

盛合晶微 (688820.SH)

聚焦先进封测领域，受益 AI 和本土高端芯片放量

优于大市

核心观点

先进封测领域布局领先，受益于先进封测价值量提高和本土高端芯片放量。 公司是全球领先的集成电路晶圆级先进封测企业，专注于集成电路先进封测产业的中段硅片加工和后段先进封装环节。公司起步于先进的 12 英寸中段硅片加工，并进一步提供晶圆级封装和芯粒多芯片集成封装等全流程的先进封测服务，致力于支持各类高性能芯片，尤其是 GPU、CPU、人工智能芯片等，通过超越摩尔定律的异构集成方式，实现高算力、高带宽、低功耗等的全面性能提升。作为国内先进封测布局领先的企业之一，公司一方面受益于先进封测在集成电路产业链中的重要性和价值量提高，另一方面受益于本土算力芯片等高端芯片的突破和放量。

上半年收入同比增长 7.2%，二季度收入同环比增长。 公司 2026 年上半年实现收入 34.07 亿元 (YoY +7.20%)，归母净利润 4.49 亿元 (YoY +3.33%)，扣非归母净利润 4.36 亿元 (YoY +3.31%)；毛利率同比下降 1.65pct 至 30.14%；研发费用同比增长 7.54%至 3.94 亿元，研发费率同比提高 0.04pct 至 11.57%。其中 2Q26 实现营收 17.08 亿元 (YoY +1.89%，QoQ +0.59%)，归母净利润 2.58 亿元 (YoY -16.40%，QoQ +34.86%)，毛利率 30.68% (YoY -2.1pct，QoQ +1.1pct)。

芯粒多芯片集成封装收入占比超过 50%。 2026 年上半年公司芯粒多芯片集成封装受益于高性能运算等应用领域对先进封装需求的持续增长，收入达 18.28 亿元，同比增长 2.61%，占比 53.7%，毛利率 30.86%。中段硅片加工收入 11.27 亿元，同比增长 13.55%，占比 33.1%，毛利率 35.42%，主要得益于高性能运算市场需求持续增长，汽车与工业等新领域需求进一步提升，消费电子相关收入保持稳中有升。晶圆级封装收入 4.36 亿元，同比增长 10.60%，占比 12.8%，毛利率 11.33%，在巩固消费电子相关收入的同时，公司积极拓展汽车与工业等新应用领域，相关产品逐步实现规模化出货。

投资建议： 给予“优于大市”评级

公司是国内先进封测领先企业，受益 AI 趋势下先进封测价值量提高和本土高端芯片放量，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润同比增长 +11.7%/+39.5%/+30.1%至 10.28/14.34/18.66 亿元，对应 2026 年 8 月 21 日股价的 PE 分别为 231/166/127x，给予“优于大市”评级。

风险提示： 新技术研发不及预期；下游需求不及预期；产能爬坡不及预期；行业竞争加剧。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,705	6,521	7,080	8,917	10,804
(+/-%)	54.9%	38.6%	8.6%	25.9%	21.2%
归母净利润(百万元)	214	921	1028	1434	1866
(+/-%)	526.0%	330.8%	11.7%	39.5%	30.1%
每股收益(元)	0.20	0.57	0.55	0.77	1.00
EBIT Margin	7.0%	14.8%	14.4%	17.2%	19.1%
净资产收益率 (ROE)	1.6%	6.4%	5.1%	6.7%	8.1%
市盈率 (PE)	652.2	222.6	231.1	165.6	127.3
EV/EBITDA	84.8	75.4	71.4	53.6	43.6
市净率 (PB)	10.25	14.20	11.71	11.09	10.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

S0980525080004

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

基础数据

投资评级

优于大市(首次)

合理估值

收盘价

127.50 元

总市值/流通市值

237504/22045 百万元

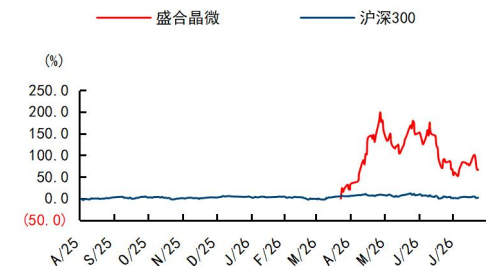
52 周最高价/最低价

235.32/75.00 元

近 3 个月日均成交额

4272.55 百万元

市场走势



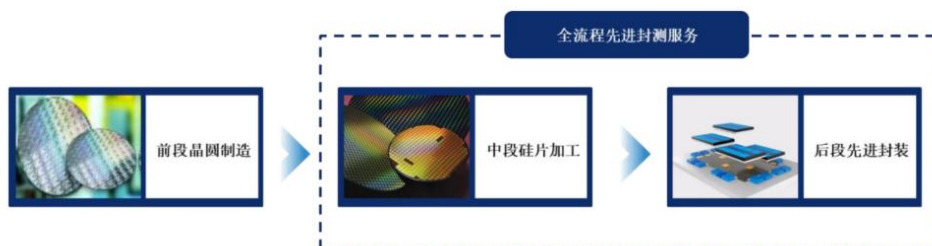
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

先进封测企业，2022-2025 年收入 CAGR 为 59%

集成电路晶圆级先进封测企业。公司成立于 2014 年，2026 年 4 月在上交所上市，是全球领先的集成电路晶圆级先进封测企业，专注于集成电路先进封测产业的中段硅片加工和后段先进封装环节。公司起步于先进的 12 英寸中段硅片加工，并进一步提供晶圆级封装和芯粒多芯片集成封装等全流程的先进封测服务，致力于支持各类高性能芯片，尤其是 GPU、CPU、人工智能芯片等，通过超越摩尔定律的异构集成方式，实现高算力、高带宽、低功耗等的全面性能提升。

