仅供内部参考，请勿外传

盛合晶微（688820）

证券研究报告
2026 年 07 月 11 日

高算力需求打开增长空间，先进封装龙头扬帆起航

盛合晶微是全球领先的集成电路晶圆级先进封测企业。公司提供中段硅片加工、晶圆级封装、芯粒多芯片集成封装全流程服务，股权结构分散无实控人，总部位于江阴，在上海、美国硅谷设分支机构，客户与供应商覆盖全球多地。2025 年公司营收 65.21 亿元、同比增长 38.60%，归母净利润 9.21 亿元、同比增长 330.84%，2023-2025 年营收与净利润均保持高速增长，费用管控成效显著，研发费用率维持 10%以上高位，截至 2025 年 6 月拥有多项境内外专利及软件著作权。

超越摩尔定律与算力时代的双轮驱动。先进封装是后摩尔时代集成电路演进的关键路径，推动前道制造与后道封装深度融合。全球及中国大陆封测行业规模持续增长，先进封装增速显著高于传统封装，国产替代加速，2024 年盛合晶微以 1.6%市占率跻身全球封测前十。芯粒多芯片集成封装是先进封装细分市场增长最快领域，AI、高性能运算驱动全球及中国大陆算力规模增长，为先进封装提供强劲需求支撑。

盛合晶微处于领先地位的业务产品矩阵。公司全面布局中段硅片加工与后段先进封装，中段硅片加工的凸块制造业务拥有中国大陆最大 12 英寸产能，晶圆测试具备国际竞争力技术体系；晶圆级封装的 12 英寸 WLCSP 收入规模中国大陆第一，FOWLP 技术正推进产业化；芯粒多芯片集成封装领域起步早、技术先进、规模领先，2.5D 技术实现量产，3DIC、3.5D 集成技术同步研发，自有 SmartPoser®技术平台已实现规模量产。

盈利预测与投资建议：我们预计盛合晶微 2026-2028 年营业收入分别为 89.97 亿元、122.22 亿元、160.65 亿元，归母净利润分别为 10.34 亿元、15.05 亿元、20.60 亿元。其中中段硅片加工、晶圆级封装、芯粒多芯片集成封装三大业务均依托产能扩张与下游需求实现稳步增长，公司业绩增长具备支撑，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：技术研发或产业化不及预期的风险、先进封测业务固定资产投资规模较大的风险、市场竞争加剧的风险、宏观经济和下游行业需求波动的风险、新股上市股价波动风险、客户集中度较高风险等。

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	191.96 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,862.77
流通 A 股股本(百万股)	172.90
A 股总市值(百万元)	357,578.12
流通 A 股市值(百万元)	33,190.39
每股净资产(元)	9.00
资产负债率(%)	33.76
一年内最高/最低(元)	235.32/75.00

作者

李双亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525120002
lishuangliang@tfzq.com

李泓依 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040006
lihongyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,705.40	6,521.44	8,997.44	12,222.36	16,065.05
增长率(%)	54.87	38.59	37.97	35.84	31.44
EBITDA(百万元)	1,842.96	3,178.47	3,923.84	4,761.94	5,715.58
归属母公司净利润(百万元)	213.65	920.50	1,034.46	1,505.35	2,059.61
增长率(%)	525.99	330.84	12.38	45.52	36.82
EPS(元/股)	1,954.80	0.57	0.56	0.81	1.11
市盈率(P/E)	0.10	335.19	345.67	237.54	173.61
市净率(P/B)	22.69	21.38	17.52	16.32	14.95
市销率(P/S)		47.31	39.74	29.26	22.26
EV/EBITDA	0.00	0.00	90.05	74.06	61.95

资料来源：wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 全球领先的晶圆级先进封测企业 4
1.1. 全流程先进封测服务提供商 4
1.2. 财务分析：实现营业收入稳步提升 5
1.3. 研发分析：推动系统技术协同优化 6
2. 行业分析：超越摩尔定律与算力时代的双轮驱动 7
2.1. 集成电路先进封测：超越摩尔定律的关键路径 7
2.2. 集成电路封测行业：先进封装引领增长，国产替代加速崛起 8
2.3. 先进封装细分市场：芯粒多芯片集成封装成为核心增长引擎 10
2.4. 先进封装下游需求：AI 与高性能运算驱动算力增长 11
3. 公司分析：处于领先地位的业务产品矩阵 11
3.1. 中段硅片加工：填补高端集成电路制造产业链空白 11
3.1.1. 凸块制造（Bumping）：产能规模最大的企业之一 11
3.1.2. 晶圆测试（CP）：具备国际竞争力的测试技术体系 12
3.2. 晶圆级封装（WLP）：满足客户不同产品需求 12
3.2.1. 晶圆级芯片封装（WLCSP）：中国大陆 12 英寸产品收入规模第一 12
3.2.2. 晶圆级扇出型封装（FOWLP）：积极推进产业化 13
3.3. 芯粒多芯片集成封装：把握市场高速成长的机遇 13
3.3.1. 三维芯片集成（2.5D/3DIC）：拥有集成电路制造前沿技术 13
3.3.2. 三维封装（3D Package）：推进全供应链优化 14
4. 盈利预测与估值 15
5. 风险提示 16

图表目录

图 1：公司发展历程 4
图 2：公司各类服务之间的关联关系及其产业链位置 4
图 3：公司股权结构图（截至 2026 年 4 月 29 日） 4
图 4：公司全球分布 5
图 5：公司营收及增速 5
图 6：公司归母净利润及增速 5
图 7：公司营业收入按产品分类（亿元） 6
图 8：公司营业收入按地区分类（亿元） 6
图 9：公司费用率 6
图 10：公司毛利率 6
图 11：公司研发费用及研发费用率（亿元，%） 7
图 12：研发费用的折旧和摊销金额及占比（亿元，%） 7
图 13：先进封装发展历程 7
图 14：先进封装的技术工艺 8

仅供内部参考，请勿外传

图 15：2019 年至 2029 年全球集成电路封测行业市场规模 9
图 16：2019 年至 2029 年中国大陆集成电路封测行业市场规模 9
图 17：2019 年至 2029 年全球先进封装行业市场规模 10
图 18：2019 年至 2029 年全球先中国大陆先进封装行业市场规模 11
图 19：2019 年至 2029 年全球算力规模 11
图 20：2019 年至 2029 年中国大陆算力规模 11
图 21：Bumping 工艺流程 12
图 22：CP 工艺流程 12
图 23：公司晶圆级封装业务毛利率变动情况 13
图 24：公司晶圆级封装技术平台图示 13
图 25：公司 2.5D 集成技术发展情况 14
图 26：公司 3D Package 技术平台 14
图 27：公司 3D 先进封装结构 14

表 1：全球前十大封测企业排名 10
表 2：公司营收及主要业务拆分（亿元） 16

仅供内部参考，请勿外传

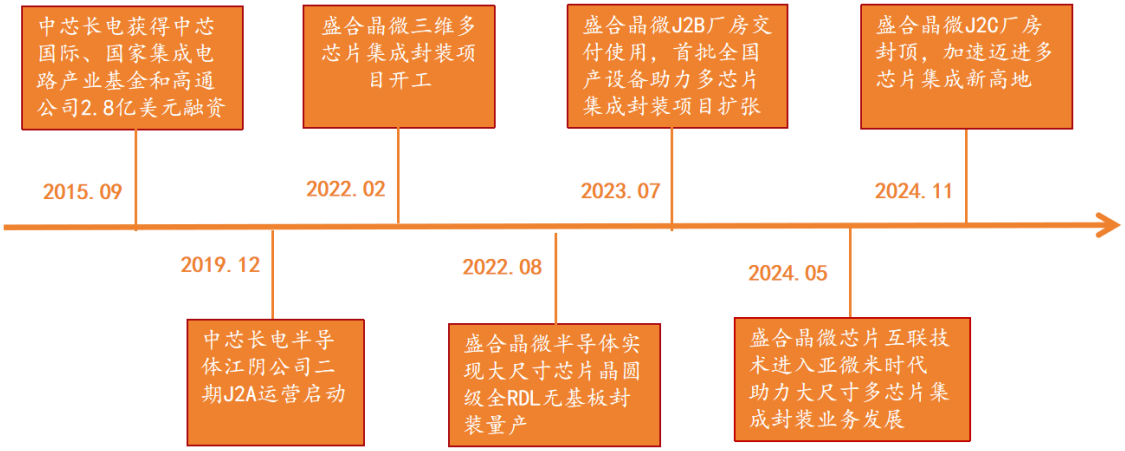
1. 全球领先的晶圆级先进封测企业

1.1. 全流程先进封测服务提供商

盛合晶微是全球领先的集成电路晶圆级先进封测企业，注册资本金 168000 万美元，起步于先进的 12 英寸中段硅片加工，并进一步提供晶圆级封装（WLP）和芯粒多芯片集成封装等全流程的先进封测服务，致力于支持各类高性能芯片，尤其是图形处理器（GPU）、中央处理器（CPU）、人工智能芯片等，通过超越摩尔定律（More than Moore）的异构集成方式，实现高算力、高带宽、低功耗等的全面性能提升。

