下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 9 月 16 日

公司研究

先进封装核心卡位，封测龙头稳健成长

——长电科技（600584.SH）投资价值分析报告

要点

深耕封测领域，内生外延双轮驱动。长电科技为国内封测领域龙头，于 2003 年成功上市。2015 年，公司收购新加坡上市公司星科金朋，助力公司跃居全球封测行业第三，并增强了先进封装方向的发展。2024 年，公司收购晟碟半导体，切入存储封测领域。目前，公司在中国、韩国和新加坡拥有八大生产基地。公司收入以芯片封测为主，2025 年传统通讯及消费电子领域收入占比为 60%，新兴领域运算电子、汽车电子等领域提升较快，业务结构持续优化。2025 年公司营业收入为 388.71 亿元，同比增长 8.09%；归母净利润为 15.65 亿元，同比下降 2.75%。盈利受传统消费类需求拖累，但人工智能、高性能计算等需求保持较强韧性，有望引领公司未来进入新的发展阶段。26H1 公司实现营业收入 195.27 亿元，同比增长 4.96%；归母净利润 8.45 亿元，同比增长 79.41%。

封测行业受益于 AI 产业的快速发展，先进封装已成为重要的产业趋势。封测为集成电路产业链上重要的一个环节，市场受益于 AI 相关需求的增长。2025 年全球委外封测营收合计 3332 亿元，创下史上委外封测最高纪录。封测行业集中度较高，本土厂商发展迅猛，中国内地前五家全球市占率合计为 32.6%。先进封装已成为封测行业未来发展的核心趋势，其中，芯粒多芯片集成封装为先进封装的重要技术发展方向，市场规模由 2019 年的 24.9 亿美元增长至 2024 年的 81.8 亿美元，年复合增长率为 26.9%。2026 年上半年，封测业内 12 家头部企业陆续宣布投建先进封装产能，卡位新的产业浪潮。

新兴领域助力发展，积极布局先进封装领域。公司在存储封装领域积累深厚，依托晟碟以及长电科技多工厂布局的存储类产品业务，未来有望进一步提升企业级 SSD 的市场份额。汽车电子为公司产品发展的重要方向之一，上海临港新工厂投运，聚焦车规级及机器人芯片领域。XDFOI 为公司的高端先进封装技术平台，是一种面向 Chiplet 的极高密度、多扇出型封装异构集成解决方案，应用于高性能计算、人工智能、5G 通信及汽车电子等领域，目前已进入稳定量产阶段。2026 年 6 月公司公告拟投资 78 亿元建设高端先进封测厂，目标完善公司产业布局，加快高端先进封装的产能布局。

盈利预测、估值与评级：长电科技深耕封测领域，目前发展聚焦关键应用领域，业务结构持续优化。我们预测公司 2026-2028 年营收分别为 421.25、468.56 和 524.55 亿元，归母净利润分别为 22.45、30.36、38.73 亿元，对应 EPS 分别为 1.25、1.70、2.16 元。我们认为公司竞争力在业内突出，卡位先进封装产业浪潮，未来发展空间广阔，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：行业波动风险；新技术产业化延期风险；竞争加剧风险；汇率风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	35,962	38,871	42,125	46,856	52,455
营业收入增长率	21.24%	8.09%	8.37%	11.23%	11.95%
归母净利润（百万元）	1,610	1,565	2,245	3,036	3,873
归母净利润增长率	9.44%	-2.75%	43.43%	35.23%	27.59%
EPS（元）	0.90	0.87	1.25	1.70	2.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.83%	5.46%	7.32%	9.09%	10.53%
P/E	75	77	54	40	31
P/B	4.4	4.2	4.0	3.6	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-09-11

增持（首次）

当前价：67.74 元

作者

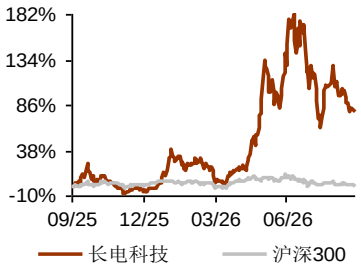
分析师：高宇洋
执业证书编号：S0930526060002
电话：021-52523818
邮件：gaoyuyang@ebscn.com

分析师：贺根
执业证书编号：S0930518040002
021-52523863
hegen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.89
总市值(亿元):	1212.15
一年最低/最高(元):	34.54/113.87
近 3 月换手率:	602.37%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.75	-2.24	76.87
绝对	-15.73	-10.65	75.70

资料来源：Wind

下载日志已记录，仅供内部参考

投资聚焦

1、通讯及消费电子业务：2025 年，公司来自通讯电子及消费电子领域的收入分别为 141.49 亿元、91.74 亿元。此领域为公司的传统业务，手机及消费电子需求下滑，对公司传统业务造成影响。对此，公司 2025 年先于行业推动业务结构调整及针对传统通讯业务的取舍，通讯及消费电子收入占比已较历史周期显著收敛，且内部结构主要面向当前需求韧性较强的高端市场。我们预测公司通讯电子及消费电子收入受下游需求影响，2026、2027 年收入增速分别下滑 5.00%、2.00%；伴随着公司内部调整持续发力，聚焦高端市场效果逐步显现，2028 年业务有望重回上升趋势，我们预测 2028 年业务收入增速有望达到 3.00%。

2、运算电子业务：2025 年，公司运算电子业务收入为 82.80 亿元，同比增长 42.60%。全球 AI 先进封装需求旺盛，公司 2026 年正积极扩充国内外的产能。从行业特征看，AI 需求具有显著的持续性与结构性特点，下半年需求将大于上半年，2027 年对产能的需求较 2026 年更为显著，未来几年先进封装产能预计处于紧平衡状态。针对目前行业形势，公司正加快推进涵盖存储、算力、电力相关平台的技术导入，随着相关技术逐步量产落地，有望更好地满足下游客户对整体平台产品的需求。2026 年上半年，公司运算电子业务收入达到 58.78 亿元，同比增长 40.40%。我们预测运算电子业务 2026-2028 年增速分别为 40.00%、35.00%、25.00%。

3、汽车电子业务：2025 年，公司汽车电子业务收入为 37.32 亿元，同比增长 31.70%。目前，新兴车厂电子电气架构持续向集中化、平台化演进，单车半导体价值量及芯片用量均有较为明显提升。公司临港汽车电子工厂于 2026 年 3 月投产，并于二季度进入批量生产阶段。由于客户技术平台持续升级、需求超出原有预期，公司在临港工厂追加布局车规级晶圆级封装产能，并加速推进，预计将于 2027 年实现投产，以满足智能汽车对先进封装的强劲需求。2026 年上半年，公司汽车电子业务收入达到 21.67 亿元，同比增长 25.00%。我们预测汽车电子业务 2026-2028 年增速分别为 25.00%、20.00%、15.00%。

我们区别于市场的观点

过去市场往往将封测归为半导体产业链技术门槛相对偏低的后道环节，认为行业技术迭代节奏缓慢。我们认为随着 AI 算力需求大幅增长，先进封装技术持续创新突破，封测行业发生深刻的结构性变化，其在算力芯片中的战略地位显著提升，行业逻辑迎来重塑。此次报告，我们重点突出长电科技在先进封装领域的布局。

股价上涨的催化因素

1、公司先进封装业务在技术及客户方面不断取得突破；

2、未来公司季度业绩不断释放，同比高速增长。

估值与目标价

我们预测公司 2026-2028 年营收分别为 421.25、468.56 和 524.55 亿元，归母净利润分别为 22.45、30.36、38.73 亿元，对应 EPS 分别为 1.25、1.70、2.16 元。长电科技深耕封测领域，目前发展聚焦关键应用领域，业务结构持续优化。公司拥有 20 多年 memory 封装量产经验，2024 年收购晟碟半导体 80%股权，切入先进闪存存储产品的封测领域。2026 年 6 月公司公告拟投资 78 亿元在上海临港建设高端先进封测厂，卡位先进封装产业浪潮。因此，我们认为公司竞争力在业内突出，未来发展空间广阔，首次覆盖给予“增持”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1、 长电科技：先进封装，芯连万象 5
1.1、 深耕封测领域，全球化布局发展 5
1.2、 业务结构持续优化，研发投入不断加大 6
2、 封测行业受益于 AI 的快速发展，先进封装已成为重要的产业趋势 9
2.1、 人工智能已成为半导体产业增长的核心动力 9
2.2、 封测领域本土企业竞争力持续提升 9
2.3、 先进封装为封测行业未来发展的核心趋势 10
3、 长电科技：新兴领域助力发展，积极布局先进封装领域 14
3.1、 全球封测领域领军企业，存储及汽车电子方向发展加快 14
3.2、 先进封装为核心发展方向，XDFOI 工艺实现量产 16
4、 盈利预测与投资评级 18
4.1、 关键假设与盈利预测 18
4.2、 估值分析与投资评级 20
5、 风险提示 22

