

长电科技（600584.SH）

公司报告 | 首次评级报告

武钰婷
半导体行业研究员

2026年1月29日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	48.98
总市值	876.46亿
PE-TTM	58.94
PB-MRQ	3.11

估值结果

价值	764.64亿
DDM估值	上行空间 -13%
状态	合理估值
价值	737.69亿
动态估值	上行空间 -16%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

长电科技是国内第一，全球第三的半导体封装测试企业，在先进封装领域具备国际竞争力。公司近年来持续加大在先进封装方向（如FC、SiP、先进系统级封装等）的资本开支，叠加下游需求波动，短期盈利能力承压，但整体业务结构持续向中高端升级。

公司成长空间中等偏上，主要来自先进封装渗透率提升、本土封测需求增长，以及公司在大客户中的份额稳健提升。公司盈利趋势中等偏上，短期受行业周期和折旧压力影响，但中长期随着先进封装产能利用率提升，盈利能力具备修复空间。公司产业格局较好，封测行业集中度持续提升，头部厂商竞争优势明显。公司护城河中等偏上，主要来自规模优势、客户绑定能力以及在先进封装领域的技术积累。

在我们假设全球晶圆产能持续扩产、先进封装渗透率提升以及公司份额保持稳定的情景下，当前估值合理。

我们区别于市场的观点

市场普遍将长电科技视为“先进封装核心标的”，并对其在AI与高性能计算相关封装需求中获取超额增长持较高预期。我们认为，先进封装确实是长期确定方向，但其技术路径多样、客户定制化程度高，放量节奏取决于头部客户导入与验证进度，业绩兑现节奏可能慢于市场预期。同时，全球先进封装仍由台系与美系厂商主导，长电科技更偏向“跟随式升级”，优势在于承接国产与部分国际客户的多元化需求，而非快速抢占全球龙头份额。

风险提示

若先进封装需求释放不及预期，或高端产能利用率提升缓慢，可能导致公司盈利修复不及预期；若行业竞争加剧、价格压力上升，可能压缩封测业务毛利率；若下游消费电子或计算类需求波动加大，可能对公司业绩稳定性造成影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	8
表4：公司整体及分业务动态估值	8
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

长电科技成立于1998年，2003年在上交所上市，是全球领先的半导体封装测试（OSAT）企业之一。公司通过并购星科金朋完成国际化布局，在中国大陆、韩国、新加坡等地拥有多座封测基地，客户覆盖全球主流芯片设计公司。公司主营业务聚焦封装与测试，在传统封测和先进封装领域均具备较强竞争力，是国内少数具备全品类封测能力的平台型厂商。

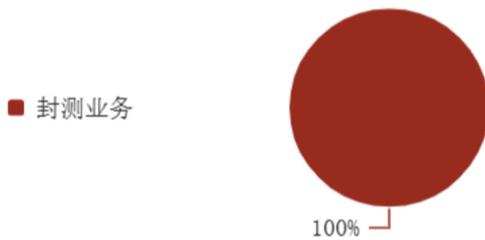
2. 业务介绍

对于长电科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

封测业务：

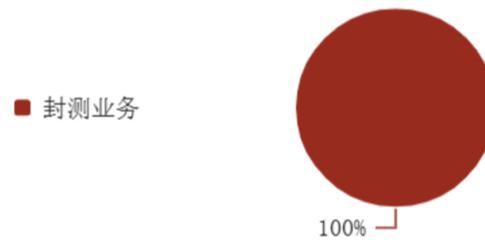
公司覆盖从传统封装到先进封装的完整产品谱系，主要包括QFN、BGA、FC、SiP等多种封装形式，服务对象涵盖消费电子、通信、计算、汽车电子及工业领域。其中传统封装业务体量较大，主要应用于消费电子、模拟芯片、电源管理等领域。该业务市场整体增速较低，价格竞争相对激烈。先进封装是公司重点布局方向，主要服务于高性能计算、通信及高端消费电子客户。该业务技术门槛较高、客户认证周期较长，但附加值和长期成长性更优。公司通过持续资本开支提升先进封装能力，逐步优化业务结构。我们对该市场的界定是全球封测市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

长电科技是全球领先的OSAT厂商之一，以封装测试服务为核心。公司资产投入主要集中于封装与测试产线建设，资本开支强度较高，产能爬坡周期较长，对短期盈利与资产周转形成一定压力。公司研发投入聚焦于先进封装工艺与系统级封装能力提升，以满足高端客户需求。客户集中度较高，深度绑定苹果等全球头部芯片厂商，合作关系稳定。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度较高。作为封测龙头，长电科技需要持续投入大量资本用于封装与测试产线建设，尤其是先进封装（FC、SiP等）对设备精度、良率和自动化水平要求较高，单线投资规模显著高于传统封装。同时，公司部分高端产能仍处于爬坡阶段，导致整体资产周转率低于轻资产的芯片设计公司，也低于部分成熟阶段的传统封测厂。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发强度较高，过去四年研发费用率在4%-5%之间。相较于半导体设备或材料行业等技术更为高端的赛道，封测环节的研发投入需求有限，主要集中于先进封装工艺、系统级封装方案以及可靠性测试能力的持续优化。长电科技通过持续研发投入，保持在高端封装领域的第一梯队地位。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度处于较高水平，前五大客户占比约50%。公司客户覆盖苹果、海力士、西部数据、三星、高通、博通、Intel、Marvell、海思等国内外芯片设计公司，涉及消费电子、通信、计算及汽车电子等多领域。其中第一大客户为苹果，长电韩国80%是服务于苹果，占总营收规模的30%。公司与核心客户合作关系较为稳定，但在定价层面整体话语权仍受制于下游大客户。

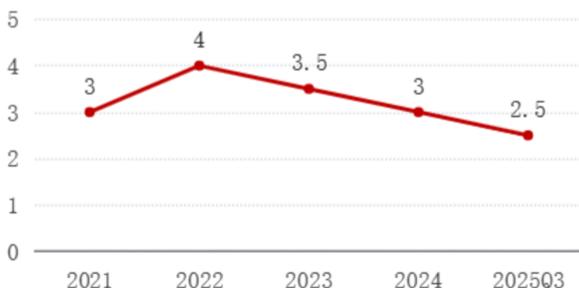
4. 历史经营绩效

长电科技历史盈利能力与成长性受半导体行业周期影响显著，2021年达盈利高点后，因下游需求回落以及江阴长电微等新工厂处于产品导入期带来的折旧与研发费用攀升，利润持续承压。公司业务控制力与财务健康度较好，经营性现金流保持稳健。当前，公司正处于向先进封装与高附加值领域加速转型的关键阶段，盈利优先用于先进封装等领域的再投资与产能建设，股东回报以再投资为主，现金分红水平相对有限，对追求稳定股息收益的投资者吸引力不足。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



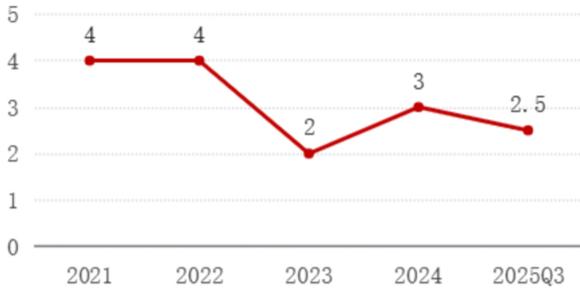
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力中等，在2021年达到阶段性高点后持续回落。封测行业本身毛利率水平有限，对景气周期高度敏感，2020-2021年在下游需求高景气及全球产能紧张背景下，公司产能利用率与盈利能力同步上行，2022年以来，消费电子需求下行、下游客户去库存，叠加公司先进封装产能集中投放带来的折旧压力，公司盈利能力承压。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



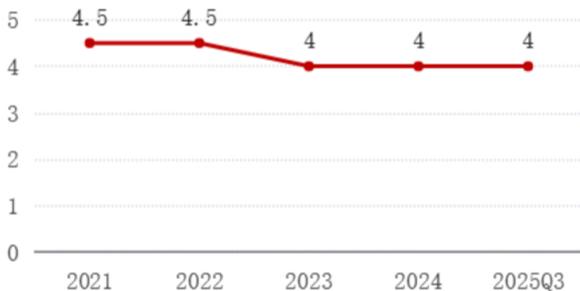
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力中等。并购星科金朋后，公司收入规模显著扩大，但整体成长更多来自行业周期与产能扩张驱动，而非单纯的市场份额提升。2022年以来，下游需求走弱导致收入增速下滑，成长性承压。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



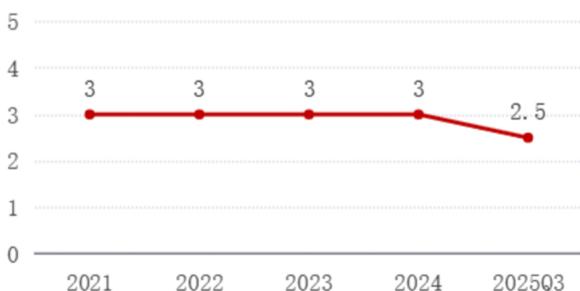
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力与财务健康表现较好。虽然封测行业整体议价能力有限，公司在面对头部客户时话语权不强，但是公司海外优质客户占比高，因此经营性现金流情况较好。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力较弱。历史上股息率低于1%，分红水平偏低，主要原因在于公司长期处于高资本开支阶段，盈利优先用于再投资与产能建设，对以稳定分红为导向的投资者吸引力有限。

5. 四维评级

长电科技成长空间、盈利趋势与产业格局均具备较高星级。成长空间受益于先进封装持续渗透，国内晶圆厂扩产带动本土封测需求，叠加与头部客户合作深化。盈利趋势方面，尽管短期盈利承压，但随着先进产能释放、产品结构优化及存储封测布局强化，中长期盈利有望修复。护城河则依托规模经济和技术优势，持续性较强，行业地位稳固。

5.1 成长空间

★★★★☆

长电科技成长空间星级较高。封测业务成长空间受益于先进封装（如XDFOI®）在AI、汽车电子等领域的快速落地，国产晶圆厂扩产带动本土需求，叠加与头部客户合作深化及份额提升，驱动营收持续增长。

封测业务(3.5星):

封测业务成长空间较高。核心驱动力包括先进封装的快速渗透，如XDFOI®工艺已进入量产阶段，广泛应用于AI、汽车电子等高价值领域；国产晶圆厂持续扩产，激发了本土封测需求的强劲增长；同时，公司深化与国内外头部客户的战略合作，在大客户中的份额稳健提升，支撑了营收的持续扩张。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

长电科技盈利趋势星级较高。封测业务盈利短期承压，中长期有望修复。公司聚焦高增长的运算与汽车电子，并强化存储封测布局，伴随先进产能释放与产品结构优化，盈利能力具备提升空间。

封测业务(3星):

封测业务盈利趋势中等偏上。整体呈现短期承压、中期修复的格局。短期压力主要来自行业周期波动与产能扩张带来的折旧及费用负担。中长期看，公司持续聚焦运算电子（前三季度收入同比+69.5%）、汽车电子（+31.3%）等高附加值领域，并通过收购晟碟半导体强化存储封测布局。随着先进封装产能全面达产、产品结构持续优化，公司盈利能力具备明确的修复与提升空间。

5.3 产业格局

★★★★☆

长电科技产业格局星级较高。头部厂商凭借客户绑定、规模优势与先进封装技术升级，构筑稳定竞争壁垒，行业集中度高且格局相对稳固。

封测业务(3星):

封测业务产业格局中等偏上。虽然传统封装环节偏劳动密集型、进入壁垒相对有限，但头部厂商通过深度绑定核心客户（如苹果、高通）形成了较强的客户粘性与订单稳定性。同时，持续的规模扩张、向先进封装的技术升级以及巨大的资本开支投入，进一步巩固了龙头企业的长期生存优势，使得行业竞争格局整体保持稳定。

5.4 护城河

★★★★☆

长电科技护城河中等偏上。封测业务护城河宽度中等、持续性较强，主要依托国内领先的产能布局形成的规模经济，以及在先进封装领域的技术优势。公司通过高强度的研发投入与资本开支，在2.5D/3D、Chiplet等前沿技术取得突破，并深度绑定全球顶级芯片设计公司及国产替代核心客户。此外，央企华润的入主进一步强化了其资源获取与国家战略支撑，共同构成了坚实且可持续的竞争壁垒。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
封测业务	(2.5星)长电科技封测业务护城河宽度中等。公司是国内第一，全球第三的封测厂商，业务控制力较强，经壹评级调整，2024年封测业务超额ROIC为2%。超额ROIC主要来自规模经济和技术优势，公司在传统封测和先进封装领域均具备较强竞争力，是国内少数具备全品类封测能力的平台型厂商。	(3星)长电科技封测业务护城河主要来自规模经济和技术优势。规模经济来自于公司产能布局国内领先，固定成本和费用得到有效摊薄。技术优势来自于公司在先进封装领域的积极布局，2.5D/3D封装技术处于行业第一梯队。护城河持续性较强：我们认为长电科技将持续以超过行业平均水平的研发与资本开支投入巩固其规模和技术领先地位，其他竞争者难以超越。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

在我们假设全球晶圆产能持续扩产、先进封装渗透率提升以及公司份额保持稳定的情景下，当前估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务为封测业务，我们对封测业务进行盈利预测并估值，核心假设及逻辑如下：

封测业务：

收入假设：

1) 市场规模：

长电科技所处的封测行业，其市场空间直接由前道晶圆制造的实际产出决定。核心测算逻辑是：封装总需求量等于晶圆产量，而晶圆产量由产能、稼动率和良率共同决定。在此基础上，市场进一步分化为技术路径与增长前景迥异的两大板块：传统封装与先进封装，其中先进封装正成为推动行业价值增长的核心引擎，其市场规模与占比预计将持续提升。

具体而言，全球晶圆产量基于产能、稼动率与良率综合测算得出。根据我们此前的产能测算，预计全球12寸晶圆产能将由2025年1200万片每月增长为2040年3300万片每月，而全球8寸晶圆产能将基本持平。在2040年12寸良率90%，8英寸95%，产能利用率80%的假设下，预计全球12寸晶圆产量将由2025年964万片每月增长为2040年2376万片每月。

以此为基，随着高性能计算、人工智能等需求驱动，晶圆中采用先进封装技术的比例将持续提升。这构成了市场增长的双引擎：先进封装市场依靠“量增”（占比提升）与“价升”（技术附加值）快速扩张；而传统封装市场则主要依赖晶圆总量的温和增长，其单价呈缓慢下降趋势。

基于此模型，预计到2040年，全球先进封装市场规模将从2025年的594亿元显著增长至1906亿元，而传统封装市场则从464亿元温和增长至682亿元。这清晰地揭示了封测行业未来的核心增长动力将来自于先进封装对传统封装的结构性替代与价值提升。

2) 市占率:

目前，长电科技在全球封测行业中市占率约10%，近八年来一直保持在国内第一、全球第三的位置。考虑到长电科技仍较全球龙头日月光、安靠规模、客户粘性、技术优势上存在客观差距，较国内友商来说也同样具备规模经济和技术优势，我们认为长电科技在全球封测行业中市占率将以保持现有份额为主。

盈利能力假设:

封测业务历史毛利率较低，近五年随行业周期在13%-19%之间波动，综合考虑到行业周期性、公司产能释放节奏、先进封装持续渗透，我们认为长电科技封测业务在五年内同样在随周期波动，远期毛利率稳定在16%。

表2：公司整体业绩预测

长电科技	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	337.6	296.6	359.6	433.3	472.3	507.3	569.9	672.5
归母净利润(亿)	32.3	14.7	16.1	22.6	29.6	29.0	29.5	31.4
归母净利润增速(%)	9.2	-54.4	9.4	40.3	30.9	-2.2	2.0	6.2
经营性净利润(亿)	31.4	13.9	14.5	23.0	30.0	29.3	29.9	31.7
经营性净利润增速(%)	16.1	-55.6	4.4	58.1	30.5	-2.2	2.0	6.1
经营性归母净利润(亿)	31.4	13.9	14.5	23.0	30.0	29.3	29.9	31.7
经营性归母净利润增速(%)	16.1	-55.6	4.2	58.1	30.5	-2.2	2.0	6.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

封测业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	337.6	296.6	359.6	433.3	472.3	507.3	569.9	672.5
收入增速(%)	10.7	-12.1	21.2	20.5	9.0	7.4	12.3	18.0
经营性净利润(亿)	31.4	13.9	14.5	23.0	30.0	29.3	29.9	31.7
经营性净利率(%)	9.3	4.7	4.0	5.3	6.4	5.8	5.3	4.7
经营性净利润增速(%)	16.1	-55.6	4.4	58.1	30.5	-2.2	2.0	6.1

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
封测业务	5.6%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	69.2
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
封测业务(亿)	54.6	607.8	662.4	44.3	-	31.0	737.7
公司整体测算(亿)	54.6	607.8	662.4	44.3	-	31.0	737.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
封测业务(亿)	214.8	474.5	689.3	44.3	-	31.0	764.6
公司整体测算(亿)	214.8	474.5	689.3	44.3	-	31.0	764.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性



公司估值确定性一般，主要因为中短期先进封装放量节奏存在不确定性，以及作为成长行业未来行业终局不确定性较高，上述估值假设来自中性假设。不及预期的风险在于下游传统封测需求恢复偏弱、高端产能爬坡缓慢以及在客户端导入存在障碍；超预期的可能主要来自高端先进封装价值量显著提升，公司以XDFOI为代表的先进封装产品持续获得高端客户认可并大规模上量。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。