

晶方科技 (603005)

CIS 封装基本盘稳固，光学业务放量可期，先进封装技术壁垒支撑光电合封产业落地 买入 (首次)

2026年07月08日

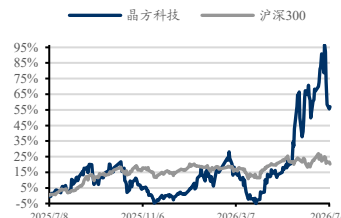
证券分析师 陈海进

执业证书: S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,130	1,474	2,247	3,342	4,364
同比 (%)	23.72	30.44	52.46	48.72	30.58
归母净利润 (百万元)	252.76	369.62	518.69	753.48	981.64
同比 (%)	68.40	46.23	40.33	45.27	30.28
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.39	0.57	0.80	1.16	1.51
P/E (现价&最新摊薄)	111.00	75.91	54.09	37.24	28.58

股价走势



投资要点

- 车载 CIS 封装进入放量期，晶圆级平台能力推动量价齐升：**公司长期深耕 CIS 晶圆级封装，已形成覆盖 8 英寸、12 英寸的 WLCSP 及 TSV 量产能力，并完成由手机、安防等消费级应用向车载高可靠性场景的延伸。2025 年，公司芯片封装及测试业务收入达 11.35 亿元，同比增长 38.92%，毛利率同比提升 5.07 个百分点至 49.90%，车规 CIS 订单及出货增长成为业绩改善的主要驱动。随着 ADAS、环视及舱内监控推动单车摄像头数量和规格持续升级，车载 CIS 有望带动公司封装业务维持较快增长。
- “键合+TSV”构筑高密度互连能力，光通信封装打开远期增长边界：**公司具备 TSV、异质集成、正背面 RDL、倒装焊、晶圆级永久及临时键合等工艺能力，并已布局双面有源 Interposer、Chip-on-Wafer 及多层 3D 堆叠等技术。该能力可应用于多芯片集成、异质集成及三维堆叠等场景。当前 AI 算力建设带动 800G、1.6T 高速光模块需求提升，光通信产品正由传统模块组装向芯片级集成演进，对硅载体加工、高密度互连及光电裸片集成提出更高要求。公司在前端晶圆级加工和芯片互连环节具备较强技术匹配度，有望逐步切入光电芯片封装等高价值环节。
- Anteryon 补齐精密光学能力，产品结构升级强化第二成长曲线：**公司通过 Anteryon 布局自由曲面设计、3D 微结构加工、晶圆级光学制造、光机装调及光电封装等能力，业务由单一光学元件逐步向光学组件、光机电模块及系统延伸。2025 年，公司光学及其他业务实现收入 3.24 亿元，同比增长 10.54%，毛利率提升至 39.33%；在传统镜头数量下降的同时，光学组件及系统产品增加，反映产品结构向更高附加值方向升级。半导体设备、工业检测及车载智能投射等应用有望持续提升精密光学业务的单机价值量和收入质量。
- 盈利预测与投资评级：**车载 CIS 放量与光学业务扩张共同驱动业绩增长，光电合封布局打开远期成长空间。公司车规 CIS 封装业务有望持续受益于智能驾驶升级带来的需求扩容，ASML 及 FAU 相关光学业务拓展、产品向组件和模块升级将进一步改善收入结构和盈利能力；“键合+TSV”能力则为后续参与高密度光电芯片集成提供潜在增量。我们预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 22.47 亿元、33.42 亿元和 43.64 亿元，归母净利润分别为 5.19 亿元、7.53 亿元和 9.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.80 元、1.16 元和 1.51 元。按 43.02 元收盘价计算，对应 2026—2028 年 PE 分别为 54 倍、37 倍和 29 倍。首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**车载 CIS 需求及客户订单不及预期；马来西亚产能建设及爬坡不及预期；光通信及高阶封装业务验证进度不及预期；精密光学下游需求波动；海外贸易及汇率风险。

市场数据

收盘价(元)	43.02
一年最低/最高价	25.92/55.26
市净率(倍)	6.02
流通 A 股市值(百万元)	28,056.43
总市值(百万元)	28,056.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.15
资产负债率(% ,LF)	12.73
总股本(百万股)	652.17
流通 A 股(百万股)	652.17

内容目录

1. 深耕晶圆级封装二十年，专业平台与全球化业务架构逐步成形	5
1.1. 发展历程：从 CIS 封装起步，技术扩产与外延并购持续拓宽业务边界	5
1.1.1. 深耕传感器晶圆级封装，核心工艺与量产能力持续沉淀	5
1.1.2. 车载拓展与光学并购并举，业务边界由封装服务向光电协同延伸	5
1.2. 组织与治理：股权结构较为分散，市场化机制与专业团队支撑长期经营	6
1.3. 业务架构：封装测试构筑核心基本盘，微型光学与海外布局打开增量空间	6
1.3.1. 苏州基地承载晶圆级封装主业，8 英寸与 12 英寸产线协同支撑规模交付	7
1.3.2. Anteryon 与晶方光电承载微型光学业务，封装与光学协同能力逐步完善	7
1.3.3. 马来西亚基地完善全球生产体系，海外客户交付与供应链韧性持续增强	7
1.4. 经营画像：车载放量推动规模增长，产品结构升级带动盈利改善	8
1.4.1. 封装测试贡献核心业绩增量，车载 CIS 成为主要增长动力	8
1.4.2. 光学业务稳步拓展，收入结构与盈利质量同步优化	9
2. CIS 封装基本盘稳固，车载产品放量打开主业成长空间	9
2.1. 汽车智能化推动 CIS 量价齐升，车载封装价值量持续提升	9
2.2. 车载订单进入规模放量期，产品结构升级驱动主业加速增长	10
2.2.1. 既有的 WLCSP 与 TSV 工艺顺利复用于车载场景，规模交付能力得到客户验证	10
2.2.2. 订单、出货量与收入占比同步提升，车载业务成为当前业绩主要增量	10
2.3. 长期深耕 CIS 封装，专业化能力构筑竞争壁垒	11
2.3.1. 从手机和安防市场完成早期规模积累，客户、工艺与良率优势持续沉淀	11
2.3.2. CIS 对小型化、洁净度和光学可靠性要求较高，专业化封装能力形成差异化壁垒	12
2.4. 从 CIS 向多类车用传感器延伸，单车封装价值量有望进一步扩容	12
3. Anteryon 补齐精密光学能力，半导体设备应用打开高价值成长空间	13
3.1. 并购 Anteryon 承接欧洲精密光学积累，“封装+光学”协同布局逐步成形	13
3.2. 从光学设计到晶圆级光学制造，一站式能力支撑多元应用拓展	14
3.2.1. 自由曲面与光学系统设计能力提升定制化方案价值	14
3.2.2. 晶圆级光学（WLO）制造能力支撑微型器件规模生产	14
3.2.3. WLO 能力向 FAU 等微光学产品延伸	15
3.2.4. 光机装调与光电封装推动业务由单一元件向模块和系统升级	15
3.3. 精密光学切入晶圆量检测关键链路，半导体设备客户强化技术含金量	16
3.3.1. 光学元件及传感组件服务于晶圆量测、检测与设备状态监控等核心环节	16
3.3.2. 高精度、低容差与长期认证形成较高进入壁垒，头部客户合作增强订单稳定性	16
3.4. 由光学元件向模块和系统升级，单机价值量与收入空间同步扩张	17
3.4.1. 产品形态由单颗镜片向光学组件、光机电模块及完整子系统延伸	17
3.4.2. 以单机用量、产品单价、客户份额与设备出货量为框架测算业务价值量	17
4. 键合与 TSV 构筑高密度互连能力，光通信放量打开先进封装应用空间	18
4.1. WLCSP 与 TSV 构成核心工艺底座，晶圆级加工能力长期积累	18
4.1.1. WLCSP 支撑传感器规模量产，晶圆级制造能力构成业务基本盘	18
4.1.2. TSV、RDL 与倒装焊构筑高密度互连技术壁垒	19

4.2. 键合与 TSV 构筑先进封装核心能力，支撑堆叠封装与异质集成.....	20
4.3. AI 算力推升光模块景气，CPO 将封装能力由电互连升级至光电系统集成.....	21
4.3.1. NPO 推动光电集成升级，FAU 迎来新一轮需求增长	21
4.3.2. WLO 能力契合 FAU 制造需求，公司具备向高速光通信延伸的工艺基础	22
4.3.3. TSV、正背面 RDL 与倒装焊覆盖光电芯片集成的关键工序.....	22
5. 盈利预测与投资建议	23
5.1. 盈利预测.....	23
5.2. 投资建议.....	24
6. 风险提示.....	25