下载日志已记录，仅供内部参考

图目录

图 1：长电科技全球布局 5
图 2：公司发展历程 5
图 3：公司股权结构情况（截至 2026 年 6 月 30 日） 6
图 4：2025 年公司营收构成（分业务） 6
图 5：2025 年公司营收构成（分市场应用领域） 6
图 6：2021-2026 年 H1 公司营业总收入及同比增速 7
图 7：2021-2026 年 H1 公司归母净利润及同比增速 7
图 8：2021-2026 年 H1 公司毛利率及净利率 7
图 9：2021-2026 年 H1 公司研发费用及占比 8
图 10：全球半导体市场规模及预测（单位：十亿美元） 9
图 11：2025 年全球委外封测前三大厂商份额 10
图 12：2025 年全球委外封测 TOP10(单位：亿元） 10
图 13：芯粒多芯片集成封装的部分代表性技术平台和芯片产品 11
图 14：CoWoS 封装技术路线图 12
图 15：2019-2029 年全球先进封装行业市场规模 12
图 16：存储封装技术演进路线图 14
图 17：2020-2026 年全球存储封装市场规模变化 15
图 18：公司汽车电子产品&封装形态 15
图 19：长电科技 XDFOI 多维度高密度扇出型封装技术原理 16

表目录

表 1：2026 年上半年明确宣布先进封装扩产计划或动工的国内外头部企业 13
表 2：长电科技业务预测（单位：亿元） 18
表 3：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 2026 年 9 月 11 日收盘价） 20
表 4：绝对估值核心假设表 20
表 5：现金流折现及估值表 21
表 6：敏感性分析表（元） 21
表 7：估值结果汇总（元） 21

下载日志已记录，仅供内部参考

1、 长电科技：先进封装，芯连万象

1.1、 深耕封测领域，全球化布局发展

长电科技为国内封测领域龙头。公司提供芯片成品制造解决方案，涵盖微系统集成、设计仿真、晶圆中测、芯片及器件封装、成品测试、产品认证以及全球直运等服务。公司拥有先进和全面的芯片成品制造技术，包括晶圆级封装（WLP）、2.5D/3D 封装、系统级封装（SiP）、倒装芯片封装、引线键合封装及主流封装先进化解决方案。公司在中国、韩国和新加坡拥有八大生产基地，并在全球设有 20 多个业务机构。

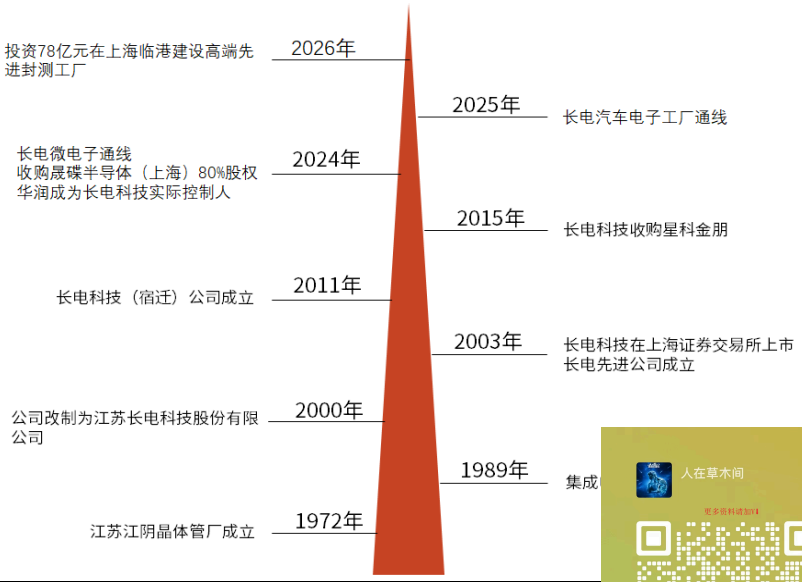
图 1：长电科技全球布局



资料来源：公司官方网站，光大证券研究所

公司发展历程：内生外延双驱动。公司前身为江阴晶体管厂，成立于 1972 年。2000 年，公司改制为江苏长电科技股份有限公司，并于 2003 年成功上市。2015 年，公司收购新加坡上市公司星科金朋，具有里程碑式意义，助力公司跃居全球封测行业第三，并补齐了先进封装方向的技术短板。2024 年，公司收购晟碟半导体 80%股权，切入先进闪存存储产品的封测领域。2026 年 6 月，公司公告拟投资 78 亿元在上海临港建设高端先进封测厂。

图 2：公司发展历程



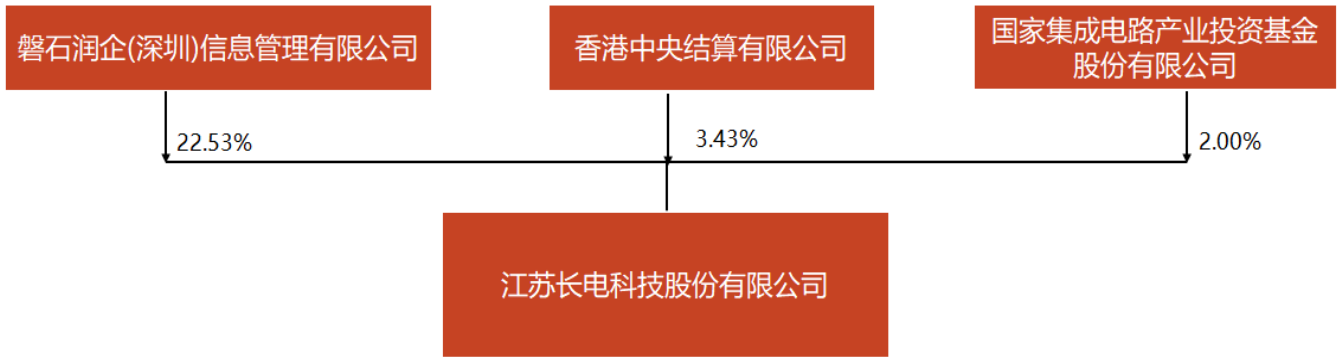
资料来源：公司官方网站，光大证券研究所

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

华润成为公司实际控制人。截至 2026 年二季度末，公司第一大股东为磐石润企，持股 22.53%。磐石香港有限公司是华润集团旗下的全资子公司，磐石香港持有磐石润企 100%股份。因此，华润集团为长电科技的实际控制人。国家集成电路产业投资基金股份有限公司持股 2.00%。

图 3：公司股权结构情况（截至 2026 年 6 月 30 日）

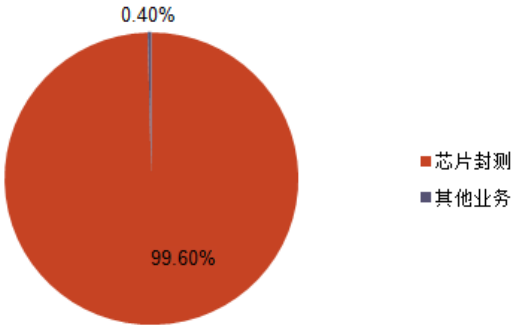


资料来源：wind，光大证券研究所

1.2、 业务结构持续优化，研发投入不断加大

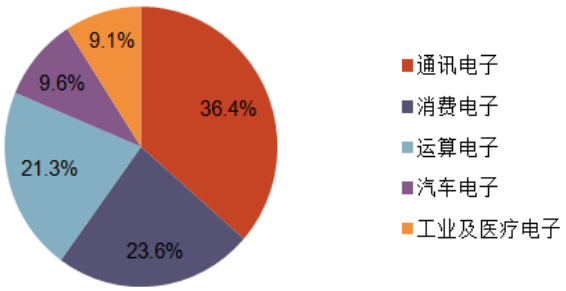
收入以主业芯片封测为主，业务结构持续优化。2025 年，公司营业收入为 388.71 亿元，主业芯片封测收入占比为 99.60%。2025 年营业收入按市场应用领域划分，通讯电子占比 36.4%、消费电子占比 23.6%、运算电子占比 21.3%、汽车电子占比 9.6%、工业及医疗电子占比 9.1%。其中，运算电子领域营收同比增长 42.6%，工业及医疗电子领域同比增长 40.6%，汽车电子领域营收同比增长 31.7%，业务结构持续向高附加值和高成长性方向优化。

图 4：2025 年公司营收构成（分业务）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 5：2025 年公司营收构成（分市场应用领域）

