

2026 年 06 月 03 日

证券研究报告|公司研究|公司深度报告

盛合晶微（688820）

国产先进封装稀缺龙头，铸就算力自主根基

报告摘要

◆ 国内先进封装平台型龙头，业绩增长进入快车道。

公司脱胎于中芯长电，承袭晶圆制造基因，十年进阶为国产先进封装脊梁。公司已构建全流程先进封测服务能力，主营业务涵盖芯粒多芯片集成封装（2025 年收入占比 51%）、中段硅片加工（占比 33.5%）和晶圆级封装（占比 15%）。凭借深厚的技术积累与先发优势，公司在多个细分市场占据龙头地位：12 英寸 Bumping 产能规模及 12 英寸 WLCSP 收入规模均位列中国大陆第一；在核心增长引擎芯粒多芯片集成封装领域，公司是中国大陆最早量产 2.5D 集成的企业之一，2024 年在中国大陆市场占有率高达 85%，并全面布局 3DIC、3D Package 等技术平台，代表中国大陆在该领域的最先进水平。

◆ AI 算力催生先进封装黄金时代，2.5D/3D 重构封装价值。

后摩尔时代，先进封装成为破局关键。2024 年全球先进封装市场规模为 407.6 亿美元，预计 2029 年增长至 674.4 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 10.6%。其中，芯粒多芯片集成封装是增速最快的子赛道，2024 年市场规模 81.8 亿美元，预计 2029 年达 258.2 亿美元，CAGR 高达 25.8%。中国大陆芯粒多芯片集成封装市场 CAGR 更是高达 43.7%。从价值量看，以英伟达 B200 GPU 为例，先进封装及测试成本 1367 美元，占芯片总成本的 21%，先进封装正成长为可与先进逻辑制造相媲美的高价值平台。在海外 GPU 受限的背景下，国产算力芯片需要通过先进封装实现高端突破，公司作为中国大陆 2.5D/3D 封装的领军企业，受益于国产算力自主可控的时代浪潮。

◆ 技术壁垒铸就龙头地位，产能扩张抢占市场先机。

SmartPoser®品牌覆盖 2.5D/3DIC/3D Package 全系列技术路线，具备多芯片异构集成的全流程工艺能力。相较于从传统封装向先进封装延伸的 OSATs，公司起步于 Bumping 业务，从晶圆侧切入，具备更强的工艺控

投资评级

买入
首次评级

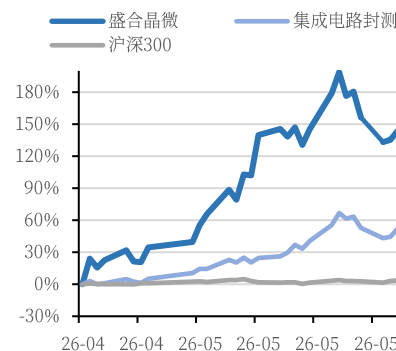
2026 年 06 月 03 日

收盘价(元): 186.85

公司基本数据

总股本(百万股)	1,862.77
总市值(百万)	348,059.34
流通股本(百万股)	172.90
流通市值(百万)	32,306.86
12 月最高/最低价(元)	235.32/75.00
资产负债率(%)	33.76
每股净资产(元)	9.00
市盈率(TTM)	353.15
市净率(PB)	20.77
净资产收益率(%)	1.32

股价走势图



作者

刘一楠 分析师
SAC 执业证书: S0640524100002
邮箱: liuyn@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

制、技术协同与客户粘性，公司 SmartPoser®-2.5D-Si 能够对标全球最领先企业。2026 年 4 月，公司科创板上市，IPO 合计募投 114 亿元，达产后将新增 1.6 万片/月三维多芯片集成封装产能和 8 万片/月 Bumping 产能，以及 4000 片/月的超高密度互联三维多芯片集成封装产能，卡位 2.5D/3DIC 等前沿技术，持续扩充产能，夯实国产先进封装底座。

◆ 投资建议：

公司作为中国大陆先进封装的平台龙头，卡位 2.5D/3D 芯粒集成封装稀缺赛道，深度绑定国产算力核心客户，产能加速释放叠加规模效应提升，成长动能充沛。我们看好国产 AI 算力高速增长下，公司 2.5D 平台持续放量及 3DIC 平台的产业化突破。预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 88.91 亿元、127.33 亿元、167.18 亿元，同比分别增长 36.3%、43.2%、31.3%；归母净利润分别为 12.66 亿元、20.61 亿元、28.21 亿元，同比分别增长 37.6%、62.7%、36.9%。对应当前（2026 年 6 月 3 日）收盘价的 PE 分别为 275、169、123 倍。考虑到公司在先进封装领域的稀缺性和高成长性，给予一定的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示：

技术研发或产业化不及预期的风险、新技术迭代的风险、市场竞争加剧的风险、客户集中度高的风险、下游需求波动的风险。

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,705.40	6,521.44	8,890.77	12,732.72	16,718.14
增长率（%）	54.87	38.59	36.33	43.21	31.30
归母净利润（百万元）	213.65	920.50	1,266.18	2,060.59	2,821.05
增长率（%）	525.99	330.84	37.55	62.74	36.90
毛利率（%）	23.53	30.99	30.82	31.15	31.92
每股收益（元）	0.11	0.49	0.68	1.11	1.51
市盈率 PE	1629.09	378.12	274.89	168.91	123.38
市净率 PB	25.61	24.12	16.80	15.28	13.59
净资产收益率 ROE（%）	1.57	6.38	6.11	9.04	11.02

资料来源：ifind，中航证券研究所

正文目录

一、 从凸块制造到异构集成，先进封装平台蓄势腾飞.....	5
1.1、 中芯长电脱胎换骨，十年进阶国产封装脊梁.....	5
1.2、 营收四年四倍，盈利弹性加速释放	6
二、 AI 浪潮滚滚向前，先进封装进入黄金时代.....	7
2.1、 超越摩尔定律，先进封装乘风而上.....	7
2.2、 2.5D/3D 重构封装价值，资本前移锚定高端赛道	10
三、 国产先进封装龙头，扩产加码 2.5D/3DIC	11
3.1、 技术壁垒铸就龙头地位，多项业务国内第一	11
3.2、 绑定下游核心客户，锁定 AI 窗口红利期	14
3.3、 产能加速释放，夯实国产先进封装底座	15
四、 盈利预测	16
五、 风险提示	17

