



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（首次）

行业： 电子

日期： 2023年10月25日

分析师： 马永正

Tel: 021-53686147

E-mail: mayongzheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523090001

联系人： 杨蕴帆

Tel: 021-53686417

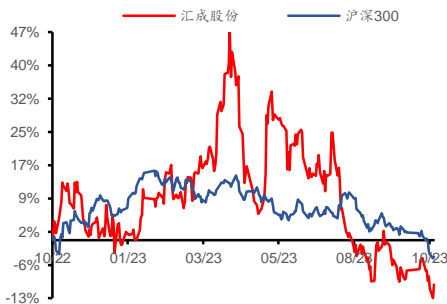
E-mail: yangyunfan@shzq.com

SAC 编号: S0870123070033

基本数据

最新收盘价（元）	9.53
12mth A 股价格区间（元）	9.20-15.64
总股本（百万股）	834.85
无限售 A 股/总股本	51.02%
流通市值（亿元）	40.59

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

中国大陆 DDIC 封测领军企业，国产替代浪潮提供长期业绩增长动能

■ 投资摘要

大尺寸、高分辨率产品有望推动 DDIC 封测需求持续增长。据 Frost & Sullivan、IDC 数据可知，电视市场规模有望持续提升，智能手机/笔记本电脑/平板电脑市场有望于 2024 年恢复增长。同时，更高分辨率电视渗透率的提升有望拉升单个终端所需 DDIC 数量。受益于显示面板出货量平稳及单个显示面板所需 DDIC 数目提升，Omdia 数据显示 2023 年全球 DDIC 需求量有望实现 79.8 亿颗，同比微增；同时，我们认为 OLED 等多样化的封装需求或推动 DDIC 封测单价提升。经测算，2023 年全球 DDIC 封测市场规模有望实现约 145 亿元，同比+5%。

公司为 DDIC 封测市场中少数拥有全流程生产线的企业，作为中国大陆行业先入者，公司技术、客户、产能优势显著。公司是中国大陆少数同时拥有 8 寸/12 寸 DDIC 封测全流程生产线的企业，覆盖金凸块制造、晶圆测试、COG 和 COF 完整四段工艺制程，服务性价比优势凸显。同时，公司是中国大陆 DDIC 封测市场的先入者，核心优势主要体现在：

①核心团队稳定且有多年技术积累；②DDIC 封测客户验证周期长，而公司已与联咏、天钰、瑞鼎等行业内知名 IC 设计公司建立了稳定的合作关系，客户黏性较大，且公司位于合肥产业集群中，有望享受缩短供应链周期等产业集群红利；③公司产能已初具规模且处于持续扩产中，2022 年底公司募投项目规划产能已经基本实现投产，未来公司将以客户订单驱动为前提稳健扩产。

公司长期受益于显示行业整体产业转移大潮。中国大陆既是消费终端最大市场之一，也在面板产业有重要地位。因此，目前显示产业转移趋势（韩国→中国台湾→中国大陆）明显，多数 DDIC 设计企业将封测订单转移至中国大陆。我们认为 2023 年中国大陆 DDIC 封测市场规模有望超 58 亿元，全球占比或达 40%，公司有望深度受益产业转移大潮。

未来车载端及 CIS 芯片有望贡献新增长点。公司汽车产品主要应用于中控显示屏及仪表盘显示屏，并持续推进汽车质量体系认证。同时，公司已做好 CIS 芯片相关技术储备，在适当节点有望迅速切入新领域。

■ 投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。受益于高端显示拉动 DDIC 需求、产业转移进程加速和公司募投项目的投产，公司 DDIC 封测销售量有望持续提升，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 1.99/2.52/2.94 亿元，对应 PE 分别为 39/30/26 倍。

■ 风险提示

下游需求不及预期，市场竞争加剧，国际贸易摩擦加剧。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	940	1075	1226	1367
年增长率	18.1%	14.4%	14.0%	11.6%
归母净利润	177	199	252	294
年增长率	26.3%	12.0%	27.1%	16.7%
每股收益（元）	0.21	0.24	0.30	0.35
市盈率（X）	43.34	38.69	30.45	26.09
市净率（X）	2.65	2.48	2.29	2.10

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 10 月 24 日收盘价）

目 录

1 汇成股份：DDIC 封测全流程服务供应商	4
1.1 攀登 10 余年，全流程生产线优势突出	4
1.2 营业收入稳步提升，盈利能力稳健	4
1.3 专注 DDIC 封测服务，测试业务占比爬升	6
1.4 股权结构稳定，股权激励促进公司稳步发展	6
1.5 技术团队有深厚 DDIC 封测经验，掌握多项核心技术	7
2 大尺寸、高分辨率产品有望推动 DDIC 封测需求持续增长	9
2.1 显示驱动芯片：显示面板的“大脑”	9
2.2 封测为 DDIC 产业链中下游，需多道工序协同配合	9
2.3 2023 年全球/中国大陆 DDIC 封测市场规模分别有望实现约 145/58 亿元	12
2.4 中国大陆厂商位列第三梯队，2022 年汇成股份、硕中科技合计中国大陆市占率有望实现约 39%	15
3 产业转移提供业绩增长动能，探索车载应用等新增长点	17
3.1 绑定大客户构筑行业壁垒，先入者有望实现强者恒强	17
3.2 OLED 产品需求增长，产业转移有望带动公司业绩	17
3.3 大尺寸屏、高屏占比、柔性有望推动 COF 技术占比提升，推升公司产品均价与毛利率	18
3.4 产能持续扩张，享受产业集群红利	19
3.5 设备材料国产化进程或逐步推进，有望有效促进降本	20
3.6 车载应用、CIS 有望构建新增长点	20
4 盈利预测与投资建议	22
5 风险提示	24

图

图 1：汇成股份发展历史	4
图 2：2018-2023H1 汇成股份营业收入持续增长	5
图 3：2018-2023H1 汇成股份归母净利润	5
图 4：2018-2023H1 汇成股份期间费用率	5
图 5：2018-2023H1 汇成股份毛利率与净利率	5
图 6：2018-2022 年汇成股份营业收入结构（亿元）	6
图 7：汇成股份股权结构图	7
图 8：显示驱动芯片分类	9
图 9：显示驱动芯片产业链	10
图 10：显示驱动芯片封装主要工序流程	11
图 11：金凸块制造工艺流程图	11
图 12：正在测试的晶圆	11
图 13：点墨标识后的显示图	11
图 14：COG 封装结构	12
图 15：COF 封装结构	12
图 16：全球电视出货量（亿台）	13
图 17：全球智能手机出货量（百万部）	13

图 18: 全球笔记本电脑出货量 (百万台)	13
图 19: 全球平板电脑出货量 (百万台)	13
图 20: 全球显示驱动芯片需求量 (亿颗)	14
图 21: 中国大陆显示驱动芯片出货量全球占比	14
图 22: 2020/2022 年大尺寸 DDIC 市场竞争格局	14
图 23: 2022 年 LCD 智能手机 DDIC 市场竞争格局	14
图 24: 2019-2021 年汇成股份向前五大客户销售情况 (万元)	17
图 25: 全球及中国大陆 OLED 驱动芯片渗透率 (按出货量)	18
图 26: 硕邦科技与南茂科技资本开支放缓 (亿新台币)	18
图 27: 汇成股份主营业务收入 (按工艺制程划分, 单位: 亿元)	19
图 28: 汇成股份 COG、COF 毛利率与单价情况 (单位: 元)	19

表

表 1: 汇成股份员工持股平台基本情况	7
表 2: 汇成股份核心技术人员履历及重要科研成果	8
表 3: COG 与 COF 技术介绍	12
表 4: 各终端产品所需 DDIC 数量	13
表 5: 全球/中国大陆 DDIC 封测市场规模测算	15
表 6: 汇成股份、硕中科技、厦门通富显示驱动芯片封装市场占有率 (销售入口径)	16
表 7: 2021 年汇成股份产能分布情况	19
表 8: 汇成股份原材料及设备供应商情况	20
表 9: 公司新能源车载芯片、CMOS 影像传感器芯片主要在研项目情况	21
表 10: 公司分业务增速与毛利预测 (百万元人民币)	23

1 汇成股份：DDIC 封测全流程服务供应商

1.1 攀登 10 余年，全流程生产线优势突出

公司于 2011 年成立，在显示驱动芯片封测领域深耕十余年。江苏汇成、汇成有限分别成立于 2011 年及 2015 年，2016 年汇成有限合肥生产基地封顶，江苏汇成正式成为全资子公司。2017-2021 年公司产能持续提升，逐步导入知名 IC 设计公司。根据招股说明书中测算，2020 年汇成实现显示驱动芯片封测领域全球/中国大陆市场占有率分别为 5.01%/15.72%（出货量口径）。2022 年，公司获评国家级专精特新“小巨人”，并于 2022 年 8 月正式上市。

图 1：汇成股份发展历史



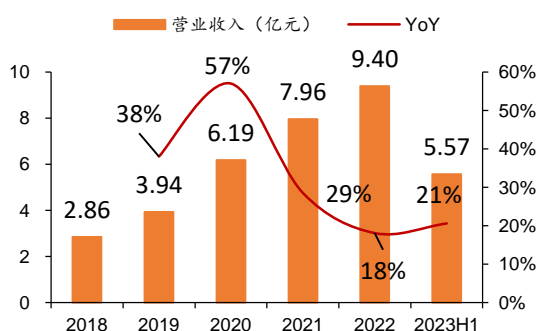
资料来源：Wind，汇成股份招股说明书，汇成股份 2022 年年度报告，上海证券研究所

汇成股份是中国大陆少数同时拥有 8 寸和 12 寸产线 DDIC 封测全流程生产线的企业。经多年持续探索，公司已形成了金凸块制造、晶圆测试、玻璃覆晶封装和薄膜覆晶封装完整四段工艺制程，可以向客户提供 DDIC 封测全流程服务。全流程服务的优势在于生产效率高、交付周期短、生产成本低、晶圆测试与封装流程中间长距离周转而导致晶圆被污染的风险降低。

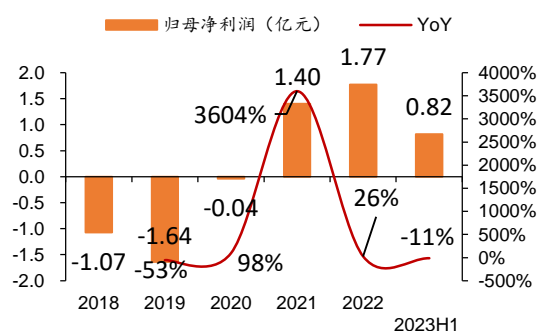
1.2 营业收入稳步提升，盈利能力稳健

汇成股份 2022 年营业收入逆势增长，归母净利润稳步提升。2018-2023H1 汇成股份营业收入稳步增长。在 2022 年行业下游景气度不佳的情况下，公司受益于产能扩充、产品良率维持稳定、产品结构调整等因素，实现 2022 年营业收入逆势增长，达 9.40 亿元，同比增长 18.09%。2023H1 公司继续奋力发展，实现营业收

入 5.57 亿元，同比增长 20.60%。归母净利润方面，公司 2021 年实现归母净利润 1.40 亿元，扭亏为盈；2022 年归母净利润保持强劲增长，达 1.77 亿元，同比+26.30%。虽然公司 2023H1 归母净利润同比下降了 11.31%，但受益于 2023 年内产能持续提升、稼动率水平快速提升，公司 2023Q2 单季度归母净利润达到了 2021 年以来公司单季度历史新高（0.56 亿元），同比增长 27.09%，环比增长 111.93%。

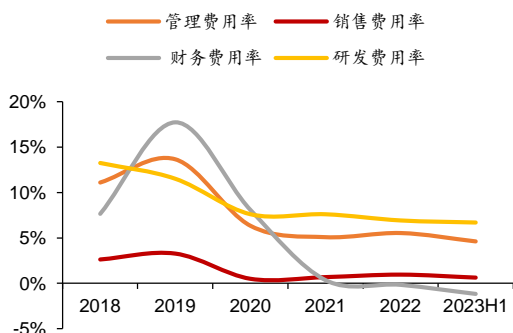
图 2：2018-2023H1 汇成股份营业收入持续增长


资料来源：iFinD，上海证券研究所

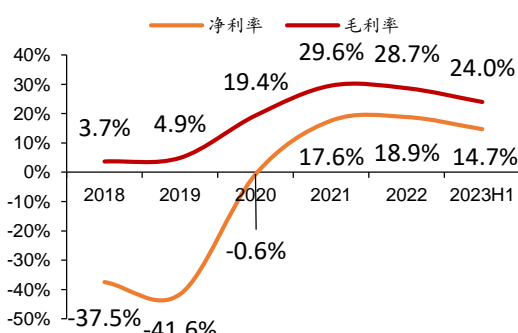
图 3：2018-2023H1 汇成股份归母净利润


资料来源：iFinD，上海证券研究所

期间费用率持续优化，盈利能力稳健。2022 年汇成股份管理、销售、财务、研发费用率分别为 5.55%、0.96%、-0.17%、6.93%，合计达 13.28%，较 2021 年下降 0.48 pct；2023H1 期间费用率为 10.80%，同比下降 1.86 pct。2022 年公司毛利率、净利率分别实现 28.72%、18.86%，较 2021 年同比变化为-0.90 pct、1.23 pct；公司未来将持续调整及优化产品结构，或带动毛利率提升。

图 4：2018-2023H1 汇成股份期间费用率


资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 5：2018-2023H1 汇成股份毛利率与净利率


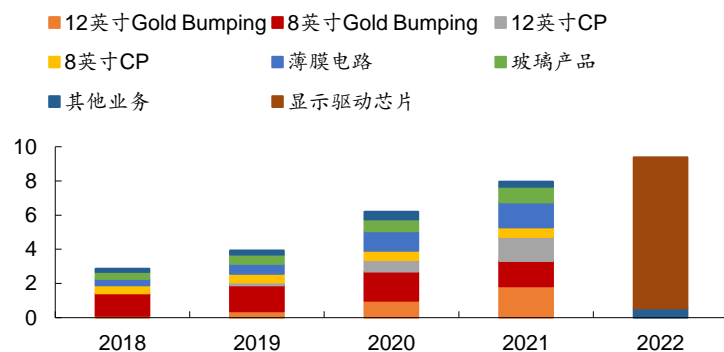
资料来源：iFinD，上海证券研究所

1.3 专注 DDIC 封测服务，测试业务占比爬升

汇成股份主营业务为显示驱动芯片的先进封装测试服务。2022 年显示驱动芯片业务收入达 8.84 亿元，占公司营业收入的 94.14%。公司业务可按业务类型进一步划分为封装（Gold Bumping 金凸块等）与检测（Chip Probing, CP）业务，2018-2021 年公司封装业务收入（8/12 英寸 Gold Bumping、薄膜电路、玻璃产品）占比均超过 70%，呈小幅下降态势；测试业务（8/12 英寸 CP）迎头追赶，2018-2021 年该类业务占比持续增长，2021 年达 25%。

按晶圆尺寸，公司业务可划分为 12 英寸与 8 英寸业务。相较于 8 英寸晶圆，12 英寸晶圆的封装测试效率更高，对生产工艺的要求以及产品良率管理的要求更高，也更加符合客户需求和行业发展趋势。随着下游客户对 12 英寸晶圆的需求快速增长，12 英寸业务占比逐年爬升，2021 年达 41%。

图 6：2018-2022 年汇成股份营业收入结构（亿元）

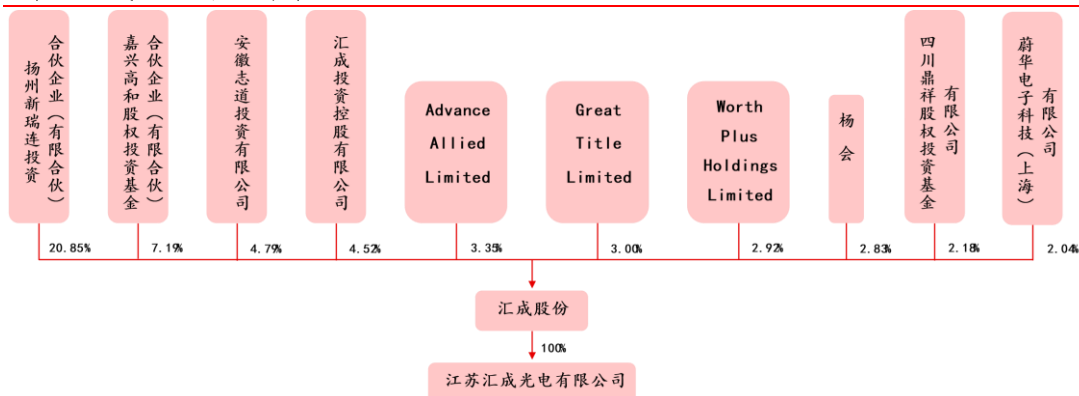


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.4 股权结构稳定，股权激励促进公司稳步发展

公司实际控制人为郑瑞俊、杨会。截至 2023 年 6 月 30 日，持股 3%以上股东有扬州新瑞连投资合伙企业（有限合伙）、嘉兴高和股权投资基金合伙企业（有限合伙）、安徽志道投资有限公司、汇成投资控股有限公司、ADVANCE ALLIED LIMITED，持股比例分别为 20.85%、7.19%、4.79%、4.52%、3.35%。其中，扬州新瑞连投资合伙企业（有限合伙）为杨会控制的企业，汇成投资控股有限公司为郑瑞俊控制的企业，扬州新瑞连投资合伙企业（有限合伙）与汇成投资控股有限公司、杨会构成一致行动人。

图 7：汇成股份股权结构图



资料来源：iFinD，汇成股份 2023 年半年报，上海证券研究所；注：截至 2023 年 6 月 30 日

公司采用员工持股平台的方式对核心员工进行股权激励。截至招股说明书签署日 2022 年 8 月 12 日，员工持股平台有合肥芯成、合肥宝芯、合肥汇芯、香港宝信；其中，合肥宝芯、合肥汇芯占合肥芯成出资总额的 15.86%、13.61%，合肥芯成、香港宝信分别持有公司 1.66%、1.87%的股份。采用员工持股平台进行股权激励可以充分调动员工的积极性和创造性。

表 1：汇成股份员工持股平台基本情况

持股平台	合伙人数量/ 股东数量	股东明细	持股详情
合肥芯成	46	郑瑞俊、合肥宝芯、合肥汇芯、施周峰、研发人员 23 名、管理人员 10 名、生产人员 8 名、销售人员 1 名	持有公司 1.66% 的股份
合肥宝芯	32	郑瑞俊、管理人员 9 名、研发人员 15 名、生产人员 5 名、销售人员 2 名	占合肥芯成出资总额的 15.86%
合肥汇芯	41	郑瑞俊、研发人员 22 名、管理人员 12 名、生产人员 6 名	占合肥芯成出资总额的 13.61%
香港宝信	22	郑瑞俊、钟玉玄（副总经理、生产制造部总监、研发中心副主任）、赵志清（业务营销部总监）、林文浩（副总经理、研发中心主任）、马行天（副总经理）、许原诚（生产制造部总监、研发中心总监）、陈汉宗（生产制造部总监、研发中心总监）、离职人员 4 名、研发人员 7 名、生产人员 1 名、管理人员 1 名、销售人员 2 名	持有公司 1.87% 的股份

资料来源：汇成股份招股说明书，上海证券研究所；注：持股详情数据为上市前数据

1.5 技术团队有深厚 DDIC 封测经验，掌握多项核心技术

稳定且富有经验的技术团队开创多项核心技术成果。公司共有核心技术人员 4 名，分别为林文浩、钟玉玄、许原诚和陈汉宗，四人均有在知名台湾 DDIC 封测企业硕邦科技任职的经验。林文浩参与了公司多项核心技术研发工作；钟玉玄在 DDIC 封装行业从业多年，为公司封装技术改进工作提供重要指导意见；许原诚拥有丰富的金凸块制造工艺经验，为公司金凸块制造技术作出了重要贡献；陈汉宗在 DDIC 封测领域拥有丰富的技术经验，主攻公司测

试工艺改进等方面。公司技术团队持续深耕研发，在凸块制造方面公司已掌握多段式钛钨合金保护层溅射沉积、微间距驱动芯片凸块制造等核心技术，在 COG、COF 方面已掌握高精度晶圆研磨薄化、高稳定性晶圆切割技术等核心技术。

表 2：汇成股份核心技术人员履历及重要科研成果

姓名	入司时间	核心履历	研发成果
林文浩	2016.9	2005.9-2009.8 任硕中科技（苏州）有限公司工程部经理（硕中科技原为硕邦科技子公司）	参与了公司多项核心技术的研发和专利申请工作，为“一种半导体晶圆级封装结构、一种半导体晶圆封装结构等专利主要发明人之一。
钟玉玄	2013.10	1990.2-2003.3 任京元电子股份有限公司生产部经理 2006.9-2013.9 任硕邦科技股份有限公司生产部资深处长	参与了公司多项核心技术的研发和专利申请工作，包括高稳定性晶圆切割技术、高精度柔性基板封装工艺中微尘防护技术等多项核心技术的专利申请。
许原诚	2016.6	2010.10-2015.4 任硕邦科技股份有限公司专案副理	参与了公司多项核心技术的研发和专利申请工作，为“一种集成电路芯片的金凸块制造工艺”和“洗除氧化钨的洗液及清洗附着有氧化钨生产工具的方法”等多项与微间距驱动芯片凸块制造技术和晶圆清洁技术相关专利的发明人之一。
陈汉宗	2019.12	2000.8-2003.6 任联华电子股份有限公司测试设备工程师 2003.6-2011.10 任硕邦科技股份有限公司测试制造主任、产品工程主管 2018.3-2019.11 任东莞矽德半导体有限公司研发副处长	参与了公司多项核心技术的研发和专利申请工作，包括晶圆高精度稳定性测试技术等多项核心技术的专利申请。

资料来源：汇成股份招股说明书，硕中科技招股说明书，上海证券研究所

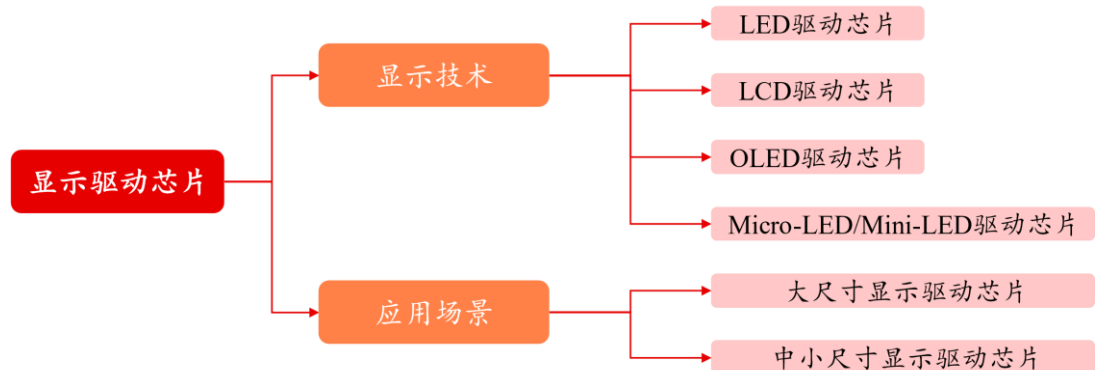
2 大尺寸、高分辨率产品有望推动 DDIC 封测需求持续增长

2.1 显示驱动芯片：显示面板的“大脑”

显示驱动芯片简称为 DDIC，是显示面板的主要控制元件之一，被称为显示面板的“大脑”。显示驱动芯片的主要功能是以电信号的形式向显示面板发送驱动信号和数据，通过对屏幕亮度和色彩的控制使得图像信息得以在屏幕上呈现；其被广泛应用于电视、显示屏、笔记本电脑、平板电脑、手机、智能穿戴设备等产品中。

按照显示技术不同，显示驱动芯片可以分为 LED 驱动芯片、LCD 驱动芯片、OLED 驱动芯片及 Micro-LED/Mini-LED 驱动芯片。按照应用场景不同，可以分为大尺寸显示驱动芯片、中小尺寸显示驱动芯片，其中大尺寸显示驱动芯片主要用于电视、显示器、笔记本电脑和 9 英寸及以上平板电脑，在中小尺寸显示驱动芯片细分市场中，智能手机仍然拥有最大的市场份额。

图 8：显示驱动芯片分类



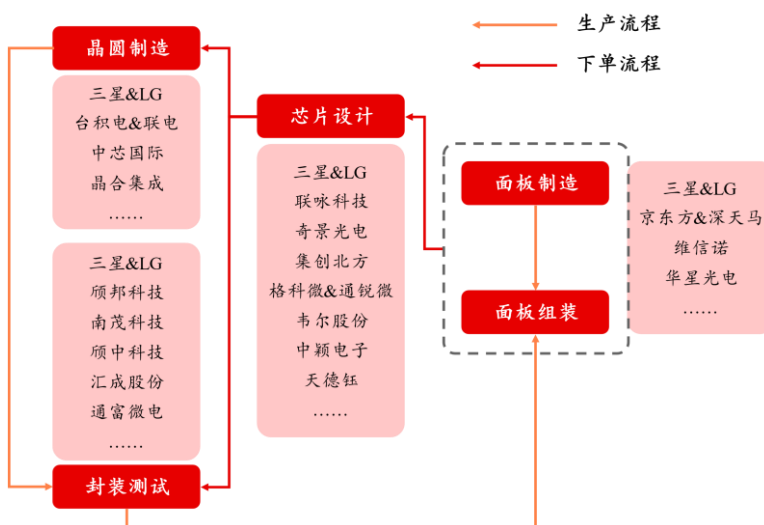
资料来源：《显示驱动芯片原理及发展现状》（张昕，吴佩雯等），Omdia，上海证券研究所整理

2.2 封测为 DDIC 产业链中下游，需多道工序协同配合

在显示驱动芯片产业链中封装测试处于中下游。显示驱动芯片的下单流程为面板企业提出需求后，芯片设计企业完成设计并将订单给到晶圆制造代工厂与封测企业。显示驱动芯片的生产流程为芯片设计公司完成设计后由晶圆制造代工厂完成制造，后交由封装测试企业完成凸块制造、封装测试等环节，最后直接将芯片成品交付至显示面板或模组厂商进行组装。

显示驱动芯片制造厂商有三星、LG、台积电、中芯国际、晶合集成、联电等。显示驱动芯片设计厂商有三星、LG、联咏科技、奇景光电、集创北方、格科微、通锐微、韦尔股份、中颖电子、天德钰等。显示驱动芯片封装测试厂商有三星、LG、硕邦科技、南茂科技、硕中科技、汇成股份、通富微电等。显示面板厂商有三星、LG、京东方、华星光电、深天马、维信诺等。三星、LG 采用全产业链整合模式，集团内部整合了芯片设计、芯片制造、封装制造、面板厂商和整机厂商。

图 9：显示驱动芯片产业链

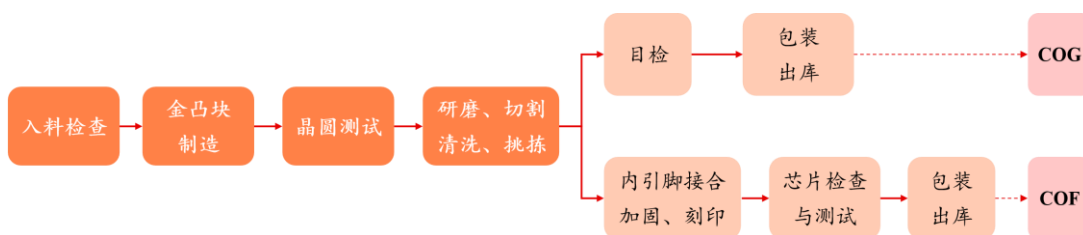


资料来源：Wind，汇成股份招股说明书，硕中科技招股说明书，TechSugar，同花顺，财联社，CINNO，集微网，芯东西，证券时报，中颖电子 2022 年年报，前瞻产业研究院，上海证券研究所整理

显示驱动芯片的封装成型需要经过多道工序的协同配合：

- **第一步：入料检查**，即对客户提供的晶圆进行微观检测，观察其是否存在产品缺陷；
- **第二步：金凸块制造**，即在检验合格的晶圆表面制作金凸块；
- **第三步：晶圆测试**，即对晶圆上的每个晶粒用探针进行接触，测试其电气特性；
- **第四步：研磨、切割、清洗、挑拣**，即先将晶圆研磨至要求厚度后进行切割，后将合格芯片挑选出来；
- **第五步：COG 或 COF**，COG 为玻璃覆晶封装，即完成第四步后包装出库，由面板或模组厂商负责芯片与玻璃基板的接合；COF 为薄膜覆晶封装，即将芯片内引脚与卷带接合且涂胶烘烤牢固，在进行芯片成品测试后包装出库。

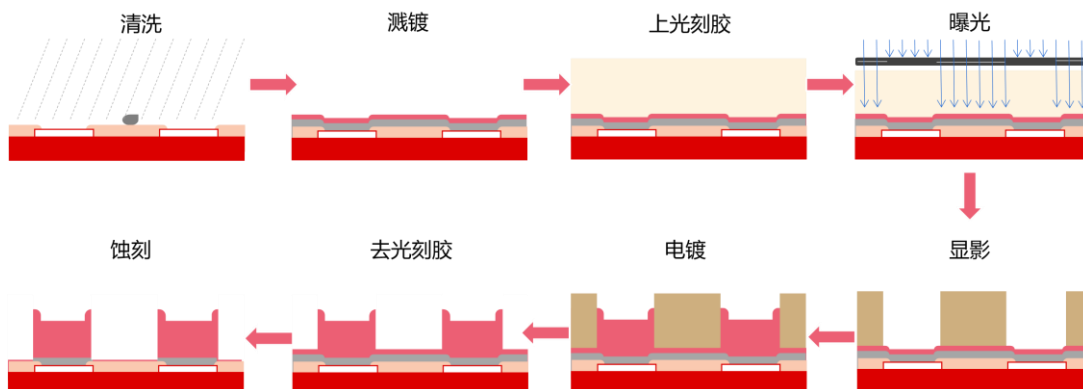
图 10：显示驱动芯片封装主要工序流程



资料来源：汇成股份招股说明书，上海证券研究所

金凸块制造过程复杂。金凸块制造是晶圆入料检查完成后的首道工序，制造出的金凸块是后续引脚接合的基础，制作过程复杂，具体步骤为“清洗—溅镀—涂布光刻胶—曝光—显影—电镀—去光刻胶—刻蚀—良品测试”。

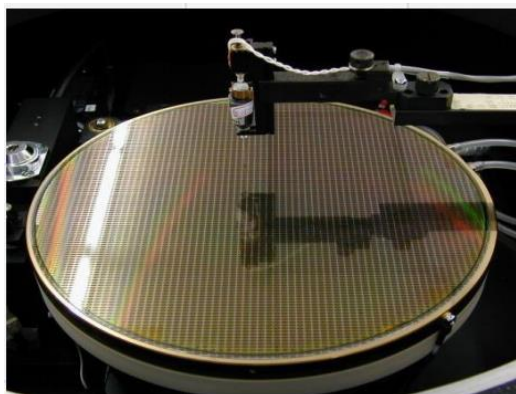
图 11：金凸块制造工艺流程图



资料来源：汇成股份招股说明书，上海证券研究所

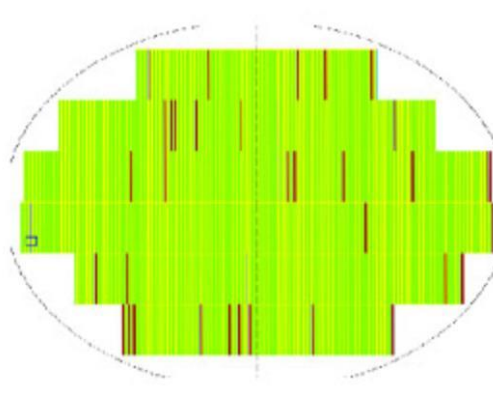
晶圆测试是指用探针与晶圆上的每个晶粒接触进行电气连接以检测其电气特性。检测不合格的晶粒会被点墨标识，由此可以直接计算晶圆良率、提高封装的效率、有效降低整体封装的成本。该工序主要通过测试设备与探针台协同完成。

图 12：正在测试的晶圆



资料来源：汇成股份招股说明书，上海证券研究所

图 13：点墨标识后的显示图



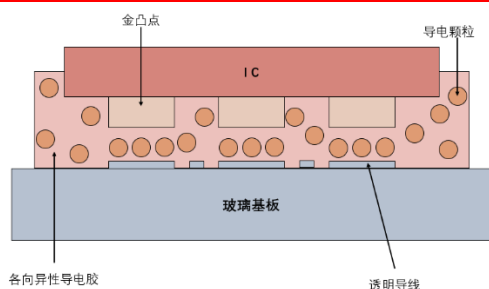
资料来源：汇成股份招股说明书，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

COG 为玻璃覆晶封装，是指将芯片上的金凸块与玻璃基板进行接合的先进封装技术。封测厂商负责将芯片研磨、切割成型，面板或模组厂商将切割后的芯片与玻璃基板相结合。COG 适用于中小尺寸的面板，如手机、平板电脑等，工艺成熟且具有较大的成本优势。

COF 为薄膜覆晶封装，是一种将芯片结合在软性基板电路上的封装技术。COF 软性电路基板上通常会设计输入端和输出端引脚，需要封测厂商先将芯片的金凸块与卷带上的内引脚接合，之后由面板或模组厂商将外引脚与玻璃基板接合。COF 主要应用于电视、显示器等中大尺寸面板，少部分用于小尺寸面板，如智能手机全面屏的封装；COF 封装成本相对较高，可实现较高的屏占比。

图 14: COG 封装结构



资料来源：《玻璃覆晶封装（COG）中的可靠性问题》（谯锴，邬博义等），上海证券研究所

图 15: COF 封装结构



资料来源：汇成股份招股说明书，上海证券研究所

表 3: COG 与 COF 技术介绍

技术名称	工艺流程	应用对象	成本
玻璃覆晶封装（COG）	覆保护膜—背面研磨—去膜—切割—UV 照射清洗—挑拣放置—最终目检—芯片引脚与玻璃基板接合（面板或模组厂）	中小尺寸的面板，如手机、平板电脑等	低
薄膜覆晶封装（COF）	覆保护膜—背面研磨—去膜—切割—UV 照射清洗—挑拣、内引脚接合—底部填胶—烘烤加固—镭射刻印—成品测试—光学自动检测—连接外引脚与玻璃基板（面板或模组厂）	电视、显示器等中大尺寸面板，少部分用于小尺寸面板，如智能手机全面屏的封装	高

资料来源：汇成股份招股说明书，硕中科技招股说明书，上海证券研究所

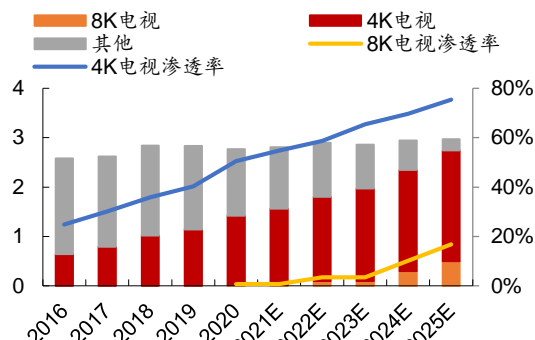
2.3 2023 年全球/中国大陆 DDIC 封测市场规模分别有望

实现约 145/58 亿元

显示面板下游行业中全球电视出货量有望不断攀升，智能手机、笔记本电脑、平板电脑市场有望于 2024 年恢复增长。显示驱动芯片行业主要下游市场为电视、笔记本电脑、智能手机、平板电脑等。据 Frost & Sullivan 数据可知，全球电视出货量有望不断攀升，同时，4K 电视、8K 电视渗透率也或将持续提升；IDC 数据

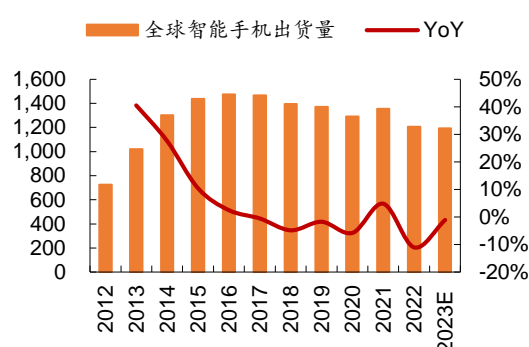
显示，2023 年全球智能手机、笔记本电脑、平板电脑销量或短期承压，有望于 2024 年复苏。

图 16: 全球电视出货量 (亿台)



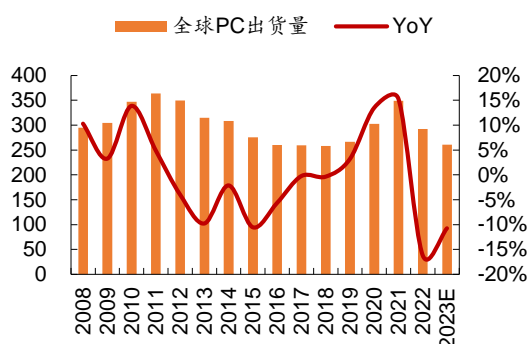
资料来源: 汇成股份招股说明书, Frost & Sullivan, 上海证券研究所

图 17: 全球智能手机出货量 (百万部)



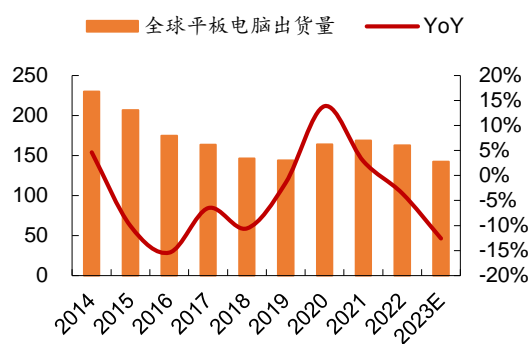
资料来源: Wind, IDC, IT 之家, 上海证券研究所

图 18: 全球笔记本电脑出货量 (百万台)



资料来源: Wind, IDC, 上海证券研究所

图 19: 全球平板电脑出货量 (百万台)



资料来源: Wind, IDC, 上海证券研究所

终端所需 DDIC 数量与面板尺寸、分辨率有关。面板尺寸越大、分辨率越高，终端所需 DDIC 数量越多。其中，8K 电视、4K 电视、高清或 2K 电视、笔记本电脑、平板电脑、手机所需的 DDIC 数量分别为大于 20 颗、10-12 颗、4-6 颗、3-5 颗、2-3 颗及 1 颗。更高分辨率电视渗透率的提升有望拉升单个终端所需显示驱动芯片数量。

表 4: 各终端产品所需 DDIC 数量

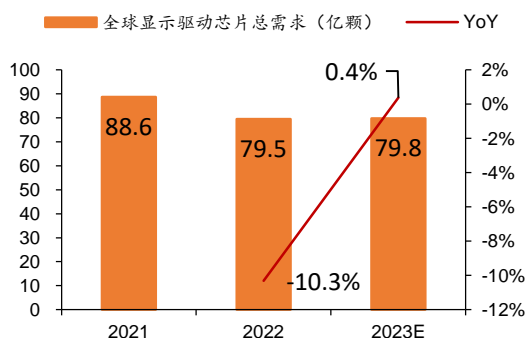
终端应用领域	8K 电视	4K 电视	高清或 2K 电视	笔记本电脑	平板电脑	手机
所需 DDIC 数量 (颗/台)	大于 20	10-12	4-6	3-5	2-3	1

资料来源: 晶合集成招股说明书, 上海证券研究所

受益于显示面板出货量平稳及单个显示面板所需 DDIC 数目提升，2023 年全球显示驱动芯片市场规模有望稳健成长。Omdia 数据显示，2023 年全球显示驱动芯片需求量有望实现 79.8 亿颗，同

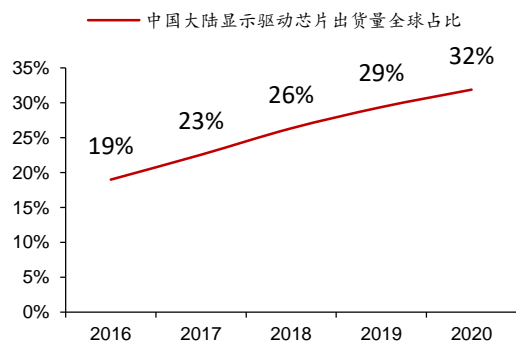
比微增。同时，近年来中国大陆在显示驱动芯片市场的话语权显著提升。从显示驱动芯片出货量角度来看，公司招股说明书数据显示中国大陆显示驱动芯片出货量全球占比逐年提升，2020 年实现 32%；从显示驱动芯片 IC 厂商市场份额角度来看，Omdia 数据显示 2022 年大尺寸 DDIC 市场中中国大陆厂商份额提升至 19%，集创北方与奕斯伟市场份额分别较 2020 年提升 3.1 pct/4.7 pct，2022 年 LCD 智能手机 DDIC 市场中集创北方/豪威/天德钰份额分别提升至 18.3%/9.8%/1.5%。

图 20：全球显示驱动芯片需求量（亿颗）



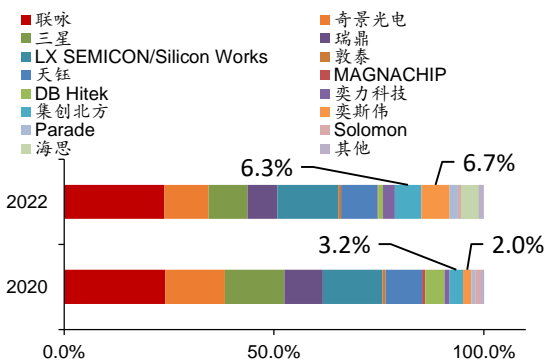
资料来源：Omdia，上海证券研究所

图 21：中国大陆显示驱动芯片出货量全球占比



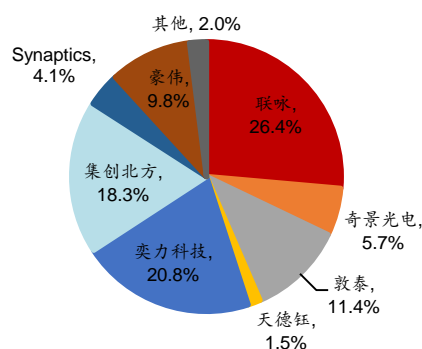
资料来源：汇成股份招股说明书，Frost & Sullivan，上海证券研究所

图 22：2020/2022 年大尺寸 DDIC 市场竞争格局



资料来源：Omdia，上海证券研究所

图 23：2022 年 LCD 智能手机 DDIC 市场竞争格局



资料来源：Omdia，上海证券研究所

基于以下假设，我们测算得到 2022/2023 年全球 DDIC 封测市场规模分别为 138/145 亿元，2022/2023 年中国大陆 DDIC 封测市场规模分别为 53/58 亿元。

- **全球 DDIC 封测市场规模增速：**依据 Omdia 报告可知，2022/2023 年全球 DDIC 需求量增速分别为 -10.27%/0.38%，我们认为 OLED 等多样化的封装需求或推动 DDIC 封测单价提升，因此我们假设 2022/2023 年

全球 DDIC 封测市场规模增速或高于全球 DDIC 需求量增速，分别有望实现-8.00%/5.00%。

- **中国大陆市场份额：**据赛迪顾问统计，2019-2021 年全球 DDIC 封测市场规模分别为 107/122/150 亿元，其中中国大陆市场份额分别为 31/39/56 亿元，2019-2021 年中国大陆市场份额约 29%/32%/37%。我们认为，未来随着国内面板厂持续成长及国内封测企业技术成熟度提升，显示驱动芯片封测业务有望逐渐转移至中国大陆，因此假设 2022/2023 年中国大陆市场份额或实现稳步增长，有望分别实现 38%/40%。

表 5：全球/中国大陆 DDIC 封测市场规模测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E
全球显示驱动芯片需求量（亿颗）	--	--	88.6	79.5	79.8
YoY	--	--	--	-10.27%	0.38%
全球 DDIC 封测市场规模（亿元）	107.00	122.31	150.25	138.23	145.14
YoY	--	14.31%	22.85%	-8.00%	5.00%
中国大陆市场份额	29%	32%	37%	38%	40%
中国大陆 DDIC 封测市场规模（亿元）	31.40	39.01	56.10	52.53	58.06
YoY	--	24.24%	43.81%	-6.38%	10.53%

资料来源：Omdia，硕中科技招股说明书，赛迪顾问，上海证券研究所测算；注：下划线数据由硕中科技招股说明书或机构报告得到，未标注数据为上海证券研究所测算得到。

2.4 中国大陆厂商位列第三梯队，2022 年汇成股份、硕

中科技合计中国大陆市占率有望实现约 39%

从生产技术水平和产能来看，全球显示驱动芯片封测厂商可以分为三个梯队。

- **第一梯队为发展较早的韩国厂商，**分别是 Steco（三星内部 DDIC 封测服务商）、LB-Lusem（LG 内部 DDIC 封测服务商），三星与 LG 作为显示面板产业龙头企业，封测技术与规模均有较大优势，但是不对外提供服务。
- **第二梯队为以硕邦、南茂为代表的中国台湾企业。**中国台湾面板产业发展较早，曾有十余家封测厂商入局显示驱动芯片封测领域，从而导致市场竞争激烈，后续经多次产业整合，中小企业被大厂并购，形成硕邦、南茂双寡头局面。
- **中国大陆汇成股份、硕中科技、厦门通富等企业位列显示驱动芯片封测厂商第三梯队。**其中，经测算，2022 年汇成股份、硕中科技、厦门通富显示驱动芯片封装测试

全球市占率分别为 6.40%、8.44%、3.10%，中国大陆市占率分别为 16.83%、22.22%、8.17%（由于厦门通富显示驱动芯片封测业务收入未披露，所以选用厦门通富营业收入进行测算，结果相对偏高）。

表 6：汇成股份、硕中科技、厦门通富显示驱动芯片封装市场占有率（销售入口径）

全球显示驱动封测市场			
	2020	2021	2022
汇成股份	4.70%	5.10%	6.40%
硕中科技	6.59%	7.98%	8.44%
厦门通富	0.30%	1.01%	3.10%
中国大陆显示驱动封测市场			
	2020	2021	2022
汇成股份	14.74%	13.65%	16.83%
硕中科技	20.66%	21.37%	22.22%
厦门通富	0.95%	2.71%	8.17%

资料来源：Wind，iFinD，硕中科技招股说明书，汇成股份招股说明书，通富微电年报，上海证券研究所测算；注：

①2020/2021 年硕中科技市占率来自硕中科技招股说明书；

②2020/2021 年汇成股份市占率=汇成股份当年显示驱动芯片收入/全球或中国大陆当年显示驱动芯片封测市场收入规模（赛迪顾问统计）；

③2020/2021 年厦门通富市占率=厦门通富当年营业收入/全球或中国大陆当年显示驱动芯片封测市场收入规模（赛迪顾问统计）；

④2022 年汇成股份/硕中科技市占率=汇成股份/硕中科技当年显示驱动芯片收入/全球或中国大陆当年显示驱动芯片封测市场收入规模（上海证券研究所测算）；

⑤2022 年厦门通富市占率=厦门通富当年营业收入/全球或中国大陆当年显示驱动芯片封测市场收入规模（上海证券研究所测算）。

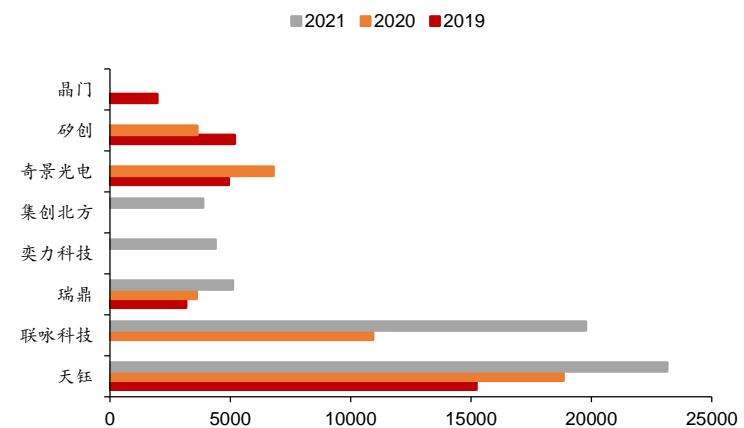
3 产业转移提供业绩增长动能，探索车载应用等新增长点

3.1 绑定大客户构筑行业壁垒，先入者有望实现强者恒强

DDIC 封测市场前期投入较大，客户验证期长。DDIC 封测市场技术迭代相对较慢，前期设备研发投入较大，行业毛利率较低，需通过规模化生产来保证企业的健康发展。同时，在 DDIC 封测行业，拿到新客户的订单需要经过长时间的工艺验证与导入，因此，完成工艺认证并大规模量产后，客户的黏性较大。相较于行业后进者，先进入者有望持续保持规模、技术、客户优势。

汇成股份已和联咏科技、天钰科技、瑞鼎科技、奇景光电等行业内知名芯片设计公司建立了稳定的合作关系。2019-2021 年公司的前五大客户包括天钰、联咏科技、瑞鼎、奕力科技、集创北方、奇景光电、矽创、晶门，其余客户还包括爱协生、新相微。同时，公司分别于 2020 年和 2021 年上半年获得联咏科技颁发的“最佳配合供应商奖”和“最佳品质供应商奖”，深厚的客户资源将推动公司的长期稳健发展。

图 24：2019-2021 年汇成股份向前五大客户销售情况（万元）



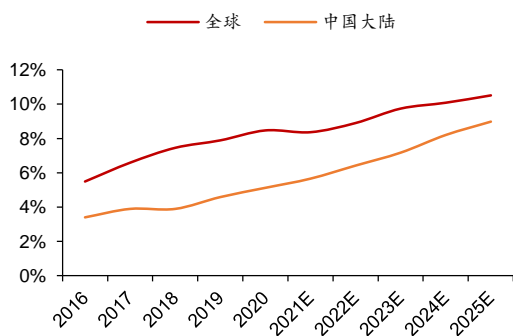
资料来源：汇成股份招股说明书，上海证券研究所

3.2 OLED 产品需求增长，产业转移有望带动公司业绩

得益于 OLED 屏幕的高速增长，OLED 驱动芯片渗透率快速提升，有望带动 OLED 驱动芯片封测需求增多。2016-2020 年全球及中国大陆 OLED 驱动芯片出货量的年复合增长率分别为 11.68%、35.54%，Frost & Sullivan 预计 2023 年全球及中国大陆 OLED 驱动芯片渗透率分别有望实现 9.74% 及 7.17%。

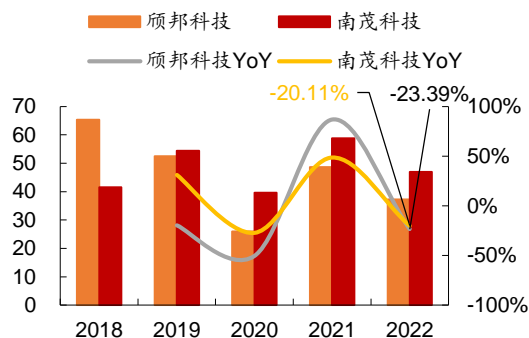
台湾厂商 OLED 订单有望逐步转移至大陆，公司或率先受益。在国际形势不确定度较高的影响下，公司多数客户出于供应链稳定等方面考虑或有望将订单从中国台湾转移至大陆。同时，硕邦科技与南茂科技近年来资本开支持续下滑，台湾 DDIC 封测厂商扩产节奏放缓；而据集微网报道联咏科技有望切入苹果 OLED 供应链，我们认为台湾封测厂商产能或优先满足苹果需求，其他 DDIC 封测订单有望溢出至中国大陆，汇成股份、硕中科技作为中国大陆 DDIC 封测厂商龙头企业有望率先受益。