图1：公司提供全流程先进封测服务

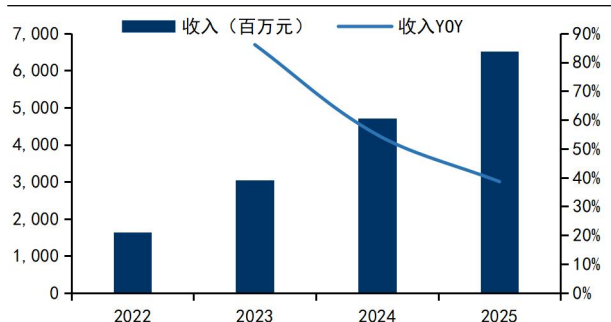


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022-2025 年收入 CAGR 为 59%，2026 上半年同比增长 7.2%。公司 2022 年以来收入持续保持正增长，从 2022 年的 16.33 亿元增长到 2025 年的 65.21 亿元，CAGR 为 59%。2025 年收入中，芯粒多芯片集成封装占比 51%，中段硅片加工占比 33%，晶圆级封装占比 15%。2026 上半年收入为 34.07 亿元，同比增长 7.20%。

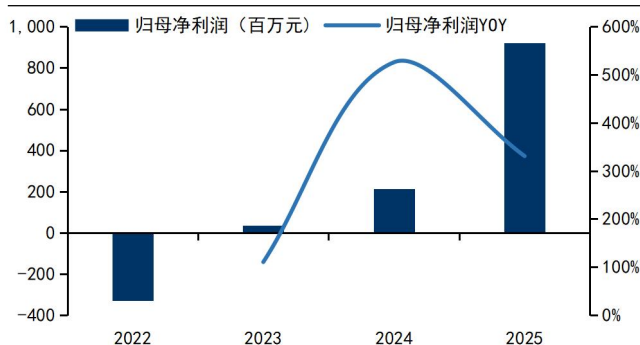
2025 年归母净利润增长超三倍，净利率提高至 14%。公司 2022 年归母净利润亏损 3.29 亿元，主要受公共卫生事件影响，上海厂区停工逾三个月，叠加该厂区产线设备搬迁的影响，公司毛利率相对较低。此后随着产能利用率提升，公司综合毛利率提升，同时收入规模持续增加带来规模效应，期间费率下降，2023 年扭亏为盈后，2024、2025 年归母净利润保持高速增长，2025 年增长 331%至 9.21 亿元，净利率由 2022 年的-20%提高至 2025 年的 14%。2026 上半年归母净利润为 4.49 亿元，同比增长 3.33%。

图2：公司营收及同比增速



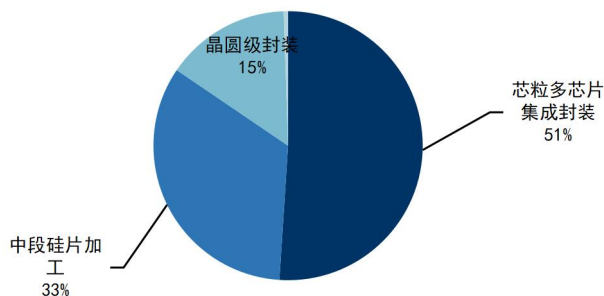
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

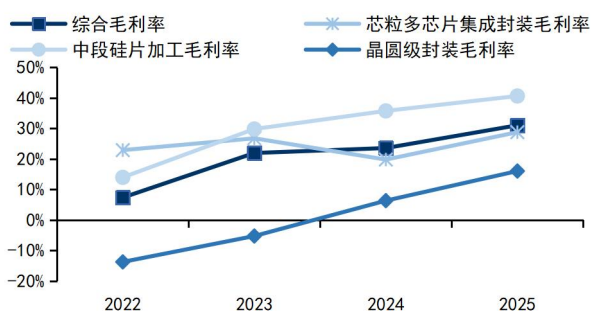
图4: 公司 2025 年收入构成



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

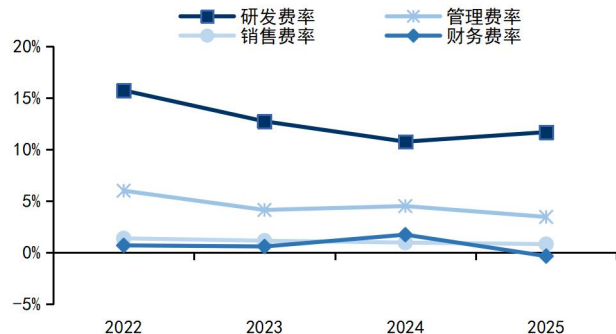
毛利率逐年提高, 期间费率呈下降趋势。公司综合毛利率从 2022 年的 7.32% 逐年提高至 2025 年的 30.99%。随着收入规模提高, 公司期间费率呈下降趋势, 研发费率、管理费率、销售费率、财务费率合计由 2022 年的 23.76% 下降至 2025 年的 15.7%。

图5: 公司毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要期间费率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

布局领先, 同时受益于先进封测价值量提高和 本土高端芯片放量

公司专注于中段硅片加工和后段先进封装环节

中段硅片加工是集成电路制造产业链承前启后的关键环节, 包括凸块制造 (Bumping) 和晶圆测试 (CP) 等。

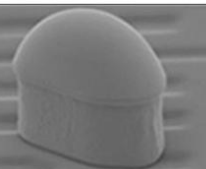
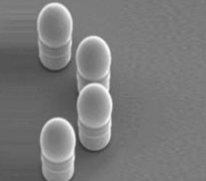
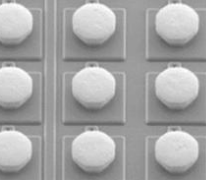
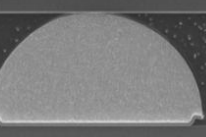
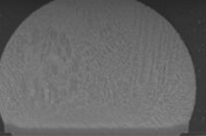
Bumping 是前段晶圆制造环节的延伸, 通过类似前段的工艺在晶圆表面制造微型凸块, 此凸块可以代替传统的引线焊接, 实现芯片与基板等短距离、高密度的电

气互联和信号传输。与引线焊接相比，Bumping 可以缩短连接电路的长度、降低信号传输的延迟、减小芯片的封装体积，同时允许芯片有更高的 I/O 密度、更优良的热传导性及可靠性。Bumping 工艺是各类先进封装技术得以发展的基础，在先进封装产业中具有核心意义。

在 Bumping 环节，还可结合 RDL 工艺对芯片表面线路进行重新布局。RDL 即在晶圆表面通过类似前段晶圆制造的工艺形成金属布线，将原本分布在芯片边沿的 I/O 接点优化调整到更为宽松的区域。RDL 工艺既可支持更多的 I/O 接点，又可实现水平平面的电气延伸和互联，是晶圆级封装等先进封装技术的关键基础工艺。