图表目录

图 1 公司发展历程	5
图 2 公司营业收入及增速	6
图 3 归母净利润快速增长	6
图 4 公司毛利率及净利率	6
图 5 近三年同行可比公司毛利率对比.....	6
图 6 先进封装技术演进（I/O 密度与 I/O 间距）	7
图 7 先进封装 Bumping 工艺流程.....	8
图 8 先进封装 RDL 工艺流程	8
图 9 先进封装 TSV 工艺流程.....	8
图 10 2019-2029 年全球先进封装行业市场规模（单位：亿美元）	9
图 11 芯粒多芯片集成封装的部分代表性技术平台和芯片产品	9
图 12 2019-2029 年中国大陆先进封装行业市场规模（单位：亿人民币）	10
图 13 几款主流的 AI 芯片制造成本构成（单位：美元/颗）	10
图 14 先进封装企业类型分布.....	11

图 15 公司的三大主营业务在中国大陆均处于领先地位.....	12
图 16 公司 SmartPoser 系列技术平台	13
图 17 公司的核心“客户 A”的收入及占比情况	14
图 18 公司 IPO 募投项目概况	15
图 19 公司年末固定资产（亿元）	16
图 20 公司芯粒多芯片集成封装平台产能及利用率	16

一、从凸块制造到异构集成，先进封装平台蓄势腾飞

1.1、中芯长电脱胎换骨，十年进阶国产封装脊梁

盛合晶微（688820）成立于2014年，前身为中芯长电半导体（江阴）有限公司，由中芯国际与长电科技合资设立，旨在填补中国大陆12英寸晶圆中段制造的空白。公司成立仅一年即完成生产工艺调试，并于2016年初实现了28纳米硅片凸块加工的量产，同年，公司成为高通14纳米硅片凸块的量产供应商，是中国大陆第一家进入14纳米先进工艺节点并实现量产的企业。

公司起步于先进的12英寸中段硅片加工，此后延伸至晶圆级封装（WLP）和芯粒多芯片集成封装等全流程先进封装服务。目前，公司已成长为中国大陆在芯粒多芯片集成封装领域起步最早、技术最先进、生产规模最大、布局最完善的企业之一。客户覆盖国内外多家领先的芯片设计公司、晶圆制造企业，并已进入多家全球顶尖的智能手机、计算机及服务器品牌的供应链。

图1 公司发展历程



资料来源：公司招股说明书、中航证券研究所

1.2、营收四年四倍，盈利弹性加速释放

2.5D 产能爬坡，公司业绩高速增长。收入方面，2022-2025 年，公司营业收入从 16.33 亿元增长至 65.21 亿元，期间 CAGR 为 58.67%。2025 全年同比增长 38.59%，增速虽有放缓但仍维持较高水平。归母净利润方面，从 2022 年的亏损 3.29 亿元，到 2023 年扭亏，2025 年迅速增至 9.21 亿元，同比增长 330.84%，盈利弹性显著释放。

图2 公司营业收入及增速

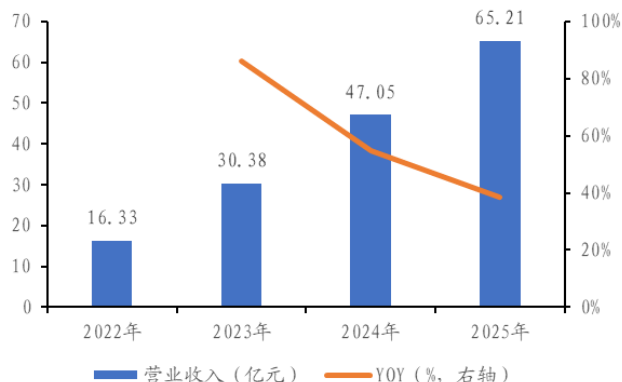
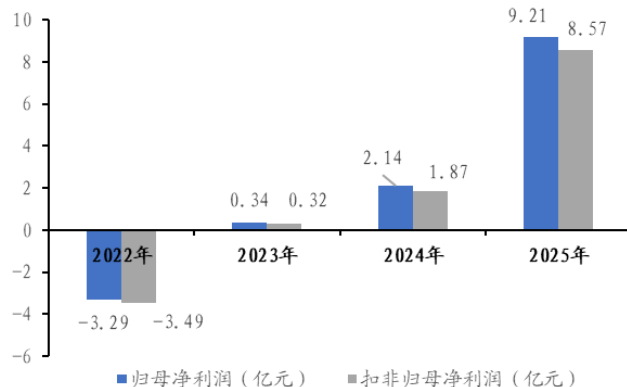


图3 归母净利润快速增长



资料来源：ifind、中航证券研究所

资料来源：ifind、中航证券研究所

公司盈利水平随规模效应和产能利用率提升呈持续改善态势。2022-2025 年，公司毛利率从 7.32% 提升至 30.99%，累计提升 23.7pct，净利率同步提升。毛利率持续上行的核心驱动因素包括：1) 2.5D 芯粒多芯片集成封装等高附加值业务收入占比提升，中段硅片加工业务中，复杂性更高、工艺难度更大的产品占比提升，公司整体产品结构优化；2) 产能爬坡，利用率提升，有效摊薄单位固定成本；3) 持续推进本地供应和降本增效等。

此外，公司专注于晶圆级先进封测，尤其是大尺寸高密度芯粒多芯片集成封装业务，毛利率高于长电科技、通富微电、华天科技、甬矽电子等综合型封测企业。

图4 公司毛利率及净利率

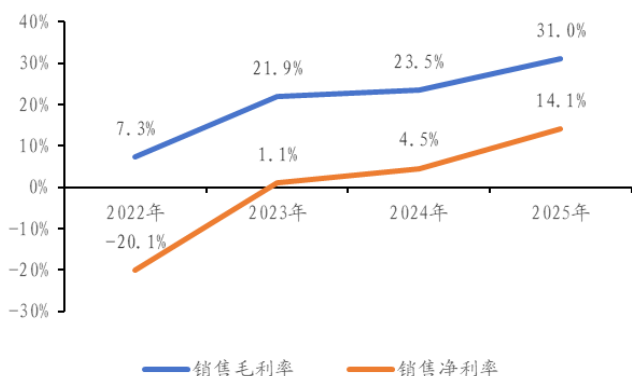
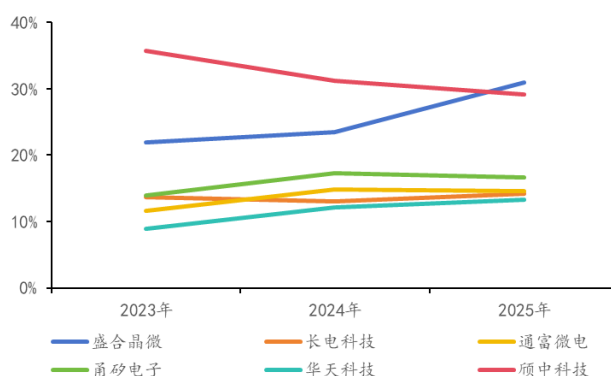


