



## 增持（首次）

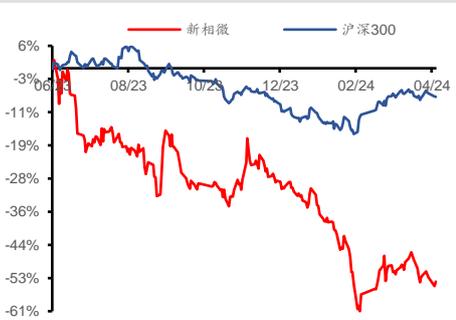
行业： 电子  
日期： 2024年04月09日

分析师： 马永正  
Tel: 021-53686147  
E-mail: mayongzheng@shzq.com  
SAC 编号: S0870523090001  
联系人： 潘恒  
Tel: 021-53686248  
E-mail: panheng@shzq.com  
SAC 编号: S0870122070021

## 基本数据

最新收盘价 (元) 9.81  
12mth A 股价格区间 (元) 8.25-21.51  
总股本 (百万股) 459.53  
无限售 A 股/总股本 16.00%  
流通市值 (亿元) 7.21

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

## ■ 投资摘要

公司作为中国内地少数能同时提供整合型以及分离型显示驱动方案并进行多领域布局的优质企业，具备多年技术沉淀以及与大客户京东方十余年合作经验。公司整合型显示芯片常用于智能穿戴、手机、工控等中小尺寸应用，分离型显示驱动芯片常用于平板电脑、IT 显示设备和电视及商等大尺寸应用。

面板行业国产替代进程步入深水期，供应链本土化趋势有望自下而上传导。据 CINNO Research 数据，2021 年中国内地面板产能全球占比约为 65%，而上游显示驱动芯片中国内地厂商市场份额仅约 16%。显示驱动芯片全球市场空间约为 142 亿美元（内地市场规模约为 65 亿美元）。目前全球显示驱动芯片行业市场集中度较高，份额最大的本土厂商为集创北方，2021 年全球市占率仅为 4%，国产替代需求迫切。

公司作为可穿戴领域整合型芯片龙头，未来有望凭借自有工艺大幅降低成本向高端领域突破。据 CINNO Research 数据，2021 年新相微 LCD 智能穿戴市场出货量排名全球第三，份额占比 24.8%。新相微目前正通过外置 RAM 架构设计技术发力 AMOLED 产品，其可用 90nm 制程工艺实现与 55nm 制程相同的效果并在此基础上降低芯片面积，其部分产品相较于行业同类产品面积可减少约 20%。

大尺寸面板价格率先回暖，公司积极布局分离型显示芯片并加强供应链自主可控能力。分离型显示芯片内部主要由显示驱动芯片、时序控制 (TCON) 和电源管理三类芯片构成：**1) 分离显示驱动芯片**：据 CINNO Research 数据显示，2021 年国产化率约 10%，目前公司已经实现量产并积极进行 4K/8K 等高分辨率芯片的研发，未来产品有望实现量价齐升；**2) 时序控制 (TCON)**：该环节国产成熟度最低，公司正在全力实现从零到一的突破，目前产品正处于流片阶段；**3) 显示电源管理芯片**：公司正在进行上海芯微微电子自由团队的后续组建，正式启动对显示屏电源管理芯片的自主封测。

## ■ 投资建议

首次覆盖给予“增持”评级。我们预计 23-25 年公司归母净利润为 0.27/0.73/1.32 亿元，同比-74.7%/+165.8%/+80.7%，对应 EPS 分别为 0.06/0.16/0.29 元，PE 为 164.15/61.75/34.18。

## 风险提示

下游终端需求复苏不及预期、行业竞争加剧、研发进度不及预期

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	427	480	743	1044
年增长率	-5.5%	12.5%	54.6%	40.7%
归母净利润	108	27	73	132
年增长率	-29.0%	-74.7%	165.8%	80.7%
每股收益 (元)	0.24	0.06	0.16	0.29
市盈率 (X)	41.60	164.15	61.75	34.18
市净率 (X)	6.95	2.82	2.71	2.51

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 04 月 09 日收盘价）

## 目 录

1 显示驱动芯片专家，产品应用场景持续拓宽 .....	4
1.1 专注显示驱动芯片领域，管理层技术底蕴深厚 .....	4
1.2 公司业绩有望逐季改善，高研发投入打造产品护城河 .....	7
2 面板产业链本土化有望实现自下而上传导，国产替代空间广阔 .....	8
2.1 显示驱动芯片作为面板核心控制部件，市场前景广阔 .....	8
2.2 面板需求回暖趋势延续，供应链本土化进程有望加速 .....	10
3 产品布局对标国际大厂，核心技术打造公司护城河 .....	12
3.1 中小尺寸可穿戴市场龙头，掌握自主核心工艺 .....	12
3.2 国产替代先锋，积极布局分离型显示驱动芯片 .....	13
4 盈利预测与投资建议 .....	15
5 风险提示 .....	17

