下载日志已记录，仅供内部参考

华海诚科(688535) 电子

发布时间：2026-10-13

证券研究报告 / 公司深度报告

QFN 抢滩先行，先进封装蓄势接棒

增持

上次评级：增持

报告摘要：

华海诚科是全球领先的半导体环氧塑封料供应商。公司主要从事环氧塑封料等半导体封装材料的研发、生产与销售。2025 年完成对衡所华威的收购后，公司半导体 EMC 按出货量计位居国内第一、全球第二，行业地位进一步巩固。

需求端来看，封装工艺迭代驱动量价双升，先进封装贡献主要市场增量。
一是先进封装不断升级，带动材料价值量提升。封装向高密度、薄型化发展，对材料的流动性、翘曲控制及可靠性提出更高要求；HBM 方面，随着堆叠层数增加，MUF 工艺优势凸显。EMC 由此从外部包封延伸至芯片层间填充，带动材料向高性能、高附加值方向升级。
二是应用拓展与逻辑堆叠拉动用量增长。先进封装由 AI/HPC 向消费电子渗透，应用边界不断外延；在摩尔定律推进放缓的背景下，华为以“韬定律”探索逻辑折叠，有望使单颗 SoC 的 EMC 用量增至原来的两至三倍。同时配套封装工艺的变化，也为国产材料参与联合开发与工艺适配打开新的替代窗口。
根据我们的测算，国内 EMC 市场规模有望从 2026 年的 70 亿元增长到 2030 年的 119 亿元，其中 QFN 及先进封装合计规模将达到 64 亿元，贡献整体市场增量的近八成。

供给端来看，海外提价叠加扩产时滞打开国产替代窗口，华海诚科有望率先承接外溢需求。2026 年 5 月，住友电木宣布 EMC 提价 10%—20%，进一步凸显国产产品的价格优势，而其新增产能预计于 2028 年底投产，为国产材料导入留出窗口。华海诚科凭借国内领先地位及客户验证、批量供货基础，有望率先承接替代份额，并在客户合作深化后逐步争取调价空间，实现“先量后价”。

公司的成长短期看 QFN 国产替代，中长期看先进封装放量。短期来看，公司 QFN 相关产品已实现与外资同类产品的技术平权，前期布局正向批量供货转化，有望成为未来两至三年的增量贡献主力；**中长期来看，**GMC、MUF、LMC 等先进封装产品梯队持续完善，随着客户验证与量产推进，有望打开更大的成长空间。QFN 及先进封装产品均具备高利润率，放量后有望提升公司整体盈利能力，增厚利润。如果按 2030 年细分市场规模、国产化率及公司份额测算，合理情境下，公司 2030 年收入有望实现 36.83 亿元，净利润对应 9.21 亿元；悲观情境下，2030 年收入有望实现 36.23 亿元，净利润对应 7.97 亿元。

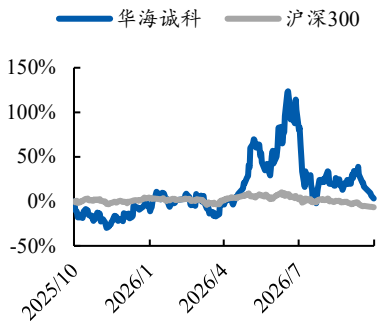
投资建议与盈利预测：预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 11.06/16.98/24.03 亿元，归母净利润分别为 1.05/2.10/3.66 亿元，给予“增持”评级。

风险提示：下游需求、高端产品放量及并购整合不及预期，原材料价格波动及市场竞争加剧。

财务摘要（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	332	458	1,106	1,698	2,403
(+/-)%	17.23%	38.12%	141.46%	53.54%	41.49%
归属母公司净利润	40	24	105	210	366
(+/-)%	26.63%	-39.47%	333.93%	99.31%	74.63%
每股收益（元）	0.50	0.30	0.73	1.46	2.56
市盈率	148.70	373.60	117.34	58.88	33.71
市净率	5.77	4.95	5.54	5.24	4.79
净资产收益率(%)	3.89%	2.22%	4.72%	8.90%	14.21%
股息收益率(%)	0.40%	0.09%	0.34%	0.67%	1.17%
总股本（百万股）	81	96	143	143	143

股票数据	2026/10/12
6 个月目标价（元）	106.63
收盘价（元）	86.19
12 个月股价区间（元）	81.66~187.00
总市值（百万元）	12,348.79
总股本（百万股）	143
A 股（百万股）	143
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	3

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-14%	-49%	1%
相对收益	-9%	-39%	8%

相关报告

《华海诚科(688535)：业绩高增彰显整合成效，高端塑封迈入成长快车道》

--20260904

《真武 V900 芯片发布，ECOC 收官光互联景气延续》

--20260928

《昇腾 960 超节点发布，华为正式开启 NPO 元年》

--20260922

证券分析师：李玖
执业证书编号：S0550522030001
lijiu1@nesc.cn

证券分析师：张禹
执业证书编号：S0550524120002
zhangyu2@nesc.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 国内环氧塑封料龙头，并购衡所华威夯实全球竞争地位.....4
1.1. 深耕半导体封装材料十六载，迈入规模扩张与高端突破新阶段.....4
1.2. 2026H1 业绩拐点确立，并购规模效应推动利润加速释放.....5
1.3. 毛利率回升叠加费用摊薄，盈利能力有望持续改善.....6
2. 需求端：封装工艺迭代拓宽 EMC 应用，先进封装贡献主要市场增量.....8
2.1. 环氧塑封料：半导体封装核心耗材，全球市场规模超 30 亿美元.....8
2.2. 先进封装加速升级，环氧塑封料迎来发展新机遇.....10
2.2.1. 价升：MUF 工艺革新叠加 HBM 堆叠升级，EMC 材料价值量持续提升.....11
2.2.2. 量增：应用场景拓展叠加逻辑堆叠升级，打开 EMC 需求增量空间.....13
2.3. 国内 EMC 需求测算.....15
2.3.1. 先进封装用 EMC 需求.....15
2.3.2. QFN 用 EMC 需求.....17
2.3.3. 中国 EMC 整体需求.....17
3. 供给端：日系提价松动高端市场壁垒，国产 EMC 扩产争席.....19
3.1. 日系龙头占据高端市场，华海诚科并购整合跻身全球第二.....19
3.2. 日企提价叠加扩产时滞，国产 EMC 迎来加速替代窗口.....20
3.3. 华海诚科国内领跑，高端先进封装材料成为未来竞争重点.....21
4. 外资提价打开替代窗口，产品升级拓展量价空间.....23
4.1. 逻辑一：原材料涨价推动 EMC 价格上行，公司有望实现“先量后价”.....23
4.2. 逻辑二：产品结构持续升级，短期看 QFN，长期看先进封装.....23
4.2.1. 短期：QFN 用 EMC 已实现技术平权，厚积薄发迎接放量窗口.....23
4.2.2. 中长期：先进封装产品加速验证，有望打开远期成长天花板.....24
4.2.3. 产品结构向高端跃升，远期均价有望翻倍.....25
5. 盈利预测与估值.....26
5.1. 盈利预测.....26
5.1.1. 远期折现法.....26
5.1.2. 分业务盈利预测.....27
5.2. 估值.....28
6. 风险提示.....30
6.1. 客户认证及产品放量不及预期风险.....30
6.2. 新产品研发进度不及预期风险.....30
6.3. 原材料价格波动风险.....30
6.4. 协同效应及盈利改善不及预期风险.....30

图表目录

图 1：华海诚科发展历程.....4
图 2：公司股权结构图（截至 2026 年半季报）.....5
图 3：公司营业收入、净利润及增速.....6
图 4：华海诚科营业收入产品结构.....6
图 5：公司销售毛利率及净利率.....7
图 6：公司费用率.....7
图 7：环氧塑封料图示.....8
图 8：环氧塑封料按形态划分.....8

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：环氧塑封料产业链 9
图 10：芯片封装流程以及塑封环节 9
图 11：环氧塑封料全球市场规模及增速 10
图 12：中国包封材料及环氧塑封料市场规模及增速 10
图 13：封装技术发展历史 10
图 14：不同封装形式对环氧塑封料的性能要求 10
图 15：CUF 与 MUF 工艺对比 11
图 16：HBM MR-MUF 工艺路线与 TC-NCF 工艺路线 12
图 17：TC-NCF 与 MR-MUF 的散热结构差异 12
图 18：HBM 多代产品演进及散热技术发展历程 12
图 19：苹果 A20 PRO 芯片图示 14
图 20：A20 PRO 封装工艺从集成扇出封装（InFO）转向晶圆级多芯片模块（WMCM） 14
图 21：逻辑折叠互联方式 14
图 22：华为 9050 Pro 结构横截面示意图 14
图 23：2024 年全球 EMC 市场份额（按销量） 19
图 24：2024 年全球 EMC 市场份额（按收入） 19
图 25：住友在苏州建造的环氧塑封料工厂 20
图 26：2026 年 5 月住友电木宣布全系列 EMC 提价 10%-20% 21

表 1：华海诚科、衡所华威的产品结构情况 5
表 2：华海诚科、衡所华威各项维度对比 6
表 3：2026 年全球 HBM 用环氧塑封料市场规模测算 13
表 4：国内逻辑芯片用 EMC 需求权重推算 16
表 5：国内存储芯片用 EMC 需求权重推算 16
表 6：国内先进封装用环氧塑封料市场规模测算 17
表 7：国内 QFN 用环氧塑封料市场规模测算 17
表 8：国内环氧塑封料整体市场规模测算（亿元） 18
表 9：环氧塑封料按照不同封装形式的竞争格局 20
表 10：环氧塑封料国内竞争格局（单位：亿元） 22
表 11：华海诚科 EMC 提价弹性测算 23
表 12：QFN 用产品进展及阶段 23
表 13：华海诚科 QFN 用 EMC 关键性能与行业水平比较 24
表 14：公司先进封装用环氧塑封料进展情况 25
表 15：华海诚科及衡所华威 EMC 产品结构升级与远期单价测算 25
表 16：华海诚科远期营收结构预测（合理情境下） 26
表 17：合理情景下华海诚科远期盈利及折现估值测算（截至 2026-10-09） 26
表 18：华海诚科远期营收结构预测（悲观情境下） 27
表 19：悲观情景下华海诚科远期盈利及折现估值测算（截至 2026-10-09） 27
表 20：华海诚科收入拆分预测 28
表 21：华海诚科可比公司估值（股票数据：2026 年 10 月 9 日） 29

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 国内环氧塑封料龙头，并购衡所华威夯实全球竞争地位

1.1. 深耕半导体封装材料十六载，迈入规模扩张与高端突破新阶段

立足环氧塑封料核心业务，产品升级与外延并购拓展业务布局。华海诚科于 2010 年 12 月在江苏连云港成立，由乾丰投资与华天科技共同出资设立，专注于半导体封装材料的研发与产业化。公司目前产品主要包括环氧塑封料和电子级胶黏剂，客户以长电科技、通富微电、华天科技、扬杰科技等国内封测龙头及 IDM 厂商为主。

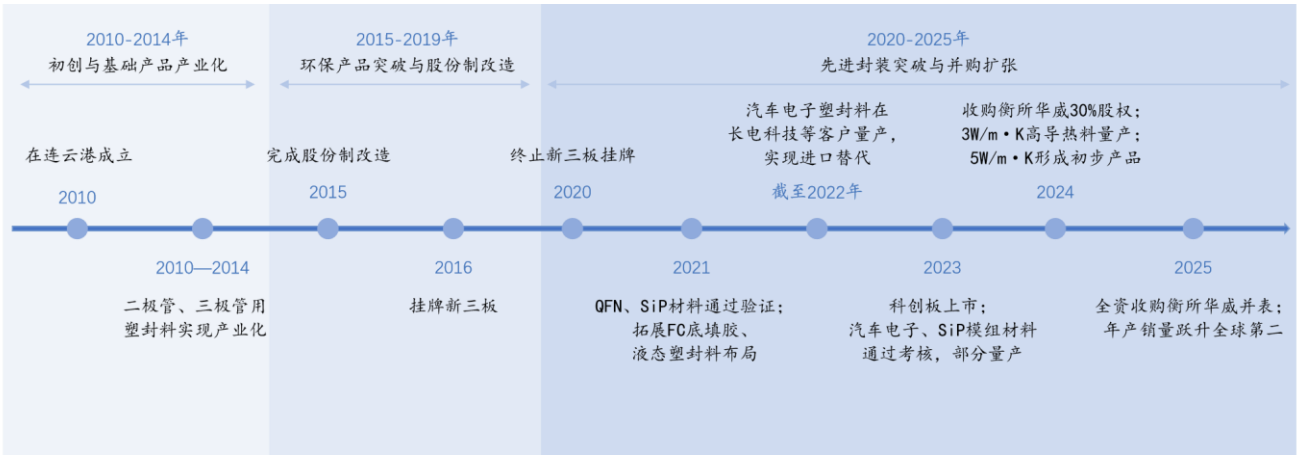
公司的成长主要分为三个阶段：

阶段一（2010—2014 年）：以基础封装材料切入，完成产业化落地。公司以二极管、三极管用塑封料切入市场，实现从技术储备到规模化供货的跨越，完成基础封装材料的产业化。