公司可以提供 8 英寸和 12 英寸 Bumping 服务，并具备先进制程芯片的 Bumping 量产能力。公司 Bumping 产品种类多样，包括铜柱凸块、铜柱微凸块（微间距铜柱凸块）、铜镍金微凸块（微间距铜镍金凸块）、锡银凸块、植球凸块，可以满足不同封装形式及应用场景的需求。

图7：公司凸块制造业务

凸块种类	具体说明及特点	凸块图示
铜柱凸块	特点： 具有低成本、细间距、体积小、导电性能佳、抗电迁移能力强、散热能力好、可靠性高等特征，主要适用于 FCCSP、FCBGA 等先进封装技术 适用芯片： 智能手机应用处理器、电源管理芯片、射频芯片、存储芯片、CPU、AI 芯片等 应用场景： 智能手机、消费电子、网络通信、高性能运算等	
铜柱微凸块	特点： 间距更细、体积更小、密度更高的铜柱凸块，公司拥有业界领先的超高密度铜柱微凸块制造技术，可量产实现 20um/12um 的最小凸块间距/直径，单颗芯片的凸块数量可达数十万个 适用芯片： CPU、GPU、AI 芯片、FPGA 等 应用场景： 人工智能、数据中心、自动驾驶等高性能运算	
铜镍金微凸块	特点： 间距更细、体积更小、密度更高的铜镍金凸块，公司拥有业界领先的超高密度铜镍金微凸块制造技术，可量产实现 20um/12um 的最小凸块间距/直径，单颗芯片的凸块数量可达数十万个 适用芯片： CPU、GPU、AI 芯片、FPGA 等 应用场景： 人工智能、数据中心、自动驾驶等高性能运算	
锡银凸块	特点： 具有导电性能佳、散热能力好、可靠性高等特征，主要适用于 FCCSP、FCBGA 等先进封装技术 适用芯片： 网络通信芯片、射频芯片、CPU、AI 芯片等 应用场景： 智能手机、消费电子、网络通信、物联网、高性能运算等	
植球凸块	特点： 具有产品周期短、低成本、体积较大、可焊性好等特征，可以直接贴装在印刷电路板（PCB）上，主要适用于 WLCSP 等先进封装技术 适用芯片： 电源管理芯片、射频芯片、无线芯片等 应用场景： 智能手机、消费电子、网络通信等	

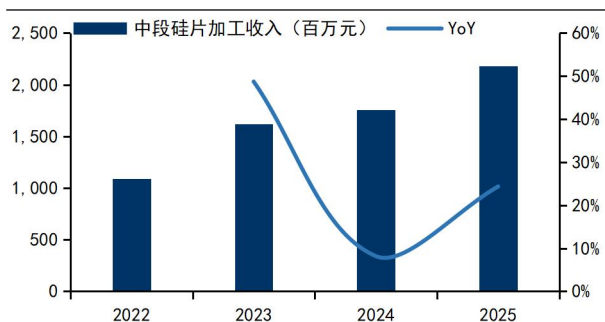
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

晶圆测试（CP）即使用自动化测试设备对晶圆上的裸芯片进行针测，测量其电路和功能特性，确认芯片加工良率并筛选出不良芯片的过程，以达到提早反馈良率、提升芯片研发和加工效率，控制封装成本、优化整体成本的目的。由于先进封装芯片价值量大，封装环节附加值高，因此 CP 是先进封装的必要环节，对前段晶圆制造和中段凸块制造环节的工艺优化和良率控制也具有指导作用。

公司的 CP 服务既支持客户的独立测试需求,也可以作为自身 Bumping 或全流程先进封装业务的配套环节,协助客户获取一站式服务的综合优势。公司拥有多种高端、中端测试平台,覆盖大部分测试场景,可为各类客户提供灵活多样化的测试资源选型;搭载先进的生产系统和自主研发的设备自动化系统,可实现高阶定制化的数据处理和检查功能。公司可为逻辑、存储、射频、混合信号等多类芯片提供包括量产测试、测试程序开发、探针卡维护、测试硬件设计和整体测试方案搭建在内的全方位、高质量的 CP 服务。此外,公司的工艺能力还可保障更先进制程芯片、硅转接板、芯粒多芯片集成封装等高端产品的大规模测试需求。

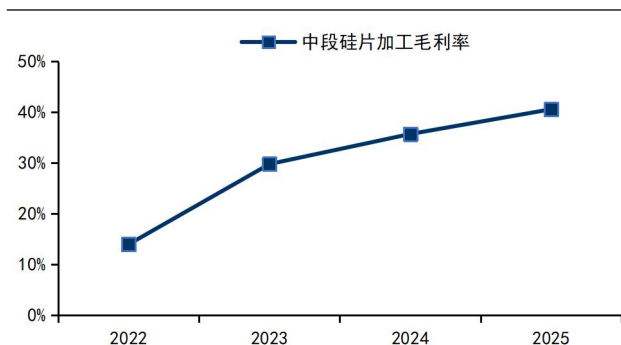
2022-2025 年公司中段硅片加工收入 CAGR 为 26%, 毛利率逐年提高至 40.58%。公司中段硅片加工收入由 2022 年的 10.91 亿元逐年增长到 2025 年的 21.82 亿元, CAGR 为 26.01%。中段硅片加工的毛利率由 2022 年的 13.93%逐年提高, 2025 年达到 40.58%。

图8: 公司中段硅片加工收入及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司中段硅片加工的毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

芯粒多芯片集成封装即将多颗芯片或元器件组合到单个芯片系统中, 根据芯片的互联介质和互联方式, 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。其中晶圆级技术方案可以实现更高的互联密度和系统集成度, 从而能够更有效地提升芯片系统的性能。公司于 2019 年在国内率先发布三维多芯片集成技术品牌 SmartPoser®, 涵盖 2.5D/3DIC、3D Package 等各类技术方案。

公司的 2.5D 技术平台涵盖硅通孔转接板 (“硅转接板”)、扇出型重布线层 (“有机转接板”) 和嵌入式硅桥 (“硅桥转接板”) 等各类主流技术方案, 并已形成全流程 2.5D 的技术体系和量产能力。