## 图

图 1：新相微发展历程 .....	4
图 2：新相微股权结构（截止日 2024/2/20） .....	5
图 3：新相微营业收入情况（单位：亿元，%） .....	7
图 4：新相微归母净利润情况（单位：亿元，%） .....	7
图 5：新相微产品营收占比情况（%） .....	7
图 6：新相微产品毛利率（%） .....	7
图 7：新相微期间费用率（%） .....	8
图 8：经营活动现金流净额（单位：百万元） .....	8
图 9：主流面板显示技术分类 .....	8
图 10：显示驱动芯片工作原理 .....	9
图 11：整合型以及分离型显示驱动芯片 .....	9
图 12：全球显示驱动芯片市场规模及需求量 .....	9
图 13：内地显示驱动芯片市场规模及需求量 .....	9
图 14：大尺寸面板价格（单位：美元/片） .....	10
图 15：显示驱动芯片本土化率 .....	10
图 16：全球显示驱动芯片竞争格局 .....	10
图 17：全球大尺寸面板显示驱动芯片竞争格局（2021） .....	11
图 18：全球智能手机 LCD 显示驱动芯片竞争格局（2021） .....	11
图 19：全球整合型 AMOLED 显示驱动芯片竞争格局（2021） .....	11
图 20：全球 TFT-LCD 智能穿戴市场显示驱动芯片竞争格局（2021） .....	11
图 21：各类显示品类的驱动 IC 制程及对应主要竞品 .....	11
图 22：2021 全球分离型显示驱动芯片市场份额 .....	14
图 23：终端各应用领域及所需 DDIC 数量 .....	14
图 24：2021 年中国内地显示电源管理芯片市场排名 .....	15
图 25：2022 年全球 TCON 芯片厂商出货份额排名 .....	15

## 表

表 1: 新相微产品情况 .....	4
表 2: 新相微核心技术人员 .....	5
表 3: 新相微 LCD 整合型显示驱动芯片产品情况 .....	12
表 4: 新相微在研 AMOLED 产品的主要优势 .....	12
表 5: 各企业显示芯片产品情况 .....	13
表 6: 盈利预测 (单位: 百万元) .....	16

# 1 显示驱动芯片专家，产品应用场景持续拓宽

## 1.1 专注显示驱动芯片领域，管理层技术底蕴深厚

深耕行业十余年，大客户合作经验丰富。公司是中国内地率先实现显示芯片量产的企业之一，拥有较为全面的产品布局、出色的研发能力、完善的销售体系、强大的客户服务能力和供应链管理的能力。公司与京东方、天马等行业内主流面板厂商以及骏通电子、亿华显示、给力光电等国内知名显示模组厂建立了良好的合作关系，其终端产品已广泛应用于惠普、戴尔、长虹、联想、小米等知名终端品牌。

图 1：新相微发展历程

2021	新一代高清整合型 AMOLED 显示驱动芯片、TCON 芯片进入流片阶段
2020	整合型 AMOLED 显示驱动芯片实现量产
2017	应用于智能手机的整合型 TFT-LCD 显示驱动芯片实现量产
2015	首款自制显示屏电源管理芯片实现量产
2014	新一代分离型显示驱动芯片在京东方高世代面板厂实现量产
2012	应用于功能手机、智能穿戴的整合型 TFT-LCD 显示驱动芯片实现量产
2010	应用于工控显示的整合型 TFT-LCD 显示驱动芯片顺利实现量产
2008	小尺寸屏用整合型 TFT-LCD 显示驱动芯片成功开发
2006	第一款分离型显示驱动芯片在上海广电 NEC 五代线上顺利实现量产
2005	公司正式成立

资料来源：新相微招股说明书，上海证券研究所

公司产品主要分为整合型显示芯片、分离型显示驱动芯片、显示屏电源管理芯片，覆盖了各终端应用领域的全尺寸显示面板，适配当前主流的 TFT-LCD 和 AMOLED 显示技术。公司整合型显示芯片广泛应用于以智能穿戴和手机为代表的移动智能终端和工控显示领域，而分离型显示驱动芯片、显示屏电源管理芯片主要用于平板电脑、IT 显示设备和电视及商显领域。

表 1：新相微产品情况

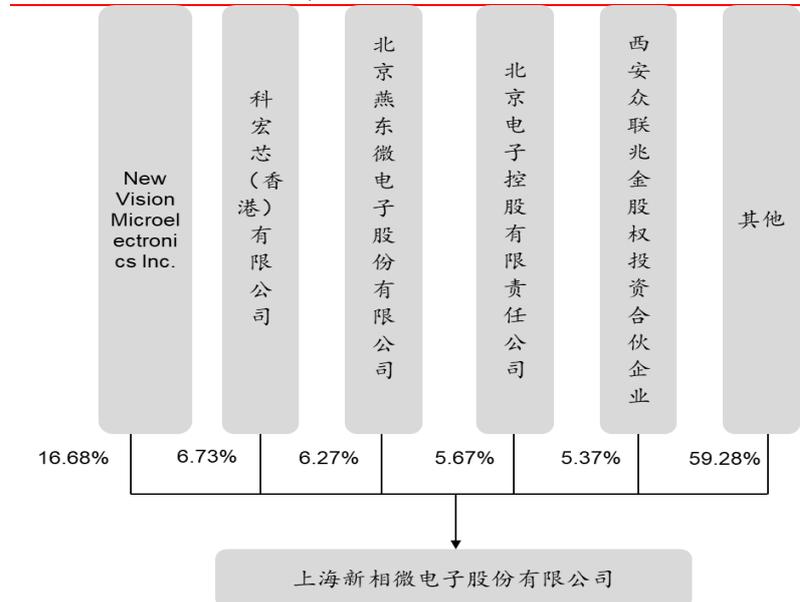
产品名称	图示	技术特点	主要应用领域
整合型 TFT-LCD 显示驱动芯片		1. 芯片面积小、低功耗、可实现高清显示	智能穿戴、智能手机、功能手机、工控显示、平板电脑

		2.满足中小尺寸显示设备对轻薄便携、长续航时间、高清显示的需求	
整合型 AMOLED 显示驱动芯片		低功耗、高响应速度、高对比度、创新型架构设计	智能手机
分离型显示驱动芯片		1.高速信号接收发表现优秀 2.高信号通道带宽大 3.可实现出色的图像显示效果，满足大屏高清显示的需求	平板电脑、IT 显示、电视及商显
显示屏电源管理芯片		1.高效能、低纹波率、快速响应、多电源模块集成 2.可提供稳定高效的显示用电源管理	平板电脑、IT 显示、电视及商显