2014 年 8 月，中芯国际与长电科技在江阴合资成立中芯长电半导体。2016 年，中芯长电成功为高通实现 14 纳米硅片凸块的量产交付，成为中国大陆首家切入 14nm 先进制程产业链并实现量产的企业，也是中国大陆第一家为高端 DRAM 和 12 英寸电源管理芯片提供凸块加工服务的公司。2021 年，中芯国际以 3.97 亿美元完成股权剥离，中芯长电随即更名为盛合晶微。2026 年 4 月，公司在科创板上市，募集资金主要用于三维多芯片集成封装项目和超高密度互联三维多芯片集成封装项目建设，有望推动国产化先进封装能力的提升。

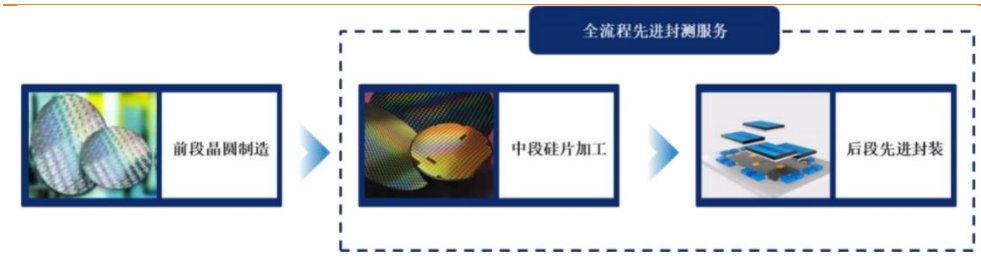
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司专注于集成电路先进封测产业的中段硅片加工和后段先进封装环节，是中国大陆少有的**全面布局各类中段硅片加工工艺和后段先进封装技术的企业**，向客户提供中段硅片制造和测试服务，以及多元化的全流程先进封测服务。

图 2：公司各类服务之间的关联关系及其产业链位置

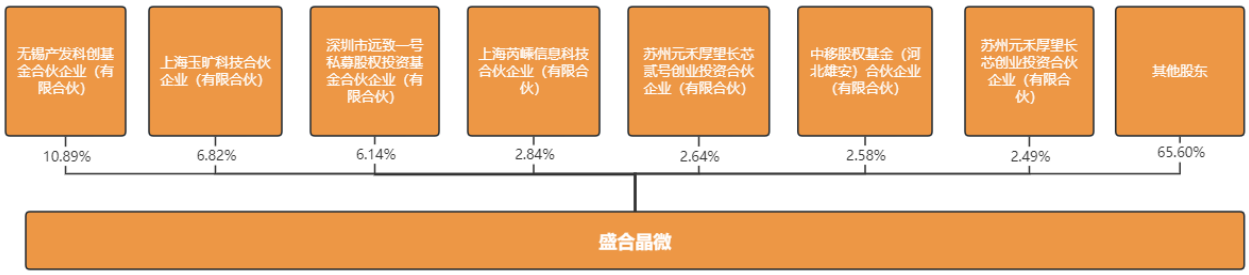


资料来源：公司招股意向书，天风证券研究所

公司股权结构相对分散，不存在控股股东及实际控制人。根据 ifind 数据显示，截止于 2026 年 4 月 21 日，公司第一大股东为无锡产发科创基金合伙企业，持股比例为 10.89%；第二大股东为招银系上海玉旷科技合伙企业持股比例为 6.82%，第三大股东为深圳市远致一号私募股权投资基金合伙企业，持股比例为 6.14%。

图 3：公司股权结构图（截至 2026 年 4 月 29 日）

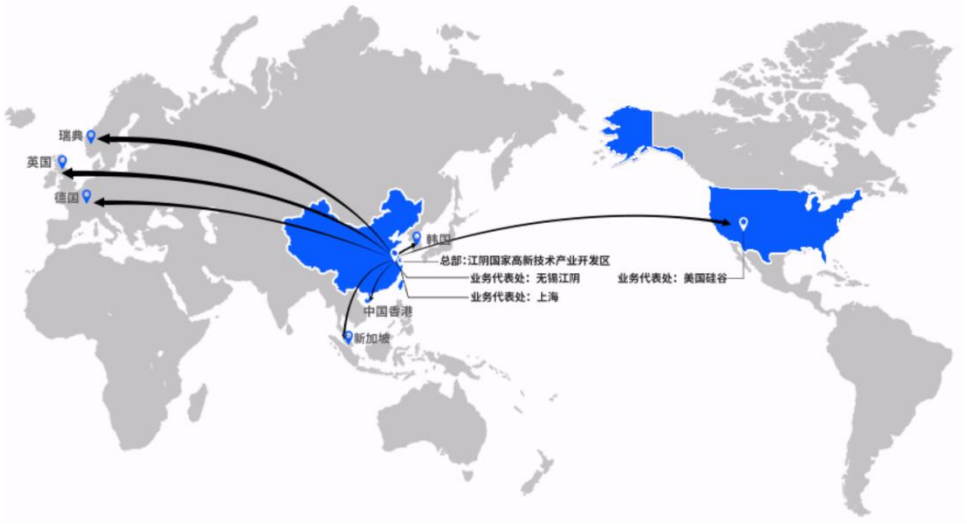
仅供内部参考，请勿外传



资料来源：ifind，天风证券研究所

在全球化布局方面，公司总部位于江苏省江阴国家高新技术产业开发区，在上海和美国硅谷设有分支机构，服务于国内外先进的芯片设计企业，客户与供应商分布中国大陆、中国台湾、瑞典、美国、新加坡、德国、韩国、英国、日本、马来西亚、以色列、瑞士。

图 4：公司全球分布



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 财务分析：实现营业收入稳步提升

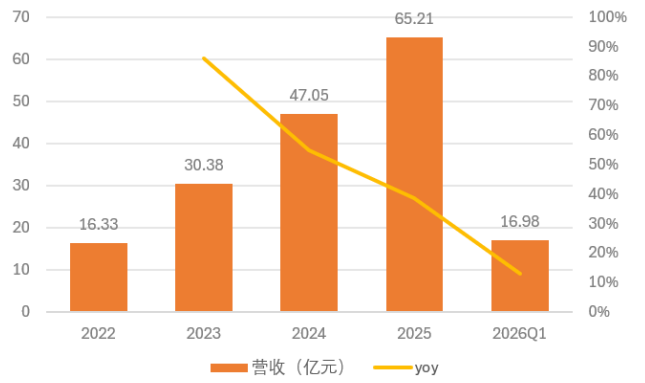
受益于智能手机、消费电子和网络通信等下游应用领域需求增加带动了中段硅片加工、晶圆级封装业务规模，公司 2023 年各季度销售收入规模呈快速上升趋势，各季度的收入占比相应提升。2024 年第三季度和第四季度，受益于高算力芯片的旺盛需求，公司芯粒多芯片集成封装收入规模进一步增加，导致第三季度和第四季度收入占比较高。2025 年**上半年**，高性能运算、网络通信、智能手机、消费电子等下游行业需求持续旺盛，公司芯粒多芯片集成封装、中段硅片加工业务收入保持快速增长趋势，**实现了营收规模高增、盈利端扭亏为盈并稳步提升的跨越式发展。**

2025 年，公司实现营业收入 65.21 亿元（yoy+38.60%），归母净利润 9.21 亿元（yoy+330.84%）。2023-2025 年营业收入同比增速分别达 86.1%、54.9%、38.6%，虽增速逐年放缓，但始终维持 35%以上的高增长；归母净利润同比增速分别高达 110.4%、526.0%、330.8%，盈利弹性远超营收增速。2026 年 Q1，公司实现营业收入 16.98 亿元（yoy+13.13%），归母净利润 1.91 亿元（yoy+51.55%）。

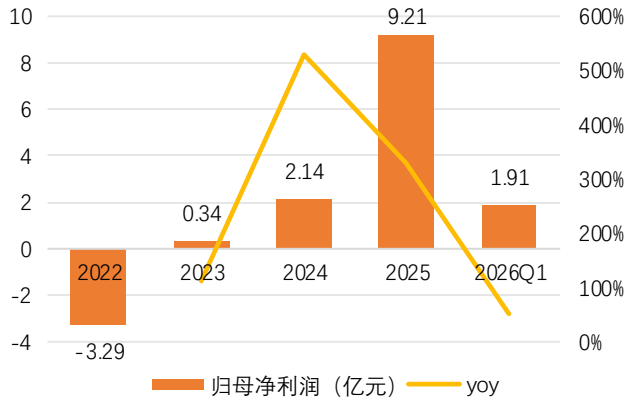
图 5：公司营收及增速

图 6：公司归母净利润及增速

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：ifind，天风证券研究所

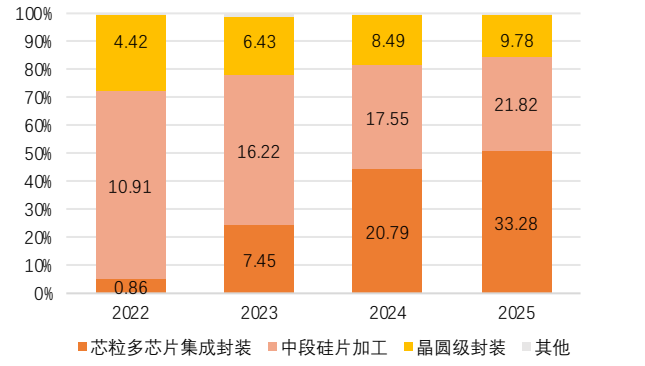


资料来源：ifind，天风证券研究所

从产品看，芯粒多芯片集成封装销售收入贡献主要销售收入，其次为中段硅片加工。2025 年芯粒多芯片集成封装实现销售收入 33.28 亿元（yoy+60.1%），占总营收 51.04%。