图10: 公司 2.5D 技术平台

技术平台	平台简介	平台研发及产业化进展	平台图示
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连, 硅转接板通过硅通孔实现上下层间的互连 特点: 利用硅转接板中微米级线宽线距及多层水平互连的高密度布线优势, 可将原本单一 SoC 芯片内部的部分互连转移到硅转接板中, 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、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连, 有机转接板通过多层重布线实现上下层间的互连 特点: 利用有机转接板中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 芯片内部的部分互连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连, 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连 特点: 可视为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连密度低、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	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

相比 2.5D, 3DIC 可以实现更高的互联密度、更短的信号传输路径、更小的信号延迟, 以及更优良的热传导性和可靠性, 在缩小封装体积的同时大幅提升芯片性能, 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和混合键合等主流方案, 并计划通过 IPO 募集资金投资项目“超高密度互联三维多芯片集成封装项目”形成规模产能。

图11: 公司 3DIC 技术平台

技术平台	平台简介	平台图示
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 $\leq 20\mu\text{m}$) 的微凸块垂直连接方式直接实现多颗芯片的垂直互连 研发及产业化进展: 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 $\leq 10\mu\text{m}$) 的铜-铜垂直连接方式直接实现多颗芯片的垂直互连 研发及产业化进展: 已完成全流程验证	

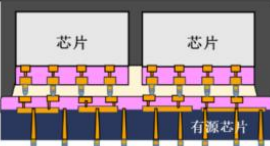
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3D Package 是适用于三维多芯片异质集成的新型扇出型封装技术, 其综合运用多种规格的重布线、凸块、高铜柱等水平和垂直方向的互联工艺, 可以实现多层芯片的三维堆叠整合, 缩短了信号传输路径, 减少了信号延迟并降低了信号噪声, 具备更优良的热传导性, 同时大幅减小了封装结构的体积。3D Package 适用于高端智能手机应用处理器、智能手表应用处理器、智能眼镜应用处理器、超宽频 5G 毫米波天线等芯片, 广泛应用于高端消费电子、5G 毫米波通信等领域。

公司已开发出多个自有知识产权的 3D Package 技术平台, 包括 SmartPoser®-POP

和 SmartPoser®-AiP 等，分别适用于高端消费电子和 5G 毫米波通信领域。

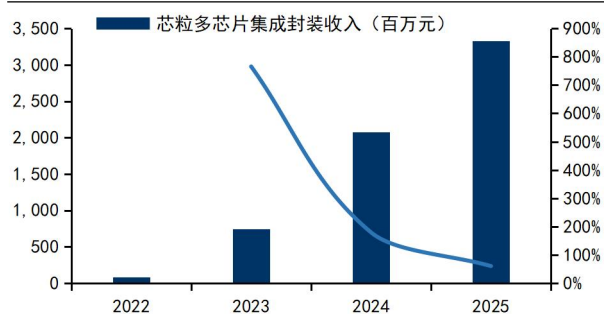
图12: 公司三维封装技术平台

技术平台	平台简介	平台图示
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 $\leq 20\mu\text{m}$ ）的微凸块垂直连接方式直接实现多颗芯片的垂直互联 研发及产业化进展：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 $\leq 10\mu\text{m}$ ）的铜-铜垂直连接方式直接实现多颗芯片的垂直互联 研发及产业化进展：已完成全流程验证	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

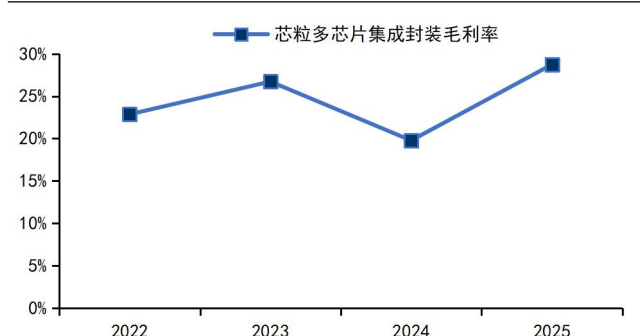
2022-2025 年公司芯粒多芯片集成封装收入 CAGR 为 238%，毛利率提高至 28.73%。公司芯粒多芯片集成封装收入由 2022 年的 0.86 亿元逐年增长到 2025 年的 33.28 亿元，CAGR 为 238%。芯粒多芯片集成封装的毛利率由 2022 年的 22.85%提高至 2025 年的 28.73%。

图13: 公司芯粒多芯片集成封装收入及增速



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 公司芯粒多芯片集成封装的毛利率



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

晶圆级封装（WLP）包括晶圆级芯片封装（WLCSP）和晶圆级扇出型封装（FO 或 FOWLP）。

晶圆级芯片封装（WLCSP）即基于完成中段硅片加工的晶圆，对其进行背面研磨及正面切割形成芯片颗粒后，再以整片框架的形式，或将芯片颗粒挑拣放置在载带中以卷盘的形式出货。WLCSP 可以实现与裸芯片尺寸相近的最小封装体积，且无需封装基板，提供更小、更薄、更紧凑的封装结构，并节约封装成本。WLCSP 相比传统封装还可以实现更高的互联密度、更优的功耗管控、更好的稳定性，适用于射频芯片、电源管理芯片、存储芯片、指纹识别芯片等移动终端芯片，广泛应用于智能手机、消费电子、网络通信等领域。