图 25：全球及中国大陆 OLED 驱动芯片渗透率（按出货量）



资料来源：汇成股份招股说明书，Frost & Sullivan，上海证券研究所

图 26：硕邦科技与南茂科技资本开支放缓（亿新台币）



资料来源：iFind，上海证券研究所

OLED DDIC 封测对于切割和测试有更高的要求。公司在投资者关系活动记录表（2023 年 3 月）中披露，OLED DDIC 封测对技术有着更高要求，特别是在测试制程当中，与 LCD 相比，OLED 显示驱动芯片占用测试机台的时间更长，定价更高，毛利率也更高。据公司粗略估算，2022 年末公司 OLED 产品占比约 5%，2023 年内占比有望提升到 20% 以上。

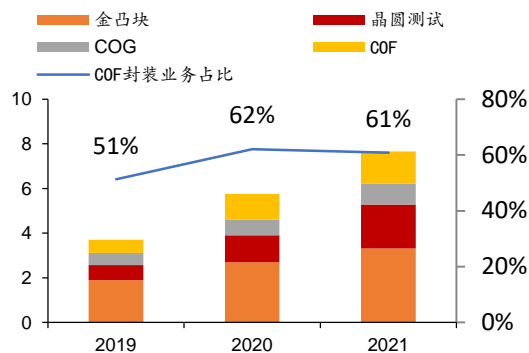
3.3 大尺寸屏、高屏占比、柔性有望推动 COF 技术占比

提升，推升公司产品均价与毛利率

COF 封装技术具有更高屏占比，且主要用于中大型尺寸。显示终端面板的发展趋势是大尺寸屏、高屏占比及柔性。屏占比就是屏幕面积与整机面积的比例，较高的屏占比能够给用户带来更好的视觉体验；在追求屏占比的过程中，屏幕也逐渐向柔性发展，赋予了屏幕更大的折叠、弯曲空间。我们认为在上述趋势的带动下，COF 由于具有至少可以减少 1.5mm 的下边框宽度且易弯折的特点，而有望成为 DDIC 主流封装方式。

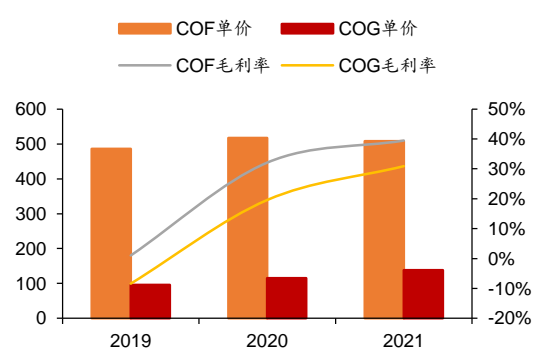
高毛利率、高单价的 COF 业务占比或持续提升，有望带动公司业绩与盈利能力攀升。自 2019 年起，公司 COF 业务收入领先 COG 业务收入，2021 年公司 COF 收入约为 1.45 亿元，占公司封装业务的比例超 60%。同时，公司 COF 单价远超 COG，毛利率也在 COG 业务之上。我们认为，COF 后续有望成为 DDIC 主流封装方式，在公司业务中的占比或持续提升，推动公司营业收入及毛利率水平进一步提升。

图 27：汇成股份主营业务收入（按工艺制程划分，单位：亿元）



资料来源：汇成股份招股说明书，上海证券研究所；注：COF 封装业务占比=COF 收入/(COF 收入+COG 收入)

图 28：汇成股份 COG、COF 毛利率与单价情况（单位：元）



资料来源：汇成股份招股说明书，上海证券研究所

3.4 产能持续扩张，享受产业集群红利

产能持续提升，规模效应日益凸显。公司拥有两条生产线，分别位于合肥与扬州，合肥生产基地主要用于 12 寸晶圆封测服务，同时也具有 8 寸晶圆封测服务能力，扬州生产基地则仅用于 8 寸晶圆封测服务。据招股说明书可知，2021 年公司 8 寸金凸块、12 寸金凸块、COG、COF、晶圆测试产能分别为 44.37 万片、21.44 万片、9.09 亿颗、3.50 亿颗、108.54 万小时。公司募投项目“12 吋显示驱动芯片封测扩能项目”地点位于合肥，该项目在 2021 年已经开始逐步进行，2022 年底规划产能已经基本实现投产。未来公司将以客户订单驱动为前提稳健扩产。

表 7：2021 年汇成股份产能分布情况

	汇成股份（合肥）	江苏汇成（扬州）
金凸块 8 寸	3.57 万片	40.80 万片
金凸块 12 寸	21.44 万片	--
晶圆测试	70.47 万小时	38.08 万小时
COG	3.41 亿颗	5.68 亿颗
COF	2.15 亿颗	1.35 亿颗

资料来源：汇成股份招股说明书，上海证券研究所

合肥 DDIC 产业集群初具规模，公司驻扎合肥有利于享受产业集群红利。当前合肥的 DDIC 产业集群正逐步完善，当地厂商包括晶合集成、京东方、维信诺等，覆盖芯片设计、晶圆制造、封测测试、配套材料设备、产成品应用等多个方面。公司总部位于合肥市综合保税区，有望充分享受产业集群红利——节省运输时间与成本、提高生产响应速度以加快产品交付、缩短供应链周期等。

3.5 设备材料国产化进程或逐步推进，有望有效促进降本

公司原材料及重要设备对日本、中国台湾的依赖度较高。公司招股说明书中披露 80% 以上的生产设备与 40% 以上的原材料均采购自日本、中国台湾地区等地（具体以设备与原材料原产地为统计口径）。公司主要原材料包括含金电镀液、金盐、金靶、Tray 盘、光刻胶、COG 胶带，2021 年上述原材料采购金额占材料采购总额的比例分别为 33%、36%、7%、5%、3%、2%。其中，含金电镀液的主要供应国家为日本，金盐、金靶、Tray 盘、光刻胶、COG 胶带则来自中国台湾及香港地区。同时，公司封测过程中采用的重要设备包括研磨机、晶圆切割机、测试机等，当前也主要由日本厂商供应。我们认为，在贸易战的大背景下，为了保障供应链安全稳定，公司有望持续开拓国产供应商，加之境内材料及设备公司产品性能或不断迭代，后续公司原材料及设备国产化率有望稳步提升，或促进公司实现增效降本。

表 8：汇成股份原材料及设备供应商情况

类别	主要供应商名称	国家
含金电镀液	田中	日本
金盐	光洋	中国台湾
金靶	光洋	中国台湾
Tray 盘	利机股份	中国台湾
光刻胶	怡康化工	中国台湾
COG 胶带	昇云半导体	中国香港
研磨机、晶圆切割机	迪思科科技	日本
测试机	爱德万测试	日本

资料来源：汇成股份招股说明书，Wind，各公司官网，上海证券研究所

3.6 车载应用、CIS 有望构建新增长点

新能源汽车领域产品有望成为公司未来增长点之一。公司积极布局新能源车载芯片领域，产品的主要应用场景为汽车中控显示屏及仪表盘显示屏。车载显示驱动芯片需要通过车规级质量体系认证，公司投资者关系活动记录表（2023 年 2 月）中披露公司正在进行 IATF16949 汽车质量体系的认证。同时，公司积极与相关客户就车载芯片进行对接与论证，“提高晶圆表面有效使用面积

工艺的研发”、“先进封装倒装技术键合品质工艺的研发”等多个新能源车载显示驱动芯片领域相关项目也在持续研发中。

公司已做好 CIS 芯片封测业务技术储备，静待切入良机。CIS 芯片指采用 CMOS 工艺制造的图像传感器，其封测与公司长期聚焦的显示驱动芯片封测在技术和工艺上相似，也有很多产线设备能共用。公司已布局多项研究项目，并与部分客户就 CIS 芯片封测业务开始初步论证。公司或在等待 CIS 芯片市场景气度触底反弹节点，届时公司有望凭借深厚技术储备快速切入 CIS 芯片封测领域。

表 9：公司新能源车载芯片、CMOS 影像传感器芯片主要在研项目情况

项目名称	拟达到目标	应用前景
CMOS 影像传感器工艺	完成 200 万/500 万/800 万像素 CMOS 传感器的封装生产	CMOS 影像传感器芯片、新能源车载芯片等领域
一种高温测试效率提升设计	提高在高温环境中测试效率与稳定性，缩短测试时间，克服高温测试时产生的针痕变化所导致的凸块变化	高阶显示驱动芯片领域
先进封装倒装技术键合品质工艺的研发	通过监测与异物清洁方案及装置确保生产过程中接合平台的光滑程度以提高封装产品品质	
提高驱动芯片凸块高度均匀性工艺的研发	提高驱动芯片表面凸块整体高度的均匀性，降低凸块高度差	显示驱动芯片、新能源车载芯片等领域
提高晶圆表面有效使用面积工艺的研发	提高有效产出与产品良率	
先进封装领域高晶圆吸附可靠性的结构及工艺研发	提升台盘吸附性与对晶圆的保护作用，避免等待时间过长导致晶圆被刮伤、污染	
高阶影像封装技术研发	掌握高阶影像传感器封测技术，成功批量封测高阶影响类产品	高阶显示驱动芯片、CMOS 影像传感器芯片和新能源车载芯片等领域
先进晶圆测试设备自动除尘降温机构设计	通过设置洁净装置，达到测试环境优化，提高良率	显示驱动芯片封测领域
提高驱动芯片可靠性装置及工艺的研发	增加新工艺杜绝产品氧化，提高金凸块稳定性	
柔性基板封装工艺中智能化控制技术的研发	提高封装工艺的智能化程度与生产良率	高阶显示驱动芯片、图像处理芯片、新能源车载芯片等领域
提高驱动芯片封装压合效果工艺的研发	改善驱动芯片封装压合效果	
高精驱动 IC 内引脚封装工艺的研发与应用	提高产品品质的稳定性	
久储晶圆凸块再生工艺研发	降低芯片封装及封装成本	

资料来源：汇成股份 2022 年年报，上海证券研究所

4 盈利预测与投资建议

1) CP

8 寸晶圆需求放缓，未来 8 寸 CP 销售量或微幅下降；而 12 寸晶圆有望逐步成为主流，12 寸 CP 业务占比逐年提升，12 寸晶圆测试销售量有望随着合肥 12 寸晶圆封测基地稳定投产后快速放量增长。因此，我们预计公司 CP 2023-2025 年收入增速分别为 17%、17%、17%，2023-2025 年的毛利率分别为 44%、45%、46%。

2) Gold Bumping

8 寸晶圆需求放缓，后续公司 8 寸金凸块制造订单或呈平稳或缓降趋势；而 12 寸晶圆有望逐步成为主流，近年来 12 寸金凸块制造订单快速放量，未来 12 寸金凸块制造销售量有望随着合肥厂产能提升而快速增长，因此我们预计公司 Gold Bumping 2023-2025 年收入增速分别为 14%、13%、13%，2023-2025 年的毛利率分别为 28%、29%、30%。

3) COF

薄膜覆晶封装技术主要应用于液晶电视和全面屏手机等电子设备。受益于大屏及窄边框显示设备消费规模增长及公司成功导入大客户，COF 销售量有望随着产能提升而稳定提升；同时 COF 单价也有望随着公司生产技术提升而缓升。因此，我们预计 COF 2023-2025 年收入增速分别为 17%、15%、8%，2023-2025 年的毛利率分别为 19%、20%、21%。

4) COG

玻璃覆晶封装技术在行业应用中成熟稳定，主要用于小尺寸面板产品，后续随着下游客户需求稳步提升，COG 销售量有望保持缓步增长。同时高阶智能手机等高端产品销量占比有望提升，或带动 COG 单价提升。因此，我们预计 COG 2023-2025 年收入增速分别为 14%、11%、2%，2023-2025 年的毛利率分别为 25%、26%、27%。

5) 其他业务

公司其他业务收入主要系出售含金废液等所产生的收入，随着公司生产规模扩大，我们预计其他业务 2023-2025 年收入增速分别为 -1%、2%、-3%，2023-2025 年的毛利率分别为 5%、6%、7%。

6) 营收与毛利率总体预测

我们预计 2023-2025 年公司的营业收入将分别达到 10.75/12.26/13.67 亿元，同比增长 14.44%/13.97%/11.56%。我们综合预计

2023-2025 年公司的毛利率将分别达到 29.79%/31.07%/32.32%。

表 10：公司分业务增速与毛利预测（百万元人民币）

分业务收入测算	2022A	2023E	2024E	2025E
CP	250.95	294.83	345.52	403.00
Gold Bumping	410.32	467.60	531.97	603.30
COF	109.78	128.77	148.42	160.47
COG	113.34	129.47	144.08	146.69
其他业务	55.26	54.69	55.65	53.79
合计	939.65	1,075.37	1,225.63	1,367.25
分业务成本测算	2022A	2023E	2024E	2025E
CP	140.94	163.90	189.07	217.37
Gold Bumping	301.46	337.50	377.87	423.89
COF	89.11	104.30	118.74	126.77
COG	85.91	97.11	106.62	107.08
其他业务	52.35	47.47	48.49	49.09
合计	669.78	750.28	840.79	924.20
分业务增速	2022A	2023E	2024E	2025E
CP	27.45%	17.49%	17.19%	16.64%
Gold Bumping	23.82%	13.96%	13.77%	13.41%
COF	-24.12%	17.30%	15.26%	8.12%
COG	21.92%	14.24%	11.28%	1.81%
其他业务	85.70%	-1.04%	1.75%	-3.33%
合计	18.09%	14.44%	13.97%	11.56%
分业务毛利率	2022A	2023E	2024E	2025E
CP	43.84%	44.41%	45.28%	46.06%
Gold Bumping	26.53%	27.82%	28.97%	29.74%
COF	18.83%	19.00%	20.00%	21.00%
COG	24.19%	25.00%	26.00%	27.00%
其他业务	3.57%	4.57%	5.57%	6.57%
合计	28.72%	29.79%	31.07%	32.32%

资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。受益于高端显示拉动 DDIC 需求、产业转移进程加速和公司募投项目的投产，公司 DDIC 封测销售量有望持续提升，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 1.99/2.52/2.94 亿元，对应 PE 分别为 39/30/26 倍。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期

公司产品广泛应用于智能手机、笔记本电脑等各类终端消费产品，若上述产品需求不及预期，将可能导致公司销售收入下降。

2) 市场竞争加剧

公司相对起步较晚，资金、规模落后于全球龙头企业，如果 DDIC 封装测试行业竞争日趋激烈，则可能使公司业务受到一定冲击。

3) 国际贸易摩擦加剧

如果国际贸易摩擦加剧、出口管制政策更加严格，将可能影响公司未来销售情况及原材料进口情况，进而影响公司业绩。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（单位：百万元）

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	130	-66	61	180
应收票据及应收账款	109	289	151	263
存货	206	200	258	262
其他流动资产	731	785	811	854
流动资产合计	1176	1208	1281	1558
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1748	1943	2103	2228
在建工程	78	62	50	40
无形资产	18	16	15	15
其他非流动资产	176	179	179	178
非流动资产合计	2020	2200	2347	2461
资产总计	3196	3408	3628	4019
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	84	121	88	144
合同负债	50	19	32	70
其他流动负债	27	36	25	28
流动负债合计	161	175	144	242
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	131	130	129	129
非流动负债合计	131	130	129	129
负债合计	292	305	273	370
股本	835	835	835	835
资本公积	2103	2103	2103	2103
留存收益	-34	164	416	711
归属母公司股东权益	2904	3102	3355	3649
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2904	3102	3355	3649
负债和股东权益合计	3196	3408	3628	4019
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	601	285	620	627
净利润	177	199	252	294
折旧摊销	216	307	357	408
营运资金变动	206	-213	23	-61
其他	1	-7	-13	-14
投资活动现金流量	-1377	-480	-491	-508
资本支出	-559	-481	-493	-510
投资变动	-820	0	0	0
其他	2	1	2	2
筹资活动现金流量	856	-1	-1	0
债权融资	-444	-1	-1	0
股权融资	1351	0	0	0
其他	-51	0	0	0
现金净流量	83	-196	127	119

利润表（单位：百万元）

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	940	1075	1226	1367
营业成本	670	750	841	924
营业税金及附加	4	5	6	6
销售费用	9	10	11	13
管理费用	52	62	68	77
研发费用	65	84	92	103
财务费用	-2	0	0	0
资产减值损失	-14	0	0	0
投资收益	3	1	2	2
公允价值变动损益	1	0	0	0
营业利润	169	196	249	290
营业外收支净额	5	-1	0	0
利润总额	174	196	249	290
所得税	-3	-3	-3	-4
净利润	177	199	252	294
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	177	199	252	294
主要指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	28.7%	30.2%	31.4%	32.4%
净利率	18.9%	18.5%	20.6%	21.5%
净资产收益率	6.1%	6.4%	7.5%	8.1%
资产回报率	5.5%	5.8%	7.0%	7.3%
投资回报率	5.2%	6.2%	7.1%	7.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	18.1%	14.4%	14.0%	11.6%
EBIT 增长率	9.7%	27.1%	25.0%	16.7%
归母净利润增长率	26.3%	12.0%	27.1%	16.7%
每股指标（元）				
每股收益	0.21	0.24	0.30	0.35
每股净资产	3.48	3.72	4.02	4.37
每股经营现金流	0.72	0.34	0.74	0.75
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.29	0.32	0.34	0.34
应收账款周转率	8.63	3.72	8.13	5.21
存货周转率	3.26	3.75	3.26	3.53
偿债能力指标				
资产负债率	9.1%	9.0%	7.5%	9.2%
流动比率	7.30	6.88	8.87	6.45
速动比率	5.22	4.70	5.64	4.33
估值指标				
P/E	43.34	38.69	30.45	26.09
P/B	2.65	2.48	2.29	2.10
EV/EBITDA	23.63	15.62	12.84	10.97

资料来源：Wind，上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。