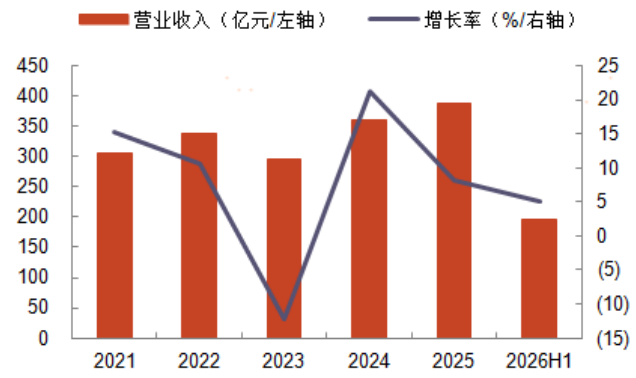


资料来源：wind，光大证券研究所

盈利受传统消费类需求拖累。公司营业收入由 2021 年的 305.02 亿元，提升至 2025 年的 388.71 亿元，对应的归母净利润则由 2021 年的 29.59 亿元下降至 2025 年的 15.65 亿元。2025 年的营收同比增长 8.09%，归母净利润下降 2.75%。2025 年下游传统消费类市场恢复不均衡，同时因国际贵金属价格波动、部分材料供应紧张等因素，封测环节承压明显，竞争激烈，公司业绩表现一般。但是人工智能、高性能计算等需求保持较强韧性，有望引领公司未来进入新的发展阶段。26H1 公司实现营业收入 195.27 亿元，同比增长 4.96%；归母净利润 8.45 亿元，同比增长 79.41%。受益业务结构持续优化，上半年利润增速高于收入增速，毛利率和经营性现金流持续改善。

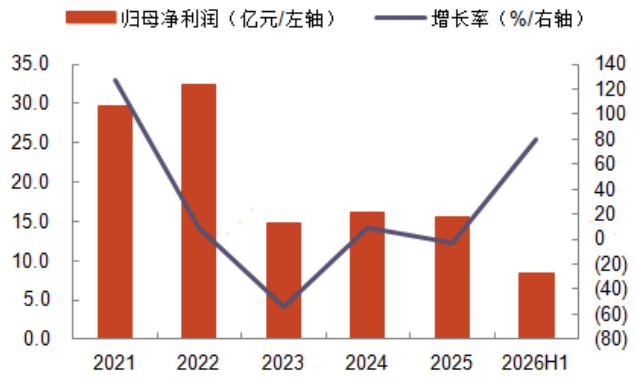
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：2021-2026 年 H1 公司营业总收入及同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所

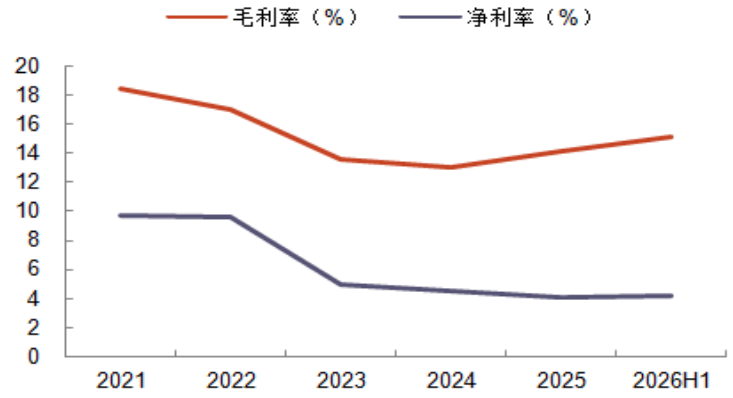
图 7：2021-2026 年 H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所

盈利能力承压，公司内部积极推动降本增效措施。2025 年公司整体毛利率为 14.15%，同比提升 1.09 个百分点；净利率为 4.04%，同比下降 0.44 个百分点。2025 年公司围绕“结构性降本与风险可控”目标，推动多种措施，来实现成本结构优化与各环节协同增效。公司通过集中采购、策略协同和供应链联动等方式，对冲材料成本上行压力，优化成本结构。2026 年上半年毛利率和净利率分别为 15.15%、4.21%，较去年同期分别提升 1.68、1.69 个百分点。

图 8：2021-2026 年 H1 公司毛利率及净利率

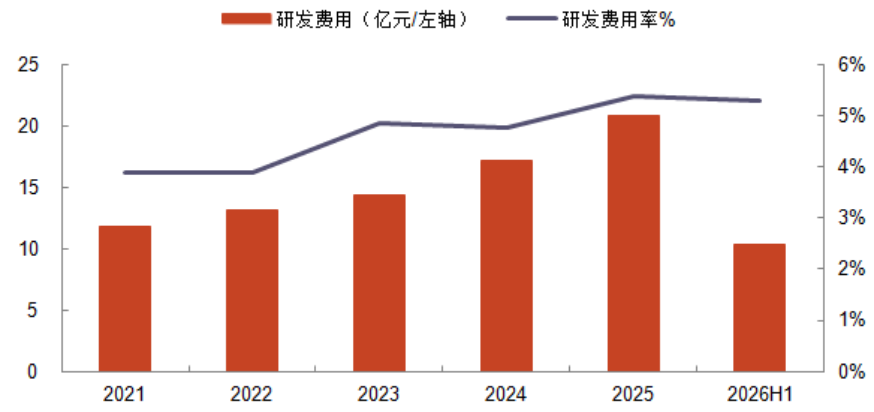


资料来源：wind，光大证券研究所

技术为本，公司持续加大研发投入。公司十分注重研发创新，研发费用由 2021 年的 11.86 亿元提升至 2025 年的 20.86 亿元，研发费用率由 3.89%提升至 5.37%。2025 年公司研发费用同比增长 21.37%，为先进封装、系统集成等核心技术能力建设夯实基础。2026 年上半年研发费用为 10.34 亿元，同比增长 4.82%，研发费用率为 5.30%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：2021-2026 年 H1 公司研发费用及占比



资料来源：wind，光大证券研究所

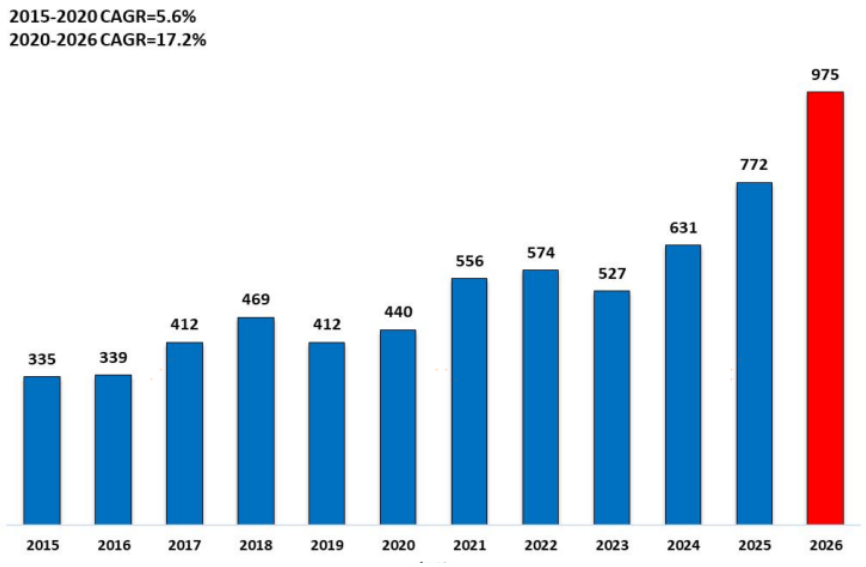
下载日志已记录，仅供内部参考

2、 封测行业受益于 AI 的快速发展，先进封装已成为重要的产业趋势

2.1、 人工智能已成为半导体产业增长的核心动力

2025 年全球半导体市场规模创历史新高。根据世界半导体贸易统计组织（WSTS）统计数据，2025 年全球半导体市场规模达 7720 亿美元，创历史新高。从细分应用领域来看，生成式 AI、云计算、数据中心、高端服务器等相关需求持续高景气，推动逻辑芯片和存储器成为 2025 年增长最快的品类。相比之下，传统消费电子、部分工业与汽车相关的芯片需求复苏相对平稳。

图 10：全球半导体市场规模及预测（单位：十亿美元）



资料来源：WSTS 统计及预测（2026 年数据为预测值），公司公告

全球半导体市场中，AI 相关需求高速增长。TrendForce 研究指出，在生成式 AI 持续落地与云服务商加大投入的带动下，2025 年全球 AI 服务器出货量同比增长约 25%–30%。IDC 数据显示，AI 基础设施投资已进入持续高景气阶段，并持续向云计算、科研及企业级 AI 应用扩散。整体来看，AI 服务器市场正从“阶段性爆发”迈向“中长期高景气成长通道”，深刻重塑芯片、封装、存储及系统级集成的需求结构。

2.2、 封测领域本土企业竞争力持续提升

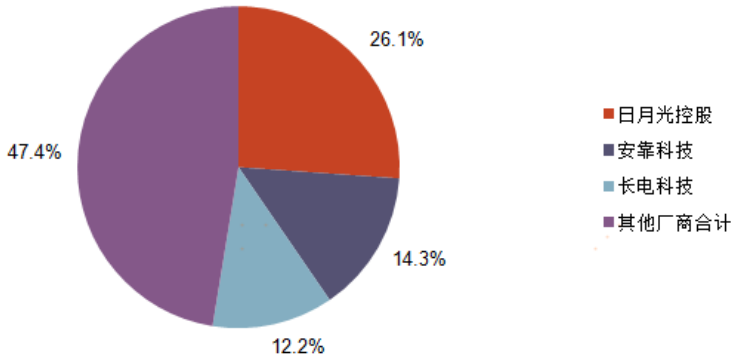
封测为集成电路产业链上重要的一个环节。封装是指将集成电路与引脚相连接以达到连接电信号的目的，并使用塑料、金属、陶瓷、玻璃等材料制作外壳保护集成电路免受外部环境的损伤；测试包括进入封装前的晶圆测试（CP）和封装完成后的成品测试（FT），晶圆测试主要检验每个晶粒的电性能，成品测试主要检验产品的电性能和功能，目的是将有结构缺陷以及功能、性能不符合要求的芯片筛选出来。

半导体封测市场同样受益于 AI 相关需求的增长。根据芯思想研究院的调研，2025 年全球委外封测营收合计 3332 亿元，创下史上委外封测最高纪录。全球半导体封测市场在云计算和数据中心需求保持强劲、消费电子与汽车电子需求温和复苏的共同推动下，呈现结构性增长，市场规模进一步提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

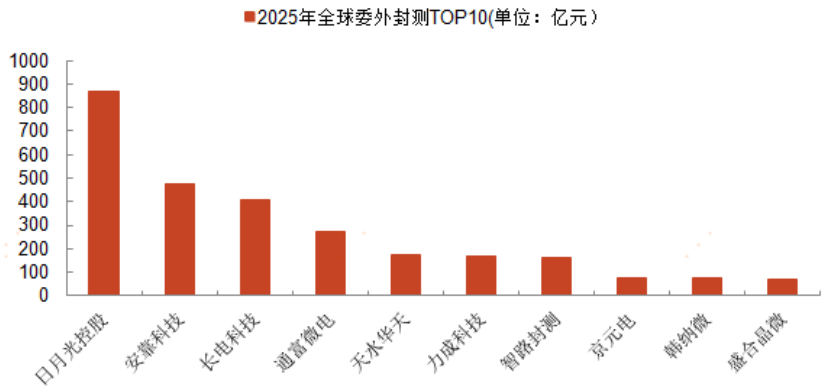
封测行业集中度较高，本土厂商发展迅猛。封测行业集中度维持高位，2025 年前三大 OSAT 厂商（日月光、安靠科技、长电科技）合计市占率超过 52%。其中长电科技继续位列全球第三位、中国大陆第一，在先进封装及高端应用领域的技术积累与规模优势进一步巩固。根据总部所在地划分，前十大委外封测公司中，中国内地有五家（长电科技、通富微电、华天科技、智路封测、盛合晶微），合计市占率为 32.6%。

图 11：2025 年全球委外封测前三大厂商份额



资料来源：芯思想研究院，公司公告

图 12：2025 年全球委外封测 TOP10(单位：亿元)



资料来源：芯思想研究院，光大证券研究所

2.3、 先进封装为封测行业未来发展的核心趋势

异构集成芯片为微电子行业新的技术浪潮，晶圆制造与封测技术深度融合。近十年来，前段晶圆制造工艺技术持续进步的难度显著增加，且又受到单芯片集成下加工尺寸、功耗墙、内存墙等的限制，异构集成芯片能够突破上述限制，被认为是微电子行业正在经历的第四波重大技术浪潮。在此过程中，晶圆制造技术与封装技术经历了从相对独立，到出现结合，再到深度融合的过程，芯片进步的因素也由延续摩尔定律（More Moore，即缩小晶体管尺寸）向超越摩尔定律（More than Moore，即使用集成芯片设计理念或发展新器件、新材料）转变。

先进封装，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。传统封装只关注物理连接层

下载日志已记录，仅供内部参考

面的优化，先进封装更加关注电路系统层面的优化，除常规的保护、嵌套、连接外，还可起到缩短互联长度、提高互联性能、提升功能密度、实现系统重构等作用。

完整的先进封装产业链包括中段硅片加工环节和后段先进封装环节。中段硅片加工主要包括凸块制造（Bumping）、重布线（RDL）、硅通孔（TSV）、混合键合（Hybrid bonding）、晶圆测试（CP）等基础工艺。后段先进封装主要包括倒装封装（FC），晶圆级封装（WLP）和芯粒多芯片集成封装等技术类型。

芯粒多芯片集成封装，为先进封装的重要技术发展方向。不同于应用在单芯片封装方案中的 FC 和 WLP，芯粒多芯片集成封装可以实现多颗芯片的异构集成或异质集成。台积电、英特尔、三星电子等全球最领先半导体制造企业正在该技术领域积极抢攻。芯粒多芯片集成封装主要包括多芯片组装（MCM）等基板级技术方案，以及三维芯片集成（2.5D/3DIC）、三维封装（3D Package）等晶圆级技术方案。

图 13：芯粒多芯片集成封装的部分代表性技术平台和芯片产品

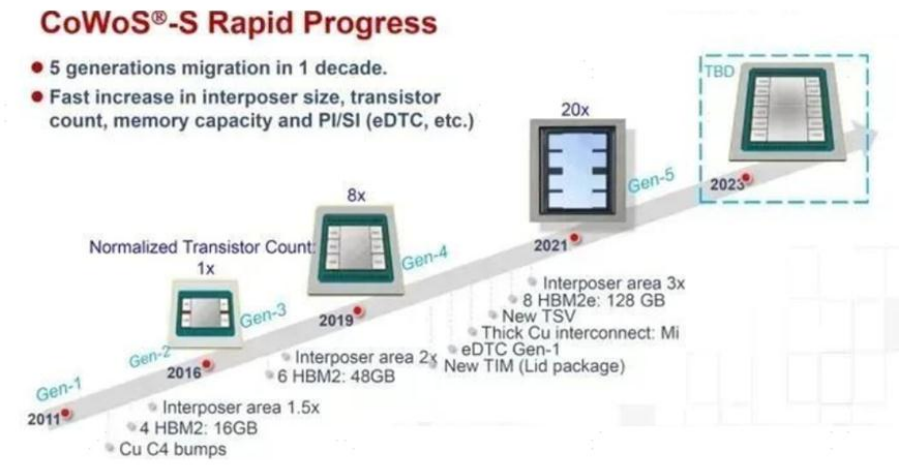


资料来源：盛合晶微招股说明书，灼识咨询，光大证券研究所

台积电引领先进封装市场发展。近年来，台积电每年资本开支中约 10%投入先进封装、测试、光罩等，目前已形成 2.5D 封装 CoWoS、扇出型封装 InFO 和 3D 封装 SoIC 等技术阵列。CoWoS 是一种 2.5D 的整合生产技术，由 CoW 和 WoS 组合而来：CoW 就是将芯片堆叠在晶圆上(Chip-on-Wafer)，而 WoS 就是基板上的晶圆(Wafer-on-Substrate)，整合成 CoWoS。CoWoS 的核心是将不同的芯片堆叠在同一片硅中介层实现多颗芯片互联。SoIC 则是一种基于台积电的 CoWoS 与多晶圆堆叠(WoW)封装技术开发的新一代多芯片堆叠技术。SoIC 的推出也标志着台积电已具备直接为客户生产 3D IC 的能力。相较于 2.5D 封装方案，SoIC 的凸块密度更高，传输速度更快，功耗更低。

下载日志已记录，仅供内部参考

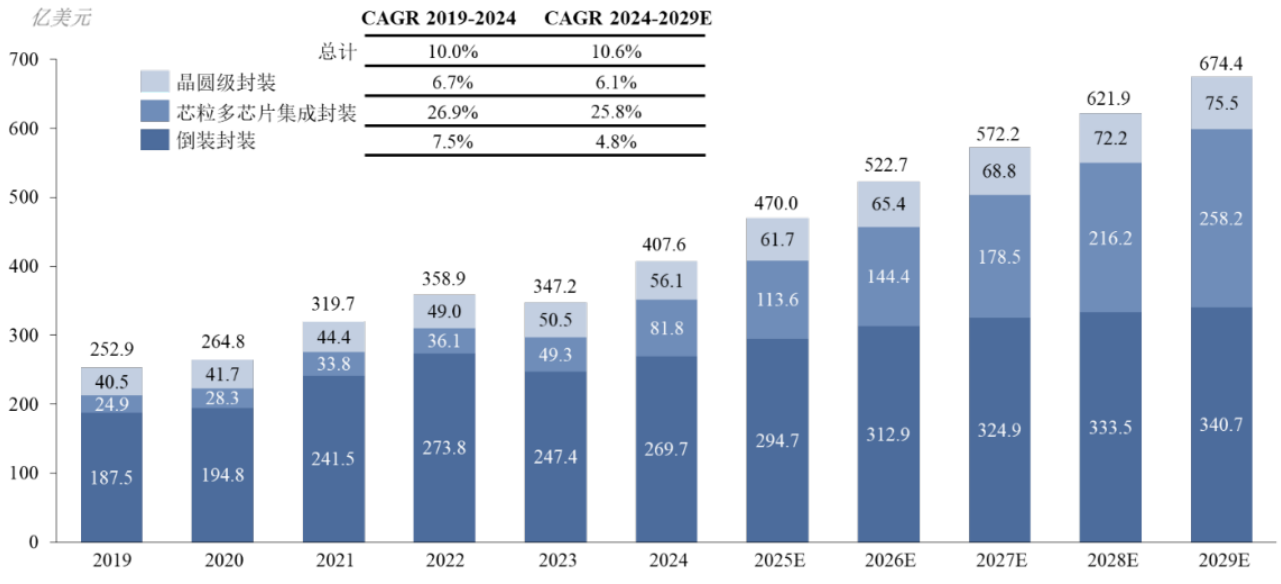
图 14：CoWoS 封装技术路线图



资料来源：半导体行业观察，光大证券研究所

芯粒多芯片集成封装市场规模快速增长。芯粒多芯片集成封装是先进封装行业主要增长点转变的受益者，根据 Yole 数据，市场规模由 2019 年的 24.9 亿美元增长至 2024 年的 81.8 亿美元，年复合增长率为 26.9%。未来，受益于人工智能、数据中心、云计算、自动驾驶等高性能运算的快速发展，以及高端消费电子的持续进步，芯粒多芯片集成封装的市场规模仍将保持高速增长的态势，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 15：2019-2029 年全球先进封装行业市场规模



资料来源：Yole，灼识咨询，盛合晶微招股说明书，光大证券研究所

注：2025-2029 年数据为 Yole 预测

下载日志已记录，仅供内部参考

卡位新的产业浪潮，上半年业内 12 家头部企业宣布投建先进封装产能。全球先进封装行业的主要参与者包括具有晶圆制造背景的企业和封测背景的企业。面对先进封装这轮新的产业趋势，业内企业纷纷加大力度布局，2026 年上半年多家企业宣布投建扩产先进封装产能。

表 1：2026 年上半年明确宣布先进封装扩产计划或动工的国内外头部企业

企业名称	扩产宣布日期	扩产子公司/项目名称	投资规模/产能目标	核心扩产方向与技术布局
长电科技	2026 年 6 月 24 日	长电临港先进封装基地（一期+二期）	78 亿人民币（两期）	2.5D/3D 堆叠、HBM3e 封装、Chiplet 集成、CPO 光电共封装
通富微电	2026 年 4 月 10 日	通富微电（合肥）存储芯片测扩产项目	42.2 亿人民币（定增）	存储芯片封测、汽车电子、晶圆级封装、高性能计算
华天科技	2026 年 5 月 23 日开工	华天南京集成电路先进封测产业基地二期二阶段（华天科技（南京）有限公司）	30 亿人民币	高端存储芯片封装测试(BGA/FBGA 等)，主要服务国产存储客户
甬矽电子	2026 年 6 月 26 日(三期)	甬矽三期项目（宁波余姚）	103 亿人民币（三期）21 亿人民币（马来）	BUMP、2.5D 异构集成、FC-BGA、SiP 系统级封装
	2026 年 1 月 12 日(马来)	甬矽马来西亚槟城基地		
深科技(沛顿)	2026 年 5 月 26 日	深圳沛顿科技+合肥沛顿存储扩产项目	14.7 亿人民币	高端存储封测(wBGA/FBGA、Flip Chip、TSV)
盛合晶微	2026 年 6 月 29 日(开工)	东盛合芯三维集成芯片制造（一期）项目（上海临港新片区）	100 亿人民币（一期总投资）	3DIC 三维集成制造、芯粒多芯片集成封装测试、高性能计算/AI/数据中心
ASE（日月光）	2026 年 6 月 24 日	ASE 全球 15 座新建/扩建厂区（含中国台湾、马来西亚、美国等）	85 亿美元（全年资本开支）	15 座新建/扩建厂区，FOPLP 面板级封装（2026 年底量产）
力成科技(PTI)	2026 年 4 月 28 日	佑达厂（YoudaPlant）面板级封装产线建设	500 亿新台币（全年资本开支）	FOPLP 面板级封装（首期 3000 片/月）、先进封装、AI/HPC 高阶测试
Amkor	2026 年 6 月 16 日	Amkor 亚利桑那先进封装基地（与 TSMC 合作）	约 198 亿人民币（2026 年全年资本开支约 27.5 亿美元，取 25—30 亿美元中值）	美国亚利桑那本土化 CoWoS 与 3D-IC 先进封装测试
Intel Foundry	2026 年 6 月 18 日	Intel Foundry 先进封装事业部（任命新 EVP）	约 162 亿人民币（估算：2026 年总资本开支约 150 亿美元，封装相关占比约 15%）	EMIB-T、HBI 混合键合、Foveros 3D 堆叠技术走向高量产
Samsung	2026 年 5 月 29 日	HBM4E 样品交付与扩产	约 79 亿人民币（估算：2026 年总资本开支约 73 亿美元，封装相关占比约 15%）	TC-NCF 技术，12 层 HBM4E 堆叠
SK hynix	2026 年 6 月 18 日	HBM4E 样品交付与扩产	670 亿人民币（2026 年 1 月公告：专项新建先进封装工厂，19 万亿韩元≈93 亿美元）	Advanced MR-MUF 技术，12 层 HBM4E 堆叠

资料来源：半导体产业研究，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

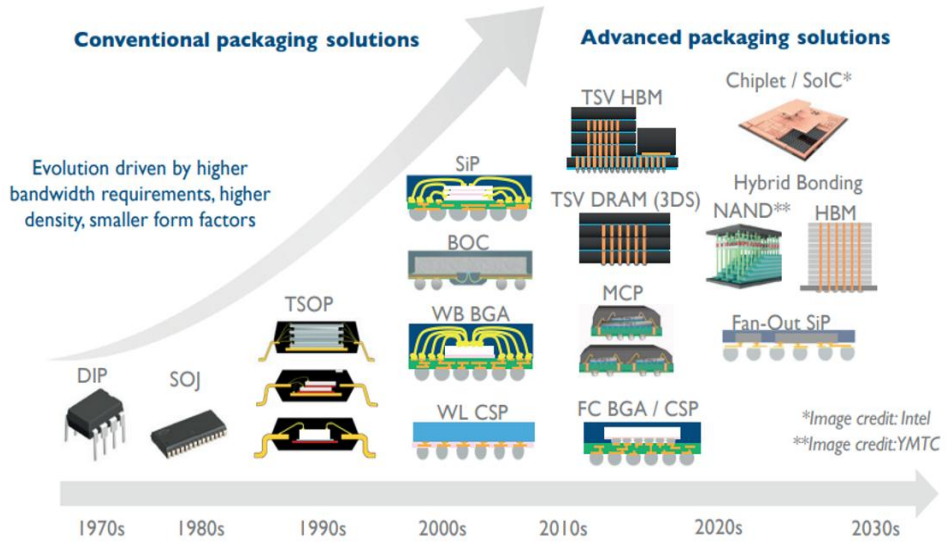
3、 长电科技：新兴领域助力发展，积极布局先进封装领域

3.1、 全球封测领域领军企业，存储及汽车电子方向发展加快

全球集成电路封测领军企业，聚焦关键应用领域。公司目前提供的半导体微系统集成和封装测试服务涵盖了高、中、低各种半导体封测类型。公司聚焦算力、AI 端侧、功率与能源、汽车和工业等关键应用领域，面向全球市场，并拥有稳定的全球多元化优质客户群。经过 50 多年的发展，在内生及外延双轮驱动下，公司目前已经发展成为封测市场全球第三的优质企业。

存储封装领域积累深厚，收购晟碟助力发展加速。长电科技拥有 20 多年 memory 封装量产经验，2024 年收购晟碟半导体 80%股权，切入先进闪存存储产品的封测领域。目前，公司的封测服务覆盖 DRAM、Flash 等各种存储芯片产品，拥有 32 层闪存堆叠、Hybrid 异型堆叠、25um 超薄芯片制程能力，高密度封装和控制芯片自主测试等都处于国内和国际行业领先的地位，下游涵盖全球前三大存储器制造商。晟碟半导体 2025 年实现收入 36.2 亿元，净利润 2.4 亿元。2026 年，市场上存储类产品整个呈现需求大于供给的状态。依托晟碟以及长电科技多工厂布局的存储类产品业务，公司未来将进一步提升企业级 SSD 的市场份额，尤其聚焦高密度存储类产品的发展。

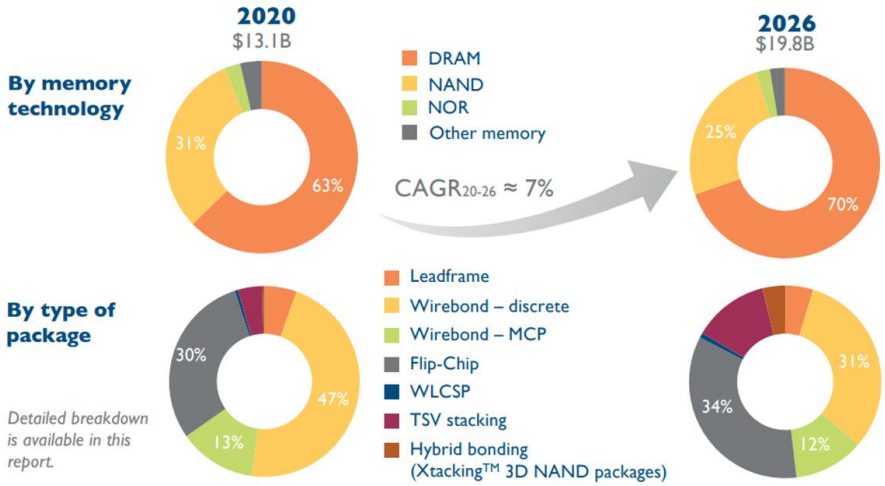
图 16：存储封装技术演进路线图



资料来源：YOLE，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

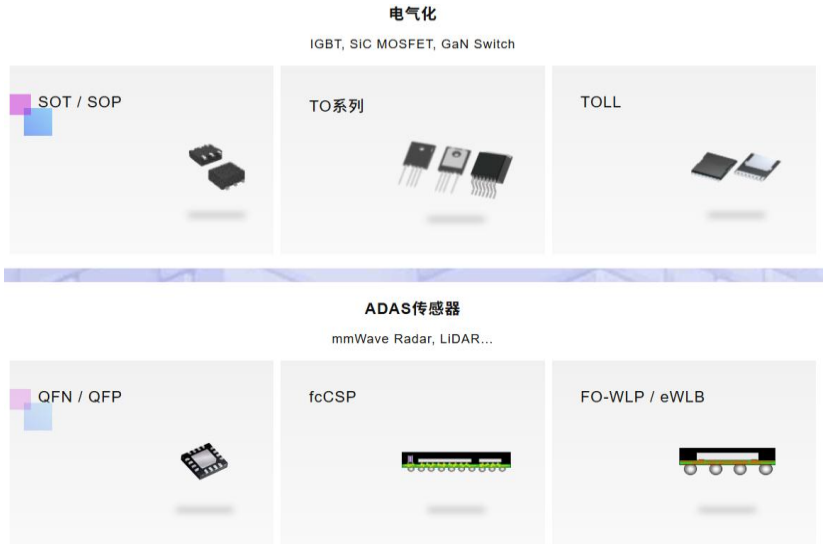
图 17：2020-2026 年全球存储封装市场规模变化



资料来源：YOLE 统计及预测（2026 年数据为预测值），光大证券研究所

汽车电子为公司产品发展的重要方向之一。随着汽车智能化程度的提高和电动化进程的持续推进，芯片在造车成本中的比重显著增加。各大汽车厂商对于芯片性能及功能集成度需求的不断提高，车载芯片成品制造在技术的持续创新下迎来全新发展的机会。公司为中国大陆首家加入 AEC 汽车电子委员会的封测企业，也是汽车 Chiplet 联盟（ACP）成员。公司技术已全面覆盖智能驾驶、智能座舱、电驱与传感等关键领域。对于车载 MCU 的主流封装方式 QFP/QFN/BGA，公司提供如铜线焊接等多项极具成本竞争力的方案，并且在相关封装类型上已拥有超过千亿颗出货量的丰富经验。此外，车规级倒装、系统级封装（SiP）、扇出型晶圆级封装相关先进封装技术也被广泛采用。目前已量产倒装芯片的 L/S 达 10 微米，Bump Pitch 小至 70 微米；车规级量产 1/2/3L RDL 的 L/S 达到 8 微米；量产验证过的最大 eWLB 封装成品尺寸达到 12x12mm。

图 18：公司汽车电子产品&封装形态



资料来源：公司官方网站，公司公告

下载日志已记录，仅供内部参考

上海临港新工厂投运，聚焦车规级及机器人芯片领域。2026 年，公司上海临港新工厂已正式启用，工厂围绕智能驾驶、车身与底盘控制、动力与能源管理等核心应用方向，系统构建高可靠、高一致性的车规级芯片成品制造能力。该工厂的正式投产，标志着我国大陆在高标准、高性能汽车芯片封测领域迈上新台阶。同时，智能汽车与智能机器人在芯片和系统层面的底层逻辑高度契合，相关芯片在算力、集成度和应用方面呈现出高度共性。基于这一产业趋势，公司在汽车电子领域的基础上，打造出无缝承载机器人控制、感知等芯片封测需求的技术能力，卡位未来机器人产业浪潮。

传统手机及消费电子需求影响减弱，业务呈现多元化发展趋势。2025 年公司推动业务结构调整，通讯及消费电子收入占比已较过往年份显著收敛。公司重点发展面向当前需求韧性较强的高端市场。2026 年上半年，运算电子及汽车电子业务继续保持增长，叠加国际客户针对中国市场的产能布局需求旺盛，公司形成多元化收入支撑，受传统业务需求影响明显减弱，未来发展值得期待。

3.2、 先进封装为核心发展方向，XDFOI 工艺实现量产

XDFOI 为公司的高端先进封装平台。在高性能计算领域，技术创新对高效节能芯片的需求越来越强烈，而各种先进封装技术也受到越来越多的重视。长电科技开发的 XDFOI®高密度多维异构集成系列工艺已进入稳定量产阶段。该技术是一种面向 Chiplet 的极高密度、多扇出型封装异构集成解决方案，其利用协同设计理念实现了芯片成品集成与测试一体化。该技术最大的特点是无需硅通孔（TSV），而是通过高密度再布线层（RDL）实现芯片间的极窄节距互联。相比传统 2.5D TSV 方案，XDFOI 在成本控制、翘曲管理和长期可靠性上均具有显著优势，并重点布局 CPO（共封装光学）技术。目前该技术已广泛应用于高性能计算、人工智能、5G 通信及汽车电子等领域。

图 19：长电科技 XDFOI 多维度高密度扇出型封装技术原理



资料来源：长电科技 XDFOI 技术白皮书，半导体产业研究，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

超薄 FCBGA 封装方面技术突出。随着数据中心、云计算以及新型通讯网络快速发展，大颗 FCBGA 成为高性能计算芯片的核心封装方案，市场需求显著攀升。长电科技在大颗 FCBGA 封装测试技术上积累了十多年经验，得到客户的广泛认同，具备超大尺寸 FCBGA 产品工程与量产能力，将显著受益于人工智能产业的发展。

公司在 CPO（光电合封）技术方向上积极布局。公司已与下游多家客户开展合作，提供全面的 CPO 解决方案与配套产能。公司 CPO 解决方案通过先进封装技术将光引擎与交换、运算等 ASIC 芯片集成于同一基板，实现异构异质集成。公司采用 XDFOI®先进封装工艺的光引擎产品，于上半年完成客户样品交付并在客户端通过测试。该架构通过在封装体内实现光电器件与逻辑芯片的高密度集成，在封装层面有效优化了能效与带宽表现，为降低系统互连损耗和提升整体可扩展性提供了支持。

投资 78 亿打造高端先进封测厂。2026 年 6 月公司公告，公司计划在上海临港建设高端先进封测工厂，总投资预计 78 亿元。项目分两期建设，一期包括厂房建设、装修工程及设备投资等，计划 2028 年下半年完成；二期主要为设备投资扩建产能，将综合技术、市场具体情况以及一期的达成情况等因素动态调整。此次投资有利于完善公司产业布局，加快高端先进封装的产能布局，为新时代发展打下坚实的基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