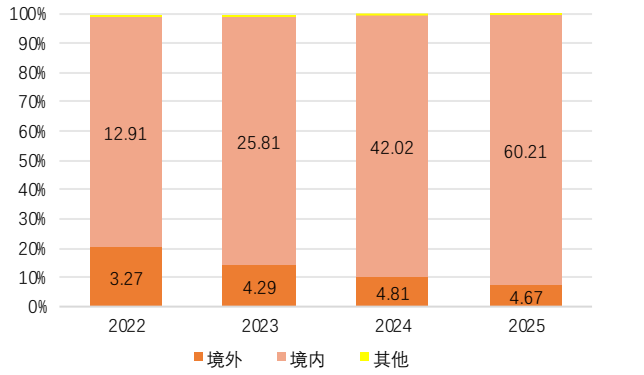
从地区看，公司营收主要来自境内。2025 年境内收入 60.21 亿元，占总营收 92.33%。近年来，公司境外收入占比在逐步降低。

图 7：公司营业收入按产品分类（亿元）



资料来源：ifind，天风证券研究所

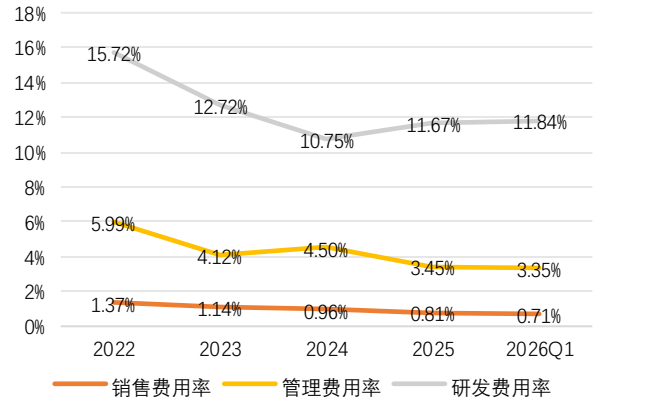
图 8：公司营业收入按地区分类（亿元）



资料来源：ifind，天风证券研究所

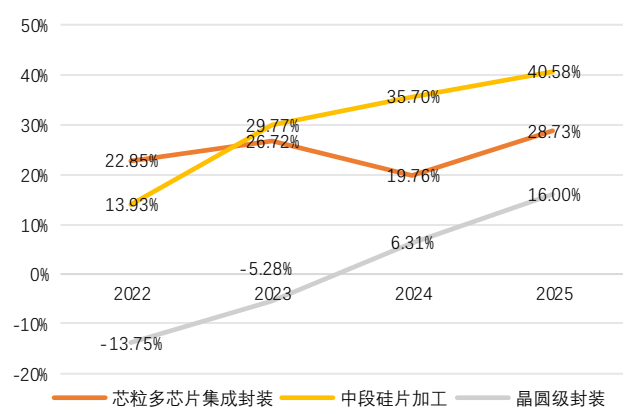
从费用率看，公司跨越式提升阶段，2022-2025 年销售费用率、管理费用率持续下行，分别从 1.37%、5.99%降至 0.81%、3.45%，费用管控成效显著；研发费用率虽从 15.72%回落至 11.67%，但仍维持 10%以上高位，在保障技术迭代的同时，随营收增长实现费率优化。**从毛利率看，**公司多条产品线竞争力不断增强，毛利率趋稳，成长质量向好。

图 9：公司费用率



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 10：公司毛利率



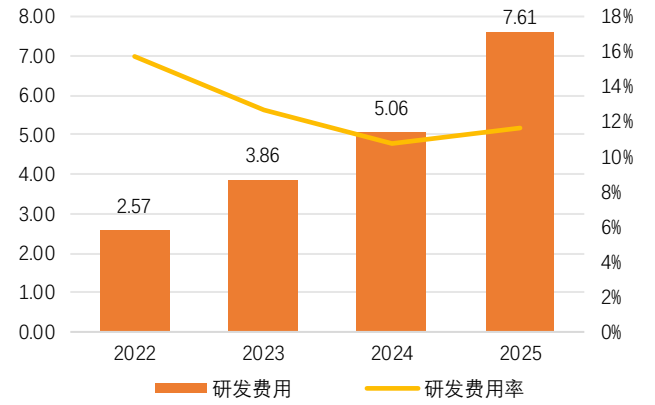
资料来源：ifind，天风证券研究所

1.3. 研发分析：推动系统技术协同优化

仅供内部参考，请勿外传

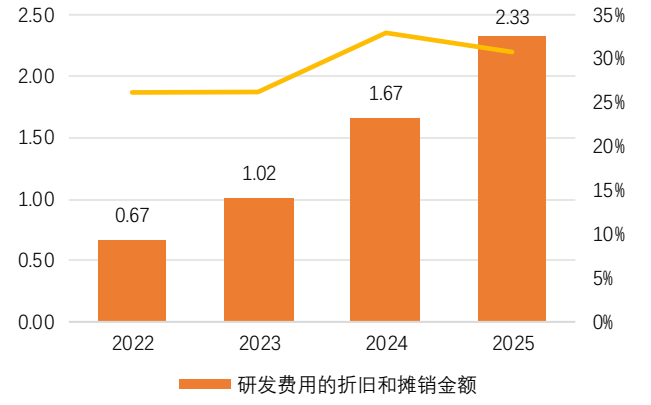
公司坚持技术和产品的持续创新，并不断加大研发投入力度，呈现快速增长态势。研发投入力度不断提升，研发费用持续增长，但由于公司收入规模增速高于研发费用增速，导致研发费用率有所下降。2022-2025 年公司计入研发费用的折旧和摊销金额占研发费用比例分别为 26.15%、26.28%、32.94%和 30.65%。为提升技术实力和产品领先优势，公司高度重视研发活动，研发设备投入不断增加。

图 11：公司研发费用及研发费用率（亿元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 12：研发费用的折旧和摊销金额及占比（亿元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

公司高度重视对核心技术的保护，对专利申请流程进行了规范，保证公司的技术研发成果可以及时、高效地申请知识产权保护。截至 2025 年 6 月 30 日，公司拥有 33 项注册商标、519 项境内专利 72 项境外授权专利以及 16 项软件著作权。

2. 行业分析：超越摩尔定律与算力时代的双轮驱动

2.1. 集成电路先进封测：超越摩尔定律的关键路径

集成电路制造产业链主要包括芯片设计、晶圆制造、封装测试三个环节。其中，封装测试包含封装和测试两个环节，封装是将集成电路与引脚相连接并制作外壳保护；测试包括晶圆测试（CP）和成品测试（FT），以筛选缺陷和性能不符的芯片。

先进封装正通过“超越摩尔定律”的路径，持续推动集成电路的演进。自 20 世纪 80 年代起，终端应用从家用电器/智能卡逐步演进至个人电脑、功能手机、智能手机，再到当前的高性能计算，对芯片性能的要求持续提升。近年来，随着芯片制程工艺逼近物理极限，其迭代速度明显放缓，半导体产业逐步迈入“后摩尔时代”。过去依靠制程升级实现晶体管密度翻倍和性能提升的传统模式，如今在物理极限与成本激增的双重制约下，已显得后劲不足。在此背景下，异构集成技术成为突破当前瓶颈的关键路径。其核心在于推动前道制造与后道封装从相对独立走向深度融合，推动行业从单纯依赖“延续摩尔定律”（缩小尺寸）向“超越摩尔定律”（通过先进封装实现性能提升）的转变。

图 13：先进封装发展历程

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

先进封装是现代集成电路制造技术的关键环节，即采用先进的设计思路和先进的集成工艺对芯片进行封装级重构，并能够有效提高功能密度的封装方式。在业内，先进封装和传统封装主要以是否采用引线焊接来区分，传统封装通常采用引线键合的方式实现电气连接，先进封装通常采用凸块（Bump）等键合方式实现电气连接。

