

股票投资评级

买入 | 维持

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)	46.37
总股本/流通股本(亿股)	4.10 / 4.10
总市值/流通市值(亿元)	190 / 190
52周内最高/最低价	52.21 / 24.06
资产负债率(%)	70.4%
市盈率	289.81
第一大股东	浙江甬顺芯电子有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

甬矽电子(688362)

先进封装、海外客户占比持续提升

● 投资要点

盈利能力逐步显现，先进封装占比提升。公司预计 2025 年年度实现营收 42-46 亿元，同比增加 16.37%至 27.45%，归母净利润 0.75-1 亿元，同比增加 13.08%至 50.77%。报告期内，全球半导体产业在人工智能、高性能计算、数据中心基础设施建设等需求的拉动下，延续增长态势。得益于海外大客户的持续放量和国内核心端侧 SoC 客户群的成长，公司营业收入规模保持增长。随着公司营收的增长，规模效应初步显现，单位制造成本及期间费用率逐步降低，正向促进净利润水平提升。公司依靠二期重点打造的“Bumping+CP+FC+FT”的一站式交付能力，可以有效缩短客户从晶圆裸片到成品芯片的交付时间及实现更好的品质控制；随着晶圆级产品线的产能与稼动率持续爬坡，公司先进封装产品占比不断提升，产品结构持续优化。

AIoT、海外客户驱动成长，拟投建马来西亚基地深化合作。公司持续深化 AIoT 大客户以及海外头部设计客户的合作，目前已经形成了以各细分领域的龙头设计公司以及台系头部设计公司为主的稳定客户群，目前海外有两家中国台湾地区头部设计公司已经进入公司前五大客户，并积极拓展包含欧美地区在内的其他海外头部设计企业。为进一步完善公司海外战略布局，推动海外业务发展进程，公司拟投资新建马来西亚集成电路封装和测试生产基地项目，投资总额不超过 21 亿元。项目落地马来西亚槟城州，聚焦系统级封装产品等封装产品，下游应用领域包括 AIoT、电源模组等。项目建成后，一方面将有效补充公司未来业务发展面临的产能缺口，巩固并提升公司在全球集成电路封装和测试业务市场的份额；另一方面将有利于深化公司与海外大客户的战略合作、进一步增强盈利能力、降低运营风险及提高综合竞争力。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 44/55/70 亿元，归母净利润 0.9/2.7/4.5 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

业绩下滑或亏损的风险，产品未能及时升级迭代及研发失败的风险，原材料价格波动的风险，客户集中度较高的风险，存货跌价风险，毛利率波动风险，市场竞争风险，行业波动及需求变化风险，全球经济波动的风险，产业政策变化风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3609	4428	5513	7001
增长率(%)	50.96	22.68	24.51	27.00
EBITDA（百万元）	1023.30	1498.69	1815.88	2211.87
归属母公司净利润（百万元）	66.33	90.53	273.14	453.60
增长率(%)	171.02	36.50	201.70	66.07
EPS(元/股)	0.16	0.22	0.67	1.11
市盈率（P/E）	286.97	210.24	69.69	41.96
市净率（P/B）	7.58	7.41	6.70	5.77
EV/EBITDA	18.57	17.15	14.47	12.00

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	3609	4428	5513	7001	营业收入	51.0%	22.7%	24.5%	27.0%
营业成本	2984	3651	4483	5606	营业利润	112.1%	203.7%	303.4%	88.7%
税金及附加	7	15	11	14	归属于母公司净利润	171.0%	36.5%	201.7%	66.1%
销售费用	40	43	54	63	获利能力				
管理费用	266	282	298	322	毛利率	17.3%	17.5%	18.7%	19.9%
研发费用	217	306	375	469	净利率	1.8%	2.0%	5.0%	6.5%
财务费用	200	210	206	218	ROE	2.6%	3.5%	9.6%	13.8%
资产减值损失	-20	-25	-25	-30	ROIC	3.8%	2.0%	3.3%	4.6%
营业利润	20	61	247	466	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	70.4%	74.0%	73.5%	72.5%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	0.77	0.76	0.66	0.64
利润总额	21	62	247	467	营运能力				
所得税	-19	2	10	47	应收账款周转率	5.72	5.27	5.35	5.43
净利润	40	59	238	420	存货周转率	8.23	8.11	7.68	7.94
归母净利润	66	91	273	454	总资产周转率	0.28	0.30	0.35	0.42
每股收益(元)	0.16	0.22	0.67	1.11	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.16	0.22	0.67	1.11
货币资金	1827	2056	1469	1211	每股净资产	6.12	6.26	6.93	8.03
交易性金融资产	0	5	5	5	估值比率				
应收票据及应收账款	765	925	1146	1450	PE	286.97	210.24	69.69	41.96
预付款项	4	4	5	7	PB	7.58	7.41	6.70	5.77
存货	367	533	635	776	现金流量表				
流动资产合计	3055	3699	3459	3668	净利润	40	59	238	420
固定资产	5240	6554	6960	7204	折旧和摊销	803	1227	1362	1527
在建工程	1989	1742	2242	2742	营运资本变动	544	-174	19	-5
无形资产	141	161	159	156	其他	249	261	279	286
非流动资产合计	10601	11913	12791	13504	经营活动现金流净额	1636	1374	1898	2228
资产总计	13655	15612	16250	17172	资本开支	-2363	-2260	-2240	-2240
短期借款	835	965	965	965	其他	-15	-289	3	1
应付票据及应付账款	1449	1633	1981	2376	投资活动现金流净额	-2378	-2548	-2237	-2239
其他流动负债	1657	2255	2309	2416	股权融资	9	2	0	0
流动负债合计	3942	4854	5255	5757	债务融资	936	1663	0	0
其他	5677	6693	6693	6693	其他	-295	-259	-247	-247
非流动负债合计	5677	6693	6693	6693	筹资活动现金流净额	650	1407	-247	-247
负债合计	9618	11547	11948	12450	现金及现金等价物净增加额	-103	228	-586	-258
股本	408	410	410	410					
资本公积金	1813	1813	1813	1813					
未分配利润	288	361	593	979					
少数股东权益	1526	1495	1459	1426					
其他	1	-15	26	94					
所有者权益合计	4037	4065	4302	4722					
负债和所有者权益总计	13655	15612	16250	17172					

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
<p>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。</p> <p>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。</p>	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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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