

晶合集成 (688249.SH)

公司快报

营收逐季复苏, 持续研发先进制程及多元化工艺平台

电子 | 集成电路III

投资评级

买入-A(首次)

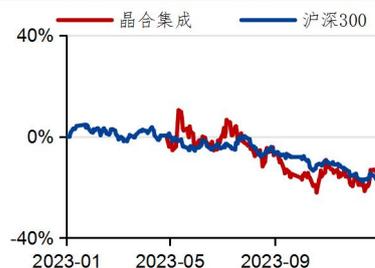
股价(2024-01-08)

16.84 元

交易数据

总市值(百万元)	33,783.32
流通市值(百万元)	6,324.18
总股本(百万股)	2,006.14
流通股本(百万股)	375.54
12个月价格区间	21.52/15.69

一年股价表现



	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	7.96	10.35	2.25
绝对收益	4.86	-0.59	-15.21

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.cn

相关报告

投资要点

◆ 专注 12 英寸显示驱动芯片代工, 营收呈现逐季复苏态势

晶合集成主要从事 12 英寸晶圆代工业务; 根据 TrendForce 公布的 23Q2 全球晶圆代工企业营收排名, 公司位居全球第十, 在中国大陆企业中排名第三。

2023 年以来公司营收呈现逐季复苏态势, 23Q3 公司实现营收 20.47 亿元, 同比减少 18.14%, 环比增长 8.90%。受营收同比下滑、折旧摊销等固定成本较高以及汇兑收益同比减少的影响, 公司利润端有所承压。23Q3 公司实现归母净利润 0.76 亿元, 同比减少 89.89%, 环比减少 73.65%; 扣非归母净利润 0.22 亿元, 环比减少 90.99%。23Q3 公司毛利率环比减少 4.93pct 降至 19.20%, 主要系产品组合带来价格波动和设备折旧的增加。

◆ 以显示驱动为核心, 持续研发先进制程及多元化工艺平台

合肥市提出“芯屏汽合”的产业发展战略, 已形成新型显示器件、集成电路、新能源汽车和人工智能等新兴产业, 终端芯片需求旺盛。公司位居合肥战略核心, 充分发挥本地终端市场距离近、规模大的优势, 依靠成熟的制程制造经验, 配套服务于合肥产业链规划, 提供关键芯片, 促进产业链联动发展。根据公司 2024 年 1 月投资者调研纪要, 公司目前产能为 11 万片/月, 未来将根据市场的复苏情况弹性规划扩产计划。

工艺平台方面, 公司以 DDIC、PMIC、CIS、MCU 为主轴, 持续推动逻辑、E-tag、Mini-LED 芯片等新工艺平台的发展。2023 年上半年, 公司 DDIC、PMIC、CIS、MCU 占主营业务收入的比例分别为 87.84%、5.77%、4.08%、1.35%。制程节点方面, 公司量产制程节点覆盖 150nm-55nm, 正在进行 40nm、28nm 制程平台的研发。2023 年上半年, 55nm、90nm、110nm、150nm 占主营业务收入的比例分别为 4.83%、49.92%、31.65%、13.60%, 其中 55nm 占主营业务收入的比例增加较快, 主要原因在于公司 55nm 实现大规模量产。根据公司 2023 年 12 月投资者调研纪要, 公司 55nm 产能利用率维持高位, 营收稳步提高。

公司积极规划和研发更先进的工艺平台, 持续向更先进制程节点发展, 已取得显著成果: 1) 55nm 铜制程平台及 145nm 低功耗高速显示驱动平台已开发完成。2) 55nm TDDI 产品已实现大规模量产。3) 40nm 高压 OLED 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。4) 车用 110nm 显示驱动芯片在车规 CP 测试良率已达到良好标准, 并于 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。

◆ 终端市场蓬勃发展, 为公司长期增长提供有力保障

OLED: 根据 Omdia 数据, 全球 OLED 面板出货面积有望从 2022 年的 1790 万平



方米强劲增长到2026年的2610万平方米,预计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倍以上的大幅增长。中国面板企业积极布局OLED市场,京东方、维信诺、天马微电子等面板厂新建的OLED产线预计在未来几年内将完成全面投产。OLED面板产业的快速发展带动了OLED面板驱动芯片需求的增长;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。公司致力于打造完整的OLED驱动芯片工艺平台;根据公司2024年1月投资者调研纪要,公司40nm OLED驱动芯片已开发成功并正式流片。

汽车:汽车“三化”进程持续推动单车半导体价值量增长;根据标准普尔预测,单车半导体价值量有望从2022年的854美元提升至2029年的1542亿美元。Omdia数据显示,2023年车载TDDI的总出货量将达到5500万颗,同比增长53%,并将在2027年达到9600万颗,2023-2027年CAGR约15%。公司已通过显示驱动芯片及微控制器芯片的车规级AEC-Q100认证,未来将持续推进逻辑、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。

AR/VR等新兴应用领域:中国信通院预测,2020-2024年全球AR/VR市场规模CAGR高达54%,预计2024年全球AR/VR市场规模达到4800亿元。目前AR/VR微显示技术主要采用LCoS(硅基液晶),OLEDoS(硅基OLED技术)和LEDoS(硅基LED技术)三种微型显示技术。公司积极进行硅基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。

◆ **投资建议:** 我们预计2023-2025年,公司营收分别为73.61/100.27/134.10亿元,同比分别增长-26.8%/36.2%/33.7%,归母净利润分别为3.00/10.91/18.46亿元,同比分别增长-90.2%/263.8%/69.3%;PE分别为112.7/31.0/18.3。晶合集成以显示驱动为核心,持续研发先进制程及多元化工艺平台,55nm产能利用率维持高位,营收稳步提高,同时40nm OLED驱动芯片已开发成功并正式流片。随着电视、手机等下游终端市场逐渐复苏,公司营收有望重回增长赛道。首次覆盖,给予“买入”评级。

◆ **风险提示:** 下游终端市场需求不及预期风险,新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险,市场竞争加剧风险,产能扩充进度不及预期的风险,系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,429	10,051	7,361	10,027	13,410
YoY(%)	259.0	85.1	-26.8	36.2	33.7
归母净利润(百万元)	1,729	3,045	300	1,091	1,846
YoY(%)	237.5	76.2	-90.2	263.8	69.3
毛利率(%)	45.1	46.2	19.4	28.1	31.1
EPS(摊薄/元)	0.86	1.52	0.15	0.54	0.92
ROE(%)	17.5	17.5	1.1	3.9	6.1
P/E(倍)	19.5	11.1	112.7	31.0	18.3
P/B(倍)	3.7	2.6	1.5	1.4	1.3
净利率(%)	31.8	30.3	4.1	10.9	13.8

数据来源:聚源、华金证券研究所

一、盈利预测和估值

1、盈利预测核心假设

公司主营业务为 12 英寸晶圆代工业务，可按制程分为 55nm、90nm、110nm 和 150nm 四大板块。2023 年上半年，55nm、90nm、110nm、150nm 占主营业务收入的比例分别为 4.83%、49.92%、31.65%、13.60%。

1) 55nm: 公司目前量产的 55nm 产品主要是 TDDI; 根据公司 2023 年 12 月投资者调研纪要, 公司 55nm 产能利用率维持高位, 该制程产品基本处于满载状态。55nm 制程产品的营收稳步提高。此外, 基于 55nm 制程的 AMOLED、BSI 和逻辑产品处于研发过程, 未来有望贡献营收。我们预计 2023-2025 年, 公司 55nm 制程产品营收分别为 3.72/6.84/10.94 亿元, 同比分别增长 850.00%/84.00%/60.00%, 营收占比分别为 5.05%/6.82%/8.16%。

2) 90nm: 公司目前量产的 90nm 产品主要是 TDDI、AMOLED 和 CIS。2023Q2 起 DDIC 需求复苏明显, 同时终端厂商积极进行库存去化, 至 2023 年 12 月库存已回归健康水位。随着手机市场逐渐复苏, CIS 需求也进入增长赛道。我们预计 2023-2025 年, 公司 90nm 制程产品营收分别为 36.49/49.07/64.78 亿元, 同比分别增长-30.00%/34.50%/32.00%, 营收占比分别为 49.57%/48.94%/48.31%。

3) 110nm: 公司目前量产的 110nm 产品主要是 DDIC、PMIC、MCU 和逻辑芯片。2023 年以来, 模拟芯片、MCU 库存高企, 价格竞争激烈, 导致公司该业务有所承压。随着终端需求逐渐复苏, 该业务有望重回增长赛道。我们预计 2023-2025 年, 公司 110nm 制程产品营收分别为 23.42/32.32/43.63 亿元, 同比分别增长 -26.00%/38.00%/35.00%, 营收占比分别为 31.82%/32.24%/32.54%。

4) 150nm: 公司目前量产的 150nm 产品主要是 LDDI、PMIC 和逻辑芯片, 主要应用于电视、台式电脑等终端设备。我们预计 2023-2025 年, 公司 150nm 制程产品营收分别为 9.73/11.78/14.49 亿元, 同比分别增长 -39.50%/21.00%/23.00%, 营收占比分别为 13.22%/11.75%/10.80%。

其他业务: 我们预计 2023-2025 年, 公司其他业务营收分别为 0.25/0.25/0.25 亿元, 同比分别增长 0.00%/0.00%/0.00%, 营收占比分别为 0.35%/0.25%/0.19%。

综上, 我们预计 2023-2025 年, 公司总营收分别为 73.61/100.27/134.10 亿元, 同比分别增长-26.76%/36.21%/33.74%, 毛利率分别为 19.39%/28.06%/31.06%。

表 1: 晶合集成业务指标预测 (亿元, %)

制程节点	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
55nm	营收	0.00	0.39	3.72	6.84	10.94
	营收同比	-	78309.82%	850.00%	84.00%	60.00%
	营收占比	0.00%	0.39%	5.05%	6.82%	8.16%
90nm	营收	30.33	52.12	36.49	49.07	64.78
	营收同比	277.87%	71.85%	-30.00%	34.50%	32.00%

制程节点	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
110nm	营收占比	55.87%	51.86%	49.57%	48.94%	48.31%
	营收	13.23	31.65	23.42	32.32	43.63
	营收同比	224.93%	139.18%	-26.00%	38.00%	35.00%
	营收占比	24.37%	31.49%	31.82%	32.24%	32.54%
150nm	营收	10.64	16.09	9.73	11.78	14.49
	营收同比	252.55%	51.15%	-39.50%	21.00%	23.00%
	营收占比	19.61%	16.01%	13.22%	11.75%	10.80%
其他业务	营收	0.08	0.25	0.25	0.25	0.25
	营收同比	1502.85%	211.69%	0.00%	0.00%	0.00%
	营收占比	0.15%	0.25%	0.35%	0.25%	0.19%
合计	总营收	54.29	100.51	73.61	100.27	134.10
	总营收同比	258.97%	85.13%	-26.76%	36.21%	33.74%
	综合毛利率	45.13%	46.16%	19.39%	28.06%	31.06%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、可比公司估值与投资建议

我们选取了中芯国际和华虹公司两家晶圆代工上市企业作为可比公司。中芯国际作为中国大陆代工龙头企业，成功开发了 0.35 微米至 FinFET 的多种技术节点，能够为客户提供 8 英寸和 12 英寸“一站式”晶圆代工服务，制程节点和产能规模处于国内领先的地位。华虹公司立足于先进“特色 IC+功率器件”的战略目标，在 0.35 μ m 至 90nm 工艺节点的 8 英寸晶圆代工平台，以及 90nm 到 55nm 工艺节点的 12 英寸晶圆代工平台上，覆盖了嵌入式/独立式非易失性存储器、功率器件、模拟与电源管理、传感器等各类工艺平台产品的晶圆代工服务。

晶合集成以显示驱动为核心，持续研发先进制程及多元化工艺平台，55nm 产能利用率维持高位，营收稳步提高，同时 40nm OLED 驱动芯片已开发成功并正式流片。随着电视、手机等下游终端市场逐渐复苏，公司营收有望重回增长赛道。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（元，亿元，元/股）

公司	股价	归母净利润			EPS			PE			PB		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中芯国际	49.50	53.44	71.34	97.82	0.67	0.91	1.25	73.61	55.14	40.21	2.79	2.64	2.47
华虹公司	39.82	19.42	24.75	32.90	0.98	1.27	1.72	35.20	27.61	20.78	1.99	1.88	1.74
均值					0.83	1.09	1.49	54.41	41.38	30.50	2.39	2.26	2.11
晶合集成	16.84	3.00	10.91	18.46	0.15	0.54	0.92	112.67	30.97	18.30	1.46	1.39	1.30

资料来源：iFinD 一致预期，晶合集成盈利预测来自华金证券研究所 注：数据取自 2024 年 1 月 8 日

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7340	10838	17652	14687	13701	营业收入	5429	10051	7361	10027	13410
现金	5296	7895	13115	9738	7810	营业成本	2979	5411	5934	7213	9245
应收票据及应收账款	949	507	720	822	1093	营业税金及附加	21	23	27	30	40
预付账款	197	63	104	124	167	营业费用	40	60	49	58	74
存货	787	1022	1352	1423	1659	管理费用	243	295	243	301	402
其他流动资产	112	1352	2360	2580	2971	研发费用	397	857	854	1203	1609
非流动资产	23932	27926	30792	32256	33123	财务费用	121	69	116	129	142
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-5	-308	-43	-12	-2
固定资产	16326	21437	24173	25600	26394	公允价值变动收益	0	4	16	8	2
无形资产	1254	1434	1440	1453	1462	投资净收益	14	4	50	22	16
其他非流动资产	6352	5055	5179	5203	5266	营业利润	1727	3142	307	1131	1914
资产总计	31272	38765	48443	46944	46823	营业外收入	8	14	5	0	0
流动负债	12981	9211	9014	7916	7758	营业外支出	6	0	1	0	0
短期借款	2512	287	200	102	60	利润总额	1729	3156	311	1131	1914
应付票据及应付账款	2488	926	2370	2604	3174	所得税	0	0	0	0	0
其他流动负债	7981	7998	6444	5209	4524	税后利润	1729	3156	311	1131	1914
非流动负债	8403	11503	11345	9813	7937	少数股东损益	0	111	11	40	67
长期借款	5177	8227	8095	6550	4680	归属母公司净利润	1729	3045	300	1091	1846
其他非流动负债	3226	3276	3251	3264	3257	EBITDA	3427	6124	2321	3427	4530
负债合计	21384	20715	20359	17729	15695	主要财务比率					
少数股东权益	666	4926	4937	4976	5044	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	1505	1505	2006	2006	2006	成长能力					
资本公积	10358	11209	20431	20431	20431	营业收入(%)	259.0	85.1	-26.8	36.2	33.7
留存收益	-2640	406	716	1847	3761	营业利润(%)	236.8	81.9	-90.2	268.6	69.3
归属母公司股东权益	9223	13124	23148	24238	26085	归属于母公司净利润(%)	237.5	76.2	-90.2	263.8	69.3
负债和股东权益	31272	38765	48443	46944	46823	获利能力					
						毛利率(%)	45.1	46.2	19.4	28.1	31.1
						净利率(%)	31.8	30.3	4.1	10.9	13.8
						ROE(%)	17.5	17.5	1.1	3.9	6.1
						ROIC(%)	9.9	13.6	0.8	2.9	5.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	68.4	53.4	42.0	37.8	33.5
						流动比率	0.6	1.2	2.0	1.9	1.8
						速动比率	0.5	1.1	1.7	1.6	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3
						应收账款周转率	8.9	13.8	12.0	13.0	14.0
						应付账款周转率	1.7	3.2	3.6	2.9	3.2
						估值比率					
						P/E	19.5	11.1	112.7	31.0	18.3
						P/B	3.7	2.6	1.5	1.4	1.3
						EV/EBITDA	11.9	6.9	16.1	11.5	8.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn