

电子

2024 年 12 月 20 日

汇成股份 (688403)

——专注高价值细分领域的 DDI 封装厂商（半导体中游系列研究之十）

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2024 年 12 月 19 日

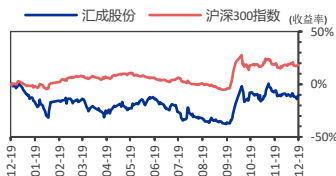
收盘价 (元)	9.24
一年内最高/最低 (元)	10.88/6.37
市净率	2.5
息率 (分红/股价)	1.08
流通 A 股市值 (百万元)	5,350
上证指数/深证成指	3,370.03/10,649.03

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	3.70
资产负债率%	30.96
总股本/流通 A 股 (百万)	838/579
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

袁航 A0230521100002
yuanhang@swsresearch.com
杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
李天奇 A0230522080001
litq@swsresearch.com

联系人

袁航
(8621)23297818x
yuanhang@swsresearch.com

投资要点：

- **专注高价值细分领域的 DDI 封装厂商。**汇成股份主营业务以前段金凸块制造（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，形成全制程封装测试综合服务能力。公司在显示驱动芯片领域深耕多年，2020 年显示驱动芯片封装出货量全球第三，中国大陆排名第一。
- **目前已建成江苏扬州和安徽合肥两大生产基地。**公司成立以来多次开展生产线投资扩产，其中合肥生产基地主体为汇成股份，为 12 寸晶圆封测生产线，主要用于 12 寸晶圆封测服务，同时可提供 8 寸晶圆封测服务；扬州生产基地主体为江苏汇成，为 8 寸晶圆封测生产线，用于 8 寸晶圆封测服务。2023 年底公司 12 寸年产能可为 39.01 万片，8 寸为 39.6 万片。
- **发行可转债持续积极扩张 12 寸先进产能。**2024 年公司发行可转换公司债券募集资金用于“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（合肥）”、“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（扬州）”及补充流动资金，投资项目的实施将会新增公司 Bumping、CP、COG 与 COF 等工序的产能。
- **下游客户多为知名 DDI 芯片厂商，客户集中度较高。**自成立以来，公司与联咏科技、天钰科技、集创北方、奕力科技、瑞鼎科技、奇景光电、矽创电子、新相微、云英谷、昇显微、芯颖科技、傲显科技等知名显示驱动芯片设计公司建立了稳定的合作关系，2023 年公司前两大客户为联咏和天钰，占超过一半收入，前五大客户占比超 70%。
- **随着国内显示面板产业的崛起，显示驱动芯片将加速国产化，也将带动封测供应链同步转移。**显示面板产业链向国内转移推动显示驱动芯片行业发展，中国大陆相关产业链公司逐渐成熟，给本土封测厂商提供更多合作机会。随着中国大陆近年来对芯片设计企业的不断扶持和企业技术的成熟，急剧上升的显示驱动芯片封测需求将会推动现有显示驱动芯片封测厂商的持续扩产，并吸引更多领先的封测厂商进入行业。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计汇成股份 2024-2026 年 PE 为 42/33/27X。公司属于细分封装赛道领军，2025 年公司 PE 为 33 倍，低于可比公司平均水平，估值增长空间为 45%，给与“买入”评级。
- **风险提示：**1) 技术升级迭代风险；2) 市场竞争加剧风险；3) 客户集中度较高的风险；

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,238	1,070	1,496	1,721	1,951
同比增长率 (%)	31.8	19.5	20.8	15.1	13.3
归母净利润 (百万元)	196	101	183	235	292
同比增长率 (%)	10.6	-29.0	-6.4	28.1	24.2
每股收益 (元/股)	0.23	0.12	0.22	0.28	0.35
毛利率 (%)	26.4	21.1	23.7	25.8	27.1
ROE (%)	6.3	3.2	5.6	6.8	7.8
市盈率	40		42	33	27

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖, 给予“买入”评级。我们预计汇成股份 2024-2026 年 PE 为 42/33/27X。公司属于细分封装赛道领军, 2025 年公司 PE 为 33 倍, 低于可比公司平均水平, 估值增长空间为 45%, 给与“买入”评级。

关键假设点

收入端: 我们预计公司 2024-2026 年营收为 14.96/17.21/19.51 亿元, 对应增速分别为 21%/15%/13%。

毛利率: 综合来看公司 2024-2026 年毛利率为 24%、26%、27%。

我们根据公司业务类型拆分为 Gold Bumping、CP、COG、COF 以及其他, 12 寸产能为重点扩产方向, 整体 ASP 维持稳定。其中 bumping 是 DDIC 全封装流程的第一道工艺, 我们认为公司 8 寸产能保持不变, 12 寸产能为后续重点扩产方向, 2024-2026 年产能扩充至 48 万片、55 万片、62 万片; 以 bumping 产能为基准, CP 测试晶圆量级基本对应公司 bumping 产能的扩充; COG 用于小尺寸面板产品手机/数码相机/TPC 的封装方式, 产能跟随前道工序扩张为后续 OLED 重点扩产方向; COF 用于大尺寸电视, 产能增速相对较低。预计 2024-2026 年 **Gold Bumping** 营收增速为 18%、17%、15%; **CP** 营收增速为 31%、16%、14%; **COG** 营收增速为 30%、20%、18%; **COF** 营收增速为 10%、8%、7%。

有别于大众的认识

市场预期中国大陆封测行业竞争格局已定, 实际公司在显示驱动封装领域深耕多年, 成立之初就聚焦中高端封装契合下游发展需求进行差异化竞争, 目前已经覆盖大部分全球显示驱动芯片设计公司, 未来盈利能力有望跻身大陆封测行业前列。

市场预期仅有少数大陆厂商能够量产 2D 等晶圆级工艺, 实际公司也是稀缺的先进封装标的, 以 bumping 业务为基础更容易拓展到模拟、存储等其他高附加值封装领域。

股价表现的催化剂

- 1) 公司 Bumping 业务拓展到其他领域如模拟、存储等;
- 2) 显示驱动芯片行业国产化渗透率超预期;
- 3) 非显示驱动产品拓展超预期;

核心假设风险

- 1) 技术升级迭代风险;
- 2) 市场竞争加剧风险;
- 3) 客户集中度较高的风险;

目录

1. 专注高价值细分领域的封装厂商	5
1.1 公司概况：专注显示驱动封装，中国大陆行业先驱	5
1.2 财务分析：以 DDI 封装为核心，业绩跟随产能快速释放	8
2. DDIC 行业：中国大陆在供应链内循环、成本建立优势	9
2.1 DDIC：光电半导体的核心	9
2.2 DDIC 封装：随着光电显示产业转移迈向第一梯队	11
3. 拥有优质客户资源，稳扎稳打持续扩张	14
4. 盈利预测和估值	16
4.1 盈利预测	16
4.2 估值	18
5. 风险提示	19