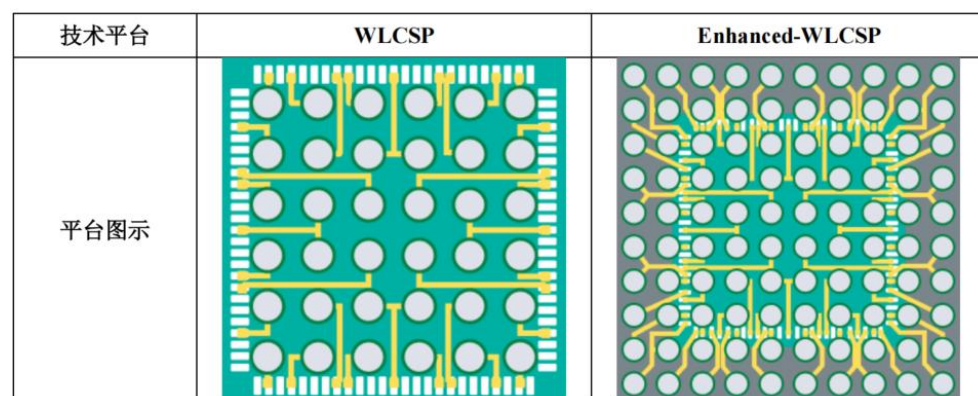
公司可以提供从晶圆投入到框架或卷盘出货的全流程 WLCSP 服务，并具备 8 英寸和 12 英寸晶圆的加工能力，目前已经规模量产 22nm 及以上制程产品，可以满足客户不同规格产品的需求。针对技术节点更先进、应用日益广泛的 12 英寸 Low-K 产品市场，公司根据不同产品结构掌握各种配套的激光开槽技术，已应用于高端射频芯片、高端模拟芯片和指纹识别芯片等产品。针对快速成长的超薄芯片市场，

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。

晶圆级扇出型封装（FO 或 FOWLP）即在 WLCSP 工艺的基础上，通过晶圆重构、扇出型重布线等方式突破 WLCSP 对于 I/O 接点数量的限制，从而进一步提升芯片的集成度。FOWLP 相比 WLCSP 可以支持更高的 I/O 密度，同时具备性价比高、可靠性高等特征，适用于电源管理芯片、基带芯片、射频收发器、运算芯片等复杂度较高的芯片。

公司正在推进自主研发的 FOWLP 技术平台 Enhanced-WLCSP 的产业化工作，目前已进入小量试产。

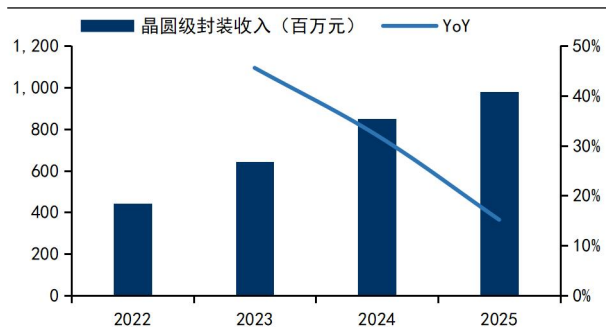
图15：公司晶圆级封装技术平台



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

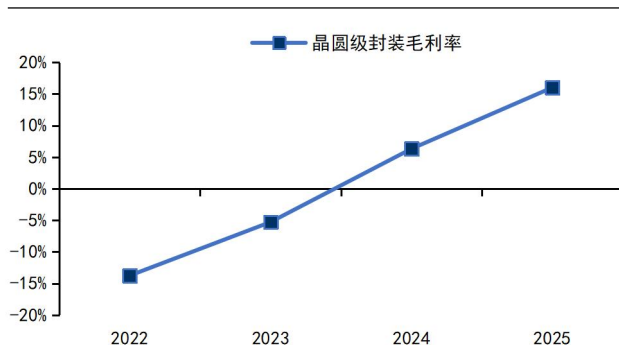
2022-2025 年公司晶圆级封装收入 CAGR 为 30%，毛利率逐年提高至 16%。公司晶圆级封装收入由 2022 年的 4.42 亿元逐年增长到 2025 年的 9.78 亿元，CAGR 为 30.34%。晶圆级封装的毛利率由 2022 年的-13.75%逐年提高，2025 年达到 16.00%。

图16：公司晶圆级封装收入及增速



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图17：公司晶圆级封装的毛利率



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

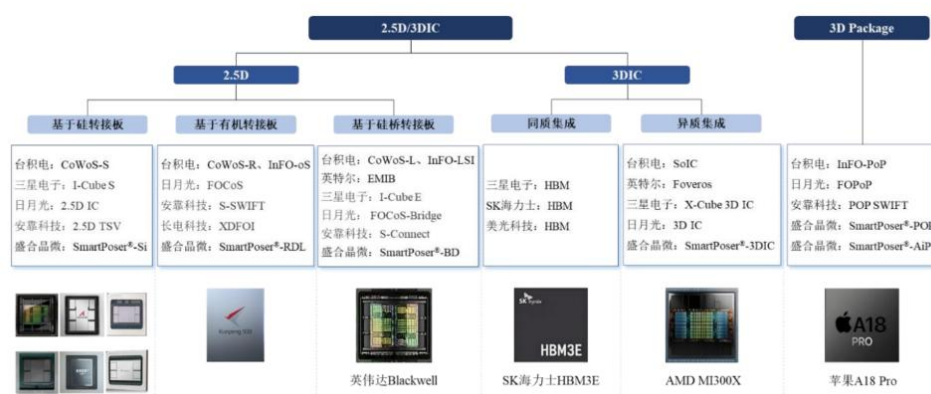
先进封测在产业链中的重要性提升，公司布局领先

先进封装是现代集成电路制造技术的关键环节，即采用先进的设计思路和先进的集成工艺对芯片进行封装级重构，并能够有效提高功能密度的封装方式。在业内，

先进封装和传统封装主要以是否采用引线焊接来区分，传统封装通常采用引线键合的方式实现电气连接，先进封装通常采用凸块（Bump）等键合方式实现电气连接。

近年来，前段晶圆制造环节的技术进步难度快速增加，无法满足人工智能对芯片运算性能的巨大需求，**芯粒多芯片集成封装应运而生，能够突破前段晶圆制造环节的技术瓶颈，持续提升芯片运算性能**，成为未来持续发展 GPU、AI 芯片等高算力芯片的有效方式和必要手段，被认为是微电子行业正在经历的第四波重大技术浪潮。此外，芯粒多芯片集成封装也是我国目前利用自主集成电路工艺发展高算力芯片最切实可行的制造方案。

图18：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：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司业务开展之初即采用前段晶圆制造环节先进的制造和管理体系，并将芯粒多芯片集成封装作为公司发展方向和目标。

在中段硅片加工领域，公司是中国最早开展并实现 12 英寸凸块制造（Bumping）量产的企业之一，也是第一家能够提供 14nm 先进制程 Bumping 服务的企业。根据灼识咨询的统计，截至 2024 年末，公司拥有中国本土最大的 12 英寸 Bumping 产能规模。