图5 近三年同行可比公司毛利率对比



资料来源：ifind、中航证券研究所

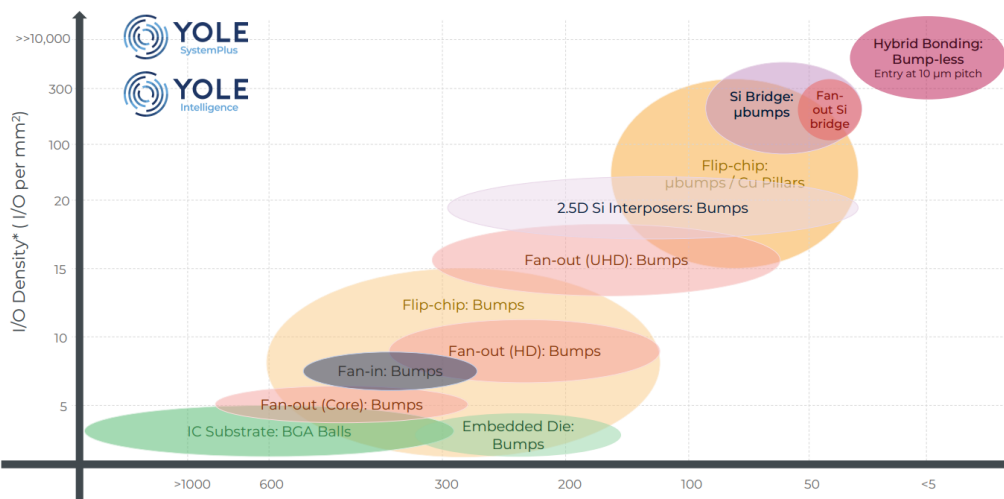
资料来源：ifind、中航证券研究所

二、AI 浪潮滚滚向前，先进封装进入黄金时代

2.1、超越摩尔定律，先进封装乘风而上

“后摩尔时代”，先进封装成为破局关键。随着芯片制程逼近物理极限，“摩尔定律”演进所带来的经济效益正在锐减，在 AI 芯片的催化下，全球先进封装的布局明显提速。先进封装即采用先进的设计思路和集成工艺对芯片进行封装级重构，有效提高功能密度。与传统封装采用引线键合不同，先进封装通常采用凸块（Bump）等键合方式实现电气连接：传统封装侧重物理连接，不改变芯片功能，主要起保护、嵌套作用；而先进封装更关注电路系统优化，能缩短互联长度、提高互联性能、提升功能密度并实现系统重构。

图6 先进封装技术演进（I/O 密度与 I/O 间距）

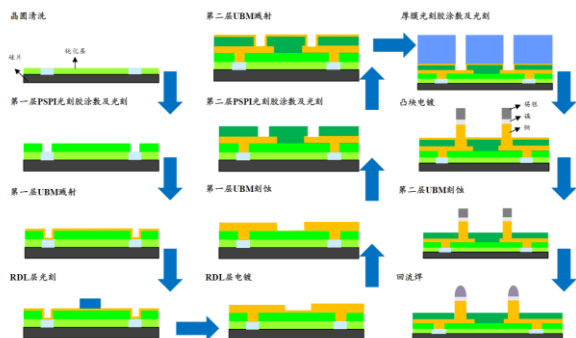


资料来源：Yole、中航证券研究所

完整的先进封装产业链包括中段硅片加工环节和后段先进封装环节。其中：中段硅片加工主要包括凸块制造（Bumping）、重布线（RDL）、硅通孔（TSV）、混合键合（Hybrid bonding）、晶圆测试（CP）等基础工艺；后段先进封装主要包括倒装封装（FC），晶圆级封装（WLP）和芯粒多芯片集成封装（2.5D/3D）等技术类型。

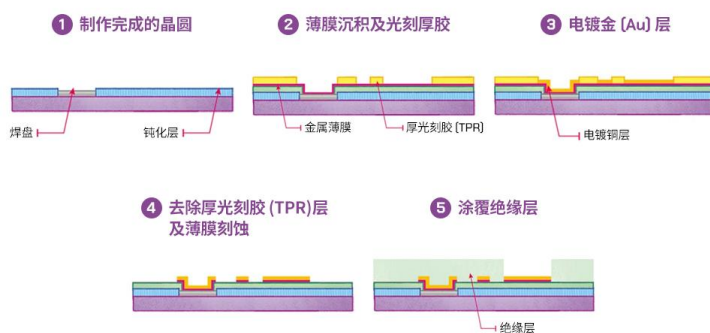
Bump、RDL、Wafer、TSV 是先进封装的“四要素”。Bumping 是先进封装的基础，RDL 负责 XY 平面的延伸，提升平面互联密度；TSV 负责 Z 轴的纵向升维，提高集成度，Wafer 作为载体和基底。

图7 先进封装 Bumping 工艺流程



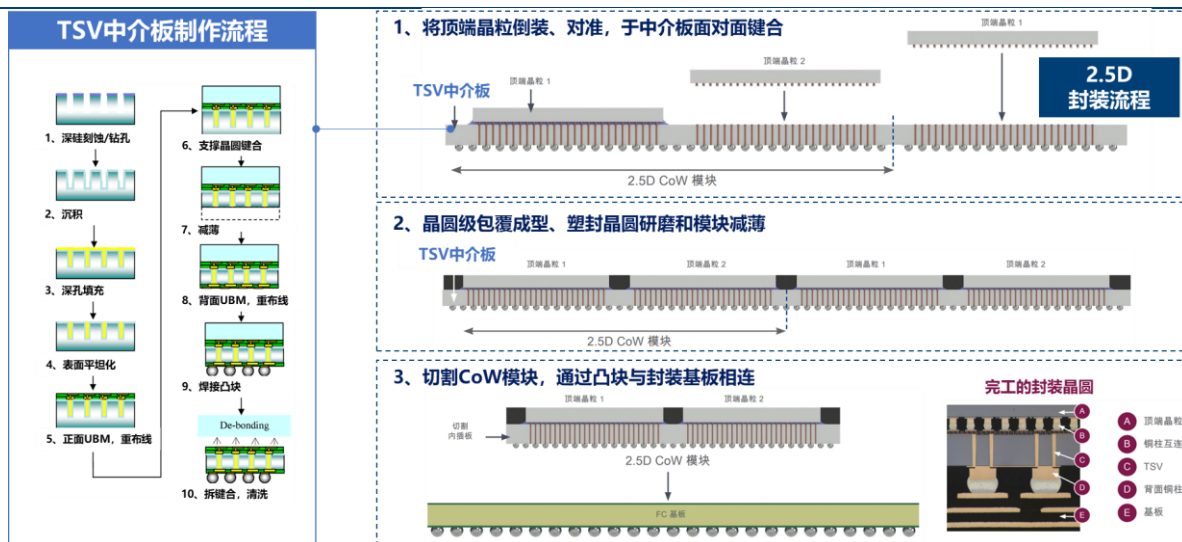
资料来源：艾森股份招股说明书、中航证券研究所

图8 先进封装 RDL 工艺流程



资料来源：SK 海力士、中航证券研究所

图9 先进封装 TSV 工艺流程



资料来源：Amkor, 《TSV interposer fabrication for 3D IC packaging》，中航证券研究所

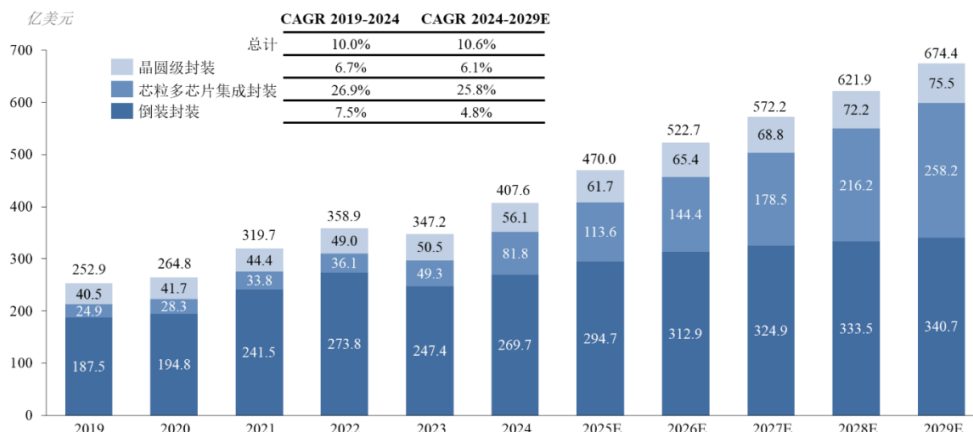
根据公司招股说明书援引 Yole 和灼识咨询的数据，2024 年全球先进封装行业市场规模为 407.6 亿美元，预计 2029 年增长至 674.4 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 10.6%。具体拆分如下：

FC（倒装芯片）是市场规模最大的先进封装技术。FC 允许芯片有更高的 I/O 密度、更优良的热传导性，符合移动终端的应用需求，2024 年市场规模为 269.7 亿美元，占比 66%。随着先进封装行业向 2.5D/3D 异构集成与芯粒（Chiplet）发展，全球 FC 市场规模占比将下滑，预计 2024-2029 年 CAGR 为 4.8%，增长点主要在 FCBGA 等封装形式。

WLP（晶圆级封装）市场稳定增长，主要分为扇入型（WLCSP）和扇出型（FOWLP）。WLCSP 可以实现与裸芯片尺寸相同的最小封装体积，具备一定的成本优势，FO 可以实现高 I/O 密度芯片的低成本封装，均能够较好地契合移动终端对小型化、高性能、低成本的需求。2024 年市场规模 56.1 亿美元，预计 2024-2029 年

CAGR 为 6.1%。

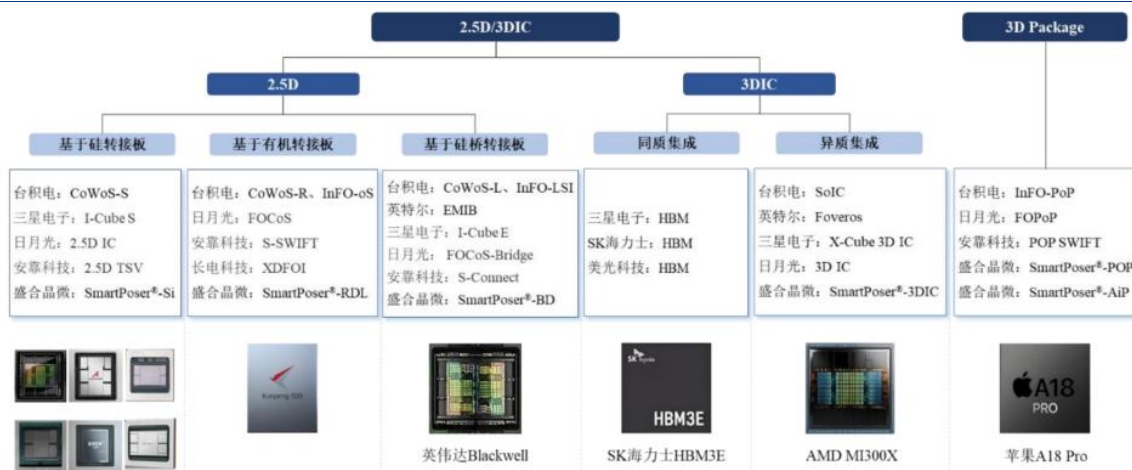
图10 2019-2029 年全球先进封装行业市场规模（单位：亿美元）



资料来源：公司招股说明书、中航证券研究所

芯粒多芯片集成封装可以实现多颗芯片的异构集成，是先进封装最重要技术方向。根据芯片的互联介质和互联方式，芯粒多芯片集成封装主要包括多芯片组装（MCM）等基板级技术方案，以及三维芯片集成（2.5D/3DIC）、三维封装（3D Package）等晶圆级技术方案，2.5D/3D 封装是当前高端算力芯片的核心路线。2024 年市场规模 81.8 亿美元，预计 2029 年将达 258.2 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 25.8%。

