



# 新相微 (688593.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 显示驱动芯片全品类布局，充分受益行业转移及国产替代趋势

### 公司简介

公司自成立以来深耕显示驱动芯片领域，产品种类齐全，是少数能够同时提供整合型和分离型显示驱动方案的中国内地厂商之一。公司产品广泛应用于智能穿戴、手机、工控显示、平板电脑、IT 显示、电视及商显等下游应用场景。公司与京东方、深天马等行业内主流面板厂商，骏道电子、亿华显示、给力光电等国内知名的显示模组厂建立了良好的合作关系。受益于显示行业回暖，公司 24 年上半年实现营收 2.31 亿元，同比增长 5.43%。

### 投资逻辑

**面板产能向中国大陆转移，显示产业链有望充分受益。**根据维信诺公告转引 Frost&Sullivan 的数据，以产量口径计算，2021 年全球显示面板行业规模达到 2.54 亿平方米，2024 年全球显示面板行业规模将达到 2.74 亿平方米。中国大陆显示面板行业起步较晚，但是在政策以及需求的支撑下后来居上，2024 年中国大陆显示面板产能在全球的占比有望达到 43%。

**显示驱动芯片海外厂商主导，芯片国产替代势在必行。**全球显示驱动芯片需求逐渐回暖，根据群智咨询的数据，2024 年全球显示驱动芯片市场规模约 111.3 亿美元，同比增长约 0.8%。全球显示驱动芯片出货量约 77.4 亿颗，同比增长约 4.9%。公司下游应用领域需求逐渐回暖，根据 IDC 数据，2024 年上半年全球智能手机和电脑出货量为 5.93 亿和 1.24 亿，分别同增 10%和 2%。海外厂商主导市场，国产替代空间巨大。根据公司招股说明书转引 CINNO Research 的数据，2021 年全球显示驱动芯片出货量前五大的厂商分别为联咏、Silicon Works、奇景光电、三星 LSI、瑞鼎，CR5 达 61.2%。2021 年中国内地显示驱动芯片厂商中出货量最高的集创北方占比约 4.0%，公司占比约 1.2%，国产替代空间巨大。

### 盈利预测、估值和评级

预计 2024-2026 年公司净利润为 0.35 亿元、1.21 亿元、2.02 亿元，对应 EPS 为 0.08 元、0.26 元和 0.44 元。我们看好公司作为少数产品种类齐全，能够同时提供整合型和分离型显示驱动方案的中国内地厂商之一。随着下游需求逐渐回暖，同时 AMOLED 显示驱动芯片以及 TCON 芯片等新产品进展顺利。我们给予 2025 年 80 倍估值，市值 96.57 亿元，目标价 21.01 元，给予公司“增持”评级。

### 风险提示

市场竞争加剧；产品迭代不及预期；下游需求不及预期。

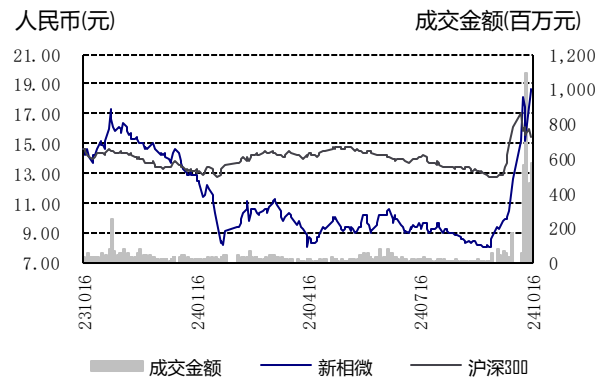
电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：18.62 元

目标价 (人民币)：21.01 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	427	480	554	871	1,140
营业收入增长率	-5.47%	12.52%	15.22%	57.37%	30.91%
归母净利润(百万元)	108	28	35	121	202
归母净利润增长率	-29.03%	-74.59%	25.90%	248.14%	67.22%
摊薄每股收益(元)	0.295	0.060	0.075	0.263	0.439
每股经营性现金流净额	-0.19	0.21	-0.22	0.11	0.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.69%	1.73%	2.14%	7.14%	11.15%
P/E	0.00	245.62	246.78	70.88	42.39
P/B	0.00	4.24	5.29	5.06	4.73

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、显示驱动品类齐全，整合型和分离型同步布局.....	4
1.1 深耕显示驱动产品，从 LCD 向 OLED 拓展.....	4
1.2 公司拓展产品布局，持续加码高端 OLED 显示驱动芯片.....	6
1.3 半导体显示行业景气度回升，公司经营情况有望触底反弹.....	7
二、显示产业转移趋势确定，显示芯片迎来发展良机.....	8
2.1 面板产能往大陆转移，显示产业链有望充分受益.....	8
2.2 显示驱动芯片海外厂商主导，芯片国产替代势在必行.....	11
三、盈利预测与投资建议.....	16
3.1 盈利预测.....	16
3.2 投资建议及估值.....	17
四、风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1： 公司主营产品介绍.....	4
图表 2： 公司发展历程.....	5
图表 3： 公司股权结构.....	5
图表 4： 1H24 公司分产品营收占比.....	6
图表 5： 1H24 公司分产品毛利占比.....	6
图表 6： 公司 IPO 募投资金投向.....	6
图表 7： 公司经营情况环比持续改善.....	7
图表 8： 公司归母净利润承压.....	7
图表 9： 下游需求疲软叠加库存高企导致毛利率承压.....	7
图表 10： 公司分产品毛利率情况.....	7
图表 11： 2020-2024 年上半年公司应收账款周转天数（单位：天）.....	8
图表 12： 2020-2024 年上半年公司存货周转天数（单位：天）.....	8
图表 13： 公司费用率维持稳定.....	8
图表 14： 显示技术分类.....	9
图表 15： TFT-LCD 与 AMOLED 显示面板示意图.....	10
图表 16： 整合性显示驱动芯片（左）与分离型显示驱动芯片（右）示意图.....	10
图表 17： 公司显示驱动芯片架构图.....	10
图表 18： 不同显示技术对驱动芯片的要求差异.....	10
图表 19： 2015-2024 年中国大陆显示面板行业市场规模（单位：百万平方米）.....	11
图表 20： 1990-2020 年全球 LCD 产能区域结构分布情况.....	11



图表 21: 中国面板厂在 AMOLED 手机面板中的市占率持续提升 .....	11
图表 22: 全球显示驱动芯片销售额 (单位: 百万美元) .....	12
图表 23: LCD DDIC 仍占据显示驱动芯片主流产品 (按销售额) .....	12
图表 24: 2021 年全球显示驱动芯片出货量中韩系、台系厂商占据主要市场份额.....	12
图表 25: 国产显示驱动芯片出货量占比与显示面板产能占比仍有“剪刀差” .....	12
图表 26: 2022 年智能手机 LCD TDDI 市场竞争格局.....	13
图表 27: 2022 年智能手机 AMOLED DDIC 市场竞争格局 .....	13
图表 28: 2022 年大尺寸 DDIC 市场竞争格局 .....	14
图表 29: 2021 年可穿戴 LCD DDIC 市场竞争格局 .....	14
图表 30: 2016-2028E 全球可穿戴设备出货量及增速 .....	15
图表 31: 2016-2028E 全球智能手机出货量及增速 .....	15
图表 32: 2016-2028E 全球 PC 出货量及增速.....	15
图表 33: 2012-2028E 全球显示器及 TV 面板出货量及增速.....	15
图表 34: 23Q1-25Q2E LCD TDDI 及 OLED DDIC 价格趋势.....	16
图表 35: 23Q1-25Q2E 大尺寸 DDIC 价格趋势 .....	16
图表 36: 公司分业务营收及毛利率预测 .....	16
图表 37: 2022-2026E 公司三费情况.....	17
图表 38: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	17







## 一、显示驱动品类齐全，整合型和分离型同步布局

### 1.1 深耕显示驱动产品，从 LCD 向 OLED 拓展

公司成立于 2005 年，主要从事显示芯片的研发、设计和销售，主要产品为整合型显示芯片、分离型显示芯片、显示屏电源管理芯片，产品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、平板电脑、IT 显示设备和电视及商显领域。公司产品种类齐全，是少数能够同时提供整合型和分离型显示驱动方案的中国内地厂商之一。