阶段二（2015—2019 年）：环保型产品实现突破，完成股份制改造。公司持续推进环保型及高性能塑封料开发，在部分品类逐步实现对外资同类产品的替代；同期完成股份制改造并挂牌新三板，治理结构与融资渠道进一步完善。

阶段三（2020 年至今）：先进封装突破与外延并购并行。期间，公司 QFN、SiP 等中高端材料相继通过客户验证并实现部分量产；2023 年公司完成科创板上市，2025 年完成对衡所华威的收购，产品矩阵与客户体系同步扩张，公司进入“规模扩张+高端突破”并行阶段。

图 1：华海诚科发展历程

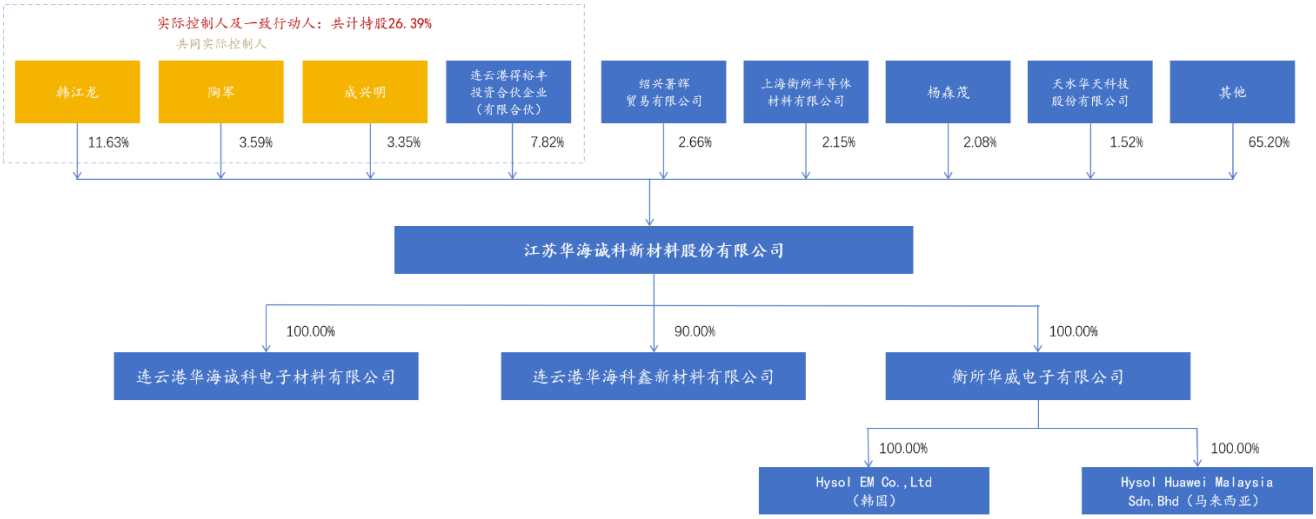


数据来源：公司招股说明书，公司年报，东北证券

股权结构较稳定，产业资本与境内外业务布局助力发展。截至 2026 年中报，公司共同实际控制人韩江龙、陶军、成兴明及其一致行动人连云港德裕丰投资合伙企业合计持股 26.39%，控制权保持稳定。股东结构上，江苏新潮创新投资、上海临芯半导体材料研究公司及华天科技等产业资本位列其中，产业链协同基础较好。业务主体上，公司已形成华海诚科、华海科鑫与衡所华威协同布局，其中衡所华威又下设韩国、马来西亚子公司，公司海外产能布局与全球客户服务能力较强。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：公司股权结构图（截至 2026 年半季报）



数据来源：公司公告，ifind，东北证券

1.2. 2026H1 业绩拐点确立，并购规模效应推动利润加速释放

并购衡所华威有望加快华海诚科向先进封装材料升级。公司于 2024 年 11 月启动收购衡所华威，先取得 30%股权，2025 年 10 月又完成了剩余 70%的股权收购，实现全资控股，并于同年 11 月起纳入合并报表。衡所华威以高性能类产品为主，其韩国子公司以先进封装类产品为主，并购后与华海诚科本部形成产品结构互补。具体来看，2022—2024 年，衡所华威高性能类产品占比始终保持在 66%以上，先进封装类产品占比由 4.30%提升至 5.76%；其中，韩国子公司 Hysolem 的先进封装类产品占比由 35.34%提升至 51.80%，基础类产品占比则由 10.53%下降至 5.32%，产品结构持续向高端化演进。相比之下，2024 年华海诚科先进封装类产品占比仅为 0.19%，基础类产品占比仍接近 51%。并购完成后，Hysolem 在先进封装材料领域的技术积累与产业化能力有望助力华海诚科本部在高端 EMC 领域的产品布局与技术进展。

表 1：华海诚科、衡所华威的产品结构情况

公司主体	产品类别	2024 年度	2023 年度	2022 年度
衡所华威（含 Hysolem）	**先进封装类**	**5.76%**	**4.59%**	**4.30%**
	高性能类	66.42%	69.66%	68.63%
	基础类	25.65%	24.13%	24.29%
其中：Hysolem	**先进封装类**	**51.80%**	**41.30%**	**35.34%**
	高性能类	42.88%	42.36%	36.71%
	基础类	5.32%	4.40%	10.53%
华海诚科	**先进封装类**	**0.19%**	**0.06%**	**0.02%**
	高性能类	48.22%	49.85%	55.65%
	基础类	50.98%	49.82%	44.07%

数据来源：公司公告，东北证券

双方在下游应用与客户资源方面错位互补，有望拓宽公司业务边界。华海诚科此前主要服务消费电子和光伏客户，2024 年车规产品销售占比约 3%；衡所华威已在汽车电子、工业及高功率半导体领域形成稳定供货，车规产品占比超过 20%，并进入安森美、意法半导体、安世半导体和英飞凌等海外客户的供应体系。并购后，华海诚科可借助衡所华威已有的产品认证、客户渠道和 Hysol 品牌，缩短进入车规及国际客户体系的过程；衡所华威则可依托华海诚科的国内客户覆盖，拓展高端产品的销售机会。从产品价格看，衡所华威 2024 年基础类、高性能类和先进封装类产品

下载日志已记录，仅供内部参考

ASP 分别约 2.22 万元/吨、4.31 万元/吨和 25.10 万元/吨，其中 Hysolem 先进封装类产品 ASP 约 29.41 万元/吨，显著高于华海诚科 2025 年约 2.94 万元/吨的 EMC 综合 ASP。随着应用领域拓展和高价值量产品放量，公司综合 ASP 及盈利能力有望逐步改善。

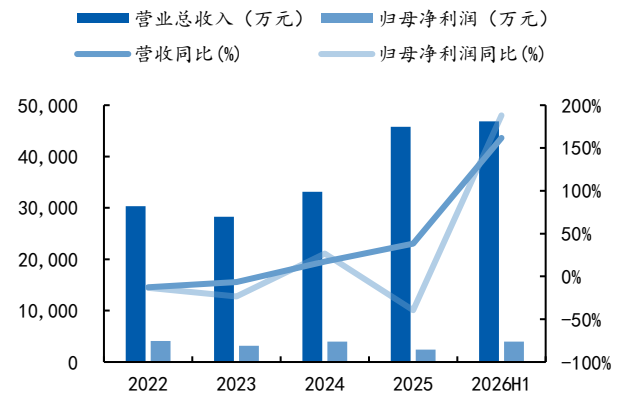
表 2：华海诚科、衡所华威各项维度对比

对比维度	华海诚科	衡所华威	收购后的变化
下游结构	消费电子、光伏占比较高；2024 年车规销售占比约 3%，光伏约 18%	汽车电子、工业占比较高；2024 年车规销售占比超 20%	下游应用错位互补，由消费电子、光伏为主进一步向汽车电子、工业及高功率半导体等领域拓展
产品结构	基础类、高性能类为主；QFN/BGA 逐步放量，FC、SiP、FOWLP/FOPLP 等持续验证	母公司以高性能类为主；其中韩国子公司 Hysolem 先进封装能力突出	产品结构明显高端化：补强高性能、车规及先进封装产品
EMC ASP	2025 年 EMC 综合 ASP 约 2.94 万元/吨	2024 年基础/高性能/先进封装 ASP 分别约 2.22/4.31/25.10 万元/吨；其中 Hysolem 分别约 2.93/10.56/29.41 万元/吨，综合 ASP 约 13.19 万元/吨	先进封装价值量显著更高，并购后高 ASP 产品占比提升，有望带动整体产品结构及综合 ASP 上行

数据来源：公司公告，东北证券

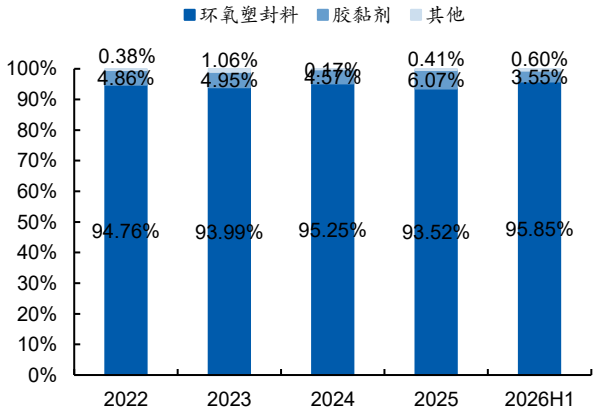
Q2 利润环比加速释放，规模效应逐步显现。2026H1 公司实现营业收入 4.69 亿元，同比增长 161.77%，归母净利润 0.40 亿元，同比增长 188.10%；2026Q2 实现营业收入 2.46 亿元，环比+10.44%；归母净利润 2615.74 万元，环比+93.37%；扣非归母净利润 2349.05 万元，环比+77.93%，利润环比增速显著快于收入。由于 2026Q1 和 Q2 均已完整并表衡所华威，Q2 环比数据不受新增并表因素扰动，可以反映公司产品结构优化及规模效应已经逐步兑现，主营业务盈利能力持续提高，预计今年下半年有望继续延续上半年的高增长态势。收入结构方面，公司主营业务始终保持稳定，2022-2026H1 公司环氧塑封料收入占比均保持在 90%以上，2026H1 进一步升至 95.85%，对应收入 4.49 亿元，毛利率达 29.96%，同比提升 3.72pct。

图 3：公司营业收入、净利润及增速



数据来源：ifind，东北证券

图 4：华海诚科营业收入产品结构



数据来源：ifind，东北证券

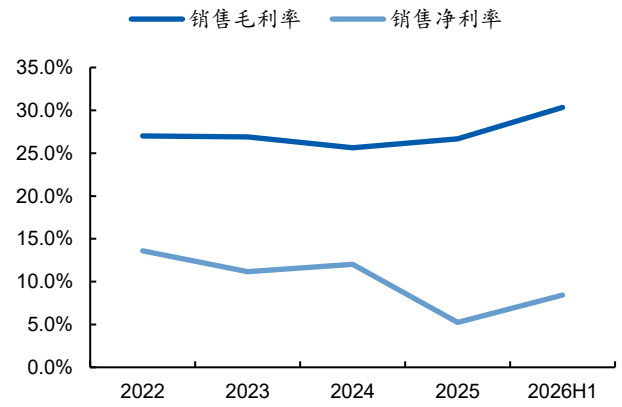
1.3. 毛利率回升叠加费用摊薄，盈利能力有望持续改善

毛利率修复与费用率回落形成共振，盈利弹性加速释放。2026H1 公司销售毛利率为 30.34%，较 2025 全年提升 3.68pct；销售净利率同步回升至 8.45%，盈利能力明显修复。费用端方面，收入规模扩张带动摊薄效应显现，2026H1 销售费用率、管理费用率分别为 4.79%、7.25%，较 2025 全年分别下降 0.61pct、3.35pct；同期研发费用率仍维持在 9.33%的较高水平，费用优化并未以压缩研发投入为代价，为高性能及

下载日志已记录，仅供内部参考

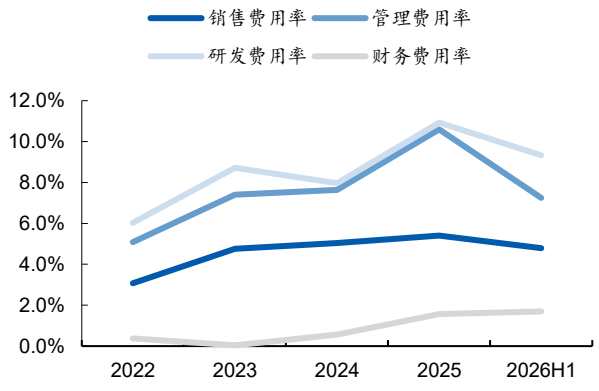
先进封装产品放量提供技术支撑。随着收入体量继续扩张，公司期间费用率仍有下行空间，盈利弹性有望进一步释放。