资料来源：新相微招股说明书，上海证券研究所

公司管理层行业经验丰富，强大股东背景彰显公司产品实力。公司创始人兼董事长肖宏拥有丰富的显示领域集成电路设计经验，曾担任过 IC Media Corp 首席技术官以及晶宏半导体区域总裁，目前组建了一支专业的显示芯片团队，其研发负责人周剑具有 20 余年从业经验。

图 2：新相微股权结构（截止日 2024/2/20）



资料来源：Wind，上海证券研究所

表 2：新相微核心技术人员

姓名	职务	履历
肖宏	董事长、总经理	1967 年 11 月生，美国国籍，复旦大学学士、美国加州伯克利大学理论物理专业硕士、美国加州伯克利大学电气工程与计算机科学专业博士。1994 年 9 月至 1998 年 8 月，担任 International Business Machines Corporation T. J. Watson Research Center 研究员；1998 年 8 月至 1999 年 12 月，担任美国公司 IC MediaCorp. 首席技术官；2000 年 1 月至 2004 年 12 月，担任

		Ultra Chip INC. (现为晶宏半导体股份有限公司) 美国和中国区总裁; 2005年3月至今担任公司董事长、法定代表人。
周剑	总经理助理兼研发总经理	1977年10月生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 香港科技大学集成电路设计工程硕士研究生学历。2001年2月至2010年5月, 就职于晶门科技(深圳)有限公司设计部; 2010年6月至2012年8月, 担任彩优微电子(昆山)有限公司研发部模拟经理; 2012年9月至2013年2月, 担任北京硅谷新创数模科技有限公司设计部设计经理; 2013年6月至今, 担任新相微研发中心研发总经理。2021年8月至今, 担任公司总经理助理。
刘锋	新相西安研发副总经理	1980年12月生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2004年7月至2006年4月, 担任杰源科技(西安)有限公司模拟电路设计工程师; 2006年4月至2013年11月, 担任天润半导体(西安)有限公司模拟部门经理; 2013年11月至2015年10月, 担任北京集创北方科技股份有限公司资深模拟工程师; 2016年4月至2016年10月, 担任中颖电子(西安)有限公司资深模拟工程师; 2016年10月至今, 担任子公司新相西安研发副总经理。
李凯	新相西安研发总监	1982年4月生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2004年7月至2010年9月, 担任湖南华芯时代微电子有限公司研发部部门经理; 2010年10月至2013年10月, 担任天润半导体(西安)有限公司研发部部门经理; 2013年11月至今, 历任子公司新相西安数字经理、研发总监。

资料来源: 新相微招股说明书, 上海证券研究所

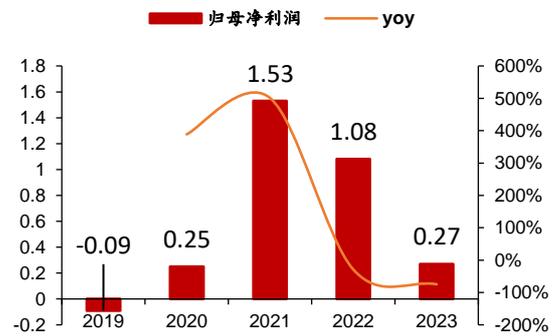
## 1.2 公司业绩有望逐季改善，高研发投入打造产品护城河

公司利润端短期承压。根据业绩快报，2023 年公司实现营业收入 4.80 亿元，同比+12.52%；归母净利润 0.27 亿元，同比-74.69%。公司显示驱动芯片产品线以整合型为主，分离型营收贡献较小。2022 年整合型显示驱动芯片/分离型显示驱动芯片/显示屏电源管理芯片收入占营业收入比例分别为 93.30%/1.89%/4.80%。我们认为伴随终端需求有望逐步回暖，公司毛利率水平或将企稳回升。2023 年前三季度公司综合毛利率为 25.34%，同比-20.44pct，经营现金流由负转正。

图 3：新相微营业收入情况（单位：亿元，%）

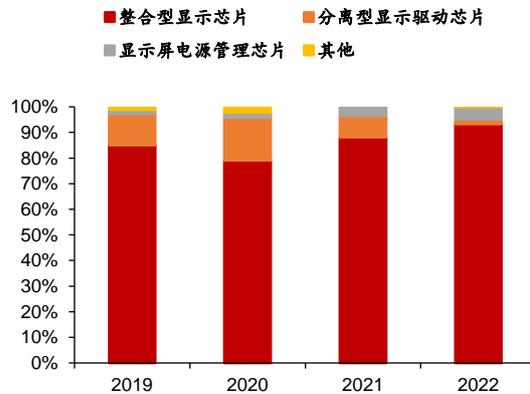


图 4：新相微归母净利润情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

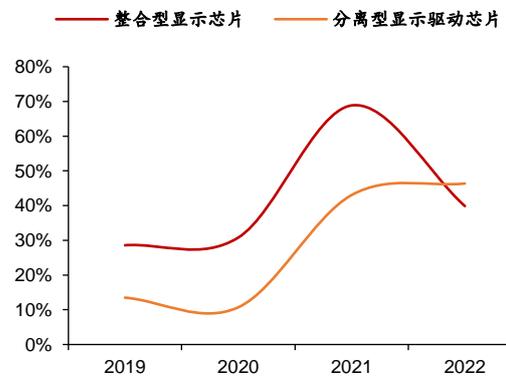
图 5：新相微产品营收占比情况 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

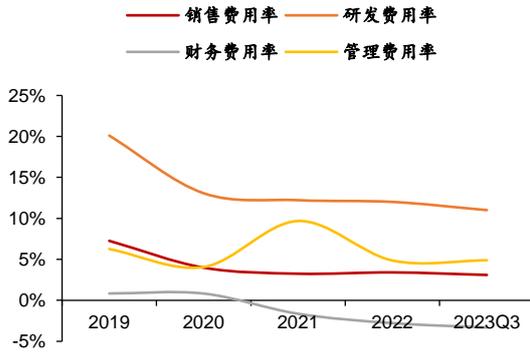
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6：新相微产品毛利率 (%)



