



股票投资评级

买入 | 维持

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)	15.93
总股本/流通股本(亿股)	8.58 / 8.58
总市值/流通市值(亿元)	137 / 137
52周内最高/最低价	19.61 / 7.66
资产负债率(%)	30.3%
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
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

汇成股份(688403)

DRAM 存储封装开启布局

● 投资要点

开启布局 DRAM 存储封装。公司将通过对鑫丰科技进行战略投资及与华东科技建立战略合作关系的方式布局 DRAM 封测业务，并持续拓展以 3D DRAM 为主的存储芯片先进封装业务。公司对鑫丰科技的投资分为直接投资与间接投资两个部分。直接投资方面，公司以现金人民币 9,048.41 万元的价格受让华东科技持有的鑫丰科技 18.4414% 股权。间接投资方面，公司作为有限合伙人参与投资的私募股权投资基金苏州工业园区晶汇聚鑫创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“晶汇聚鑫”）及合肥晶汇聚芯投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“晶汇聚芯”）与苏州启鸿创业投资合伙企业（有限合伙）、深圳中天精艺投资有限公司共同以现金人民币 31,090.97 万元的价格受让芯玢（东阳）半导体有限公司持有的鑫丰科技 44.5756% 股权。上述股权转让完成后，公司将直接持有鑫丰科技 18.4414% 股权；通过晶汇聚鑫间接持有鑫丰科技 8.2425% 股权，通过晶汇聚芯间接持有鑫丰科技 0.8606% 股权，直接及间接合计持有鑫丰科技 27.5445% 的股权。本次投资完成后，公司对鑫丰科技构成重大影响，但未形成实际控制，鑫丰科技不会纳入公司合并报表范围。

华东科技：覆盖 LPDDR1 至 LPDDR5 全系列产品封测，拓展 3D DRAM 封测。华东科技为中国台湾上市公司华东（8110.TW）在境内的子公司，华东自 1995 年起与东芝半导体合作 DRAM 封装业务，是全球最早涉足 DRAM 封装业务的厂商之一，已覆盖 LPDDR1 至 LPDDR5 全系列产品，客户已覆盖全球主要 DRAM 头部厂商，并凭借其集团集成电路板块资源拓展 3D DRAM 封测业务。公司与华东科技达成战略合作旨在充分发挥双方资源优势，以鑫丰科技为业务发展平台，围绕合肥当地产业集群就 DRAM 封装业务开展深度合作。在此基础上，综合公司在下游消费电子端积累的深厚客户资源优势及资金优势，以及华东科技及其兄弟公司在 3D CUBE 解决方案方面积累的技术优势，共同拓展 3D DRAM 先进封装技术在境内的落地及应用，填补相关市场空白，以满足 AI 基建时代背景下对 3D DRAM 爆发式增长的市场需求。

鑫丰科技：目前具备约 2 万片/月 wafer 封装产能，计划 2027 年底前将 DRAM 封装产能提升至 6 万片/月。鑫丰科技凭借其原母公司华东科技在 DRAM 封测领域深厚的技术工艺积累，基于掌握的 PoP 堆叠封装工艺，是境内最早为长鑫存储提供 LPDDR 封装配套的封测厂商之一，亦是长鑫存储供应体系中少数具备 LPDDR5 量产封装能力的重要合作伙伴，目前具备约 2 万片/月 wafer 封装产能，在 DRAM 封测领域具备较好的业务基础和技术先进性。本次投

资完成后，公司将协同本地国有投资平台及其他产业合作伙伴，持续对鑫丰科技追加投资，助力其于 2027 年底前 DRAM 封装产能提升至 6 万片/月，使其充分受益于长鑫存储等存储芯片龙头厂商产能扩张对产业链上下游厂商的带动效应，并同步拓展定制化 DRAM 解决方案及 3D DRAM 先进封装业务，进一步打开市场空间。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 17.8/20.5/24 亿元，实现归母净利润分别为 1.9/2.5/3.2 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

技术升级迭代的风险；公司综合技术实力与全球行业龙头相比存在差距的风险；核心技术人才流失的风险；市场竞争加剧的风险；客户集中度较高的风险；供应商集中度较高的风险；其他芯片封测细分领域客户开拓结果不及预期的风险；毛利率波动及下滑的风险；存货跌价风险；新增固定资产折旧规模较大风险；汇率波动风险；下游需求不及预期；区域贸易政策变化导致的风险；产业政策变化的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E 27E	
营业收入（百万元）	1501	1784	2050	2399
增长率(%)	21.22	18.83	14.93	17.04
EBITDA（百万元）	521.29	703.95	807.32	917.37
归属母公司净利润（百万元）	159.76	186.49	247.75	316.55
增长率(%)	-18.48	16.73	32.85	27.77
EPS(元/股)	0.19	0.22	0.29	0.37
市净率（P/B）	4.37	4.20	4.00	3.78
EV/EBITDA	16.24	21.15	18.30	15.87

