



股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	79.50
总股本/流通股本(亿股)	2.40 / 0.48
总市值/流通市值(亿元)	190 / 38
52周内最高/最低价	102.65 / 42.12
资产负债率(%)	9.4%
第一大股东	虞仁荣

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
研究助理: 陈天瑜
SAC 登记编号: S1340125090015
Email: chentianyu@cnpsec.com

新恒汇(301678)

芯联万物，智启未来

● 投资要点

2025 年前三季度营收同比增长，三季度单季增速进一步提升。2025 年前三季度，公司实现营业收入 7.00 亿元，同比增加 18.12%；实现归母净利润 1.20 亿元，同比减少 11.72%；实现扣非归母净利润 1.06 亿元，同比减少 13.90%。2025 年三季度单季，公司实现营业收入 2.26 亿元，同比增加 26.50%；实现归母净利润 0.31 亿元，扣非后归属母公司股东的净利润为 0.23 亿元。

打造“关键封装材料+封测服务”一体化经营模式，实现从核心材料到终端服务的全链条覆盖。公司是一家深耕集成电路领域的综合性企业，聚焦芯片封装材料及封测环节，核心业务覆盖智能卡、蚀刻引线框架、物联网 eSIM 芯片封测三大板块。其中，智能卡业务主营智能卡芯片关键封装材料柔性引线框架的研发、生产与销售，并依托自产柔性引线框架向下游延伸，为客户提供智能卡模块产品及模块封装服务，产品深度渗透通讯、金融、交通、身份识别等应用领域；针对蚀刻引线框架及物联网 eSIM 芯片封测两大高潜力赛道，公司近年来持续加码研发资源投入，集中力量开展关键技术攻关，目前已成功突破并掌握卷式无掩膜激光直写曝光技术、卷式连续蚀刻技术、高精度选择性电镀技术等多项核心工艺，相关产品均实现规模化量产与市场化销售，两大业务已逐步成长为公司业绩增长的核心增量引擎。

凭借卓越品质及技术突破创新，筑牢优质客户根基。截至 2025H1，公司核心产品柔性引线框架及智能卡模块已与国内外多家知名安全芯片设计厂商及智能卡产品制造商建立长期稳定的合作关系，包括紫光国微、中电华大、复旦微、大唐微电子等在内的知名安全芯片设计厂商及恒宝股份、楚天龙、东信和平、IDEMIA 等国内外智能卡制造商；蚀刻引线框架是集成电路 QFN/DFN 封装的关键材料之一，国内市场自给率处于较低水平，公司实现了突破性进展并已成功供货超百家下游客户，客户矩阵涵盖华天科技、甬矽电子等国内头部半导体封装厂商。此外，公司前瞻性布局的物联网 eSIM 芯片封测业务，精准契合物联网行业的快速发展趋势，可充分满足下游物联网厂商日益增长的应用需求。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 9.5/11.7/14.3 亿元，实现归母净利润分别为 1.6/2.1/2.7 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

行业及市场变动风险；市场竞争加剧风险；技术更新迭代风险；原材料价格波动风险；下游需求不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	842	951	1166	1432
增长率(%)	9.83	12.97	22.55	22.85
EBITDA(百万元)	243.71	222.74	294.40	370.78
归属母公司净利润(百万元)	185.97	157.81	209.93	268.22
增长率(%)	22.07	-15.14	33.02	27.77
EPS(元/股)	0.78	0.66	0.88	1.12
市销率(P/S)	22.62	20.02	16.34	13.30
市净率(P/B)	15.61	9.81	9.56	9.26
EV/EBITDA	-1.63	80.83	61.35	48.83

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	842	951	1166	1432	营业收入	9.8%	13.0%	22.5%	22.9%
营业成本	537	675	806	972	营业利润	19.9%	-14.3%	33.6%	27.3%
税金及附加	6	7	8	10	公司净亏损	22.1%	-15.1%	33.0%	27.8%
销售费用	11	13	15	18	获利能力				
管理费用	38	46	56	69	毛利率	36.3%	29.1%	30.9%	32.1%
研发费用	58	61	74	89	净利率	22.1%	16.6%	18.0%	18.7%
财务费用	-17	-13	-9	-7	ROE	15.2%	8.1%	10.5%	13.0%
资产减值损失	-18	-8	-6	-8	ROIC	13.8%	7.4%	9.8%	12.1%
营业利润	205	176	234	299	偿债能力				
营业外收入	4	0	0	0	资产负债率	9.4%	8.1%	9.5%	12.0%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	8.34	10.69	8.75	6.82
利润总额	208	176	234	299	营运能力				
所得税	22	18	23	29	应收账款周转率	2.81	2.91	3.25	3.34
净利润	186	158	211	270	存货周转率	3.94	4.56	4.69	4.98
归母净利润	186	158	210	268	总资产周转率	0.67	0.55	0.54	0.63
每股收益(元)	0.78	0.66	0.88	1.12	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.78	0.66	0.88	1.12
货币资金	399	1073	1034	1040	每股净资产	5.09	8.10	8.31	8.58
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	324	331	391	471	PE	102.41	120.68	90.72	71.00
预付款项	6	7	8	9	PB	15.61	9.81	9.56	9.26
存货	135	161	183	208	现金流量表				
流动资产合计	894	1630	1680	1797	净利润	186	158	211	270
固定资产	393	415	448	471	折旧和摊销	53	60	69	79
在建工程	1	5	15	12	营运资本变动	-28	-57	-77	-100
无形资产	47	46	45	44	其他	15	7	7	10
非流动资产合计	466	495	536	556	经营活动现金流净额	226	169	211	259
资产总计	1360	2125	2216	2353	资本开支	-14	-82	-109	-97
短期借款	0	30	50	100	其他	0	-5	0	0
应付票据及应付账款	70	79	90	100	投资活动现金流净额	-14	-86	-109	-97
其他流动负债	38	44	52	63	股权融资	0	682	0	0
流动负债合计	107	152	192	263	债务融资	-20	30	20	50
其他	21	19	19	19	其他	-6	-113	-160	-205
非流动负债合计	21	19	19	19	筹资活动现金流净额	-26	598	-141	-156
负债合计	128	172	211	282	现金及现金等价物净增加额	191	673	-39	6
股本	180	240	240	240					
资本公积金	458	1081	1081	1081					
未分配利润	516	524	543	567					
少数股东权益	12	12	13	15					
其他	66	97	129	169					
所有者权益合计	1232	1953	2005	2071					
负债和所有者权益总计	1360	2125	2216	2353					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048