华泰证券 HUATAI SECURITIES

行业复苏与业务结构优化促业绩增长

华泰研究 年报点评
2025 年 4 月 22 日 | 中国内地 半导体

公司公布 2024 年报：2024 年公司全年实现收入 359.62 亿元，同比 21.24%；归母净利润 16.10 亿元，同比增长 9.44%，4Q24 收入 109.84 亿元，同比增长 18.99%，环比增长 15.72%；归母净利润 5.33 亿元，同比上升 7.28%，环比上升 16.66%。24 年归母净利润同比上升主因全球半导体行业整体回暖，尤其是 AI 驱动的高性能计算（HPC）领域需求强劲，带动公司收入与利润增长。我们仍然看好公司新产能释放以及先进封装业务放量带动公司未来业绩增长，维持买入评级。

全球半导体市场需求回暖与公司业务结构优化带动业绩增长

全球半导体行业整体回暖，高性能计算芯片与存储芯片的强劲需求，以及手机/PC 等消费电子产品复苏，拉动公司产能利用率回升，带动业绩增长，通讯电子与消费电子两大应用领域稳步复苏，2024 年营收分别实现同增 23.7%与 16.0%，同时公司加速对汽车电子、高性能计算、存储、5G 通信等高附加值市场的战略布局，公司 2024 年运算电子业务收入同比增长 38.1%，营收贡献提升 2 pcts 至 16.2%，汽车电子业务方面，公司加入头部企业核心供应链体系，与多家国际顶尖企业缔结了战略合作伙伴关系，收入同比增长 20.5%，高于行业平均水平。

积极推进产能扩张与技术布局，深化在高附加值领域布局，优化产品结构

公司持续推进新产线以及高附加值工艺平台建设，1）公司新产能持续落地，上海汽车电子封测生产基地建设预计 2025 年下半年将正式投产，并在未来几年内逐步释放产能。晶圆级微系统集成高端制造项目也在 2024 年顺利投入生产，进一步提升在先进封装领域的竞争力。2）高性能先进封装领域，公司的 XDFOI 芯粒高密度多维异构集成系列工艺已进入量产阶段，未来将持续受益于高性能计算、AI 与汽车电子需求；3）存储封测领域，公司在 24 年已完成对晟碟半导体 80%股权的收购，进一步扩大存储及运算电子领域的市场份额。我们看好高附加值业务持续放量带动产品结构优化。

目标价 46.74 元，维持“买入”评级

由于封测价格承压和部分领域需求复苏力度偏弱，我们下调 2025/2026 年归母净利润预测 22%/24%至 20.4/23.8 亿元，并预计 2027 年实现归母净利润 29.0 亿元，对应 EPS 为 1.14/1.33/1.62 元。给予 25 年较行业溢价的 41.0x PE（可比公司 Wind 一致预期均值 37.8x，主因公司在 2.5/3D 等先进封装领域的抢先布局优势），目标价为 46.74 元（前值：50.34 元），维持 “买入”。

风险提示：封测行业景气度不及预期；新技术及产品研发不达预期的风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	29,661	35,962	43,505	50,230	58,299
+/-%	(12.15)	21.24	20.98	15.46	16.06
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,471	1,610	2,036	2,375	2,902
+/-%	(54.48)	9.44	26.51	16.61	22.23
EPS (人民币，最新摊薄)	0.82	0.90	1.14	1.33	1.62
ROE (%)	5.62	5.46	6.46	7.00	7.88
PE (倍)	40.33	36.85	29.13	24.98	20.44
PB (倍)	2.28	2.15	2.00	1.85	1.70
EV EBITDA (倍)	11.24	11.62	11.16	8.97	7.24

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(维持)： 买入
目标价(人民币)： 46.74

研究员 谢春生
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

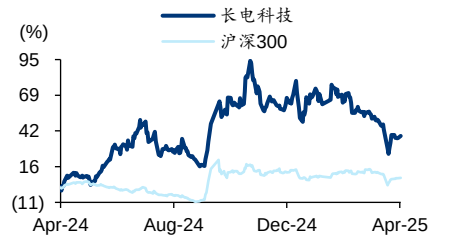
研究员 丁宁
SAC No. S0570522120003 dingning021681@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人 魏靖松
SAC No. S0570124070135 weijingsong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (人民币)	46.74
收盘价 (人民币 截至 4 月 21 日)	33.15
市值 (人民币百万)	59,319
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	2,444
52 周价格范围 (人民币)	23.52-46.55
BVPS (人民币)	15.43

股价走势图



资料来源：Wind

图表1：Wind 一致预期下可比公司估值表（截至 4 月 21 日）

		收盘价	总市值	BVPS（元）		EPS（元）		PE		PB	
代码	公司	（交易货币）	（百万元）	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
002185 CH	华天科技	9.96	31,917	5.41	5.79	0.29	0.39	33.84	25.28	1.84	1.72
000021 CH	深科技	17.47	27,263	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
603005 CH	晶方科技	28.03	18,280	7.11	7.80	0.61	0.77	45.93	36.36	3.94	3.60
002156 CH	通富微电	25.64	38,911	10.38	11.31	0.76	0.99	33.60	25.87	2.47	2.27
	平均		-					**37.79**	**29.17**	**2.75**	**2.53**

注：BVPS 和 EPS 来自于 wind 一致预期
资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

封测行业景气度不及预期。公司所处的封测行业位于半导体产业链中，当前消费电子需求疲软、供应链库存高企使得全球半导体行业进入下行周期，若下行周期长于我们预期，我们认为公司可能存在价格和销量下滑，营收和利润率不及预期的风险。

