

电子

报告日期：2026年04月22日

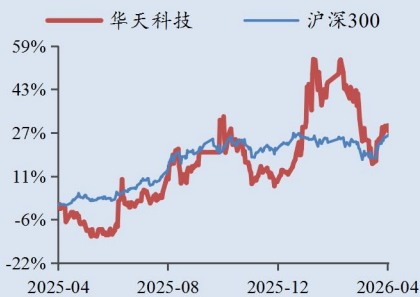
聚焦先进封装，迈向全球领先封测企业

——华天科技（002185.SZ）公司深度研究

华龙证券研究所

投资评级：买入（调高）

最近一年走势



市场数据

2026年04月21日

当前价格（元）	12.55
52周价格区间（元）	8.60-16.00
总市值（百万元）	41,000.27
流通市值（百万元）	40,990.58
总股本（万股）	326,695.37
流通股（万股）	326,618.18
近一月换手（%）	57.39

分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

相关阅读

《三季度利润大幅增长，先进封装产能稳步提升——华天科技（002185.SZ）2024年三季度报点评报告》2024.11.01

摘要：

➤ **老牌半导体公司焕发新春，业务规模持续增长。**华天科技是中国半导体封装测试（OSAT）领域的领军企业，目前营收规模位居中国大陆前三、全球前十。公司总部位于甘肃天水，已构建起覆盖天水、西安、昆山、南京、韶关及马来西亚（Unisem）的全球化多基地产业布局，主营业务涵盖引线框架、基板、晶圆级及 SiP、FC 等先进封装技术，广泛应用于通讯、计算、消费电子及汽车电子等领域。2007 年上市后，公司通过跨区域扩张与全球化并购实现了规模与技术的双重飞跃。尽管业绩受半导体行业周期性影响呈现波动，但长期保持高速增长，2016 至 2025 年营收年复合增长率达 15.4%。当前，受益于 AI、新能源汽车等新兴需求的驱动，行业景气度回升，华天科技正焕发新春，业绩重回增长轨道。

➤ **行业分析：景气周期下，AI 发展叠加国产替代推动中国封测行业快速发展。**半导体行业呈现显著的周期-成长双重特征。长期成长由技术创新驱动，短期波动则源于供需错配，当前，AI 正驱动行业进入新一轮高景气周期。由于产业链价值分布不均，高附加值的设计与制造环节增速快于后端的封测（OSAT）环节。但中国大陆封测业凭借数十年积累，通过技术并购与产业升级，已跻身全球核心，增速显著快于全球市场。随着摩尔定律逼近物理与经济极限，单纯依靠制程微缩提升性能的路径难以为继。以 Chiplet（芯粒）和先进封装（如 CoWoS）为代表的技术，通过异构集成实现系统级性能突破，已成为延续算力发展的关键引擎。这使得封测环节的战略价值大幅提升。在地缘政治背景下，中国大陆封测产业凭借较高的自主可控度，正迎来国产替代与技术升级的战略机遇期。

➤ **华天科技：聚焦先进封装，完善产品布局，迈向全球领先封装企业。**近年来，公司扩规模、练内功，营收高速增长，集成电路封测业务占比已超 99.9%，国内市场收入占比稳步提升，2025 年已达 63.49%。尽管毛利率受行业周期影响有所波动，但公司有效期间费用率稳步下降，并持续加大研发投入。为抓住 AI 算力机遇，公司保持高强度资本开支，2025 年达 61.46 亿元新高，同时经营性现金流良好，实现了扩张与健康的平衡。在战略布局上，公司聚焦先进封装，抢占技术高地。2025 年 8 月投资设立华天先进，专攻 2.5D/3D 等前沿封装技术。华天先进与已在南京投建的存储、晶圆级、板级封装业务形成庞大产业集群。同时，公司通过外延并购完善产品布局。2025 年 11 月公告收购功率半导体企业华羿

微电，此举不仅能将华羿微电的设计与封测能力纳入麾下，开辟汽车、能源等领域的第二增长曲线，还将使华天科技成为集团旗下唯一的封测平台，大幅提升综合竞争力。

- **盈利预测及投资评级：**半导体景气周期仍在高位，中国大陆封测产业升级与国产替代不断提速。根据公司公告，2026 年营业收入目标为 200 亿元。具体来看，公司 2025 年扩产节奏进一步加快，尤其是在先进封装方面：华天先进进口线已于 2025 年二季度跑通、国产线于下半年完成搭建和调试并进行小批量样品测试；盘古半导体于 2025 年部分投产，其他产能将于 2026-2028 年陆续投产。若干先进封装产能的陆续建成投产，不仅提升公司收入规模，其高附加值属性也将提高公司整体利润水平。我们预计公司核心主业集成电路封测业务在 2026-2028 年收入增速为 20.5%、24.5%、15%，毛利率分别为 14.52%、15.21%、16.31%。由于地缘政治等因素行业周期恢复节奏较慢，公司盈利能力恢复速度不及我们前次预期，因而下调公司 2026 年盈利预测（前值 12.86 亿元）；同时，由于收购事项尚存在不确定性，出于谨慎性考虑，不考虑华羿微电带来的增厚效应，预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 9.67/11.87/14.89 亿元，对应 PE 分别为 42.4/34.6/27.5 倍。对比可比公司平均估值，公司仍存在低估，同时考虑到公司先进产能扩产带来盈利恢复确定性较强，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求疲软；地缘政治与政策风险；国产替代及研发进度不及预期；收购事项存在不确定性；宏观经济恢复不及预期；数据引用风险。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14,462	17,214	20,742	25,824	29,697
增长率（%）	28.00	19.03	20.50	24.50	15.00
归母净利润（百万元）	616	711	967	1,187	1,489
增长率（%）	172.29	15.30	36.08	22.72	25.46
ROE（%）	3.24	3.75	5.09	5.74	6.65
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.19	0.22	0.30	0.36	0.46
市盈率（P/E）	164.4	58.0	42.4	34.6	27.5
市净率（P/B）	2.3	2.0	2.2	2.1	1.9

数据来源：Wind，华龙证券研究所

➤ 可比公司估值表

简称	代码	最新价 (元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2024A	2025A/E	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A/E	2026E	2027E	2028E
600584.SH	长电科技	44.03	0.9	0.87	1.17	1.48	1.82	48.9	50.6	37.6	29.8	24.2
002156.SZ	通富微电	47.23	0.45	0.81	1.05	1.3	-	105.0	58.3	45.0	36.3	-
688362.SH	甬矽电子	44.68	0.16	0.2	0.66	1.02	-	279.3	223.4	67.7	43.8	-
平均值			0.50	0.63	0.96	1.27	1.82	144.4	110.8	50.1	36.6	24.2
002185.SZ	华天科技	12.55	0.19	0.22	0.3	0.36	0.46	164.4	58.0	42.4	34.6	27.5

数据来源: Wind, 华龙证券研究所 (最新价为 2026 年 4 月 21 日股价, 其中华天科技盈利预测来自华龙证券研究所, 其他盈利预测来自万得一致预期)

内容目录

1 华天科技：成长中的封测龙头	1
1.1 华天科技：老牌半导体公司焕发新春.....	1
1.2 收入持续高增，利润随行业周期波动.....	3
2 景气周期下，AI 发展叠加国产替代推动中国封测行业快速发展	6
2.1 全球半导体行业景气周期向上，封测环节结构性增长.....	6
2.2 摩尔定律放缓，先进封装为破局之道，国产替代进一步加速.....	9
3 华天科技：聚焦先进封装，完善产品布局，迈向全球领先封装企业	14
3.1 扩规模练内功，业绩企稳回升.....	14
3.2 聚焦先进封装，抢占 2.5D/3D 高地.....	17
3.3 收购华羿微电，完善产品布局.....	18
4 盈利预测与投资评级	20
5 风险提示	21

图目录

图 1：公司发展历程.....	2
图 2：公司股权结构图（截至 2025 年末）.....	2
图 3：公司收入变化.....	3
图 4：公司归母净利润变化.....	3
图 5：全球半导体销售额变化（3mma）.....	7
图 6：全球半导体销售额变化.....	7
图 7：中国半导体销售额变化.....	7
图 8：全球半导体行业市场规模变化.....	8
图 9：全球封测市场规模变化.....	8
图 10：中国大陆封测市场规模变化.....	9
图 11：中国大陆先进封测市场规模变化.....	9
图 12：摩尔定律的提出及后续数次更新.....	10
图 13：全球先进封装市场规模变化.....	12
图 14：全球先进封装渗透率变化.....	12
图 15：分业务收入变化（亿元）.....	14
图 16：分业务收入占比变化.....	14
图 17：分地区收入变化（亿元）.....	15
图 18：分地区收入占比变化.....	15
图 19：公司毛利率、净利率变化.....	16
图 20：公司期间费用率变化.....	16
图 21：公司资产周转率与权益乘数变化.....	16
图 22：公司 ROE 变化（%）.....	16
图 23：公司折旧摊销持续增长（亿元）.....	17
图 24：公司资本开支率基本保持稳定.....	17

表目录

表 1: 全球前十大封测企业排名变化	4
表 2: 部分国家/地区层面支持集成电路/半导体产业发展政策文件	13
表 3: 华羿微电收入利润情况	19
表 4: 华羿微电各类产品收入占比	19
表 5: 公司主要业务拆分预测	20

1 华天科技：成长中的封测龙头

1.1 华天科技：老牌半导体公司焕发新春

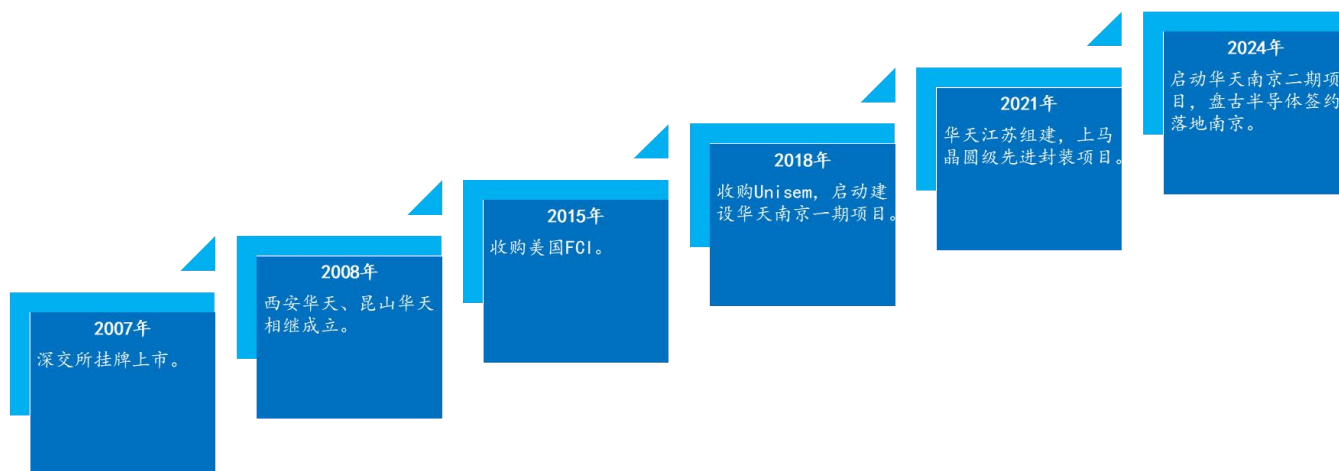
华天科技是全球领先的半导体集成电路封装测试(OSAT)服务商,2024年营收规模位列全球封测行业前十大、中国大陆前三大。公司总部位于甘肃天水,已形成天水、西安、昆山、南京、韶关及海外马来西亚(Unisem)的多基地产业布局。主营业务涵盖引线框架类、基板类、晶圆级及先进封装(SiP、FC、TSV、Fan-Out等),为通讯、计算机、消费电子、汽车电子等领域提供全套集成电路封装测试解决方案,是西部地区半导体产业的领军企业。

