归母净利润同比增长 204.80%，说明盈利改善已由单个项目结算逐步延伸至项目结构优化和成本管控能力提升。公司半年度报告进一步说明，利润增长主要来自施工项目毛利率较好以及分包成本得到有效控制。

1.2.2. PE 估值法计算公司合理估值为 220.10 元

可比公司选择方面，我们综合考虑业务模式、下游应用领域、客户结构及产业链位置等因素，选取圣晖集成、柏诚股份、深桑达 A、华康洁净及美埃科技作为可比公司。

其中，圣晖集成、柏诚股份与公司均聚焦高科技洁净室工程领域，主营业务覆盖洁净室系统集成、机电工程及厂务建设，与亚翔集成在业务模式、项目制经营特点及下游半导体客户结构方面具有较高可比性，是公司最直接的同业标的。圣晖集成同样具备台资背景及半导体客户资源，在高端洁净室工程领域具有较强竞争力；柏诚股份则深耕国内半导体、新型显示等高洁净度应用场景，具备较完善的洁净室系统集成能力。

考虑到 A 股市场中纯半导体洁净室工程企业数量有限，单一可比维度难以充分反映公司作为高端半导体工程服务商的价值属性，因此进一步纳入深桑达 A、华康洁净及美埃科技作为产业链相关可比公司。其中，深桑达 A 依托中电二所、中电四所等专业工程资源，覆盖半导体厂房建设及高科技工程服务领域；华康洁净主要布局洁净室系统集成业务，在医疗、电子等领域具备技术积累；美埃科技则聚焦洁净环境设备及空气净化系统，与半导体洁净室建设需求具有较强关联性。

表5：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
603163.SH	圣晖集成	79.54	1.55	2.39	3.33	51.32	33.28	23.86
601133.SH	柏诚股份	24.81	0.39	0.73	0.97	63.62	34.20	25.64
000032.SZ	深桑达 A	14.33	-0.11	0.26	0.37	-128.29	55.12	39.04
301235.SZ	华康洁净	41.37	1.14	1.51	2.20	36.29	27.43	18.76
688376.SH	美埃科技	65.74	0.90	2.17	2.91	73.04	30.29	22.55
	平均值						**31.30**	**22.70**

注：股价取 2026 年 8 月 25 日收盘价，平均值计算部分不包含深桑达 A
资料来源：Wind 一致预期，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

按 2026 年 8 月 25 日收盘价及 Wind 一致预期计算，可比公司 2026 年平均预测 PE 约 31.3 倍。其中，圣晖集成、柏诚股份作为与公司业务模式最为接近的洁净室工程企业，2026 年预测 PE 分别约 33.28 倍、34.20 倍；华康洁净、美埃科技等产业链相关企业 2026 年预测 PE 分别约 27.43 倍、30.29 倍，整体估值水平集中于 30-40 倍区间。考虑深桑达 A 业务结构较为综合，盈利波动较大，估值参考意义相对有限，因此在计算可比公司估值水平时予以剔除。

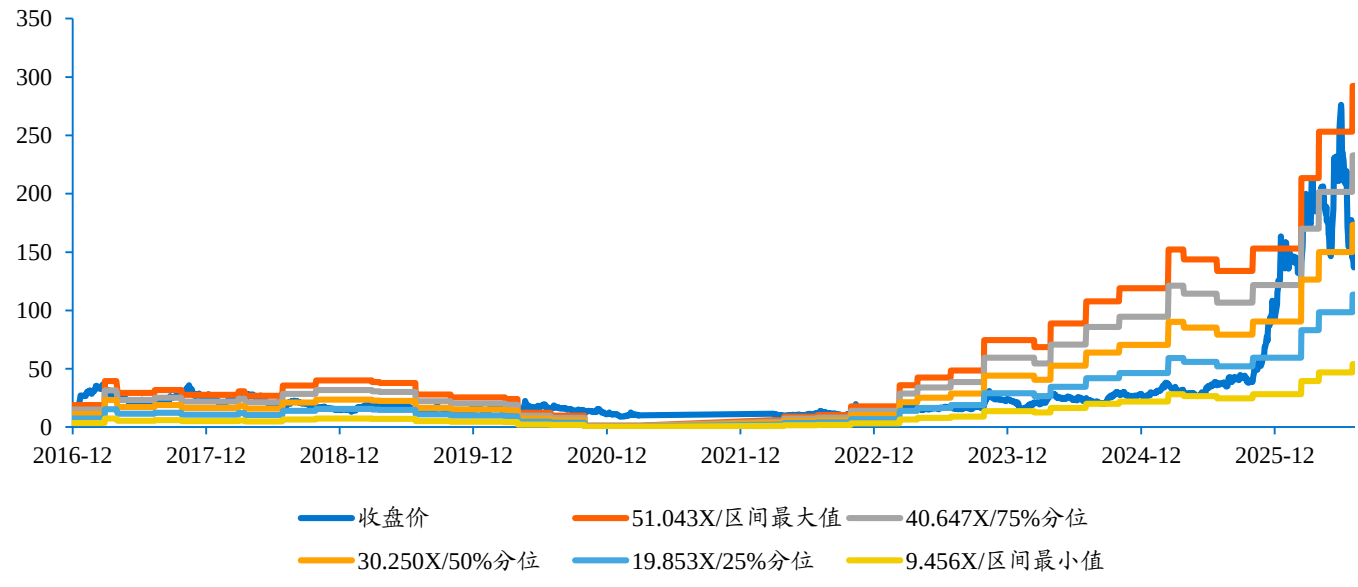
亚翔集成有长期积累的半导体洁净室技术能力、台系晶圆厂客户资源以及海外大型项目交付经验。2025 年以来，公司新加坡业务占比持续提升，高毛利海外项目进入集中确认阶段，推动盈利能力显著改善，2025 年毛利率达到 24.57%，归母净利率提升至 18.18%，盈利水平明显高于传统工程企业。

公司的成长确定性较强。预计 2026-2028 年公司实现归母净利润 15.15 亿元、19.14 亿元和 22.24 亿元，2025-2028 年归母净利润复合增长率约 35.3%。随着 VSMC 新加坡 12 英寸晶圆厂项目、亚翔工程新加坡分包项目等海外订单进入集中兑现期，公司收入规模和利润水平仍处于快速增长阶段。

综合考虑公司与可比公司的业务相似性、盈利能力差异及成长阶段，我们认为亚翔集成应享受一定估值溢价。相较可比公司，公司在高等级半导体洁净室领域具备更强技术壁垒，在海外晶圆厂项目获取及交付方面具备稀缺能力，同时具备较高 ROE 水平和优质现金流表现，因此估值中枢应高于传统洁净室工程企业。

基于可比公司估值水平及公司成长属性，我们给予亚翔集成 2026 年 31 倍 PE。对应 2026 年预测 EPS 7.10 元，目标价为 220.10 元。估值对应 2025-2028 年归母净利润复合增长率约 35.6%，PEG 约 0.87 倍，估值水平处于合理区间。

图1：PE 估值分位



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

表6：亚翔集成历史估值与财务指标表（单位：亿元）

指标	2021	2022	2023	2024	2025
归母净利润	0.25	1.51	2.87	6.36	8.92
增速	-	503.67%	90.58%	121.66%	40.30%

仅供内部参考，请勿外传

EPS(元/股)	0.12	0.71	1.34	2.98	4.18
平均 PE	90.60	16.91	13.32	7.99	9.72
最高 PE	104.67	27.92	23.19	10.16	25.91
最低 PE	75.00	13.07	9.85	4.86	6.08
资产负债率	53.34%	53.78%	59.10%	54.20%	57.01%
ROE	2.41%	13.63%	22.10%	39.09%	43.18%
净利率	1.13%	4.95%	8.96%	11.82%	18.18%
经营现金流	0.45	2.66	5.26	16.02	16.66
经营现金流/净利润	175.15%	175.63%	179.61%	252.52%	188.01%
应收账款	5.74	6.44	9.84	6.07	4.57
增速	159.73%	12.27%	52.75%	-38.32%	-24.80%
应收账款/营业收入	25.95%	21.20%	30.75%	11.28%	9.31%
当年股息率	0.82%	1.97%	4.18%	3.61%	2.77%
市值	25.94	27.05	51.04	59.16	203.76

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

2. 洁净室行业景气向上：半导体产业的“地基工程”