图表目录

图 1:	移动成像封装技术应用示意.....	5
图 2:	公司业务边界拓展路径.....	6
图 3:	应用覆盖与产线协同.....	7
图 4:	2022-2025 年公司营业收入及增速.....	8
图 5:	2022-2025 年公司营业收入结构.....	9
图 6:	L2、L3、L4 市场数据对比.....	10
图 7:	汽车摄像头市场规模与份额.....	10
图 8:	CIS 下游应用结构.....	11
图 9:	封装结构示意图 (a) CIS-WLCSP 结构三维示意图 (b) CIS-WLCSP 结构截面示意图.....	12
图 10:	多类车用传感器示意图.....	13
图 11:	Hybrid Lens 产品图.....	14
图 12:	WLO 产品图.....	14
图 13:	工艺示意图.....	15
图 14:	半导体设备中晶圆位置检测与预对准示意图.....	16
图 15:	产品形态演进图.....	17
图 16:	光学业务价值量测算框架.....	18
图 17:	扇外型 (Fan-out) WLCSP 技能流程示意图.....	19
图 18:	TSV 技能流程示意图.....	20
图 19:	异质集成与混合键合技术示意图.....	21
图 20:	带宽演进示意图.....	22
图 21:	光模块工序示意图.....	23
表 1:	公司前五大股东持股表.....	6
表 2:	晶方科技核心盈利预测与估值 (单位: 亿元).....	23
表 3:	可比公司估值比较.....	25

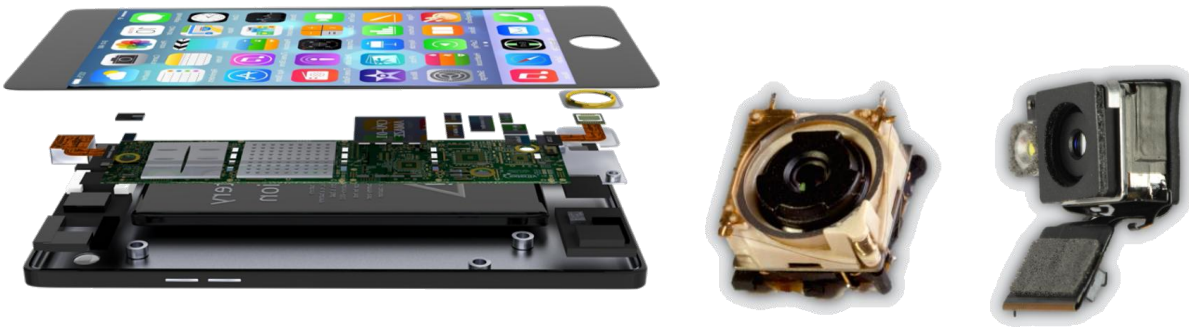
1. 深耕晶圆级封装二十年，专业平台与全球化业务架构逐步成形

1.1. 发展历程：从 CIS 封装起步，技术扩产与外延并购持续拓宽业务边界

1.1.1. 深耕传感器晶圆级封装，核心工艺与量产能力持续沉淀

公司长期深耕晶圆级 CIS 封装，并逐步形成以 WLCSP 和 TSV 为核心的工艺平台。从 2005 年开始，公司引进以色列晶圆级先进封装技术，聚焦以 CIS 为代表的传感器晶圆级封装。通过手机摄像头等批量应用，公司累积了客户协同、工艺开发、良率控制及规模量产的经验，形成了以 WLCSP 和 TSV (Through-Silicon Via) 为主的技术体系。2013 年，公司完成全球第一条 12 英寸晶圆级硅通孔量产线的开发，实现了由 8 英寸向 12 英寸的产线升级。此后公司进一步拓展 Fan-out、系统级封装及晶圆级堆叠等工艺。目前公司同时具备 8 英寸和 12 英寸晶圆级封装规模量产能力，产品延伸至 MEMS、机器人、无人机及射频芯片领域，专业化平台能力持续完善。

图1：移动成像封装技术应用示意

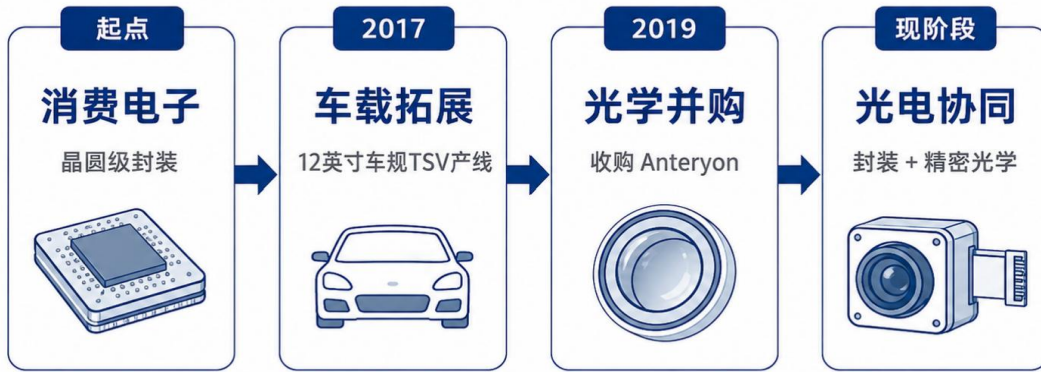


数据来源：公司官网、东吴证券研究所

1.1.2. 车载拓展与光学并购并举，业务边界由封装服务向光电协同延伸

车载拓展与 Anteryon 并购推动公司由封装服务向光电协同升级。经过消费电子领域的技术沉淀和规模积累，公司较早将晶圆级封装能力向车载高可靠性场景及光学业务延伸。2017 年，公司承担国产中道工艺高端封测项目，建成了全球首条车规级 12 英寸晶圆级硅通孔封装量产线。2019 年，公司完成对荷兰 Anteryon 公司的收购，整合其光学精密加工及组件制造能力。由此，公司业务逐步由单一芯片封装拓展至微型光学器件、光学模块和光机电系统，形成晶圆级封装及精密光学的协同架构。

图2：公司业务边界拓展路径



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

1.2. 组织与治理：股权结构较为分散，市场化机制与专业团队支撑长期经营

市场化治理结构与国际化研发团队共同支撑公司长期技术积累。公司无控股股东及实际控制人。根据 2026 年一季报，第一大股东中新苏州工业园区创业投资有限公司持股 15.77%，其余主要股东以专业投资机构和公募基金为主，整体持股较为分散，无单一股东能够形成实质控制。相对市场化的治理结构有助于公司在技术路线、产能建设及客户拓展等长期事项上保持经营独立性，并形成一定决策制衡。

管理与研发层面，公司形成了由创始人团队、国际化技术人才及本土运营团队共同构成的组织基础。创始人、董事长兼总裁王蔚自 2005 年起领导公司发展，具有半导体行业及企业管理经验；董事、总工程师兼晶方北美总裁 Vage Ogenesian 拥有长期半导体研发和产品管理经验，并持有 150 余项美国专利。根据公司官网展示口径，截至 2026 年 7 月访问网站时，显示为公司全球员工接近 2,000 人，其中工程师和科学家约 400 人，为晶圆级封装、先进传感器封装及微型化技术的持续研发和产业化提供人才支撑。

表1：公司前五大股东持股表

截止时间	2026 年第一季度
股东名称	持股比例
中新苏州工业园区创业投资有限公司	15.77%
招商银行股份有限公司-泰康新锐成长混合型证券投资基金	1.14%
香港中央结算有限公司	0.76%
国泰海通证券股份有限公司-国联安中证全指半导体产品与设备交易型开放式指数证券投资基金	0.64%
交通银行股份有限公司-永赢半导体产业智选混合型发起式证券投资基金	0.46%

数据来源：公司 2026 年第一季度报告、东吴证券研究所

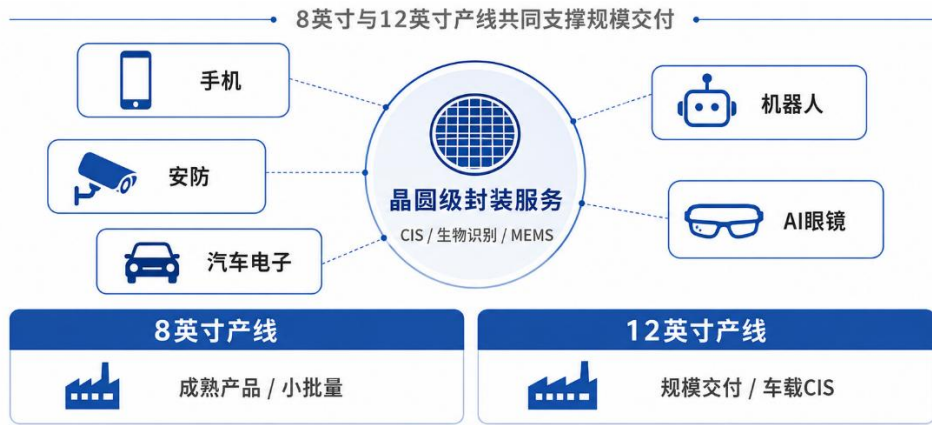
1.3. 业务架构：封装测试构筑核心基本盘，微型光学与海外布局打开增量空

间

1.3.1. 苏州基地承载晶圆级封装主业，8英寸与12英寸产线协同支撑规模交付

8英寸与12英寸产线协同构成公司规模化交付的重要基础。公司封装技术研发与规模制造的核心经营载体位于苏州总部，主要面向 CIS、生物身份识别、MEMS 等传感器提供从晶圆级到芯片级的封装服务。公司目前同时具备8英寸和12英寸晶圆级芯片尺寸封装的规模量产能力，其中8英寸产线负责成熟产品以及多样化、小批量需求，12英寸产线则用于承接客户晶圆尺寸升级及车载 CIS 等规模化订单。两类产线协同，使公司的应用范围覆盖至手机、安防、汽车电子、机器人和 AI 眼镜等领域，并通过量产经验、良率控制及客户联合开发持续强化专业化封装优势。