2007年11月,公司在深圳证券交易所挂牌上市,上市缓解了公司产能瓶颈、提升了融资能力,公司随即启动跨区域扩张战略。2008年,华天科技(西安)有限公司成立,依托西安高校科研优势,重点发展QFN、BGA等中高端封装产品;同年,华天科技(昆山)电子有限公司成立,切入长三角电子产业集群,专注于晶圆级封装(WLP)、MEMS传感器及指纹识别芯片封测。

随后,公司启动全球化并购进程。2015年通过收购美国FCI公司切入倒装芯片技术领域;2018年启动对马来西亚上市公司Unisem的要约收购,获得海外生产基地与欧美高端客户资源,显著提升了全球市场份额与国际化运营能力,正式跻身全球封测行业前十强,实现了从本土龙头向国际巨头的战略跨越。

近年来,公司聚焦先进封装技术突破。2021年,公司通过定增募资投向珠三角地区,重点布局3D封装、系统级封装(SiP)及Chiplet等前沿技术。2023年至2024年,面对半导体行业周期调整,公司持续加大研发投入,优化产品结构,强化在存储、算力芯片及汽车电子封测领域的竞争力。

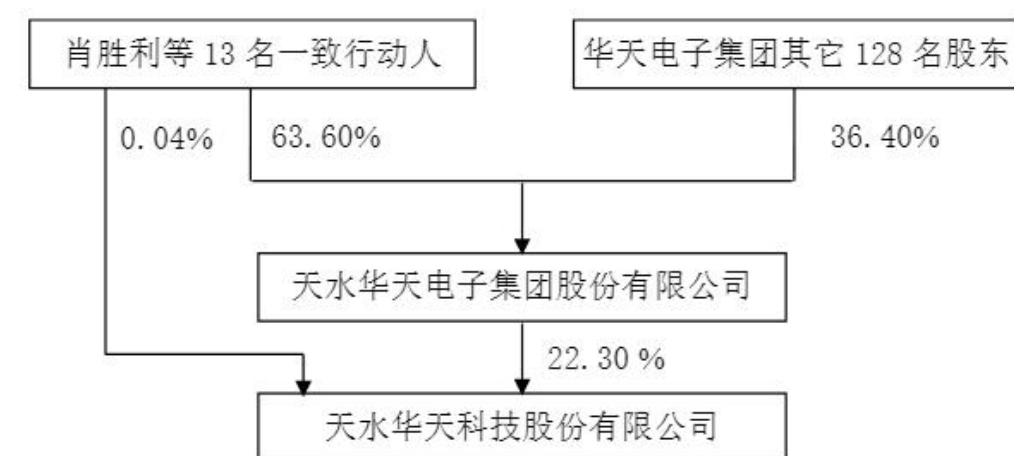
图 1：公司发展历程



数据来源：新甘肃，爱企查，中新网，凤凰网，中国证券网，钛媒体，华龙证券研究所

公司股权结构稳定。截至 2025 年末，公司的实际控制人为由肖胜利、肖智成、刘建军等 13 名自然人组成的一致行动人团队，其通过控股股东天水华天电子集团股份有限公司间接持有公司 22.3% 股权，同时直接持有公司 0.04% 股权。该管理层团队多为资深半导体专家及高级管理人员，且自公司上市以来长期保持对公司的共同控制，确保了企业经营战略的连续性与决策的高效执行。

图 2：公司股权结构图（截至 2025 年末）



数据来源：公司公告，华龙证券研究所

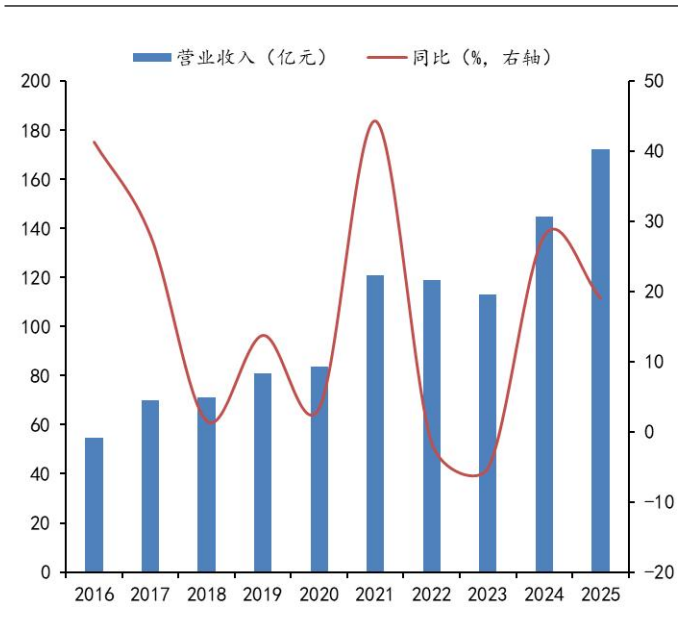
1.2 收入持续高增，利润随行业周期波动

公司作为封测行业的龙头公司，通过收购和扩产快速扩大规模，上市以来业绩保持高速增长。2016年至2025年，营业收入从54.75亿元增至172.14亿元，CAGR达13.57%，归母净利润从3.91亿元增长至7.11亿元，CAGR达6.87%。期间，经历了2016-2017年的高速增长，2018年因中美贸易摩擦升级导致的行业性下滑，2020年全球公共卫生事件冲击及随后的全球性补库存和景气度攀升，再到近年来经济疲软、消费不振带来的行业下行。

同时，半导体作为下游需求广泛且分散的行业，具有较强周期性，公司历年业绩也呈现较强周期性变化，随宏观经济和行业景气度波动而波动。其中2016-2017年、2020-2021年、2024年至今是三个增速较快的时期，收入增速接近或达到20%以上。随着规模扩大和产业节奏的趋同，近年来公司利润的波动性也在加大，在2020年、2024年利润同比增速可达100%以上。

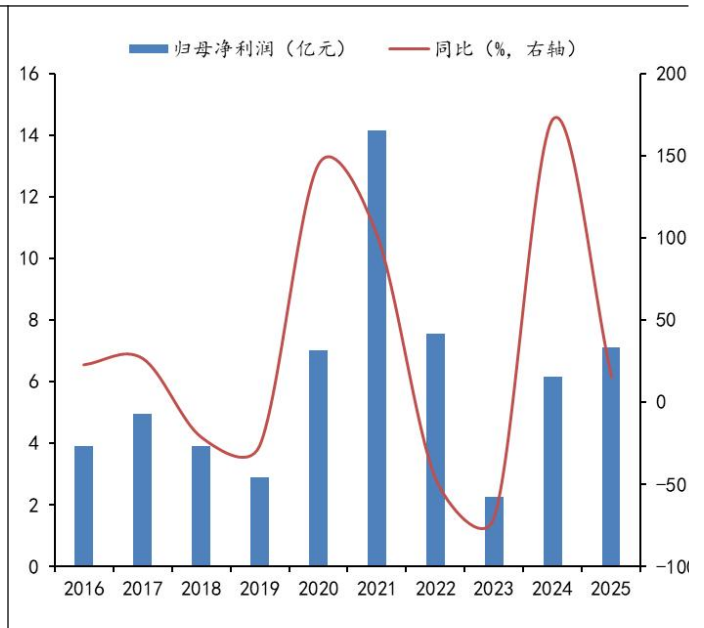
随着AI、新能源汽车等新需求兴起，半导体行业景气度回升，公司业绩重回增长轨道。

图 3：公司收入变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 4：公司归母净利润变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

体现在排名上，以华天科技为代表的大陆封测厂商正占据越来越重要的地位。纵观2010年至2025年的全球前十大封测公司排名，可以清晰看到全球半导体封测行业的版图正在经历深刻重构与变革，其中核心趋势便是中国大陆厂商的强势崛起。

从整体格局来看，中国台湾的日月光（ASE）与美国的安靠（Amkor）

长期占据前两名，显示出头部企业的稳固性。然而，第三名及之后的排位变化较大。2010年，榜单前十中仅有长电科技一家中国大陆厂商，到了2017年，长电科技、通富微电、华天科技三家大陆企业集体入围，标志着大陆封测力量的初步形成。至2025年，中国大陆厂商已占据前十中的四席，且长电科技、通富微电、华天科技稳居全球前五，形成了与欧美台企分庭抗礼的“三巨头”格局。

在众多大陆厂商中，华天科技（HUATIAN）的排名变化引人注目，是大陆封测企业成长的缩影。2017年，华天科技首次跻身全球前十，位列第7名，实现了从“无”到“有”的突破。随后几年，公司保持稳步提升，2020年排名上升至第6位，2024年在激烈竞争下稳定第6的位置，在最新的2025年数据中，跃升至全球第5位。公司排名的连续攀升，不仅代表了其营收规模与技术实力的稳步增长，也折射出中国大陆封测产业从“跟随者”向“领跑者”转变的趋势。当前，公司稳固在全球第一梯队，为中国半导体产业链的自主可控提供支撑。

表 1：全球前十大封测企业排名变化

2010 年			2017 年		
排名	公司	国家/地区	排名	公司	国家/地区
1	日月光控股 ASE	中国台湾	1	日月光控股 ASE	中国台湾
2	安靠科技 Amkor	美国	2	安靠科技 Amkor	美国
3	矽品精密 SPIL	中国台湾	3	长电科技 JCET	中国大陆
4	星科金朋 STATS ChipPAC	新加坡	4	矽品精密 SPIL	中国台湾
5	力成科技 PTI	中国台湾	5	力成科技 PTI	中国台湾
6	联合科技 UTAC	新加坡	6	通富微电 TF	中国大陆
7	新光电气 Shinko	日本	7	华天科技 HUATIAN	中国大陆
8	J-Devices	日本	8	联合科技 UTAC	新加坡
9	南茂科技 ChipMos	中国台湾	9	京元电子 JYEC	中国台湾
10	长电科技 JCET	中国大陆	10	颀邦 Chipbond	中国台湾
2019 年			2020 年		
排名	公司	国家/地区	排名	公司	国家/地区
1	日月光控股 ASE	中国台湾	1	日月光控股 ASE	中国台湾
2	安靠科技 Amkor	美国	2	安靠科技 Amkor	美国
3	长电科技 JCET	中国大陆	3	长电科技 JCET	中国大陆
4	矽品精密 SPIL	中国台湾	4	力成科技 PTI	中国台湾
5	力成科技 PTI	中国台湾	5	通富微电 TF	中国大陆
6	通富微电 TF	中国大陆	6	华天科技 HUATIAN	中国大陆
7	华天科技 HUATIAN	中国大陆	7	京元电子 JYEC	中国台湾
8	京元电子 JYEC	中国台湾	8	南茂科技 ChipMos	中国台湾
9	联合科技 UTAC	新加坡	9	颀邦 Chipbond	中国台湾
10	颀邦 Chipbond	中国台湾	10	联合科技 UTAC	新加坡
2024 年			2025 年		

排名	公司	国家/地区	排名	公司	国家/地区
1	日月光控股 ASE	中国台湾	1	日月光控股 ASE	中国台湾
2	安靠科技 Amkor	美国	2	安靠科技 Amkor	美国
3	长电科技 JCET	中国大陆	3	长电科技 JCET	中国大陆
4	通富微电 TF	中国大陆	4	通富微电 TF	中国大陆
5	力成科技 PTI	中国台湾	5	华天科技 HUATIAN	中国大陆
6	华天科技 HUATIAN	中国大陆	6	力成科技 PTI	中国台湾
7	智路封测 WiseRoad	中国大陆	7	智路封测 WiseRoad	中国大陆
8	韩亚微 HanaMicron	韩国	8	京元电子 JYEC	中国台湾
9	京元电子 JYEC	中国台湾	9	韩亚微 HanaMicron	韩国
10	南茂科技 ChipMos	中国台湾	10	盛合晶微 SJSEMI	中国大陆

数据来源：芯思想研究院，水木清华研究中心，Trend Force，华龙证券研究所

2 景气周期下，AI 发展叠加国产替代推动中国封测行业快速发展

2.1 全球半导体行业景气周期向上，封测环节结构性增长

复盘半导体行业过去数十年发展历程，行业表现出典型的周期-成长双重特征，其主要原因是长周期科技创新产品迭代与短期供需错配共同推动行业发展。

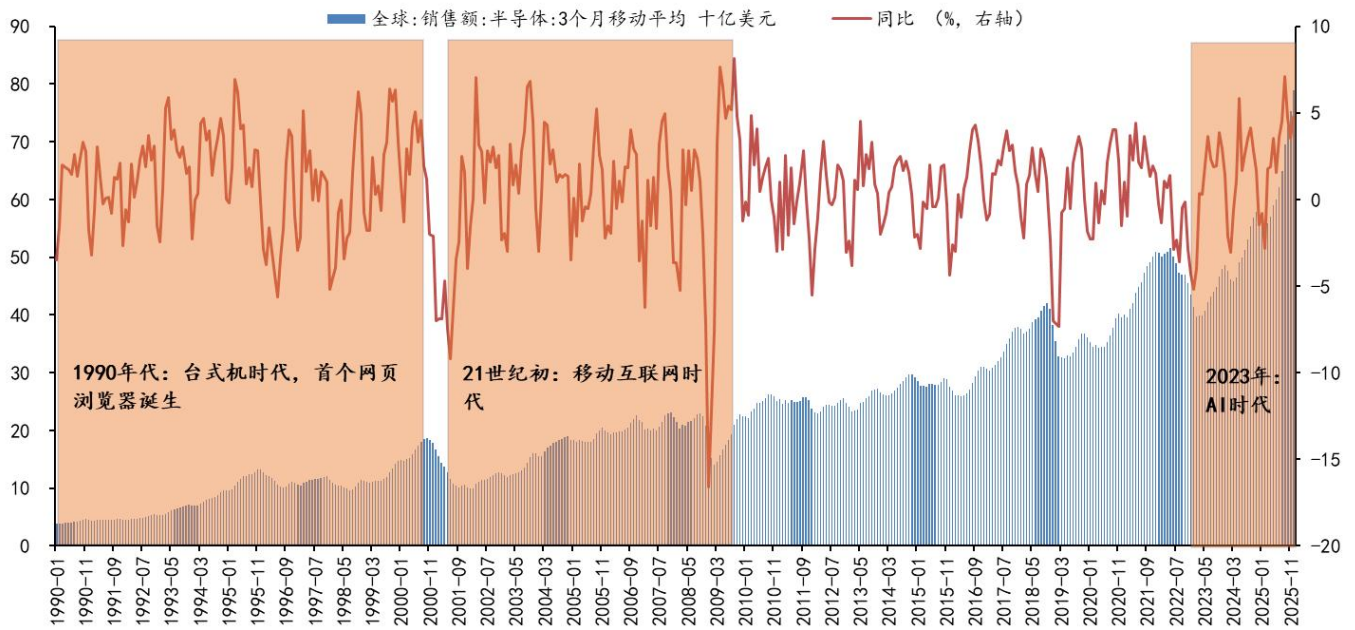
长周期方面，由于下游互联网、消费电子等行业具备高成长性，每一轮科技创新革命都带来颠覆式创新产品，随后大规模商业化带来半导体行业需求快速增长。值得注意的是，随着科技进步，产品创新与迭代速度也在加快。过去数十年有两次重要的科技创新：（一）1990 年代，万维网兴起，首个网页浏览器诞生，互联网进入真正意义上的高速发展期，台式机快速普及，半导体行业景气度提升；（二）21 世纪初以来，移动互联网时代来临，数据传输技术的升级使互联网在移动端成为可能，这催生了手机的诞生。随着移动数据服务的进一步发展，以及 iPhone 这类跨时代产品的出现，移动互联网浪潮继续、加速迭代。在这期间，半导体行业销售额增速维持在较高水平。

出于同样的原因，在 2008 年金融危机以后，由于全球科技创新、尤其是 TMT 领域颠覆式科技创新缺失，也未出现爆款产品，全球半导体销售额在短暂的恢复后，增速中枢逐渐回落，较 1990 年代与 21 世纪初增速中枢有一定差距。直到 2023 年人工智能浪潮兴起，带动上游硬件尤其是算力芯片和服务器需求高速增长，全球半导体销售额重回高增速。

短周期方面，从年度数据来看，全球半导体行业每 3 至 5 年会经历一轮“上行-下行”周期。这一周期本质源于供需关系的动态变化，行业需求随宏观经济自发变动，但供给由于产能投资较重、投资周期较长，其调整变动往往滞后于需求变化。同时，产业链条长、传导环节多易加剧供需错配，从而形成周期性波动。近年来，由于行业逐步成熟、龙头公司规模增长，在科技创新与产品迭代时，头部公司为抢占先机争夺市场份额，往往进行高强度资本开支、集中扩产，使行业供需变化大，一旦发生错配，变动更加极端，人为加大了周期波动。

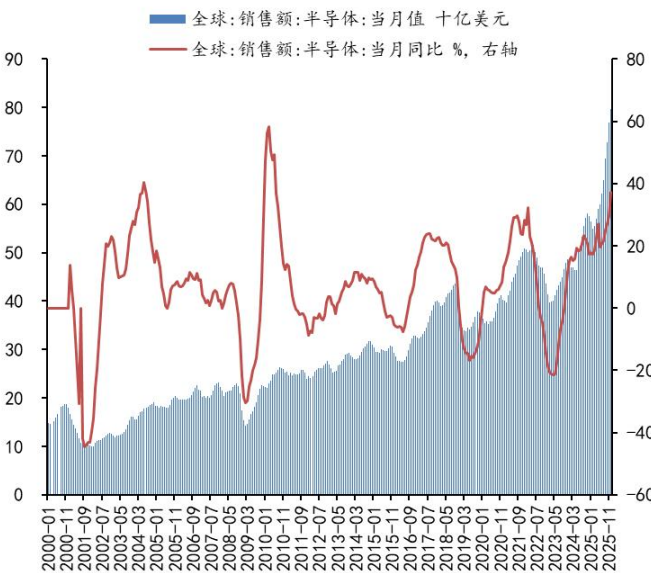
结合以上长、短周期综合判断，我们认为当前处于过去两轮科技突破后的第三轮重大突破前期，AI 趋势下的高性能计算需求仍保持旺盛，科技突破推动的下游产品仍在快速迭代。从库存周期来看，2023 年既是 AI 突破元年，也是行业新一轮库存周期的起点，目前仍处在补库的景气阶段。

图 5：全球半导体销售额变化（3mma）



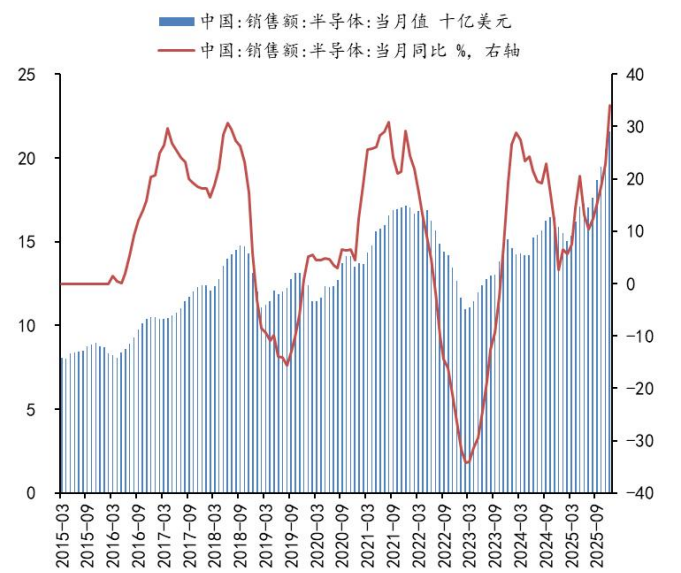
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 6：全球半导体销售额变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 7：中国半导体销售额变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