图 14：先进封装的技术工艺

先进封装产业链	工艺	具体信息
中段硅片加工	凸块制造（Bumping）	凸块是用于芯片和基板间高密度电气连接的微型金属结构。Bumping 工艺通过晶圆级加工形成凸块，相比引线焊接，具备更短连接距离、更低延迟、更小尺寸，并支持更高 I/O 密度与更好散热可靠性。
	重布线（RDL）	RDL 是通过光刻、电镀、刻蚀等步骤，在晶圆表面形成金属布线，将芯片边缘的 I/O 接点重新分布至更宽松的区域。可支持更多 I/O 接点，实现平面方向上的电气延伸与互联。
	硅通孔（TSV）	TSV 是一种垂直互连技术，通过深孔刻蚀、薄膜沉积、铜填充等工艺在晶圆内部形成垂直导电路径，实现晶圆间的三维电气连接。该技术主要应用于 2.5D/3D 集成等先进封装领域。
	混合键合（Hybrid bonding）	当凸块间距缩小至约 10μm 时，Bumping 工艺接近极限，需用混合键合技术以实现更微细的连接。该技术通过金属键合与氧化硅键合相结合，分别实现电气连接与高精度对准粘合。它也能实现芯片或晶圆间的垂直互连，因此主要应用于 3DIC 等先进封装领域。
	晶圆测试（CP）	晶圆测试指利用自动化设备对晶圆上所有芯片进行电性能测试，包括电压、电流、时序及功能验证，以判断其是否符合设计规格。该环节旨在及早反馈良率、提升研发与制造效率，并控制封装与整体成本。
后段先进封装	倒装封装（FC）	倒装芯片核心特征是将芯片有源区（正面）朝向基板倒置安装，并通过凸块直接实现电气与机械连接。这种结构摒弃了传统引线键合，利用凸块进行短距离互联，典型应用包括 FCCSP、FCBGA 等封装形式。
	晶圆级封装（WLP）	晶圆级封装是一种直接在晶圆上进行封装与测试，再切割成单颗芯片的技术。其核心是利用重布线层工艺对 I/O 接点进行重新布局或水平延伸。根据 RDL 的分布位置，WLP 主要分为两类：1）扇入型（FI-WLP）：RDL 完全位于芯片内部。2）扇出型（FOWLP）：RDL 可延伸至芯片外部区域。
	芯粒多芯片集成封装	芯粒多芯片集成封装是一种可实现多芯片异质/异构集成的高级封装形式，已成为台积电、英特尔、三星等全球领先半导体企业重点布局的领域。该技术按互连介质与方式可分为：1）基板级方案：如多芯片组装（MCM）。2）晶圆级方案：如三维芯片集成（2.5D/3DIC）、三维封装（3D Package）。

资料来源：公司招股意向书，天风证券研究所

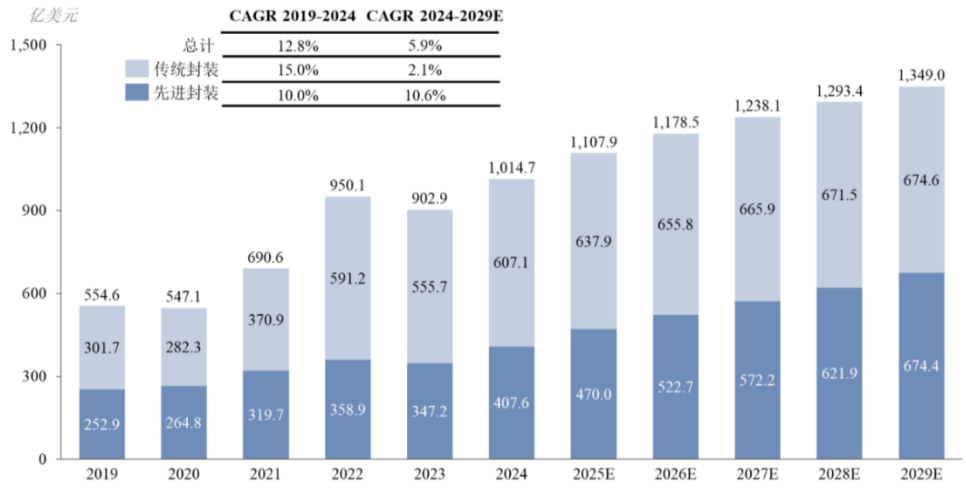
2.2. 集成电路封测行业：先进封装引领增长，国产替代加速崛起

从市场规模看，全球集成电路封测行业的市场规模从 2019 年的 554.6 亿美元增长至 2024 年的 1,014.7 亿美元，复合增长率为 12.8%。2023 年受智能手机、消费电子需求疲软等因

仅供内部参考，请勿外传

素影响市场总体下行，2024 年随需求回暖及高性能运算需求旺盛同比恢复增长。根据公司招股书中数据，预计 2029 年全球市场规模将达到 1,349.0 亿美元，2024 年至 2029 年复合增长率为 5.9%。其中，先进封装作为后摩尔时代的重要选择，是全球封测行业未来持续发展的驱动因素，根据公司招股书中数据，预计 2024 年至 2029 年全球先进封装市场将保持 10.6%的复合增长率，高于传统封装市场 2.1%的复合增长率，2029 年占封测市场的比重将达到 50.0%。

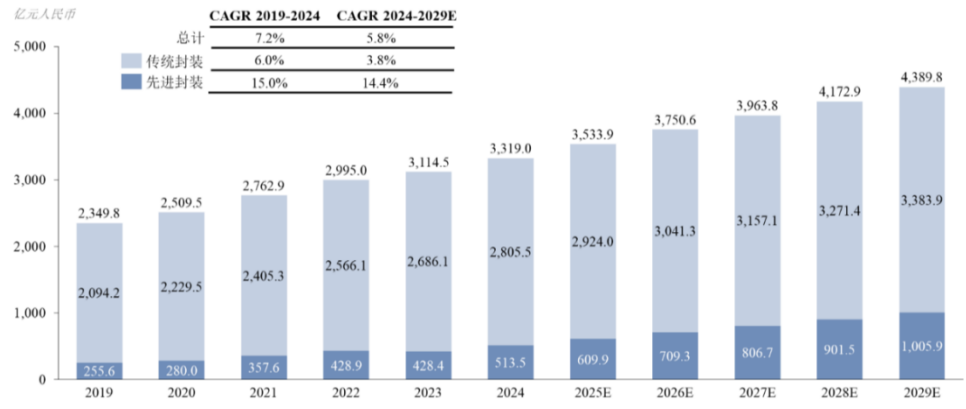
图 15：2019 年至 2029 年全球集成电路封测行业市场规模



资料来源：公司招股意向书，yole，灼识咨询，天风证券研究所

中国大陆封测市场方面，受益于产业政策支持和下游需求带动，市场规模由 2019 年的 2,349.8 亿元增长至 2024 年的 3,319.0 亿元，复合增长率为 7.2%。但从业务结构看，中国大陆封测市场仍主要以传统封装为主，2024 年先进封装占比仅约 15.5%。根据公司招股书中数据，预计 2029 年中国大陆封测行业市场规模将达到 4,389.8 亿元，2024 年至 2029 年复合增长率为 5.8%。同时，随着领先企业持续投入，根据公司招股书中数据，预计 2024 年至 2029 年中国大陆先进封装市场将保持 14.4%的复合增长率，2029 年占封测市场的比重将达到 22.9%。

图 16：2019 年至 2029 年中国大陆集成电路封测行业市场规模



资料来源：公司招股意向书，中国半导体行业协会，灼识咨询，天风证券研究所

全球封测产业已形成中国台湾地区、中国大陆、美国三足鼎立的格局，产能持续向亚洲区域集中。2024 年，日月光以 23.7%份额稳居全球第一，安靠科技（15.0%）为美国龙头，长电科技（11.3%）领跑中国大陆厂商，前三合计市占率约 50%，行业集中度较高。中国大陆与中国台湾地区厂商占据绝对优势，2024 年前十大企业中，大陆有长电、通富、华天、盛合晶微 4 家，中国台湾地区有日月光、力成、京元电子 3 家，合计市占超 50%。其中盛合晶微表现亮眼，份额从 2022 年 0.6%、2023 年 1.1%提升至 2024 年 1.6%，成功跻身全球前十，彰显国产先进封装厂商在 AI 算力需求驱动下的强劲增长与国产替代加速态势。

仅供内部参考，请勿外传

表 1：全球前十大封测企业排名

排名	公司名称	国家/地区	2024 年市场份额	2023 年市场份额	2022 年市场份额
1	日月光	中国台湾地区	23.7%	24.8%	27.7%
2	安靠科技	美国	15.0%	16.2%	16.0%
3	长电科技	中国大陆	11.3%	10.4%	11.0%
4	通富微电	中国大陆	7.8%	7.8%	7.0%
5	力成科技	中国台湾地区	4.9%	5.2%	5.2%
6	华天科技	中国大陆	3.8%	3.2%	3.0%
7	京元电子	中国台湾地区	2.7%	2.6%	2.8%
8	联合科技	新加坡	2.0%	2.0%	1.7%
9	韩亚微	韩国	1.7%	1.4%	1.3%
10	盛合晶微	中国大陆	1.6%	1.1%	0.6%

资料来源：公司招股意向书，Gartner，天风证券研究所

2.3. 先进封装细分市场：芯粒多芯片集成封装成为核心增长引擎

近年来，**智能手机等移动终端向小型化、集成化、高性能方向更新迭代，带动单机芯片数量和芯片性能要求的提升，是全球先进封装行业发展的最重要驱动因素之一。**未来，全球先进封装行业的主要增长点将由智能手机等移动终端向人工智能、数据中心、云计算、自动驾驶等高性能运算转变。

