



# 长电科技 (600584.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 国内龙头平台型封测厂，全球化多品

### 类布局优势显著

公司是全球第三大、中国第一大封测厂。受益于半导体景气度回暖，公司 24H1 实现收入 154.87 亿元，同比+27.2%。其中，通讯电子占 41.3%，消费电子占 27.2%，运算电子占 15.7%，工业及医疗占 7.5%，汽车电子占比达 8.3%。大基金持股比例降低，华润集团或将成为公司实际控制人。

#### 投资逻辑

半导体景气度提升，公司业绩逐渐回暖。封测厂营收与半导体销售额呈高度拟合关系。据 WSTS, 24H1 全球半导体销售额为 2860.2 亿美元，同比增长 17.6%。部分国内芯片设计公司 24Q2 库存周转率同比向好。展望未来，受益于 AI 赋能消费电子及消费电子新品发布，下游需求有望重回增长态势。看好 AI 驱动消费电子新品拉货带动新一轮半导体周期。

先进封装空间广阔，XDF01® Chiplet 工艺量产驱动公司持续成长。AI 浪潮下算力芯片需求旺盛，CoWoS 及 HBM 产能紧缺成为 AI 算力芯片出货量的关键。据 Yole 及集微咨询预测，26 年全球先进封装市场规模将达到 482 亿美元，先进封装占比有望超 50%。目前，国内先进封装市场占比为 39%，与全球先进封装市场占比 (49%) 相比仍有提升潜力。公司 XDF01® Chiplet 工艺已顺利量产并实现国际客户 4nm 节点多芯片系统集成封装产品的出货。此外，公司间接参股 19% 的长电绍兴聚焦高性能 CPU/GPU 及其与高带宽存储芯片的整合封装等先进封装领域。

收购晟碟半导体，拓展存储封测布局。2024 年 8 月，公司收购晟碟半导体 80% 的股权交易已获批，收购对价约 6.24 亿美元。晟碟半导体主要从事先进闪存产品的封装和测试，产品包括 iNAND 闪存模块、SD、MicroSD 存储器等。晟碟半导体 22 年及 23H1 收入分别为 34.98 亿、16.05 亿元，净利率为 10.2%、13.8%。

#### 盈利预测、估值和评级

不考虑收购晟碟的影响，预测公司 24-26 年分别实现归母净利润 20.70/26.13/32.75 亿元，EPS 分别为 1.16/1.46/1.83 元，对应 PE 分别为 25.44/20.15/16.08 倍，我们给予公司 2025 年 30xPE 估值，目标市值 783.9 亿元，对应目标价格为 43.8 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

#### 风险提示

外部贸易环境变化、行业景气恢复不及预期、行业竞争加剧风险。

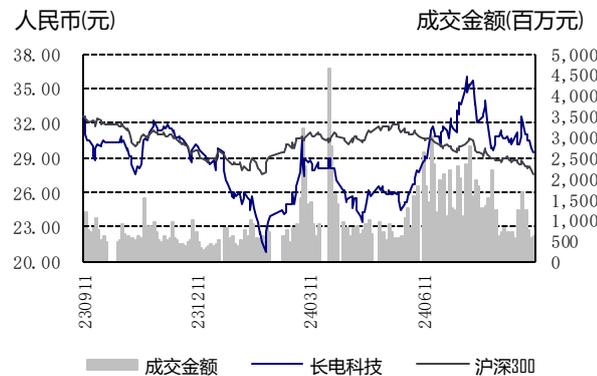
电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：29.42 元

目标价 (人民币)：43.80 元



#### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	33,762	29,661	34,665	38,776	43,014
营业收入增长率	10.69%	-12.15%	16.87%	11.86%	10.93%
归母净利润(百万元)	3,231	1,471	2,070	2,613	3,275
归母净利润增长率	9.20%	-54.48%	40.72%	26.26%	25.32%
摊薄每股收益(元)	1.816	0.822	1.157	1.460	1.830
每股经营性现金流净额	3.37	2.52	3.17	3.52	4.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.11%	5.64%	7.43%	8.65%	9.88%
P/E	12.70	36.32	25.44	20.15	16.08
P/B	1.66	2.05	1.89	1.74	1.59

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、长电科技：全球化布局的集成电路封测领域先锋厂商.....	4
1.1 跨越式发展深耕封测领域，全球布局成就半导体巨头.....	4
1.2 股东变更助力健康发展，子公司业务分工明确.....	5
1.3 业绩有所复苏，持续优化业务结构丰富客户群体.....	8
二、半导体行业周期复苏，先进封装构建更强未来.....	9
2.1 行业持续复苏与增长，公司海外业务确定性强.....	9
2.2 后摩尔时代，封装市场规模稳定增长，先进封装为主要驱动力.....	12
三、先进封装平台布局：突破大算力大存储挑战，实现全球化市场扩展.....	15
3.1 公司产品下游应用领域丰富，内生外延驱动产业升级.....	15
3.2 公司作为 Chiplet 技术先驱，持续致力于技术深耕和研发实力的提升.....	18
四、盈利预测与投资建议.....	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 投资建议及估值.....	21
五、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：2023 年长电科技以 297 亿元营收在全球前十大 OSAT 厂商中排名第三（亿元）.....	5
图表 3：公司股权结构及重要子公司（股权变化后）.....	5
图表 4：公司主要控股参股公司.....	6
图表 5：主要子公司 23 年营收承压，星科金朋和长电韩国贡献主要营收（单位：亿元）.....	6
图表 6：公司在中国、韩国及新加坡拥有八大生产基地与两大研发中心.....	7
图表 7：苹果 S1 芯片采用 SiP 封装工艺.....	7
图表 8：公司 23 年业绩承压，24 年上半年重回正增长.....	8
图表 9：2023Q1-2024Q1 公司季度营收逐渐回暖.....	8
图表 10：公司产品主要应用于下游通讯和消费电子.....	8
图表 11：公司营业收入中美国客户占比达 59%.....	8
图表 12：2023 年公司利润表现承压，24H1 盈利能力修复，实现归母净利润 6.19 亿元，同比+24.96%.....	9
图表 13：公司毛利率接近可比公司均值，23 年受行业周期影响表现承压，24H1 已出现明显改善.....	9
图表 14：公司三大费用率把控良好，研发费用率呈上升趋势.....	9
图表 15：封测厂业绩情况与半导体销售额拟合程度高，封测复苏拐点已至.....	10
图表 16：国内部分模拟芯片设计公司库存周转率 24Q2 同比向好（单位：次）.....	10
图表 17：国内部分数字芯片设计公司库存周转率 24Q2 同比向好（单位：次）.....	11



图表 18:	消费电子终端表现低迷, AI 有望催生新一轮换机需求.....	11
图表 19:	美国库销比持续下降, 海外市场进入补库周期.....	12
图表 20:	苹果全力进军 AI, 公司有望受益于消费电子创新和需求复苏.....	12
图表 21:	摩尔定律放缓.....	13
图表 22:	单位数量晶体管成本对比.....	13
图表 23:	2026 年全球封测市场规模将达 961 亿美元.....	13
图表 24:	2026 年中国大陆封测市场规模将达 3248 亿元.....	13
图表 25:	2026 年全球先进封装市场渗透率将超过 50%.....	13
图表 26:	中国大陆先进封装市场渗透率较低.....	13
图表 27:	台积电 CoWoS 结构示意图.....	14
图表 28:	受益于 AI 需求, 台积电 CoWoS 供不应求.....	15
图表 29:	通信领域相关技术—Antenna-in-Package-SiP Laminate eWLB.....	15
图表 30:	公司间接控股长电绍兴股份 19%.....	16
图表 31:	长电绍兴产品应用于汽车自动驾驶雷达、可穿戴设备、医疗器件及传感器封装等.....	16
图表 32:	长电绍兴产品应用于高性能 CPU/GPU/FPGA、搞宽带存储芯片等.....	16
图表 33:	汽车电子领域相关技术—FBGA.....	17
图表 34:	高性能计算相关技术.....	17
图表 35:	存储领域相关技术—fcCSP.....	18
图表 36:	存储领域相关技术—fcBGA SiP.....	18
图表 37:	收购完成后晟碟半导体股权结构.....	18
图表 38:	晟碟半导体主要从事先进闪存存储产品的封测.....	18
图表 39:	Chiplet 技术相比 SoC 技术每个模块可以采用不同的工艺.....	19
图表 40:	公司 2.5D/3D eWLB 封装技术布局情况.....	19
图表 41:	公司面向 Chiplet 异构集成应用推出 XDF01®系列解决方案.....	20
图表 42:	XDF01®-2.5D 在系统成本、封装尺寸上具有优势.....	20
图表 43:	公司分下游领域营收拆分 (亿元).....	21
图表 44:	可比公司估值比较.....	22



## 一、长电科技：全球化布局的集成电路封测领域先锋厂商

### 1.1 跨越式发展深耕封测领域，全球布局成就半导体巨头

公司前身成立于1972年，2003年在上交所上市，通过内生增长和外延并购，成为国内半导体封测领军企业。根据芯思想研究院（ChipInsights）发布的2023年全球委外封测（OSAT）榜单，长电科技以297亿元营收在全球前十大OSAT厂商中排名第三，中国大陆第一。公司的发展历程可以分为以下四个阶段：

**创立与发展（1972年-2003年）：**公司的前身是1972年成立的江阴晶体管厂。2003年，公司在上海证券交易所上市，是国内首家半导体封测上市公司。

**国内市场拓展（2003年-2012年）：**2003年成立的子公司长电先进，专注于开发和生产半导体芯片凸块及封装测试后的产品。2005年进入SiP（系统级封装）产品领域，成为国内主要的SiP厂商。2011年及2012年，先后成立子公司长电科技（宿迁）和长电科技（滁州），分别从事大功率器件和小功率器件的引线框封装、集成电路封装、倒装及测试等业务。

**全球化布局（2015年-2020年）：**2015年，公司借助于集成电路国家产业基金以7.8亿美元收购全球第四大封装厂商星科金朋，实现产业结构的升级，并与国际半导体行业巨头建立合作关系。2016年，公司在韩国设立JSCK（长电韩国），整合星科金朋韩国公司的SiP业务，投资高阶SiP产品封装测试项目。2019年在韩国建成全新12英寸晶圆凸点产线，并开始大规模量产。2020年成立长电科技管理有限公司，并启动绍兴集成电路中道先进封装生产线项目一期建设。

**高价值量业务拓展（2021年至今）：**2021年，公司成立设计服务事业中心和汽车电子事业中心，统一规划和运营车载电子业务。同年推出XDF01多维先进封装技术，为高密度异构集成提供全系列解决方案。2022年，公司设立上海创新中心，并启动长电微电子晶圆级微系统集成高端制造项目动工。2023年，XDF01® Chiplet高密度多维异构集成系列工艺进入稳定量产阶段，广泛应用于高性能计算、人工智能、5G和汽车电子等领域。