封测（OSAT）作为半导体产业链后端环节，其价值量低于前端设计、制造等环节，近年来市场规模增速显著低于全球半导体整体市场规模增速。

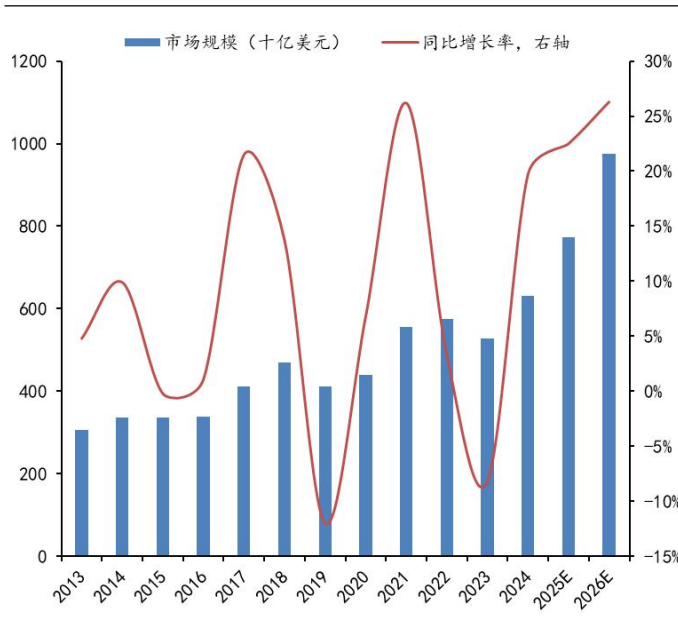
2020年至2025年，全球半导体市场规模CAGR为11.9%，同期封测市场规模CAGR仅4.95%，显著低于整体增速。

半导体行业是科技推动型行业，其产业价值链条呈现典型“微笑曲线”特征。设计与制造环节占据高附加值位置，承担创新主导角色，而封测环节作为后道工序，技术门槛低、标准化程度高，价值占比有限，导致其市场规模增长长期滞后于整体市场。

技术迭代速度的不对称性进一步强化了这一差异。半导体行业的技术演进以设计与制造为核心，其迭代周期短、突破性强（如制程节点每18-24个月升级），直接推动市场容量快速增长；封测环节虽有先进封装技术发展，但受制于传统封装的主导地位和转型成本高，创新节奏缓慢且难以规模化，导致其增长对整体市场的拉动作用微弱。

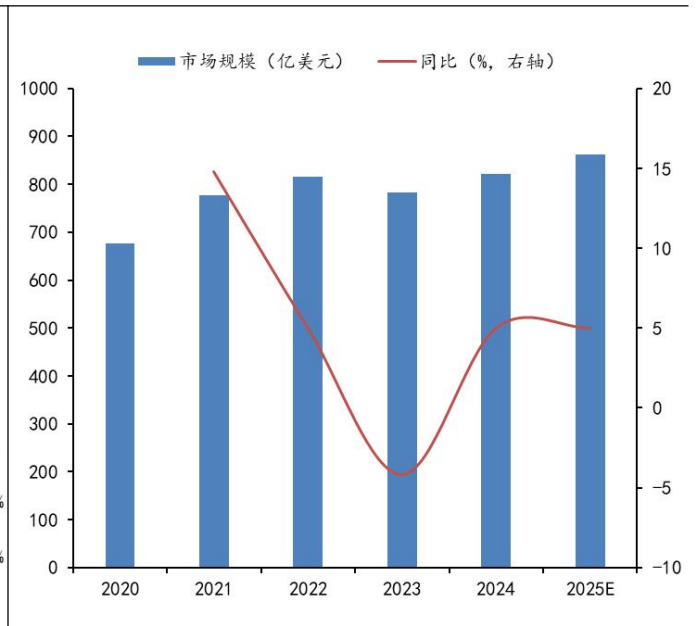
竞争格局的分化也加剧了增速分化。设计与制造领域高度集中，头部企业凭借技术优势形成寡头垄断，议价能力强大，能在市场景气期通过提价和产能扩张放大增长；封测行业则竞争充分，产能分散且过剩，企业议价能力薄弱，增长主要依赖市场总量扩大而非价格提升，增速因此被压制在平稳区间。

图 8：全球半导体行业市场规模变化



数据来源：WSTS，华龙证券研究所

图 9：全球封测市场规模变化



数据来源：中商产业研究院，华龙证券研究所

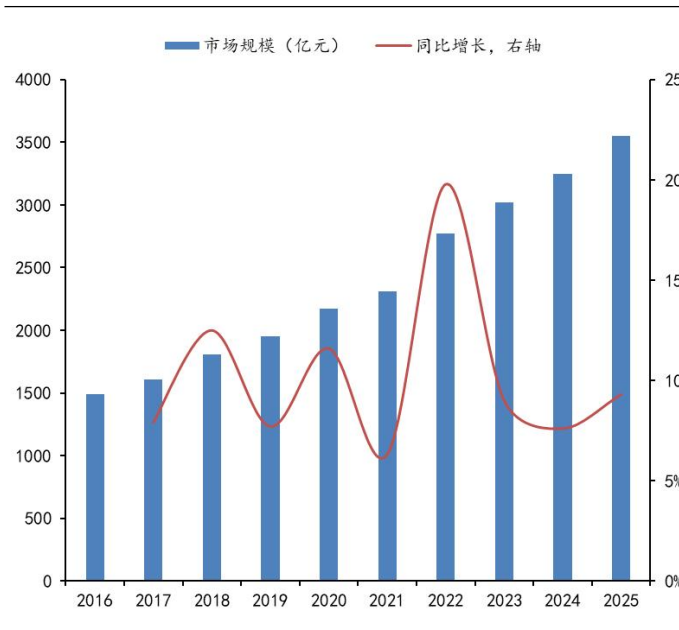
然而，中国大陆封装市场规模过去数年间增速却明显快于全球封测市场增速，与全球半导体市场规模基本保持同一增速水平。这背后是中国大陆封测行业长达数十年的积累与沉淀。

中国大陆封测行业自2000年起步，历经20余年发展，实现从技术追随者到全球核心参与者的战略跃升。2000年前后，行业依托基础封装技术初步建立本土化生产能力，但技术门槛低、附加值有限。2005至2010年

间，行业通过战略性技术并购与国际合作，成功跨越中高端封装技术壁垒，实现从传统封装向先进工艺的转型，奠定全球竞争力基础。此阶段标志性事件为头部企业通过海外并购整合先进产能，快速提升技术实力与国际化水平，推动行业整体迈入全球供应链体系。在这之后，伴随全球半导体制造向中国转移，行业迎来高速增长期，龙头企业迅速跻身全球前列，中国成为全球最大封测生产基地，市场规模占全球比重持续攀升至约30%。近年来，大陆封测行业在传统业务基础上，聚焦 Chiplet、SiP 等先进封装技术的突破与规模化应用，通过持续研发投入和产业链协同，实现技术自主化与成本优势，显著提升在全球价值链中的地位。

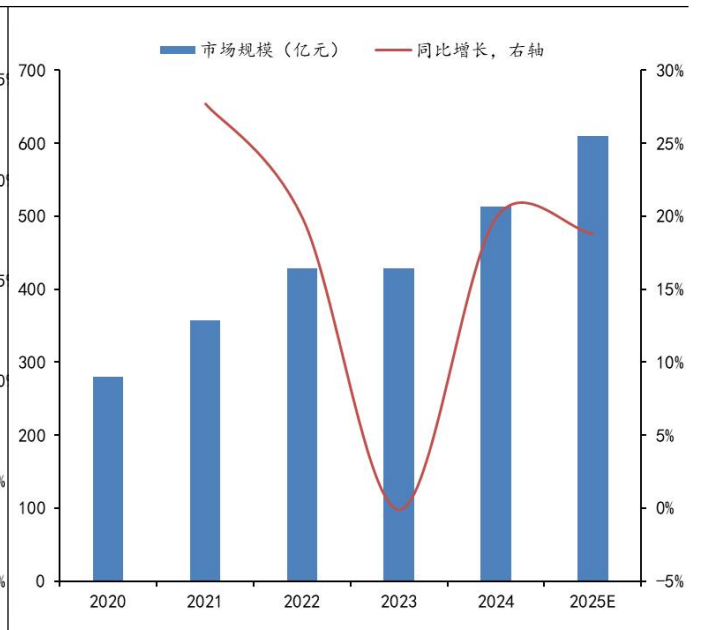
2016年至2025年，中国大陆封测市场整体规模涨幅超138%，十年间CAGR达10.13%，2025年整体市场规模超3550亿元。近年来，随着行业进一步聚焦转型先进封装，中国先进封装市场规模实现更快增长，近5年中除2023年外均实现超18%增速，5年间CAGR达16.85%，显著快于封装整体增速，预计2025年先进封装市场规模609.9亿元。

图 10：中国大陆封测市场规模变化



数据来源：头豹研究院，华龙证券研究所

图 11：中国大陆先进封测市场规模变化



数据来源：中商产业研究院，华龙证券研究所

2.2 摩尔定律放缓，先进封装为破局之道，国产替代进一步加速

摩尔定律由英特尔联合创始人戈登·摩尔于1965年提出，其核心含义是集成电路上的晶体管数量每18-24个月翻一番，同时单位成本下降，从而推动计算性能的指数级提升。这一规律的本质是，半导体行业通过持续工艺创新、设计优化和制造进步形成的自我强化循环，体现了技术进步与经济规律的深度耦合，将行业发展的驱动力从单一的物理限制转向系统性创新。

当前，摩尔定律正面临物理极限与经济瓶颈的双重挑战。当晶体管尺寸逼近原子尺度（如 3nm 以下），量子隧穿效应导致漏电加剧、功耗飙升，传统制程微缩的可行性大幅降低；同时，先进制程研发成本急剧攀升，例如 3nm 制程的开发费用超百亿美元，远超早期制程的投入规模，使得成本效益比持续恶化。为应对这些挑战，行业正加速转向替代路径：通过 Chiplet（小芯片）技术、先进封装（如 3D IC）和异构计算架构实现系统级性能提升，而非依赖单一制程进步。例如，英特尔的 Foveros 封装和台积电的 CoWoS 技术已实现芯片集成度的突破性增长，标志着半导体发展逻辑从“制程驱动”转向“架构驱动”。这一转变的本质是摩尔定律精神的延续——通过多维度创新突破物理边界，但其原始形式（晶体管数量翻倍）已难以维持。

图 12：摩尔定律的提出及后续数次更新

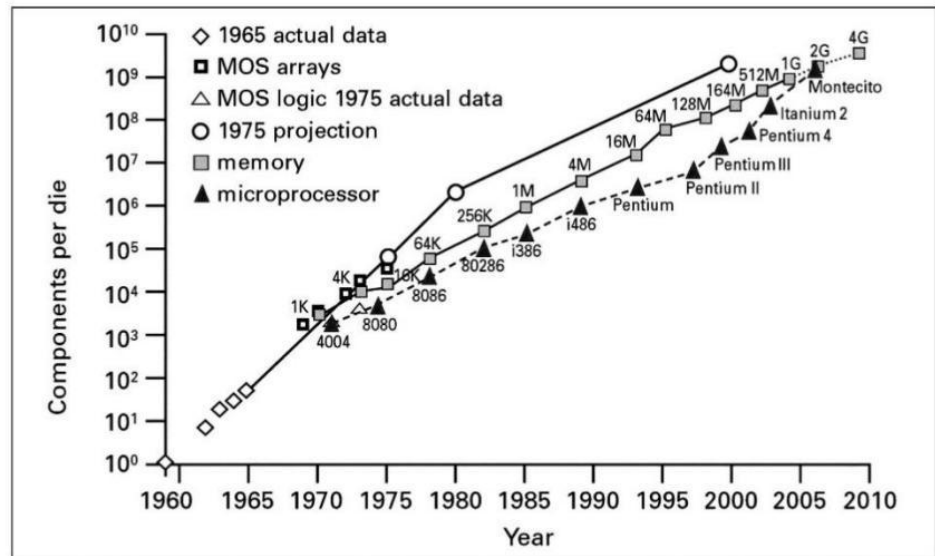


FIGURE 9. Integrated circuit complexity, actual data compared with 1975 projection. Source: Intel.