新技术及产品研发不达预期的风险。新技术及产品如先进封测技术需要大量的研发投入，若研发进展不及预期，我们认为可能会对公司竞争力、盈利能力产生负面影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,619	22,192	25,467	29,102	33,198
现金	7,325	9,342	11,302	13,049	15,144
应收账款	4,185	5,795	6,278	7,662	8,518
其他应收账款	86.69	99.60	125.77	134.44	167.57
预付账款	104.13	154.32	158.34	202.65	216.33
存货	3,196	3,792	4,595	5,046	6,144
其他流动资产	2,723	3,008	3,008	3,008	3,008
非流动资产	24,960	31,868	34,164	37,088	32,594
长期投资	694.78	821.49	789.76	807.25	800.13
固定投资	18,744	21,655	24,319	27,493	23,343
无形资产	662.65	756.77	711.91	680.63	667.93
其他非流动资产	4,859	8,635	8,344	8,108	7,784
资产总计	42,579	54,060	59,632	66,190	65,792
流动负债	9,682	15,288	19,880	25,101	24,094
短期借款	1,696	1,638	8,750	11,238	9,925
应付账款	4,782	7,059	7,154	9,184	9,778
其他流动负债	3,204	6,591	3,976	4,679	4,391
非流动负债	6,746	9,229	8,169	7,129	4,831
长期借款	5,777	7,003	5,943	4,902	2,605
其他非流动负债	969.53	2,226	2,226	2,226	2,226
负债合计	16,428	24,517	28,050	32,229	28,925
少数股东权益	85.54	1,924	1,927	1,931	1,935
股本	1,789	1,789	1,789	1,789	1,789
资本公积	15,237	15,234	15,234	15,234	15,234
留存公积	8,496	9,927	11,966	14,345	17,252
归属母公司股东权益	26,066	27,619	29,655	32,030	34,932
负债和股东权益	42,579	54,060	59,632	66,190	65,792

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	4,437	5,834	4,284	7,851	6,565
净利润	1,470	1,612	2,039	2,378	2,907
折旧摊销	3,539	3,639	3,456	4,355	4,880
财务费用	191.58	143.20	177.10	319.62	217.22
投资损失	(1.63)	3.06	10.00	60.00	60.00
营运资金变动	(705.31)	516.90	(1,405)	759.03	(1,493)
其他经营现金	(57.27)	(80.12)	6.46	(21.47)	(7.17)
投资活动现金	(997.74)	(6,262)	(5,789)	(7,343)	(465.33)
资本支出	(3,128)	(4,591)	(5,677)	(7,127)	(259.09)
长期投资	2,000	(254.70)	31.73	(17.49)	7.12
其他投资现金	130.56	(1,417)	(143.76)	(198.38)	(213.36)
筹资活动现金	1,411	2,414	3,465	1,239	(4,003)
短期借款	522.22	(58.22)	7,113	2,488	(1,313)
长期借款	3,055	1,226	(1,060)	(1,040)	(2,298)
普通股增加	(0.59)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	156.58	(2.68)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,322)	1,249	(2,588)	(208.30)	(392.40)
现金净增加额	4,872	2,017	1,960	1,747	2,096

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,661	35,962	43,505	50,230	58,299
营业成本	25,612	31,266	37,527	43,137	50,066
营业税金及附加	105.67	78.42	94.87	109.53	147.27
营业费用	205.66	252.36	305.30	352.50	409.12
管理费用	751.36	925.82	1,305	1,507	1,749
财务费用	191.58	143.20	177.10	319.62	217.22
资产减值损失	(72.68)	(64.06)	(77.50)	(89.48)	(103.86)
公允价值变动收益	17.72	(22.83)	(22.83)	0.00	(15.22)
投资净收益	1.63	(3.06)	(10.00)	(60.00)	(60.00)
营业利润	1,520	1,651	2,075	2,418	2,900
营业外收入	9.17	1.73	19.22	19.49	12.40
营业外支出	6.84	4.02	7.70	5.19	5.94
利润总额	1,522	1,649	2,086	2,433	2,907
所得税	52.00	36.88	46.65	54.41	0.00
净利润	1,470	1,612	2,039	2,378	2,907
少数股东损益	(0.46)	2.45	3.11	3.62	4.43
归属母公司净利润	1,471	1,610	2,036	2,375	2,902
EBITDA	5,264	5,474	5,850	7,258	8,179
EPS (人民币，基本)	0.82	0.90	1.14	1.33	1.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(12.15)	21.24	20.98	15.46	16.06
营业利润	(53.17)	8.64	25.64	16.57	19.93
归属母公司净利润	(54.48)	9.44	26.51	16.61	22.23
获利能力 (%)					
毛利率	13.65	13.06	13.74	14.12	14.12
净利率	4.96	4.48	4.69	4.73	4.99
ROE	5.62	5.46	6.46	7.00	7.88
ROIC	6.66	6.17	7.13	8.11	10.30
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.58	45.35	47.04	48.69	43.96
净负债比率 (%)	7.95	15.96	20.26	18.29	0.89
流动比率	1.82	1.45	1.28	1.16	1.38
速动比率	1.44	1.16	1.01	0.93	1.09
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.74	0.77	0.80	0.88
应收账款周转率	7.53	7.21	7.21	7.21	7.21
应付账款周转率	5.44	5.28	5.28	5.28	5.28
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.90	1.14	1.33	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	2.48	3.26	2.39	4.39	3.67
每股净资产(最新摊薄)	14.57	15.43	16.57	17.90	19.52
估值比率					
PE (倍)	40.33	36.85	29.13	24.98	20.44
PB (倍)	2.28	2.15	2.00	1.85	1.70
EV EBITDA (倍)	11.24	11.62	11.16	8.97	7.24

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、丁宁，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 长电科技（600584 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》(修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、丁宁本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 长电科技（600584 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司