图表目录

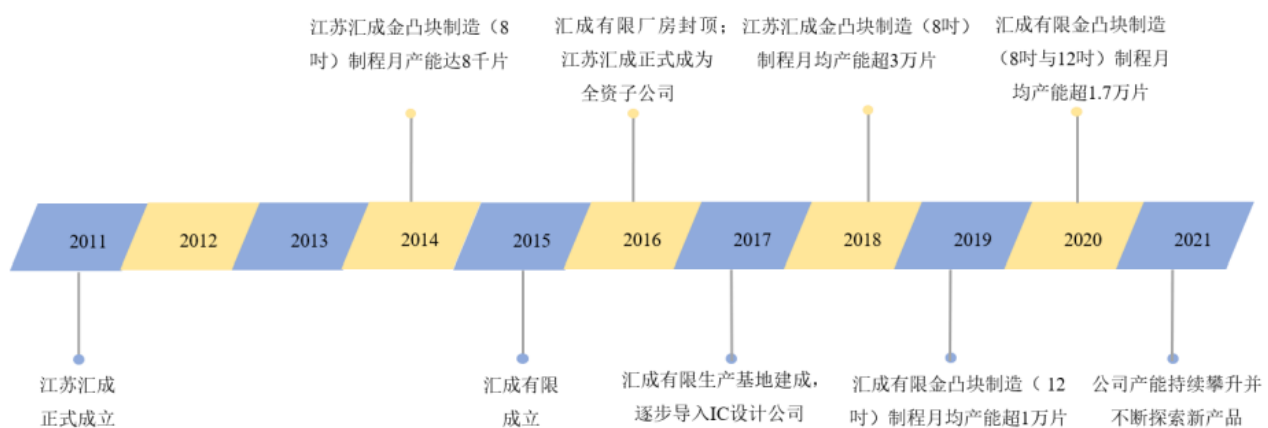
图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构与实控人（可转债募集书）	6
图 3：公司营业收入（单位：亿元）	8
图 4：公司收入结构（单位：亿元）	8
图 5：公司毛利率及净利率	8
图 6：公司归母与扣非归母净利润（单位：亿元）	8
图 7：LCD 显示模组的主要架构.....	9
图 8：全球显示驱动芯片市场规模（单位：亿美元）	9
图 9：全球显示驱动芯片出货量（单位：亿颗）	9
图 10：DDI 驱动力在于规格升级和终端创新	10
图 11：主流显示驱动芯片制作流程.....	11
图 12：2023 年 LCD 面板各环节区域占比.....	12
图 13：2023 年 OLED 面板各环节区域占比	12
图 14：2024Q3 大尺寸 LCD DDIC 代工厂份额.....	12
图 15：2024Q3 LCD HV55-90nm DDI 代工厂份额	12
图 16：2024Q3 AMOLED HV28-40nm DDI 代工厂份额	13
图 17：2022 年 LCD 大尺寸 DDIC 市场份额.....	14
图 18：2022 年 LCD 智能手机 DDIC 市场份额	14
图 19：2022 年 LCD 智能手机 TDDI 市场份额.....	14
图 20：2022 年 OLED DDIC 市场份额	14
图 21：公司 8 寸和 12 寸产能（万片/年）	15
图 22：公司 Capex 投入（单位：亿元）	15
表 1：公司主要产品或服务	5
表 2：高管和核心技术团队	7
表 3：终端产品与 DDIC 数量对应关系.....	10
表 4：汇成股份前五大客户占比	15
表 5：公司业务拆分	16
表：可比公司估值（截止 年 月 日）	

1. 专注高价值细分领域的封装厂商

1.1 公司概况：专注显示驱动封装，中国大陆行业先驱

专注于 DDI 封装的头部企业。汇成股份主营业务以前段金凸块制造 (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，形成全制程封装测试综合服务能力，目前主要所封装测试的产品应用于**显示驱动领域**。公司的封装测试服务应用于 LCD、AMOLED 等各类主流面板的显示驱动芯片，所封装测试的芯片系日常使用的智能手机、智能穿戴、高清电视、笔记本电脑、平板电脑等各类终端产品得以实现画面显示的核心部件。公司在显示驱动芯片封测领域深耕多年，2011 年江苏汇成设立，2015 年汇成有限成立，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，其后两厂持续扩产。2017 年起汇成有限合肥生产基地逐步导入知名 IC 设计公司，2019 年汇成有限金凸块制造 (12 吋) 制程月均产能超 1 万片。公司是中国大陆最早具备金凸块制造能力，及最早导入 12 吋晶圆金凸块产线并实现量产的显示驱动芯片先进封测企业之一，具备 8 吋及 12 吋晶圆全制程封装测试能力。根据公司招股说明书，2020 年度，汇成显示驱动芯片封装出货量在全球显示驱动芯片封测领域排名第三，在中国大陆排名第一。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 1：公司主要产品或服务

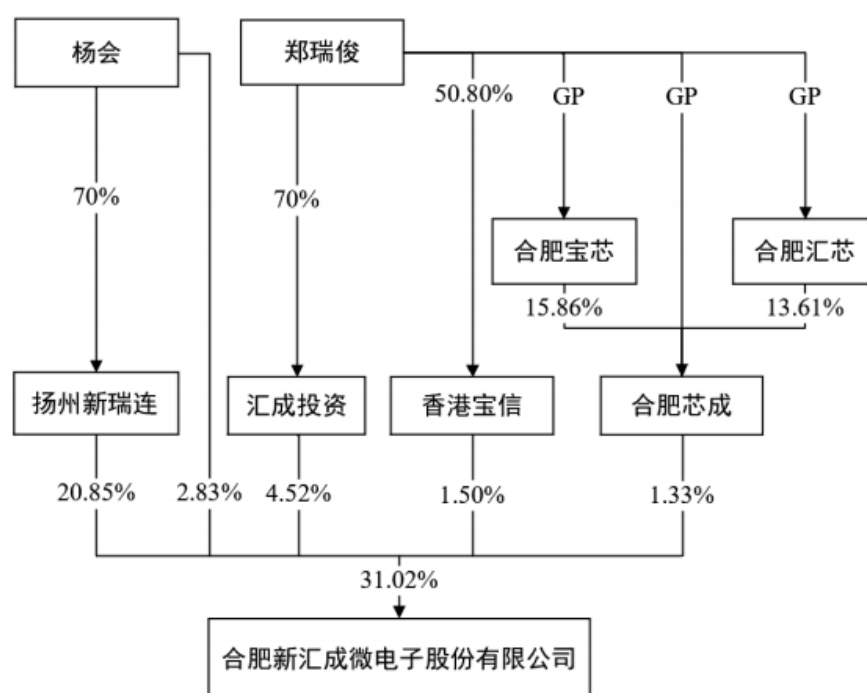
工艺制程	具体介绍	功能特点	应用范围或领域
Gold Bumping	金凸块制造是指通过溅镀、曝光显影、电镀和蚀刻等制程，在晶圆的焊垫上制作金凸块，可达到高效的电性传输，替代了传统封装中的导线键合。公司凸块制造工艺可实现金凸块宽度与间距最小至 6μm、单片 12 吋晶圆上制造 900 余万金凸块	该工艺可大幅缩小芯片模组的体积，具有密度大、散热佳、高可靠性等优点	主要应用于显示驱动芯片领域，适用于覆晶封装 (FC) 技术

CP	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，对于检测不合格的晶粒用点墨进行标识，在切割环节被淘汰，不再进行下一个制程	该工艺不仅可以鉴别出合格的芯片，直接计算出良率，还可以减少后续不必要的操作，有效降低整体封装的成本	是大多数封装工艺必经的前道工序
COG	玻璃覆晶封装是指将芯片上的金凸块与玻璃基板上的引脚进行接合并利用胶质材料进行密封隔绝的技术，由封装厂商负责切割成型，面板或模组厂商等负责芯片与面板的接合	是目前较为传统的屏幕封装工艺，也是最具有性价比的解决方案，但由于芯片直接放置在玻璃基板上，占用较大空间，故屏占比不高	主要应用于小尺寸面板，如手机、平板电脑、数码相机等
COF	薄膜覆晶封装是指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等将外引脚与玻璃基板接合	具有高密度、高可靠性、轻薄短小、可弯曲等优点，有利于缩小屏幕边框，提高屏占比	主要应用于电视等大尺寸面板和全面屏手机等

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司创始人为郑瑞俊和杨会夫妇，技术团队多为行业相关封装大厂背景。郑瑞俊和杨会系夫妻关系，合计共同控制发行人 31.02% 的股份表决权，为公司共同实际控制人；同时郑瑞俊担任发行人董事长、总经理，对公司重大决策及经营管理具有决定性影响。公司核心团队成员有着国内外半导体制造大厂从业经验，深耕半导体制造和封装领域，其中核心技术人员包括公司副总经理兼研发中心主任林文浩先生，副总经理兼研发中心副主任，生产制造部总监钟玉玄先生，生产制造部总监及研发中心总监陈汉宗先，生产制造部总监及研发中心总监许原诚先生。

图 2：公司股权结构与实控人（可转债募集书）



资料来源：可转债募集书，申万宏源研究

表 2：高管和核心技术团队

	职务	出生年份	核心团队历史任职公司
郑瑞俊	董事长、董事、总经理	1963	
沈建纬	董事	1959	
洪伟刚	董事	1992	
朱景懿	董事	1991	
林文浩	副总经理，研发中心主任，核心技术人员	1970	和舰、龙腾光电等
钟玉玄	副总经理，研发中心副主任，生产制造部总监，核心技术人员	1963	京元电、硕邦等
陈汉宗	生产制造部总监，研发中心总监，核心技术人员	1971	联电、硕邦等
许原诚	生产制造部总监，研发中心总监，核心技术人员	1971	硕邦等

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 财务分析：以 DDI 封装为核心，业绩跟随产能快速释放

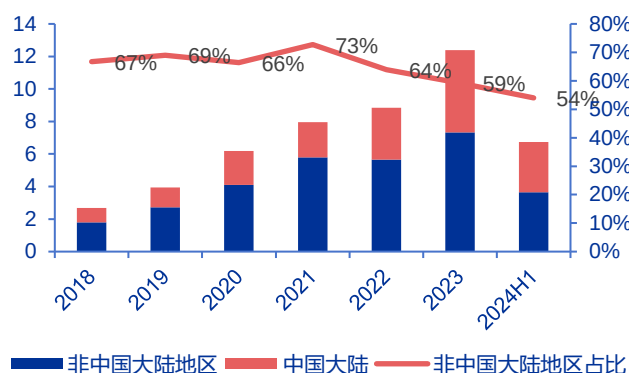
营业收入：公司营业收入的快速增长主要驱动来自于自身产能的快速扩张，根据公司 2024 年可转债募集书，截止 2023 年 8 寸 bumping 年产能约为 39.6 万片，12 寸 bumping 年产能约为 39.01 万片。在收入结构方面，公司非中国大陆营收占比超过一半，与联咏、天钰、集创北方、奕力、瑞鼎、奇景光电、矽创电子等行业内知名芯片设计公司建立了稳定的合作关系。

图 3：公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

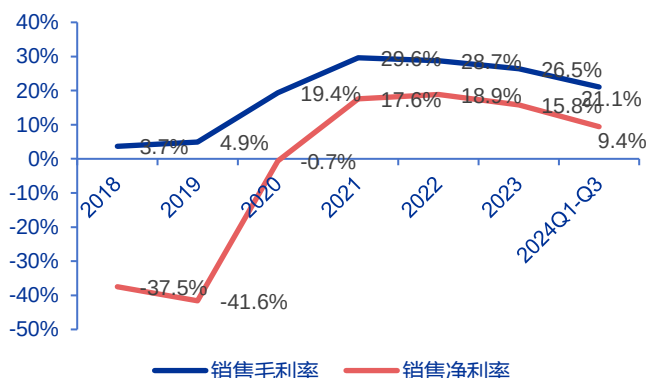
图 4：公司收入结构（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

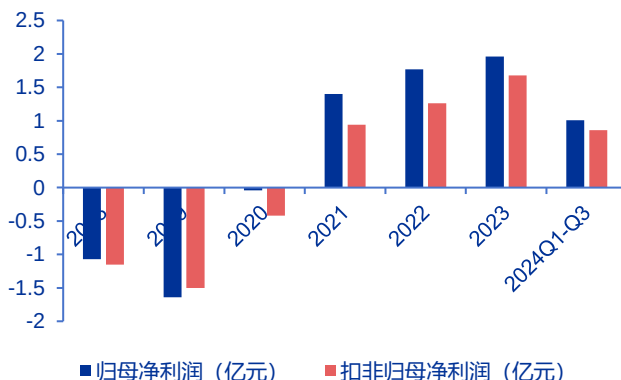
毛利率和归母净利润：封测企业的成本结构中原材料和折旧占比较高，人工成本占比通常在 15%-20% 左右，因此封装原材料的价格水平和固定资产结构较大的影响了封测厂的成本和盈利能力，但对于不同封装方式的产品成本结构也各不同。2023 年公司营业成本增幅略高，主要系折旧计提增加较大，对毛利率也有较大影响。

