

2024 年合肥新汇成微电子股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【134】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2024年合肥新汇成微电子股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
汇成转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：合肥新汇成微电子股份有限公司（以下简称“公司”或“汇成股份”，证券代码：688403.SH）在显示驱动芯片封装及测试领域保持一定的技术优势，跟踪期内继续与优质客户维持良好的合作关系，汇成转债（本文又称“本期债券”）募投项目陆续投产带动先进封装产能进一步扩张，营业收入保持增长，目前现金储备较充足、杠杆水平相对较低。同时中证鹏元也关注到，公司产品类型和应用领域单一，行业竞争加剧导致产能消化压力加大、盈利能力下降；此外客户、供应商集中度均较高，部分核心设备及原料依赖进口，面临一定的成本控制压力等风险因素。

评级日期

2025 年 6 月 11 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	46.63	45.91	35.96	31.96
归母所有者权益	32.48	32.01	31.32	29.04
总债务	11.26	11.23	1.93	0.04
营业收入	3.75	15.01	12.38	9.40
净利润	0.41	1.60	1.96	1.77
经营活动现金流净额	1.50	5.01	3.51	6.01
净债务/EBITDA	--	0.35	0.18	-2.15
EBITDA 利息保障倍数	--	24.12	416.39	44.07
总债务/总资本	25.75%	25.97%	5.81%	0.14%
FFO/净债务	--	273.56%	552.79%	-45.22%
EBITDA 利润率	--	36.43%	36.90%	40.98%
总资产回报率	--	4.30%	5.79%	6.98%
速动比率	7.50	8.14	1.14	6.02
现金短期债务比	632.43	121.75	0.73	451.38
销售毛利率	23.96%	21.80%	26.45%	28.72%
资产负债率	30.34%	30.28%	12.91%	9.14%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：董斌
dongb@cspengyuan.com

项目组成员：李爱文
liaw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司继续与优质客户维持良好合作关系，产能持续扩张带动收入较快增长。**公司在显示驱动芯片封测领域经营多年，在金凸块制造、薄膜覆晶封装等领域具有一定基础积累，并与联咏科技、天钰科技和鼎瑞科技等优质客户维持良好的合作关系，2024 年随着本期债券募投项目陆续投产，封装测试产能进一步增长，产销规模扩张较快，收入规模保持增长。
- **公司现金储备较充足，目前杠杆水平较低。**公司主业现金生成能力尚可，2024 年经营活动现金流继续呈现较大规模净流入；随着本期债券 2024 年 8 月成功发行，现金类资产规模快速增长，目前负债率仍较低。

关注

- **公司产品类型及应用领域单一，盈利能力受行业竞争及下游需求波动影响较大。**公司专注于显示驱动芯片封测，产品应用领域集中于智能手机、高清电视等消费电子，受国内同行新增较大产能导致竞争加剧影响，2024 年以来公司产能利用率、封测服务价格均有所下降，盈利能力表现弱化。目前公司在建产能规模仍较大，若未来行业竞争加剧或下游景气表现不及预期，公司将面临产能消化风险，且固定资产折旧将对利润形成侵蚀。
- **供应商集中度高且采购进口比例较大，贸易摩擦可能对公司关键生产设备及核心原料采购造成负面影响。**2024 年公司前五大供应商的采购集中度达 61%，主要生产设备及核心原材料进口自日本、中国台湾等地，测试机、镭射切割机关键设备及测试用墨水等原料尚未实现国产化，另有部分原料及设备的国产替代供应商较少，且若未来相关国家或地区与中国大陆在集成电路领域的贸易摩擦持续升级，或通过贸易政策、进出口限制等方式增加贸易壁垒，公司采购活动可能受到重大不利影响。
- **客户集中度较高且以外销为主，核心客户需求变动对业绩影响较大。**2024 年公司向前五大客户销售金额占比达 66%，向境外显示驱动芯片设计企业（以中国台湾厂商为主）的销售金额占比较大，若公司重要客户市场地位或其采购政策发生不利变动，或集成电路领域的跨境贸易摩擦加剧，公司业绩可能受到较大不利影响。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司在显示驱动芯片封测领域保持一定的技术优势，客户资质较好且合作关系较稳定，近年产能规模增长较快，预计未来业务持续性较好。

同业比较（单位：人民币亿元）

指标	长电科技	通富微电	颀邦科技	南茂科技	颀中科技	汇成股份
资产总计	540.60	393.40	115.96	101.15	69.91	45.91
资产负债率	45.35%	60.06%	9.40%	44.75%	14.13%	30.28%
营业收入	359.62	238.82	45.41	50.59	19.59	15.01
销售毛利率	13.06%	14.84%	22.46%	12.97%	31.28%	21.80%
净利润	16.12	7.92	9.22	3.17	3.13	1.60
净营业周期（天）	22.01	44.69	97.73	120.19	43.18	99.34

注：以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
汇成转债	11.4870	11.4865	2024-7-19	2030-08-07

注：表中债务余额为 2025 年 6 月 9 日数据。

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金扣除发行费用后，原计划用于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、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和补充流动资金。截至2025年5月19日，汇成转债募集资金专项账户余额为4,270.70万元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2025年3月末，公司控股股东扬州新瑞连投资合伙企业（有限合伙）持有公司20.78%股份，实际控制人郑瑞俊和杨会夫妇合计共同控制公司31.01%的股份，公司股权结构图如附录二所示。

跟踪期内，公司继续专注显示驱动芯片领域，向显示驱动芯片设计企业提供芯片封装、测试服务，封测产品广泛应用于智能手机、高清电视等消费电子领域。截至2024年末，公司纳入合并报表范围的子公司共1家，主要财务指标如下表所示。

表1 公司重要子公司主要财务指标情况（单位：亿元）

子公司名称	主营业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
江苏汇成	显示驱动芯片封测	14.38	6.59	4.24	0.19

注：江苏汇成光电有限公司简称江苏汇成。

资料来源：公司提供

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更

加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

半导体先进封装是提升芯片性能的重要一环，预计未来市场规模保持较快增长；显示驱动芯片设计及封测行业目前由少数台湾厂商主导，但随着大陆产业链逐步完善，境内厂商将面临较好发展机遇

封装测试是我国半导体产业链最具竞争力环节之一，近年全球封测产业正向中国大陆转移，但与全球市场相比，国内先进封装营收占比仍然较低。集成电路制造产业链包括芯片设计、晶圆制造、封装测试三个子行业，三者销售规模大约呈4: 3: 3的比例，2023年全球委外封测（OSAT）前十大厂商市占率合计约78%，其中中国大陆厂商占据四席，分别为长电科技、通富微电、华天科技、智路封测，四家占比合计约26%。近年随着集成电路尺寸不断减小，摩尔定律逼近物理极限，而手机处理器、CPU/GPU等应用场景对芯片提出了更多的低功耗、高性能和小型化需求，在实现芯片高密度集成、体积微型化并降低成本等方面更具竞争力的先进封装成为重要发展趋势。2023年中国大陆先进封装产品销售额占整个封装产业的比重为39%，近年占比呈逐年提升趋势，但与全球2023年48.8%的占比水平相比，仍有一定差距。

目前国内外厂商均积极布局先进封装，但高技术壁垒高造就了较高的行业集中度。先进封装的技术与形态多样，通常认为具备Bumping、TSV、RDL和Wafer四要素中任何一种技术即为先进封装，而从WLP、SiP、2.5D/3D等先进封装技术方案出发，各厂商根据应用侧需求进一步迭代出更深层的封装技术，以WLP为例，起初WLP主要采用Fan-in形态，随着引脚数要求增加，Fan-out逐渐成为主流；而台积电将多个芯片Fan-out工艺集成诞生了INFO技术，而从节省成本角度出发，三星又将单个芯片的FOWLP技术进一步迭代出了面板级封装技术（FOPLP）。当前先进封装行业集中度高，市场份额仍主要由国际OAST、Foundry大厂占据。其中 Foundry、IDM由于在前道制程环节经验丰富，能更快掌握需要蚀刻等前道步骤的TSV技术，在2.5D/3D封装、混合键合封装等技术方面较为领先；OSAT则更熟悉后道环节，因此在WLP、SiP等技术相对更有优势。中国大陆厂商中，长电科技、富通微电、华天科技在先进封装领域相对领先，晶方科技、甬矽电子、颀中科技、汇成股份等公司亦积极布局。

表2 主要先进封装技术情况

先进封装技术		核心技术工艺		主要应用领域		代表性厂商	
封 装 的 “ 工 艺 ”	凸块制造技术（Bumping）	运用溅射、光刻、电镀等技术，在芯片上制作凸点		Flip Chip、3D等先进封装的关键技术路径		顾邦科技、南茂科技、顾中科技、汇成股份等	
	硅通孔技术（TSV）	硅刻蚀形成微孔，通孔进行垂直的电连接，贯穿WAFER或芯片		是实现2.5D/3D等多维立体结构封装的关键技术		晶方科技	
	倒装芯片技术（Flip Chip）	利用Bumping、RDL等连接方式，缩短互联长度，热性能优良、可靠性高		主要为计算类芯片，如PC的CPU、GPU，微处理器封装，绘图、特种应用		已大规模应用	
	扇出型集成电路封装（Fan-out）	需利用Bumping、RDL、晶圆研磨切割等核心技术，RDL既可向内又可向外布线，可实现更多的I/O		高端芯片领域为主，如移动设备CPU、AI、NAND存储控制器等		台积电、华天科技等	
	扇进型集成电路封装（Fan-in）	技术与Fan-out相似，区别在于RDL仅向内布线，可容纳的I/O相对有限		中低端芯片领域为主，在模拟和混合信号芯片应用最广		已大规模应用	
封 装 的 “ 结 构 ”	玻璃覆晶封装（COG）	Bumping、Flip-Chip，以ACF导电胶为中间介面，将凸块与显示面板ITO端接合		手机、液晶电视、笔记本电脑等显示驱动芯片		顾邦科技、南茂科技、顾中科技、汇成股份	
	薄膜覆晶封装（COF）	Bumping、Flip-Chip，通过热压技术将凸块与软性基板的引脚接合		全面屏手机、液晶电视等显示驱动芯片			
	BGA封装	通过封装基板将芯片的I/O口引出，并通过基板上的通线，重新排布成球栅阵列/平面引脚阵列		微处理器等		已大规模应用	
	系统级封装（SiP）	将处理器、FPGA等多种功能芯片利用Bumping、RDL、3D等多种技术进行并排或叠加的封装方式		AR系统，智能家电、智能手表		环旭电子等，已大规模应用	
	晶圆级封装（WLP）	薄膜再分布、凸点制造为核心工艺，可芯片尺寸达到微型化极限，且直接在晶圆上封装后切割，减少工艺流程、提高封装效率		属更高阶封装技术，市场应用规模较小，用于集成无源器件、高速DRAM、SARM等高端芯片		台积电领先，其余包括长电科技等	
	三维立体封装（2.5D/3D）	采用凸块或TSV实现垂直互连结构，可大幅缩小尺寸、减轻重量、缩短延时和降低功耗		高端处理器GPU，手机		2.5D 技术成熟，台积电、三星等3D领先	
	系统级单芯片（SoC）	-		激光驱动器组件，手机CPU、GPU		-	

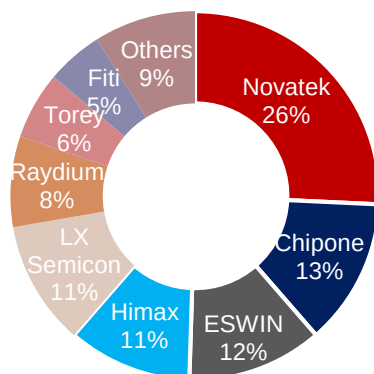
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

显示驱动芯片封测行业当前仍由中国台湾厂商主导，但近年汇成股份、顾中科技等大陆厂商市场份额快速增长。显示驱动芯片封装主要采用金凸块制造技术为前道工序、COG、COF为后道工序的先进封装技术。目前全球显示驱动芯片封测厂商主要有以Steco、LB-Lusem为代表的韩国企业，以顾邦科技、南茂科技为代表的中国台湾企业，和以汇成股份、顾中科技、通富微电等为代表的中国大陆企业。其中Steco、LB-Lusem分别为三星、LG系统内的封测厂商，基本不对外提供服务。中国台湾显示产业发展较早，显示驱动芯片封测行业现已完成整合，目前仅剩顾邦科技、南茂科技两家并形成双寡头的市场格局，且由于全球显示驱动芯片设计龙头多为中国台湾厂商，当前顾邦科技、南茂科技在全球显示驱动芯片封测行业仍占据领先地位。近年来，随着中国大陆企业在显示面板行业的占有率不断提升，以顾中科技、

汇成股份、通富微电等为代表的中国大陆封测厂商的市占率逐渐扩大。

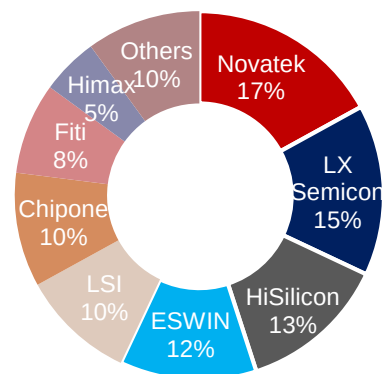
未来随着中国大陆在晶圆代工、显示驱动芯片设计等产业链上下游环节的快速发展，国内显示驱动芯片封测产业将面临较好的发展机遇。2024中国大陆厂商在全球TV面板、Monitor面板、智能手机面板和车载显示面板的市占率分别达64%、64%、72%和52%，均处于领导性地位；但显示面板驱动芯片（以下简称“DDIC”）综合市场（包括LCD、OLED等产品）中，大陆厂商市占率仍相对较低，应用与供给有巨大差距，其中在产品价值相对更高的大尺寸DDIC领域，中国台湾及韩国厂商仍占据绝对主导地位。但值得注意的是，近年集创北方、新相微、芯颖科技为代表的DDIC设计厂商在中小尺寸领域取得较大突破，此外中芯国际、华虹集团、晶合集成等晶圆制造代工厂产能持续扩张，这给遵循“就近原则”的DDIC封测行业带来了更多的合作机会，2025年一季度电视和移动显示DDIC的国产化比率分别达到38%、35%，由此汇成股份、顾中科技等专注于DDIC封测的厂商近年市场份额获得增长。未来随着国内显示面板产业链继续向国内转移，显示驱动芯片设计、晶圆代工及封测等产业链各环节将继续获得较好发展机遇。

图1 2025Q1 移动显示 DDIC 市场竞争格局



资料来源：奥维睿沃（AVC Revo），中证鹏元整理

图2 2025Q1 电视 DDIC 市场竞争格局



资料来源：奥维睿沃（AVC Revo），中证鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内公司仍专注于为集成电路设计公司提供显示驱动芯片封装测试服务，主营业务以前段金凸块制造为核心，并覆盖CP、COG和COF后段工艺制程。2024年受益于本期债券募投项目逐步投产，产销规模扩张较快，收入规模持续增长；但受新产能爬坡初期产线折旧侵蚀毛利，以及行业竞争加剧导致封测服务价格下降影响，2024年销售毛利率同比有所下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
显示驱动芯片封测	13.57	90.38%	22.34%	11.68	94.36%	27.17%
其他业务	1.44	9.62%	16.72%	0.70	5.64%	14.43%

合计	15.01	100.00%	21.80%	12.38	100.00%	26.45%
----	-------	---------	--------	-------	---------	--------

注：公司未提供 2025 年 1-3 月营业收入构成明细。

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

本期债券募投项目快速落地投产，带动公司产能规模上升，但受新产能爬坡及下游需求波动影响，产能利用率有所下降；公司仍有较大在建产能，未来需重点关注产能消化压力

公司加快在合肥基地拓展先进金凸块产能、在扬州基地拓展测试封装产能，产能布局及客户响应能力进一步优化。2024年公司在靠近上游晶圆制造的合肥基地重点拓展12吋金凸块制造产能，并在扬州基地拓展封装测试产能，可有效避免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，提高生产效率、缩短交付周期。此外，在黄金价格持续上涨背景下，公司适应市场需求规划建设一定规模的铜镍金、钯金等新型凸块制造产能¹，该等自2025年二季度起陆续投产，有助于满足客户多样化的需求。

跟踪期内公司产能规模快速提升，但需求波动拖累产能释放，未来“国补”政策或有助于公司消化产能。跟踪期内受益于本期债券募投项目陆续投产，公司12寸金凸块制造、CP、COG和COF产能规模均有所提升。2024年国内消费电子行业尚处于产业链去库存周期，下游封测需求整体疲软，叠加市场竞争加剧等多重因素，共同导致公司新产能爬坡释放节奏放缓。中证鹏元注意到，2024年下半年以来我国消费电子行业景气度有所复苏，高清电视、AMOLED等高阶显示驱动芯片需求回暖及渗透率提升，公司或有望受益于“国补”政策实现产能释放。

表4 公司产能利用及产销情况

项目		指标名称	2024年度	2023年度
Gold Bumping	8吋	产能（万片）	33.89	39.60
		产量（万片）	23.03	17.61
		销量（万片）	22.58	19.04
		产能利用率	67.96%	44.48%
		产销率	98.04%	108.07%
	12吋	产能（万片）	51.76	39.01
		产量（万片）	44.08	39.41
		销量（万片）	43.02	39.14
		产能利用率	85.17%	101.01%
		产销率	97.59%	99.32%
COG		产能（千颗）	1,804,240.97	1,235,369.36
		产量（千颗）	1,402,099.41	1,063,565.90
		销量（千颗）	1,381,479.06	1,034,925.54
		产能利用率	77.71%	86.09%
		产销率	98.53%	97.31%
COF		产能（千颗）	494,643.21	390,224.64

¹ 非金凸块制造产能的整体工艺流程、产线设备与金凸块差异不大，只需在电镀等个别环节做一定调整即可。

项目	指标名称	2024年度	2023年度
CP	产量（千颗）	363,771.40	334,629.04
	销量（千颗）	357,513.32	326,391.55
	产能利用率	73.54%	85.75%
	产销率	98.28%	97.54%
	额定工时（h）	2,938,140.00	1,822,137.60
	实际工时（h）	2,152,301.46	1,534,246.20
	产能利用率	73.25%	84.20%

注：Gold Bumping 指金凸块制造，CP 指晶圆测试，COG 指玻璃覆晶封装，COF 指薄膜覆晶封装。

资料来源：公司提供

公司在建产能规模仍较大，需关注未来产能消化压力，同时需关注项目建设资金压力。截至2025年3月末公司主要在建项目为公司本部负责的本期债券募投项目，以及用于拓展车载显示芯片封测业务的汇成二期项目。中证鹏元注意到，汇成二期项目拟建设较大规模的车载显示芯片封测产能，给公司带来了一定的建设资金压力，且考虑到车载显示芯片领域客户尚处于导入阶段，若新客户导入不畅，将给公司带来较大的产能释放压力。

表5 截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设进度
汇成二期项目（车载显示芯片封测项目）	10.00	0.81	截至2025年5月末厂房已封顶，正在推进厂房建设及无尘室改造工程。
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（本期债券募投项目之一）	4.76	3.14	建设内容主要为新增设备投入，设备陆续到位中，已有部分设备投产
合计	14.76	3.95	-

资料来源：公司提供

公司继续与优质客户保持稳定合作关系，跟踪期内获得车规类产品体系认证，有助于应用领域拓展，需关注行业竞争、下游需求波动及贸易摩擦加剧对业务运营的不利影响

跟踪期内公司应用领域仍相对单一，产能扩张带动公司收入规模提升，但行业竞争加剧等因素使得毛利率有所下降。跟踪期内公司主业下游领域仍集中在消费电子行业，其中智能手机、高清电视两大行业的销售收入占比相对较大。2024年受行业新进入者产能释放，市场竞争加剧，公司CP、COG和COF流程的服务价格有所下滑，销售毛利率同比降幅较大。中证鹏元注意到，2024年公司本部及子公司江苏汇成已通过汽车行业质量管理体系IATF16949:2016正式认证，正在导入的车规级显示驱动芯片主要来自原有客户（如联咏科技、奇景光电等），有助于推动应用领域多样化并分散经营风险。

公司与优质客户继续维持良好合作关系，但客户集中度仍较高，需关注大客户需求变化、贸易摩擦及汇率变动对公司业绩的不利影响。目前公司主要客户以中国台湾芯片设计企业为主，跟踪期内继续与联咏科技、天钰科技、集创北方、奕力科技、瑞鼎科技、奇景光电、新相微、爱协生等行业内知名显示芯片设计公司维持良好合作，公司所封测芯片已主要应用于京东方、维信诺、友达光电等知名厂商的显示面板。且随着产能规模提升，公司与瑞鼎科技在OLED领域的合作规模加大。2024年公司前五大客户

销售集中度同比有所下降但仍处于相对较高水平；若未来公司的主要客户市场份额出现下滑，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，将对公司产能释放不利。公司前五大客户以中国台湾显示芯片设计厂商为主，未来相关国家或地区与中国大陆的贸易政策发生重大变化，将对公司业务经营产生不利影响。此外，2024年度公司外销收入占比54%，存在一定的汇率波动管控压力。

表6 公司向前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	占年度销售总额的比重
2024年	客户一	36,279.22	24.17%
	客户二	32,179.14	21.44%
	客户三	12,114.02	8.07%
	客户四	9,622.92	6.41%
	客户五	9,430.66	6.28%
	合计	99,625.96	66.37%
2023年	联咏科技（中国台湾）	39,176.75	33.53%
	天钰科技（中国台湾）	24,142.93	20.66%
	集创北方（中国大陆）	11,520.20	9.86%
	奕力科技（中国台湾）	7,949.51	6.80%
	爱协生（中国大陆）	6,289.40	5.38%
	合计	89,078.78	76.24%

资料来源：公司提供

公司供应商集中度高，多数原料由客户指定且以进口为主，核心原料价格受黄金价格影响而波动频繁，面临较大的成本管控压力，营运效率存在提升空间

跟踪期内公司核心原材料价格持续大幅上涨，给公司及客户带来较大成本管控压力。公司核心原材料包括含金电镀液、金盐、金靶等含金原料，以及Tray盘和光刻胶等，2024年金盐等含金原料采购价格同比大幅增长。公司合金原料采用“下单时的黄金价格+加工费”的定价模式，金凸块制造销售主要采用“销售上一季度黄金平均价格+加工费”定价，由于公司采购含金原料锁定金价时点与金凸块制造销售订单锁定金价时点存在一定时间差，2024年以来黄金价格大幅上涨，对金凸块制造订单毛利率造成一定不利影响。

公司推动核心原料供应商多样化并取得进展，但目前供应商集中度仍较高，多数原材料来自进口，不利于采购稳定性和成本控制。公司客户对制程管控和产品良率要求高，对主要原料供应商设定较严格的准入标准。公司原料及设备供应商以日本、中国台湾企业为主，中国大陆的替代供应商相对较少，受此影响近年公司供应商集中度维持在较高水平。为加强原料采购成本管控，2024年公司持续推动主要原料金盐、金靶的供应商多元化，打破光洋科技独供格局，当年前五大供应商集中度有所下降，但仍处于相对较高水平。考虑到公司核心设备及原材料依赖进口，且CP业务所使用的墨水目前仍由美国供应商独供，若未来相关国家或地区与中国大陆的贸易摩擦升级，并通过贸易政策、关税、进出口限制等方式增加贸易壁垒，将对公司采购活动不利，并将对公司的经营发展产生负面影响。

表7 公司向前五大供应商采购情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	采购占比	采购内容	是否在境内生产
2024年	供应商一	42,319.96	33.96%	金盐、金靶	否
	供应商二	17,460.61	14.01%	测试机	否
	供应商三	6,528.55	5.24%	金盐、金靶	是
	供应商四	5,263.49	4.22%	研磨机、晶圆切割机	否
	供应商五	4,536.33	3.64%	含金电镀液等	否
	合计	76,108.94	61.07%	-	-
2023年	光洋科技（中国台湾）	31,867.14	64.22%	金盐、金靶	否
	田中（日本）	5,084.04	10.25%	含金电镀液等	否
	怡康化工（中国台湾）	1,052.20	2.12%	光刻胶	否
	昇云半导体	989.71	1.99%	COG胶带	否
	原津工业	860.81	1.73%	Tray盘	否
	合计	39,853.89	80.32%	-	-

注：2023 年度前五大供应商为原材料供应商、不包括设备供应商。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司净营业周期变动不大，运营效率表现尚可。2024年受新进入前五大客户的重要客户应收账款回款周期相对较长影响，公司应收账款周转效率小幅下降，存货及应付账款周转效率变动不大，综合影响下，2024年度公司净营业周期仍维持在3个月左右。

表8 公司营运效率指标（单位：天）

项目	2024年	2023年
净营业周期	99.34	92.48
存货及合同资产周转天数	80.56	87.49
应收账款及应收票据周转天数	60.68	49.45
应付账款及应付票据周转天数	43.45	45.25

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

随着新产能建设，以固定资产为主的资产规模逐年增长；2024 年受新产能释放缓慢影响，固定资产折旧对利润形成侵蚀；公司债务压力较小，未来随着在建项目投入，财务杠杆或将有所攀升

资本实力与资产质量

受益于本期债券发行，2024年末公司所有者权益有所增长，但业务扩张亦带动负债总额攀升，综合

影响下公司产权比率上升至2025年3月末的44%，所有者权益对负债的保障程度仍较好。2025年3月末公司所有者权益主要由IPO形成的股本溢价及实收资本构成。

图3 公司资本结构

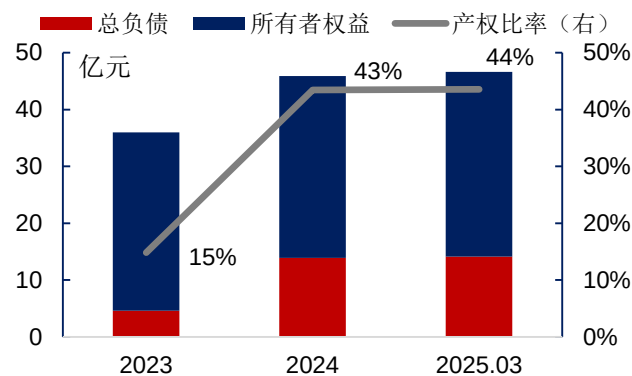
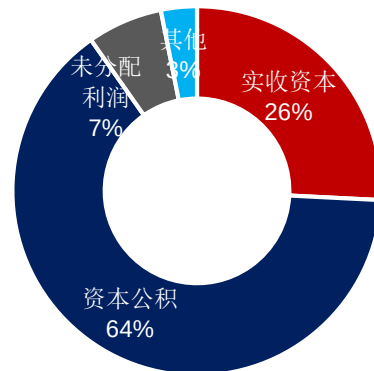


图4 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

注：上图资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内随着本期债券发行及业务规模扩张，公司资产总额有所增长，资产结构仍以固定资产、现金类资产为主。截至2024年末本期债券募投项目陆续投产带动固定资产规模增长，在建工程待安装设备等，随着项目陆续投入，公司固定资产规模预计将进一步增长。同期末公司现金类资产主要包括货币资金、交易性金融资产以及一年内到期的非流动资产中的大额存单，2024年末货币资金中有762.94万元因用作保证金而使用受限。2024年末存货和应收账款均随着业务规模扩张而有所增长，对营运资金形成一定占用；其中应收账款账龄均在1年以内，前五名应收账款对象余额合计占比69.08%，与前五大客户集中度基本相当；2024年末存货跌价准备余额0.15亿元，对利润形成一定程度侵蚀。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.94	4.16%	1.60	3.48%	1.10	3.06%
交易性金融资产	6.62	14.20%	6.82	14.85%	0.20	0.56%
应收账款	2.64	5.67%	2.75	5.98%	2.31	6.43%
存货	3.22	6.91%	2.88	6.28%	2.37	6.59%
一年内到期的非流动资产	1.30	2.78%	1.29	2.80%	0.10	0.29%
流动资产合计	16.90	36.23%	16.10	35.08%	6.53	18.14%
固定资产	27.02	57.94%	26.88	58.54%	23.95	66.60%
在建工程	1.17	2.52%	0.80	1.74%	1.81	5.02%
非流动资产合计	29.73	63.77%	29.81	64.92%	29.44	81.86%
资产总计	46.63	100.00%	45.91	100.00%	35.96	100.00%

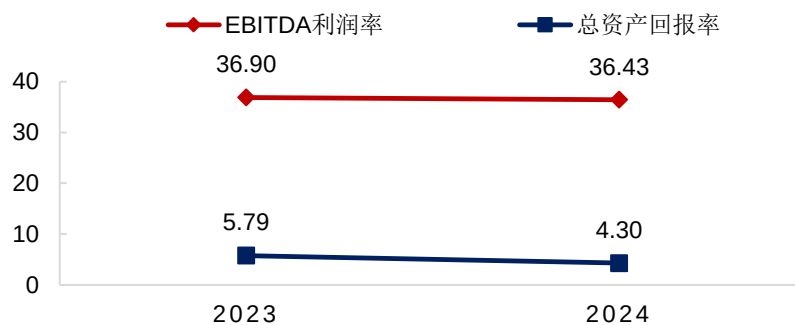
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内公司盈利能力有所弱化。2024年度行业竞争加剧导致封测服务价格下降，叠加新产能释放相对缓慢，公司业务盈利受到影响；但受益于规模扩张带来的管理费用率和研发费用率下降，2024年度公司EBITDA利润率仍处于相对较好水平。而受本期债券发行带动资产规模增长，以及新产能爬坡缓慢导致固定资产折旧侵蚀利润，2024年公司总资产回报率进一步下降。

“国补”政策或对下游需求形成有力支撑，并对公司盈利带来积极影响，但仍需关注行业竞争加剧给公司盈利带来的挑战。2025年一季度公司营业收入同比增长19%至3.75亿元，销售毛利率同比提升4.77个百分点至23.96%。中证鹏元注意到，2025年1月“国补”政策补贴范围扩大至智能手机、平板电脑等公司主要下游应用领域，终端需求提升或将带动公司产能释放；但在中国大陆显示驱动芯片封测产能持续扩张、行业竞争不断加剧背景下，公司封测服务价格面临下降压力。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着本期债券成功发行，2024年末公司总债务规模快速增长，但债务期限结构以长期为主，债务压力相对可控。2024年末公司负债以本期债券发行而形成的刚性债务为主，其他负债方面，2024年末公司应付账款均为应付原料和设备采购款。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1.86	39.98%
应付账款	1.42	10.06%	1.32	9.49%	1.41	30.44%
一年内到期的非流动负债	0.02	0.11%	0.02	0.13%	0.02	0.51%
流动负债合计	1.82	12.89%	1.62	11.68%	3.65	78.59%
应付债券	11.23	79.37%	11.14	80.13%	0.00	0.00%
租赁负债	0.02	0.13%	0.01	0.07%	0.01	0.27%
非流动负债合计	12.33	87.11%	12.28	88.32%	0.99	21.41%
负债合计	14.15	100.00%	13.90	100.00%	4.64	100.00%
总债务	11.26	79.61%	11.23	80.78%	1.93	41.62%

其中：短期债务	0.02	0.14%	0.08	0.71%	1.92	99.34%
长期债务	11.25	99.86%	11.15	99.29%	0.01	0.66%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债率相对合理，未来随着在建项目投入，财务杠杆水平将有所攀升。随着本期债券成功发行，公司资产负债率有所攀升，但仍处于相对合理水平。公司客户资质较好，2024年应收账款回款较及时，2024年度 FFO规模与净利润、固定资产折旧金额基本相当，现金生成能力表现尚可。值得注意的是，公司主要在建项目的建设资金除来源于本期债券募集资金外，仍有较大的资金缺口，预计公司将通过债务融资等筹集建设资金，随着债务融资增加以及在建项目持续投入，公司财务杠杆或将有所攀升。

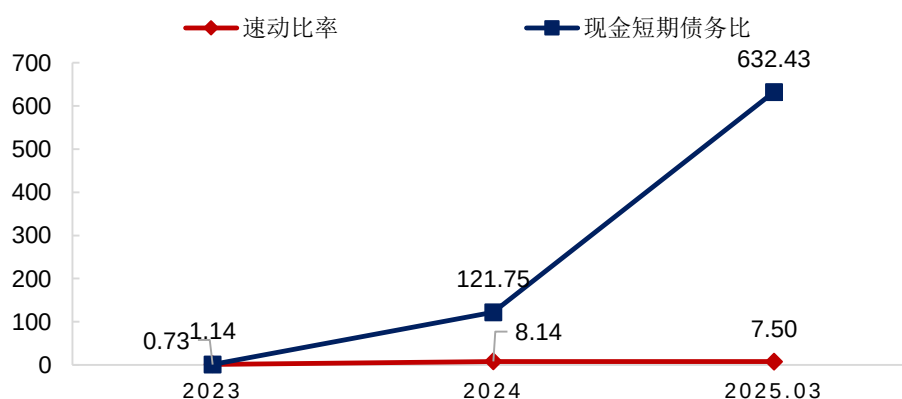
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	1.50	5.01	3.51
FFO（亿元）	--	5.22	4.53
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	--	3.62	2.77
资产负债率	30.34%	30.28%	12.91%
净债务/EBITDA	--	0.35	0.18
EBITDA 利息保障倍数	--	24.12	416.39
总债务/总资本	25.75%	25.97%	5.81%
FFO/净债务	--	273.56%	552.79%
经营活动现金流净额/净债务	100.31%	262.70%	428.54%
自由现金流/净债务	27.98%	-43.36%	-1,020.25%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于本期债券成功发行，公司流动性比率表现较好，2025年3月末速动比率及现金短期债务比均大于1。此外公司作为上市公司，融资渠道相对多样，根据公司提供的数据，截至2025年3月末公司尚有一定规模的未使用银行授信额度，具有一定的融资弹性。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月19日），公司本部和江苏汇成均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至信息查询日（2025年5月26日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

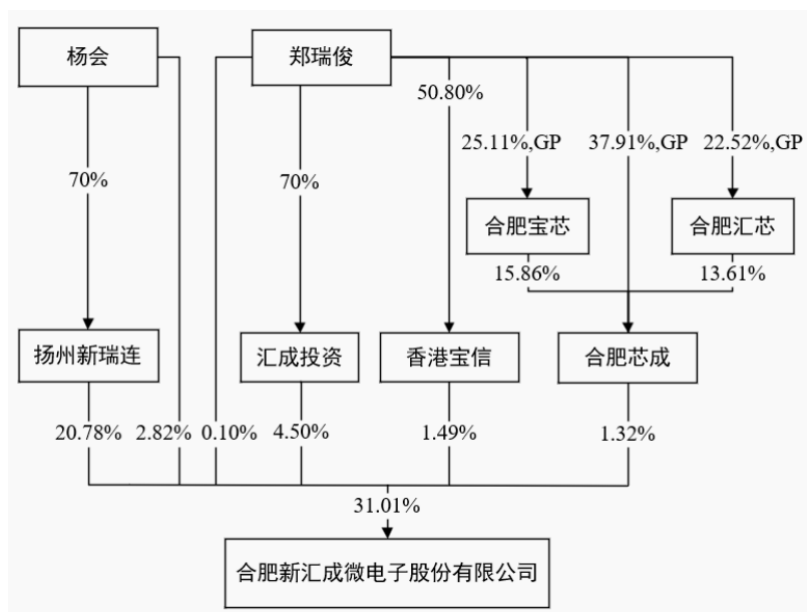
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	1.94	1.60	1.10	1.30
交易性金融资产	6.62	6.82	0.20	6.01
应收账款	2.64	2.75	2.31	1.09
流动资产合计	16.90	16.10	6.53	11.76
固定资产	27.02	26.88	23.95	17.48
在建工程	1.17	0.80	1.81	0.78
非流动资产合计	29.73	29.81	29.44	20.20
资产总计	46.63	45.91	35.96	31.96
短期借款	0.00	0.00	1.86	0.00
应付账款	1.42	1.32	1.41	0.84
一年内到期的非流动负债	0.02	0.02	0.02	0.02
流动负债合计	1.82	1.62	3.65	1.61
应付债券	11.23	11.14	0.00	0.00
租赁负债	0.02	0.01	0.01	0.02
非流动负债合计	12.33	12.28	0.99	1.31
负债合计	14.15	13.90	4.64	2.92
总债务	11.26	11.23	1.93	0.04
其中：短期债务	0.02	0.08	1.92	0.02
所有者权益	32.48	32.01	31.32	29.04
营业收入	3.75	15.01	12.38	9.40
营业利润	0.45	1.53	1.98	1.69
净利润	0.41	1.60	1.96	1.77
经营活动产生的现金流量净额	1.50	5.01	3.51	6.01
投资活动产生的现金流量净额	-1.11	-12.49	-5.50	-13.77
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	7.85	1.79	8.56
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	5.47	4.57	3.85
FFO（亿元）	--	5.22	4.53	3.74
净债务（亿元）	1.50	1.91	0.82	-8.26
销售毛利率	23.96%	21.80%	26.45%	28.72%
EBITDA 利润率	--	36.43%	36.90%	40.98%
总资产回报率	--	4.30%	5.79%	6.98%
资产负债率	30.34%	30.28%	12.91%	9.14%
净债务/EBITDA	--	0.35	0.18	-2.15
EBITDA 利息保障倍数	--	24.12	416.39	44.07
总债务/总资本	25.75%	25.97%	5.81%	0.14%
FFO/净债务	--	273.56%	552.79%	-45.22%

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额/净债务	0.31%	262.70%	428.54%	-72.78%
速动比率	7.50	8.14	1.14	6.02
现金短期债务比	0.31%	262.70%	428.54%	451.38
净营业周期（天）	--	99.34	92.48	110.49

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司 2025 年一季度报告、2024 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

附录三 2025 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
江苏汇成光电有限公司	8.62	100%	显示驱动芯片封装和测试

资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号