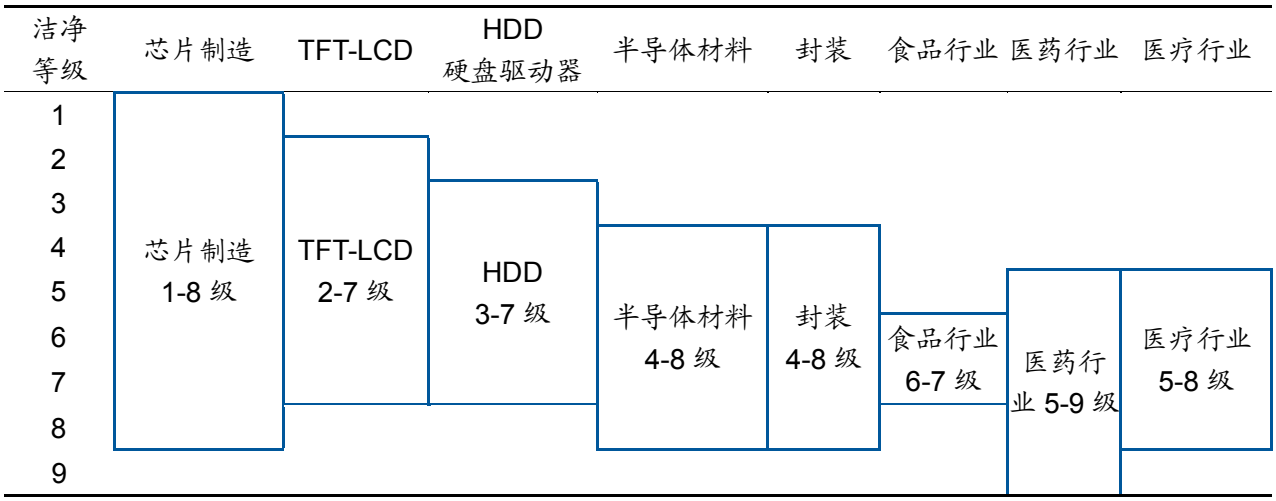
洁净室是半导体制造不可或缺的基础设施。芯片是人类最精密的工业产品，制程已进入个位数纳米级别，空气中的微尘、分子甚至离子都可能导致电路短路、覆膜缺陷或掺杂异常，从而严重影响良率。先进制程半导体芯片需要在 ISO 1 至 ISO 4 级洁净室环境中生产，其中关键制程要求 ISO 2-ISO 1 级。洁净室不仅贯穿晶圆制造环节，上游材料生产和下游封装测试同样需要大量洁净空间。可以看出，虽然洁净室工程并不独立存在，是生产厂商的辅助性工程，但同时也是高端制造的一部分。

2.1. 半导体对洁净等级要求高，洁净室占资本开支 5%~15%

从投资占比看，洁净室工程约占半导体项目总投资的 5%-15%。占比不及生产设备（约 50%-80%），但洁净室直接决定了设备能否正常运转和产品良率，其建设质量对半导体工厂的核心竞争力影响深远。

半导体行业是洁净室工程需求的核心来源。从下游应用结构看，根据观研咨询，我国洁净室工程下游需求中电子行业占比约 54.2%，食品医药及医疗领域合计约 24.5%，其余领域占 21.3%。正如不同行业对微粒控制的要求差异，洁净等级呈现出明显的阶梯化特征，半导体是电子行业中对洁净环境要求最严苛的细分领域。随着先进制程持续推进和国产替代加速，半导体领域占比预计将进一步提升。

图2：不同行业对洁净室洁净等级要求



资料来源：亚翔集成招股说明书，国泰海通证券

作为工业洁净室中技术壁垒最高的板块，芯片制造与封装对洁净环境的把控达到了极高标准，且其内部不同作业区及工艺节点的等级要求差异巨大。在芯片制造环节，整体洁净等级跨度在 ISO 1 级至 ISO 8 级之间。其中，光刻区代表了最高等级的洁净环境，对微粒控制、温湿度稳定性和气流组织等指标提出了极为严苛的要求，控制粒径需达 10-100nm 甚至更小。

具体而言，EUV 光刻作业区要求达到最为顶尖的 ISO 1 级标准，DUV 光刻区需达到 ISO 2-3 级，光刻辅助工序则保持在 ISO 2-4 级的受控环境。在核心前道工艺区，包括氧化、扩散、清洗、刻蚀、薄膜沉积、离子注入以及化学机械抛光（CMP）等主工序，洁净等级要求集中在 ISO 2-5 级区间。此外，芯片制造的检测区域洁净度要求为 ISO 3-6 级，而厂房内部的设备区则落位于 ISO 6-8 级。在半导体封装领域，洁净度标准同样依据工艺复杂度呈现出显著的阶梯特征。先进封装工艺由于技术门槛与集成度极高，其洁净度标准已攀升至 ISO 3-5 级；而传统封装工序对环境容忍度相对较高，洁净等级通常在 ISO 6-7 级，相应的封装辅助区域则降至 ISO 8 级。

2.2. 半导体、AI 算力、国产替代三大引擎共振，扩大行业需求

当前洁净室行业面临三重需求驱动：

半导体建厂超级周期持续。SEMI 数据显示，2024 年中国大陆新运营 18 座晶圆厂，占全球新增的约一半。

仅供内部参考，请勿外传

AI 算力爆发催生新增量。美光科技 HBM 高带宽存储器和台积电 CoWoS 先进封装产能急剧扩张，洁净室已成为 HBM 供应能力提升的核心瓶颈。美光科技表示，AI 数据中心建设推动存储需求快速增长，HBM 需求大幅提升进一步加剧供给压力；由于 HBM 相较传统 DRAM 需要更多晶圆及洁净室空间，而全球洁净室建设周期正在拉长，新增洁净室空间已成为存储产能扩张的重要约束。

国产替代加速。中国半导体进口逆差超 2000 亿美元，十五五期间科技自立自强被列为重中之重，以中芯国际、长鑫存储、长江存储为首的晶圆厂持续增加资本开支。三重引擎共振下，2024 年中国洁净室工程市场规模约 2962 亿元，预计 2026 年达约 3586 亿元， 2029 年超 5700 亿元，年均复合增长率约 15%。

2.3. 洁净室行业呈现金字塔式分层，高端市场寡头垄断

中国洁净室工程行业呈现典型的金字塔式竞争格局。低端市场参与者超过 2000 家，集中在普通电子元器件、印刷等对洁净度要求不高的领域，价格竞争激烈。而在半导体等高端领域，能承接 ISO 4 级及以上洁净室系统集成方案的企业屈指可数，高端半导体洁净室的 CR5 市占率接近 50%，圣晖集成、柏诚股份通过邀标获取的订单比例均超过 90%，行业壁垒极高。目前，A 股市场已形成以亚翔集成、华康洁净、柏诚股份、圣晖集成、太极实业、深桑达 A 为代表的龙头企业集群。

表7：中国洁净室工程行业主要竞争者

公司名称	业务类型	公司简介
亚翔集成	洁净室 EPCO	中国台资半导体洁净室龙头，海外盈利质量优异。公司是国内少数具备承接 Class 1-Class 10 高等级洁净室项目能力的企业，依托母公司中国台湾亚翔工程的技术支持与全球客户网络，深度绑定台积电、联华电子、世界先进等台系半导体巨头。
圣晖集成	洁净室 EPCO	封装及精密制造领域龙头，前瞻布局美国市场。公司是国内少数具备跨领域、跨国界及全产业链服务能力的综合承包商，累计实施超 500 项洁净室相关工程。母公司中国台湾圣晖已于德州设立子公司，计划优先聚焦德州本地客户，后逐步切入台积电 P4 及 AP 厂项目，美国区域有望贡献显著增量。
柏诚股份	洁净室 EPCO	境内洁净室系统集成龙头。公司 1994 年设立，从单一空调工程起步，2017 年起全面覆盖新型显示、DRAM 芯片、生物医药等新兴产业。随着”两存”扩产及算力国产替代提速，公司作为境内洁净室龙头有望充分受益。
太极实业	工程总承包	电子高科技工程技术服务业务集中于子公司十一科技，经营方式为承接电子高科技工程建设项目的工程咨询、设计、监理、项目管理和工程总承包业务。同时，子公司十一科技还服务于高端制造，数据中心，生物医药与保健等业务领域并构筑了竞争优势。
深桑达 A	工程总承包+洁净室 EPCO	中电二/四公司为行业规模龙头，提供全产业链洁净室整体解决方案，服务中芯国际、长鑫存储、长江存储、华虹半导体、京东方等头部客户。公司同步加速海外布局，中标泰国、马来西亚、越南等多地洁净室工程项目。中电二/四公司作为中电系洁净室工程主力，具备承接大型复杂项目的综合能力和资源禀赋，海外市场突破有望成为重要增长极。
华康洁净	洁净室 EPCO	医疗洁净室龙头，电子洁净业务起步。公司是国内洁净室系统集成化解决方案服务商，公司在医疗洁净室领域积累的洁净控制技术和项目经验可向电子领域迁移，随着电子洁净业务逐步放量，有望打开第二增长曲线。
盛剑科技	绿色厂务系统解决方案	半导体洁净配套厂务系统细分龙头，废气治理国产替代核心标的。公司聚焦泛半导体洁净厂房配套绿色厂务系统，主营工艺废气治理、精密温控、高真空输送与 AMC 分子污染治理业务，产品是高等级洁净室必备配套设备，适配先进制程产线改造与新建需求。深度绑定中芯国际、长江存储、长鑫存储、华为等国内头部晶圆、存储厂商，配套洁净室整体 EPC 项目落地。受益国内存储、逻辑晶圆厂洁净室新建及存量产线升级改造，国产替代空间广阔。