数据来源：Intel, 36 氪, 华龙证券研究所

究其根本，人工智能（AI）革命正深刻重塑全球半导体产业格局，其核心驱动力来自对算力的极致追求，这不仅改变了芯片行业发展逻辑，也对摩尔定律产生冲击。2010 年代初以来，研究人员发现向大规模神经网络注入更多计算资源可显著提升 AI 模型性能，由此催生了被称为“OpenAI 定律”的新范式。这并非物理规律的必然结果，而是以 OpenAI 为代表的科技组织主动选择的战略路径。短短数年间，前沿 AI 模型计算量增长超过 30 万倍，远超同期摩尔定律带来的约 7 倍增长，标志着技术演进的主导权从制程微缩转向算力堆叠。这种转变推动企业不惜成本投入巨量专用算力芯片，并与云服务商深度合作构建超大规模数据中心。

AI 算力需求直接加剧了半导体产业的结构矛盾：AI 训练任务对算力的需求日益增长，推动制程进步的主导力量逐渐转移至 AI 芯片方向，算力芯片性能提升速度使摩尔定律面临物理极限的挑战。晶体管尺寸逼近

1 纳米物理极限，量子效应导致漏电和功耗问题难以克服，单芯片性能翻倍所需时间已延长至两年以上，迭代速度明显放缓。与此同时，AI 模型训练所需算力却呈指数级增长，例如训练 GPT-3 需数万块高端 GPU 并行运行，未来模型的计算预算可能接近甚至超过千亿美元，伴随巨大的电力和基础设施消耗。

随着半导体制程技术逼近物理极限，摩尔定律的延续面临严峻挑战，传统通过缩小晶体管尺寸实现性能提升的路径已难以为继。为应对这一困境，全球半导体产业正从材料、架构和制造封装三大维度进行系统性突破，推动行业进入“后摩尔时代”的新发展阶段。

首先，第三代半导体材料的突破是打破传统硅基瓶颈的重要方向之一。以碳化硅（SiC）和氮化镓（GaN）为代表的第三代半导体材料，凭借其宽禁带、高击穿电场和强热导率等优势，能够有效应对高温、高压、高功率的应用场景。在新能源汽车、5G 通信基站、光伏逆变器等领域，第三代半导体已实现规模化应用。

其次，Chiplet（芯粒）架构创新成为解决单芯片集成度极限的关键路径。当单芯片制程逼近物理极限时，Chiplet 技术通过将复杂芯片拆分为多个功能模块（如计算芯粒、存储芯粒、接口芯粒），再利用先进封装技术进行异构集成，实现了“模块化组装”的新范式。这种架构既规避了大尺寸芯片制造中的良率难题，又允许不同工艺节点、不同材料的芯粒灵活组合，显著提升设计灵活性与能效比。

第三，先进封装代表了制造层面的升级方向。台积电的 CoWoS（晶圆级系统集成）和 InFO（集成扇出封装）技术，通过多芯片堆叠与高密度互连，实现了芯片性能的二次提升。苹果 M3 Max 芯片即采用 CoWoS 封装，集成了 GPU、CPU 与 HBM 内存，图形性能较前代提升两倍。相比于前两种方案，封装技术原本处于产业链后端价值量较低，随着先进封装的升级，其价值量得到较大提升，同时封装市场规模较大，具备较大的升级空间。

具体来看，先进封装的重要性体现在三方面：一是直接提升算力密度与能效——如 CoWoS、InFO 等技术通过多芯片堆叠与高带宽互连（如 HBM 集成），使苹果 M3 Max 图形性能提升 2 倍；二是推动 Chiplet 架构落地，将大型芯片拆分为可复用、异构组合的芯粒，既降低制造难度与成本，又支持不同工艺/材料灵活集成（如 AMD EPYC 集成 9 芯粒，晶体管超 1000 亿），成为“后摩尔时代”的主流方案；三是响应多元化 AI 需求——AI 服务器、智能汽车、边缘设备等场景驱动封装向高性能、高可靠性、小型化演进，2025 年全球先进封装市场预计达 569 亿美元（YoLe 数据），2028 年将达 786 亿美元，年复合增速 10.5%，远超传统封装。

正如蒋尚义所指出，未来突破“不在制程，而在封装”；系统设计正取代单纯制程竞争，成为产业主导力量。先进封装已从“辅助工艺”升维为算力发展的新基石，是延续摩尔定律精神（性能持续提升）而非形式的关键引擎。

正因如此，全球范围内先进封装市场规模与渗透率快速提升，成为当前半导体产业重要趋势和行业共识。据 Yole 数据，2024 年全球先进封装

市场规模 519 亿美元，渗透率 49%，2025 年预计增长 9.63% 至 569 亿美元，首次超过传统封装，渗透率超过 50%，2028 年增长至 786 亿美元，2022-2028 年化复合增长率预计达 10.05%，远高于传统封装市场增长速度，呈现强劲增长态势。

图 13：全球先进封装市场规模变化

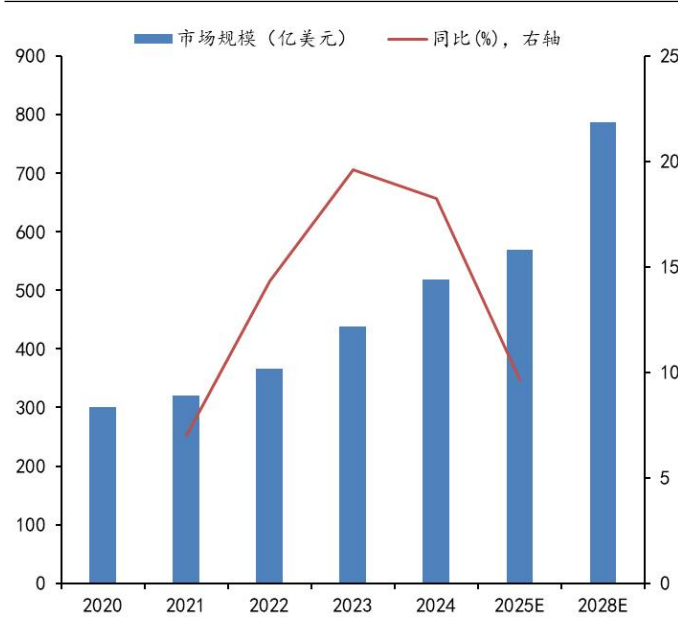
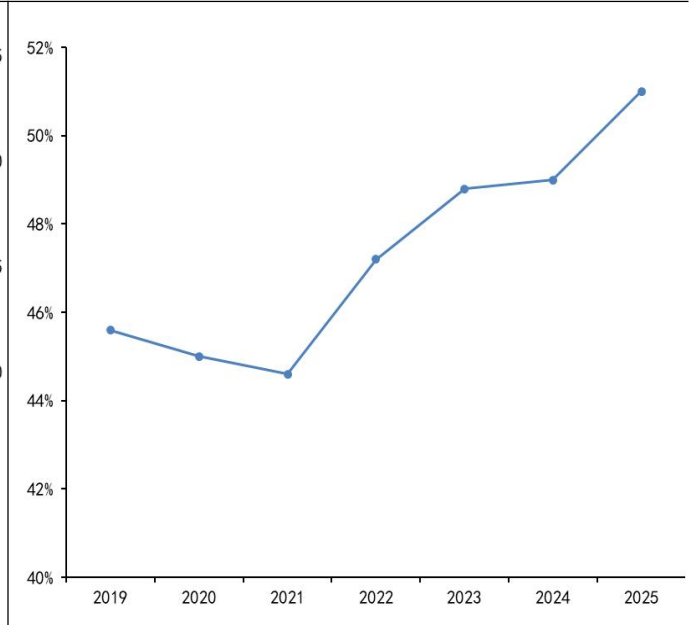


图 14：全球先进封装渗透率变化



数据来源：Yole，中商产业研究院，华龙证券研究所

数据来源：Yole，中商产业研究院，华龙证券研究所

注：2024、2025 年数据为预测值，供参考

中国半导体封装测试产业经历多年发展，至今整体实力可与国际领先水平比肩，自主可控程度较高。从上世纪 70 年代国营 72 厂从日本引进生产线，到三大龙头进入全球封装行业前十，中国封测产业已形成了设计、制造与封测紧密联动的完整生态，并在先进封装领域实现突破。近年来，国家层面及各个地方政府密集出台相关政策，支持半导体产业及封装行业发展，支撑行业国产替代、提升自主可控度。

在地缘政治对抗升级、中美竞合的大背景下，封测产业自主可控具有超越经济层面的战略意义，这实质上是对国家科技安全与经济主权的捍卫。随着国产化率提高，中国在多个场景下拥有更多话语权和主动性，美国不得不重新评估其技术限制策略的有效性与成本。这些支持并非简单输血，而是旨在推动产业结构的深度优化和技术的持续升级，加速技术从实验室向市场的转化，更促进了上下游环节的协同创新。展望未来，在政策持续支持与企业自主创新的双轮驱动下，中国半导体封测产业自主可控程度将进一步提升，并为全球科技进步贡献中国力量。

表 2：部分国家/地区层面支持集成电路/半导体产业发展政策文件

序号	发布时间	文件	层级	针对方向
1	2020.8.4	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》(国发〔2020〕8号)	国家	集成电路全产业链支持，明确封装测试为重点领域
2	2020.12.11	《关于促进集成电路产业和软件产业高质量发展企业所得税政策的公告》(2020年第45号)	国家	封装测试企业所得税优惠细则
3	2021.4.22	《工业和信息化部 国家发展改革委 财政部 国家税务总局公告》(2021年第9号)	国家	封装测试企业认定条件及税收优惠标准
4	2025.8.22	《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长行动方案》	国家	半导体与新兴领域融合，封装技术拓展
5	2025.6.19	《计量支撑产业新质生产力发展行动方案(2025—2030年)》	国家	先进封装计量测试技术攻关
6	2026.2.18	《2026年北京市高精尖产业发展项目资金和支持中小企业发展资金实施指南(第一批)》	北京市	集成电路设计流片奖励(含封装相关)
7	2025.12.30	《上海市支持先进制造业转型升级三年行动方案(2026—2028年)》	上海市	3D封装等全产业链突破
8	2022.6.5	《深圳市培育发展半导体与集成电路产业集群行动计划(2022-2025年)》	深圳市	封装测试技术升级与产线引进

数据来源：国务院，上海市政府，深圳市发改委，海淀区工商联，华龙证券研究所

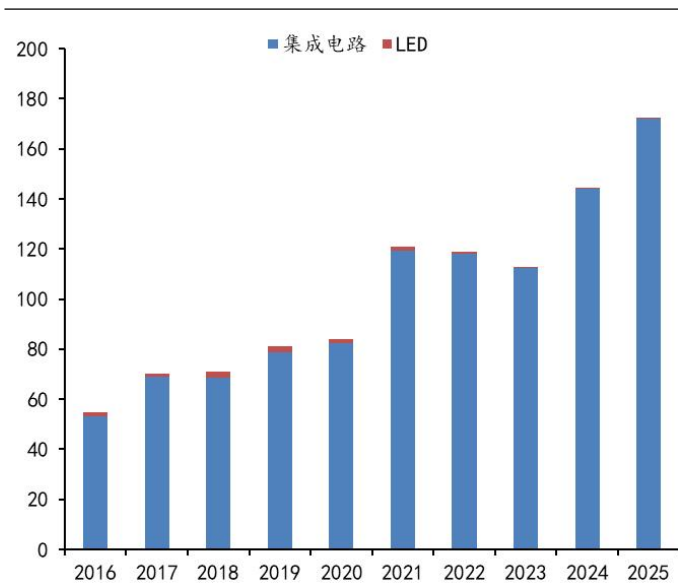
3 华天科技：聚焦先进封装，完善产品布局，迈向全球领先封装企业

3.1 扩规模练内功，业绩企稳回升

公司业务较为集中，集成电路封测占比持续提高。2016年至今，公司营业收入稳步提升，由53.3亿元增长至2025年的172.11亿元，拥有天水、西安、南京、昆山、上海和Unisem六大生产基地。分类来看，集成电路占比稳定在95%以上，近年来仍在提升，2025年占比超99.9%，这也体现出公司近年来推动规模扩大、集中发力先进封装的趋势。

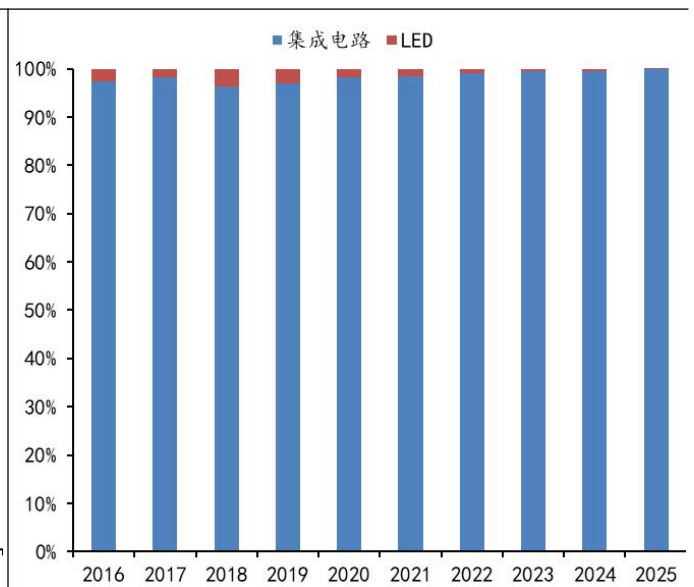
分地区看，国产替代背景下，国内占比稳步提升。2016年，公司海外收入33.74亿元，占比超60%，此后三年，海外收入均高于国内收入。2020年，国内收入43.53亿元，占比首次过半。随后，国内收入增速均快于国外，收入占比逐步提升，到2025年，国内收入109.29亿元，占比63.49%，已连续3年超过60%。在地缘局势升级、大国竞争背景下，半导体等重要行业政策支持力度不断加大，关键环节与技术自主可控成为大趋势。国内封测环节起步较早，拥有一定技术积累，近年来国产化率不断提高、全球话语权持续提升。公司作为行业龙头之一，不仅实现整体规模增长，国内市场也快速增长。随着加大投入、扩大产能，预计未来国内收入仍将贡献较大增量。

图 15：分业务收入变化（亿元）



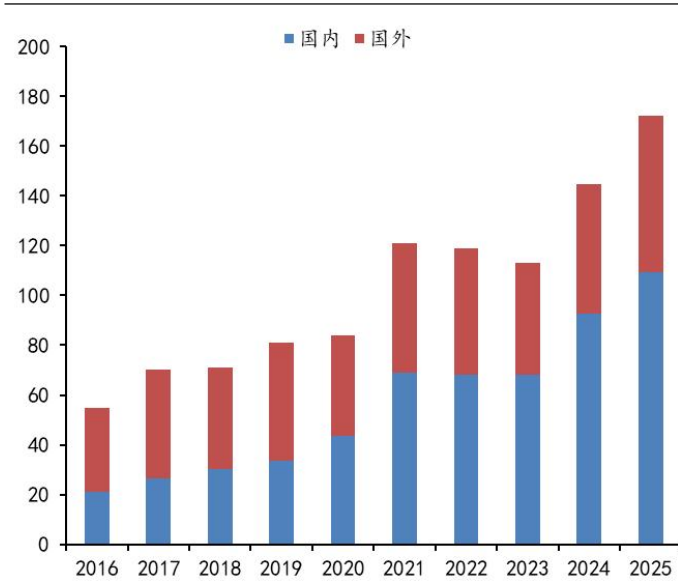
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 16：分业务收入占比变化



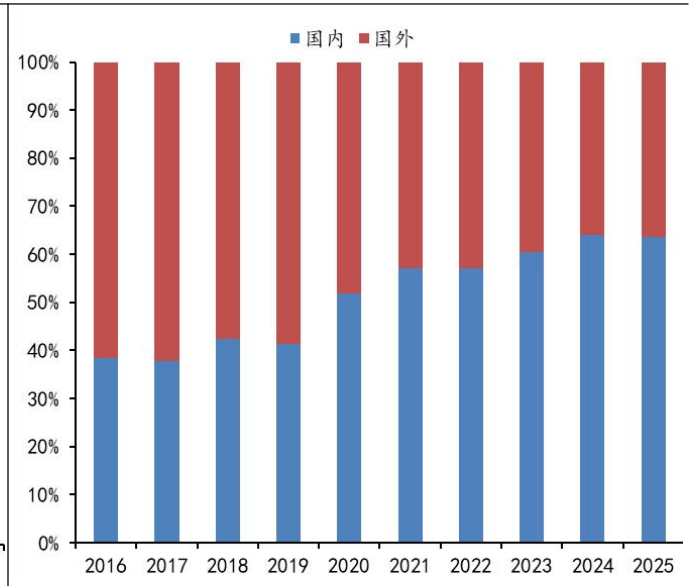
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 17：分地区收入变化（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 18：分地区收入占比变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

经营水平与盈利能力方面。公司毛利率变化显示出较大波动，这主要来自前述行业周期性变化，公司本身规模扩大加剧了波动。整体看，2016 年至 2022 年毛利率均可维持在 16% 以上，2023 年受宏观经济和下游需求影响下滑较多，至 8.91%，随后两年有所改善，2025 年重回 13.26%。

这一时期，公司期间费用率改善较为明显。尽管公司收入规模高速增长，但管理费用率 2018 年以来实现大幅下降，并连续数年稳定在 5% 上下；销售费用率稳步降低，2020 年以来稳定在 1% 以内；财务费用率在 1% 上下波动，2025 年略有增长，基本稳定。在期间费用率显著改善下，公司净利率变化趋势与毛利率基本一致，且在 2021 年以后的下行周期中波动更小，规模效应逐步显现。

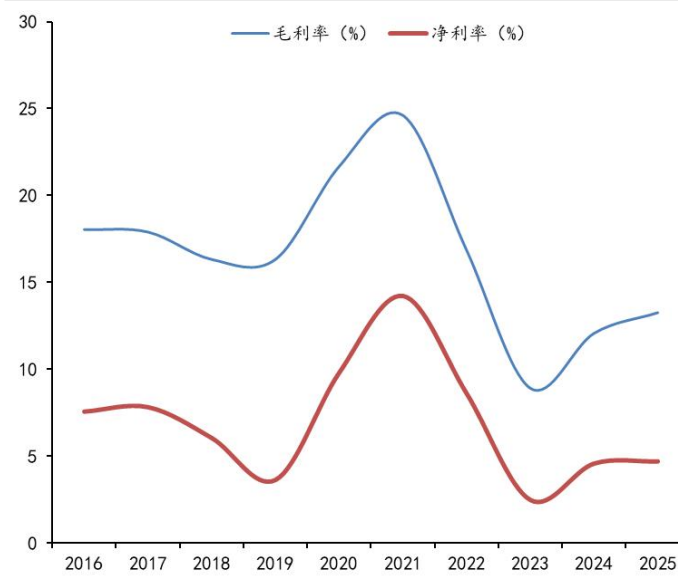
同时，随着公司布局先进封装、扩大高端产能，公司研发费用率随收入规模稳步提升，体现突破决心。2021 年以来，公司研发费用率稳步提升，2023 年首次突破 6%，连续三年维持在 6% 以上。

拆解 ROE 数据，公司 ROE 变化趋势与净利率基本一致，说明公司盈利水平随行业周期变化。与此同时，公司经营水平稳步提升，且提升空间较大，随着价值量更高的先进封装产能逐步落地投产，公司盈利水平有望企稳并持续提升，从周期性向成长性公司过渡。

具体而言，公司 ROE 高点、低点分别出现在 2021 年、2023 年，与利润率一致，且 2023 年后企稳回升，因此过去数年公司 ROE 主要由净利率水平决定。但进一步拆解 ROE，发现总资产周转率在 2023 年触底后，已经企稳并重回上升通道，2025 年达 0.42，接近疫情前水平。随着公司在建产能落地投产、新购入资产平稳过渡，周转水平有望进一步回升。由于十余年来的连续扩张，公司资产负债率保持在较高水平，权益乘数自 2015 年以来持续增高，2019 年首次突破 2，2025 年达到 2.36，整体来看保持稳

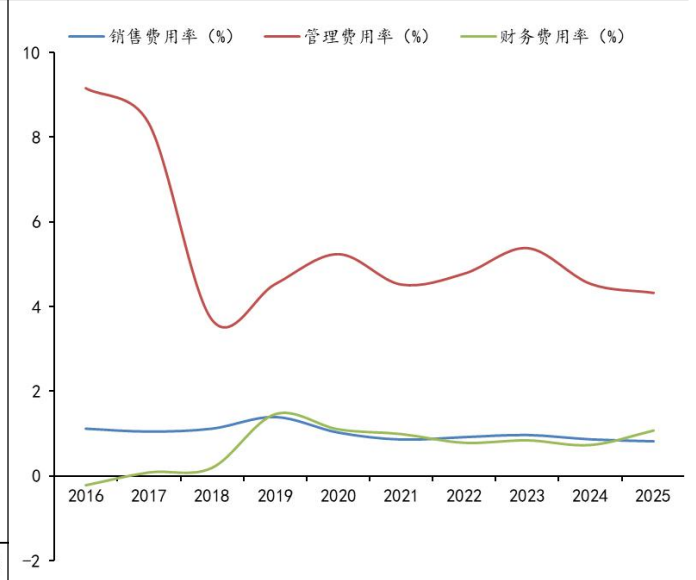
健提升。作为资本密集型产业，封装环节需要大量土地与设备投资，先进封装投资强度更高，合理举债扩大规模是实现持续发展的必经之路，费用率降低、效益提升是公司持续良性扩张的运营基础。

图 19：公司毛利率、净利率变化



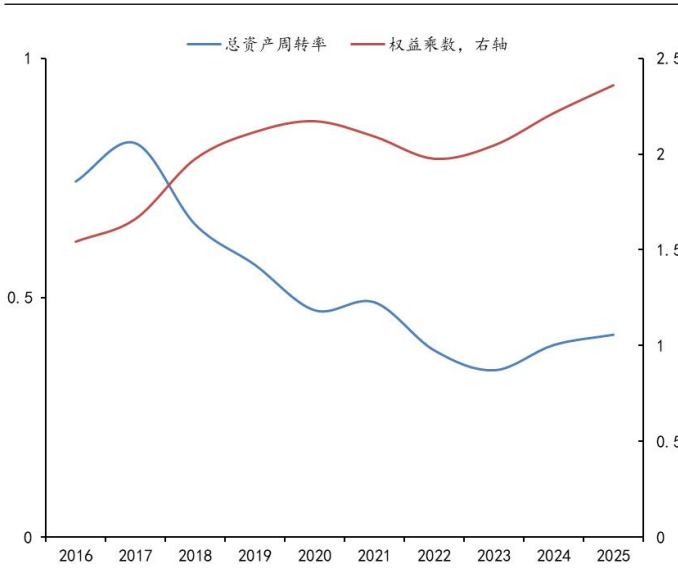
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 20：公司期间费用率变化



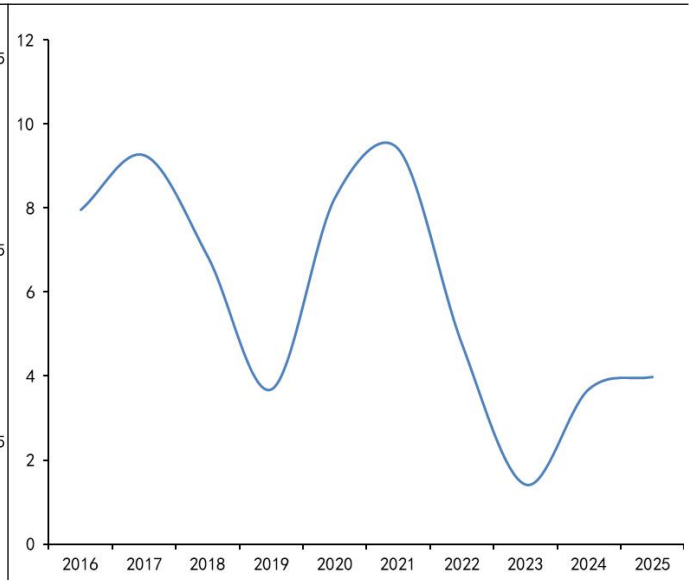
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 21：公司资产周转率与权益乘数变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 22：公司 ROE 变化 (%)



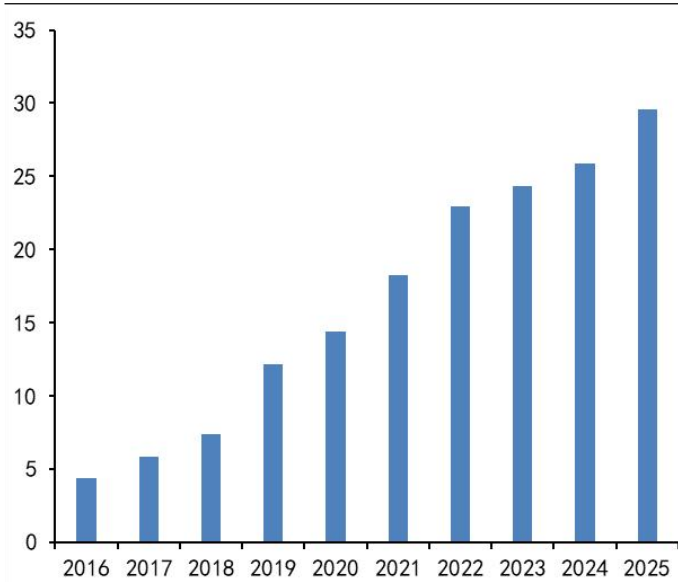
数据来源：Wind，华龙证券研究所

作为近年来崛起的国内封装龙头，公司一方面稳健经营提高效益，另一方面通过收并购实现规模的快速扩张，在国内封测行业产能承接和份额

提升的大趋势下，公司产能规模高速增长。业务规模提升带来收入利润高速增长，同时也带来资产规模提升。2016年至今，公司折旧与摊销由4.37亿元快速增长至29.58亿元。

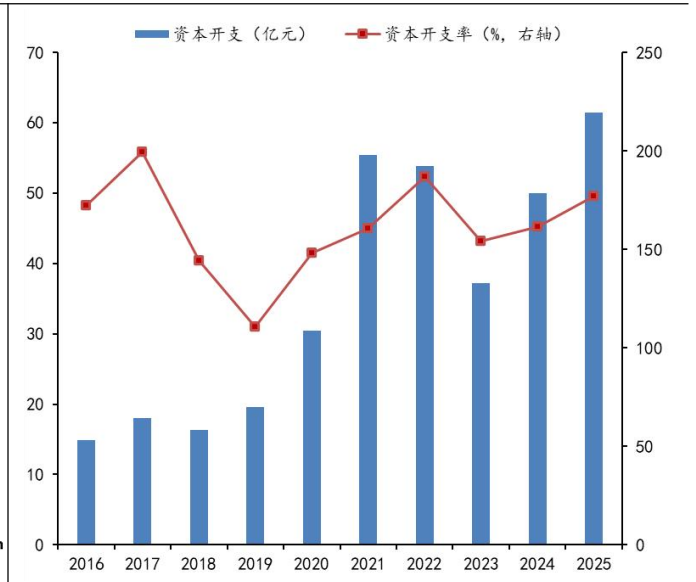
而在AI革命与算力浪潮下，公司仍保持较高资本开支强度，以匹配国产替代与技术迭代大趋势。2021年，公司资本开支首次突破50亿元，达55.35亿元，随后4年中仅1年低于50亿元，2025年达到61.46亿元新高。同时，公司资本开支率保持在150%-200%之间，相较于资本开支绝对值而言，资本开支率涨幅温和，经营性现金流保障度较高。作为仍在高速增长中的行业，公司保持健康扩张节奏，在产能扩张与现金保障之间实现较好平衡，有望实现稳健增长。

图 23：公司折旧摊销持续增长（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 24：公司资本开支率基本保持稳定



数据来源：Wind，华龙证券研究所

3.2 聚焦先进封装，抢占 2.5D/3D 高地

AI 浪潮、HBM 高性能运算等领域对算力芯片需求高速增长，同时也在冲击摩尔定律、推动先进封装加速迭代。包括公司在内的国内封装龙头近年来持续发力集成电路、尤其是算力芯片，以封装技术革新来取代传统制程微缩的路径，推动半导体行业继续向前发展。

一方面，公司集成电路业务增速明显快于 LED 相关业务，后者规模基本不变，占比持续降低；另一方面，公司通过新设公司、扩大现有产能方式，发力先进封装，相关研发强度处于高位。

2025 年 8 月，公司公告成立华天先进，以 2.5D/3D 等先进封装测试为主营业务，抢抓市场先机。华天先进落子南京，由公司全资子公司华天江

苏、华天昆山和全资股权投资公司先进壹号共同出资设立。注册资本 20 亿元，其中华天江苏以现金及机器设备、土地房产等方式出资 10 亿元，占比 50%，华天昆山及先进壹号以现金方式出资，占比分别为 33.25%、16.75%。

设立华天先进，是公司聚焦 2.5D/3D、对标并追赶国际先进水准的核心布局，避免被国外卡脖子。在此之前，公司在南京已布局数个大型项目，分别聚焦不同产品方向，形成产业集群。

2018 年，公司在南京浦口投资 80 亿元建设华天南京集成电路先进封测基地一期项目，聚焦存储和移动终端，产品工艺包括 BGA、LGA、DFN、QFN、FC、MEMS、Memory 等封装，该项目已于 2020 年投产。2021 年，公司设立华天江苏，建成国际领先的晶圆级及 GoldBump 封测产线。2024 年 3 月，公司启动华天南京集成电路先进封装产业基地二期项目。2024 年 5 月，由华天江苏投资控股的盘古半导体先进封测项目签约落户，聚焦板级封装技术，提升芯片二次布局利用率。至此，在设立华天先进之前，公司在南京已经设立三个公司，涵盖 FC、SiP、板级封装、晶圆级封装等技术方向，终端产品面向存储、移动终端、图像传感器、AI 等领域。

公司的不断布局，加速了南京作为集成电路产业集群聚集地的成长，进一步吸引其他龙头公司落地南京，产业链持续完善，集群效应开始显现。到华天先进成立时，南京浦口区依托区位优势和产业基础，已形成从 IC 设计、晶圆制造、封装测试到材料配套的全产业链生态。沐曦将国内设立的第一家全资子公司布局在南京，类似企业的集聚为公司提供潜在客户选择。

3.3 收购华羿微电，完善产品布局

发力先进封装的同时，公司从业务全局考虑，收购华羿微电，补强功率半导体设计和封装板块，进一步完善封装测试主业布局，同时提升市场份额与协同效应，开拓汽车、能源等功率器件第二增长曲线。

