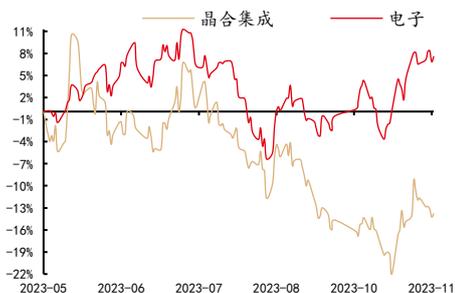


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	17.11
总股本/流通股本(亿股)	20.06 / 3.76
总市值/流通市值(亿元)	343 / 64
52周内最高/最低价	21.94 / 15.48
资产负债率(%)	53.4%
市盈率	8.47
第一大股东	合肥市建设投资控股(集团)有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

晶合集成(688249)

Q3 营收环比增长，高端制程不断突破

● 事件

公司发布 2023 年第三季度报告，1-9 月实现营收 50.16 亿元，同比-40.93%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比-99.05%；实现扣非归母净利润-1.24 亿元，同比-103.79%。单 Q3 来看，公司实现营收 20.47 亿元，同比-18.14%，环比+8.88%；实现归母净利润 0.76 亿元，同比-89.89%，环比-73.52%；实现扣非归母净利润 0.22 亿元，同比-96.99%，环比-90.79%。

● 投资要点

Q3 营收环比增长。受半导体行业景气度下滑，市场整体需求放缓影响，公司 1-9 月实现营收 50.16 亿元，同比-40.93%。三季度，随着周期回暖库存情况改善，公司新产品的推出和 CIS 产品订单增长，公司营收已环比改善，Q3 环比+8.88%。利润方面，公司 1-9 月实现归母净利润 0.31 亿元，同比-99.05%；实现扣非归母净利润-1.24 亿元，同比-103.79%。单 Q3 来看，公司实现归母净利润 0.76 亿元，同比-89.89%，环比-73.52%；实现扣非归母净利润 0.22 亿元，同比-96.99%，环比-90.79%。利润端同比下滑主要系：1) 公司营业收入同比下降，而公司折旧、摊销等固定成本较高；2) 受汇率变动影响，汇兑收益较上年同期减少；3) 公司持续增加研发投入，研发费用较 2022 年同期增加。公司 Q3 毛利率约为 19.20%，环比下降主要是由于产品组合带来价格波动和设备折旧的增加。Q3 归母净利润约为 0.76 亿元，环比下滑主要是受到汇率变动影响。公司产能利用率持续提升，预期 Q4 毛利率将有所改善。

DDIC 代工龙头，受益产业转移、OLED 占比提升。公司在液晶面板驱动芯片代工领域市占率处于全球领先地位。根据 TrendForce 集邦咨询公布的 2022 年纯晶圆代工行业全球市场销售额排名，晶合集成位居全球前十位，在中国大陆企业中排名第三。2023 年上半年，公司 DDIC、CIS、PMIC、MCU 占主营业务收入的比例分别为 87.84%、4.08%、5.77%、1.35%。作为大陆 DDIC 代工龙头，公司显著受益于 DDIC 产业向中国大陆转移及 OLED 占比提升趋势：1) 根据 CINNO Research 数据，2016-2021 年中国大陆显示面板产能占全球比例从 27% 上升至 65%，CAGR₁₆₋₂₁ 19.21%，预计未来将进一步提升，到 2025 年将达到 76%。对比之下，DDIC 仍处于本土化初期，目前中国台湾、韩国厂商仍占据全球绝大部分份额，2019 年中国大陆 DDIC 出货量仅占全球 5%，到 2021 年也仅为 16%，CAGR₁₉₋₂₁ 高达 78.89%，本土化渗透率正快速提升。2) 公司积极布局 OLED 代工业务，受益于 OLED DDIC 需求快速增长。根据市场调研机构 Omdia 预测，全球 OLED 面板出货面积将从 2022 年的 1790 万平方米强劲增长到 2026 年的 2610 万平方米，其中 OLED 显示器面板出货量将由 2022 年的 16 万片增长到 2026 年的 277 万片，

实现 17 倍以上的激增。全球 OLED 面板行业市场集中度较高，头部厂商竞争较为激烈。2021 年 OLED 市场主要集中在韩国和中国大陆两地，其中韩国市场占比达 58%，中国大陆市场占比为 35%。中国面板企业积极布局，京东方、维信诺、天马微电子、和辉光电、TCL 华星等面板厂新建的 OLED 产线预计在未来几年内将完成全面投产，国内企业在 OLED 市场的份额将快速提升。面板产业的发展带动了 OLED 面板驱动芯片需求的增长，根据 Omdia 数据，2022 年 OLED 驱动芯片出货量约 10 亿颗，预计 2026 年达到 16.7 亿颗。公司在 OLED 驱动芯片代工领域积极布局，目前 40nm 的 OLED 驱动芯片已经开发成功并正式投片，28nm 的产品开发正在稳步推进中。

积极投入研发，高端制程不断突破。公司不断加大研发投入，Q3 投入研发费用 2.6 亿元，同比+2.88%，占营收比例 12.72%，同比+2.60pcts。公司立足于晶圆代工领域，以 DDIC、CIS、PMIC、MCU 为主轴，积极拓展逻辑等技术平台，量产制程节点覆盖 150nm-55nm，正在进行 40nm、28nm 先进制程技术的研发。2023 年上半年，公司 55nm、90nm、110nm、150nm 占主营业务收入比重分别为 4.83%、49.92%、31.65%、13.60%。公司持续发力研发，高端制程不断取得突破，Q3 55nm 制程产品营收占比进一步提高。目前公司月产能约为 11 万片，55nm 产品供不应求，今年计划在 55nm 制程上再扩充 5 千片/月的产能。55nm CIS 产品目前开发进展顺利，待产品验证通过后将开始量产。40nm 高压 OLED 驱动芯片已经开发成功并正式投片，28nm 逻辑及 OLED 芯片产品开发正在稳步推进中。

积极布局汽车市场。近年来，随着汽车的电动化、智能化、网联化趋势，单车半导体含量正稳步增加。根据标准普尔预测，每辆汽车平均半导体含量未来七年内将增长 80%，从 2022 年的 854 美元增长到 2029 年的 1542 美元。根据集邦咨询数据，2022 年全球汽车销量约为 8110 万辆，其中新能源汽车 1020 万辆，约占汽车总销量的 12.60%，到 2026 年，售出的汽车中约有 30% 将是新能源汽车，达到 2800 万辆。新能源汽车需要复杂的电池管理系统，据估计，新能源汽车的半导体含量是内燃机汽车的两倍到三倍，因此，向高半导体价值的纯电动汽车的转变将显著促进汽车半导体的整体增长。2021 年全球汽车半导体市场规模达 467 亿美元，同比增长 33%，据 Omdia 预测，2025 年全球汽车半导体市场规模将突破 800 亿美元，2021-2025 年 CAGR 达 15%。公司积极配合汽车产业链的需求，布局车用芯片市场。公司 110nm DDIC 已于 2023 年 3 月完成 AEC-Q100 车规级认证，于 2023 年 5 月通过公司客户的汽车 12.8 英寸显示屏总成可靠性测试，其他几个工艺平台正在验证中，未来将持续推进微控制器、电源管理以及图像传感器芯片的认证，全面进入汽车电子芯片市场。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年分别实现营收 73.56/110.73/129.52 亿元，实现净利润 4.28/13.96/16.93 亿元，2023 年 11 月 17 日收盘价对应 2023-2025 年 PB 分别为 1.47/1.39/1.30 倍。考虑到公司作为 DDIC 代工龙头受益于产业转移及 OLED DDIC 本土化渗透率提升带来

的广阔空间，以及 CIS、PMIC、MCU 等非显平台贡献的成长，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期；研发进展不及预期；扩产进度不及预期；客户订单不及预期；市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10051	7356	11073	12952
增长率(%)	85.13	-26.81	50.54	16.97
EBITDA（百万元）	5984.18	4633.47	6489.74	7975.36
归属母公司净利润（百万元）	3045.43	428.28	1395.82	1693.14
增长率(%)	76.16	-85.94	225.91	21.30
EPS（元/股）	1.52	0.21	0.70	0.84
市盈率（P/E）	11.27	80.15	24.59	20.27
市净率（P/B）	2.62	1.47	1.39	1.30
EV/EBITDA	0.55	6.96	5.11	4.73

资料来源：公司公告，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)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	10051	7356	11073	12952	营业收入	85.1%	-26.8%	50.5%	17.0%
营业成本	5411	5745	8026	9404	营业利润	81.9%	-86.4%	225.9%	21.3%
税金及附加	23	29	37	42	归属于母公司净利润	76.2%	-85.9%	225.9%	21.3%
销售费用	60	44	66	78	获利能力				
管理费用	295	257	388	453	毛利率	46.2%	21.9%	27.5%	27.4%
研发费用	857	883	1273	1425	净利率	30.3%	5.8%	12.6%	13.1%
财务费用	69	242	85	112	ROE	23.2%	1.8%	5.6%	6.4%
资产减值损失	-307	0	-50	-50	ROIC	11.0%	1.8%	3.8%	4.4%
营业利润	3142	428	1396	1693	偿债能力				
营业外收入	14	0	0	0	资产负债率	53.4%	42.2%	48.1%	46.5%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.18	1.43	0.88	0.64
利润总额	3156	428	1396	1693	营运能力				
所得税	0	0	0	0	应收账款周转率	13.81	9.88	9.60	9.83
净利润	3156	428	1396	1693	存货周转率	11.11	6.29	7.05	6.73
归母净利润	3045	428	1396	1693	总资产周转率	0.29	0.17	0.21	0.22
每股收益(元)	1.52	0.21	0.70	0.84	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.52	0.21	0.70	0.84
货币资金	7895	11632	10721	6137	每股净资产	6.54	11.63	12.32	13.17
交易性金融资产	1257	1257	1257	1257	估值比率				
应收票据及应收账款	507	982	1324	1310	PE	11.27	80.15	24.59	20.27
预付款项	63	160	283	234	PB	2.62	1.47	1.39	1.30
存货	1022	1318	1825	2024	现金流量表				
流动资产合计	10838	15596	15663	11218	净利润	3156	428	1396	1693
固定资产	21437	27691	35059	40612	折旧和摊销	2780	3963	5009	6170
在建工程	1385	3628	4451	4780	营运资本变动	-138	1479	5877	-371
无形资产	1434	1434	1429	1454	其他	481	405	436	421
非流动资产合计	27926	33312	41497	47404	经营活动现金流净额	6280	6276	12718	7913
资产总计	38765	48908	57160	58622	资本开支	-6890	-8960	-13244	-12126
短期借款	287	-513	-513	-513	其他	-1575	-466	48	63
应付票据及应付账款	926	3226	4194	3935	投资活动现金流净额	-8466	-9426	-13196	-12063
其他流动负债	7998	8205	14093	14121	股权融资	5000	9724	0	0
流动负债合计	9211	10918	17774	17543	债务融资	948	-1612	0	0
其他	11503	9741	9741	9741	其他	-625	-1251	-434	-434
非流动负债合计	11503	9741	9741	9741	筹资活动现金流净额	5323	6860	-434	-434
负债合计	20715	20659	27515	27284	现金及现金等价物净增加额	3591	3738	-912	-4584
股本	1505	2006	2006	2006					
资本公积金	11209	20431	20431	20431					
未分配利润	379	771	1957	3397					
少数股东权益	4926	4926	4926	4926					
其他	31	116	325	579					
所有者权益合计	18050	28249	29645	31338					
负债和所有者权益总计	38765	48908	57160	58622					

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

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