下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

甬矽电子（688362）

先进封装接棒助力 AI 浪潮，百亿级投产计划叠加海外客户拓展打开长期市场

2026 年 10 月 21 日

增持（首次）

证券分析师 陈海进
执业证书：S0600525020001
chenhj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	3,609	4,398	5,465	6,685	7,990
同比（%）	50.96	21.87	24.24	22.33	19.53
归母净利润（百万元）	66.33	81.73	222.74	334.95	499.12
同比（%）	171.02	23.22	172.54	50.37	49.01
EPS-最新摊薄（元/股）	0.15	0.18	0.49	0.74	1.10
P/E（现价&最新摊薄）	306.02	248.35	91.12	60.60	40.67

投资要点

- **聚焦中高端集成电路封测，持续向先进封装平台升级。**公司成立于 2017 年，主要为集成电路设计企业提供封装测试方案开发、封装加工及测试服务，产品覆盖 SiP、QFN/DFN、FC、Bumping 及 WLP 等类型，下游应用于无线通信、AIoT、消费电子、工业控制及汽车电子等领域。公司围绕“Bumping+CP+FC+FT”完善一站式交付能力，并逐步向 Fan-out、2.5D/3D 及 Chiplet 等先进封装领域延伸。

- **AI 算力需求&摩尔定律降本收敛重塑封装价值，先进封装由可选技术走向高端芯片的关键环节。**随着先进制程微缩成本持续上升，Chiplet 及 2.5D/3D 封装成为提升算力、带宽和集成密度的重要路径，AI/HPC、数据中心及汽车电子需求为先进封装市场提供增长动力。与此同时，QFN/DFN、SiP 及 FC 等成熟封装仍广泛应用于通信、消费电子和汽车电子领域，为行业提供稳定基本盘；国产替代与海外客户供应链多元化进一步为国内封测企业打开市场空间。

- **FHBSAP®平台、三期产能建设与海外客户突破构筑核心竞争力。**技术方面，公司 FHBSAP®平台覆盖 RWLP、HCoS 和 Vertical 三条技术路线，已形成“RWLP 量产、2.5D 验证、3D 储备”的梯次布局；产能方面，二期重点完善 Bumping、晶圆测试、FC 及成品测试能力，三期拟进一步布局 BUMP、2.5D、FC 和 WB 类产线，马来西亚基地则补充海外交付能力；客户方面，公司已进入多家国内及中国台湾头部芯片设计企业供应链，并持续拓展欧美车规芯片和电源管理芯片客户。

- **盈利预测与投资评级：**先进封装放量与规模效应有望持续释放利润弹性。随着二期产能利用率提升、三期项目分阶段推进及高附加值产品占比增加，我们预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 54.65/66.85/79.90 亿元，同比增长 24.2%/22.3%/19.5%；归母净利润分别为 2.23/3.35/4.99 亿元，同比增长 172.5%/50.4%/49.0%。我们选取长电科技、通富微电、华天科技和盛合晶微作为可比公司，前三家覆盖 SiP、QFN/DFN 和 FC 等主要产品，盛合晶微则与公司在 Bumping、晶圆级封装及 2.5D 领域具有较强可比性。鉴于公司扣非归母净利润仍为负，PE 受利润基数和非经常性损益影响较大，因此采用 PS 估值。公司对应 PS 分别为 3.7/3.0/2.5 倍，低于可比公司平均水平 6.9/5.4/4.4 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**市场竞争及下游需求波动风险；毛利率及产能利用率波动风险；先进封装技术研发和客户验证不及预期风险；扩产项目建设及资金压力风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.70
一年最低/最高价	28.76/120.80
市净率(倍)	5.29
流通 A 股市值(百万元)	20,297.36
总市值(百万元)	20,297.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.46
资产负债率(%,LF)	70.39
总股本(百万股)	454.08
流通 A 股(百万股)	454.08

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 甬矽电子：中高端先进封测主流厂商 4
1.1. 中高端先进封测基本盘稳固，2.5D 进入验证&3D 持续储备 4
1.2. 公司股权结构稳定，高管团队产业经验丰富 5
1.3. 财务：营收净利重回增长轨道，产品结构与客户结构持续优化 6
2. 摩尔定律降本收敛，先进封装接棒助力 AI 浪潮 11
2.1. AI 需求与先进制程驱动技术向 2.5D/3D、Chiplet 演进 11
2.2. AI 需求增速持续高企，先进封装市场空间未来可期 12
2.2.1. 扁平无引脚封装（QFN）：中端封装基本盘，汽车电子与功率射频提供增量 13
2.2.2. 系统级封装（SiP）：5G 通信、HPC、汽车电子正接棒成为景气度最高的增量方向 14
2.2.3. 高密度细间距凸点倒装（FC）：高密度互连主流方案，车载与算力市场共驱 15
2.2.4. 晶圆级封装（WLCSP）：小尺寸优势驱动，Fan-out 与 3D TSV 为主要工艺 15
3. 先进封装技术持续迭代、三期产能建设与客户协同构筑竞争壁垒 17
3.1. 技术壁垒：FHBSAP®平台搭建先进封装技术矩阵，RWLP 率先量产、2.5D 进入多客户验证 17
3.2. 产能布局：三期项目打开长期空间，马来西亚基地推动制造能力出海 18
3.3. 客户侧：客户资源优质，积极承接中国台湾&北美等海外需求 19
4. 盈利预测与投资建议 22
4.1. 关键假设与盈利预测 22
4.2. 投资建议 23
5. 风险提示 25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 公司发展历程.....4
图 2: 公司股权结构图（截至 2026 年 9 月 15 日）.....5
图 3: 公司核心管理层.....6
图 4: 2019-2026H1 公司营收及 YoY.....7
图 5: 2019-2026H1 公司归母净利润及 YoY.....7
图 6: 2022-2026H1 公司按产品拆分营收（亿元）.....7
图 7: 2023-2026H1 公司按产品拆分营收增速 YoY.....7
图 8: 2019-2026H1 公司按地区拆分营收.....8
图 9: 2019-2026H1 公司境外营收占比.....8
图 10: 2022-2025 公司分产品产销量情况.....9
图 11: 2022-2024 公司非晶圆级产能以及产能利用率.....9
图 12: 2022-2026H1 公司分产品毛利率水平.....9
图 13: 2019-2026H1 公司各项费用率.....9
图 14: 2019-2026H1 公司研发投入及增速.....10
图 15: 2022-2026H1 公司研发人员占比.....10
图 16: 公司位于集成电路封装测试行业.....11
图 17: 封测行业发展历程.....12
图 18: 封装技术历经 5 个发展阶段.....12
图 19: 2024-2030 年中国 Token 调用数量及预测.....13
图 20: 全球先进封装市场规模（亿美元）.....13
图 21: 全球 QFN 封装市场规模（亿美元）.....14
图 22: 全球 SiP 先进封装市场规模（亿美元）.....15
图 23: 全球 FC 先进封装市场规模（亿美元）.....15
图 24: 全球晶圆级封装市场规模（亿美元）.....16
图 25: 基于 Chiplet 的 FHBSAP 封装平台.....17
图 26: FHBSAP 封装平台分类以及产业进程.....18
图 27: 公司三期产线建设以及马来西亚基地.....19
图 28: 公司部分客户情况.....20
图 29: 公司前五大客户销售额占比情况.....20
图 30: 公司分业务收入预测（百万元）.....23
图 31: 可比公司估值表.....24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

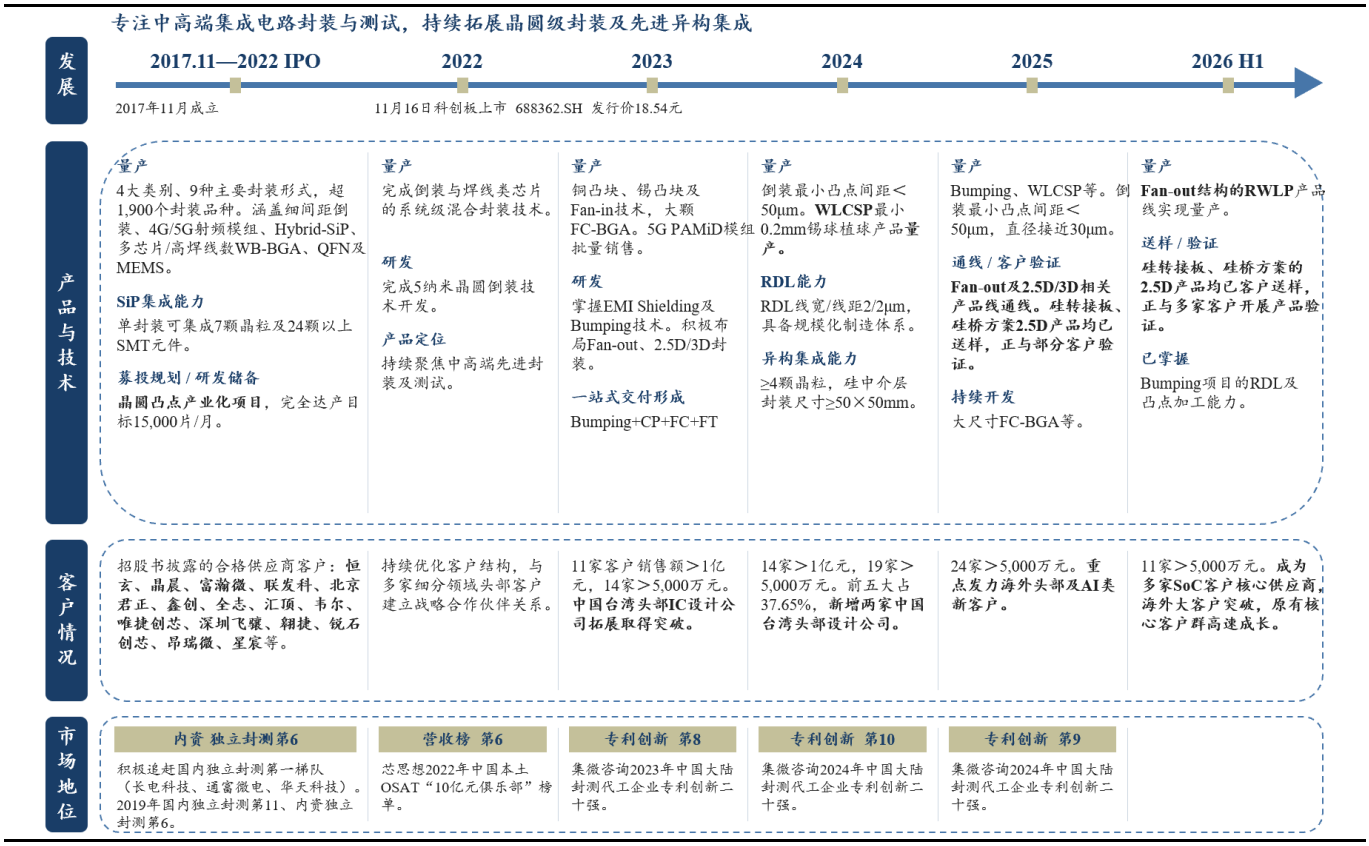
1. 甬矽电子：中高端先进封测主流厂商

1.1. 中高端先进封测基本盘稳固，2.5D 进入验证&3D 持续储备

甬矽电子是专注于中高端集成电路封装与测试的专业服务商。公司成立于 2017 年 11 月，于 2022 年 11 月在上海证券交易所科创板上市，主要为集成电路设计企业提供封装测试方案开发、封装加工及测试服务。公司主要产品包括高密度细间距凸点倒装产品（FC）、系统级封装产品（SiP）、晶圆级封装产品（Bumping 及 WLP）、扁平无引脚封装产品（QFN/DFN）及微机电系统传感器（MEMS），产品应用覆盖无线通信、AIoT、消费电子、工业控制及汽车电子等领域。公司围绕封装设计、工艺开发和量产交付持续积累技术能力，并逐步向晶圆级封装及多维异构集成拓展。

持续完善先进封装技术布局，构建“Bumping+CP+FC+FT”一站式交付能力。公司在巩固 SiP、QFN/DFN 及 FC 等业务的基础上，向凸点制造、晶圆测试、倒装封装及成品测试等环节延伸，逐步形成多工序协同的服务体系。同时，公司持续布局 Fan-out、2.5D/3D、大尺寸 FC-BGA 等技术，打造 FHBSAP®先进封装平台，以适应客户在芯片集成密度、信号传输、散热及可靠性等方面不断提升的需求。产能方面，公司依托宁波一期、二期基地推进业务扩张，并于 2026 年进一步提出三期项目及马来西亚封测基地建设计划，推动国内产能升级与海外服务能力建设。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

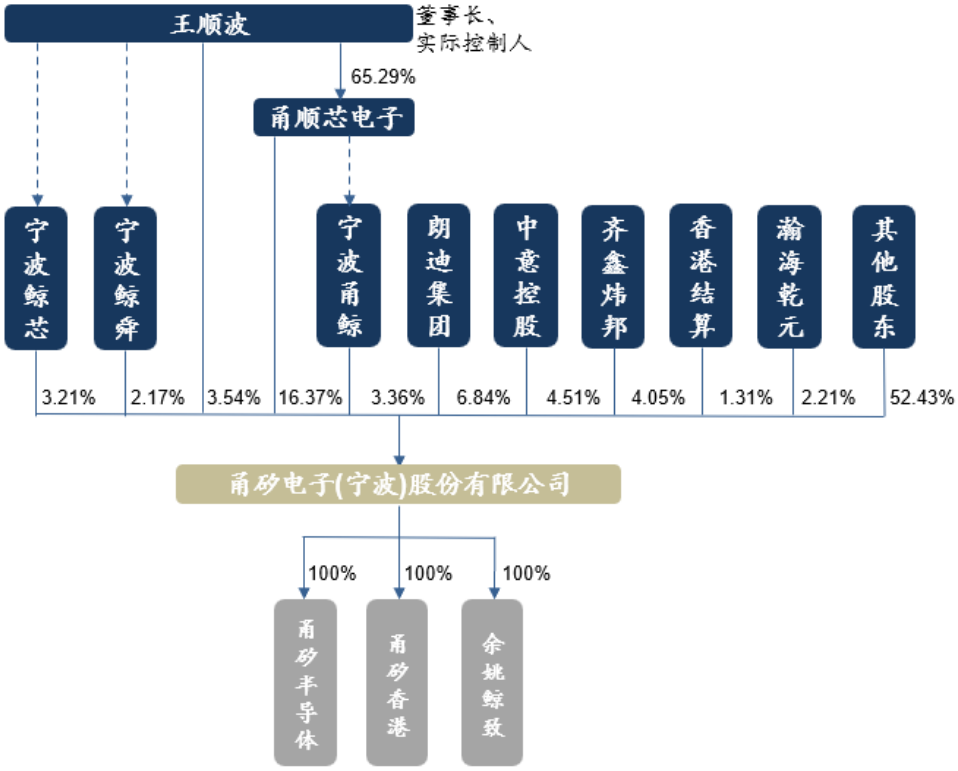
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 公司股权结构稳定，高管团队产业经验丰富

公司股权结构稳定，实控人合计控制公司 28.65%股份。公司实际控制人王顺波直接持有公司 3.54%股份，并通过控制甬顺芯电子、宁波甬鲸、宁波鲸芯及宁波鲸舜，间接控制公司 25.11%股份，合计控制公司 28.65%股份。公司核心管理团队具有深厚的半导体封测产业背景，其中，董事长、总经理王顺波曾任日月光工程师、长电科技集成电路事业中心总经理；副总经理徐林华曾任长电科技销售总监；副总经理徐玉鹏曾任日月光工艺工程师、星科金朋研发经理及长电科技集成电路事业中心副总经理，在工艺研发、生产经营和市场拓展等方面积累了丰富经验。

图2：公司股权结构图（截至 2026 年 9 月 15 日）



数据来源：iFinD，公司公告，东吴证券研究所

注：实线箭头表示持股，虚线箭头表示控制

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：公司核心管理层

姓名	职务	个人简历
王顺波	董事长，总经理	2001年7月至2011年7月，任日月光封装测试（上海）工程师；2011年8月至2017年9月，任职于长电科技，曾任集成电路事业中心总经理等职务；2017年11月至今，任甬矽电子董事长；2019年2月至今，任甬矽电子总经理；2017年10月至今，任甬顺芯电子法定代表人、执行董事；2019年7月至今，任宁波鲸芯、宁波鲸舜执行事务合伙人；2021年7月至2022年12月，任甬矽半导体执行董事兼经理；2022年12月至今，任甬矽半导体董事长、经理。
徐林华	副总经理	1998年6月至2017年11月，任职于长电科技，曾担任销售总监等职务；2017年11月至今，任甬矽电子副总经理；2017年12月至今，任甬矽电子董事。
徐玉鹏	副总经理	2002年7月至2003年12月，任日月光封装测试（上海）工艺工程师；2004年1月至2011年8月，任职于星科金朋（上海），担任研发经理；2011年8月至2018年6月，任职于长电科技，曾担任集成电路事业中心副总经理等职务；2018年8月起在甬矽电子任职，2018年8月至2020年10月，任甬矽电子研发工程中心负责人；2019年3月至2020年8月，任甬矽电子监事；2020年10月至今，任甬矽电子副总经理；2020年10月至2025年10月，任甬矽电子董事；2025年10月至今，任甬矽电子职工代表董事。
李大林	董事会秘书，副总经理	2014年7月至2014年12月，任平安国际融资租赁项目经理；2015年4月至2020年4月，任国信证券投资银行事业部项目经理、保荐代表人等；2020年5月至2022年6月，任平安证券投资银行事业部高级项目经理、保荐代表人等；2022年7月至2023年3月，任方正证券承销保荐股权业务总部保荐代表人；2023年4月至2023年7月，任甬矽电子董事会秘书（代）；2023年4月至今，任甬矽电子副总经理；2023年10月至今，任甬矽电子董事会秘书。
金良凯	副总经理，财务总监	1996年4月至1998年1月，任昆仑信托信贷员；1998年1月至2003年6月，任深圳天健信德会计师事务所经理助理；2003年6月至2005年6月，任宁波众信联合会计师事务所（普通合伙）副总经理；2005年6月至2017年6月，任宁波华翔电子财务总监；2017年12月至2020年5月，任宁波中骏森驰汽车零部件财务副总经理；2020年5月至今，任甬矽电子财务总监；2021年2月至2023年4月，任甬矽电子董事会秘书；2024年1月至今，任甬矽电子副总经理。

数据来源：iFinD，公司公告，东吴证券研究所

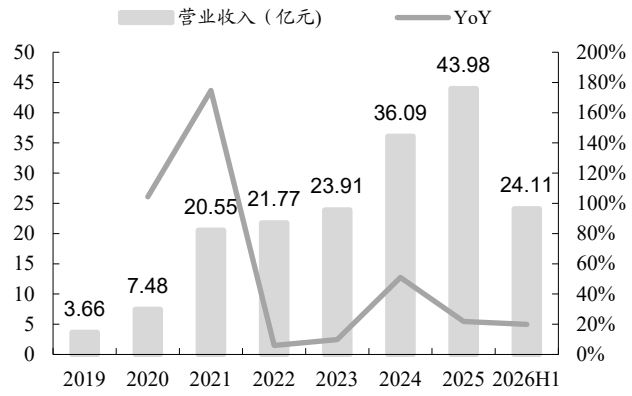
1.3. 财务：营收净利重回增长轨道，产品结构与客户结构持续优化

营收和归母净利润均呈现强劲增长趋势，归母净利润经历了“盈利—亏损—扭亏—持续改善”的完整周期。分阶段看：（1）2019-2021 年为公司高速成长期。营收从 3.66 亿元增至 20.55 亿元，CAGR 达 137%，归母净利润从-0.40 亿元大幅提升至 3.22 亿元，主要得益于 5G 通信、物联网等下游需求爆发及国产替代推进，SiP 等先进封装产品收入快速放量。**（2）2022-2023 年为行业周期调整期。**营收增速放缓至个位数（2022 年+6%、2023 年+10%），2023 年归母净利润亏损 0.93 亿元，主要系下游消费电子需求疲软、产品价格承压、二期项目建设导致人员及筹建费用增加所致。**（3）2024 年以来公司经营进入新一轮修复与增长阶段。**2024 年实现营收 36.09 亿元（+50.96% yoy），归母净利润 0.66 亿元，实现扭亏为盈，增长动力来自行业景气度回升、海外大客户突破（前五大客户新增两家中国台湾地区龙头设计公司）及原有核心客户群高速成长，规模化效应致使期间费用率同比下降。2025 年营收 43.98 亿元（+21.87% yoy），归母净利润 0.82 亿元（+23.22% yoy），得益于海外大客户持续突破及规模效应逐渐体现，管理费用率由 7.38%降至 6.21%，财务费用率由 5.53%降至 5.04%。2026 年上半年实现营收 24.11 亿元（+19.95% yoy），归母净利润 0.39 亿元（+29.82% yoy），受 AI、高算力等新兴应用需求以及海外客户、新产品持续拓展共同驱动，公司营收增长与盈利能力持续向好。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

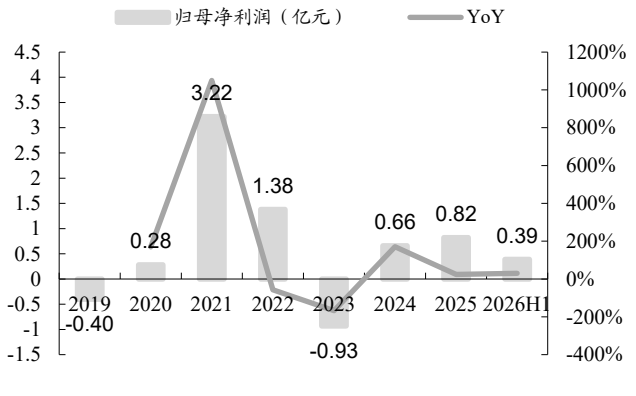
下载日志已记录，仅供内部参考

图4：2019-2026H1 公司营收及 YoY



数据来源：iFinD，公司财报，东吴证券研究所

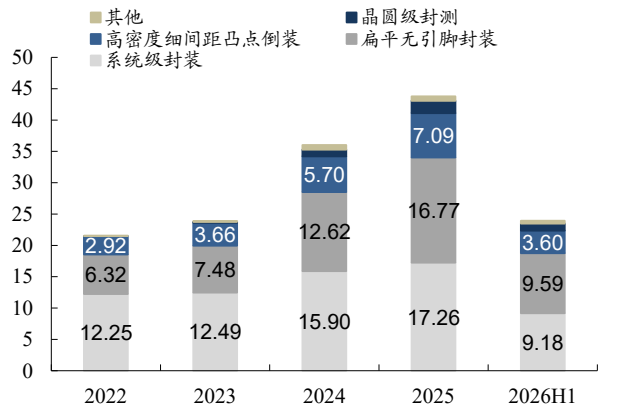
图5：2019-2026H1 公司归母净利润及 YoY



数据来源：iFinD，公司财报，东吴证券研究所

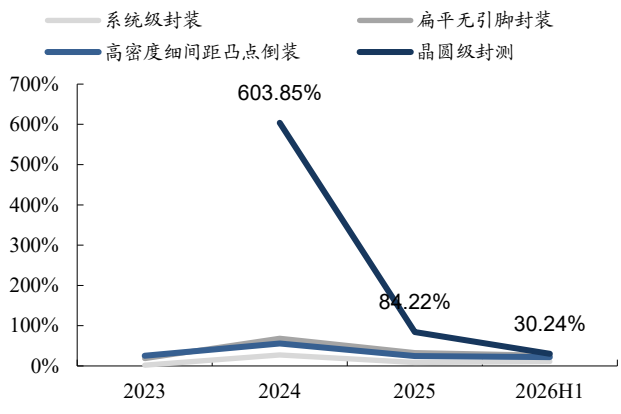
产品结构持续优化，晶圆级封测增速亮眼。系统级封装产品（SiP）始终占据主导地位，晶圆级封测产品快速崛起，产品结构持续优化。**（1）2024 年：**SiP 产品收入 15.90 亿元（+27.30% yoy，占比约 44%），是第一大收入来源；QFN/DFN 产品收入 12.62 亿元（+68.56% yoy，占比约 35%），是第二大收入来源；FC 类产品收入 5.70 亿元（+55.83% yoy）；晶圆级封测产品收入 1.06 亿元，同比大增 603.85%，展现强劲增长潜力，主要系"Bumping+CP+FC+FT"一站式交付能力不断提升，有效客户群持续扩大，量产规模稳步爬升。**（2）2025 年**：产品结构进一步均衡，SiP 收入 17.26 亿元（+8.55% yoy）;QFN/DFN 收入 16.77 亿元（+32.90% yoy）；FC 产品收入 7.09 亿元（+24.42% yoy）；晶圆级封测收入 1.96 亿元（+84.22% yoy），有效客户群继续扩大，贡献了新的营收增长点。**（3）2026 年上半年**：SiP 实现收入 9.18 亿元（+10.89% yoy）；QFN 实现收入 9.59 亿元（+26.18% yoy）; FC 产品收入 3.60 亿元(+21.93% yoy）; 晶圆级产品收入 1.11 亿元(+30.24% yoy)，Fan-out 结构的 RWLP 产品线实现量产，基于硅转接板和硅桥方案的 2.5D 产品均实现客户送样。

图6：2022-2026H1 公司按产品拆分营收（亿元）



数据来源：iFinD，公司财报，东吴证券研究所

图7：2023-2026H1 公司按产品拆分营收增速 YoY



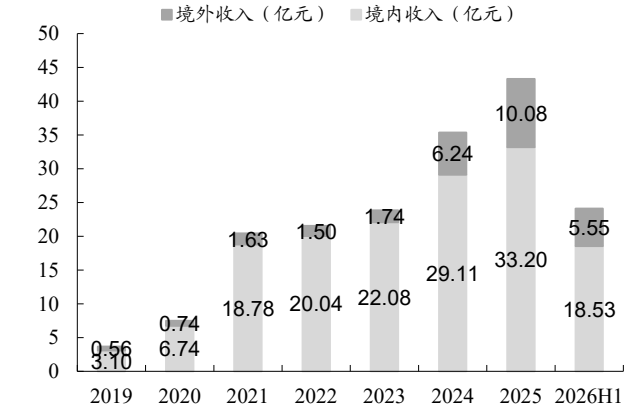
数据来源：iFinD，公司财报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

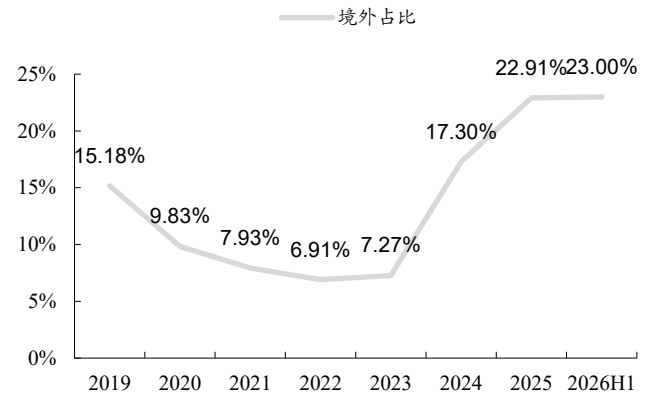
分地区分布：境内业务为主导，境外业务呈现快速增长态势。境外营收占比从 2023 年的 7%快速提升至 2026H1 的 23%，海外业务已成为公司重要的收入来源和中长期增长点。2019-2023 年，公司境外收入占比呈持续下降趋势，从 2019 年的 15%降至 2023 年的 7%，主要系公司产品结构向系统级封装（SiP）、扁平无引脚封装（QFN/DFN）等封装类型倾斜，而该等产品主要面向境内客户所致。2024 年是公司海外业务的转折点，全年境外收入达 6.24 亿元，占比提升至 17.30%，主要系 2024 年客户所处领域的市场需求回暖以及新业务的开展、新客户的导入所致，海外大客户取得较大突破，前五大客户中新增两家中国台湾地区的行业龙头设计公司。2025 年境外收入继续高速增长，达 10.08 亿元，占比提升至 22.91%，受地缘环境影响，全球龙头设计公司基于"China for China"等多方面战略考量，在海外产能紧缺的情况下，在中国大陆进行产能布局的意愿明显提升，公司抢抓战略机遇，在深耕中国台湾地区客户的基础上，积极拓展欧美客户群体，与多家头部车规芯片、电源管理芯片厂商建立合作关系。2026 年上半年，境外收入 5.55 亿元，占比达 23.00%，海外客户营收同比增长 8.94%，当前海外客户受封装产能紧缺影响，向中国大陆转移订单和布局产能的趋势正在加快，据 26 年 8 月投关记录表披露，公司预计未来一段时间海外客户收入增速将高于公司整体收入增速，海外业务占比仍将持续提升。

图8：2019-2026H1 公司按地区拆分营收



数据来源：iFinD，公司财报，东吴证券研究所

图9：2019-2026H1 公司境外营收占比



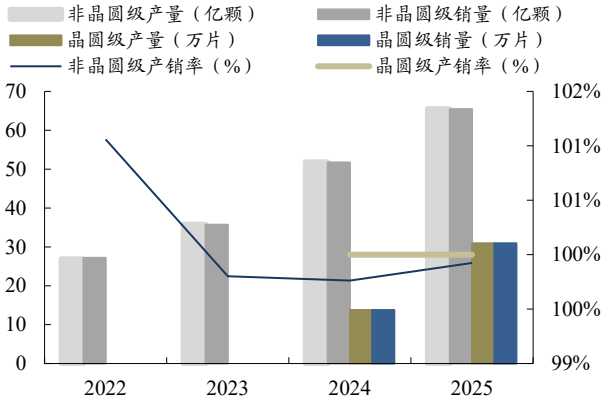
数据来源：iFinD，公司财报，东吴证券研究所

以销定产模式维持高产销率，产能规模与利用率同步提升。2022-2025 年，公司非晶圆级封装产量从 26.90 亿颗增长至 65.51 亿颗，年复合增长率达 34.6%，产销率始终保持在 99%以上的高水平，主要系公司以销定产模式保证产销率，减少库存堆积。晶圆级封测产品进入快速放量期，2025 年产量 30.93 万片，同比增长 124.46%。产能以及利用率方面，公司非晶圆级产能从 2022 年的 34.99 亿颗扩张至 2024 年的 57.57 亿颗，产能利用率从 2022 年的 76.89%提升至 2023 年的 85.96%，进一步提升至 2024 年的 90.04%，产能持续扩张、产能利用率同步提升，其中利用率提升反映下游需求回暖及客户拓展成效，二期项目产能逐步释放则为后续增长提供产能保障。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

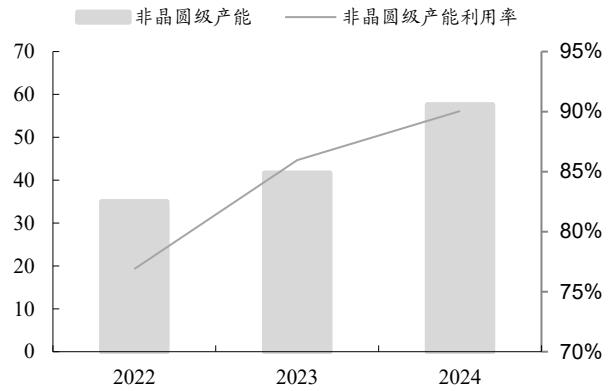
下载日志已记录，仅供内部参考

图10：2022-2025 公司分产品产销量情况



数据来源：iFinD，公司财报，CCXI 2025 年度跟踪报告，东吴证券研究所

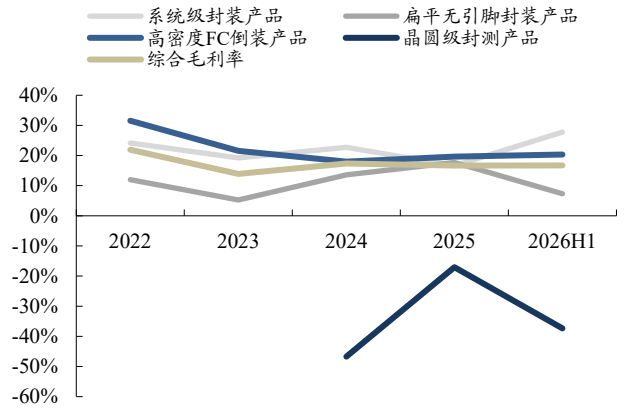
图11：2022-2024 公司非晶圆级产能以及产能利用率



数据来源：iFinD，公司财报，CCXI 2025 年度跟踪报告，东吴证券研究所

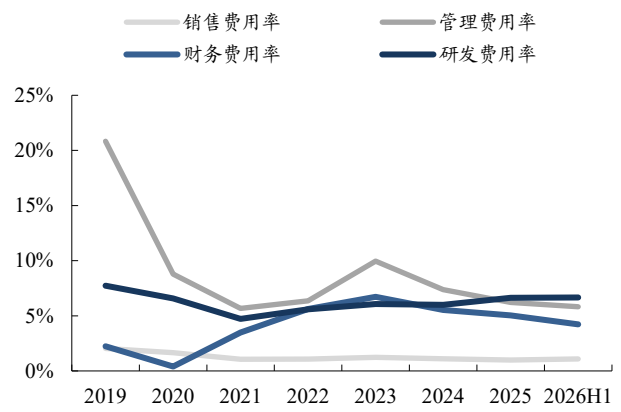
毛利率企稳、费用率下行，研发高投入构筑先进封装壁垒。综合毛利率呈现"下降—回升—企稳"走势，2022 年为 22%，2023 年降至 14%，主要系下游需求疲软、产品价格承压及产能利用率下降所致，2024 年回升至 17%，2025 年及 2026H1 稳定在 17%左右。分产品看，QFN/DFN 毛利率提升最为显著，从 2023 年的 5%提升至 2025 年的 18%，主要系规模效应体现及产能利用率提升；晶圆级封测毛利率仍为负，但随着量产规模扩大、产能利用率提升，盈利能力有望进一步改善。费用率方面，规模效应降本增效显著，管理费用率从 2019 年的 21%大幅下降至 2026H1 的 6%，财务费用率从 2023 年的 7%降至 2026H1 的 4%，销售费用率稳定在 3%以内。公司在费用率下行的同时保持研发高投入，研发费用从 2019 年的 0.28 亿元增长至 2025 年的 2.92 亿元（CAGR 47.8%），研发费用率稳定在 4%-8%区间。研发团队持续壮大，研发人员从 2022 年的 438 人增长至 2026H1 的 1,217 人，占比稳定在 14%-18%。技术成果方面，公司通过 Bumping 项目已掌握 RDL 及凸点加工能力，Fan-out 结构的 RWLP 产品线实现量产，基于硅转接板和硅桥方案的 2.5D 产品均实现客户送样，为后续先进封装业务增长奠定技术基础。

图12：2022-2026H1 公司分产品毛利率水平



数据来源：iFinD，公司财报，东吴证券研究所

图13：2019-2026H1 公司各项费用率

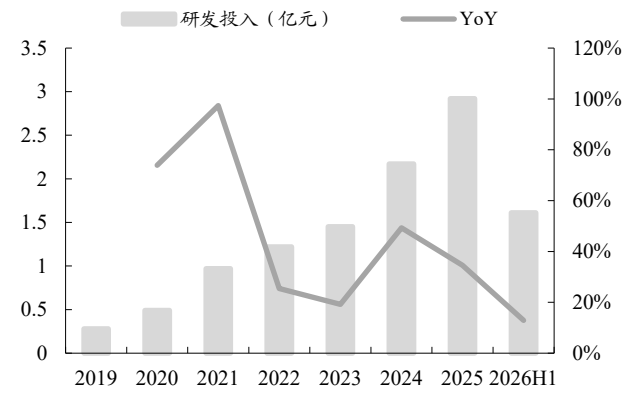


数据来源：iFinD，公司财报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

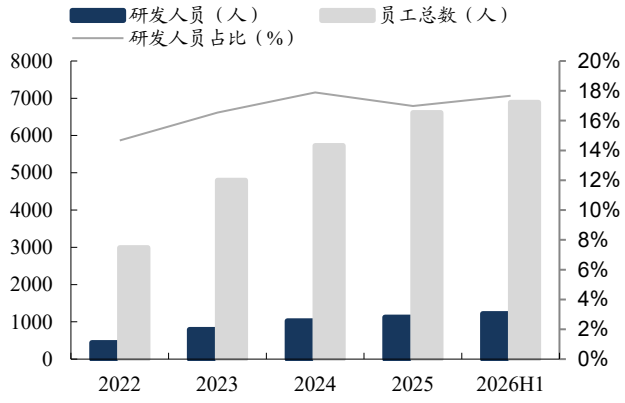
下载日志已记录，仅供内部参考

图14：2019-2026H1 公司研发投入及增速



数据来源：iFinD，公司财报，东吴证券研究所

图15：2022-2026H1 公司研发人员占比



数据来源：iFinD，公司财报，东吴证券研究所

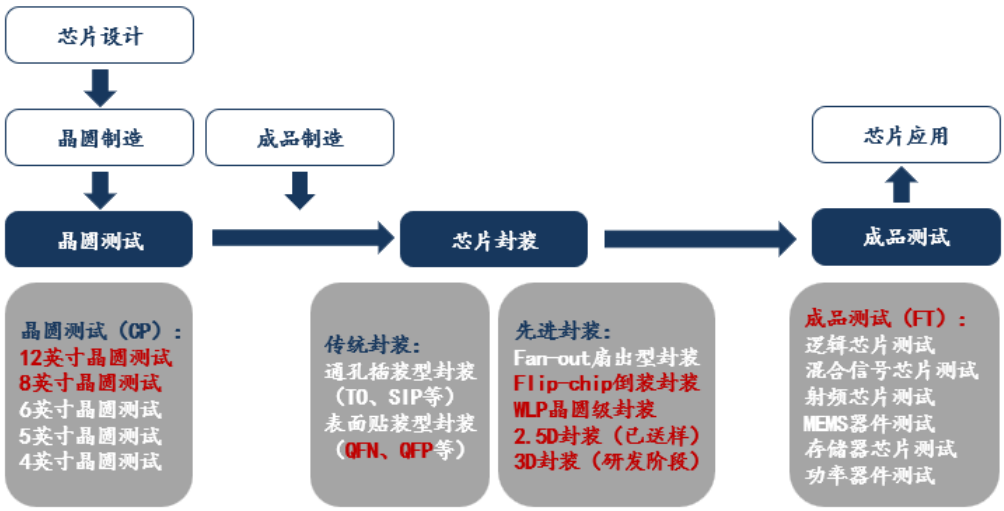
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 摩尔定律降本收敛，先进封装接棒助力 AI 浪潮

集成电路产业链涵盖 IC 设计、晶圆制造、晶圆测试、芯片封装、芯片测试等核心环节，目前各细分环节均已发展为独立子行业。从集成电路产品的生产制造流程来看，由 IC 设计企业完成芯片产品方案的设计工作后，会通过代工模式委托晶圆代工厂（Foundry）、封装厂商与测试厂商分别开展芯片制造、封装和测试环节的工作，然后 IC 设计公司购买经制造、封装、测试完的成品芯片，最终将芯片产成品作为元器件销售给电子设备制造厂商。公司是国内同时具备晶圆测试、封装、成品测试一体化能力的封测企业。

图16：公司位于集成电路封装测试行业



数据来源：公司财报，汇成股份招股说明书，ASE 官网，Amkor 官网，东吴证券研究所
注：红色字体为公司涉及业务，数据统计截至 2026.10。

2.1. AI 需求与先进制程驱动技术向 2.5D/3D、Chiplet 演进

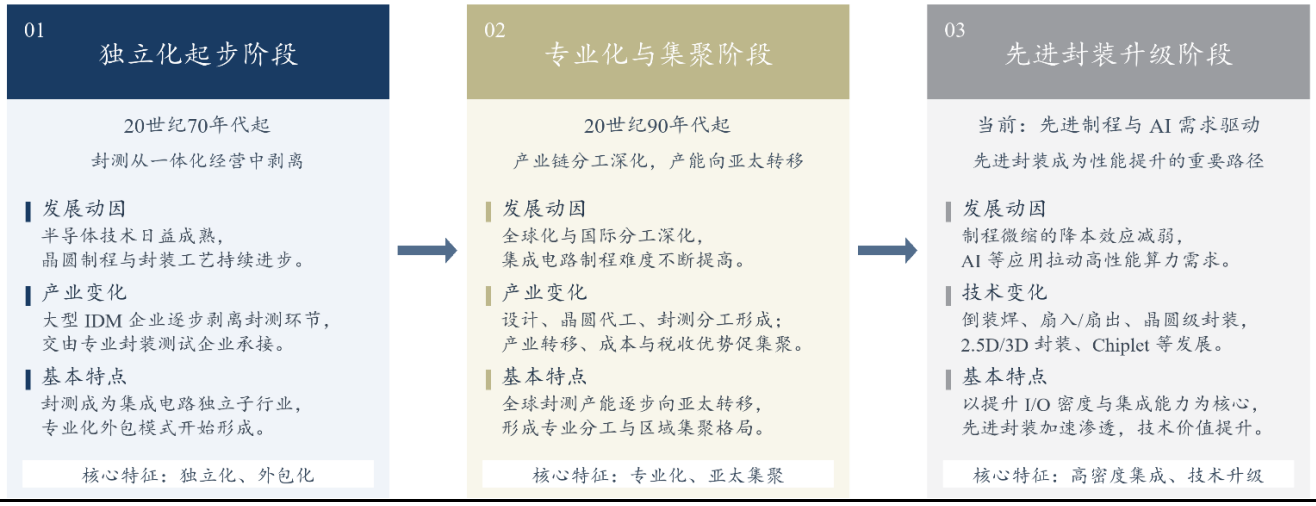
封测环节先后完成"从 IDM 内部工序到独立子行业"与"从欧美日向亚太转移"两轮产业结构升级。20 世纪 70 年代起，一体化 IDM 难以在晶圆制程与封装工艺上同时保持技术领先，逐步将封测环节剥离并交予专业封测企业，封测由此成为集成电路行业的独立子行业；20 世纪 90 年代后，全球化与国际分工深化推动产业链专业化裂变，形成芯片设计、晶圆制造代工与封装测试三类主体，在产业转移、人力资源成本优势与税收优惠驱动下，封测产能持续向亚太集聚，中国大陆为核心承接区域。

封装技术沿"互连密度提升、I/O 数量增加"的主线迭代。大致经历通孔插装（TO、DIP、SIP）、表面贴装（QFP、SOP、QFN、DFN）、面积阵列（BGA、CSP、WLP）、多芯片与系统级（MCM、SiP、3D、Bumping）、系统级集成（TSV、Flip-chip、Fan-out）五个阶段；其本质是在单位面积内集成更多芯片、提升 I/O 密度，芯片制程步入 3nm 及以下后摩尔定律降本效应大幅收窄、前道微缩性价比下降，先进封装成为延续性能与成本曲线的关键手段，也是 AI 算力芯片的必选路径。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

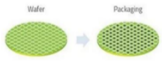
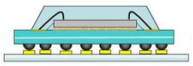
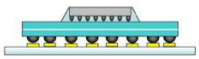
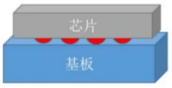
下载日志已记录，仅供内部参考

图17：封测行业发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：封装技术历经 5 个发展阶段

阶段	时间	封装技术	具体封装形式	图示
第一阶段（传统封装）	20 世纪 70 年代前	通孔插装型封装	晶体管封装（TO）、双列直插封装（DIP）、陶瓷双列直插封装（CDIP）、塑料双列直插封装（PDIP）、单列直插式封装（SIP）	
第二阶段（传统封装）	20 世纪 80 年代以后	表面贴装型封装	塑料有引线片式载体封装（PLCC）、四边引脚扁平封装（QFP）、塑料四边引线扁平封装（PQFP）、小外形表面封装（SOP）、无引线四边扁平封装（PQFN）、小外形晶体管封装（SOT）、双边扁平无引脚封装（DFN）	
第三阶段（先进封装）	20 世纪 90 年代以后	面积阵列型封装	球栅阵列封装（BGA）、塑料焊球阵列封装（PBGA）、陶瓷焊球阵列封装（CBGA）、带散热器焊球阵列封装（EBGA）、倒装芯片焊球阵列封装（FC-BGA）	
			晶圆级封装（WLP）	
			芯片级封装（CSP）	
第四阶段（先进封装）	20 世纪末开始	多芯组装（MCM）、系统级封装（SiP）、三维立体封装（3D）、凸块制造（Bumping）		
第五阶段（先进封装）	21 世纪前10年开始	系统级单芯片封装（SoC）、微电子机械系统封装（MEMS）、晶圆级系统封装-硅通孔（TSV）、倒装封装（FC）、扇出型封装（Fanout）		

数据来源：汇成股份招股说明书，东吴证券研究所

2.2. AI 需求增速持续高企，先进封装市场空间未来可期

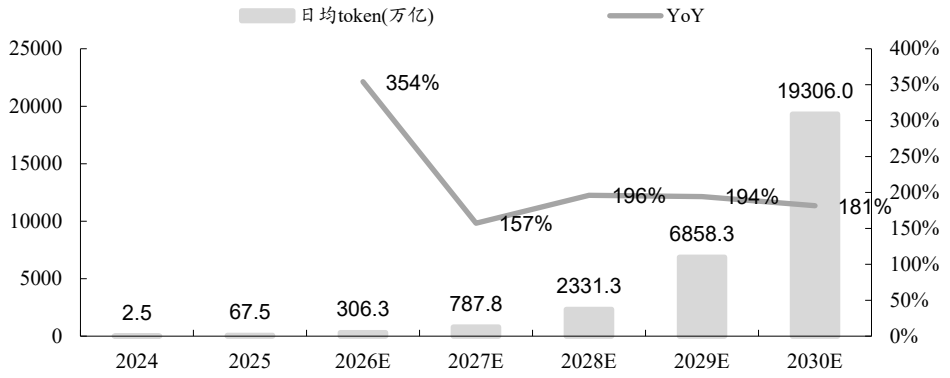
大模型规模化落地带动 Token 调用量指数级增长，AI 算力需求具备长期性而非阶段性。据艾媒咨询，2024 年中国 Token 调用量仅 912.5 万亿次，2025 年跃升至 24,619.3 万亿次、同比增长 2,598.0%，2026E—2030E 分别为 111,799.5、287,528.8、850,924.5、2,503,261.3 与 7,046,680.4 万亿次，同比增速维持在 157%—354%区间，2025—2030 年复合增长率约 210%；Token 调用的指数级扩张直接对应推理侧算力与 AI 芯片需求，而高算力芯片对 I/O 密度、带宽与散热提出更高要求，先进封装由此成为算力供给的刚性

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

约束环节。

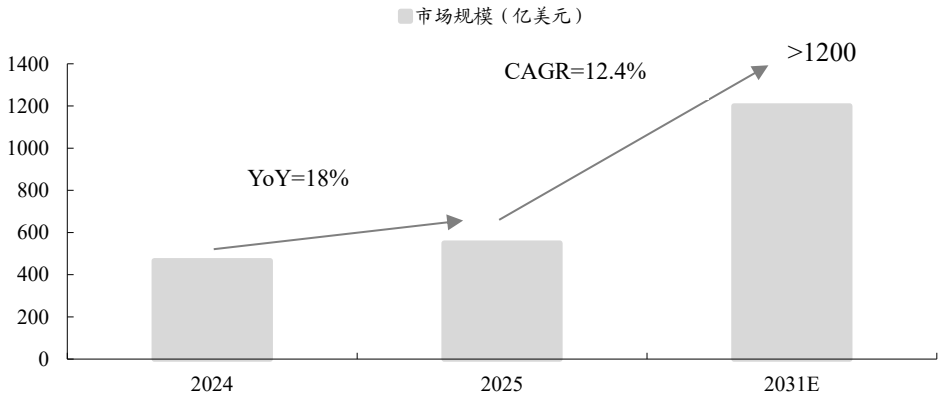
图19：2024-2030 年中国 Token 调用数量及预测



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

AI 算力需求映射至封测环节，体现为先进封装市场空间的扩张。随着先进封装下游市场如集成电路、光电子器件等的回暖，以及半导体行业整体进入上行周期，先进封装大有可为。据 Yole Group，2025 年全球先进封装市场规模已达 550 亿美元、同比增长 18%，预计 2031 年翻倍至 1,200 亿美元以上，2025—2031 年复合增长率 12.4%。

图20：全球先进封装市场规模（亿美元）



数据来源：yole，东吴证券研究所
注：2031E 大于 1200 亿美元

2.2.1. 扁平无引脚封装（QFN）：中端封装基本盘，汽车电子与功率射频提供增量

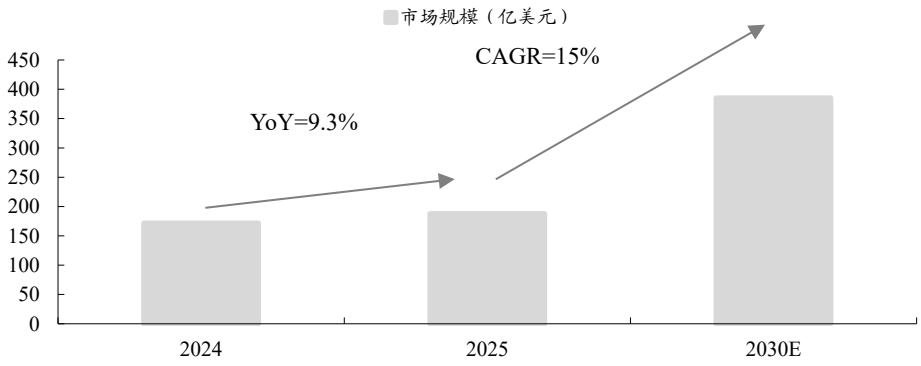
扁平无引脚封装（QFN）仍拥有较大容量的市场规模。该封装形式属中端封装类型，具备体积小、重量轻、散热性能强、电性能好与高性价比等优点，短期内被替代的可能

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

性较低。据产业洞察联盟，2025 年全球 QFN 封装市场规模 187.6 亿美元、同比增长 9.3%，预计 2030 年突破 385 亿美元，其中汽车电子与通信基础设施合计占比将超 55%；当前行业景气度呈结构性分化，2025 年，消费类需求增速已放缓至 4.1%并进入成熟期，汽车电子需求增速达 14.7%、显著高于行业平均，据产业洞察联盟预计，汽车级、射频与功率 QFN 在 2026—2030 年的复合增速预计分别达 11.2%、14.6%与 9.8%。

图21：全球 QFN 封装市场规模（亿美元）



数据来源：产业洞察联盟，东吴证券研究所

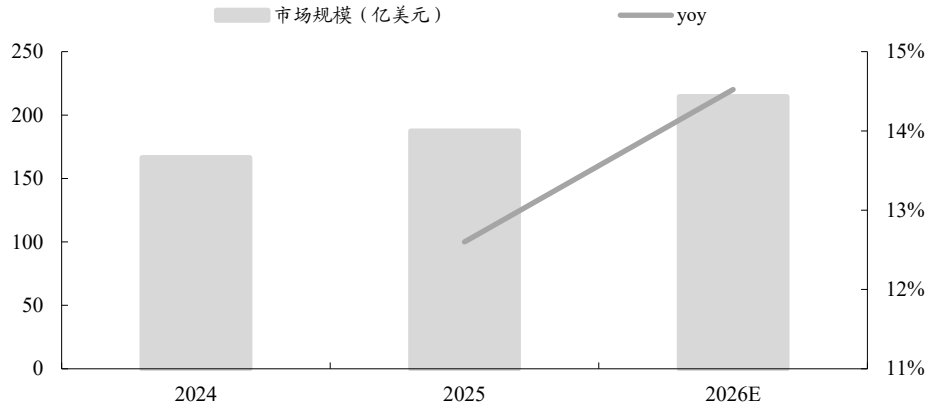
2.2.2. 系统级封装（SiP）：5G 通信、HPC、汽车电子正接棒成为景气度最高的增量方向

系统级封装（SiP）是先进封装市场增长的重要动力。其将多枚功能不同的晶粒（运算器、传感器、存储器等）与不同功能的电子元器件（电阻、电容、滤波器、天线等）混合搭载于同一封装体内，按芯片组装方式可分为 2D、2.5D、3D 结构，灵活度大且研发成本与周期远低于同等复杂度的单芯片系统（SoC）。据产业世界，2025 年全球 SiP 及先进封装市场规模 187.3 亿美元、同比增长 12.6%，预计 2026 年 SiP 单独市场规模将首超 210 亿美元至 214.5 亿美元；下游以智能手机为代表的移动消费电子为最大应用市场，5G 射频前端模组 SiP 渗透率已突破 82.3%，AI 芯片对 2.5D/3D 封装的需求 2025 年同比增长 28.9%，车用 SiP 出货量同比增长 34.1%，5G 通信、HPC、汽车电子正接棒成为景气度最高的增量方向。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图22：全球 SiP 先进封装市场规模（亿美元）

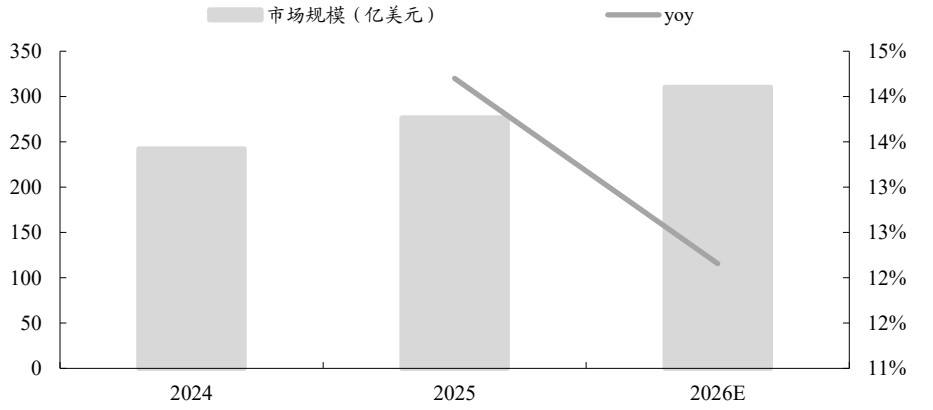


数据来源：产业世界，东吴证券研究所

2.2.3. 高密度细间距凸点倒装（FC）：高密度互连主流方案，车载与算力市场共驱

高密度细间距凸点倒装（FC）在移动和消费市场发展空间较大。"倒装"相对传统金属线键合（WB）而言，指在芯片 I/O 焊盘上直接沉积或经 RDL 布线后沉积凸点（Bumping）再翻转芯片，使熔融焊料与基板或框架结合、芯片电气面朝下，相比 WB 具有 I/O 数更多、互连长度更短、电性能与散热性更好、封装尺寸与重量更小等优势。据产业世界，2025 年全球倒装芯片封装市场规模 276.4 亿美元、同比增长 14.2%，预计 2026 年突破 310 亿美元，AI 加速器与汽车电子分别以 35%、22%的增速成为景气度最高的增量方向。

图23：全球 FC 先进封装市场规模（亿美元）



数据来源：产业世界，东吴证券研究所

2.2.4. 晶圆级封装（WLCSP）：小尺寸优势驱动，Fan-out 与 3D TSV 为主要工艺

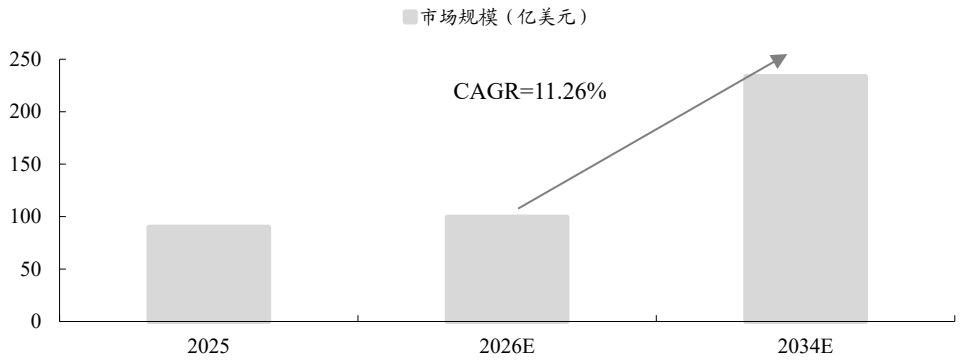
晶圆级封装（WLCSP）受终端小型化与高性能化趋势驱动。其指在晶圆上直接完成芯片封装、而非先切割成单颗芯片再封装，可实现更大带宽、更高速度与可靠性以及更低功耗、更小尺寸。2025 年全球晶圆级封装市场规模 89.8 亿美元，根据 Fortune Business Insights 预计，2026 年达 99.4 亿美元，2034 年达 233.4 亿美元，2026—2034 年复合增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

率 11.26%；分结构看，Fan-out 与 3D TSV 为主要工艺，Fortune Business Insights 预计在 2026 年，FO-WLP 占 57.94%、3D TSV WLP 占 36.61%。

图24：全球晶圆级封装市场规模（亿美元）



数据来源：Fortune Business Insights，东吴证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

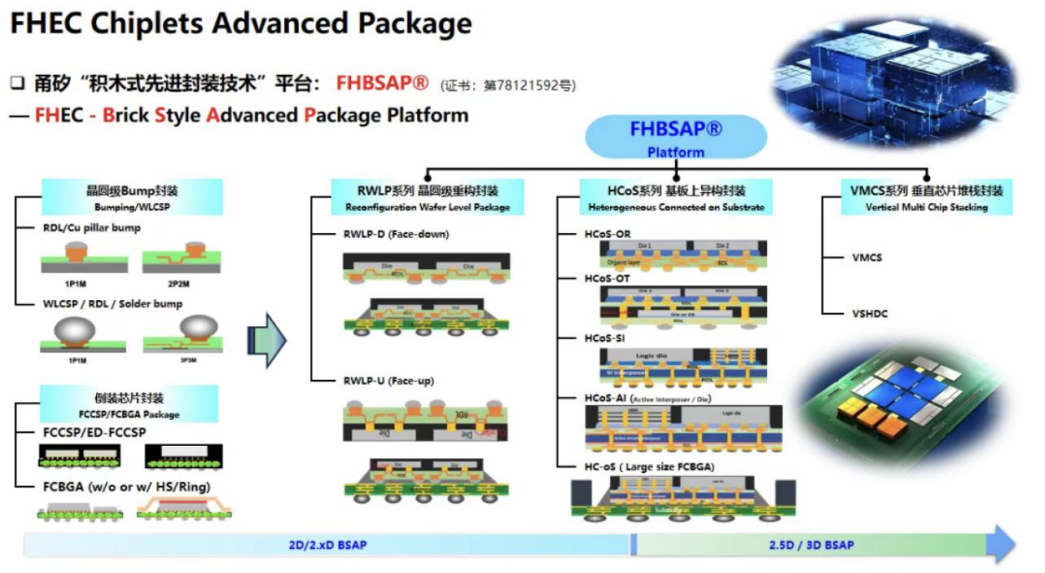
3. 先进封装技术持续迭代、三期产能建设与客户协同构筑竞争壁垒

3.1. 技术壁垒：FHBSAP®平台搭建先进封装技术矩阵，RWLP 率先量产、2.5D 进入多客户验证

FHBSAP®平台构成公司切入 Chiplet 及 2.5D/3D 先进封装市场的核心技术抓手。面对先进制程成本上升以及 AI、HPC 芯片对高带宽、高 I/O 密度和异构集成的需求，公司推出 FHBSAP®积木式先进封装技术平台，将不同制程、不同功能和不同衬底材料的芯粒进行组合，覆盖 RWLP 重构晶圆级封装、HCoS 2.5D 异构集成和 Vertical 垂直堆叠三条技术路线。其中，RWLP 系列主要解决芯片重构、RDL 布线与扇出封装问题；HCoS 系列通过 RDL 转接板、硅转接板或硅桥实现 Chiplet 之间的高密度互联；Vertical 系列则以 TSV、微凸点、TCB 及混合键合等技术为基础，进一步向三维垂直集成延伸。该平台的价值在于，公司可以根据芯粒数量、I/O 密度、性能、散热和成本要求组合不同工艺，为 AI、HPC、汽车电子等客户提供定制化封装方案。

从产业化进度看，FHBSAP®已经形成“RWLP 量产、2.5D 验证、3D 储备”的梯次结构。截至 2026 年 6 月底，公司 Fan-out 结构的 RWLP 产品线已经实现量产，成为 FHBSAP®平台中率先形成商业化交付能力的方向；基于硅转接板和硅桥方案的 2.5D 产品均已完成客户送样，并与多家客户开展产品验证。3D 方向所涉及的 TSV、TCB、垂直堆叠和混合键合等技术仍处于研发及逐步产业化阶段。

图25：基于 Chiplet 的 FHBSAP 封装平台



数据来源：甬矽电子官方公众号，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图26：FHBSAP 封装平台分类以及产业进程

	技术	进度
RWLP系列	晶圆重构、RDL、Bumping及Fan-out	RWLP产品线已实现量产
HCoS系列	RDL/硅转接板/硅桥异构集成，面向2.5D Chiplet	硅转接板及硅桥产品已送样，处于多客户验证阶段
Vertical系列	TSV、微凸点、TCB、混合键合及垂直堆叠	TSV、TCB等继续研发并推进产业化

数据来源：甬矽电子官方公众号，东吴证券研究所

注：进度统计截至 2026 年 10 月

3.2. 产能布局：三期项目打开长期空间，马来西亚基地推动制造能力出海

公司发展围绕三期产能建设。其中，一期、二期已进入生产运营阶段，三期目前属于规划建设阶段。

一期规划投资 45 亿元：2017 年启动建设，建立中高端封测业务基础。2017 年 11 月，甬矽电子成立，同年 12 月启动高端集成电路封测项目建设，陆续完成厂房装修、设备采购调试及产品试样等工作。2018 年 6 月，公司首批封测产品下线，并逐步推进 QFN/DFN、WB-BGA、WB-LGA 及 FC、SiP 等产品的量产。一期厂区占地约 126 亩，围绕射频、AIoT 及消费电子等应用需求配置产线，并随着客户导入持续扩充设备、完善工艺和提升交付能力，为后续向晶圆级封装拓展奠定基础。

二期规划投资 111 亿元：2022 年启动，2023 年下半年晶圆级产线通线，逐步形成“Bumping+CP+FC+FT”一站式交付能力。二期项目规划用地约 500 亩，投资规模约 111 亿元，重点布局 Bumping、WLCSP、Fan-out、FC-CSP、FC-BGA 及 2.5D/3D 等技术与产品。2023 年下半年，公司晶圆级产品线正式通线，随后持续推进客户验证与产能爬坡；2024 年，公司进一步完善凸点制造、晶圆测试、倒装封装和成品测试之间的工序衔接，并于第四季度完成 2.5D 封装产线通线，进入客户产品验证阶段。通过二期项目，公司在既有 SiP、QFN/DFN 等业务基础上，逐步丰富面向高性能计算、汽车电子及高集成度终端产品的封装能力。

三期规划投资 103 亿元：2026 年披露建设规划，拟分阶段建设、梯次投产。2026 年 6 月，公司提出在中意宁波生态园投资建设微电子高端集成电路 IC 封装测试三期项目，计划总投资 103 亿元，主要产品线包括 BUMP、2.5D、FC 类及 WB 类，预计建设周期为 96 个月。项目拟根据实施进度分阶段建设、梯次投产，在一期中高端封测业务

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

和二期晶圆级封装能力的基础上，进一步拓展多维异构先进封装布局，提升对 AI、高性能计算及数据中心等领域高端芯片需求的承接能力。

马来西亚基地将公司的竞争维度由产品出海延伸至制造能力出海。2026 年 1 月，公司决定在马来西亚槟城投资建设集成电路封装和测试生产基地，计划投资不超过 21 亿元，主要建设封测生产线及配套厂房设施。项目拟重点承接 SiP 等封装产品，面向 AIoT、功率模块等应用。槟城具有较完整的半导体制造和供应链集群，公司在当地布局有助于贴近中国台湾及欧美客户，缩短物流和交付周期，并满足部分国际客户对供应链区域化和海外制造的要求。

图27：公司三期产线建设以及马来西亚基地



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

3.3. 客户侧：客户资源优质，积极承接中国台湾&北美等海外需求

优质客户资源丰富，覆盖多家头部芯片设计企业。凭借稳定的封测良率、灵活的封装设计能力、持续提升的量产规模和及时交付能力，公司获得了众多知名集成电路设计企业认可。根据招股说明书披露，公司已与恒玄科技、晶晨股份、富瀚微、联发科、北京君正、鑫创科技、全志科技、汇顶科技、韦尔股份、唯捷创芯、深圳飞骧、翱捷科技、锐石创芯、昂瑞微、星宸科技等企业建立合作关系，客户覆盖 AIoT 及 SoC、视觉处理、存储、射频前端、通信和人机交互等芯片领域。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

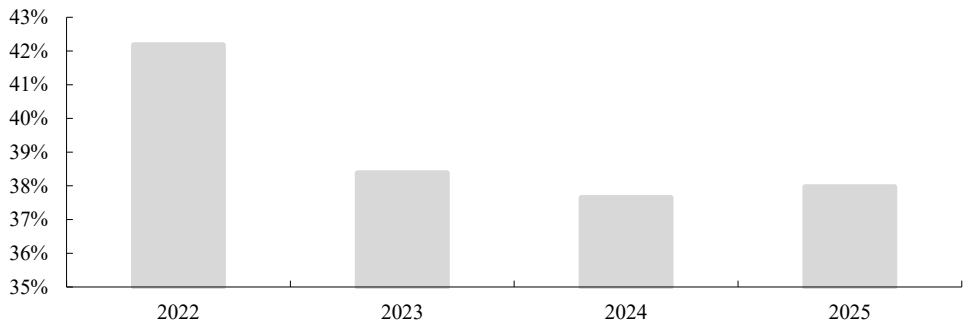
下载日志已记录，仅供内部参考

图28：公司部分客户情况

数据来源：各公司官网，公司招股说明书，东吴证券研究所

积极拓展下游客户，客户集中度风险逐渐降低。2022—2025 年，公司前五大客户销售占比由 42.2%下降至 38.0%，累计下降 4.2 个百分点。其中，2023 年和 2024 年分别降至 38.4%和 37.7%；2025 年虽小幅回升 0.3 个百分点，但仍明显低于 2022 年水平。随着公司持续导入中国台湾及欧美地区客户，并拓展汽车电子、电源管理、AIoT 等领域客户，收入来源逐步多元化，对少数核心客户的依赖有所减弱，客户集中度风险整体下降。

图29：公司前五大客户销售额占比情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

中国台湾客户突破已经由认证阶段进入收入贡献阶段。根据公司 2026 年 1 月投资者交流资料，两家中国台湾头部芯片设计企业已经进入公司前五大客户。中国台湾地区聚集了大量 SoC、网络通信、射频及消费电子芯片设计企业，其供应商导入体系和可靠性要求较高。进入头部客户供应链后，公司有望依靠新产品联合开发、一站式封测服务和交付能力提升单一客户份额。与此同时，中国台湾头部封测企业将部分资源转向 AI/HPC 产品，也可能带来消费类和 AIoT 封测订单外溢，为甬矽承接海外客户订单提供窗口。

境外客户已经成为公司增长的核心驱动力。公司在深耕中国台湾客户的基础上，继

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

续拓展欧美客户，并与多家头部车规芯片及电源管理芯片厂商建立合作，新产品处于稳步放量阶段。2026 年上半年，公司境外客户收入同比增长 8.94%，占营业收入的 23.00%，后续增量主要取决于欧美客户认证、马来西亚基地建设和新产品份额提升。

头部客户导入能力与客户黏性构成公司市场端的主要壁垒。2026 年上半年，公司已有 11 家客户销售额超过 5,000 万元，并成为多家 SoC 客户的核心供应商。先进封装产品通常需要经过方案设计、工程批验证、可靠性认证和规模量产等多个阶段，导入周期较长；封测厂一旦参与客户新品开发并实现稳定量产，客户更换供应商需要重新验证工艺、良率和可靠性，切换成本较高。因此，公司与头部客户之间的合作能够从单一产品订单逐步扩展至更多芯片型号和封装形式，形成客户与产品双向渗透。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 关键假设与盈利预测

系统级封装（SiP）：SiP 是公司传统优势产品，公司已经掌握 WB-LGA、FC-LGA、WB-BGA、Hybrid-BGA/LGA 及 HD-SiP 等多种封装形式，并具备倒装与焊线芯片混合封装、系统级电磁屏蔽及多芯片集成能力。2026 年上半年，公司 SiP 产品实现收入 9.18 亿元，同比增长 10.89%。未来，AIoT 需求恢复、5G 射频模组渗透率提升及汽车电子客户持续导入有望带动 SiP 订单增长；同时，马来西亚基地重点布局 SiP 类产品，有助于公司贴近中国台湾及欧美客户、增强海外交付能力。考虑公司 SiP 产能及工艺体系相对成熟，预计 2026－2028 年业务收入分别为 20.36/23.82/27.40 亿元，同比增长 18%/17%/15%；随着海外订单增长，预计毛利率分别为 18%/19%/20%。

扁平无引脚封装（QFN）：QFN 是公司中高端封装业务的基本盘，主要面向汽车电子、工业控制、电源管理、射频通信及消费电子等领域。2026 年上半年，公司 QFN 业务实现收入 9.59 亿元，同比增长 26.18%，毛利率达到 27.77%，需求增长及产能利用率提升已经带来较明显的盈利弹性。考虑汽车电子、电源管理及射频芯片需求增长，预计 2026—2028 年 QFN 收入分别为 21.13/25.77/30.67 亿元，同比增长 26%/22%/19%；预计毛利率分别为 20.5%/21.5%/22.0%。

高密度细间距倒装（FC）：FC 封装具备 I/O 密度高、互连距离短、电性能和散热性能较好等特点，主要应用于高性能 SoC、网络通信、汽车电子及高算力芯片。公司二期项目重点布局 FC-CSP、FC-BGA 及相关测试能力，2026 年上半年 FC 产品实现收入 3.60 亿元，同比增长 21.93%。三期项目进一步将 FC 类产品列为主要建设方向，有望在二期工艺及客户基础上增加大尺寸、高 I/O 密度倒装封装产能，提升公司承接 AI/HPC 和数据中心芯片订单的能力。预计 2026—2028 年 FC 业务收入分别为 9.07/11.52/14.17 亿元，同比增长 28%/27%/23%，毛利率分别为 22%/23%/24%。

晶圆级封测：晶圆级封测是公司增速较快、目前仍处于产能和良率爬坡阶段的业务。公司已经形成 Bumping、RDL、Fan-in WLCSP 及 Fan-out 等工艺能力，Fan-out 结构的 RWLP 产品线已经实现量产，基于硅转接板和硅桥方案的 2.5D 产品均已完成客户送样。2026 年上半年，公司晶圆级封测收入 1.11 亿元，同比增长 30.24%，但受新增设备折旧、产能利用率及良率爬坡影响，毛利率仍为负。三期项目规划继续布局 BUMP 和 2.5D 产线，将与二期晶圆级封装能力衔接，为 RWLP、2.5D 及 Chiplet 相关产品由验证转向规模量产预留产能。预计 2026—2028 年晶圆级封测收入分别为 3.03/4.55/6.36 亿元，同比增长 55%/50%/40%；预计毛利率由 2026 年的-5%改善至 2027 年的 5%和 2028 年的 12%。

费用：随着收入规模扩大和二期产能利用率提升，公司销售、管理费用率有望逐步下降；研发投入仍需保持较高水平，以支持 FHBSAP®平台、Fan-out 及 2.5D/3D 技术开

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

发。模型假设 2026—2028 年销售费用率为 1.0%/1.0%/0.9%，管理费用率为 5.6%/5.3%/5.0%，研发费用率为 6.7%/6.5%/6.3%。

图30：公司分业务收入预测（百万元）

分业务收入预测	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
系统级封装（SiP）	**1,225.2**	**1,248.8**	**1,589.7**	**1,725.7**	**2,036.3**	**2,382.5**	**2,739.9**
yoy		1.9%	27.3%	8.6%	18.0%	17.0%	15.0%
毛利率	24.1%	19.2%	22.7%	16.6%	18.0%	19.0%	20.0%
营收占比	56.3%	52.2%	44.0%	39.2%	37.3%	35.6%	34.3%
扁平无引脚封装（QFN）	**631.8**	**748.5**	**1,261.6**	**1,676.6**	**2,112.6**	**2,577.3**	**3,067.0**
yoy		18.5%	68.6%	32.9%	26.0%	22.0%	19.0%
毛利率	12.0%	5.3%	13.6%	17.7%	20.5%	21.5%	22.0%
营收占比	29.0%	31.3%	35.0%	38.1%	38.7%	38.6%	38.4%
高密度细间距倒装（FC）	**292.1**	**365.6**	**569.8**	**708.9**	**907.4**	**1,152.4**	**1,417.5**
yoy		25.2%	55.8%	24.4%	28.0%	27.0%	23.0%
毛利率	31.5%	21.5%	18.0%	19.6%	22.0%	23.0%	24.0%
营收占比	13.4%	15.3%	15.8%	16.1%	16.6%	17.2%	17.7%
晶圆级封测	-	-	**106.1**	**195.5**	**303.0**	**454.5**	**636.3**
yoy				84.2%	55.0%	50.0%	40.0%
毛利率	-	-	(46.7%)	(17.1%)	(5.0%)	5.0%	12.0%
营收占比	-	-	2.9%	4.4%	5.5%	6.8%	8.0%
其他产品及其他业务	**27.8**	**27.9**	**82.0**	**91.6**	**105.4**	**118.0**	**129.8**
yoy		0.3%	193.5%	11.8%	15.0%	12.0%	10.0%
毛利率	47.5%	(92.7%)	48.9%	46.2%	45.0%	45.0%	45.0%
营收占比	1.3%	1.2%	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%	1.6%
营业总收入	**2,177.0**	**2,390.8**	**3,609.2**	**4,398.4**	**5,464.7**	**6,684.8**	**7,990.5**
yoy		9.8%	51.0%	21.9%	24.2%	22.3%	19.5%
综合毛利率	21.9%	13.9%	17.3%	16.6%	18.9%	20.2%	21.2%
归母净利润	**138.4**	**(93.4)**	**66.3**	**81.7**	**222.7**	**334.9**	**499.1**
yoy		(167.5%)	171.0%	23.2%	172.5%	50.4%	49.0%

数据来源：iFinD，东吴证券研究所预测

4.2. 投资建议

我们选取长电科技、通富微电、华天科技和盛合晶微作为可比公司，其中长电科技、通富微电和华天科技均为国内头部封测企业，与公司在 SiP、QFN/DFN、FC 等产品领域具有较强可比性；盛合晶微重点布局 Bumping、晶圆级封装及 2.5D 等先进封装业务，与公司 FHBSAP®平台及三期先进封装产能规划更为接近，可以反映市场对高端封装资产的估值水平。公司 2026 年上半年归母净利润为 0.39 亿元，但扣非归母净利润仍亏损 0.10 亿元，现阶段 PE 受利润基数及非经常性损益影响较大，因此采用 PS 作为主要估值方法。随着二期产能释放、FC 及晶圆级封测业务放量，以及三期 Bumping、2.5D、FC 和 WB 产线逐步建设，我们预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 54.65/66.85/79.90 亿元，对应 PS 水平分别为 3.7/3.0/2.5 倍，低于可比公司平均水平 6.9/5.4/4.4 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图31：可比公司估值表

证券代码	公司简称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）				PS（X）			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
600584.SH	长电科技	1,024.4	388.7	435.1	489.9	546.1	2.6	2.4	2.1	1.9
002156.SZ	通富微电	766.8	279.2	333.1	388.0	443.2	2.7	2.3	2.0	1.7
002185.SZ	华天科技	477.4	172.1	207.3	253.3	288.1	2.8	2.3	1.9	1.7
688820.SH	盛合晶微	1,749.1	65.2	83.9	112.6	143.8	26.8	20.8	15.5	12.2
	平均值						8.7	6.9	5.4	4.4
688362.SH	**甬矽电子**	**203.0**	**44.0**	**54.7**	**66.9**	**79.9**	**4.6**	**3.7**	**3.0**	**2.5**

数据来源：iFinD，东吴证券研究所预测

注：除甬矽电子采用东吴预测外，其他上市公司均采用 iFinD 一致预期。以上信息截至 2026 年 10 月 21 日。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

市场竞争及下游需求波动风险：集成电路封测行业具有较强的周期性，市场需求受宏观经济、消费电子景气度及下游客户库存变化影响。同时，国内外头部封测企业持续扩充先进封装产能，行业竞争可能进一步加剧。若下游需求恢复不及预期、客户订单出现波动或市场竞争导致产品价格下降，公司收入增长及盈利能力可能受到不利影响。

毛利率及产能利用率波动风险：公司毛利率受产品价格、产能利用率、原材料成本和产品结构等多重因素影响。当前部分晶圆级封测产线仍处于产能、良率和客户订单爬坡阶段，新增设备折旧及前期运营成本相对较高。若新增产能释放慢于预期、客户导入进度延后，或产品降价幅度超过成本改善幅度，公司毛利率可能出现下降。

技术研发及产业化不及预期风险：先进封装技术迭代速度较快，公司持续推进 RWLP、2.5D/3D 及 Chiplet 相关技术研发和产业化。新产品通常需要经过工艺开发、工程批验证、可靠性认证和客户量产验证等多个阶段，研发周期较长且结果存在不确定性。若技术研发、产品良率或客户验证进度不及预期，可能影响先进封装产品的商业化进程和研发投入回报。

项目建设及资金压力风险：公司正在推进二期产能爬坡、三期项目及马来西亚基地建设，相关项目具有投资规模较大、建设周期较长和设备投入集中的特点。项目建成后的效益取决于行业需求、客户导入和产能利用率。若项目建设进度、融资安排或订单增长不及预期，可能出现新增产能消化不足，并增加折旧、财务费用及偿债压力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

甬矽电子三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**3,470**	**3,135**	**3,934**	**5,323**
货币资金及交易性金融资产	1,793	1,095	1,471	2,401
经营性应收款项	945	1,174	1,447	1,742
存货	511	640	786	944
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	221	225	231	236
非流动资产	**11,720**	**13,032**	**12,903**	**12,340**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	9,461	10,095	10,239	9,939
在建工程	1,632	1,516	1,233	967
无形资产	216	238	249	253
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	1	0	0	0
其他非流动资产	410	1,182	1,182	1,182
资产总计	**15,191**	**16,167**	**16,837**	**17,664**
流动负债	**4,397**	**5,331**	**5,667**	**5,994**
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,640	3,249	3,249	3,249
经营性应付款项	1,549	1,835	2,120	2,395
合同负债	20	25	29	34
其他流动负债	188	223	268	316
非流动负债	**6,699**	**6,702**	**6,702**	**6,702**
长期借款	4,567	4,567	4,567	4,567
应付债券	1,129	1,129	1,129	1,129
租赁负债	3	3	3	3
其他非流动负债	1,001	1,003	1,003	1,003
负债合计	**11,097**	**12,033**	**12,368**	**12,696**
归属母公司股东权益	2,609	2,648	2,983	3,483
少数股东权益	1,485	1,485	1,485	1,485
所有者权益合计	**4,094**	**4,134**	**4,469**	**4,968**
负债和股东权益	**15,191**	**16,167**	**16,837**	**17,664**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**4,398**	**5,465**	**6,685**	**7,990**
营业成本(含金融类)	3,667	4,433	5,337	6,293
税金及附加	23	44	53	64
销售费用	43	55	64	72
管理费用	273	306	354	400
研发费用	292	366	435	503
财务费用	222	230	254	280
加:其他收益	180	191	147	120
投资净收益	0	0	0	0
公允价值变动	13	0	0	0
减值损失	(33)	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**39**	**223**	**335**	**499**
营业外净收支	(3)	0	0	0
利润总额	**36**	**223**	**335**	**499**
减:所得税	(4)	0	0	0
净利润	**39**	**223**	**335**	**499**
减:少数股东损益	(43)	0	0	0
归属母公司净利润	**82**	**223**	**335**	**499**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.18	0.49	0.74	1.10
EBIT	248	452	589	779
EBITDA	1,325	1,853	2,148	2,466
毛利率(%)	16.64	18.88	20.16	21.25
归母净利率(%)	1.86	4.08	5.01	6.25
收入增长率(%)	21.87	24.24	22.33	19.53
归母净利润增长率(%)	23.22	172.54	50.37	49.01

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,689	1,574	1,806	2,056
投资活动现金流	(2,919)	(2,706)	(1,430)	(1,125)
筹资活动现金流	1,220	434	0	0
现金净增加额	(20)	(698)	376	931
折旧和摊销	1,077	1,401	1,559	1,687
资本开支	(2,229)	(1,940)	(1,430)	(1,125)
营运资本变动	309	(38)	(88)	(131)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	6.27	5.83	6.57	7.67
最新发行在外股份（百万股）	454	454	454	454
ROIC(%)	2.32	3.55	4.45	5.70
ROE-摊薄(%)	3.13	8.41	11.23	14.33
资产负债率(%)	73.05	74.43	73.46	71.88
P/E（现价&最新股本摊薄）	248.35	91.12	60.60	40.67
P/B（现价）	7.12	7.66	6.80	5.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn