

电子

2023 年 12 月 28 日

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2023 年 12 月 27 日

收盘价（元）	16.17
一年内最高/最低（元）	23.86/14.89
市净率	1.4
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	6073
上证指数/深证成指	2914.61/9191.74

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2023 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	11.41
资产负债率%	39.51
总股本/流通 A 股（百万）	2006/376
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



申万宏源研究微信服务号

晶合集成（688249）

——坐稳中国大陆 DDI 领军，依托地利之便拓展多元品类

投资要点：

- **成立八年，借助合肥地利之便成为全球 DDI 代工领军。**公司成立以来始终专注于 DDIC 芯片，早期发展中在人员以及技术方面多借助力晶科技的助力，随后随着公司的不断发展逐渐拥有自己的核心技术独立开拓业务，LED 显示驱动、CIS、E-tag、MCU、PMIC 以及 55nm 逻辑及 DDIC 等领域的核心技术平台均为自主研发。在制程节点方面，公司目前已实现 150nm-55nm 平台的量产，正在进行 40nm、28nm 平台的研发。2022 年公司 12 英寸晶圆代工产能已经达 126.21 万片，在本土驱动 IC 20% 的全球市占率中，晶合集成贡献了超八成产能。根据 TrendForce 公布的 2022 年纯晶圆代工行业全球市场销售额排名公司位居全球前十，在中国大陆企业中排名第三。
- **大陆 Foundry 在供应链内循环、成本建立优势。**2018 年以来，随着面板制造产能持续向国内转移，中国大陆已经奠定了全球面板制造中心的地位，也成为全球 DDIC 主要市场，加速中显显示国产化的同时也将带动上游各环节供应链同步转移。在供应链安全、协同的角度来讲，低成本、认证周期短、本土服务便利的国产厂商必将为第一选择。
- **OLED 及新型显示技术为未来 DDIC 市场主要增长点。**公司 40nm HV OLED 平台已具备产品设计及流片能力，未来将进一步开发 28nm 逻辑平台和 28nm OLED DDIC 工艺平台，用于更高端的终端应用，预计 2025 年底完成开发。此外，公司针对 AR/VR 等微型显示技术进行硅基 OLED 技术开发，已与国内面板领先企业展开深度合作。
- **打造多元技术工艺平台，持续扩大 CIS、MCU、PMIC、E-tag 等业务。**公司不断拓展客户群体，已与境内外行业内领先 IC 设计厂商建立了长期稳定的合作关系。2022 年 CIS 领军思特威首次进入公司前五大客户，销售收入达到 11.06 亿元，营收占比 11%；PMIC 方面，公司与杰华特合作研发技术平台，布局车载领域；MCU 领域，公司 110nm 高阶平台已经完成开发，进入风险量产阶段。公司 2023 年非 DDIC 业务有望占比接近 20%，凭借在多元化平台的布局和持续的研发投入打开未来成长空间。
- **首次覆盖 给予“买入”评级。**我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 73.40/116.7/146.42 亿元，归母净利润为 4.79 亿/10.44 亿/17.37 亿，对应 PE 为 67/31/19X。我们采用 2024 年盈利预测进行估值，可比公司 24 年平均 PE 为 41.1X。考虑到晶合集成目前为中国大陆第三大晶圆厂，DDIC 代工领域领先，多元化发展成长性较强，我们给予公司 2024 年 41.1X PE，目标空间 34.3%，对应目标价 21.72 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **核心假设风险：**1) 工艺平台开发不及预期的风险；2) 行业竞争加剧的风险；3) 半导体周期波动的风险。

财务数据及盈利预测

	2022	23Q1-Q3	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	10,051	5,017	7,340	11,670	14,642
同比增长率（%）	85.1	-40.9	-27.0	59.0	25.5
归母净利润（百万元）	3,045	32	479	1,044	1,737
同比增长率（%）	76.2	-99.1	-84.3	117.9	66.4
每股收益（元/股）	2.02	0.02	0.24	0.52	0.87
毛利率（%）	46.2	18.6	20.0	22.4	25.7
ROE（%）	.	.	.	.	.
市盈率	11		67	31	19

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

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.79 亿/10.44 亿/17.37 亿。采用 2024 年盈利预测进行估值，可比公司 24 年平均 PE 为 41.1X。考虑到晶合集成目前为中国大陆第三大晶圆厂，DDIC 代工领域领先，OLED DDCI 为未来战略方向，CIS、MCU、PMIC 等营收提升快，成长性较强，我们给予公司 2024 年 41.1X PE，目标空间 32.2%，对应目标价 21.37 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

收入端：我们预计公司 2023-2025 年营收为 73.4/116.7/146.4 亿元，对应增速分别为-27%/59%/25.5%。其中 90nm 技术平台代工收入为 34.7/39.2/40.6 亿元；110nm 技术平台代工收入为 20.4/21.7/21.9 亿元；110nm 技术平台代工收入为 10.1/12.1/12.2 亿元；55nm 及以下技术平台代工收入为 7.9/43.4/71.5 亿元。毛利率：我们同样以 90nm、110nm、150nm 及 55nm 及以下业务进行拆分。**综合来看，公司 2023-2025 毛利率为 20%/22.4%/25.7%。**

有别于大众的认识

1) 目前市场主要担忧国内 DDIC 起步较晚，产品和规模与海外具有一定差距，未来能否真正实现国产化替代。2018 年以来，随着面板制造产能持续向国内转移，大陆已经奠定了全球面板制造中心的地位，也成为全球 DDIC 主要市场，加速中游显示国产化的同时也将带动上游各环节供应链同步转移。在供应链安全、协同的角度来讲，低成本、认证周期短、本土服务便利的国产厂商必将为第一选择。我们认为，目前公司产品研发已见成效，在 LCD DDIC 大尺寸领域基本实现国产替代，未来 TDDI、OLED DDIC 依然有较大突破空间；

2) 市场仍然认为 BETA 主要在于 DDIC 赛道，实际公司持续扩大 CIS、MCU、PMIC、E-tag 等业务，不断拓展客户群体，已经和多个大客户合作，其 2023 年非 DDIC 业务有望占比接近 20%，凭借在多元化平台的布局和持续的研发投入打开未来成长空间。

股价表现的催化剂

- 1) 显示行业全面复苏，带动 DDIC 行业复苏超预期；
- 2) 公司产品线突破，OLED、CIS 等平台进展超预期；

核心假设风险

- 1) 工艺平台开发不及预期的风险；
- 2) 行业竞争加剧的风险；
- 3) 半导体周期波动的风险。

目录

1. 全球 DDIC 芯片代工领军	6
1.1 公司概况：大陆第三大晶圆代工企业，聚焦 DDIC 代工	6
1.2 财务分析：营收增长迅速，盈利能力不断增强	9
2. DDIC 行业：大陆 Foundry 在供应链内循环、成本建立优势	11
3. 公司：以 DDIC 为核心，打造多元技术工艺平台	17
3.1 LCD 领域技术成熟，拓展 OLED 增量市场	17
3.2 多元化布局 CIS、PMIC、MCU 等领域，打开未来成长空间	20
3.2.1 CIS 市场空间广阔，与领军厂商思特威深度合作	20
3.2.2 PMIC 下游应用领域广泛，公司布局车载领域	21
3.2.3 MCU 国产化率低，公司已具备 MCU 平台代工能力	22
4. 盈利预测	24
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：晶合集成发展历程.....	6
图 2：公司技术蓝图	7
图 3：公司股权结构	7
图 4：公司营业收入（单位：亿元）	9
图 5：公司净利润及扣非净利润（单位：亿元）	9
图 6：公司晶圆产能及销量（单位：K）	9
图 7：公司单晶圆 ASP（元/片）	9
图 8：公司整体毛利率及净利率.....	10
图 9：公司分制程毛利率.....	10
图 10：公司分制程收入（单位：亿元）	10
图 11：公司分制程收入占比	10
图 12：LCD 显示模组的主要架构	11
图 13：各显示品类的驱动 IC 制程以及同类竞品	12
图 14：全球显示驱动芯片出货量（单位：亿颗）	12
图 15：全球显示驱动芯片市场规模（单位：亿美元）	12
图 16：全球主流显示驱动 IC 年度出货量占比	13
图 17：2022 年 LCD 大尺寸 DDIC 市场份额	13
图 18：2022 年 LCD 智能手机 DDIC 市场份额.....	13
图 19：2022 年 LCD 智能手机 TDDI 市场份额.....	13
图 20：2022 年 OLED DDIC 市场份额	13
图 21：2020 年全球显示驱动芯片分布（按制程）	14
图 22：2024 年全球显示驱动芯片分布（按制程）	14
图 23：制程节点、应用和 DDIC 的对比	14
图 24：晶圆厂通常和芯片设计厂商绑定.....	15
图 25：2023 年 TV LCD 面板出货面积占比	16
图 26：2023Q3 智能手机 OLED 面板厂商出货量份额	16
图 27：2021 年 DDIC 代工市场	16
图 28：公司技术平台及终端应用领域	17
图：年大尺寸显示驱动芯片市场份额.....	

图 30：全球 CIS 市场规模预测（单位：亿美元）	20
图 31：2022 年全球 CIS 市场份额情况	21
图 32：2022 年中国电源管理芯片行业市场竞争格局	22
图 37：全球 MCU 市场规模（单位：亿美元）	23
图 38：2022 年全球 MCU 下游应用占比	23
图 39：2022 年全球 MCU 市场竞争格局	23
表 1：全球前十大晶圆代工季度排名	6
表 2：晶合集成现任董事会成员及高管	8
表 3：AMOLED DDIC 代工厂和设计厂商之间的供应链关系（主要智能手机） ..	15
表 4：显示驱动芯片代工厂商汇总	17
表 5：公司显示驱动在研项目汇总	19
表 6：公司 CIS 在研项目汇总	21
表 7：公司 PMIC 在研项目汇总	22
表 8：公司业务拆分（单位：亿元）	25
表 9：可比公司估值（截至 2023 年 12 月 27 日）	25

1. 全球 DDIC 芯片代工领军

1.1 公司概况：大陆第三大晶圆代工企业，聚焦 DDIC 代工

成立 8 年，借助合肥地利之便成为全球 DDI 代工领军。晶合集成成立于 2015 年 5 月，合肥建投组建全资子公司合肥晶合集成电路股份有限公司，随后力晶科技参股成为公司第二大股东。成立以来，公司始终专注于 12 英寸晶圆代工服务，主要为客户提供 150nm-90nm 晶圆代工业务，代工产品主要为面板显示驱动芯片，广泛应用于液晶面板领域，包括电视、平板电脑及手机等产品。2017 年，公司 110nm 驱动 IC 单片晶圆的良率已经达到业内量产水准；2018 年开始量产大面板驱动芯片，自此进入中国面板厂供应链；2022 年公司 12 英寸晶圆代工产能已经达到 126.21 万片，目前在液晶面板驱动芯片代工领域市场占有率处于全球领先地位。根据 TrendForce 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。