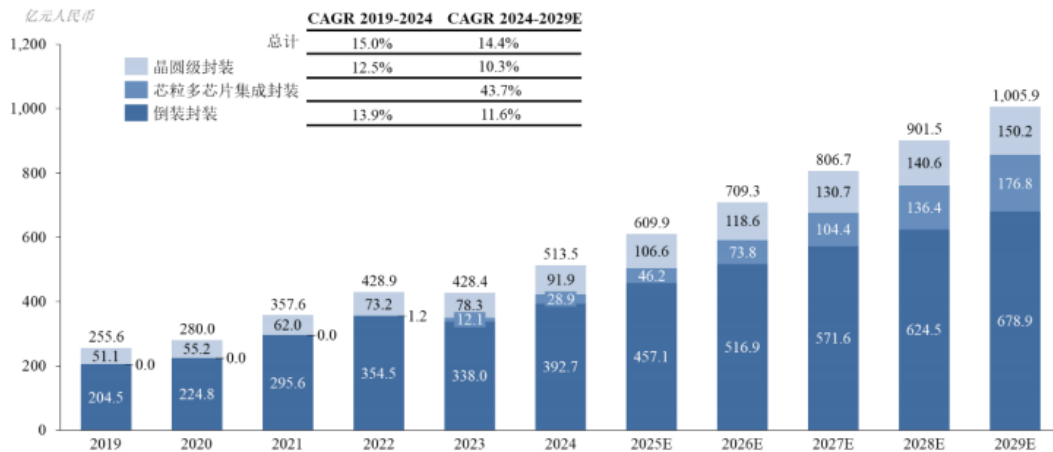
图11 芯粒多芯片集成封装的部分代表性技术平台和芯片产品



资料来源：灼识咨询、公司招股说明书、中航证券研究所

中国大陆先进封装市场起步较晚但呈现快速追赶态势。2024 年中国大陆封测行业总市场规模为 3319.0 亿元，其中先进封装 513.5 亿元，占比仅 15.5%。在境外供应受限的情况下，需要通过芯粒多芯片集成封装技术方案持续发展高算力芯片，因此中国大陆先进封装市场增速高于全球水平，预计 2029 年中国大陆先进封装市场规模将达到 1005.9 亿元，2024-2029 年 CAGR 为 14.4%，其中芯粒多芯片集成封装市场 CAGR 高达 43.7%。

图12 2019-2029 年中国大陆先进封装行业市场规模（单位：亿人民币）



资料来源：公司招股说明书、中航证券研究所

2.2、2.5D/3D 重构封装价值，资本前移锚定高端赛道

算力“基建”持续扩张，先进封装在 AI 芯片中的价值量抬升。AI 驱动高性能算力&高带宽存力需求狂飙，在当前最主流的高算力芯片的 BOM 表中，CoWoS 及配套测试环节的价值量较传统封测环节明显提升。以英伟达 B200 GPU 为例，其先进封装及测试成本为 1367 美元，占芯片总成本的 21%；博通的 TPU v6 的先进封装及测试成本为 620 美元，占比达到 25%。由此可见，先进封装正成长为可与先进逻辑制造相媲美的高价值平台。

图13 几款主流的 AI 芯片制造成本构成（单位：美元/颗）

高算力芯片产品成本结构	集成电路制造环节		非集成电路制造环节	
	先进制程芯片制造环节	CoWoS 及配套测试环节	HBM	其他
英伟达 B200 GPU	1500	1367	2720	953
占比	23%	21%	42%	15%
博通公司 TPU v6	624	620	991	255
占比	25%	25%	40%	10%
美满科技 Trainium 2	815	725	1060	905
占比	23%	21%	30%	26%

资料来源：公司招股说明书、中航证券研究所

先进封装竞争格局生变，前道制造玩家把持高端市场。先进封装需要在晶圆划片前融入封装工艺步骤，涉及与晶圆制造相似的工序步骤，Intel、台积电、三星等在前道技术的优势逐渐显现，其封装资本开支远超过专业的封测厂（OSATS）。目前，中低端先进封装技术由 OSATS 提供，但高端 2.5D/3D 封装技术（如 SoIC、CoWoS、EMIB 等），主要是台积电、英特尔、三星电子等引领创新。根据公司招股书援引 J.P. Morgan 的数据,2025 年末台积电 CoWoS 的产能达到 6.8 万片/月,预计 2026 年末、

2027 年末将分别达到 11.5 万片/月、14.5 万片/月。

我国在传统封测环节具备国际竞争力，有先进封装技术储备，但量产产线以 FC/WLCSP 为主，盛合晶微是中国大陆 2.5D 封装的主力军。

图14 先进封装企业类型分布

企业类型	先进封装领域布局 and 主要特点	部分代表性企业
具有晶圆制造背景的企业	1、主要提供晶圆级的硅片加工和先进封装，以及芯粒多芯片集成封装	台积电、英特尔、三星电子、盛合晶微等
	2、在芯粒多芯片集成封装领域可提供全流程的服务	
具有封测背景的企业	1、从传统封装向先进封装发展，可以提供涵盖多种技术类型的先进封装，成本管控强，需求响应快	日月光、安靠科技、长电科技、通富微电、华天科技等
	2、目前，部分封测背景的企业在芯粒多芯片集成封装领域多专注于上基板封装（OS, On substrate）的单一环节	

资料来源：公司招股说明书、中航证券研究所

三、国产先进封装龙头，扩产加码 2.5D/3DIC

3.1、技术壁垒铸就龙头地位，多项业务国内第一

晶圆制造基因深厚，先发优势突出。公司起步于 12 英寸硅片加工业务，且由中芯国际牵头创立，自公司成立初期，便采用前段晶圆制造环节先进的制造和管理体系，此后进一步延伸全流程业务布局。相较于从传统封装向先进封装延伸的 OSATs，公司从晶圆侧切入，具备更强的工艺控制、技术协同与客户粘性。

目前公司主要的三大业务布局如下：

（1）中段硅片加工：Bumping 是前段晶圆制造环节的延伸，也是公司的护城河。公司是中国大陆最早开展并实现 12 英寸 Bumping 量产的企业之一，在业务开展之初即提供当时最先进的 28nm、14nm 制程配套服务，填补了中国大陆高端集成电路制造产业链的空白，成为高通的核心供应商。公司技术能力覆盖多种凸块制造工艺，包括铜凸块（Cu Pillar）、锡银凸块（Solder Bump）等，最小凸块间距/直径分别为 20μm/12μm，对标日月光、安靠科技等国际领先 OSATs。截至 2024 年末，公司拥有中国大陆最大的 12 英寸 Bumping 产能，国内市占率超过 25%。

