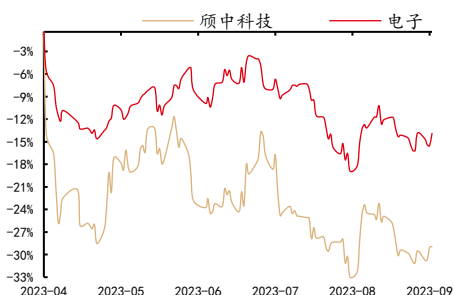


股票投资评级

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)	12.45
总股本/流通股本(亿股)	11.89 / 1.51
总市值/流通市值(亿元)	148 / 19
52 周内最高/最低价	17.42 / 11.74
资产负债率(%)	33.2%
市盈率	40.16
第一大股东	合肥颀中科技控股有限公司

研究所

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

颀中科技(688352)

营收增长超预期，受益 DDIC 封测产业转移

● 事件

9 月 26 日，公司披露公告显示，近期，公司经营情况持续向好，经初步测算，公司 2023 年度 1-8 月营业收入约为 9.97 亿元，较去年同期增长约 11.92%。

● 投资要点

7-8 月实现营收约 3 亿元，已超去年单 Q3 营收 2.65 亿元，复苏强劲。经初步测算，公司 2023 年度 1-8 月营业收入约为 9.97 亿元，较去年同期增长约 11.92%。2023 年上半年，公司实现营收 6.89 亿元，同比下降 3.85%。7-8 月，公司营收快速增长，共实现营收约 3.09 亿元，带动 1-8 月营收同比增长 11.92%，并已超过去年单 Q3 营收 2.65 亿元，复苏强劲。

延续 Q2 回升趋势。2022 年，全球半导体冲高回落，2023Q1 持续低迷。根据美国半导体行业协会（SIA）数据，2023Q1 全球半导体销售额总计 1,195 亿美元，与 2022Q4 相比下降 8.7%，与 2022Q1 相比下降 21.3%，2023Q2 全球半导体销售额总计 1,245 亿美元，环比 2023Q1 增长 4.7%，但同比 2022Q2 仍下降 17.3%。受智能手机、高清电视等终端应用市场消费需求疲软影响，公司 2023H1 营收、净利同比下滑。2023H1，公司实现营收 6.89 亿元，同比下降 3.85%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比下降 32.39%；实现扣非净利润 1.02 亿元，同比下降 40.79%。而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。Q2 公司业绩已出现明显环比恢复，2023Q2 实现营收 3.80 亿元，同比增长 4.26%，环比增长 23.29%；实现归母净利润 0.92 亿元，同比下降 11.47%，环比增长 199.25%；实现扣非净利润 0.75 亿元，同比下降 23.41%，环比增长 176.93%。公司 7-8 月的营收增长延续了 Q2 的回升趋势。稼动率方面，公司 9 月公告显示，目前高端测试机台处于基本满载状态，测试机进机预计持续到今年年底，3Q 稼动率也处于相对较高的水平，新开拓市场客户 3Q 开始量产。随着 AMOLED 的渗透及贡献，公司对 4Q 的订单及稼动率情况保持审慎乐观的态度。价格方面，公司 1Q 在个别专案上有所微调，目前价格处于稳定的状态。

中长期来看，公司作为 DDIC 封测龙头显著受益产业转移趋势。中国大陆是消费电子最大的消费市场，且显示面板、显示驱动 IC 设计、制造及封测产业均呈现由韩国、中国台湾向中国大陆转移的趋势。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。根据 Cinno 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%。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。Frost & Sullivan 预计，2025 年 DDIC 封测市场规模将达到 56.10 亿美元。DDIC 封测在金凸块等封装测试环节与其他产品封测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 封测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。公司作为中国大陆 DDIC 封测龙头，有望显著受益于产业转移趋势。公司基于硕邦技术基础，自行完成了核心 8 吋 COF 设备的技术改造以用于 12 吋产品，节约了新设备购置所需的时间和成本，具备成本优势。公司在 DDIC 的金凸块制造 (Gold Bumping) 工艺环节实力雄厚，并延伸至铜镍金凸块、铜柱凸块、锡凸块等各类凸块制造技术以及后段 DPS 封装技术，可实现全制程扇入型晶圆级芯片尺寸封装 (Fan-in WLCSP) 的规模化量产，进一步打开成长空间。