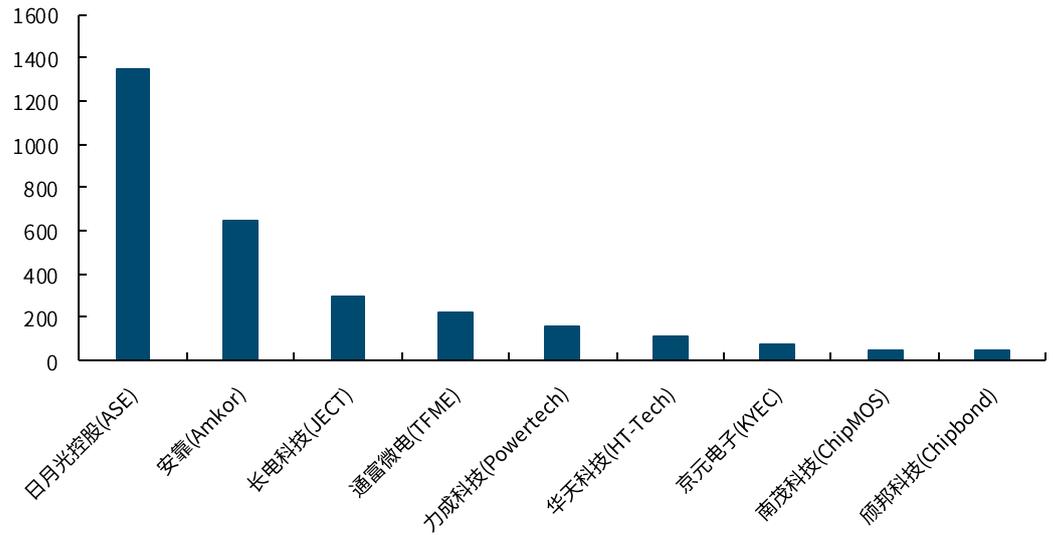
图表1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所



图表2: 2023 年长电科技以 297 亿元营收在全球前十大 OSAT 厂商中排名第三 (亿元)



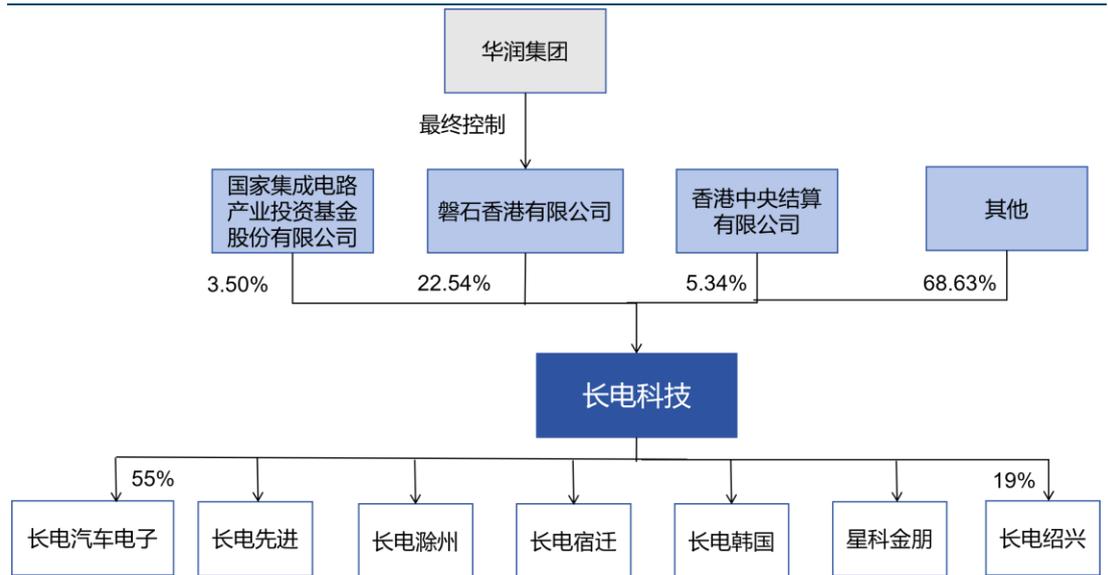
来源: Wind, 公司官网, 国金证券研究所

### 1.2 股东变更助力健康发展, 子公司业务分工明确

华润集团或将成为公司实际控制人。据公司公告, 此前公司前两大股东分别为国家大基金二期与芯电半导体, 2024 年 3 月国家集成电路产业基金二期、芯电半导体与磐石香港签订《股份转让协议》, 总共转让金额为 116.9 亿元, 本次权益变化后, 公司第一大股东国家大基金二期所占股份份额从 13.24% 变更为 3.5%, 芯电半导体将 12.79% 的股份全部转让, 而磐石香港将占公司股本为 22.54%, 成为公司第一大股东, 磐石香港控股股东为华润集团, 因此公司实际控制人将转变为华润集团, 而此前公司无实际控制人。截至目前, 该股权转让还在进行当中。

6 月 4 日公司发布公告称, 长电科技汽车电子(上海)有限公司发生工商变更, 新增国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司、上海集成电路产业投资基金(二期)有限公司等为股东, 同时公司注册资本由 4 亿元增加至 48 亿元。公司全资子公司长电科技管理有限公司持有汽车电子 55% 的股权, 为汽车电子控股股东。

图表3: 公司股权结构及重要子公司 (股权变化后)



来源: 公司 2024 年中报, 公司详式权益变动报告书, 国金证券研究所

公司通过并购实现先进封装能力的提升和海外市场的拓展。公司拥有先进封装技术 (SiP/WL-CSP/FC/eWLB/PiP/PoP 和 XDF01 系列等) 以及混合信号/射频 IC 测试等技术。公司在中国、韩国及新加坡设有八大生产基地和两大研发中心, 在 20 多个国家和地区设有业务机构。公司客户结构优质, 可与全球客户进行紧密的技术合作并提供高效的产业链



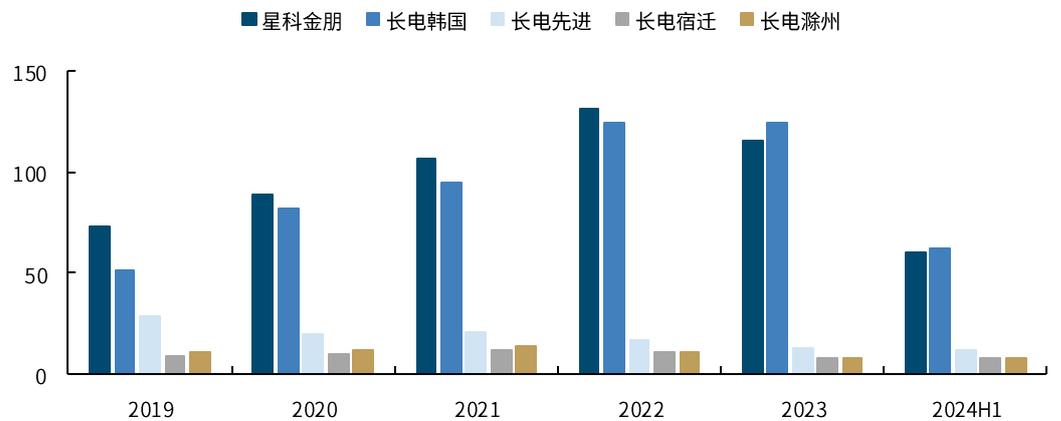
支持。

图表4：公司主要控股参股公司

控股公司	持股比例	地区	主要业务	24年H1收入	24年H1利润	23年收入	23年利润
STATS CHIPPAC PTE. LTD	100%	新加坡、韩国、中国江阴	半导体封装设计、凸焊、针测、封装、测试和布线解决方案	8.40 亿美元	0.78 亿美元	16.02 亿美元	1.21 亿美元
JCET STATS CHIPPAC KOREA LIMITED	100%	韩国	高阶 SiP 产品封装测试	8.62 亿美元	0.11 亿美元	17.32 亿美元	0.35 亿美元
江阴长电先进封装有限公司	100%	中国江阴	凸块及封装测试	7.35 亿元	1.18 亿元	12.47 亿元	0.9 亿元
长电科技（宿迁）有限公司	100%	中国宿迁	研制、开发、生产、销售半导体、电子原件、专用电子电气装置	5.08 亿元	-0.15 亿元	8.32 亿元	-0.33 亿元
长电科技（滁州）有限公司	100%	中国滁州	研制、开发、生产、销售半导体、电子原件、专用电子电气装置	4.39 亿元	-0.04 亿元	8.32 亿元	0.14 亿元

来源：公司 2023 年年报，公司 24 年中报，国金证券研究所

图表5：主要子公司 23 年营收承压，星科金朋和长电韩国贡献主要营收（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

公司在中国、韩国及新加坡拥有八大生产基地与两大研发中心，在美国、欧洲、英国等全球 20 多个国家地区设立办事处。公司 2015 年收购在半导体封装领域拥有超过 20 年经验的星科金朋，星科金朋分为韩国/新加坡/江阴三个厂区，主要布局高阶 SiP/FO-WLP/fcCSP 等技术；长电韩国主要布局手机和可穿戴设备等的高端 SiP 等技术；江阴厂区包括长电本部、长电先进和长电微电子等，生产 BGA/QFN/SiP /Bumping/TSV/WLCSP 等产品；长电滁州与宿迁主营传统封装，主要是分立器件和通用 IC 类产品封装。



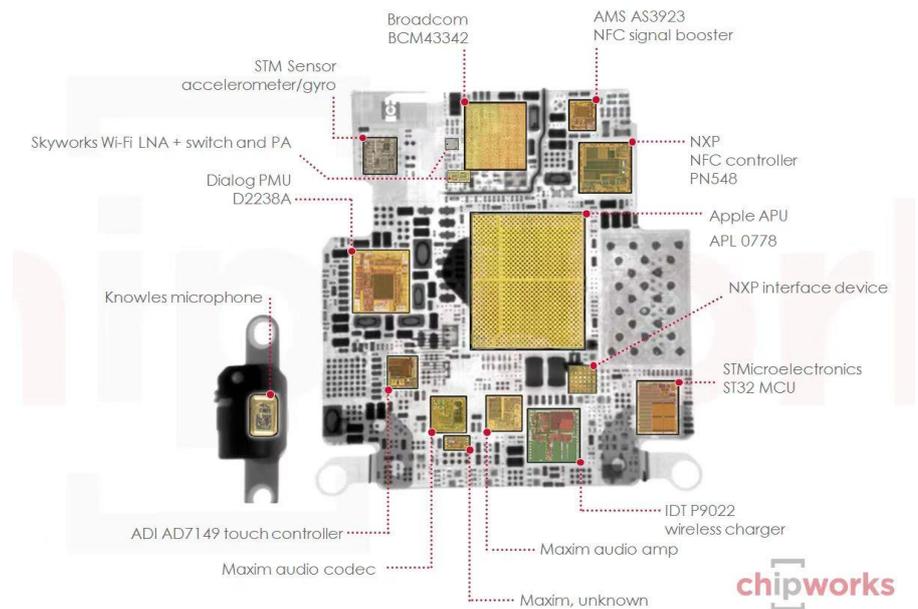
图表6: 公司在中国、韩国及新加坡拥有八大生产基地与两大研发中心



来源: 公司官网, 国金证券研究所

通过与核心客户的深度合作, 公司成功把握行业升级和新技术趋势的机遇。在 5G 移动终端领域, 公司提早布局高密度 SiP 技术, 与多个国际高端客户合作完成了多项 5G 射频模组开发和量产。在国外客户导入方面, 韩国工厂在 2021 年与多款欧美韩车载大客户展开汽车产品模组合作开发, 主要应用于智能座舱和 ADAS。2022 年, 韩国工厂与下游大客户达成了新能源汽车芯片项目的合作, 产品应用于该客户车载娱乐信息和 ADAS 辅助驾驶。2023 年公司 FDF01™ Chiplet 高密度多维异构集成系列工艺已按计划进入稳定量产阶段, 应用于高性能计算、汽车电子、5G 等领域, 同步实现国际客户 4nm 节点多芯片系统集成封装出货。

图表7: 苹果 S1 芯片采用 SiP 封装工艺



来源: 半导体行业观察, 国金证券研究所



### 1.3 业绩有所复苏，持续优化业务结构丰富客户群体

公司 23 年业绩承压，24 年上半年受益于国内外补库需求，逐渐摆脱下行周期影响。2019 至 2022 期间，公司营收呈现稳健增长的态势，分别为 235.26 亿、264.64 亿、305.02 亿和 337.62 亿。受全球半导体市场下行周期和终端市场疲软的影响，公司业绩在 2023 年有所下滑，其中 2023Q1 出现较大幅度下滑，营收为 58.6 亿元，同比下降 28%。在下游消费复苏的推动下，2023Q1-2024Q2 单季度营收逐渐回暖，同比增长率持续上升。公司 2023 年累计收入达到 297 亿元，2024 年上半年实现营业收入人民币 154.9 亿元，同比上升 27.2%；其中一季度同比上升 16.8%，二季度同比上升 36.9%，环比上升 26.3%。

图表8：公司 23 年业绩承压，24 年上半年重回正增长

图表9：2023Q1-2024Q1 公司季度营收逐渐回暖



来源：Wind，国金证券研究所

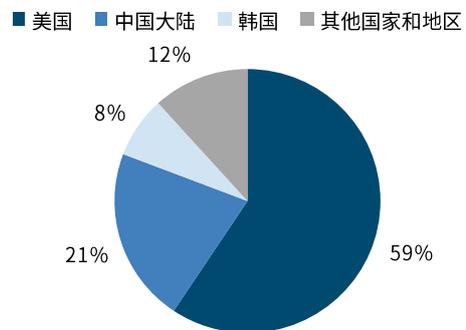
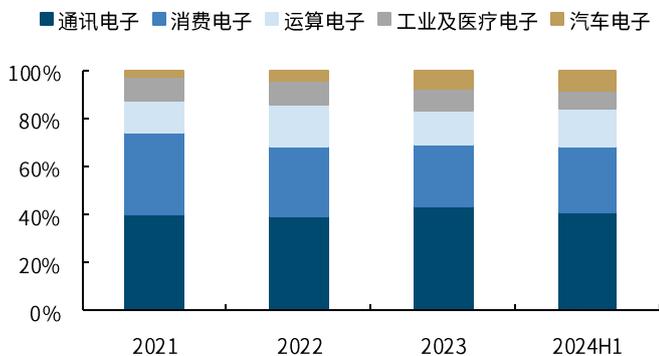
来源：Wind，国金证券研究所

公司产品下游应用领域主要集中于通讯、消费、运算、工业及医疗和汽车电子。公司 2023 年度营业收入按市场应用领域划分情况：通讯电子占比 43.9%、消费电子占比 25.2%、运算电子占比 14.2%、工业及医疗电子占比 8.8%、汽车电子占比 7.9%，在通讯电子、汽车电子领域展现出强劲的增长势头。公司 2024 年上半年二季度各应用分类收入环比均实现双位数增长，其中汽车电子收入环比增长超过 50.0%，通讯电子收入同比增长超过 40.0%，消费电子收入同比增长超过 30.0%，运算电子结束自去年上半年以来的调整趋势，今年上半年同比增长超过 20.0%。

按客户所在地划分，公司的客户主要集中于美国市场和中國大陸，其中美国客户占比达 59%。公司客户涵盖行业内大部分龙头客户，根据芯思想研究院报告，目前全球前二十大半导体公司中有 85% 已与公司建立了业务合作关系。主要客户对象为集成电路制造商、fabless 厂商以及晶圆代工厂。截至 2023 年，公司海外业务营收占比为 78.38%，近年来稳定保持在 70% 以上。2023 年公司前五大客户的销售额达 150 亿元，占年度销售总额的 50.68%。

图表10：公司产品主要应用于下游通讯和消费电子

图表11：公司营业收入中美国客户占比达 59%



来源：公司 2023 年度报告，国金证券研究所

来源：公司 2023 年年度报告，国金证券研究所

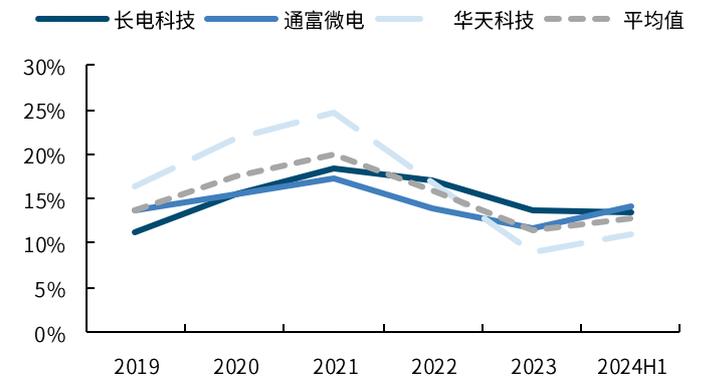
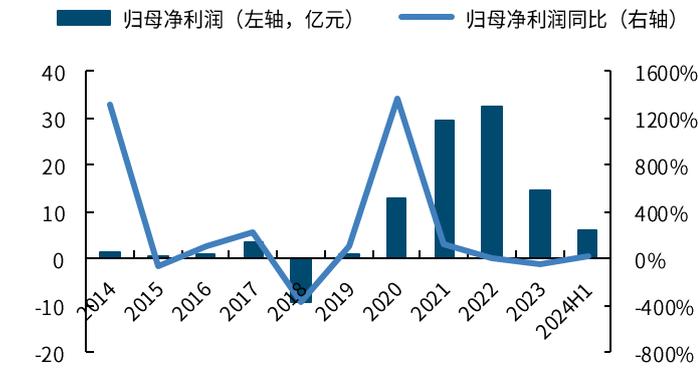
受行业景气度影响，23 年公司及相关可比公司盈利能力表现承压，24H1 已出现明显改善。2019-2022 年公司归母净利润分别为 0.89 亿、13.04 亿、29.59 亿、32.31 亿元。一方面，公司通过整合内部资源，深度受益于星科金朋的先进封装出货放量带来的盈利释放；另一方面，19-21 年为上一轮半导体景气度高点，公司实现了归母净利润持续三年实现高速增长。进入 23 年后，下游消费电子拉货不及预期，半导体产业进入去库阶段，国内外客户



需求疲软，导致公司产能利用率下降，盈利水平出现下滑，2023 年归母净利润为 14.7 亿元，同比下降 54.48%。24 年上半年，海外及国内客户开始进入主动补库阶段，公司稼动率及盈利能力出现明显回升，24 年上半年公司实现归母净利润 6.19 亿元，同比+24.96%。

图表12: 2023 年公司利润表现承压, 24H1 盈利能力修复, 实现归母净利润 6.19 亿元, 同比+24.96%

图表13: 公司毛利率接近可比公司均值, 23 年受行业周期影响表现承压, 24H1 已出现明显改善

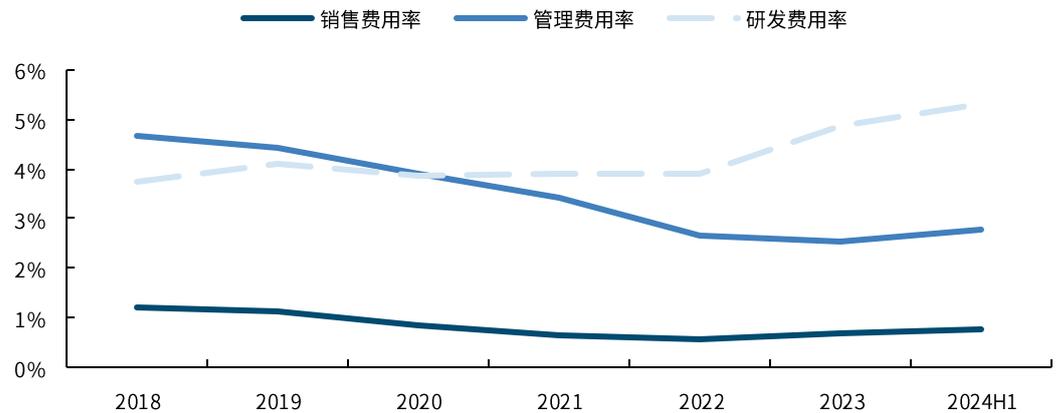


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

公司三大费用率把控良好, 研发费用率呈上升趋势。公司持续优化管理团队, 管理费用率呈逐渐下降趋势。公司销售费用率基本保持稳定态势。此外, 公司研发费用率缓步上升, 反应出公司重视研发, 前瞻布局先进封装技术。

图表14: 公司三大费用率把控良好, 研发费用率呈上升趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、半导体行业周期复苏, 先进封装构建更强未来

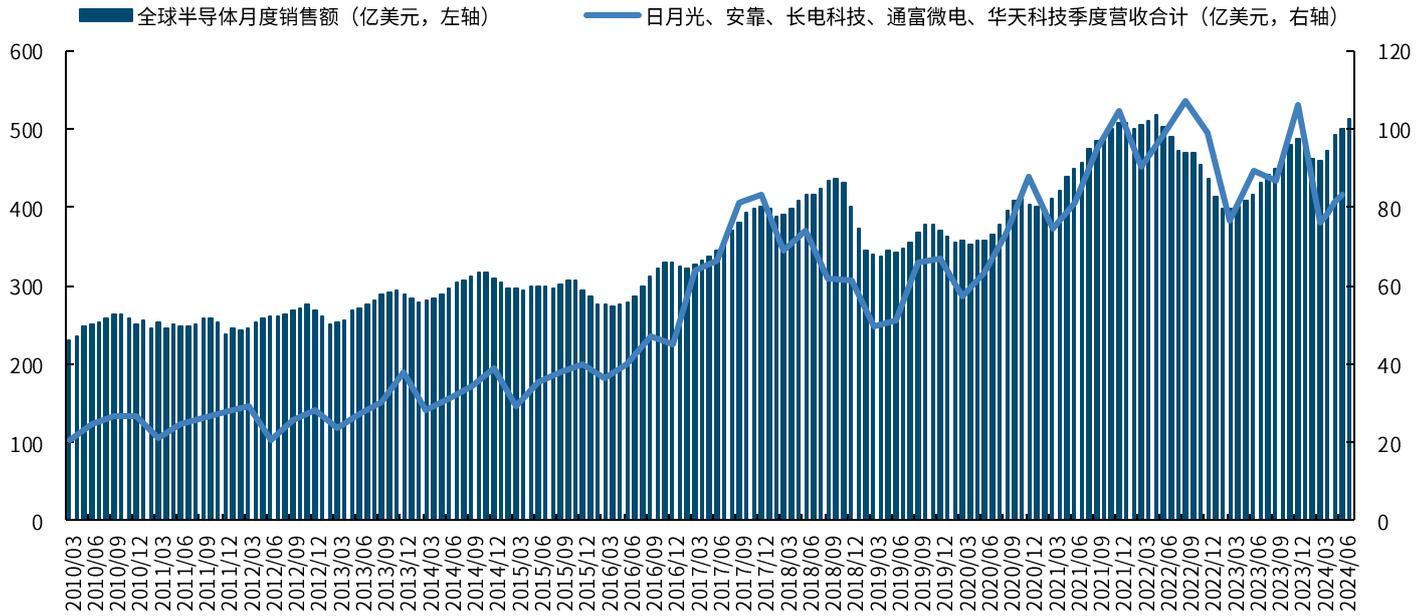
### 2.1 行业持续复苏与增长, 公司海外业务确定性强

封测厂营收与半导体销售额呈高度拟合关系。封测环节在半导体产业链中相对靠后, 封测厂的产品将产业链最终产品进入设计厂商库存。因此, 在库存水位较高的情况下, 受 IC 设计厂商砍单影响, 封测厂商业绩会出现明显下滑; 但若下游需求好转, IC 设计厂商会优先向封测厂商加单, 加工处理之前积累的未封装晶圆, 进而推动整体产业链从底部实现反转。从规模上看, 全球龙头半导体封测厂营收变化趋势与全球半导体销售额基本保持一致。

半导体景气度逐渐恢复, 销售额有望重新进入上行阶段。半导体销售额整体趋势显示, 在 2010 年到 2023 年的时间跨度内, 行业共经历了两个明显的增长周期, 目前面临新的增长开端。季度规律显示, 销售额在第一季度和第四季度较高, 在第二季度和第三季度相对较低, 符合传统电子产品和制造业的季节性波动。随着终端出货量的改善和库存压力减轻, 半导体行业将迎来下游需求的逐渐回暖, 半导体行业的景气度有望逐渐恢复。



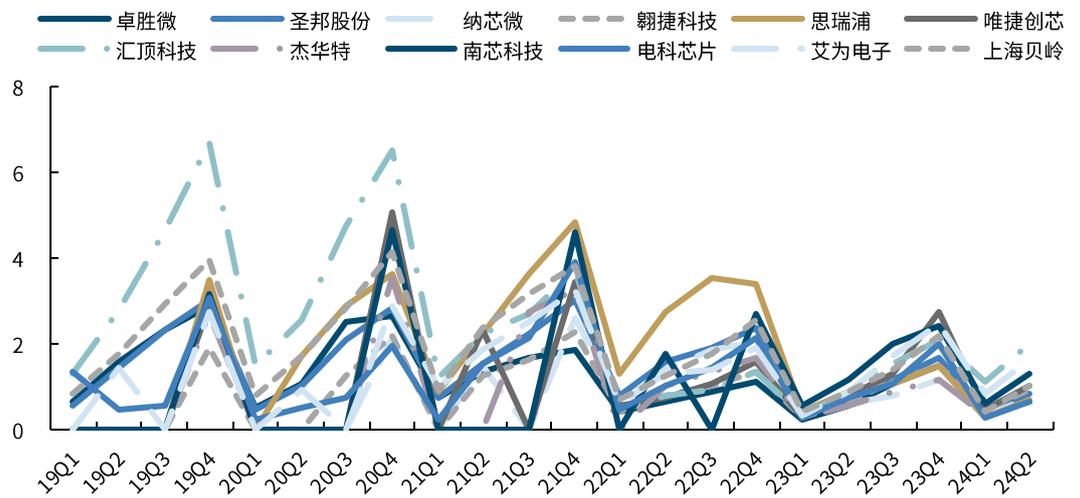
图表15: 封测厂业绩情况与半导体销售额拟合程度高, 封测复苏拐点已至



来源: Wind, 国金证券研究所

国内半导体产业链库存周转率好转, 下游需求稳步向上。从供给端来看, 2023 年半导体芯片库存压力较大, A 股模拟和数字芯片设计厂商 23Q2 库存周转率平均为 0.75 次和 0.60 次。2024 年下游需求恢复, A 股模拟和数字芯片设计厂商 24Q2 库存周转率出现修复, 平均为 0.99 次和 0.68 次。24H2 行业将进入旺季, 预计全年库存周转率将保持恢复态势。

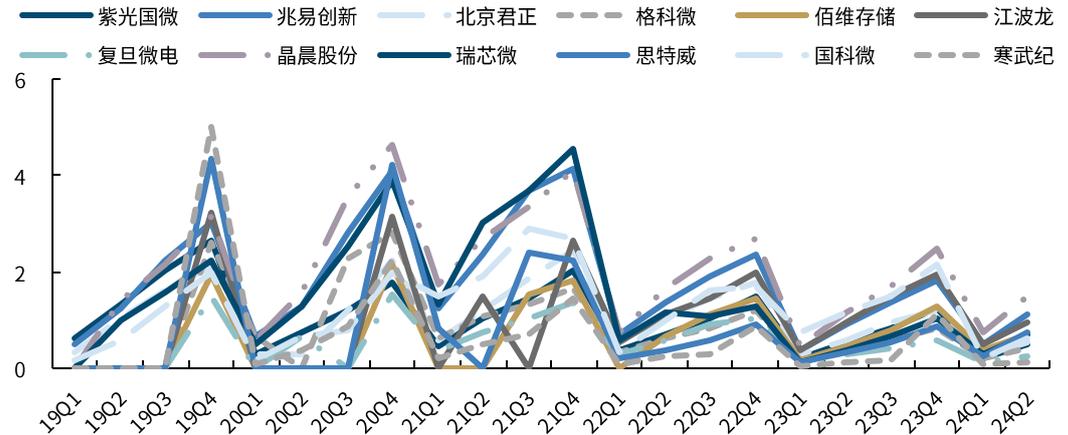
图表16: 国内部分模拟芯片设计公司库存周转率 24Q2 同比向好 (单位: 次)



来源: Wind, 国金证券研究所



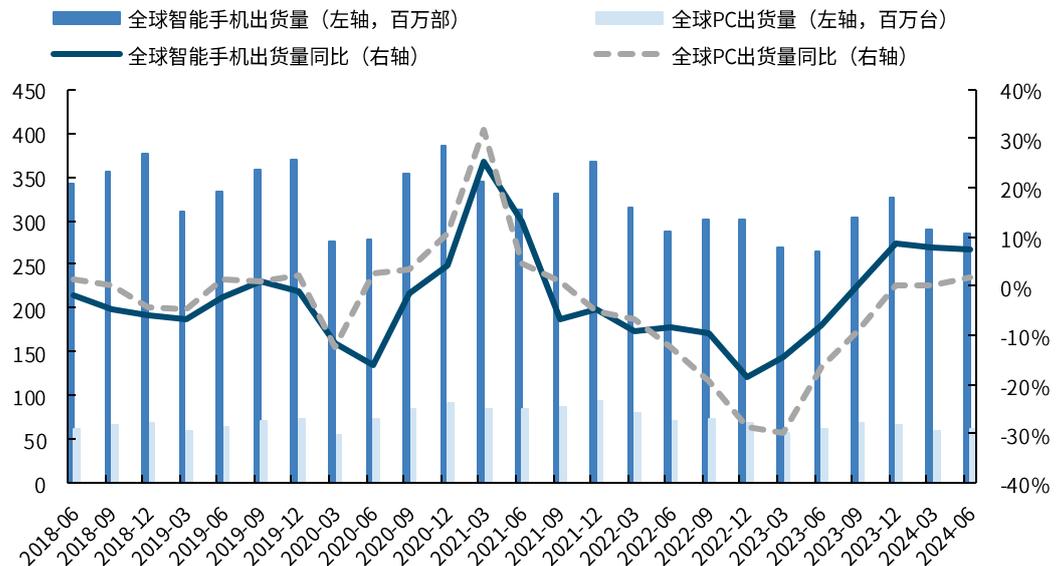
图表17: 国内部分数字芯片设计公司库存周转率 24Q2 同比向好 (单位: 次)



来源: Wind, 国金证券研究所

从需求端来看, AI 给电子行业带来了新的生机和活力, 终端市场出货量呈现好转趋势, 为行业景气度释放积极信号。2023 年下半年手机和 PC 市场的出货量已逐渐摆脱低迷状态, 根据 Counterpoint 数据, 2023Q4 全球智能手机出货量同比+7%, 达到 3.232 亿台, 24 年上半年继续延续正增长态势。据 Gartner 数据, 2023Q4 全球 PC 出货量总计 6330 万台, 同比+0.3%。展望未来, 端侧 AI 的落地有望为消费电子带来新一轮换机需求。

图表18: 消费电子终端表现低迷, AI 有望催生新一轮换机需求

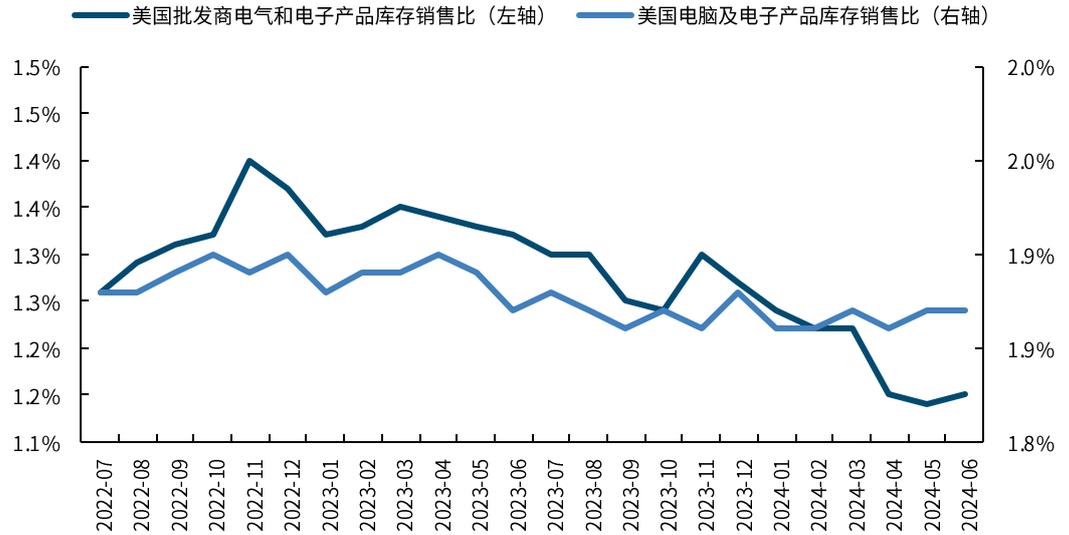


来源: Wind, 国金证券研究所

海外下游库销比持续下降, 电子产品需求旺盛。2024 年 5 月美国电子电气产批发商库销比为 1.17%, 商品库销比保持稳定, 均处于较低水平。美国电子电气市场的消费需求正在上升, 批发零售端将进入补库周期。



图表19: 美国库存比持续下降, 海外市场进入补库周期



来源: Wind, 国金证券研究所

公司 2024H2 有望受益于硬件换机需求。6 月 11 日苹果首个生成式 AI 大模型 Apple Intelligence 正式登场, 测试版将于今年秋季作为 iOS 18、iPadOS 18 和 macOS Sequoia 的内置功能推出。公司下游以手机等通讯、消费电子类产品为主, 2023H2 主要以去库存为主, 业绩增速表现一般。2024 年消费电子创新和需求复苏有望提升公司业绩。

图表20: 苹果全力进军 AI, 公司有望受益于消费电子创新和需求复苏



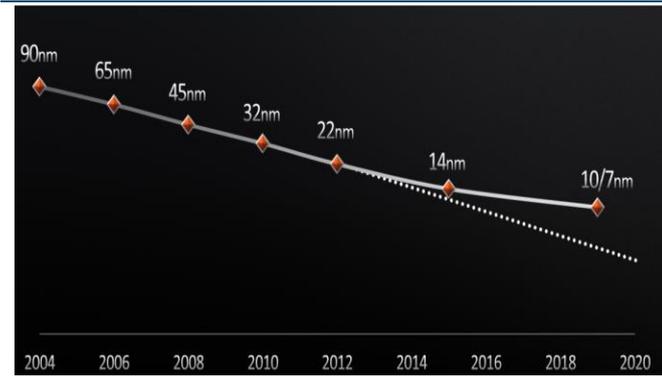
来源: 苹果官网, 国金证券研究所

## 2.2 后摩尔时代, 封装市场规模稳定增长, 先进封装为主要驱动力

随着摩尔定律演进, 技术研发成本不断攀升, 研发周期延长, 先进封装技术的重要性日益凸显。这一技术不仅能有效解决异质高密度集成的挑战, 更能提升系统性能并降低成本。当前先进制程工艺制成尺寸逼近物理极限 (3nm 至 1nm), 摩尔定律所带来的每 1.5-2 年晶体管数量翻倍、性能提升或成本降低的效应逐渐减弱。这一趋势表明摩尔定律放缓, 集成电路产业面临新的挑战。芯片上容纳的晶体管数量不断增加, 单位数量晶体的成本下降幅度却在持续降低, IBS 统计数据 displays, 从 16nm 到 10nm, 每 10 亿颗晶体的成本降低了 23.5%, 而从 5nm 到 3nm 的成本下降仅为 4%。摩尔定律的成本效应愈发显著, 先进封装技术成为产业发展的新焦点。



图表21: 摩尔定律放缓



图表22: 单位数量晶体管成本对比

制程 (nm)	芯片面积 (nm <sup>2</sup> )	晶体管数量 (十亿个)	每十亿个晶体管的成本 (\$)
16	125	3.3	4.98
10	87.66	4.3	3.81
7	83.27	6.9	2.65
5	85	10.5	2.25
3	85	14.1	2.16

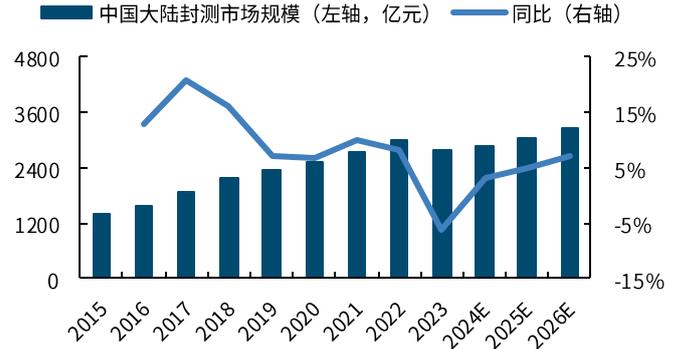
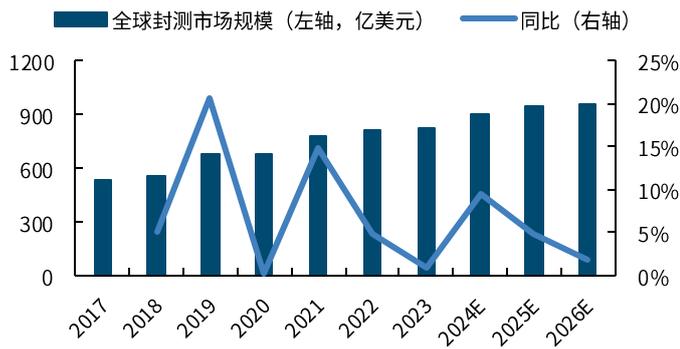
来源: The Next Platform, 国金证券研究所

来源: IBS、芯智讯、国金证券研究所

集成电路封测市场规模逐年增长。据 Yole 及集微咨询数据, 2022 年全球封测市场规模为 815.0 亿美元, 同比增长 4.9%, 预计到 2026 年市场规模有望达 961.0 亿美元, 2022 年-2026 年 CAGR 为 4.2%。中国大陆作为封测产业的三大市场之一, 市场规模呈增长趋势。据中国半导体行业协会以及集微咨询数据, 2022 年中国大陆封测市场规模为 2995.0 亿元, 预计到 2026 年市场规模有望达 3248.4 亿元。

图表23: 2026 年全球封测市场规模将达 961 亿美元

图表24: 2026 年中国大陆封测市场规模将达 3248 亿元



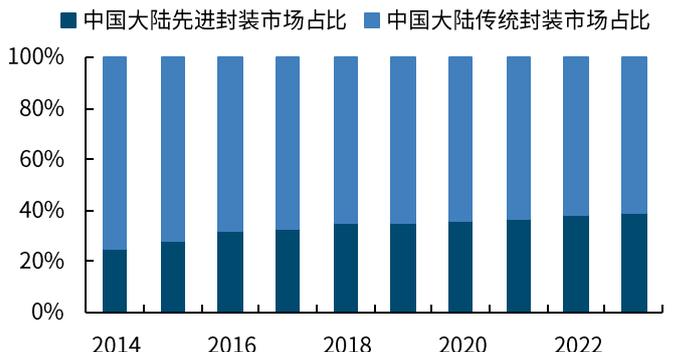
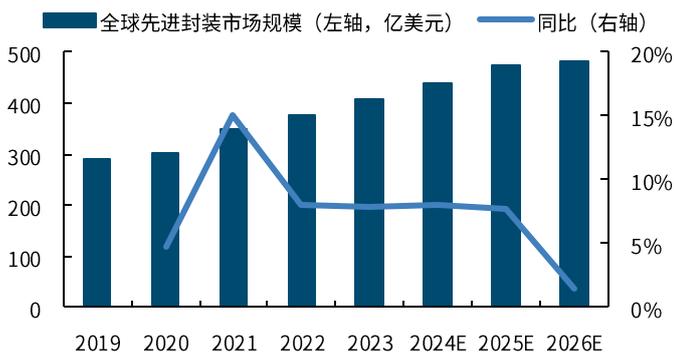
来源: Yole, 集微咨询, 国金证券研究所

来源: 中国半导体行业协会, 集微咨询, 国金证券研究所

先进封装市场规模及占比持续提升, 中国大陆先进封装占比有望不断提高。据 Yole 及集微咨询数据, 预计到 2026 年, 全球先进封装市场规模将达到 482.0 亿美元, 2022 年至 2026 年的复合年增长率为 6.3%, 先进封装占比有望超过 50%。中国大陆的先进封装市场规模快速成长, 据中国半导体行业协会统计及集微咨询数据, 2020 年中国大陆先进封装市场规模为 903 亿元, 市场占比仅为 36%, 预计 2023 年中国先进封装市场规模将达 1330 亿元, 2020-2023 年 4 年的复合增长率约为 13.8%。目前, 国内先进封装市场占比为 39.0%, 与全球先进封装市场占比 (48.8%) 相比仍有较大差距, 有较大提升潜力。

图表25: 2026 年全球先进封装市场渗透率将超过 50%

图表26: 中国大陆先进封装市场渗透率较低



来源: Yole, 集微咨询, 国金证券研究所

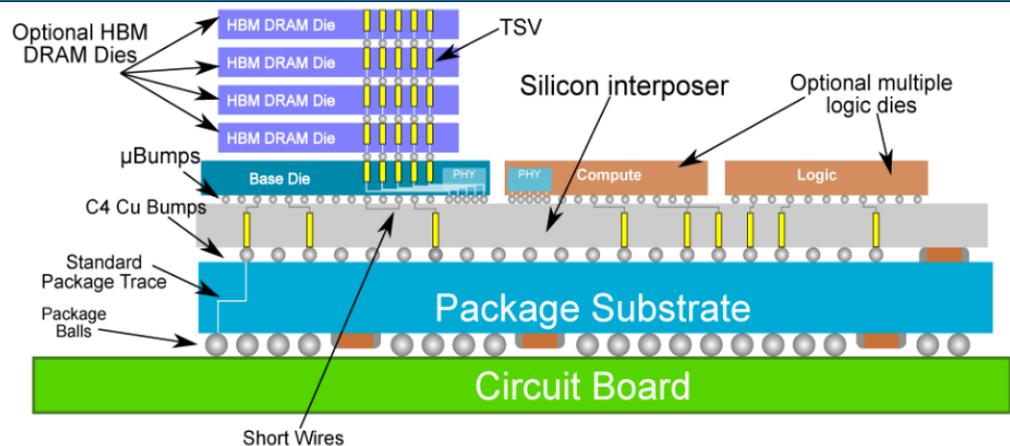
来源: 集微咨询, 国金证券研究所



CoWoS (Chip on Wafer on Substrate) 是台积电 2011 年推出的首个 2.5D 先进封装技术，包括 CoWoS-S、CoWoS-R 和 CoWoS-L 三类。

- CoWoS-S 包括 CoW 和 oS 两部分，芯片间通过 CoW 工艺与硅晶圆相连，再通过凸块将 CoW 芯片与基板相连。该技术用微凸块和硅穿孔工艺代替传统引线键合，将不同功能的芯片堆叠在同一个硅中介层上实现互联，具有缩小封装尺寸、降低功耗、提升系统性能的优点。
- CoWoS-R 是扇出型晶圆级封装，该技术利用 RDL 内插件实现芯片间的互连(常用于 HBM 和 SoC 的异构集成)，RDL 重布线层由聚合物和铜线组成，具有较高的机械灵活性。这种灵活性提高了 C4 连接的完整性，可以扩大封装尺寸以满足更复杂的功能需求。
- CoWoS-L 是扇出型晶圆级封装，它结合了 CoWoS-S 和 InFO 技术的优点，通过使用带有 LSI (局部硅互连) 芯片的互插器实现芯片间的互连，并通过 RDL 层实现电源和信号传输，集成最为灵活。

图表27: 台积电 CoWoS 结构示意图

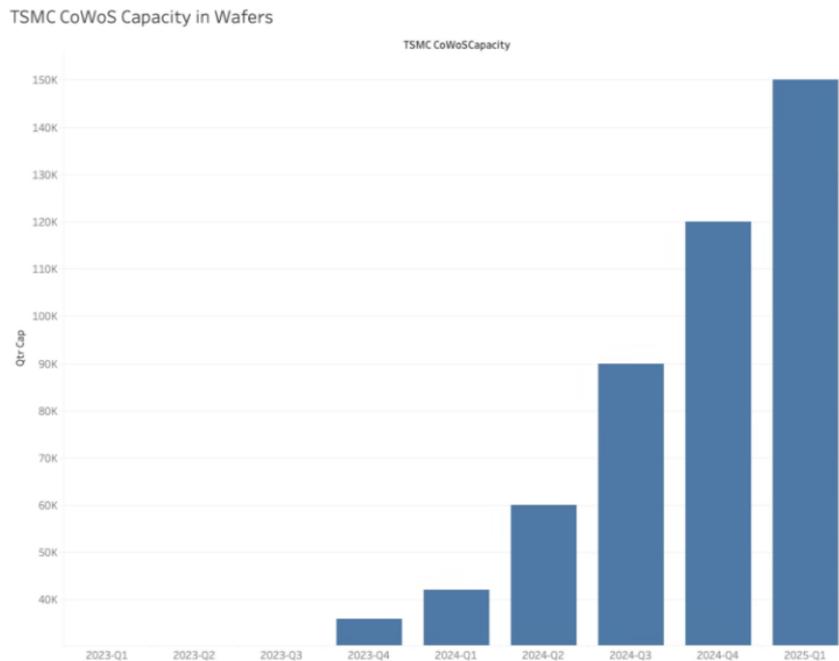


来源: Semiwiki, 国金证券研究所

AI 需求旺盛，CoWoS、HBM 等先进封装供不应求。目前台积电所有 AI 和 HPC 客户都需要先进的封装，以便在中介层上集成高带宽内存，英伟达、AMD 的 AI 芯片都采用了台积电 CoWoS 先进封装方案。8 月台积电宣布已与群创光电签订合同购买南科厂房及基础设施以扩充 CoWoS 产能，尽管台积电正在增加尽可能多的先进封装技术，但产能仍未满足需求。台积电宣布计划以超过 60% 的复合年增长率扩大 CoWoS 产能，至少到 2026 年为止。



图表28: 受益于 AI 需求, 台积电 CoWoS 供不应求



来源: Semiwiki, 国金证券研究所

### 三、先进封装平台布局：突破大算力大存储挑战，实现全球化市场扩展

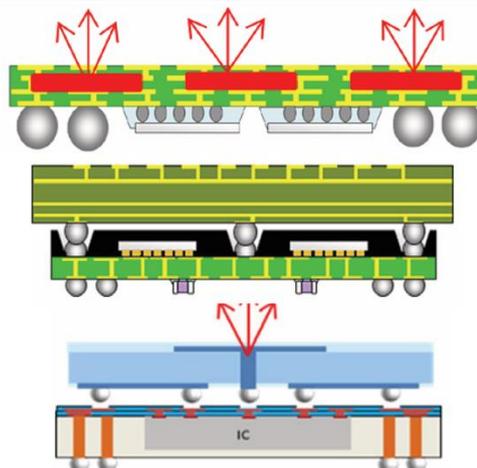
#### 3.1 公司产品下游应用领域丰富，内生外延驱动产业升级

公司在先进封装技术方面全面布局，尤其是高密度 SiP、大尺寸倒装技术及晶圆级封装技术，相关收入占据公司总收入超过三分之二。在产品和技术应用方面，公司专注于高性能封装技术的发展，涉足 Chiplet 技术、2.5D/3D 封装、晶圆级封装 (WLP) 和高密度异构集成等关键领域。

最近几年，公司加速向市场需求增长显著的汽车电子、高性能计算、存储、5G 通信等高附加值市场的战略布局，持续聚焦高性能封装技术高附加值应用，进一步提升核心竞争力。

- 通信：公司在 5G 毫米波 FCBGA 封装测试技术上已累积十余年经验，具备从 12x12mm 到 77.5x77.5mm 全尺寸 FCBGA 量产能力。2023 年，公司已大规模生产面向 5G 毫米波市场的射频前端模组和 AiP 模组，并在客户中率先引入 5G 毫米波 L-PAMiD 产品和测试的量产方案，同时在海外市场实现了 5G 毫米波的商用。

图表29: 通信领域相关技术--Antenna-in-Package-SiP Laminate eWLB

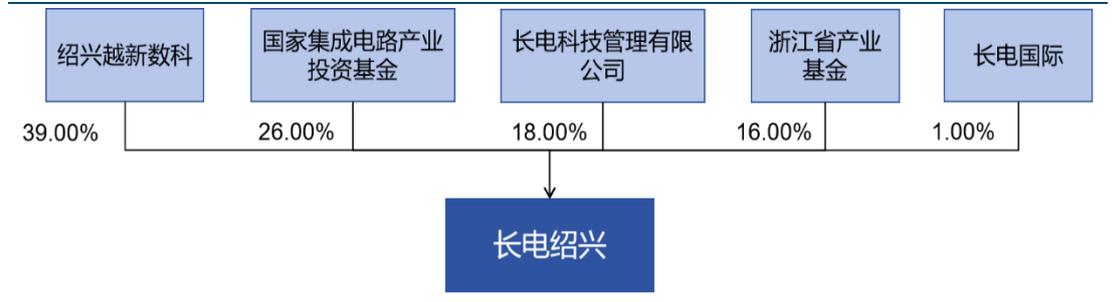


来源: 公司官网, 国金证券研究所



公司参股 19%的长电绍兴，聚焦先进封装产线。长电绍兴于 2019 年成立，从事 300mm 集成电路中道晶圆级先进封装的研发及量产，2021 年一期项目结项，项目导入 HDFO（高密度扇出封装）业务，完全达产后可形成 12 英寸晶圆级先进封装 48 万片的年产能，产品主要面向 5G 通信、人工智能、高性能计算机及自动驾驶等方面的应用。

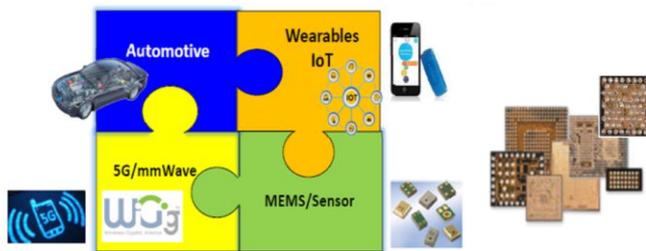
图表30：公司间接控股长电绍兴股份 19%



来源：Wind，国金证券研究所

长电绍兴聚焦先进封装，主要封装技术包括 eWLB、HDFO、2.5DSiP、3D SiC、3DSiP 等。长电绍兴封装技术主要面向高 I/O 数、高密度的异质整合封装需求，如高性能 CPU/GPU 及其与高带宽存储芯片的整合封装，网络芯片封装，高性能 FPGA 产品封装等，服务于高性能计算、5G 通信等终端应用。此外，该技术还应用于汽车自动驾驶雷达、可穿戴设备、医疗器件等。2023 年 6 月长电绍兴项目发布最新 FO-AiP 东湖晶圆级异构集成技术，借助晶圆级封装技术实现多种芯片的异构集成。该技术广泛应用于汽车智能驾驶、IOT 毫米波传感、星链通讯等领域，涵盖汽车、物联网、卫星等多个创新领域。

图表31：长电绍兴产品应用于汽车自动驾驶雷达、可穿戴设备、医疗器件及传感器封装等



图表32：长电绍兴产品应用于高性能 CPU/GPU/FPGA、搞带宽存储芯片等



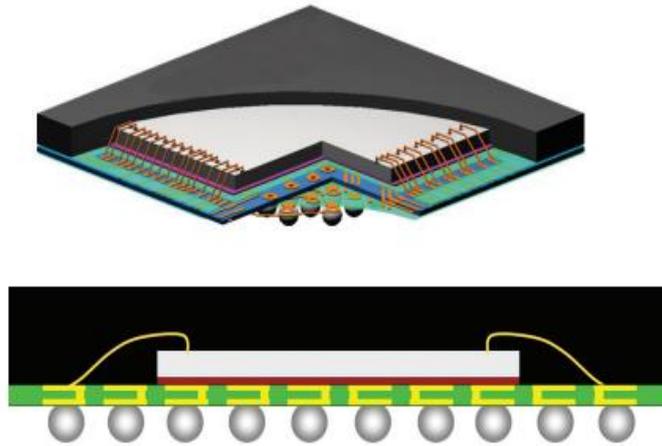
来源：长电绍兴官网，国金证券研究所

来源：长电绍兴官网，国金证券研究所

- 汽车电子:公司设有专门的汽车电子事业中心,产品类型已覆盖智能座舱、智能网联、ADAS、传感器和功率器件等多个应用领域。目前海内外八大生产基地都有车规产品开发和量产布局,并积极与 Tire1/OEM 厂商建立战略伙伴关系。2023 年 4 月,公司与上海临港合资成立公司,于上海自由贸易试验区临港新片区建立汽车芯片成品制造封测生产基地;12 月,公司与宁德时代签订合作协议,进一步推动汽车电子领域和新能源汽车产业的蓬勃发展;2024 年 6 月,国家大基金二期正式入股长电科技汽车电子公司



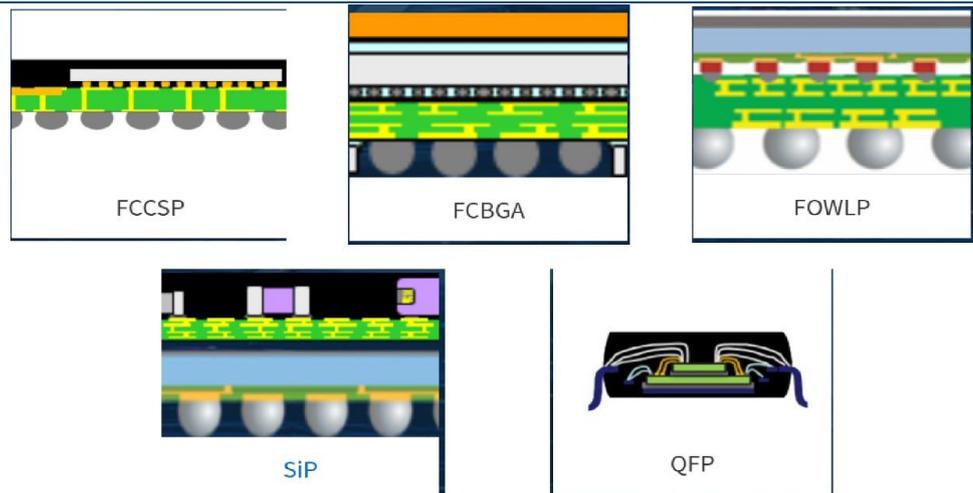
图表33: 汽车电子领域相关技术—FBGA



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 高性能计算: 公司将研发投入到高密度多层重布线扇外型封装技术 FO-MCM, 该技术可以提供稳定高良率的产出。公司提供全方位 AI 人工智能/IoT 物联网解决方案, 国内厂区涵盖了封装行业的大部分通用封装测试类型及部分高端封装类型, 且产能充足、交期短、质量好(良率均能达到 99.9%以上)。

图表34: 高性能计算相关技术



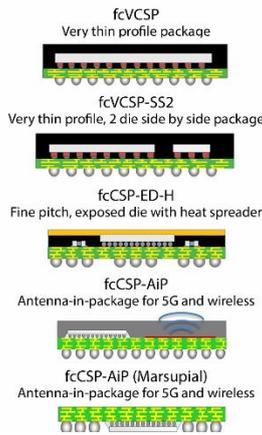
来源: 公司官网, 国金证券研究所

据 semi 报道, 2024 年 7 月, 江苏省重大项目长电微电子晶圆级微系统集成高端制造项目(一期)完成了规划核实工作, 后续将正式竣工投产。长电微电子晶圆级微系统集成高端制造项目一期建成后, 可达年产 60 亿颗高端先进封装芯片的生产能力。项目聚焦全球领先的 2.5D/3D 高密度晶圆级封装等高性能封装技术, 提供从封装协同设计到芯片成品生产的一站式服务。

- 存储: 持续加注研发, 积极寻求外延机会。公司服务覆盖 DRAM、Flash 等各种存储芯片, 目前已积累 20 多年存储封装量产经验, 16 层 NAND Flash 堆叠、35 μm 超薄芯片制程能力、Hybrid 异型堆叠等存储封装技术均处于国内行业领先的地位。

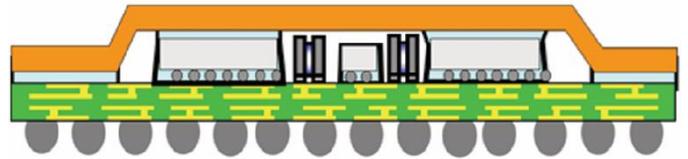


图表35: 存储领域相关技术—fcCSP



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表36: 存储领域相关技术—fcBGA SiP

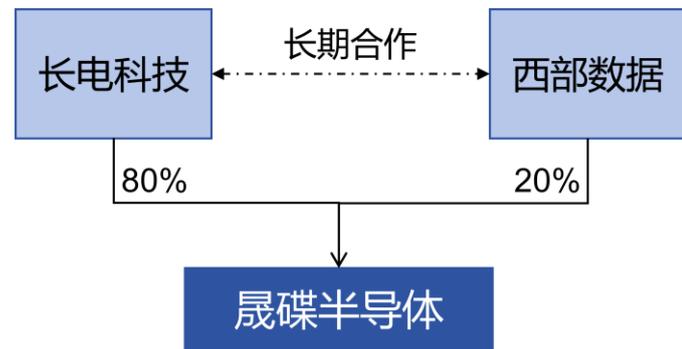


来源: 公司官网, 国金证券研究所

2024年8月, 公司之前宣布的以现金方式收购晟碟半导体(上海)有限公司80%的股权交易已经得到了上海市闵行区规划和自然资源局的批准。本次交易的出售方母公司西部数据是全球领先的存储器厂商, 晟碟将成为公司与西部数据分别持股80%/20%的合资公司, 本次交易完成之后, 有助于公司与西部数据建立起更紧密的战略合作关系, 增强客户黏性。

晟碟半导体主要从事先进闪存存储产品的封装和测试, 产品类型主要包括 iNAND 闪存模块、SD、MicroSD 存储器等。晟碟半导体 2022 年及 23H1 收入分别为 34.98 亿、16.05 亿元, 净利润为 3.57 亿、2.22 亿元, 对应净利率为 10.2%、13.8%。

图表37: 收购完成后晟碟半导体股权结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表38: 晟碟半导体主要从事先进闪存存储产品的封装



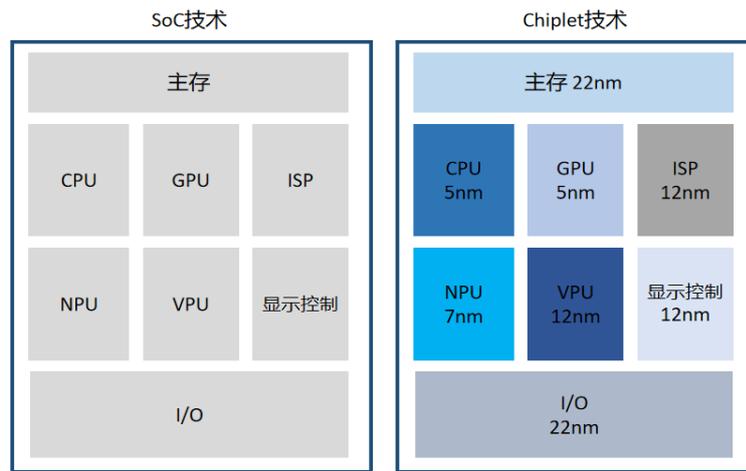
来源: SanDisk 官网, 国金证券研究所

### 3.2 公司作为 Chiplet 技术先驱, 持续致力于技术深耕和研发实力的提升

公司在 Chiplet 技术方面处于领先地位, 通过多芯片架构显著提升晶体管数量和计算能力, 满足高性能计算的需求。Chiplet 作为 AIGC 时代下的关键技术之一, 通过同构扩展和异构集成等方案, 显著提升了晶体管数量和算力, 满足了大数据、大模型和大算力的需求。目前, 公司在 2.5D、3D Chiplet 中高速互联封装连接等方面取得了突破, 预计将提升封装价值量, 为产业带来更高的弹性和增长潜力。同时, 公司已稳定量产 XDF01® Chiplet 工艺, 并设立工业和智能应用事业部, 专注人工智能领域, 为未来产业升级提供支持。



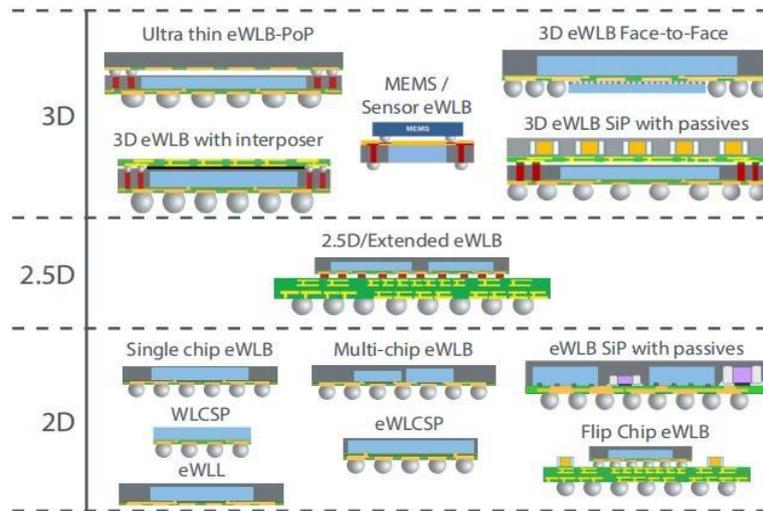
图表39: Chiplet 技术相比 SoC 技术每个模块可以采用不同的工艺



来源: 芯原股份 2023 年报, 国金证券研究所

2.5D、3D、Chiplet 高速互联封装连接取得突破。公司积极推动传统封装技术的突破, 率先在晶圆级封装、倒装芯片互连、硅通孔(TSV)等领域中采用多种创新集成技术, 开发差异化的解决方案。2.5D 技术方面, 公司 2.5D eWLB 利用 eWLB 中介层实现高密度互连, 提供高效散热和快速处理速度, 实现高带宽的 3D 集成。公司的 EOL 集成 2.5D 封装具备成熟的 MEOL TSV 集成经验, 专注于经济高效的高产量制造, 使 TSV 成为可行的商业解决方案。3D 集成技术方面, 公司面对面 eWLB-PoP 配置通过 eWLB 模塑层, 在应用处理器和存储器芯片之间提供直接的垂直互连, 实现高带宽、极细间距的结构, 其性能不逊色于 TSV 技术。

图表40: 公司 2.5D/3D eWLB 封装技术布局情况

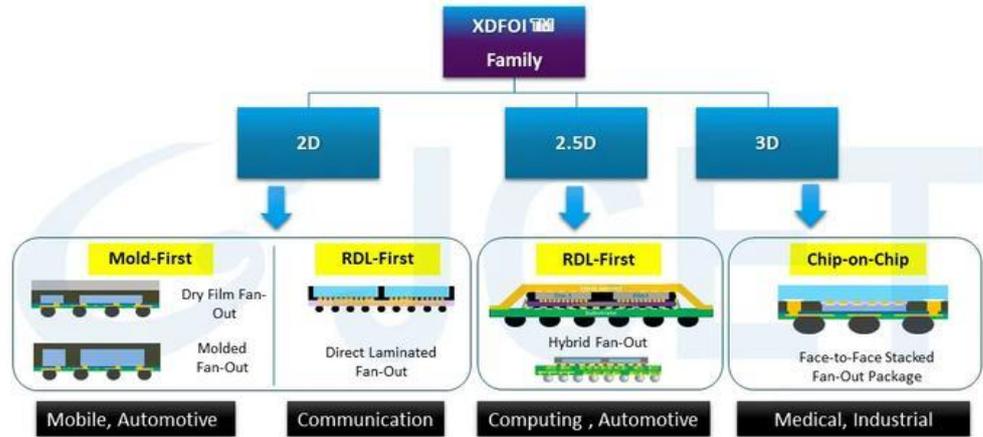


来源: 公司官网, 国金证券研究所

XDF01<sup>®</sup> Chiplet 工艺实现稳定量产。XDF01<sup>®</sup>技术是一项面向 Chiplet 的高密度、多扇出型封装的高度异构集成解决方案。利用协同设计理念, XDF01<sup>®</sup>技术实现了芯片成品的集成与测试一体化, 覆盖 2D、2.5D、3D 集成技术。在 2D MCM 方案中, XDF01<sup>®</sup>技术展现出成熟性, 并在硅槽和硅孔方案的开发上不断取得进展。通过同构扩展和异构集成, XDF01<sup>®</sup>提升了晶体管数量和算力, 满足了大数据、大模型和大算力的需求, 成为国内厂商与国际先进厂商竞争的关键优势。



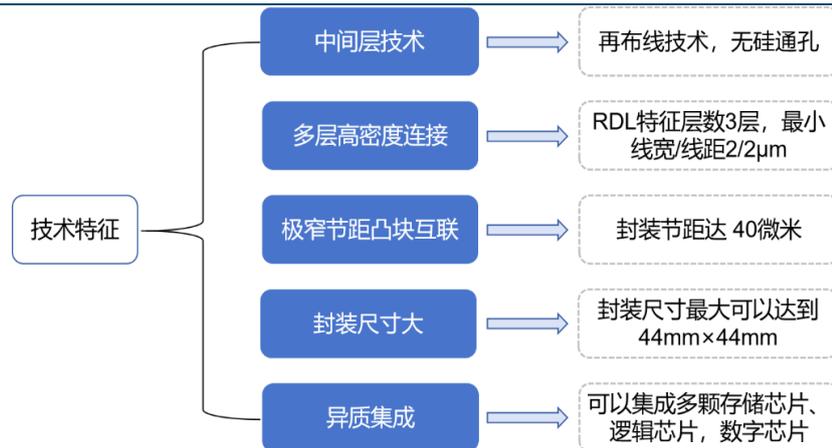
图表41: 公司面向 Chiplet 异构集成应用推出 XDF01®系列解决方案



来源: 公司公众号, 国金证券研究所

XDF01®-2.5D 是一种新型 TSV-less 超高密度晶圆级封装技术, 因此, 其在系统成本、封装尺寸上都具有一定优势。在设计上, 该技术可实现 3-4 层高密度的走线, 其线宽/线距最小可达 2 μm。此外, XDF01 技术所运用的极窄节距凸块互联技术, 支持在其内部集成多颗芯片、高带宽内存和无源器件。这些优势可为芯片异构集成提供高性价比、高集成度、高密度互联和高可靠性的解决方案。

图表42: XDF01®-2.5D 在系统成本、封装尺寸上具有优势



来源: 公司公众号, 国金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

收入预测: 根据 Gartner 预测, 半导体销售额有望重新进入上行趋势。半导体封测在产业链中的位置属于靠后环节。因此, 下游开始拉货将有望率先传导至半导体封测环节, 封测景气度有望进入上行阶段。在不考虑收购晟碟的影响, 我们预测: 1) 通讯电子: 受益于上半年补库需求及消费电子融合 AI 拉动换机需求, 我们预测公司 24-26 年通讯电子业务收入分别为 151.13 亿元、167.31 亿元、183.89 亿元, 同比+16.3%、10.7%、9.9%。2) 消费电子: 消费电子行业出现复苏迹象, 我们预测公司 24-26 年消费电子业务收入分别为 79.33 亿元、81.52 亿元、83.57 亿元, 同比+6.1%、2.8%、2.5%。3) 运算电子: 在 AI 大趋势下, 公司运算电子业务需求旺盛, 我们预测公司 24-26 年运算电子业务收入为 52.71 亿元、58.84 亿元、64.17 亿元, 同比+25.1%、11.6%、9.1%。4) 工业及医疗电子: 工业及医疗电子客户进入去库阶段较晚, 整体补库节点靠后。我们预测公司 24-26 年工业及医疗电子业务收入为 27.16 亿元、28.81 亿元、30.92 亿元, 同比+4.1%、6.1%、7.3%。5) 汽车电子: 公司临港的汽车芯片封测基地预计将在 2025 年初建成并投产。我们预测公司汽车电子业务增速较快, 公司 24-26 年汽车电子业务收入为 36.32 亿元、51.28 亿元、67.59 亿元, 同比+55.0%、41.2%、31.8%。预计 2024-2026 年公司总营收达到 346.65 亿



元、387.76 亿元、430.14 亿元，同比+16.9%、+11.9%、+10.9%。

毛利率预测：2023 年受国内外客户需求不振影响，公司产能利用率下降，毛利率表现承压。公司持续优化其业务结构，聚焦高附加值应用领域，设立了专业汽车电子芯片成品制造工厂，同时扩大存储领域布局，不断推进高性能封装技术。此外，受益于国内外芯片设计公司拉货，公司稼动率持续回暖，毛利率持续改善。我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 13.9%、14.2%、15.1%。

公司费用率整体保持平稳。我们预测公司 2024-2026 年销售费用率分别为 0.6%/0.6%/0.6%。公司核心管理团队稳定，管理费用率保持可控，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 2.4%/2.3%/2.3%。公司重视研发，持续保持高额研发投入，预计 2024-2026 年研发费用率分别为 4.7%/4.6%/4.7%。

图表43：公司分下游领域营收拆分（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	337.62	296.61	346.65	387.76	430.14
yoy	10.7%	-12.1%	16.9%	11.9%	10.9%
毛利率	17.0%	13.7%	13.9%	14.2%	15.1%
分下游领域拆分					
通讯电子	132.68	129.92	151.13	167.31	183.89
yoy		-2.1%	16.3%	10.7%	9.9%
占比	39.3%	43.8%	43.6%	43.1%	42.8%
消费电子	98.92	74.75	79.33	81.52	83.57
yoy		-24.4%	6.1%	2.8%	2.5%
占比	29.3%	25.2%	22.9%	21.0%	19.4%
运算电子	58.74	42.12	52.71	58.84	64.17
yoy		-28.3%	25.1%	11.6%	9.1%
占比	17.4%	14.2%	15.2%	15.2%	14.9%
工业及医疗电子	32.41	26.10	27.16	28.81	30.92
yoy		-19.5%	4.1%	6.1%	7.3%
占比	9.6%	8.8%	7.8%	7.4%	7.2%
汽车电子	14.85	23.43	36.32	51.28	67.59
yoy		57.8%	55.0%	41.2%	31.8%
占比	4.4%	7.9%	10.5%	13.2%	15.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 4.2 投资建议及估值

预测公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 20.70/26.13/32.75 亿元，EPS 分别为 1.16/1.46/1.83 元，对应 PE 分别为 25.44/20.15/16.08 倍。我们选取通富微电、华天科技、晶方科技以及甬矽电子作为可比公司，截至 2024 年 9 月 9 日，根据 Wind 一致预期，4 家可比公司 2025 年市盈率平均数为 27 倍，我们给予公司 2025 年 30xPE 估值，目标市值 783.9 亿元，对应目标价格为 43.8 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。


**图表44：可比公司估值比较**

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
002156	通富微电*	18.50	0.33	0.11	0.62	0.83	1.05	49.68	206.91	29.93	22.42	17.58
002185	华天科技*	7.51	0.24	0.07	0.19	0.31	0.42	35.23	120.63	40.12	24.47	18.05
603005	晶方科技*	17.57	0.35	0.23	0.45	0.61	0.77	53.18	95.48	38.74	28.72	22.81
688362	甬矽电子*	17.03	0.34	-0.23	0.16	0.53	0.93	64.31	-114.33	106.68	32.23	18.39
平均数								50.60	77.17	53.87	26.96	19.21
600584	长电科技	29.42	1.82	0.82	1.16	1.46	1.83	12.70	36.32	25.44	20.15	16.08

来源：Wind，国金证券研究所，（注：标\*公司估值采用 Wind 一致预测，数据截至 2024 年 9 月 9 日）

## 五、风险提示

**外部贸易环境变化：**公司的客户群分布在全球范围，其中美国市场为主要客户来源，占据了超半数的营收占比，应警惕贸易摩擦和地缘政治风险。

**行业景气恢复不及预期风险：**公司下游目前主要集中于消费电子、工业等领域。当前消费电子终端表现疲软，若后续下游复苏不及预期，可能会对公司业绩产生不利影响。

**行业竞争加剧的风险：**半导体行业竞争激烈，更多 IDM、Fab 厂布局先进封装产能，若后续先进封装赛道布局玩家过多，可能会造成行业竞争加剧的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>30,502</b>	<b>33,762</b>	<b>29,661</b>	<b>34,665</b>	<b>38,776</b>	<b>43,014</b>	货币资金	2,761	2,459	7,325	6,603	7,632	9,670	
增长率	10.7%	10.7%	-12.1%	16.9%	11.9%	10.9%	应收款项	4,376	3,809	4,310	4,438	4,663	5,173	
主营业务成本	-24,887	-28,010	-25,612	-29,833	-33,254	-36,502	存货	3,193	3,152	3,196	3,678	3,827	4,000	
%销售收入	81.6%	83.0%	86.3%	86.1%	85.8%	84.9%	其他流动资产	3,087	4,724	2,789	2,829	3,192	3,542	
毛利	5,615	5,752	4,049	4,832	5,522	6,512	流动资产	13,417	14,143	17,619	17,547	19,314	22,385	
%销售收入	18.4%	17.0%	13.7%	13.9%	14.2%	15.1%	%总资产	36.2%	35.9%	41.4%	41.1%	43.0%	46.5%	
营业税金及附加	-77	-90	-106	-104	-147	-138	长期投资	1,318	1,334	1,260	1,210	1,281	1,371	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	固定资产	19,085	20,325	19,797	20,047	20,371	20,489	
销售费用	-195	-184	-206	-215	-233	-249	%总资产	51.4%	51.6%	46.5%	46.9%	45.4%	42.5%	
%销售收入	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	2,470	2,720	2,928	2,937	2,957	2,987	
管理费用	-1,042	-900	-751	-832	-892	-989	非流动资产	23,682	25,264	24,960	25,166	25,562	25,779	
%销售收入	3.4%	2.7%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	%总资产	63.8%	64.1%	58.6%	58.9%	57.0%	53.5%	
研发费用	-1,186	-1,313	-1,440	-1,629	-1,784	-2,022	<b>资产总计</b>	<b>37,099</b>	<b>39,408</b>	<b>42,579</b>	<b>42,714</b>	<b>44,876</b>	<b>48,164</b>	
%销售收入	3.9%	3.9%	4.9%	4.7%	4.6%	4.7%	短期借款	3,245	4,269	3,187	1,456	1,165	1,188	
息税前利润 (EBIT)	3,116	3,265	1,547	2,052	2,466	3,114	应付款项	6,291	5,352	5,359	6,262	6,837	7,529	
%销售收入	10.2%	9.7%	5.2%	5.9%	6.4%	7.2%	其他流动负债	1,805	1,412	1,136	1,222	1,349	1,584	
财务费用	-206	-126	-192	-143	-74	1	流动负债	11,341	11,033	9,682	8,940	9,352	10,301	
%销售收入	0.7%	0.4%	0.6%	0.4%	0.2%	0.0%	长期贷款	3,751	2,721	5,777	5,377	4,877	4,377	
资产减值损失	-245	-223	-78	0	0	0	其他长期负债	1,006	1,010	970	445	351	273	
公允价值变动收益	-12	-37	18	0	0	0	负债	16,099	14,765	16,428	14,762	14,579	14,950	
投资收益	315	128	2	50	100	100	<b>普通股股东权益</b>	<b>20,991</b>	<b>24,643</b>	<b>26,066</b>	<b>27,867</b>	<b>30,211</b>	<b>33,128</b>	
%税前利润	9.9%	3.9%	0.1%	2.2%	3.5%	2.8%	其中：股本	1,780	1,780	1,789	1,789	1,789	1,789	
营业利润	3,170	3,246	1,520	2,200	2,772	3,495	未分配利润	4,334	7,154	8,239	10,041	12,385	15,302	
营业利润率	10.4%	9.6%	5.1%	6.3%	7.1%	8.1%	少数股东权益	9	0	86	86	86	86	
营业外收支	0	46	2	50	50	45	<b>负债股东权益合计</b>	<b>37,099</b>	<b>39,408</b>	<b>42,579</b>	<b>42,714</b>	<b>44,876</b>	<b>48,164</b>	
税前利润	3,171	3,291	1,522	2,250	2,822	3,540	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	10.4%	9.7%	5.1%	6.5%	7.3%	8.2%	<b>每股指标</b>							
所得税	-210	-60	-52	-180	-209	-266	每股收益	1.663	1.816	0.822	1.157	1.460	1.830	
所得税率	6.6%	1.8%	3.4%	8.0%	7.4%	7.5%	每股净资产	11.796	13.848	14.571	15.573	16.883	18.513	
净利润	2,960	3,231	1,470	2,070	2,613	3,275	每股经营现金净流	4.226	3.367	2.516	3.169	3.519	4.188	
少数股东损益	2	0	0	0	0	0	每股股利	0.200	0.200	0.100	0.150	0.150	0.200	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,959</b>	<b>3,231</b>	<b>1,471</b>	<b>2,070</b>	<b>2,613</b>	<b>3,275</b>	<b>回报率</b>							
净利率	9.7%	9.6%	5.0%	6.0%	6.7%	7.6%	净资产收益率	14.10%	13.11%	5.64%	7.43%	8.65%	9.88%	
							总资产收益率	7.98%	8.20%	3.45%	4.85%	5.82%	6.80%	
							投入资本收益率	10.36%	10.12%	4.25%	5.43%	6.28%	7.43%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							<b>增长率</b>							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	主营业务收入增长率	15.26%	10.69%	-12.15%	16.87%	11.86%	10.93%	
净利润	2,960	3,231	1,470	2,070	2,613	3,275	EBIT增长率	77.00%	4.78%	-52.62%	32.67%	20.17%	26.28%	
少数股东损益	2	0	0	0	0	0	净利润增长率	126.83%	9.20%	-54.48%	40.72%	26.26%	25.32%	
非现金支出	3,931	4,015	3,617	2,826	3,349	3,749	总资产增长率	14.76%	6.22%	8.05%	0.32%	5.06%	7.33%	
非经营收益	-177	-92	119	237	114	73	<b>资产管理能力</b>							
营运资金变动	806	-1,162	-705	537	219	394	应收账款周转天数	48.6	43.0	48.4	45.0	42.0	42.0	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>7,520</b>	<b>5,992</b>	<b>4,501</b>	<b>5,669</b>	<b>6,294</b>	<b>7,491</b>	存货周转天数	45.0	41.3	45.2	45.0	42.0	40.0	
资本开支	-4,088	-3,817	-3,066	-3,012	-3,595	-3,802	应付账款周转天数	71.8	64.7	67.1	67.0	67.0	66.0	
投资	-2,272	-1,630	2,000	-155	-315	-580	固定资产周转天数	220.5	211.0	230.7	187.4	161.1	137.8	
其他	44	89	68	55	94	90	<b>偿债能力</b>							
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-6,316</b>	<b>-5,358</b>	<b>-998</b>	<b>-3,112</b>	<b>-3,816</b>	<b>-4,292</b>	净负债/股东权益	7.43%	0.80%	-2.56%	-7.44%	-13.53%	-20.52%	
股权募资	4,965	0	267	0	0	0	EBIT利息保障倍数	15.1	25.9	8.1	14.4	33.2	-3,237.1	
债权募资	-4,460	163	1,864	-2,510	-783	-479	资产负债率	43.39%	37.47%	38.58%	34.56%	32.49%	31.04%	
其他	-997	-1,212	-719	-625	-560	-606								
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-492</b>	<b>-1,048</b>	<b>1,411</b>	<b>-3,135</b>	<b>-1,343</b>	<b>-1,085</b>								
<b>现金净流量</b>	<b>688</b>	<b>-330</b>	<b>4,936</b>	<b>-577</b>	<b>1,135</b>	<b>2,114</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	18	21	34	73
增持	2	7	8	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.33</b>	<b>1.28</b>	<b>1.28</b>	<b>1.23</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究