



华海诚科

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

升级前夜，材料当先，HBM 革新 AI 存储

环氧塑封料：国产化率低，先进封装+HBM 带动行业量价齐升

环氧塑封料（EMC）属于半导体封装材料里的包封材料，随着先进 IC 封装技术的不断发展，对 EMC 材料的综合性能提出越来越高的要求。国产化率较低，根据公司数据、高性能 EMC 国产化率仅 10-20%，海外主要竞争对手包括住友电木、力森诺科等。

随着国内封测向先进封装迭代，环氧塑封料存在产品结构迭代、单位价值量跃升的逻辑。参考衡所华威数据，先进封装 EMC 单价是高性能 EMC 的 5-6 倍、是基础 EMC 价格的 10 倍以上。以存储为例，随着 SK 海力士从 DRAM 向 HBM 迭代，其 HBM 采用 MR-MUF 技术、在半导体芯片缝隙中注入液体 EMC。

强强联合，加速导入海外存储产业链

2024 年 11 月公司公告拟购买衡所华威 100% 股权，其中 70% 股权交易价格定为 11.2 亿元，现金支付 3.2 亿元、股份支付 3.2 亿元（股份发行价格为 56.15 元/股，发行数量为 570 万股、占发行后总股本的 6.60%）、可转债支付 4.8 亿元（初始转股价格为 56.15 元/股，存续期 4 年），2025 年 10 月所有股权均已实现过户。交易成功后，上市公司在半导体环氧塑封料领域的年产销量有望突破 2.5 万吨，稳居国内龙头地位，跃居全球出货量第二位。收购落地后有望加速导入海外存储产业链，衡所华威韩国全资子公司 Hysolem 目前已量产先进封装类环氧塑封料。

盈利预测、估值和评级

①环氧塑封料行业国产化率低，国产存储企业加速材料端国产替代，②收购衡所华威、公司出货量跃居全球第二大，同时加速导入海外供应链，③先进封装+HBM 带动行业量价齐升，期待材料端单位价值量跳升。考虑到 2025 年是并购落地期，估计 2026 年经营融合才开始有直观体现，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.40、1.03 和 1.30 亿元，现价对应动态 PE 分别为 215x、83x、66x，给以 2027 年 75X PE 估值，目标价 111 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

国产替代不及预期；进入海外供应链节奏不及预期；收购后整合不及预期；行业竞争格局恶化；限售股解禁和股东减持风险；收购标的与上市公司估值偏离风险；商誉减值风险。

建筑建材组

分析师：李阳（执业 S1130524120003）

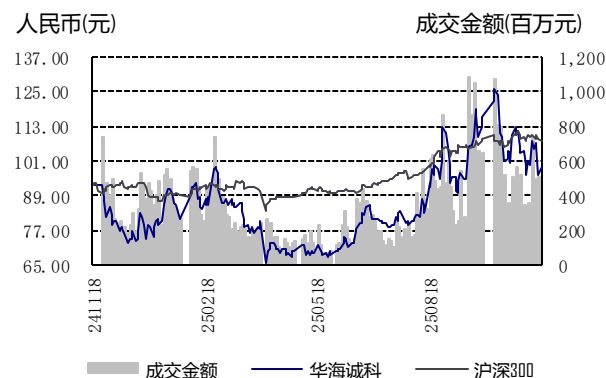
liyang10@gjzq.com.cn

分析师：赵铭（执业 S1130524120004）

zhaoming@gjzq.com.cn

市价（人民币）：98.99 元

目标价（人民币）：111 元



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	283	332	456	1,044	1,248
营业收入增长率	-6.70%	17.23%	37.60%	128.87%	19.51%
归母净利润(百万元)	32	40	40	103	130
归母净利润增长率	-23.26%	26.63%	-0.82%	159.24%	25.96%
摊薄每股收益(元)	0.392	0.496	0.460	1.192	1.502
每股经营性现金流净额	0.39	0.04	-0.25	-2.43	0.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.08%	3.86%	2.96%	7.44%	9.04%
P/E	236.64	149.76	215.24	83.03	65.91
P/B	7.29	5.77	6.37	6.18	5.96

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 环氧塑封料：国产化率低，先进封装+HBM 带动行业量价齐升	4
1.1 国产化率较低的半导体封装材料	4
1.2 先进封装+HBM 拉动环氧塑封料单位价值量跃升	6
2 强强联合，加速导入海外存储产业链	8
2.1 国内环氧塑封料龙头企业，客户包括主流内资封测厂	8
2.2 收购衡所华威，EMC 出货量跃居全球第二	9
3 盈利预测与投资建议	11
3.1 盈利预测	11
3.2 投资建议及估值	12
风险提示	13

图表目录

图表 1： 半导体封装材料分类	4
图表 2： 环氧塑封料应用图示	4
图表 3： 先进封装用 EMC 的组成设计及开发要点	5
图表 4： 环氧塑封料行业主要企业	5
图表 5： 传统/高性能/先进封装类环氧塑封料应用场景	6
图表 6： 衡所华威各产品单价（万元/吨）	6
图表 7： 衡所华威各产品销量（吨）	6
图表 8： MR-MUF 工艺在 HBM 中的应用	7
图表 9： 国际主流 LEMC 制造厂商对材料性能的要求	7
图表 10： 公司营收及 yoy.	8
图表 11： 公司归母净利润及 yoy.	8
图表 12： 公司收入拆分（单位：亿元）	8
图表 13： 公司 2021 年前五大客户-按收入拆分	9
图表 14： 公司先进封装环氧塑封料产品布局（截至 2023 年 3 月）	9
图表 15： 公司数名高管曾有任职衡所华威的履历	10
图表 16： 收购前 2024 年华海诚科+衡所华威合计销量达 2.47 万吨	10
图表 17： 收购前 2024 年华海诚科+衡所华威合计收入达 8 亿元	10
图表 18： 全球环氧塑封料公司市占率统计-按销量	10
图表 19： 全球环氧塑封料公司市占率统计-按收入	10
图表 20： 衡所华威 2024 年前五大客户-按收入拆分	11
图表 21： 公司盈利预测拆分	12