在晶圆级封装领域，基于领先的中段硅片加工能力，公司快速实现了 12 英寸大尺寸晶圆级芯片封装（晶圆级扇入型封装，WLCSP）的研发及产业化。根据灼识咨询的统计，2024 年公司是中国 12 英寸 WLCSP 收入规模排名第一的企业，市场占有率约为 31%。

在芯粒多芯片集成封装领域，公司拥有可全面对标全球领先企业的技术平台布局。根据灼识咨询的统计，2024 年公司是中国 2.5D 收入规模排名第一的企业，市场占有率约为 85%。此外，公司持续丰富完善 3D 集成（3DIC）、三维封装（3D Package）等技术平台，以期在集成电路制造产业更加前沿的关键技术领域实现突破，为未来经营业绩创造新的增长点。

作为国内先进封装布局领先的企业之一，公司一方面受益于先进封测在集成电路产业链中的重要性和价值量提高，另一方面受益于本土算力芯片等高端芯片的突破和放量。

图19：公司各类技术平台的市场地位

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

注 1：公开信息中未查询到 Bumping 按照营业收入的市场规模和市场占有率，因此按照产能计算市场占有率，计算公式=公司 12 英寸 Bumping 产能/中国大陆企业合计 12 英寸 Bumping 产能，数据来源为根据灼识咨询发布的报告测算

注 2：公开信息中未查询到独立 CP 的市场规模和市场占有率，因此根据同行业公司 2024 年年度报告进行独立 CP 的营业收入排名

注 3：市场占有率计算公式=公司 WLCSP 营业收入（或 12 英寸 WLCSP 营业收入）/中国大陆企业合计 WLCSP 营业收入（或 12 英寸 WLCSP 营业收入），数据来源为根据灼识咨询发布的报告测算

注 4：市场占有率计算公式=公司 2.5D 营业收入/中国大陆企业合计 2.5D 营业收入，数据来源为根据灼识咨询发布的报告测算

注 5：2024 年度，公司芯粒多芯片集成封装领域的 3D Package 技术平台尚未实现规模量产，因此未进行市场占有率的对比分析

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

公司 2026 年上半年实现收入 34.07 亿元 (YoY +7.20%)，毛利率同比下降 1.65pct 至 30.14%，毛利率下降主要是由于新增产能投资带来折旧增加，2026 年上半年公司折旧为 11.13 亿元，同比增长 29%。公司产品主要包括芯粒多芯片集成封装、中段硅片加工、晶圆级封装，我们的盈利预测基于以下假设条件：

芯粒多芯片集成封装：2026 上半年收入 18.28 亿元，同比增长 2.61%，占比 53.7%，毛利率 30.86%。随着国产高端芯片放量和公司产能的逐渐释放，我们预计 2026-2028 年公司芯粒多芯片集成封装收入增速分别为 +5%/+30%/+25%，随着产能利用率提高和高端产品占比提升，毛利率分别为 31%/32%/33%。

中段硅片加工：2026 上半年收入 11.27 亿元，同比增长 13.55%，占比 33.1%，毛利率 35.42%。随着国产高端芯片放量和公司产能的逐渐释放，我们预计 2026-2028 年公司芯粒多芯片集成封装收入增速分别为 +15%/+25%/+20%。由于新增产能爬坡需要时间，前期折旧可能对毛利率带来压力，我们预计 2026 年毛利率为 36%；2027-2028 年随着产能利用率提高和高端产品占比提升，毛利率分别为 37%/38%。

晶圆级封装：2026 上半年收入 4.36 亿元，同比增长 10.60%，占比 12.8%，毛利率 11.33%。随着国产高端芯片放量和公司产能的逐渐释放，我们预计 2026-2028 年公司芯粒多芯片集成封装收入增速分别为 +10%/+15%/+10%。由于新增产能爬坡需要时间，前期折旧可能对毛利率带来压力，我们预计 2026 年毛利率为 14%；2027-2028 年随着产能利用率提高和高端产品占比提升，毛利率分别为 15%/16%。

综上所述，预计公司 2026-2028 年营收分别为 70.80/89.17/108.04 亿元，同比 +8.56%/+25.95%/+21.16%，毛利率为 30.19%/31.40%/32.60%。

表1：公司业务拆分预估和主要费率预估

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
芯粒多芯片集成封装	收入（百万元）	2078.79	3328.05	3494.45	4542.79	5678.49
	YOY	179.09%	60.10%	5.00%	30.00%	25.00%
	占比	44.18%	51.03%	49.36%	50.95%	52.56%
	毛利率	19.76%	28.73%	31.00%	32.00%	33.00%
中段硅片加工	收入（百万元）	1754.85	2182.41	2509.77	3137.21	3764.66
	YOY	8.18%	24.36%	15.00%	25.00%	20.00%
	占比	37.29%	33.47%	35.45%	35.18%	34.85%
	毛利率	35.70%	40.58%	36.00%	37.00%	38.00%
晶圆级封装	收入（百万元）	849.01	977.84	1075.62	1236.97	1360.66
	YOY	32.07%	15.17%	10.00%	15.00%	10.00%
	占比	18.04%	14.99%	15.19%	13.87%	12.59%
	毛利率	6.31%	16.00%	14.00%	15.00%	16.00%
其他	收入（百万元）	22.75	33.14	33.14	33.14	33.14
	YOY	-19.87%	45.67%	0.00%	0.00%	0.00%

	占比	0.48%	0.51%	0.47%	0.37%	0.31%
	毛利率	71.90%	68.71%	68.71%	68.71%	68.71%
合计	收入(百万元)	4705.40	6521.44	7079.85	8916.97	10803.81
	YOY	54.87%	38.59%	8.56%	25.95%	21.16%
	毛利率	23.53%	30.99%	30.19%	31.40%	32.60%
销售费率		0.96%	0.81%	0.80%	0.77%	0.75%
管理费率		4.50%	3.45%	3.25%	2.74%	2.53%
研发费率		10.75%	11.67%	11.50%	10.50%	10.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