图表1：公司主营产品介绍

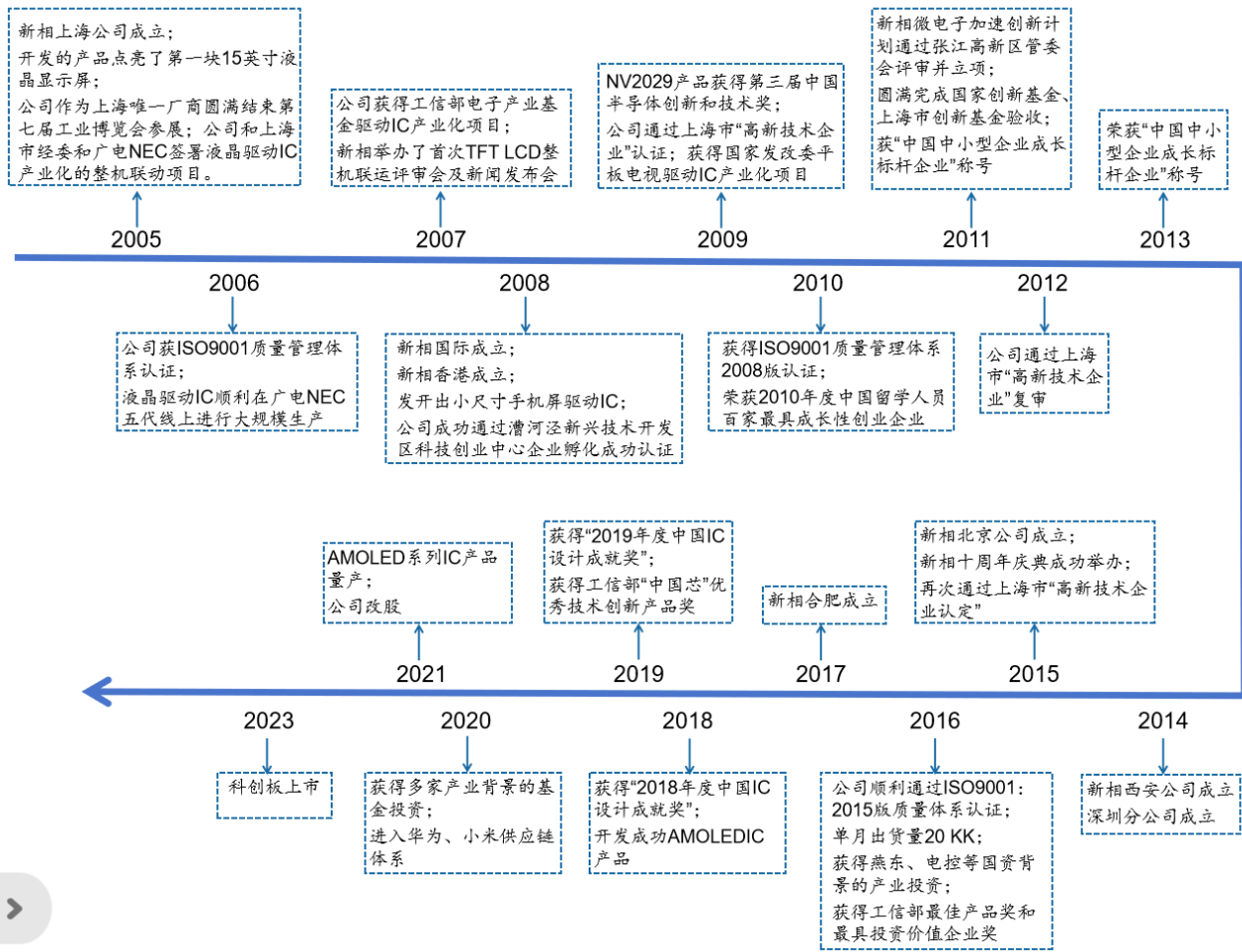
产品名称	图示	技术特点	主要应用领域
整合型 TFT-LCD 显示驱动芯片		1. 芯片面积小、低功耗、可实现高清显示 2. 满足中小尺寸显示设备对轻薄便携、长续航时间、高清显示的需求	智能穿戴、智能手机、功能手机、工控显示、平板电脑
整合型 AMOLED 显示驱动芯片		低功耗、高响应速度、高对比度、创新型架构设计	智能穿戴、智能手机
分离型显示驱动芯片		1. 高速信号接收发送表现优秀 2. 高信号通道带宽 3. 可实现出色的图像显示效果，满足大屏高清显示的需求	平板电脑、IT 显示、电视及商显
显示屏电源管理芯片		1. 高效能、低纹波率、快速响应、多电源模块集成 2. 可提供稳定高效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

来源：公司公告，国金证券研究所

公司为大陆较早实现显示驱动芯片量产的厂商之一，通过长期的研发投入与市场开拓，在相关业务领域已具备较强的竞争优势。2006 年，公司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；2008 年小尺寸屏用整合型 TFT-LCD 显示驱动芯片成功开发，2010 年和 2012 年公司应用于工控显示和功能手机、智能穿戴的整合型 TFT-LCD 显示驱动芯片先后实现量产；2015 年，首款自制显示屏电源管理芯片实现量产。公司产品持续升级和迭代，从显示技术角度分析，产品支持目前主流 TFT-LCD 与 AMOLED 显示技术，且涵盖 QQVGA、WQVGA、VGA、HD、FHD、FHD+、4K/8K 等多种分辨率；从面板尺寸的适配度分析，产品支持大中小全尺寸，下游应用领域包括智能穿戴、手机、工控显示、平板、笔记本电脑、电视、车载显示等不同场景。从产品布局角度看，全高清 LTPS RAMless 整合型显示驱动芯片，显示器用 8 位分离型显示源极驱动芯片，低功耗 FHD 全高清笔记本显示时序控制芯片、全高清整合型 AMOLED 显示驱动芯片，电子纸显示驱动芯片等在研项目未来有望成为公司新增长点。



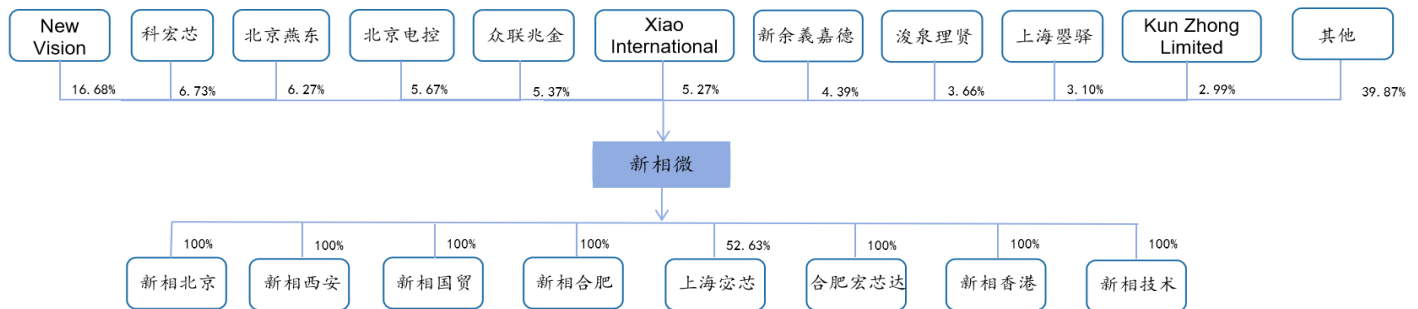
图表2: 公司发展历程



来源: 公司官网, 国金证券研究所

公司股权结构稳定, 实际控制人为 Peter Hong Xiao (肖宏), 通过 New Vision (BVI) 持有公司 16.68% 的股份。科宏芯和北京燕东为公司第二和第三大股东, 分别持有公司 6.73% 和 6.27% 的股份, 公司第四大股东北京电控亦持有公司客户京东方的股份。公司董事长、总经理肖宏先生曾担任 International Business Machines Corporation T.J.Watson Research Center 研究员、美国公司 IC Media Corp. 首席技术官、晶宏半导体股份有限公司美国和中国区总裁, 公司其他技术人员也具备丰富的从业经验。

图表3: 公司股权结构



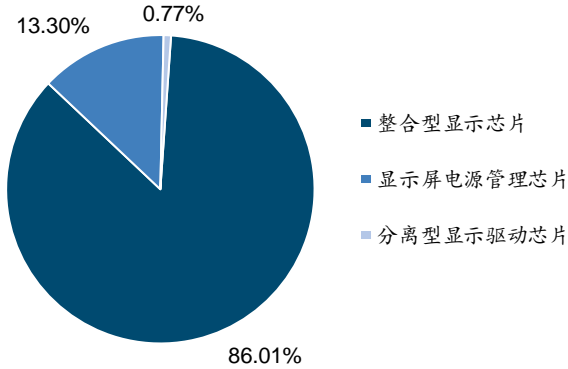
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司的主营业务按产品可分为整合型显示芯片、显示屏电源管理芯片和分离型显示驱动芯片。1H24 公司实现营收 2.31 亿元, 其中整合型显示芯片营收 1.99 亿元, 占比 86.01%, 为公司贡献主要营收; 显示屏电源管理芯片收入 0.31 亿元, 占比 13.30%; 分离型显示驱

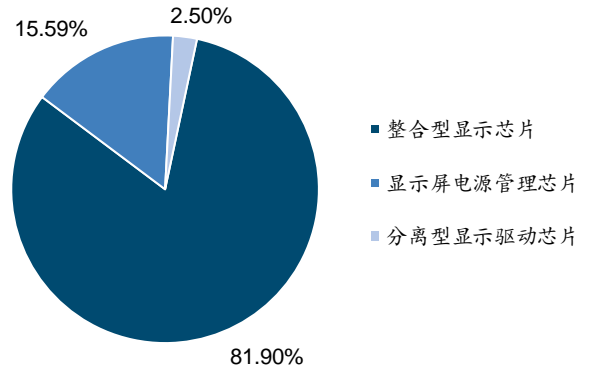


动芯片实现营收 178.59 万元, 占比 0.77%; 在毛利方面, 整合型显示芯片毛利率为 15.14%, 毛利占比 81.90%; 显示屏电源管理芯片毛利率为 18.75%, 毛利占比 15.59%; 分离型显示驱动芯片毛利率为 51.39%, 毛利占比 2.50%, 产品附加值较高。

图表4: 1H24 公司分产品营收占比



图表5: 1H24 公司分产品毛利占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.2 公司拓展产品布局, 持续加码高端 OLED 显示驱动芯片

公司 IPO 募投项目完善并升级现有显示芯片项目, 并进一步提升研发和管理能力。2023 年 5 月, 公司以每股 11.18 元的价格公开发发行 9191 万股, 发行后公司总股本为 45953 万股。本次 IPO 募集总金额 10.3 亿, 公司计划 15.2 亿用于合肥 AMOLED 显示驱动芯片研发及产业化项目、合肥显示驱动芯片测试生产线建设项目、上海先进显示芯片研发中心建设项目以及补充流动资金, 超出实际募集资金的不足部分由公司通过银行贷款或其他方式自筹解决。

图表6: 公司 IPO 募投资金投向

募集资金投资方向	实施单位	投资总额	拟使用募集资金金额
合肥 AMOLED 显示驱动芯片研发及产业化项目	合肥宏芯达	49,291.30	49,291.30
合肥显示驱动芯片测试生产线建设项目	合肥宏芯达	25,960.00	25,960.00
上海先进显示芯片研发中心建设项目	新相微	36,651.40	36,651.40
补充流动资金		40,000.00	40,000.00
合计		151,902.70	151,902.70

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司合肥 AMOLED 显示驱动芯片研发及产业化项目推进, 有助于巩固和加强公司在先进显示驱动芯片市场的优势和地位。目前, AMOLED 驱动芯片市场仍被三星 LSI 等韩国企业, 瑞鼎、联咏等中国台湾企业主导, 中国内地厂商市占率较低。面对 AMOLED 显示面板巨大的应用市场和良好的前景, 公司“合肥 AMOLED 显示驱动芯片研发及产业化项目”计划总投资 4.9 亿元, 有利于公司顺应先进屏幕领域国产替代趋势, 缩小在 AMOLED 技术领域与国际厂商的差距甚至实现赶超。

合肥显示驱动芯片测试生产线建设项目拟建设全自控的高质量高技术的测试产线, 实现公司产品的自主测试。公司计划通过建设该项目拥有 Wafer 进料外观检验、CP 晶圆测试、Die 筛选、FT 测试等全方位测试能力, 逐步减少对芯片测试环节委外加工的依赖, 提高产品竞争力和芯片研发效率。

上海先进显示芯片研发中心建设项目实现公司对前瞻性显示技术的研发布局, 打破国外最新一代显示驱动芯片技术和产品垄断。公司将加强对高像素密度 Mini/Micro LED 驱动芯片、VR/AR 先进显示驱动芯片的研发, 有助于为下一代产品的研发和产业化奠定坚实基础, 使公司在中长期竞争中保持领先优势、培育新利润增长点, 引领我国显示产业实现高质量发展。

公司在研项目推动产品向低功耗、小面积、低成本方向发展, 助力公司不断丰富产品矩阵、进行产品升级迭代。目前, 运用 40 纳米高压制程的新一代 AMOLED 显示驱动芯片和可

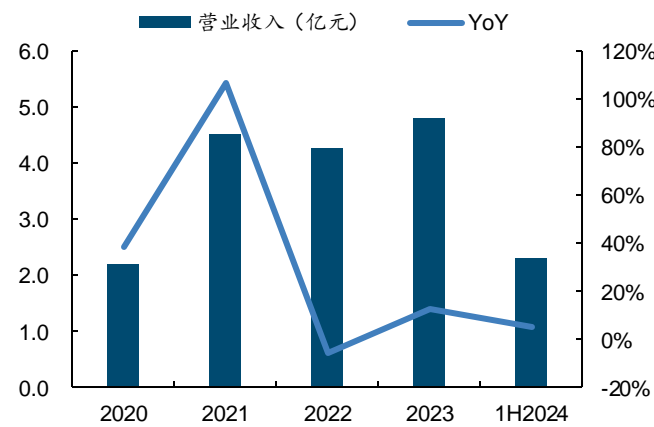


应用于大尺寸面板、支持 120Hz 高刷新率、Mini LVDS 频率最高支持到 465MHz 的显示驱动芯片等新产品已陆续导入市场。另有内置电容低功耗 QVGA 功能机及穿戴整合型显示驱动芯片、外置 RAM FHD 全高清移动终端 AMOLED 整合型显示驱动芯片、FHD 全高清电视显示源极驱动芯片等产品处于研发阶段，有助于公司进一步巩固和提升行业地位。

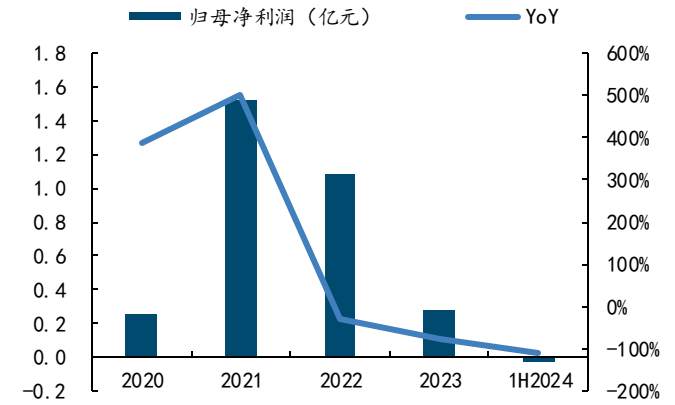
### 1.3 半导体显示行业景气度回升，公司经营情况有望触底反弹

2024 年上半年公司实现营业收入 2.3 亿元，同比增加 5.43%。归母净利润为-336.71 万元，同比-109.66%。虽然显示驱动芯片行业竞争格局依然严峻，但半导体显示行业景气度有所回升，同时公司持续加大研发投入，持续推动产品迭代与升级，经营情况环比持续改善。

图表7：公司经营情况环比持续改善



图表8：公司归母净利润承压

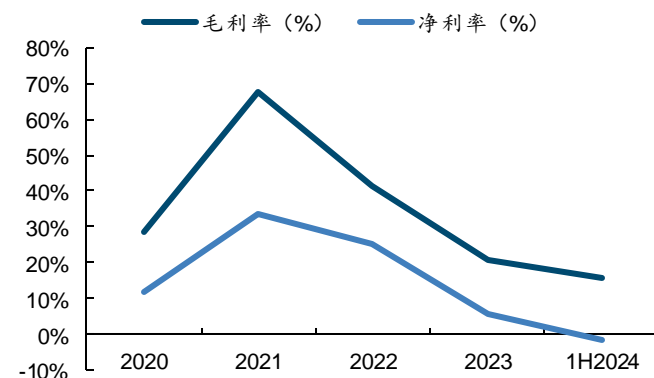


来源：Wind，国金证券研究所

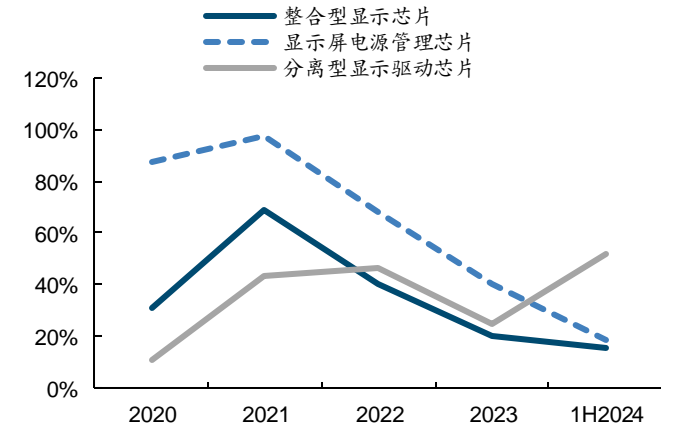
来源：Wind，国金证券研究所

2021 年以来，公司下游消费电子市场需求疲软，行业库存水位普遍较高，供需关系变化使得显示驱动芯片产品价格竞争激烈，致使毛利率有所下降，导致公司净利润下滑。截至 2024 年上半年，公司综合毛利率为 15.89%，同比-12.69pct。其中整合型显示芯片、显示屏电源管理芯片和分离型显示驱动芯片的毛利率分别为 15.14%、18.75%和 51.39%。根据群智咨询的数据，公司目前收入占比最大的整合型显示芯片，即主要是 LCD 显示驱动芯片，产品价格触底呈现平稳趋势。我们看好随着下游需求回暖，公司毛利率有望触底回升。

图表9：下游需求疲软叠加库存高企导致毛利率承压



图表10：公司分产品毛利率情况



来源：Wind，国金证券研究所

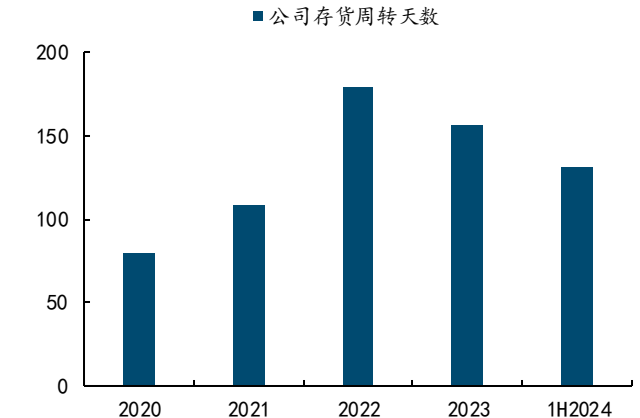
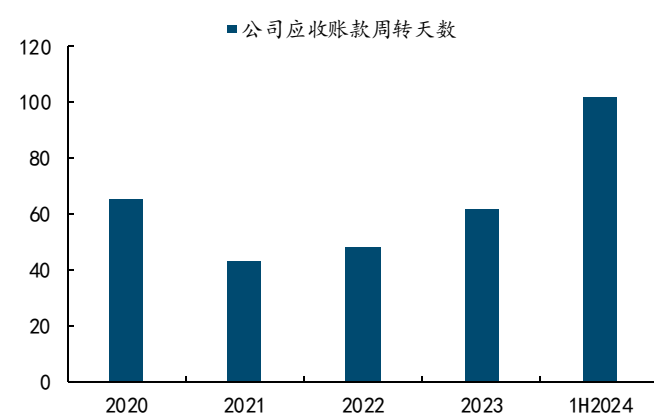
来源：Wind，国金证券研究所

2020 至 2024 年上半年，公司应付账款周转天数分别为 65.36、43.28、48.24、61.82 和 101.72 天，1H24 应收账款周转天数有所上升。2020 至 2024 年上半年，公司存货周转天数分别为 79.78、108.96、179.19、156.58 和 131.74 天，存货周转天数呈下降趋势，主要系公司的订单需求增加，对库存的消耗及周转加快，公司在积极提升市场份额的同时去库存化、优化库存结构。



图表11: 2020-2024 年上半年公司应收账款周转天数 (单位: 天)

图表12: 2020-2024 年上半年公司存货周转天数 (单位: 天)



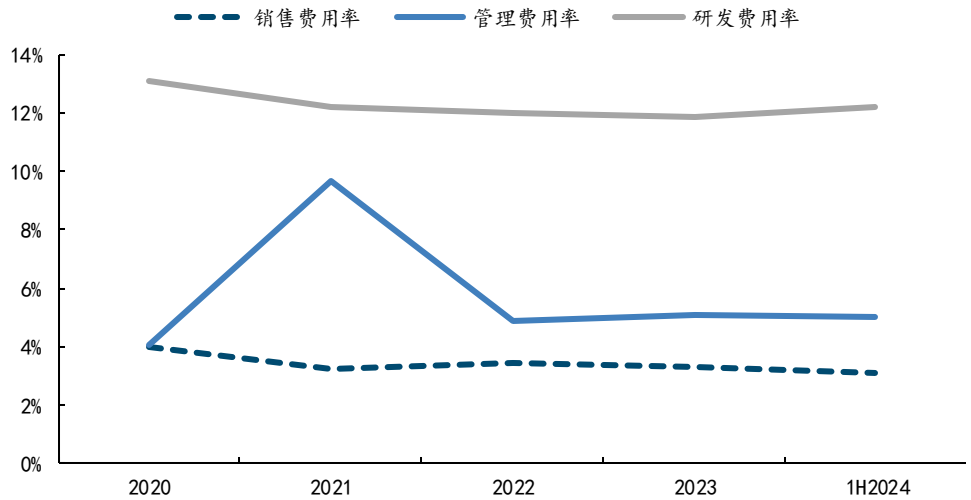
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

公司 2024 年上半年研发费用为 0.28 亿元, 同比增加 27.93%, 在营业收入中的占比为 12.17%。公司 2024 年上半年研发人员数量为 101 人, 同比增长 11%。公司的研发费用将用于持续推进围绕智能穿戴、移动智能终端和高分辨率大尺寸电视等进行新产品线的布局。

公司费用率维持稳定。2024 年上半年销售费用率为 3.11%, 同增 0.16pct, 管理费用率为 5%, 同增 0.32pct。各项费用占营业收入比重相对稳定, 公司持续提高管理运营效率, 进一步提升公司的盈利能力和毛利率水平。

图表13: 公司费用率维持稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、显示产业转移趋势确定, 显示芯片迎来发展良机

### 2.1 面板产能往大陆转移, 显示产业链有望充分受益

显示面板是实现信息显示的重要部件, 被广泛应用于显示器、电视、智能手机、笔记本电脑、平板电脑、汽车等领域。根据显示技术分类, 主要包括 LCD (液晶面板)、OLED (有机发光二极管)、AMOLED (有源矩阵有机发光二极管)、Mini LED (次毫米发光二极管)、Micro LED (微米级发光二极管) 等等, 从显示历史发展情况来看, 技术迭代方向主要围绕显示效率、效果及成本维度展开。

显示技术从技术发展路径来看, 可以分为三个阶段, 第一个阶段是阴极射线管显示技术

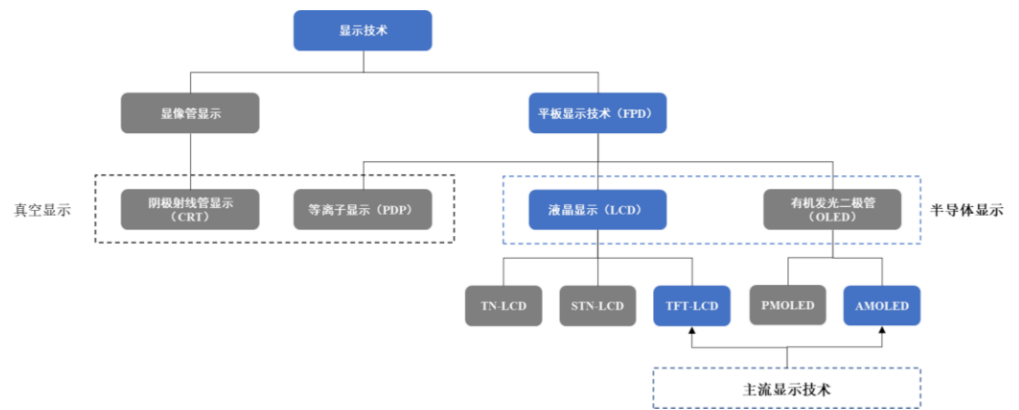




(CRT); 第二个阶段是平板显示技术, 包括等离子显示 (PDP) 和液晶显示 (LCD); 第三个阶段主要为多技术发展阶段, 包括了有机发光二极管显示 (OLED), Mini LED, Micro LED 等显示技术。1897 年 CRT 显示技术诞生, 早期被用于电视和电脑显示器上显示图像。1964 年, 首个 LCD (液晶显示器) 和首个 PDP (等离子显示器) 问世, 到目前 CRT 显示技术已基本退出市场。PDP 典型的厚膜制造工艺以及其高压驱动方式导致成本居高不下, 且长时间使用容易出现局部点的烧屏现象; LCD 采用薄膜制造工艺, 为低压驱动, 通过采用大尺寸玻璃基板、低温多晶硅 (LTPS) 技术有助于成本降低与性能提升、实现大尺寸化。21 世纪前, 40 英尺及以上显示屏幕以等离子电视 PDP 为主; 21 世纪后, LCD 液晶电视凭借尺寸和价格的优势逐步取代等离子电视 PDP, 成为市场主流。

目前主流的显示技术 LCD 与 OLED, 主要区别是发光原理的不同。LCD 依赖于背光和光源, 显示器本身并不产生光, 而是需要 LED 背光源的支持, LCD 通过薄膜晶体管上信号与电压的改变来控制液晶分子的转动方向, 从而控制每个像素点偏振光射出与否实现显示; AMOLED 则是自发光, 通过 RGB 不同的发光体显示组合来显示不同颜色。

图表 14: 显示技术分类



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

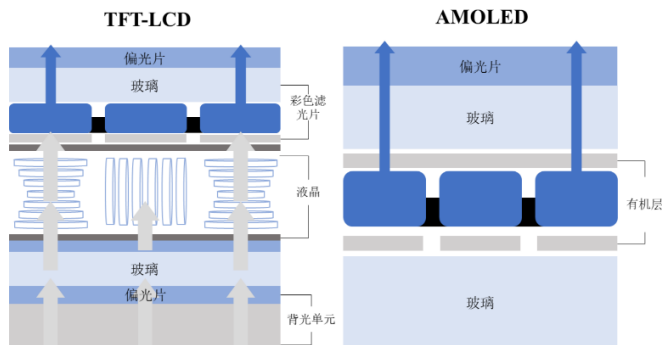
显示驱动芯片是显示面板成像系统中的重要组成部分, 芯片集成了电阻、调节器、比较器和功率晶体管等部件, 控制着显示面板的发光线性度、功率、电磁兼容等关键因素, 来保证显示画面的均匀性和稳定性。显示面板通常由百万级或千万级的像素组成, 单颗显示驱动芯片可以控制众多像素, 小尺寸面板通常仅需要一颗显示驱动芯片即可控制所有像素, 而大尺寸面板需要十几至几十颗显示驱动芯片。显示面板驱动芯片性能的高低决定了终端显示面板的显示输出效果, 关系到显示面板的分辨率、刷新率。由于各类终端面板液晶的工作、排列原理不一, 其驱动芯片设计也各不相同。在智能手机、智能穿戴设备领域, 设备追求小型、轻薄化, 对显示效果、集成度要求较高, 对驱动芯片的科技含量、集成度要求也相对更高。

根据适配显示技术不同, 显示驱动芯片可分为 LCD 显示驱动芯片和 OLED 显示驱动芯片。LCD 显示驱动芯片根据是否集成触控功能可区分为显示驱动芯片 (DDIC) 和触控显示集成驱动芯片 (TDDI)。因而, 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)、触控显示集成驱动芯片 (TDDI) 和 OLED 显示驱动芯片 (OLED DDIC) 三种类型。

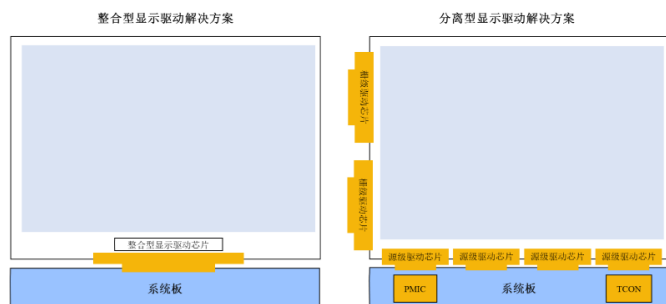
根据适配面板尺寸不同, 采用中小尺寸显示面板的终端设备对轻薄便携和功耗有较高要求, 通常采用整合型显示驱动方案, 而采用大尺寸显示面板的终端设备需要多颗显示驱动芯片同时进行驱动, 采用分离型显示驱动解决方案为业内主流选择。



图表15: TFT-LCD 与 AMOLED 显示面板示意图



图表16: 整合性显示驱动芯片 (左) 与分离型显示驱动芯片 (右) 示意图



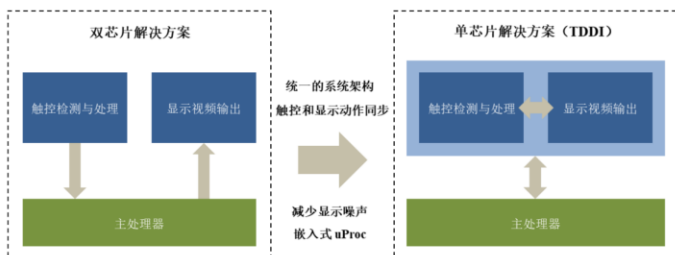
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

触控显示集成驱动芯片 (TDDI) 是将触摸屏控制器与 DDIC 进行集成的技术, 其显示原理与 TFT-LCD 显示驱动芯片类似, 目前主要用于采用 LCD 屏幕的智能手机。双芯片解决方案采用分离的系统架构, 将显示驱动芯片与触控芯片分立使用, 存在出现显示噪声的可能。但 TDDI 采用统一的系统架构, 实现更高效的通信、有效降低显示噪声, 更利于移动电子设备薄型化、窄边框的设计需求。一般来说, OLED 显示驱动芯片需要相对先进的 28-40nm 工艺节点, 触控显示集成驱动芯片 (TDDI) 需要 55-90nm 工艺节点, 用于 LCD 笔记本、显示器和电视的显示驱动芯片 (DDIC) 需要使用 90-150nm 工艺节点。

图表17: 公司显示驱动芯片架构图

图表18: 不同显示技术对驱动芯片的要求差异



	TFT-LCD	AMOLED
驱动类型	电压驱动型	电压驱动型
亮度关系	与驱动芯片输出电压成正比 /反比	与驱动芯片输出电压成反比
极性反转	需要 (电压极性)	不需要
电压输出阶数	64 阶/256 阶/1024 阶	256 阶/1024 阶
背光驱动	需要	不需要
工艺节点	55-150nm	28-40nm

