

2023年11月27日

顾中科技（688352.SH）

公司快报

紧抓产业转移趋势，加速国产驱动 IC 全产业链配套

投资要点

◆ 市场回暖带动公司业绩逐季复苏，23Q3 营收和利润均创历史新高

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 月起显示驱动芯片市场快速回暖，封测需求快速提升，带动公司业绩逐季复苏，23Q3 营收、归母净利润和扣非归母净利润三项指标均创历史新高。23Q3 公司实现营收 4.58 亿元，同比增长 73.09%，环比增长 20.53%；归母净利润 1.23 亿元，同比增长 85.79%，环比增长 33.98%；扣非归母净利润 1.14 亿元，同比增长 151.46%，环比增长 50.81%；毛利率 39.69%，同比增长 4.33pcts，环比增长 6.25pcts；净利率 26.78%，同比增长 1.83pcts，环比增长 2.69pcts。

◆ 显示驱动封测龙头持续发力高端产品，扩产紧抓产业转移+终端复苏机遇

公司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。

在显示驱动芯片封测领域，公司是中国大陆最早实现显示驱动芯片全制程封测能力的企业之一；根据 23H1 营收规模排名，公司已成为全球第三、中国大陆第一的显示驱动芯片封测企业。公司持续发力高端产品，现已具备业内最先进 28nm 制程显示驱动芯片的封测量产能力。针对高端智能手机 AMOLED 屏幕，公司前瞻性地研发了“125mm 大版面覆晶封装技术”，可成倍增加所封装芯片的引脚数量；根据 2023 年 11 月投资者调研纪要，公司 2023 年前三季度 AMOLED 营收占比约 18%，其中 23Q3 单季 AMOLED 营收占比超 20%，呈逐步上升趋势。

从下游应用领域看，2023 年前三季度，公司显示驱动芯片封测业务中，高清电视和智能手机的营收占比均超 40%，笔电营收占比约为 10%。1) 电视：根据群智咨询数据，2023 年全球电视出货量下滑至 2.15 亿台，创近十年历史低点；随着经济温和复苏，外加欧洲杯、奥运会等大型赛事举办，2024 年电视出货量和出货面积有望双双恢复增长。2) 手机：智能手机由于需求疲弱终端品牌厂商自 21H2 起进入去库存状态；根据 Statista 数据，23Q2 全球智能手机出货 2.65 亿台，为近 10 年的最低点。随着终端去库存进入尾声，加之 Mate 60 等多款安卓新机频发，显著带动了全球智能手机的复苏，供应链进入备货旺季。Statista 数据显示 23Q3 全球智能手机出货 3.03 亿台，2021 年以来首次同环比均实现增长。3) 笔电：TrendForce 表示随着市场库存转为健康，且预期通胀压力渐趋稳定，2024 年全球笔电出货量有望触底反弹并超过疫情前水平。

公司持续加大新产能建设，并将新厂选址在合肥市，以与晶合集成、京东方、维信诺等显示行业上下游企业形成良好的协同效应。该厂已于 23 年 6 月完成土建部分，8 月开始进机，预计年内完成基础建设部分，24Q1 开始量产，初期产能规划为 BP/CP 约 1 万片/月产能，COF 约 3 千万 EA/月产能。我们认为，在面板产业链重

电子 | 集成电路 III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-11-27)

14.24 元

交易数据

总市值（百万元）	16,931.89
流通市值（百万元）	2,321.14
总股本（百万股）	1,189.04
流通股本（百万股）	163.00
12 个月价格区间	15.80/11.50

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.4	26.61	24.67
绝对收益	16.34	21.29	17.69

分析师

孙远峰

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

分析师

王海维

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

相关报告



心转向中国大陆的大趋势下，叠加电视、手机等下游终端应用逐渐复苏，公司积极扩产充分把握发展良机，未来成长动力足。

◆ **布局非显业务迈向综合类封测企业，实现全制程扇入型封装规模化量产**

公司立志迈向综合类封测企业，于 2015 年布局非显示类芯片封测业务，以技术难度较高的凸块制造为突破口，成功掌握铜镍金凸块、铜柱凸块、锡凸块等各类凸块制造技术，并开发出“低应力凸块下金属层技术”、“微间距线圈环绕凸块制造技术”、“高介电层加工技术”等核心技术，可在保证低成本的同时有效提升电源管理芯片等产品的性能。此外，公司成功研发出后段 DPS 封装技术，已实现全制程扇入型晶圆级芯片尺寸封装的规模化量产。

从产品结构看，公司非显示类芯片封测业务的产品主要以电源管理芯片、射频前端芯片为主，少部分为 MCU、MEMS 其他类型芯片；2023 年前三季度，公司非显示类芯片封测业务中，电源管理芯片营收占比超 50%，射频前端芯片营收占比超 40%。凭借领先的封测能力和高品质的产品质量，公司积攒了优质的客户资源；电源管理芯片封测主要客户包括矽力杰、艾为电子、杰华特、南芯半导体等，射频前端芯片封测主要客户包括唯捷创芯、昂瑞微等。

◆ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年，公司营收分别为 15.75/19.17/23.11 亿元，同比分别为 19.6%/21.7%/20.5%，归母净利润分别为 3.39/4.54/5.66 亿元，同比分别为 11.7%/34.0%/24.7%；PE 分别为 50.0/37.3/29.9。顾中科技在显示驱动芯片主要工艺环节拥有雄厚技术实力，同时积极布局非显示类芯片封测业务，实现全制程扇入型晶圆级芯片尺寸封装的规模化量产。在面板产业链重心转向中国大陆的大趋势下，叠加下游终端应用逐渐复苏，公司持续加大新产能建设，充分把握发展良机，未来成长动力足。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，产能扩充进度不及预期的风险，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)	1,320	1,317	1,575	1,917	2,311
YoY(%)	52.0	-0.2	19.6	21.7	20.5
归母净利润(百万元)	305	303	339	454	566
YoY(%)	455.2	-0.5	11.7	34.0	24.7
毛利率(%)	40.6	39.4	35.9	37.8	39.0
EPS(摊薄/元)	0.26	0.25	0.28	0.38	0.48
ROE(%)	10.6	9.4	5.8	7.3	8.3
P/E(倍)	55.6	55.8	50.0	37.3	29.9
P/B(倍)	5.8	5.3	2.9	2.7	2.5
净利率(%)	23.1	23.0	21.5	23.7	24.5

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：公司作为中国大陆最早实现显示驱动芯片全制程封测能力的企业之一，在显示驱动芯片的金凸块制造、晶圆测试、玻璃覆晶封装、柔性屏幕覆晶封装、薄膜覆晶封装等主要工艺环节拥有雄厚技术实力，同时已具备业内最先进 28nm 制程显示驱动芯片的封测量产能力。在面板产业链重心转向中国大陆的大趋势下，叠加下游终端应用逐渐复苏，公司持续加大新产能建设，充分把握发展良机，未来成长动力足。我们预计 2023-2025 年，公司显示驱动芯片封测业务营收分别为 13.78/16.19/18.78 亿元，同比分别为 18.00%/17.50%/16.00%，毛利率分别为 37.00%/39.00%/40.00%，营收占比分别为 87.45%/84.43%/81.26%。

2) 非显示类芯片封测业务：作为迈向综合类封测企业的重要布局，公司于 2015 年打造非显示类芯片封测业务，现已掌握铜镍金凸块等各类凸块制造技术，并成功研发出后段 DPS 封装技术，实现全制程扇入型晶圆级芯片尺寸封装的规模化量产。凭借领先的先进封测能力、高品质的产品质量，公司赢得了 IC 设计企业的广泛认可，客户资源兼具广度和深度。我们预计 2023-2025 年，公司非显示类芯片封测业务营收分别为 1.68/2.69/4.04 亿元，同比分别为 40.00%/60.00%/50.00%，毛利率分别为 28.00%/32.00%/35.00%，营收占比分别为 10.68%/14.04%/17.47%。

3) 其他业务：我们预计 2023-2025 年，公司其他业务营收分别为 0.29/0.29/0.29 亿元，同比分别为 0.00%/0.00%/0.00%，毛利率分别为 28.00%/28.00%/28.00%。

综上，我们预计 2023-2025 年，公司总营收分别为 15.75/19.17/23.11 亿元，同比分别为 19.60%/21.71%/20.53%，毛利率分别为 35.87%/37.85%/38.97%。

表 1：顾中科技业务指标预测（亿元，%）

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
显示驱动芯片封测	营收	11.99	11.67	13.78	16.19	18.78
	营收同比	48.78%	-2.63%	18.00%	17.50%	16.00%
	毛利率	40.93%	-	37.00%	39.00%	40.00%
	营收占比	90.81%	88.64%	87.45%	84.43%	81.26%
非显示类芯片封测	营收	1.01	1.20	1.68	2.69	4.04
	营收同比	161.31%	19.15%	40.00%	60.00%	50.00%
	毛利率	38.73%	-	28.00%	32.00%	35.00%
	营收占比	7.64%	9.12%	10.68%	14.04%	17.47%
其他业务	营收	0.20	0.29	0.29	0.29	0.29
	营收同比	-15.38%	43.66%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	28.49%	-	28.00%	28.00%	28.00%
合计	总营收	13.20	13.17	15.75	19.17	23.11
	总营收同比	52.00%	-0.25%	19.60%	21.71%	20.53%
	综合毛利率	40.57%	39.41%	35.87%	37.85%	38.97%

资料来源：聚源，华金证券研究所 注：公司未公布 2022 年三类业务毛利率

2、可比公司估值与投资建议

我们选取长电科技、通富微电、华天科技和汇成股份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。汇成股份聚焦于显示驱动芯片领域，以前段金凸块制造为核心，并综合晶圆测试及后段玻璃覆晶封装和薄膜覆晶封装环节，形成了显示驱动芯片全制程封装测试综合服务能力。

硕中科技在显示驱动芯片主要工艺环节拥有雄厚技术实力，同时已具备业内最先进 28nm 制程显示驱动芯片的封测量产能力；此外，公司积极布局非显示类芯片封测业务，实现全制程扇入型晶圆级芯片尺寸封装的规模化量产。在面板产业链重心转向中国大陆的大趋势下，叠加下游终端应用逐渐复苏，公司持续加大新产能建设，充分把握发展良机，未来成长动力足。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	30.88	17.83	29.68	36.91	1.00	1.66	2.06	30.85	18.54	14.90
通富微电	23.00	2.90	9.28	12.77	0.19	0.61	0.84	117.48	36.78	26.72
华天科技	9.00	5.92	10.71	14.37	0.18	0.33	0.45	48.42	26.78	19.96
汇成股份	10.87	1.87	2.70	3.64	0.22	0.32	0.44	48.05	33.31	24.71
均值	-	-	-	-	0.40	0.73	0.95	61.20	28.85	21.57
硕中科技	14.24	3.39	4.54	5.66	0.28	0.38	0.48	49.98	37.31	29.93

资料来源：Wind 一致预期，硕中科技盈利预测来自华金证券研究所 注：数据取自 2023 年 11 月 27 日

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1088	1274	3175	3133	3297
现金	559	652	2173	1862	1817
应收票据及应收账款	174	72	191	289	391
预付账款	5	5	10	11	18
存货	313	362	480	603	679
其他流动资产	36	182	321	368	392
非流动资产	3333	3550	4101	4540	4894
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2109	2205	2517	2796	3030
无形资产	160	169	171	174	181
其他非流动资产	1063	1176	1413	1570	1683
资产总计	4420	4823	7275	7672	8191
流动负债	582	725	768	874	991
短期借款	370	333	164	100	60
应付票据及应付账款	133	231	330	414	526
其他流动负债	80	161	274	360	405
非流动负债	925	874	713	550	387
长期借款	862	815	652	489	326
其他非流动负债	62	59	61	61	61
负债合计	1507	1600	1481	1424	1377
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	989	989	1189	1189	1189
资本公积	1455	1461	3493	3493	3493
留存收益	468	771	1110	1564	2130
归属母公司股东权益	2913	3223	5795	6248	6814
负债和股东权益	4420	4823	7275	7672	8191

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	608	701	406	612	811
净利润	310	303	339	454	566
折旧摊销	235	278	226	273	322
财务费用	33	18	-12	-17	-23
投资损失	-2	-5	-3	0	0
营运资金变动	16	72	-138	-98	-53
其他经营现金流	18	35	-5	0	0
投资活动现金流	-696	-481	-962	-712	-676
筹资活动现金流	207	-141	2076	-210	-180

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.26	0.25	0.28	0.38	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.59	0.34	0.51	0.68
每股净资产(最新摊薄)	2.45	2.71	4.87	5.26	5.73

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1320	1317	1575	1917	2311
营业成本	785	798	1010	1192	1410
营业税金及附加	5	6	14	12	14
营业费用	8	10	9	10	12
管理费用	63	72	95	105	127
研发费用	88	100	115	137	164
财务费用	33	18	-12	-17	-23
资产减值损失	-5	-6	-3	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0
投资净收益	2	5	3	0	0
营业利润	349	330	370	500	625
营业外收入	3	9	10	8	6
营业外支出	1	1	2	2	1
利润总额	351	338	377	506	630
所得税	42	35	39	52	65
税后利润	310	303	339	454	566
少数股东损益	5	0	0	0	0
归属母公司净利润	305	303	339	454	566
EBITDA	629	652	593	743	915

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	52.0	-0.2	19.6	21.7	20.5
营业利润(%)	469.5	-5.6	12.1	35.2	25.2
归属于母公司净利润(%)	455.2	-0.5	11.7	34.0	24.7
获利能力					
毛利率(%)	40.6	39.4	35.9	37.8	39.0
净利率(%)	23.1	23.0	21.5	23.7	24.5
ROE(%)	10.6	9.4	5.8	7.3	8.3
ROIC(%)	8.3	7.7	4.9	6.0	7.2
偿债能力					
资产负债率(%)	34.1	33.2	20.4	18.6	16.8
流动比率	1.9	1.8	4.1	3.6	3.3
速动比率	1.3	1.2	3.5	2.9	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	9.2	10.7	12.0	8.0	6.8
应付账款周转率	5.7	4.4	3.6	3.2	3.0
估值比率					
P/E	55.6	55.8	50.0	37.3	29.9
P/B	5.8	5.3	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	28.0	26.6	26.1	20.9	16.8

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