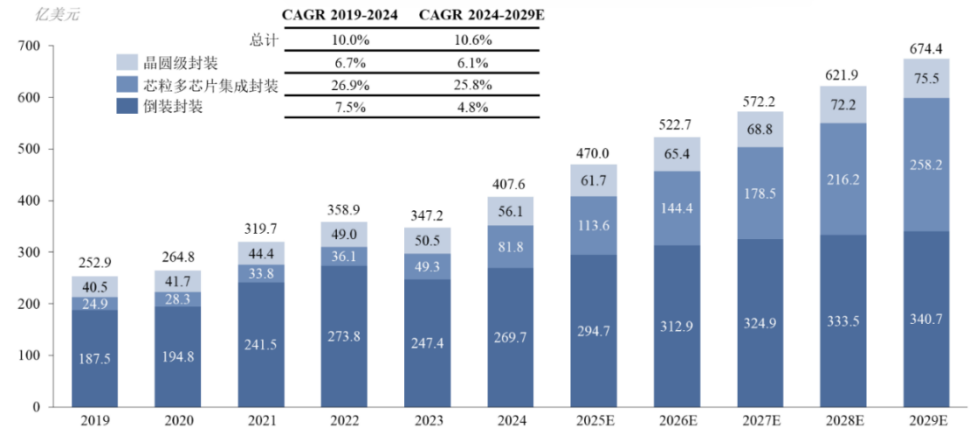
具体技术细分市场方面：

1）FC（倒装封装）：市场规模由 2019 年的 187.5 亿美元增长至 2024 年的 269.7 亿美元，复合增长率为 7.5%，是市场规模最大的先进封装技术。根据公司招股书数据，预计 2029 年将达到 340.7 亿美元，2024 年至 2029 年复合增长率为 4.8%。

2）WLP（晶圆级封装）：全球市场规模由 2019 年的 40.5 亿美元增长至 2024 年的 56.1 亿美元，复合增长率为 6.7%。根据公司招股书数据，预计 2029 年将达到 75.5 亿美元，2024 年至 2029 年复合增长率为 6.1%。

3）芯粒多芯片集成封装：全球市场规模由 2019 年的 24.9 亿美元增长至 2024 年的 81.8 亿美元，复合增长率为 26.9%，是增长最快的先进封装技术。根据公司招股书数据，预计将在 2029 年达到 258.2 亿美元，2024 年至 2029 年复合增长率为 25.8%，高于 FC、WLP 等相对成熟的先进封装技术。

图 17：2019 年至 2029 年全球先进封装行业市场规模

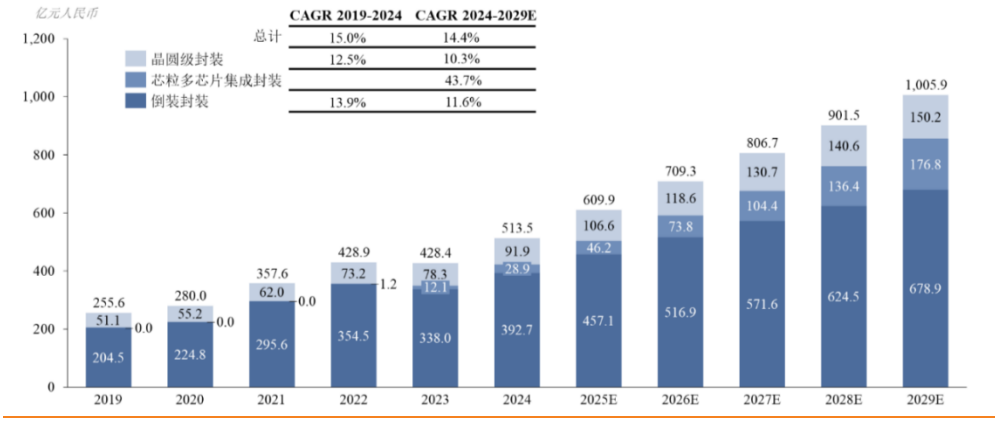


资料来源：公司招股意向书，yole，灼识咨询，天风证券研究所

与全球市场相比，中国大陆先进封装市场起步较晚，但近年来呈现快速追赶的态势。从市场格局看，FC 是中国大陆市场规模最大的先进封装技术，芯粒多芯片集成封装是增长最快的先进封装技术；从变动趋势看，中国大陆拥有全球最大且增速最快的集成电路消费市场，且在境外供应受限的情况下需要通过芯粒多芯片集成封装技术方案持续发展高算力芯片，因此中国大陆先进封装市场规模的复合增长率高于全球总体水平。

仅供内部参考，请勿外传

图 18：2019 年至 2029 年全球先中国大陆先进封装行业市场规模



资料来源：公司招股意向书，灼识咨询，天风证券研究所

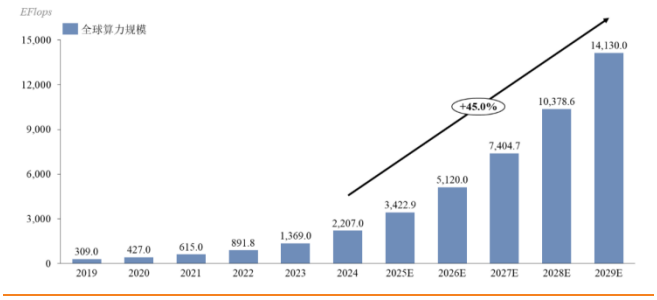
2.4. 先进封装下游需求：AI 与高性能运算驱动算力增长

集成电路是信息产业的基础，先进封装技术在各类电子设备领域得到广泛应用。其中，智能手机等移动终端和人工智能、数据中心、云计算、自动驾驶等高性能运算是先进封装最具代表性的下游行业，也是市场增长及未来可持续发展的重要驱动因素。

近年来，人工智能、数据中心、自动驾驶等高性能运算产业在全球范围内迎来历史性的增长机遇，并正逐步成为先进封装行业的关键增长点和盈利点。以 ChatGPT 和 DeepSeek 为代表的生成式大模型将人工智能技术由 B 端推向 C 端，大模型参数的指数级增加促进了算力需求的增长；自动驾驶技术的进步和扩展需要处理大量数据，也将带来广阔的算力需求。

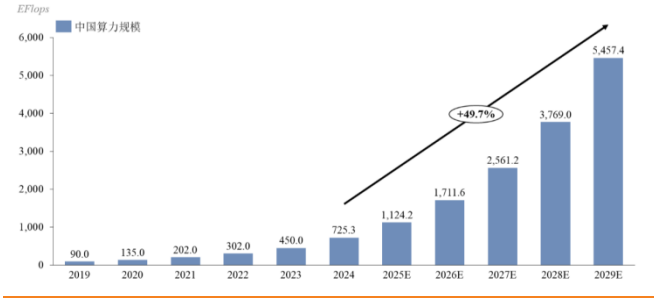
从算力规模看，全球算力规模从 2019 年的 309.0EFlops 增长至 2024 年的 2,207.0EFlops，复合增长率为 48.2%，根据公司招股书数据，预计 2029 年将达到 14,130.0EFlops，2024 年至 2029 年复合增长率为 45.0%。中国大陆算力规模从 2019 年的 90.0EFlops 增长至 2024 年的 725.3EFlops，复合增长率为 51.8%，随着“东数西算”工程全面启动，根据公司招股书数据，预计 2029 年将达到 5,457.4EFlops，2024 年至 2029 年复合增长率为 49.7%。

图 19：2019 年至 2029 年全球算力规模



资料来源：公司招股意向书，中国信通院，灼识咨询，天风证券研究所

图 20：2019 年至 2029 年中国大陆算力规模



资料来源：公司招股意向书，中国信通院，灼识咨询，天风证券研究所

3. 公司分析：处于领先地位的业务产品矩阵

公司专注于集成电路先进封测产业的中段硅片加工和后段先进封装环节，是中国大陆少有的全面布局各类中段硅片加工工艺和后段先进封装技术的企业，向客户提供中段硅片制造和测试服务，以及多元化的全流程先进封测服务。