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

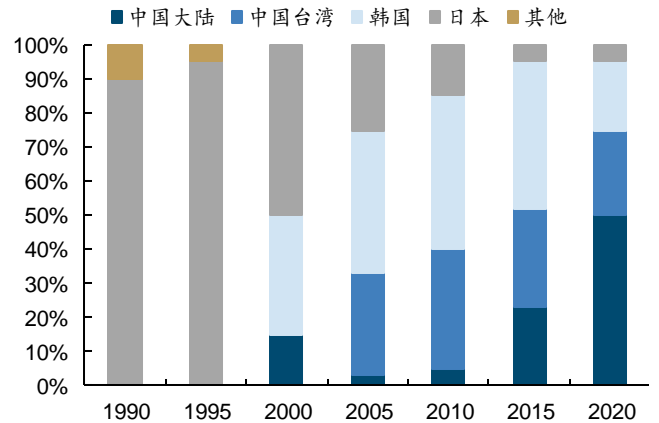
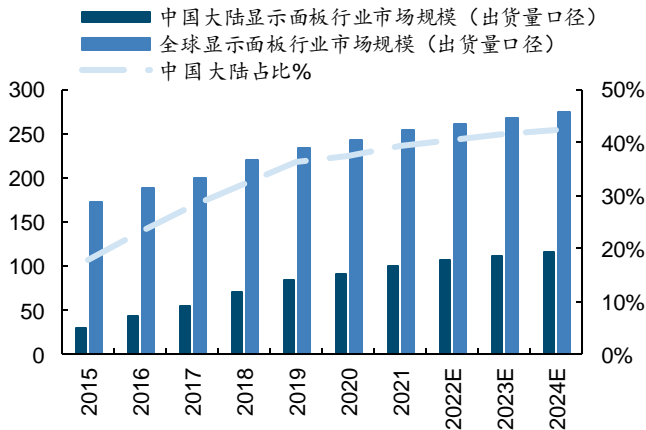
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

全球面板行业蓬勃发展, 中国大陆产能占比逐渐提升。根据维信诺公司公告转引 Frost&Sullivan 的数据, 以产量口径计算, 2021 年全球显示面板行业规模达到 2.54 亿平方米, 2024 年全球显示面板行业规模将达到 2.74 亿平方米。中国大陆显示面板行业起步较晚, 但是在政策以及需求的支撑下后来居上, 2024 年中国大陆显示面板产能在全球的占比有望达到 43%。根据集创北方招股说明书引用 Omdia 的数据, 中国大陆在 2021 年已成为全球 7 代线以上 LCD 面板最大产地, 在全球 OLED 面板市场份额也已达 41%。而在显示驱动芯片领域, 韩系和台系厂商占据较大份额, 中国大陆显示驱动芯片厂商份额仍较低, 国产替代的空间仍然较大。



图表19: 2015-2024 年中国大陆显示面板行业市场规模 (单位: 百万平方米)

图表20: 1990-2020 年全球LCD 产能区域结构分布情况



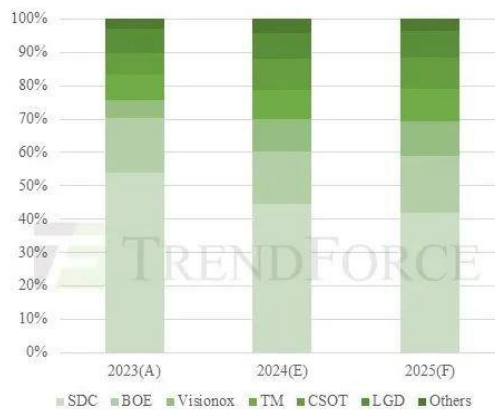
来源: 维信诺公司公告, Frost&Sullivan, 国金证券研究所

来源: 智研咨询, 国金证券研究所

OLED 凭借高对比度、可弯曲、快速响应等优势, 应用场景和市场份额不断扩展。根据 TrendForce 的数据, 2024 年全球 AMOLED 手机面板出货量预估将达到 8.4 亿片, 同比增长约 25%。随着 AMOLED 面板在智能手机上的渗透率进一步提升, 2025 年全球 AMOLED 出货量有望超过 8.7 亿片, 同比增加约 3.2%。过往韩系面板厂是 AMOLED 面板的主要供应商, 近年来以京东方为代表的中国面板厂积极扩张柔性 AMOLED 面板产能, 预计 2024 年中国面板厂的 AMOLED 手机面板出货量将占全球的 47.9%, 2025 年则有望超过韩厂, 全球市占率预计将达到 50.2%。同时 TrendForce 也预计 AMOLED 面板渗透率每年将增长 2%至 3%, 预计 2028 年将达到 68%, AMOLED 面板将成为智能手机的主流显示技术。公司整合型 AMOLED 显示驱动芯片已于 2020 年开始量产出货, 新一代用于智能手机的全高清 AMOLED 整合型显示驱动芯片在研中。

图表21: 中国面板厂在 AMOLED 手机面板中的市占率持续提升

图、2023-2025年全球前六大AMOLED手机面板厂市占率



Source: TrendForce, Sep. 2024

来源: TrendForce, 国金证券研究所

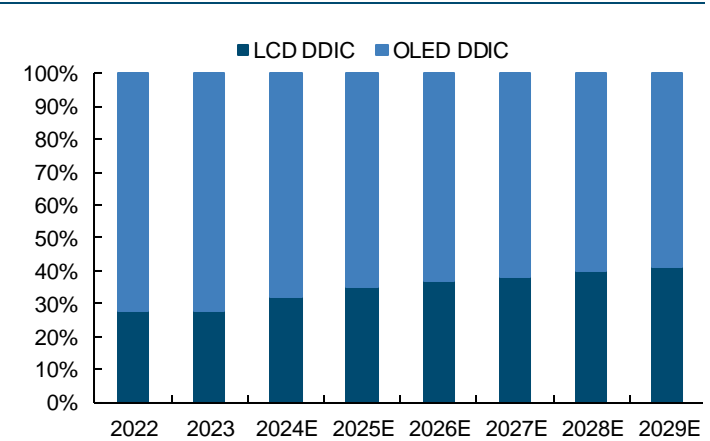
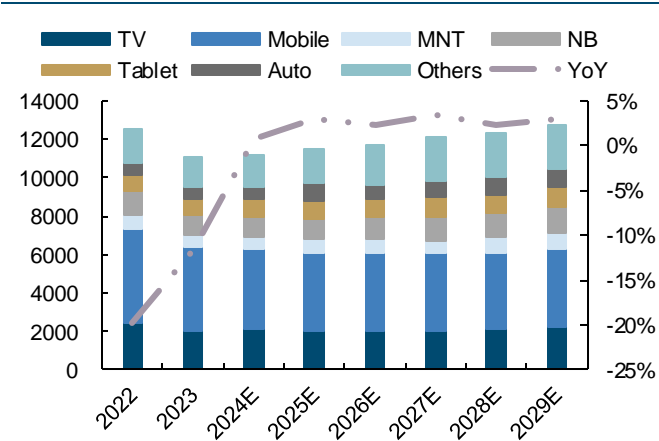
## 2.2 显示驱动芯片海外厂商主导, 芯片国产替代势在必行

2024 年全球显示驱动芯片市场规模约 111 亿美元, 逐渐进入温和复苏阶段。行业历经两年多的下行期, 随着 AI 赋能消费电子带来创新需求以及工业、消费、汽车等下游终端需求逐渐复苏, 供需格局逐渐改善情况下显示驱动芯片行业有望迎来触底回升。根据群智咨询的数据, 2024 年全球显示驱动芯片市场规模约 111.3 亿美元, 同比增长约 0.8%。全球显示驱动芯片出货量约 77.4 亿颗, 同比增长约 4.9%。



图表22: 全球显示驱动芯片销售额 (单位: 百万美元)

图表23: LCD DDIC 仍占据显示驱动芯片主流产品 (按销售额)



来源: 群智咨询, 国金证券研究所

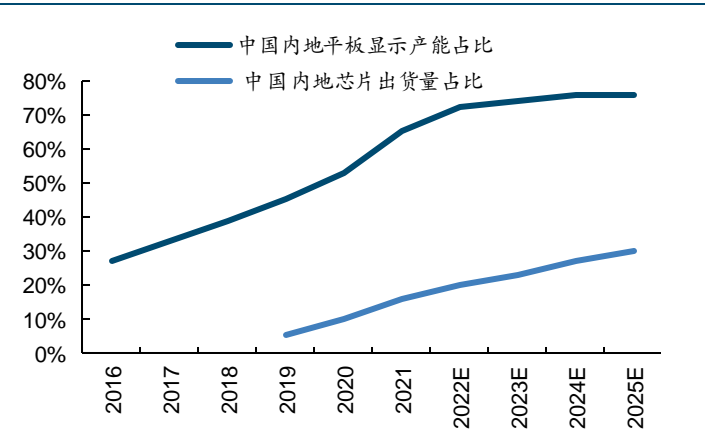
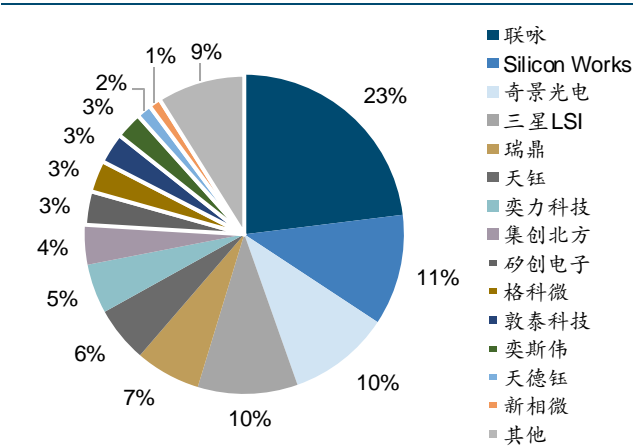
来源: 群智咨询, 国金证券研究所

我们从供给端和需求端分开展开市场情况分析。

**供给端:** 全球显示驱动芯片市场中台系、韩系厂商占据主要份额, 与中国大陆面板厂商的份额形成剪刀差, 中国大陆厂商芯片替代空间巨大。根据新相微招股说明书转引 CINNO Research 的数据, 2021 年全球显示驱动芯片出货量前五大的厂商分别为联咏 (23%)、Silicon Works (11.2%)、奇景光电 (10.3%)、三星 LSI (10.1%)、瑞鼎 (6.6%), CR5 达 61.2%。2021 年中国大陆显示驱动芯片厂商中出货量最高的集创北方占比约 4.0%, 新相微占比约 1.2%, 国产替代空间巨大。

图表24: 2021 年全球显示驱动芯片出货量中韩系、台系厂商占据主要市场份额

图表25: 国产显示驱动芯片出货量占比与显示面板产能占比仍有“剪刀差”