（2）晶圆级封装（WLP）：公司可提供从晶圆投入到框架或卷盘出货的全流程 WLCSP 服务，目前已规模量产 22nm 及以上制程产品，满足客户不同规格产品需求。在更先进、应用日益广泛的 12 英寸 Low-K WLCSP 市场，公司掌握各种配套的激光开槽技术，应用于高端射频芯片、高端模拟芯片和指纹识别芯片等产品。针对快速成长的超薄芯片市场，公司可以提供适配的 DBG（研磨前切割）解决方案，并具备业界领先的晶圆减薄技术实力。2024 年，公司 12 英寸 WLCSP 收入规模中国大陆第一，

市占率约 31%，这块业务毛利率相对较低，主要因下游以消费电子为主且国内竞争较为充分。

图15 公司的三大主营业务在中国大陆均处于领先地位

主营业务领域	技术平台	市场占有率衡量指标	公司中国大陆市场占有率	其他企业中国大陆市占率
中段硅片加工	Bumping	2024 年末 12 英寸 Bumping 产能 ^{注1}	25%（第 1）	通富微电：15%（第 2） 长电科技：10%（第 3） 华天科技：8%（并列第 4） 顾中科技：8%（并列第 4） 汇成股份：8%（并列第 4）
	独立 CP	2024 年度独立 CP 营业收入 ^{注2}	第 2	伟测科技：第 1 利扬芯片：第 3
晶圆级封装	WLCSP	2024 年度 WLCSP 营业收入 ^{注3}	12%（第 4）	长电科技：22%（第 1） 晶方科技：14%（第 2） 华天科技：13%（第 3） 通富微电：6%（第 5）
		2024 年度 12 英寸 WLCSP 营业收入 ^{注3}	31%（第 1）	长电科技：22%（第 2） 晶方科技：21%（第 3） 华天科技：14%（第 4） 通富微电：7%（第 5）
芯粒多芯片集成封装 ^{注5}	2.5D	2024 年度 2.5D 营业收入 ^{注4}	85%（第 1）	其他企业包括长电科技、通富微电等，市场占有率较小

资料来源：公司招股说明书、中航证券研究所

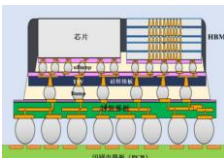
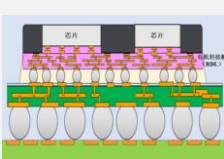
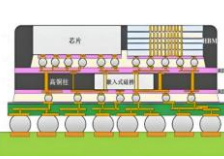
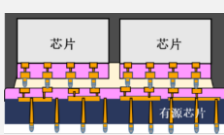
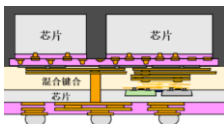
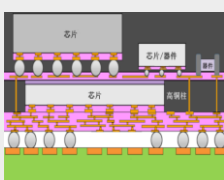
（3）芯粒多芯片集成封装（2.5D/3D）：这是公司当前最具战略价值和高成长性的业务，公司拥有可全面对标全球最领先企业的技术平台，SmartPoser 系列是公司价值中枢。包括三大技术平台：

①SmartPoser®-2.5D：公司最核心的盈利平台，在 2.5D 领域的收入规模稳居大陆第一，市占率高达 85%。公司 2.5D 平台覆盖三条主流技术路径：SmartPoser®-Si，基于硅通孔转接板（TSV Interposer）的 2.5D 技术平台已大规模量产；SmartPoser®-RDL 已进入小量试产；SmartPoser®-BD 已完成全流程验证。

②SmartPoser®-3DIC：公司中长期技术制高点，3DIC 是现阶段最前沿的先进封装技术，公司正在推进 3DIC 的研发及产业化工作，在技术路线上全面涵盖微凸块（BP）和混合键合（HB）等主流方案，并计划通过本次 IPO 募投项目形成 3DIC 技术平台的规模产能。项目达产后，将新增 4000 片/月的超高密度互联三维多芯片集成封装产能，公司有望从“本土 2.5D 引领者”跃迁为“本土 3DIC 关键参与者”，追赶与台积电的 SoIC-CoW 技术、英特尔 Foveros 技术平台的差距。

③SmartPoser®-POP/AiP：对应公司的 3D Package 方向，广泛应用于高端消费电子、5G 毫米波通信等领域。目前公司应用于高端消费电子的 SmartPoser®-POP 平台已实现规模量产。在最大重布线互联密度等关键性能指标上，公司的 SmartPoser®-POP 平台与台积电等全球领先晶圆制造企业处于同一先进水平。

图16 公司 SmartPoser 系列技术平台

类别	技术平台	平台简介	平台研发及产业化进展	平台图示
2.5D	SmartPoser®-Si	结构: 基于硅通孔转接板（“硅转接板”）的 2.5D 技术平台，多颗芯片并列放置在硅转接板顶部，通过微凸块（uBump）和硅转接板中的布线实现芯片间的高密度互联，硅转接板通过硅通孔实现上下层间的互联； 特点: 利用硅转接板中亚微米级线宽线距及多层水平互联的高密度布线优势，可将原本单一 SoC 芯片内部的部分互联转移到硅转接板中，实现集成芯片的效果	已实现大规模量产，是中国大陆量产最早的、生产规模最大的基于硅转接板的 2.5D 技术平台之一	
	SmartPoser®-RDL	结构: 基于扇出型重布线层（“有机转接板”）的 2.5D 技术平台，多颗芯片并列放置在有机转接板顶部，通过有机转接板中的布线实现高密度互联，有机转接板通过多层重布线实现上下层间的互联； 特点: 利用有机转接板中亚微米级线宽线距及多层重布线的高密度布线优势，可将原本单一 SoC 芯片内部的部分互联转移到有机转接板中，实现集成芯片的效果	已进入小量试产	
	SmartPoser®-BD	结构: 基于嵌入式硅桥（“硅桥转接板”）的 2.5D 技术平台，多颗芯片并列放置在扇出型重布线层顶部，并在扇出型重布线层中局部内嵌硅桥，通过微凸块和硅桥中的布线实现芯片间的高密度互联，硅桥转接板通过高铜柱以及硅桥中的硅通孔实现垂直方向的互联； 特点: 可视作硅转接板和有机转接板的结合，在降低硅转接板高成本的同时，能够解决有机转接板互联密度低、垂直供电弱的问题，可以兼顾性能和成本	已完成全流程验证	
3DIC	SmartPoser®-3DIC-BP	结构: 基于微凸块的 CoW（芯片对晶圆异构集成）3DIC 技术平台，采用超高密度（间距≤20um）的微凸块垂直连接方式直接实现多颗芯片的垂直互联	已进入小量试产	
	SmartPoser®-3DIC-HB	结构: 基于混合键合的 CoW（芯片对晶圆异构集成）3DIC 技术平台，采用极细间距（通常≤10um）的铜-铜垂直连接方式直接实现多颗芯片的垂直互联	已完成全流程验证	
3D Package	SmartPoser®-POP SmartPoser®-AiP	结构: 通过多层、双面的扇出型重布线层和垂直方向的高铜柱，可以同时实现多芯片的二维平面整合，以及多层芯片的三维堆叠整合 特点: 能够异质集成多个有源芯片和无源供电组件等，拥有高集成度、高密度、超薄等优点，该技术平台可以提供模块化和微型化的高度集成加工，在后摩尔时代实现高算力、高带宽、低功耗等的全面性能提升	应用于高端消费电子的 SmartPoser®-POP 平台已实现规模量产	

资料来源：公司招股说明书、中航证券研究所

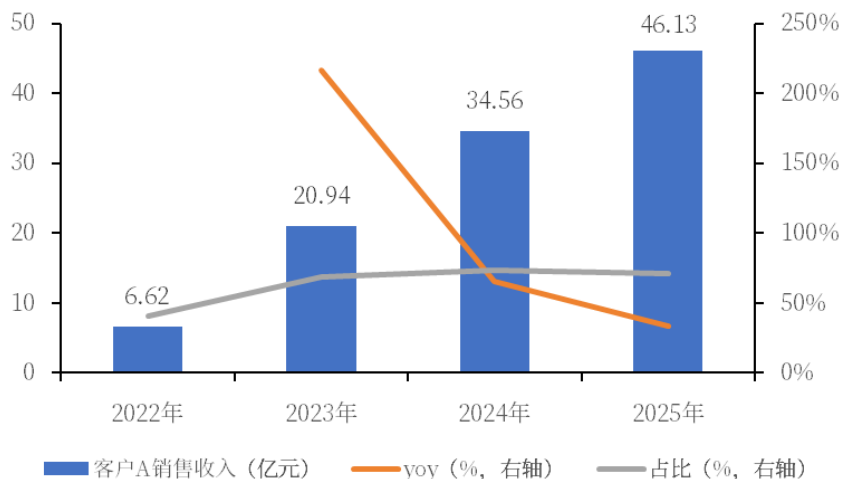
3.2、绑定下游核心客户，锁定 AI 窗口红利期

跻身国内头部客户供应链，构筑客户壁垒。公司成功抓住全球集成电路产业重心转移的机遇，先后为高通、全球领先的晶圆制造企业、全球领先的智能终端与处理器芯片企业、全球领先的 5G 射频芯片企业、国内领先的人工智能高算力芯片企业等提供服务，成为多家全球领先智能手机品牌商和计算机、服务器品牌商的优质供应商。

先进封装行业，具有较强的客户粘性，加之公司在 2.5D 领域境内领先的技术实力，供应关系难以被撼动。一方面，先进封装对洁净室环境、设备精度、工艺参数控制的要求极高，新进入者不仅面临巨额资本开支门槛，还需经历漫长的良率爬坡和客户认证周期，因此当封测企业通过认证并建立起稳定的合作关系后，客户通常不会轻易更换合格供应商；另一方面，随着芯片集成度、复杂度等的提升以及 STCO (System Technology Co-optimization, 系统技术协同优化) 的引入，在芯片前期规划和设计时就需要将晶圆制造和封装测试的技术相互联系，确保芯片的性能和良率处于较高水平，公司承袭中芯国际的晶圆制造基因，使公司具备跨产业链环节沟通和一站式服务的能力，新进入者难以实现。

深度绑定“客户 A”，积极拓展新客户群。公司前五大客户均为业界知名企业，并与主要客户维持了长期业务往来关系并与部分客户签订了长期框架协议。2023-2025 年，公司对第一大客户 A 的销售收入分别为 20.94 亿元、34.56 亿元，46.13 亿元，占比分别为 68.91%、73.45%和 70.74%，客户 A 是全球领先的半导体与器件设计企业，在多个芯片产品领域均处于中国大陆领先地位，是公司中段硅片加工和芯粒多芯片集成封装业务的第一大客户，晶圆级封装业务第二大客户。此外，根据公司《第二轮审核问询函的回复》，2025 年，公司来自新客户的合计营业收入超 7.5 亿元，同比增长超 400%，新客户高速增长，客户结构改善，单一客户集中度有望稳步缓释。

图17 公司的核心“客户 A”的收入及占比情况



资料来源：公司招股说明书、中航证券研究所

3.3、产能加速释放，夯实国产先进封装底座

斥资 114 亿元加码三维多芯片集成，剑指超高密度互联。公司本次 IPO 募投项目主要围绕公司芯粒多芯片集成封装技术平台，形成规模产能。其中，“三维多芯片集成封装项目”投资 84 亿元，用于建设 2.5D、3D Package 等芯粒多芯片集成封装产能，并补充配套的 Bumping 产能，达产后有望新增 1.6 万片/月的三维多芯片集成封装产能和 8 万片/月的 Bumping 产能；“超高密度互联三维多芯片集成封装项目”投资 30 亿元，主要与 SmartPoser®-3DIC 平台相关，计划形成 3DIC 技术平台的规模产能，达产后有望新增 4000 片/月的超高密度互联三维多芯片集成封装产能。

从公司发展战略和产业趋势来看，本次募投项目具有多重战略意义：

- 1) 把握 AI 产业爆发窗口期，匹配国产算力的高速成长；
- 2) 补齐公司产能瓶颈，为国产算力自主可控的封装提供产能保障；
- 3) 从当前 2.5D 主力平台向更高互连密度、更先进 3DIC 迭代升级，强化国产先进封装的国际竞争力。