3.1. 中段硅片加工：填补高端集成电路制造产业链空白

公司中段硅片加工产品包括凸块制造（Bumping）与晶圆测试（CP）。

3.1.1. 凸块制造（Bumping）：产能规模最大的企业之一

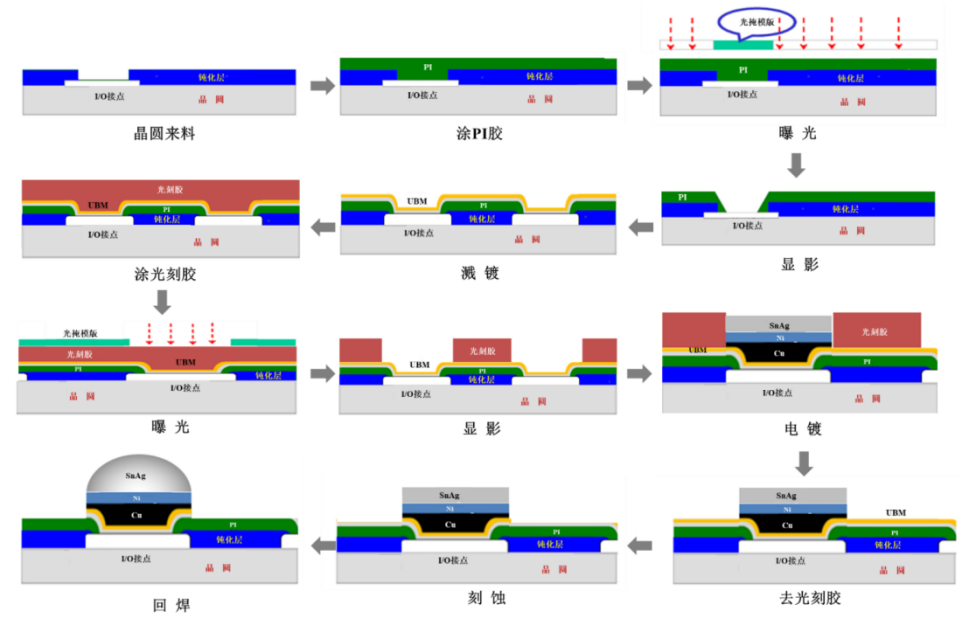
公司是中国大陆最早开展并实现 12 英寸凸块制造（Bumping）量产的企业之一，也是第一家能够提供 14nm 先进制程 Bumping 服务的企业，填补了中国大陆高端集成电路制造产业链的空白。此后，公司相继突破多个更先进制程节点的高密度凸块加工技术，跻身国

仅供内部参考，请勿外传

际先进节点集成电路制造产业链。截至 2024 年末，公司拥有中国大陆最大的 12 英寸 Bumping 产能规模。

公司可以提供 8 英寸和 12 英寸 Bumping 服务，并具备先进制程芯片的 Bumping 量产能力。公司 Bumping 产品种类多样，包括铜柱凸块、铜柱微凸块（微间距铜柱凸块）、铜镍金微凸块（微间距铜镍金凸块）、锡银凸块、植球凸块，可以满足不同封装形式及应用场景的需求。**2024 年度，公司是中国大陆 12 英寸 WLCSP 收入规模和 2.5D 收入规模均排名第一的企业。**

图 21：Bumping 工艺流程

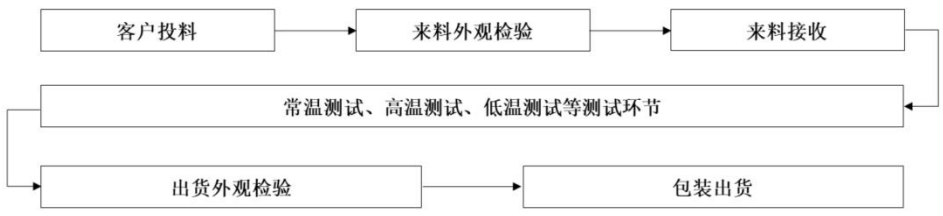


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 晶圆测试（CP）：具备国际竞争力的测试技术体系

公司的 CP 服务既支持客户的独立测试需求，也可以作为自身 Bumping 或全流程先进封测业务的配套环节，协助客户获取一站式服务的综合优势。公司构建了具备国际竞争力的测试技术体系：拥有多种高端、中端测试平台，覆盖大部分测试场景，可为各类客户提供灵活多样化的测试资源选型；搭载先进的生产系统和自主研发的设备自动化系统，可实现高阶定制化的数据处理和检查功能。公司可为逻辑、存储、射频、混合信号等多类芯片提供包括量产测试、测试程序开发、探针卡维护、测试硬件设计和整体测试方案搭建在内的全方位、高质量的 CP 服务，其中探针卡宽温域测试能力和维护能力在 Pin 数、电性水平和温控形变等多方面均为业界领先水平。此外，公司的工艺能力还可**保障更先进制程芯片、硅转接板、芯粒多芯片集成封装等高端产品的大规模测试需求。**

图 22：CP 工艺流程



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. 晶圆级封装（WLP）：满足客户不同产品需求

3.2.1. 晶圆级芯片封装（WLCSP）：中国大陆 12 英寸产品收入规模第一

仅供内部参考，请勿外传

公司可以提供从晶圆投入到框架或卷盘出货的全流程 WLCSP 服务，并具备 8 英寸和 12 英寸晶圆的加工能力，目前已经规模量产 22nm 及以上制程产品，**可以满足客户不同规格产品的需求**。针对技术节点更先进、应用日益广泛的 12 英寸 Low-K 产品市场，公司根据不同产品结构掌握各种配套的激光开槽技术，已应用于高端射频芯片、高端模拟芯片和指纹识别芯片等产品。针对快速成长的超薄芯片市场，公司可以提供适配的 DBG（研磨前切割）解决方案，并具备业界领先的晶圆减薄技术实力。

基于领先的中段硅片加工能力，公司快速实现了 12 英寸大尺寸晶圆级芯片封装（晶圆级扇入型封装，WLCSP）的研发及产业化，包括适用于更先进技术节点的 12 英寸 Low-K WLCSP，以及市场空间快速成长的超薄芯片 WLCSP 等。2024 年度，公司是中国大陆 12 英寸 WLCSP 收入规模排名第一的企业，市场占有率约为 31%。

图 23：公司晶圆级封装业务毛利率变动情况

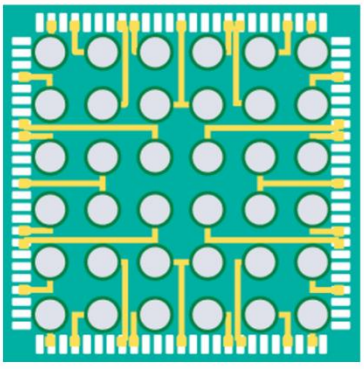
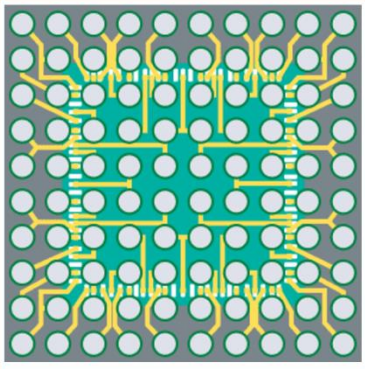
项目	2025年1-6月	2024年度	2023年度	2022年度
销售单价	0.1854	0.1500	0.1383	0.1319
单位成本	0.1749	0.1406	0.1456	0.1500
毛利率	5.69%	6.31%	-5.28%	-13.75%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.2.2. 晶圆级扇出型封装（FOWLP）：积极推进产业化

公司正在推进自主研发的 FOWLP 技术平台 Enhanced-WLCSP 的产业化工作，目前已进入小量试产。FO 相比 WLCSP 可以支持更高的 I/O 密度，同时具备性价比高、可靠性高等特征，适用于电源管理芯片、基带芯片、射频收发器、运算芯片等复杂度较高的芯片。

图 24：公司晶圆级封装技术平台图示

技术平台	WLCSP	Enhanced-WLCSP
平台图示		

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.3. 芯粒多芯片集成封装：把握市场高速成长的机遇

自成立之初，公司即将芯粒多芯片集成封装作为公司发展方向和目标，并聚焦在更加前沿的晶圆级技术方案领域，于 2019 年在中国大陆率先发布三维多芯片集成技术品牌 SmartPoser®，涵盖 2.5D/3DIC、3D Package 等各类技术方案。截止 2025 年，**公司已经成为中国大陆在芯粒多芯片集成封装领域起步最早、技术最先进、生产规模最大、布局最完善的企业之一**，并具备在前沿领域追赶全球最领先企业的能力。

3.3.1. 三维芯片集成（2.5D/3DIC）：拥有集成电路制造前沿技术

公司的 2.5D 技术平台涵盖硅通孔转接板（“硅转接板”）、扇出型重布线层（“有机转接板”）和嵌入式硅桥（“硅桥转接板”）等各类主流技术方案，并已形成全流程 2.5D 的技术体系和量产能力，在集成电路制造的关键前沿领域实现了突破，**成为中大陆在芯粒多芯片集成封装领域起步最早、技术最先进、生产规模最大、布局最完善的企业之一，并具备在上述**

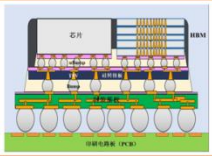
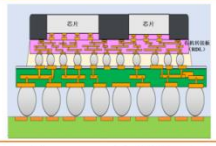
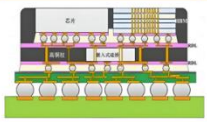
仅供内部参考，请勿外传

领域追赶全球最领先企业的能力。

3DIC 可以实现更高的互联密度、更短的信号传输路径、更小的信号延迟，以及更优良的热传导性和可靠性。**公司正在推进 3D IC 的研发及产业化工作，在技术路线上全面涵盖微凸块和混合键合等主流方案，并计划通过投资项目“超高密度互联三维多芯片集成封装项目”形成规模产能。**

随着人工智能、自动驾驶等前沿技术对于算力需求的快速提升，2.5D/3DIC 技术也在持续发展中。**公司紧跟行业技术发展，积极布局前沿技术，凭借自身在 2.5D 和 3DIC 领域的研发经验和技术积累，已将 3.5D 集成相关技术作为主要研发方向之一。**