图3：应用覆盖与产线协同



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

1.3.2. Anteryon 与晶方光电承载微型光学业务，封装与光学协同能力逐步完善

Anteryon 补齐公司精密光学能力，实现封装与光学协同发展。公司微型光学业务主要由荷兰 Anteryon 公司及安特永光电承担。Anteryon 侧重光学设计、晶圆级光学镜头及相关技术研发，安特永光电则承担精密光学玻璃、光学镜头、晶圆级光学器件及光电子元件的研发与生产。收购完成后，公司逐步将海外团队的设计经验和客户资源导入国内，形成从光学设计、微型器件制造到组件装调的业务链条，并与原有晶圆级封装技术产生协同。通过结合封装能力与光学能力，公司进一步完善了在半导体设备、工业检测和车用智能投射等高价值应用领域所能提供的产品与服务。

1.3.3. 马来西亚基地完善全球生产体系，海外客户交付与供应链韧性持续增强

马来西亚基地进一步完善公司全球制造与客户交付体系。为应对欧美车厂计划自2027年起的加大供货要求，公司提前布局马来西亚产线。2025年以来，项目建设投入明显加快。截至2026年5月，马来西亚生产基地正在无尘室装修验收与设备装机阶段，

生产工艺拓展、团队组建与培训等工作正在同步开展，预计年底进入打样试生产阶段。基地投产后，公司将形成苏州与马来西亚双基地协同的制造布局，缩短海外订单交付周期，增强供应链韧性，为公司全球业务扩张提供长期支撑。

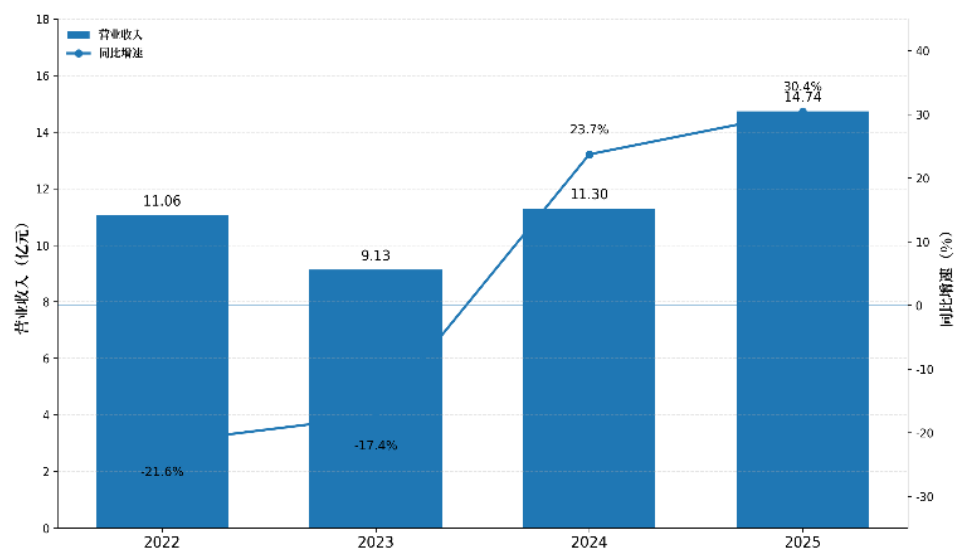
1.4. 经营画像：车载放量推动规模增长，产品结构升级带动盈利改善

1.4.1. 封装测试贡献核心业绩增量，车载 CIS 成为主要增长动力

车规 CIS 放量推动封装测试重新进入增长周期。2022—2025 年，公司营业收入由 11.06 亿元增至 14.74 亿元，归母净利润由 2.28 亿元增至 3.70 亿元，期间虽受 2023 年消费电子需求走弱影响短暂承压，但随着车规 CIS 封装订单放量，业绩逐步修复。

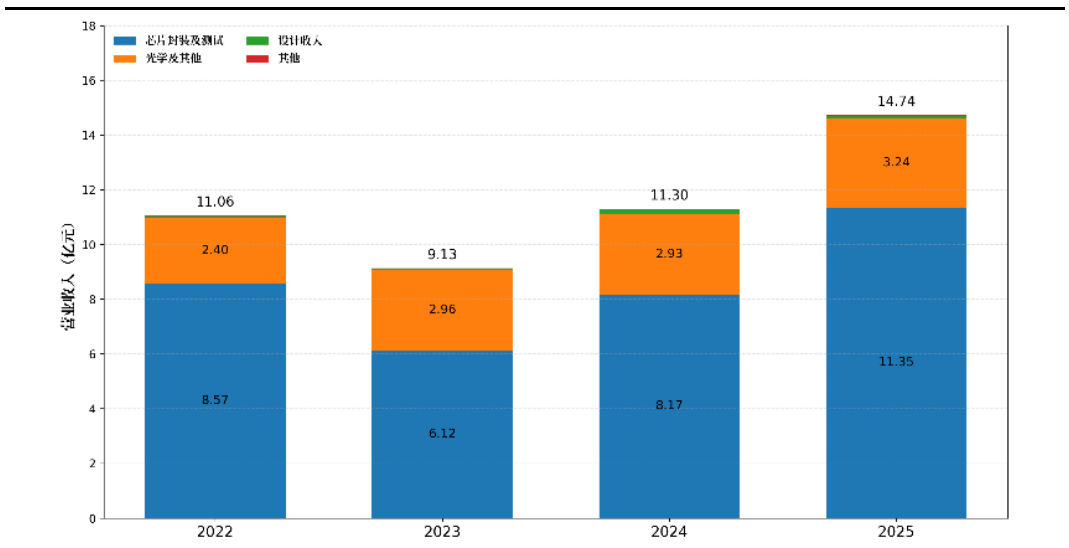
2025 年，公司芯片封装及测试业务收入同比增长 38.92% 至 11.35 亿元，毛利率提升 5.07 个百分点至 49.90%，是利润增长的主要来源。封装业务收入增速快于销量增速，反映车载等高附加值产品占比提升；叠加产能利用率回升，公司归母净利润同比增长 46.23%，快于营业收入 30.44% 的增速。

图4：2022-2025 年公司营业收入及增速



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图5：2022-2025 年公司营业收入结构



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

1.4.2. 光学业务稳步拓展，收入结构与盈利质量同步优化

产品结构升级持续改善光学业务盈利质量。2025 年公司光学及其他业务实现收入 3.24 亿元，同比增长 10.54%，毛利率为 39.33%，同比提高 2.06 个百分点，增长态势稳健。报告期内，光学产品整体产销量有所下降，但产品结构有明显调整。传统光学镜头生产数量减少，价值技术量相对更高的光学组件及成套光学系统数量增加，表明业务向组件化、系统化方向升级。产品结构形态的提升改善了光学业务的盈利能力，微型光学也正逐步成长为公司除封装测试之外的重要业务支点。

2. CIS 封装基本盘稳固，车载产品放量打开主业成长空间

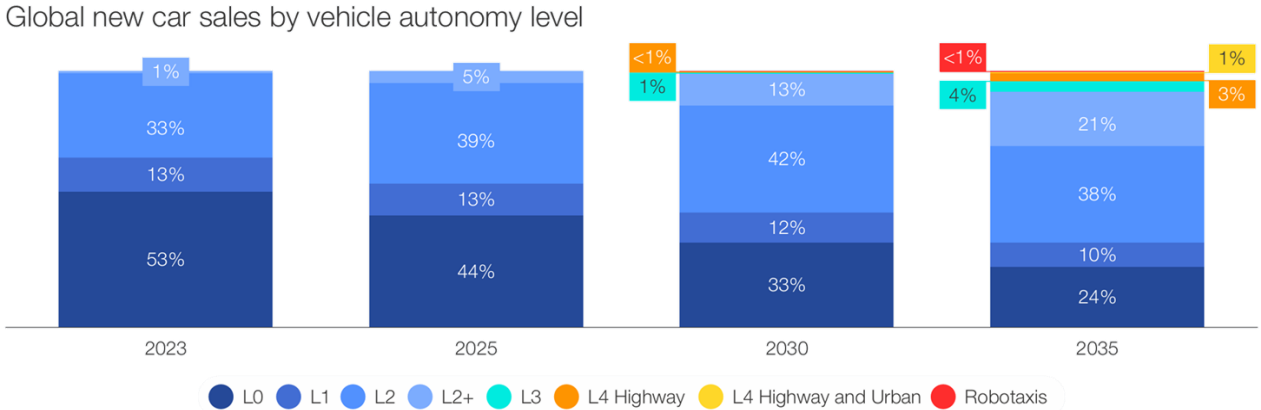
2.1. 汽车智能化推动 CIS 量价齐升，车载封装价值量持续提升

汽车智能化推动单车 CIS 数量与封装价值量同步提升。汽车智能化持续推动车载视觉系统由倒车影像向前视、环视、侧视以及 DMS、OMS 等多场景扩展，车规级 CES 芯片单车搭载量也随自动驾驶等级提升而增加。据智研咨询测算，L2 级智能驾驶车型通常至少搭载 6 颗摄像头，L3 级车型至少搭载 7 颗，L4 级车型则需约 13 颗摄像头。当前全球智能驾驶正处于 L2 向 L3 过渡的关键阶段。随着智能驾驶功能持续升级，单车 CIS 用量呈长期增长趋势。