研发费率: 随着公司收入规模增长, 我们认为研发费率将逐步下降, 假设 2026-2028 年研发费率分别为 11.5%/10.5%/10.0%。

管理费率: 随着公司收入规模增长, 我们认为管理费率将逐步下降, 假设 2026-2028 年管理费率分别为 3.25%/2.74%/2.53%。

销售费率: 随着公司收入规模增长, 我们认为销售费率将逐步下降, 假设 2026-2028 年销售费率分别为 0.80%/0.77%/0.75%。

资产减值及公允价值变动: 2026-2028 年按存货的 15.29% (2023-2025 年的平均值) 来计提资产减值损失, 对应金额分别为 2.02/2.44/13.95 亿元。2023-2025 年公允价值收益均为 0, 假设 2026-2028 年依然为 0。

表2: 未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6521	7080	8917	10804
营业成本	4501	4942	6117	7282
销售费用	53	57	69	81
管理费用	225	230	244	273
研发费用	761	814	936	1080
财务费用	(23)	16	(4)	(4)
资产减值及公允价值变动	(331)	(202)	(244)	(295)
营业利润	866	979	1478	1965
利润总额	864	979	1478	1964
归属于母公司净利润	921	1028	1434	1866
EPS (摊薄)	0.57	0.55	0.77	1.00
ROE (摊薄)	6%	5%	7%	8%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上, 我们预计 2026-2028 年公司营收同比增长+8.56%/+25.95%/+21.16%至 70.80/89.17/108.04 亿元, 归母净利润同比增长+11.7%/+39.5%/+30.1%至 10.28/14.34/18.66 亿元。

盈利预测的情景分析

我们对盈利预测进行情景分析, 以前述假设为中性预测, 乐观预测将营收增速和毛利率分别提高 5pct 和 2pct; 悲观预测将营收增速和毛利率分别降低 5pct 和 2pct。

表3: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	4705	6521	7406	9698	12235
(+/-%)	54.87%	38.59%	13.56%	30.95%	26.16%
毛利率	23.53%	30.99%	32.19%	33.40%	34.60%
归母净利润(百万元)	214	921	1227	1729	2311
(+/-%)	525.99%	330.84%	33.30%	40.91%	33.64%
摊薄 EPS	0.20	0.57	0.66	0.93	1.24
中性预测					
营业收入(百万元)	4705	6521	7080	8917	10804
(+/-%)	54.87%	38.59%	8.56%	25.95%	21.16%
毛利率	23.53%	30.99%	30.19%	31.40%	32.60%
归母净利润(百万元)	214	921	1028	1434	1866
(+/-%)	525.99%	330.84%	11.66%	39.51%	30.13%
摊薄 EPS(元)	0.20	0.57	0.55	0.77	1.00
悲观的预测					
营业收入(百万元)	4705	6521	6754	8169	9489
(+/-%)	54.87%	38.59%	3.56%	20.95%	16.16%
毛利率	23.53%	30.99%	28.19%	29.40%	30.60%
归母净利润(百万元)	214	921	843	1175	1493
(+/-%)	525.99%	330.84%	-8.37%	39.28%	27.12%
摊薄 EPS	0.20	0.57	0.45	0.63	0.80
总股本(百万股)			1863	1863	1863

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好半导体高景气周期和国产高端芯片需求增长对先进封测的需求，预计 2026-2028 年公司营收同比增长 +8.56%/+25.95%/+21.16% 至 70.80/89.17/108.04 亿元，归母净利润同比增长 +11.7%/+39.5%/+30.1% 至 10.28/14.34/18.66 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

经营风险

技术研发或产业化不及预期的风险：集成电路先进封测行业生产工艺复杂、技术含量极高，公司的技术研发同时包含 CVD、CMP、硅刻蚀、Bumping、CP、RDL、TSV、研磨、切割、贴片等前中后段工艺，涉及多学科、多领域的交叉，并需要在研发过程中持续投入大量的资金和人力。由于新技术的研发存在一定的不确定性，若公司在研发过程中关键技术未能实现突破、性能指标无法达到预期，则将面临研发失败的风险；此外，由于先进封测的技术研发需要经历前期的技术论证及后期的生产实践，周期较长，若公司未能准确判断行业技术的发展趋势，导致工艺技术定位偏差，则将面临研发产业化进度不及预期甚至研发产业化失败的风险。若发生上述情形，公司前期的研发投入将难以取得相匹配的回报，对经营业绩产生不利影响。

先进封测业务固定资产投资规模较大的风险：集成电路先进封测涉及多学科、多领域的交叉，技术难度大，且需要随着芯片产品的更新迭代而持续研发；此外，集成电路先进封测涉及大量晶圆处理工艺，且对洁净度、精细度、自动化等的要求较高，因此需要大量晶圆制造设备，以及先进的封装设备、测试设备、自动化生产线等，此类设备或产线通常价格较为昂贵，需要大量的固定资产投入。若公司未能准确判断行业发展方向，及时应对下游市场变化；或市场竞争加剧，公司业务拓展不及预期，均可能导致公司前期的研发投入和资本开支无法充分兑现为经营业绩，一方面将对公司的现金流状况产生不利影响，另一方面已有固定资产形成的折旧费用也将影响公司的盈利能力。

核心研发人员流失的风险：集成电路先进封测行业属于人才密集型行业，对专业人才的知识背景、研发能力及经验积累要求较高，拥有高端专业人才是先进封测企业保持市场竞争力的关键。但是，近年来在国家政策的大力支持下，先进封测企业数量增加，部分传统封测企业也正在布局进入先进封测领域，行业内高端专业人才的供给存在一定缺口，人才争夺日益加剧。若公司的薪酬体系、激励措施等无法吸引到相匹配的专业人才，或由于不能对核心研发人员实行有效的约束和激励造成较大规模的人才流失，均可能导致公司在行业竞争中处于不利地位，进而影响公司的持续发展和经营业绩。

客户集中度较高且第一大客户占比相对较大的风险：集成电路先进封测行业的下游市场集中度较高，且下游市场头部企业的业务规模处于绝对领先地位，特别地，芯粒多芯片集成封装行业的下游市场更是被少数技术水平高、综合实力强的头部企业占据，因此，公司目前的客户集中度较高且第一大客户占比较大。公司的前五大客户均为业界知名企业，同时，公司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。但是，若公司现有主要客户（尤其是第一大客户）的经营状况发生重大不利变化，或外部地缘政治环境变化导致公司现有主要客户（尤其是第一大客户）下达的订单减少，