4、 盈利预测与投资评级

4.1、 关键假设与盈利预测

2025 年公司整体营业收入为 388.71 亿元，按照下游领域划分，可分为通讯电子、消费电子、运算电子、汽车电子、工业及医疗电子五个方向。目前，公司业务结构持续向高附加值和高成长性方向优化，运算及汽车电子两大新兴方向收入占比提升显著，传统的通讯及消费电子收入占比已较历史周期显著收敛。我们基于公司下游领域进行预期：

表 2：长电科技业务预测（单位：亿元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
通讯电子					
收入	161.11	141.49	134.42	131.73	135.68
增速（%）	—	-12.18	-5.00	-2.00	3.00
消费电子					
收入	86.67	91.74	87.15	85.41	87.97
增速（%）	—	5.85	-5.00	-2.00	3.00
运算电子					
收入	58.26	82.80	115.91	156.48	195.60
增速（%）	38.10	42.60	40.00	35.00	25.00
汽车电子					
收入	28.41	37.32	46.65	55.97	64.37
增速（%）	20.50	31.70	25.00	20.00	15.00
工业及医疗电子					
收入	25.17	35.37	37.14	39.00	40.95
增速（%）	—	40.60	5.00	5.00	5.00
公司总营业收入					
收入	359.62	388.71	421.25	468.56	524.55
增速（%）	21.24	8.09	8.37	11.23	11.95
公司毛利率（%）	13.06	14.15	15.00	16.00	17.00

资料来源：Wind，光大证券研究所预测
注：2024、2025 年分领域收入数据系根据公司披露营收占比测算得出

1、通讯及消费电子业务：2025 年，公司来自通讯电子及消费电子领域的收入分别为 141.49 亿元、91.74 亿元。此领域为公司的传统业务，手机及消费电子需求下滑，对公司传统业务造成影响。对此，公司 2025 年先于行业推动业务结构调整及针对传统通讯业务的取舍，通讯及消费电子收入占比已较历史周期显著收敛，且公司重点开拓当前需求韧性较强的高端市场。我们预测公司通讯电子及消费电子收入受下游需求影响，2026、2027 年收入增速分别下滑 5.00%、2.00%；伴随着公司内部调整持续发力，聚焦高端市场效果逐步显现，2028 年业务有望重回上升趋势，我们预测 2028 年业务收入增速有望达到 3.00%。

2、运算电子业务：2025 年，公司运算电子业务收入为 82.80 亿元，同比增长 42.60%。全球 AI 先进封装需求旺盛，公司 2026 年正积极扩充国内外的产能。从行业特征看，AI 需求具有显著的持续性与结构性特点，下半年需求将大于上半年，2027 年对产能的需求较 2026 年更为显著，未来几年先进封装产能预计处于紧平衡状态。针对目前行业形势，公司正加快推进涵盖存储、算力、电力相关平台的技术导入，随着相关技术逐步量产落地，有望更好地满足下游客户对整体平台产品的需求。2026 年上半年，公司运算电子业务收入达到 58.78 亿元，

下载日志已记录，仅供内部参考

同比增长 40.40%。我们预测运算电子业务 2026-2028 年增速分别为 40.00%、35.00%、25.00%。

3、汽车电子业务：2025 年，公司汽车电子业务收入为 37.32 亿元，同比增长 31.70%。目前，新兴车厂电子电气架构持续向集中化、平台化演进，单车半导体价值量及芯片用量均有较为明显提升。公司临港汽车电子工厂于 2026 年 3 月投产，并于二季度进入批量生产阶段。由于客户技术平台持续升级、需求超出原有预期，公司在临港工厂追加布局车规级晶圆级封装产能，并加速推进，预计将于 2027 年实现投产，以满足智能汽车对先进封装的强劲需求。2026 年上半年，公司汽车电子业务收入达到 21.67 亿元，同比增长 25.00%。我们预测汽车电子业务 2026-2028 年增速分别为 25.00%、20.00%、15.00%。

4、工业及医疗电子业务：2025 年，公司工业及医疗电子业务收入为 35.37 亿元，同比增长 40.60%。2026 年工业领域虽有此起彼伏的波动，但总体保持持续复苏态势。工业业务在 2026 年一季度保持增长，上半年工业及医疗电子业务收入达到 16.01 亿元。我们预测工业及医疗电子业务 2026-2028 年增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%。

毛利率：

2025 年公司整体毛利率为 14.15%；2026 年上半年整体毛利率进一步提升至 15.15%，同比提升 1.68 个百分点。公司毛利率改善主要来自三方面驱动：一是产能利用率处于高位，规模效应得以体现；二是公司持续加强运营基本功、强化成本管控，通过智能制造及精益生产不断降低成本；三是封测环节价值日益得到客户与行业认同，封测环节的价值贡献与价值创造正得到更好体现。2026 年下半年，毛利率有望延续上半年的较好表现。一方面由于国内工厂持续满产，另一方面海外星科金朋工厂下半年将 进入相对旺季，并持续加速向数据中心等高附加值业务转型，产品结构进一步优化，整体盈利水平与毛利率有望持续改善。我们预期 2026-2028 年毛利率有望保持上行趋势，分别为 15.00%、16.00%、17.00%。

期间费用率假设：

公司销售费用率、管理费用率及研发费用率 2025 年分别为 0.74%、2.87%、5.37%，2026 年上半年分别为 0.75%、3.23%、5.30%。我们对于三项费用率 2026-2028 年假设如下：

1、 **销售费用率：**公司业务结构持续优化，并积极布局先进封装领域。公司继续深耕封测领域，我们预期销售费用率保持平稳。我们假设 2026-2028 年公司销售费用率维持在 0.74%的水平。

2、 **管理费用率：**销管费用方面，二季度环比一季度已有所下降。展望全年，临港工厂与长电微工厂产能爬坡态势良好，同时公司也在持续加强销管费用管控；随着下半年营收规模增长，预计销管费用率下半年有望低于上半年。我们假设 2026-2028 年公司管理费用率维持在 3.1%的水平。

3、 **研发费用率：**伴随公司各项研发项目逐步结转，以及营收规模提升对于研发费用的摊薄，我们假设 2026-2028 年公司研发费用率分别为 5.37%、5.20%、5.10%。

综上，我们预测公司 2026-2028 年营收分别为 421.25、468.56 和 524.55 亿元，归母净利润分别为 22.45、30.36、38.73 亿元，对应 EPS 分别为 1.25、1.70、2.16 元。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2、 估值分析与投资评级

相对估值：公司深耕封测领域，在封测行业位列全球第三位，中国大陆第一，并积极布局产业的核心趋势先进封装。我们选取了同为封测行业的通富微电、华天科技、甬矽电子三家公司作为可比公司。通富微电、华天科技两家位居 2025 年全球前十大委外封测公司之列，与长电同样深耕封测领域；甬矽电子从 2017 年成立之初即聚焦集成电路封测业务中的先进封装领域，收入主要来自于中高端封装产品，估值在封测领域较高，反映出先进封装产业未来广阔的前景。截至 2026 年 9 月 11 日，根据 Wind 一致预期，三家可比公司的 2026 年平均 PE 为 76 倍，公司 2026 年 PE 估值为 54 倍，处于明显的低估状态。我们认为公司竞争力在业内突出，卡位先进封装产业浪潮，未来发展空间广阔，估值具备提升空间。

表 3：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 2026 年 9 月 11 日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）				PE（X）			
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
002156.SZ	通富微电	58.00	880.21	0.80	1.21	1.40	1.68	73	48	41	35
002185.SZ	华天科技	16.20	538.93	0.22	0.30	0.37	0.46	74	54	44	35
688362.SH	甬矽电子	57.53	260.74	0.20	0.46	0.71	1.02	288	125	81	56
	平均值							145	76	55	42
600584.SH	长电科技	67.74	1212.15	0.87	1.25	1.70	2.16	77	54	40	31

资料来源：Wind，光大证券研究所；
注：通富微电、华天科技、甬矽电子 26-28 年 EPS 为 wind 一致预期，长电科技 26-28 年 EPS 为光大证券研究所预测

绝对估值：长电科技为国内封测领域龙头，市场份额在中国大陆排名第一。当前，人工智能、高性能计算等需求保持较强韧性，有望引领公司未来进入新的发展阶段，因此我们假设公司长期增长率为 2%；我们假设未来税收政策较稳定，公司税率维持 9.67%。我们采用 WIND 行业信息技术--半导体--半导体产品--集成电路β作为公司无杠杆β的近似，进而得到公司有杠杆情形下的β约为 1.09。

表 4：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(βlevered)	1.09
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.89%
税率	9.67%
Kd	2.26%
Ve（百万元）	126403.00
Vd（百万元）	12634.62
目标资本结构	9.09%
WACC	7.38%