图 25：公司 2.5D 集成技术发展情况

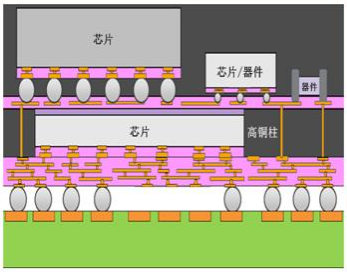
技术平台	平台研发及产业化进展	平台图示
SmartPoser®-Si	已实现大规模量产，是中国大陆量产最早、生产规模最大的基于硅转接板的 2.5D 技术平台之一	
SmartPoser®-RDL	已进入小量试产	
SmartPoser®-BD	已完成全流程验证和可靠性验证，并开展更大尺寸的结构优化	

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.3.2. 三维封装（3D Package）：推进全供应链优化

公司已开发出多个自有知识产权的 3D Package 技术平台，包括 SmartPoser®-POP 和 SmartPoser®-AiP 等，分别适用于高端消费电子和 5G 毫米波通信领域。其中，应用于高端消费电子的 SmartPoser®-POP 平台已实现规模量产。

图 26：公司 3D Package 技术平台

技术平台	平台简介	平台图示
SmartPoser®-POP SmartPoser®-AiP	**结构：**通过多层、双面的扇出型重布线和垂直方向的高铜柱，可以同时实现多芯片的二维平面整合，以及多层芯片的三维堆叠整合 **特点：**能够异质集成多个有源芯片和无源供电组件等，拥有高集成度、高密度、超薄等优点，该技术平台可以提供模块化和微型化的高度集成加工，在后摩尔时代实现高算力、高带宽、低功耗等的全面性能提升 **进展：**应用于高端消费电子的SmartPoser®-POP 平台已实现规模量产	

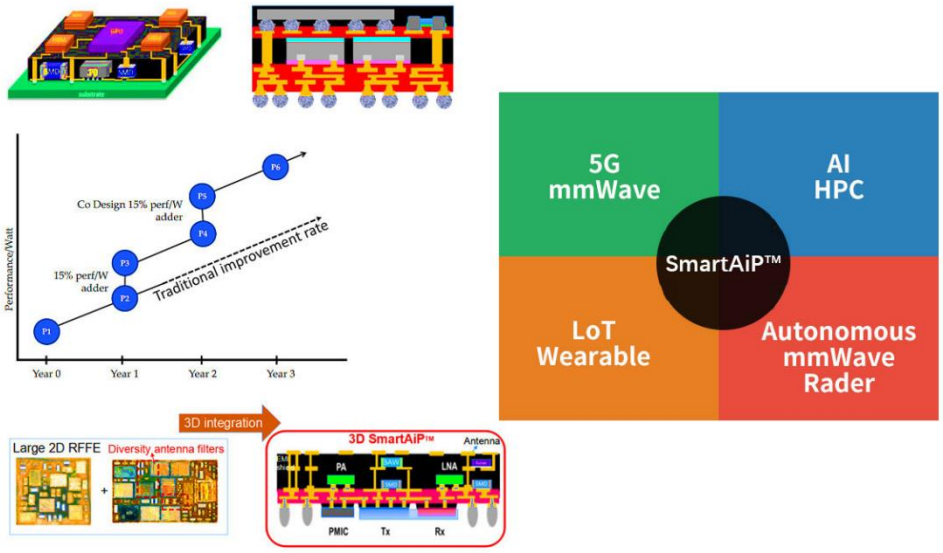
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

SmartPoser™已获得中国和美国专利授权的创新芯片集成封装结构与技术，通过超高的垂直铜柱互连提供更强三维(3D)集成功能，加上多层双面再布线(RDL)技术，结合晶圆级精准的多层天线结构、芯片倒装及电壓转换被动组件，实现了 5G 毫米波天线与射频前端芯片模块化和微型化的高度集成加工，相比现有市场方案，更加符合 5G 手机低功耗、高增益、超薄的要求，并且整个工艺流程更加简化，利于量产管理，也有利于客户的供应链优化。

图 27：公司 3D 先进封装结构

仅供内部参考，请勿外传

产品结构：



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们预计盛合晶微 2026-2028 年的营业收入分别为:89.97 亿元/122.22 亿元/160.65 亿元，2026-2028 年的归母净利润分别为：10.34 亿元/15.05 亿元/20.60 亿元。公司主营业务包括中段硅片加工、晶圆级封装和芯粒多芯片集成封装。具体拆分如下：

中段硅片加工：

我们预计中段硅片加工 2026-2028 年的营业收入分别为：26.18 亿元/30.90 亿元/35.53 亿元。

理由如下：

- 考虑到随着新建产能的逐步爬坡，公司 Bumping 的产能规模逐年提升，同时根据募投项目规划，“三维多芯片集成封装项目”的配套 Bumping 产能在达产后将新增 8 万片/月，较 2024 年产能大幅增长。Bumping 是各类先进封装技术平台的关键基础，且高性能运算等下游行业需求持续旺盛，推动公司 Bumping 业务规模快速增长，因此我们预计未来三年公司产能利用率有望继续维持较高水平；另外公司采用“客户定制，以销定产”的受托生产加工模式，根据客户订单规划产能，并按计划进行投产。我们认为这有利于公司产能扩张与实际市场需求的匹配，能够尽可能地避免扩产带来的滞销风险。
- 2023/2024 年公司中段硅片加工单价分别同比+49%/-8%，2023 年，公司中段硅片加工业务的销售数量较 2022 年基本持平，平均销售单价较 2022 年上升，主要原因为中段硅片加工业务中复杂性更高、工艺难度更大的产品占比上升，2024 年，公司中段硅片加工业务的平均销售单价较 2023 年无重大变化，2025 年 1-6 月，公司中段硅片加工业务的平均销售单价较 2024 年无重大变化。因此我们预计未来三年的产品价格基本保持稳定。

晶圆级封装（WLCSP）：

我们预计晶圆级封装业务 2026-2028 年的营业收入分别为 10.07 亿元/10.88 亿元/12.51 亿元。

理由如下：

仅供内部参考，请勿外传

- WLCSP 相比传统封装可以实现更高的互联密度、更优的功耗管控、更好的稳定性，适用于射频芯片、电源管理芯片、存储芯片、指纹识别芯片等移动终端芯片。考虑到该业务下游以消费电子为主，市场已相对成熟且竞争充分，同时存储涨价也对消费电子需求造成了一定冲击。我们预计 2026 年公司该业务将阶段性承压，2027 年后有望随着市场景气度好转逐步修复。因此我们预计公司 2026-2028 年该业务营收 yoy 为 3%/8%/15%。

芯粒多芯片集成封装：

我们预计芯粒多芯片集成封装业务 2026-2028 年的营业收入分别为 53.25 亿元/79.87 亿元/111.82 亿元。

理由如下：

- 根据募投项目规划，公司两个募投项目达产后将新增 1.6 万片/月的三维多芯片集成封装产能以及 4,000 片/月的超高密度互联三维多芯片集成封装产能，较 2024 年产能大幅增加。
- 考虑到公司募投项目产能持续释放，叠加算力需求增长驱动 2.5D 封装市场景气度上行，因此我们预计未来三年公司该业务营收将保持较高增长态势。预计 2026-2028 年增速为 60%/50%/40%。

表 2：公司营收及主要业务拆分（亿元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	47.05	65.21	89.97	122.22	160.65
yoy	54.87%	38.59%	37.98%	35.84%	31.44%
毛利率	23.53%	30.99%	31.44%	32.63%	33.70%
芯粒多芯片集成封装					
营业收入	20.79	33.28	53.25	79.87	111.82
yoy	179.09%	60.10%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利率	19.76%	28.73%	29.00%	30.00%	31.00%
中段硅片加工					
营业收入	17.55	21.82	26.18	30.90	35.53
yoy	8.18%	24.36%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	35.70%	40.58%	44.00%	46.00%	48.00%
晶圆级封装					
营业收入	8.49	9.78	10.07	10.88	12.51
yoy	32.07%	15.17%	3.00%	8.00%	15.00%
毛利率	6.31%	16.00%	10.00%	12.00%	15.00%
其他业务					
营业收入	0.23	0.33	0.47	0.57	0.79
yoy	-19.83%	45.67%	42.06%	22.63%	36.79%
毛利率	72.32%	68.95%	67.91%	69.73%	68.86%

资料来源：公司公告，iFinD，天风证券研究所

盛合晶微是全球领先的集成电路晶圆级先进封测企业，公司专注于集成电路先进封测产业的中段硅片加工和后段先进封装环节，是中国大陆少有的全面布局各类中段硅片加工工艺和后段先进封装技术的企业。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 89.97 亿元/122.22 亿元/160.65 亿元，归母净利润分别为 10.34 亿元/15.05 亿元/20.60 亿元，业绩增长具备支撑，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

