

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	9.68
总股本/流通股本(亿股)	8.35 / 4.26
总市值/流通市值(亿元)	81 / 41
52 周内最高/最低价	15.64 / 9.60
资产负债率(%)	9.1%
市盈率	40.33
第一大股东	扬州新瑞连投资合伙企业(有限合伙)

研究所

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

汇成股份(688403)

可转债募资助力 12 吋 DDIC 封测产能提升，中长期受益 DDIC 本土化转移趋势

● 事件

9 月 22 日公告显示，公司拟向不特定对象发行可转债募集资金不超过 12 亿元，主要用于“12 吋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”，“12 吋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”，以及补充流动资金，以满足市场对先进封测服务和 OLED 显示驱动芯片快速增长的需求，扩大公司品牌影响力。

● 投资要点

发可转债募资助力 12 吋封测产能扩充。2022 年以来，公司 12 吋 Gold Bumping 产线维持高稼动率，2022 年、2023H1 产能利用率分别为 99.53%、91.54%。公司本次拟发行可转债募集不超过 12 亿元资金，主要用于扩充 12 吋封测产能，预计达产后新增 2.0 万片/月的 12 吋 Gold Bumping 产能，1.0 万片/月 CP 测试产能，1700 万颗/月 COG 产能和 800 万颗/月 COF 产能。募项目集实施后，公司预计共有 3.3 万片/月 8 吋 Gold Bumping 产能，5.2 万片/月 12 吋 Gold Bumping 产能，21.9 万小时/月 CP 测试产能，1.19 亿颗 COG 产能和 4500 万颗/月 COF 产能。

短期来看，面板需求回暖拉动 DDIC 封测高景气。Omedia 报告显示，2022 年度受需求下降影响，全球 LCD 平板电视出货量约为 2 亿台，较上一年度小幅下降 4.8%。自 2023 年 3 月起，显示面板价格从低位恢复上涨，系显示面板市场景气度触底反弹，市场需求回暖。同时，市场预计智能手机市场将恢复保持平稳发展。2023H1，显示驱动芯片（DDIC）市场景气度呈现出较为显著的触底反弹态势，受终端消费市场需求疲软影响，2023 年一季度 DDIC 市场整体延续了 2022 年下半年的低迷；随着下游库存去化接近尾声，叠加大尺寸面板需求逐步复苏影响，自 2023 年 3 月起，DDIC 市场快速回暖，封测需求快速提升，公司 Q2 营收和利润均创历史新高。根据公司 9 月公告，与 Q2 相比，Q3 稼动率水平依旧维持在相对较高水平，订单能见度大约 2-3 个月，以现有客户订单指引来看，Q4 稼动率有望继续保持相对较高水平。价格端，公司预计今年年内封测业务价格整体维持稳定。

中长期来看，DDIC 封测受益产业转移趋势。中国大陆面板产能全球占比已超过 65%，而 DDIC 仍在产业转移初期，本土化速度远超面板。面板领域大陆已占据 6-7 成份额。根据 Cinn Research 数据，2016-2021 年中国大陆显示面板产能占全球比例从 27% 上升至 65%，CAGR₁₆₋₂₁ 19.21%，预计未来中国大陆显示面板产能占全球比例将进一步提升，到 2025 年将达到 76%。对比之下，DDIC 仍处于本土化初期。目前，中国台湾、韩国厂商仍占据全球 DDIC 行业绝大部分份额，DDIC 本土化率尚低，2019 年中国大陆 DDIC 出货量仅占全球 5%，到 2021

年也仅为 16%，CAGR₁₉₋₂₁ 高达 78.89%。2021 年中国大陆 DDIC 厂商出货量最高的集创北方仅占比约 4.0%。随着以京东方、华星光电、深天马等为代表的中国大陆面板厂商自身话语权增强，其供应链资源也逐步向中国大陆厂商倾斜。Frost & Sullivan 预计，2025 年 DDIC 封装市场规模将达到 56.10 亿美元。DDIC 封装在金凸块等封装测试环节与其他产品封装技术路线存在显著差异，竞争格局较为稳定，市场集中度高，除部分专门提供对内 DDIC 封装服务的厂商集中在韩国外，行业龙头均集中在中国台湾及大陆地区。对下游设计公司而言，封装厂商与晶圆制造厂、终端面板厂位置相近，既可以缩短从晶圆制造厂到封装测试厂再到终端面板厂的交付周期，又可以降低生产运输成本。随着中国大陆 DDIC 设计企业的规模及市场占有率逐步提升，以及全球晶圆制造龙头企业也陆续在大陆建厂扩产，拓展 DDIC 代工产线，中国大陆本土 DDIC 封装测试企业亦同步迈向发展的快车道。

OLED 前景广阔，中国大陆 OLED 面板占比提升带动 OLED DDIC 本土化加速。第三代显示技术 OLED 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，并逐渐由韩国向中国大陆转移。据 TrendForce，中国 OLED 面板产能飞速扩张，2023 年 OLED 面板将在智能手机行业占据 50% 以上的市场份额；2018 年前，中国的 OLED 面板产能在全球占比还不到 10%，2023H1 已达到 43.7%，韩国为 54.9%。根据 Stone Partners，自 2022Q4 到 2023Q2，预计三星显示在柔性 OLED 市场的出货量占比将连续三个季度跌破 50%。京东方 2023Q1 柔性 OLED 出货量为 2640 万片，同比增长 64%。受下游面板需求拉动，OLED DDIC 市场也快速增长，并向中国大陆转移。根据 Frost & Sullivan 数据，2020 年全球 OLED DDIC 出货量达到 14.0 亿颗，预计 2025 年将达到 24.5 亿颗，CAGR₂₁₋₂₅ 达 13.24%。据 Omdia，随着 AMOLED 渗透率不断提高，预计 AMOLED DDIC 出货量将从 2022 年的 10 亿颗增加到 2029 年的 22 亿颗，CAGR₂₂₋₂₉ 为 12%。随着海思半导体、云英谷等芯片设计公司不断加强相关领域的布局以及京东方等面板厂 AMOLED 面板出货量的持续上升，AMOLED DDIC 也将延续向中国大陆转移的态势。公司本次募投项目主要投向 OLED 等新型显示驱动芯片产品封装领域。2022 年末公司 OLED 产品占比约 5%。公司在今年年内积极扩充高阶测试平台等设备产能，持续导入 OLED 为代表的高阶产品订单，改善产品结构，2023 年上半年 OLED 产品占比超过 10%，预计下半年随着相关设备进机，OLED 占比有望进一步提升。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年分别实现营收 11.98/15.22/18.91 亿元，实现归母净利润 1.80/2.98/3.70 亿元，对应 9 月 27 日股价 PE 分别为 45/27/22 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期；产业转移进度不及预期；研发进展不及预期；客户拓展不及预期；市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	940	1198	1522	1891
增长率(%)	18.09	27.53	27.03	24.20
EBITDA（百万元）	365.26	493.61	684.83	824.36
归属母公司净利润（百万元）	177.22	179.63	298.40	370.41
增长率(%)	26.30	1.36	66.12	24.13
EPS(元/股)	0.21	0.22	0.36	0.44
市盈率（P/E）	45.60	44.99	27.08	21.82
市净率（P/B）	2.78	2.61	2.38	2.15
EV/EBITDA	23.63	17.07	12.50	10.45

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				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	940	1198	1522	1891	营业收入	18.1%	27.5%	27.0%	24.2%
营业成本	670	896	1074	1334	营业利润	24.3%	6.1%	66.1%	24.1%
税金及附加	4	5	6	7	归属于母公司净利润	26.3%	1.4%	66.1%	24.1%
销售费用	9	8	10	12	获利能力				
管理费用	52	65	81	102	毛利率	28.7%	25.2%	29.5%	29.5%
研发费用	65	80	102	127	净利率	18.9%	15.0%	19.6%	19.6%
财务费用	-2	0	0	0	ROE	6.1%	5.8%	8.8%	9.8%
资产减值损失	-14	0	0	0	ROIC	5.2%	5.9%	9.1%	10.6%
营业利润	169	180	298	370	偿债能力				
营业外收入	5	0	0	0	资产负债率	9.1%	7.7%	6.0%	2.6%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	7.30	5.65	6.24	-25.69
利润总额	174	180	298	370	营运能力				
所得税	-3	0	0	0	应收账款周转率	6.62	8.70	9.07	9.97
净利润	177	180	298	370	存货周转率	4.99	5.18	5.79	5.92
归母净利润	177	180	298	370	总资产周转率	0.36	0.37	0.44	0.51
每股收益(元)	0.21	0.22	0.36	0.44	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.21	0.22	0.36	0.44
货币资金	130	-386	-573	-784	每股净资产	3.48	3.70	4.06	4.50
交易性金融资产	601	601	601	601	估值比率				
应收票据及应收账款	109	166	169	210	PE	45.60	44.99	27.08	21.82
预付款项	6	8	8	11	PB	2.78	2.61	2.38	2.15
存货	206	257	268	370	现金流量表				
流动资产合计	1176	770	598	533	净利润	177	180	298	370
固定资产	1748	2148	2515	2796	折旧和摊销	216	314	386	454
在建工程	78	150	203	234	营运资本变动	206	-91	0	-107
无形资产	18	24	32	36	其他	1	-7	-13	-19
非流动资产合计	2020	2580	3010	3330	经营活动现金流净额	601	395	672	698
资产总计	3196	3350	3608	3862	资本开支	-559	-786	-804	-754
短期借款	0	-44	-99	-255	其他	-818	-82	0	0
应付票据及应付账款	84	114	144	172	投资活动现金流净额	-1377	-868	-804	-754
其他流动负债	78	67	51	62	股权融资	1351	8	0	0
流动负债合计	161	136	96	-21	债务融资	-444	-44	-55	-156
其他	131	122	122	122	其他	-51	-5	0	0
非流动负债合计	131	122	122	122	筹资活动现金流净额	856	-42	-55	-156
负债合计	292	259	218	101	现金及现金等价物净增加额	83	-516	-187	-211
股本	835	835	835	835					
资本公积金	2103	2110	2110	2110					
未分配利润	-65	87	340	655					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	31	60	105	160					
所有者权益合计	2904	3092	3390	3761					
负债和所有者权益总计	3196	3350	3608	3862					

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
报告中投资建议的评级标准： 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。 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。	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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

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

电话：15800181922

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