

核心客户稳定，受益 AI 浪潮

核心观点

- **事件：AMD 确认恢复向中国出口 MI308 芯片。**
- **核心客户稳定，受益 AI 浪潮。**作为 AMD 第一大封测供应商（占其订单 80% 以上），2024 年来自 AMD 的营收占比达 50.35%，合作关系紧密。AMD 产品众多，在企业级 AMD 提供 EPYC 霄龙处理器，针对服务器 AMD 带来了 INSTINCT 数据中心加速器，桌面端有 AMD Radeon 显卡，移动端有 AMD 锐龙移动处理器。根据 Yole 的预测，2027 年全球先进封装市场规模预计增长至 650 亿美元，后摩尔时代，通过提升芯片制程来提高芯片性能的难度和成本越来越高，包括 Chiplet 在内的先进封装技术发挥的作用将愈加突出，在保证性能前提下提升产品良率，实现降本增效。而通富微电作为 AMD AI 芯片的核心封测供应商，将直接受益于 MI300 系列等产品的放量。
- **积极布局先进封装，建立差异化竞争优势。**根据芯思想研究院发布的 2024 年全球委外封测榜单，公司排名居全球第四。公司拥有 VISionS 先进封装平台，覆盖 2.5D/3D、FCBGA 等高端技术，2024 年 FCBGA 业务收入增长 52%，车载产品营收增长超 200%，AI、高性能计算等领域布局深化。公司紧抓市场发展机遇，面向未来高附加值产品以及市场热点方向，立足长远，大力开发扇出型、圆片级、倒装焊等封装技术并扩充其产能，积极布局 Chiplet、2D+ 等顶尖封装技术，形成了差异化竞争优势。
- **持续投入产能建设，完善全球产能布局。**公司在南通拥有 3 个生产基地，同时，在苏州、槟城、合肥、厦门也积极进行了生产布局，产能方面已形成多点开花的局面。2025 年，公司计划在设施建设、生产设备、IT、技术研发等方面投资共计 60 亿元。其中：崇川工厂、南通通富、合肥通富、通富通科等计划共计投资 25 亿元，通富超威苏州、通富超威槟城等计划共计投资 35 亿元，主要用于现有产品扩产升级，以满足大尺寸多芯片的服务器及 AIPC 等产品的量产与研发。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.68、0.86、1.08 元（原 25-26 年每股收益分别为 0.79、0.94 元，主要调整了营收和费用率），根据可比公司 25 年 50 倍 PE 估值，对应目标价 34.00 元，维持买入评级。

风险提示

- 下游客户订单不及预期、贸易摩擦风险、市场竞争加剧。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,269	23,882	27,376	30,811	34,393
同比增长(%)	3.9%	7.2%	14.6%	12.5%	11.6%
营业利润(百万元)	243	1,049	1,473	1,881	2,369
同比增长(%)	-48.4%	331.9%	40.3%	27.7%	25.9%
归属母公司净利润(百万元)	169	678	1,026	1,312	1,643
同比增长(%)	-66.2%	299.9%	51.4%	27.9%	25.2%
每股收益(元)	0.11	0.45	0.68	0.86	1.08
毛利率(%)	11.7%	14.8%	15.3%	15.7%	16.0%
净利率(%)	0.8%	2.8%	3.7%	4.3%	4.8%
净资产收益率(%)	1.2%	4.7%	6.8%	8.1%	9.3%
市盈率	258.6	64.7	42.7	33.4	26.7
市净率	3.1	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月21日）	28.87 元
目标价格	34.00 元
52 周最高价/最低价	37.74/17.85 元
总股本/流通 A 股（万股）	151,760/151,745
A 股市值（百万元）	43,813
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 08 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.12	11.73	19.16	48.69
相对表现%	-1.63	6.77	9.67	19.59
沪深 300%	2.75	4.96	9.49	29.1



证券分析师

薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001
蒯剑	kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
李晋杰	lijinjie@orientsec.com.cn

相关报告

国内封测龙头，受益 PC 市场复苏及 AMD AI 芯片放量 2024-05-22

盈利预测与投资建议

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.68、0.86、1.08 元（原 25-26 年每股收益分别为 0.79、0.94 元），主要结合近期公司经营和行业景气度情况，下调了营收预测，上调了研发费用率预测。根据可比公司 25 年 50 倍 PE 估值，对应目标价 34.00 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/8/21	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
利扬芯片	688135	22.43	-0.30	0.49	0.66	0.87	-73.90	45.40	33.85	25.89
甬矽电子	688362	37.62	0.16	0.47	0.89	1.18	232.37	79.67	42.49	31.84
华天科技	002185	10.79	0.19	0.30	0.41	0.49	56.55	35.73	26.54	21.80
伟测科技	688372	76.20	0.86	1.33	1.88	2.59	88.51	57.12	40.49	29.47
晶方科技	603005	31.15	0.39	0.64	0.83	1.01	80.37	48.95	37.45	30.86
	最大值						232.37	79.67	42.49	31.84
	最小值						(73.90)	35.73	26.54	21.80
	平均数						76.78	53.38	36.17	27.97
	调整后平均						75.14	50.49	37.26	28.74

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

下游客户订单不及预期、贸易摩擦风险、市场竞争加剧。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,468	4,232	4,106	4,622	5,159	营业收入	22,269	23,882	27,376	30,811	34,393
应收票据、账款及款项融资	4,028	5,854	6,184	6,960	7,769	营业成本	19,671	20,337	23,190	25,964	28,877
预付账款	37	64	73	83	92	销售费用	66	77	88	99	111
存货	3,142	3,347	3,816	4,273	4,752	管理费用	515	531	592	655	717
其他	509	508	527	545	564	研发费用	1,162	1,533	1,538	1,639	1,761
流动资产合计	12,184	14,005	14,707	16,482	18,337	财务费用	795	439	653	707	682
长期股权投资	409	616	616	616	616	资产、信用减值损失	23	76	12	35	37
固定资产	15,912	18,008	20,314	21,222	21,159	公允价值变动收益	12	9	10	11	10
在建工程	3,542	3,679	4,848	4,018	3,517	投资净收益	43	8	50	50	50
无形资产	327	345	276	207	138	其他	151	144	110	109	100
其他	2,503	2,688	2,665	2,643	2,621	营业利润	243	1,049	1,473	1,881	2,369
非流动资产合计	22,694	25,335	28,720	28,706	28,051	营业外收入	0	1	5	5	5
资产总计	34,878	39,340	43,427	45,188	46,388	营业外支出	1	3	3	0	0
短期借款	3,860	2,766	5,569	5,680	4,504	利润总额	242	1,047	1,475	1,886	2,373
应付票据及应付账款	3,815	5,699	6,035	6,238	6,794	所得税	26	256	360	453	570
其他	5,312	6,859	6,874	6,889	6,904	净利润	216	792	1,114	1,433	1,804
流动负债合计	12,987	15,324	18,478	18,806	18,202	少数股东损益	47	114	89	121	160
长期借款	6,003	7,371	7,371	7,371	7,371	归属于母公司净利润	169	678	1,026	1,312	1,643
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.11	0.45	0.68	0.86	1.08
其他	1,194	934	934	934	934						
非流动负债合计	7,197	8,305	8,305	8,305	8,305	主要财务比率					
负债合计	20,184	23,629	26,783	27,111	26,507		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	777	1,020	1,109	1,230	1,391	成长能力					
实收资本 (或股本)	1,517	1,518	1,518	1,518	1,518	营业收入	3.9%	7.2%	14.6%	12.5%	11.6%
资本公积	9,416	9,463	9,463	9,463	9,463	营业利润	-48.4%	331.9%	40.3%	27.7%	25.9%
留存收益	2,937	3,597	4,554	5,866	7,510	归属于母公司净利润	-66.2%	299.9%	51.4%	27.9%	25.2%
其他	47	113	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	14,694	15,711	16,644	18,077	19,881	毛利率	11.7%	14.8%	15.3%	15.7%	16.0%
负债和股东权益总计	34,878	39,340	43,427	45,188	46,388	净利率	0.8%	2.8%	3.7%	4.3%	4.8%
						ROE	1.2%	4.7%	6.8%	8.1%	9.3%
						ROIC	3.3%	3.8%	5.0%	5.6%	6.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	57.9%	60.1%	61.7%	60.0%	57.1%
净利润	216	792	1,114	1,433	1,804	净负债率	64.9%	66.2%	80.1%	71.5%	56.4%
折旧摊销	3,347	3,158	2,647	3,201	3,672	流动比率	0.94	0.91	0.80	0.88	1.01
财务费用	795	439	653	707	682	速动比率	0.69	0.69	0.58	0.64	0.74
投资损失	(43)	(8)	(50)	(50)	(50)	营运能力					
营运资金变动	(1,533)	871	(502)	(1,078)	(783)	应收账款周转率	5.2	5.0	4.7	4.8	4.8
其它	1,510	(1,375)	(112)	25	27	存货周转率	5.7	6.0	6.2	6.2	6.1
经营活动现金流	4,293	3,877	3,750	4,239	5,351	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
资本支出	(3,487)	(5,404)	(6,017)	(3,187)	(3,017)	每股指标 (元)					
长期投资	(13)	(207)	0	0	0	每股收益	0.11	0.45	0.68	0.86	1.08
其他	(1,368)	325	60	61	60	每股经营现金流	2.83	2.55	2.47	2.79	3.53
投资活动现金流	(4,868)	(5,286)	(5,957)	(3,127)	(2,957)	每股净资产	9.17	9.68	10.24	11.10	12.18
债权融资	2,175	1,716	0	0	0	估值比率					
股权融资	85	48	0	0	0	市盈率	258.6	64.7	42.7	33.4	26.7
其他	(1,399)	(923)	2,081	(597)	(1,857)	市净率	3.1	3.0	2.8	2.6	2.4
筹资活动现金流	861	840	2,081	(597)	(1,857)	EV/EBITDA	12.6	11.9	11.6	9.5	8.2
汇率变动影响	(124)	57	-0	-0	-0	EV/EBIT	53.1	37.1	25.9	21.3	18.1
现金净增加额	162	(511)	(125)	515	537						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。