或产业链上下游的发展程度和稳定性造成公司现有主要客户（尤其是第一大客户）的订单需求下降，均可能对公司的业绩稳定性产生不利影响，甚至可能导致公司出现亏损。此外，若公司无法持续深化与现有主要客户（尤其是第一大客户）的合作关系与合作规模，无法有效开拓新客户并转化为营业收入，将可能对公司经营业绩的增长性产生不利影响。

市场风险

市场竞争加剧的风险：近年来，先进封装的市场规模及占总体封测市场的比重均持续上升，吸引了大量的市场参与者。一方面，领先的综合型封测企业凭借强大的资金和技术实力以及优质的客户基础扩大在先进封装环节的投资，另一方面，新兴的先进封测企业凭借在特定领域积累的技术以及吸收的资本市场投资进入先进封装行业。现有市场参与者扩大产能及新兴市场参与者的进入，将可能导致市场竞争加剧甚至出现行业产能过剩的状况。若公司未能持续提高制造能力和技术水平，将在加剧的市场竞争中丧失现有的行业领先地位，甚至可能处于不利的竞争境地。

宏观经济和下游行业需求波动的风险：集成电路先进封测行业的业绩表现与宏观经济的发展以及下游行业的需求密切相关。一方面，宏观经济和下游行业的周期性波动会对集成电路先进封测行业的发展产生影响。另一方面，各下游行业对集成电路先进封测服务的需求均会受到多重内外部因素的影响，比如，智能手机、消费电子等受到宏观经济景气度、消费者预期与信心的影响，高性能运算、数据中心、人工智能等受到算力基础设施建设进度、国际政治与贸易形势、先进制程产能制约、高算力芯片研发及产业化进度的影响。若上述因素发生不利变动，均会造成集成电路先进封测行业的需求下降，从而对公司的经营业绩产生不利影响，甚至可能导致公司出现亏损。

财务风险

汇率波动的风险：公司作为红筹企业，记账本位币为美元，日常经营中的购销交易采用人民币、美元、日元、欧元等多币种结算。公司在经营过程中重视外币资产和外币负债在规模上的匹配，合理控制外汇风险敞口。但未来如果境内外经济环境、政治形势、货币政策等因素发生变化，使得本外币汇率大幅波动，公司或将面临汇兑损失的风险。

股权激励影响公司盈利能力的风险：公司执行股权激励计划以提升公司经营效率，但若公司实施上述股权激励的效果不及预期，未来期间的营业收入及利润的增长无法覆盖股权激励造成的营业成本和期间费用的增加，则将对公司未来的盈利能力造成不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7276	6061	9639	9642	10535	营业收入	4705	6521	7080	8917	10804
应收款项	1231	1148	1246	1569	1901	营业成本	3598	4501	4942	6117	7282
存货净额	1193	1388	1321	1599	1928	营业税金及附加	15	15	17	21	26
其他流动资产	530	598	649	817	990	销售费用	45	53	57	69	81
流动资产合计	10230	9194	12855	13628	15354	管理费用	212	225	230	244	273
固定资产	9720	12364	13955	14904	15319	研发费用	506	761	814	936	1080
无形资产及其他	88	81	78	75	72	财务费用	81	(23)	8	(23)	(27)
其他长期资产	294	964	964	964	964	投资收益	1	16	16	16	16
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(115)	(331)	(202)	(244)	(295)
资产总计	20332	22603	27852	29571	31709	其他	77	192	153	155	155
短期借款及交易性金融负债	1004	1675	1180	1286	1380	营业利润	211	866	979	1478	1965
应付款项	1527	1917	1825	2209	2663	营业外净收支	2	(2)	0	0	(1)
其他流动负债	227	421	407	487	584	利润总额	214	864	979	1478	1964
流动负债合计	2758	4013	3411	3983	4628	所得税费用	0	(57)	(49)	44	98
长期借款及应付债券	3328	3247	3247	3247	3247	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	654	915	915	915	915	归属于母公司净利润	214	921	1028	1434	1866
长期负债合计	3982	4163	4163	4163	4163	现金流量表（百万元）					
负债合计	6741	8176	7574	8146	8791	净利润	214	921	1028	1434	1866
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	115	331	202	244	295
股东权益	13591	14428	20278	21425	22917	折旧摊销	1394	1860	2412	3054	3588
负债和股东权益总计	20332	22603	27852	29571	31709	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	170	160	8	(23)	(27)
每股收益	0.20	0.57	0.55	0.77	1.00	营运资本变动	(1095)	(4)	(189)	(305)	(283)
每股红利	0.00	0.00	0.11	0.15	0.20	其他	1109	884	(210)	(222)	(267)
每股净资产	12.44	8.98	10.89	11.50	12.30	经营活动现金流	1907	4151	3251	4183	5172
ROIC	2%	6%	5%	7%	9%	资本开支	(4368)	(5087)	(4000)	(4000)	(4000)
ROE	2%	6%	5%	7%	8%	其它投资现金流	(251)	(642)	0	0	0
毛利率	24%	31%	30%	31%	33%	投资活动现金流	(4620)	(5729)	(4000)	(4000)	(4000)
EBIT Margin	7%	15%	14%	17%	19%	权益性融资	5049	0	5028	0	0
EBITDA Margin	37%	43%	48%	51%	52%	负债净变化	1571	(81)	0	0	0
收入增长	55%	39%	9%	26%	21%	支付股利、利息	(172)	(159)	(206)	(287)	(373)
净利润增长率	526%	331%	12%	40%	30%	其它融资现金流	102	753	(495)	106	94
资产负债率	33%	36%	27%	28%	28%	融资活动现金流	6550	513	4327	(181)	(279)
息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	现金净变动	3910	(1202)	3578	3	893
P/E	652.2	222.6	231.1	165.6	127.3	货币资金的期初余额	3352	7262	6061	9639	9641
P/B	10.3	14.2	11.7	11.1	10.4	货币资金的期末余额	7262	6061	9639	9641	10534
EV/EBITDA	84.8	75.4	71.4	53.6	43.6	企业自由现金流	(3740)	(2201)	(706)	233	1264
						权益自由现金流	(2066)	(1528)	(1209)	361	1384

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032