图 5：公司销售毛利率及净利率



数据来源：ifind，东北证券

图 6：公司费用率



数据来源：ifind，东北证券

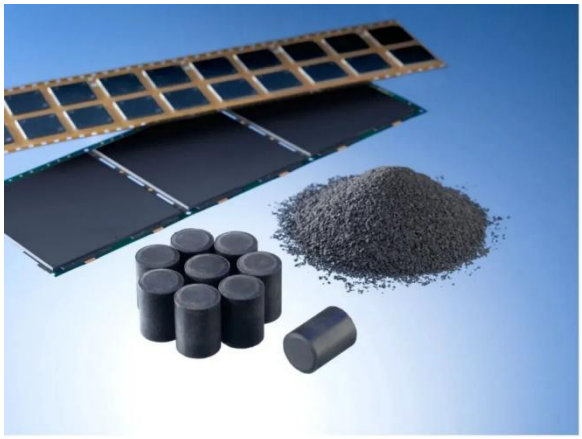
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 需求端：封装工艺迭代拓宽 EMC 应用，先进封装贡献主要市场增量

2.1. 环氧塑封料：半导体封装核心耗材，全球市场规模超 30 亿美元

环氧塑封料形态多样，适配不同封装工艺需求。按材料形态划分，环氧塑封料主要包括饼状、片状、颗粒状和液态。传统 EMC 主要采用饼状、片状等固态形态，其中饼状 EMC 主要配合传统传递成型（Transfer Molding，T-Molding）使用。随着先进封装向大尺寸、薄型化和复杂结构演进，压缩成型（Compression Molding，C-Molding）渗透率提升，也推动塑封材料形态进一步升级。颗粒状环氧塑封料（Granular Molding Compound，GMC）可通过撒粉等方式较均匀地铺设于模腔，并在预热后熔融完成压缩成型，具备较好的操作便利性和工艺适配性，已应用于 SiP、Fan-Out 等先进封装；液态环氧塑封料（Liquid Molding Compound，LMC）则在室温下呈液态，可通过配方设计满足复杂封装结构的流动及窄间隙填充需求。随着 C-Molding 及先进封装持续发展，GMC、LMC 等新型 EMC 有望进一步拓展塑封材料的应用边界。

图 7：环氧塑封料图示



数据来源：深圳先进电子材料国际创新研究院，东北证券

图 8：环氧塑封料按形态划分

按形态划分	介绍
饼状环氧塑封料	常用于传统封装工艺中，通过传递成型技术来封装芯片
片状环氧塑封料	适用于某些特定的封装需求
颗粒状环氧塑封料	主要用于一些特定的封装工艺中，包括系统级封装（SiP）以及扇出型晶圆级封装（FOWLP）等；GMC具有操作简单、工时较短、成本较低等优势
液态环氧塑封料	液态塑封料也称为底部填充料（Underfill）或包封材料，常用于芯片底部的填充和封装；具有可靠性高、可实现中低温固化、吸水率低、翘曲度低等优势，主要应用于HBM封装工艺中

数据来源：未来半导体，东北证券

EMC 配套 Molding 设备使用，配方与认证构筑强壁垒。EMC 产业链上游主要包括环氧树脂、酚醛树脂、硅微粉及偶联剂、固化促进剂等原材料，其中环氧树脂与高性能填料合计占原材料成本约 64%，为主要成本来源；中游为 EMC 材料厂商，核心在于根据不同封装形式和客户需求进行配方开发，并实现产品稳定、规模化生产；下游主要为封测及 IDM 厂商，封装环节需配套 Molding 设备，最终覆盖消费电子、数据中心、汽车电子、光伏、工业及物联网等应用领域。由于不同封装形式对材料流动性、翘曲、应力、导热及可靠性等指标要求存在差异，EMC 并非简单的原材料混合，配方开发能力、规模化生产稳定性以及下游客户长期认证共同构成行业核心壁垒。

下载日志已记录，仅供内部参考

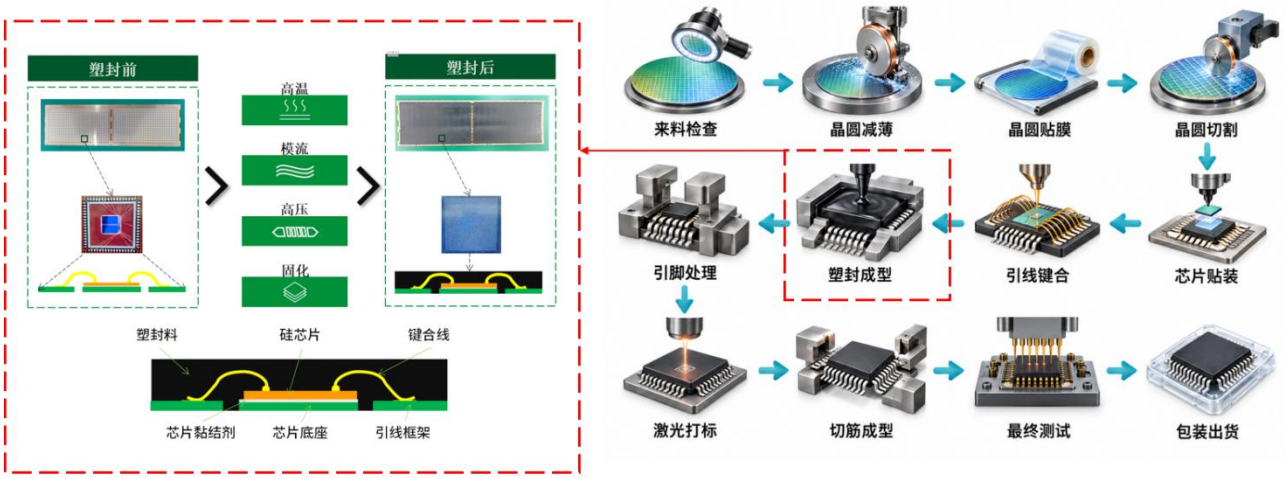
图 9：环氧塑封料产业链



数据来源：智研产业研究院，各公司官网，公司公告，东北证券

EMC 用于半导体封装的塑封环节，承担芯片保护与绝缘功能。以典型引线框架类封装为例，芯片完成晶圆减薄、切割后形成裸芯片（Die），随后经过芯片贴装、引线键合等工序实现芯片固定与电气连接，并进一步进入塑封成型环节。塑封过程中，环氧塑封料（EMC）在高温高压条件下流动并填充芯片、焊线及引线框架周围空间，固化后形成稳定的封装结构，为芯片提供机械保护、电气绝缘、防潮及抗腐蚀等功能。塑封完成后，再经过引脚处理、激光打标、切筋成型及最终测试等工序完成封装出货。作为直接包覆芯片及内部连接结构的核心材料，EMC 既需要具备良好的流动性，以满足模腔填充要求，也需兼顾粘接性、耐热性及低应力等性能，减少封装开裂、界面分层及翘曲等问题，其性能直接影响封装可靠性与产品质量。

图 10：芯片封装流程以及塑封环节



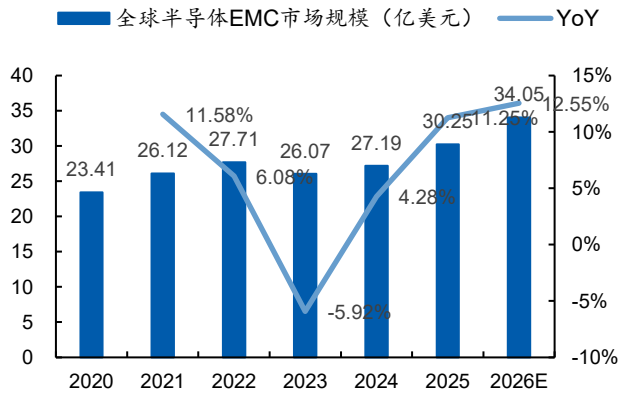
数据来源：季丰电子官方公众号，电子工程专辑，东北证券

全球 EMC 市场稳步扩容，中国市场规模约占全球三分之一。2020-2025 年，全球半导体 EMC 市场规模由 23.41 亿美元增至约 30.25 亿美元，CAGR 为 5.26%，整体保持稳健增长；根据 LP Information，2025 年全球先进封装用 EMC 市场规模约 6.77 亿美元，约占整体市场的 22%，随着 AI、HBM、Chiplet 等应用持续推动先进封装渗透，高性能 EMC 需求有望进一步提升。国内方面，2020-2025 年中国半导体包封材料市场规模由 63.0 亿元增至 75.1 亿元，根据中国科学院上海微系统与信息技术研究所（SIMIT），塑封料占半导体包封材料市场的 90%以上，据此测算，中国半导体

下载日志已记录，仅供内部参考

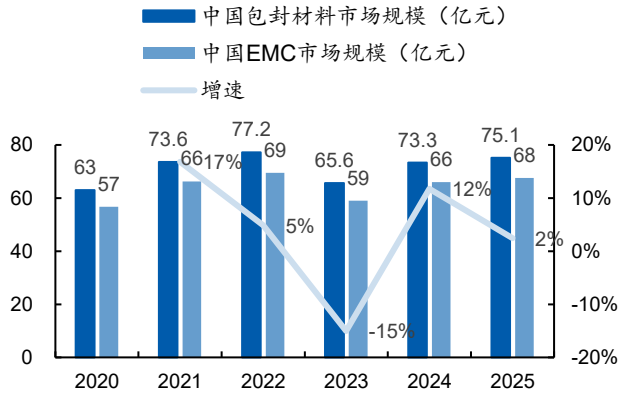
用 EMC 市场规模由 2020 年的 57 亿元增至 2025 年的 68 亿元，CAGR 为 3.6%。相较全球市场，国内 EMC 市场规模增长相对平稳，但高端车规、先进封装等领域国产化率仍有较大提升空间，未来行业增长动力有望逐步由传统封装需求扩张转向产品结构升级与高端国产替代。

图 11：环氧塑封料全球市场规模及增速



数据来源：PW Consulting，东北证券

图 12：中国包封材料及环氧塑封料市场规模及增速

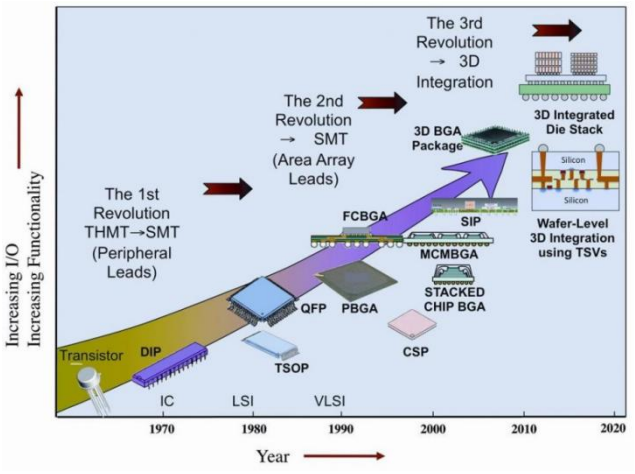


数据来源：公司公告，东北证券

2.2. 先进封装加速升级，环氧塑封料迎来发展新机遇

封装持续向高密度、高集成方向演进，推动传统塑封工艺与 EMC 材料同步升级。半导体封装由早期 DIP、SOP 等引脚式封装，逐步向 QFN、BGA 等面阵列封装，并进一步向 SiP、FOWLP 及 3D 集成等先进封装演进，芯片集成度持续提升、封装尺寸不断大型化和薄型化。随着封装结构复杂度提高，EMC 的性能要求也由早期以热性能、电性能为主，逐步向高可靠性、低翘曲、低应力、高流动性以及更高填料含量等方向升级；进入 SiP、FOWLP 等先进封装后，大尺寸、薄型化及多芯片集成进一步放大翘曲、空洞及填充难度，对 EMC 的流动性、粘度、吸水率、离子含量等提出更高要求，同时推动塑封工艺由传统传递成型（Transfer Molding，T-Molding）向更适配大尺寸、薄型化封装的压缩成型（Compression Molding，C-Molding）升级，带动高性能 GMC、LMC 等材料需求提升。

图 13：封装技术发展历史



数据来源：中国科学院半导体研究所，东北证券

图 14：不同封装形式对环氧塑封料的性能要求

封装技术阶段	封装形式	性能要求
第一阶段	TO、DIP等	重点考察环氧塑封料的热性能与电性能：配方设计关注固化时间、Tg、CTE、导热系数、离子含量、气孔率等
第二阶段	SOT、SOP等	重点考察环氧塑封料的可靠性、连续模塑性能：配方设计关注冲丝率、固化时间、流动性、离子含量、吸水率、粘结力、弯曲强度、弯曲模量等
第三阶段	QFN、BGA等	重点考察环氧塑封料的翘曲、可靠性、气孔等性能：配方设计关注流动性、粘度、弯曲强度、弯曲模量、Tg、CTE、应力、吸水率、粘结力等
第四、五阶段	SiP、FOWLP等	对环氧塑封料的翘曲、可靠性、气孔提出更高要求，部分产品以颗粒状或液态形式呈现：配方设计关注粘度、粘结力、吸水率、弯曲强度、弯曲模量、Tg、CTE、离子含量、颗粒状材料大小等

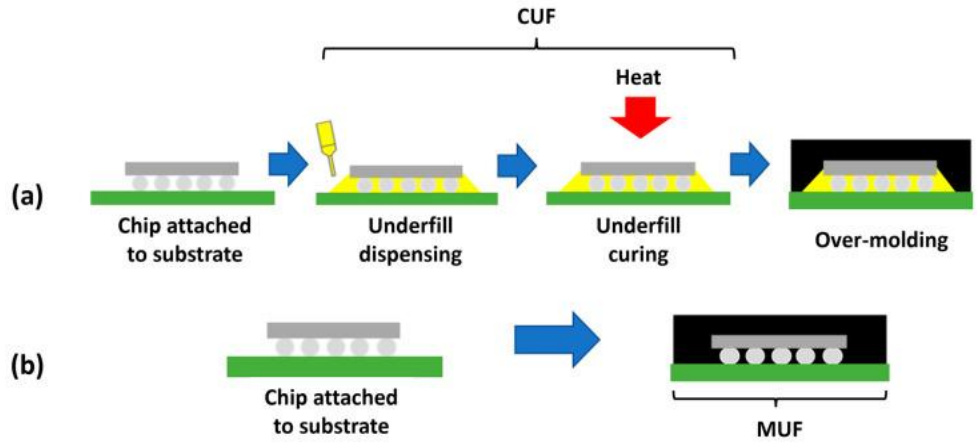
数据来源：深圳先进电子材料国际创新研究院，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.1. 价升：MUF 工艺革新叠加 HBM 堆叠升级，EMC 材料价值量持续提升

MUF 将底部填充与外部塑封合并，推动 EMC 由包封材料向芯片间隙填充延伸。在传统毛细底部填充（CUF）工艺中，芯片贴装至基板后，需先沿芯片边缘点胶，使液态底填材料依靠毛细作用流入芯片与基板之间；待材料固化，再进行外部塑封。模塑底部填充（MUF）则在芯片贴装后，通过模塑工序同时完成间隙填充与外部包封，减少独立点胶、固化等环节，简化封装流程。两种工艺的差异也改变了材料的作用位置：传统塑封料主要覆盖芯片外部，而用于 MUF 的模塑材料还需进入芯片与基板之间的狭小间隙。因此，除外部保护作用外，材料的填充能力、流动性以及固化后的可靠性也成为重要要求，为高性能 EMC 在先进封装中的应用提供了空间。

图 15：CUF 与 MUF 工艺对比

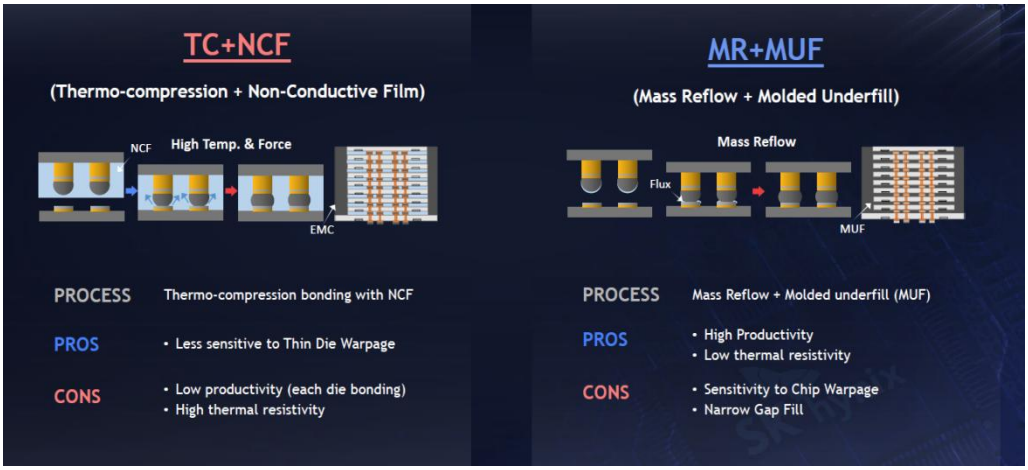


数据来源：《Underfill: A Review of Reliability Improvement Methods in Electronics Production》，东北证券

HBM 高层堆叠强化生产效率与散热需求，MR-MUF 路线优势逐步凸显。HBM 通过垂直堆叠多层 DRAM Die 提升容量与带宽，随着堆叠层数由 8 层、12 层进一步向更高层数演进，Die 数量增加、厚度持续减薄，对封装效率和散热能力提出更高要求。传统热压键合+非导电膜（Thermo-Compression + Non-Conductive Film，TC-NCF）需要在每层 Die 之间铺设 NCF，并通过高温、高压逐颗完成 Die 键合，堆叠层数越高，键合次数越多，生产效率受到制约，同时层间 NCF 也会增加垂直方向的热阻。整体回流+模塑底部填充（Mass Reflow + Molded Underfill，MR-MUF）则先完成多层 Die 堆叠，通过整体回流一次性完成微凸点互连，再利用 MUF 填充各层 Die 之间的间隙并完成整体塑封，减少逐颗热压键合步骤，具备更高生产效率和更低热阻。因此，随着 HBM 持续向高层数堆叠演进，MR-MUF 的工艺优势进一步凸显，也推动 MUF 进入 HBM 等高端存储封装场景，为高性能 EMC 打开新的应用空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

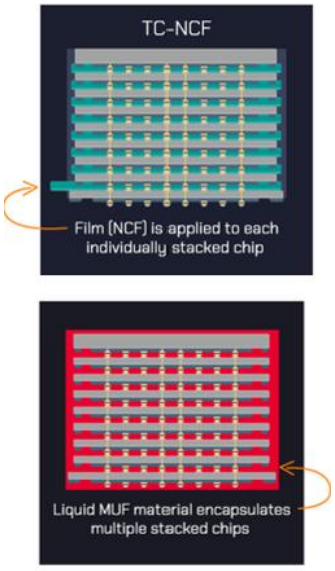
图 16：HBM MR-MUF 工艺路线与 TC-NCF 工艺路线



数据来源：SK 海力士官网，东北证券

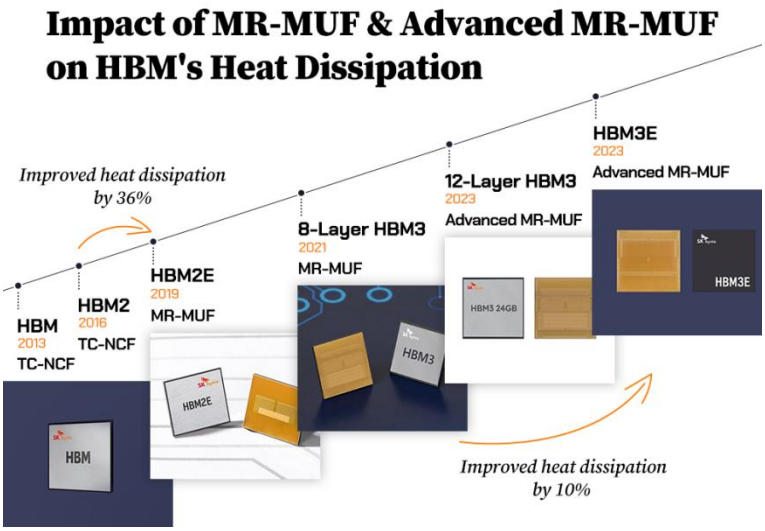
SK 海力士率先采用 MR-MUF 路线，MUF 材料向更高性能、高附加值方向迭代。目前三星、美光主要采用 TC-NCF 路线，SK 海力士自 HBM2E 开始导入 MR-MUF，并在 HBM3 及 HBM3E 进一步升级至 Advanced MR-MUF；据公司披露，MR-MUF 相较此前 TC-NCF 方案可改善约 36%的散热性能，Advanced MR-MUF 又进一步提升约 10%。因此，随着 HBM 持续向高层数、薄型化方向升级，MUF 不仅承担芯片间隙填充和整体塑封功能，其散热、低翘曲及窄间隙填充等性能的重要性进一步提升，有望推动 MUF 材料向更高性能、高附加值方向迭代。考虑到 SK 海力士目前占据全球 HBM 市场约一半以上份额，MR-MUF 已成为 HBM 重要的量产封装路线，HBM 持续放量及堆叠升级有望进一步打开高端 MUF/EMC 材料需求空间。

图 17：TC-NCF 与 MR-MUF 的散热结构差异



数据来源：SK 海力士官网，东北证券

图 18：HBM 多代产品演进及散热技术发展历程



数据来源：SK 海力士官网，东北证券

根据我们的测算，2026 年全球 HBM 用 EMC 市场规模约 3.71 亿元。我们以 2026 年全球 HBM 容量需求预测为起点，将 SK 海力士、三星和美光的需求分别按 HBM3E 8Hi、HBM3E 12Hi 及 HBM4 12Hi 主流型号拆分；再分别除以不同型号对应的单颗容量，然后加总三家同一型号 HBM 的出货量，最终得到三类产品出货量约为 997 万颗、6,627 万颗和 2,778 万颗，合计约 1.04 亿颗。在材料用量方面，假设每颗成品

下载日志已记录，仅供内部参考

留存 5 克 EMC、生产过程中的材料利用率为 70%，则每颗实际投入约 7.14 克。按 500 元/kg 的材料价格测算，2026 年全球 HBM 对应的 EMC 需求约 743 吨，市场规模对应 3.71 亿元。尽管现阶段市场规模相对有限，但后续增长有望同时来自出货量增加和材料升级。TrendForce 预计，HBM 占全球 DRAM 位元供给的比例将由 2026 年的约 9%升至 2027 年的约 13%；美光预计，全球 HBM 市场规模将由 2025 年约 350 亿美元增至 2028 年约 1,000 亿美元。与此同时，堆叠层数提升和产品代际演进对材料的散热、翘曲控制及可靠性提出更高要求，有望推动高性能 EMC 升级。随着 HBM 需求扩张与材料价值量提升，相关 EMC 市场有望持续扩容。

表 3：2026 年全球 HBM 用环氧塑封料市场规模测算

厂商	HBM 型号	预测容量（亿 Gb）	换算容量（亿 GB）	单颗容量（GB）	推算出货量（万颗）	EMC 采购量（吨）	EMC 金额（亿元）
SK 海力士	HBM3E 8Hi	5.41	0.68	24	282	20.1	0.10
SK 海力士	HBM3E 12Hi	97.41	12.18	36	3,382	241.6	1.21
SK 海力士	HBM4 12Hi	56.82	7.10	36	1,973	140.9	0.70
SK 海力士小计		159.64	19.96	—	5,637	402.6	2.01
三星	HBM3E 8Hi	10.04	1.26	24	523	37.4	0.19
三星	HBM3E 12Hi	60.22	7.53	36	2,091	149.4	0.75
三星小计		70.26	8.78	—	2,614	186.7	0.93
美光	HBM3E 8Hi	3.69	0.46	24	192	13.7	0.07
美光	HBM3E 12Hi	33.23	4.15	36	1,154	82.4	0.41
美光	HBM4 12Hi	23.18	2.90	36	805	57.5	0.29
美光小计		60.10	7.51	—	2151	153.6	0.77
全球 HBM3E 8Hi 合计		19.14	2.39	24	997	71.2	0.36
全球 HBM3E 12Hi 合计		190.86	23.86	36	6,627	473.4	2.37
全球 HBM4 12Hi 合计		80	10	36	2,778	198.4	0.99
全球合计		**290**	**36.25**	**—**	**10,402**	**743.0**	**3.71**

数据来源：韩华投资证券研究中心《半导体：现在重新关注 SK 海力士!》，东北证券

2.2.2. 量增：应用场景拓展叠加逻辑堆叠升级，打开 EMC 需求增量空间

先进封装由 AI/HPC 向消费电子渗透，打开更广阔的材料应用空间。过去先进封装主要由 AI GPU、HBM 等高性能计算需求驱动，随着终端对性能、功耗及集成度要求持续提升，先进封装正加速向消费电子领域渗透。2026 年 9 月，苹果秋季发布会推出 iPhone 18 Pro、Pro Max 及折叠新机 iPhone Duo，搭载全新 A20 Pro 芯片。A20 Pro 采用 WMCM 封装架构，将 SoC 与内存由此前 InFO-PoP 的垂直堆叠转向并排集成，并导入模塑底部填充（MUF）技术，将底填与塑封工艺进一步整合，减少工艺流程。苹果作为消费电子龙头率先导入 WMCM 及 MUF，体现先进封装正由 AI/HPC 向大出货量消费电子场景拓展；同时 MUF 使 EMC 由传统外部塑封进一步承担底填功能，有望提升单机材料价值量，打开消费电子领域新的增量空间。

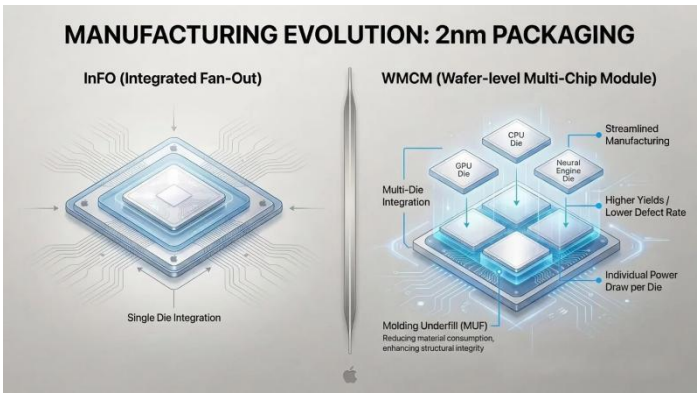
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：苹果 A20 PRO 芯片图示



数据来源：苹果官网，东北证券

图 20：A20 PRO 封装工艺从集成扇出封装（InFO）转向晶圆级多芯片模块（WMCM）

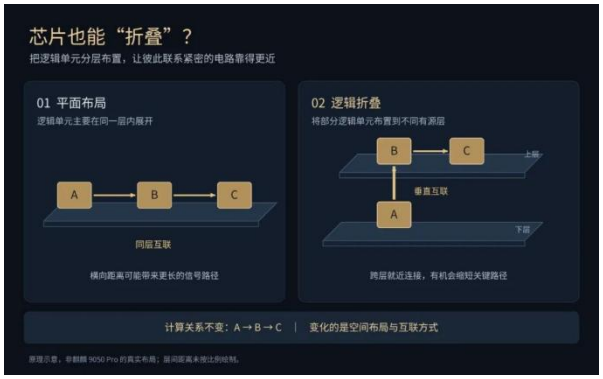


数据来源：EETOP，东北证券

国内芯片技术演进探索差异化路径，“韬定律”为国产封装材料打开协同适配空间。在先进制程获取受限的背景下，以华为为代表的国内企业正更加重视通过架构创新与三维集成挖掘芯片性能潜力。相较于传统摩尔定律强调的几何缩微，“韬定律”着眼于缩短信号传输路径、降低传播时延，逻辑折叠则是其重要实践方向。两者互为补充，体现出国内芯片迭代在技术侧重点上的变化。随着相关技术逐步落地，配套的制造、键合及封装工艺需要协同优化，对材料性能的要求也将随之调整，这将为国产材料厂商提前参与配方开发、工艺适配及客户验证提供更多机会，推动国产替代从既有产品替换向新技术路线配套延伸。

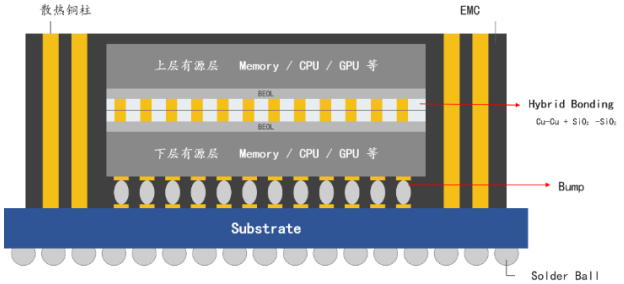
逻辑堆叠有望推动单颗 SoC 的 EMC 用量翻倍，为高性能塑封材料打开增量空间。2026 年 9 月 7 日，华为发布 Mate XT 2 三折叠手机，首发搭载麒麟 9050 Pro 芯片，推动逻辑折叠技术实现终端应用。该方案将有源层沿垂直方向堆叠，通过混合键合（Hybrid Bonding）实现层间高密度互联，外围散热铜柱强化热量传导，EMC 包覆铜柱及芯片结构，承担绝缘、机械支撑和封装保护等功能。双层堆叠后有效塑封高度同步提升，单颗 SoC 的 EMC 用量较传统单层结构约翻倍。除手机 SoC 外，逻辑堆叠技术有望进一步向服务器芯片拓展；华为预计其昇腾 970 将于 2028 年推出，鲲鹏 960 预计于 2028 年一季度推出，并均采用逻辑堆叠架构。服务器 AI 加速芯片及 CPU 远期将继续向三层逻辑堆叠演进，有望持续增加高性能 EMC 需求。

图 21：逻辑折叠互联方式



数据来源：ZOL 中关村在线，东北证券

图 22：华为 9050 Pro 结构横截面示意图



数据来源：《面向多层级电子系统的时间缩微理论》，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3. 国内 EMC 需求测算

2.3.1. 先进封装用 EMC 需求

我们对国内先进封装用环氧塑封料的市场规模进行了测算。考虑到单颗芯片的 EMC 用量与其最终封装体积大体正相关，我们以“单颗芯片封装体积 × 单台终端搭载颗数 × 终端产品销量”作为各类芯片的需求权重。以服务器 GPU 为例，虽然服务器出货量相对较少，但 GPU 封装体积较大，因此其 EMC 需求及对应市场规模仍占很高比例。在 2026 年国内先进封装用 EMC 市场规模约 10 亿元的基础上，我们先根据各类芯片的需求权重分配 2026 年的市场规模，再假设单颗芯片的 EMC 用量和价格保持不变，依据终端产品销量的变化，推算 2030 年各细分市场规模。测算范围涵盖手机、电脑、平板、汽车、服务器、交换机中的逻辑芯片，以及 DRAM 和 NAND 存储芯片。

逻辑芯片方面，我们以华为相关终端的销量预测为基础。2026 年，若手机出货量为 0.60 亿台、每台搭载 1 颗 AP SoC、单颗封装体积为 10 mm^3，则手机 AP SoC 的需求权重为 5.85。按相同方法测算，手机、电脑、平板、汽车、服务器及交换机的权重合计约 51.38。考虑到华为在手机、电脑和平板等国内终端市场所占一定的份额，我们将上述权重按 2 倍放大，估算出 2026 年国内逻辑芯片的总体权重为 102.75。在计算 2030 年终端出货量时，我们考虑到华为逻辑堆叠的技术工艺，我们假设 2030 年手机、平板均采用双层逻辑堆叠，服务器用的 GPU 和 CPU 采用三层堆叠方式，从而带来 SoC 的双倍、三倍增长。据此计算得出 2030 年华为逻辑芯片的权重合计为 408.64，国内整体为 817.28。

存储芯片方面，我们分别以长鑫存储和长江存储的预测晶圆产能作为国内 DRAM 和 NAND 的测算基础。假设每片晶圆可产出约 800 颗芯片，并考虑 DRAM 主要以堆叠形式出货、平均每颗成品堆叠 6 层，据此估算出货量及对应权重。测算结果显示，2026 年 DRAM 和 NAND 的权重分别为 179.20 和 141.12，合计 320.32；2030 年分别增至 358.40 和 470.40，合计 828.8。

将上述权重折算为市场金额，2026 年国内逻辑芯片和存储芯片对应的先进封装用 EMC 市场规模分别约为 2.43 亿元和 7.57 亿元。按各类芯片需求量的预计增幅推算，2030 年两者分别约为 19.32 亿元和 19.59 亿元，合计约 38.91 亿元，2026 年-2030 年的复合增速高达 40%。其中，逻辑芯片带来的需求增量尤为显著：在终端出货增长与多层逻辑堆叠的共同驱动下，2030 年对应市场规模有望达到 2026 年的近 8 倍，贡献约 17 亿元增量，占整体市场增量的近六成，成为国内先进封装用 EMC 市场扩容的重要动力。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：国内逻辑芯片用 EMC 需求权重推算

		体积测算	单机搭载	2026 年			2030 年		
应用	主要芯片	封装体积 mm3	单机搭载 SoC 颗数	华为终端销售量（亿）	SoC 数量（亿颗）	权重	华为终端销售量（亿）	SoC 数量（亿颗）	权重
手机	AP SoC	10	1	0.60	0.60	5.85	1.00	2.00	19.50
电脑	PC CPU	72	1	0.06	0.06	4.03	0.10	0.10	7.20
平板	AP SoC	13	1	0.10	0.10	1.35	0.20	0.40	5.20
汽车	座舱 SoC	10	1	0.02	0.02	0.15	0.05	0.05	0.49
汽车	智驾 AI SoC	200	2	0.02	0.04	8.00	0.05	0.10	20.00
服务器	Server CPU	315	1	0.03	0.03	7.88	0.05	0.15	47.25
服务器	GPU 完整	1960	1	0.01	0.01	23.52	0.05	0.15	294.00
交换机	switch	300	1	0.00	0.00	0.60	0.05	0.05	15.00
华为加总						**51.38**			**408.64**
国内逻辑						**102.75**			**817.28**

数据来源：日经亚洲，Omdia，钛媒体，汽车公社，ieee，intel、nxp、ti、Prismark、iNEMI、Kurnal、Fritzchens Fritz 公开资料，东北证券

表 5：国内存储芯片用 EMC 需求权重推算

		2026 年				2030 年			
类别	封装体积（mm3）	存储产能（万片/月）	颗/片	堆栈（亿颗/年）	权重	存储产能（万片/月）	颗/片	堆栈（亿颗/年）	权重
DRAM	32	35	800	5.6	179.2	70	800	11.2	358.4
NAND	7	21	800	20.16	141.12	70	800	67.2	470.4
合计					**320.32**				**828.8**

数据来源：TechInsights，三星新闻，Kurnal，汽车智驾，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：国内先进封装用环氧塑封料市场规模测算

类别	主要芯片	26 年权重	26 年规模（亿元）	30 年销量/26 年销量	30 年市场规模（亿元）
手机	AP SoC	5.85	0.14	3.33	0.46
电脑	PC CPU	4.03	0.10	1.79	0.17
平板	AP SoC	1.35	0.03	3.85	0.12
汽车	座舱 SoC	0.15	0.00	3.33	0.01
汽车	智驾 AI SoC	8.00	0.19	2.50	0.47
服务器	Server CPU	7.88	0.19	6.00	1.12
服务器	GPU 完整	23.52	0.56	12.50	6.95
交换机	switch	0.60	0.01	25.00	0.35
华为加总		51.38	1.21		9.66
国内逻辑		**102.75**	**2.43**		**19.32**
DRAM		179.20	4.24	2.00	8.47
NAND		141.12	3.34	3.33	11.12
存储合计		**320.32**	**7.57**		**19.59**

数据来源：东北证券

2.3.2. QFN 用 EMC 需求

我们对国内 QFN 用 EMC 市场规模进行了预测，结果显示该市场规模有望由 2026 年的 15 亿元增长至 2030 年的 25 亿元，期间复合增速约 13.6%，显著高于同期全球市场增速。测算以 2026 年全球 QFN 用 EMC 需求约 5 万吨为基础，并参考 WiseGuy Reports 对全球 QFN 市场约 7.1%年复合增速的预测，假设 QFN 用 EMC 需求与下游 QFN 市场保持同步增长，则 2027—2030 年全球需求分别约为 5.36、5.74、6.14 和 6.58 万吨。考虑到亚太地区是全球 QFN 封装及其下游消费电子、汽车电子等应用的重要市场，且国内封测产业仍在持续扩张，假设中国需求占全球市场的比例由 2026 年的 30%起每年提升 2 个百分点，至 2030 年达到 38%；据此测算，2026—2030 年中国 QFN 用 EMC 需求分别约为 1.50、1.71、1.95、2.21 和 2.50 万吨。假设 QFN 用 EMC 价格维持在 100 元/kg 左右，对应国内市场规模将由 2026 年的约 15 亿元增至 2030 年的约 25 亿元，期间复合增速约 13.6%，高于全球 QFN 市场约 7.1%的增速。当前 QFN 用 EMC 的国产替代刚刚起步，若国产材料在性能、可靠性及客户认证方面持续取得突破，未来可释放的国产替代空间将十分可观。

表 7：国内 QFN 用环氧塑封料市场规模测算

项目	单位	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球 QFN 用 EMC 需求	万吨	5.00	5.36	5.74	6.14	6.58
YoY	%		7%	7%	7%	7%
中国需求占比	%	30%	32%	34%	36%	38%
中国 QFN 用 EMC 需求	万吨	1.50	1.71	1.95	2.21	2.50
单价	元/kg	100	100	100	100	100
中国 QFN 用 EMC 市场规模	**亿元**	**15.00**	**17.14**	**19.50**	**22.11**	**25.00**

数据来源：wiseguyreport，东北证券

2.3.3. 中国 EMC 整体需求

我们对国内 EMC 整体市场规模进行了测算，国内 EMC 市场规模有望由 2026 年的 70 亿元增至 2030 年的 119 亿元，期间复合增速约 14.1%。具体来看，假设基础类

下载日志已记录，仅供内部参考

和高性能类等传统封装用 EMC 市场保持平稳增长，2026-2030 年增速均为 5%；QFN 及其他先进封装用 EMC 则采用前文的测算结果，四类产品加总后得到国内 EMC 整体市场规模。分产品看，未来市场增量主要来自先进封装领域：QFN 用 EMC 市场规模预计由 2026 年的 15 亿元增至 2030 年的 25 亿元，其他先进封装用 EMC 市场规模预计由 10 亿元增至 39 亿元；二者合计规模将由 25 亿元增至 64 亿元，占国内 EMC 市场的比重由约 36%提升至约 54%，贡献整体市场增量的近八成。由此可见，国内 EMC 市场增长将同时体现为规模扩张与结构升级，先进封装用 EMC 有望逐步取代传统封装材料，成为行业增长的主要驱动力，并带动整体产品价值量持续提升。

从外部数据看，上述测算结果具有较强的合理性。若采用 PW Consulting 对 2030 年全球 EMC 市场规模约 40 亿美元的预测，并考虑到中国目前约占全球 EMC 需求的三分之一，未来在国内半导体封装产能扩张、先进封装渗透率提升以及供应链本土化的推动下，国内需求增速有望高于全球平均水平。假设中国市场份额于 2030 年提升至 40-45%，并按 1 美元兑 7 元人民币换算，则对应国内 EMC 市场规模约为 112-126 亿元，覆盖我们自下而上测算的 119 亿元市场规模。两种方法分别从细分产品需求和全球市场份额出发，所得结果较为接近，侧面印证了本次测算的合理性。

表 8：国内环氧塑封料整体市场规模测算（亿元）

	2026	2027	2028	2029	2030
基础类	15	16	17	17	18
YoY		5%	5%	5%	5%
高性能类	30	32	33	35	36
YoY		5%	5%	5%	5%
先进封装 QFN	15	17	19	22	25
YoY		14%	14%	13%	13%
其他先进封装（BGA 等）	10	17.5	25	32.5	39
YoY		75%	43%	30%	20%
合计	**70**	**82**	**94**	**107**	**119**

数据来源：wiseguyreport，东北证券

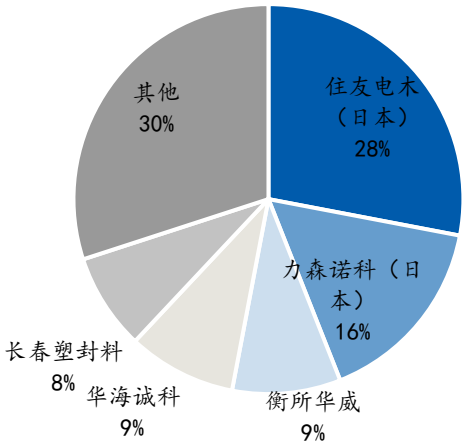
下载日志已记录，仅供内部参考

3. 供给端：日系提价松动高端市场壁垒，国产 EMC 扩产争席

3.1. 日系龙头占据高端市场，华海诚科并购整合跻身全球第二

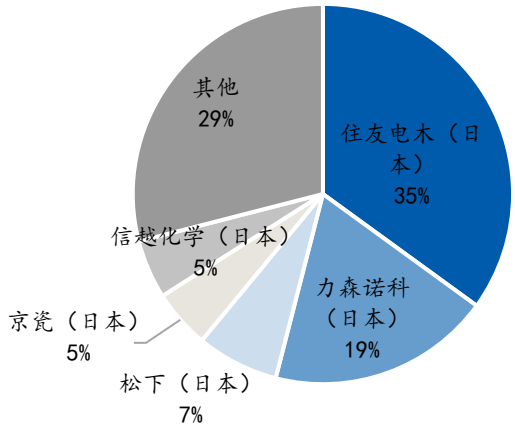
全球 EMC 市场集中度较高，并购衡所华威后公司出货规模跃居全球第二。鉴于目前可获取的 Prismark 最新数据为 2024 年，且测算及跟踪显示，2025 年华海诚科与衡所华威合计市场占比与 2024 年大致接近，其他主要厂商市场地位亦未见明显变化，本文采用 2024 年 Prismark 数据作为竞争格局分析的参考根据。2024 年全球 EMC 市场按销量计算，住友电木、力森诺科分别占据 28%、16%的市场份额，衡所华威与华海诚科分别占 9%，两者合计达到 18%。2025 年 10 月，公司完成对衡所华威 70%股权的收购，并于 2025 年 11 月起将其纳入合并报表范围；并购完成后，公司半导体环氧塑封料年产销量突破 2.5 万吨，出货规模跃居全球第二。与此同时，按照 EMC 业务收入口径来看，2024 年住友电木、力森诺科市场份额分别达到 35%、19%，显著高于华海诚科、衡所华威销售份额，反映海外龙头凭借高端产品布局占据更高价值量市场。

图 23：2024 年全球 EMC 市场份额（按销量）



数据来源：Prismark，东北证券

图 24：2024 年全球 EMC 市场份额（按收入）



数据来源：Prismark，东北证券

国产 EMC 呈现“传统封装国产化率较高、高端封装仍由外资主导”的结构性特征。具体来看，在 DO、DIP 等传统封装领域，国产 EMC 已占据主导地位；而随着封装技术向 QFN、BGA 以及 SiP、MUF、FOWLP 等高端形态升级，对低翘曲、高可靠性、低应力等材料性能提出更高要求，目前市场仍主要由住友电木、力森诺科、京瓷等海外厂商占据。国内厂商正逐步由传统封装向先进封装突破，其中华海诚科已实现部分高端产品小批量生产，衡所华威在 MUF、LMC 等产品上已实现批量生产，高端 EMC 国产替代仍具较大空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 9：环氧塑封料按照不同封装形式的竞争格局

封装类型	封装技术	国产化程度	竞争格局
传统封装	DO、SMX、TO、DIP 等	由内资厂商主导，但在应用于 TO 领域内外资整体相当	内资塑封料厂商主导
	SOD、SOT、SOP、QFP 等	仍由外资厂商主导，但内资厂商的市场份额逐步提升，大部分产品性能已达到外资同类产品的水平，仍存在较大的替代空间	市场份额主要被住友电木、力森诺科、华海诚科、衡所华威占据
先进封装	QFN、BGA 等	外资厂商基本处于垄断地位，内资厂商产品仍主要处于导入考核阶段，较少数内资厂商已实现小批量生产，存在较大的替代空间	市场份额基本由住友电木、力森诺科等外资领先厂商占据，华海诚科已实现小批量生产，衡所华威已实现批量生产
	SiP、MUF、FOWLP 等	外资厂商处于垄断地位，内资厂商尚处于产品开发或者客户考核阶段，产品类别相对单一	市场份额主要由住友电木、力森诺科、京瓷等外资领先厂商占据，内资厂商布局相对有限，华海诚科已实现小批量生产，衡所华威在 MUF、LMC 产品方面已实现批量生产

数据来源：公司公告，东北证券

3.2. 日企提价叠加扩产时滞，国产 EMC 迎来加速替代窗口

日系龙头涨价叠加扩产时间差，国产 EMC 迎来替代窗口。2026 年 5 月，住友电木宣布全系列 EMC 提价 10%-20%，主要系原材料、能源、包装及运输等成本上涨。国内 EMC 相较日系产品原本就具备明显价格优势，本轮提价后价差进一步扩大，有望增强成本敏感型封测客户的国产替代意愿，尤其是 QFN 等对材料成本较为敏感的封装领域。供给端，2026 年 6 月住友电木宣布扩建苏州产线，规划将中国区产能再提升约 30%，但新增产能预计至 2028 年 12 月左右投产。因此，在日系产品价格上调而新一轮产能尚未释放的阶段，部分需求有望向国产厂商外溢，2026-2028 年或成为国产 EMC 加速导入的重要窗口期。

图 25：住友在苏州建造的环氧塑封料工厂

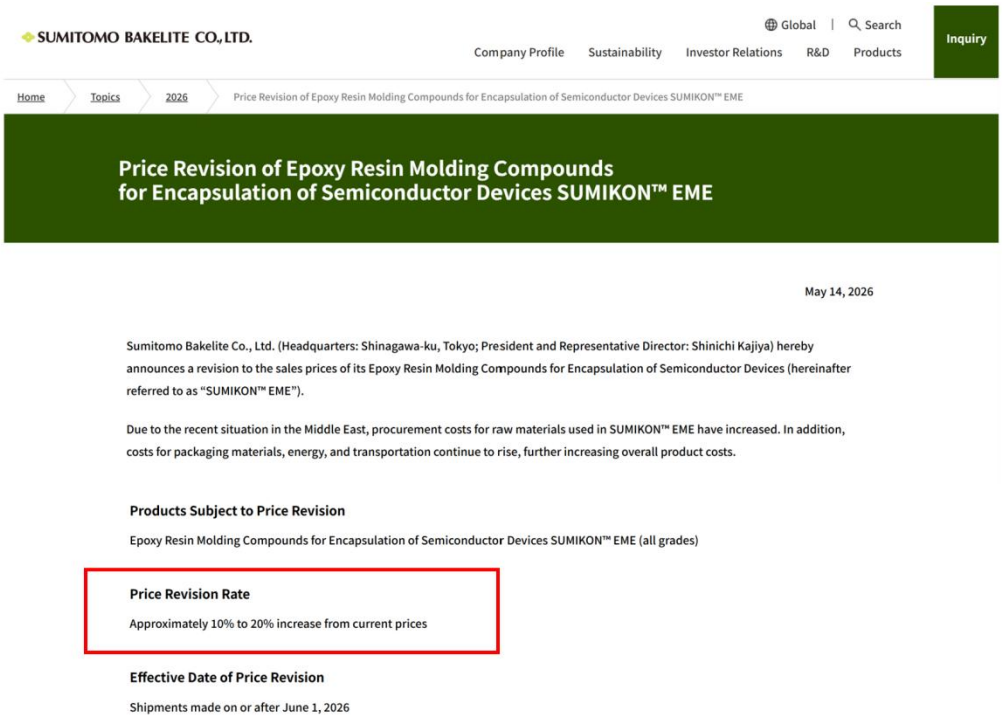


数据来源：住友电木官网，东北证券

草木间
更多资料请加V

下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：2026 年 5 月住友电木宣布全系列 EMC 提价 10%-20%



SUMITOMO BAKELITE CO.,LTD.

Global | Search

Company Profile Sustainability Investor Relations R&D Products Inquiry

Home Topics 2026 Price Revision of Epoxy Resin Molding Compounds for Encapsulation of Semiconductor Devices SUMIKON™ EME

Price Revision of Epoxy Resin Molding Compounds for Encapsulation of Semiconductor Devices SUMIKON™ EME

May 14, 2026

Sumitomo Bakelite Co., Ltd. (Headquarters: Shinagawa-ku, Tokyo; President and Representative Director: Shinichi Kajiya) hereby announces a revision to the sales prices of its Epoxy Resin Molding Compounds for Encapsulation of Semiconductor Devices (hereinafter referred to as "SUMIKON™ EME").

Due to the recent situation in the Middle East, procurement costs for raw materials used in SUMIKON™ EME have increased. In addition, costs for packaging materials, energy, and transportation continue to rise, further increasing overall product costs.