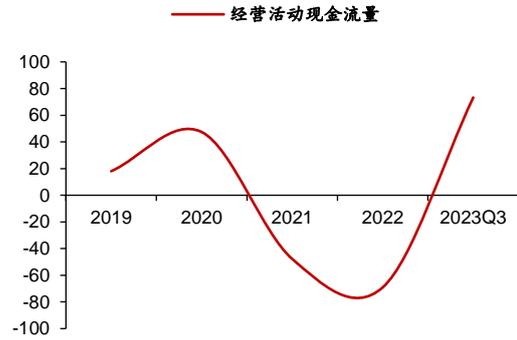
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：新相微期间费用率（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：经营活动现金流净额（单位：百万元）



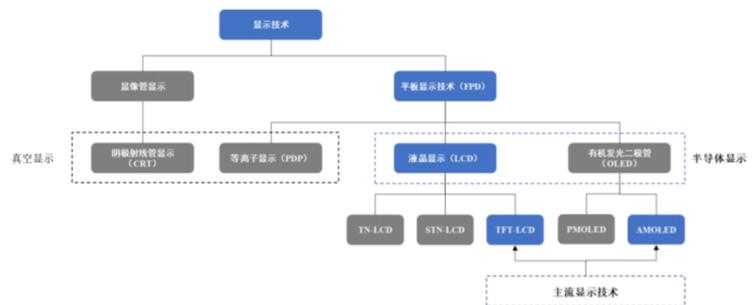
资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2 面板产业链本土化有望实现自下而上传导，国产替代空间广阔

### 2.1 显示驱动芯片作为面板核心控制部件，市场前景广阔

目前行业主流显示面板为 TFT-LCD 和 AMOLED 面板。TFT-LCD：通过背光单元（Backlight）发光，由液晶控制打开关闭，透过不同的 RGB 彩色滤光片实现灰阶色彩变化，技术成熟度较高，应用范围较广，目前在市场占据主流地位。**AMOLED**：按驱动技术 OLED 可分为被动式 PMOLED 和主动式 AMOLED。AMOLED 可进行自发光，通过 RGB 不同的发光体显示组合来显示不同颜色；具有广视角、高对比度、高帧率、更薄、驱动电压低等优点，应用于对功耗敏感的中小尺寸移动显示终端。

图 9：主流面板显示技术分类

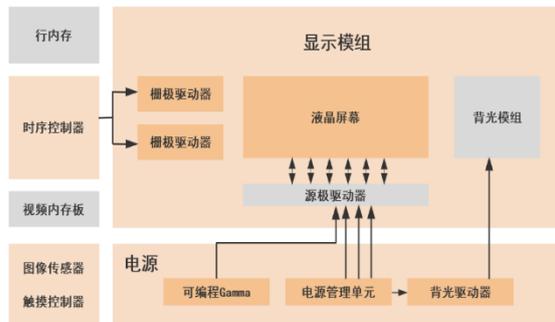


资料来源：新相微招股说明书，上海证券研究所

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。源极驱动芯片和栅极驱动芯片统称为显示驱动芯片，主要功能是对显示屏成像进行控制，使屏幕显示所需文本或图像；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。

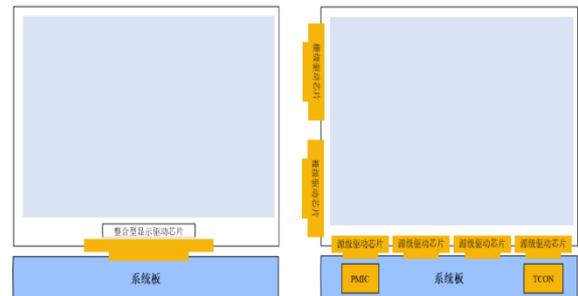
显示驱动芯片可分为整合型和分离型，整合型显示芯片：一颗芯片即可完成对显示面板的驱动。芯片面积小、轻薄便携，广泛应用于智能穿戴、手机等中小尺寸的移动智能终端和工控显示等领域；分离型显示芯片：大尺寸显示面板需要多颗显示驱动芯片同时进行驱动，采用分离型显示驱动解决方案为业内主流选择，终端应用领域包括 IT 显示设备、电视及商显、平板电脑等液晶显示产品。

图 10：显示驱动芯片工作原理



资料来源：新相微招股说明书，上海证券研究所

图 11：整合型以及分离型显示驱动芯片



资料来源：新相微招股说明书，上海证券研究所

根据 CINNO Research 统计数据，2021 年全球显示驱动芯片出货量约 89.2 亿颗，整体市场规模为 141.7 亿美元，预计 2026 年全球显示驱动芯片出货量有望达到约 96.9 亿颗，整体市场规模预计将超过 140 亿美元。2021 年我国显示驱动芯片出货量约为 46.6 亿颗，内地市场规模为 64.7 亿美元，预计在 2026 年我国显示驱动芯片出货量将达到 58.3 亿颗，市场规模将达到 71 亿美元。

