

24Q1 业绩超预期, 55nm 收入占比大幅增长

投资要点

- 事件:** 公司发布 23 年年报及 24Q1 季报, 全年实现收入 72.4 亿元 (-27.9%); 归母净利润 2.1 亿元 (-93.1%)。其中, Q4 实现收入 22.3 亿元 (+42.9%), 环比+8.8%; 归母净利润 1.8 亿元 (+154.2%), 环比+137.6%。24Q1, 公司实现营收 22.3 亿元 (+104.4%), 归母净利润 0.8 亿元 (+124.0%), 经营逐季向好。
- 业绩逐季向好, 24Q1 现金流改善显著。** 23 年, 受到电脑、智能手机等市场疲软的影响, 公司出货量较 22 年有所减少; 叠加销售单价回落, 公司收入及利润承压。**1) 单季度来看,** 公司季度营收环比不断增长, 23 年分季度营收分别为 10.9/18.8/20.5/22.3 亿元, 自 Q2 起环比分别增长 72.5%/8.9%/8.7%。24Q1 公司实现营收 22.3 亿元, 同比增长 104.4%, 主要系公司持续优化产品结构及技术实力, 产品市场竞争力有所提升; 叠加半导体行业景气度回升, 市场需求整体回暖所致。**2) 利润率方面,** 公司全年毛利率及净利率分别为 21.6%/1.7%; 24Q1 毛利率净利率均有上升, 分别为 25.0%/2.7%, 修复明显。**3) 费用率方面,** 公司费用端管控较好, 23 年公司销售/管理/研发费用率分别为 0.7%/3.7%/14.6%, 分别同比+0.1pp/0.8pp/6.1pp。**4) 现金流方面,** 24Q1 公司经营活动现金流量净额改善显著, 同比增长 197.2%至 4.0 亿元。
- 产品结构持续优化, 55nm 收入占比大幅增长。****1) 从产品结构来看,** 23 年主要产品 DDIC/CIS/PMIC/MCU 分别占比主营收入 84.8%/6.0%/6.0%/1.8%; DDIC 占比提升, 主要系 23 年 DDIC 市场需求复苏相对较为明显所致。24Q1 公司 DDIC/CIS/PMIC/MCU 分别占比主营收入 71.8%/13.3%/8.7%/3.5%。**2) 从制程节点来看,** 23 年公司 55nm 实现大规模量产, 产能利用率持续维持较高水平, 收入占比较 22 年增加 7.5pp 至 7.9%; 90nm/110nm/150nm 分别占比 48.3%/30.5%/13.4%。24Q1, 公司 55nm/90nm/110nm/150nm 分别占比 10.2%/44.7%/30.9%/14.2%, 55nm 占主营业务收入比例进一步提升。公司产品进展顺利, 23 年 55nm TDDI 实现大规模量产、40nm 高压 OLED 平台正式流片。24Q1, 公司 55nm 单芯片、高像素背照式图像传感器 (BSI) 迎来批量量产; 自主研发的 40nm 高压 OLED 显示驱动芯片预计于 24Q2 实现小批量量产。
- 积极拓展市场, 硅基 OLED 相关技术研发进展顺利。** OLED 驱动芯片代工领域, 公司正在进行 40nm 和 28nm 的研发, 未来将具备完整的 OLED 驱动芯片工艺平台; 随着 OLED 面板产业持续高速发展, 公司有望受益于 OLED 面板驱动芯片需求的增长。汽车领域, 公司积极配合产业链需求, 布局车用芯片市场, 相关产品陆续通过车规级认证。AR/VR 等新兴应用领域, 公司硅基 OLED 相关技术研发进展顺利, 并已与国内面板领先企业展开深度合作, 加速应用落地。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 24-26 年归母净利润为 8.8/13.8/15.8 亿元。考虑到公司积极拓展市场、产品结构持续优化; 产能规划充沛、稼动率较高, 给予公司 24 年 40 倍 PE, 对应目标价 17.6 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 客户集中度较高、制程节点技术研发滞后、产能扩张不及预期等风险。

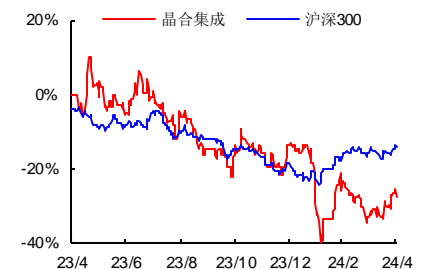
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7243.54	10099.72	12760.76	15012.66
增长率	-27.93%	39.43%	26.35%	17.65%
归属母公司净利润(百万元)	211.63	884.27	1375.55	1578.26
增长率	-93.05%	317.84%	55.56%	14.74%
每股收益 EPS(元)	0.11	0.44	0.69	0.79
净资产收益率 ROE	0.54%	2.20%	3.33%	3.70%
PE	137	33	21	18
PB	1.35	1.30	1.23	1.16

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	20.06
流通 A 股(亿股)	11.77
52 周内股价区间(元)	11.73-22.88
总市值(亿元)	289.89
总资产(亿元)	458.37
每股净资产(元)	11.41

相关研究

- 晶合集成(688249): 先进制程+多技术平台研发进展顺利, 业绩拐点已现 (2023-08-27)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：55nm。公司持续开发高端制程产品，截至 24Q1，55nm 收入占比超过 10%，较 22 年取得大幅增长。55nm 产品需求量较高，公司产能利用率保持在高位，我们预计 24-26 年公司 55nm 制程类产品订单量增速有望达到 204.5%/48.6%/29.4%，毛利率保持在 15% 左右。

假设 2：90nm。90nm 制程类产品为公司主要收入来源。作为 DDIC 类产品的主流制程之一，公司持续进行相关技术研发创新，多项产品进入量产阶段，未来有望贡献业绩增量，公司产品结构也将进一步多元化。公司产能扩充计划充沛，工艺平台不断丰富，我们预计公司 2024-2026 年期间 90nm 制程类产品订单量增速有望达到 22.2%/17.3%/11.6%，毛利率分别为 30%/32%/32%。

假设 3：110nm。受益于 110nm DDIC 类产品销售规模的快速上升，公司 110nm 制程类产品出货量也保持增长态势。从行业整体来看，大、中尺寸面板终端产品所需的成熟制程类 DDIC 芯片数量较多，有望进一步推动公司产品销量。在市场终端设备需求快速增长及公司产能稳步释放的趋势下，我们预计公司 110nm 制程类产品未来三年销量增速分别为 29.2%/21.8%/8.9%，毛利率分别为 25%/26%/26%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
90nm	收入	3469.98	4241.88	4976.70	5554.69
	增速	-33.4%	22.2%	17.3%	11.6%
	毛利率		30.0%	32.0%	32.0%
110nm	收入	2188.6	2827.9	3445.4	3753.2
	增速	-30.9%	29.2%	21.8%	8.9%
	毛利率		25.0%	26.0%	26.0%
150nm	收入	961.1	1010.0	1148.5	1351.1
	增速	-40.3%	5.1%	13.7%	17.6%
	毛利率		25.0%	26.0%	28.0%
55nm	收入	563.8	1717.0	2552.2	3302.8
	增速	1341.1%	204.5%	48.6%	29.4%
	毛利率		15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	收入	60.80	302.99	638.04	1050.89
	增速	138.9%	398.3%	110.6%	64.7%
	毛利率	38.9%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	7243.5	10099.7	12760.8	15012.7
	增速	-27.9%	39.4%	26.4%	17.7%
	毛利率	21.6%	25.9%	26.8%	27.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 101.0 亿元(+39.4%)、127.6 亿元(+26.4%) 和 150.1 亿元 (+17.7%)，归母净利润分别为 8.8 亿元 (+317.8%)、13.8 亿元 (+55.6%)、15.8 亿元 (+14.8%)，EPS 分别为 0.44 元、0.69 元、0.79 元，对应 PE 分别为 33 倍、21 倍、18 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了晶圆代工行业两家上市公司作为估值参考，分别是中芯国际及华润微。2 家公司 24 年平均 PE 为 50 倍。公司作为 DDIC 代工龙头企业，未来有望率先受益于显示面板终端设备高需求量所带来的市场扩容。公司产能规划充沛，积极优化产品结构，24 年重点布局 CIS 领域，有望受益于 CIS 国产化替代的加速进程。综上，我们给予公司 24 年 40 倍 PE，对应目标价 17.6 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688981.SH	中芯国际	1709.71	42.56	0.61	0.66	0.86	0.76	87	64	49	56
688396.SH	华润微	494.33	37.35	1.12	1.05	1.26	1.47	40	35	30	25
平均值								64	50	40	41

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2023/5/6

风险提示

客户集中度较高、制程节点技术研发滞后、产能扩张不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7243.54	10099.72	12760.76	15012.66	净利润	119.16	497.92	774.55	888.69
营业成本	5678.17	7488.94	9335.77	10965.25	折旧与摊销	3159.44	1639.57	1639.57	1639.57
营业税金及附加	31.86	36.46	46.67	103.59	财务费用	154.05	842.27	778.59	747.12
销售费用	50.20	66.67	85.63	100.20	资产减值损失	-81.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	271.19	1211.97	1786.51	2251.90	经营营运资本变动	1456.19	-2061.31	1791.52	1955.32
财务费用	154.05	842.27	778.59	747.12	其他	-4968.80	-87.59	-87.49	-4.93
资产减值损失	-81.09	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-161.04	830.86	4896.75	5225.78
投资收益	73.19	30.00	30.00	30.00	资本支出	-11407.01	-8000.00	-5000.00	-3000.00
公允价值变动损益	11.33	7.48	9.41	8.44	其他	2380.28	37.48	39.41	38.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9026.73	-7962.52	-4960.59	-2961.56
营业利润	115.58	490.89	767.00	883.05	短期借款	371.28	3907.00	-3118.21	-1167.14
其他非经营损益	3.76	7.32	8.10	6.46	长期借款	3283.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	119.34	498.21	775.10	889.51	股权融资	8046.95	0.00	0.00	0.00
所得税	0.18	0.30	0.55	0.82	支付股利	0.00	-14.11	-78.60	-163.03
净利润	119.16	497.92	774.55	888.69	其他	-3786.04	-2277.49	-778.59	-747.12
少数股东损益	-92.46	-386.35	-601.00	-689.57	筹资活动现金流净额	7915.34	1615.40	-3975.40	-2077.29
归属母公司股东净利润	211.63	884.27	1375.55	1578.26	现金流量净额	-1229.66	-5516.26	-4039.25	186.92
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6526.23	1009.97	1276.08	2670.14	成长能力				
应收和预付款项	967.32	1192.75	1449.62	1773.65	销售收入增长率	-27.93%	39.43%	26.35%	17.65%
存货	1492.69	1822.34	2428.59	2782.55	营业利润增长率	-96.32%	324.74%	56.24%	15.13%
其他流动资产	2959.10	3510.07	4026.92	4464.30	净利润增长率	-96.22%	317.84%	55.56%	14.74%
长期股权投资	100.00	100.00	100.00	100.00	EBITDA 增长率	-41.43%	-13.31%	7.15%	2.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	33832.20	32438.32	31044.44	29650.56	毛利率	21.61%	25.85%	26.84%	26.96%
无形资产和开发支出	1358.02	9112.34	13866.65	16620.97	三费率	6.56%	21.00%	20.77%	20.64%
其他非流动资产	920.73	920.72	920.71	920.70	净利率	1.65%	4.93%	6.07%	5.92%
资产总计	48156.28	50106.51	55113.00	58982.87	ROE	0.54%	2.20%	3.33%	3.70%
短期借款	658.35	4565.35	1447.14	280.00	ROA	0.25%	0.99%	1.41%	1.51%
应付和预收款项	8210.94	7168.78	9359.82	11641.39	ROIC	1.26%	4.20%	4.17%	4.31%
长期借款	11510.03	11510.03	11510.03	11510.03	EBITDA/销售收入	47.34%	29.43%	24.96%	21.78%
其他负债	5638.80	4272.24	5204.61	6027.24	营运能力				
负债合计	26018.11	27516.41	27521.60	29458.66	总资产周转率	0.17	0.21	0.24	0.26
股本	2006.14	2006.14	2006.14	2006.14	固定资产周转率	0.33	0.46	0.61	0.77
资本公积	18754.49	18754.49	18754.49	18754.49	应收账款周转率	10.59	10.51	10.87	10.49
留存收益	617.31	1487.47	2784.42	4199.65	存货周转率	4.34	4.32	4.34	4.18
归属母公司股东权益	21409.80	22248.09	23545.04	24960.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.08%	—	—	—
少数股东权益	728.36	342.01	-258.99	-948.56	资本结构				
股东权益合计	22138.17	22590.10	23286.05	24011.71	资产负债率	54.03%	54.92%	49.94%	49.94%
负债和股东权益合计	48156.28	50106.51	50807.65	53470.37	带息债务/总负债	46.77%	58.42%	47.08%	40.02%
					流动比率	0.85	0.49	0.59	0.67
					速动比率	0.75	0.37	0.44	0.51
					股利支付率	0.00%	1.60%	5.71%	10.33%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	3429.07	2972.74	3185.16	3269.75	每股收益	0.11	0.44	0.69	0.79
PE	136.98	32.78	21.07	18.37	每股净资产	10.67	11.09	11.74	12.44
PB	1.35	1.30	1.23	1.16	每股经营现金	-0.08	0.41	2.44	2.60
PS	4.00	2.87	2.27	1.93	每股股利	0.00	0.01	0.04	0.08
EV/EBITDA	9.79	13.99	11.99	10.90					
股息率	0.00%	0.05%	0.27%	0.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