图 5：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公司归母与扣非归母净利润（单位：亿元）



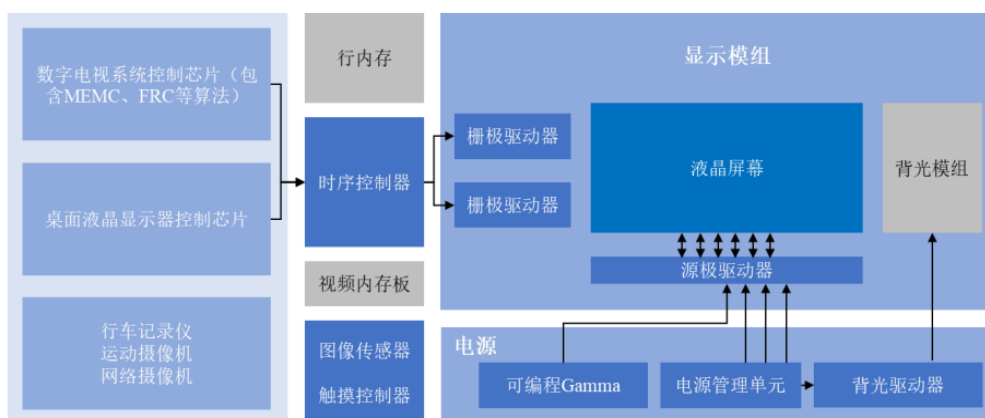
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. DDIC 行业：中国大陆在供应链内循环、成本建立优势

2.1 DDIC：光电半导体的核心

完整的显示驱动解决方案一般由源极驱动芯片 (Source Driver)、栅极驱动芯片 (Gate Driver)、时序控制芯片 (TCON) 和电源管理芯片组成。源极驱动芯片、栅极驱动芯片统称为显示驱动芯片 (Display Driver IC, 简称“DDIC”)。其主要功能是对显示屏的成像进行控制, 它通常使用行业标准的通用串行或并行接口来接收命令和数据, 并生成具有合适电压、电流、定时和解复用的信号, 使屏幕显示所需的文本或图像; 时序控制芯片负责接收图像数据并转换为源极驱动芯片所需的输入格式, 为驱动芯片提供控制信号; 显示屏电源管理芯片对驱动电路中的电流、电压进行有效管理。现阶段市场上主流显示驱动芯片包括 LCD 显示驱动芯片 (LCD DDIC)、触控显示整合驱动芯片 (TDDI) 和 OLED 显示驱动芯片 (OLED DDIC) 三种类型。

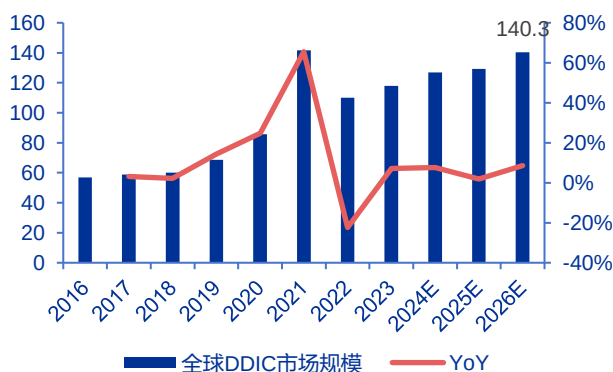
图 7: LCD 显示模组的主要架构



资料来源：新相微招股说明书，申万宏源研究

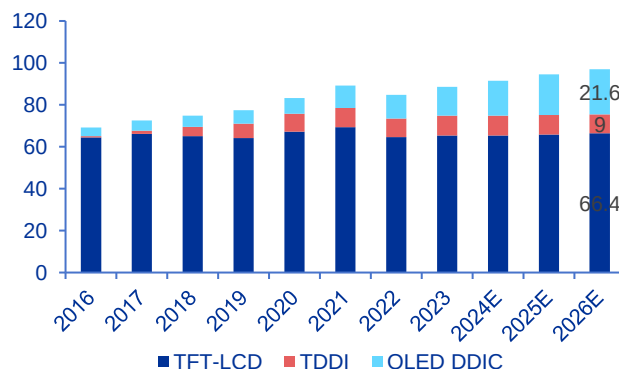
DDIC 全球千亿规模。根据 CINNO Research 数据，2023 年整体市场规模为 118 亿美元，预计到 2026 年将超过 140 亿美元，出货量有望接近 100 亿颗。

图 8: 全球显示驱动芯片市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源：CINNO Research，申万宏源研究

图 9: 全球显示驱动芯片出货量 (单位: 亿颗)



资料来源：CINNO Research，申万宏源研究

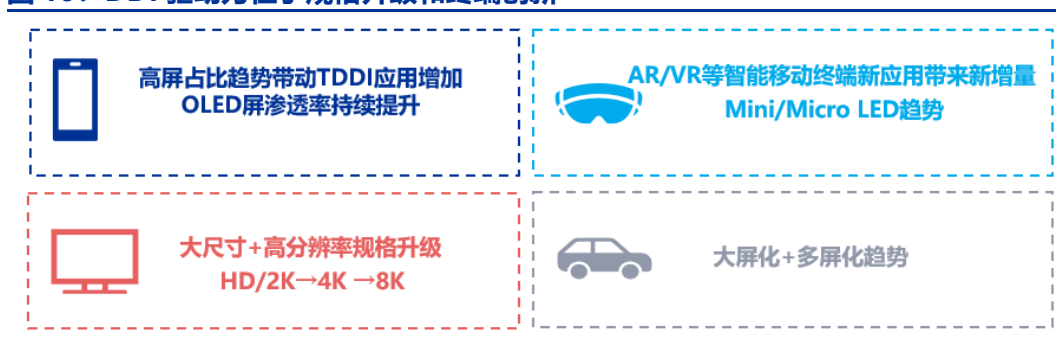
规格升级和终端创新带动 DDIC 行业技术迭代。1) **存量市场：**电视、显示器等中大尺寸传统应用领域对 LCD 显示驱动芯片的需求量长期处于高位，终端所需 DDIC 数量与面板尺寸、分辨率高低成正比，面板尺寸越大，分辨率越高、所需 DDIC 数量越多。未来随着大面板屏幕尺寸继续增加，各类屏幕分辨率、色域要求不断提升，每台终端产品所需的 DDIC 数量还将进一步增长；2) **增量市场：**驱动因素主要来源于智能显示终端的创新，芯片功能的丰富（集成度）等，显著拉升芯片用量和市场需求。未来随着 AMOLED 在中高端智能手机、智能穿戴、中大尺寸领域渗透率的提高，OLED DDIC 将成为显示驱动市场的主要增长点。