仅供内部参考，请勿外传

国投中鲁	洁净室 EPCO	公司为国内浓缩果蔬汁出口龙头，具备稳定的传统业务现金流。公司重大资产重组收购中国电子工程设计院 100%股权，正式切入半导体高端洁净赛道，完成基本面重塑。注入资产电子院为国内洁净工程国家队龙头，在高等级晶圆、新型显示洁净厂房领域技术领先，深度绑定中芯国际、长江存储等头部客户，市占率位居行业第一梯队。重组后，公司形成传统消费业务稳底盘、半导体洁净工程提弹性的独特央企平台，叠加国家大基金二期战略加持，充分受益国内晶圆厂扩产与高端制造基建国产化浪潮，成长属性显著增强。

资料来源：各公司公告及财报，choice，国泰海通证券研究

2.4. AI 开启半导体新一轮资本开支周期

半导体建厂规模持续扩张，为洁净室工程市场提供坚实的增长基础。GMI 统计显示，2025 年全球半导体工厂建设市场规模为 472 亿美元，预计 2026 年增长至 593 亿美元，2035 年达 850 亿美元。亚太地区是全球最大的半导体工厂建设市场，受益于半导体制造产能的持续集中，中国大陆、中国台湾、韩国等地区的建厂需求最为旺盛。北美地区受 CHIPS 法案政策刺激，成为增长最快的区域市场之一。

全球半导体市场规模持续扩张。WSTS 2026 年 6 月春季预测显示，2026 年全球半导体市场规模有望达到 1.5 万亿美元，同比增长 89.9%。其中存储器表现尤为强劲，同比增长约 250%，市场规模超 8,000 亿美元；逻辑芯片预计增长 37%。WSTS 预计 2027 年全球半导体市场预计增长 27%至约 1.9 万亿美元。从区域分布来看，美洲市场 2026 年预计同比增长 112%，亚太地区同比增长 87%，欧洲同比增长 58%，日本同比增长 28%。本轮增长动能主要来自 AI 基础设施投资、云计算扩容、先进消费电子及汽车电子等下游需求的强劲拉动，AI 算力需求的爆发式增长是当前半导体行业的核心驱动。其中，美洲市场的高增速主要受益于 AI 算力芯片需求爆发及美国本土晶圆厂建设加速；亚太市场则受存储器价格回升和产能扩张驱动。

全球半导体资本支出进入新一轮扩张周期。据 SC-IQ 估算，2025 年全球半导体行业资本支出约 1660 亿美元，同比增长 7%。2026 年预计资本支出将增至 2000 亿美元，同比增长 20%。本轮资本开支与市场规模比率维持在合理区间，未呈现明显产能过剩信号，显示本轮扩张周期与需求增长基本匹配。

据 TBRC2026 年 1 月预测数据，2025 年全球洁净室工程市场规模为 84.7 亿美元，预计 2026 年增长至 92.5 亿美元，至 2030 年达 129.9 亿美元，2025-2030 年复合增长率为 8.9%。亚太地区受益于半导体制造产能的持续集中，是全球洁净室工程市场增长最快的区域，中国大陆、中国台湾、韩国等地区的晶圆厂和封测厂建设需求旺盛，为洁净室工程市场提供了持续增长的基本盘。北美地区受 CHIPS 法案的政策刺激，成为全球增速居前的区域市场，台积电美国亚利桑那州工厂、英特尔俄亥俄州工厂、美光纽约州工厂等大型项目持续推进，直接拉动北美地区洁净室工程需求。欧洲在欧盟芯片法案支持下加速产能建设，英特尔德国马格德堡工厂、台积电 ESMC 德累斯顿工厂等重大项目正在推进。从增长趋势看，全球洁净室工程市场与半导体资本开支周期高度同步，2026-2027 年将迎来晶圆厂和封测厂建设的集中释放期，市场规模有望加速上行。

算力国产替代提速，AI 需求挤兑下成熟制程全面紧张，8 英寸 BCD 制程大幅偏向 AI PMIC，国内晶圆代工厂在 28nm 等成熟制程领域产能持续扩张。国家持续加大对高科技产业的支持力度。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》明确聚焦新一代信息技术、生物技术等战略性新兴产业，要求集成电路行业做精做细成熟制程，提高先进制程制造能力。2024 年 5 月，国家集成电路产业投资基金三期正式设立，注册资本 3,440 亿元，超过前两期之和，预计将继续加大在芯片制造和封装测试等重资产环节的投入。TrendForce 预测，中国大陆成熟制程全球占比将从 2024 年的 33%

仅供内部参考，请勿外传

提升至 2027 年的 45%，中芯国际月产能已达 107.83 万片（8 英寸等效），产能利用率 93.1%，北京、上海、深圳、天津四大基地持续扩产。国产替代驱动下的成熟制程扩产浪潮和存储龙头融资后的资本开支放大，将成为未来五年拉动洁净室工程需求的重要边际增量。

超大规模云厂商资本开支连续两年大幅超预期，其中主要超大规模云厂商资本开支增速仍维持高位。

表8：2024-2026 年全球主要云服务商资本开支情况及最新指引（单位：亿美元）

公司	股票代码	2023A	2024A	2025A	2026E	同比增速
微软	MSFT	281.07	444.77	645.51	1,750.00	**171.10%**
谷歌	GOOGL	322.51	525.35	914.47	2,000.00	**118.70%**
Meta	META	270.45	372.56	696.91	1,375.00	**97.30%**
亚马逊	AMZN	481.33	776.58	1,283.20	2,200.00	**71.44%**
甲骨文	ORCL	86.95	68.66	212.15	500.00	**135.70%**

注：谷歌、Meta 预测数据为区间中值
资料来源：Microsoft、Alphabet、Meta、Amazon、Oracle 公司公告及业绩电话会，Wind，国泰海通证券研究

2.5. AI 算力需求向先进逻辑及存储产能扩张传导

数据中心资本开支最终通过服务器及算力基础设施采购转化为半导体需求，其中 AI 加速器、配套 CPU 以及高带宽存储器是主要增量方向。随着大模型训练规模持续扩大、推理及 Agentic AI 应用加速渗透，AI 服务器对先进逻辑芯片和高性能存储的需求持续提升，带动晶圆代工及存储厂商进入新一轮产能扩张周期。

AI 算力需求已成为台积电增长及资本开支扩张的主要驱动力。台积电 2026 年二季度表示 AI 相关需求超预期，长期增长趋势较年初预测进一步增强。为满足先进制程及先进封装需求，台积电已将 2026 年资本开支由年初的 520 亿至 560 亿美元进一步上调至 600 亿至 640 亿美元，其中 70%至 80%用于先进制程，另有 10%至 20%投向先进封装、测试及其他环节。公司同时加快 2nm 产能爬坡，并持续建设先进制程及先进封装厂房，AI 需求正在由芯片出货增长逐步转化为新增晶圆制造及封装产能。

存储环节的产能扩张弹性更为突出。Micron 此前预计，全球 HBM 市场规模将由 2025 年的约 350 亿美元提升至 2028 年的约 1000 亿美元，对应复合增速约 40%。HBM 相比传统 DRAM 需要消耗更多晶圆及制造资源，Micron 曾指出 HBM 相对 DDR5 存在约 3 比 1 的晶圆消耗比例，且随着 HBM 产品代际升级，该比例仍有进一步提升趋势。因此，HBM 需求增长不仅直接拉动先进 DRAM 产量，也会挤占传统 DRAM 的晶圆及洁净室资源，使存储厂商必须通过新增晶圆产能而非单纯依靠制程升级满足中长期需求。

上述趋势已开始体现为存储厂商更加明确的扩产计划。Micron 在 2026 财年第三季度指出，DRAM 和 NAND 行业需求均显著高于供给，供需偏紧状态预计持续至 2027 年以后；随着单位比特所需晶圆面积增加以及 HBM 产品结构占比提升，现有洁净室空间对供给增长的约束进一步增强，预计 2027 财年资本开支将继续高于 2026 财年第四季度水平，且同比新增资本开支中超过一半将来自厂房建设，以提前扩充洁净室产能。公司目前同步推进美国爱达荷州、纽约州、中国台湾铜锣、日本及新加坡等生产基地扩建。

2.6. 晶圆制造及存储扩产提速，洁净室工程需求持续释放

根据 SEMI 于 2026 年 7 月发布的最新预测，2026 年全球半导体制造设备销售额预计达到 1,659 亿美元，同比增长 23.2%，较此前预测明显上修；其

仅供内部参考，请勿外传

中晶圆制造设备 WFE 销售额预计达到 1,439 亿美元，同比增长 23.1%。预计至 2028 年，全球半导体制造设备销售额将进一步增至 2,295 亿美元，晶圆制造设备销售额达到 2,000 亿美元。分应用看，2026 年晶圆代工及逻辑、DRAM 和 NAND 设备销售额预计分别达到 780 亿美元、388 亿美元和 139 亿美元，其中 DRAM 和 NAND 设备销售额分别同比增长 39.0%和 30.7%，存储环节资本开支增速显著高于行业平均水平。

表9：2024-2026 年全球半导体产业规模情况及预测（单位：亿美元）

项目	2025A	2026E	2027E	2028E
全球半导体制造设备	1,346	1,659	2,012	2,295
其中：WFE	1,169	1,439	1,753	2,000
其中：Foundry & Logic	656	780	921	1,047
其中：DRAM	279	388	494	569
其中：NAND	106	139	182	208

资料来源：SEMI，国泰海通证券

洁净室及厂务工程是晶圆厂产能建设的前置环节，其需求通常先于设备搬入和产能释放。当前 AI 训练及推理需求持续增长，带动 GPU、ASIC 及高性能 CPU 出货提升，并进一步拉动先进制程逻辑芯片、HBM、服务器 DRAM 及企业级 NAND 需求。随着晶圆厂从制程升级逐步进入新增产能建设阶段，洁净室、暖通、特气、化学品、超纯水以及二次配等厂务系统需要在核心生产设备搬入前完成建设，因此晶圆厂资本开支上行有望率先体现为高等级洁净室及厂务工程订单增长。SEMI 最新 300mm Fab Outlook 预计，2026 年全球 300mm 晶圆厂前道设备支出达到 1,420 亿美元，同比增长 25%。

存储扩产是本轮洁净室需求增长弹性较高的方向。AI 服务器对 HBM 和高容量 DRAM 的需求快速增长，同时推理负载扩张持续提升企业级 SSD 及高层数 3D NAND 需求，使存储厂商资本开支由此前以技术迁移为主逐步转向技术升级与产能扩张并行。SEMI 预计 2026 年 DRAM 和 NAND 设备销售额分别同比增长 39.0%和 30.7%，按 SEMI 预测数据测算，2025-2028 年复合增速分别约为 26.8%和 25.2%，显著高于同期晶圆代工及逻辑设备增速。

亚翔集成业务结构与本轮半导体扩产方向具有较高匹配度。公司 2026 年半年报披露，上半年来自 IC 半导体、高阶封装、高阶印制电路板等电子产业的销售收入占主营业务收入的 99.05%，同时持续推进国内及新加坡高端洁净室项目。我们认为，随着全球晶圆制造设备投资预期持续上修、存储资本开支进入较快增长阶段，以及国内自主可控和东南亚半导体产能建设持续推进，高等级洁净室工程需求有望维持景气，具备大型高科技厂房交付经验、客户认证及海外项目执行能力的头部工程服务商有望优先受益。

2.7. 资本开支传导存在时滞，洁净室景气度具备较强韧性

我们认为，未来 2-3 年半导体洁净室工程行业仍将处于较高景气阶段，亚翔集成作为半导体洁净室龙头企业具备较强业绩确定性。我们认为，从产业链传导规律来看，即便 AI 大厂未来资本开支增速有所放缓，对半导体洁净室工程企业的业绩影响也相对有限。

半导体制造项目建设周期较长，洁净室工程需求相较终端 AI 资本开支具有明显滞后性。先进晶圆厂从规划建设、洁净室施工到设备搬入及最终量产通常跨越多个年度。Intel 披露，典型先进半导体 Fab 建设周期约为 3-5 年；美光 2026 年 1 月开工的新加坡 NAND 晶圆厂规划约 70 万平方英尺洁净室，预计至 2028 年下半年才开始晶圆产出。因此，当前洁净室工程企业所执行的项目，主要对应晶圆厂此前已经确定的中长期产能扩张计划，短期终端资

仅供内部参考，请勿外传

本开支增速变化对工程收入的影响存在明显滞后。

当前全球半导体资本开支已从单一 AI 驱动转向多因素共同驱动。一方面，HBM、高端 DRAM、先进封装等 AI 相关产能仍处于供给偏紧阶段，SK 海力士、美光等存储厂商仍在持续扩产；另一方面，中国大陆在国产替代政策推动下，成熟制程、特色工艺及存储器项目建设持续推进，中芯国际、长鑫科技、长江存储等企业仍保持较高资本开支水平。

洁净室工程企业收入确认具有较强的订单锁定属性。洁净室项目跨期实施的业务模式意味着，只要前期重大订单持续执行，短期新增订单或下游资本开支增速波动通常不会立即同步反映至当期收入。综合来看，即使未来海外 AI 资本开支增速阶段性回落，其向半导体制造产能建设及洁净室工程需求的传导仍存在较长时滞；与此同时，存储扩产、先进制程投资以及半导体供应链本土化仍在提供新增需求。结合当前全球 Fab 投资规划，我们认为未来 2-3 年半导体洁净室工程需求仍具备较高能见度。

仅供内部参考，请勿外传

3. 重点上游企业资本开支提速，催化公司市值提升

上游晶圆厂及存储厂商的资本开支是亚翔集成订单景气度的重要前瞻指标。半导体洁净室及厂务工程需求主要来自晶圆厂新建、扩产和技术升级，上游资本开支增加后，通常会进一步带动厂房及厂务系统投资。

公司目前已经深度进入少数头部晶圆厂的工程供应体系。从客户集中度看，2025 年亚翔集成前五大客户销售额合计 45.28 亿元，占营业收入的 92.29%，进一步高于 2024 年的 87.77%。

3.1. 联华电子 UMC：资本开支重新上升，新加坡扩建打开获单窗口

亚翔集成已经进入 UMC 新加坡晶圆厂工程供应体系，此前参与 Fab 12i P3/P4 相关建设，工程范围包括洁净室、制程管路、暖通、电力、给排水等主要机电及厂务系统，已披露项目金额包括 2.05 亿美元及 1.83 亿新元。

UMC 是全球主要纯晶圆代工厂之一，战略上聚焦 22/28nm 及以上成熟制程和特殊工艺平台，主要产品包括：逻辑及混合信号芯片；OLED/LCD 显示驱动芯片；电源管理及 BCD 产品、嵌入式非易失性存储器；RF-SOI 及射频前端产品；MCU、网络通信、汽车电子和工业控制芯片等。这一业务定位的特点是产品生命周期长、客户认证周期长、工艺平台复用率高。与先进制程相比，成熟制程资本回报率不一定更高，但客户黏性更强，需求更加分散，适合以规模化制造、良率和特殊工艺组合形成壁垒。

UMC 2025 年实现营业收入 2,376 亿新台币，毛利率 29.0%，营业利润率 18.5%，盈利水平较 2022 年行业景气高点有所回落，但经历 2023-2024 年库存调整及产能利用率下行后，经营端已逐步进入复苏通道。2026 年上半年公司实现营业收入 1,297.7 亿新台币，同比增长约 11.3%，其中二季度收入 687.3 亿新台币，同比增长 17.0%、环比增长 12.6%；毛利率进一步回升至 32.5%，较一季度提升 3.3pct，营业利润率升至 21.8%，主业盈利能力持续改善。

UMC 长期处于全球晶圆代工行业前四名，是中国台湾第二大纯晶圆代工企业。其竞争优势不在先进节点，而在于成熟制程规模、特殊工艺组合、汽车级质量体系和全球化产能布局。特别是 22nm 平台相较传统 28nm 具有更低功耗和更高晶体管密度，又不需要承担先进制程极高的研发及设备成本，有望成为显示驱动、网络、MCU、消费及部分汽车产品升级的重要节点。

表10：联华电子（UMC）近五年资本开支与营收情况（单位：亿美元）

指标	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
资本开支	17.30	25.91	28.26	27.70	15.53	20.00
增速	87.31%	49.73%	9.06%	-1.95%	-43.93%	28.74%
营业收入	76.73	90.11	68.74	73.12	78.79	-
净利润	18.46	28.93	18.44	14.77	13.57	-
销售毛利率	33.82%	45.12%	34.94%	32.37%	28.46%	-
总市值	292.11	163.31	212.00	163.04	197.89	-

资料来源：Wind，国泰海通证券研究；预测数据来自公司 2026 年 7 月 29 日公告

过去两年 UMC 资本开支经历了明显的从收缩到重新上调的过程。2024 年实际资本开支约 28 亿美元，2025 年随新加坡 P3 主体建设逐步完成降至约 16 亿美元。

公司已经把资本投入计划延伸至 2027 年，UMC 于 2026 年 7 月 29 日将全年资本开支重新上调至 20 亿美元。与此同时，公司董事会正式批准进一步

仅供内部参考，请勿外传

扩建新加坡 P4 厂区无尘室产能并在台南建设新晶圆厂。2026Q2 UMC 产能利用率已经由 Q1 的 79%升至 85%，22/28nm 收入占比达到 37%，预计 Q3 产能利用率进一步突破 90%。

3.2. 世界先进与 VSMC：资本开支维持高位，一期产能锁定并开始评估二期扩产

世界先进成熟制程景气持续修复，AI 服务器相关电源管理需求成为新增驱动力。世界先进主要聚焦 8 英寸特色晶圆代工，产品覆盖电源管理 IC、显示驱动 IC、MOSFET 及功率器件、模拟及混合信号芯片等，其中电源管理为公司核心产品平台。随着 AI 服务器功耗持续提升，服务器 PMIC 等成熟制程需求明显增加，同时消费电子、工业及汽车半导体库存逐步恢复正常，公司产能利用率持续回升。2026 年二季度公司合并营收约 142.45 亿新台币，环比增长约 14%、同比增长约 22%，达到历史较高水平，较一季度 125.32 亿新台币进一步改善。公司此前预计二季度晶圆出货量环比增长 11%—13%、平均销售价格环比提升 2%-4%，成熟制程景气已由库存修复逐步转向量价改善。

表11：世界先进（5347.TW）近五年资本开支与营收情况（单位：亿美元）

指标	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
资本开支	4.78	6.05	2.09	4.98	20.58	22.00
增速	263.04%	26.55%	-65.41%	137.92%	313.18%	6.88%
营业收入	15.83	16.71	11.82	13.78	15.81	-
净利润	4.26	4.94	2.28	2.21	2.53	-
销售毛利率	43.58%	46.28%	27.29%	27.09%	28.10%	-

资料来源：Wind，国泰海通证券研究；预测数据来自公司 2026 年 8 月 4 日法说会

资本开支维持历史高位，投资重心已经由传统 8 英寸产线明显向 VSMC 12 英寸平台迁移。世界先进 2025 年现金资本支出约 640 亿新台币，2026 年资本支出计划维持 600 亿-700 亿新台币，其中约 85%投向新加坡 VSMC 厂房建设及 12 英寸设备，意味着单年用于 VSMC 的资本投入预计达到 510 亿-595 亿新台币。相比 2023-2024 年资本开支低位，公司 2025 年以来资本投入出现阶跃式提升，且 2026 年并未随着主体厂房建设推进而明显回落，表明项目已经由土建阶段进入设备安装、厂务系统完善及量产准备阶段。

VSMC 一期建设确定性进一步提高。VSMC 由世界先进与恩智浦分别持股 60%和 40%，是世界先进首次大规模进入 12 英寸晶圆制造的重要战略项目。新厂以 130nm–40nm 混合信号、电源管理及模拟产品为基础，并新增采用 30nm/40nm 技术的硅中介层产能。VSMC 已完成超过 200 台设备移入，并计划于 2027 年一季度正式量产。

一期产能已有较强客户保障，二期扩产开始进入前期评估阶段，VSMC 有望由单一建厂项目向持续扩建平台演进。世界先进表示，VSMC 一期规划产能已经获得较充分的客户长期协议支持，部分客户进一步提出新增产能需求，公司已开始讨论及评估第二阶段扩产方案。VSMC 最新建设进度亦持续推进，2025 年 10 月完成首批生产设备搬入，2026 年 7 月已迁入新办公楼，项目正由工程建设阶段加速转入量产准备阶段。

对于 2027 年的需求，公司管理层在 2026 年 8 月法说会上给出的表态同样较为明确。公司表示，AI 相关需求属于结构性增长，并预计 AI 将推动公司 2026 年和 2027 年收入继续增长；公司同时认为当前 AI 相关产能仍然不足。

3.3. 台积电：长期合作关系已获验证，资本支出再上台阶打开扩建空间

仅供内部参考，请勿外传

台积电与亚翔集成已经建立了经过大型 12 英寸晶圆厂项目验证的长期工程合作关系。亚翔集成 2019 年发布公告承建台积电（南京）有限公司 MEP 机电统包安装工程，项目位于台积电南京晶圆十六厂，规划月产能 1 万片 12 英寸晶圆，总建筑面积约 155 万平方米，工程范围覆盖 FAB 生产区、动力及生产辅助区等主要厂务系统。该项目表明，公司已经直接进入台积电大陆晶圆厂的机电及厂务工程供应体系，而非仅参与外围单项洁净室施工。

双方合作在南京厂主体建设结束后仍在延续。亚翔集成 2025 年年报明确表示，公司继续维系与南京台积电的长期合作关系，并承接既有客户的改造或扩建工程；公司的经营策略亦明确提出，通过存量客户关系继续争取扩建、改造及设备二次配工程。

表12：台积电（TSM）近五年资本开支与营收情况（单位：亿美元）

指标	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
资本开支	305.56	352.31	295.10	301.91	417.31	620.00
增速	68.63%	15.30%	-16.24%	2.31%	38.22%	48.57%
营业收入	571.83	731.99	667.76	905.62	1,239.36	-
净利润	213.38	321.04	263.10	362.45	552.35	-
销售毛利率	51.63%	59.56%	54.36%	56.12%	59.89%	-
总市值	6,239.37	3,863.11	5,393.87	10,242.91	15,761.27	-

资料来源：Wind，国泰海通证券研究；预测数据来自公司 2026 年 7 月 16 日法说会

从资本开支周期看，台积电已经进入新一轮明显加速阶段。公司 2023、2024 年实际资本开支分别约 304 亿美元和 298 亿美元，经历两年相对平稳期后，2025 年快速提升至 417 亿美元。公司在 7 月 Q2 法说会上将全年资本开支指引进一步上调至 600 亿-640 亿美元，较 2025 年同比增长约 47%-56%，创历史新高。台积电表示，本轮投资主要用于先进制程、特色工艺以及先进封装等产能建设，并预计未来几年资本投入仍将维持较高水平。

公司在 2026 二季度法说会上表示未来三年资本开支显著高于过去三年。公司披露未来数年将在中国台湾建设 13 座先进制程及先进封装厂，同时将美国亚利桑那州投资计划再增加 1000 亿美元，用于建设更多 2nm 及以下逻辑晶圆厂和先进封装厂。

3.4. 中芯国际：高资本开支常态化，构成国内订单稳定底盘

亚翔集成 2025 年报已明确将中芯国际列为长期合作客户。与 UMC 和 VSMC 依靠单个新加坡超大型项目驱动不同，中芯国际的资本开支长期分散于上海、北京、天津、深圳等多个生产基地，表现为持续的新建产能、扩建、设备搬入以及存量产线升级。因此，中芯国际对亚翔的意义并不主要体现为一次性数十亿元大单，而是长期、高频、跨厂区的工程需求。

从资本开支看，中芯国际近年来并未出现明显收缩。2024 年资本开支约 73.3 亿美元；2025 年进一步增长 10.5%至 81 亿美元；公司 2026 年继续指引资本开支与 2025 年大体持平，即约 80 亿美元的历史高位。与部分海外晶圆厂在单个大型项目建成后明显降低投资不同，中芯国际的资本支出已经呈现较强的“高位常态化”特征。

表13：中芯国际（00981.HK）近五年资本开支与营收情况（单位：亿美元）

指标	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
资本开支	43.40	62.61	76.33	76.70	84.03	85.00
增速	-18.25%	44.24%	21.93%	0.48%	9.56%	1.15%

仅供内部参考，请勿外传

营业收入	54.43	72.73	63.22	80.30	93.27	-
净利润	17.02	18.18	9.03	4.93	6.85	-
销售毛利率	30.79%	37.97%	19.26%	18.03%	20.98%	-
总市值	1,474.86	1,323.00	1,578.19	2,536.42	5,716.29	-

资料来源：Wind，国泰海通证券研究；预测数据来自公司 2025 年年报指引

最新经营数据进一步增强了持续扩产的必要性。2026 年二季度中芯国际收入同比增长 36%至超过 30 亿美元，归母利润达到 4.79 亿美元；公司 8 月 13 日表示，AI 相关芯片需求在下半年仍将保持强劲，并计划调整现有产能、加快新生产线爬坡，以缓解当前行业供给约束。对于洁净室和厂务工程企业而言，新产线加速爬坡不仅意味着设备采购，同时对应设备 Hook-up、气体化学品管路、电力、暖通及洁净环境调整等持续工程需求。

3.5. 长鑫科技：产线升级叠加高资本开支，国内 DRAM 项目打开持续获单空间

亚翔集成与长鑫科技已经建立较为扎实的项目合作基础。公司早期承接长鑫 12 英寸存储器晶圆制造基地 H03 工艺动力系统包，项目金额约 7.69 亿元，工程范围覆盖高技术厂房工艺动力系统。亚翔集成官网将该项目列入半导体领域代表性工程。

长鑫科技近年来保持较高资本投入。按照招股说明书现金流量表口径，2023 至 2025 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 436.58 亿元、712.30 亿元和 497.39 亿元，三年累计资本开支达到 1,646.27 亿元。2024 年资本开支同比增长 63.2%，2025 年虽然同比下降 30.2%，但绝对规模仍接近 500 亿元，明显高于多数国内晶圆制造企业。同期，公司 12 英寸晶圆制造生产线产能利用率由 2023 年的 87.06%提高至 2024 年的 92.46%，2025 年进一步升至 95.73%，现有产线已接近高负荷运行状态。

表14：长鑫科技（688825.SH）近五年资本开支与营收情况（单位：亿人民币）

指标	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
资本开支	-	354.31	436.58	712.30	497.39	-
增速	-	-	23.22%	63.15%	-30.17%	-
营业收入	-	82.87	90.87	241.78	617.99	-
净利润	-	-91.71	-192.25	-90.51	71.44	-
销售毛利率	-	-3.13%	-1.93%	5.58%	40.99%	-

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

2025 年资本开支下降主要与建设周期及设备付款节奏有关，不宜简单理解为扩产意愿转弱。截至 2025 年末，长鑫科技由已签订但尚未履行的长期资产购买合同及订单形成的资本性支出承诺仍达到 171.29 亿元，后续设备到货、厂务改造和机台搬入仍将持续产生现金投入。

公司 IPO 募投项目总投资达到 345 亿元，计划使用募集资金 295 亿元，分别用于存储器晶圆制造量产线技术升级改造、DRAM 存储器技术升级及前瞻技术研发。其中两项生产线升级项目的建设时间直接覆盖 2026-2027 年。存储器晶圆制造量产线技术升级改造项目计划于 2027 年底前分批实施厂务改造、机台搬入、机台调试和机台投产，并于 2028 年上半年完成验收；DRAM 存储器技术升级项目自 2025 年第四季度启动设备采购，计划于 2026 年至 2027 年底分批实施设备搬入和设备调试，并于 2028 年上半年完成验收。

3.6. 长江存储：三期项目进入设备安装，新增晶圆厂规划提升订单弹性

亚翔集成较早进入长江存储工程供应体系，合作范围已经覆盖多个建设阶

仅供内部参考，请勿外传

段。亚翔曾参与国家存储器基地一期及一期二阶段项目，工程内容包括 FAB1 通用配电购装及通用配电 B 标段，涉及主厂房母线、配电盘、照明、电缆及桥架等系统。2021 年，公司中标国家存储器基地一期 FAB2 及配套设施项目 FAB2a 通用配电包，中标金额约 2.78 亿元；2022 年公司披露的在建项目中包括武汉长江存储通用配电和二次配工程。

根据 TrendForce 测算，长江存储 2022 至 2024 年资本开支约为 55 亿美元、13 亿美元和 30 亿美元，2025 年提高至约 39 亿美元。2023 年资本开支受行业周期和设备限制影响降至低位，2024 年以来重新进入恢复通道，2025 年预计同比增长 30.0%。

长江存储三期项目已经由厂房建设阶段进入设备安装及量产准备阶段。长江存储三期为武汉集成电路产业第三个千亿级项目，目前正在安装大型洁净厂房设备，计划于 2026 年建成投产，并带动约 200 家上下游企业集聚。

3.7. 美光科技：母公司已进入供应链，亚翔集成具备潜在协同空间

中国台湾《经济日报》报道称，亚翔集成母公司亚翔工程已承接美光新加坡 HBM 先进封装厂 EPC 统包工程。2026 年 6 月该报进一步披露，亚翔工程再获美光新加坡新厂厂务统包工程大单，项目交付期延续至 2029 年。

美光是当前客户体系中最值得关注的潜在新增量，因其已经进入多年大规模厂房建设周期。公司在最新 2026 财年第三财季业绩说明中明确表示，随着制程升级及 HBM 需求增长，单位晶圆产出所需要的洁净空间不断增加，而新建晶圆厂建设周期长、工程复杂，洁净室空间已经成为限制行业供给扩张的重要因素。

存储景气上行推动美光经营业绩明显改善。公司在 2026 年 6 月 24 日盘后发布 2026 财年第三财季财报，报告期截至 2026 年 5 月 28 日，公司实现营业收入 414.56 亿美元，较上一财季的 238.60 亿美元增长 73.7%，较上年同期的 93.01 亿美元增长 345.7%；GAAP 净利润达到 282.43 亿美元。2026 财年前三个财季累计营业收入达到 789.59 亿美元。公司同时预计第四财季收入约 500 亿美元，存储器供需改善及 AI 相关需求仍在推动收入和盈利水平上行。

表15：美光科技（MU）近五年资本开支与营收情况（单位：亿美元）

指标	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
资本开支	100.30	120.67	76.76	83.86	158.57	270.00
增速	21.97%	20.31%	-36.39%	9.25%	89.09%	70.27%
营业收入	277.05	307.58	155.40	251.11	373.78	-
净利润	58.61	86.87	-58.33	7.78	85.39	-
销售毛利率	37.62%	45.18%	-9.11%	22.35%	39.79%	-
总市值	1,043.28	545.37	941.93	937.69	3,212.32	-

资料来源：Wind，国泰海通证券研究；预测数据来自公司 2026 年 6 月 24 日业绩公告

资本开支同步进入快速扩张阶段。按美光公司披露的净资本开支口径，2021—2025 财年分别为 97.2 亿、119.8 亿、70.1 亿、81.2 亿和 138.0 亿美元。2026 财年第三财季单季净资本开支达到 71 亿美元，预计第四财季资本开支约 100 亿美元，并将 2026 财年全年资本开支指引提高至约 270 亿美元，同比增长约 95.7%，较 2024 财年已增长超过两倍。

新加坡是美光本轮扩产的重点区域之一。2025 年 1 月，公司启动 HBM 先进封装工厂建设，规划投资约 70 亿美元，预计 2026 年开始运营，并于

仅供内部参考，请勿外传

2027 年明显提升先进封装产能。2026 年 1 月，美光进一步启动新加坡先进晶圆制造设施建设，计划未来十年投资约 240 亿美元，新增约 70 万平方英尺洁净室面积，预计于 2028 年下半年开始形成晶圆产出。两项项目规划投资合计约 310 亿美元，覆盖 HBM 先进封装及 NAND 晶圆制造，是美光满足 AI 时代存储需求的重要产能布局。

两项计划合计投资约 310 亿美元，建设周期覆盖 2025-2028 年。公司表示 2027 财年同比增加的资本开支中超过一半将来自建设类资本开支，主要用于提前扩充满足长期需求所需的洁净室产能；DRAM 和 NAND 需求继续明显高于供给，并预计供需紧张状态将持续至 2027 年以后；制程升级需要更多洁净室面积，HBM 占比提高进一步增加晶圆和洁净空间需求，新建晶圆厂已经成为中长期增加供给所必需的环节。

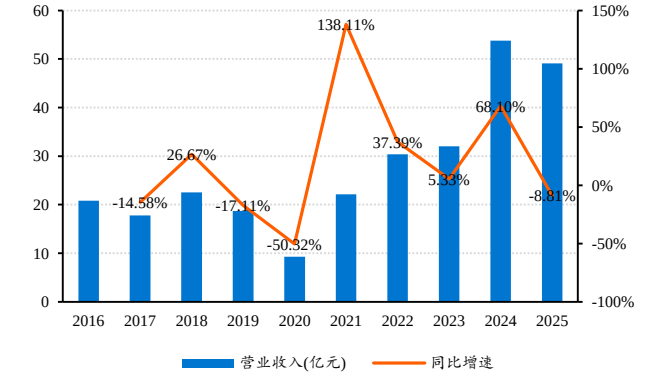
仅供内部参考，请勿外传

4. 盈利模式重塑：海外经营能力沉淀推动公司价值中枢上移

我们认为，公司当前所处阶段与上一轮半导体投资周期存在明显区别。上一阶段的增长主要表现为工程量增加带来的收入扩张，而本轮增长除了行业景气和订单规模之外，经营质量改善开始成为独立的利润来源。公司未来价值的核心，也正在由单个大型项目创造的阶段性利润，逐步向高端半导体工程项目持续获取及交付能力延伸。

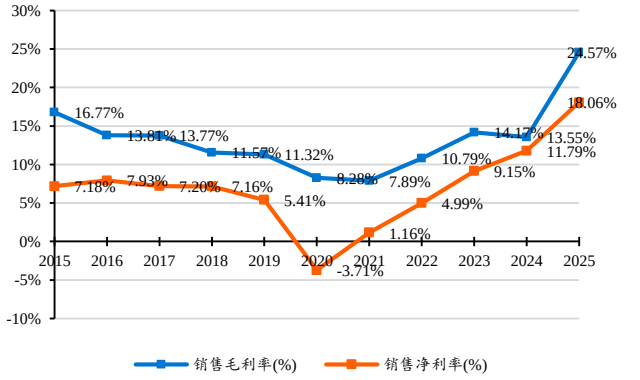
回顾公司历史经营周期，2019—2020 年为上一轮半导体资本开支下行期，同时因为公司过去具有较强的工程项目制属性，收入和利润与半导体资本开支、重大项目获取以及施工确认节奏高度相关，所以公司收入及利润显著承压；2021 年起，国内晶圆厂扩产、半导体国产替代以及海外项目拓展共同推动公司进入复苏周期。2024 年联电新加坡项目集中放量，公司收入和利润均创历史新高；2025 年则完成了由“规模扩张”向“盈利质量提升”的切换。

图3：亚翔集成营业收入及同比增速（2017-2025；单位：亿元/%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图4：亚翔集成销售毛利率与净利率情况（2015-2025；单位：%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

亚翔集成 2025 年实现营业收入 49.07 亿元，同比下降 8.81%；实现归母净利润 8.92 亿元，同比增长 40.30%；扣非归母净利润 8.77 亿元，同比增长 37.89%。收入阶段性回落主要受国内部分大型项目完工以及不同项目收入确认节奏错位影响，但公司毛利率由 2024 年的 13.55%大幅提升至 24.57%，同比增加 11.02 个百分点；归母净利率由 11.82%提升至 18.18%，推动利润在收入下降背景下继续保持高速增长。2025 年经营活动现金流净额达到 16.66 亿元，同比增长 4.01%，加权平均净资产收益率达到 43.55%，本轮增长同时具备较强的现金流质量和资本回报水平。

2026 年上半年，公司实现营业收入 25.48 亿元，同比增长 51.36%；实现归母净利润 4.90 亿元，同比增长 204.80%；扣非归母净利润 4.90 亿元，同比增长 205.75%，实际业绩基本落在此前预告区间中枢。分季度看，2026 年二季度单季实现营业收入 14.17 亿元，同比增长 67.08%；归母净利润 2.42 亿元，同比增长 207.28%，在一季度高基数基础上继续保持较快增长。上半年综合毛利率约 24.25%，同比提升 7.36 个百分点；归母净利率达到 19.25%，加权平均净资产收益率为 20.91%，同比提升 12.08 个百分点。

从经营层面看，这一变化背后不仅是新加坡项目贡献增加，更重要的是公司项目选择、业务区域和资源配置方式发生调整。国内业务逐步从追求工程规模转向强调客户质量和项目盈利，海外业务则通过连续大型晶圆厂项目形成工程交付和项目管理经验。随着项目结构持续优化，公司利润形成机制开始从单纯依靠施工规模扩大，逐渐增加项目质量、工程管理效率和海外组织能力的贡献。

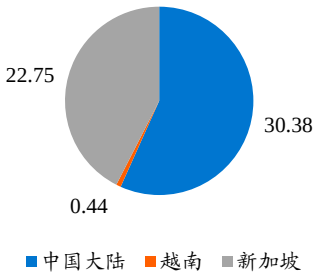
仅供内部参考，请勿外传

4.1. 经营策略由规模导向转向质量导向，项目组合持续优化

公司近年来增长方式正在发生调整，开始将有限的工程师、项目经理、供应链和资金资源集中于高技术门槛、高客户质量以及较好风险收益比的项目。

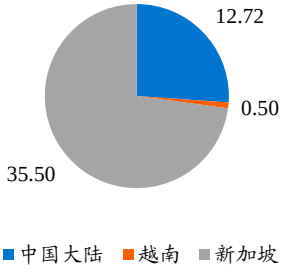
公司 2025 年的区域经营数据较为清晰地体现出这一变化。中国大陆主营业务收入 12.72 亿元，同比下降 58.15%，收入占比下降至 26.10%，但毛利率提高至 13.88%；同期新加坡主营业务收入达到 35.50 亿元，同比增长 56.02%，收入占比达到 72.87%，毛利率达到 28.50%。按地区收入及成本测算，新加坡业务实现主营毛利润约 10.12 亿元，占公司主营业务毛利润约 84.95%。

图5：亚翔集成 2024 年营收地区结构（单位：%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图6：亚翔集成 2025 年营收地区结构（单位：%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

国内收入大幅收缩并没有对应利润同比例下降，反而伴随国内项目毛利率明显恢复，说明公司并未以价格换取收入规模，而是主动降低部分低盈利项目的资源投入。2025 年公司工程资源进一步向大型海外半导体项目集中，年末海外在建项目合同金额 109.29 亿元，占全部在建项目金额 67.30%，其中新加坡在建项目金额 108.11 亿元。公司国内业务则呈现减少价格竞争激烈、垫资要求较高及盈利水平偏低项目的特征。

项目结构的变化直接反映在利润率上。2025 年公司综合毛利率较 2024 年提高 11.02 个百分点，而同期营业收入反而有所下降；2026 年上半年，在收入重新进入较快增长阶段后，综合毛利率仍维持 24%以上，盈利改善具有长久性。

4.2. 海外订单增加业绩确定性，订单确认稳步向好

公司目前最重要的项目为 VSMC 新加坡 12 英寸晶圆厂一般机电工程。该项目合同金额约 38.28 亿元，截至 2025 年末完工进度为 66.75%，2025 年确认收入 25.50 亿元，累计确认收入 25.55 亿元，剩余待确认金额约 12.73 亿元。另一项“MEP 机电工程”合同金额约 15.49 亿元，截至 2025 年末完工进度仅 0.62%，累计确认收入约 0.10 亿元，剩余待确认金额约 15.39 亿元。该项目与公司 2025 年 7 月公告的新加坡海外机电工程订单在合同金额和时间上较为接近，预计将成为 VSMC 项目之后的重要收入接续来源。上述两项大型项目剩余合同金额合计约 28.12 亿元，占公司年末在手订单的约 58.2%。

VSMC 项目由世界先进与恩智浦共同投资，规划采用 130 纳米至 40 纳米工艺，预计 2027 年开始生产，2029 年月产能达到 4.4 万片。恩智浦已对该项目作出长期产能采购和最低产能利用承诺，预计在工厂运营期内维持 80%—90%的最低装载率，增强了项目投产和持续运营的确定性。

海外订单并未随着单一项目完工而出现断档，业绩确定性有所提升。2025 年公司已经形成“联电项目收尾、VSMC 项目集中执行、新 MEP 项目启动”的滚动接续结构。

公司目前最具确定性的海外项目主要包括：

仅供内部参考，请勿外传

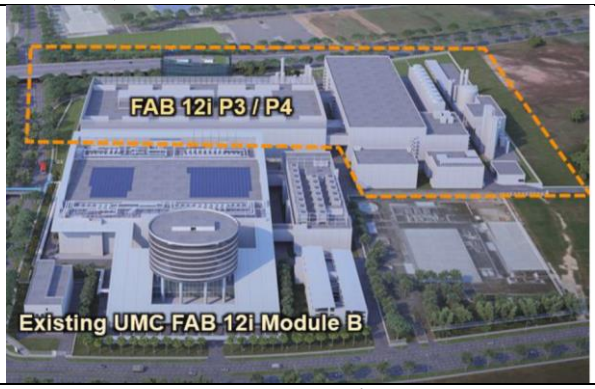
表16：2026 年亚翔集成公司海外项目

项目	合同金额	执行周期及进展
VSMC 新加坡厂务系统工程	6.30 亿元	已进入执行阶段
VSMC 新加坡 MEP 工程	31.63 亿元	2025 年 4 月中标，预计执行至 2027 年
亚翔工程新加坡分包项目	15.82 亿元	2025 年 7 月签署，预计未来数年逐步确认
核心海外合同合计	53.75 亿元	构成中期主要收入来源

资料来源：《2024-10-09 关于分公司重大项目中标的公告》、《2025-04-02 关于分公司重大项目中标的公告》、《2025-07-03 关于签署海外机电工程项目订单暨关联交易的公告》，国泰海通证券研究

上述三项核心海外合同金额合计约 53.75 亿元。其中，15.82 亿元亚翔工程分包合同在 2025 年仅确认收入约 954 万元，占合同金额比例不足 1%，意味着绝大部分合同金额将在 2026 年及以后年度确认。VSMC MEP 项目规模达到 31.63 亿元，是继联电新加坡项目后公司获得的又一大型海外订单，标志着公司新加坡业务已经从单一客户、单一项目驱动，逐步转向多项目连续交付。