资料来源：光大证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：现金流折现及估值表

	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	10990.11	5.87%
第二阶段	36026.38	19.24%
第三阶段（终值）	140231.56	74.89%
企业价值 AEV	187248.05	100.00%
加：非经营性净资产价值	1842.43	0.98%
减：少数股东权益（市值）	5188.06	-2.77%
减：债务价值	12634.62	-6.75%
总股本价值	171267.80	91.47%
股本（百万股）	1789.41	
每股价值（元）	95.71	
PE（隐含，2026E）	76.27	
PE（动态，2026E）	53.98	

资料来源：光大证券研究所预测

表 6：敏感性分析表（元）

WACC/长期增长率	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
6.88%	101.13	105.37	110.04	115.22	120.99
7.13%	94.62	98.38	102.51	107.06	112.11
7.38%	88.70	92.05	95.71	99.73	104.17
7.63%	83.28	86.28	89.54	93.11	97.03
7.88%	78.32	81.01	83.93	87.11	90.59

资料来源：光大证券研究所预测

表 7：估值结果汇总（元）

估值方法	估值结果	估 值 区 间	敏感度分析区间
FCFF	95.71	78.32-120.99	贴现率±0.5%，长期增长率±0.5%

资料来源：光大证券研究所预测

根据绝对估值结果，公司的合理估值水平为 78.32-120.99 元/股（在贴现率±0.5%，长期增长率±0.5%的敏感度分析区间内）。

投资评级：我们预测公司 2026-2028 年营收分别为 421.25、468.56 和 524.55 亿元，归母净利润分别为 22.45、30.36、38.73 亿元，对应 EPS 分别为 1.25、1.70、2.16 元，当前股价对应 PE 分别为 54x、40x、31x。长电科技深耕封测领域，目前发展聚焦关键应用领域，业务结构持续优化。长电科技拥有 20 多年 memory 封装量产经验，2024 年收购晟碟半导体 80%股权，切入先进闪存存储产品的封测领域。汽车电子也是公司产品发展的重要方向之一，上海临港新工厂投运，聚焦车规级及机器人芯片领域。2026 年 6 月公司公告拟投资 78 亿元在上海临港建设高端先进封测厂，卡位先进封装产业浪潮。因此，我们认为公司竞争力在业内突出，未来发展空间广阔，首次覆盖给予“增持”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

5、 风险提示

1、行业波动风险

集成电路行业具有周期性波动的特点，且半导体行业周期的频率与经济周期并不同步，在经济周期的上行或下行过程，都可能出现完全相反的半导体周期。另外全球经济衰退及国际贸易政策变化等因素，将影响半导体产业的景气情况，从而影响公司经营业绩。

2、新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险

集成电路封装测试行业属于技术密集型行业，业内企业要紧跟整个行业的发展趋势，及时、高效地研究开发符合市场和客户需求的新技术、新工艺及新产品并实现产业化。如果公司在研发上出现一些波折，或者不能及时购入先进设备研制生产更先进的封装产品，那么将会面临无法如期产业化的风险。

3、市场竞争加剧风险

近年来我国集成电路封测行业迅速发展，吸引了众多企业的参与，然而这也带来了市场竞争加剧的风险。

4、汇率风险

公司为跨国企业，具有多币种经营业务的需要，并且海外收入占比较高，因此面临记账汇率、交易汇率等的多币种汇率风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**35,962**	**38,871**	**42,125**	**46,856**	**52,455**
营业成本	31,266	33,372	35,806	39,359	43,537
折旧和摊销	3,540	4,038	4,284	4,868	5,410
税金及附加	78	105	114	127	142
销售费用	252	288	312	347	388
管理费用	926	1,115	1,306	1,453	1,626
研发费用	1,718	2,086	2,262	2,436	2,675
财务费用	143	365	105	154	111
投资收益	-3	49	50	50	50
营业利润	**1,651**	**1,739**	**2,492**	**3,367**	**4,295**
利润总额	**1,649**	**1,738**	**2,491**	**3,366**	**4,294**
所得税	37	168	241	326	415
净利润	**1,612**	**1,570**	**2,250**	**3,041**	**3,878**
少数股东损益	2	5	5	5	5
归属母公司净利润	**1,610**	**1,565**	**2,245**	**3,036**	**3,873**
EPS(元)	**0.90**	**0.87**	**1.25**	**1.70**	**2.16**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**5,834**	**4,652**	**5,646**	**7,550**	**8,750**
净利润	1,610	1,565	2,245	3,036	3,873
折旧摊销	3,540	4,038	4,284	4,868	5,410
净营运资金增加	516	721	1,593	1,385	1,698
其他	168	-1,673	-2,476	-1,739	-2,232
投资活动产生现金流	**-6,262**	**-9,056**	**-7,067**	**-6,625**	**-3,600**
净资本支出	-4,572	-6,246	-6,600	-6,600	-3,600
长期投资变化	821	1,173	0	0	0
其他资产变化	-2,512	-3,983	-467	-25	0
融资活动现金流	**2,414**	**732**	**4,271**	**21**	**-4,030**
股本变化	1	0	0	0	0
债务净变化	3,573	-642	4,934	276	-3,743
无息负债变化	4,515	354	48	1,234	1,399
净现金流	**2,017**	**-3,767**	**2,850**	**946**	**1,120**

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	**54,060**	**55,517**	**62,516**	**66,730**	**67,808**
货币资金	9,342	5,575	8,425	9,371	10,491
交易性金融资产	2,350	3,201	3,201	3,221	3,241
应收账款	5,795	6,072	6,644	7,390	8,273
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款（合计）	100	77	88	97	109
存货	3,792	3,811	4,297	4,723	5,224
其他流动资产	658	810	973	1,209	1,489
流动资产合计	**22,192**	**19,700**	**23,865**	**26,267**	**29,104**
其他权益工具	451	575	575	575	575
长期股权投资	821	1,173	1,173	1,173	1,173
固定资产	21,655	23,509	24,048	24,474	23,198
在建工程	2,856	3,894	5,067	5,770	4,932
无形资产	757	776	794	809	823
商誉	3,924	3,873	3,873	3,873	3,873
其他非流动资产	0	520	1,008	1,008	1,008
非流动资产合计	**31,868**	**35,817**	**38,651**	**40,462**	**38,704**
总负债	**24,517**	**24,229**	**29,211**	**30,721**	**28,377**
短期借款	1,638	1,030	6,036	6,312	2,569
应付账款	7,059	7,432	7,877	8,659	9,578
应付票据	544	584	358	394	435
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	2	2	2	2
流动负债合计	**15,288**	**15,139**	**20,447**	**21,721**	**19,097**
长期借款	7,003	4,395	4,395	4,395	4,395
应付债券	0	2,398	2,398	2,398	2,398
其他非流动负债	1,521	776	451	688	968
非流动负债合计	**9,229**	**9,089**	**8,764**	**9,000**	**9,280**
股东权益	**29,543**	**31,288**	**33,305**	**36,009**	**39,431**
股本	1,789	1,789	1,789	1,789	1,789
公积金	15,495	15,660	15,885	16,144	16,144
未分配利润	9,666	10,812	12,600	15,040	18,457
归属母公司权益	27,619	28,671	30,684	33,382	36,799
少数股东权益	1,924	2,617	2,622	2,627	2,632

主要指标

盈利能力（%）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	13.1%	14.1%	15.0%	16.0%	17.0%
EBITDA 率	15.3%	16.0%	16.2%	17.8%	18.6%
EBIT 率	5.4%	5.6%	6.0%	7.4%	8.3%
税前净利润率	4.6%	4.5%	5.9%	7.2%	8.2%
归母净利润率	4.5%	4.0%	5.3%	6.5%	7.4%
ROA	3.0%	2.8%	3.6%	4.6%	5.7%
ROE（摊薄）	5.8%	5.5%	7.3%	9.1%	10.5%
经营性 ROIC	5.3%	4.9%	5.1%	6.5%	8.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	45%	44%	47%	46%	42%
流动比率	1.45	1.30	1.17	1.21	1.52
速动比率	1.20	1.05	0.96	0.99	1.25
归母权益/有息债务	2.20	2.41	1.82	1.95	2.75
有形资产/有息债务	3.88	4.21	3.39	3.58	4.66

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.70%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%
管理费用率	2.57%	2.87%	3.10%	3.10%	3.10%
财务费用率	0.40%	0.94%	0.25%	0.33%	0.21%
研发费用率	4.78%	5.37%	5.37%	5.20%	5.10%
所得税率	2%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.12	0.13	0.19	0.25	0.33
每股经营现金流	3.26	2.60	3.16	4.22	4.89
每股净资产	15.43	16.02	17.15	18.66	20.56
每股销售收入	20.10	21.72	23.54	26.18	29.31

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	75	77	54	40	31
PB	4.4	4.2	4.0	3.6	3.3
EV/EBITDA	24.1	21.9	20.4	16.7	13.9
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