表 3：终端产品与 DDIC 数量对应关系

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

资料来源：晶集成招股说明书，申万宏源研究

图 10：DDI 驱动力在于规格升级和终端创新



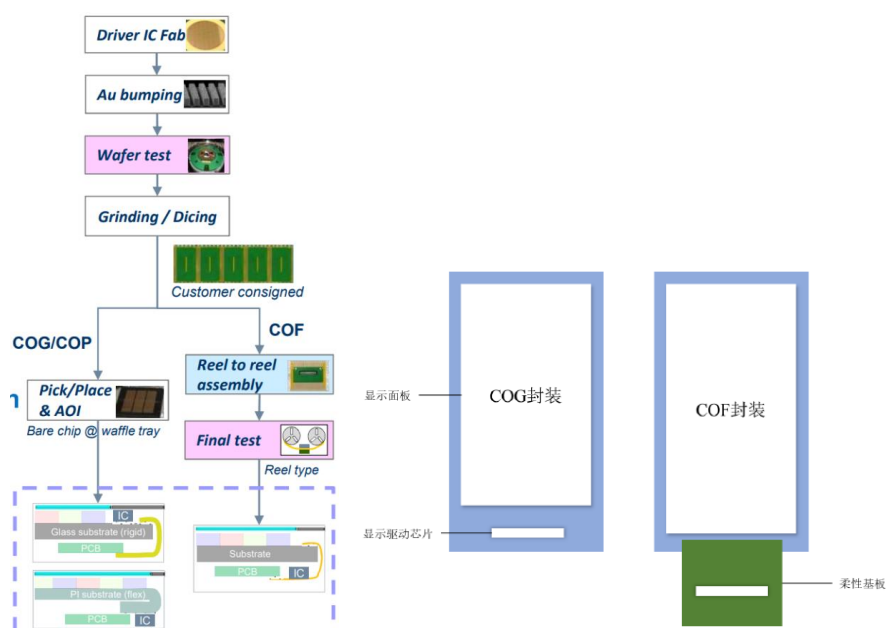
资料来源：申万宏源研究

2.2 DDIC 封装：随着光电显示产业转移迈向第一梯队

DDIC 的产业链大体由 IC 设计—晶圆代工—封测—面板厂构成，产业链较为简单，作为显示屏成像系统的重要部分，其所在电子产品中所占的成本约 10-15%。

全球显示驱动芯片封测产业链主要集中于韩国、中国大陆和中国台湾。除部分专门提供对内显示驱动封测服务的厂商集中在韩国外，行业头部企业均集中在中国台湾及大陆地区。中国台湾和大陆的显示驱动芯片厂商都是采用委外代工的方式生产，由晶圆代工厂进行晶圆制造，再由封装厂为晶圆进行金凸块加工，随后由测试厂（委外测试厂或公司自有产能）进行晶圆良率测试，最后由专业封装厂进行切割、COG/COF 加工等封装工作。

图 11：主流显示驱动芯片制作流程



资料来源：南茂科技，汇成股份招股书，申万宏源研究

其中：

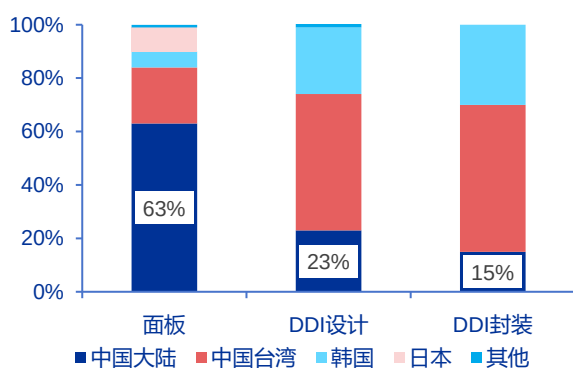
韩国：以 Steco、LB-Lusem 为代表，分别系三星和 LG 与生态内的显示驱动芯片封测服务商，不对外部的显示驱动芯片设计公司提供服务。三星、LG 作为显示面板产业绝对领先企业，采用全产业链整合模式，集团内部整合了芯片设计、芯片制造、封装制造、面板厂商和整机厂商。

中国台湾：以顾邦、南茂为代表。由于过去中国台湾 LCD 产业发展较为完善，曾有包括矽品（被日月光收购）、悠立（被安靠收购）、飞信（与顾邦合并）、福葆等十余家封测厂商入局显示驱动芯片封测领域，导致该市场竞争较为激烈，并经过长时间的行业整合，中小型封测厂纷纷被大厂并购，目前仅剩顾邦科技、南茂科技两家显示驱动芯片封测厂商，形成双寡头垄断市场的格局。中国台湾显示面板产业上下游绑定模式发展成熟，显示驱动芯片设计厂商、晶圆代工厂、封测厂商以及显示面板产业均可形成资本与业务上的绑定，如联咏与联电绑定，联电与顾邦绑定，富士康旗下天钰、夏普、群创绑定，明基友达与瑞鼎绑定，形成全产业链模式，保障工艺开发、产能以及下游客户。

中国大陆：由于整体封测厂起步较晚，在技术和规模两方面与韩厂和台厂存在一定差距，主要代表有厦门通富、汇成股份、纳沛斯等。目前随着显示驱动设计产业的快速成长和国内资本投入的提高，显示驱动芯片封测业务已逐渐开始转移至中国大陆。

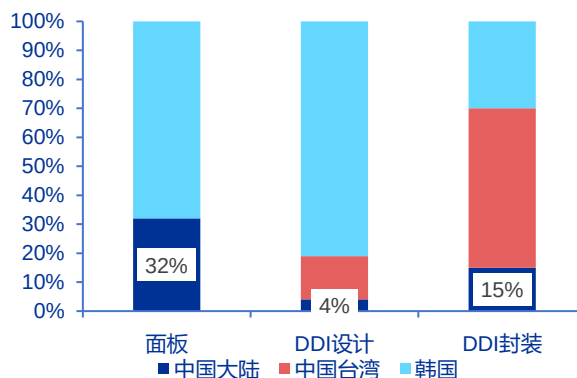
随着国内显示面板产业的崛起，显示驱动芯片将加速国产化，也将带动封测供应链同步转移。显示面板产业链向国内转移推动显示驱动芯片行业发展，中国大陆相关产业链公司逐渐成熟，给本土封测厂商提供更多合作机会。随着中国大陆近年来对芯片设计企业的不断扶持和企业技术的成熟，急剧上升的显示驱动芯片封测需求将会推动现有显示驱动芯片封测厂商的持续扩产，并吸引更多领先的封测厂商进入行业。

图 12：2023 年 LCD 面板各环节区域占比



资料来源：顾邦科技财报，申万宏源研究

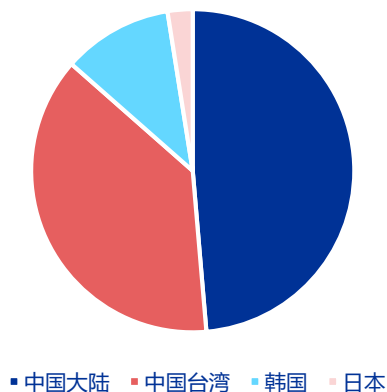
图 13：2023 年 OLED 面板各环节区域占比



资料来源：顾邦科技财报，申万宏源研究

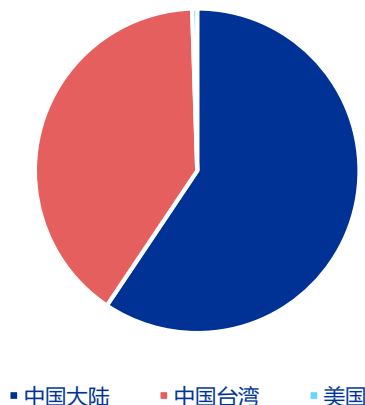
中国大陆显示驱动代工产能的扩张同时也增加了封装环节的配套要求。根据 Omdia 数据，中国大陆 Fab 工厂在 2024Q2 的大尺寸 DDIC 领域占 55% 份额，首次超过一半，并在 3Q24 保持 49% 份额，包括联电、世界先进和力积电在内的台厂紧随其后，合计市场份额为 38%；在 LCD HV 55nm-90nm DDIC 市场，中国大陆厂商在 24Q3 份额也超过了一半为 59.4%；在 AMOLED HV 28nm-40nm DDIC 市场，中国大陆厂商主力为中芯国际和上海华力。国内 fab 厂商份额的日益增长已经重塑了整个 DDIC 设计领域的市场生态，增加了封测环节的就近配套要求。

图 14：2024Q3 大尺寸 LCD DDIC 代工厂份额



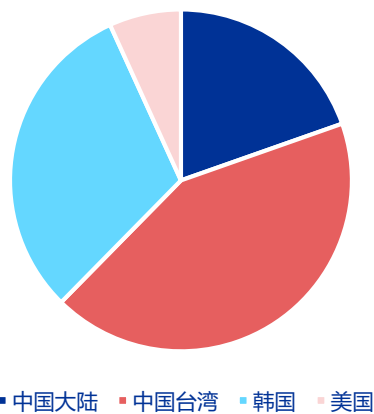
资料来源：Omdia，申万宏源研究

图 15：2024Q3 LCD HV55-90nm DDI 代工厂份额



资料来源：Omdia，申万宏源研究

图 16: 2024Q3 AMOLED HV28-40nm DDI 代工厂份额

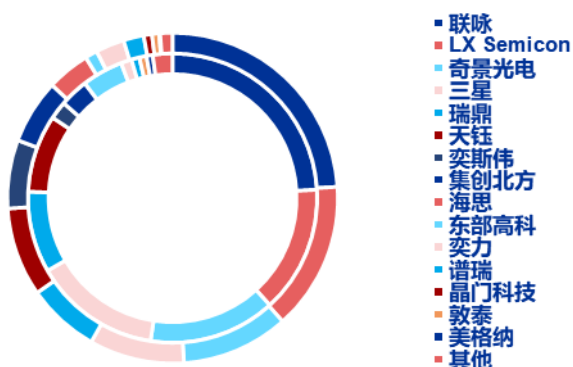


资料来源: Omdia, 申万宏源研究

3. 拥有优质客户资源，稳扎稳打持续扩张

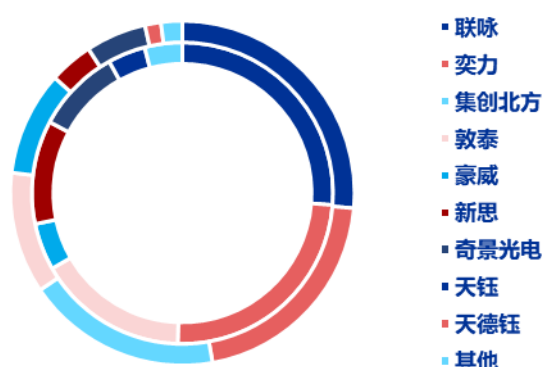
DDIC 行业客户下游集中度高，Fabless 领域主要由韩台系厂商主导。DDI 封测为集成电路封测行业内一个较为细分的市场，当前市场内主要企业均已具备成熟的工艺技术以及建立了长期而稳定的客户关系，DDI 封装行业客户集中度较高也是主要受下游大型显示驱动芯片设计公司较为集中所致。根据 Omdia 数据，大尺寸 DDIC 市场主要由韩厂和台厂主导；台厂主导小尺寸 LCD 市场份额达 66%；AMOLED DDIC 韩厂占绝对优势。

图 17：2022 年 LCD 大尺寸 DDIC 市场份额



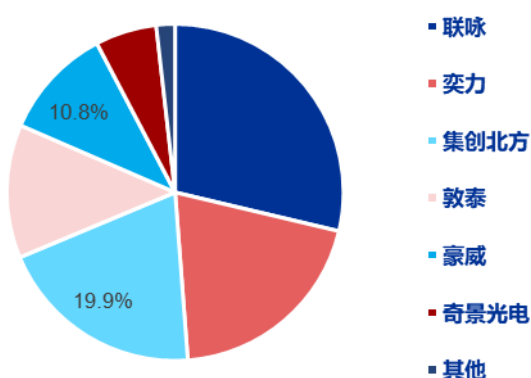
资料来源：Omdia，申万宏源研究
注：内圈为 2021 年，外圈为 2022 年

图 18：2022 年 LCD 智能手机 DDIC 市场份额



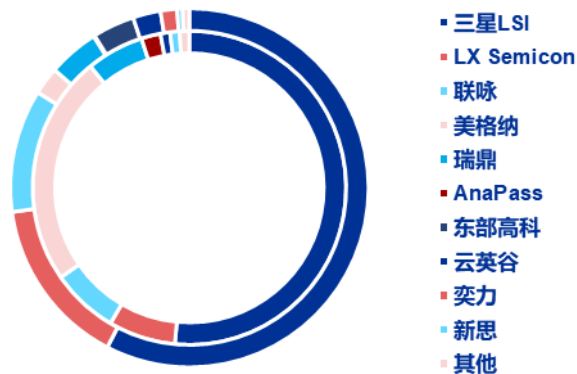
资料来源：Omdia，申万宏源研究
内圈为 2021 年，外圈为 2022 年

图 19：2022 年 LCD 智能手机 TDDI 市场份额



资料来源：Omdia，申万宏源研究

图 20：2022 年 OLED DDIC 市场份额



资料来源：Omdia，申万宏源研究
内圈为 2021 年，外圈为 2022 年

公司下游客户多为知名 DDI 芯片厂商。自成立以来，公司与联咏科技、天钰科技、集创北方、奕力科技、瑞鼎科技、奇景光电、矽创电子、新相微、云英谷、昇显微、芯颖科技、傲显科技等行业内知名芯片设计公司建立了稳定的合作关系。根据公告，2023 年公司前两大客户为联咏和天钰，占超过一半收入，前五大客户占比超 70%。

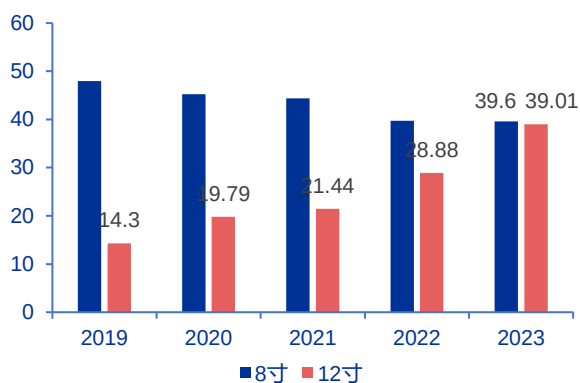
表 4：汇成股份前五大客户占比

2020		2021		2022		2023	
客户	占比	客户	占比	客户	占比	客户	占比
天钰	32.77%	天钰	30.23%	联咏	28.13%	联咏	33.53%
联咏	19.02%	联咏	25.81%	天钰	25.10%	天钰	20.66%
奇景光电	11.82%	瑞鼎	6.66%	奕力	11.35%	集创北方	9.86%
矽创	6.33%	奕力	5.73%	集创北方	9.74%	奕力	6.80%
瑞鼎	6.28%	集创北方	5.05%	爱协生	5.43%	爱协生	5.38%
合计	76.21%	合计	73.48%	合计	79.75%	合计	76.24%