图7：联电新加坡 Fab 12i P3/P4 12 英寸晶圆厂效果图



资料来源：亚翔工程法说会资料，国泰海通证券研究

图8：VSMC 新加坡 12 英寸晶圆厂项目效果图



资料来源：亚翔工程法说会资料，国泰海通证券研究

从收入确认节奏看，2025 年主要处于 VSMC 项目设计、采购、场地准备及初步施工阶段；2026 年预计进入机电系统、厂务系统和洁净室工程集中施工期；2027 年随着主要工程完成，收入规模仍有望保持较高水平。国内方面，中芯国际、长鑫存储及其他晶圆厂扩产项目将构成补充，公司有望形成“新加坡大型项目提供利润弹性、国内项目提供基础收入”的双重结构。

4.3. 技术、客户与海外交付壁垒构筑高盈利能力

亚翔集成盈利能力显著高于同行，并非单一项目结算形成的短期波动，而是高端半导体洁净室技术积累、优质客户资源和海外大型项目交付能力共同作用的结果。

公司业务高度聚焦半导体洁净室工程。公司拥有 92 项专利，并自 2000 年起持续积累洁净室空气采样与分析数据库，在气流组织、温湿度、微振动、微污染等高阶芯片生产环境控制领域形成了较深的技术积累。高等级洁净室工程具有较长的客户认证周期和较高的工程经验壁垒，有利于公司维持较强的议价能力。

公司依托长期积累的台系半导体客户资源，逐步形成从客户认证、项目获取到海外交付的完整能力。公司通过联电新加坡项目建立了成熟的海外晶圆厂建设团队，此后连续获得 VSMC 等大型项目，新加坡业务由单一项目驱动逐步转向多项目滚动交付。海外大型项目通常具有更高的技术要求、客户门槛和项目管理复杂度，也为公司获取高于国内普通工程项目的盈利水平提供支撑。

表17：中国洁净室工程行业主要竞争者 2025 年经营情况

仅供内部参考，请勿外传

指标	亚翔集成	柏诚股份	圣晖集成	深桑达 A
营收（亿元）	49.07	41.33	29.89	491.7
净利润（亿元）	8.92	2.05	1.55	-1.27
ROE	43.70%	6.75%	14.72%	0.98%
核心客户	联电/VSMC/长鑫	三星/海力士/长存	英诺赛科/中芯	中芯/长存/三星

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

公司轻资产、低费用率的经营模式使项目毛利润能够较充分地转化为净利润。2025 年公司实现 ROE 约 43.7%，明显高于柏诚股份的 6.75%和圣晖集成的 14.72%；销售、管理和研发费用合计约 1.41 亿元，占营业收入比例不足 3%，体现出较强的项目管理效率和规模效应。

公司盈利优势主要来自高端洁净室技术壁垒、长期客户认证、海外大型项目交付经验以及较低的期间费用率。随着新加坡高毛利项目收入占比提升，公司盈利能力有望持续高于以国内项目为主的洁净室工程企业。

4.4. 客户关系由单次工程承包向全生命周期服务延伸，存量客户价值有望持续释放

我们认为，公司已经大幅提高长期利用客户价值的能力。半导体厂房工程与普通建筑工程的一个重要区别，在于晶圆厂投产并不意味着工程需求结束。晶圆厂完成主体建设后，还将经历设备搬入、产线调试、产能爬坡、工艺升级和后续扩产等阶段，并由此持续产生洁净室改造、厂务系统优化、机电工程和设备二次配需求。

对于已经参与前期建设的工程服务商而言，其掌握原有厂区设计、工程数据以及现场情况，在后续项目竞争中具有明显的经验优势。联电新加坡项目已经体现出这一特征。Fab 12i 主体工程逐步进入后期，但随着新产能投入使用和 22nm 平台利用率提高，项目需求由大规模厂房建设逐渐向设备二次配、产线调整和后续扩建延伸。公司作为前期主要工程参与方，对厂区系统具有较完整的工程记录，为后续项目获取奠定基础。

图9：联电新加坡 Fab 12i P3/P4 厂房实景



资料来源：日本海外建设协会，国泰海通证券研究

图10：联电新加坡 Fab 12i P3/P4 上梁典礼



资料来源：亚翔集成官网，国泰海通证券研究

中芯国际则代表另一类客户经营模式。其资本开支长期分布于上海、北京、天津、深圳等多个生产基地，项目更加分散，但扩产具有连续性。公司 2025 年报明确将中芯国际列为长期合作客户，后续订单可能持续覆盖新建厂房、产线扩建、设备二次配和存量产线改造。

这种客户结构对公司长期经营稳定性具有重要意义。大型新建工程提供收入和利润弹性，持续性的二次配及改扩建需求则提供更稳定的工程量。随着公司参与同一客户多个厂区和多个建设阶段，其单个客户能够贡献的收入不再局限于一次主工程，而是覆盖更长的晶圆厂建设和运营周期。

仅供内部参考，请勿外传

4.5. 盈利能力与成长属性正在重估，公司预期稳步向上

综合公司的近年营收表现，我们认为公司盈利模式和成长逻辑已经发生变化。公司盈利能力提升已经从单一项目贡献逐步延伸至项目结构优化和经营效率改善。2025 年公司在营业收入同比下降 8.81%的情况下，归母净利润仍同比增长 40.30%，综合毛利率由 13.55%提升至 24.57%；2026 年上半年在收入同比增长 51.36%的同时，综合毛利率仍维持 24.25%的较高水平，归母净利润同比增长 204.80%。收入规模、利润增速和利润率之间的关系已经不同于公司此前主要依赖工程量扩张的阶段。

海外业务正在从单个大型项目贡献，转向连续项目交付。联电项目之后，公司先后承接 VSMC 厂务系统工程、VSMC MEP 工程以及亚翔工程新加坡分包项目，三项核心海外合同合计约 53.75 亿元；2026 年又新增 31.15 亿元海外机电工程项目，并在上半年快速进入收入确认阶段。多个大型项目连续落地，使海外业务逐步摆脱对单一项目的依赖，也意味着前期形成的客户认证、工程团队、采购体系和项目管理经验开始具备重复变现能力。

公司盈利质量明显改善。2024 年和 2025 年经营活动现金流净额分别达到 16.02 亿元和 16.66 亿元，均明显高于同期归母净利润；公司固定资产及资本开支规模较小，2025 年 ROE 达到较高水平。在轻资产模式下，项目盈利改善能够较充分地转化为现金流和资本回报，这使公司当前利润增长的含金量明显高于单纯依靠资产扩张获得的工程收入增长。

公司 2026-2027 年业绩增长仍有较强的在手订单支撑，而更长期的成长性则取决于新一轮海外项目能否持续接续，以及既有客户能否通过扩建、二次配和产线升级持续贡献工程需求。

盈利持续性有望超出市场当前认知。当前市场对公司盈利持续性的关注仍较多集中于新加坡高毛利项目何时结束，但从 2025 年以来的数据看，公司盈利改善已不只是单一项目结算因素，而是项目筛选、海外订单占比提升、分包成本管控和经营效率改善共同作用的结果。随着高质量海外项目持续接续，我们认为公司盈利中枢有望维持在高于上一轮周期的水平。

公司价值内涵正在发生变化。过去市场更容易按照工程企业的传统框架，根据在手订单和短期利润进行定价；而随着海外大型晶圆厂项目持续落地，公司已经逐步形成高等级洁净室工程、海外项目管理和头部半导体客户资源等综合壁垒。单个项目完工虽然会带来在手订单减少，但同时也会沉淀客户认证、项目履历和组织能力，公司价值来源正从单纯的“订单价值”逐步延伸至“持续获单和交付能力价值”。

随着海外项目连续性、利润率稳定性以及新客户拓展持续得到验证，我们认为公司有望由过去偏周期性的半导体洁净室工程企业，逐步向具备稳定客户壁垒、海外复制能力和较高资本回报率的专业半导体工程服务商演进，其盈利预测周期和估值中枢亦存在进一步上移空间。

仅供内部参考，请勿外传

5. 风险提示

半导体资本开支不及预期风险。全球宏观经济波动、下游消费电子需求疲软等因素可能导致半导体企业缩减资本开支计划，进而影响洁净室需求释放节奏。

项目收入确认低于预期风险。VSMC 及其他大型项目施工进度或收入确认低于预期；2026 年盈利预测对下半年项目放量依赖较高；新加坡项目毛利率从高位回落，影响利润确认。

国际利率波动与应收账款风险。应收账款和合同资产回收周期延长；减值转回、汇率波动等非经营性因素导致季度利润波动；半导体资本开支周期下行；海外项目劳务、原材料、税务及合规成本上升。

仅供内部参考，请勿外传

本公司是本报告所述中芯国际(688981)的做市券商。本报告系本公司分析师根据中芯国际(688981)公开信息所做的独立判断。

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666