图表 22: 公司销售费用拆分 (剔除股权激励前后)	12
图表 23: 可比公司估值比较 (市盈率法)	13



1 环氧塑封料：国产化率低，先进封装+HBM 带动行业量价齐升

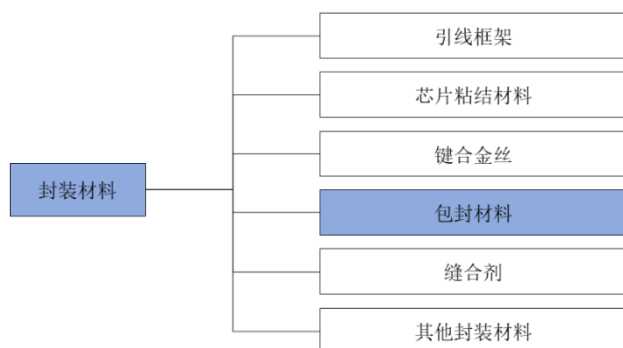
1.1 国产化率较低的半导体封装材料

环氧塑封料属于半导体封装材料里的包封材料。根据封装材料的不同，电子封装分为塑料封装、陶瓷封装和金属封装 3 种：

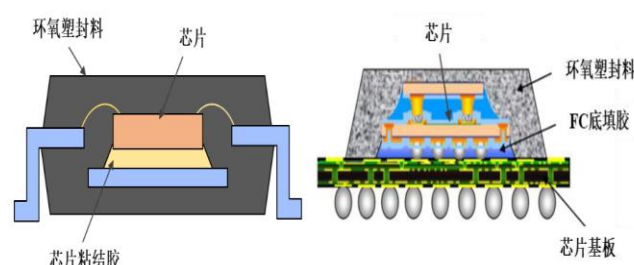
- 陶瓷封装和金属封装为气密性封装，由于其工艺复杂、成本高，主要用于航空航天领域；
- 塑料封装由于其成本低廉、工艺简单、并适合于大批量生产，目前在全世界范围内占集成电路市场的 95%以上，封装形式包括 DIP、SOP、BGA、CSP 等类型。

环氧塑封料（EMC），全称为环氧树脂模塑料，用于半导体封装的一种热固性材料，以环氧树脂为基体树脂，以高性能酚醛树脂为固化剂，加入硅微粉等填料，以及添加多种助剂加工而成，主要功能为保护半导体芯片不受外界环境（水汽、温度、污染等）的影响，并实现导热、绝缘、耐湿、耐压、支撑等复合功能。

图表1：半导体封装材料分类



图表2：环氧塑封料应用图示



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

随着先进 IC 封装技术的不断发展，对 EMC 材料的综合性能提出越来越高的要求：

（1）高耐热与低熔体黏度，随着汽车和电子等特种芯片产品的快速发展以及高熔点无铅焊料的广泛使用，EMC 发展趋势为进一步提高耐温等级和高温尺寸稳定性；

（2）高导热与高绝缘，随着 IC 芯片向高速高集成化和微型化方向发展，芯片工作时的发热问题越来越突出，EMC 作为芯片的导热通道、需要具有更高热导率，方法有加入高导热填料，以及应用具有本征高导热特性的特种环氧树脂与酚醛固化剂；

（3）低翘曲与高熔体流动性，为适应大尺寸模塑封装工艺，需要 EMC 固化物具有尽可能低的翘曲率，同时在模塑过程中保持优良的熔体流动性，方法为提升现有 EMC 中的球型硅微粉含量（质量分数 $\geq 90\%$ ）；

（4）低介电常数与介电损耗，为实现脉冲信号传递的高速化，要求所使用的介质材料应具有尽可能低的介电常数 Dk 和介电损耗 Df，方法为应用含有脂环单元的特种环氧树脂；

（5）适应大尺寸器件封装成型工艺。EMC 目前主要是采用传递模塑工艺进行 IC 芯片封装，因此产品类型主要以固体柱状为主。后续为适应大尺寸模塑封装工艺、如板级 FOWLP 封装应用需求，需要采用压缩型模塑工艺，相应 EMC 也需由传统的固体柱状产品向固体颗粒状/液态形式发展。



图表3：先进封装用 EMC 的组成设计及开发要点



来源：《IC 封装环氧塑封料用商业化环氧树脂与酚醛固化剂的研究进展》（作者：王璐等），国金证券研究所

国产化率较低，根据公司数据、估计高性能 EMC 国产化率仅 10-20%，先进封装国产化率更低，海外主要竞争对手包括住友电木、力森诺科等，国内企业有望重塑 EMC 行业竞争格局。根据共研咨询数据，2025 年我国半导体用环氧塑封料产量为 23.24 万吨，国内主流环氧塑封料企业包括：

- 华海诚科，2024 年环氧塑封料销售量为 1.19 万吨，同时收购国内另一家环氧塑封料企业衡所华威（截至 2025 年 10 月，衡所华威所有股权均已实现过户），收购落地后环氧塑封料年产销量有望超 2.5 万吨，稳居国内龙头地位，跃居全球出货量第二位；
- 飞凯材料子公司兴凯半导体，环氧塑封料前期优先保障在功率器件、电源分立适配、家电及光伏等成熟应用领域的市场份额，今年正投资建设一条专用于先进封装的高性能 EMC 产线。

