

2025 年 05 月 27 日

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com

联系人

熊宇翔
xiongyuxiang@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 05 月 26 日

收盘价（元）	32.79
一年内最高/最低（元）	47.92/24.83
总市值（百万元）	58,674.90
流通市值（百万元）	58,674.90
总股本（百万股）	1,789.41
资产负债率（%）	43.72
每股净资产（元/股）	15.54

资料来源：聚源数据

长电科技 (600584. SH)

——先进封装领航，产业复苏下多维度发展

投资要点：

- **封测行业大陆龙头，充分受益于行业景气度复苏，前瞻性先进封装布局带来成长性。**根据芯思想研究院发布的 2024 年全球委外封测榜单，长电科技营收规模在全球前十大 OSAT 厂商中排名第三，中国大陆第一，为全球封测龙头企业之一。一方面，先进封装在封测板块的重要性随高性能计算的发展日益凸显，公司坐拥海内外优质客户，先进封装技术进入稳定量产，未来产能扩张有望进一步带来成长性；另一方面，半导体周期复苏，根据美国半导体行业协会数据，全球半导体销售额同比增速自 2023 年 11 月以来开始回正，公司在 2025 年 Q1 淡季仍实现营收 93.35 亿元，同比增长 36.44%，封测行业贴近下游，稼动率充分反应下游景气度变化，我们认为下游需求的逐步复苏，或将带来公司稼动率中枢的提升以及盈利能力的修复。
- **XDFOI 技术稳定量产，海内外先进封装齐头并进。**在高性能先进封装领域，公司自主研发的 XDFOI® Chiplet 高密度多维异构集成系列工艺，已按计划实现稳定量产，并成功应用于高性能计算、人工智能、5G、汽车电子等多个前沿领域。公司先进封装的核心竞争力，集中体现在规模优势与客户资源上。公司在长电微以及海外地区，均进行了先进封装产能扩充与工艺前置的战略投入，以此精准匹配国内外客户的多样化需求。除算力相关领域外，公司在存储、高密度供电、光电合封等方面的投入也在显著增长，新导入生产的 NPI 项目数量以及新产品开发数量均明显提升。综上所述，公司具备大规模的先进封装承接能力，不仅能够契合多元化的客户布局，充分发挥封装厂在产业链中的独特优势，而且先进封装业务的蓬勃发展给予公司强劲的成长性。
- **2025 年计划固定资产投资 85 亿元，主要用于扩大先进技术产能。**根据公司 2025 年 1 月 18 日《第八届董事会第十一次临时会议决议公告》，2025 年公司计划投入 85 亿元用于固定资产投资，布局高附加值且处于快速增长长期的市场热点应用领域。公司将加大对先进技术的投入力度，资金主要用于产能扩充、投入研发以及基础设施建设，以满足市场不断增长先进封装的需求，同时加强技术创新，保持竞争力。
- **汽车电子市场空间广阔，公司随上海临港厂投产或将迎来快速发展期。**汽车向电气化与智能化发展催生智能驾驶与高性能计算、功率模块市场稳步增长，根据 Gartner 数据预测，2024 年自动驾驶和车载高性能运算半导体市场或达 259 亿美元，车规功率半导体市场或达 166 亿美元。2024 年，公司在汽车板块实现了快速增长，全年营收同比增长 20.5%，远高于行业平均增速。这一增长得益于公司在汽车板块持续拓展客户、积极融入头部企业核心供应链体系，该业务已覆盖智能座舱、智能网联、ADAS、传感器和功率器件等多个智能车领域的应用场景，我们预计公司在汽车电子领域或将迎来较大突破。公司在上海临港新片区布局汽车电子生产工厂，全力打造大规模、高度自动化的车规芯片成品先进封装基地。目前，该项目进展顺利，临港工厂预计于 2025 年下半年通线，届时产能将逐步释放，为公司业绩增长注入强劲动力。