与此同时，高阶辅助驾驶对像素、动态范围、低照度成像、LED 闪烁抑制及可靠性提出更高要求，车载 CIS 需求的数量与规格同步升级。2025 年全球车载 CIS 需求突破 4.6 亿颗，同比增长 21%，行业收入达到 28 亿美元，同比增长 30%。随着产品规格和车规认证要求提升，封装工艺复杂度、客户认证壁垒及单颗价值量均有望提高，车载 CIS

将成为封装业务的重要增长来源。

图6: L2、L3、L4 市场数据对比



数据来源：世界经济论坛（WEF）、东吴证券研究所

预测发布时间：2025 年 4 月

图7: 汽车摄像头市场规模与份额



数据来源：MarketsandMarkets、东吴证券研究所

2.2. 车载订单进入规模放量期，产品结构升级驱动主业加速增长

2.2.1. 既有的 WLCSP 与 TSV 工艺顺利复用于车载场景，规模交付能力得到客户验证

自 2017 年建成车规级 12 英寸晶圆级硅通孔封装量产线后，公司持续优化 TSV-STACK 工艺，并推出 A-CSP、I-BGA 等车载封装方案，在可靠性、生产效率和量产规模方面不断完善。目前，国内主流 CIS 客户在 TSV 封装环节均主要依赖公司，无论市场份额如何变化，相关封装需求仍由公司承接，因此终端客户份额波动对公司总体订单的影响相对有限。多年车规产品认证和批量交付经验，也进一步巩固了公司在车载 CIS 封装领域的客户黏性。

2.2.2. 订单、出货量与收入占比同步提升，车载业务成为当前业绩主要增量

订单放量推动车载业务成为公司当前最主要的业绩增量。随着车载客户需求持续释放，公司车规 CIS 封装已由前期认证导入逐步进入规模放量阶段。2025 年，公司晶圆级封装产品销量同比增长 8.40%，库存下降 35.57%，订单增长已落实到实际出货；公司也在年报中明确指出，封装测试业务增长主要来自车用 CIS 订单及出货量增加，车载产品已成为主业增长的重要支撑。

从后续空间看，国内新能源汽车市场增速有所放缓，但海外市场的电动化和智能化进程整体仍较国内滞后约 1—2 年，车载摄像头搭载数量和产品规格仍有提升空间。随着海外车企加快智能驾驶配置升级，公司车载 CIS 封装业务仍具备持续增长潜力。

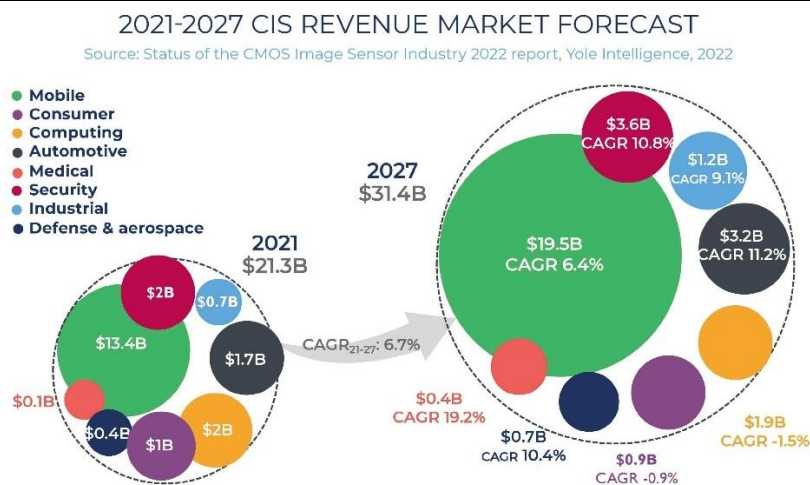
2.3. 长期深耕 CIS 封装，专业化能力构筑竞争壁垒

2.3.1. 从手机和安防市场完成早期规模积累，客户、工艺与良率优势持续沉淀

长期消费电子量产经验构筑公司 CIS 封装竞争优势。公司长期深耕 CIS 晶圆级封装，早期产品主要应用于智能手机、安防监控及数码设备等消费电子领域。依托消费电子市场的大规模出货和快速产品迭代，公司持续积累了晶圆级封装工艺开发、良率控制、质量管理及规模制造经验，逐步形成了成熟的 WLCSP、TSV 等核心工艺平台，并建立起完善的批量交付能力。

在长期业务拓展过程中，公司与索尼、豪威科技、格科微等主要图像传感器厂商建立了稳定合作关系，持续参与客户产品开发和量产配套，不断完善工艺能力与客户认证体系。消费电子领域长期积累的客户资源、量产经验及工艺平台，为公司后续将晶圆级封装能力快速复用于车载等高可靠性应用提供了坚实基础，也进一步提升了专业化封装平台的竞争优势。

图8: CIS 下游应用结构

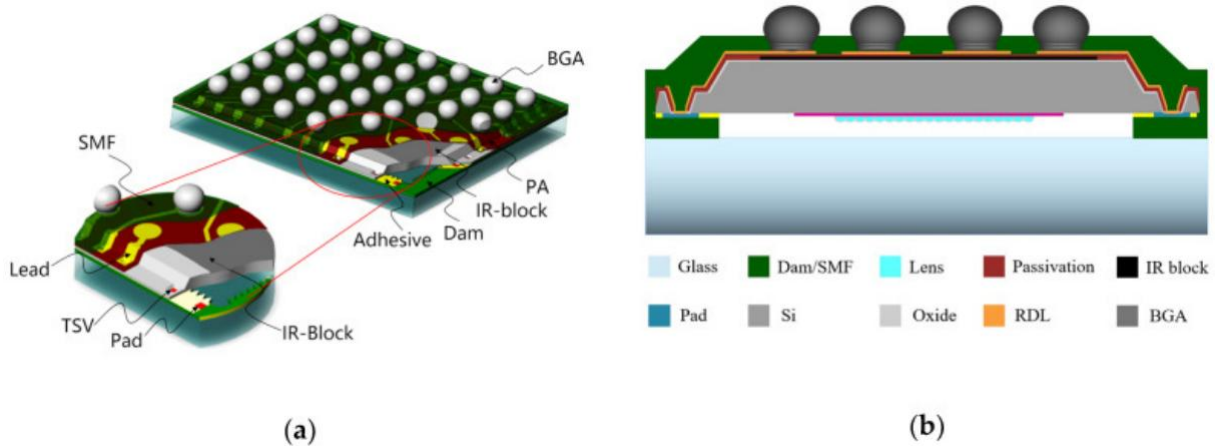


数据来源: Yole、东吴证券研究所

2.3.2. CIS 对小型化、洁净度和光学可靠性要求较高，专业化封装能力形成差异化壁垒

CIS 芯片表面包含感光区域，封装过程中需要完成电气互连，并且保证光学通道、空腔结构及感光面的洁净度，颗粒污染、封装翘曲和材料应力均可能影响成像质量。晶圆级芯片尺寸封装能够在晶圆阶段完成互连与保护，使封装尺寸接近芯片本身，并兼具微型化、低功耗和高集成度优势。公司围绕 WLCSP 技术形成晶圆级空腔、TSV 及三维 RDL 等核心工艺，并将其应用于 CIS、MEMS 及生物识别等传感器。除设备投入外，公司的规模量产和持续迭代能力也构成了 CIS 封装的竞争壁垒。

图9：封装结构示意图 (a) CIS-WLCSP 结构三维示意图 (b) CIS-WLCSP 结构截面示意图

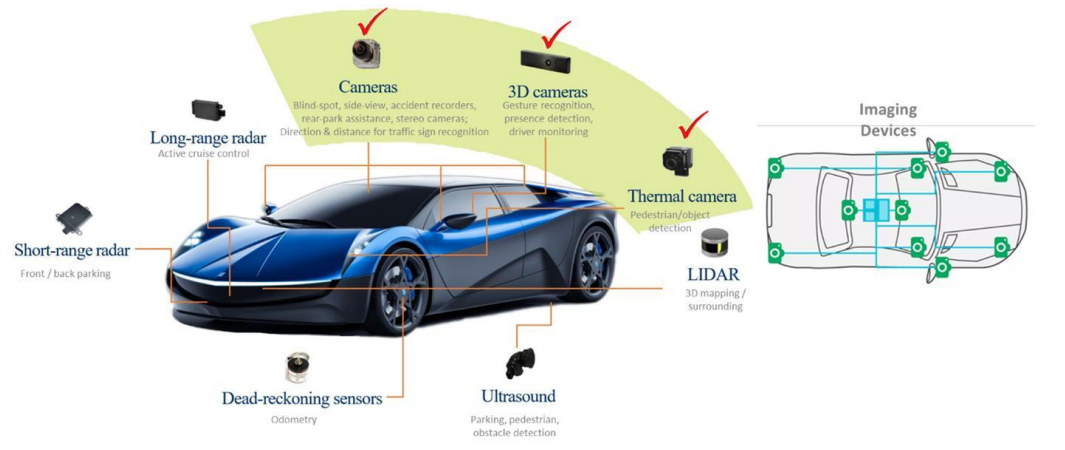


数据来源：Zhou et al. (2020), PMC、东吴证券研究所

2.4. 从 CIS 向多类车用传感器延伸，单车封装价值量有望进一步扩容

平台能力持续向多类车载传感器延伸，单车价值量有望进一步提升。在车载 CIS 规模增长的基础上，公司正将晶圆级封装能力进一步拓展至车载 MEMS、激光雷达、RF 及影像等智能传感器。针对加速度计、陀螺仪和车载激光雷达等高端汽车芯片，公司正在开发基于晶圆级永久键合与 TSV 的高密度、高可靠性封装工艺，同时持续推进 TSV-Last、Cavity-Last 等技术。MEMS 及 Filter 产品量产规模已有逐步提升。由于不同传感器对空腔、互连、尺寸与可靠性的需求存在共通性，公司可在既有设备和工艺平台上实现跨类延伸。随着车载感知系统由摄像头向视觉、惯性与距离感知融合升级，公司有望提升单车封装产品覆盖范围与产品的综合价值量。