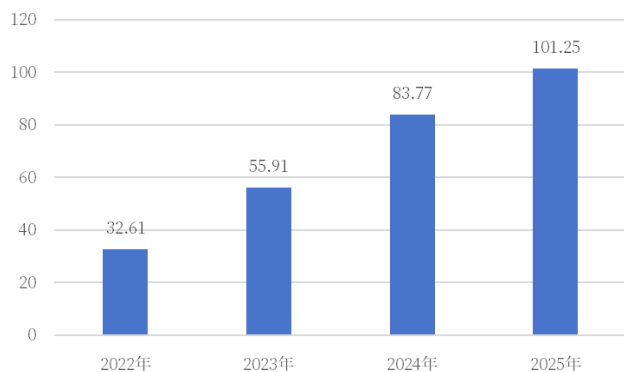
图18 公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	总投资额 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	项目达产产能	项目周期和时间进度
1	三维多芯片集成封装项目	84	40	新增 1.6 万片/月的三维多芯片集成封装产能和 8 万片/月的 Bumping 产能	建设期 3 年（2023 年 1 月-2025 年 12 月）
2	超高密度互联三维多芯片集成封装项目	30	8	新增 4,000 片/月的超高密度互联三维多芯片集成封装产能	建设期 3 年（2024 年 1 月-2026 年 12 月）
合计		114	48		

资料来源：公司招股说明书、中航证券研究所

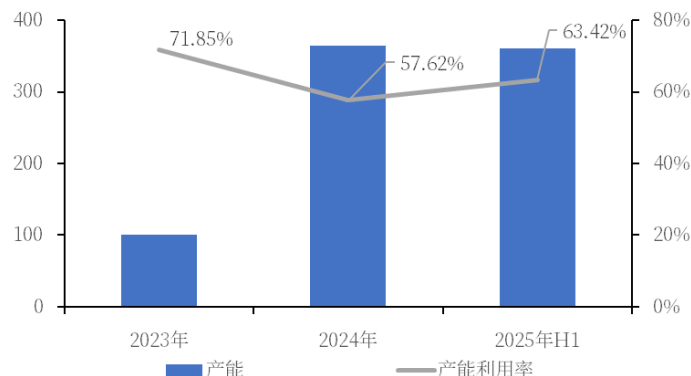
产能持续爬坡，固定资产规模快速增长。截至 2025 年末，公司固定资产达 101.25 亿元，较 2022 年末的 32.61 亿元增长 3 倍以上。在此期间，公司的芯粒多芯片集成封装产线于 2023 年年中实现规模量产，2024 年年产能是 2023 全年的 3.6 倍，且 25 年 1-6 月产能已接近 2024 全年，产能释放迅猛。募投项目建设期预计 3 年（三维多芯片集成封装项目，从 2023 年 1 月至 2025 年 12 月；超高密度互联三维多芯片集成封装项目，从 2024 年 1 月至 2026 年 12 月），随着两大项目相继建成投产，为公司产能释放提供充足的硬件基础。产能利用率方面，25H1 公司 Bumping 的 UTR 提升至 79.1%，芯粒多芯片集成封装 UTR 提升至 63.4%。2026 年 5 月 12 日，公司多层细线宽系统集成封测项目（一期）开工，持续扩充产能并实现技术升级。

图19 公司年末固定资产（亿元）



资料来源：ifind、中航证券研究所

图20 公司芯粒多芯片集成封装平台产能及利用率



资料来源：公司招股说明书、中航证券研究所（以 2023 年产能记为 100 测算，产能=Σ各月产能，25H1 未年化处理）

四、盈利预测

1、芯粒多芯片集成封装业务：2026-2028 年，公司 IPO 募投项目中 2.5D 封装产能有序释放，3DIC 平台量产；公司在 2.5D/3D 封装市占率领先，充分受益于下游国产算力的高速增长，综合考虑国内芯粒多芯片集成封装整体的市场增速，以及公司的产能释放节奏，预计该业务 26-28 年收入分别为 51.85 亿元/84.17 亿元/116.95 亿元，同比分别增长 55.8%/62.3%/38.9%。

2、中段硅片加工业务：Bumping 是先进封装的基础，IPO 募投项目配套 Bumping 产能,预计该业务 26-28 年收入分别为 25.95 亿元/30.96 亿元/37.43 亿元，同比分别增长 18.9%/19.3%/20.9%。

3、晶圆级封装业务：考虑到该业务下游以消费电子为主且国内竞争较为充分，按国内晶圆级封装市场整体增速，预计公司 26-28 年收入分别为 10.76 亿元/11.83 亿元/12.42 亿元，同比分别增长 10%/10%/5%。

投资建议：

公司作为中国大陆先进封装的平台龙头，卡位 2.5D/3D 芯粒集成封装稀缺赛道，深度绑定国产算力核心客户，产能加速释放叠加规模效应提升，成长动能充沛。我们看好国产 AI 算力高速增长下，公司 2.5D 平台持续放量及 3DIC 平台的产业化突破。预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 88.91 亿元、127.33 亿元、167.18 亿元，同比分别增长 36.3%、43.2%、31.3%；归母净利润分别为 12.66 亿元、20.61 亿元、28.21 亿元，同比分别增长 37.6%、62.7%、36.9%。对应当前（2026 年 6 月 3 日）收盘价的 PE 分别为 275、169、123 倍。考虑到公司在先进封装领域的稀缺性和高成长性，给予一定的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险提示

- 1、**客户集中度高的风险**：公司第一大客户占比超过 7 成，若未来第一大客户因自身经营波动、技术路线变更或地缘政治因素减少订单，将对公司业绩造成不利影响。
- 2、**市场竞争加剧的风险**：全球 TSMC、Intel 等巨头加码先进封装，国内大厂也都在扩大产能，随着行业产能的陆续释放，价格竞争可能进一步加剧。
- 3、**新技术迭代的风险**：先进封装技术处于快速演进过程中，若未来出现颠覆性的新型封装技术（如面板级封装 FOPLP 等），可能冲击现有技术路线的竞争格局，公司现有的技术优势有被削弱的风险。
- 4、**技术研发或产业化不及预期**：公司需持续投入研发以维持技术领先，若 3DIC、超高密度互联等新技术产业化进展不及预期，将影响公司长期竞争力。
- 5、**下游需求波动的风险**：AI 算力需求虽长期向好，但发展过程中可能受到宏观经济、AI 投资周期、终端需求波动等因素影响，影响公司产能利用率，增加折旧压力。

本报告内容精选自同名研报《盛合晶微 (688820.SH) 深度报告：国产先进封装稀缺龙头，铸就算力自主根基》（2026 年 6 月 4 日发布），如您需要报告全文，可联系研究所销售团队：

陈艺丹 18611188969, chenyd@avicsec.com

李裕淇 18674857775, liyuuq@avicsec.com

李友琳 18665808487, liyoul@avicsec.com

李若熙 17611619787, lirx@avicsec.com

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人士或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637