资料来源：招股说明书，可转债募集书，申万宏源研究

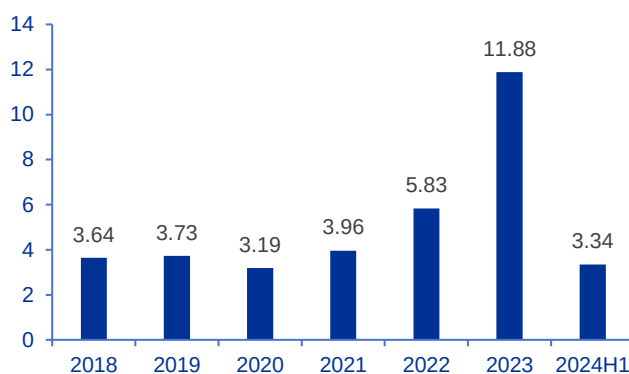
目前已建成江苏扬州和安徽合肥两大生产基地。公司成立以来多次开展生产线投资扩产，其中合肥生产基地主体为汇成股份，为 12 寸晶圆封测生产线，主要用于 12 寸晶圆封测服务，同时可提供 8 寸晶圆封测服务；扬州生产基地主体为江苏汇成，为 8 寸晶圆封测生产线，用于 8 寸晶圆封测服务。根据可转债募集书，公司目前 12 寸年产能为 39.01 万片，8 寸为 39.6 万片。

图 21：公司 8 寸和 12 寸产能（万片/年）



资料来源：可转债募集书，申万宏源研究

图 22：公司 Capex 投入（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

积极扩张 12 寸先进产能。2024 年公司发行可转换公司债券募集资金 11.487 亿元用于“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（合肥）”、“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（扬州）”及补充流动资金。本次募集资金投资项目的实施将会新增公司 Bumping、CP、COG 与 COF 等工序的产能。

4. 盈利预测和估值

4.1 盈利预测

核心假设：

收入端：按公司披露口径主营业务为显示驱动芯片封测，我们根据公司业务类型进一步拆分为 Gold Bumping、CP、COG、COF 以及其他，细分项收入数据来自于招股说明书以及转债说明书。我们预计公司 2024-2026 年营收为 14.96/17.21/19.51 亿元，对应增速分别为 21%/15%/13%。

1) Gold Bumping：公司目前主要有合肥及扬州两个生产基地，2023 年 8 寸产能为 39.6 万片/年、12 寸产能为 39.01 万片/年。bumping 是 DDIC 全封装流程的第一道工艺，根据规划，我们认为公司 8 寸产能保持不变，12 寸产能为后续重点扩产方向，2024-2026 年产能扩充至 48 万片、55 万片、62 万片，8 寸和 12 寸 ASP 不变，8 寸产能利用率恢复，12 寸产能利用率保持满载，预计 2024-2026 年营收增速为 18%、17%、15%；因折旧摊销较高影响 2024 年毛利率，但后续随着价格的稳定以及 8 寸产能利用率提升毛利率有所恢复，预计 2024-2026 年为 20%、22%、24%，同时 12 寸产能占比提升也对毛利率有正向贡献。

2) CP：测试晶圆量级基本对应公司 bumping 产能的扩充，我们判断 8 寸晶圆在测试阶段会有部分外协测试商，故对于 8 寸产能有 70%的折算，但 12 寸产能在公司测试设备到位后基本保留在体内对应 2024-2026 年 48 万片、55 万片、62 万片的年产能，后续 8 寸和 12 寸 ASP 保持稳定，预计 2024-2026 年营收增速为 31%、16%、14%，预计 2024-2026 年毛利率为 30%、32%、34%，随着 12 寸占比提升而提升。

3) COG：经过 CP 测试流程后用于小尺寸面板产品手机/数码相机/TPC 的封装方式，产能跟随前道工序扩张为后续 OLED 重点扩产方向，ASP 维持稳定，我们预计 2024-2026 年营收增速为 30%、20%、18%，毛利率随着高端产品的放量以及产能利用率的提升有所恢复，预计 2024-2026 年为 20%、23%、25%。

4) COF：经过 CP 测试流程后用于大尺寸电视，产能增速相对较低，ASP 维持稳定，预计 2024-2026 年营收增速为 10%、8%、7%，毛利率随着产能利用率的提升有所恢复，预计 2024-2026 年为 30%、32%、34%。

其他收入主要为出售含金废液等，不是公司核心业务

综合来看，公司 2024-2026 年毛利率为 24%、26%、27%。

费用率：维持稳定，预计公司 2024-2026 年的销售费用率为 0.7%/0.7%/0.7%；管理费用率为 5.4%/5.4%/5.4%；研发费用率 6.4%/6.4%/6.4%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.83 亿/2.35 亿/2.92 亿。

表 5：公司业务拆分

单位：百万元

E

E

E

Gold Bumping	收入	535	632	739	847
	毛利	126	126	163	203
	毛利率	24%	20%	22%	24%
	收入 YoY	30%	18%	17%	15%
CP	收入	315	411	477	542
	毛利	107	123	153	173
	毛利率	34%	30%	32%	32%
	收入 YoY	25%	31%	16%	14%
COG	收入	149	194	232	273
	毛利	29	38	53	68
	毛利率	20%	20%	23%	25%
	收入 YoY	31%	30%	20%	18%
COF	收入	171	188	204	220
	毛利	55	56	65	75
	毛利率	32%	30%	32%	34%
	收入 YoY	56%	10%	8%	8%
其他收入	收入	70	70	70	70
	毛利	10	10	10	10
	毛利率	14%	14%	14%	14%
	收入 YoY	26%	0%	0%	0%
合计收入	收入	1238	1496	1721	1951
	毛利	327	355	444	530
	毛利率	26%	24%	26%	27%
	收入 YoY	32%	21%	15%	13%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

4.2 估值

我们主要采用 PE 估值法对公司进行估值分析。

公司业务主要为显示驱动封装测试，参考拥有显示封装测试业务的通富微电、以及拥有同样先进封装业务的晶方科技、甬矽电子等厂商，其主要业务都以 WLCSP、Bumping/CP 等为主。

通富微电：专业从事集成电路封装测试，目前封装技术包括 Bumping、WLCSP、FC、BGA、SiP 等先进封装技术，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。

晶方科技：3DIC 和 TSV 晶圆级芯片尺寸封装和测试服务的全球领先供应商，主要产品有影像传感器，生物身份识别，环境光感应，医疗电子和汽车传感器等。公司先后承担多项国家及省级科研项目，“晶圆级封装关键技术研究”被科技部列入国际科技合作与交流专项基金，“晶圆级芯片尺寸封装技术在影像传感芯片中的开发和应用”被科技部列入国家火炬计划项目等。

甬矽电子：公司以中高端封装及先进封装技术和产品为主，主要生产 QFN/DFN、WBLGA、WBBGA 等中高端先进封装形式产品，以先进晶圆级封装为主，技术涉及 Fan-in WLCSP、Fan-out WLP、FCCSP、FCBGA、2D 堆叠 POP 及 2.5D/3D 先进封装等。

首次覆盖，给予“买入”评级。三家公司在 2024-2026 年 PE 的均值分别为 93/48/34X，因甬矽电子 2024 年估值异常且已 2024 年底，我们以 2025 年可比公司平均估值作为参考较为合理，根据盈利预测汇成股份 2024-2026 年 PE 为 42/33/27X，公司属于细分封装赛道领军，2025 年公司 PE 为 33 倍，低于可比公司平均水平，估值增长空间为 45%，给与“买入”评级。

表 6：可比公司估值（截止 2024 年 12 月 19 日）

公司	市值 (亿元)	盈利预测 (单位: 百万元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
通富微电	445	860	1226	1588	52	36	28
晶方科技	184	260	379	482	71	49	38
甬矽电子	137	88	233	397	156	59	34
平均值					93	48	34
汇成股份	77	183	235	292	42	33	27

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

技术升级迭代风险。随着显示面板性能需求的不断提升，显示驱动芯片技术朝着高分辨率、高帧率、高带宽、外围器件较少与功能高度集成化的方向发展。为了满足上述行业发展趋势，显示驱动芯片封测企业需通过设计及工艺的创新不断提升产品性能，为新产品的开发带来了更多的挑战，亦促进了 Bumping、COG 与 COF 等封装技术的发展。目前公司专注于显示驱动芯片先进封测领域，主要使用 Bumping、COG、COF 等技术。如果未来公司技术升级进度或成果未达预期、未能准确把握行业发展趋势，导致未能成功进行工艺及技术升级迭代，公司市场竞争力将受到不利影响。

市场竞争加剧风险。相比显示驱动芯片封测行业头部企业硕邦科技、南茂科技等，公司业务规模仍存在较大差距。公司起步较晚，受资金、规模等方面的限制，综合竞争力亟待提升。在业务快速扩张的过程中，如果公司不能很好地应对同行业企业竞争中的规模优势，将可能导致公司业务发展受阻；此外，境内外企业的双重竞争态势愈发激烈，市场竞争加剧的风险可能使公司的业务受到一定冲击。

客户集中度较高的风险。如果未来公司的主要客户生产经营出现问题，导致其向公司下达的订单数量下降，或公司无法持续深化与现有主要客户的合作关系与合作规模、无法有效开拓新的客户资源，将可能对公司经营业绩产生不利影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	940	1,238	1,496	1,721	1,951
营业收入	940	1,238	1,496	1,721	1,951
营业总成本	799	1,063	1,344	1,519	1,691
营业成本	670	911	1,141	1,278	1,421
税金及附加	4	4	5	6	7
销售费用	9	8	10	12	13
管理费用	52	67	81	93	105
研发费用	65	79	95	110	124
财务费用	-2	-6	12	21	21
其他收益	21	22	22	22	22
投资收益	3	10	10	10	10
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	4	0	0	0
信用减值损失	3	-6	0	0	0
资产减值损失	-14	-10	0	0	0
资产处置收益	15	3	0	0	0
营业利润	169	198	183	235	292
营业外收支	5	-3	0	0	0
利润总额	174	196	183	235	292
所得税	-3	0	0	0	0
净利润	177	196	183	235	292
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	177	196	183	235	292

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	177	196	183	235	292
加：折旧摊销减值	226	296	260	290	320
财务费用	12	0	12	21	21
非经营损失	-22	-19	-10	-10	-10
营运资本变动	194	-158	-72	-11	3
其它	14	36	0	0	0
经营活动现金流	601	351	373	524	624
资本开支	559	1,182	300	500	500
其它投资现金流	-818	632	10	10	10
投资活动现金流	-1,377	-550	-290	-490	-490
吸收投资	1,351	0	0	0	0
负债净变化	-444	185	-2	0	0
支付股利、利息	15	1	52	58	68
其它融资现金流	-36	-6	1,149	0	0
融资活动现金流	856	179	1,095	-58	-68
净现金流	83	-19	1,178	-23	67

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,176	653	1,924	1,934	2,032
现金及等价物	731	130	1,309	1,286	1,353
应收款项	116	233	233	233	233
存货净额	206	237	330	363	394
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	123	52	52	52	52
长期投资	0	50	50	50	50
固定资产	1,826	2,576	2,616	2,827	3,007
无形资产及其他资产	194	318	318	318	318
资产总计	3,196	3,596	4,908	5,129	5,407
流动负债	161	365	384	406	440
短期借款	2	188	186	186	186
应付款项	102	173	194	217	250
其它流动负债	57	4	4	4	4
非流动负债	131	99	1,248	1,248	1,248
负债合计	292	464	1,632	1,654	1,688
股本	835	835	838	838	838
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,103	2,136	2,133	2,133	2,133
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	30	51	71	96	128
未分配利润	-65	110	235	408	621
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2,904	3,132	3,276	3,475	3,719
负债和股东权益合计	3,196	3,596	4,908	5,129	5,407

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.23	0.22	0.28	0.35
每股经营现金流	0.72	0.42	0.45	0.63	0.74
每股红利	0.00	0.00	0.05	0.04	0.06
每股净资产	3.47	3.74	3.91	4.15	4.44
关键运营指标(%)					
ROIC	7.6	5.9	5.8	7.2	8.3
ROE	6.1	6.3	5.6	6.8	7.8
毛利率	28.7	26.4	23.7	25.8	27.1
EBITDA Margin	41.2	37.9	30.4	31.7	32.4
EBIT Margin	18.3	15.3	13.1	14.9	16.0
营业总收入同比增长	18.1	31.8	20.8	15.1	13.3
归母净利润同比增长	26.3	10.6	-6.4	28.1	24.2
资产负债率	9.1	12.9	33.2	32.3	31.2
净资产周转率	0.32	0.40	0.46	0.50	0.52
总资产周转率	0.29	0.34	0.30	0.34	0.36
有效税率	-1.9	-0.2	0.0	0.0	0.0
股息率	0.0	0.0	0.5	0.5	0.6
估值指标(倍)					
P/E	43.7	39.5	42.2	33.0	26.5
P/B	2.7	2.5	2.4	2.2	2.1
EV/Sale	8.4	6.5	6.1	5.3	4.7
EV/EBITDA	20.3	17.1	20.2	16.8	14.5
股本	835	835	838	838	838

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司

<http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。