来源: 新相微招股说明书, 国金证券研究所

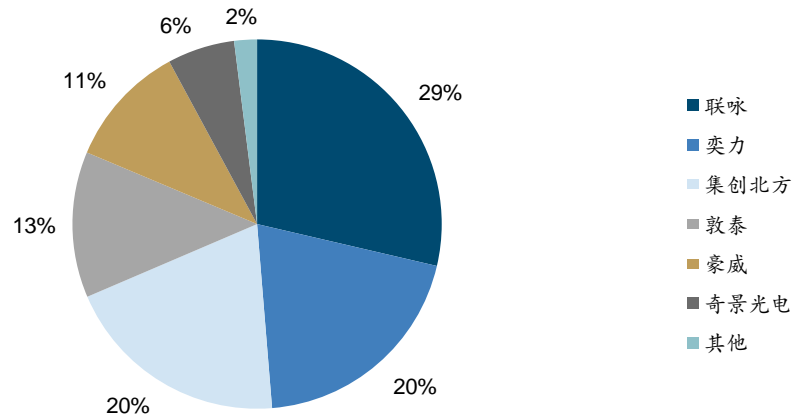
来源: 新相微招股说明书, 国金证券研究所

**供给端:** 分产品看, 中国大陆厂商在 LCD DDIC 中占据一定份额, 其中 LCD TDDI 中国大陆厂商份额逐年提升, 可穿戴 LCD DDIC 份额过半。而中国大陆厂商在 OLED DDIC 中仍处于产品突破初期。

1) LCD TDDI (主要用于智能手机), 台系厂商主导, 中国大陆厂商市场份额提升到 30% 以上。根据 Omdia 的数据, 台系厂商主导智能手机 LCD TDDI 市场, 联咏和奕力分别以 28.7% 和 20.1% 的市占率位列前二。中国大陆厂商份额持续提升, 集创北方以 19.9% 的份额排名第三, 豪威以 9.8% 的份额排名第五。



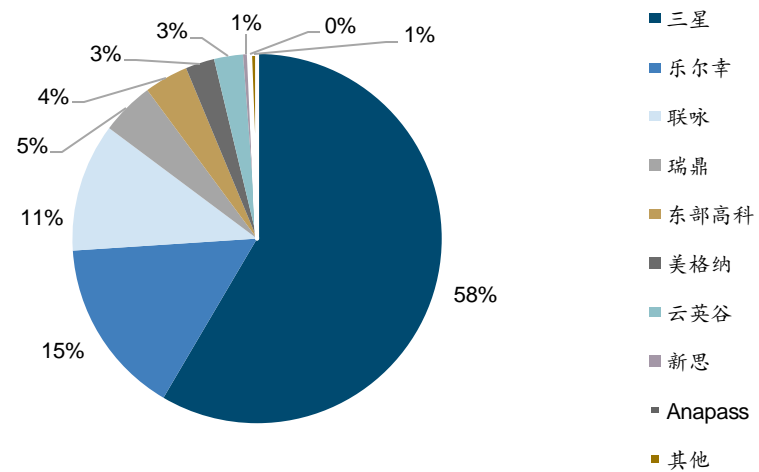
图表26: 2022 年智能手机 LCD TDDI 市场竞争格局



来源: Omdia, 国金证券研究所

2) OLED DDIC (主要用于智能手机), 韩系厂商占据大部分市场空间, 台系厂商占据小部分市场空间, 中国大陆厂商国产替代空间巨大。根据 Omdia 的数据, 2022 年智能手机 AMOLED DDIC 市场中份额前五大的厂商分别为三星 (57.7%)、乐尔幸 (15.3%)、联咏 (11.1%)、瑞鼎 (4.6%)、东部高科 (3.8%), CR5 达 92.5%, 联咏和瑞鼎是大陆面板厂商主要的 AMOLED DDIC 供应商。中国大陆供应商方面, 云英谷、集创北方、奕斯伟、海思等厂商都在积极导入, 目前云英谷以 2.5% 的份额位居中国大陆厂商第一。

图表27: 2022 年智能手机 AMOLED DDIC 市场竞争格局

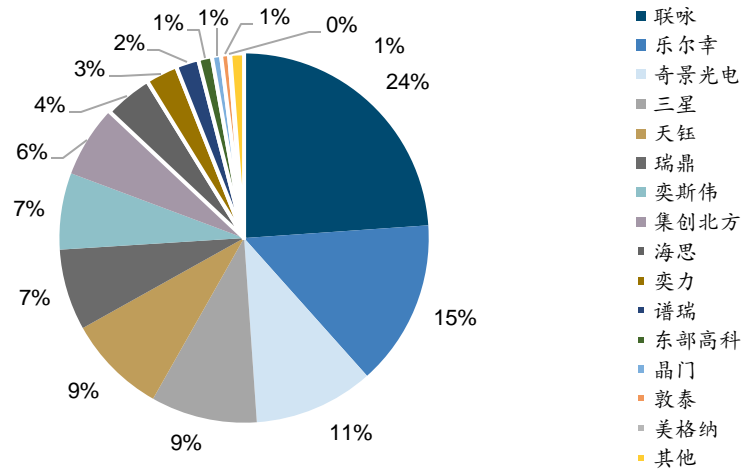


来源: Omdia, 国金证券研究所

3) 大尺寸 DDIC (据新相微招股说明书, 大尺寸定义为 10 英寸以上的显示面板, 主要下游用于电视、桌面显示器、笔记本电脑以及平板电脑), 韩系台系厂商主导市场, 中国大陆厂商份额持续提升。根据 Omdia 的数据, 2022 年大尺寸 DDIC 份额前五大厂商均为韩系或台系厂商, 分别为联咏 (23.9%)、乐尔幸 (14.5%)、奇景光电 (10.5%)、三星 (9.3%) 和天钰 (8.7%)。随着大陆面板厂商的产能占比逐渐提升, 中国大陆显示驱动厂商的份额也逐年提升, 2022 年中国大陆厂商份额达到新高, 奕斯伟和集创北方市场份额分别达到 6.7% 和 6.3%。



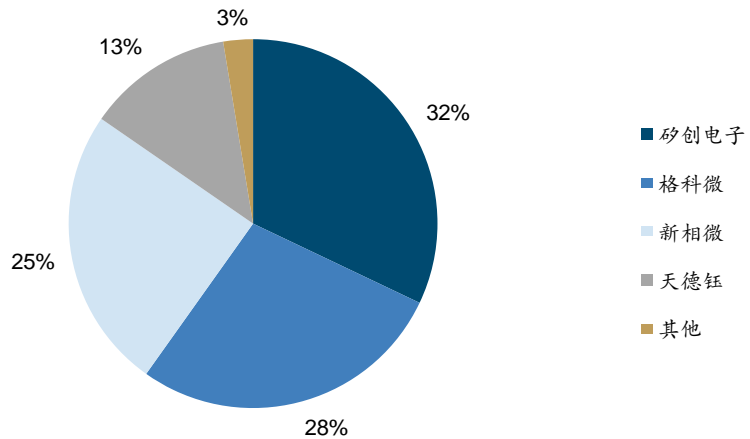
图表28: 2022 年大尺寸 DDIC 市场竞争格局



来源: Omdia, 国金证券研究所

4) 可穿戴 LCD DDIC, 中国大陆厂商占据较大市场份额。可穿戴驱动芯片下游市场包括智能手表、智能手环、AR/VR 头戴显示器等, 根据公司招股说明书的数据, 2021 年全球可穿戴 LCD DDIC 市场主要被矽创电子、格科微、新相微、天德钰占据, 出货量占比分别为 32.1%、27.8%、24.8%、12.8%, CR4 达 97.5%。

图表29: 2021 年可穿戴 LCD DDIC 市场竞争格局



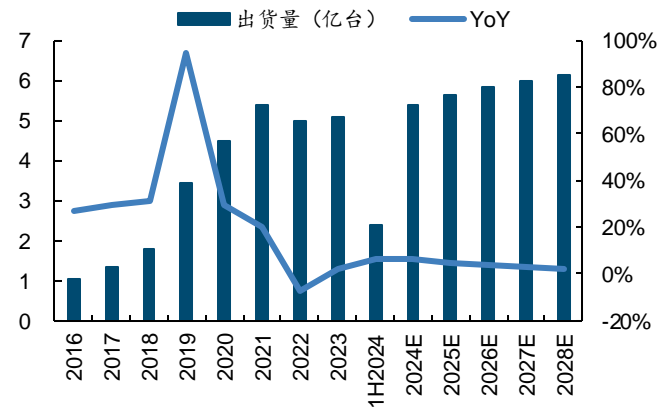
来源: 新相微招股说明书, 国金证券研究所

**需求端:** 小尺寸显示驱动芯片广泛应用于智能穿戴和手机为代表的消费电子领域和工控显示领域, 大尺寸显示驱动芯片广泛应用于平板电脑、IT 显示设备和电视及商显领域。根据 IDC 的数据, 各下游需求领域呈现温和复苏。

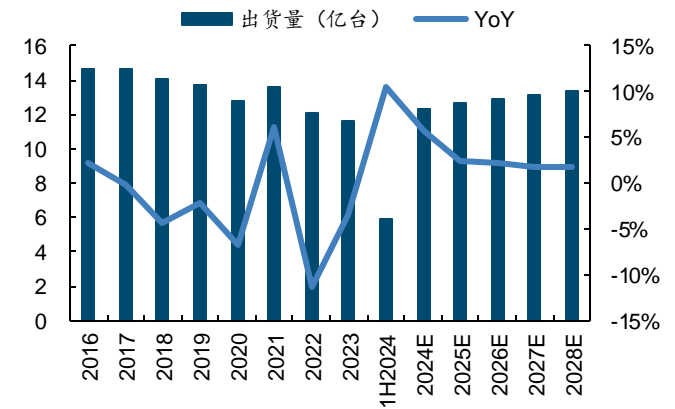
- 1) 2023 年全球可穿戴设备出货量为 5.07 亿部, 同比增长约 2%。2024 年上半年出货量为 2.37 亿部, 同比增长约 7%, 2024 年全年出货量有望同比增长 6%到 5.38 亿部。
- 2) 2023 年全球智能手机出货量为 11.64 亿部, 同比下滑约 3%。2024 年上半年出货量为 5.93 亿部, 同比增长约 10%, 2024 年全年出货量有望达到 12.32 亿部, 同比增长约 6%。
- 3) 2023 年全球 PC 出货量为 2.60 亿部, 同比下滑约 14%。2024 年上半年出货量为 1.24 亿部, 同比增长约 2%, 2024 年全年出货量预计达到 2.61 亿部, 总体出货量维持平稳。
- 4) 2023 年显示器和 TV 面板出货量分别为 1.49 亿和 2.41 亿, 分别同比下滑 6%和 12%。2024 年上半年显示器和 TV 面板出货量分别为 0.80 亿和 1.24 亿, 分别同比增长 11%和 0%; 2024 年全年显示器和 TV 面板出货量预计分别达到 1.56 亿和 2.44 亿, 分别同比增长 5%和 1%。



图表30: 2016-2028E 全球可穿戴设备出货量及增速



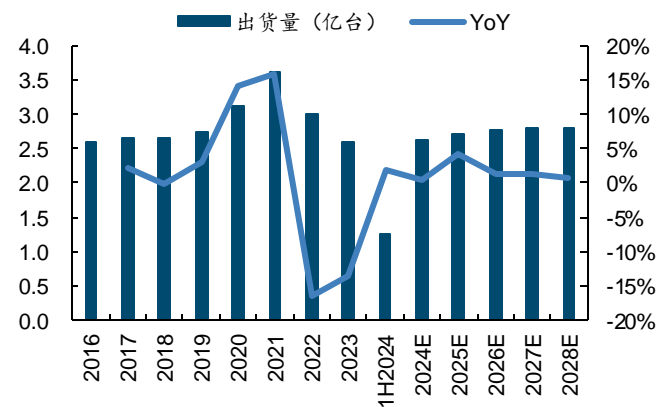
图表31: 2016-2028E 全球智能手机出货量及增速



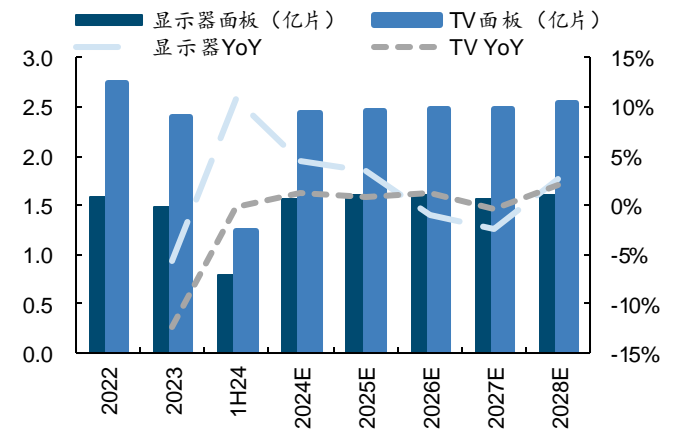
来源: IDC, 国金证券研究所

来源: IDC, 国金证券研究所

图表32: 2016-2028E 全球PC出货量及增速



图表33: 2012-2028E 全球显示器及TV面板出货量及增速



来源: IDC, 国金证券研究所

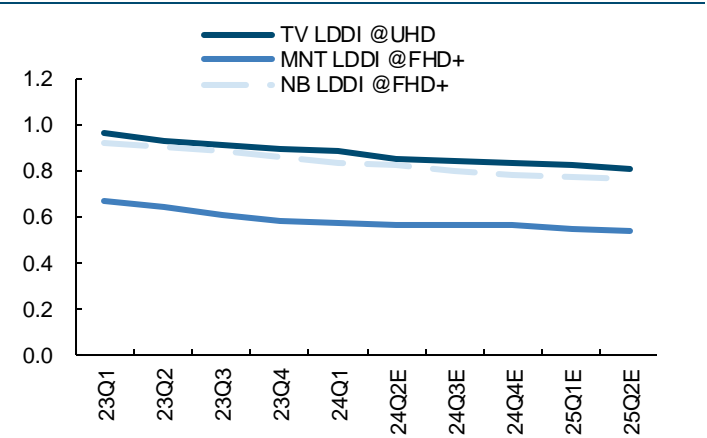
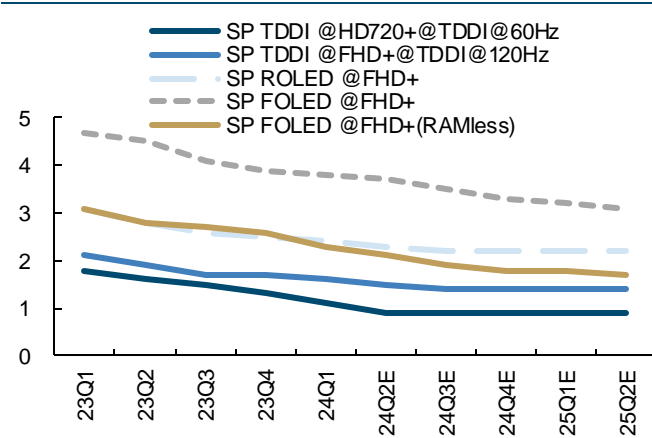
来源: IDC, 国金证券研究所

**价格端:** LCD TDDI 价格见底, 大尺寸 LCD DDIC 以及 OLED DDIC 价格仍在下降。根据群智咨询的数据, 从 2024 年开始, 国内设计厂商在海外代工的 CIS 订单开始逐渐转向大陆晶圆代工厂。部分代工厂 55nm/90nm 制程稼动率产能, 对 HD/FHD TDDI 所需的高压制程产能形成挤压。以晶合集成为例, 2024 年 8 月 14 日投资者纪要披露, 公司收入中 DDIC 约占 69%, 目前产能处于满载状态, 并于 6 月份对部分产品代工价格进行调整, 晶合集成预计第三季度将继续维持满载, 预计第四季度产能利用率维持高位水平。随着上游晶圆代工厂满产且有涨价诉求下, LCD TDDI 价格止跌, 但由于终端需求有限, 且设计公司库存水位较高, 未来几个季度价格预计维持持平。智能手机 OLED DDIC 随着上游晶圆厂 28nm/40nm 制程新产能逐渐开出, 设计公司仍有余力进行价格战, 产品价格持续走低。大中尺寸 DDIC 方面, 据群智咨询, 24Q2 面板厂商仍积极采用控产策略, 但由于下游需求依然疲软, 预计未来几个季度大中尺寸 DDIC 价格仍然呈现下滑趋势。



图表34: 23Q1-25Q2E LCD TDDI 及 OLED DDIC 价格趋势

图表35: 23Q1-25Q2E 大尺寸 DDIC 价格趋势



来源: 群智咨询, 国金证券研究所

来源: 群智咨询, 国金证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

预计 2024-2026 年公司营收达到 5.54 亿元、8.71 亿元、11.40 亿元, 同增 15.2%、57.4%、30.9%, 主营业务毛利率分别为 20.4%、27.2%、31.0%, 不同业务的营收、毛利率变动逻辑如下:

**整合型显示芯片:** 预测 2024-2026 年营收达到 4.74 亿元、7.30 亿元、9.19 亿元, 同增 6.6%、+54.0%、+26.0%, 受益于显示驱动芯片整体国产化率仍较低, 同时公司持续加大研发投入, 不断迭代现有产品的品质和性能, 产品品类由 LCD DDIC 向 AMOLED DDIC 拓展。随着公司 FHD 全高清整合型 AMOLED 显示驱动芯片、FHD 全高清 LTPS RAMless 整合型显示驱动芯片等新料号量产, 同时叠加半导体周期复苏, 世界半导体贸易统计组织 (WSTS) 预测 2025 年全球半导体市场销售有望实现 12.5% 的增长, 我们看好整合性显示芯片营收有望进一步提升。毛利率为 19.7%、26.3%、29.8%, 主要系 2021 年缺芯潮后显示驱动芯片开始供过于求, 因此公司产品毛利率逐年下降。而 2024 年起半导体周期触底回升, 半导体设计公司经历去库周期后库存水位回归正常水平, 同时上游晶圆厂稼动率回升, 部分代工产品开始涨价, 未来涨价有望向下传导带来产品价格弹性。伴随公司产品结构改善, 毛利率较高的新一代 AMOLED 显示驱动芯片等新料号量产, 毛利率有望重回上升通道。

**显示屏电源管理芯片:** 预测 2024-2026 年营收达到 0.70 亿元、1.27 亿元、1.95 亿元, 同比+75.5%、+81.3%、+54.0%。公司显示屏电源管理芯片主要系采购定制化成品或自主封装产品销售至京东方, 公司与京东方、深天马等行业内主流面板厂商建立了良好的合作关系, 随着终端客户国产化诉求的提升, 显示屏电源管理芯片的营收有望快速提升。毛利率为 21.4%、29.6%、34.1%, 根据公司招股书, 目前公司已通过自主研发实现部分型号显示屏电源管理芯片的量产, 随着自主研发量产产品占比的提升, 显示屏电源管理芯片毛利率有望逐年提升。

**分离型显示驱动芯片:** 预测 2024-2026 年营收达到 0.10 亿元、0.15 亿元、0.26 亿元, 同比+14.0%、+49.5%、+76.0%, 毛利率为 44.5%、49.3%、51.6%。目前公司营收以整合型显示芯片为主, 分离型显示驱动芯片收入占比较低, 未来随着 TCON 芯片等分离型新产品量产, 收入有望进一步提升。

图表36: 公司分业务营收及毛利率预测

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入合计	427.0	480.5	553.6	871.1	1140.4
YoY	-5.5%	12.5%	15.2%	57.4%	30.9%
毛利率	41.4%	21.0%	20.4%	27.2%	31.0%





整合型显示芯片	398.4	444.5	473.8	729.7	919.4
YoY	0.0%	11.8%	6.6%	54.0%	26.0%
毛利率	39.9%	19.7%	19.7%	26.3%	29.8%
显示屏电源管理芯片	20.5	39.9	70.0	126.8	195.3
YoY	28.7%	94.4%	75.5%	81.3%	54.0%
毛利率	68.1%	40.5%	21.4%	29.6%	34.1%
分离型显示驱动芯片	8.1	8.6	9.8	14.6	25.7
YoY	-78.4%	5.7%	14.0%	49.5%	76.0%
毛利率	46.4%	24.7%	44.5%	49.3%	51.6%