Products Subject to Price Revision

Epoxy Resin Molding Compounds for Encapsulation of Semiconductor Devices SUMIKON™ EME (all grades)

Price Revision Rate

Approximately 10% to 20% increase from current prices

Effective Date of Price Revision

Shipments made on or after June 1, 2026

数据来源：住友电木官网，东北证券

3.3. 华海诚科国内领跑，高端先进封装材料成为未来竞争重点

华海诚科占据国内 EMC 绝对领先地位，高端及先进封装材料成为下一阶段竞争重点。国内 EMC 主要参与者包括华海诚科、衡所华威（已并入华海诚科）、中科科化、昆山兴凯以及创达新材等，其中传统封装 EMC 国产化程度已较高，行业竞争逐步向高导热、低翘曲、低应力等高性能材料以及 GMC、LMC 等先进封装材料延伸，目前国内相关高端产品尚未形成大规模收入。竞争格局方面，华海诚科与衡所华威原为国内头部两家厂商，2024 年华海诚科启动对衡所华威股权收购，并于 2025 年完成 100%收购，整合后公司进一步巩固国内龙头地位，并按出货量口径跃居全球同行第二；中科科化在传统及中高端半导体 EMC 领域具备一定规模，创达新材则以固态模塑料为主，并持续推进先进封装相关产品研发及客户验证，昆山兴凯仍以基础型、中端及传统封装产品为主。整体来看，国内 EMC 竞争正由传统产品国产替代逐步进入“规模整合+高端突破”阶段，华海诚科通过整合衡所华威，在规模、技术、客户及高端产品布局方面进一步建立领先优势。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 10：环氧塑封料国内竞争格局（单位：亿元）

公司	介绍	产能情况	2025 年总营收	2025 年可比业务营收	2025 年可比毛利率	2025 年归母净利润	PE	总市值
华海诚科	**国内第一梯队塑封料厂商，覆盖传统及先进封装；2025 年 10 月完成衡所华威收购，客户包括长电科技、通富微电、华天科技、扬杰科技等**	**原有约 1.8 万吨/年；IPO 项目新增 1.1 万吨/年，已于 2025 年底建成，主要面向高性能及先进封装**	**4.58**	**4.28**	**26.35%**	**0.24**	**315.04**	**158.03**
衡所华威（已被华海诚科收购）	**深耕封装材料四十余年，2025 年 10 月成为华海诚科全资子公司；覆盖传统、车规及先进封装，客户包括安世、意法、安森美、德州仪器、英飞凌及 SK 海力士等**	**2024 年产能 1.4 万吨/年，其中母公司产能为 1.3 万吨/年，以高性能类为主；韩国子公司产能为 0.06 万吨/年，以先进封装类为主。另外新增 6000 吨车规用产能以及 4047 吨先进封装用产能**	**4.80**	**4.80**	**--**	**0.58**	**--**	**--**
创达新材	塑封料主要应用于功率、光电及汽车电子，客户包括亿光电子、比亚迪等；先进封装产品尚处研发验证和客户导入阶段	2025 年固态模塑料产能约 1.18 万吨/年，但包含环氧及酚醛模塑料；另有 6500 吨固态模塑料项目于 2025 年 9 月部分投产；IPO 项目新增环氧模塑料 6000 吨，规划定位先进封装，另有 3,990 吨液态环氧料	4.32	4.20	32.79%	0.66	35.89	24.82
中科科化	国家级专精特新“小巨人”，客户包括华润微、长电科技、通富微电、华天科技等	已建 7 条产线，现有产能超过 1.5 万吨/年；IPO 项目拟新增中高端环氧塑封料 2.25 万吨/年	3.41	3.41	30.65%	0.34	--	--
昆山兴凯	飞凯材料控股子公司，塑封料以基础型、中端及传统封装产品为主	截至 2023 年产能约 1.35 万吨/年，其中当年新增 1,500 吨；2026 年新智能工厂投产后新增高端半导体封装材料 1 万吨/年	2.56	2.56	--	0.15	--	--

数据来源：各公司公告，东北证券

备注：华海诚科 25 年 11 月份开始，合并衡所华威并表；中科科化财务数据未经审计；PE、总市值数据截至 2026-09-21

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 外资提价打开替代窗口，产品升级拓展量价空间

4.1. 逻辑一：原材料涨价推动 EMC 价格上行，公司有望实现“先量后价”

海外厂商提价为国产替代创造契机，华海诚科有望实现销量增长与盈利改善。环氧塑封料的成本结构中，原材料占比近七成，所以对原材料价格变化较为敏感。面对原材料及其他成本上涨，海外日系厂商已宣布上调 EMC 价格，涨幅约 10%-20%，从而为下游客户重新评估供应商提供了契机。若华海诚科能够保持产品性能与供货稳定性，并发挥相对价格优势，有望加快客户导入、提升市场份额；随着合作关系逐步稳固及行业价格中枢上移，公司后续的价格调整空间也有望扩大，形成先提升销量、再改善盈利的增长路径。按公司 2025 年 EMC 平均售价约 2.94 万元/吨、毛利率 26.35%为基准，在单位成本不变的情况下，若产品价格分别上涨 5%/10%/15%/20%，理论毛利率可提升至 29.76%/32.95%/35.87%/38.54%。随着海外龙头率先提价打开行业价格空间，若华海诚科客户导入且供货过程顺利，并且后续价格逐步跟进，盈利能力有望加速释放。

表 11：华海诚科 EMC 提价弹性测算

提价幅度	新均价（万元/吨）	理论毛利率	毛利率提升
当前	2.94	26.35%	—
5%	3.09	29.76%	+3.41pct
10%	3.23	32.95%	+6.60pct
15%	3.38	35.87%	+9.52pct
20%	3.53	38.54%	+12.19pct

数据来源：公司公告，东北证券

4.2. 逻辑二：产品结构持续升级，短期看 QFN，长期看先进封装

4.2.1. 短期：QFN 用 EMC 已实现技术平权，厚积薄发迎接放量窗口

公司 QFN 用 EMC 布局较早，产品已由客户验证进入量产阶段。QFN 封装对塑封料的翘曲控制、流动性、界面粘接及湿热可靠性提出较高要求，相关市场长期由外资厂商主导。公司 2019 年已实现 QFN/DFN 产品销售；2021 年，EMG-700-NCJ 通过通富微电 QFN 产品考核，封装产品翘曲小于 0.5mm，MSL3 考核通过，电性能表现良好。此后，公司持续优化大尺寸 QFN 材料配方，推进产品中试及客户导入。2026 年，EMG-700 等系列已在 QFN 等封装领域达成量产。

表 12：QFN 用产品进展及阶段

时间	产品及客户进展	所处阶段
2019—2020 年	QFN/DFN 封装产品收入分别为 0.67 万元、50.32 万元，已形成初步销售。	实现初步销售
2021 年	EMG-700 系列通过通富微电 QFN 产品考核，客户反馈其可靠性达到 MSL3 水平、翘曲小于 0.5mm；QFN 用 EMG-700-NCJ 实现小批量生产与销售。	完成重点客户验证
2023 年	推进大尺寸 QFN 用环氧塑封料研发，完成配方设计，以及针对全镀银、PPF 框架的配方优化和翘曲控制方案。	拓展大尺寸产品
2024 年	围绕树脂组合、填料粒度分布及翘曲控制开展优化，完成大尺寸 QFN 用环氧塑封料的中试试验。	完成中试试验
2025 年	大尺寸 QFN 用环氧塑封料研发项目完成中试及大线生产，公司披露项目研发结束、完成预期目标；衡所华威 GR900 QFN 系列已向客户 85、客户 99、客户 50 等实现批量供应，并支持头部客户实现 QFN 封装材料国产化。	研发项目完成，GR900 实现批量供货
2026 年上半年	公司披露 EMG-700、GR700、GR900、GR910 系列在 LQFP、QFN、BGA 领域实现量产，产品体系进一步丰富。	系列产品量产及客户导入

数据来源：公司公告，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

关键性能已达到行业主流水平，QFN 用产品有望成为公司短期核心增量。以 EMG-700-NCJ 为例，其凝胶时间为 38 秒、螺旋流动长度为 190 厘米，均处于行业主流区间，具备适配 QFN 封装的流动填充能力；在翘曲控制及可靠性方面，产品热膨胀系数、玻璃化转变温度及机械性能等指标达到行业主流水平，客户验证的封装翘曲小于 0.5 毫米，并取得通富微电关于产品性能与外资同类产品相当的应用评价。此外，衡所华威 GR900 QFN 系列主要性能亦与外资同类产品相当，并已向多家客户批量供货。随着关键性能与量产能力逐步获得客户认可，公司有望凭借价格、交付及本地服务优势，加快 QFN 用 EMC 的国产替代。

表 13：华海诚科 QFN 用 EMC 关键性能与行业水平比较

产品	对比维度	行业主流水平	公司产品表现	关键指标适配情况	产品比较说明
EMG-700-NCJ	封装工艺	凝胶时间 30—40s；螺旋流动长度 120—200cm	凝胶时间 38s；螺旋流动长度 190cm	较长的凝胶时间与流动长度有助于材料填充模腔，并控制 QFN 塑封过程中的冲丝。	已达到业内主流水平，且主要性能已与外资同类产品相当
	翘曲控制	CTE1 为 7—9ppm/℃；CTE2 为 33—40ppm/℃；Tg 为 110—126℃	CTE1 为 7.1ppm/℃；CTE2 为 34.6ppm/℃；Tg 为 125℃；客户端封装翘曲小于 0.5mm	通过 CTE、Tg 与材料应力的配合，适应芯片面积占比较高的 QFN 结构，控制封装后的收缩及翘曲。	
	封装体可靠性	弯曲强度 150—170MPa；弯曲模量 27,000—31,000MPa；PCT 24h 吸水率 0.32%—0.45%	弯曲强度 165MPa；弯曲模量 28,000MPa；PCT 24h 吸水率 0.32%；通过 MSL3 级考核	弯曲强度支撑封装体结构稳定性；较低的吸水率与适当的模量有助于降低湿热环境下的分层及内应力风险。	
GR900 QFN 系列	工艺、翘曲及可靠性	重点考察填充性、翘曲控制、连续作业性及可靠性	具备良好的翘曲控制能力、高可靠性及连续作业性；已向多家客户批量供应	产品针对 QFN 封装的填充、翘曲及可靠性要求开发，具有良好的翘曲控制能力、高可靠性和连续作业性。	主要性能与外资同类产品相当

数据来源：公司公告，东北证券

4.2.2. 中长期：先进封装产品加速验证，有望打开远期成长天花板

先进封装材料布局持续完善，产品梯队逐步成形，为远期增长积蓄动能。公司应用于 FC、SiP、FOWLP/FOPLP 等先进封装领域的产品正逐步通过客户考核验证，并围绕 2.5D/3D、FIWLP/FOWLP、SiP 等方向筛选树脂、填料及助剂体系，优化低应力、低翘曲和高耐湿热等性能。具体来看，公司已完成 GMC 关键生产装备迭代，实现连续稳定生产，产品能够满足 FOWLP/FOPLP 等扇出型封装对材料高流动性的要求；面向压缩模塑工艺的颗粒状 EMC，其装备及材料开发已取得阶段性突破。MUF 产品已形成销售并实现放量，客户覆盖主流封测厂商；LMC 产品则处于测试阶段。公司由此逐步形成覆盖研发、验证及量产的先进封装材料产品梯队。随着下游先进封装需求扩张、客户验证成果转化及国产替代推进，多条产品线有望陆续进入放量阶段，为公司中长期业绩带来可观的增量贡献。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 14：公司先进封装用环氧塑封料进展情况

先进封装方向	进展	阶段
FOWLP / FOPLP	公司完成颗粒状 EMC（GMC）关键生产装备迭代，已实现连续稳定生产，所生产 GMC 能够满足 FOWLP、FOPLP 等扇出型封装对材料高流动性的要求	已具备稳定生产能力
FOWLP / FOPLP Compression Molding	公司自主研发颗粒状生产装备，可将 EMC 制成直径约 0.2-0.5mm 的丝状材料，相关颗粒状 EMC 可满足 FOWLP/FOPLP 压缩模塑成型工艺要求	装备及材料开发完成阶段性突破
MUF 产品放量	销量同比大幅增长，客户覆盖主流封测厂商	已经形成销售并放量
LMC	开始测试，属于公司面向新型封装材料形态的进一步布局	测试阶段

数据来源：公司公告，东北证券

4.2.3. 产品结构向高端跃升，远期均价有望翻倍

产品结构高端化有望显著抬升远期平均单价，释放较强盈利弹性。在上述分析的基础上，我们进一步测算了华海诚科与衡所华威各自的产品结构升级带来的平均产品单价提升情况。按照 2024 年产品结构及行业各品类平均单价为基准，衡所华威和华海诚科的加权平均税后单价分别约为 24.04 元/kg 和 34.46 元/kg。由于华海诚科、衡所华威未来有望将更多产能资源优先投向先进封装材料，以高价值量产品逐步替代部分基础类产品，于是我们假设华海诚科、衡所华威远期基础类产品占比均降至 5%、先进封装类提升至 40%，高性能类占比 55%，两家主体的综合税后单价分别提升至 52.44 元/kg 和 54.64 元/kg，对应增幅约 118%和 59%。上述测算表明，先进封装产品占比提升对综合售价具有显著拉动作用，有望为两家主体打开更大的收入与利润空间。

表 15：华海诚科及衡所华威 EMC 产品结构升级与远期单价测算

公司主体	产品类别	单价（元/kg）	2024 年度	税后单价（元/kg）	远期占比	税后单价（元/kg）
衡所华威（含 Hysolem）	先进封装类	100	5.76%	34.46	40.00%	54.64
	高性能类	50	66.42%		55.00%	
	基础类	16	25.65%		5.00%	
华海诚科	先进封装类	100	0.19%	24.04	40.00%	52.44
	高性能类	45	48.22%		55.00%	
	基础类	16	50.98%		5.00%	

数据来源：公司公告，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

5.1.1. 远期折现法

合理情景下，产品结构升级有望带动盈利增长，对应约 55%的估值上行空间。基于各细分市场规模、国产化率及公司份额假设，并考虑基础类产线改造带来的业务结构变化，测算 2030 年公司收入约 36.83 亿元，基础类/高性能类/先进封装 QFN 类/其他先进封装类（BGA 等）将分别贡献 1.82/20.42/8.75/5.84 亿元。假设净利率为 25%，对应净利润约 9.21 亿元。给予 2030 年 30 倍 PE，按 1.40 倍累计折现系数折算，2026 年估值约 197 亿元。截至 2026 年 10 月 9 日，华海诚科总市值为 128 亿元，增长空间为 55%。