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 持续向中国大陆转移。公司在 AMOLED 封测具备领先优势，AMOLED 上半年营收占比 15% 左右，对下半年保持谨慎乐观预期。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年分别实现营收 15.85/19.26/23.17 亿元，实现归母净利润 3.24/4.65/5.48 亿元，对应 9 月 28 日股价 PE 分别为 46/32/27 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）	1317	1585	1926	2317
增长率(%)	-0.25	20.34	21.50	20.29
EBITDA（百万元）	623.81	368.31	524.48	616.86
归属母公司净利润（百万元）	303.18	323.93	464.50	547.63
增长率(%)	-0.49	6.85	43.40	17.90
EPS(元/股)	0.25	0.27	0.39	0.46
市盈率(P/E)	48.83	45.70	31.87	27.03
市净率(P/B)	4.59	2.56	2.37	2.18
EV/EBITDA	0.80	35.10	24.01	19.65

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1317	1585	1926	2317	营业收入	-0.2%	20.3%	21.5%	20.3%
营业成本	798	1020	1173	1416	营业利润	-5.6%	9.4%	43.4%	17.9%
税金及附加	6	8	9	11	归属于母公司净利润	-0.5%	6.8%	43.4%	17.9%
销售费用	10	12	14	17	获利能力				
管理费用	72	98	106	132	毛利率	39.4%	35.7%	39.1%	38.9%
研发费用	100	111	137	167	净利率	23.0%	20.4%	24.1%	23.6%
财务费用	18	0	0	0	ROE	9.4%	5.6%	7.4%	8.1%
资产减值损失	-7	0	0	0	ROIC	7.0%	4.6%	6.1%	6.7%
营业利润	330	361	518	610	偿债能力				
营业外收入	9	0	0	0	资产负债率	33.2%	23.2%	22.6%	22.3%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	1.76	4.38	4.54	4.61
利润总额	338	361	518	610	营运能力				
所得税	35	37	53	63	应收账款周转率	10.71	17.43	15.80	16.37
净利润	303	324	465	548	存货周转率	3.90	4.09	4.25	4.23
归母净利润	303	324	465	548	总资产周转率	0.28	0.26	0.25	0.28
每股收益(元)	0.25	0.27	0.39	0.46	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.25	0.27	0.39	0.46
货币资金	652	3199	3560	4037	每股净资产	2.71	4.87	5.26	5.72
交易性金融资产	112	112	112	112	估值比率				
应收票据及应收账款	72	110	134	149	PE	48.83	45.70	31.87	27.03
预付款项	5	6	7	9	PB	4.59	2.56	2.37	2.18
存货	362	414	492	603	现金流量表				
流动资产合计	1274	3884	4363	4987	净利润	303	324	465	548
固定资产	2205	2205	2205	2205	折旧和摊销	281	7	7	7
在建工程	274	336	403	453	营运资本变动	77	-76	-68	-31
无形资产	169	162	156	149	其他	40	-5	-4	-6
非流动资产合计	3550	3655	3716	3759	经营活动现金流净额	701	251	399	517
资产总计	4823	7539	8078	8746	资本开支	-394	-63	-68	-50
短期借款	333	356	382	386	其他	-87	-45	4	6
应付票据及应付账款	231	238	271	356	投资活动现金流净额	-481	-108	-63	-44
其他流动负债	161	293	308	339	股权融资	0	2235	0	0
流动负债合计	725	887	961	1081	债务融资	-84	172	27	4
其他	874	865	865	865	其他	-58	-8	0	0
非流动负债合计	874	865	865	865	筹资活动现金流净额	-141	2399	27	4
负债合计	1600	1752	1826	1946	现金及现金等价物净增加额	94	2546	362	477
股本	989	1189	1189	1189					
资本公积金	1461	3496	3496	3496					
未分配利润	761	1041	1436	1901					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	12	62	131	213					
所有者权益合计	3223	5787	6252	6800					
负债和所有者权益总计	4823	7539	8078	8746					

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