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 相对估值

我们参考 A 股先进封装公司以及布局定制化存储的兆易创新进行相对估值分析，参考公司 2025 年 iFind 一致预期 PB 均值为 4.62x。汇成股份主营业务为集成电路封装测试，报告期内聚集于显示驱动芯片封装测试领域，以 OSAT 模式为设计公司客户提供 LCD、AMOLED 等显示驱动芯片的凸块制造、晶圆测试、玻璃覆晶封装、薄膜覆晶封装服务，终端应用主要包括智能手机、高清电视、笔记本电脑、平板电脑、显示器、智能穿戴、电子价签、车载显示等诸多领域。另外，公司将通过对鑫丰科技进行战略投资及与华东科技建立战略合作关系的方式布局 DRAM 封装业务，并持续拓展以 3D DRAM 为主的存储芯片先进封装业务。公司对鑫丰科技的投资分为直接投资与间接投资两个部分，本次投资完成后，公司将直接及间接合计持有鑫丰科技 27.5445% 的股权。公司将协同本地国有投资平台及其他产业合作伙伴，持续对鑫丰科技追加投资，助力其于 2027 年底前 DRAM 封装产能提升至 6 万片/月，使其充分受益于长鑫存储等存储芯片龙头厂商产能扩张对产业链上下游厂商的带动效应，并同步拓展定制化 DRAM 解决方案及 3D DRAM 先进封装业务，进一步打开市场空间。维持“买入”评级。

图表1：相对估值表（可比公司数据来自 iFind 一致性预期，汇成股份每股净资产预测值采用中邮证券研究所预测值）

2025/10/21										
证券简称	证券代码	收盘价 (元)	每股净资产 (元)				PB			
			最新公告	2025E	2026E	2027E	最新公告	2025E	2026E	2027E
通富微电	002156.SZ	40.59	9.72	10.33	11.17	12.20	4.18	3.93	3.63	3.33
晶方科技	603005.SH	30.03	6.76	7.09	7.79	8.62	4.44	4.24	3.86	3.48
甬矽电子	688362.SH	31.58	6.20	6.67	7.56	8.70	5.09	4.73	4.18	3.63
伟测科技	688372.SH	78.69	18.69	18.97	20.70	23.06	4.21	4.15	3.80	3.41
硕中科技	688352.SH	13.10	5.11	5.22	5.47	5.75	2.56	2.51	2.39	2.28
兆易创新	603986.SH	219.01	26.57	26.76	29.40	32.70	8.24	8.18	7.45	6.70
均值								4.62	4.22	3.81
汇成股份	688403.SH	16.32	3.68	3.89	4.08	4.32	4.44	4.20	4.00	3.78

资料来源：iFind，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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1501	1784	2050	2399	营业收入	21.2%	18.8%	14.9%	17.0%
营业成本	1174	1381	1585	1843	营业利润	-22.7%	19.8%	32.3%	26.9%
税金及附加	5	6	7	8	归属于母公司净利润	-18.5%	16.7%	32.8%	27.8%
销售费用	11	13	15	17	获利能力				
管理费用	70	77	82	91	毛利率	21.8%	22.6%	22.7%	23.2%
研发费用	89	107	115	130	净利率	10.6%	10.5%	12.1%	13.2%
财务费用	14	36	35	32	ROE	5.0%	5.6%	7.1%	8.5%
资产减值损失	-15	-10	-10	-15	ROIC	3.7%	5.0%	6.1%	7.2%
营业利润	153	184	243	308	偿债能力				
营业外收入	0	1	2	2	资产负债率	30.3%	30.5%	29.7%	29.2%
营业外支出	0	2	2	3	流动比率	9.91	7.36	7.81	7.57
利润总额	153	183	243	308	营运能力				
所得税	-6	-4	-5	-9	应收账款周转率	5.93	5.92	5.85	5.93
净利润	160	186	248	317	存货周转率	4.47	4.40	4.44	4.59
归母净利润	160	186	248	317	总资产周转率	0.37	0.38	0.42	0.47
每股收益(元)	0.19	0.22	0.29	0.37	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益		0.22	0.29	0.37
货币资金	160	248	362	577	每股净资产	3.73	3.89	4.08	4.32
交易性金融资产	682	790	790	790	估值比率				
应收票据及应收账款	275	328	373	437	PE	87.64	75.08	56.52	44.23
预付款项	6	4	7	7	PB	4.37	4.20	4.00	3.78
存货	288	339	375	428	现金流量表				
流动资产合计	1610	1830	2028	2359	净利润	160	186	248	317
固定资产	2688	2701	2670	2595	折旧和摊销	369	485	530	577
在建工程	80	91	99	104	营运资本变动	-49	-52	-85	-81
无形资产	47	43	38	34	其他	22	41	35	39
非流动资产合计	2981	2974	2948	2875	经营活动现金流净额	501	661	729	852
资产总计	4591	4804	4976	5234	资本开支	-571	-498	-497	-495
短期借款	0	18	18	18	其他	-678	7	9	8
应付票据及应付账款	138	191	203	246	投资活动现金流净额	-1249	-491	-488	-487
其他流动负债	24	39	39	48	股权融资	21	20	0	0
流动负债合计	162	249	260	312	债务融资	959	18	0	0
其他	1228	1218	1218	1218	其他	-195	-115	-126	-150
非流动负债合计	1228	1218	1218	1218	筹资活动现金流净额	785	-77	-126	-150
负债合计	1390	1466	1477	1529	现金及现金等价物净增加额	42	96	115	215
股本	838	858	858	858					
资本公积金	2187	2187	2187	2187					
未分配利润	173	262	386	544					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	2	30	67	115					
所有者权益合计	3201	3337	3499	3704					
负债和所有者权益总计	4591	4804	4976	5234					

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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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