- **端侧 AI 趋势驱动智能手机发展，深度绑定大客户寻求增长，晟碟并表加强与西数的战略合作。**公司与海外大客户始终保持着紧密的合作，2024 年全年，韩国长电和星科金朋厂分别实现 22.00 亿美元和 16.95 亿美元的收入，同比增长 27.03% 和 5.82%。韩国长电厂的业绩增长，主要得益于全球半导体市场反弹，如通讯和消费电子市场需求的上扬，带来订单量增加。随着通信领域智能化程度的不断加深，AI 手机产品的落地趋势愈发明显，公司有望凭借与大客户的紧密合作，进一步受益于端侧智能手机 AI 的发展浪潮。此外，在 2024 年 9 月 28 日，公司成功完成对晟碟半导体 80% 股权的交割。从 2025 年起，晟碟将全年为公司贡献营收及利润。借此契机，公司不仅扩充了自身的业务版图，还进一步深化了与西数的战略合作，稳固了在海外市场的客户资源。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.78/29.00/39.67 亿元，同比增速分别为 29.11%/39.56%/36.77%，当前股价对应的 PE 分别为 28.23/20.23/14.79 倍。我们选取通富微电、华天科技、甬矽电子为可比公司，2025 年平均估值为 39.29 倍，鉴于公司在先进封装的产能及客户布局以及行业复苏下的增长预期，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**半导体周期波动的风险；贸易摩擦的风险；汇率波动的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29,661	35,962	42,865	47,361	52,999
同比增长率（%）	-12.15%	21.24%	19.20%	10.49%	11.90%
归母净利润（百万元）	1,471	1,610	2,078	2,900	3,967
同比增长率（%）	-54.48%	9.44%	29.11%	39.56%	36.77%
每股收益（元/股）	0.82	0.90	1.16	1.62	2.22
ROE（%）	5.64%	5.83%	7.04%	9.00%	11.06%
市盈率（P/E）	39.90	36.45	28.23	20.23	14.79

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,342	10,716	11,840	13,250
应收票据及账款	5,871	5,953	6,578	7,361
预付账款	154	158	175	196
其他应收款	100	107	118	132
存货	3,792	4,452	4,851	5,359
其他流动资产	2,933	2,880	2,936	3,006
流动资产总计	22,192	24,268	26,499	29,304
长期股权投资	821	781	740	699
固定资产	22,167	21,361	22,404	23,113
在建工程	2,856	3,178	2,250	3,250
无形资产	757	809	993	1,160
长期待摊费用	18	17	8	8
其他非流动资产	5,249	5,386	5,383	5,379
非流动资产合计	31,868	31,531	31,777	33,609
资产总计	54,060	55,798	58,276	62,912
短期借款	1,638	3,030	3,020	3,563
应付票据及账款	7,604	7,651	8,336	9,209
其他流动负债	6,047	5,989	6,535	7,219
流动负债合计	15,288	16,670	17,891	19,992
长期借款	7,460	5,899	4,477	3,353
其他非流动负债	1,769	1,769	1,769	1,769
非流动负债合计	9,229	7,668	6,247	5,122
负债合计	24,517	24,338	24,138	25,114
股本	1,789	1,789	1,789	1,789
资本公积	15,234	15,234	15,234	15,234
留存收益	10,595	12,512	15,188	18,847
归属母公司权益	27,619	29,536	32,211	35,871
少数股东权益	1,924	1,925	1,926	1,928
股东权益合计	29,543	31,461	34,138	37,799
负债和股东权益合计	54,060	55,798	58,276	62,912

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,612	1,819	2,641	3,708
折旧与摊销	3,636	4,102	4,528	4,942
财务费用	143	389	342	288
投资损失	3	-42	-42	-42
营运资金变动	517	-712	124	161
其他经营现金流	-80	259	249	249
经营性现金净流量	5,831	5,814	7,843	9,307
投资性现金净流量	-6,262	-3,721	-4,721	-6,721
筹资性现金净流量	2,414	-719	-1,998	-1,177
现金流量净额	2,014	1,374	1,124	1,409

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	35,962	42,865	47,361	52,999
营业成本	31,266	37,250	40,588	44,837
税金及附加	78	117	127	138
销售费用	252	279	279	291
管理费用	926	1,093	1,198	1,325
研发费用	1,718	1,715	1,942	2,120
财务费用	143	389	342	288
资产减值损失	-64	-169	-187	-209
信用减值损失	-3	11	12	13
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-3	42	42	42
公允价值变动损益	-23	0	0	0
资产处置收益	-4	18	18	18
其他收益	171	192	192	192
营业利润	1,651	2,117	2,960	4,055
营业外收入	2	20	20	20
营业外支出	4	4	4	4
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,649	2,132	2,976	4,070
所得税	37	53	74	102
净利润	1,612	2,079	2,901	3,968
少数股东损益	2	1	1	2
归属母公司股东净利润	1,610	2,078	2,900	3,967
EPS(元)	0.90	1.16	1.62	2.22

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	21.24%	19.20%	10.49%	11.90%
营业利润增长率	8.64%	28.21%	39.84%	36.96%
归母净利润增长率	9.44%	29.11%	39.56%	36.77%
经营现金流增长率	31.52%	-0.28%	34.89%	18.67%
盈利能力				
毛利率	13.06%	13.10%	14.30%	15.40%
净利率	4.48%	4.85%	6.13%	7.49%
ROE	5.83%	7.04%	9.00%	11.06%
ROA	2.98%	3.72%	4.98%	6.31%
估值倍数				
P/E	36.45	28.23	20.23	14.79
P/S	1.63	1.37	1.24	1.11
P/B	2.12	1.99	1.82	1.64
股息率	0.00%	0.27%	0.38%	0.52%
EV/EBITDA	15	10	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。