来源：国金证券研究所

费用情况：(1) 2022-2023 年公司研发费用率为 12.01%、11.87%，随着 24 年及以后公司销售规模和研发投入的逐渐扩大，我们预计公司研发费用率将保持稳定，2024-2026 年公司研发费用率为 11.00%、10.00%、10.00%。(2) 2022-2023 年公司销售费用率为 3.41%、3.31%，随着公司营收规模逐年增长，我们预计公司销售费用率有望保持稳定，2024-2026 年公司销售费用率为 2.90%、2.50%、2.20%。(3) 2022-2023 年公司管理费率为 4.86%、5.08%，随着公司销售规模及经营规模的逐渐扩大，公司管理费用率略有下降并保持稳定，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 4.60%、4.00%、4.00%。

图表37：2022-2026E 公司三费情况

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	3.41%	3.31%	2.90%	2.50%	2.20%
管理费用率	4.86%	5.08%	4.60%	4.00%	4.00%
研发费用率	12.01%	11.87%	11.00%	10.00%	10.00%

来源：Wind，国金证券研究所

### 3.2 投资建议及估值

预计 2024-2026 年公司净利润为 0.35 亿元、1.21 亿元、2.02 亿元，对应 EPS 为 0.08 元、0.26 元和 0.44 元，公司主营业务为提供完整的显示芯片系统解决方案，因此我们选取 A 股上市公司中完全或部分布局显示驱动芯片的格科微、天德钰、韦尔股份、中颖电子作为可比公司。我们看好公司作为少数产品种类齐全，能够同时提供整合型和分离型显示驱动方案的中国内地厂商之一。随着下游需求逐渐回暖，同时 AMOLED 显示驱动芯片以及 TCON 芯片等新产品进展顺利。我们给予 2025 年 80 倍估值，市值 96.57 亿元，目标价 21.01 元，给予公司“增持”评级。

图表38：可比公司估值比较（市盈率法）

	名称	股价(元)	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
688728	格科微	15.45	0.18	0.02	0.10	0.18	0.26	99.88	1103.4	160.73	85.15	60.53
688252	天德钰	23.86	0.32	0.28	0.51	0.71	0.96	52.40	72.35	47.17	33.64	24.83
603501	韦尔股份	105.65	0.84	0.46	2.66	3.67	4.66	92.21	233.44	39.74	28.81	22.67
300327	中颖电子	23.74	0.94	0.54	0.52	0.82	1.07	37.45	41.86	45.62	28.98	22.15
	平均值		0.57	0.33	0.95	1.35	1.74	70.49	362.77	73.32	44.15	32.55
688593	新相微	18.62	0.29	0.06	0.08	0.26	0.44		245.62	246.78	70.88	42.39

来源：Wind，国金证券研究所（2024 年 10 月 16 日股价，除公司数据外均为 Wind 一致预期）

## 四、风险提示

市场竞争加剧的风险。显示驱动芯片赛道竞争相对激烈，存在新进入厂商的可能。若有新厂商进入公司所处赛道，存在公司市场份额下滑的可能，对公司未来营业收入产生不利影响。



产品迭代不及预期的风险。显示驱动芯片迭代加速、应用领域不断拓展，若公司无法维持充足的研发投入或持续推出创新产品，可能出现核心竞争力下滑的情况。

下游需求不如预期的风险。公司下游主要面向消费电子、工业等领域，如果行业发展不及预期，存在需求不及预期以及客户拓展不及预期的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>452</b>	<b>427</b>	<b>480</b>	<b>554</b>	<b>871</b>	<b>1,140</b>	货币资金	310	213	1,003	973	1,013	1,074	
增长率		-5.5%	12.5%	15.2%	57.4%	30.9%	应收款项	55	72	114	164	234	275	
<b>主营业务成本</b>	<b>-146</b>	<b>-250</b>	<b>-380</b>	<b>-441</b>	<b>-635</b>	<b>-787</b>	存货	60	189	141	169	226	259	
%销售收入	32.3%	58.7%	79.0%	79.6%	72.8%	69.0%	其他流动资产	24	84	193	259	274	286	
<b>毛利</b>	<b>306</b>	<b>177</b>	<b>101</b>	<b>113</b>	<b>237</b>	<b>354</b>	流动资产	450	558	1,451	1,565	1,747	1,893	
%销售收入	67.7%	41.3%	21.0%	20.4%	27.2%	31.0%	%总资产	69.0%	75.4%	80.7%	79.9%	80.4%	80.5%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	长期投资	0	0	33	33	33	33	
%销售收入	0.9%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	固定资产	3	3	183	193	202	211	
<b>销售费用</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>	%总资产	0.4%	0.3%	10.2%	9.8%	9.3%	9.0%	
%销售收入	3.3%	3.4%	3.3%	2.9%	2.5%	2.2%	无形资产	3	2	1	6	9	11	
<b>管理费用</b>	<b>-44</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>	<b>-25</b>	<b>-35</b>	<b>-46</b>	非流动资产	202	182	347	394	427	457	
%销售收入	9.7%	4.9%	5.1%	4.6%	4.0%	4.0%	%总资产	31.0%	24.6%	19.3%	20.1%	19.6%	19.5%	
<b>研发费用</b>	<b>-55</b>	<b>-51</b>	<b>-57</b>	<b>-61</b>	<b>-87</b>	<b>-114</b>	<b>资产总计</b>	<b>651</b>	<b>740</b>	<b>1,798</b>	<b>1,959</b>	<b>2,173</b>	<b>2,350</b>	
%销售收入	12.2%	12.0%	11.9%	11.0%	10.0%	10.0%	短期借款	3	22	69	191	269	274	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>188</b>	<b>88</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>91</b>	<b>167</b>	应付款项	67	49	110	131	188	233	
%销售收入	41.7%	20.6%	0.6%	1.6%	10.4%	14.6%	其他流动负债	24	13	14	13	20	26	
<b>财务费用</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	流动负债	95	84	193	335	477	533	
%销售收入	-1.6%	-2.8%	-2.7%	-1.8%	-0.7%	-0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-18</b>	<b>4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	2	1	3	1	1	1	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	97	85	196	336	478	534	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>548</b>	<b>649</b>	<b>1,596</b>	<b>1,617</b>	<b>1,690</b>	<b>1,811</b>	
%税前利润	0.1%	0.1%	8.0%	8.2%	3.9%	2.4%	其中：股本	368	368	460	460	460	460	
<b>营业利润</b>	<b>181</b>	<b>122</b>	<b>23</b>	<b>36</b>	<b>127</b>	<b>212</b>	未分配利润	72	156	181	202	274	395	
营业利润率	40.0%	28.6%	4.7%	6.6%	14.6%	18.6%	少数股东权益	6	6	6	6	6	6	
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>651</b>	<b>740</b>	<b>1,798</b>	<b>1,959</b>	<b>2,173</b>	<b>2,350</b>	
<b>税前利润</b>	<b>181</b>	<b>122</b>	<b>23</b>	<b>36</b>	<b>127</b>	<b>212</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	40.0%	28.6%	4.7%	6.6%	14.6%	18.6%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-28</b>	<b>-14</b>	<b>4</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-11</b>	每股收益	0.415	0.295	0.060	0.075	0.263	0.439	
所得税率	15.4%	11.2%	-19.1%	5.0%	5.0%	5.0%	每股净资产	1.491	1.766	3.474	3.519	3.677	3.941	
<b>净利润</b>	<b>153</b>	<b>108</b>	<b>27</b>	<b>35</b>	<b>121</b>	<b>202</b>	每股经营现金净流	-0.130	-0.188	0.208	-0.222	0.107	0.380	
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.039	0.030	0.105	0.176	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>153</b>	<b>108</b>	<b>28</b>	<b>35</b>	<b>121</b>	<b>202</b>	<b>回报率</b>							
净利率	33.8%	25.4%	5.7%	6.3%	13.9%	17.7%	净资产收益率	27.86%	16.69%	1.73%	2.14%	7.14%	11.15%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	23.45%	14.63%	1.53%	1.77%	5.55%	8.59%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	28.56%	11.51%	0.19%	0.46%	4.38%	7.57%	
净利润	153	108	27	35	121	202	<b>增长率</b>							
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	主营业务收入增长率	106.48%	-5.47%	12.52%	15.22%	57.37%	30.91%	
非现金支出	21	1	7	6	8	8	EBIT 增长率	1149.8%	-53.26%	-96.90%	218.78%	941.93%	83.96%	
非经营收益	9	-4	6	-10	-7	-6	净利润增长率	500.88%	-29.03%	-74.59%	25.90%	248.14%	67.22%	
营运资金变动	-231	-175	56	-133	-72	-30	总资产增长率	201.23%	13.70%	142.87%	8.93%	10.94%	8.16%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-48</b>	<b>-69</b>	<b>96</b>	<b>-102</b>	<b>49</b>	<b>175</b>	<b>资产管理能力</b>							
资本开支	-8	-1	-192	-35	-35	-34	应收账款周转天数	43.9	48.9	62.7	100.0	90.0	80.0	
投资	0	-30	-83	0	0	0	存货周转天数	110.5	181.7	158.8	140.0	130.0	120.0	
其他	0	0	2	3	5	5	应付账款周转天数	187.5	83.1	57.6	90.0	90.0	90.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-8</b>	<b>-31</b>	<b>-274</b>	<b>-32</b>	<b>-30</b>	<b>-29</b>	固定资产周转天数	2.1	2.2	135.2	120.3	78.2	61.0	
股权募资	282	0	952	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	-13	20	48	123	78	5	净负债/股东权益	-55.34%	-34.26%	-63.16%	-52.90%	-48.43%	-48.24%	
其他	-2	-22	-36	-18	-56	-90	EBIT 利息保障倍数	-25.4	-7.4	-0.2	-0.9	-14.1	-29.1	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>268</b>	<b>-2</b>	<b>965</b>	<b>104</b>	<b>22</b>	<b>-85</b>	资产负债率	14.89%	11.50%	10.91%	17.15%	21.99%	22.72%	
<b>现金净流量</b>	<b>212</b>	<b>-97</b>	<b>787</b>	<b>-30</b>	<b>41</b>	<b>61</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	2	2	2	3
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.33</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究