技术研发或产业化不及预期的风险

作为在集成电路先进封测领域持续攻关行业前沿技术的科技企业，公司高度重视技术研发及产业化，集成电路先进封测行业生产工艺复杂、技术含量极高，由于新技术的研发存在一定的不确定性，若公司在研发过程中关键技术未能实现突破、性能指标无法达到预期，则将面临研发失败的风险；此外，由于先进封测的技术研发需要经历前期的技术论证及后期的生产实践，周期较长，若公司未能准确判断行业技术的发展趋势，导致工艺技术定位偏差，则将面临研发产业化进度不及预期甚至研发产业化失败的风险。

先进封测业务固定资产投资规模较大的风险

集成电路先进封测涉及多学科、多领域的交叉，技术难度大，因此需要大量晶圆制造设备，以及先进的封装设备、测试设备、自动化生产线等，此类设备或产线通常价格较为昂贵，需要大量的固定资产投入。若公司未能准确判断行业发展方向，及时应对下游市场变化；或市场竞争加剧，公司业务拓展不及预期，均可能导致公司前期的研发投入和资本开支无法充分兑现为经营业绩，一方面将对公司的现金流状况产生不利影响，另一方面已有固定资产形成的折旧费用也将影响公司的盈利能力。

市场竞争加剧的风险

近年来，先进封装的市场规模及占总体封测市场的比重均持续上升，吸引了大量的市场参与者。若同行业企业陆续攻克技术难点进入该领域，导致公司丧失现有的行业地位以及技术、产能、客户等方面的优势，且公司未能通过持续研发创新等措施有效维持，将会对公司的经营业绩产生不利影响，甚至可能导致公司出现亏损。

宏观经济和下游行业需求波动的风险

集成电路先进封测行业的业绩表现与宏观经济的发展以及下游行业的需求密切相关。一方面，宏观经济和下游行业的周期性波动会对集成电路先进封测行业的发展产生影响。另一方面，各下游行业对集成电路先进封测服务的需求均会受到多重内外部因素的影响。若上述因素发生不利变动，均会造成集成电路先进封测行业的需求下降，从而对公司的经营业绩产生不利影响，甚至可能导致公司出现亏损。

新股上市股价波动风险

新股上市初期，其股价表现更多受市场供需关系、投资者情绪及短期资金博弈等因素影响，而非完全反映公司基本面及盈利能力的即时变化。若市场风险偏好回落、主题热度退潮或短线资金切换，可能出现快速回撤甚至长时间横盘消化估值的情形，提请投资者关注新股上市股价波动带来的相关风险。

客户集中度较高风险

集成电路先进封测行业的下游市场集中度较高，且下游市场头部企业的业务规模处于绝对领先地位。若公司主要客户（尤其第一大客户）经营恶化、受地缘冲突或产业链波动影响而削减订单，或公司未能深化存量合作及拓展新客，将严重冲击业绩稳定性，甚至导致亏损，并制约未来增长。

仅供内部参考，请勿外传

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,275.65	6,061.31	7,956.52	8,592.71	7,213.76
应收票据及应收账款	1,219.58	1,141.23	2,565.00	2,396.03	3,921.96
预付账款	0.12	1.59	1.84	2.73	2.56
存货	1,193.14	1,387.55	2,382.14	3,107.39	4,881.05
其他	541.18	602.50	485.69	546.02	564.29
流动资产合计	**10,229.68**	**9,194.18**	**13,391.18**	**14,644.88**	**16,583.61**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	8,377.39	10,124.61	11,382.04	12,989.12	14,587.15
在建工程	1,342.94	2,239.11	2,687.38	2,572.43	2,086.21
无形资产	88.33	81.45	68.74	55.53	41.81
其他	293.66	964.12	430.09	564.12	654.18
非流动资产合计	**10,102.33**	**13,409.30**	**14,568.24**	**16,181.20**	**17,369.35**
资产总计	**20,332.01**	**22,603.49**	**27,959.42**	**30,826.08**	**33,952.96**
短期借款	394.27	423.20	400.00	400.00	400.00
应付票据及应付账款	1,527.23	1,917.02	2,538.06	3,408.92	4,436.60
其他	836.81	1,672.57	1,000.02	1,382.45	1,449.07
流动负债合计	**2,758.31**	**4,012.80**	**3,938.09**	**5,191.38**	**6,285.67**
长期借款	3,328.23	3,247.44	3,000.00	3,000.00	3,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	653.98	915.40	610.91	726.76	751.03
非流动负债合计	**3,982.21**	**4,162.84**	**3,610.91**	**3,726.76**	**3,751.03**
负债合计	**6,740.52**	**8,175.64**	**7,548.99**	**8,918.14**	**10,036.69**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.11	0.11	0.13	0.13	0.13
资本公积	13,563.73	13,795.09	18,573.67	18,573.67	18,573.67
留存收益	(431.97)	488.53	1,522.99	3,028.34	5,087.96
其他	459.62	144.12	313.64	305.79	254.52
股东权益合计	**13,591.49**	**14,427.85**	**20,410.43**	**21,907.94**	**23,916.27**
负债和股东权益总计	**20,332.01**	**22,603.49**	**27,959.42**	**30,826.08**	**33,952.96**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	213.65	920.50	1,034.46	1,505.35	2,059.61
折旧摊销	1,397.84	1,862.66	2,205.06	2,405.00	2,614.97
财务费用	169.78	159.55	112.22	141.36	221.60
投资损失	(0.93)	(15.58)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	(267.86)	260.55	(1,622.59)	497.45	(2,376.14)
其它	394.45	963.13	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	**1,906.93**	**4,150.80**	**1,714.15**	**4,534.16**	**2,505.04**
资本支出	3,328.69	4,235.14	4,202.53	3,768.07	3,688.80
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(7,948.23)	(9,964.10)	(8,085.56)	(7,637.00)	(7,386.86)
投资活动现金流	**(4,619.54)**	**(5,728.96)**	**(3,883.03)**	**(3,868.93)**	**(3,698.06)**
债权融资	1,633.03	613.08	(884.03)	(21.20)	(134.64)
股权融资	5,398.49	(84.14)	4,948.12	(7.85)	(51.28)
其他	(481.10)	(15.94)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**6,550.42**	**513.00**	**4,064.09**	**(29.05)**	**(185.92)**
汇率变动影响	3.58	4.82	5.00	5.00	5.00
现金净增加额	**3,841.41**	**(1,060.33)**	**1,900.20**	**641.19**	**(1,373.94)**

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4,705.40**	**6,521.44**	**8,997.44**	**12,222.36**	**16,065.05**
营业成本	3,597.99	4,500.52	6,168.58	8,234.29	10,651.25
营业税金及附加	15.46	15.49	22.49	36.67	48.20
销售费用	45.12	52.71	80.98	110.00	144.59
管理费用	211.64	224.77	296.92	366.67	481.95
研发费用	505.60	761.11	1,079.69	1,527.80	2,088.46
财务费用	81.11	(23.05)	112.22	141.36	221.60
资产/信用减值损失	(120.33)	(330.43)	(349.00)	(389.00)	(429.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.52	20.41	20.00	20.00	20.00
其他	78.71	186.42	150.00	150.00	150.00
营业利润	**211.37**	**866.29**	**1,057.57**	**1,586.58**	**2,170.01**
营业外收入	5.61	0.33	1.00	1.00	1.00
营业外支出	3.26	2.68	3.00	3.00	3.00
利润总额	**213.73**	**863.94**	**1,055.57**	**1,584.58**	**2,168.01**
所得税	0.07	(56.56)	21.11	79.23	108.40
净利润	**213.65**	**920.50**	**1,034.46**	**1,505.35**	**2,059.61**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**213.65**	**920.50**	**1,034.46**	**1,505.35**	**2,059.61**
每股收益（元）	1,954.80	0.57	0.56	0.81	1.11

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	54.87%	38.59%	37.97%	35.84%	31.44%
营业利润	526.44%	309.85%	22.08%	50.02%	36.77%
归属于母公司净利润	525.99%	330.84%	12.38%	45.52%	36.82%
获利能力					
毛利率	23.53%	30.99%	31.44%	32.63%	33.70%
净利率	4.54%	14.12%	11.50%	12.32%	12.82%
ROE	1.57%	6.38%	5.07%	6.87%	8.61%
ROIC	4.06%	8.68%	9.30%	10.15%	13.35%
偿债能力					
资产负债率	33.15%	36.17%	27.00%	28.93%	29.56%
净负债率	-21.66%	-7.89%	-18.65%	-19.73%	-11.94%
流动比率	3.71	2.29	3.40	2.82	2.64
速动比率	3.28	1.95	2.80	2.22	1.86
营运能力					
应收账款周转率	4.51	5.52	4.86	4.93	5.09
存货周转率	5.02	5.05	4.77	4.45	4.02
总资产周转率	0.28	0.30	0.36	0.42	0.50
每股指标（元）					
每股收益	1,954.80	0.57	0.56	0.81	1.11
每股经营现金流	0.00	2.58	0.92	2.43	1.34
每股净资产	8.46	8.98	10.96	11.76	12.84
估值比率					
市盈率	0.10	335.19	345.67	237.54	173.61
市净率	22.69	21.38	17.52	16.32	14.95
EV/EBITDA	0.00	0.00	90.05	74.06	61.95
EV/EBIT	0.00	0.00	205.58	149.64	114.19

资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

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 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com