图表4：环氧塑封料行业主要企业

企业名称	简介
力森诺科	力森诺科（原日立化成）是全球知名的半导体材料制造商，主要产品桧謝为半导体专用封装材料及感光性干膜
住友电木	成立于 1995 年 12 月，主要生产和销售半导体用环氧化合物、电子和电器安装用酚醛树脂以及电子器件电路连接用的各向异性导电薄膜和其他化学产品。
华海诚科	成立于 2010 年 12 月，是一家专注于半导体封装材料的研发及产业化的国家级专精特新“小巨人”企业，已发展成为我国规模较大、产品系列齐全、具备持续创新能力的环氧塑封料厂商
衡所华威	国家级专精特新“小巨人”企业，衡所华威及其前身深耕半导体芯片封装材料领域 40 余年，系国内首家量产环氧塑封料的厂商，积累了一批全球知名的半导体客户
长春塑封料	于 1949 年在中国台湾省创立，是中国台湾省名列前茅的大型综合塑料、电子和精细化工集团，旗下事业产品横跨工程塑胶、电子材料化学品、成形材料、塑料添加、接着剂、纺织类、药用中间体、工业中间体、树脂类、水处理、包装材料等类型
中科科化	由北京科化新材料科技有限公司创办，是一家专业从事环氧塑封料产品研发、生产和销售的高新技术企业，重点聚焦高密度集成电路先进封装、汽车电子、第三代半导体等应用领域进行环氧塑封料的开发
兴凯半导体	成立于 1996 年，为飞凯材料控股子公司，该公司专业生产应用于半导体器件、机电电路等封装所需的环氧塑封料，为业界主要供货商之一，2024 年兴凯半导体实现营收 2.32 亿元
创达新材	重点围绕电子封装领域进行产品研发及产业化，形成产品形态从固态模塑料到液态封装料的多品类布局，主要客户群体涵盖功率半导体、光电半导体、汽车电子等多个行业知名厂商。2024 年实现营收 4.19 亿元，其中约 1/3 为环氧塑封料

来源：公司公告，国金证券研究所



1.2 先进封装+HBM 拉动环氧塑封料单位价值量跃升

随着集成电路制程工艺已接近物理尺寸极限，“后摩尔时代”集成电路通过先进封装技术提升芯片整体性能已成为趋势，先进封装技术已成为延续摩尔定律的最佳选择之一，预计在封装市场的占比将逐步提升。

图表5：传统/高性能/先进封装类环氧塑封料应用场景

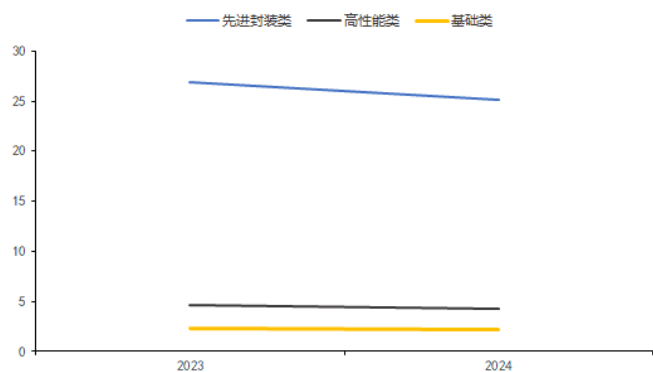
产品类型	应用	下游应用领域
先进封装	高端 IC	消费电子，工业应用，汽车电子
	第三代半导体	消费电子，工业应用，汽车电子，新能源
	高端封装	消费电子
	高压器件	消费电子，工业应用
高性能类	电容	消费电子，工业应用，汽车电子
	智能模块	消费电子，工业应用等
	中端 TO	消费电子，家用电器，工业应用
	电机封装	特殊封装-汽车转子
	全包封	工业应用，汽车电子
	中端 IC	消费电子，工业应用，汽车电子
	中端 IC	消费电子，汽车电子
	传感器	消费电子，工业应用，汽车电子
基础类	基础 TO	基础消费电子
	中端 TO	消费电子，家用电器，工业应用，白色家电，光伏模块

来源：公司公告，国金证券研究所

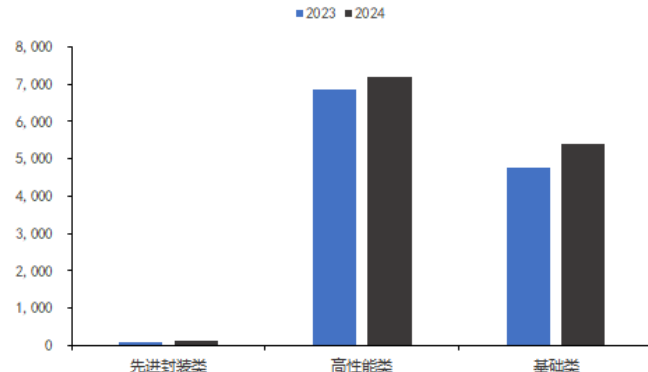
随着国内封测向先进封装迭代，环氧塑封料存在产品结构迭代、单位价值量跃升的逻辑。先进封装类环氧塑封料相较传统封装类更高端，应用 FOWLP/FOPLP 的环氧塑封料需以颗粒状（GMC）的形态呈现，对环氧塑封料的导热性、吸水率、应力、粘接力、可靠性等性能提出了更高要求。参考华海诚科收购标的衡所华威数据，先进封装 EMC 单价是高性能 EMC 的 5-6 倍、是基础 EMC 价格的 10 倍以上。

图表6：衡所华威各产品单价（万元/吨）

图表7：衡所华威各产品销量（吨）



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

以存储为例，随着 SK 海力士从 DRAM 向 HBM 迭代，其 HBM 技术是大规模回流成型底部填充（MR-MUF）技术，将半导体芯片堆叠，在其缝隙中注入液体 EMC（LEMC），并固化以保护芯片间电路。LEMC 具有可中低温固化、低翘曲、模塑过程无粉尘、低吸水率及高可靠性等优点，是目前用 WLCSP 技术的主要塑封材料，在 WLCSP 技术以及 HBM 产品中得到广泛应用。

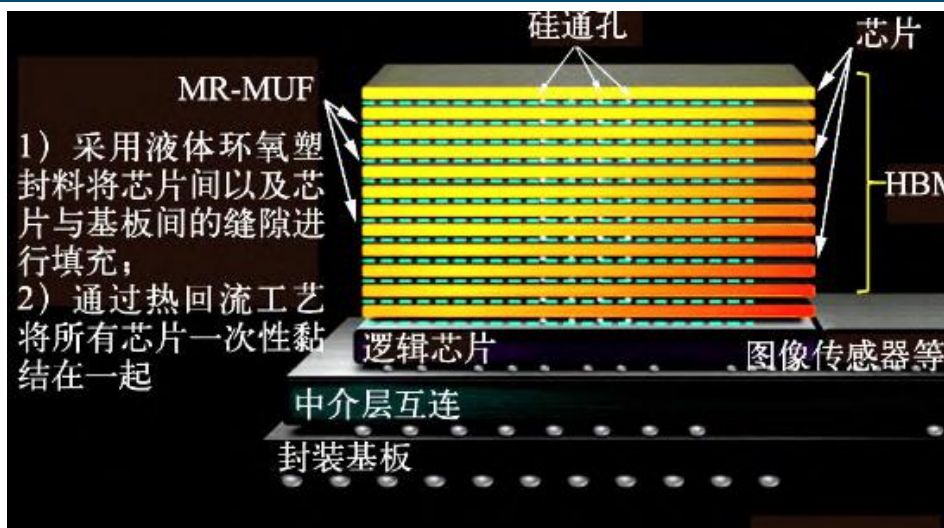
先进封装技术对 MR-MUF 型 LEMC 的性能需求主要体现在：

- 适宜的工艺黏度以保障在封装工艺操作过程中具有出色的流动性。由于填料含量高，LEMC 在施胶过程中具有很高的黏度，需采用特定的点胶技术、以使流体能集成在全自动压缩成型机中。LEMC 的黏度值一般不超过 1000Pa·s，随着填料含量增加，其热

膨胀系数 (CTE) 降低, 而黏度增加。因此在成型过程中, 需使用平衡良好的材料, 使黏度低于 $1000\text{Pa} \cdot \text{s}$ 的临界值:

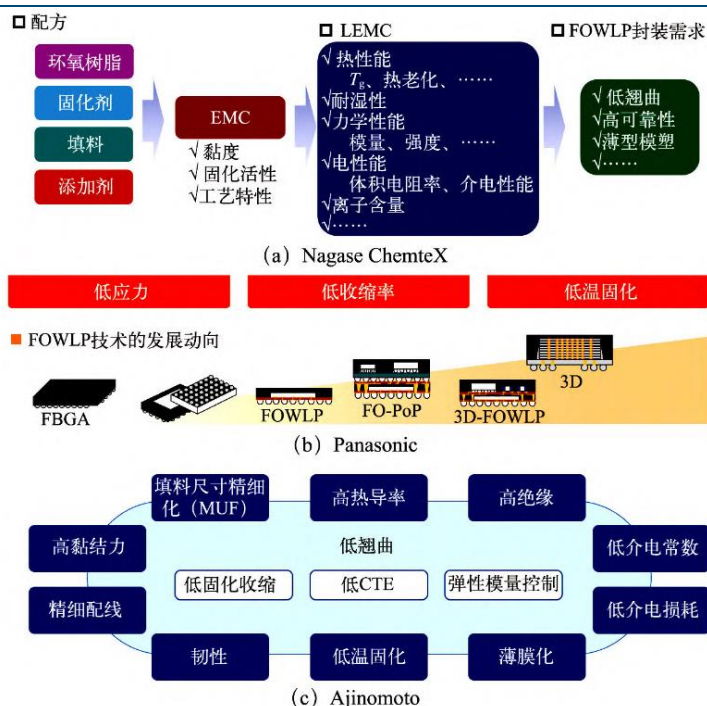
- 成型温度下优良的流动性以实现窄间距 ($\leq 20\text{ }\mu\text{m}$) 的填充。LEMC 在成型过程中, 良好的流动性可减少封装成型过程中填料堵塞造成的流痕等不良现象, 尤其是在芯片与压缩机模具间距较小时;
- 良好的低温 ($\leq 100^{\circ}\text{C}$) 固化性;
- 固化物具有低 CTE 和低热阻 (高热导率), 以防止封装体由于热应力而产生翘曲等。玻璃化转变温度 T_g 以下的 CTE 目标值应小于 $1 \times 10^{-5} \text{K}^{-1}$, 而热阻值则尽可能低。

图表8: MR-MUF 工艺在 HBM 中的应用



来源：《液体环氧塑封料的应用进展》（作者：肖思成等），国金证券研究所

图表9: 国际主流 LEMC 制造厂商对材料性能的要求



来源：《液体环氧塑封料的应用进展》（作者：肖思成等），国金证券研究所

根据韩国 Business Korea 报道，SK 海力士将其 HBM4 产品供应给英伟达，比其前代 HBM 产品单价高出 50% 以上。HBM4 将用于英伟达下一代 AI 芯片 Rubin，预计将于 26H2 问世。



HBM4 拥有 2048 条数据传输通道 (I/O)，是 HBM3E 的 2 倍 (1024 条)，此外 HBM4 还在 GPU 与 HBM 的基片中集成了“逻辑工艺”，如计算效率和能源管理功能。

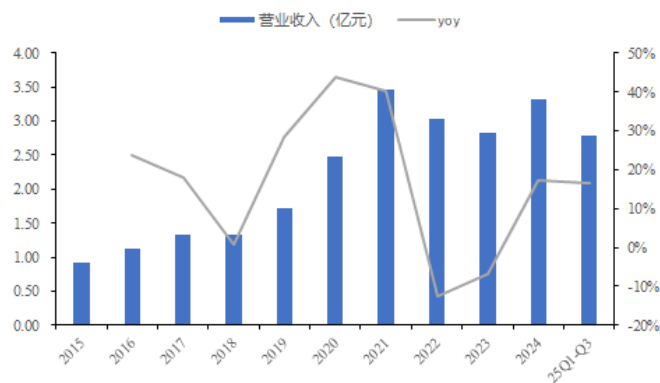
2 强强联合，加速导入海外存储产业链

2.1 国内环氧塑封料龙头企业，客户包括主流内资封测厂

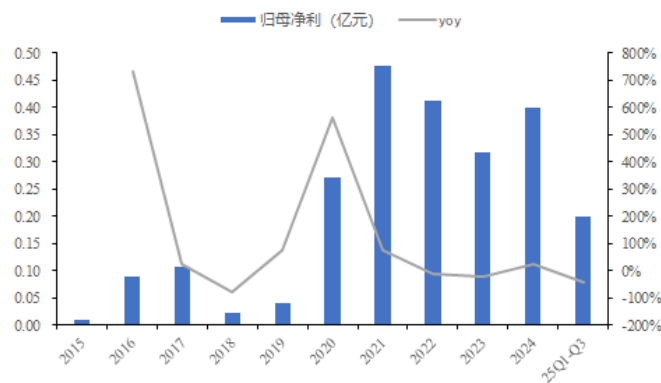
公司收入从 2015 年的 0.91 亿元增长至 2024 年的 3.32 亿元，CAGR 为 15.5%。2019-2021 年公司收入处于快速增长期，2022-2023 年受消费电子景气度放缓影响、收入同比负增，2024 年公司收入已重回增长。25Q1-Q3 公司实现收入 2.79 亿元、同比+17%。

业绩角度，2019 年以来整体与收入呈现同向波动趋势，2024 年公司归母净利润为 0.40 亿元、同比+27%，25Q1-Q3 公司实现归母净利润 0.20 亿元、同比-43%，业绩同比负增，主因系股权激励费用影响，例如 25H1 公司股份支付费用为 1160 万元（根据公司激励限制性股票激励公告，2024-2026 年公司激励计划需摊销的总费用分别为 329、1117、443 万元，激励带来的管理费用主要体现在 2025 年）。

图表10：公司营收及 yoy



图表11：公司归母净利润及 yoy

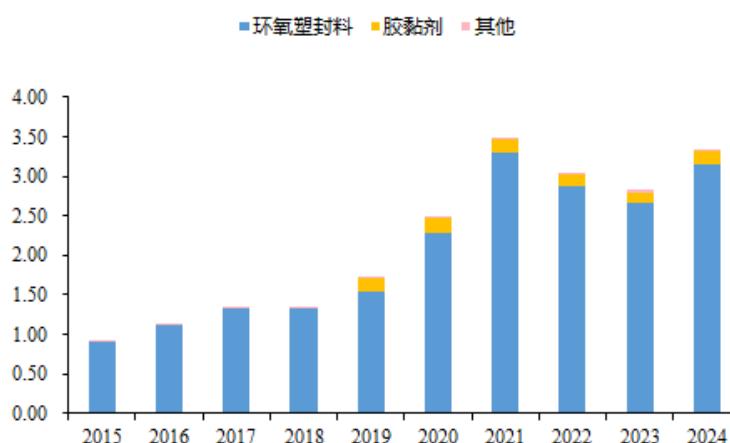


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

收入占比角度，公司主营业务主要为环氧塑封料（2024 年占比为 95%），胶黏剂业务收入规模整体偏小。

图表12：公司收入拆分（单位：亿元）

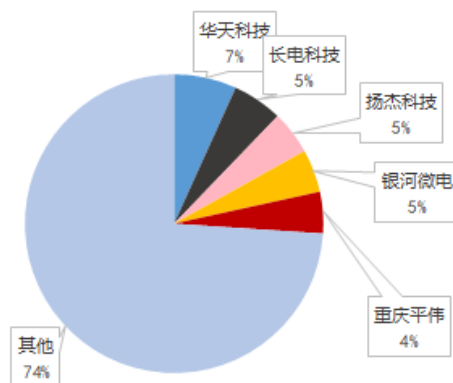


来源：wind，国金证券研究所

公司头部客户均为国内知名半导体封测企业，例如 2021 年公司前五大客户包括华天、长电、扬杰科技、银河微电等。根据公司招股说明书确认，2021 年公司为长电科技、华天科技、气派科技、银河微电、晶导微、虹扬科技、四川利普芯、重庆平伟等国内半导体封装厂商的第一大内资供应商。



图表13: 公司 2021 年前五大客户-按收入拆分



来源: wind, 国金证券研究所

公司应用于先进封装的产品 (QFN/BGA、SiP、FC、FOWLP/FOPLP 等) 已在客户验证中取得一系列突破。

图表14: 公司先进封装环氧塑封料产品布局 (截至 2023 年 3 月)

应用领域	代表型号	产品进度
QFN	EMG-700-NCJ	应用于 QFN 的产品已通过通富微电、长电科技等厂商的考核验证, 获得了通富微电出具的“产品可靠性好、低应力、翘曲控制良好等性能特点, 性能指标均达到我司使用要求, 已通过我司 MSL3 级考核, 与外资同类产品性能相当, 在客户应用中评价良好”的应用结论, 并已实现小批量生产与销售
BGA	EMG-700-BH/ EMG-700-GHT	正在客户 A、客户 B、长电科技、华天科技的考核验证中。其中 EMG-700-GHT 系列产品在华天科技的考核进展良好, 取得了“冲线、翘曲等均合格, MSL、TCT 等可靠性考核均已通过”的考核评价, 目前尚在开展 HTSL 可靠性考核验证
FC	656 系列 (FC 底填胶)	FC 底填胶多款产品已实现小批量生产与销售, 另两款产品已通过星科金朋的考核验证
系统级封装 (SiP)	EMG-900-HM/HM-L	正积极配合客户 A 开展研发工作, 且 EMG-900-HM 已通过客户 A 的考核验证, 获得了“无分层、无气孔、无开裂, 无模流填充, MSL3 测试通过, 无分层导致不良”的结论
晶圆级封装	68 系列 (液态塑封料 LMC)	已在通富微电、华进半导体等客户开展了工艺性能验证
	EMG-900-ACF (GMC 颗粒状塑封料)	GMC 相关产品已通过佛智芯的考核验证, 可提供适用于压缩成型工艺的颗粒状产品, 获得了佛智芯出具的“华海诚科 EMG-900-ACF 颗粒状产品在压缩模塑成型后无气孔、翘曲小、膜厚均匀、填充性良好等性能特点, 与外资同类产品相当”的应用结论

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2 收购衡所华威, EMC 出货量跃居全球第二

2024 年 11 月, 公司公告拟购买衡所华威 100% 股权, 其中 70% 股权交易价格定为 11.2 亿元, 现金支付 3.2 亿元、股份支付 3.2 亿元 (股份发行价格为 56.15 元/股, 发行数量为 570 万股、占发行后总股本的 6.60%)、可转债支付 4.8 亿元 (初始转股价格为 56.15 元/股, 存续期限 4 年)。2025 年 9 月发行股份及支付现金购买衡所华威已得到证监会批复, 10 月衡所华威 70% 已实现过户。



图表15：公司数名高管曾有任职衡所华威的履历

姓名	目前在华海诚科职务	衡所华威工作履历
韩江龙	董事长、总经理	1987年8月-2010年3月，历任华威电子副科长、车间主任、副总经理、董事长、总经理
成兴明	董事、副总经理	1986年7月-2010年8月，历任华威电子研发工程师、车间副主任、质量部部长、副总工程师、总工程师、副总经理
陶军	董事	2000年2月-2010年12月，任华威电子副总经理

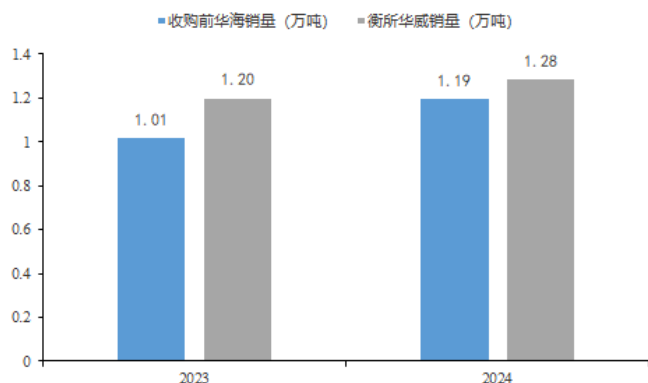
来源：公司公告，国金证券研究所

本次交易实施前，华海诚科以及衡所华威分居半导体环氧塑封料国内厂商出货量第二、第一，2024年华海诚科环氧塑封料销量1.19万吨、整体收入3.32亿元，衡所华威环氧塑封料销量1.28万吨、整体收入4.68亿元。待交易成功实施后，上市公司在半导体环氧塑封料领域的年产量有望突破2.5万吨，稳居国内龙头地位，跃居全球出货量第二。

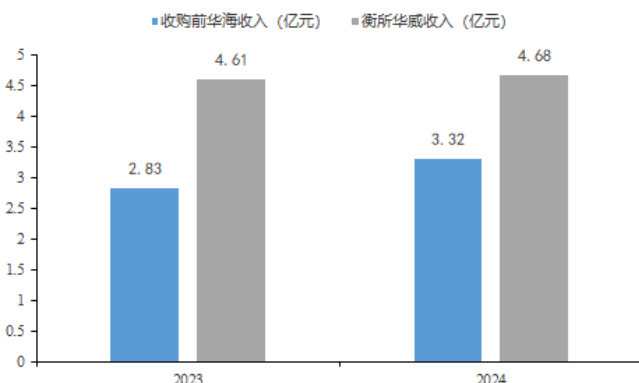
根据公司收购报告数据，①销量角度，衡所华威/华海诚科分列全球第三/四名，全球市占率分别为9%、9%，②收入角度，衡所华威/华海诚科分列全球第七/八名。

图表16：收购前2024年华海诚科+衡所华威合计销量达2.47万吨

图表17：收购前2024年华海诚科+衡所华威合计收入达8亿元



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

图表18：全球环氧塑封料公司市占率统计-按销量

排名	公司	市占率
1	住友电木（日本）	28%
2	力森诺科（日本）	16%
3	衡所华威	9%
4	华海诚科	9%
5	长春塑封料	8%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表19：全球环氧塑封料公司市占率统计-按收入

排名	公司	市占率
1	住友电木（日本）	35%
2	力森诺科（日本）	19%
3	松下（日本）	7%
4	京瓷（日本）	5%
5	信越化学（日本）	5%

来源：公司公告，国金证券研究所

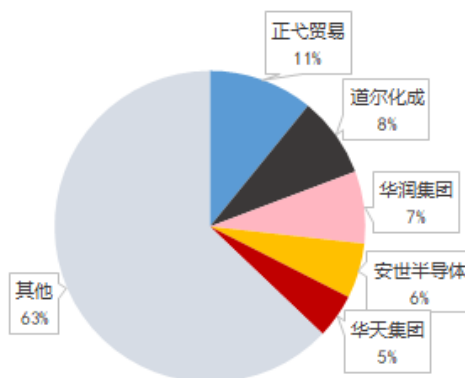
衡所华威及其前身深耕半导体封装材料领域四十余年，“Hysol”品牌知名度高，客户包括安世半导体、日月新、艾维克斯、基美、意法半导体、安森美、德州仪器、威世等国际半导体领先企业，以及长电科技、通富微电、华天科技、华润微等国内半导体封测龙头企业，



同时打入英飞凌、力特、士兰微等供应体系。

收购落地后有望加速导入海外存储产业链，衡所华威韩国全资子公司 Hysolem 目前已量产先进封装类环氧塑封料，主要客户包括 STATS CHIPPAC (SCK，长电科技全资孙公司)、LB-Lusem (LG 集团内企业)、KEC (韩国电子控股) 等。

图表20：衡所华威 2024 年前五大客户-按收入拆分



来源：公司公告，国金证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

环氧塑封料：

- 2023-2024 年公司环氧塑封料销量分别为 1.01、1.19 万吨，单价分别为 1.95、1.98 万元/吨；
- 公司 2025 年 9 月发行股份及支付现金购买衡所华威已得到证监会批复，10 月衡所华威所有股权已实现过户，我们假设 2025 年衡所华威并表 2 个月（2025 年 11-12 月），即公司收入含原先主体、2025 年原先主体销量增速预计为 16%，以及 2 个月衡所华威收入，即 2025 年环氧塑封料销量为 1.6 万吨；
- 2026 年起衡所华威有望实现全年并表，衡所华威及其韩国子公司 Hysolem 2024 年累计销量达 1.28 万吨，我们假设其 2025 年合计销量略有增速、估计在 1.35 万吨（未披露报表），2026 年完全并表后，在环氧塑封料国产化率低、同时先进封装+HBM 带动行业高景气的背景下，我们假设公司完全并表后的销量增速分别为 15%、18%，即 2026-2027 年环氧塑封料销量分别为 3.15、3.72 万吨；
- 价格方面，衡所华威 2023-2024 年环氧塑封料单价分别为 3.85、3.65 万元/吨（我们测算，综合考虑公司原先主体+衡所华威，2023-2024 年环氧塑封料单价分别为 3.36、3.23 万元/吨），明显高于公司原先主体，我们预计与衡所华威下游产品结构/客户结构有关。因此，我们预计并表后公司单价会有一定上移，叠加公司高阶产品加速导入海外存储产业链，假设 2026-2027 年环氧塑封料单价分别为 3.27、3.32 万元/吨；
- 综合以上测算，预计 2025-2027 年公司环氧塑封料业务收入分别为 4.41、10.29、12.32 亿元，同比增速分别为 39%、133%、20%。预计 2025-2027 年公司环氧塑封料业务毛利率分别为 26.2%、27.8%、28.6%，预计随着衡所华威并表+高阶产品占比提升，毛利率有望逐步提升。

费用率：①我们预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 4.7%、4.5%、4.5%，公司整体销售费用率稳定；②根据公司激励限制性股票激励公告，2024-2026 年公司激励计划需摊销的总费用分别为 329、1117、443 万元，激励带来的管理费用主要体现在 2025 年。我们预计剔除激励费用后，对应 2025-2027 年管理费用率分别为 7.55%、6.18%、6.17%，整体维持在 6-7.5%之间，并购会有望逐步体现规模效应。加回激励费用后、报表口径 2025-2027 年管理费用率分别为 10.00%、6.60%、6.30%；③我们预计 2025-2027 年公司研发费用率分别为 8.0%、7.5%、7.5%，国产替代大背景下、预计研发费用率整体维持较高水平。


图表21：公司盈利预测拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
环氧塑封料					
收入（亿元）	2.66	3.16	4.41	10.29	12.32
YoY		19%	39%	133%	20%
销量（吨）	10146	11944	16022	31458	37121
单价（万元/吨）	2.62	2.64	2.75	3.27	3.32
毛利率	25.56%	25.16%	26.18%	27.83%	28.61%
费用率					
销售费用率	4.76%	5.04%	4.70%	4.50%	4.50%
管理费用率	7.40%	7.65%	10.00%	6.60%	6.30%
研发费用率	8.71%	7.96%	8.00%	7.50%	7.50%
整体					
收入（亿元）	2.83	3.32	4.56	10.44	12.48
YoY		17%	38%	129%	20%
毛利率	26.88%	25.63%	26.49%	27.94%	28.70%

来源：wind，国金证券研究所

图表22：公司销售费用拆分（剔除股权激励前后）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
管理费用绝对值（万元）	2095	2536	4563	6893	7863
激励费用-预计值（万元）		329	1117	443	160
管理费用-激励费用（万元）	2095	2207	3447	6450	7704
管理费用率（考虑激励费用）	7.40%	7.65%	10.00%	6.60%	6.30%
管理费用率（剔除激励费用）	7.40%	6.65%	7.55%	6.18%	6.17%

来源：wind，国金证券研究所

根据以上假设，我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 4.56、10.44、12.48 亿元，同比增速分别为 38%、129%、20%，2025-2027 年归母净利润分别为 0.40、1.03 和 1.30 亿元，同比增速分别为-1%、159%、26%。

3.2 投资建议及估值

同行业可比上市公司包括兴森科技（国产载板企业，下游同样为封测）、宏和科技（主要看点为低介电电子布+低膨胀电子布，为载板原材料）、晶瑞电材（半导体材料平台型公司）、中芯国际（国产算力核心标的）。可比公司股价对应 2025-2027 年平均 PE 分别为 182x、115x、85x，公司目前股价对应 2025-2027 年 PE 在 215x、83x、66x。

投资建议：我们看好公司①环氧塑封料行业国产化率低，国产存储企业加速材料端国产替代，②收购衡所华威、公司出货量跃居全球第二大，同时加速导入海外供应链，③先进封装+HBM 带动行业量价齐升，期待材料端单位价值量跳升。考虑到 2025 年是并购落地期，估计 2026 年经营融合才开始有直观体现，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.40、1.03 和 1.30 亿元，现价对应动态 PE 分别为 215x、83x、66x，给以 2027 年 75X PE 估值，目标价 111 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。


图表23：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002436.SZ	兴森科技	21.01	0.13	-0.12	0.08	0.20	0.38	263	105	55
603256.SH	宏和科技	30.15	-0.07	0.03	0.20	0.30	0.41	151	101	74
300655.SZ	晶瑞电材	15.81	0.01	-0.18	0.12	0.15	0.19	132	105	83
688981.SH	中芯国际	117.63	0.61	0.46	0.64	0.78	0.93	184	151	126
平均								182	115	85
688535.SH	华海诚科	98.99	0.39	0.50	0.46	1.19	1.50	215	83	66

来源：ifind，国金证券研究所（兴森、宏和、晶瑞、中芯采用 wind 一致预期）

注：股价基准日为 2025 年 11 月 17 日收盘价

风险提示

国产替代不及预期：国产化率较低、估计高性能 EMC 国产化率仅 10-20%，先进封装国产化率更低。海外主要竞争对手包括住友电木、力森诺科等，国产化率较低的背景下，我们预计国内主流存储企业有较强诉求推进材料端国产替代，但如果替代节奏不及预期，可能导致我们的测算偏乐观。

进入海外供应链节奏不及预期：拟收购的衡所华威韩国全资子公司 Hysolem 目前已量产先进封装类环氧塑封料，主要客户包括 STATS CHIPPAC (SCK，长电科技全资孙公司)、LB-Lusem (LG 集团内企业)、KEC (韩国电子控股) 等。目前全球存储市场龙头企业仍然为外资三星、海力士、美光等，如果公司进入海外供应链的节奏偏慢，可能导致高端产品（如 LEMC、GMC 等）放量节奏不及预期。

收购后整合不及预期：公司董事长韩江龙、董事成兴明、董事陶军在创立华海诚科前，曾有多多年任职于衡所华威的经验，我们认为双方文化接近，或有利于后续整合。但如果双方整合不及预期，可能影响公司整体发展。

行业竞争格局恶化：销量角度，衡所华威/华海诚科分列全球第三/四名，全球市占率分别为 9%，收入角度，衡所华威/华海诚科分列全球第七/八名。但如果有更多中国企业切入环氧塑封料领域，可能会导致行业竞争格局恶化，甚至出现价格下滑风险。

限售股解禁和股东减持风险：公司于 2026 年 4 月和 11 月分别要解禁 2824、570 万股，解禁数量占解禁后流通股的比重分别为 35%、6.6%，后续可能存在较大规模的限售股解禁和股东减持风险。

收购标的与上市公司估值偏离风险：收购标的衡所华威整体对价为 16 亿元，2024 年衡所华威净利润为 0.46 亿元，对应收购 PE 约 35X。而 2024 年末华海诚科 PE 约 50X，本次收购可能存在收购标的与上市公司估值偏离的风险。

商誉减值风险：公司收购衡所华威后预计会产生 10.81 亿元商誉，占公司总资产的比重高，后续如果整合不及预期，可能存在较大规模的商誉减值风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	303	283	332	456	1,044	1,248
增长率		-6.7%	17.2%	37.6%	128.9%	19.5%
主营业务成本	-221	-207	-247	-335	-753	-890
%销售收入	73.0%	73.1%	74.4%	73.5%	72.1%	71.3%
毛利	82	76	85	121	292	358
%销售收入	27.0%	26.9%	25.6%	26.5%	27.9%	28.7%
营业税金及附加	-2	-1	-2	-2	-5	-6
%销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-9	-13	-17	-21	-47	-56
%销售收入	3.1%	4.8%	5.0%	4.7%	4.5%	4.5%
管理费用	-15	-21	-25	-46	-69	-79
%销售收入	5.1%	7.4%	7.6%	10.0%	6.6%	6.3%
研发费用	-18	-25	-26	-37	-78	-94
%销售收入	6.0%	8.7%	8.0%	8.0%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	37	16	15	15	92	124
%销售收入	12.2%	5.6%	4.4%	3.3%	8.8%	9.9%
财务费用	-1	0	-2	-8	-24	-28
%销售收入	0.4%	0.0%	0.6%	1.9%	2.3%	2.2%
资产减值损失	-1	-1	-2	-1	-1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	14	20	20	25	25
%税前利润	3.7%	42.6%	45.9%	46.6%	22.7%	18.0%
营业利润	42	31	40	39	107	135
营业利润率	13.7%	11.0%	12.2%	8.6%	10.2%	10.8%
营业外收支	0	3	3	4	4	4
税前利润	42	34	44	43	110	139
利润率	13.9%	11.9%	13.2%	9.4%	10.5%	11.1%
所得税	-1	-2	-4	-3	-7	-9
所得税率	2.0%	6.4%	8.8%	7.5%	6.5%	6.5%
净利润	41	32	40	40	103	130
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	41	32	40	40	103	130
净利率	13.6%	11.2%	12.1%	8.7%	9.9%	10.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	41	32	40	40	103	130
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	13	20	40	59	63
非经营收益	0	-15	-20	-9	-4	0
营运资金变动	-41	1	-37	-92	-368	-108
经营活动现金净流	12	32	3	-22	-210	85
资本开支	-10	-71	-66	-1,128	-63	-63
投资	4	-670	-40	0	0	0
其他	0	0	0	20	25	25
投资活动现金净流	-6	-741	-106	-1,108	-38	-38
股权募资	0	656	0	288	0	0
债权募资	0	45	157	856	352	70
其他	-12	-35	-34	-33	-87	-106
筹资活动现金净流	-12	666	123	1,111	265	-37
现金净流量	-7	-44	20	-19	18	10

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	81	36	56	37	54	64
应收款项	193	191	218	267	616	727
存货	66	80	83	109	251	293
其他流动资产	6	12	3	5	8	8
流动资产	347	320	360	419	930	1,092
%总资产	68.5%	26.0%	25.7%	16.4%	30.3%	33.8%
长期投资	0	0	480	480	480	480
固定资产	139	190	251	368	383	393
%总资产	27.4%	15.4%	17.9%	14.4%	12.5%	12.1%
无形资产	13	31	30	1,025	1,019	1,012
非流动资产	159	911	1,042	2,131	2,139	2,143
%总资产	31.5%	74.0%	74.3%	83.6%	69.7%	66.2%
资产总计	506	1,230	1,403	2,549	3,069	3,235
短期借款	0	52	70	437	824	858
应付款项	65	70	63	91	204	241
其他流动负债	51	50	59	18	32	40
长期贷款	0	0	141	141	141	141
其他长期负债	11	31	30	518	484	519
负债	127	203	363	1,206	1,685	1,799
普通股股东权益	379	1,027	1,039	1,342	1,384	1,436
其中：股本	61	81	81	86	86	86
未分配利润	120	133	136	152	193	245
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	506	1,230	1,403	2,549	3,069	3,235

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.681	0.392	0.496	0.460	1.192	1.502
每股净资产	6.260	12.730	12.876	15.539	16.016	16.616
每股经营现金净流	0.198	0.392	0.037	-0.252	-2.430	0.979
每股股利	0.200	0.300	0.300	0.276	0.715	0.901
回报率						
净资产收益率	10.88%	3.08%	3.86%	2.96%	7.44%	9.04%
总资产收益率	8.15%	2.57%	2.86%	1.56%	3.36%	4.01%
投入资本收益率	9.55%	1.37%	1.07%	0.58%	3.05%	3.96%
增长率						
主营业务收入增长率	-12.67%	-6.70%	17.23%	37.60%	129%	19.51%
EBIT 增长率	-30.20%	-57.24%	-7.04%	2.40%	514%	33.80%
净利润增长率	-13.39%	-23.26%	26.63%	-0.82%	159%	25.96%
总资产增长率	1.87%	143.32%	13.99%	81.74%	20.38%	5.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	138.7	154.0	139.3	144.0	145.8	143.0
存货周转天数	111.6	128.9	120.3	120.3	123.2	121.2
应付账款周转天数	103.5	115.4	95.5	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	125.2	186.3	262.8	273.1	124.4	107.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.33%	1.53%	14.91%	76.11%	100.51%	98.57%
EBIT 利息保障倍数	32.0	139.6	7.9	1.8	3.8	4.4
资产负债率	25.09%	16.51%	25.90%	47.33%	54.90%	55.62%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究