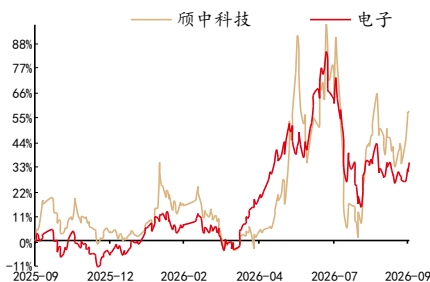


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

|              |                  |
|--------------|------------------|
| 最新收盘价(元)     | 19.47            |
| 总股本/流通股本(亿股) | 11.90 / 3.66     |
| 总市值/流通市值(亿元) | 232 / 71         |
| 52周内最高/最低价   | 24.18 / 11.87    |
| 资产负债率(%)     | 23.6%            |
| 市盈率          | 88.50            |
| 第一大股东        | 合肥中邮科技控股有<br>限公司 |

研究所

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

中邮科技(688352)

先进封装积极布局

● 投资要点

**布局多元化芯片封测，打磨全制程封测能力。**伴随新能源等高功率应用市场功率芯片需求快速扩容，公司前瞻布局“FSM（正面金属化）+BGBM（背面减薄与金属化）+CuClip（铜片夹扣键合）”先进封装工艺组合，搭建载板覆晶封装（FC）产线，持续优化产品结构，拓展功率芯片下游应用场景。2026 年半年度，多元化芯片封测业务实现营收 2,321.24 万元，同比下降 63.77%，主要系受子公司火灾影响，下游客户订单结构阶段性调整，公司同步优化业务项目组合，集中资源推进先进封装工艺研发与产线建设，为中长期业务拓展夯实基础。另外，为抢抓先进封装产业发展机遇，实现特定领域的跨越式发展，夯实本土先进封装核心竞争优势、扩大行业领先差距，实现差异化竞争，持续提升技术壁垒与市场占有率，公司依托全资子公司中邮科技（苏州）有限公司布局先进封装产能建设，拟投入 24.54 亿元人民币实施苏州厂区三期地块资本支出项目建设。

**苏州 Bumping 制程段全面复产，产能再升级。**2026 年上半年，受公司全资子公司苏州中邮厂区凸块制程段火灾事故影响，资产损失约 2.74 亿，截至 2026 年半年报公告日，保险公司定损工作仍在进行中，待公司收到相关理赔款项后将计入营业外收入。2026 年上半年，受火灾影响，公司实现营收 9.61 亿元，同比下降 3.46%，扣非归母净利润-2,949.47 万元。目前，苏州厂区凸块（Bumping）制程段已正式全面恢复生产，复产首日，产线良率即稳定突破 99.95%，标志着公司顺利完成该制程段无尘车间洁净升级、全制程设备精度校准与全链路安全验证，“苏州+合肥”双基地协同运营的完整产能布局正式回归。展望 26Q3，显示产业转移效应持续发酵，叠加控产控销策略推进、国家补贴政策延续及赛事带动等多重因素，产能有望实现满负荷运行；小尺寸 TDDI 维修业务整体保持平稳；AMOLED 中尺寸应用的拓展，将为穿戴装置领域带来业务增量，车载 TDDI 持续上量。

**苏州先进封装项目正式启动，持续加码先进封装。**9月16日，公司先进封装项目启动仪式在园区举行，项目固定资产投资 24.54 亿元，重点面向高端人工智能、高性能计算等应用领域。当前，全球半导体产业正处于结构性变革的关键周期，先进封装与系统异构集成能力，成为突破芯片算力、功耗、尺寸、传输速度壁垒的核心关键。此次公司启动的多芯粒异构集成先进封装项目，聚焦电源管理芯片、射频前端芯片、功率器件、互联控制芯片等多元化芯片封测业务，公司将以本次项目启动为契机，高标准、高质量推进标准化厂房、研发试验线及各类配套设施建设，持续加码先进封装技

术攻关与产品迭代，全力推动项目如期竣工、早日达产。

**增资变成科技，携手拓展高端先进封装市场。**根据公司关于对外投资成都变成科技股份有限公司的进展公告，公司已足额缴纳增资款人民币 5,000 万元，认购成都变成科技股份有限公司新增注册资本 93.3972 万元。公司与相关产业方共同完成本轮战略投资，意在持续深耕玻璃基先进板级高密度集成封装产业，标的公司变成科技在该领域具备深厚技术积淀，规划投资 55 亿元，打造中国大陆首座玻璃基板级高密度封测工厂，多产品平台已进入量产状态。本次投资可实现双方技术研发、产能布局、客户资源的深度协同，可快速补齐公司在板级系统集成、高密度 RDL、异构集成的技术短板，形成从传统先进封测到板级系统封测的完整能力闭环，提升对 AI、HPC、汽车电子等高毛利领域的覆盖。本次股权投资交割完成后，双方将充分发挥协同优势，实现技术研发、产能布局、客户渠道等资源全方位深度融合。后续公司将与变成科技围绕先进凸块制程、先进玻璃载板等方向开展联合深度研发落地工作。

### ● 投资建议

我们预计公司 2026/2027/2028 年分别实现收入 24/29/34 亿元，归母净利润 2.7/4.1/5.2 亿元，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

下游需求不及预期的风险；新增产能投产及消化不及预期的风险；技术及产品未紧跟集成电路发展升级迭代的风险；市场竞争加剧的风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度         | 2025A  | 2026E  | 2027E   | 2028E   |
|---------------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 2190   | 2426   | 2916    | 3404    |
| 增长率(%)        | 11.78  | 10.75  | 20.21   | 16.74   |
| EBITDA（百万元）   | 792.71 | 933.90 | 1163.44 | 1358.02 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 265.79 | 268.07 | 411.69  | 522.06  |
| 增长率(%)        | -15.16 | 0.86   | 53.58   | 26.81   |
| EPS(元/股)      | 0.22   | 0.23   | 0.35    | 0.44    |
| 市盈率（P/E）      | 88.66  | 87.91  | 57.24   | 45.14   |
| 市净率（P/B）      | 3.85   | 3.76   | 3.61    | 3.43    |
| EV/EBITDA     | 18.54  | 25.32  | 20.49   | 17.35   |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元)         |             |             |             |             | 主要财务比率              |             |             |              |             |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
|                   | 2025A       | 2026E       | 2027E       | 2028E       |                     | 2025A       | 2026E       | 2027E        | 2028E       |
| <b>利润表</b>        |             |             |             |             | <b>成长能力</b>         |             |             |              |             |
| 营业收入              | 2190        | 2426        | 2916        | 3404        | 营业收入                | 11.8%       | 10.7%       | 20.2%        | 16.7%       |
| 营业成本              | 1553        | 1723        | 2051        | 2370        | 营业利润                | -18.9%      | 1.7%        | 54.3%        | 25.6%       |
| 税金及附加             | 23          | 24          | 29          | 34          | 归属于母公司净利润           | -15.2%      | 0.9%        | 53.6%        | 26.8%       |
| 销售费用              | 16          | 18          | 21          | 25          | <b>获利能力</b>         |             |             |              |             |
| 管理费用              | 116         | 125         | 152         | 170         | 毛利率                 | 29.1%       | 29.0%       | 29.7%        | 30.4%       |
| 研发费用              | 196         | 217         | 238         | 255         | 净利率                 | 12.1%       | 11.1%       | 14.1%        | 15.3%       |
| 财务费用              | 11          | 32          | -10         | -7          | ROE                 | 4.3%        | 4.3%        | 6.3%         | 7.6%        |
| 资产减值损失            | -15         | -25         | -10         | -10         | ROIC                | 3.6%        | 3.9%        | 5.1%         | 6.2%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>301</b>  | <b>306</b>  | <b>472</b>  | <b>593</b>  | <b>偿债能力</b>         |             |             |              |             |
| 营业外收入             | 1           | 275         | 2           | 2           | 资产负债率               | 23.6%       | 24.1%       | 23.7%        | 23.8%       |
| 营业外支出             | 2           | 278         | 2           | 3           | 流动比率                | 5.60        | 3.82        | 3.55         | 3.66        |
| <b>利润总额</b>       | <b>300</b>  | <b>303</b>  | <b>472</b>  | <b>593</b>  | <b>营运能力</b>         |             |             |              |             |
| 所得税               | 35          | 35          | 60          | 71          | 应收账款周转率             | 9.82        | 8.87        | 9.03         | 9.02        |
| <b>净利润</b>        | <b>266</b>  | <b>268</b>  | <b>412</b>  | <b>522</b>  | 存货周转率               | 2.88        | 2.38        | 2.32         | 2.32        |
| <b>归母净利润</b>      | <b>266</b>  | <b>268</b>  | <b>412</b>  | <b>522</b>  | 总资产周转率              | 0.29        | 0.30        | 0.35         | 0.39        |
| <b>每股收益(元)</b>    | <b>0.22</b> | <b>0.23</b> | <b>0.35</b> | <b>0.44</b> | <b>每股指标(元)</b>      |             |             |              |             |
| <b>资产负债表</b>      |             |             |             |             | 每股收益                | 0.22        | 0.23        | 0.35         | 0.44        |
| 货币资金              | 1745        | 1332        | 1144        | 1413        | 每股净资产               | 5.14        | 5.27        | 5.49         | 5.78        |
| 交易性金融资产           | 458         | 118         | 118         | 118         | <b>估值比率</b>         |             |             |              |             |
| 应收票据及应收账款         | 245         | 302         | 343         | 411         | PE                  | 88.66       | 87.91       | 57.24        | 45.14       |
| 预付款项              | 2           | 3           | 3           | 4           | PB                  | 3.85        | 3.76        | 3.61         | 3.43        |
| 存货                | 611         | 836         | 933         | 1107        | <b>现金流量表</b>        |             |             |              |             |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>3269</b> | <b>2894</b> | <b>2855</b> | <b>3384</b> | 净利润                 | 266         | 268         | 412          | 522         |
| 固定资产              | 3468        | 3991        | 4392        | 4393        | 折旧和摊销               | 486         | 599         | 702          | 772         |
| 在建工程              | 162         | 254         | 213         | 149         | 营运资本变动              | -174        | -268        | -115         | -150        |
| 无形资产              | 157         | 151         | 145         | 138         | 其他                  | 34          | 54          | 18           | 18          |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>4732</b> | <b>5355</b> | <b>5707</b> | <b>5639</b> | <b>经营活动现金流净额</b>    | <b>611</b>  | <b>652</b>  | <b>1017</b>  | <b>1162</b> |
| <b>资产总计</b>       | <b>8001</b> | <b>8249</b> | <b>8562</b> | <b>9022</b> | 资本开支                | -677        | -1209       | -1057        | -709        |
| 短期借款              | 54          | 89          | 89          | 89          | 其他                  | 70          | 333         | 12           | 15          |
| 应付票据及应付账款         | 249         | 339         | 366         | 445         | <b>投资活动现金流净额</b>    | <b>-607</b> | <b>-876</b> | <b>-1045</b> | <b>-694</b> |
| 其他流动负债            | 282         | 330         | 349         | 391         | 股权融资                | 0           | 1           | 0            | 0           |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>584</b>  | <b>758</b>  | <b>804</b>  | <b>925</b>  | 债务融资                | 1006        | -32         | 0            | 0           |
| 其他                | 1301        | 1227        | 1227        | 1227        | 其他                  | -234        | -133        | -160         | -199        |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>1301</b> | <b>1227</b> | <b>1227</b> | <b>1227</b> | <b>筹资活动现金流净额</b>    | <b>772</b>  | <b>-164</b> | <b>-160</b>  | <b>-199</b> |
| <b>负债合计</b>       | <b>1885</b> | <b>1985</b> | <b>2030</b> | <b>2151</b> | <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>760</b>  | <b>-410</b> | <b>-188</b>  | <b>269</b>  |
| 股本                | 1189        | 1190        | 1190        | 1190        |                     |             |             |              |             |
| 资本公积金             | 3592        | 3592        | 3592        | 3592        |                     |             |             |              |             |
| 未分配利润             | 1357        | 1465        | 1671        | 1932        |                     |             |             |              |             |
| 少数股东权益            | 0           | 0           | 0           | 0           |                     |             |             |              |             |
| 其他                | -22         | 17          | 79          | 157         |                     |             |             |              |             |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>6116</b> | <b>6264</b> | <b>6531</b> | <b>6871</b> |                     |             |             |              |             |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>8001</b> | <b>8249</b> | <b>8562</b> | <b>9022</b> |                     |             |             |              |             |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                            | 类型    | 评级   | 说明                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| <p>报告中投资建议的评级标准：<br/>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p> | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                                   | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                                   | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048