

2025 年 08 月 27 日

投资评级： 买入（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 08 月 27 日

收盘价（元）	29.50
一年内最高/最低（元）	37.80/17.88
总市值（百万元）	44,769.11
流通市值（百万元）	44,764.84
总股本（百万股）	1,517.60
资产负债率（%）	60.58
每股净资产（元/股）	9.74

资料来源：聚源数据

通富微电 (002156.SZ)

——封测环节领先企业，大客户市场扩张驱动业绩增长，先进封装布局紧跟技术趋势

投资要点：

- **通富微电是封测行业领先企业，为全球客户提供设计仿真和封装测试一站式服务。**公司的产品、技术、服务已全方位涵盖人工智能、高性能计算、5G 等网络通讯、消费终端、物联网、汽车电子、工业控制等领域，并在南通、合肥、厦门、苏州、马来西亚槟城等多地进行产能布局。根据芯思想研究院发布的全球委外封测榜单，2024 年，公司营收规模在全球前十大 OSAT 厂商中排名第四，中国大陆第二，为全球封测领先企业之一。
- **行业景气度继续，公司业绩有望稳健增长。**根据世界集成电路协会（WICA）发布的报告显示，2024 年全球半导体市场规模攀升至 6351 亿美元，同比+19.8%，且预计 2025 年维持增长趋势，市场规模有望进一步增至 7189 亿美元，同比+13.2%。根据安靠 25Q2 业绩报告披露，其营收和毛利率在 25Q3 预计将维持环比上升，显示了行业的良好预期。就公司而言，2025 年一季度，公司实现营收 60.92 亿元，较上年同期+15.34%，保持稳健增长。随着行业景气度的延续，预计公司稼动率将得到修复，或带来公司盈利水平进一步提升。
- **公司为 AMD 核心供应商，伴随大客户业务成长有望实现营收增长。**公司通过收购 AMD 苏州、AMD 槟城各 85% 股权，拓展生产基地的同时，与 AMD 建立了紧密的战略合作伙伴关系。截至 2024 年，公司已成为 AMD 最大的封测供应商，占其订单总数的 80% 以上。展望下半年，AMD 消费级 CPU 和 AI 算力 GPU 的市占率或将提升：1) **AI 芯片：**AMD 在其 Advancing AI 2025 大会上公布其产品路线图，发布新一代 MI350 系列，并预告将在 2026 年推出 MI400 系列。此外，7 月 16 日，AMD 宣布计划重启向中国出口其 MI308 芯片，此次解禁或促进 AMD 在中国市场的产品放量；2) **消费级：**从竞争格局看，AMD 在 CPU 领域正积极抢占英特尔份额。根据 Passmark 数据，截至 25Q2，AMD 在全球 CPU 市场份额已提升至 39.6%，其中，台式机 CPU 份额在 25Q2 达 50.2% 已超英特尔。公司通过“合资+合作”强强联合的模式深入 AMD 产业链，深度参与其算力芯片以及消费级芯片封装业务，营收规模也有望随大客户市场扩张实现进一步增长。
- **先进封装市场需求扩容，国内外产能布局齐头并进。**在 AI、高性能计算、智能汽车等需求驱动下，高端芯片正向尺寸更小、性能更高、功耗更低的方向演进。先进封装可实现芯片的高密度集成、体积微型化，并降低成本，成为超越摩尔定律、提升系统性能的关键路径之一，根据 Yole 数据，预计 2023–2029 年，先进封装市场将以 10.68% 的复合年增长率增长。海外方面，公司主要通过通富超威槟城和苏州承接以 AMD 为主的国际客户的封装业务，2023 年，公司配合大客户需求在通富超威槟城建设先进封装产线；2024 年，Bumping、EFB 等生产线进度有序推进。国内方面，公司积极布局 2.5D/3D 等顶尖封装技术，2024 上半年南通通富三期项目顺利推进，2D+项目机电安装工程基本完成；基于玻璃基板（TGV）的先进芯片封装技术成功通过阶段性可靠性测试，为高性能芯片封装提供了新的解决方案，或将推动 AI 和

HPC 等领域相关产品的商业化进程。综上所述，公司正快速切入高端封测领域，先进封装产能的大幅提升，有望为公司带来更为明显的规模优势。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 10.64/13.84/18.53 亿元，同比增速分别为 57.00%/30.11%/33.90%，当前股价对应的 PE 分别为 42.08/32.34/24.16 倍。我们选取长电科技、华天科技、晶方科技、甬矽电子为可比公司。鉴于大客户 AMD 业绩增长强劲，公司作为其核心供应商有望充分受益，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业和市场周期性波动风险；汇率风险；国际贸易摩擦风险等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,269	23,882	26,491	29,466	32,952
同比增长率（%）	3.92%	7.24%	10.93%	11.23%	11.83%
归母净利润（百万元）	169	678	1,064	1,384	1,853
同比增长率（%）	-66.25%	299.90%	57.00%	30.11%	33.90%
每股收益（元/股）	0.11	0.45	0.70	0.91	1.22
ROE（%）	1.22%	4.61%	6.83%	8.27%	10.14%
市盈率（P/E）	264.22	66.07	42.08	32.34	24.16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 10.64/13.84/18.53 亿元, 同比增速分别为 57.00%/30.11%/33.90%, 当前股价对应的 PE 分别为 42.08/32.34/24.16 倍。我们选取长电科技、华天科技、晶方科技、甬矽电子为可比公司。鉴于大客户 AMD 业绩增长强劲, 公司作为其核心供应商有望充分受益, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

关键假设

公司为全球领先的集成电路封测服务提供商, 为全球客户提供设计仿真和封装测试一站式服务, 并紧抓时代发展机遇, 面向未来高附加值产品及市场热点方向, 已开发扇出型、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。

通富超威槟城及苏州: 公司为 AMD 核心供应商, 与大客户的合作关系日益紧密, 先进封装产能建设开展顺利, 随着大客户营收的强劲增长, 合资工厂有望继续支撑公司成长。我们预计 AMD 槟城工厂 2025–2027 年收入同比增长 10%/5%/5%; AMD 苏州工厂 2025–2027 年收入同比增长 10%/10%/10%。

合肥通富和南通通富: 公司计划于 2025 年投资 25 亿元用于合肥通富、南通通富等工厂的产能建设、产品研发, 其中, 南通通富将承接高性能计算产品封装测试产业化项目, 提高 FCCSP、FCBGA 封装产品量产能力。我们预计合肥通富工厂 2025–2027 年收入同比增长 15%/20%/20%; 南通通富工厂 2025–2027 年收入同比增长 30%/40%/40%。

投资逻辑要点

通富微电是封测行业领先企业, 为全球客户提供设计仿真和封装测试一站式服务。

下游需求复苏态势继续, 公司业绩有望稳健增长。

公司为 AMD 核心供应商, 伴随大客户业务成长有望实现营收增长。

先进封装市场需求扩容, 公司技术、产能布局齐头并进。

核心风险提示

行业和市场周期性波动风险; 汇率风险; 国际贸易摩擦风险等。

内容目录

1. 通富微电：加大先进封装布局，与大客户共发展	7
1.1. 全球布局逐步完善，通富超威表现亮眼	7
1.1.1. 封测行业全球领跑者，股权结构稳定	7
1.1.2. 全球布局七大生产基地，通富超威成长性凸显	8
1.2. 业绩增长稳健，加大研发巩固技术领先优势	9
1.3. 与 AMD 深度协同，迎接 AI 服务器芯片黄金时代	12
2. AI 浪潮推动封装技术创新，先进封装大有可为	13
2.1. 封装技术持续迭代，先进封装赋能芯片功能升级	13
2.2. AI 推动高性能计算需求，助力高性能封装快速发展	15
2.3. 先进封装技术创新成果丰硕，封装品种布局全面	17
3. AMD 服务器芯片放量，公司或深度受益	18
3.1. AMD 积极布局 AI 服务器芯片，快速抢占市场份额	18
3.2. 通富超威与 AMD 共成长，高性能计算开启快速成长通道	20
4. 盈利预测与评级	23
5. 风险提示	24

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	7
图表 2：公司股权结构.....	8
图表 3：公司 7 大工厂情况（截至 2024 年底）.....	8
图表 4：通富超威收入及增速.....	9
图表 5：通富超威净利润及增速.....	9
图表 6：公司营业收入及增速.....	9
图表 7：公司扣非后归母净利润.....	9
图表 8：公司毛利率及净利率.....	10
图表 9：通富超威及其他工厂净利率.....	10
图表 10：公司四费情况.....	10
图表 11：公司研发费用及增速.....	10
图表 12：公司与可比公司资本开支的对比（单位：亿元）.....	11
图表 13：公司与可比公司资本开支占收入比重（单位：%）.....	11
图表 14：公司历年直接融资项目.....	11
图表 15：公司资产结构.....	12
图表 16：公司与 AMD 收入增速对比（单位：%）.....	12
图表 17：AMD INSTINCT 系列产品线路图.....	13
图表 18：芯片封装技术工艺流程.....	13
图表 19：封装技术发展历史.....	14
图表 20：按基板类型划分的封装技术.....	15
图表 21：全球先进封装、传统封装市场空间.....	15
图表 22：全球先进封装、传统封装市场规模同比增速.....	15
图表 23：全球先进封装&传统封装市场空间占比.....	16
图表 24：2022（内）&2028E（外）各封装技术市场占比.....	16
图表 25：2024 年 OSAT 厂商市占率.....	16
图表 26：中国先进封装市场规模及增速.....	16
图表 27：先进封装发展趋势.....	17
图表 28：2022 年先进封装市占率（按照晶圆数量）.....	17
图表 29：公司的封装品种.....	18

图表 30: AMD 业务布局及主要产品	19
图表 31: AMD 按产品划分的季度收入 (单位: 亿美元)	19
图表 32: AMD MI350 系列产品参数	20
图表 33: AMD MI355X 与英伟达 B200/GB200 性能对比	20
图表 34: 全球全类型 CPU 总市场份额 (单位: %)	20
图表 35: 全球服务器 CPU 市场份额 (单位: %)	20
图表 36: 公司来自 AMD 的收入及其占公司总收入比重	21
图表 37: 公司来自 AMD 的收入占 AMD 营业成本比重	21
图表 38: 通富超威及 AMD 收入增速对比	21
图表 39: 第一大客户收入占通富超威收入比重	21
图表 40: AMD 各业务营业利润率 (单位: %)	22
图表 41: AMD 毛利率	22
图表 42: 通富超威净利率水平	22
图表 43: 通富超威总资产水平	22
图表 44: 盈利预测拆分表 (单位: 亿元, %)	23
图表 45: 可比公司估值表	24

1. 通富微电：加大先进封装布局，与大客户共发展

1.1. 全球布局逐步完善，通富超威表现亮眼

1.1.1. 封测行业全球领跑者，股权结构稳定

封测行业领先企业，技术、规模全球领先。通富微电子股份有限公司（以下简称“通富微电”或“公司”）为我国封测行业领先企业，拥有 Bumping、WLCSP、FC、BGA、SiP 等先进封测技术，QFN、LQFP 等传统封装技术。公司于 2007 年在深交所上市，先后在江苏南通崇川、江苏南通苏通科技产业园、安徽合肥、福建厦门、南通市北高新区等地建设工厂，并通过收购在江苏苏州和马来西亚槟城拥有工厂，形成全球 7 大生产基地布局。在技术创新方面，公司先后从富士通、卡西欧、AMD 获得技术许可，为公司先进封装技术的发展奠定了坚实的技术基础。2024 年，公司实现营业收入 238.82 亿元，根据芯思想研究院发布的全球委外封测榜单，公司营收规模位列全球四强，为封测行业全球领跑者。

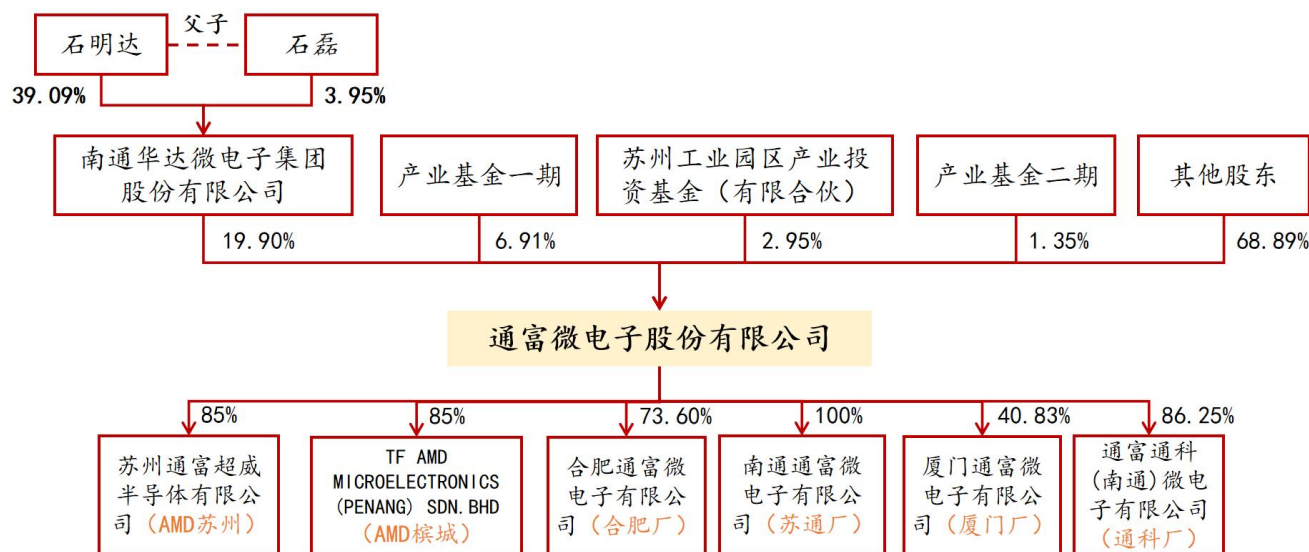
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

股权结构稳定，大基金持股。截至 2024 年报发布，公司实际控制人为石明达先生，担任公司副董事长职位。截至 2025 年 8 月 6 日，石明达先生通过持有华达微 39.09% 股权间接持有公司约 7.78% 的股权；其子石磊现为公司法人，担任公司总裁、董事长职位，持有华达微 3.95% 股权。石明达先生于 1997 年起任职于公司，石磊先生于 2008 年起在公司任职，两人都拥有多年封测行业从业经验，是公司发展战略制定的领军人物。此外，公司得到国家产业基金支持，截至 2025 年 8 月 6 日，产业基金一期、二期分别持有公司 6.91%、1.35% 的股权，合计持有公司 8.26% 的股权。

图表 2：公司股权结构



资料来源：wind，华源证券研究所。注：股东数据截至 2025 年 8 月 6 日；参控股公司数据截至 2024 年末，合肥厂为名义持股比例。

1.1.2. 全球布局七大生产基地，通富超威成长性凸显

7 大生产基地产能布局，覆盖先进封装和传统封装，提供消费电子、车载、高性能计算、存储等领域产品。截至 2024 年底，通富微电在南通拥有 3 个生产基地，分别为崇川工厂、苏通工厂、通科工厂，同时在合肥、苏州、厦门和槟城等地拥有 4 个生产基地。崇川厂是通富微电的总部，覆盖消费电子、电源管理、功率、MEMS 等领域的 WLP、FCLGA、FC、BGA、QFN、QFP、PDFN、TO、SOT、SC 等先进及传统封装产品；合肥通富成立于 2015 年，主要产品为存储器芯片；苏通工厂成立于 2015 年，同样具有先进及传统封装技术能力；厦门通富成立于 2017 年，主要提供显示驱动 IC、CIS 等产品，具备金 Bump 技术能力；AMD 苏州和 AMD 槟城拥有 FC、BGA、LGA、C4 bump 等先进封装产能，主要产品为 CPU、GPU、FPGA 等高性能计算芯片。

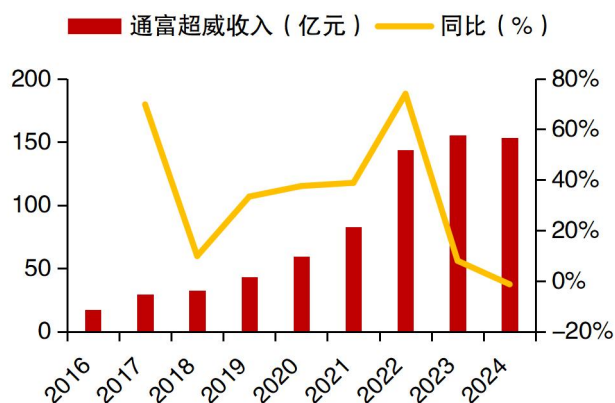
图表 3：公司 7 大工厂情况（截至 2024 年底）

工厂	运营主体	地点	成立/收购时间	投产时间	持股比例	技术	产品
崇川工厂	通富本部	江苏南通	-	-	-	SC、SOT、QFP、QFN、BGA、BUMP、WLP、FC、FCLGA、PDFN、TO 等	射频芯片、电源管理、功率、传感器等
合肥工厂	合肥通富	安徽合肥	2015 年	2016 年	73.60%	BGA、wBGA	存储器
苏通工厂	南通通富	江苏南通	2015 年	2016 年	100%	PDFN、FC、BGA、CSP/QFN、WLP、FCCSP、FCBGA	SOC、电源管理、MEMS、CPU、GPU 等
厦门工厂	厦门通富	福建厦门	2017 年	2019 年	41%	金 bump	显示驱动 IC、CIS
通科工厂	通富通科	江苏南通	2021 年	2022 年	86%	-	MCU、功率
通富超威苏州	苏州通富超威	江苏苏州	2015 年收购		85%	FC、BGA、LGA、PGA、MCM 等	CPU、GPU、FPGA
通富超威槟城	AMD（PENANG）	马来西亚 槟城	2015 年收购		85%		

资料来源：wind，公司公告，华源证券研究所

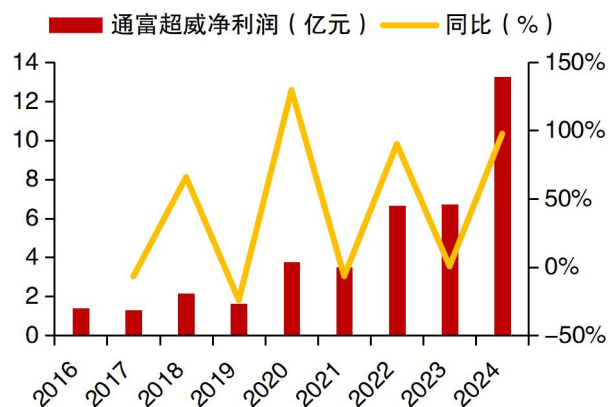
通富超威业绩增长亮眼。2024 年，AMD 苏州及槟城两大厂区合计实现销售收入 153.20 亿元，较上年同期基本持平；实现净利润 13.26 亿元，同比上升 97.62%，取得历史最高业绩。公司是 AMD 最大的封装测试供应商，2024 年占其订单总数的 80%以上，通富超威槟城及苏州主要服务于公司大客户 AMD。公司持续进行品质提升、技术开发和运营管理优化，受益于大客户订单的增长以及其他客户的开拓，通富超威表现出较强的业绩成长性。

图表 4：通富超威收入及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：通富超威净利润及增速

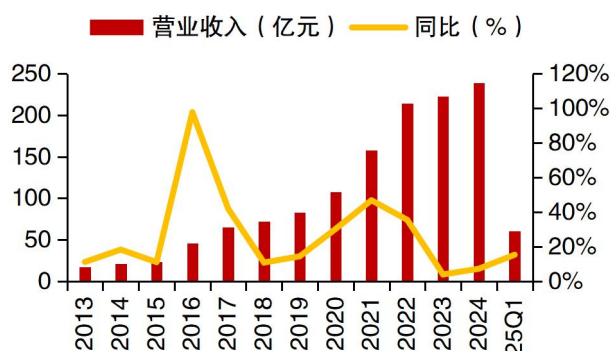


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 业绩增长稳健，加大研发巩固技术领先优势

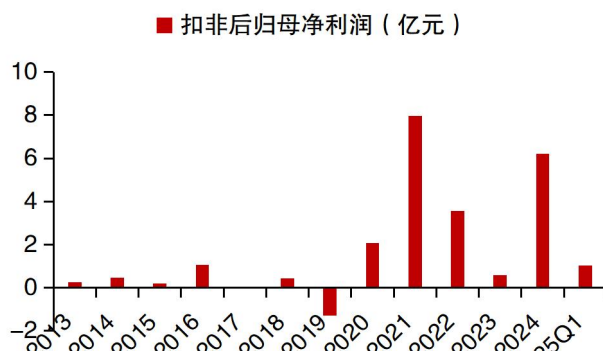
行业进入上行周期，公司业绩回暖。2024 年，半导体行业进入周期上行阶段，行业去库存逐步到位，在数据中心、汽车电子等行业需求拉动以及消费电子产品政策利好的共同作用下，市场需求逐渐回暖。公司精准把握市场趋势，展现出多元化的增长动能，在蓝牙、MiniLed、电视、显示驱动等消费电子热点领域取得 30%以上增长；车载领域继续发挥品牌优势，加深与海内外头部客户的合作，车载产品业绩同比激增 200%。2024 年，公司产品结构进一步优化，产能利用率提高，实现营业收入 238.82 亿元，同比增长 7.24%；实现扣非后归母净利润 6.21 亿元，同比增长 944.13%。2025 年一季度，下游需求复苏态势延续，公司继续调整业务策略，加速技术创新带来经营收入增长，同时开展增效降本措施提高盈利能力，营收和扣非后归母净利润均实现同比增长。

图表 6：公司营业收入及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

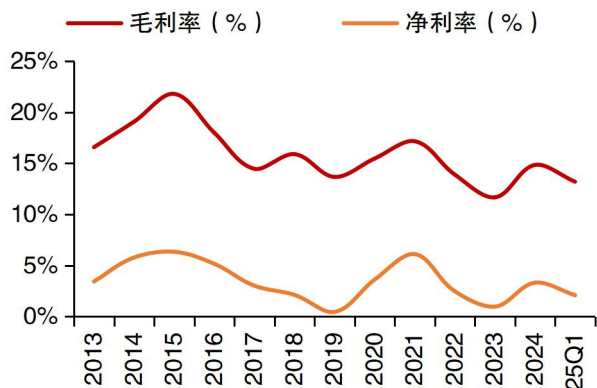
图表 7：公司扣非后归母净利润



资料来源：wind，华源证券研究所

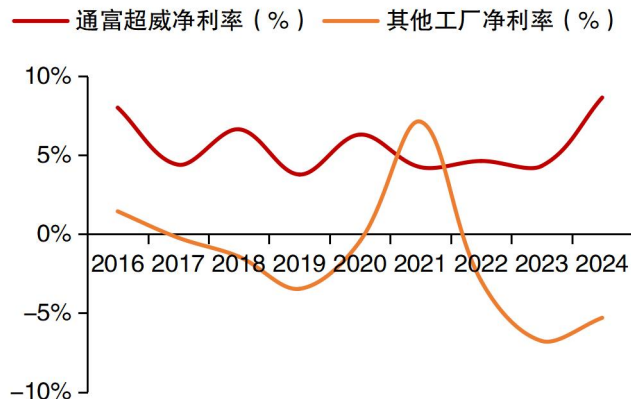
2024 年，通富超威的净利率为 8.66%，同比上升 4.33 个百分点。通富超威具备 FC、BGA、LGA 等先进封装技术，产品不断优化，且 2024 年通过本地化采购大幅降低成本，实现净利率的快速拉升。其他工厂净利率水平波动更具周期性，2024 年的净利率水平为-5.29%，随着市场逐步进入周期上行阶段，净利率较 2023 年同期有一定修复。通富超威凭借在先进封装技术方面的优势以及市场份额的提升，净利率水平有望继续提升。

图表 8：公司毛利率及净利率



资料来源：wind，华源证券研究所

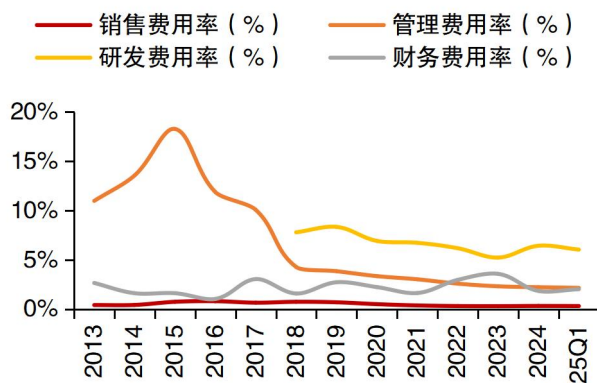
图表 9：通富超威及其他工厂净利率



资料来源：wind，华源证券研究所

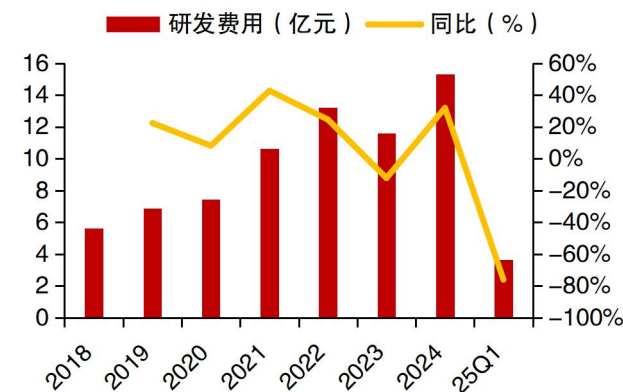
持续加大研发投入，巩固先进封装竞争优势。2024 年，公司期间费用率为 10.80%，其中：销售费用率 0.32%、管理费用率 2.22%、研发费用率 6.42%、财务费用率 1.84%。其中，研发费用率占比最高，2024 年公司投入研发费用为 15.33 亿元，同比上升 31.93%，表明了公司在技术创新和研发方面的持续投入，或将为业务增长和保持先进封装的竞争优势筑造坚实的地基。

图表 10：公司四费情况



资料来源：wind，华源证券研究所。注：2018 年起，公司研发费用自管理费用中分拆。

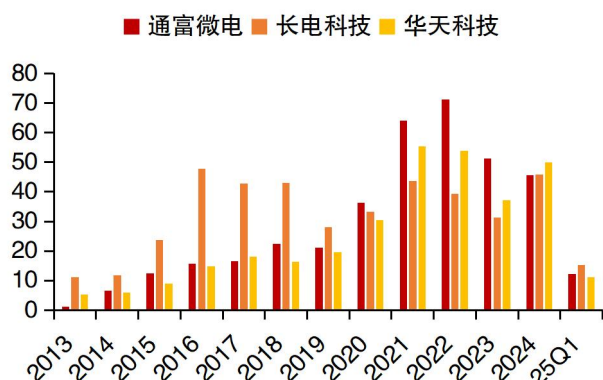
图表 11：公司研发费用及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

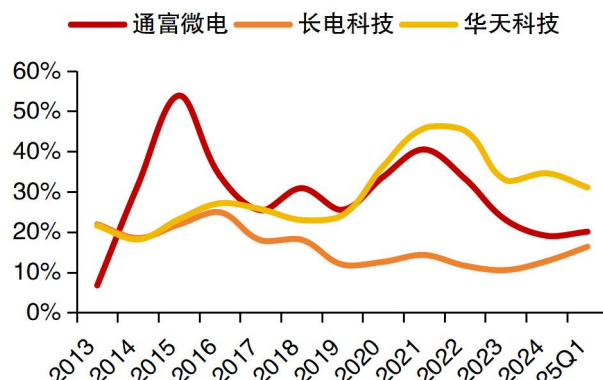
持续加大资本开支，彰显增长信心和决心。公司资本开支总体保持在高位，在 2021-2023 年间大幅领先同业可比公司，其中 2022 年为 71.25 亿元，在景气度低谷逆势扩张产能，资本开支占营收比例为 33.25%，表明了公司在扩大生产能力和提升技术装备方面有着领先行业的投入。2024 年，公司资本开支有所下降，但根据公司投资者关系管理信息，2025 年预计将投入约 60 亿元用于新厂房建设、产品扩产升级等。整体来看，公司产能的扩张或将助力实现收入端的增长，体现了公司对未来市场的信心。

图表 12：公司与可比公司资本开支的对比（单位：亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所。注：资本开支指购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金。

图表 13：公司与可比公司资本开支占收入比重（单位：%）



资料来源：wind，华源证券研究所。

公司利用上市公司平台进行融资，为项目建设提供了重要支持。自上市以来，公司共进行了 6 次直接融资，募资总额约为 107.57 亿元，主要用于产能建设，以及 AMD 苏州和槟城的收购等投资项目。数轮融资为公司的业务拓展提供了较为充分的资金保障。

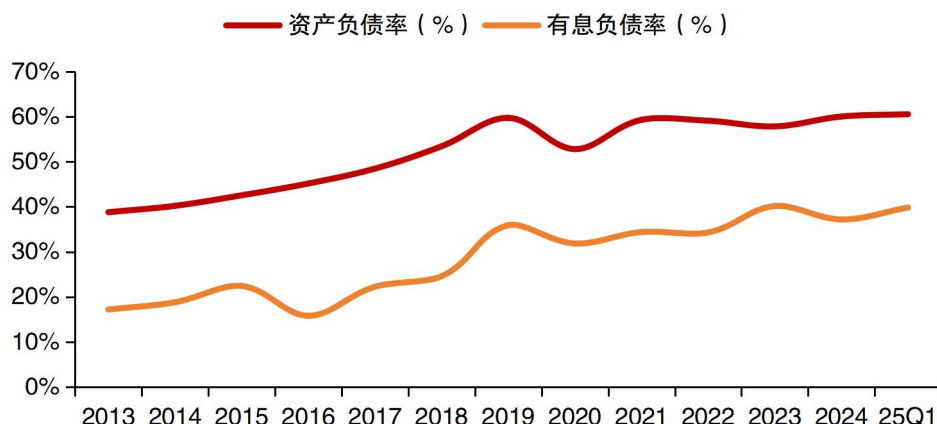
图表 14：公司历年直接融资项目

年份	性质	募资总额（亿元）	主要融资项目
2007	IPO	5.91	技术中心扩建项目
			功率 IC 封装测试技术改造项目
			微型 IC 封装测试技术改造项目
			高密度 IC 封装测试技术改造项目
			新型大功率集成电路封装测试(三期工程)技术改造项目
2010	公开增发	10.00	集成电路先进封装测试(二期扩建工程)技术改造项目
2015	定向增发	12.80	AMD 并购项目
			移动智能通讯及射频等集成电路封装测试项目
			智能电源芯片封装测试项目
2018	定向增发	19.21	购买富润达 49.48%的股权和通润达 47.63%的股权
2020	定向增发	32.72	高性能中央处理器等集成电路封装测试项目
			车载品智能封装测试中心建设
			集成电路封装测试二期工程
2022	定向增发	26.93	圆片级封装类产品扩产项目
			5G 等新一代通信用产品封装测试项目
			高性能计算产品封装测试产业化项目
			存储器芯片封装测试生产线建设项目
			功率器件封装测试扩产项目

资料来源：wind，华源证券研究所

资产负债率整体保持平稳。公司同时也进行间接融资，2018 年以来，公司资产负债结构趋于稳定，截至 2025 年一季度，公司的资产负债率为 60.58%，同比上升 2.90 个百分点，有息负债率为 39.85%，同比下降 0.98 个百分点，公司在财务管理方面相对稳健。封测行业资本投入较高，公司利用上市平台优势，结合股权及债务融资，不断提升自身的技术水平和生产能力，有望助力业绩发展。

图表 15：公司资产结构

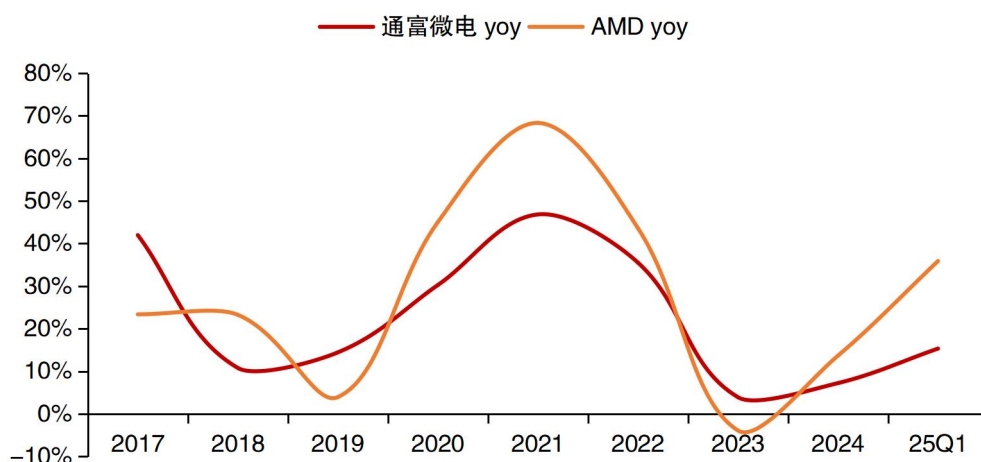


资料来源：wind，华源证券研究所

1.3. 与 AMD 深度协同，迎接 AI 服务器芯片黄金时代

公司与 AMD 分别持有通富超威苏州及通富超威槟城 85%及 15%股份，关系为“合资+合作”，AMD 的规模增长是公司快速增长的主要因素之一。AMD 涉足 CPU、GPU、FPGA 等领域，是通富微电第一大客户，随着全球计算机市场持续扩张，AMD 的收入快速增长，公司是 AMD 最大的封装测试供应商，2024 年占其订单总数的 80%以上，未来随着大客户资源整合渐入佳境，产生的协同效应或将带动整个产业链持续受益。此外，通富超威凭借自身在 CPU、GPU 等封装领域的技术积累及示范作用，其非 AMD 客户收入同样有望实现快速增长。

图表 16：公司与 AMD 收入增速对比（单位：%）

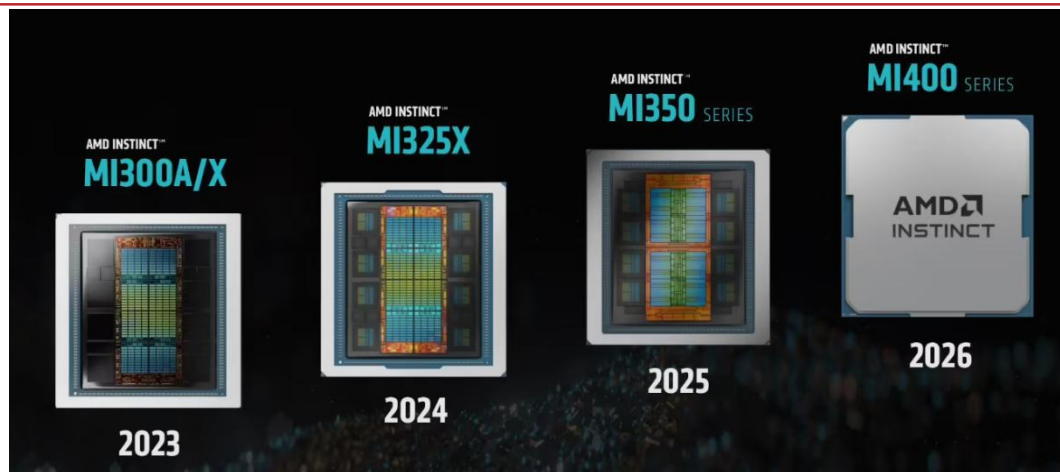


资料来源：wind，华源证券研究所

AI 服务器带动 AI 芯片出货量增长，AMD 强势布局 AI 芯片有望为公司提供增量订单。根据 Trend Force 数据，2024 年全球 AI 服务器出货量增速高达 46%，约为 172 万台，且下游需求稳健的前提下，2025 年仍将维持约 24.3%的增速，AI 芯片市场空间广阔。在产品规划方面，2025 年 6 月 13 日，AMD 在其 Advancing AI 2025 大会上推出了全新一代 Instinct MI350 系列 GPU，该产品在生成式人工智能和高性能计算领域实现了性能、能效与可扩展性的全方

位提升，并预告了将在 2026 年推出 MI400 系列。此外，2025 年 7 月 16 日，AMD 宣布计划重启向中国出口其 MI308 芯片，此举有助于扩大 AMD 在中国的市场份额。公司作为 AMD 的封装核心供应商，AMD 在 AI 领域的布局有望为公司业绩增长提供有力支撑。

图表 17：AMD INSTINCT 系列产品线路图



资料来源：IT 之家，华源证券研究所

2. AI 浪潮推动封装技术创新，先进封装大有可为

2.1. 封装技术持续迭代，先进封装赋能芯片功能升级

芯片封装具有分配电源信号、传递电信号、散热、保护等基本功能。根据《微电子封装技术》（周玉刚等），裸芯片上的电极易被空气腐蚀导致性能变差乃至损坏。芯片不能直接使用，芯片上的电极必须与外界连接才能发挥功能。同时，半导体晶体管的特性受温度影响很大，必须使结温保持在一定范围内才能使用。

封装工艺流程包括前道工艺及后道工艺。根据《集成电路芯片封装技术》（李可为），晶圆片一般在晶圆厂测试后，会将有缺陷的芯片打上记号，在封测厂进行芯片贴装时自动拾片机自动分辨出合格及不合格的芯片。封装厂的封装流程一般可分为两部分，其中在用塑料封装（固封）之前的工艺步骤为前道工艺，包含硅片背面减薄、切割、芯片贴装及互连等，固封之后的为后道工艺，包含去飞边毛刺、切筋成型、上焊锡、打码等。

图表 18：芯片封装技术工艺流程



资料来源：《集成电路芯片封装技术》李可为，华源证券研究所

封装技术朝小尺寸、多功能、高集成的方向发展。根据《微电子封装技术》（周玉刚等），芯片朝高集成度、高输入/输出(I/O)数方向发展，而终端产品则朝高性能、多功能、便携化、

低功耗、低成本、高可靠性等方面演变。市场竞争要求产品性价比不断提升、部分电子产品特别是消费类电子产品持续快速更新换代，使得封装形式朝着尺寸变小、引脚和功能变多以及更加系统集成的方向发展。

迄今为止，全球封装技术一共经历了五个发展阶段。根据《中国半导体封装业的发展》，全球封装技术的第一阶段为通孔插装型封装，第二阶段为表面贴装型封装。当前，全球封装行业的主流技术处于以 CSP、BGA 为主的第三阶段，并向以系统级封装（SiP）、倒装焊封装（FC）、芯片上制作凸点（Bumping）为代表的第四阶段和第五阶段封装技术迈进。

图表 19：封装技术发展历史

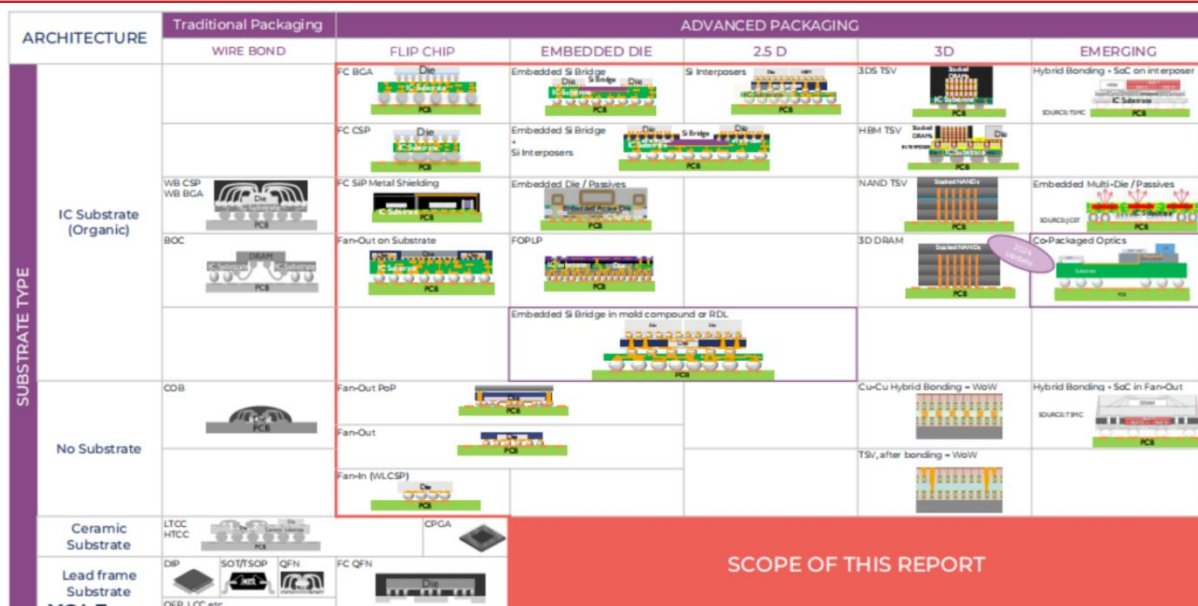
阶段	时间	封装	具体典型的封装形式
第一阶段	20 世纪 70 年代以前	通孔插装型封装	晶体管封装（TO）、陶瓷双列直插封装（CDIP）、塑料双列直插封装（PDIP）
第二阶段	20 世纪 80 年代以后	表面贴装型封装	塑料有引线片式载体封装（PLCC）、塑料四边引线扁平封装（PQFP）、小外形表面封装（SOP）、无引线四边扁平封装（PQFN）、小外形晶体管封装（SOT）、双边扁平无引脚封装（DFN）
第三阶段	20 世纪 90 年代	球栅阵列封装（BGA）	塑料焊球阵列封装（PBGA）、陶瓷焊球阵列封装（CBGA）、带散热器焊球阵列封装（EBGA）、倒装芯片焊球阵列封装（FC-BGA）
		晶圆级封装（WLP）	
		芯片级封装（CSP）	引线框架 CSP 封装、柔性插入板 CSP 封装、刚性插入板 CSP 封装、圆片级 CSP 封装
第四阶段	20 世纪末开始	多芯片组封装（MCM）	多层陶瓷基板（MCM-C）、多层薄膜基板（MCM-D）、多层印制板（MCM-L）
			系统级封装（SiP）
			三维立体封装（3D）
			芯片上制作凸点（Bumping）
			微电子机械系统封装（MEMS）
第五阶段	21 世纪前 10 年开始		晶圆级系统封装-硅通孔（TSV）
			倒装焊封装（FC）
			表面活化室温连接（SAB）
			扇外型集成电路封装（Fan-Out） 扇入型集成电路封装（Fan-in）

资料来源：甬矽电子招股说明书，华源证券研究所

封装技术分为传统封装和先进封装，两种技术之间不存在明确的替代关系。根据《2022 年中国集成电路封测产业白皮书》，业界先进封装与传统封装以是否采用焊线来区分，传统封装主要是指采用引线键合互连的形式进行封装，先进封装主要是采用键合互连并利用封装基板来实现的封装技术。传统封装性价比高、通用性强、应用领域广，与先进封装没有明确的替代关系。

先进封装受下游需求驱动，封装技术向小型化、集成化、低功耗方向发展。根据 2024 年 Yole 报告，先进封装范围可包括部分倒装、嵌入式基板、2.5D/3D 及新兴技术等。倒装技术包括 FCBGA、FCCSP、FCSiP、使用 FC 的扇外型封装等；嵌入式基板及 2.5D 技术使用中介层，包括硅桥、硅转接板、嵌入式元件、FOPLP 等；3D 技术包括 TSV、混合键合等。

图表 20：按基板类型划分的封装技术

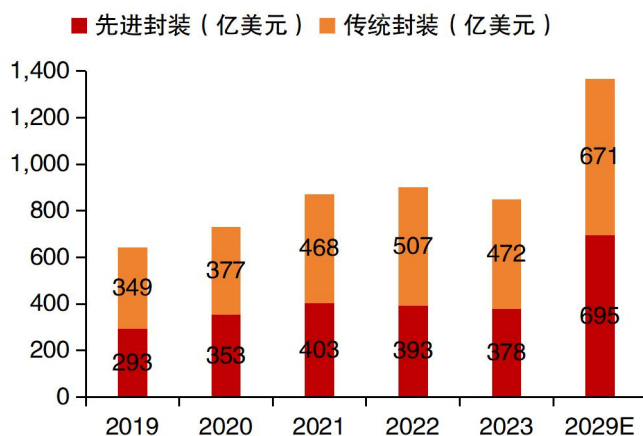


资料来源：Yole，华源证券研究所

2.2. AI 推动高性能计算需求，助力高性能封装快速发展

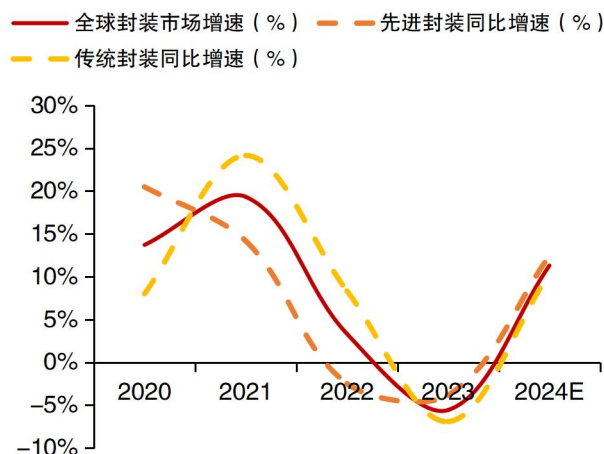
高性能计算和人工智能等领域的发展推动先进封装高速发展。根据 Yole 数据，2023 年全球封装市场规模达到 850 亿美元，其中，先进封装市场规模为 378 亿美元，传统封装市场规模为 472 亿美元，预计在 2023-2029 年期间，先进封装市场规模的年复合增速将达 10.68%，高于传统封装的年复合增速 6.04%，主要是技术节点的进步，以及对芯片高性能、小型化需求，促进了先进封装的增长。未来，传统封装市场依然具有一定的优势，或将在全球市场保持较大比重，同时人工智能、高性能计算、5G 和自动驾驶或将继续推动先进封装市场的增长。

图表 21：全球先进封装、传统封装市场空间



资料来源：Yole，华源证券研究所

图表 22：全球先进封装、传统封装市场规模同比增速

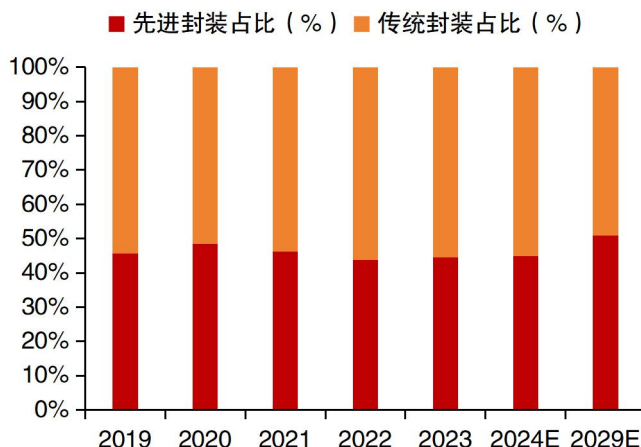


资料来源：Yole，华源证券研究所

未来先进封装技术将占据重要位置，2.5D/3D 封装或将保持较高增速。根据 Yole 数据，2023 年全球先进封装收入占比已达 44.47%，较 2022 年的 43.67% 提升了 0.80 个百分点，预计到 2029 年，先进封装占比将进一步提升至 50.88%。从技术角度划分先进封装市场，2022 年，倒装（包括 FCCSP、FCBGA 等）是主流的先进封装技术，2022 年的市场占比高达 51%，

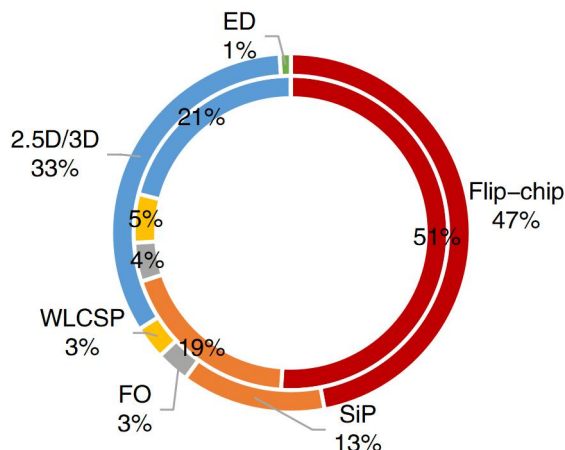
2022-2028 年其市场规模的复合增速预计为 8.5%；而 2.5D/3D 封装技术作为 AI 领域的重要解决方案，在 2022 年的市场占比为 21%，预计未来增速较高，到 2028 年占比将达 33%，2022-2028 年的市场规模复合增速预计可达 18.7%。

图表 23：全球先进封装&传统封装市场空间占比



资料来源：Yole，华源证券研究所

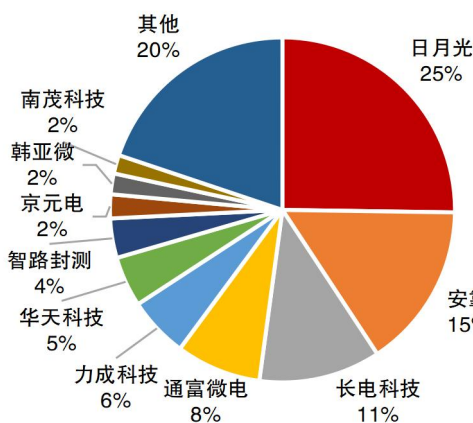
图表 24：2022（内）&2028E（外）各封装技术市场占比



资料来源：Yole，华源证券研究所

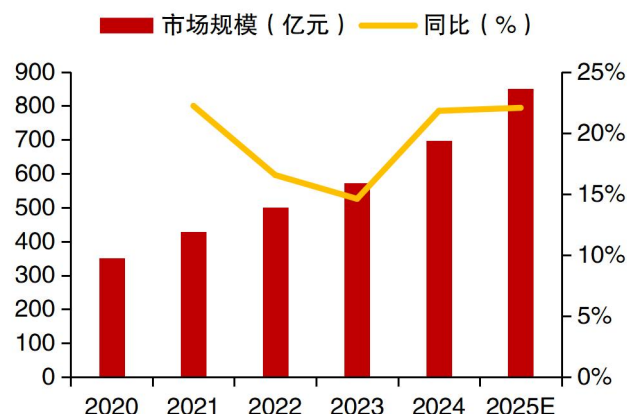
中国封测企业全球市场份额不断提高，劳动力成本和规模效应成为优势。根据芯思想研究院发布的 2024 年全球委外封测（OSAT）榜单，通富微电全球市场占有率约达 8%，位居全球第四，中国大陆第二，全球 Top10 中的中国大陆企业还包含长电科技、华天科技等，中国大陆和中国台湾 OSAT 厂在半导体封测领域具备较强竞争力。中国大陆和中国台湾地区的劳动力成本和生产成本相对较低，在成本竞争上占据较大优势，此外，中国市场规模和需求较大，这使得中国封测企业可以实现规模效应，不断扩大产能和规模，从而进一步压减成本，同时有望吸引全球客户将更多订单转移至中国。

图表 25：2024 年 OSAT 厂商市占率



资料来源：芯思想研究院，华源证券研究所

图表 26：中国先进封装市场规模及增速

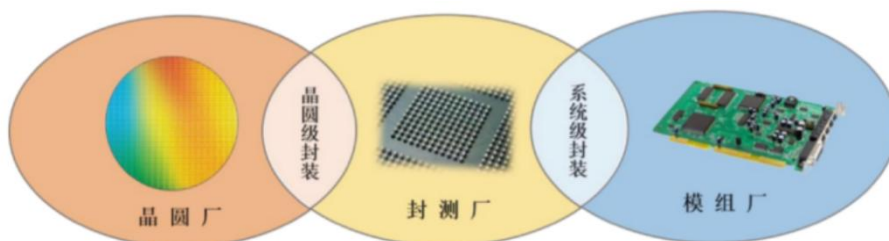


资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

先进封装需求上升，促使 OSAT 向晶圆级和系统级方向发展。对于封测厂来说，其先进封装发展路径主要分为上游晶圆制程领域和下游模组领域。随着封装引脚密度要求的提升，先进封装正朝着晶圆级封装方向发展，例如通过在晶圆上直接实施封装工艺、完成重布线，并采用凸点工艺实现与外部的互联。代表性技术包括晶圆上凸点工艺（Bumping）、通孔硅孔径技术（TSV）以及晶圆级扇出与扇入技术等。为了压缩模块体积、缩短电气连接距离以

及提升芯片系统功能性，封测厂也朝向系统级封装方向发展，将处理器、存储器等功能芯片以及电容、电阻等元器件集成到一颗芯片中。代表性技术包括采用倒装技术（Flip-Chip）的系统级封装（System-in-Package, SiP）产品。

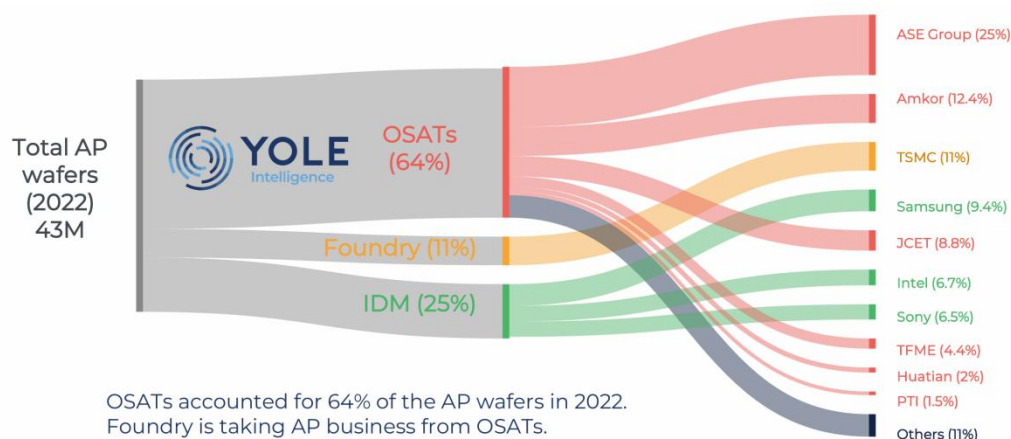
图表 27：先进封装发展趋势



资料来源：甬矽电子招股说明书，华源证券研究所

先进封装供应链正经历变革，不同类型厂商的界限逐渐模糊。根据 Yole 报告，2022 年全球先进封装加工的晶圆量约 4300 万片，其中：OSAT 加工量占比最大为 64%，包括日月光（ASE）、安靠（Amkor）、长电科技（JCET）、通富微电（TFME）、华天科技（Huatian）、力成科技（PTI）；晶圆代工厂主要为台积电（TSMC），占比 11%，其将前端制造与先进封装能力相结合的集成商业模式正在成为行业的标杆，代工厂的进入对传统 OSAT 厂商构成竞争威胁；IDM 厂商占比 25%，包括三星（Samsung）、英特尔（Intel）和索尼（Sony），三星正在使用先进封装连接其代工和内存业务，而英特尔则将先进封装作为其 IDM 2.0 战略的核心要素。

图表 28：2022 年先进封装市占率（按照晶圆数量）



资料来源：Yole，华源证券研究所

2.3. 先进封装技术创新成果丰硕，封装品种布局全面

封装技术布局全面，应用领域广泛。公司具备包括设计仿真，圆片中测，封装，成品测试，系统级测试等服务，封装技术包括框架类封装（SOT，SOP，QFN，DFN，LQFP，TO，IPM 等），基板类封装（WBBGA，WBLGA，FCBGA，FCCSP，FCLGA 等）和圆片类封装

(Fan-in WLCSP, Fan-out WLCSP, Cu pillar bump, Solder bump, Gold bump 等) , 以及 COG, COF 和 SIP 等, 广泛应用于高性能计算、大数据存储、网络通讯、移动终端、车载电子、人工智能、物联网、工业智造等领域。

技术创新成果丰硕, 先进封装积累愈发深厚。公司已在多个先进封装技术领域积极开展国内外专利布局, 先后从富士通、卡西欧、AMD 获得技术许可。2024 年, 公司在先进封装领域取得多项进展, 实现 SIP 业界最小器件量产, 并建立了电容背贴 SMT 和植球连线作业能力; 基于玻璃基板 (TGV) 的先进芯片封装技术成功通过阶段性可靠性测试, 为高性能芯片封装提供了新的解决方案, 有望推动半导体行业在 5G、AI 和 HPC 等领域的应用创新, 加速相关产品的商业化进程。此外, 公司凭借与大客户的紧密合作, 在通富超威槟城成功布局先进封装业务, 建设 Bumping、EFB 等生产线, 精准契合国际大客户经营战略, 将助力公司在先进封装领域进一步提升市场份额。

图表 29: 公司的封装品种

封装品种	应用
FCBGA Series	计算 (微处理器/图形、服务器) 、游戏、高宽带网络/通信设备等
FCCSP Series	智能手机、网络/连接设备
FO Series	MIC、RF、CPU、GPU、网络
HVP Series	消费电子产品和汽车电子产品, 包括无线/射频和模拟器件、电源管理、微控制器、蓝牙器件、便携式产品(如手机、数据存储系统和笔记本电脑)、汽车电子
LQFP Series	笔记本电脑、视频/音频、电信、射频、数据采集、机顶盒、通信板和汽车
QFN-DFN Series	逻辑、存储器和微控制器等, RF、Wi-Fi、蓝牙、物联网、手机、无线 LAN、个人数字助理、数码相机
SiP Series	DSMSiP 适用于较小封装多功能的系统, 例如 Wi-Fi 模块、毫米波模块和可穿戴设备; SiP 广泛应用于智能家居、智能城市和其他任何无线通信设备
WBBGALGA(HS)PBGAB Series	平板电脑、智能手机、游戏控制器、汽车、工业数码和摄像机以及远程设备等
WLCSP Series	Bump 工艺主要用于高引脚数和高性能 ASIC、CPU/GPU、游戏、存储器、RF 等; CSP 具有更好的电气性能, 主要用于消费类便携式产品的低引脚数封装, 同时满足存储芯片轻量化、超薄、大尺寸的封装要求

资料来源: 通富微电官网, 华源证券研究所

3. AMD 服务器芯片放量, 公司或深度受益

3.1. AMD 积极布局 AI 服务器芯片, 快速抢占市场份额

AMD 业务可拆分为四个部分, 包括: 1) 数据中心业务, 包括服务器 CPU、GPU、APU 等, 以及用于数据中心的自适应 SoC; 2) 客户端业务, 包括台式机和笔记本的电脑处理器和芯片组; 3) 游戏业务, 包括独立 GPU 和半定制 SoC 产品; 4) 嵌入式业务, 自适应和嵌入式产品。2025 年一季度, AMD 的数据中心、客户端、游戏、嵌入式营收占比分别为 49.39%、30.84%、8.70%、11.06%, 数据中心业务收入占比最高, 为 AMD 核心业务。

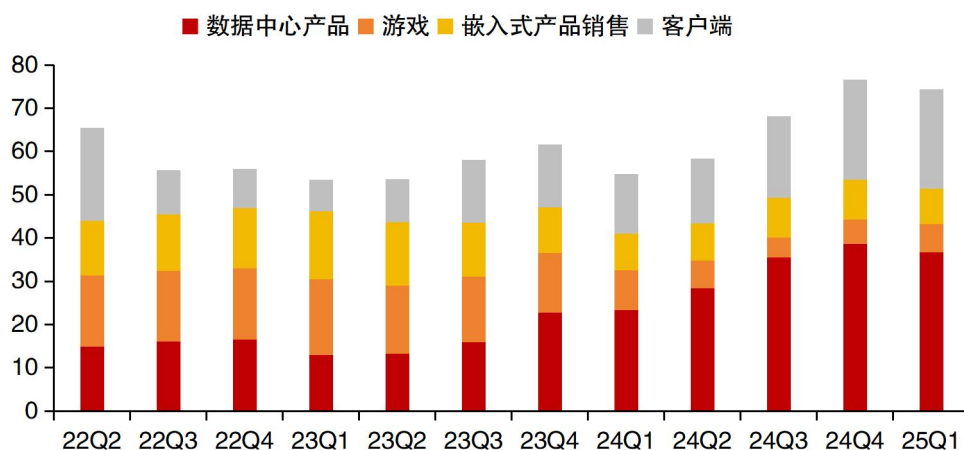
图表 30：AMD 业务布局及主要产品

	数据中心	客户端	游戏	嵌入式
产品类别	服务器 CPU、GPU、APU、DPU、FPGA、SmartNIC 和自适应 SoC	笔记本、台式机的 CPU、APU 和芯片组	独立的 GPU 和半定制的 SoC	嵌入式 CPU、GPU、APU、FPGA、SOM 和自适应 SoC
产品系列	EPYC、INSTINCT、PENSANDO	RYZEN、RYZEN pro、THREADRIPPER pro		EPYC (embedded) 、RYZEN (embedded) 、ALVEO、VERSAL、ZYNQ

资料来源：AMD 公告，华源证券研究所

数据中心为 AMD 战略发展方向，未来收入占比或将持续提升。2024 年，AMD 的数据中心业务实现收入 125.79 亿美元，同比上升 93.64%。数据中心需要高性能、节能、可扩展和适应性强的计算引擎，以满足存储、访问、分析和管理的数量不断增长所驱动的需求。AMD 的数据中心产品组合包含 CPU、GPU、DPU、FPGA、SmartNIC 和自适应 SoC 等，产品之间的不同组合可以针对不同的工作负载优化性能和功耗。2025 年 Q1，公司实现数据中心相关收入 36.74 亿美元，环比基本持平，同比大幅增长 57.21%，主要受益于 EPYC 系列 CPU 和 Instinct 系列 GPU 的销售增长。

图表 31：AMD 按产品划分的季度收入（单位：亿美元）



资料来源：wind，华源证券研究所

MI350 系列剑指 AI 服务器市场。2025 年 6 月，AMD 在其 Advancing AI 2025 大会上推出了新一代的 Instinct MI350 系列，包含 Instinct MI350X 和 MI355X GPU 及平台，实现了每代 4 倍的 AI 计算能力提升和 35 倍的推理性能飞跃，其中 MI355X 产品的性能较英伟达的 B200/GB200，预计将在显存、FP16 和 FP8 运算等方面实现较大提升。同时，大会上，AMD 预告分别将于 2026 年和 2027 年推出 MI400、MI500 系列产品；OpenAI 也宣布将使用 MI300X 和 MI450 AI 芯片，表明了 AMD 在 AI 服务器领域的深远布局以及强劲的产品力。

图表 32: AMD MI350 系列产品参数

AMD INSTINCT	Instinct™ MI350X	Instinct™ MI355X
MEMORY	288 GB HBM3E	288 GB HBM3E
MEMORY BANDWIDTH	8 TB/s	8 TB/s
PEAK FP64*	72 TF	79 TF
PEAK FP16	4.6 PF	5 PF
PEAK FP8	9.2 PF	10 PF
PEAK FP6	18.4 PF	20 PF
PEAK FP4	18.4 PF	20 PF
TBP	Up to 1000W	Up to 1400W

资料来源: IT 之家, 华源证券研究所

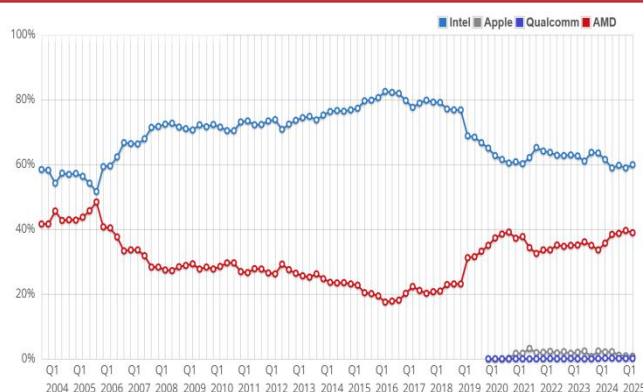
图表 33: AMD MI355X 与英伟达 B200/GB200 性能对比

Instinct™ MI355X	vs. GB200	vs. B200
MEMORY CAPACITY	~1.6x	1.6x
MEMORY BANDWIDTH	1x	1x
PEAK FP64*/PEAK 32	~2x	~2x
PEAK FP16	1x	1.1x
PEAK FP8	1x	1.1x
PEAK FP6	2x	2.2x
PEAK FP4	1x	1.1x

资料来源: IT 之家, 华源证券研究所

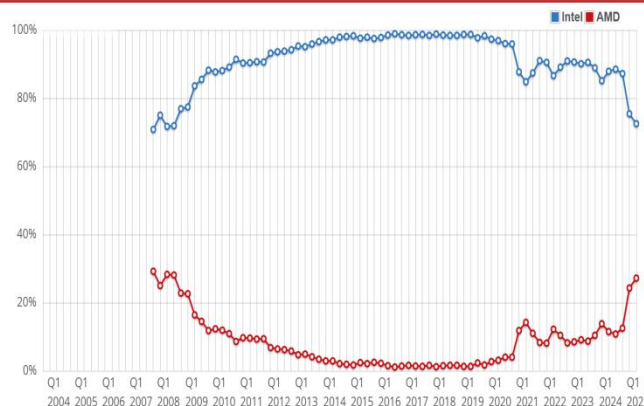
AMD 在 AI 服务器 CPU 领域快速挤占英特尔份额。AMD 在 CPU 领域正积极抢占英特尔份额, 根据 Passmark 数据, 截至 25Q2, AMD 在全球 CPU 市场的份额提升至 39.6%, 其中, 台式机 CPU 份额达 50.2% 已超英特尔; 服务器 CPU 份额自 2025 年初以来加速扩张, 挤占英特尔 10% 以上的份额。随着 AMD 在 CPU 市场的占有率进一步提升, 或带动公司业务规模共增长。

图表 34: 全球全类型 CPU 总市场份额 (单位: %)



资料来源: Passmark, 华源证券研究所。注: 数据截至 2025 年 8 月 19 日。

图表 35: 全球服务器 CPU 市场份额 (单位: %)



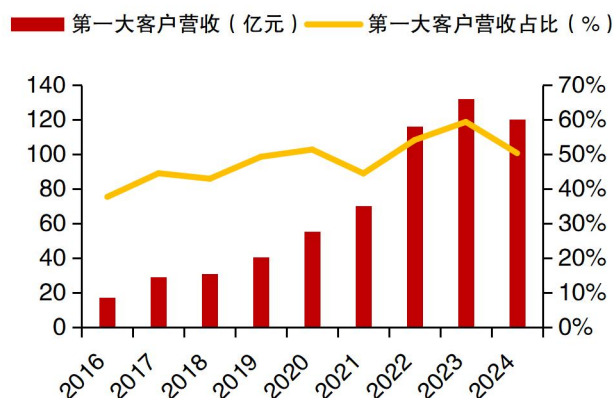
资料来源: Passmark, 华源证券研究所。注: 数据截至 2025 年 8 月 19 日。

3.2. 通富超威与 AMD 共成长, 高性能计算开启快速成长通道

通富超威为 AMD 重要的封测供应商。根据 AMD 年报, 其组装、测试、标记和包装环节的供应商为通富超威、苏州矽品精密 (SPIL) 和京元电子 (KYEC)。根据 2024 年年报, 公司为 AMD 最大的封装测试供应商, 占其订单总数的 80% 以上。

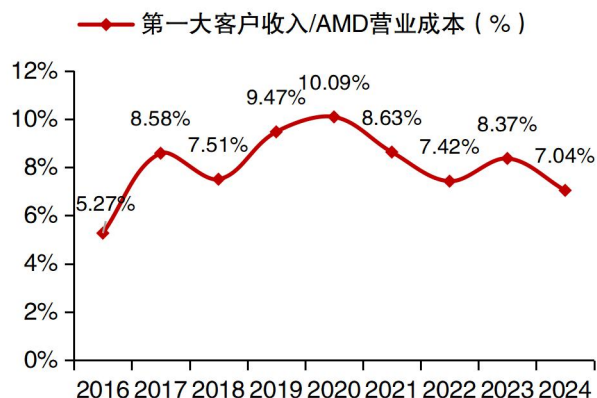
AMD 贡献收入逾半, 公司与 AMD 深度合作共谋发展。2024 年 AMD 为公司最大的客户, 贡献了 120.25 亿元的收入, 占公司总收入的 50.35%。AMD 在 2024 年实现了 257.85 亿美元的收入, 同比增长 13.69%, 随着其未来不断深化 CPU+GPU+FPGA 的全方位布局, 产生的协同效应或将带动公司持续受益。

图表 36：公司来自 AMD 的收入及其占公司总收入比重



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 37：公司来自 AMD 的收入占 AMD 营业成本比重

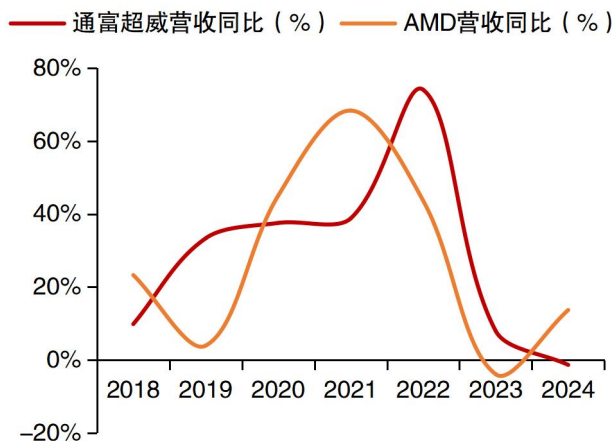


资料来源：wind，华源证券研究所

通富超威收入增速与 AMD 收入增速具有正相关性。由于 AMD 是通富超威的主要收入来源，且在 2024 年，通富超威的收入在公司的收入占比高达 64.15%，因此 AMD 收入的增长或将带动公司业绩的增长。从收入增速的角度来看，这两者呈现出一定的正相关性。

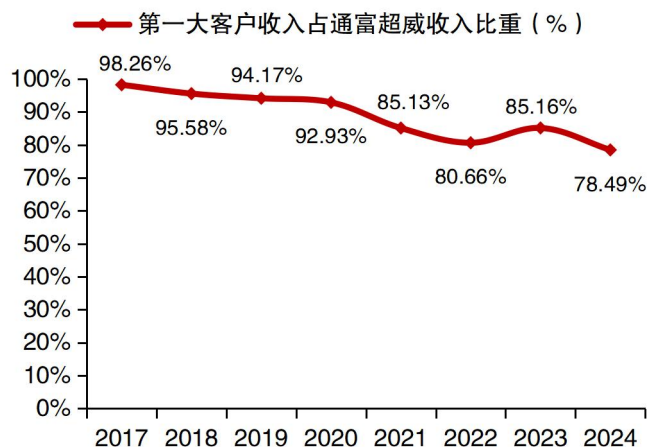
通富超威除 AMD 外客户收入占比持续提升。通富超威苏州和通富超威槟城的主要收入来源是 AMD，尽管来自于 AMD 的收入呈上升趋势，但是在通富超威的收入占比有所下降，主要因为通富超威苏州和通富超威槟城具有国际一流的 CPU、GPU 等封装测试技术，公司利用其技术领先优势，除了满足主要客户 AMD 的需求外，在半导体国产化的大背景下积极引入其他客户。在 2024 年，除 AMD 外通富超威收入中来自其他客户的收入占比为 21.51%。

图表 38：通富超威及 AMD 收入增速对比



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 39：第一大客户收入占通富超威收入比重

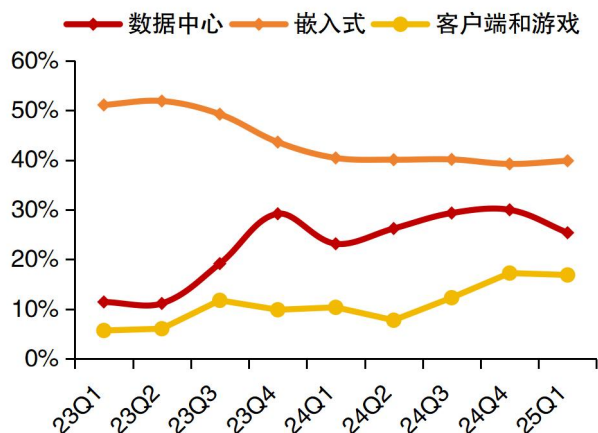


资料来源：wind，华源证券研究所

AMD 业绩整体向好，解禁有望修复盈利水平。根据 AMD 的业绩报告，2025 年一季度 AMD 整体毛利率为 50.23%，环比略有下滑但仍保持在较高位置，同比上升约 3 个百分点，主要来源于数据中心业务的快速增长和更丰富的 Ryzen 处理器销售组合。分业务来看，25Q1 嵌入式业务营业利润率约为 40%，仍是 AMD 营业利润率最高的业务；数据中心业务营业利润率为 25%，同比提高约 2 个百分点；客户端和游戏业务的数据已合并统计，综合营业利润率环比持平，同比大幅提升约 7 个百分点。此外，据新加坡《联合早报》网站于 2025 年 7 月 16 日报道，在美国宣布将批准销售后，AMD 继英伟达之后也计划重启向中国出口其 MI308

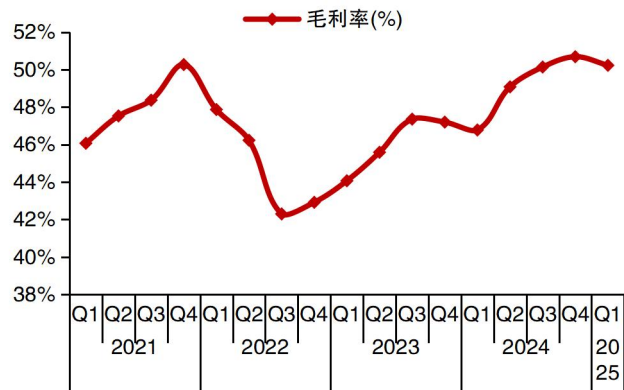
芯片，该产品是 AMD 专为中国市场设计的 AI 加速器，此次解禁或促进 AMD 在中国市场的产品放量，且 AMD 毛利率有望环比上升。

图表 40：AMD 各业务营业利润率（单位：%）



资料来源：wind，华源证券研究所

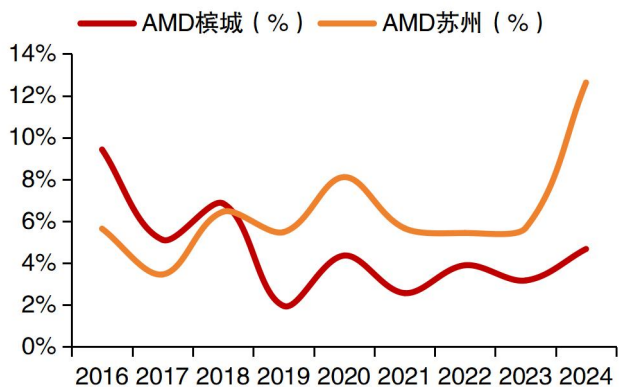
图表 41：AMD 毛利率



资料来源：wind，华源证券研究所

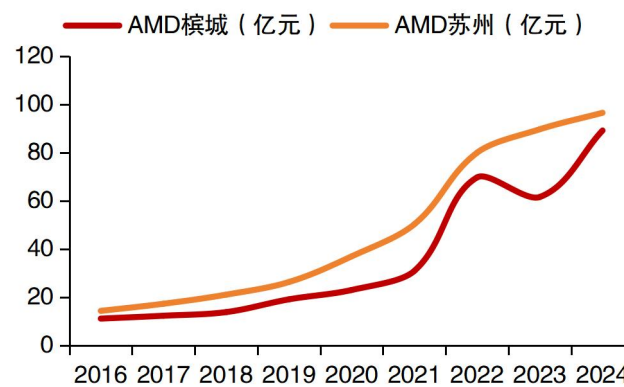
通富超威或受益于 AMD 的数据中心收入提升盈利改善。公司持续投入通富超威的资本开支。2022 年 6 月 14 日，通富超威槟城启动新厂房建设仪式，新厂房占地约 85 亩，截至 2024 年底，该工厂的先进封装产线建设持续稳步推进。2025 年，公司预计共投资 35 亿元于通富超威苏州、通富超威槟城，主要用于现有产品扩产升级，以满足大尺寸多芯片的服务器及 AI PC 等产品的量产与研发。考虑到 AMD 与 AI 相关的服务器芯片业务未来收入有望进一步增长，通富超威的盈利水平或将保持稳中有升。

图表 42：通富超威净利率水平



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 43：通富超威总资产水平



资料来源：wind，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

公司为全球领先的集成电路封测服务提供商，为全球客户提供设计仿真和封装测试一站式服务。公司紧抓人工智能等发展机遇，面向未来高附加值产品及市场热点方向，已开发扇外型、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。

通富超威槟城及苏州：公司为 AMD 核心供应商，与大客户的合作关系日益紧密，现已在通富超威槟城成功布局先进封装业务，建设 Bumping、EFB 等生产线，或助力公司在先进封装领域进一步提升市场份额。2025 年，公司预计将投入 35 亿元用于 AMD 槟城和 AMD 苏州的产能扩张。同时，随着大客户营收的强劲增长，合资工厂有望继续支撑公司成长。我们预计 AMD 槟城工厂 2025–2027 年收入同比增长 10%/5%/5%；AMD 苏州工厂 2025–2027 年收入同比增长 10%/10%/10%。

合肥通富和南通通富：公司计划于 2025 年投资 25 亿元用于合肥通富、南通通富等工厂的产能建设、产品研发，其中，南通通富将承接高性能计算产品封装测试产业化项目，提高 FCCSP、FCBGA 封装产品量产能力。我们预计合肥通富工厂 2025–2027 年收入同比增长 15%/20%/20%；南通通富工厂 2025–2027 年收入同比增长 30%/40%/40%。

图表 44：盈利预测拆分表（单位：亿元，%）

项目	2024A	2025E	2026E	2027E
通富超威槟城				
营业收入（亿元）	76.46	84.11	88.31	92.73
yoy	-8.43%	10.00%	5.00%	5.00%
通富超威苏州				
营业收入（亿元）	76.74	84.41	92.86	102.14
yoy	6.90%	10.00%	10.00%	10.00%
合肥通富				
营业收入（亿元）	9.55	10.98	13.18	15.81
yoy	15.34%	15.00%	20.00%	20.00%
南通通富				
营业收入（亿元）	21.84	28.39	39.75	55.65
yoy	14.35%	30.00%	40.00%	40.00%
通富通科				
营业收入（亿元）	8.78	7.02	8.08	8.08
yoy	100.46%	-20.00%	15.00%	0.00%
崇川厂及其他				
营业收入（亿元）	45.45	50.00	52.49	55.12
yoy	27.53%	10.00%	5.00%	5.00%
公司合计				
收入（亿元）	239	265	295	330
yoy	7.24%	10.93%	11.23%	11.83%
毛利率（%）	14.84%	15.11%	15.92%	16.86%

资料来源：wind，华源证券研究所

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 10.64/13.84/18.53 亿元，同比增速分别为 57.00%/30.11%/33.90%，当前股价对应的 PE 分别为 42.08/32.34/24.16 倍。我们选取长电科技、华天科技、晶方科技、甬矽电子为可比公司。鉴于大客户 AMD 业绩增长强劲，公司作为其核心供应商有望充分受益，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 45：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2025-08-27	25E	26E	27E	25E	26E	27E
600584.SH	长电科技	38.60	1.13	1.43	1.72	34.31	27.08	22.48
002185.SZ	华天科技	11.37	0.29	0.40	0.49	38.77	28.66	23.20
603005.SH	晶方科技	31.53	0.63	0.82	1.00	49.91	38.30	31.53
688362.SH	甬矽电子	36.26	0.46	0.83	1.15	79.02	43.57	31.53
	算术平均					50.50	34.40	27.19
002156.SZ	通富微电	29.50	0.70	0.91	1.22	42.08	32.34	24.16

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，长电科技、华天科技、晶方科技、甬矽电子盈利预测来自 ifind 一致预期，通富微电盈利预测来自华源证券研究所。

5. 风险提示

行业和市场周期性波动风险：全球半导体行业具有技术呈周期性发展和市场呈周期性波动的特点，行业与市场的波动会对公司的经营业绩产生一定影响。同时，受国内外政治、经济因素影响，如市场需求低迷、产品竞争激烈，将会影响产品价格，对公司的经营业绩产生一定影响。

汇率风险：2022 年、2023 年及 2024 年，公司出口销售收入占比分别为 72.24%、74.36%、66.01%，以外币结算收入占比较高。如果人民币对美元汇率大幅度波动，将直接影响公司的出口收入和进口成本，并使外币资产和外币负债产生汇兑损益，对公司业绩产生一定影响。

国际贸易摩擦风险：公司作为封测代工企业，从产业链角度受贸易争端影响较小，且 2024 年公司自中国大陆直接出口至美国的业务收入及占比较小。未来，如果相关国家与中国的贸易摩擦持续升级，限制进出口或提高关税，公司可能面临设备、原材料短缺和客户流失等风险，进而导致公司生产受限、订单减少、成本增加，将对公司的业务和经营产生一定影响。

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	4,232	3,974	4,420	4,943
应收票据及账款	5,854	5,715	6,357	7,109
预付账款	64	135	150	168
其他应收款	126	118	131	146
存货	3,347	3,844	4,235	4,683
其他流动资产	382	396	441	493
流动资产总计	14,005	14,181	15,733	17,541
长期股权投资	616	601	585	569
固定资产	18,048	19,010	20,925	19,329
在建工程	3,679	4,589	3,000	4,167
无形资产	345	393	482	514
长期待摊费用	356	406	452	492
其他非流动资产	2,292	2,392	2,342	2,342
非流动资产合计	25,335	27,392	27,786	27,413
资产总计	39,340	41,573	43,519	44,954
短期借款	2,766	5,494	6,337	6,254
应付票据及账款	5,699	6,005	6,617	7,316
其他流动负债	6,859	5,972	6,590	7,302
流动负债合计	15,324	17,472	19,544	20,872
长期借款	7,371	6,400	4,899	3,166
其他非流动负债	934	934	934	934
非流动负债合计	8,305	7,334	5,833	4,100
负债合计	23,629	24,805	25,377	24,972
股本	1,518	1,518	1,518	1,518
资本公积	9,463	9,463	9,463	9,463
留存收益	3,710	4,597	5,750	7,294
归属母公司权益	14,691	15,577	16,730	18,274
少数股东权益	1,020	1,190	1,411	1,707
股东权益合计	15,711	16,767	18,142	19,982
负债和股东权益合计	39,340	41,573	43,519	44,954

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	792	1,042	1,414	1,958
折旧与摊销	3,243	3,707	4,271	4,538
财务费用	439	498	509	452
投资损失	-8	-17	-17	-17
营运资金变动	-968	-1,014	123	127
其他经营现金流	380	192	192	192
经营性现金净流量	3,877	4,408	6,492	7,250
投资性现金净流量	-5,286	-5,749	-4,649	-4,149
筹资性现金净流量	840	1,082	-1,397	-2,579
现金流量净额	-511	-258	446	523

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,882	26,491	29,466	32,952
营业成本	20,337	22,488	24,777	27,396
税金及附加	72	71	79	90
销售费用	77	82	91	102
管理费用	531	589	655	733
研发费用	1,533	1,583	1,767	1,997
财务费用	439	498	509	452
资产减值损失	-42	-34	-38	-42
信用减值损失	-34	-22	-25	-28
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	8	17	17	17
公允价值变动损益	9	0	0	0
资产处置收益	13	14	14	14
其他收益	203	178	178	178
营业利润	1,049	1,333	1,734	2,320
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,047	1,331	1,732	2,318
所得税	256	97	126	169
净利润	792	1,234	1,605	2,149
少数股东损益	114	170	221	296
归属母公司股东净利润	678	1,064	1,384	1,853
EPS(元)	0.45	0.70	0.91	1.22

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	7.24%	10.93%	11.23%	11.83%
营业利润增长率	331.91%	27.00%	30.07%	33.86%
归母净利润增长率	299.90%	57.00%	30.11%	33.90%
经营现金流增长率	-9.68%	13.70%	47.27%	11.68%
盈利能力				
毛利率	14.84%	15.11%	15.92%	16.86%
净利率	3.31%	4.66%	5.45%	6.52%
ROE	4.61%	6.83%	8.27%	10.14%
ROA	1.72%	2.56%	3.18%	4.12%
估值倍数				
P/E	66.07	42.08	32.34	24.16
P/S	1.87	1.69	1.52	1.36
P/B	3.05	2.87	2.68	2.45
股息率	0.15%	0.40%	0.52%	0.69%
EV/EBITDA	12	10	9	8

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）。