表 16：华海诚科远期营收结构预测（合理情境下）

	2030 年			
项目	国内市场规模	国产化率	公司份额	公司收入
单位	亿元	占比	占比	亿元
合计	**119**	**60%**	**51%**	**36.83**
其中：				
基础类	18	100%	10%	1.82
高性能类	36	80%	70%	20.42
先进封装 QFN	25	50%	70%	8.75
其他先进封装	39	30%	50%	5.84

数据来源：东北证券

表 17：合理情景下华海诚科远期盈利及折现估值测算（截至 2026-10-09）

远期折现法	**合理**
利润率	25%
30 年净利润	9.21
30 年 PE	30
30 年市值（亿元）	276.22
折现率	1.40
26 年市值（亿元）	197.30
目前市值（亿元）	127.66
增长空间	**55%**

数据来源：东北证券

与此同时，我们还在悲观情境下对公司的收入进行了预测。假设公司产品结构升级不及预期，2030 年基础类/高性能类/先进封装 QFN 类/其他先进封装类（BGA 等）收入分别为 5.47、20.42、6.25 和 4.09 亿元，合计 36.23 亿元。考虑到高利润率产品收入占比低于合理情景，假设净利率为 22%，对应净利润约 7.97 亿元。在其他估值假设不变的情况下，折现后估值约 171 亿元，对应约 34%的上涨空间。由此，在上述合理及悲观情景假设下，公司估值均存在一定上行空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 18：华海诚科远期营收结构预测（悲观情境下）

	2030 年			
项目	国内市场规模	国产化率	公司份额	公司收入
单位	亿元	占比	占比	亿元
合计	**119**	**60%**	**51%**	**36.23**
其中：				
基础类	18	100%	30%	5.47
高性能类	36	80%	70%	20.42
先进封装 QFN	25	50%	50%	6.25
其他先进封装	39	30%	35%	4.09

数据来源：东北证券

表 19：悲观情景下华海诚科远期盈利及折现估值测算（截至 2026-10-09）

远期折现法	**悲观**
利润率	22%
30 年净利润	7.97
30 年 PE	30
30 年市值（亿元）	239.09
折现率	1.40
26 年市值（亿元）	170.78
目前市值（亿元）	127.66
增长空间	**34%**

数据来源：东北证券

5.1.2. 分业务盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 11.06/16.98/24.03 亿元，同比增长 141%/54%/41%；综合毛利率分别为 32%/36%/38%。随着衡所华威完成并表，以及华海诚科本部产能释放、高性能及先进封装产品占比提升，公司收入规模与盈利能力有望同步快速增长。我们对公司未来的业务拆分及业绩预测如下：

1） **华海诚科**：预计华海诚科本部 2026/2027/2028 年实现收入 4.28/7.34/10.66 亿元，其中 2027/2028 年分别同比增长 71.43%/45.14%；毛利率分别为 27%/31%/35%。随着 QFN、高性能产品逐步放量，以及 FC、SiP、FOWLP/FOPLP 等先进封装产品持续推进验证，公司产品结构有望持续向高附加值方向升级，盈利中枢也有望进一步抬升。产能方面，华海诚科本部的 IPO 募投项目已于 2025 年末结项，规划新增年产能 1.1 万吨；随着产能逐步爬坡，有望支撑 QFN、BGA 等先进封装用产品加速放量。

2） **衡所华威**：预计衡所华威 2026/2027/2028 年实现收入 6.24/8.80/12.32 亿元，2027/2028 年同比增长 41.07%/40.02%；毛利率分别为 35%/38%/40%。衡所华威在高性能、车规级及先进封装 EMC 领域具备技术与客户积累，产品覆盖汽车电子、工业及功率半导体等应用，并已进入多家海外头部客户供应链。产能方面，车规级芯片封装材料和先进封装用塑封料项目规划新增产能分别为 6,000 吨/年和 4,047 吨/年，为后续高端产品放量提供产能支撑。

3） **韩国子公司**：预计韩国子公司 2026/2027/2028 年实现收入 0.54/0.84/1.05 亿元，分别同比增长 7%/56%/25%；毛利率分别为 40.41%/49.59%/52.61%。韩国子公司 Hysolem 以先进封装用 EMC 产品为主，2024 年先进封装类产品收入占比已提升至 51.80%，基础类产品占比下降至 5.32%，产品结构持续向高附加值方向升级。随着高性能及先进封装产品进一步放量，预计其收入增长的同时，产品结构改善将继续推动盈利能力提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 20：华海诚科收入拆分预测

	2025	2026E	2027E	2028E
总营收（万元）	45805.59	110600.00	169814.00	240272.00
YoY	38%	141%	54%	41%
毛利润（万元）	12211.77	35574.30	60360.82	92102.30
毛利率（%）	27%	32%	36%	38%
		1.华海诚科		
营收（万元）		42840.00	73440.00	106590.00
YoY			71.43%	45.14%
毛利润（万元）		11566.80	22766.40	37306.50
毛利率（%）		27%	31%	35%
1.1 销量（吨/年）		12240	16320	19380
产线（条数）		6.0	8.0	9.5
单位产线产能（吨/年）		2400.00	2400.00	2400.00
总产能（吨）		14400.00	19200.00	22800.00
稼动率		85%	85%	85%
1.2 平均单价（元/kg）		35	45	55
		2.衡所华威		
营收（万元）		62370.00	87984.00	123192.00
YoY			41.07%	40.02%
毛利润（万元）		21829.50	33433.92	49276.80
毛利率（%）		35%	38%	40%
2.1 销量（吨/年）		13860	16920	21240
产线（条数）		8.5	10.5	12.5
单位产线产能（吨/年）		1482	1611	1699
总产能（吨）		12600	16920	21240
稼动率		110%	100%	100%
2.2 平均单价（元/kg）		45	52	58
		3.韩国子公司		
销售收入（万元）	5,061.00	5,390.00	8,390.00	10,490.00
YoY	4.21%	6.50%	55.66%	25.03%
毛利润（万元）	1,696.80	2,178.00	4,160.50	5,519.00
毛利率（%）	34%	40.41%	49.59%	52.61%

数据来源：ifind，东北证券

5.2. 估值

我们选取国内半导体后道封装材料领域上市公司江丰电子、安集科技，以及布局环氧塑封料业务的飞凯材料作为可比公司进行估值分析。鉴于国内上市公司中与华海诚科业务结构高度可比的标的较少，我们采用 PEG 法进行估值，可比公司平均 PEG 为 1.68x。公司为国内环氧塑封料龙头，在业务规模、客户资源及产品结构等方面具备领先优势，同时伴随 QFN、先进封装等高端产品加速放量，收入及利润有望进入

下载日志已记录，仅供内部参考

较快增长阶段。综合考虑公司行业地位、成长性以及高端产品当前所处放量阶段，参考可比公司平均 PEG 水平，结合公司 2026—2028 年归母净利润约 87%的预计复合增速，给予公司 2026 年 145x PE。按照 2026 年归母净利润 1.05 亿元测算，对应目标市值约 153 亿元，较当前市值 128 亿元存在约 20%的上涨空间，给予“增持”评级。

表 21：华海诚科可比公司估值（股票数据：2026 年 10 月 9 日）

证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）				PE				CAGR (28/26)	PEG
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E		
江丰电子	564.08	5.00	8.79	11.86	15.95	112.82	64.17	47.56	35.37	35%	1.85
安集科技	459.91	7.84	10.65	14.08	18.05	58.66	43.18	32.66	25.48	30%	1.43
飞凯材料	172.44	3.90	5.35	6.37	7.50	44.22	32.23	27.07	22.99	18%	1.75
平均											1.68
华海诚科	127.66	0.24	1.05	2.10	3.66	526.39	121.31	60.86	34.85	87%	1.40

数据来源：ifind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 风险提示

6.1. 客户认证及产品放量不及预期风险

先进封装材料对可靠性和批次稳定性要求较高，客户验证周期较长。若公司颗粒状环氧塑封料、高导热塑封料等产品的验证进度、量产良率或客户导入速度低于预期，相关业务收入及产品结构改善可能不及预期。

6.2. 新产品研发进度不及预期风险

先进封装持续迭代，对材料的导热性、流动性及可靠性提出更高要求。若公司研发进度未能跟上下游封装工艺变化，新产品推出及后续客户导入可能延迟。

6.3. 原材料价格波动风险

环氧树脂、硅微粉、酚醛树脂等是环氧塑封料的重要原材料。若原材料价格持续上涨而公司无法及时向下游传导，或关键材料供应出现波动，公司生产成本和盈利能力可能受到不利影响。

6.4. 协同效应及盈利改善不及预期风险

公司完成对衡所华威的收购后，研发、采购、生产和客户资源的协同效果仍需在经营中逐步体现。若整合进度、费用控制或高端产品放量低于预期，可能影响利润释放；若被收购业务未来经营表现低于预期，还可能面临商誉减值风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	569	81	345	2,031
交易性金融资产	50	250	250	250
应收款项	409	977	1,274	1,135
存货	178	396	456	206
其他流动资产	6	6	6	6
流动资产合计	**1,478**	**1,798**	**2,440**	**3,682**
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	455	482	500	509
无形资产	172	156	139	122
商誉	993	993	993	993
非流动资产合计	**1,681**	**2,038**	**2,039**	**2,031**
资产总计	**3,158**	**3,835**	**4,479**	**5,713**
短期借款	73	373	673	973
应付款项	137	313	486	1,070
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	26	1	1	1
流动负债合计	**339**	**832**	**1,349**	**2,361**
长期借款	128	248	248	248
其他长期负债	518	526	526	526
长期负债合计	**646**	**774**	**774**	**774**
负债合计	**984**	**1,606**	**2,123**	**3,135**
归属于母公司股东权益合计	2,174	2,229	2,356	2,578
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	**3,158**	**3,835**	**4,479**	**5,713**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**458**	**1,106**	**1,698**	**2,403**
营业成本	336	750	1,095	1,482
营业税金及附加	4	8	12	17
资产减值损失	-3	0	0	0
销售费用	25	55	82	108
管理费用	49	100	144	192
财务费用	7	18	42	66
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	25	10	12	12
营业利润	**21**	**113**	**226**	**394**
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	**20**	**113**	**226**	**394**
所得税	-4	8	16	28
净利润	24	105	210	366
归属于母公司净利润	**24**	**105**	**210**	**366**
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	**24**	**105**	**210**	**366**
资产减值准备	3	0	0	0
折旧及摊销	31	89	99	108
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	8	18	42	66
投资损失	-25	-10	-12	-12
运营资本变动	-29	-618	-162	1,156
其他	-5	-12	0	0
经营活动净现金流量	**8**	**-428**	**176**	**1,684**
投资活动净现金流量	**-217**	**-398**	**-88**	**-88**
融资活动净现金流量	**723**	**342**	**175**	**90**
企业自由现金流	**-531**	**-503**	**85**	**1,592**

财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标				
每股收益（元）	0.30	0.73	1.46	2.56
每股净资产（元）	22.64	15.56	16.44	17.99
每股经营性现金流量（元）	0.08	-2.98	1.23	11.76
成长性指标				
营业收入增长率	38.1%	141.5%	53.5%	41.5%
净利润增长率	-39.5%	333.9%	99.3%	74.6%
盈利能力指标				
毛利率	26.7%	32.2%	35.5%	38.3%
净利润率	5.3%	9.5%	12.4%	15.2%
运营效率指标				
应收账款周转天数	175.59	170.65	178.16	130.68
存货周转天数	139.64	137.64	140.12	80.40
偿债能力指标				
资产负债率	31.2%	41.9%	47.4%	54.9%
流动比率	4.36	2.16	1.81	1.56
速动比率	3.13	1.66	1.46	1.47
费用率指标				
销售费用率	5.4%	5.0%	4.8%	4.5%
管理费用率	10.6%	9.0%	8.5%	8.0%
财务费用率	1.6%	1.6%	2.5%	2.7%
分红指标				
股息收益率	0.1%	0.3%	0.7%	1.2%
估值指标				
P/E（倍）	373.60	117.34	58.88	33.71
P/B（倍）	4.95	5.54	5.24	4.79
P/S（倍）	23.49	11.17	7.27	5.14
净资产收益率	2.2%	4.7%	8.9%	14.2%

资料来源：东北证券

股息收益率 =（ 年度每股现金红利总和 / 年末收盘价 ）*100%。

下载日志已记录，仅供内部参考

研究团队简介：

李玖：北京大学光学博士，北京大学国家发展研究院经济学学士（双学位），电子科技大学本科，曾任华为海思高级工程师、光峰科技博士后研究员，具有三年产业经验，2019 年加入东北证券，现任电子行业首席分析师。

张禹：复旦大学物理电子学博士，复旦大学电气工程及其自动化本科。2022 年加入东北证券，现任电子行业联席首席分析师。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

下载日志已记录，仅供内部参考

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630