图10：多类车用传感器示意图



数据来源：Global Semiconductor Alliance (GSA) 官网、东吴证券研究所

3. Anteryon 补齐精密光学能力，半导体设备应用打开高价值成长空间

3.1. 并购 Anteryon 承接欧洲精密光学积累，“封装+光学”协同布局逐步成形

Anteryon 显著补齐公司精密光学能力短板。 Anteryon 前身为飞利浦光学电子事业部，与 ASML 公司同源。Anteryon 于 2006 年从飞利浦独立，长期积累了光学系统设计、精密器件制造及批量交付经验。2019 年，晶方产业基金以 3,225 万欧元收购 Anteryon 73% 股权，此后公司通过增资及股权收购持续加强控制，截至 2025 年末间接持股比例约 83.30%。据公司调研口径，2019 年收购时 Anteryon 年销售额仅 1000 多万欧元且处于亏损状态；经整合后，2024 年度销售额已提升至约 3,000 万欧元并实现盈利。

收购后，公司也由此补充了原本相对薄弱的光学设计与器件制造能力，业务范围由芯片封装进一步延伸至光学元件、传感组件和光机电系统。主要产品包括 Hybrid Lens 和 WLO 等。为推进本地化制造，公司将 WLO 产能部分转移至苏州工业园区，国内产线已开始在汽车、工业等领域实现商业应用。晶圆级光学与公司原有 TSV、Fan-out 及 SiP 封装在晶圆加工、键合和模块集成等环节能够相互配合，使公司具备同时提供光学器件和封装服务的基础。2026 年 5 月，公司进一步提出分拆 Anteryon 赴阿姆斯特丹交易所上市，拟借助欧洲资本市场支持其研发、扩产及海外客户拓展。

图11: Hybrid Lens 产品图



数据来源: Anteryon 官网东吴证券研究所

图12: WLO 产品图



数据来源: Anteryon 官网、东吴证券研究所

3.2. 从光学设计到晶圆级光学制造，一站式能力支撑多元应用拓展

3.2.1. 自由曲面与光学系统设计能力提升定制化方案价值

光学产品中，自由曲面可根据特定光路需求，在有限空间内完成光束整形、聚焦、准直或成像，相比标准球面镜片能够减少镜片数量并改善系统体积和性能。Anteryon 长期从事非球面、自由曲面及混合镜头设计，可同时考虑镜片结构、材料、镀膜、光源和传感器参数，并根据客户设备空间及性能指标完成定制开发。公司目前也将光学自由曲面设计和亚微米级精密加工列为其光学业务的核心能力。

3.2.2. 晶圆级光学（WLO）制造能力支撑微型器件规模生产

WLO 构筑公司晶圆级微光学制造平台。公司具备晶圆级光学（Wafer Level Optics, WLO）制造能力，可在整片晶圆上完成微透镜复制、光学镀膜、切割及检测等工艺，实现微型光学器件的大规模制造。相较于传统逐颗加工方式，晶圆级制造具有一致性高、生产效率高及成本优势明显等特点，广泛应用于消费电子、工业检测、车载光学及高速光通信等领域。

Anteryon 长期积累自由曲面设计、光学复制、微纳结构加工及表面处理等核心技术，使公司形成覆盖设计、制造到检测的一体化晶圆级光学平台，为后续向高附加值微光学产品延伸提供技术基础。

图13: 工艺示意图



数据来源: Anteryon 官网、东吴证券研究所

3.2.3. WLO 能力向 FAU 等微光学产品延伸

WLO 能力具备向 FAU 等高速光通信微光学产品延伸的潜力。随着 800G、1.6T 高速光模块持续升级, FAU (Fiber Array Unit) 逐渐由传统光纤阵列向集成微光学器件方向发展, 微透镜加工精度及批量制造能力的重要性不断提升。WLO 能够批量完成微透镜阵列复制、AR 镀膜及切割等关键工艺, 与 FAU 所需微光学制造环节具有较高工艺匹配度。

公司通过 Anteryon 长期积累的自由曲面设计、晶圆级复制及微光学制造能力, 具备向 FAU 相关微光学产品延伸的技术基础。参考行业发展路径, 晶圆级微光学制造能力可由消费电子镜头逐步复用于光通信微光学器件, 为公司光学业务拓展新的应用场景提供支撑。

3.2.4. 光机装调与光电封装推动业务由单一元件向模块和系统升级

精密光学产品的性能不仅取决于镜片本身, 还取决于镜片、光源、探测器和机械结构之间的相对位置。Anteryon 具备光机装调和光电封装能力, 可将自主生产的镜片、微型光学结构与激光器、传感器及电子器件进行集成, 并完成定位、校准和功能测试。因此, 公司能够从单颗镜片进一步延伸至激光模块、光学传感组件及光机电系统。Anteryon 官网将光机装配和光电封装列为五项核心能力, 公司年报也明确提出由光学器件向光学模块、光机电系统拓展。

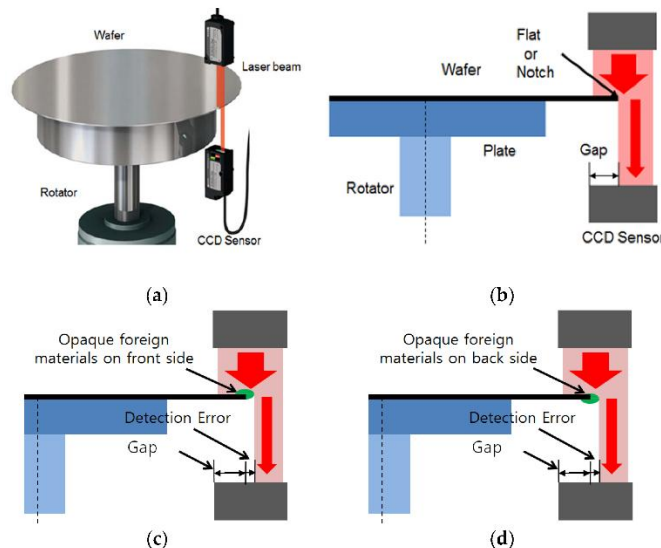
相较单一光学元件, 模块产品增加了结构设计、精密装调、可靠性验证和测试等环节, 单套产品价值量及客户认证深度均相应提高。由于模块需要与客户整机共同开发, 更换供应商往往意味着重新调试光路和设备参数, 合作关系通常也更加稳定。公司进一步布局 SIL 等集成化光学技术, 说明其产品定位正逐步由零部件加工向功能模块和系统方案升级。

3.3. 精密光学切入晶圆量检测关键链路，半导体设备客户强化技术含金量

3.3.1. 光学元件及传感组件服务于晶圆量测、检测与设备状态监控等核心环节

精密光学产品已进入半导体设备核心检测环节。半导体设备在运行过程中需要持续监测晶圆位置、运动精度、光强、对准状态及设备稳定性，因此对光学传感器和精密光学组件的精度、一致性和可靠性要求较高。Anteryon 主要为半导体设备提供基于特种玻璃和陶瓷材料的高精度光学传感器及组件，产品可用于位置测量、光强检测、光路对准和系统校准等环节。其制造过程涵盖玻璃精密加工、镀膜、光刻、光机装调、光电封装以及寿命和功能测试。整体来看，公司作为设备厂商的上游供应商，参与光束传输、位置反馈、对准校准及信号接收等关键子系统。

图14：半导体设备中晶圆位置检测与预对准示意图



数据来源：MDPI、东吴证券研究所

3.3.2. 高精度、低容差与长期认证形成较高进入壁垒，头部客户合作增强订单稳定性

高认证门槛持续强化公司客户黏性。半导体设备内部的光学组件通常需要在高真空、低析气和温度变化较小的环境中长期工作，对加工精度、材料稳定性、洁净度以及部件寿命均有较高要求。产品完成后还需与设备的运动平台、光源及控制系统共同验证，开发和认证周期较长。一旦产品进入量产设备，客户通常不会轻易更换核心光学部件供应商，能够形成相对稳定的订单。截至 2023 年，公司在投资者互动平台表示，荷兰光刻机制造商 ASML 为 Anteryon 最主要的客户之一，反映其产品精度、质量体系及交付能力已获得头部半导体设备客户验证。随着半导体设备客户不断提升精度和集成要求，长期协同开发经验有望帮助公司继续承接产品升级需求。