图 12：全球显示驱动芯片市场规模及需求量



资料来源：CINNO Research，上海证券研究所

图 13：内地显示驱动芯片市场规模及需求量

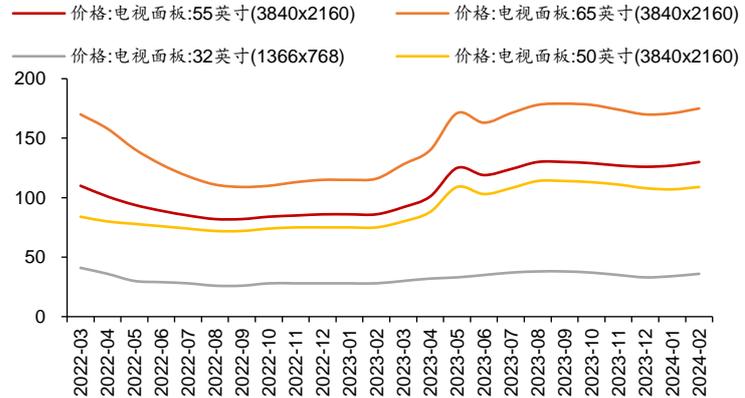


资料来源：CINNO Research，上海证券研究所

## 2.2 面板需求回暖趋势延续，供应链本土化进程有望加速

大尺寸液晶面板价格继续保持上行。据 IFIND 数据显示，24 年 4 月 32/50/55/65 吋电视面板价格预计分别上涨 1/2/3/4 美元。我们认为伴随终端需求有望稳步复苏，未来价格继续回升趋势或将逐步明朗。

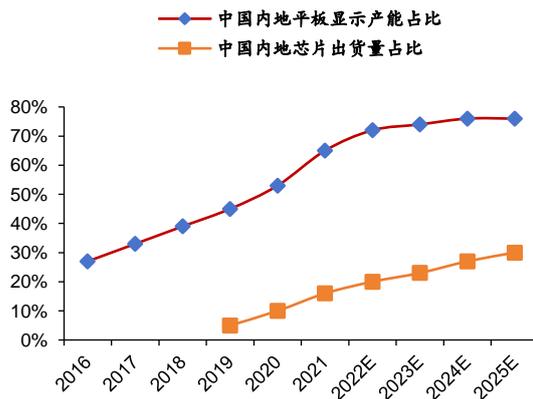
图 14：大尺寸面板价格（单位：美元/片）



资料来源：IFIND，上海证券研究所

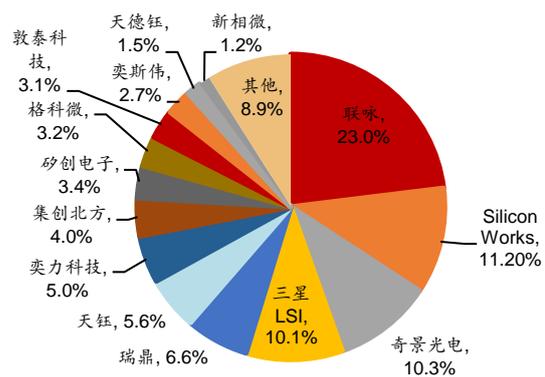
面板产业链上游显示驱动芯片市场主要为中国台湾、韩国等头部厂商所垄断。据 CINNO Research 数据，2021 年中国内地显示面板产能占比约为 65%，而全球显示驱动芯片中国内地厂商市场份额仅约 16%。2021 年全球显示驱动芯片市场份额前五大厂商分别为联咏（23.0%）、Silicon Works（11.2%）、奇景光电（10.3%）、三星 LSI（10.1%），中国内地厂商份额最大的为集创北方，份额仅为 4%。随着显示面板产业逐步向中国内地转移，未来显示驱动芯片国产替代空间广阔。

图 15：显示驱动芯片本土化率



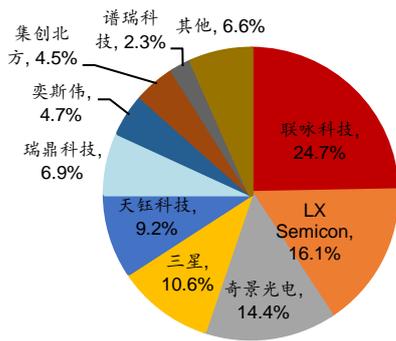
资料来源：新相微招股说明书，CINNO Research，上海证券研究所

图 16：全球显示驱动芯片竞争格局



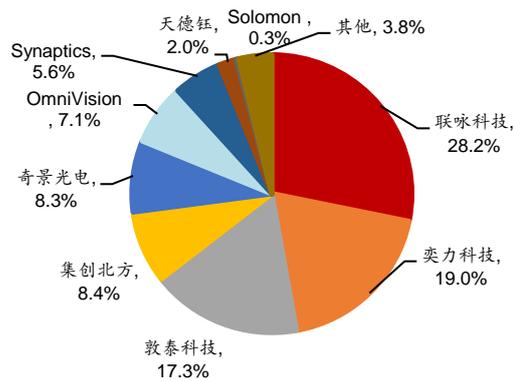
资料来源：新相微招股说明书，CINNO Research，上海证券研究所

图 17: 全球大尺寸面板显示驱动芯片竞争格局 (2021)



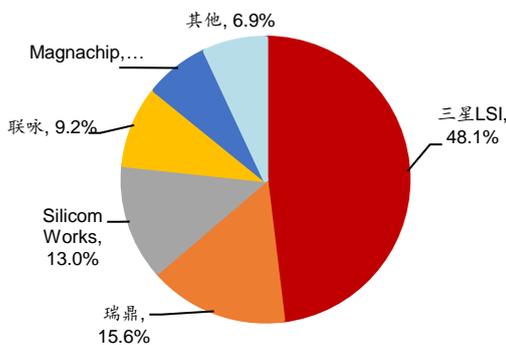
资料来源: Omdia, 大尺寸面板统计口径包括电视机、电脑显示屏、笔记本电脑和 9 英寸以上的平板, 上海证券研究所

图 18: 全球智能手机 LCD 显示驱动芯片竞争格局 (2021)



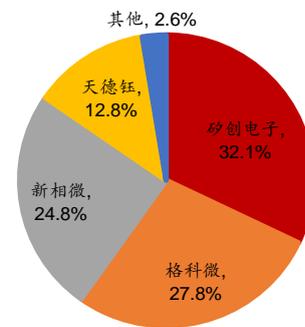
资料来源: Omdia, 上海证券研究所

图 19: 全球整合型 AMOLED 显示驱动芯片竞争格局 (2021)



资料来源: CINNO Research, 上海证券研究所

图 20: 全球 TFT-LCD 智能穿戴市场显示驱动芯片竞争格局 (2021)



资料来源: CINNO Research, 上海证券研究所

我们认为显示驱动芯片代工产业链正在不断向中国大陆迁移, 本土化进程进一步加速。显示类驱动 IC 制程范围涵盖了 28-150nm 的工艺段, 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 制程段在 55-90nm; AMOLED 驱动 IC 的制程段相对先进为 28-40nm, 目前主要由五家晶圆代工厂提供相应成熟产能, 分别是台积电、联电、三星、中芯国际、格芯。

图 11: 各类显示品类的驱动 IC 制程及对应主要竞品



资料来源: DISCIEN, 上海证券研究所

### 3 产品布局对标国际大厂，核心技术打造公司护城河

#### 3.1 中小尺寸可穿戴市场龙头，掌握自主核心工艺

我们认为公司作为可穿戴领域整合型显示驱动芯片龙头，目前产品以掌握多项核心技术，成本管控能力强，未来有望凭借产品优势抢占更多市场份额。据 CINNO Research 数据显示，2021 年公司在 TFT-LCD 智能穿戴领域显示驱动芯片出货量占比全球第三，市场占有率为 24.8%。

整合型显示驱动芯片性能的评估指标主要是分辨率（显示的清晰程度）、接口兼容性、外围器件数量（保证同等性能的情况下，外围元件的数量越少，显示系统成本则越低）、帧率（显示的流畅度），而公司通过在研的外置 RAM 架构设计技术或将进一步降低开发以及制造成本，其称针对在研的 AMOLED 产品未来可以用 90nm 制程工艺实现与 55nm 制程相同的效果，并且在降低使用制程的同时还能通过外置低成本 DRAM 代替芯片内部 SRAM 减少芯片面积，新相微部分产品相较于行业同类面积可减少约 20%。此外公司通过引入标准化外置 RAM 降低整体研发成本，在进行新品迭代的时候不再需要修改外置 RAM，只需要重新对驱动芯片主体进行重新开发和流片，减少了光罩成本，提升了芯片的研发速率。该技术目前主要应用于智能手机领域，未来将应用于平板电脑等场景，进一步拓宽下游细分市场，带来新的收入增长点。

**表 3：新相微 LCD 整合型显示驱动芯片产品情况**

分类	应用领域	2021 年出货量市场排名
整合型显示驱动芯片	智能穿戴	全球第三，中国内地第二，全球市场占有率约 24.8%
	手机	全球第十一，中国内地第五，全球市场占有率约 1.5%
	工控显示	全球第十，中国内地第二，市场占有率约 1.0%
	平板电脑	全球市场占有率不足 1%

资料来源：公司发行注册环节反馈意见落实函的回复，CINNO Research，上海证券研究所

**表 4：新相微在研 AMOLED 产品的主要优势**

技术指标	对产品性能的影响	新相微在研 AMOLED 产品具体优势
分辨率	指显示屏横纵方向上的像素点数，体现了显示驱动芯片能够支持的显示清晰度，分辨率越高，显示的清晰度越高	在研 AMOLED 产品分辨率较在售产品有显著提升，能够实现 1080x2688 分辨率水平，达到一线厂商水平

接口兼容性	AMOLED 显示驱动芯片领域的接口类型主要为 MIPI DPHY，显示驱动芯片支持在满足传输接口的条件下才能正常工作	在研产品与一线厂商产品接口兼容性相同，较新相微在售产品去除 RGB、SPI 等低带宽、不能满足 FHD 全高清高分辨率下高带宽要求的接口，以在有限的芯片面积中为其他新功能留出资源
外围器件数量	指在保证同等性能的情况下，所需要的电容及二极管等外围元件的数量，外围元件数量越少，显示系统成本越低	相较于在售产品，新相微在研 AMOLED 产品较在售产品大幅减少了所需外围器件数量，所需期间从在售的 1D35C 减少至 0D24C、RAM，接近一线厂商水平，能够有效优化显示系统设计并降低显示系统成本
帧率	指单位时间显示图像的帧数，决定了显示驱动芯片能够支持的显示流畅度，帧率越高，显示流畅度越好	新相微在研 AMOLED 产品帧率为 60-70Hz，较在售产品帧率下限更高，显示流畅度也更高，与一线厂商产品相同
制程工艺	指制造芯片所需的工艺制程，通常功能与算法越复杂的芯片对制程工艺要求越高、制程越小、制造难度与成本越高、对于先进工艺的供应链要求更高、供应商选择范围也更窄	由于分辨率等性能显著提升，新款 AMOLED 产品的制程工艺较在售产品更高。但新相微新款 AMOLED 使用 90nm 制造工艺实现与一线厂商 55nm 制程工艺产品相当的水平
芯片面积	指芯片封装完成前芯片的面积，面积越小，单片晶圆内产出的芯片数量越多，成本也通常更低	基于架构技术创新，新相微在研产品面积小于在售产品和行业同类产品

资料来源：公司发行注册环节反馈意见落实函的回复，上海证券研究所

### 3.2 国产替代先锋，积极布局分离型显示驱动芯片

公司产品布局对标头部中国台湾厂商，大力发展分离型显示驱动芯片，构筑产品护城河。公司作为中国内地少数能够同时提供整合型和分离型两类显示芯片产品的企业，未来成长空间广阔，营收结构有望实现多元化。

表 5：各企业显示芯片产品情况

地区	公司名称	整合型显示芯片		分离型显示驱动芯片
		整合型 TFT-LCD 显示芯片	整合型 AMOLED 显示芯片	分离型 TFT-LCD 显示驱动芯片
中国台湾企业	联咏	√	√	√
	瑞鼎	√	√	√
	矽创电子	√	-	√
中国大陆企业	集创北方	√	√	√
	天德钰	√	√	-
	格科微	√	○	-
	韦尔股份	√	○	-
	新相微	√	√	√

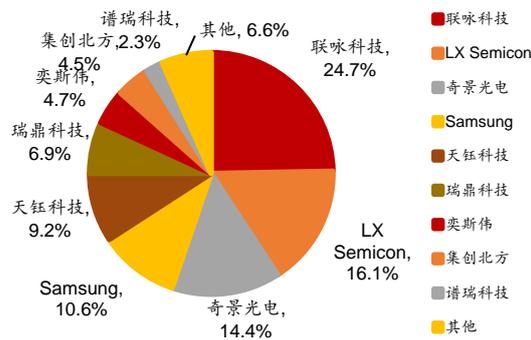
资料来源：公司发行注册环节反馈意见落实函的回复，CINNO Research、公司官网、上市公司公开资料等，注：√表示已量产，○表示存在研发计划或研发中，-表示暂无相关产品拓展计划，上海证券研究所

分离型显示芯片内部主要由显示驱动、时序控制（TCON）和电源管理三类芯片组成，其中电源管理芯片成熟度最高，显示驱

动芯片成熟度居中，国产厂商中仅少数企业可以实现量产，而国产 TCON 芯片成熟度最低。

公司在分离型显示驱动芯片领域具备多年技术沉淀以及大客户合作经验，并正积极进行 4K/8K 分辨率分离型显示驱动芯片的开发。据 Omdia 数据显示，2021 年分离型显示驱动芯片市场规模约 55.8 亿美元，国产替代率约为 10%，中国内地目前仅奕斯伟、集创北方、新相微等企业具有量产能力。新相微从较早时期就开始布局分离型显示驱动芯片并与京东方具有长达十余年合作经验，自 2010 年开始与京东方进行业务接洽，于 2014 年形成分离型显示驱动芯片量产并正式进入京东方供应体系。

图 22：2021 全球分离型显示驱动芯片市场份额



资料来源：Omdia，上海证券研究所

图 23：终端各应用领域及所需 DDIC 数量

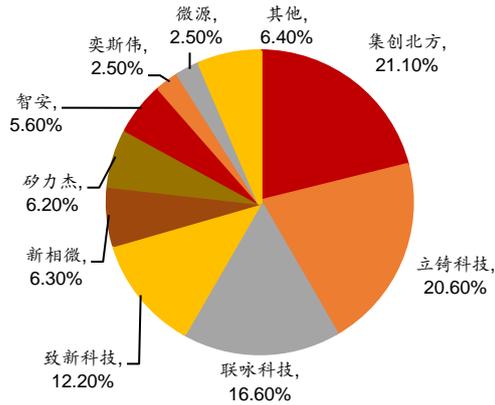
终端应用领域	所需 DDIC 数量 (颗/台)
高清或 2K 电视	4-6
4K 电视	10-12
8K 电视	>20
笔记本电脑	3-5
平板电脑	2-3
手机	1

资料来源：晶合集成招股说明书，上海证券研究所

伴随上游产能逐步释放，公司加大显示屏电源管理芯片自主研发力度，未来有望进一步增厚公司业绩。目前公司的显示屏电源管理芯片产品主要是向致新科技定制化采购成品并对外销售。除此之外，公司还有向致新科技定制化采购晶圆并自主封测后对外销售产品，以及自主研发并自制的产品。自 2022 年以来为进一步增强显示屏电源管理芯片的技术能力、积累相关产品制造工艺经验，公司开始向致新科技定制化采购晶圆并自主委托长电科技、甬矽电子等封测厂商进行封装测试，并已成功实现少部分自主封测产品销售至京东方，此外公司正在进行上海芯微电子自有团队的后续组建，正式启动对显示屏电源管理芯片的自主封测，未来有望逐步增强供应链自主可控能力。

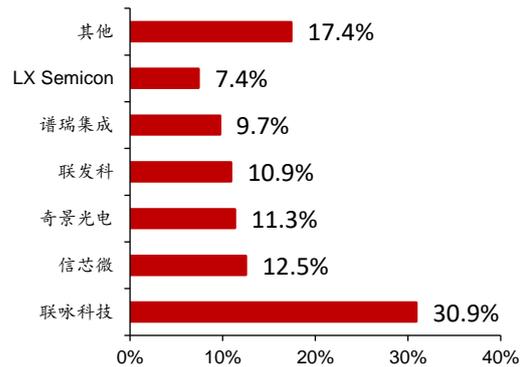
公司掌握多项 TCON 芯片核心专利，未来将励志实现从零到一的突破进而打破技术垄断。TCON 芯片市场集中度较高，据 CINNO Research 统计数据显示，2022 年全球排名前五厂商分别为联咏 (30.9%)、信芯微 (12.5%)、奇景光电 (11.3%)、联发科 (10.9%)、谱瑞 (9.7%)，其中大陆厂商份额为 18%，同比+6pct。

图 24：2021 年中国内地显示电源管理芯片市场排名



资料来源：CINNO Research, 上海证券研究所

图 25：2022 年全球 TCON 芯片厂商出货份额排名



资料来源：CINNO Research, 上海证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 1) 分离型显示驱动芯片

考虑到公司在分离型显示驱动芯片领域深耕多年，具有丰富的大客户合作经验，目前产品已经实现量产，并且伴随大尺寸面板的价格稳步提升，终端需求逐步回暖，我们预计分离型显示驱动芯片 23-25 年收入增速分别为 806%、200%、90%，毛利率为 35%、35%、36%。

### 2) 整合型显示驱动芯片

公司整合型芯片主要应用于手机、可穿戴设备等中小尺寸应用，预计 23-25 年收入增速分别为-4%、28%、19%，毛利率分别为 20%、20%、21%。

### 3) 显示屏电源管理芯片

公司此前主要是向致新科技采购成品出售给下游客户，现在正在加大自主研发力度，组建自有封测团队生产成品进行出售，未来有望进一步增厚公司业绩，我们预计 23-25 年收入增速分别为 25%、29%、25%，毛利率分别为 62%、59%、57%。

### 4) 营收与毛利率总体预测

我们预计 23-25 年公司的营业收入将分别达到 4.80/7.43/10.44 亿元，同比+13%、+55%、+41%。我们综合预计 23-25 年公司的毛利率将分别达到 25%、26%、28%。

表 6：盈利预测（单位：百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
分离型显示驱动芯片	8	73	220	418
yoy	-78%	806%	200%	90%
毛利率	46%	35%	35%	36%
整合型显示驱动芯片	398	382	490	585
yoy	0%	-4%	28%	19%
毛利率	40%	20%	20%	21%
显示屏电源管理芯片	21	26	33	41
yoy	29%	25%	29%	25%
毛利率	68%	62%	59%	57%
合计	427	480	743	1044
yoy	-5%	13%	55%	41%
毛利率	41%	25%	26%	28%

资料来源：Wind，上海证券研究所

**投资建议：**

首次覆盖给予“增持”评级。我们预计 23-25 年公司归母净利润为 0.27/0.73/1.32 亿元，同比-74.7%/+165.8%/+80.7%，对应 EPS 分别为 0.06/0.16/0.29 元，PE 为 164.15/61.75/34.18。

## 5 风险提示

### 1) 下游终端需求复苏不及预期

如果下游终端需求复苏不及预期，公司存货滞销积压，企业业绩或将受影响；

### 2) 行业竞争加剧

如果行业竞争进一步加剧，公司产品价格以及毛利率或将承压，公司业绩恐将下滑。

### 3) 研发进度不及预期

半导体行业产品更新迭代速度快，若公司新技术研发速度不及预期，可能影响公司业务拓展。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	213	1031	1331	1513
应收票据及应收账款	71	98	140	190
存货	189	168	151	144
其他流动资产	85	92	99	112
流动资产合计	558	1390	1721	1959
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3	3	4	5
在建工程	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	180	368	184	184
非流动资产合计	182	372	188	188
<b>资产总计</b>	<b>740</b>	<b>1761</b>	<b>1909</b>	<b>2147</b>
短期借款	20	28	38	48
应付票据及应付账款	48	81	142	216
合同负债	1	3	4	6
其他流动负债	16	44	52	72
流动负债合计	84	156	236	342
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	<b>85</b>	<b>157</b>	<b>237</b>	<b>343</b>
股本	368	460	460	460
资本公积	106	932	932	932
留存收益	174	203	276	408
归属母公司股东权益	649	1598	1666	1798
少数股东权益	6	6	6	6
<b>股东权益合计</b>	<b>655</b>	<b>1604</b>	<b>1672</b>	<b>1804</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>740</b>	<b>1761</b>	<b>1909</b>	<b>2147</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>-69</b>	<b>79</b>	<b>117</b>	<b>176</b>
净利润	108	27	73	132
折旧摊销	5	3	3	3
营运资金变动	-175	38	39	39
其他	-8	11	2	2
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-31</b>	<b>-189</b>	<b>181</b>	<b>-3</b>
资本支出	-1	-4	-4	-3
投资变动	-30	0	0	0
其他	0	-185	185	0
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-2</b>	<b>926</b>	<b>3</b>	<b>9</b>
债权融资	20	7	9	11
股权融资	0	918	-5	0
其他	-22	0	-2	-2
<b>现金净流量</b>	<b>-97</b>	<b>818</b>	<b>300</b>	<b>181</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>427</b>	<b>480</b>	<b>743</b>	<b>1044</b>
营业成本	250	363	548	747
营业税金及附加	2	2	4	5
销售费用	15	14	24	33
管理费用	21	19	33	46
研发费用	51	55	97	125
财务费用	-12	-5	-29	-38
资产减值损失	-1	-1	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	4	-10	0	0
<b>营业利润</b>	<b>122</b>	<b>31</b>	<b>81</b>	<b>146</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>122</b>	<b>31</b>	<b>81</b>	<b>146</b>
所得税	14	3	8	15
净利润	108	27	73	132
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>108</b>	<b>27</b>	<b>73</b>	<b>132</b>

**主要指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	41.3%	24.5%	26.2%	28.4%
净利率	25.4%	5.7%	9.8%	12.6%
净资产收益率	16.7%	1.7%	4.4%	7.3%
资产回报率	14.6%	1.6%	3.8%	6.1%
投资回报率	13.9%	1.4%	2.7%	5.3%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	-5.5%	12.5%	54.6%	40.7%
EBIT 增长率	-38.7%	-76.1%	104.6%	109.8%
归母净利润增长率	-29.0%	-74.7%	165.8%	80.7%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.24	0.06	0.16	0.29
每股净资产	1.41	3.48	3.63	3.91
每股经营现金流	-0.15	0.17	0.25	0.38
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.61	0.38	0.40	0.52
应收账款周转率	7.46	6.33	6.74	6.94
存货周转率	2.01	2.03	3.43	5.06
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	11.5%	8.9%	12.4%	16.0%
流动比率	6.61	8.90	7.30	5.72
速动比率	3.78	7.42	6.37	5.07
<b>估值指标</b>				
P/E	41.60	164.15	61.75	34.18
P/B	6.95	2.82	2.71	2.51
EV/EBITDA	-1.71	124.78	58.67	27.32

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。