图 1：晶合集成发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 1：全球前十大晶圆代工季度排名

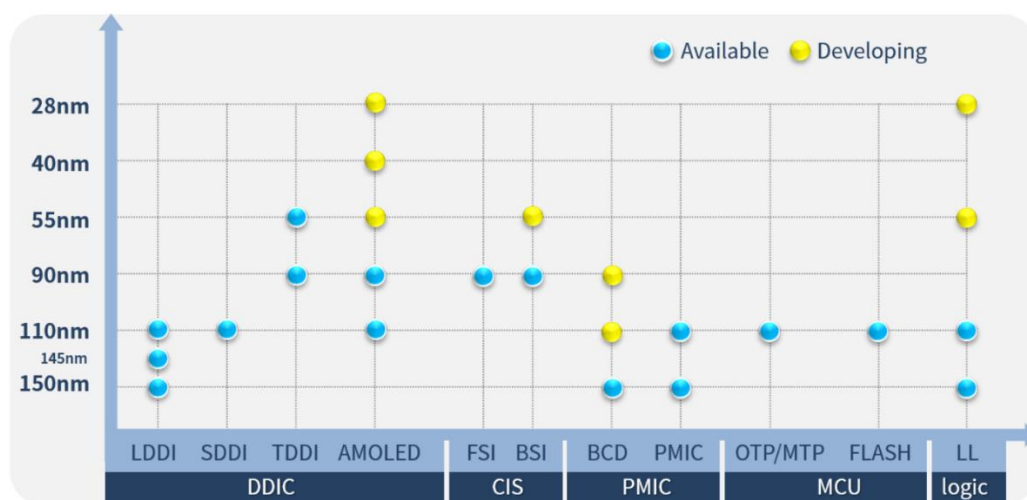
排名	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
1	台积电	台积电	台积电	台积电	台积电	台积电	台积电	台积电	台积电	台积电
2	三星	三星	三星	三星	三星	三星	三星	三星	三星	三星
3	联电	联电	联电	联电	联电	联电	联电	格芯	格芯	格芯
4	格芯	格芯	格芯	格芯	格芯	格芯	格芯	联电	联电	联电
5	中芯国际	中芯国际	中芯国际	中芯国际	中芯国际	中芯国际	中芯国际	中芯国际	中芯国际	中芯国际
6	华虹集团	华虹集团	华虹集团	华虹集团	华虹集团	华虹集团	华虹集团	华虹集团	华虹集团	华虹集团
7	力积电	力积电	力积电	力积电	力积电	力积电	力积电	高塔	高塔	高塔
8	世界先进	世界先进	世界先进	世界先进	世界先进	世界先进	高塔	力积电	力积电	世界先进
9	高塔	高塔	高塔	晶合集成	晶合集成	高塔	世界先进	世界先进	世界先进	英特尔
		东部高科	晶合集成	高塔	高塔	晶合集成	东部高科	东部高科	晶合集成	力积电

资料来源：TrendForce，申万宏源研究

注：三星计入 System LSI 及代工晶圆事业部的营收；力积电仅计入代工营收；华虹集团包含华虹宏力和上海华力

借助力晶科技快速起步，发展自有核心技术拓展业务。早期发展中晶合集成在人员以及技术方面多借助力晶科技的助力，成立期初部分员工从力晶科技离职并加入晶合科技，150nm-90nm LCD DDIC 技术也是在力晶科技的技转技术基础上改良优化。公司以面板 DDIC 为基础，随后随着公司的不断发展逐渐拥有自己的核心技术独立开拓业务，LED 显示驱动、CIS、E-tag、MCU、PMIC 以及 55nm 逻辑及显示驱动芯片等领域的核心技术平台均为自主研发。在制程节点方面，公司目前已实现 150nm-55nm 平台的量产，正在进行 40nm、28nm 制程平台的研发。在工艺平台应用方面，公司目前已具备 DDIC、MCU、CIS、PMIC、E-tag、Mini LED 芯片等工艺平台晶圆代工的技术能力。

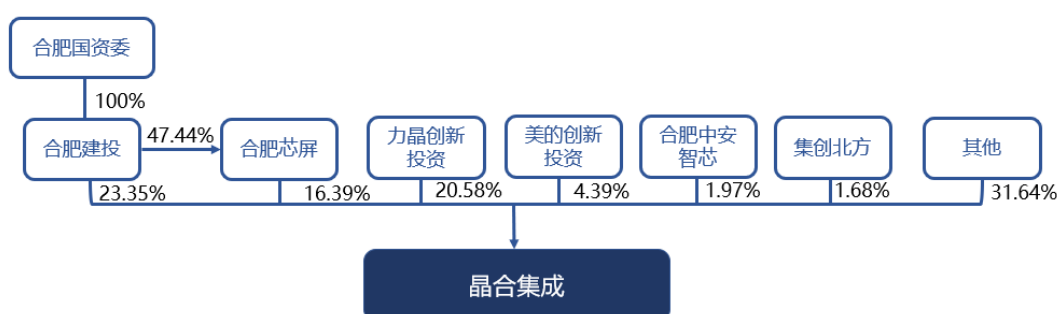
图 2：公司技术蓝图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

股权结构集中，国资为实际控制人。截止 23Q3，合肥建投持有公司 23.35%的股权，合肥芯屏持有 16.39%，故合肥市国资委为实际控制人；力晶科技在经过一次减资和两次增资后持有 20.58%股权；美的创新以及集创北方为公司的产投方；此外，合肥晶煅、合肥晶遂等 15 个员工持股平台持有 1.49%股权。

图 3：公司股权结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司的历史发展和管理曾受到力晶科技较大影响。2018年5月前，力晶科技通过《委托经营管理合约》，向晶合集成委派部分管理人员，帮助公司完成财务、内控、稽核制度的建设，双方已经在2020年初解除了该合约。力晶科技于2019年5月将自身的晶圆代工资产转移给参股公司力积电，停止从事晶圆代工业务，正式转型为投资控股平台。截至2022年12月31日，公司拥有在职中国台湾员工352名，其中85名中国台湾员工加入公司前曾在力晶科技、力积电或力积电电子工作。董事会成员中董事长蔡国智、董事郑素芬由力晶科技提名。

表 2：晶合集成现任董事会成员及高管

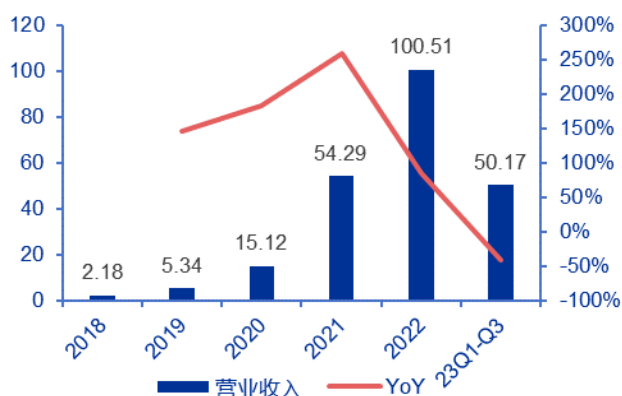
董事会成员		任职日期	备注
蔡国智	董事长、董事	2020.11	力晶科技提名
陆勤航	副董事长、董事	2020.11	合肥建投提名
郑素芬	董事	2020.11	力晶科技提名
朱才伟	副总经理、CFO、董秘、董事	2020.11	合肥建投提名
朱晓娟	副总经理、董事	2020.11	合肥建投提名
陈小蓓	董事	2021.12	合肥建投提名
高管		任职日期	备注
蔡辉嘉	总经理	2020.11	历任力晶科技等晶圆厂职务
邱显寰	副总经理	2020.11	历任力晶科技等晶圆厂职务
詹奕鹏	副总经理	2020.11	历任联华电子、中芯国际等晶圆厂职务
周义亮	副总经理	2020.11	历任硕中、紫光宏茂、纳沛斯、安靠、汇成等封装厂职务
张伟瑾	N1厂厂长	2020.11	历任美光、力晶科技等晶圆厂职务

资料来源：Wind，招股说明书，申万宏源研究

1.2 财务分析：营收增长迅速，盈利能力不断增强

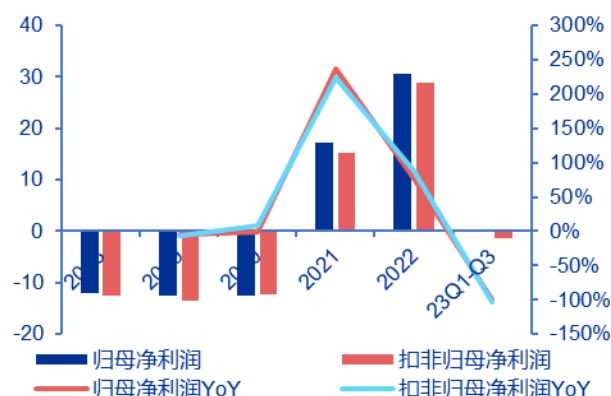
收入：公司近五年营收增速呈高速增长，主要受益于 DDIC 行业国产化，以及产能爬坡。根据公告，公司 23 年前三季度营收下滑主要系半导体行业景气度下滑，市场整体需求放缓所致，工厂整体产能利用率不满且固定成本较高。

图 4：公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

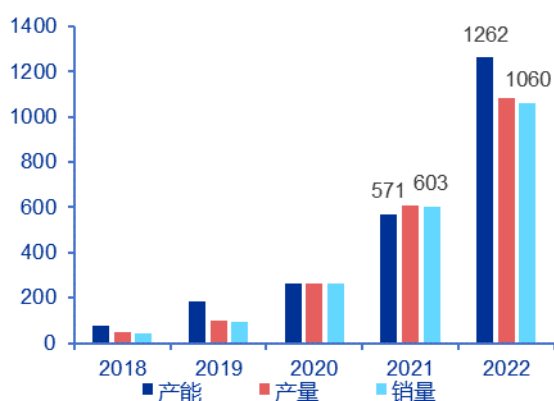
图 5：公司净利润及扣非净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

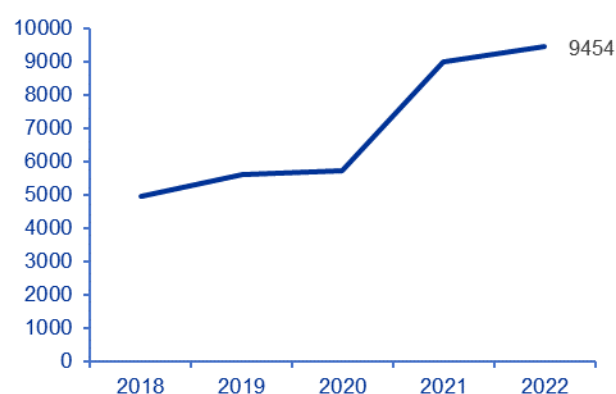
出货量稳步提升，制程结构优化带动价格端提升。量：2022 年公司晶圆付运量（等效 12 寸）已达到 1060K，YoY+75.8%；价：2022 年公司单晶圆收入（等效 12 寸）为 9454 元，YoY+5.1%，非 DDIC 平台的产品收入占比逐渐增加导致单价涨幅相对 2021 年有所下降。公司产品销售均价逐年呈持续上升趋势，主要系一方面产品结构优化，其中 90nm 等单价较高的制程产品收入占比迅速提高，另一方面有调价因素。

图 6：公司晶圆产能及销量（单位：K）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

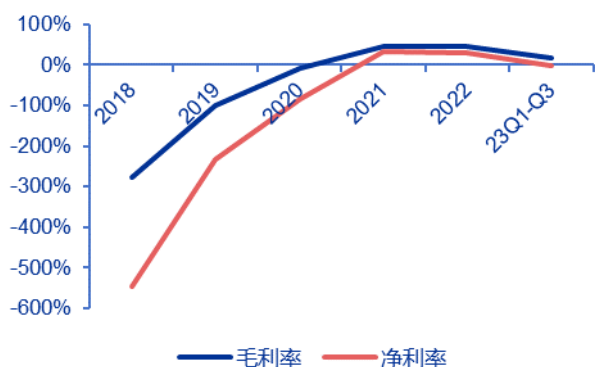
图 7：公司单晶圆 ASP（元/片）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

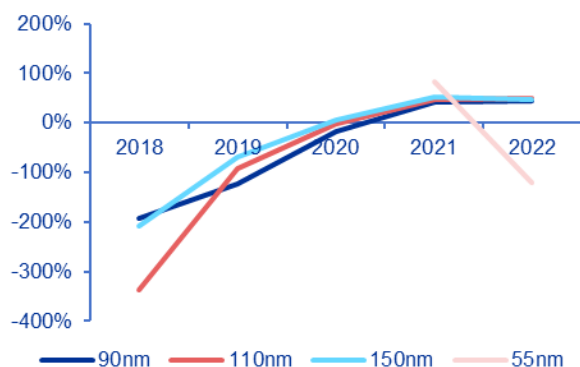
毛利率：23 年前三季度公司毛利率为 18.6%，主要受折旧和其他成本上升、以及平均销售价格下调的影响。公司整体毛利率和半导体周期类似，都处于相对低位。分制程毛利率来看，目前 90nm/110nm/150nm 依然为主力制程。展望 23Q4，我们认为公司后续出货量持续恢复，但半导体市场的价格特别 12 寸成熟晶圆仍处低位，进而对公司的毛利率造成一定压制。

图 8：公司整体毛利率及净利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

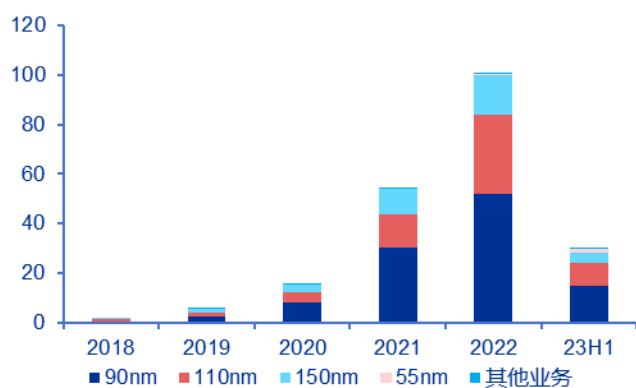
图 9：公司分制程毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

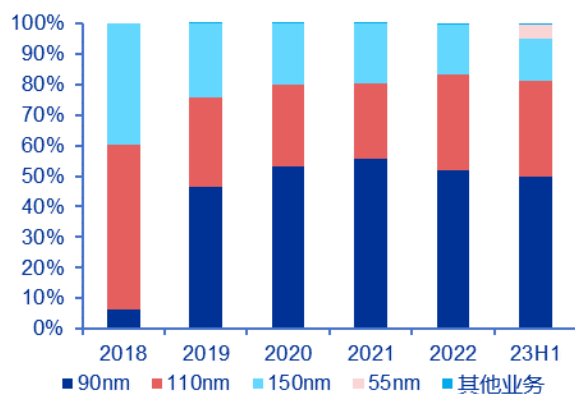
从制程来看,公司整体在向相对更先进的工艺变化,产品组合的优化有相当大的空间,目前 90/110/150nm 依然是营收主力,55nm 从 23H1 起已经开始贡献收入。

图 10：公司分制程收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：公司分制程收入占比

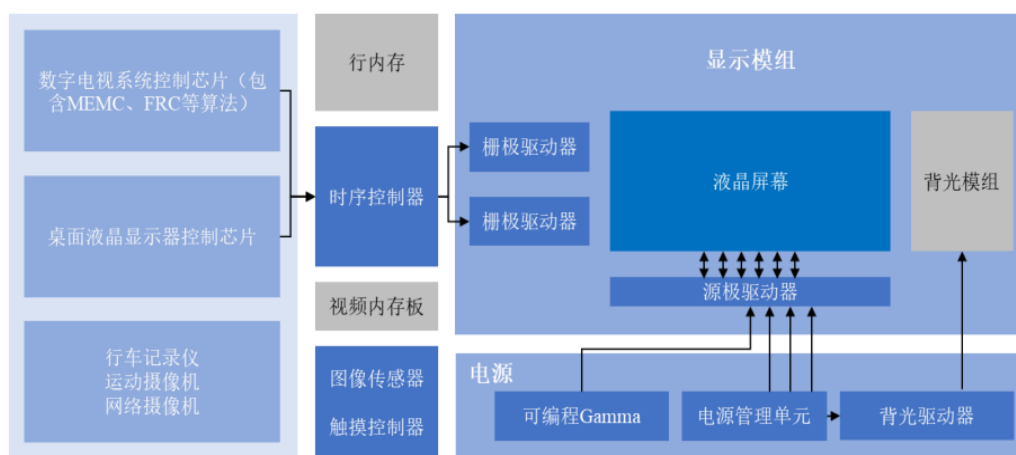


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. DDIC 行业：大陆 Foundry 在供应链内循环、成本建立优势

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 12：LCD 显示模组的主要架构

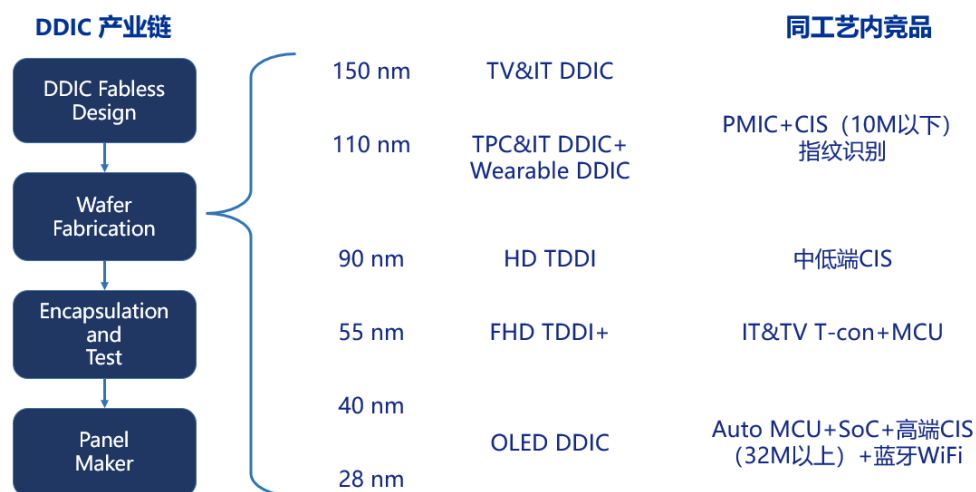


资料来源：新相微招股说明书，申万宏源研究

显示驱动 IC 的产业链大体由 IC 设计—晶圆代工—封测—面板厂构成，供给的瓶颈主要在于晶圆代工的产能。DDIC 的产业链较为简单，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%，但因芯片嵌入数量较多，故在芯片设计行业中属于毛利较低产品。而在产能紧张的阶段，显示芯片因其低毛利等特点，往往被晶圆代工厂挤压产能。2021 年最为缺货的电源管理芯片，10M 以下的低端图像识别芯片以及指纹识别芯片等等的需求增加，会不同程度的挤压 TV 和 IT 驱动芯片的晶圆供给；车载 MCU 芯片工艺主要集中在 28-40nm，使同样在此制程段同时非常紧缺的 AMOLED 的 DDIC 供应难以得到快速补充。

由于显示产品的多样性，显示类驱动 IC 的制程范围也比较广，其主要产品涵盖了 28nm-150nm 工艺段。根据 DISCEIN 数据，其中 NB 和 MNT 等 IT 产品和 TV 主要为 110-150nm 主要用于 LCD 手机和平板的集成类 TDDI(Touch+DDIC)制程段在 55-90nm；用于 AMOLED 驱动 IC 的制程段相对先进为 28-40nm；还有其他规格较低的驱动芯片如穿戴、白电、小家电等分辨率较低应用。

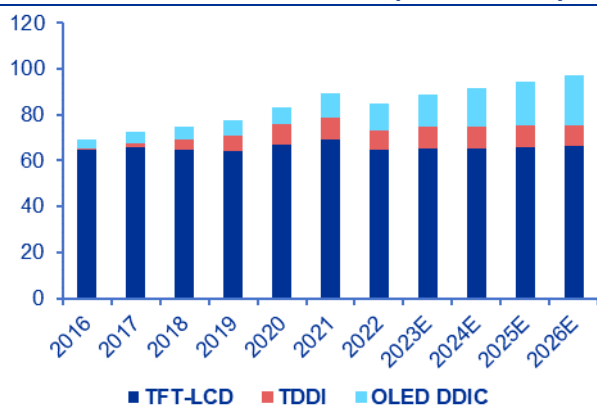
图 13：各显示品类的驱动 IC 制程以及同类竞品



资料来源：DISCEIN，申万宏源研究

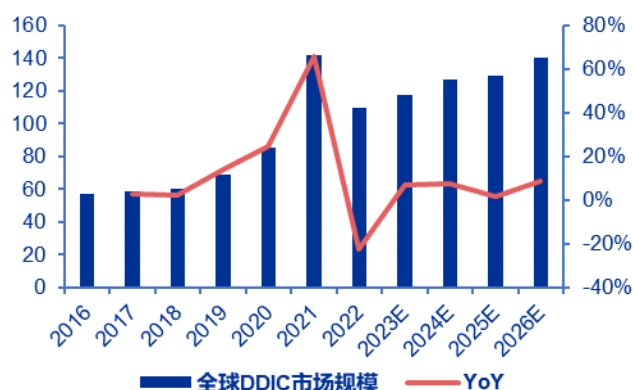
DDIC 全球近千亿美元规模，规格升级带动技术迭代。根据 CINNO Research 数据，2022 年整体市场规模为 110 亿美元，预计到 2026 年将超过 140 亿美元，出货量有望达到约 96.9 亿颗。从显示技术角度，存量市场方面，电视、显示器等中大尺寸传统应用领域对 LCD 显示驱动芯片的需求量长期处于高位；增量市场方面，驱动因素主要来源于智能显示终端的创新，芯片功能的丰富（集成度），分辨率的提升等，显著拉升单台芯片用量和市场整体需求。未来随着 AMOLED 在中高端智能手机、智能穿戴、中大尺寸领域渗透率的提高，OLED DDIC 将成为显示驱动市场的主要增长点，而 TDDI 的市场份额将被逐步压缩。

图 14：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

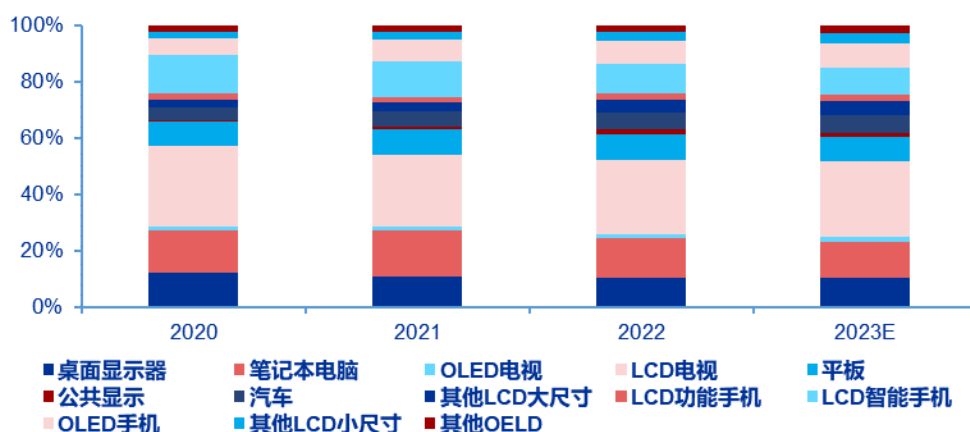
图 15：全球显示驱动芯片市场规模（单位：亿美元）



资料来源：CINNO Research，申万宏源研究

量级来看，中大尺寸占比依然较高，小尺寸用量稳定。根据 Omdia 数据，大尺寸显示的应用主要包含电视、公共显示（商显）等，中尺寸显示的应用主要包含显示器、笔电、平板、车载显示，小尺寸显示应用主要为手机、近眼显示等创新型终端。中大尺寸 DDIC 依然占 2022 年总需求大部分，其中 LCD 电视出货量超 25% 依然有较大比例，IT 等中尺寸应用需求用量占比约 40%。在小尺寸 DDIC 市场（包括 LCD 和 OLED）中，LCD 及 OLED 智能手机 年合计占比 %。

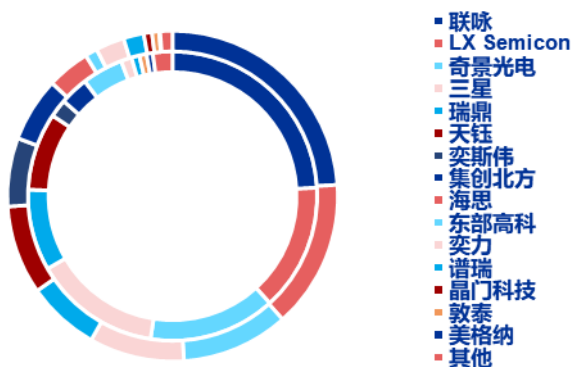
图 16：全球主流显示驱动 IC 年度出货量占比



资料来源：Omdia，申万宏源研究

Fabless 领域韩台系厂商主导，国产厂商份额持续提升。根据 Omdia 数据，大尺寸 DDIC 市场主要由韩厂和台厂主导，2022 年中国大陆厂商在大尺寸 DDIC 市场份额增加至 19%；台厂主导小尺寸 LCD 市场份额达 66%；AMOLED DDIC 韩厂占绝对优势。

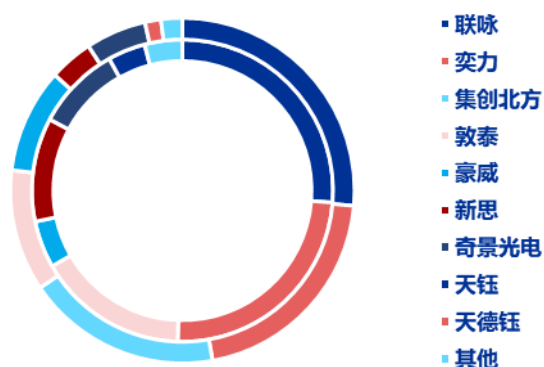
图 17：2022 年 LCD 大尺寸 DDIC 市场份额



资料来源：Omdia，申万宏源研究

注：内圈为 2021 年，外圈为 2022 年

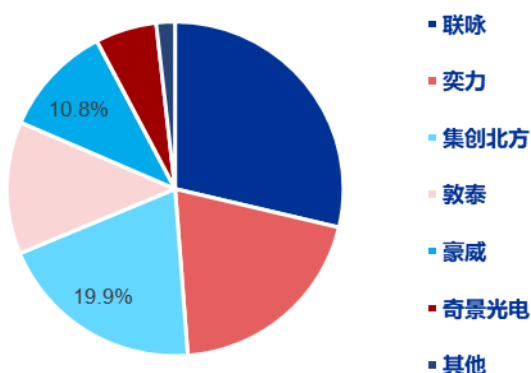
图 18：2022 年 LCD 智能手机 DDIC 市场份额



资料来源：Omdia，申万宏源研究

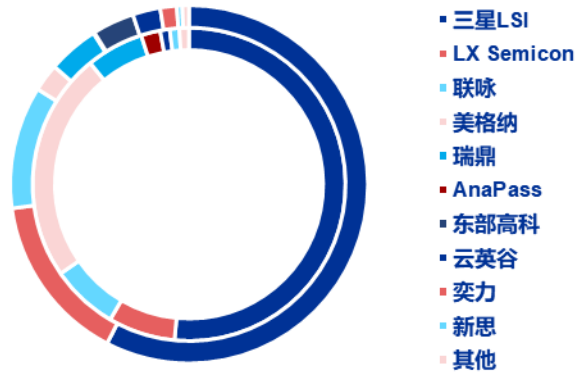
内圈为 2021 年，外圈为 2022 年

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

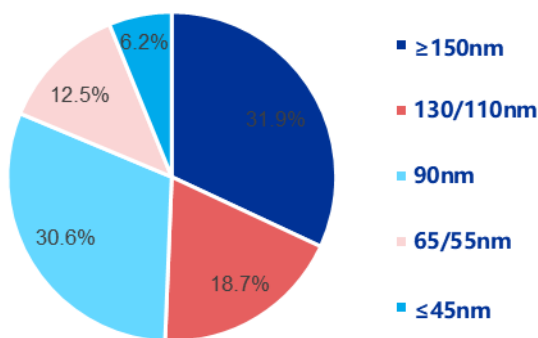


资料来源：Omdia，申万宏源研究

内圈为 2021 年，外圈为 2022 年

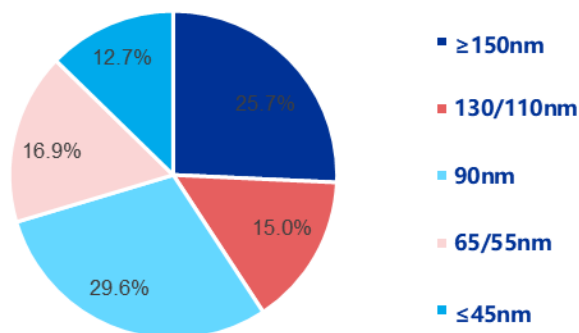
中大尺寸 DDIC 代工需求以成熟制程为主。大、中尺寸面板终端产品显示技术已较为成熟，对于集成度要求较手机屏幕要求低，多用 90nm 及以上的成熟制程即可生产。且其所需芯片数量较多，因此所使用的 90nm 及以上制程仍占全球市场的主要部分，根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年占比约 80%；在芯片整体向更先进制程节点推进的趋势下，预计 90nm 及以上制程的 DDIC 市占率将逐渐下降，但仍将占据大部分市场份额。

图 21：2020 年全球显示驱动芯片分布（按制程）



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

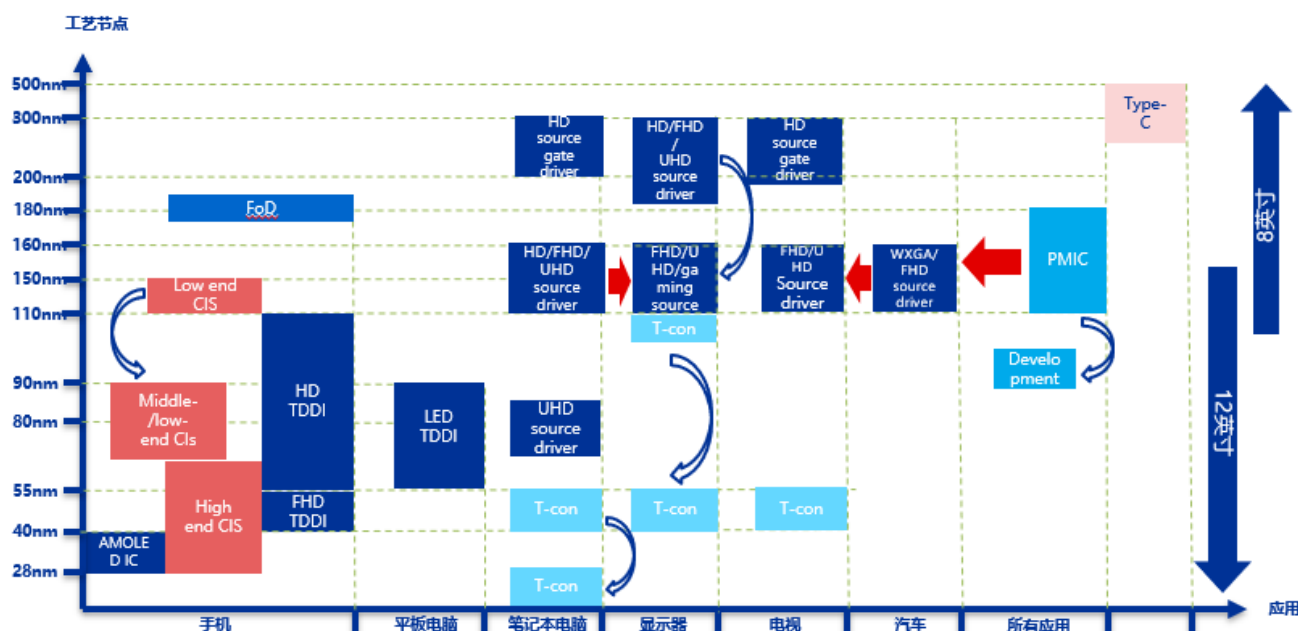
图 22：2024 年全球显示驱动芯片分布预测（按制程）



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

具体分制程来看：1) 大尺寸 LCD DDIC：HD 规格产品 200nm-300nm；FHD 规格产品 110nm-160nm；4K (UHD) 规格产品 55nm-90nm；2) TDDI：手机和平板产品为 55nm-90nm；HD 规格产品 55nm-110nm；FHD 及以上规格产品 40nm-55nm；3) OLED DDIC（高分辨率）：28nm-40nm，以及少量 55nm；

图 23：制程节点、应用和 DDIC 的对比

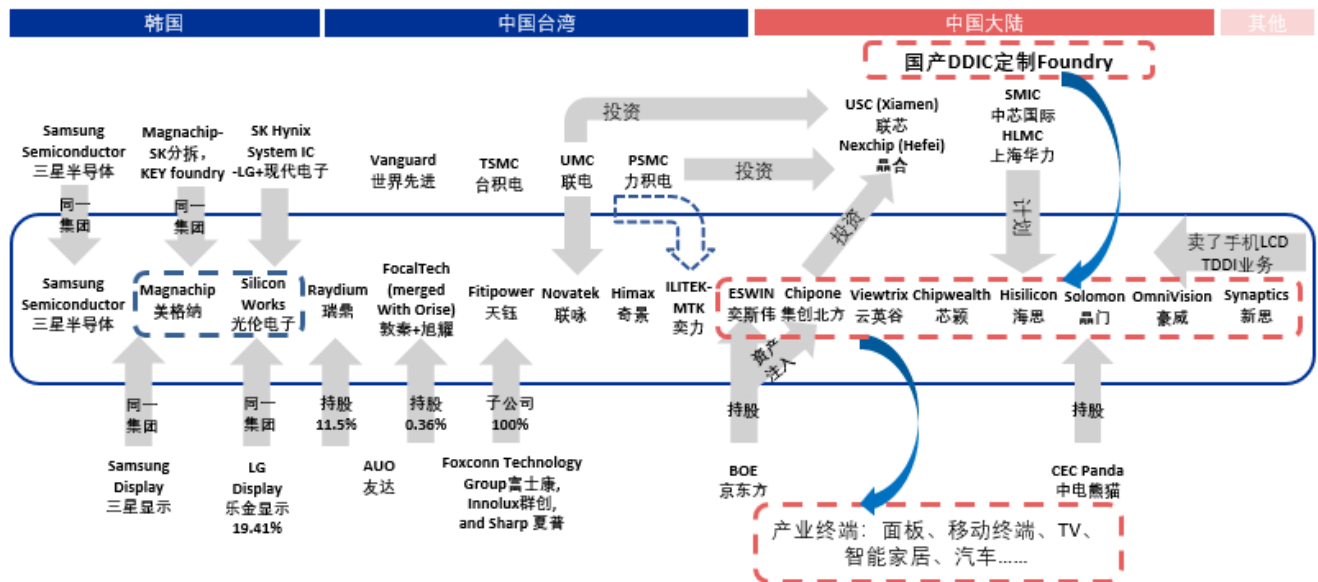


资料来源：Omdia，申万宏源研究

显示芯片的晶圆代工产能主要集中在非大陆代工厂，韩厂和台厂的崛起过程中均与上下游形成了绑定关系。根据 Frost&Sullivan 统计，2020 年不考虑三星电子等同时具备设计能力和晶圆产能的 IDM 企业，仅考虑晶圆代工企业，全球晶圆代工企业在显示驱动芯片

领域的年产量约 200 万片（折合 12 英寸晶圆），联华电子、世界先进、力积电、东部高科等 Foundry 厂在 DDIC 领域均有布局。国内目前特别是在 OLED 工艺方面还较弱，有代工能力的厂商不多。DDIC 厂商主要拥有两种模式，一种是韩国的全产业链 IDM 模式；另一种是中国台湾地区的上下游 Fabless 与 Foundry 绑定模式，保障工艺开发及产能。

图 24：晶圆厂通常和芯片设计厂商绑定



资料来源：集创北方，申万宏源研究

AMOLED 晶圆厂更为有限，基本韩台垄断。目前只有少数晶圆代工厂商能够为 HV 40nm 和 28nm 的 AMOLED 驱动芯片提供成熟产能，包括三星、联电、台积电、格芯和大陆的中芯国际等，其中三星、台积电、联电三家提供大部分的晶圆产能供应，中国大陆方面主要为中芯国际。

表 3：AMOLED DDIC 代工厂和设计厂商之间的供应链关系（主要智能手机）

		三星		联电		台积电		格罗方德		中芯国际		上海华力	
		28nm	40nm	28nm	40nm	28nm	40nm	28nm	40nm	28nm	40nm	28nm	40nm
三星 LSI	2021	●	○*45nm	●									
	2022	●		●									
美格纳	2021				●			●					
	2022				○			○			○	○	
东部高科	2021			○									
	2022			○									
光伦电子	2021			○			●						
	2022			○			●	?			○		
联咏	2021			○	●								
	2022			○	●								
瑞鼎	2021						●				○		
	2022						○				●		
奕力	2021						○						
	2022			○	○		○						
	2021						○						
							○	○					

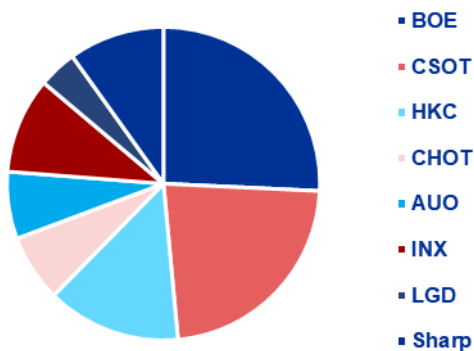
云英谷	2021	○	○*55nm
	2022	○	
集创北方	2021		
	2022		○ ○
奕斯伟	2021	○	
	2022	○	○
豪威	2021		
	2022		○
海思	2021		
	2022		○

资料来源：Omdia，申万宏源研究

注：●为主要，○为常规，○为比较少

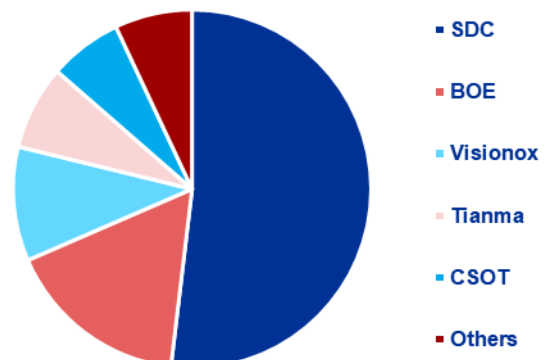
随着国内 DDIC 代工厂产能开出，市场开始由“资源导向”向“需求导向”转变，大陆 Foundry 在供应链内循环、成本等方面的优势才是国内 Fabless 厂保持高毛利的核心。根据 AVG 数据 2023 年 TV LCD 中国大陆厂商份额已接近 70% 根据群智咨询数据 23Q3 大陆 OLED 面板出货约 7340 亿片，同比增长 75.0%，占全球市场份额的 44.3%，终端品牌持续加大国产化导入力度。根据 DISCIEN 数据统计，2020 年全球主要 DDIC 代工产能中大陆厂商占比达 17.1% 2021 年比例快速增至 24% 主要为 Nexchip、SMIC 和 HLMC。

图 25：2023 年 TV LCD 面板出货面积占比



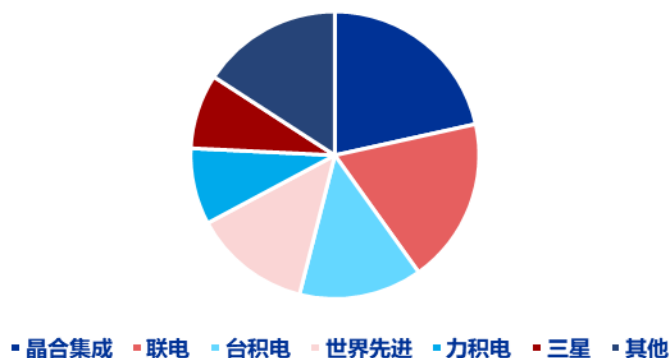
资料来源：AVG，申万宏源研究

图 26：2023Q3 智能手机 OLED 面板厂商出货量份额



资料来源：群智咨询，申万宏源研究

图 27：2021 年 DDIC 代工产能竞争格局

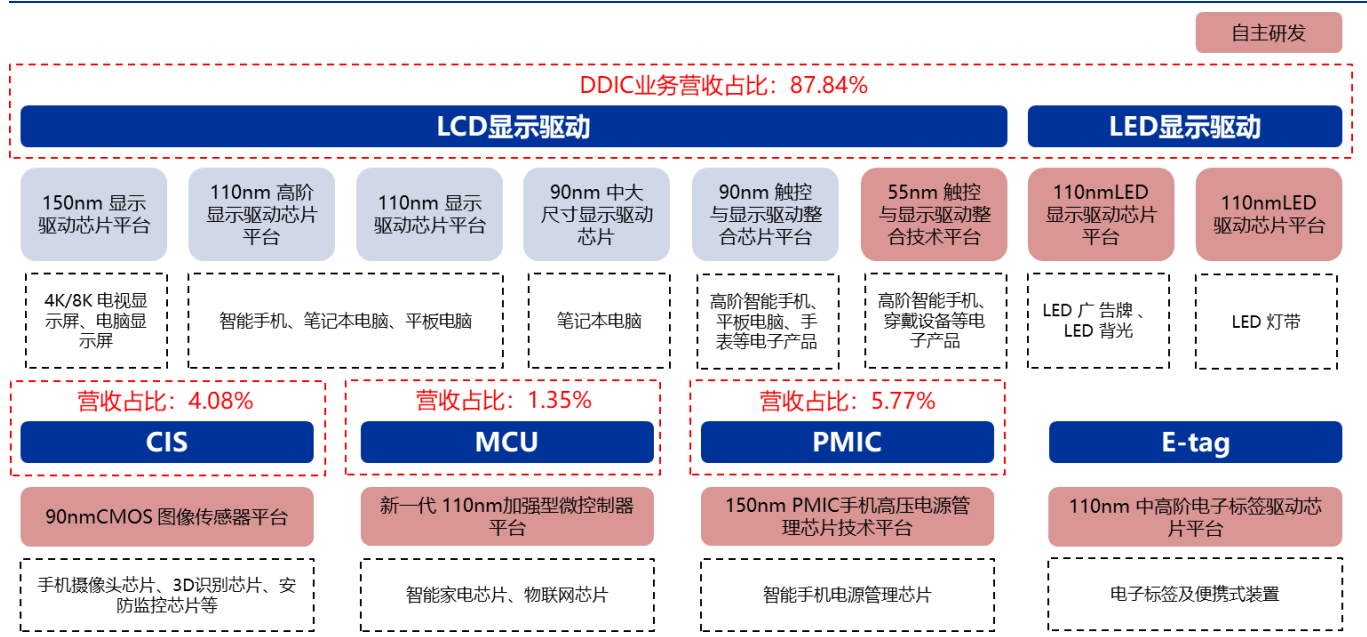


资料来源：DISCEIN，申万宏源研究

3. 公司：以 DDIC 为核心，打造多元技术工艺平台

立足于晶圆代工领域，以面板显示驱动芯片为主轴。公司主要营收来源为 DDIC 芯片代工平台，根据公司半年报，2023H1 其 DDIC 占主营业务收入的比例 87.84%；公司依靠成熟的制程制造经验，以 DDIC 为主轴，积极拓展 CIS、PMIC、MCU、逻辑等技术平台，2023H1，CIS、PMIC、MCU 占主营业务收入的比例分别为 4.08%、5.77%、1.35%。

图 28：公司技术平台及终端应用领域



注：营收占比为 2023H1 数据

资料来源：招股说明书、公司公告，申万宏源研究

3.1 LCD 领域技术成熟，拓展 OLED 增量市场

LCD DDIC 代工产能全球领先。根据 Frost & Sullivan 的统计，2020 年不考虑三星电子等同时具备设计能力和晶圆产能的 IDM 企业，仅考虑晶圆代工企业，全球晶圆代工企业在显示驱动芯片领域的年产量约 200 万片（约当 12 英寸晶圆），公司显示驱动领域晶圆代工产量（约当 12 英寸晶圆）达 25.98 万片，市场份额约为 13%，在晶圆代工企业中排名第三，仅次于联华电子和世界先进，属于行业头部企业之一。根据招股说明书，2021 年公司显示驱动领域晶圆代工产量（约当 12 英寸晶圆）达 51.29 万片，行业竞争力进一步提升。根据公司官网，2022 年公司实现在液晶面板驱动芯片代工领域全球市占第一，月产能突破 10 万片，在本土驱动 IC 20%的全球市占率中，晶合集成贡献了超八成产能。

表 4：显示驱动芯片代工厂商汇总

公司名称	具体动向
台积电	五家能够为 HV 40 纳米和 28 纳米制程的 AMOLED 驱动芯片提供成熟产能的晶圆代工厂商之一。
联电	五家能够为 HV 40 纳米和 28 纳米制程的 AMOLED 驱动芯片提供成熟产能的晶圆代工厂商之一，主要客户联咏。
三星	五家能够为 HV 40 纳米和 28 纳米制程的 AMOLED 驱动芯片提供成熟产能的晶圆代工厂商之一。
世界先进	最大投资人是台积电；

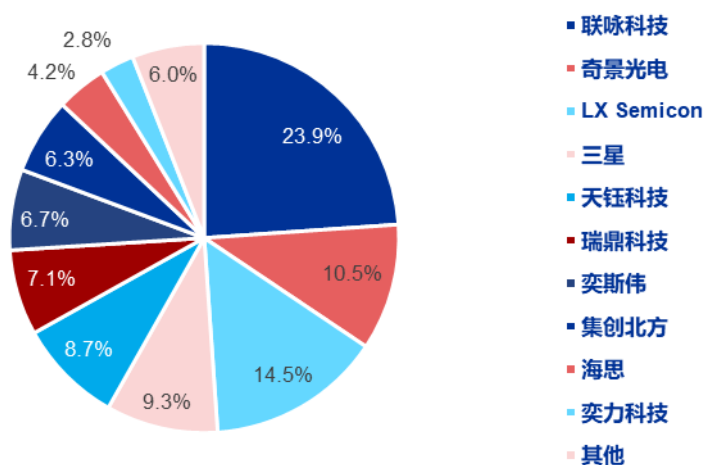
世界先进只有 8 英寸晶圆，关注点在成熟制程，主要产品 50% 来源于电源管理（power management），40% 来源于面板驱动 IC，10% 来源于其他类。

格芯	五家能够为 HV 40 纳米和 28 纳米制程的 AMOLED 驱动芯片提供成熟产能的晶圆代工厂商之一；格芯最初采用 55 纳米平台，是第一家生产 OLED 显示驱动器的晶圆代工厂。
力积电	2022 年营收创下新高，达到 25.13 亿美元，同时税前利润同比增长约 40% 至 8.80 亿美元；三大策略方向包括第四代氧化物半导体，逻辑、内存异质晶圆堆栈的 3D intechip，及包括 GaN、SiC、电源管理芯片等车用电子芯片。
东部高科	2008 年就开始向面板厂商供应自研显示驱动芯片；2022 年，将向三星供应采用 130 纳米工艺的 OLED 显示驱动芯片。
中芯国际	五家能够为 HV 40 纳米和 28 纳米制程的 AMOLED 驱动片提供成熟产能的晶圆代工厂之一；深圳坪山区 12 英寸晶圆项目，产品定位于 12 英寸 28 纳米及以上线宽显示驱动芯片及电源管理芯片等，配套月投 12 英寸晶圆 4 万片的生产能力，项目新投资额 23.5 亿美元，2022 年年底投产。
晶合集成	显示驱动、图像传感、微控制器、电源管理四大集成电路特色工艺应用产品线；2022 年营收 100.50 亿元人民币，中国大陆收入第三大的晶圆代工企业，仅次于中芯国际和华虹半导体。

资料来源：JW Insights，申万宏源研究

深度绑定 DDIC 头部设计厂商。根据 Omdia 数据，2022 年大尺寸显示驱动芯片市场份额排名前八的企业的市占率为 87%，市场集中度较高；排在前八名的企业中，芯片设计（Fabless）企业共有六名，包括：联咏科技（23.9%）、奇景光电（10.5%）、天钰科技（8.7%）、瑞鼎科技（7.1%）、奕斯伟（6.7%）、集创北方（6.3%），市占率合计达 63.2%。其中，联咏科技、集创北方为公司 2022 年前五大客户，前五大客户之一的合肥捷达微是天钰科技合并财务报告范围内的子公司；奕力科技和奇景光电为公司 2021 年前五大客户。此外，2022 年中国大陆 IC 厂商在大尺寸 DDIC 市场的份额增加到了 19%，创历史最高水平，奕斯伟和集创北方市场份额增长迅速。公司已与头部 DDIC 设计一线厂商建立了长期稳定的合作关系，同时随着 DDIC 设计环节的国产替代率不断提升持续受益。

图 29：2022 年大尺寸显示驱动芯片市场份额



资料来源：Omdia，申万宏源研究

OLED DDIC 将成为显示驱动市场的主要增长点，公司 40nm 高压 OLED 平台取得重大成果。根据 CINNO Research 数据，随着 AMOLED 在中高端智能手机、智能穿戴领域渗透率的提高，AMOLED 显示驱动芯片将成为显示驱动市场的主要增长点，2021 年

-2026 年，预计全球 OLED 显示驱动芯片需求量年均复合增长率将达到 15%，显著高于整体需求增幅。根据公司半年报，公司 40nm 高压 OLED 平台进展顺利，平台元件效能与良率已符合目标，具备向客户提供产品设计及流片的能力。未来在 40nm 等技术开发完成的基础上，公司将进一步开发 28nm 逻辑平台和 28nm OLED 显示驱动工艺平台，可以用于更高端的终端应用，预计 2025 年底完成开发。此外，公司针对 AR/VR 微型显示技术，正在进行硅基 OLED 技术的开发，已与国内面板领先企业展开深度合作，加速应用落地。

表 5：公司显示驱动在研项目汇总

项目名称	拟达到目标	具体应用前景
28nm 显示驱动芯片工艺平台	完成平台开发，包括全套低、中、高压器件，提供高容量 SRAM，降低功耗，适应各种高端显示技术需求。	视频 SoC、图像处理（ISP）、信号传输及视频桥接芯片、时序控制芯片、内存控制器、FPGA、CPU、高阶智能手机 OLED 屏
40nm OLED 芯片工艺平台	完成平台开发，为客户提供多尺寸存储单元，并实现批量生产	智能手机 OLED 屏、笔记本电脑 OLED 屏
55nm OLED 显示驱动芯片技术平台	完成平台开发及车规验证，并实现批量生产	智能手机 OLED 屏、笔记本电脑 OLED 屏
90nm 40V-50V 电子纸显示驱动芯片工艺平台	开发高压组件，提高驱动能力，导入客户并实现批量生产	电子标签、电子纸等电子产品
110nm 高阶显示驱动芯片工艺平台	完成平台开发，满足车规、超低漏电等多种工艺需求，实现产品批量生产	VR 眼镜/AR 眼镜/抬头显示/辅助显示/车用 LCD 面板/仪表板/笔记本电脑
150nm 大尺寸面板显示驱动芯片技术平台	完成平台开发，形成高速低压与高压器件，协助客户开发更高质量，更具竞争力产品	大尺寸影音面板

资料来源：公司公告，申万宏源研究

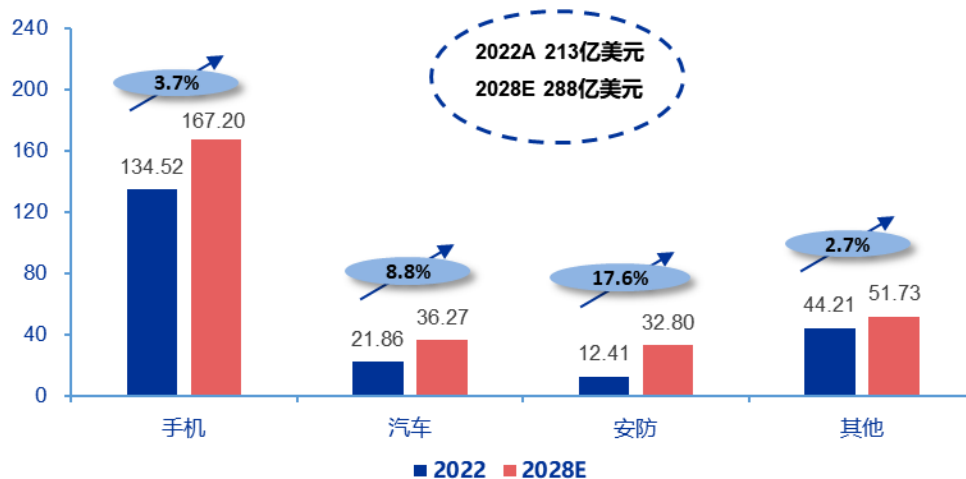
3.2 多元化布局 CIS、PMIC、MCU 等领域，打开未来成长空间

产品结构不断丰富，工艺平台多元发展。公司不断丰富自身产品结构及强化自身技术能力，除 DDIC 之外已实现 CIS、MCU、PMIC 等平台各品类产品量产，平台及产品结构日益丰富，产品应用涵盖消费电子、智能手机、智能家电、电源管理、安防、工控、车用电子等诸多领域。根据公司公告，2022 年公司除 DDIC 以外其他工艺平台代工占主营业务收入的比例为 28.8%，2023H1 下降至 12.16%，主要原因在于上半年整体产能利用率不饱满，而二季度以来 DDIC 需求复苏明显，所以 DDIC 代工收入比例上升。未来，凭借着持续的研发和成本的优势，在国产化的大趋势下，公司有望持续扩大 CIS、MCU、PMIC、E-tag 等业务，不断拓展客户群体，凭借在多元化平台的布局和持续的研发投入打开未来成长空间。

3.2.1 CIS 市场空间广阔，与领军厂商思特威深度合作

CIS 市场空间广阔，汽车等新兴领域贡献新增量。根据 Yole 数据，2022 年手机为 CIS 最大的应用场景，份额占比约 63%；由于智能座舱、环视和 ADAS 大幅增长，汽车电子需求将迅速增长，预计 2028 年占比将达到 13%；预计 CMOS 图像传感器市场规模 2028 年将达到 288 亿美元，2022-2028 年 CAGR 5.1%。

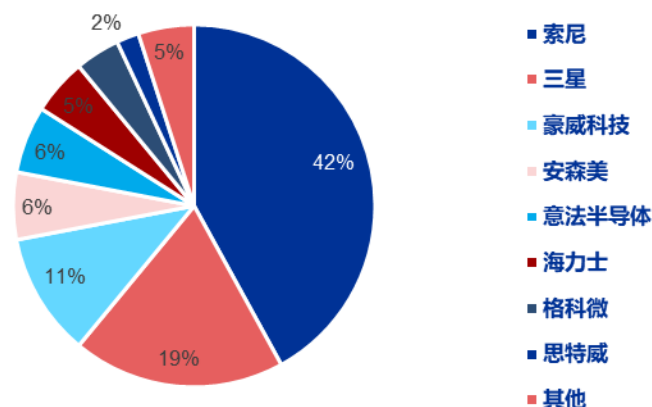
图 30：全球 CIS 市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：Yole，申万宏源研究

全球 CIS 市场由日韩厂商主导，国产替代潜力大。2022 年，根据 Yole 统计市占率中，索尼占 42%、三星 19%、豪威科技 11%、安森美 6%、意法半导体 6%、SK 海力士 5%、格科微 4%、思特威 2%。索尼和三星市占率超过 60%，市场集中度高，中国企业市场份额较低，仅有格科微、豪威科技和思特威进入前十。中高端手机 CIS 市场中，索尼和三星也是遥遥领先，国产 CMOS 传感器企业则主要参与中低端市场，产品多用于安防、汽车、物联网领域。未来，随着消费电子回暖和三星等厂商涨价的驱动，国内领先企业有望不断加速国产替代趋势。

图 31：2022 年全球 CIS 市场份额情况



资料来源：Yole，申万宏源研究

与领先厂商思特威深度合作，实现 CIS 平台产品量产。思特威是中国安防 CIS 芯片领域的全球领军企业，在安防 CIS 领域有明显的优势，并积极拓展到机器视觉、汽车电子和智能手机等领域，2020 年开始切入手机 CIS 市场。根据思特威年报，其 CIS 产品在 2021 年实现了 76.1% 的同比增长，已经进入快速成长期。根据公告，公司自 2020 年开始与思特威合作开发 90nm CMOS 图像传感器工艺平台，目前已实现 CIS 平台产品量产，2022 年思特威首次进入公司前五大客户，销售收入达到 11.06 亿元，营收占比 11%。公司将继续与思特威合作，基于 90nm 前照式 CIS 平台继续开发 90nm 和 55nm 后照式工艺平台。

表 6：公司 CIS 在研项目汇总

项目名称	拟达到目标	具体应用前景
55nm CMOS 后照度图像传感器平台	完成 55 纳米前照度和后照度工艺制程验证，导入客户，实现批量生产	智能手机、安防、无人机、游戏娱乐、工业自动化等
90nm 高阶 CMOS 图像传感器技术平台	完成 90 纳米图像传感器工艺制程验证，进行车规级可靠性验证，导入客户，并实现批量生产	智能手机、安防、无人机、游戏娱乐、工业自动化等

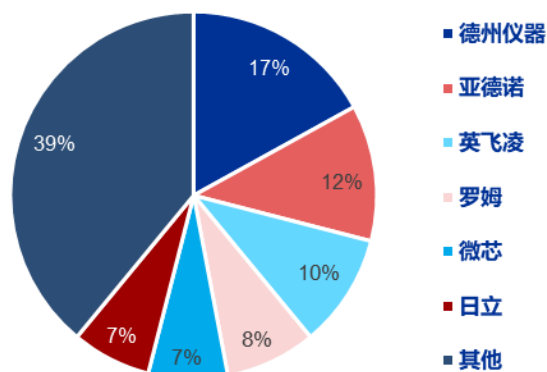
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2.2 PMIC 下游应用领域广泛，公司布局车载领域

电源管理芯片是电子设备的电能供应心脏，种类繁多，应用领域广泛。电源管理芯片是所有电子设备的电能供应心脏，负责电子设备所需电能的变换、分配、检测等管控功能，对电子设备而言是不可或缺的，其性能优劣和可靠性对整机的性能和可靠性有着直接影响。作为电子设备的关键器件，电源管理芯片广泛应用于各类电子产品和设备中，涵括通信、工业/机器人、消费电子、汽车电子、物联网等细分应用领域。

目前全球电源管理芯片主要由德州仪器、亚德诺等海外巨头企业主导，国产化率提升空间可期。行业国际巨头所占市场份额较大，其在销售规模、产品种类、核心 IP 等方面具备领先优势。截止到 2022 年，德州仪器、亚德诺、英飞凌、罗姆、微芯、日立在中国市场份额占比分别为 17%、12%、10%、8%、7%、7%，国内 PMIC 代表企业整体来看份额还较小。

图 32：2022 年中国电源管理芯片行业市场竞争格局



资料来源：智研咨询，申万宏源研究

与杰华特合作研发 PMIC 技术平台，布局车载领域。根据公司公告，2020 年 11 月 1 日 公司与深耕 PMIC 领域的设计厂商杰华特微电子签署了《电源管理芯片技术开发合同》，合作研发 150nm 高压/超高压电源管理芯片技术平台项目，目前已具备 110nm PMIC 代工能力。此外，公司正在进行 90nm BCD 电源管理芯片技术平台的研发，加速布局车载领域。

表 7：公司 PMIC 在研项目汇总

项目名称	拟达到目标	具体应用前景
90nm BCD 电源管理芯片技术平台	完成平台开发及 AEC-Q100 车规可靠性测试，导入客户实现批量生产	接口芯片、快充协议芯片、手机电源管理芯片等
110nm 高压电源管理芯片技术平台	完成平台开发，降低器件导通电阻，提高器件耐压，导入客户并实现批量生产	快充协议芯片、音频功放、消费电子电源管理芯片等
150nm 电源管理芯片技术平台	完成平台开发，提高器件耐压，达到客户器件规格需求，提升产品良率，实现产品批量生产	负载开关、DC-DC、AC-DC 转换、LED 照明、电机驱动、LDO 各式电源驱动、快充协议芯片等

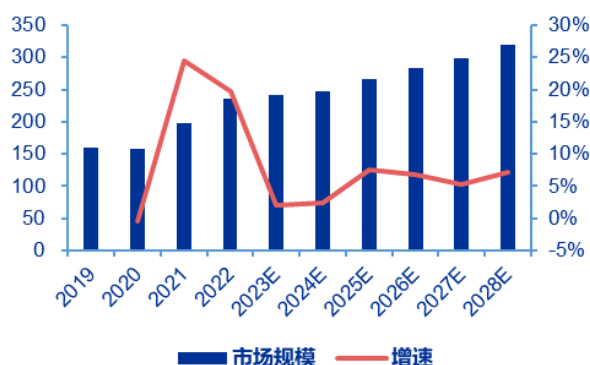
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2.3 MCU 国产化率低，公司已具备 MCU 平台代工能力

受益于物联网发展，拉动全球 MCU 需求快速增长。MCU 是将计算机的 CPU、RAM、ROM、定时计数器和多种 I/O 接口集成在一片芯片上，形成芯片级的计算机，为不同的应用场合做不同组合控制的芯片。受益于物联网快速发展、工业 4.0 对自动化设备需求的增长及汽车电子渗透率的提升等因素影响，MCU 应用领域不断扩大，全球 MCU 市场规模呈现持续增长的态势。根据 Yole 数据，2022 年 MCU 全球市场规模约为 236 亿美元，此后将保持持续增长，到 2028 年将达到约 320 亿美元，2022-2028 年 CAGR 5.2%。

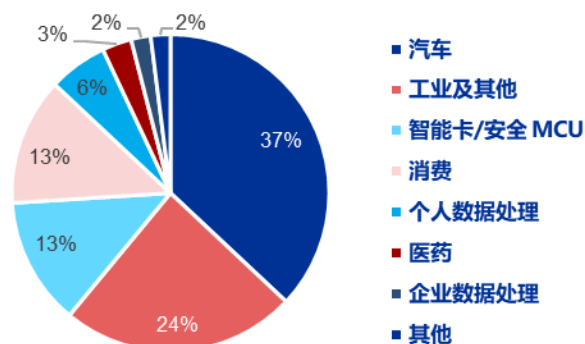
全球 MCU 市场下游消费以汽车电子、工业控制、计算机网络为主，其中汽车电子是 MCU 第一大下游市场。根据 Yole 数据显示，MCU 主要下游应用为：汽车电子、工业控制、智能卡/安全、消费电子和个人数据处理等，其中汽车电子占比最大，2022 年市场份额达 %，是 MCU 第一大下游市场和主要驱动力。

图 33：全球 MCU 市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Yole，申万宏源研究

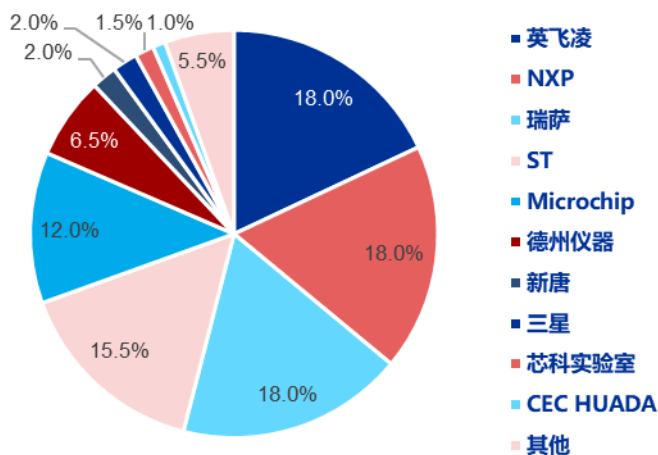
图 34：2022 年全球 MCU 下游应用占比



资料来源：Yole，申万宏源研究

MCU 国产化率低，国内厂商处于快速发展阶段。全球 MCU 市场主要由美欧日芯片巨头主导，根据 Yole 数据显示，2022 年全球前六大 MCU 厂商（英飞凌、恩智浦、瑞萨电子、意法半导体、微芯科技、德州仪器）市场占有率高达 88%。与之相对，国内 MCU 市场主要被外资把持，MCU 总国产化率低，且多集中于消费级产品。近年来，随着智能家居生态系统、汽车行业的需求不断增长以及人工智能在各种应用中的落地，国内 MCU 厂商也在加速追赶，国产化替代加速。

图 35：2022 年全球 MCU 市场竞争格局



资料来源：Yole，申万宏源研究

公司 110nm 高阶微控制器平台已经完成开发，进入风险量产阶段。根据公告，由于市场对高性能、低成本的 MCU 产品存在一定的需求，为满足客户需求，拓展工艺平台种类，公司充分利用已有的 110nm 制程节点领域的相关技术和研发经验，独立开发了 5V MTP（非易失可多次编程存储器）与 3.3V MTP，有效提升性能。并在保证性能的前提下，优化工艺流程，精简光罩层数，降低生产成本，进而形成新一代 110nm 加强型微控制器平台，可广泛应用于智能家电、办公设备及通用型车用控制器、PC/笔记本电源等领域。

4. 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年营收为 73.4/116.7/146.4 亿元，对应增速分别为 -27%/59%/25.5%。

核心假设：

收入端：我们把公司收入拆分为 90nm/110nm/150nm/55nm 及以下代工业务

1) 90nm：2022 年公司 90nm 产品金额及占比呈快速上升趋势，我们假设今年产能利用率有所下滑，之后逐渐恢复，ASP 按淡旺季有所波动，后续价格区间较为稳定。预计公司 2023-2025 年 90nm 技术平台代工收入为 34.7/39.2/40.6 亿元。

2) 110nm：目前公司 110nm 技术平台成熟，我们假设今年产能利用率有所下滑，之后逐渐恢复，ASP 按淡旺季有所波动，后续价格区间较为稳定，预计公司 2023-2025 年 110nm 技术平台代工收入为 20.4/21.7/21.9 亿元。

3) 150nm：公司 150nm 技术也较为成熟，随着公司产能的逐步稳定后，我们假设今年产能利用率有所下滑，之后逐渐恢复，ASP 按淡旺季有所波动，后续价格区间较为稳定，预计公司 2023-2025 年 150nm 技术平台代工收入为 10.1/12.1/12.2 亿元。

4) 55nm 及以下：2023 年公司 55nm 实现大规模量产，未来随着公司良率水平的提高以及产能的进一步释放，55nm 及以下 OLED DDIC、ISP、逻辑等产品收入将呈快速上升趋势。我们假设产能不断上升，随着更多产品的推出，ASP 随着制程升级以及产能提升上涨。预计公司 2023-2025 年 55nm 及以下技术平台代工收入为 7.9/43.4/71.5 亿元。

毛利率：我们同样以 90nm、110nm、150nm 及 55nm 及以下业务进行拆分。综合来看，公司 2023-2025 年毛利率为 20%/22.4%/25.7%。

1) 90nm：因为 90nm 产品工艺流程较为复杂，前期固定成本分摊比例较高，后期毛利率在今年下滑之后呈持续上升的态势，我们预计 2023-2025 年毛利率为 22%/27.6%/28.5%。

2) 110nm：2021 年公司 110nm 产品毛利实现扭负为正，2022 年毛利率超过 40%，今年下滑后后期有所回升，我们预计 2023-2025 年毛利率为 20%/27.7%/28.5%。

3) 150nm：公司 150nm 产品毛利率整体改善、产品盈利能力不断增强，今年下滑之后预计明年有所回升，我们预计 2023-2025 年毛利率为 20%/24.6%/25.0%。

4) 55nm 及以下：2022 年公司 55nm 产品毛利率为负，主要系 55nm 技术平台正在风险量产阶段，产量相对较低，规模效应尚未体现。随着公司未来产能持续释放，产销规模将进一步增长，以及高规格产品不断释放，毛利率逐渐提升。我们预计 2023-2025 年毛利率为 10.0%/14.0%/23.2%。

费用率：预计费用率保持稳定，预计公司 23-25 年的销售费用率为 0.6%/0.6%/0.6%；管理费用率为 2.9%/2.9%/2.9%；研发费用率 8.5%/8.5%/8.5%。

综上，公司 2023-2025 年归母净利润为 4.79 亿/10.44 亿/17.37 亿。

表 8：公司业务拆分（单位：亿元）

单位：亿元	2022	2023E	2024E	2025E
90nm	52.1	34.7	39.2	40.6
YOY	71.9%	-33.4%	13.0%	3.4%
毛利率	44.6%	22.0%	27.6%	28.5%
110nm	31.7	20.4	21.7	21.9
YOY	139.2%	-35.6%	6.7%	0.6%
毛利率	50.2%	20.0%	27.7%	28.5%
150nm	16.1	10.1	12.1	12.2
YOY	51.2%	-37.0%	19.2%	1.0%
毛利率	47.1%	20.0%	24.6%	25.0%
55nm 及以下	0.4	7.9	43.4	71.5
YOY		1928.2%	448.4%	64.9%
毛利率	-121.1%	10.0%	14.0%	23.2%
其他	0.25	0.25	0.25	0.25
YOY	0%	0%	0%	0%
毛利率	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%
总营收	100.5	73.4	116.7	146.4
YOY	85.1%	-27.0%	59.0%	25.5%
毛利率	46.2%	20.0%	22.4%	25.7%

资料来源：Wind，申万宏源研究

我们采用相对估值法对公司进行估值分析。

公司业务主要为晶圆代工，我们参考同样晶圆代工厂商大陆排名前二的中芯国际、华虹公司作为可比公司。

中芯国际：公司是全球领先的集成电路晶圆代工企业之一，主要为客户提供 0.35 μ m 至 14nm 多种技术节点、不同工艺平台的集成电路晶圆代工及配套服务。在逻辑工艺领域，是中国大陆第一家实现 14nm FinFET 量产的晶圆代工企业；在特色工艺领域，中芯国际陆续推出中国大陆最先进的 24nm NAND、40nm 高性能图像传感器等特色工艺。

华虹公司：华虹半导体是全球领先的特色工艺晶圆代工企业，也是行业内特色工艺平台覆盖全面的晶圆代工企业。公司立足于先进“特色 IC+功率器件”，以拓展特色工艺技术为基础，提供包括嵌入式/独立式非易失性存储器、功率器件、模拟与电源管理、逻辑与射频等多元化特色工艺平台的晶圆代工及配套服务。

因已处于 2023 年底，我们采用 2024 年盈利预测进行估值较为公允，可比公司 24 年平均 PE 为 41.1X。考虑到晶合集成目前为中国大陆第三大晶圆厂，DDIC 代工领域领先，OLED DDCI 为未来战略方向，CIS、MCU、PMIC 等营收提升快，成长性较强，我们给予公司 2024 年 41.1X PE，目标空间 32.2%，对应目标价 21.37 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

代码	公司	市值 (亿元)	盈利预测 (单位百万元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688981.SH	中芯国际	4125	5631	7613	9884	73.3	54.2	41.7
688347.SH	华虹公司	712	1921	2535	3527	37.0	28.1	20.2
	平均值					55.2	41.1	31.0
688249.SH	晶合集成	324	479	1044	1737	67.4	31.1	18.7

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：可比公司盈利预测来源于 Wind 一致预期

5. 风险提示

工艺平台开发不及预期的风险。公司主要从事 12 英寸晶圆代工业务，主要向客户提供 DDIC 及其他工艺平台的晶圆代工服务。目前公司产品应用领域主要为面板显示驱动芯片领域，28/40nm 的 OLED 显示驱动芯片工艺平台尚处于技术开发阶段，此外 CIS、PMIC、MCU、E-Tag 等平台还在开拓中，如果公司无法及时开发和引进最新的制造工艺技术，或推出能够更好地满足客户需求的工艺平台，将削弱公司的竞争优势。

行业竞争加剧的风险。晶圆代工市场竞争激烈，公司与行业头部厂商相比存在一定的技术差距。随着物联网、人工智能和云计算等新应用领域的不断涌现，芯片产业发展的热点领域在不断丰富，广阔的市场前景及较为有利的产业政策吸引了诸多境内外集成电路相关企业布局集成电路晶圆代工行业，可能将导致市场竞争进一步加剧。

半导体周期波动的风险。受到全球宏观经济的波动、行业景气度等因素影响，半导体行业存在一定的周期性。因此，半导体行业的发展与宏观经济整体发展亦密切相关。如果宏观经济波动较大或长期处于低谷，半导体行业的市场需求也将随之受到影响；另外下游市场需求的波动和低迷亦会导致半导体产品的需求下降，或由于半导体行业出现投资过热、重复建设的情况进而导致产能供应在景气度较低时超过市场需求，进而影响晶圆代工企业的盈利能力；将可能对公司的经营业绩造成一定的影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,429	10,051	7,340	11,670	14,642
营业收入	5,429	10,051	7,340	11,670	14,642
营业总成本	3,800	6,716	6,902	10,582	12,756
营业成本	2,979	5,411	5,869	9,060	10,876
税金及附加	21	23	17	27	34
销售费用	40	60	44	69	87
管理费用	243	295	215	342	430
研发费用	397	857	626	995	1,249
财务费用	121	69	131	87	81
其他收益	90	108	110	110	110
投资收益	14	4	4	4	4
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
信用减值损失	0	-2	0	0	0
资产减值损失	-5	-307	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,727	3,142	551	1,202	2,000
营业外收支	2	14	0	0	0
利润总额	1,729	3,156	551	1,202	2,000
所得税	0	0	55	120	200
净利润	1,729	3,156	496	1,082	1,800
少数股东损益	0	111	17	38	63
归母净利润	1,729	3,045	479	1,044	1,737

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,729	3,156	496	1,082	1,800
加：折旧摊销减值	1,368	2,950	1,929	2,429	2,929
财务费用	234	180	131	87	81
非经营损失	-14	-7	-4	-4	-4
营运资本变动	6,157	-138	-496	-958	-347
其它	100	138	0	0	0
经营活动现金流	9,574	6,280	2,057	2,637	4,460
资本开支	9,977	6,890	5,000	5,000	5,000
其它投资现金流	14	-1,575	4	4	4
投资活动现金流	-9,963	-8,466	-4,996	-4,996	-4,996
吸收投资	1,000	5,000	9,960	0	0
负债净变化	3,151	948	-776	-400	-1,134
支付股利、利息	295	320	131	87	81
其它融资现金流	-416	-305	0	0	0
融资活动现金流	3,440	5,323	9,054	-487	-1,215
净现金流	3,044	3,591	6,114	-2,847	-1,751

资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,340	10,838	17,449	15,560	14,156
现金及等价物	5,296	9,152	15,266	12,419	10,669
应收款项	1,160	588	785	1,054	1,121
存货净额	787	1,022	1,320	2,009	2,289
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	97	77	77	77	77
长期投资					

固定资产	19,655	22,822	25,893	28,464	30,535
无形资产及其他资产	4,277	4,773	4,773	4,773	4,773
资产总计	31,272	38,765	48,446	49,128	49,795
流动负债	12,981	9,211	9,147	9,458	9,035
短期借款	3,166	998	933	1,244	821
应付款项	2,706	1,364	1,364	1,364	1,364
其它流动负债	7,109	6,849	6,849	6,849	6,849
非流动负债	8,403	11,503	10,792	10,082	9,371
负债合计	21,384	20,715	19,939	19,539	18,406
股本	1,505	1,505	2,006	2,006	2,006
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	10,358	11,209	20,668	20,668	20,668
其他综合收益	0	5	5	5	5
盈余公积	0	27	31	40	55
未分配利润	-2,640	379	854	1,889	3,611
少数股东权益	666	4,926	4,943	4,981	5,044
股东权益	9,889	18,050	28,507	29,589	31,389
负债和股东权益合计	31,272	38,765	48,446	49,128	49,795

资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.86	1.52	0.24	0.52	0.87
每股经营现金流	4.77	3.13	1.03	1.31	2.22
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.60	6.54	11.75	12.27	13.13
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	11.5	15.3	2.5	4.1	6.1
ROE	18.8	23.2	2.0	4.2	6.6
毛利率	45.1	46.2	20.0	22.4	25.7
EBITDA Margin	59.2	58.4	35.6	31.9	34.2
EBIT Margin	34.1	32.1	9.3	11.0	14.2
营业总收入同比增长	259.0	85.1	-27.0	59.0	25.5
归母净利润同比增长	-	76.2	-84.3	117.9	66.4
资产负债率	68.4	53.4	41.2	39.8	37.0
净资产周转率	0.59	0.77	0.31	0.47	0.56
总资产周转率	0.17	0.26	0.15	0.24	0.29
有效税率	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
股息率	-	-	-	-	-
EV/Sale	7.3	4.0	4.6	3.1	2.5
EV/EBITDA	12.3	6.9	12.8	9.7	7.3
股本	1,505	1,505	2,006	2,006	2,006

资料来源：wind，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 A 组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.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，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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或向人作出邀请。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。