3.4. 由光学元件向模块和系统升级，单机价值量与收入空间同步扩张

3.4.1. 产品形态由单颗镜片向光学组件、光机电模块及完整子系统延伸

公司的光学产品已覆盖微型光学镜头、光学组件和成套光学系统，产品形态呈现由单一元件向集成化方向发展的趋势。单颗镜片主要体现材料加工和表面处理价值；光学组件增加多镜片组合及精密装调；光机电模块进一步集成光源、探测器、机械结构和电子器件；系统级产品则需要参与光路设计、控制和功能测试。随着产品层级提升，公司参与的制造环节增多，单套价值量和客户合作深度也相应提高。

2025年，公司光学及其他业务实现营业收入3.24亿元，同比增长10.54%；营业成本为1.96亿元，同比增长6.90%，带动业务毛利同比增长16.66%至1.27亿。同期，光学及其他产品生产量为171.81万颗、件、套，同比下降13.69%；销售量为177.16万颗、件、套，同比下降11.38%。在产销量同比下滑的情况下，收入、毛利及毛利率仍实现改善，公司披露主要系产品结构变化所致，其中光学镜头有所减少，光学组件及系统有所增加，反映业务重心正向价值量更高的产品形态倾斜。

图15：产品形态演进图



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

3.4.2. 以单机用量、产品单价、客户份额与设备出货量为框架测算业务价值量

光学业务的市场空间可按照“下游设备出货量×单台设备搭载数量×单套产品价格×公司供应份额”进行测算。单颗镜片、光学组件和完整光机电模块的价格差异较大，因此不能仅用器件数量判断收入空间。

基于公司在ASML相关精密光学零部件、晶圆级微光学制造及光学组件、模块化产品方面的拓展，我们预计精密光学业务将成为公司未来收入和毛利增长的重要来源。公司精密光学业务收入预计由2025年的3.24亿元提升至2026—2028年的6.09亿元、15.66亿元和18.16亿元；对应业务毛利预计由2025年的1.27亿元提升至2.47亿元、6.52亿元和7.60亿元。

从盈利能力看,精密光学业务毛利率预计由 2025 年的 39.33%提升至 2026—2028 年的 40.55%、41.62%和 41.88%。增长主要来自高价值量光学组件及模块产品占比提升,以及 ASML 相关产品、晶圆级微光学制造等业务逐步放量。相较单一镜片,组件和模块产品参与的制造、装调及测试环节更多,能够带动单位价值量和盈利能力同步提升。

图16: 光学业务价值量测算框架



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

4. 键合与 TSV 构筑高密度互连能力, 光通信放量打开先进封装应用空间

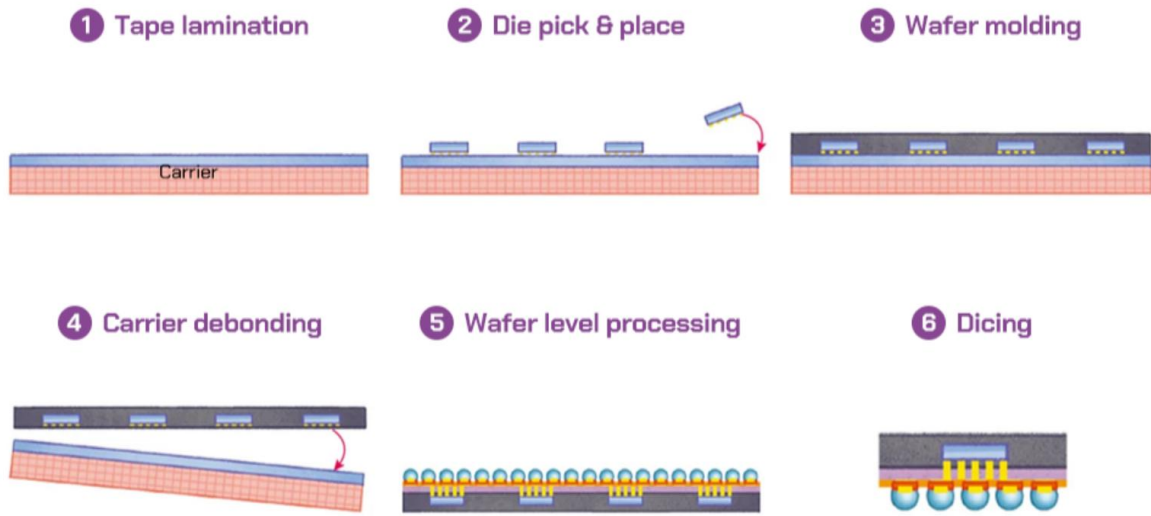
4.1. WLCSP 与 TSV 构成核心工艺底座, 晶圆级加工能力长期积累

4.1.1. WLCSP 支撑传感器规模量产, 晶圆级制造能力构成业务基本盘

WLCSP 长期量产经验构筑公司先进封装工艺基础。WLCSP 直接在整片晶圆上完成互连、保护和封装,切割后封装尺寸接近芯片本身,具有体积小、互连路径短和批量加工效率高等特点,尤其适合 CIS、MEMS 等对尺寸、功耗和可靠性要求较高的传感器。公司长期深耕该领域,已形成覆盖 8 英寸和 12 英寸晶圆的规模量产能力,核心工艺包括晶圆级空腔、三维 RDL 及晶圆级堆叠等环节。

在此基础上,公司围绕传感器封装形成了较完整的晶圆级工艺组合,可覆盖 CIS、MEMS、生物识别等多类产品。相较标准化后道封装,WLCSP 对颗粒控制、晶圆翘曲、封装一致性和量产良率要求更高,长期生产经验与客户认证构成公司的主要壁垒。公司在 2025 年年报中将自身定位为全球晶圆级芯片尺寸封装服务的主要提供者与技术引领者。

图17: 扇出型 (Fan-out) WLCSP 技能流程示意图



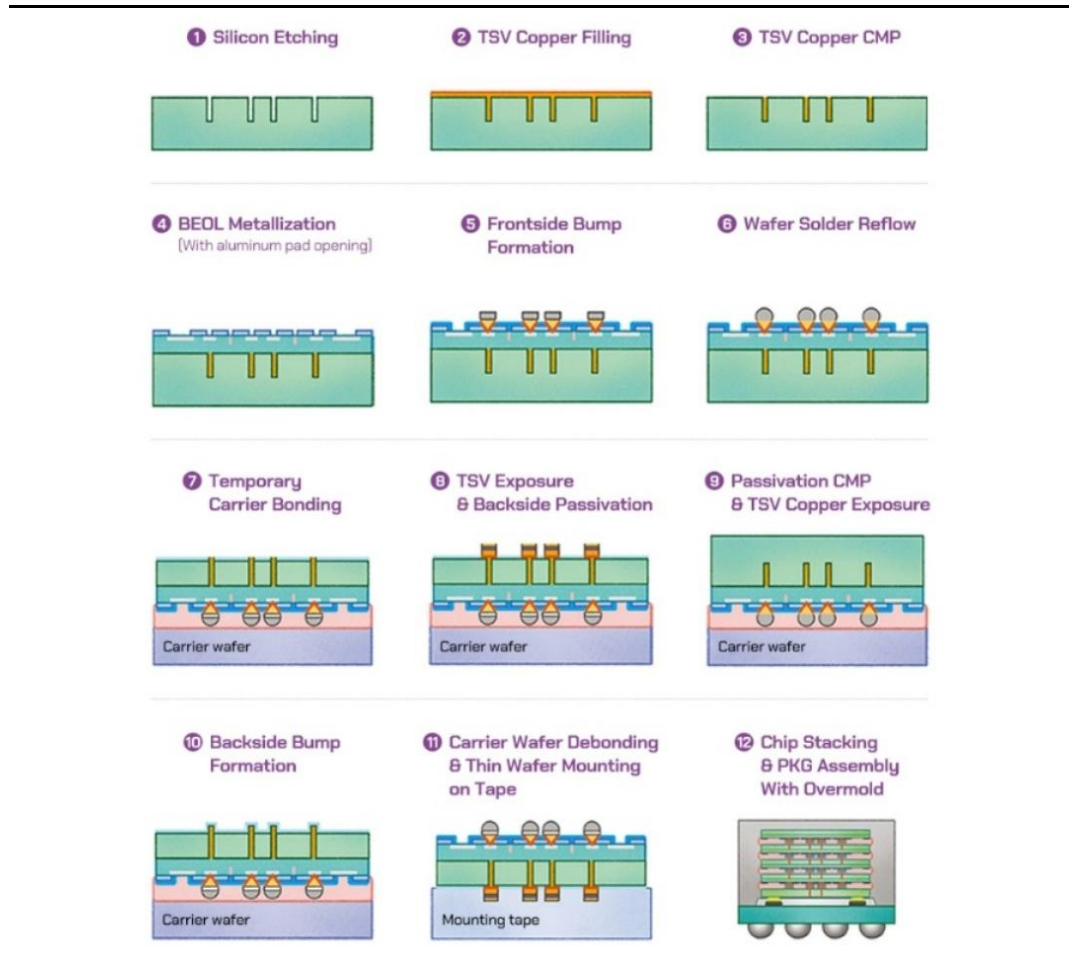
数据来源: SK hynix Newsroom、东吴证券研究所

4.1.2. TSV、RDL 与倒装焊构筑高密度互连技术壁垒

TSV 通过在硅片或硅中介层内部制作导电通孔，将芯片正面的信号和电源引至背面，可缩短互连距离并提升布线密度。公司在 TSV 基础上进一步完成正、背面 RDL 布线，将焊盘重新分配至适合芯片贴装或板级连接的位置，再通过倒装焊 (Flip-chip) 将不同功能的裸片集成于硅载体，形成由垂直导通、横向布线和芯片贴装组成的多芯片集成能力。

公司已将 TSV 长期应用于 CIS 封装，并逐步向双面封装、有源 Interposer 及多层芯片堆叠延伸。相较于单颗传感器封装，上述工艺可支持更多芯片在有限面积内实现互连，为后续进入三维堆叠、异质集成及光电芯片封装等更复杂场景奠定基础。

图18: TSV 技能流程示意图



数据来源: SK hynix Newsroom、东吴证券研究所

4.2. 键合与 TSV 构筑先进封装核心能力，支撑堆叠封装与异质集成

先进封装和堆叠封装对键合与 TSV 提出更高要求。随着 Chiplet、HBM、CPO 等先进封装技术的发展，多芯片堆叠和异质集成逐渐成为高性能计算及高速光通信的重要发展方向。相比传统单芯片封装，先进封装需要将不同工艺节点、不同材料及不同功能芯片集成于同一封装系统，对高密度互连、垂直导通及高精度键合能力提出更高要求。其中，TSV 负责实现芯片间的垂直电连接，键合工艺承担晶圆及芯片之间的高精度连接，两者共同构成先进封装及堆叠封装的核心工艺基础。

随着系统集成度持续提升，传统键合工艺正逐步向混合键合（Hybrid Bonding）演进。混合键合通过介质键合与铜互连同步完成芯片连接，可进一步缩小互连间距、提升互连密度并降低传输损耗，已成为三维堆叠和异质集成的重要发展方向。未来，无论是 Chiplet、高带宽存储（HBM）还是 CPO 等光电共封装方案，均需要依托键合与 TSV 等高密度互连技术实现多芯片集成。

公司长期深耕晶圆级封装，已具备 TSV、正背面 RDL、倒装焊、永久键合及临时键合等关键工艺能力，并持续布局双面有源 Interposer、Chip-on-Wafer 及多层三维堆叠等先进封装技术。上述工艺覆盖了垂直互连、信号重新分配、芯片贴装及晶圆级加工等多个关键环节，与先进封装及异质集成所需的核心工艺具有较高匹配度，为公司后续向 CPO、NPO 等光电共封装及其他先进封装应用延伸提供了工艺基础。

图19：异质集成与混合键合技术示意图



数据来源：Intel 官网、东吴证券研究所

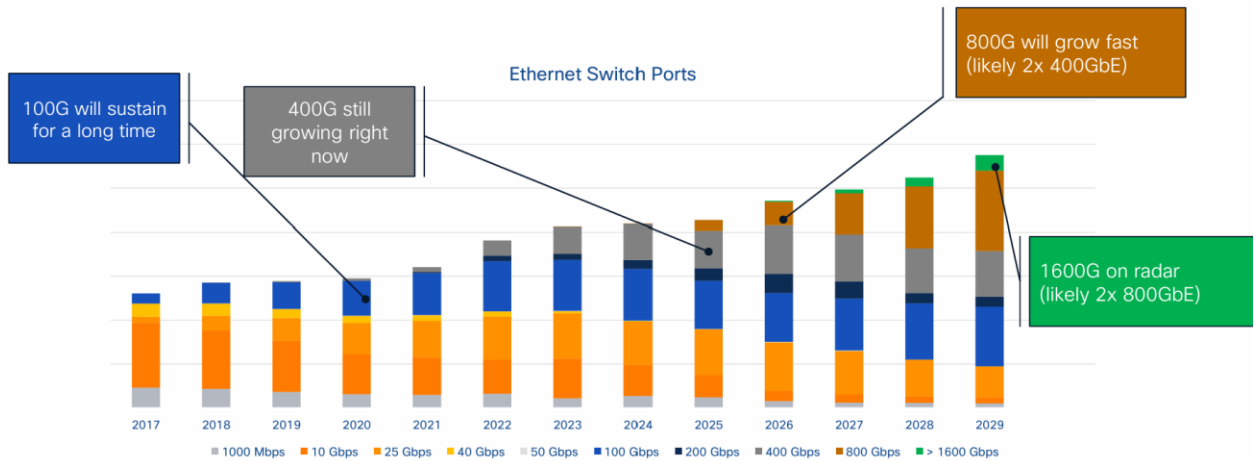
4.3. AI 算力推升光模块景气，CPO 将封装能力由电互连升级至光电系统集成

4.3.1. NPO 推动光电集成升级，FAU 迎来新一轮需求增长

AI 算力持续提升正推动光通信系统由传统可插拔模块向更高集成度的 NPO（Near-Packaged Optics，近封装光学）及未来 CPO（Co-Packaged Optics，光电共封装）架构演进。随着交换芯片带宽不断提升，传统可插拔光模块因电信号传输距离较长，在功耗、带宽及散热等方面逐渐成为系统瓶颈。相比之下，NPO 通过将光引擎部署于交换芯片附近，有效缩短电互连距离，在降低系统功耗的同时兼顾模块可维护性，因此成为当前高速光通信的重要发展方向，并有望作为未来 CPO 普及前的重要过渡方案。

随着 NPO 逐步放量，FAU 作为连接光芯片与光纤的重要微光学组件，其价值量有望进一步提升。FAU 承担光纤阵列固定、高精度光路对准及光耦合等关键功能，对微透镜阵列加工精度、封装一致性及装调能力提出更高要求。随着 800G、1.6T 等高速光模块持续升级，FAU 的重要性不断提升，相关微光学器件也成为产业链关注的重要环节。

图20: 带宽演进示意图



数据来源: Cisco、东吴证券研究所

4.3.2. WLO 能力契合 FAU 制造需求，公司具备向高速光通信延伸的工艺基础

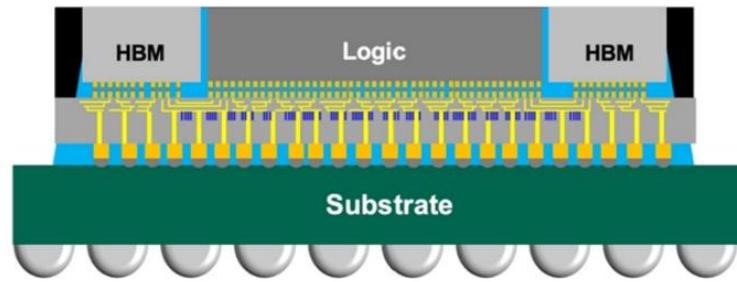
FAU 性能提升高度依赖微光学器件制造能力，晶圆级光学已成为提升一致性和规模制造能力的重要技术路径。Anteryon 长期积累的自由曲面设计、晶圆级光学制造及精密光学装调能力，与 FAU 所涉及的微透镜阵列制造及光学耦合工艺具有较高技术相关性。目前公司已形成覆盖光学设计、晶圆级制造、光机装调及系统集成的一体化精密光学平台，相关能力可进一步向 FAU 等高速光通信微光学产品延伸。随着 NPO 逐步放量及未来 CPO 持续发展，公司有望依托 WLO 平台切入更高附加值的光通信微光学市场，为精密光学业务打开新的成长空间。

4.3.3. TSV、正背面 RDL 与倒装焊覆盖光电芯片集成的关键工序

高速光模块和光引擎对封装的要求正由传统器件组装向芯片级集成延伸，核心难点集中在硅载体加工、高密度电气互连、裸片贴装和可靠性控制等前端环节。公司已有的 TSV、正背面 RDL、晶圆级加工及键合能力，与上述工艺需求具有较高重合度，尤其适合参与硅载体、中介层、光电芯片互连及多芯片集成等价值量较高的环节。

公司现阶段的切入价值仍主要体现在硅载体加工、晶圆级互连及光电裸片集成等前端环节，而非完整高速光模块或 CPO 系统的交付。但基于“键合+TSV”工艺积累，公司有望优先承接高密度互连和芯片级集成等价值量较高的工序。

图21: 光模块工序示意图



数据来源: 台积电 (TSMC) 3DFabric 官网、东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

公司业绩增长的核心来自三条主线: 其一, 智能驾驶升级带动车载 CIS 需求持续提升, 公司车规封装业务进入订单与出货放量阶段; 其二, Anteryon 光学业务持续向高价值环节延伸, ASML 相关光学零部件、FAU 晶圆级光学制造及组件化升级有望共同推动收入和利润增长; 其三, 公司依托“TSV+键合”能力向光电芯片集成延伸, NPO/CPO 等光通信封装场景有望形成中长期业绩弹性。我们预测公司 2026—2028 年营业收入分别为 **22.47 亿元**、**33.42 亿元**和 **43.64 亿元**, 同比分别增长 **52.46%**、**48.72%**和 **30.58%**。

芯片封装及测试业务方面, 增长主要基于车载智能化升级、客户份额提升及海外需求拓展三方面假设。一方面, L2—L4 级智能驾驶功能持续渗透, 前视、环视及 DMS、OMS 等应用带动单车摄像头搭载数量和 CIS 规格同步提升, 车载 CIS 封装需求持续扩容; 另一方面, 中国车企出海及海外智能驾驶配置加速导入, 有望带动车规封装需求向海外延伸, 公司马来西亚基地逐步形成海外客户承接能力。

精密光学业务方面, 考虑 ASML 相关光学零部件需求增长、产品由元件向组件及模块升级, 以及 WLO 能力向 FAU 等高速光通信微光学产品延伸。随着 800G、1.6T 高速光模块持续升级, 光模块内部对微透镜、光纤耦合及晶圆级微光学制造能力的需求提升, 有望带动精密光学业务收入及毛利率提升。

综合考虑收入增长、毛利率改善及费用率变化, 我们预计公司 2026—2028 年归母净利润分别为 **5.19 亿元**、**7.53 亿元**和 **9.82 亿元**, 同比分别增长 **40.33%**、**45.27%**和 **30.28%**。

表2: 晶方科技核心盈利预测与估值 (单位: 亿元)

业务板块	指标	2025	2026E	2027E	2028E
芯片封装及测试业务	营业收入	11.35	16.23	22.73	27.67
	同比	38.92%	42.99%	40.01%	21.77%
	毛利率	49.90%	49.27%	50.00%	50.00%
精密光学业务	营业收入	3.24	5.70	10.50	15.75
	同比	10.54%	76.14%	84.21%	50.00%
	毛利率	39.33%	32.00%	32.00%	32.00%
设计及其他业务	营业收入	0.15	0.17	0.19	0.21
	同比	81.43%	28.23%	11.33%	10.86%
	毛利率	2.95%	9.65%	17.48%	23.82%
合计	营业收入	14.74	22.47	33.42	43.64
	同比	30.44%	52.46%	48.72%	30.58%
	毛利率	47.10%	45.68%	44.16%	43.38%

数据来源：iFind、东吴证券研究所

注：2025 年为实际值，2026—2028 年为预测值。预测基于公司公开披露、行业需求及分业务收入、毛利率和费用率假设测算。

5.2. 投资建议

我们预计，公司 2026—2028 年营业收入分别为 22.47 亿元、33.42 亿元和 43.64 亿元，归母净利润分别为 5.19 亿元、7.53 亿元和 9.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.80 元、1.16 元和 1.51 元。按模型中 2026 年 7 月 8 日 43.02 元的收盘价计算，对应 2026—2028 年 PE 分别为 54 倍、37 倍和 29 倍。

可比公司方面，我们选取长电科技、通富微电和炬光科技作为估值参考对象。长电科技和通富微电均为 A 股半导体封测企业，业务覆盖传统封装、先进封装和高密度互连等环节，与公司同处封测产业链，估值水平能够反映市场对封测行业景气、先进封装能力及业绩成长性的定价。炬光科技则与公司的光学业务尤其是 WLO 业务具备较高相似性，故选为可比对象。

我们认为，公司投资逻辑可概括为三点：其一，车载 CIS 封装已进入规模放量阶段，是未来两到三年最确定的业绩驱动；其二，“键合+TSV”能力与光通信高密度集成需求存在较高匹配度，为高阶封装业务拓展提供潜在增量；其三，Anteryon 带来的精密光学能力正推动产品向组件、模块及系统升级，有助于提升单机价值量和盈利质量。综合考虑公司在细分传感器封装领域的技术积累、车载成长空间及光学业务的长期弹性，首次覆盖给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值比较

截止时间		2026/7/7						
公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600584.SH	长电科技	1,807.13	20.78	27.21	33.32	86.95	66.41	54.23
002156.SZ	通富微电	1,035.15	15.67	19.73	22.65	66.06	52.47	45.71
688167.SH	炬光科技	352.26	1.08	2.53	4.45	327.38	139.45	79.16
						160.13	86.11	59.70
603005.SH	晶方科技	280.6	5.19	7.53	9.82	54.09	37.24	28.58

数据来源: iFind、东吴证券研究所

注: 收盘价信息截至 2026 年 7 月 7 日, 除晶方科技采用东吴预测外, 其他 A 股上市公司均采用 7 月 7 日 iFind 一致预期。

6. 风险提示

车载 CIS 需求增长不及预期风险: 公司未来收入增长较大程度依赖车规 CIS 封装订单持续放量。若智能驾驶渗透速度放缓、汽车行业终端需求走弱, 或车企摄像头配置升级不及预期, 车载 CIS 出货增长可能低于预期, 进而影响公司封装业务收入和产能利用率。

新增产能建设及爬坡不及预期风险: 公司正在推进马来西亚基地建设, 海外产线投产后仍需经历设备调试、客户导入、产品认证及良率爬坡等阶段。若项目建设进度延后、客户订单承接不足或产能利用率偏低, 新增折旧、人工及运营成本可能对公司短期盈利能力形成压力。

先进封装及光通信业务商业化不及预期风险: 公司已具备 TSV、RDL、键合及晶圆级加工等能力, 并积极布局高密度互连及光电芯片集成方向。但光通信封装、光引擎及 CPO 等业务仍需要客户验证、产品定点和规模量产支持。若技术研发、客户认证或下游投资节奏不及预期, 相关业务对公司收入和估值的贡献可能低于预期。

消费电子及安防市场波动风险: 手机、安防及其他消费级 CIS 应用仍是公司封装主业的重要基础。若消费电子需求恢复不及预期, 或下游客户出现库存调整, 将影响成熟产品出货、产能利用率及成本摊薄, 对公司短期收入和毛利率形成压力。

精密光学业务拓展不及预期风险: 公司微型光学业务正由单一镜头向光学组件、光电模块及系统延伸。若半导体设备、工业检测或车载投射等下游客户采购节奏放缓,

或新产品认证和项目导入周期长于预期，光学业务的收入增长和结构升级可能不及预期。

国际贸易、汇率及海外经营风险：公司海外收入占比较高，并持续推进海外生产布局。若国际贸易政策、客户供应链要求、汇率波动或海外运营环境发生不利变化，可能对公司海外订单交付、成本控制及经营效率造成影响。

晶方科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,859	3,340	4,093	5,010	营业总收入	1,474	2,247	3,342	4,364
货币资金及交易性金融资产	2,552	2,876	3,407	4,118	营业成本(含金融类)	780	1,221	1,866	2,471
经营性应收款项	185	286	430	568	税金及附加	9	19	26	33
存货	113	169	245	310	销售费用	8	15	20	27
合同资产	0	0	0	0	管理费用	103	174	256	326
其他流动资产	9	9	11	14	研发费用	153	295	419	524
非流动资产	2,313	2,461	2,560	2,634	财务费用	5	(19)	(22)	(27)
长期股权投资	248	306	322	335	加:其他收益	26	74	98	116
固定资产及使用权资产	1,147	1,123	1,093	1,058	投资净收益	6	(28)	(21)	(22)
在建工程	59	187	306	411	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	87	88	90	93	减值损失	(31)	(14)	(13)	(12)
商誉	283	283	283	283	资产处置收益	3	1	3	5
长期待摊费用	3	3	4	5	营业利润	418	574	842	1,096
其他非流动资产	487	471	462	449	营业外净收支	0	(3)	(4)	(3)
资产总计	5,173	5,800	6,652	7,644	利润总额	418	571	837	1,094
流动负债	450	700	954	1,166	减:所得税	49	46	81	107
短期借款及一年内到期的非流动负债	150	228	249	259	净利润	369	525	757	987
经营性应付款项	225	355	535	703	减:少数股东损益	0	7	3	5
合同负债	26	39	56	72	归属母公司净利润	370	519	753	982
其他流动负债	49	78	113	131	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.57	0.80	1.16	1.51
非流动负债	80	78	78	78	EBIT	415	551	815	1,066
长期借款	1	1	0	0	EBITDA	553	729	1,013	1,284
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	47.10	45.68	44.16	43.38
租赁负债	37	38	39	39	归母净利率(%)	25.08	23.08	22.55	22.50
其他非流动负债	42	39	39	39	收入增长率(%)	30.44	52.46	48.72	30.58
负债合计	530	778	1,032	1,244	归母净利润增长率(%)	46.23	40.33	45.27	30.28
归属母公司股东权益	4,608	4,981	5,576	6,350					
少数股东权益	35	41	44	50					
所有者权益合计	4,643	5,023	5,620	6,400					
负债和股东权益	5,173	5,800	6,652	7,644					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	484	757	997	1,227	每股净资产(元)	7.07	7.64	8.55	9.74
投资活动现金流	(804)	(357)	(320)	(311)	最新发行在外股份(百万股)	652	652	652	652
筹资活动现金流	7	(53)	(146)	(206)	ROIC(%)	7.93	10.03	13.16	15.26
现金净增加额	(322)	324	531	711	ROE-摊薄(%)	8.02	10.41	13.51	15.46
折旧和摊销	138	178	198	217	资产负债率(%)	10.24	13.41	15.51	16.28
资本开支	(549)	(263)	(268)	(266)	P/E(现价&最新股本摊薄)	75.91	54.09	37.24	28.58
营运资本变动	(55)	1	(1)	(16)	P/B(现价)	6.09	5.63	5.03	4.42

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>