2025 年 11 月，公司公告，拟通过发行股份及支付现金的方式向华天电子集团、西安后羿投资、芯天钰铂等 27 名交易对方购买标的公司华羿微电 100% 股份，并募集配套资金。

华羿微电集功率器件研发设计、封装测试、可靠性验证和系统解决方案等服务于一体，是国内少有实现功率器件方向一体化的高新技术企业。华羿微电采用“设计+封测”双轮驱动的业务发展策略，研发团队兼具国际半导体功率器件设计经验与核心封装测试技术研发能力，以器件设计、晶圆工艺研发、封装测试工艺技术为依托，以终端应用技术为支撑，具有突出的体系化竞争优势。

据陕西省半导体行业协会统计，华羿微电 2024 年度营业收入及市场占有率均位列陕西省半导体功率器件企业首位。在多年发展中积累了包括比亚迪、大疆、H3C、英飞凌、意法半导体、安森美、东微半导体、华微电子、士兰微、英诺赛科等国际国内知名半导体企业客户，得到了客户的广泛认可。

2023年至2025年前三季度，华羿微电营业收入稳定在11亿元至14亿元之间，利润实现大幅增长。2023年净亏损1.49亿元，2024年扭亏为盈，2025年前三季度已实现盈利5013.09万元，其中第三季度净利润预计超过3000万元。

从产品分类来看，自有品牌产品占比略超一半，其中以SGT MOSFET产品为主，占比超40%。封测产品占比45%以上，MOSFET及模块占比超30%。

表3：华羿微电收入利润情况

项目	2025年1-9月	2024年度	2023年度
营业收入(万元)	123,503.4	138,284.82	114,320.27
营业利润(万元)	4,994.2	840.7	-18,193.28
净利润(万元)	5,013.09	1,453.24	-14,863.33

数据来源：公司公告，华龙证券研究所

表4：华羿微电各类产品收入占比

项目	2025年1-9月		2024年度		2023年度	
	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比
自有品牌产品	65,382.24	54.90%	71,895.80	54.17%	53,291.52	48.54%
其中：TrenchMOSFET	11,224.68	9.42%	16,953.09	12.77%	16,027.11	14.60%
SGT MOSFET	50,183.05	42.14%	50,270.50	37.88%	35,773.17	32.58%
SiPM	3,860.45	3.24%	4,630.59	3.49%	1,486.35	1.35%
其他	114.07	0.10%	41.62	0.03%	4.89	0.00%
封测产品	53,713.67	45.10%	60,831.54	45.83%	56,508.21	51.46%
其中：MOSFET及模块	38,055.41	31.95%	41,084.25	30.95%	35,486.58	32.32%
IGBT	11,224.28	9.42%	12,981.26	9.78%	13,107.79	11.94%
二极管	1,898.70	1.59%	4,169.27	3.14%	4,904.36	4.47%
其他	2,535.29	2.13%	2,596.76	1.96%	3,009.48	2.74%

数据来源：公司公告，华龙证券研究所

华羿微电是华天集团半导体功率器件业务主体，尤其在功率器件封测领域拥有领先的技术及产业化能力，同时还开展功率器件研发、设计及销售业务。此次收购后，公司将成为控股股东旗下从事封装测试的唯一平台，形成覆盖集成电路、分立器件等各细分领域的封装测试业务布局，成为国内领先的综合性半导体封装测试集团。公司不仅业务规模大幅扩张，综合竞争优势也得到显著提升，可对外提供覆盖汽车领域、工业领域、消费领域的功率器件产品，开辟第二增长曲线，实现新的收入增长点，进一步提高核心竞争力。

在收购以外，推动全栈技术突破、完善产品布局是公司提升综合竞争能力的另一重要举措。存储方面，公司顺利完成ePoP/PoPt高密度存储器

的研发，深化存储器领域客户开发；汽车电子与具身智能方面，公司面向智能座舱与自动驾驶的车规级大尺寸FCBGA封装技术的开发进展顺利，客户合作持续推进；启动CPO（共封装光学）封装技术研发，关键单元工艺正在开发中。

发力先进封装的同时，公司凭借传统优势封装领域的新产品研发迭代，依然保持强大输血能力。汽车电子、存储器、以及算力等领域需求保持强劲，不仅为公司持续资本开支扩大产能提供支撑，更为长期高强度研发投入提供了坚实现金流护城河，未来有望反哺公司，成为新的增长极。

4 盈利预测与投资评级

行业层面，半导体景气周期度仍在高位，中国大陆封测产业升级与国产替代不断提速。

公司层面，根据公司公告，2026年营业收入目标为200亿元。具体来看，公司2025年扩产节奏进一步加快，尤其是在先进封装方面：华天先进进口线已于2025年二季度跑通、国产线于下半年完成搭建和调试并进行小批量样品测试；盘古半导体于2025年部分投产，其他产能将于2026-2028年陆续投产。若干先进封装产能的陆续建成投产，不仅提升公司收入规模，其高附加值属性也将提高公司整体利润水平。我们预计公司核心主业集成电路封测业务在2026-2028年收入增速为20.5%、24.5%、15%，毛利率分别为14.52%、15.21%、16.31%。

由于地缘政治等因素行业周期恢复节奏较慢，公司盈利能力恢复速度不及我们前次预期，因而下调公司2026年盈利预测（前值12.86亿元）；同时，由于收购事项尚存在不确定性，出于谨慎性考虑，不考虑华羿微电带来的增厚效应，预计公司2026-2028年分别实现归母净利润9.67/11.87/14.89亿元，对应PE分别为43/35.1/28倍。对比可比公司平均估值，公司仍存在低估，同时考虑到公司先进产能扩产带来盈利恢复确定性较强，上调至“买入”评级。

表 5：公司主要业务拆分预测

	产品	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万元)	集成电路	14395.19	17211.23	20739.53	25820.71	29693.82
	yoy	28.18%	19.56%	20.50%	24.50%	15.00%
成本 (百万元)	集成电路	12625.63	14922.27	17727.66	21893.66	24849.31
	yoy	23.76%	18.19%	18.80%	23.50%	13.50%
毛利率 (%)	集成电路	12.29	13.30	14.52	15.21	16.31

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

5 风险提示

下游需求疲软。公司主营业务下游消费电子、算力中心等领域高景气度依赖宏观经济及持续投入，若增长不能持续，将影响公司需求。

地缘政治与政策风险。地缘局势升级可能影响公司海外业务增长。

国产替代及研发进度不及预期。技术与新产品研发存在不确定性，可能不及预期。

收购事项存在不确定性。华羿微电收购事项仍在推进过程中，存在不确定性。

宏观经济恢复不及预期。电子产品景气度与宏观经济走势强相关，宏观经济强弱影响行业景气度。

数据引用风险。本文所引用第三方数据资料可能存在不准确、未及时更新的风险。

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	12,043	13,935	15,977	19,593	20,982	营业收入	14,462	17,214	20,742	25,824	29,697
现金	5,153	5,368	6,468	8,053	9,260	营业成本	12,716	14,932	17,737	21,903	24,859
应收票据及应收账款	2,336	2,774	3,432	4,274	4,595	税金及附加	80	101	119	150	170
其他应收款	50	72	75	108	103	销售费用	126	142	187	231	259
预付账款	73	72	102	114	135	管理费用	656	744	986	1,226	1,363
存货	2,153	2,843	3,091	4,237	4,080	研发费用	943	1,038	1,278	1,604	1,850
其他流动资产	2,278	2,807	2,808	2,808	2,808	财务费用	107	186	127	238	325
非流动资产	26,193	29,186	31,916	36,380	38,195	资产和信用减值损失	-84	-117	-25	-28	-39
长期股权投资	84	75	79	80	83	其他收益	620	708	588	618	633
固定资产	19,336	21,248	24,070	28,347	30,194	公允价值变动收益	157	155	161	197	168
无形资产	510	493	458	431	411	投资净收益	150	63	57	66	84
其他非流动资产	6,262	7,371	7,308	7,522	7,507	资产处置收益	13	2	53	17	21
资产总计	38,236	43,121	47,893	55,973	59,176	营业利润	689	882	1,142	1,341	1,736
流动负债	9,863	14,459	18,890	26,255	29,025	营业外收入	6	8	5	6	6
短期借款	1,919	5,722	11,234	16,202	19,213	营业外支出	3	5	6	5	5
应付票据及应付账款	3,860	4,875	5,148	7,273	6,880	利润总额	692	885	1,141	1,341	1,737
其他流动负债	4,083	3,862	2,509	2,779	2,932	所得税	33	78	-7	-26	48
非流动负债	8,058	7,178	6,442	5,895	4,749	净利润	659	806	1,149	1,367	1,689
长期借款	7,062	5,863	5,126	4,579	3,433	少数股东损益	43	96	182	181	200
其他非流动负债	996	1,315	1,315	1,315	1,315	归属母公司净利润	616	711	967	1,187	1,489
负债合计	17,922	21,637	25,332	32,149	33,773	EBITDA	3,747	4,286	4,435	5,639	6,986
少数股东权益	3,656	3,671	3,853	4,033	4,234	EPS (元)	0.19	0.22	0.30	0.36	0.46
股本	3,204	3,264	3,264	3,264	3,264						
资本公积	7,387	7,846	7,846	7,846	7,846						
留存收益	6,136	6,660	7,572	8,625	9,959						
归属母公司股东权益	16,659	17,813	18,708	19,790	21,169						
负债和股东权益	38,236	43,121	47,893	55,973	59,176						

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	28.00	19.03	20.50	24.50	15.00
营业利润同比增速(%)	196.17	28.01	29.47	17.40	29.43
归属于母公司净利润同比增速(%)	172.29	15.30	36.08	22.72	25.46
获利能力					
毛利率(%)	12.07	13.26	14.49	15.18	16.29
净利率(%)	4.56	4.68	5.54	5.29	5.69
ROE(%)	3.24	3.75	5.09	5.74	6.65
ROIC(%)	3.78	3.70	4.58	5.11	5.72
偿债能力					
资产负债率(%)	46.87	50.18	52.89	57.44	57.07
净负债比率(%)	36.42	44.10	51.68	61.62	60.69
流动比率	1.22	0.96	0.85	0.75	0.72
速动比率	0.93	0.71	0.64	0.55	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.42	0.46	0.50	0.52
应收账款周转率	6.58	6.74	6.70	6.71	6.75
应付账款周转率	3.99	3.70	3.72	3.78	3.82
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.22	0.30	0.36	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.06	0.99	1.53	1.69
每股净资产(最新摊薄)	5.20	5.46	5.73	6.06	6.48
估值比率					
P/E	164.4	58.0	42.4	34.6	27.5
P/B	2.3	2.0	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	13.69	12.37	12.35	10.28	8.43

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046