

2023年11月20日

# 汇成股份 (688403.SH)

## 公司快报

### 营收和利润续创历史新高，积极扩产抢占 OLED 市场

电子 | 集成电路III

投资评级

**买入-A(首次)**

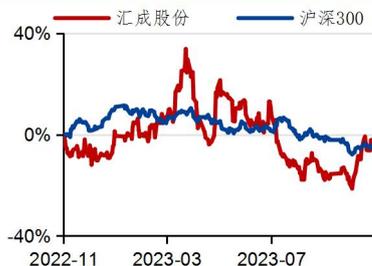
股价(2023-11-20)

11.23 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	9,375.40
流通市值 (百万元)	4,783.09
总股本 (百万股)	834.85
流通股本 (百万股)	425.92
12 个月价格区间	14.58/9.56

#### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.21	14.1	1.34
绝对收益	15.42	8.61	-4.59

#### 投资要点

##### ◆ 营收和利润续创历史新高，Q4 业绩展望持续向好

得益于产能持续提升，包括高阶测试平台持续进机和后道 COF 制程产能提升，以及产品结构不断优化，23Q3 公司实现营收 3.38 亿元，同比增长 43.20%，环比增长 7.07%；归母净利润 0.60 亿元，同比增长 20.52%，环比增长 7.70%；扣非归母净利润 0.54 亿元，同比增长 66.39%，环比增长 17.98%；营收、归母净利润和扣非归母净利润三项指标在 23Q1 触底后成功实现反弹，继 23Q2 创下历史新高后于 23Q3 继续刷新纪录。23Q3 毛利率 29.17%，环比增长 2.44pcts；净利率 17.75%，环比增长 0.10pct。23Q3 研发投入合计 1977.35 万元，同比增长 46.25%，占营收比例升至 5.85%，主要系研发人员股权激励费用摊销增加。

展望 Q4，根据 2023 年 11 月投资者调研纪要，公司表示 23Q4 高阶测试平台持续进机，COF 等后道制程产能存在一定的提升空间，导致毛利率水平相对较高的部分制程产能有所增加；加之公司持续优化产品结构，预计 Q4 单季毛利率有望环比小幅提升。此外，结合目前在手订单及上游晶圆厂稼动率情况来看，公司预计 Q4 仍将维持高稼动率。

##### ◆ 打造显示驱动芯片全制程封测能力，抢先布局 Fan-out 等高端先进封装技术

公司聚焦于显示驱动芯片领域，以前段金凸块制造 (Gold Bumping) 为核心，并综合晶圆测试 (CP) 及后段玻璃覆晶封装 (COG) 和薄膜覆晶封装 (COF) 环节，形成显示驱动芯片全制程封装测试综合服务能力。公司是中国大陆最早具备金凸块制造能力，及最早导入 12 寸晶圆金凸块产线并实现量产的显示驱动芯片先进封装企业之一，具备 8/12 寸晶圆全制程封装测试能力。除显示驱动芯片外，公司不断拓宽封测芯片的应用领域，持续在新型显示、车载芯片等更多细分应用领域进行研发投入；同时，公司基于领先的凸块制造 (Bumping) 及倒装封装技术 (FC)，不断拓展技术边界，基于客户需求，布局 Fan-out、2.5D/3D、SiP 等高端先进封装技术，为突破行业技术瓶颈奠定坚实的基础。

##### ◆ OLED 屏渗透率提升拉动需求，积极扩产抢占市场份额

随着消费升级和技术进步，消费电子产品呈现更薄、更轻的发展趋势，消费者也更加青睐于具有轻薄设计的电子产品。由于 OLED 显示屏具有能耗低、发光率好、亮度高和轻薄等优点，在终端设备中的应用越来越广泛。随着 OLED 屏渗透率快速提升，OLED 显示驱动芯片需求同样快速增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2025 年全球 OLED 显示驱动芯片出货量预计为 24.5 亿颗，2020 年至 2025 年复合增长率达到 13.24%；其中 2025 年中国大陆 OLED 显示驱动芯片出货量有望达 7.8 亿颗，2020 年至 2025 年复合增长率达到 23.64%，增速快于全球增速。

自 2021 年公司导入 OLED 显示驱动芯片封测业务起，该业务占比逐步提升。2021

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001  
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005  
 wanghaiwei@huajinsec.cn

#### 相关报告



年至 2023 年上半年公司 OLED 显示驱动芯片封测业务营收占主营业务收入比例分别为 5.75%、3.37%及 9.04%。截至 2023 年 8 月末，公司 OLED 显示驱动芯片封测在手订单金额为 627.22 万元，占比达 13.24%，相较于 2023 年 1-6 月 OLED 显示驱动芯片封测业务收入占比 9.04%进一步提升。

根据 2023 年 11 月公告，公司拟募资 11.49 亿元以扩充 12 寸 OLED 等新型显示驱动芯片晶圆封测产能，封测的晶圆制程一般为 28-40nm。其中 12 寸先进制程新型显示驱动芯片晶圆金凸块制造与晶圆测试扩能项目拟使用募集资金 3.5 亿元，达产后晶圆金凸块制造和晶圆测试年产能分别新增 24 万片和 5.4 万片。12 寸先进制程新型显示驱动芯片晶圆测试与覆晶封装扩能项目拟使用募集资金 5 亿元，达产后公司每年将新增晶圆测试 6.84 万片、玻璃覆晶封装 2.04 亿颗、薄膜覆晶封装 9600 万颗的生产能力。综上，两项项目达产后公司预计产能为 8 寸金凸块年产能 39.60 万片、12 寸金凸块年产能 62.40 万片，晶圆测试年产能 262.80 万小时（以每片晶圆测试时长 0.25 小时计算，每年可测试 65.70 万片晶圆），COG 年产能 14.28 亿颗，COF 年产能 5.4 亿颗。此外，项目完全达产后有望新增年收入 5.08 亿元。

◆ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年，公司营收分别为 11.60/14.40/17.80 亿元，同比分别为 23.4%/24.2%/23.6%，归母净利润分别为 1.93/2.65/3.42 亿元，同比分别为 9.2%/37.1%/29.0%；PE 分别为 48.5/35.4/27.4。鉴于汇成股份形成了显示驱动芯片全制程封装测试综合服务能力，在建项目产能逐步释放，率先抢占 OLED 显示驱动市场份额，增长动力足。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**下游终端市场需求不及预期风险，新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险，市场竞争加剧风险，募投项目不及预期效益的风险，系统性风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	796	940	1,160	1,440	1,780
YoY(%)	28.6	18.1	23.4	24.2	23.6
归母净利润(百万元)	140	177	193	265	342
YoY(%)	3603.6	26.3	9.2	37.1	29.0
毛利率(%)	29.6	28.7	26.0	30.0	31.2
EPS(摊薄/元)	0.17	0.21	0.23	0.32	0.41
ROE(%)	10.1	6.1	6.2	7.9	9.2
P/E(倍)	66.8	52.9	48.5	35.4	27.4
P/B(倍)	6.7	3.2	3.0	2.8	2.5
净利率(%)	17.6	18.9	16.7	18.4	19.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测和估值

### 1、盈利预测核心假设

1) 显示驱动芯片封测业务：公司主营业务为显示驱动芯片封测业务，该业务可分为 OLED 显示驱动芯片封测和其他显示驱动芯片封测两大板块。

①OLED 显示驱动芯片封测：自 2021 年公司导入 OLED 显示驱动芯片封测业务起，该业务占比逐步提升。2023 年上半年公司 OLED 显示驱动芯片封测业务营收占显示驱动芯片封测业务收入比例为 9.04%；截至 2023 年 8 月末，公司 OLED 显示驱动芯片封测在手订单金额为 627.22 万元，占在手订单的比例达 13.24%。此外公司拟使用募集资金 8.5 亿元以扩充 12 寸 OLED 等新型显示驱动芯片晶圆封测产能。我们预计 2023-2025 年，公司 OLED 显示驱动芯片封测营收分别为 127.09/303.53/517.19 百万元，同比分别为 326.84%/138.83%/70.39%，占显示驱动芯片封测业务的比例分别为 11.50%/21.91%/29.99%。

②其他显示驱动芯片封测：该业务主要针对的是 LCD 显示驱动芯片。LCD 显示技术较为成熟，仍为主流面板显示技术，因此 LCD 显示驱动芯片仍为主要驱动芯片类型；2023 年上半年公司其他显示驱动芯片封测业务占显示驱动芯片封测业务收入比例为 90.96%。受益于 LCD 面板出货量稳步增长，叠加面板产业链重心向中国大陆转移，公司其他显示驱动芯片封测业务营收规模仍将保持稳步增长。我们预计 2023-2025 年，公司其他显示驱动芯片封测营收分别为 977.65/1081.71/1207.55 百万元，同比分别为 14.40%/10.64%/11.63%，占显示驱动芯片封测业务的比例分别为 88.50%/78.09%/70.01%。

因此，我们预计 2023-2025 年，公司显示驱动芯片封测业务营收分别为 1104.74/1385.24/1724.74 百万元，同比分别为 24.92%/25.39%/24.51%，毛利率分别为 27.00%/31.00%/32.00%。

3) 其他业务：我们预计 2023-2025 年，公司其他业务营收分别为 55.26/55.26/55.26 百万元，同比分别为 0.00%/0.00%/0.00%，毛利率分别为 5.28%/5.28%/5.28%。

综上，我们预计 2023-2025 年，公司总营收分别为 11.60/14.41/17.80 亿元，同比分别为 23.45%/24.18%/23.57%，毛利率分别为 25.97%/30.01%/31.17%。

表 1：汇成股份业务指标预测（百万元，%）

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
显示驱动芯片封测业务	营收	44.07	29.77	127.09	303.53	517.19
	OLED 显示驱动芯片封测 营收同比	-	-32.44%	326.84%	138.83%	70.39%
	占显示驱动芯片封测业务营收比例	5.75%	3.37%	11.50%	21.91%	29.99%
其他显示驱动芯片封测	营收	721.87	854.61	977.65	1081.71	1207.55
	其他显示驱动芯片封测 营收同比	-	-9.12%	14.40%	10.64%	11.63%
	占显示驱动芯片封测业务营收比例	94.25%	96.63%	88.50%	78.09%	70.01%
显示驱动芯片封测业务	显示驱动芯片封测 营收	765.94	884.39	1104.74	1385.24	1724.74

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
业务	片封测业务	营收同比	33.20%	15.46%	24.92%	25.39%	24.51%
	合计	毛利率	30.63%	30.18%	27.00%	31.00%	32.00%
其他业务	营收	29.76	55.26	55.26	55.26	55.26	
	营收同比	-32.17%	85.70%	0.00%	0.00%	0.00%	
	毛利率	3.57%	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%	
合计	总营收	795.70	939.65	1160.00	1440.50	1780.00	
	总营收同比	61.86%	-10.21%	23.45%	24.18%	23.57%	
	综合毛利率	29.62%	28.72%	25.97%	30.01%	31.17%	

资料来源：聚源，公司公告，华金证券研究所

## 2、可比公司估值与投资建议

我们选取长电科技、通富微电、华天科技和颀中科技四家国内已上市封测公司作为可比公司。长电科技可提供全方位的芯片成品制造一站式服务，包括集成电路的系统集成、设计仿真、技术开发、产品认证、晶圆中测、晶圆级中道封装测试、系统级封装测试、芯片成品测试并可向世界各地的半导体客户提供直运服务。通富微电专业从事集成电路封装测试，目前的封装技术包括 Bumping、WLCSP、FC、BGA、SiP 等先进封测技术，QFN、QFP、SO 等传统封装技术以及汽车电子产品、MEMS 等封装技术；测试技术包括圆片测试、系统测试等。华天科技从事半导体集成电路、MEMS 传感器、半导体元器件的封装测试业务，现已掌握 SiP、FC、TSV、Bumping、Fan-Out、WLP、3D 等集成电路先进封装技术。颀中科技聚焦于显示驱动芯片封测领域和以电源管理芯片、射频前端芯片为代表的非显示类芯片封测领域，是中国大陆最早专业从事 8/12 寸显示驱动芯片全制程封测服务的企业之一。

鉴于汇成股份形成了显示驱动芯片全制程封装测试综合服务能力，在建项目产能逐步释放，率先抢占 OLED 显示驱动市场份额，增长动力足。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（元，亿元，元/股）

公司	股价	归母净利润			EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
长电科技	31.68	17.85	29.87	37.09	1.00	1.67	2.07	31.74	18.97	15.28
通富微电	21.32	2.90	9.28	12.77	0.19	0.61	0.84	111.32	34.85	25.31
华天科技	9.26	5.92	10.71	14.37	0.18	0.33	0.45	50.10	27.71	20.65
颀中科技	14.20	2.94	4.18	5.12	0.25	0.35	0.43	57.44	40.44	32.95
均值	-	-	-	-	0.41	0.74	0.95	62.65	30.49	23.55
汇成股份	11.23	1.93	2.65	3.42	0.23	0.32	0.41	48.47	35.36	27.41

资料来源：Wind 一致预期，汇成股份盈利预测来自华金证券研究所 注：数据取自 2023 年 11 月 20 日

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	465	1176	948	1015	1115	<b>营业收入</b>	796	940	1160	1440	1780
现金	46	130	341	261	178	营业成本	560	670	859	1008	1225
应收票据及应收账款	175	109	223	258	336	营业税金及附加	2	4	3	4	5
预付账款	3	6	4	7	9	营业费用	5	9	8	10	12
存货	171	206	235	282	346	管理费用	41	52	60	72	85
其他流动资产	70	726	146	207	246	研发费用	61	65	74	101	122
<b>非流动资产</b>	1573	2020	2568	2839	3235	财务费用	3	-2	-10	-8	0
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-10	-11	-10	-9	0
固定资产	1463	1748	2268	2508	2875	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
无形资产	17	18	21	24	27	投资净收益	-0	3	12	2	0
其他非流动资产	93	254	279	306	332	<b>营业利润</b>	136	169	192	267	349
<b>资产总计</b>	2038	3196	3516	3854	4349	营业外收入	4	5	1	0	0
<b>流动负债</b>	490	161	289	362	516	营业外支出	0	1	3	0	0
短期借款	368	0	0	0	37	<b>利润总额</b>	140	174	190	267	349
应付票据及应付账款	84	84	155	181	227	所得税	0	-3	-4	2	7
其他流动负债	38	78	134	181	251	<b>税后利润</b>	140	177	193	265	342
<b>非流动负债</b>	155	131	129	129	129	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	54	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	140	177	193	265	342
其他非流动负债	101	131	129	129	129	EBITDA	329	385	382	514	654
<b>负债合计</b>	644	292	419	492	645						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	668	835	835	835	835	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	937	2103	2103	2103	2103	<b>成长能力</b>					
留存收益	-212	-34	159	424	766	营业收入(%)	28.6	18.1	23.4	24.2	23.6
归属母公司股东权益	1394	2904	3097	3362	3704	营业利润(%)	3346.9	24.3	13.3	39.1	30.9
<b>负债和股东权益</b>	2038	3196	3516	3854	4349	归属于母公司净利润(%)	3603.6	26.3	9.2	37.1	29.0
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	29.6	28.7	26.0	30.0	31.2
						净利率(%)	17.6	18.9	16.7	18.4	19.2
						ROE(%)	10.1	6.1	6.2	7.9	9.2
						ROIC(%)	8.1	5.7	5.8	7.4	8.7
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	31.6	9.1	11.9	12.8	14.8
						流动比率	1.0	7.3	3.3	2.8	2.2
						速动比率	0.5	5.2	2.4	1.8	1.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
						应收账款周转率	4.8	6.6	7.0	6.0	6.0
						应付账款周转率	8.2	8.0	7.2	6.0	6.0
						<b>估值比率</b>					
						P/E	66.8	52.9	48.5	35.4	27.4
						P/B	6.7	3.2	3.0	2.8	2.5
						EV/EBITDA	30.0	22.7	23.6	17.7	14.1

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)